

纺织服装

行业复苏，优选公司

消费环境复苏，未来趋势向荣。经历了疫情冲击后，当前服饰、珠宝行业消费迎来全面反弹。年初在低基数下行业消费维持较高增速，后续随着低基数效应减弱，月度增速有所回落，据国家统计局数据，2021年4月服装针织类/金银珠宝类零售额同比分别增加 31.2%/48.3%，较 2019 年同期分别增长 3.0%/19.7%。我们认为当前行业终端零售表现良好，向荣趋势有望延续。

运动鞋服板块仍处于上升周期。长期健康意识觉醒+民族品牌意识提升+政策向好共同助力市场规模扩张，同时供给端国产品牌商着眼于产品升级和营销手段的年轻化以期带来市占率的提升。1) 分品牌来看：安踏/FILA/李宁/特步 Q1 流水同比增长 40%-45%/75%-80%/80%-90% 高段/55% 左右增长。2) 估值层面来看：当前李宁/安踏体育/特步国际 PE (TTM) 分别为 88/69/37 倍，高于历史估值中枢。我们认为未来运动龙头凭借着领先行业恢复速度以及板块自身所具备的高景气度，PE 持续上行趋势有望延续。

品牌服饰加速恢复，优质公司全面革新修炼。疫情加速板块公司运营提升：产品端，品质及个性化诉求驱动产品变迁，国牌崛起趋势确定。渠道端，线上线下载加速，提前配置全渠道新零售的公司具备优势。供应链端，柔性加速，优质公司探索对消费端趋势把控和主动预判。分子板块来看，中高端板块持续优质增长，Q1 板块营收/归母净利润同增 44.5%/28.5% (较 2019Q1 增长 10.2%/下降 23.0%)；大众板块全线复苏，Q1 板块营收/归母净利润在低基数下同增 44.0%/335.0% (较 2019Q1 下滑 3.3%/14.9%)。

家纺板块短期需求复苏，珠宝公司表现分化。1) 家纺板块 2021Q1 板块表现复苏，Q1 板块合计营收/归母净利润同比增长 41%/77%，较 2019 年同期增长 12.2%/8.4%。全年来看家纺板块 2021 年在同比低基数、终端补库存及婚庆等刚需下有望实现新的增长，消费升级下龙头公司更强。2) 珠宝公司表现分化，品牌公司产品端结构升级，渠道端打法因品牌调性不同有所差异：如老凤祥凭借门店拓展加速，抓住疫情后优质区域门店释放机遇；周大生聚焦线上发展，全年电商预计再创佳绩。

投资建议。1) 推荐高景气、竞争格局佳的运动鞋服赛道，推荐【安踏体育、特步国际、李宁、申洲国际】，目前对应 21 年 PE 分别为 47/27/66/39 倍。2) 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 21 年 PE 分别为 13/19 倍；推荐消费医疗双覆盖的大健康领军企业【稳健医疗】，对应 21 年 PE 为 30 倍；推荐品牌重塑升级、龙头地位稳固的【波司登】，对应 21 年 PE 为 22 倍；关注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。推荐珠宝龙头【老凤祥】，对应 21 年 PE 为 17 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。

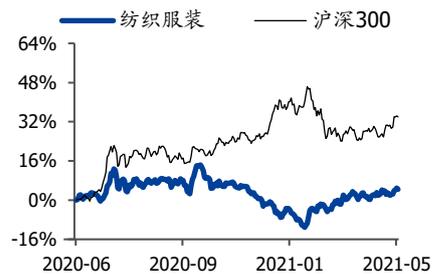
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
02020.HK	安踏体育	买入	1.91	2.76	3.57	4.62	67.2	46.5	35.9	27.8
01368.HK	特步国际	买入	0.20	0.26	0.31	0.37	35.8	26.7	22.8	19.0
002832.SZ	比音勒芬	买入	0.90	1.13	1.40	1.67	24.1	19.1	15.4	12.9
02331.HK	李宁	买入	0.68	0.89	1.12	1.35	86.0	66.1	52.3	43.5
02313.HK	申洲国际	买入	3.40	4.28	5.05	5.81	49.5	39.4	33.3	29.0

资料来源：wind、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：考验中的机遇——2020 年报、2021Q1 季报分析》2021-05-04
- 《纺织服装：从产品看优质国产品牌服饰的“新时代”》2021-04-18
- 《纺织服装：服饰行业 DTC 运营：缘何而来，影响几何？》2021-02-27

内容目录

行业：消费环境复苏，未来趋势向荣	4
运动鞋服	5
中短期判断：运动鞋服景气度持续，流水恢复迅速	5
长期展望：品牌端国牌崛起，制造端需求驱动关注龙头优质标的	7
重点投资标的：安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际、滔搏	11
品牌服饰	15
基本面回顾：龙头品牌表现领先行业	15
未来展望：产品应需而变，注重渠道及供应链修炼	16
产品：品质化、个性化诉求驱动品牌产品，国牌崛起趋势确定	16
渠道：线上线下变革加速，全网融通新零售	20
供应链：柔化加速，由“被动快速响应”向“主动前置预判”转变	22
重点投资标的：比音勒芬、地素时尚、波司登、森马、太平鸟	22
家纺	26
基本面回顾：需求复苏+内生动力夯实，收入/业绩表现改善	26
未来展望：短期需求复苏态势延续，长期品牌形象打造成焦点	28
重点投资标的：罗莱生活	29
珠宝首饰	30
基本面回顾：重点标的表现突出	30
未来展望：短期黄金产品受宠，差异化渠道布局为营收增长关键	31
重点投资标的：老凤祥	32
板块行情回顾	33
投资建议	36
风险提示	37

图表目录

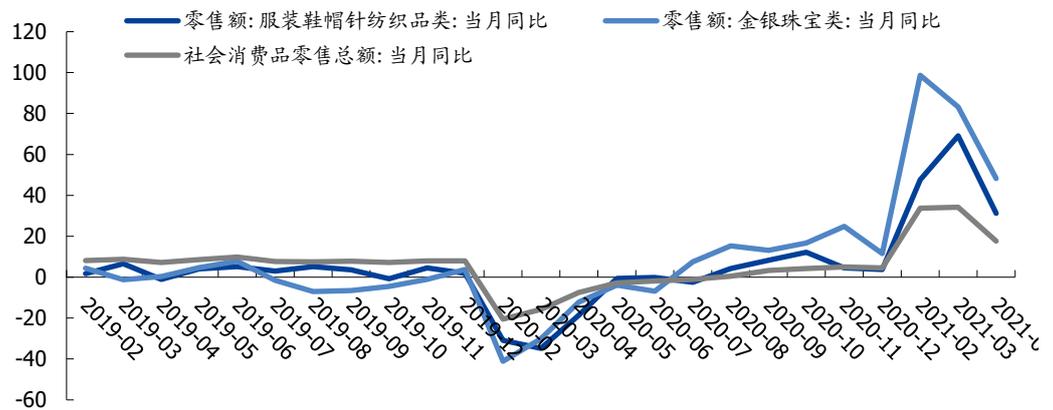
图表 1：2019/02-2021/04 服装针织类/金银珠宝类/社会消费品零售额当月同比（%）	4
图表 2：2010 年至今我国消费者信心指数	5
图表 3：安踏体育/李宁/361 度/特步国际研发费用（亿元）	5
图表 4：安踏体育/李宁/361 度/特步国际研发费用率（%）	5
图表 5：运动鞋服重点公司各品牌龙头单季度流水增速（%）	6
图表 6：安踏/fila/李宁门店数量变化（家）	7
图表 7：滔搏 FY2016/17-FY2020/21 直营门店数量变化（家）	7
图表 8：2007-2025 年中国/全球运动鞋服市场规模（百万美元，%）	8
图表 9：安踏速度家族跑鞋（元）	8
图表 10：国旗款系列服装价格对比（元）	8
图表 11：王一博代言安踏产品	8
图表 12：李宁不同篮球鞋系列对比（元）	9
图表 13：李宁跑鞋系列对比（元）	9
图表 14：李宁超轻 18	9
图表 15：少林系列价格对比（元）	10
图表 16：特步品牌矩阵	10
图表 17：安踏体育 PE	10
图表 18：李宁 PE	10
图表 19：特步国际 PE	11
图表 20：李宁/安踏体育/特步国际 PE 对比	11
图表 21：安踏体育盈利预测和估值（单位：人民币）	12
图表 22：李宁盈利预测和估值（单位：人民币）	13
图表 23：特步国际预测和估值（单位：人民币）	13
图表 24：申洲国际预测和估值（单位：人民币）	14
图表 25：滔搏预测和估值（单位：人民币）	15

