

强于大市

服装行业深度报告

疫情后行业改善明显，布局品牌龙头

主要催化剂/事件

终端需求超预期
疫情控制超预期

我国服装行业整体自 2020Q3 开始出现改善趋势,2021Q1 基本延续;2021 年以来板块表现优秀,基金持仓增加。分子行业看复苏节奏呈现差异化,家纺企业是最早走出疫情影响的子行业,大众休闲服饰恢复速度较慢,但预计 2021 年都将恢复至正常水平。同时海外疫情以及 H&M 事件使国外品牌受损严重;在文化自信以及信息透明的基础上,国产品牌通过高效供应链、原创设计、全渠道零售不断提升自身核心竞争力,有望把握疫情恢复良机,快速崛起。

支撑评级的要点

- **2021 年以来板块涨幅较好,基金持仓增加。**在零售改善及 H&M 事件催化下,纺织服装板块表现较好,下游涨幅优秀;2021Q1 纺织服装板块指数相比 2021 年初上涨 1.25%,跑赢沪深 300 (跌幅 3.13%),下游服装家纺板块相比 2021 年初上涨 5.09%。同时纺织服装板块持仓市值与去年同期相比增长明显,持仓比例持续增加;2021Q1 纺织服装板块基金持仓市值为 77.12 亿,持仓比例相比 2020 年初增加 1.69%。
- **行业整体自 2020Q3 开始改善,子行业复苏节奏呈现差异化。**大众休闲服饰恢复较慢,主要受到线下客流下降影响较多,预计 2021Q2 恢复至 2019 年同期水平。家纺行业自 2020Q2 开始呈现复苏趋势,全年业绩表现整体较好,2021Q1 延续稳健增长趋势,是最早走出疫情影响的行业。体育服饰行业于 2020Q4 恢复正常增长,2021Q1 延续,体育服饰行业整体仍处于成长阶段,受益于健康生活理念和品牌化趋势,行业红利仍在。中高端女装和中高端男装在 2020Q4 基本恢复到 2019 年正常水平。上游纺织制造业来看,受益于海外订单回暖和印度订单回流影响,2020Q4 改善较为明显,2021 全年有望恢复至正增长。
- **海外疫情带来发展机遇,多因素助推国产品牌崛起。**在疫情冲击下,国外品牌受损严重,线上转型缓慢也限制其恢复能力。而对于国产品牌,在建立文化自信以及信息透明的基础上,H&M 事件更是激发爱国热情,进一步提升国内品牌力。在此机遇下,国产品牌不断提升自身核心竞争力。供应链方面,国牌学习国际品牌管理经验,提升供应链反应效率;设计方面,本土品牌紧贴国际潮流,并且与海外设计师和团队合作;新零售方面,服装品牌纷纷布局全渠道零售取得良好成效。预计高效供应链、原创设计、全渠道零售将不断提升国牌竞争力。

投资建议

- 高效灵活的供应链改革、全渠道零售布局使大众休闲类服装产销适应市场需求,建议关注**森马服饰、海澜之家、太平鸟**;中高端类服装在设计端不断推进国际化,坚持原创设计,渠道布局不断优化,建议关注**比音勒芬、地素时尚、歌力思**。体育服饰着重打造多品牌矩阵,建议关注:**安踏体育、李宁、特步国际**。家纺加大电商渠道布局,建议关注:**罗莱生活、富安娜**。

评级面临的主要风险

- 疫情后消费复苏不及预期、市场竞争加剧、新零售发展不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装

证券分析师:郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

目录

今年以来板块涨幅较好，基金持仓增加.....	5
重点公司、子行业年报&一季报总结.....	6
2.1 大众休闲：疫情后营利显著改善.....	6
2.2 女装：中高端女装表现呈现差异化.....	8
2.3 中高端男装：受疫情影响较小，已恢复至常态.....	10
2.4 家纺：增长趋势向好，线下稳健，电商重回高增长.....	11
2.5 体育服饰：一季度流水大幅增长.....	13
2.6 纺织制造：2020Q4 订单改善明显.....	15
下半年投资策略：寻找核心竞争力提升下稳健增长型公司.....	17
疫情后国外品牌受损严重，国产大牌迎增长良机.....	17
高效供应链、原创设计、全渠道零售助推国牌崛起.....	18
投资建议.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图表 1.今年以来纺织服装板块改善明显.....	5
图表 2.Q1 基金持仓市值相比 20 年初增长明显.....	5
图表 3.Q1 纺织服装板块基金持股比例上升.....	5
图表 4.大众休闲服饰公司营收逐渐恢复（单位：亿元）.....	6
图表 5.大众休闲服饰公司毛利率保持稳定.....	7
图表 6.大众休闲服饰公司费用率整体保持稳定.....	7
图表 7.2021Q1 大众休闲服饰公司净利率显著提升.....	7
图表 8.2021Q1 存货周转天数明显改善.....	8
图表 9.女装公司营收逐渐改善（单位：亿元）.....	8
图表 10.2021Q1 女装公司毛利率显著提升.....	8
图表 11.女装公司费用率小幅提升.....	9
图表 12.女装公司净利率整体较为稳定.....	9
图表 13.2021Q1 女装公司存货周转天数逐渐恢复正常水平.....	9
图表 14.中高端男装公司营收逐渐恢复（单位：亿元）.....	10
图表 15.2021Q1 男装毛利率显著提升.....	10
图表 16.中高端男装公司费用率整体比较稳定.....	11
图表 17.2021Q1 中高端男装公司净利率有所改善.....	11
图表 18.2021Q1 男装公司存货周转天数逐渐回归正常水平.....	11
图表 19.家纺公司营收逐渐向好（单位：亿元）.....	12
图表 20.家纺公司毛利率保持稳定.....	12
图表 21.家纺公司费用率有所下降.....	12
图表 22.家纺公司净利率整体相对稳定.....	13
图表 23.2021Q1 家纺公司存货周转天数水平有较大改善.....	13
图表 24.2020 年下半年体育服饰公司营收增速恢复较快（单位：亿元）.....	13
图表 25.2021Q1 体育服饰公司增长较快.....	14
图表 26.体育服饰公司毛利率保持稳定.....	14
图表 27.存货周转天数保持健康水平.....	14
图表 28.体育服饰公司费用率变化较小（管理费用+销售费用）.....	14
图表 29.纺织制造公司营收逐渐改善（单位：亿元）.....	15
图表 30.纺织制造公司毛利率有明显改善趋势.....	15
图表 31.纺织制造公司费用率有所下降.....	16
图表 32.纺织制造公司净利率相对稳定.....	16
图表 33.2020 年国外大牌品牌受疫情影响营收下降.....	17

图表 34.众多中国品牌均登上了国际四大时装周.....	17
图表 35.H&M 事件时间线梳理.....	18
图表 36.国内服饰家纺品牌发布声明支持新疆.....	18
图表 37.优秀本土企业供应链改革措施.....	19
图表 38.太平鸟将 TOC 方法应用于 SPA 模式,提升快反效率.....	19
图表 39.优秀本土企业供应链改革阶段.....	19
图表 40.中国设计师海外背景提高.....	20
图表 41.登上国际四大时装周后的大部分中国品牌获得较强反响.....	21
图表 42.我国直播电商行业规模持续扩大.....	21
图表 43.服装企业自 19 年下半年开始布局新零售.....	22
图表 44.女装或将成为最受益品类.....	22

今年以来板块涨幅较好，基金持仓增加

今年以来零售改善及 H&M 事件催化下，纺织服装板块表现较好，下游涨幅优秀。2021Q1 纺织服装板块指数相比 2020 年初下跌 4.73%，跑输沪深 300（涨幅 23.68%）；相比 2021 年初上涨 1.25%，跑赢沪深 300（跌幅 3.13%）。按细分板块，纺织制造板块指数相比 2020/2021 年初下跌 11.17%/5.51%，服装家纺板块指数相比 2020 年初下跌 1.26%，相比 2021 年初上涨 5.09%。纺服板块指数整体呈向好趋势。