图表 26: 2018-2021Q1 中高端服饰收入及 YOY (亿元, %)	16
图表 27: 2018-2021Q1 中高端服饰归母净利润及 YOY (亿元, %)	16
图表 28: 2018-2021Q1 大众服饰营业收入及 YOY (亿元, %)	16
图表 29: 2018-2021Q1 大众服饰归母净利润及 YOY (亿元, %)	16
图表 30: 森马品牌天工开物系列	17
图表 31: 比音勒芬品牌春季新品万福齐聚系列	17
图表 32: 2017-2020 年"新国货"关键词百度指搜索数趋势	18
图表 33: "国潮"关键词人群属性分布	18
图表 34: 按家庭可支配收入等级划分中国城市人口数量 (百万)	19
图表 35: 2014-2019 年农村/城镇居民人均年衣着消费支出 (元)	19
图表 36: 森马品牌 PUPU、快乐鸭联名 (左)/未来已来系列 (右)	19
图表 37: 太平鸟品牌联名 IP 系列	19
图表 38: 2015-2020 年实物商品网上零售额占社零总额比重 (%)	20
图表 39: 大众服饰+中高端服饰板块重点公司线上收入占比 (%)	20
图表 40: 2019-2021 年大众服饰板块重点公司门店数量期末余额及环比变动 (家)	21
图表 41: 行业代表公司新零售模式	22
图表 42: 比音勒芬盈利预测和估值 (单位: 人民币)	23
图表 43: 地素时尚盈利预测和估值 (单位: 人民币)	24
图表 44: 波司登盈利预测和估值 (单位: 人民币)	25
图表 45: 森马服饰盈利预测和估值 (单位: 人民币)	25
图表 46: 太平鸟盈利预测和估值 (单位: 人民币)	26
图表 47: 家纺板块 2021Q1 营收/业绩表现 (%)	27
图表 48: 家纺板块 2021Q1 盈利能力 (%)	27
图表 49: 结婚登记及增速 (万对, %)	27
图表 50: 房地产施工/新开工/竣工/销售面积累计同比 (%)	27
图表 51: 罗莱"粹"系列	28
图表 52: 富安娜国绣设计系列	28
图表 53: 消费者家纺支出 (亿元, %)	28
图表 54: 罗莱生活盈利预测和估值 (单位: 人民币)	29
图表 55: 珠宝首饰板块 2021Q1 营收/业绩表现 (%)	30
图表 56: 珠宝首饰板块 2021Q1 盈利能力 (%)	30
图表 57: 金银珠宝类社零 (%)	31
图表 58: 黄金首饰消费量 (吨)	31
图表 59: Au9999 价格走势 (元/克)	31
图表 60: 老凤祥门店数量 (家)	32
图表 61: 老凤祥盈利预测和估值 (单位: 人民币)	33
图表 62: 2021/01/01-2021/5/28 板块涨跌幅: 品牌服饰和纺织制造累计上涨 20.0%/下跌 7.3%	33
图表 63: 2021/01/05-2021/5/28 品牌服饰/上证指数较年初累计涨跌幅 (%)	33
图表 64: 2021/01/01-2021/5/28 纺织服装 A 股板块公司涨跌幅 (%)	34
图表 65: 2021/01/01-2021/5/28 纺织服装 H 股板块公司涨跌幅 (%)	34
图表 66: 过往 3 年运动鞋服板块公司 PE (TTM, 倍)	35
图表 67: 过往 3 年中高端服饰板块公司 PE (TTM, 倍)	35
图表 68: 过往 3 年大众服饰板块公司 PE (TTM, 倍)	35
图表 69: 过往 3 年黄金珠宝板块公司 PE (TTM, 倍)	35
图表 70: 重点公司估值表	37

行业：消费环境复苏，未来趋势向荣

社零稳健增长，消费需求持续复苏。经历了 2020 年疫情冲击后，当前服饰、珠宝行业消费迎来全面反弹。回顾 2021 年开年以来社会消费及行业消费表现：年初在低基数下社会及行业消费维持较高同比增速，后续随着低基数效应减弱，月度增速有所回落，整体行业消费复苏态势良好。据国家统计局数据，2021 年 4 月服装针织类/金银珠宝类零售额同比分别增加 31.2%/48.3%（优于同期社零总额增速 17.7%），较 2019 年同期分别增长 3.0%/19.7%（同期社零总额较 2019 年增长 8.4%）。

图表 1：2019/02-2021/04 服装针织类/金银珠宝类/社会消费品零售额当月同比（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们认为当前服饰行业终端零售表现良好，趋势有望延续。据我们追踪判断，“五一”假日期间，且得益于多样化的产品推新、营销手段和渠道布局，品牌服饰终端零售表现良好，随着“618”电商活动的推进，我们预计 6 月电商有望发力，行业复苏及稳健增长态势持续。

- **消费信心向上姿态明确。**长期来看我国消费者信心走势坚挺，短期受到疫情的影响有所下滑，后续消费信心于 2020 年 6 月触底反弹并很快恢复，近期处于稳定区间。我们认为国内服装消费大环境良好稳定，中长期来看消费信心向上姿态明确。
- **终端消费需求向国内转移。**海外疫情抑制国内进口，国内完整产业链兴起，伴随着贸易摩擦的存在，消费市场对于新国货的热情高涨，终端消费需求向国内转移，利好优质国产服饰品牌及国内龙头供应商。
- **政策进一步提振国内消费循环。**今年两会再次强调，2021 年继续坚持多措并举提振内需，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，充分挖掘国内庞大的市场潜力。服饰作为典型可选消费，在政策提振下国产服饰品牌有望迎来机遇。

图表 2: 2010 年至今我国消费者信心指数



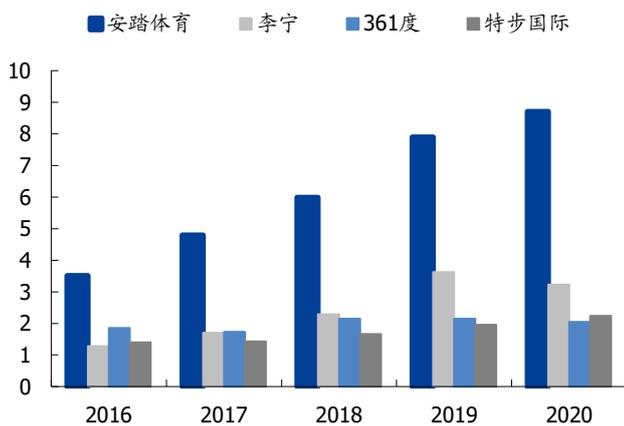
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

运动鞋服

中短期判断: 运动鞋服景气度持续, 流水恢复迅速

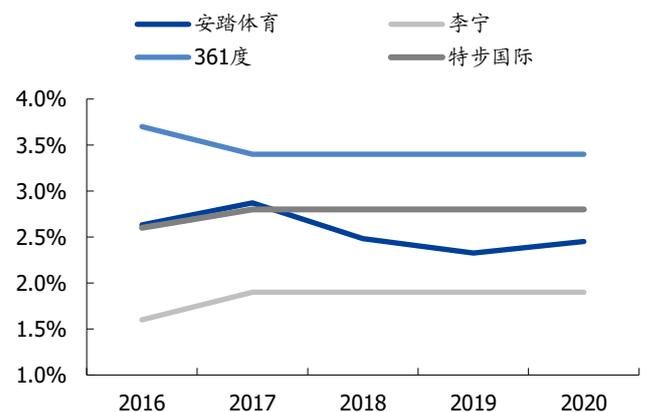
短期: 我们判断需求端存在以下利好因素: 1) 疫情后居民对于身心健康更加重视, 运动参与度提升从而带动运动鞋服支出走高; 2) 消费者民族品牌认同感正处于提升阶段, 3 月份新疆棉事件爆发加速民族品牌需求释放。同时, 供给端国产运动品牌不断提升研发投入带动品牌的产品力提升, 同时匹配针对性的营销活动带动销售增长。