图表 1. 今年以来纺织服装板块改善明显

(%)	2020 年初至今涨跌幅	2021 年初至今涨跌幅
纺织服装	(4.73)	1.25
纺织制造	(11.17)	(5.51)
服装家纺	(1.26)	5.09
沪深 300	23.68	(3.13)

数据来源：万得，中银证券

纺织服装板块持仓市值与去年同期相比增长明显，持仓比例持续增加。从基金持仓市值看，2021Q1 纺织服装板块基金持仓市值为 77.12 亿，与 2020 年初相比增加 26.41%，与 2021 年初相比降低 38.66%。分板块看，纺织制造板块和服装家纺板块变动趋势相同，Q1 纺织制造板块与服装家纺板块的基金持股市值与 2020 年初相比均增加，与 2021 年初相比均下降。从持仓比例来看，Q1 纺织服装板块基金持仓占公司总股本比例为 3.03%，相比 2020 年初增加 1.69pct，相比 2021 年初增加 1.05pct。

图表 2. Q1 基金持仓市值相比 20 年初增长明显

(亿元)	2019Q4	2020Q4	2021Q1	变动幅度（相比 20 年初）(%)	变动幅度（相比 21 年初）(%)
纺织服装	61.01	125.73	77.12	26.41	(38.66)
纺织制造	13.50	45.24	15.39	14.00	(65.98)
服装家纺	47.51	80.49	61.73	29.93	(23.31)

数据来源：万得，中银证券

图表 3. Q1 纺织服装板块基金持股比例上升

(%)	2019Q4	2020Q4	2021Q1	相比 20 年初变动幅度(pct)	相比 20 年初变动幅度 (pct)
纺织服装	1.34	1.98	3.03	1.69	1.05
纺织制造	1.02	1.05	1.55	0.53	0.50
服装家纺	1.47	2.46	3.43	1.96	0.97

数据来源：万得，中银证券

重点公司、子行业年报&一季报总结

服装行业整体 2020 年年报和一季报整体表现情况良好，行业自 2020 三季度开始就出现改善趋势，2020Q4 改善趋势基本延续。分子行业看复苏节奏仍呈现差异化，大众休闲服饰恢复较慢，主要受到线下客流下降影响较多，预计 2021Q2 恢复至 2019 年同期水平。家纺行业自 2020Q2 开始呈现复苏趋势，全年业绩表现整体较好，2021Q1 延续稳健增长趋势，是最早走出疫情影响的行业。体育服饰行业于 2020Q4 恢复正常增长，2021Q1 延续，体育服饰行业整体仍处于成长阶段，受益于健康生活理念和品牌化趋势，行业红利仍在。中高端女装和中高端男装在 2020Q4 基本恢复到 2019 年正常水平。上游纺织制造业来看，受益于去年 Q4 海外订单回暖和印度订单回流影响，2020Q4 改善较为明显，并且 2021Q1 数据显示上游产业处于订单饱和状态，2021 全年有望恢复至正增长。

2.1 大众休闲：疫情后营利显著改善

2020Q4 维持改善趋势，但改善幅度有限。全年来看，森马服饰、海澜之家和太平鸟分别实现营业收入 152.05 亿元、179.58 亿元和 93.87 亿元，分别同比-21.37%/-18.26%/+18.41%。其中 2020Q4 单季收入增速分别为-5.28%/-15.11%/+32.20%。其中太平鸟增长趋势提速明显，太平鸟依靠品牌年轻化改革和柔性供应链加大品牌竞争力，在 2020 年逆势取得高增长，海澜之家和森马服饰在 2020 年 Q4 季度维持平稳表现。全年来看，海澜之家和森马服饰线下渠道受疫情影响较大，公司通过发力电商和新零售渠道弥补线下销售下滑趋势，海澜之家和森马服饰全年电商渠道分别增长 55%和 8.89%，电商渠道占比进一步提升。线下端来看，三家公司总渠道数量在 2020 年均有所减少，主要受疫情影响，线下中小门店以及经营不善门店关闭以及新开店较少所致。

2021Q1 改善提速，为全年恢复打下基础。2021Q1 三家大众休闲公司整体表现较好，森马服饰、海澜之家、太平鸟收入分别同比+20.91%/+42.77%/+93.10%，弹性显现。森马服饰和海澜之家收入尚未恢复至 2019 年同期，主要系服装行业 1 月份整体销售不佳影响，预计二季度有望和 2019 年同期持平。太平鸟延续高增长势头，2021Q1 收入同比 2019 年同期增长 60.93%，线上线下双渠道共驱高增长，公司经过多年品牌年轻化和供应链柔性化改革，已经抓住当下年轻人时尚偏好，品牌力持续提升。

图表 4.大众休闲服饰公司营收逐渐恢复（单位：亿元）

		2020	2020Q3	2020Q4		2021Q1
森马服饰	营业收入	152.05	37.16	57.55		33.10
	Yoy(%)	(21.37)	(26.30)	(5.28)	20.91% (2020 同期),	-19.61% (2019 同期)
海澜之家	营业收入	179.58	36.76	61.80		54.94
	Yoy(%)	(18.26)	(7.35)	(15.11)	42.77% (2020 同期),	-9.76% (2019 同期)
太平鸟	营业收入	93.87	23.04	38.66		26.70
	Yoy(%)	18.41	22.34	32.20	93.10% (2020 同期),	60.93% (2019 同期)

数据来源：万得，中银证券

毛利率稳健恢复，预计 2021Q2 持续改善。毛利率体现公司终端折扣水平的变化，2020 年全年三家大众休闲公司毛利率受疫情影响均有下滑，森马服饰、海澜之家、太平鸟毛利率分别同比下降 2.19pct、2.04pct、0.70pct。2021Q1 三家公司毛利率均呈现复苏状态，显示出终端销售及折扣逐步恢复，森马服饰、海澜之家、太平鸟 2021Q1 毛利率分别同比增长 2.86pct、8.43pct、3.99pct。从毛利率指标来看大众休闲服饰基本在 2021Q1 恢复至常态水平，也显示出终端销售的回暖以及库存的健康管理。

图表 5.大众休闲服饰公司毛利率保持稳定

(%)	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
森马服饰	42.53	40.34	41.68	41.11	43.97
海澜之家	39.46	37.42	43.59	34.48	42.91
太平鸟	53.19	52.49	57.45	51.89	55.88

数据来源：万得，中银证券

费用总体管控效率提升，疫情及疫情后周期费用率持续改善。在 2020 年疫情影响终端销售的情况下，大众休闲公司对费用的投放更加谨慎，持续不断优化费用投放效率。森马服饰和海澜之家在收入大幅度下降的情况下费用率仅提升 1.06pct 和 2.47pct。太平鸟费用率则下降 2.06pct，在收入逆势增长的同时费用投放效率不断提升。从 2021Q1 情况来看，森马服饰剥离海外童装资产，费用率大幅下降 4.02pct。太平鸟高增长趋势延续，费用率下降 4.76pct。海澜之家由于新品牌培育以及电商渠道的快速扩展，费用率与 2020 年同期基本持平。

图表 6.大众休闲服饰公司费用率整体保持稳定

(%)		2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
森马服饰	销售费用率	20.97	22.03	23.57	27.27	19.40
	管理费用率	5.32	5.42	4.32	5.37	3.94
	研发费用率	2.14	1.92	1.58	1.85	1.36
	财务费用率	(0.63)	(0.50)	(1.71)	(0.76)	(0.97)
	总费用率	27.80	28.86	27.76	33.73	23.74
海澜之家	销售费用率	11.23	13.38	9.32	13.56	13.27
	管理费用率	6.82	6.96	4.94	5.35	5.93
	研发费用率	0.31	0.46	0.19	0.25	0.23
	财务费用率	0.08	0.15	(0.25)	0.15	0.32
	总费用率	18.44	20.97	14.20	19.31	19.76
太平鸟	销售费用率	36.53	34.86	40.89	42.54	37.04
	管理费用率	6.36	6.13	7.35	7.14	5.77
	研发费用率	1.36	1.24	0.96	1.11	1.20
	财务费用率	0.24	0.20	0.33	0.28	0.76
	总费用率	44.49	42.43	49.53	51.08	44.77

数据来源：万得，中银证券

2021Q1 盈利能力大幅改善，休闲龙头重回正轨。受疫情影响，森马服饰和海澜之家 2020 年全年净利率大幅下降，分别同比减少 2.71pct 和 4.86pct。但在 2021Q1 迅速恢复，海澜之家 2021Q1 净利率为 14.96%，同比增长 7.51%，但尚未恢复至 2019 年同期，公司加大对新品牌培育力度，短期净利率仍有影响，但会持续呈现改善趋势。森马服饰剥离海外童装资产后净利率已超过 2019 年同期。太平鸟改革效果明显，在收入放量，费用大幅优化的情况下，2020 全年和 2021Q1 净利率均有提升。

图表 7.2021Q1 大众休闲服饰公司净利率显著提升

(%)	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
森马服饰	7.93	5.22	8.36	0.56	10.62
海澜之家	14.42	9.56	19.83	7.45	14.96
太平鸟	6.85	7.53	5.07	0.53	7.61

数据来源：万得，中银证券

存货周转健康，体现了大众休闲服饰在供应链方面的成熟运营。在 2020 全年三家公司存货管控整体较好，除海澜之家略有提升外，森马服饰和太平鸟存货周转天数均有下降。2021Q1 均呈现改善趋势，不光优于 2020 年同期，相比 2019 年同期，三家公司存货周转均持续优化。森马服饰、海澜之家、太平鸟存货周转天数分别较 2019Q1 下降 39/38/50 天。库存指标的优化说明大众休闲服饰公司处于健康的发展周期，也为未来业绩的持续改善奠定基础。

图表 8.2021Q1 存货周转天数明显改善

	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
森马服饰	140	133	159	227	120
海澜之家	250	263	249	319	211
太平鸟	179	166	218	237	168

数据来源：万得，中银证券

2.2 女装：中高端女装表现呈现差异化

收入增速呈现差异化。中高端女装公司 2020 年整体表现呈现差异化，女装主营业务情况来看，2020Q4 环比 Q3 有持续性的改善。安正时尚全年玖姿主品牌营收同比增长 1.88%，下半年提速明显。地素时尚自 2020Q2 恢复正增长，通过终端门店管理改革，门店店效逐年提升。歌力思整体下半年由于上半年，但仍未恢复至常态，主要系 ED 品牌下滑较多，以及 IRO 海外业务受海外疫情影响较大。2021Q1，中高端女装公司基本恢复，歌力思海外业务仍受疫情影响有所下滑，地素时尚继续维持稳健增长。

图表 9.女装公司营收逐渐改善（单位：亿元）

		2020	2020Q1-Q3	2020Q4	2021Q1
安正时尚	营业收入	35.94	21.42	14.52	8.21
	Yoy(%)	47.43	19.63	124.38	44.16% (2020 同期), 48.46% (2019 同期)
歌力思	营业收入	19.62	13.46	6.16	5.36
	Yoy(%)	(24.90)	(28.57)	(15.37)	30.61% (2020 同期), -13.96% (2019 同期)
地素时尚	营业收入	25.64	16.33	9.31	6.57
	Yoy(%)	7.81	(4.18)	38.14	61.08% (2020 同期), 12.50% (2019 同期)
锦泓集团	营业收入	33.40	17.91	15.49	10.72
	Yoy(%)	14.65	(5.09)	50.98	78.05% (2020 同期), 55.81% (2019 同期)

数据来源：万得，中银证券

疫情尚未影响女装毛利水平，2021Q1 定价持续向好。虽然 2020 全年受疫情影响，中高端女装毛利率基本稳定，主要系中高端女装库存压力较小，并且通过新零售和电商加大产品销售，没有通过大力促销的手段进行销售。2021Q1 主要公司毛利率环比 2020 年同期提升幅度明显，甚至超过 2019Q1 同期毛利率，说明中高端女装公司整体仍处于健康发展的阶段，不存在库存积压和恶性竞争。

图表 10.2021Q1 女装公司毛利率显著提升

(%)	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
安正时尚	35.82	32.64	53.80	49.60	53.51
歌力思	65.87	66.23	64.82	66.51	69.42
地素时尚	75.00	76.60	73.84	74.76	78.35
锦泓集团	67.71	67.68	67.33	63.46	70.52

数据来源：万得，中银证券

2020 全年费用率有所提升，中高端女装直营式运营模式费用节约空间有限。由于中高端女装多数采用直营店为主的销售模式，所以终端门店费用的固定投入较多，节约空间有限。因此，在 2020 年疫情影响下女装公司整体费用率均有所提升，安正时尚由于礼尚信息占比收入提升，费用率有所下降。2021Q1 中高端女装公司在收入恢复的同时，总费用率同比 2020 年同期有所改善，预计 2021Q2 改善趋势会延续。

图表 11. 女装公司费用率小幅提升

(%)		2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
安正时尚	销售费用率	25.90	23.64	21.89	22.73	31.08
	管理费用率	9.92	8.23	8.83	10.25	8.95
	研发费用率	3.30	1.97	3.09	2.87	2.22
	财务费用率	0.00	0.77	(0.82)	0.39	(0.54)
	总费用率	35.82	32.64	29.90	33.37	39.49
歌力思	销售费用率	31.65	37.66	32.88	45.33	36.24
	管理费用率	14.36	12.77	9.88	13.81	10.49
	研发费用率	3.51	3.00	3.80	4.05	2.36
	财务费用率	0.76	(0.17)	0.19	1.60	(0.88)
	总费用率	46.77	50.26	42.95	60.74	45.85
地素时尚	销售费用率	33.59	38.67	29.21	36.98	36.29
	管理费用率	8.81	7.76	7.64	9.52	6.80
	研发费用率	2.73	2.21	2.86	3.23	2.19
	财务费用率	(2.50)	(2.77)	(1.86)	(4.77)	(1.10)
	总费用率	39.90	43.66	34.99	41.73	41.99
锦泓集团	销售费用率	45.29	49.11	45.83	46.65	46.84
	管理费用率	8.30	6.34	9.67	8.55	5.73
	研发费用率	3.26	2.00	4.52	3.85	2.07
	财务费用率	8.18	7.16	8.40	9.77	5.58
	总费用率	61.77	62.61	63.90	64.97	58.15

数据来源：万得，中银证券

2020 全年利润大幅降低，疫情后弹性显现。2020 全年中高端女装公司净利率下滑明显，安正时尚和地素时尚净利率分别下降 6.77pct 和 1.67pct，歌力思剔除一次性投资收益后业绩下滑约 59% 左右。锦泓集团剔除商誉和无形资产减值后，主营业务净利率预计下降 2pct 以上。2021Q1 呈现改善趋势。歌力思 2021Q1 净利率同比 2019 年同期增长 1.62pct，同比 2020 年同期大幅改善（剔除一次性收益），地素时尚净利率水平与 2021Q1 同期持平，维持稳健。

图表 12. 女装公司净利率整体较为稳定

(%)		2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
安正时尚		13.45	6.68	19.17	17.19	9.87
歌力思		15.61	22.43	16.85	59.02	18.47
地素时尚		26.24	24.57	33.39	29.90	29.68
锦泓集团		4.63	(19.13)	2.91	0.66	8.86

数据来源：万得，中银证券

库存处于合理范围，预计 2021Q2 存货周转天数持续下降。从 2021Q1 存货水平来看，各家中高端女装公司存货周转天数同比 2020 年同期均有所下降。但于 2019 年同期相比仍较高。当前后疫情管控阶段对中高端女装的销售和运营仍然存在一定影响，预计 2021Q2 存货周转有望持续改善，下半年恢复至正常水平。库存整体呈改善趋势。