图表 3: 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 4: 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

终端零售表现强劲: 运动鞋服板块仍处于上升周期, 2021 年以来各龙头公司终端零售表现优异, 超出市场预期, 且根据我们跟踪判断, Q2 快速增长趋势 (对比 2019 年) 延续。

- 分品牌看, 根据公司公告, 2021 年 Q1 安踏品牌/FILA/李宁/特步品牌流水同比增长 40%+/75%+/80%+/55%左右, 较 2019 年增长低双位数/65%+/50%+/20%左右。据我们追踪判断, 各品牌 4-5 月增速较 Q1 水平加速, 同时我们判断下游客户的良

好销售态势带动上游制造企业订单数量和产能利用率持续处于高位。

- ▶ 细分渠道看，在线下受疫情影响的背景下，各公司发挥电商业务的主观能动性，多渠道推进业务的进展，电商业务成为 2020 年增长抓手，安踏集团/李宁电商业务均呈现高速增长，分别实现同比 2019 年超过 50%/30% 的增长。

图表 5: 运动鞋服重点公司各品牌龙头单季度流水增速 (%)

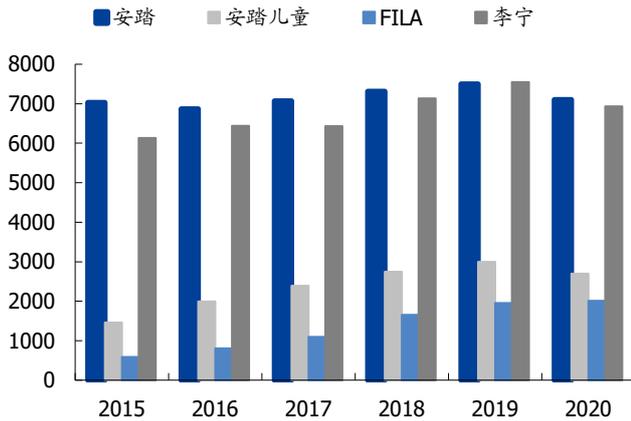
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
安踏整体	20-25%下滑	低单位数下滑	低单位数	低单位数	40%-45%
安踏大货	20%+下滑	低单位数下滑	正增长	低单位数	35%-40%(线下)
安踏儿童	25%左右下滑	单位数	低单位数	低单位数	45%-50%(线下)
安踏电商	中单位数	约 40%	约 50%	正增长	60%+
FILA 整体	中单位数下滑	10%-20%	20%-25%	25%-30%	75%-80%
FILA 大货	20%+下滑	中单数	正增长	中双位数	80%+
FILA KIDS	低单位数下滑	约 30%*	约 30%	20%+	1 倍
FILA Fusion	中单位数	约 70%*	约 50%	50%+	1.5 倍
FILA 电商	1.6 倍	80%+	近 90%	70%+	40%+
安踏其他	高单位数下滑	中双位数	50%-55%	55%-60%	115%-120%
迪桑特品牌	双位数	50%+	90%+	80%+	1.5 倍
李宁流水	10%-20%高段下滑	中单位数下滑	中单位数	10%-20%中段	80%-90%高段
李宁线下	20%-30%低段下滑	低双位数下滑	低单位数下滑	10%-20%低段	80%-90%低段
李宁零售	30%-40%中段下滑	高双位数下滑	持平	中单位数	90%-100%低段
李宁批发	10%-20%高段下滑	低双位数下滑	低单位数下滑	10%-20%低段	80%-90%低段
李宁电商	10%-20%低段	20%-30%中段	40%-50%低段	30%-40%中段	约 100%增长
特步	20-25%下降	低单位数下滑	中单位数	高单位数	55%左右
361 度	25-30%下滑	低双位数下滑	高单位数下滑	低单位数	高双位数

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算 *处数据包含线上及线下整体增速

渠道运营: 经过了 2020 年全年的消化, 目前多数品牌渠道库存已经进入健康状态, 2021 年增长基础良好, 零售折扣仍然处于恢复过程中。

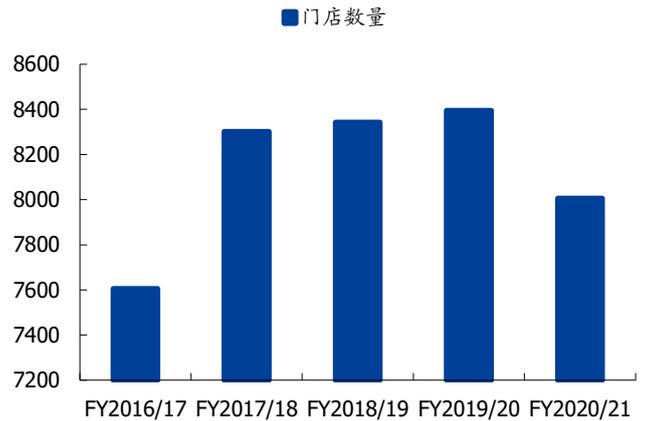
- ▶ 截至 2021 年 Q1, 各品牌渠道恢复健康水平, 为后续发展奠定基础。安踏品牌大货线下库销比在 5 左右, 零售折扣在 7.3 折左右, FILA 品牌线下库销比在 6 左右, 零售折扣 7.8 折左右。李宁品牌得益于终端流水的亮眼表现, 折扣水平已逐步恢复, 我们判断截至到 3 月底折扣对比 2019 年低个位数差距, 但是新品售罄率已经恢复到健康水平, 渠道库存恢复到 4 个月左右。特步终端零售折扣水平为 7-7.5 折, 零售存货周转约 4.5 个月, 同比改善, 接近 2019 年同期水平 (7.5 折和 4 个月)。
- ▶ 我们认为头部公司零售管理能力过去有显著提升, 终端销售强劲、库存去化顺畅: 电商渠道的消化能力更强, 安踏体育/李宁的电商渠道贡献收入比例均在 30% 左右; 奥莱渠道发展成熟, 利于终端库存消化。
- ▶ 疫情促使公司加快原定关店步伐、放缓新开店节奏, 以提升店铺质量为主。1) 安踏品牌门店数量减少 594 至 9922 家, FILA 品牌门店数量增加 55 至 2006 家, 李宁品牌 2020 年直营/加盟门店较 2019 分别减少 143/394 家至 1149/4764 家; 2) 滔搏截至 2 月 28 日直营门店数量同比减少 389 至 8006 家, 但平均门店面积逆势增长, 毛销售面积同比增加 4.1%, 300 平米及以上大店数量增加 138 至 750 家, 占比接近 10%。

图表 6: 安踏/fila/李宁门店数量变化(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 滔搏 FY2016/17-FY2020/21 直营门店数量变化(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