图表 13. 2021Q1 女装公司存货周转天数逐渐恢复正常水平

	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
安正时尚	297	211	276	391	295
歌力思	226	306	208	367	284
地素时尚	174	188	151	267	199
锦泓集团	365	312	328	418	214

数据来源：万得，中银证券

2.3 中高端男装：受疫情影响较小，已恢复至常态

中高端男装整体受疫情影响弱与其他子行业，2020Q4 基本恢复常态。全年来看，中高端男装主要上市公司受疫情影响较其他子行业稍弱，主要由于男装特有的属性，即男性消费者对于中高端男装消费频次较低，终端客流对实际销售影响关联度要弱于大众休闲服饰。2020Q4 七匹狼、九牧王、比音勒芬收入同比增速分别为+0.96%，+9.52%，+11.71%，已恢复至常态水平。2021 第一季度来看，三家公司相较 2020Q1 都有较大幅度的增长，并且基本超过或持平 2019 年同期水平，显示出当前中高端男装的恢复速度较快。

图表 14. 中高端男装公司营收逐渐恢复（单位：亿元）

		2020	2020Q3	2020Q4	2021Q1
七匹狼	营业收入	33.30	8.21	11.56	9.34
	Yoy(%)	(8.09)	(11.05)	0.96	40.24% (2020 同期), -1.48% (2019 同期)
九牧王	营业收入	26.72	6.39	9.12	8.11
	Yoy(%)	(6.47)	(4.87)	9.52	40.03% (2020 同期), 1.25% (2019 同期)
比音勒芬	营业收入	25.64	6.1	5.61	5.32
	Yoy(%)	7.82	27.71	11.71	45.17% (2020 同期), 12.71% (2019 同期)

数据来源：万得，中银证券

毛利率整体表现稳定，2021 全年有望创新高。疫情下中高端男装公司基本维持稳定的折扣水平，2020 全年三家主要中高端男装公司除七匹狼外，毛利率同比均有提升。并且，2021Q1 七匹狼、九牧王、比音勒芬毛利率分别较 2019 年同期提升 1.60pct、3.71pct 和 8.03pct。比音勒芬毛利率提升幅度较大，主要系公司直营渠道销售占比不断扩大，此外产品定价水平有提高。七匹狼和九牧王 2021Q1 毛利率均超过 2019 年同期，说明 2021 一季度中高端男装公司终端折扣及产品运营均已恢复。

图表 15. 2021Q1 男装毛利率显著提升

(%)	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
七匹狼	46.89	42.70	36.65	33.54	38.25
九牧王	56.74	59.36	56.67	57.50	60.38
比音勒芬	67.78	69.12	64.53	60.83	72.56

数据来源：万得，中银证券

中高端男装龙头费用率呈现提升趋势，渠道优化改革进行中。从 2020 全年费用率情况来看，大体中高端男装公司在全年严控费用投入，通过精细化费用投放缩减开支，以应对疫情影响。2021Q1 费用率呈现明显上升趋势，九牧王、比音勒芬费用率分别较 2020Q1 同期提升 3.07pct 和 5.42pct。我们认为一季度是投入季度，效果会在后面季度体现，费用率的提升也说明中高端男装公司对于 2021 年全年重回增长的信心。

图表 16. 中高端男装公司费用率整体比较稳定

(%)		2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
七匹狼	销售费用率	21.23	22.21	16.26	21.20	18.19
	管理费用率	9.24	8.96	7.93	8.90	7.71
	研发费用率	1.52	1.74	1.05	1.35	1.82
	财务费用率	(1.07)	(2.27)	(0.95)	(1.91)	(2.69)
	总费用率	29.40	28.92	23.21	28.08	23.23
九牧王	销售费用率	32.33	36.30	22.82	30.50	33.58
	管理费用率	8.67	9.51	6.08	10.43	8.43
	研发费用率	1.51	1.57	0.87	1.38	1.23
	财务费用率	0.61	0.41	28.50	(1.15)	0.78
	总费用率	41.62	46.22	29.21	39.72	42.79
比音勒芬	销售费用率	29.99	28.09	23.95	23.22	26.05
	管理费用率	10.68	10.19	8.33	8.52	10.18
	研发费用率	3.23	3.35	2.54	2.73	3.20
	财务费用率	(30.60)	50.06	(25.82)	(45.95)	65.78
	总费用率	40.36	38.80	31.99	31.42	36.84

数据来源：万得，中银证券

盈利能力呈现差异化。中高端男装龙头比音勒芬在 2020 年以及 2021Q1 均保持净利率稳健增长，2020 年公司净利率同比增长 2.47pct，2021Q1 公司净利率同比提升 1.8pct。无论是在疫情年还是在疫情后周期均保持稳健的盈利增长持续能力，体现了公司品牌力及产品力的不断提升。七匹狼和九牧王 2021Q1 净利率同比 2020Q1 均有改善，但距 2019 年 Q1 仍有一定空间。

图表 17. 2021Q1 中高端男装公司净利率有所改善

(%)		2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
七匹狼		9.75	7.06	9.95	(5.43)	8.43
九牧王		12.43	13.29	33.89	10.72	12.43
比音勒芬		22.27	24.74	27.54	26.50	28.30

数据来源：万得，中银证券

受疫情影响 2020 整体库存略有提升，2021Q1 存货周转出现改善。2020 年全年来看，中高端男装整体库存周转天数略有提升，比音勒芬则是逆势维持稳定。2021Q1 行业出现改善趋势，七匹狼、九牧王、比音勒芬相比 2020Q1 存货周转天数分别下降 46/88/44 天，相较去年疫情时期改善明显，但是相比 2019 年同期仍有持续改善的空间。

图表 18. 2021Q1 男装公司存货周转天数逐渐回归正常水平

	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
七匹狼	187	192	135	198	152
九牧王	245	271	202	298	210
比音勒芬	397	396	335	427	383

数据来源：万得，中银证券

2.4 家纺：增长趋势向好，线下稳健，电商重回高增长

家纺行业整体重回正增长阶段，线上线下齐发力。家纺行业自 2020Q2 基本恢复至正常周期，下半年整体呈现加速增长趋势，行业整体表现在服装子行业中最好。全年来看，三家主要家纺公司罗莱生活、富安娜、水星家纺 2020 全年收入规模基本与 2019 年持平，剔除一季度疫情影响，行业全年整体表现优异。其中罗莱生活 2020Q3 和 Q4 单季均保持双位数的增长，电商渠道和线下渠道共同发力。2021Q1 来看，三家主要家纺公司收入相比 2019 年同期也都有双位数以上增长，彰显了行业的成长潜力。

图表 19.家纺公司营收逐渐向好 (单位: 亿元)

		2020	2020Q3	2020Q4	2021Q1
罗莱生活	营业收入	49.11	13.51	16.54	13.19
	Yoy(%)	1.04	11.87	12.87	47.69% (2020 同期), 15.29% (2019 同期)
富安娜	营业收入	28.74	5.99	11.75	6.28
	Yoy(%)	3.06	4.57	5.72	22.80% (2020 同期), 20.32% (2019 同期)
水星家纺	营业收入	30.35	7.49	11.19	7.18
	Yoy(%)	1.09	0.87	13.73	49.14% (2020 同期), 19.39% (2019 同期)
梦洁股份	营业收入	22.20	4.70	8.64	5.03
	Yoy(%)	(14.73)	(12.67)	(5.68)	38.68% (2020 同期), -9.34% (2019 同期)

数据来源: 万得, 中银证券

毛利率在合理范围内波动, 家纺行业自 2020Q2 基本恢复至正常周期, 下半年整体呈现加速增长趋势, 行业整体表现在服装子行业中最好。全年来看, 三家主要家纺公司罗莱生活、富安娜、水星家纺 2020 全年收入规模基本与 2019 年持平, 剔除一季度疫情影响, 行业全年整体表现优异。其中罗莱生活 2020Q3 和 Q4 单季均保持双位数的增长, 电商渠道和线下渠道共同发力。2021Q1 来看, 三家主要家纺公司收入相比 2019 年同期也都有双位数以上增长, 彰显了行业的成长潜力。

图表 20.家纺公司毛利率保持稳定

(%)	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	43.86	43.18	43.88	43.11	42.45
富安娜	52.00	53.90	49.80	53.96	57.12
水星家纺	37.58	35.27	37.36	37.47	37.19
梦洁股份	41.12	39.94	38.44	40.42	40.11

数据来源: 万得, 中银证券

疫情期间各家费用管控呈现差异化, 罗莱生活费用优化明显。2020 全年罗莱生活加大费用精细化管理, 总费用率同比下降 2.49pct, 改善较为明显, 并且 2021Q1 继续呈现改善趋势。富安娜加大直营门店开设力度, 并且电商渠道投入加大, 费用率略有提升。水星家纺费用率总体上维持稳定。

图表 21.家纺公司费用率有所下降

(%)		2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	销售费用率	21.00	19.09	19.78	24.14	15.88
	管理费用率	6.67	6.51	7.62	8.92	6.87
	研发费用率	2.06	2.07	1.69	2.09	3.01
	财务费用率	(0.80)	(1.24)	(0.44)	(1.93)	(0.15)
	总费用率	28.92	26.43	28.64	33.22	25.61
富安娜	销售费用率	26.01	26.55	28.41	31.40	29.33
	管理费用率	3.66	4.32	3.58	4.92	7.25
	研发费用率	2.75	2.44	1.51	1.61	2.16
	财务费用率	0.07	(0.07)	0.70	(0.18)	0.30
	总费用率	32.48	33.25	34.20	37.75	39.05
水星家纺	销售费用率	19.43	18.73	18.92	22.57	20.12
	管理费用率	4.21	4.75	4.48	6.45	4.40
	研发费用率	2.54	2.11	1.79	2.34	1.62
	财务费用率	(0.29)	(0.40)	(0.30)	(0.68)	(0.44)
	总费用率	25.89	25.19	24.89	30.68	25.71
梦洁股份	销售费用率	27.37	28.52	20.66	27.56	23.17
	管理费用率	2.45	3.55	2.56	3.69	4.69
	研发费用率	3.33	3.46	1.18	3.50	3.13
	财务费用率	1.01	0.83	1.81	2.45	2.07
	总费用率	34.17	36.36	26.20	37.20	33.06

数据来源: 万得, 中银证券

罗莱生活改革见成效，净利率稳步提升。2020 全年和 2021Q1 虽然受到疫情影响，但罗莱生活由于其电商渠道调整结束，重回稳健增长，线下渠道严控费用，公司整体净利率略有提升，龙头地位彰显。富安娜正处于直营店扩张阶段，净利率略有影响，但随着未来新增直营门店逐步成熟，净利率有望回升。水星家纺净利率整体波动不大，2021Q1 同比 2020Q1 提升 2.41pct，但仍未到 2019 同期水平，仍有提升空间。

图表 22.家纺公司净利率整体相对稳定

(%)	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	11.50	12.08	12.77	8.15	13.87
富安娜	18.17	17.97	15.54	14.91	14.76
水星家纺	10.51	9.05	12.57	8.58	10.99
梦洁股份	3.64	2.11	10.23	8.00	6.93

数据来源：万得，中银证券

存货周转未受疫情影响，呈现优化趋势。2020 全年罗莱生活、富安娜、水星家纺存货周转天数同比 2019 年同期分别下降 17/6/11 天，虽然受疫情影响，但是公司严控发货节奏，并且行业在第四季度出现供应短缺的问题，行业整体库存逆势优化，并且优化趋势在 2021Q1 延续，罗莱生活 2021Q1 存货周转天数更是同比 2019 年同期下降 49 天，在稳健增长的同时营运指标也呈现改善趋势。

图表 23.2021Q1 家纺公司存货周转天数水平有较大改善

	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	170	153	186	220	137
富安娜	222	216	281	322	271
水星家纺	155	144	185	245	160
梦洁股份	177	204	205	288	238

数据来源：万得，中银证券

2.5 体育服饰：一季度流水大幅增长

存货周转未受疫情影响，呈现优化趋势。2020 下半年体育服饰公司呈现环比改善，安踏体育和李宁 H2 分别同比增长 9.03% 和 8.67%，全年三家体育公司安踏体育、李宁、特步国际收入增速分别为 4.67%、4.23%、-0.13%。全年基本上是持平左右。疫情期间，体育服饰公司电商渠道发展迅速，有效对冲线下增长压力。此外，体育服饰公司在提升店效方面投入较多，2021Q1 流水均呈现加速改善的趋势，安踏体育、李宁、特步国际流水分别同增 115-120%/80-90%/55%，并且根据中端调研，4 月份流水增速有提升趋势。体育服饰行业在 2021 年有望录得持续性的增长。

图表 24.2020 年下半年体育服饰公司营收增速恢复较快（单位：亿元）

		2020H1	2020H2	2020
安踏体育	营业收入	146.69	208.43	355.12
	Yoy(%)	(0.96)	9.03	4.67
李宁	营业收入	61.81	82.76	144.57
	Yoy(%)	(1.18)	8.67	4.23
特步国际	营业收入	36.79	44.93	81.72
	Yoy(%)	9.62	(6.90)	(0.13)

数据来源：万得，中银证券

图表 25.2021Q1 体育服饰公司增长较快

2021Q1	
安踏	与 2020 年同期比较录得 40-45% 的正增长 其他品牌与 2020 年同期比较录得 115-120% 的正增长。
李宁	销售点零售流水按年录得 80%-90% 高段增长 线下渠道录得 80%-90% 低段增长 电子商务虚拟店铺业务录得约 100% 增长
特步	零售销售增长 55%

数据来源：万得，中银证券

毛利率呈现差异化变化。2020 年三家体育服饰公司毛利率呈现差异化变化。安踏体育由于高毛利的 Fila 品牌和新品牌占比不断提升，公司综合毛利率相比 2019 年增长 3.15pct，李宁通过产品结构的优化，定价有所提升，但疫情对折扣也有所影响，因此毛利率与 2019 年同期基本持平。特步国际毛利率下降较多，主要系主品牌折扣力度加大，2021Q1 特步主品牌折扣已有所改善。

图表 26.体育服饰公司毛利率保持稳定

(%)	2018	2019	2020
安踏体育	52.64	55	58.15
李宁	48.07	49.07	49.07
特步国际	44.31	43.39	39.14

数据来源：万得，中银证券

存货周转无重大变化，预计 2021 年持续改善。从三家体育服饰公司的存货周转数据来看，疫情对公司存货影响甚微，主要系体育服饰公司集中提升存货管理效率，李宁和特步国际存货周转天数没有变化。安踏体育由于 Fila 和新品牌销售占比提升，存货周转天数提升至 120 天，总体均处于合理变化。

图表 27.存货周转天数保持健康水平

	2018	2019	2020
安踏体育	80	86	120
李宁	77	67	67
特步国际	78	73	73

数据来源：万得，中银证券

费用率基本维持稳定。从 2020 全年来看，特步国际费用率基本维持 2019 年水平，李宁延续费用率优化趋势，加大费用管控效率，费用率同比改善 2.89pct，安踏体育由于加大新品牌的培育力度，另外直营门店占比快速提升，费用投放效果仍需时间来印证，公司 2020 年费用率相较 2019 年提升 3.68pct。

图表 28.体育服饰公司费用率变化较小（管理费用+销售费用）

(%)	2018	2019	2020
安踏体育	32.12	32.52	36.2
李宁	41.69	39.01	36.12
特步国际	30.94	31.97	31.52

数据来源：万得，中银证券

2.6 纺织制造：2020Q4 订单改善明显

受海外需求反弹，印度订单回流等影响，2020Q4 上游制造业企业订单增长情况较好。2020 全年主要上游纺织制造类企业受国内疫情以及海外疫情加重影响，订单下滑较多，但从 2020 第四季度开始订单呈现好转趋势，色纺纱龙头百隆东方、华孚时尚 2020Q4 收入分别同比增长 18.31%、15.46%，2021Q1 相比 2019 年同期仍呈现正增长趋势。健盛集团无缝内衣业务订单仍未饱满，但棉袜业务也于去年四季度恢复正增长，2021Q1 相比 2019 年恢复正增长，整体情况良好。