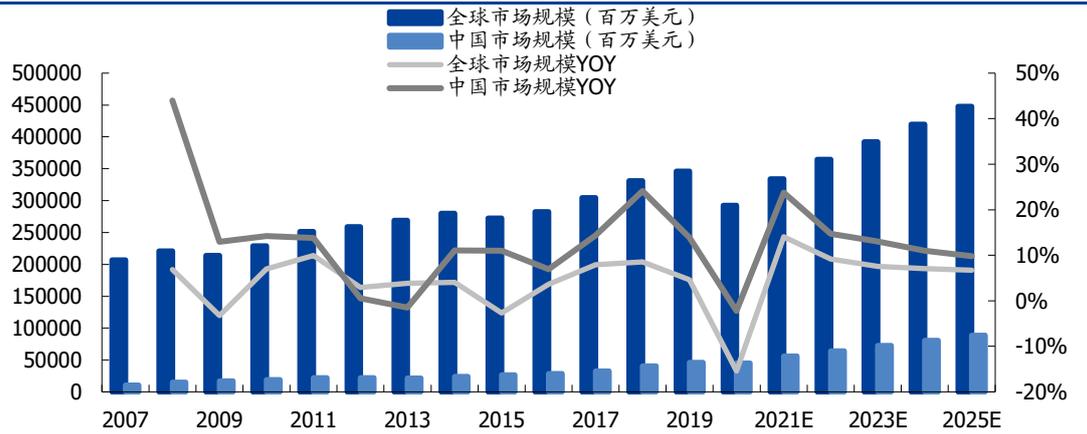
长期展望: 品牌端国牌崛起, 制造端需求驱动关注龙头优质标的

长期: 上文所提及的需求端利好因素仍将延续, 同时政策面也在助力市场需求向好。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提升至37%, 2035年达到45%, 2021年3月《十四五规划》出台, 首次在五年规划中明确体育强国建设目标, 适逢东京奥运会和北京冬奥会举办, 体育产业细分赛道大有可为。另外我国庞大的运动鞋服市场将在居民收入水平的提高以及对于生活品质、身体健康的追逐中促使“健身、马拉松、冰雪运动”等细分专业运动需求兴起, 时尚运动需求热度持续。

从市场竞争格局和运动产业链角度, 我们判断 1) 龙头品牌商将凭借优秀的产品、丰富的渠道布局以及针对性的营销策略在行业中地位更加稳定; 2) 产业链龙头制造商将在和品牌商的共生关系下, 强者更强, 根据我们跟踪, 国内制造龙头申洲国际 2020年疫情期间凭借高效、稳定的供应优势, 在品牌供应商中的占有率持续提升。3) 龙头分销商凭借丰富的消费者数据和渠道资源优势, 在国外运动品牌布局中国市场中的将扮演更为重要的角色。

据彭博所载的行业数据库统计, 2019年中国运动鞋服市场规模为463.1亿美元, 同比2018年扩大14%, 显著高于同时期全球运动鞋服市场5%的增速, 2020年受疫情影响, 中国/全球运动鞋服市场规模同比下降2%/15%, 预计2020-2025E中国/全球运动鞋服市场规模CAGR分别为14%/9%。

图表 8: 2007-2025 年中国/全球运动鞋服市场规模 (百万美元, %)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

市场份额来看, NIKE 和 Adidas 占据我国运动鞋服市场前两位, 据彭博所载的行业数据库显示, 2020 年 NIKE 市占率 18%, adidas 市占率 15.5%。长期来看我们判断, 国产运动品牌市场份额提升空间明显。我们认为: 1) 国产运动品牌长期的研发积淀带动产品力持续提升, 通过专业化和潮流化在迎合消费需求的同时有望占据更多市场份额; 2) 根据产品布局搭配针对性的营销手段, 推动产品销售转化, 同时在品宣策略和代言人选择上贴近年轻消费群体, 通过影响年轻消费群体品牌认知, 从根源上提升市占率。

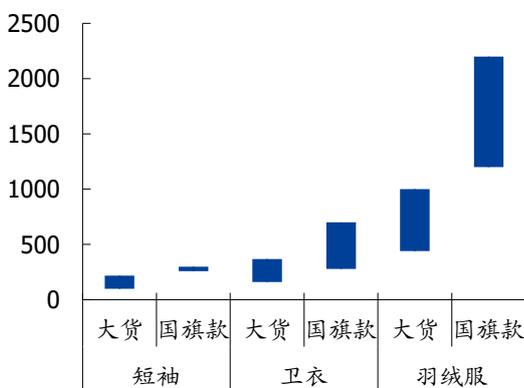
- **安踏体育: 产品端**, 主品牌定位“大众专业新国货”, 年内推出多款专业竞速跑鞋拉升品牌势能, 同时借助冬奥会合作伙伴身份推出“国旗款”系列休闲产品彰显时尚新形象; **营销端**, 邀请人气偶像王一博代言“国旗款”系列, 提升产品影响力。

图表 9: 安踏速度家族跑鞋 (元)

	发售价	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

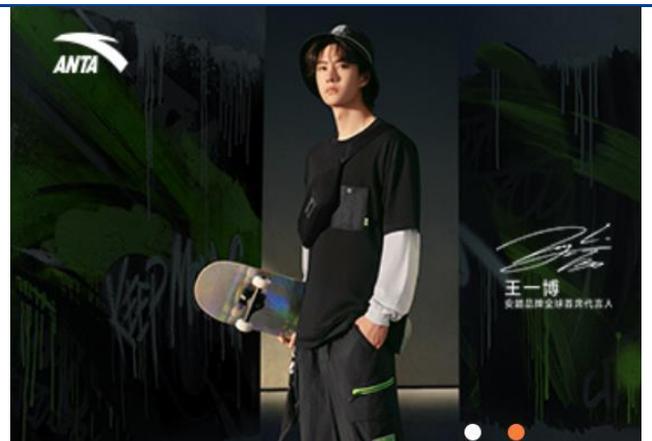
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 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 11: 王一博代言安踏产品



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

- **李宁: 产品方面**公司凭借强大的品牌力专注单品牌建设, 在专业篮球和跑步以及潮流运动领域均有建树。其中篮球为品牌历史强项, 目前我们判断在国产专业篮球领

域李宁篮球鞋已经占据颇高市场份额；2019年公司发力跑鞋，连续推出“䨻”和“弭”两大科技平台赋能高端产品，2021年公司正在逐步实现“䨻”平台技术的使用下探，运用于大众定位的专业产品；在潮流运动领域公司拥有“中国李宁”、“反伍”、“溯”等代表系列。**营销方面**，3月底签约肖战对时尚运动产品系列进行代言，吸引年轻消费群体，提升品牌影响力。

图表 12: 李宁不同篮球鞋系列对比 (元)

	适合位置	发售价	市场价(40码)	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

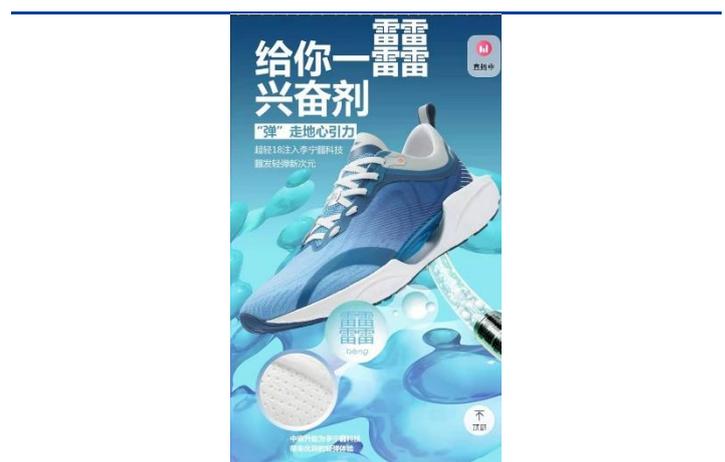
资料来源: 得物 App, 天猫旗舰店, 网络整理, 国盛证券研究所, 仅供参考

图表 13: 李宁跑鞋系列对比 (元)

	价格	重要科技
飞电 2.0	2099	全掌䨻、全掌碳板、GCU 全天候防滑耐磨科技
天马	1299	全掌䨻, GCU 全天候防滑耐磨科技
绝影 Essential	899	全掌䨻、LightFoam、弭结构
烈骏 5	699	全掌䨻
超轻 18	599	全掌䨻