图表 29. 纺织制造公司营收逐渐改善（单位：亿元）

		2020	2020Q3	2020Q4	2021Q1
百隆东方	营业收入	61.35	15.48	19.55	18.74
	Yoy(%)	(1.40)	(9.20)	18.31	37.50% (2020 同期), 23.43% (2019 同期)
华孚时尚	营业收入	142.32	31.03	55.73	38.45
	Yoy(%)	(10.42)	(16.40)	15.46	66.72% (2020 同期), 5.78% (2019 同期)
鲁泰 A	营业收入	47.51	10.84	13.81	9.93
	Yoy(%)	(30.14)	(33.37)	(30.60)	-20.68% (2020 同期), -35.70% (2019)
健盛集团	营业收入	15.82	4.22	4.32	4.14
	Yoy(%)	(11.12)	(12.90)	(7.80)	11.26% (2020 同期), 2.59% (2019 同期)

数据来源：万得，中银证券

疫情严重影响产品毛利率，2021Q1 基本恢复。2020 全年上游纺织类企业毛利率受损严重，主要系海外疫情影响下订单减少，产品单价下调所致。但 2021Q1 产品定价恢复正常，毛利率水平基本恢复到 2019 年同期水平。其中百隆东方 2021Q1 毛利率相较 2019 年同期提升 2.17pct，主要系库存原材料低价棉花，并且产品调至正常水平。

图表 30. 纺织制造公司毛利率有明显改善趋势

(%)	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
百隆东方	15.68	10.97	15.72	14.75	17.89
华孚时尚	7.86	1.51	10.44	5.94	7.57
鲁泰 A	29.56	21.33	30.55	27.35	17.93
健盛集团	29.19	20.10	26.10	24.47	26.60

数据来源：万得，中银证券

总体费用率维持稳定，预计 2021 年将有大改善。疫情期间色纺纱龙头百隆东方和华孚时尚费用率略有下降，主要系公司严控费用投放，并且客户结构并无太大波动。健盛集团由于无缝内衣业务需要拓展新客户资源，总体费用率略有提升。2021Q1 色纺纱公司费用率仍维持改善趋势，鲁泰 A 费用率恢复至正常水平，健盛集团费用率虽然相比 2020 年 Q1 有一定幅度下降，但由于无缝内衣业务拓展，相较 2019 年同期仍上升 6.86pct。

图表 31. 纺织制造公司费用率有所下降

(%)		2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
百隆东方	销售费用率	2.29	0.62	1.99	1.63	0.43
	管理费用率	5.48	5.21	4.99	4.85	3.78
	研发费用率	2.22	2.26	1.62	2.26	1.29
	财务费用率	2.63	2.60	4.32	2.96	1.47
	总费用率	12.62	10.69	12.92	11.71	6.97
华孚时尚	销售费用率	1.36	0.63	1.53	1.39	1.38
	管理费用率	2.89	2.53	2.84	3.40	2.19
	研发费用率	0.65	0.79	0.47	0.99	0.75
	财务费用率	2.30	2.43	2.59	2.66	1.02
	总费用率	7.19	6.39	7.43	8.44	5.33
鲁泰 A	销售费用率	2.47	2.65	2.59	3.44	2.30
	管理费用率	6.41	7.59	5.64	6.83	7.07
	研发费用率	4.65	4.87	5.17	5.02	6.20
	财务费用率	1.41	2.31	2.00	1.18	0.23
	总费用率	14.96	17.41	15.40	16.47	15.80
健盛集团	销售费用率	27.37	28.52	20.66	27.56	23.17
	管理费用率	2.45	3.55	2.56	3.69	4.69
	研发费用率	3.33	3.46	1.18	3.50	3.13
	财务费用率	1.01	0.83	1.81	2.45	2.07
	总费用率	34.17	36.36	26.20	37.20	33.06

数据来源：万得，中银证券

2020 全年整体净利率下降较多，盈利恢复仍需时日。整体来看，上游纺织制造类企业 2020 全年净利润率影响幅度较大，主要系产品毛利率下降较多所致。百隆东方虽然净利率同比 2019 年略有提升，但是由于投资收益增加所致。从 2021Q1 情况来看，净利率有所恢复，百隆东方和华孚时尚同比 2020Q1 提升幅度加大，但鲁泰 A 和健盛集团仍处于下降趋势。可以看出客户结构稳定，订单量稳定的公司盈利的可持续性会有所保障。

图表 32. 纺织制造公司净利率相对稳定

(%)	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1
百隆东方	4.79	5.97	8.09	5.23	11.89
华孚时尚	2.59	(3.30)	5.03	(1.48)	3.65
鲁泰 A	14.55	1.88	12.78	8.52	6.90
健盛集团	15.30	(33.37)	17.04	14.68	11.45

数据来源：万得，中银证券

H&M 抵制新疆棉为国产品牌发展提供机遇

BCI 联合多家外企抵制新疆棉花，国内品牌力挺举动深入人心。。2021 年 3 月 21 日，H&M 集团无理发布声明宣布抵制新疆棉花，随后众多国外大牌如 Nike、Adidas、匡威等纷纷指控新疆棉并且宣布抵制新疆棉花。相反，罗莱家纺、海澜之家、太平鸟、安踏体育、李宁等国内知名品牌都第一时间表达对新疆棉的支持，力挺新疆棉。李宁体育在服装标签上写明采用新疆棉，安踏表示将退出 BCI，并在未来继续使用新疆棉，H&M 事件激发国人的爱国热情，国外大牌品牌力受损，有助于提升国内品牌力。

图表 35.H&M 事件时间线梳理

时间	事件
2021 年 3 月 20 日	H&M 集团发布声明宣布抵制新疆棉花。
2021 年 3 月 24 日	共青团中央、人民日报等多家官方主流媒体回应 H&M 事件，多个平台下架 H&M 相关产品。
2021 年 3 月 24 日	Nike、Adidas、匡威、优衣库、Burberry 等众多知名品牌也相继被爆出抵制使用新疆棉花的新闻。
2021 年 3 月 25 日	商务部回应 H&M 等品牌：所谓中国新疆地区存在“强迫劳动”，完全是子虚乌有，纯白无瑕的新疆棉花不容抹黑玷污。
2021 年 3 月 25 日	中消协称 H&M 等公司的做法，严重伤害了中国消费者的感情，侵害消费者的合法权益。

资料来源：北京日报，京报网，中银证券

图表 36.国内服饰家纺品牌发布声明支持新疆

行业	品牌	发声内容摘要
体育服饰	李宁	一起支持中国新疆棉
	安踏	一直采购和使用中国棉产区出产的棉花，包括新疆棉，在未来也将继续采购和使用中国棉
	鸿星尔克	公司每年使用数千吨新疆棉，将继续坚持使用中国棉，用中国好棉花，造中国好产品
	匹克	中国品牌，当然选用祖国好棉
大众服饰	特步	新疆棉品质世界顶级，我们将会一直使用
	匹克	作为中国品牌，我们一直采购新疆棉、中国棉！中国品牌中国造！
	美特斯邦威	坚持继续使用新疆雪白的棉花
	以纯	暖身新疆棉，暖心中国情
	太平鸟	支持新疆棉花，共同时尚中国
家用纺织	海澜之家	海澜之家广泛选用新疆长绒棉为国人织造出众多服饰产品，国民品牌支持祖国棉花产业蓬勃发展
	水星家纺	水星家纺和新疆阿瓦提，政企联手打造长绒棉“金字招牌”，用实际行动支持新疆棉花
	罗莱家纺	罗莱一如既往使用新疆棉花打造超柔床品