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

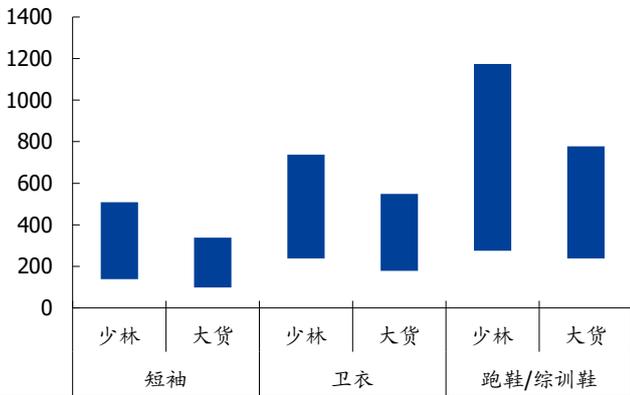
图表 14: 李宁超轻 18



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

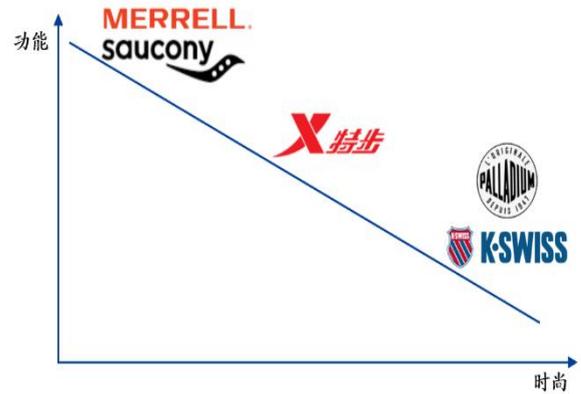
- 特步国际:** 主品牌在跑步领域深耕多年，是行业内当之无愧的领头羊，通过具有强劲竞争力的专业跑鞋产品 160X 和对马拉松运动的持续赞助，特步专业跑步的标签已经被无数跑者认证。在时尚运动领域，主品牌于 2020 年开始和“少林”进行合作打造联名产品，2021 年 5 月推出中高端潮流厂牌 XDNA 升级品牌形象。2019 年合资/收购索康尼、迈乐、盖世威、帕拉丁，弥补主品牌在高端跑步、户外专业运动领域的不足，同时强化时尚运动领域布局，为集团发展提供中长期增长动能。

图表 15: 少林系列价格对比 (元)



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

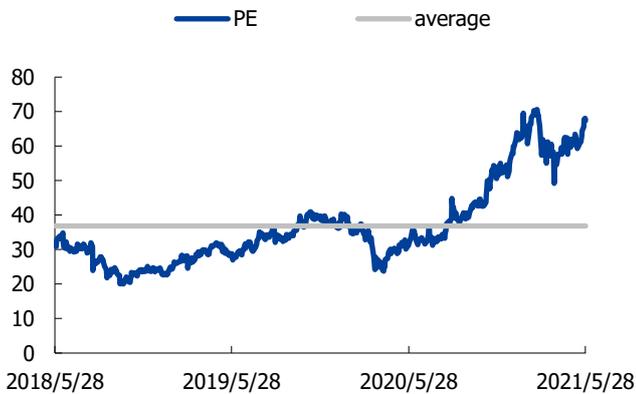
图表 16: 特步品牌矩阵



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

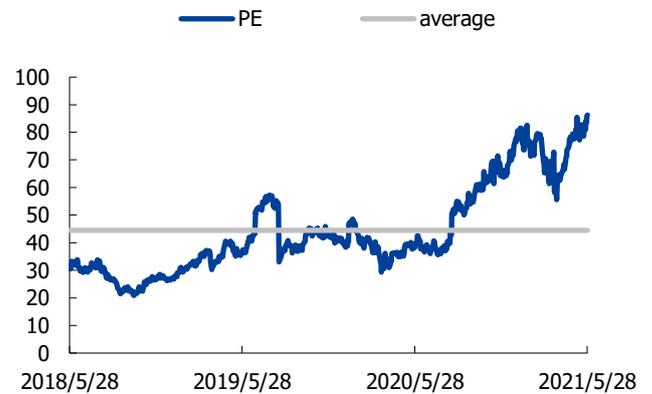
从估值视角我们判断, 后疫情时代下, 运动龙头凭借着领先行业的恢复速度以及行业自身所具备的高景气度, PE 持续上行, 且高于历史估值中枢。安踏体育自 2020 年新明确多品牌发展规划后, 有望进入新的发展阶段, 李宁产品的专业性和时尚度已经逐步走在了行业前列, 品牌形象持续优化下, 估值仍有提升空间, 特步国际目前相对安踏体育和李宁估值仍较低, 同业对比下, 参考多品牌布局效果显著的安踏和时尚运动+篮球细分领域优势明显的李宁, 特步国际 PE 仍有提升空间。

图表 17: 安踏体育 PE



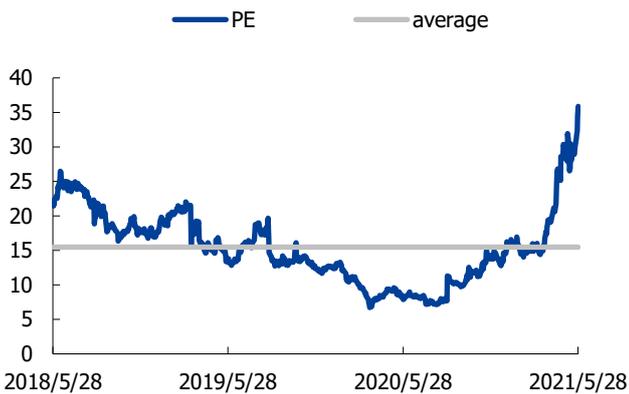
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 李宁 PE



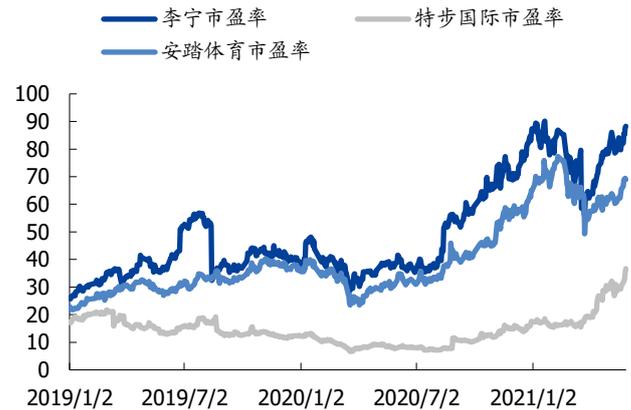
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 特步国际 PE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 李宁/安踏体育/特步国际 PE 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

上游供应商: 短期疫情下行业资源向头部倾斜, 长期来看下游品牌商精简供应商队伍趋势持续, 我们认为龙头供应商在此过程中受益。 1) 疫情复工复产受影响, 内部资源重新洗牌的同时行业加速涤荡出清, 能够提供稳定生产的头部优质企业在危机中备受青睐, 具有高质、高效、稳定供应能力的上游制造商脱颖而出, 龙头供应商优势尽显。2) 长期来看, 环保要求日益趋严, 终端消费需求变化使得制造商面临的挑战愈加明显, 品牌商加速对供应商队伍的整合, 资源向以申洲国际、华利集团为代表的龙头公司集中。

- **申洲国际:** 2020H1 订单基本稳定, 2020H2 订单中高频、量小的快翻单占比增加, 2020 年公司收入增长 1.6% 至 230.3 亿元, 归母净利润增长 0.2% 至 51.1 亿元, 原主要大客户耐克、优衣库、阿迪达斯、彪马合计收入稳定增长; 在其他客户中, 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。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, 我们估算 2021 年产能增速预计在 15% 左右。
- **华利集团:** 1) 2020 年营收/业绩分别同比下滑 8.1%/增长 3.2%, 2021 年 Q1 公司实现营业收入同比+7.8%, 归母净利润同比+42.3%, 核心客户增长较高, Q1 新增产能尚未释放, 后续产能有望提速。

重点投资标的: 安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际、滔搏

- **安踏体育: 三十而立之年, 扬帆再起航**

主品牌深化 DTC 转型, 电商作为重要增长引擎。 1) 推进线下门店 DTC 转型: 公司在 2020 年推进了 11 个区域包括长春、长沙、成都、重庆、广东、昆明、南京、上海、武汉、西安和浙江的 DTC 模式转型, 涉及门店数量 2100 家左右, 截至 2020 年大部分门店已经回收完毕, 按照进度推算我们认为公司有望提前完成 DTC 转型; 2) 线上业务作为直面消费者的重要一环, 公司将电商业务作为重要增长引擎, 未来安踏品牌电商业务占比将提升至 40% 左右 (2020 年安踏电商收入占比 30% 左右)。同时, 电商平台多元化, 从传统电商平台 (天猫、京东、唯品会) 延伸至安踏官网、小程序等。