资料来源：公司官网，中银证券

高效供应链、原创设计、全渠道零售助推国牌崛起

国牌借鉴经验努力打造高效供应链，竞争力持续提升

上游核心供应商深度合作，提升供应链反应效率。对于供应链上游，公司普遍与核心供应商加深合作，在设计、下单模式等方面协同创新，共建供应链效率壁垒。波司登、森马等品牌通过期货与现货结合的模式，订货会向供应商少量下单，结合销售情况灵活追单，以销定产，减少存货积压，打造畅销款拉升销售额。森马与核心供应商推出“反季下单”模式，利用淡季生产基本款，为旺季翻单产品预留产能，保有打造爆款的快速反应能力，优化供应链产能分布，实现公司与供应商共赢。

下游渠道获信息化加持，产销适应市场需求，物流灵活性提高。对于供应链下游，公司通过物流系统和门店终端的数字化改革，搭建符合企业自身特点的物流存货系统，降低存货压力，同时为上游的下阶段设计生产提供信息支持，进一步提高供应链快速反应能力。波司登通过中央配送中心(CDC)服务全国所有渠道，利用一套物流管理系统管理所有库存，CDC基于分布式部署，采用“CDC直接分发门店”的一级配送流程，快速响应市场需求，实现货品全国共享。江南布衣自14年起采用存货共享及分配系统，密切监察积压产品及高需求的存货水平，线上线下一体化共享存货。

图表 37.优秀本土企业供应链改革措施

公司	改革措施
波司登	快反供应链：订货会投产 40%期货，剩余 60%滚动下单 CDC 分布式部署：采用“CDC 直接分发门店”一级配送流程 物流管理系统 WMS 提升物流仓储灵活性
森马	“供应商减半”策略，供应链集中化、优质化，SKU 下降 “期货制”改为“期货+现货”模式 降低库存风险，加速产品迭代
太平鸟	反季下单基本款，蓄能旺季翻单产品，优化产能分布 TOC 管理模式：以销定产，追单采购，做深畅销款，拉升销售业绩 门店 DRP 系统监控产品销售动态，高频 S&OP 会议协调下阶段产销“云仓”数字化商品管理系统，线上线下一体化，灵活协调物流
江南布衣	全渠道互动平台：线上+线下+微信，同步售新，同款同价，利益归属线下 存货共享及分配系统：门店发货，隔日送达

资料来源：公司公告，中银证券

以太平鸟为例，公司推进 TOC 改革，追单比例与售罄率提升，产销管理持续向好。TOC 管理模式基于瓶颈理论，提升设计生产、存货管理、终端门店等各环节效率，通过以销定产，实现快速反应。公司的 TOC 改革分为深度管理、流动性管理和新鲜度管理三阶段。公司 2019 年 PB 男女装主品牌夏装、冬装的期货订单下降至预估销量的 70%以下，目前期货订单占比仅为 50%，公司产销管理持续发展。

图表 38.太平鸟将 TOC 方法应用于 SPA 模式，提升快反效率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 39.优秀本土企业供应链改革阶段

阶段	改革措施
第一阶段：深度管理	追单采购，做深畅销款，拉升销售业绩
第二阶段：流动性管理	通过商品调拨实现平销款、滞销款的合理快速流动
第三阶段：新鲜度管理	通过全流程快反实现新鲜款的快速开发

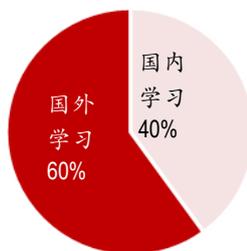
资料来源：公司公告，中银证券

本土品牌设计端紧贴国际潮流，提升品牌形象

中国品牌通过引进海外设计师、与海外设计团队合作等手段在设计端进行国际化。时尚潮流没有统一的审美标准，但国际品牌长期占据话语权，中国品牌正通过多种趋势在设计端进行国际化，从而取得更大的话语权。第一是海归设计师引进与本土人才培养并重。中国品牌积极引进有海外背景的中国设计师，海归设计师既可以接触到西方的时尚元素，拓宽设计思路，还可以“因地制宜”，依赖当地的产业资源及市场，快速成长。与此同时，国内服装设计教育日益成熟，培养出了一大批学术功底扎实，在服装设计和制作工艺上极具实力的本土派设计师。第二是中国品牌积极与海外设计团队合作，激发设计活力。地素旗下年轻女装 d'zzit 及男装 RAZZLE 引进海外大牌，原 Dior 设计团队加入研发环节。

新锐设计师海外背景占比提高，国内设计师整体水平提升。《中国独立设计师品牌的发展现状》在研究了 2000 年-2017 年的中国独立设计师品牌后指出，新锐设计师大多是服装设计科班出身，专业知识扎实，本科及以上学历占所调查设计师的 96%，海外留学的独立设计师占 60%。海归设计师对东西方文化和时尚产业的熟悉，使得他们有能力在国内外共同发展、开拓市场。

图表 40.中国设计师海外背景提高



资料来源：世界服装鞋帽网，中银证券

中国设计师机会增多，水平获得认可。随着中国时尚产业规范化和价值链攀升，中国设计师获得更多机会，如 LABELHOOD 等先锋设计师孵化平台、中国设计师品牌买手店的增加。2019 年，在上海时装周期间举办的 BoF China Prize 中国大奖赛，是首个专为中国设计新秀举办的国际性大赛。同时在全中国时装周比赛中出现了越来越多中国设计师的身影。在 2015 年早时的 LVMH Prize 中，便有张卉山等华裔设计师进入“26 人名单”。

以波司登为例，波司登联手意大利国宝级绘画艺术推出的新系列受认可。2019 年米兰时装周，波司登与意大利艺术家 OTTAVIO FABBRI 合作推出“星空”系列羽绒服，该系列兼具艺术设计与实用功能，在大秀结束后，意大利时装协会主席 Carlo Capasa 以及马兰欧尼设计学院院长 Giulia Pirovano 等专业人士均肯定了本季设计，超模何穗、明星欧豪也第一时间上身波司登走秀同款。

时装周后大部分中国品牌将海外影响力转化至国内市场，赢得消费者的认可。登上国际四大时装周的大部分中国品牌不仅得到来自全世界媒体与消费者的广泛关注，提升了国际化影响力，并且入选顶级时装周也与国内消费者“中国产品走向世界”的希冀不谋而合，引领了国内服装的新风潮。例如，李宁在天猫的助推下，秀款单品在官网上架后立即售罄；太平鸟携手电商平台，在品牌建设、大数据赋能、消费者运营和线上线下全渠道融合等领域开展深入的战略合作，在 2020 年实现整体销售额达 91.88 亿。

图表 41.登上国际四大时装周后的大部分中国品牌获得较强反响

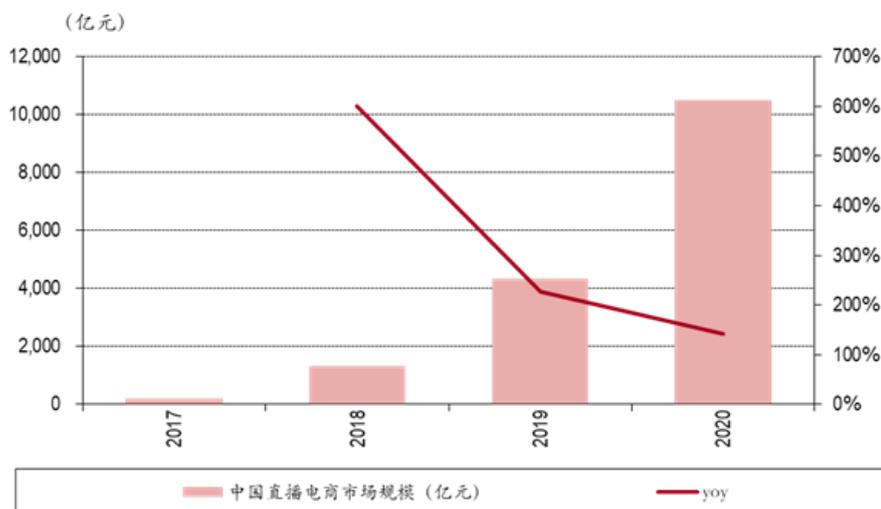
品牌名称	所获反响
李宁	在天猫的助推下，秀款单品在官网上架后立即售罄。专业时装门户网站 BoF 与外媒的撰稿人称赞其大胆设计。李宁巴黎时装周系列休闲鞋成为天猫 2018 TOP100 新品。
太平鸟	2018 年 2 月，太平鸟首秀纽约时装周、4 月携手电商平台征战澳洲、9 月快闪店亮相巴黎时装周。太平鸟与阿里巴巴旗下电商平台天猫达成协议，双方计划在品牌建设、大数据赋能、消费者运营和线上线下全渠道融合等领域开展深入的战略合作，在 2020 年实现线上销售额 28.04 亿，整体销售额达 91.88 亿。
波司登	VOGUE 给出了头条，Daily Mail、ABC、Fox、Just Jared、Hollywood Reporter 等 200 多家外媒也对波司登大秀进行了报道；意大利数十位时尚博主 ins、美国 Weworewhat 等知名 ins 大号都对波司登走秀款的设计予以称赞，综合点赞量破十万；美国设计师协会的 CEO Steven Kolb、全美第一设计学院 Parsons 设计学院服装学院前院长 Simon Collins 亦现场出席看秀并给予好评。大秀后，showroom 排起长队，众多明星试穿新品、拍照互动、选购下单。
森马服饰	森马服饰在门店内设置专门区域售卖秀场同款潮服，受到年轻人的青睐。