2021 年为安踏成立三十周年, “双奥”热浪助力高速增长。 我们预计 2021 年安踏品牌将在重新定位和渠道转型完成后实现流水/收入分别高双位数/近 30% 增长, FILA 流水增速 30%+, DESCENTE 仍处于高速扩张阶段, 流水增速相较 FILA 要更高, 综合集团收入有望突破 30%。公司身为行业龙头不忘初心坚持变革, 三十而立之际, 通过多层

级增长曲线，重新明确旗下品牌发展路径，长期有望实现持续且优质的增长。合营集团 Amer 核心品牌细分领域领导地位稳定，以 DTC 和大中华区为业务拓展核心，2021 年增长确定性强。

投资建议：安踏集团作为全球运动鞋服龙头之一，坚持“多品牌、全渠道、全覆盖”战略，整合 Amer 集团加速国际化。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 74.7/96.6/124.9 亿元，现价 156.5 港币，对应 2021 年 PE 为 46.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续的范围及时间超过预期；终端需求下滑；多品牌及海外业务开展不顺；人民币汇率变动带来业绩波动。

图表 21：安踏体育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	33,928	35,512	47,350	58,455	72,002
增长率 YoY(%)	40.8	4.7	33.3	23.5	23.2
净利润(百万元)	5,344	5,162	7,471	9,663	12,493
增长率 YoY(%)	30.3	-3.4	44.7	29.3	29.3
EPS(元)	1.98	1.91	2.76	3.57	4.62
净资产收益率(%)	26.7	21.6	26.1	28.2	30.1
P/E(倍)	64.9	67.2	46.5	35.9	27.8
P/B(倍)	16.5	13.4	11.2	9.4	7.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

➤ 李宁：强产品力+高效营销助推品牌力持续提升

产品强调专业性，品牌调性提升，渠道提效持续。产品端：公司聚焦主品牌，强调产品专业性，将科技运用从高端产品延伸至中端产品，在打造飞电、绝影等高端专业跑步产品后带动中端产品的产品力提升，得到消费者好评。品牌营销：中国李宁系列加入国潮元素，贴近年轻消费进行多元渠道营销，3 月签约流量明星肖战为运动时尚代言人进一步增加品牌曝光。渠道端：线下渠道调整提效进行中，2021 年有望实现净开店。截至 3 月底，公司（不含李宁 young）门店数较 20 年末减少 128 家至 5784 家，其中直营/加盟分别减少 24/104 家；李宁 young 门店数净减少 6 家至 1015 家。全年来看主品牌（含中国李宁）预计净开店 300 家左右，李宁 young 净开店 150 家左右，整体仍以店效提升为主。

全年收入和盈利能力有望实现双增长。收入层面，公司以优质的产品、精细化的渠道布局和营销策略带动整体销量走高和报表端收入增加，我们预计全年收入增长 25%。产品结构和供应链成本控制能力的优化为加价倍率上升拉开空间，整体来看，全年净利率保守预计提升 1PCT 以上。

投资建议：基于李宁的品牌积淀和消费者对其高认可度，公司品牌力有望处于持续提升轨道，我们长期仍看好集团销售端的改善和盈利能力的提升。我们预计 2021-2023 年归母净利润 22.1/27.9/33.6 亿元，现价 71.4 港币，对应 21 年 PE 为 66.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端销售因疫情影响时间过长不达预期；盈利能力提升速度不达预期；管理层变动带来的运营变化。

图表 22: 李宁盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,870	14,457	18,107	21,985	25,984
增长率 YoY(%)	32.0	4.2	25.2	21.4	18.2
净利润(百万元)	1,499	1,698	2,208	2,792	3,356
增长率 YoY(%)	109.6	13.3	30.0	26.5	20.2
EPS(元)	0.60	0.68	0.89	1.12	1.35
净资产收益率(%)	21.0	19.5	20.3	20.4	19.7
P/E(倍)	97.4	86.0	66.1	52.3	43.5
P/B(倍)	20.5	16.8	13.4	10.7	8.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➤ 特步国际: 专业跑步立标杆, 多品牌提供长期增长动能

强产品力叠加专业营销致使影响力不断扩大, 同时趁民族意识崛起东风, 主品牌在专业跑步赛道市占率提升; 面对时尚运动蓬勃态势, 主品牌通过联名装备潮流属性, 推出定位高端潮流路线的厂牌“XDNA”, 强化休闲系列盈利能力。

新品牌索康尼和迈乐在中国区的布局将弥补公司在高端领域的不足, 目前占比较小不到 1%, 其中索康尼凭借和主品牌的协同效应将是公司的主要拓展点; 盖世威和帕拉丁营收占比 12%, 是公司对于中高端时尚运动领域拓展的重要抓手, 盖世威目前处于品牌重塑阶段, 帕拉丁疫情后开店加快。

投资建议: 公司专注专业跑步领域, 在细分行业具有领先优势, 并且随着电商业务的持续优化和新收购品牌的不断扩张, 我们预计公司 2021-2023 年收入为 96.12/112.26/131.41 亿元, 同比增长 17.6%/16.8%/17.1%, 归母净利润为 6.86/8.04/9.67 亿元, 同比增长 33.8%/17.2%/20.3%, 现价 8.53 港币, 对应 21 年 PE 为 26.7 倍, 目标价 10 港币, 对应 21 年 PE 为 33 倍, 给予“买入”评级。

风险提示: 新品牌拓展不及预期; 娱乐营销过度影响主品牌专业运动形象。

图表 23: 特步国际预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,183	8,172	9,612	11,226	13,141
增长率 YoY(%)	28.2	-0.1	17.6	16.8	17.1
净利润(百万元)	728	513	686	804	967
增长率 YoY(%)	10.8	-29.5	33.8	17.2	20.3
EPS(元)	0.28	0.20	0.26	0.31	0.37
净资产收益率(%)	10.5	6.9	8.5	9.0	9.8
P/E(倍)	25.2	35.8	26.7	22.8	19.0
P/B(倍)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➤ 申洲国际: 2021 年迎来产能释放

公司 2020 年收入+1.6%至 230.3 亿元, 其中 OEM 收入同增 3.7%; 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%。毛利率 31.2%同增 0.9PCTs, 若剔除零售业务毛利率同增 0.4PCT。

海外产能扩张, 国内技改完成, 2021 年产能扩张释放。公司海外工厂一直保持正常运作, 且海外产能进一步提升, 目前面料产能海内外占比 1:1, 成衣产能方面, 越南第二

成衣工厂人工数量提升至 6400 名左右，柬埔寨工厂也进入招聘过程中，海外成衣产能贡献近 40%。我们认为经过前期建设以及员工培训，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。且在贸易环境不确定性的背景下，公司海内外各自形成一体化供应链，能够灵活应对不同市场需求。公司在研发、交期等方面体现出强有力的优势，2020H2 国内过程进一步提升自动化生产+签订分布式光伏项目的框架合作协议，追求绿色能源的使用，提升公司在供应商中的竞争力。

投资建议：公司作为全球最大纵向一体化成衣制造商，绑定下游高景气行业的优质大客户，短期冲击不会影响我们对公司长期判断，长期随着海外产能提升以及生产效率提升，有望实现业绩稳定增长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 64.3/76.0/87.3 亿元，现价 205.2 港币，对应 2021/2022 年 PE 为 39.4/33.3 倍。维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情影响时间及范围超预期对公司业务造成不利影响；下游客户订单波动影响公司营业收入；海外产能扩张不及预期，贸易环境变化影响盈利水平；棉价波动风险；外汇波动风险。