资料来源：时尚头条网，公司公告，中银证券

服装品牌纷纷布局全渠道零售取得良好成效，未来有望持续受益

国内直播电商行业持续发展，众多服装品牌积极探索新零售渠道。我国直播电商行业 2019 年行业步入快速发展期，头部主播影响力进一步增强，众电商平台发力直播带货。2020 年我国电商行业规模为 10500 亿元，同比增长 142%，预计未来我国直播电商市场仍保持较高增速。纺织服装龙头品牌近年来大力布局线上渠道，积极开拓电商业务，探索新零售渠道。例如森马服饰签约淘宝头部主播陈洁 Kiki 作为直播合伙人，积极开展童装等领域的带货；太平鸟通过微信线上会员专场、小程序分销、直播等创新场景打通与消费者的连接，利用大数据进行多维度精准营销。

图表 42.我国直播电商行业规模持续扩大



资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 43. 服装企业自 19 年下半年开始布局新零售

品类	公司	措施&成果
女装	锦泓时装	2020 年 3 月旗下品牌 TW 与李佳琦直播合作销售女装
	太平鸟	2020 年 1 月女装营运中心和新零售平台负责人高雁君亲自上阵进行内部直播
	地素时尚	新增微信小程序分销员功能, 通过社群分享、微信朋友圈推广、小程序转发以及在线直播等形式宣传, 开发“一店一商城”线上销售系统为公司旗下的直营门店配套增设“云端”销售平台
	歌力思	2020 年 6 月 9 日公司表示目前已搭建直播营销团队, 定期开启宣导品牌形象的总部线上直播, 利用微信、淘宝、小红书、抖音等平台以直播带货、博主推荐等多种营销手段
男装	太平鸟	2020 年 5 月太平鸟旗下男装与玩具总动员 IP 合作的草莓熊 T 恤, 进入李佳琦直播间。备货 1 万件, 30 秒卖完
	海澜之家	2020 年 4 月 3 日海澜之家开启长达 12 小时“马拉松小程序直播”, 总裁周立宸首次现身直播间, 送出千张无门槛代金券、千份秒杀福利。直播期间演员柳岩和艺人杨迪合作发布五大 IP 系列。观众人次 320 万, 互动评论超 400 万, 为商城引流近千万人次, 5 大 IP 系列全渠道销售突破 4000 万
运动	安踏体育	2020 年 3 月联手李佳琦推出泡泡跑步男女情侣回弹运动鞋, 安踏泡泡跑鞋天猫首秀五分钟销量破万双; 由安踏官微、官抖在各自平台发起#安心在家踏实锻炼#话题迄今为止也分别获得 360 万阅读量和近 8000 万视频播放量
	李宁	2020 年 4 月 26 日与快手达人“白小白”合作进行现场跨界带货, 总营业额 1546w 元, 客单价 194 元累计在线 500 万人。男女同款联名卫衣 GMV 超 60 万, 男款短运动套装、女子减震潮流鞋销售额均突破 50 万
童装	森马服饰	签约淘宝头部主播陈洁 KIKI 作为直播合伙人, 授权陈洁 kiki“母婴好物推荐官”; 并在斗鱼、快手等平台开通官方直播渠道

资料来源: 达人记, 搜狐财经, 新浪财经, 网易新闻网, 亿邦动力网, 中银证券

女装或将成为最受益品类, 运动/休闲/童装等品牌也可借助新零售的东风赢得一席之地。直播、短视频的强体验、强互动的销售模式有利于各品类渗透率提升。借助直播、短视频的可视沟通模式, 通过展示不同类型的穿搭效果, 能更好的实现营销效果。根据 2019 年淘宝单联合淘宝直播发布的《天猫 618 淘宝直播消费者画像》显示, 无论 90 后 00 后还是 60 后 70 后, 女装均位居最爱品类 Top2。运动及大众休闲等品牌的购买者群体与女装购买者群体有一定的交叉性, 其产品价格定位也比较适合电商渠道销售, 有望借力直播电商抓红利。

图表 44. 女装或将成为最受益品类

品类	受益服装直播程度
女装	女装品类几乎可以覆盖到所有年龄阶段的消费者群体
男装	男性消费目的更明确, 不易冲动消费, 对价格不太敏感
大众休闲	大众休闲的购买者有通过直播进行消费的习惯, 其产品价格定位也比较适合电商渠道进行销售
运动	运动品牌购买者覆盖各个年龄群体, 其产品价格定位也比较适合电商渠道进行销售
童装	童装购买者为家长, 家长对直播平台价格优惠较为敏感, 也具有通过直播消费的习惯
鞋类	消费者无法感受鞋类商品的舒适度, 到货后若发现不合适退换货概率较高

资料来源: 中银证券

投资建议

- 1) **大众休闲板块：****森马服饰：**公司经营情况从第四季度开始恢复，各项业务指标基本正常，同时公司将持续推进供应链改革，加强全渠道运营能力，巩固市场领先地位。**海澜之家：**品牌爆红出圈，第三季度终端零售实现正增长，公司线上收入维持高增长，发展较好，预计随着公司逐步推进数字化转型进程，线上业务较好的增长可以带动发展，从而走出疫情影响。**太平鸟：**公司通过加快品牌社交渠道搭建从而实现营收逆势增长，对直营店、加盟店以及电商均有清晰规划，未来向好。
- 2) **中高端板块：****比音勒芬：**营收继续高增，与国潮 IP 联手打造文化自信，品牌力不断彰显。**歌力思：**主品牌销售回暖，线上表现依然突出，线下渠道逐渐恢复。**地素时尚：**业绩稳健，时尚设计创新出众，渠道布局不断优化，线下线上提升空间大。
- 3) **体育服饰板块：****安踏体育：**优化渠道效率，打造多品牌矩阵。**李宁：**引领国潮时尚，业绩增长动力强劲。**特步国际：**坚持多品牌业务模式，加快海外布局
- 4) **家纺板块：****罗莱生活：**线上线下共同发力，重回稳定增长，助推高端品牌打造。**富安娜：**加大电商渠道投入，扩展零售布局。

风险提示

1) 疫情后消费复苏不及预期。

受疫情影响消费下滑，若疫情后消费恢复情况不及预期，将导致社会消费品零售及服装销售承压，影响公司销售增长。

2) 市场竞争加剧。

国内外品牌纷纷发力线上电商渠道，增大营销推广，抢夺用户流量，行业市场竞争激烈。

3) 新零售发展不及预期。

新零售涉及线上平台和线下实体商业两类经营主体，在运营系统、营销策略以及商品布局等方面，都存在差异，新零售发展不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371