图表 24：中洲国际预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22665	23,031	27,766	31,902	36,250
增长率 YoY(%)	8.2	1.6	20.6	14.9	13.6
净利润(百万元)	5095.2	5,107	6,430	7,596	8,728
增长率 YoY(%)	12.2	0.2	25.9	18.1	14.9
EPS(元)	3.39	3.40	4.28	5.05	5.81
净资产收益率(%)	19.7	18.6	18.9	18.2	17.5
P/E(倍)	49.7	49.5	39.4	33.3	29.0
P/B(倍)	10.0	9.3	7.5	6.2	5.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

➤ 滔搏：数字化助力公司维持高增长

公司 2020/2021 财年实现收入/归母净利润 360/27.7 亿元，同比增长 7%/20%，业绩表现超预期。剔除因企业合并产生的无形资产摊销和可比年度上市支出 0.52 亿元影响，经调整后归母净利润同比增长 16%。

会员管理作为消费者互动的重要成果，成绩显著；实体门店担任运营和消费者互动载体，优质终端占比提升。截止 2021 年 2 月 28 日季度，累计注册会员数量超 4000 万人，零售额贡献占比达到 95.3%，在公司卓有成效的消费者互动下，会员已成消费贡献主力，长期来看公司将继续深化会员运营，挖掘优质会员，持续唤醒非活跃会员，拓宽会员群体数量，巩固用户粘性，利用数字化工具精准用户画像。门店方面，公司凭借直营网络优势，同合作伙伴携手优化现有门店，新开高效大店，截至 2 月 28 日直营门店数量同比减少 389 至 8006 家，但平均门店面积逆势增长，毛销售面积同比增加 4.1%，300 平方米及以上大店数量增加 138 至 750 家，占比接近 10%。

数字化转型加速零售效率提升，实现以消费者为核心的多场景触达与互动。公司已经建立起基于“人货场”的完善数字运营体系：利用移动工具包赋能终端员工决策（截至 2021 年 4 月底已基本覆盖所有直营门店）、建立基于单店的数字化采购和商品管理系统、运用门店智慧设备和多种数字化应用捕捉消费者数据并强化多场景消费者触达与互动。疫情期间消费模式发生改变，在多场景消费者互动领域公司取得重大突破：滔搏运动 APP 自 2020 年 2 月上线以来，用户规模已突破 270 万，同时公司运作企业微信社群、门店小程序，移动收银为消费者提供线上、线下无缝衔接的服务体验。

投资建议：公司为运动鞋服下游渠道商龙头公司，渠道结构优化，数字化转型带动零售效率提升，高效的会员运营持续巩固用户粘性、精准用户画像，我们预计 FY2022-FY2024 公司收入年均增速保持在 15% 左右，归母净利润分别为 33.7/39.2/46.7 亿元，现价 12.02 港币，对应 FY2022PE 18.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端销售放缓；品牌商合作变化带来的经营风险。

图表 25：滔搏预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,690	36,009	41,233	47,358	54,008
增长率 YoY(%)	3.5	6.9	14.5	14.9	14.0
净利润(百万元)	2,303	2,770	3,373	3,921	4,671
增长率 YoY(%)	4.7	20.3	21.8	16.3	19.1
EPS(元)	0.37	0.45	0.54	0.63	0.75
净资产收益率(%)	21.8	28.5	25.8	23.1	21.6
P/E(倍)	26.5	22.1	18.1	15.6	13.1
P/B(倍)	5.8	6.3	4.7	3.6	2.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

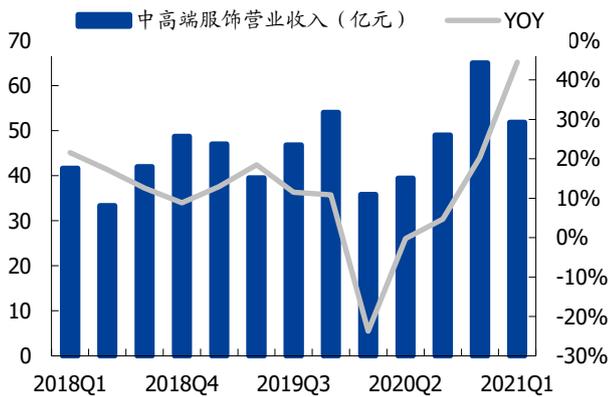
品牌服饰

基本面回顾：龙头品牌表现领先行业

2021 开年以来，伴随着消费需求回暖，服饰行业终端全线逐渐恢复，内部公司表现分化，龙头品牌表现领先行业。细分中高端、大众服饰两大子板块来看：

- **中高端板块持续优质增长态势。**中高端服饰品牌对应客群忠诚度较高，所受疫情影响相对较小，后续板块整体领跑行业复苏。2021 年 Q1 板块营业收入在低基数下同比增长 44.5%（较 2019Q1 增长 10.2%），归母净利润同比增长 28.5%（较 2019Q1 下降 23.0%）。在品牌力的提升下，我们预计未来中高端服饰仍能保持优质增长。
- **大众板块迎来全线复苏。**大众服饰品牌在疫情下终端受压力较大，后续随着行业消费端的复苏，大众服饰也迎来快速恢复。2021 年 Q1 板块在低基数下营业收入同比增长 44.0%（较 2019Q1 仍有 3.3% 的下滑），归母净利润同比增长 335.0%（较 2019Q1 下降 14.9%）。疫情影响消弭，我们认为大众服饰板块未来能够继续加速恢复。

图表 26: 2018-2021Q1 中高端服饰收入及 YOY (亿元, %)



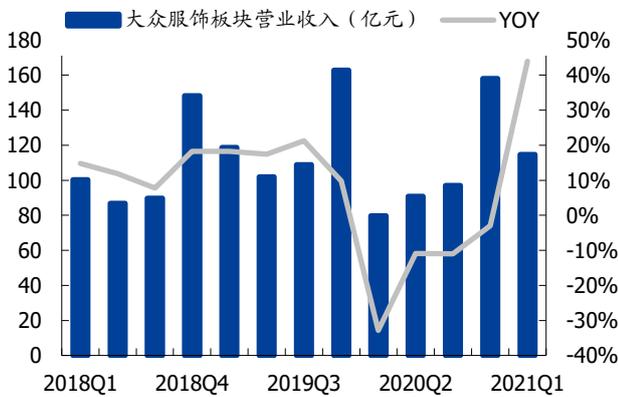
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 2018-2021Q1 中高端服饰归母净利润及 YOY (亿元, %)



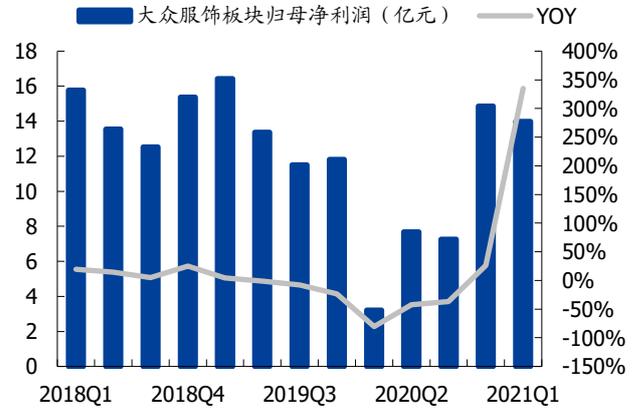
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 2018-2021Q1 大众服饰营业收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 2018-2021Q1 大众服饰归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

疫情加速服装行业变迁, 我们从品牌服饰板块产品、渠道、供应链层面运营趋势与投资逻辑出发, 推荐产品创新迭代、渠道体系优化、供应链实力强劲的优质服饰标的。

未来展望: 产品应需而变, 注重渠道及供应链修炼

产品: 品质化、个性化诉求驱动品牌产品, 国牌崛起趋势确定

行业消费环境与消费群体特征不断改变, 随着消费者群体品质化需求提升、Z世代携带个性基因入场、服饰消费意愿向国内转移, 服饰作为典型由终端需求驱动的行业, 产品端应针对市场需求作出反馈, 我们看好产品积极变革的大众服饰板块及产品力提升的优质中高端品牌。

- 产品端趋势一: 国潮设计及联名盛行, 源动力是消费者民族自信心的提升, 国牌崛起趋势明显。

文化与民族自信心提升驱动“国潮”盛行。对于服饰品牌而言, 所谓“国潮”包括从中国传统文化元素的融入到主题系列产品的推出, 再到国产品牌属性的强化与形象打造。

- 服饰作为文化表达的主要载体之一, 终端市场对于民族文化属性较强的产品反响积

极热烈，“国潮”成为各个品牌商当下难以避免的主题潮流之一：比音勒芬连续推出“始·续”系列、故宫联名系列，产品终端销售优异，围绕“中国领军高尔夫服饰品牌”定位打造中高端优质国牌；森马服饰旗下森马品牌推出“天工开物”国潮设计系列、太平鸟品牌推出国风系列产品、大都会上博联名改良旗袍款等拉动销售，围绕产品和营销打造优质国牌。

- 我们认为当下国潮设计及联名款产品盛行源自于消费者民族自信和文化自信的提升。中国经济的快速崛起带来强烈的民族自我认同意识与民族自豪感，反映在消费行业，民众对于国产品牌的支持力度与日俱增，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。

图表 30: 森马品牌天工开物系列



资料来源：天猫，国盛证券研究所

图表 31: 比音勒芬品牌春季新品万福齐聚系列



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

中长期来看，终端需求向国内回流，国牌崛起机遇出现。我们认为，持续走高的民族自豪感与文化自信有望持续驱动市场对于国产产品及品牌认可度的提升，原分布于海外高端品牌的消费力呈现向本土回流的趋势，国产服饰品牌迎来时代机遇。

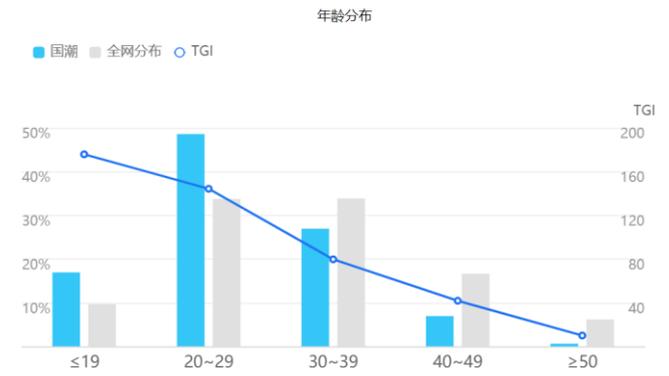
- 以往服饰消费的国际青睐性明显。以往中高端市场多由海外品牌垄断，譬如在运动鞋服子板块中，NIKE、ADIDAS 作为国际一线运动鞋服品牌，占据板块头部龙头位置的同时享有较高的市场份额，安踏、李宁品牌等众多国产品牌盘踞中部区域，竞争压力相对较大。
- 当前本土市场持续释放国牌友好信号。1) 需求层面来看，随着民族自信心的提升，本土消费者对国民品牌的接受度、认可度不断上行，同时中国传统文化元素被越来越多的消费者所认同和喜爱，“新国货”、“国潮”等概念持续受到年轻消费者的高热度追捧。据百度指数数据，关键词“新国货”的百度搜索指数 2017 年以来持续震荡上行，关键词“国潮”的人群分布年轻化特征明显。2) 供给层面来看，国内品牌商抓住消费升级的机遇打造质优产品，产品力和品牌力迎来上升机遇。3) 与此同时，中国与海外大国摩擦不断升级，“新疆棉花事件”等助推市场情绪，进一步把服饰消费需求的自主性回流倾向推到一个新高度。

图表 32: 2017-2020 年“新国货”关键词百度指搜索数趋势



资料来源: 百度指数, 国盛证券研究所

图表 33: “国潮”关键词人群属性分布



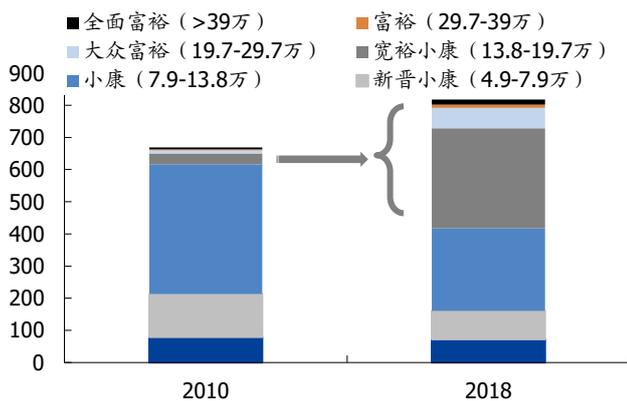
资料来源: 百度指数, 国盛证券研究所

■ 产品端趋势二：消费升级、产品需求品质化，中高端板块受众群体扩大。

消费升级拉动中高端服饰需求。随着居民物质生活水平的提高，市场消费关注点逐渐由单纯低价产品向品质倾斜，随着消费者收入水平的提升，对于中高端产品的需求、接受程度也显著提升，中高端服饰品牌潜在的消费受众群体随着扩大。据国家统计局数据，城镇/农村居民人均年衣着消费支出近年持续提升，2019年分别 1832/713 元，较 2013 年增长 17.9%/57.1%。在消费升级的过程中，**市场为品质、品牌买单的意愿加强，优质品牌抓住上升机遇。**据我们跟踪，波司登凭借品牌的重塑、产品的优化升级获得提价空间，FY2020 波司登天猫旗舰店 1800 元以上产品占比约 20%，较 FY2019 年 14% 提升约 6PCTs。

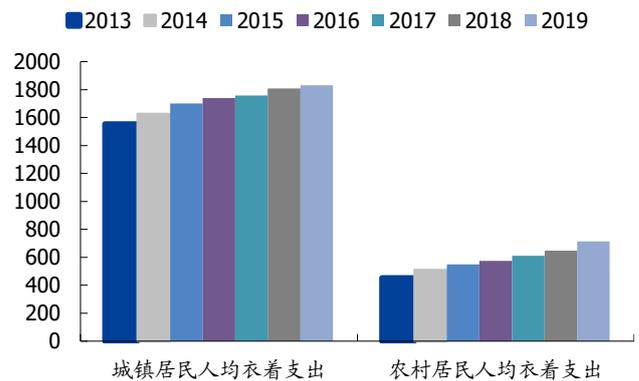
中产人群增加驱动消费升级，低线城市或成潜力空间之一。1) 中产阶级人群增加驱动消费升级。据麦肯锡数据，2010 年我国生活水平在宽裕小康及以上（家庭可支配收入在 13.8 万以上）的城市人口共计 53 万人，占比 8%，2018 年这一数字大幅增长，共计 400 万人占比 49%。2) 其中低线城市的中产化趋势更为明显，三四线城市的这部分人群数量 CAGR 达到 38%（同期一二线城市 23%），占到低线城市总人口的 34% 以上。低线城市中产阶级的迅速增加带来超强消费力，使得三、四线城市成为潜力相当大的消费市场，品牌商渠道下沉成为抢占关键。据我们跟踪判断，2021 年比音勒芬线下渠道扩张重点布局三四线城市及社区店，充分挖掘低线消费潜力。

图表 34: 按家庭可支配收入等级划分中国城市人口数量 (百万)



资料来源: 麦肯锡全球研究院, 国盛证券研究所

图表 35: 2014-2019 年农村/城镇居民人均年衣着消费支出 (元)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

■ 产品端趋势三: 市场对于个性化、时尚化的诉求提升, IP 联名产品兴起, 强调产品创新、积极变革的优质大众服饰品牌凭借差异化脱颖而出。

新一代消费流量崇尚个性化、时尚化。Z 世代新流量入场, 逐渐成为主力消费群体。据联合国预测, 2020 年中国“90 后”、“00 后”人群占总人口比重达 24.4%。我们认为新生代群体消费态度更乐观、消费潜力更大, 热爱电商购物, 对于服饰的个性化、时尚化诉求更高。

IP 联名、个性化设计受到新流量青睐, 优质大众服饰品牌积极推新。IP 作为内容跨界经营的新模式, 与服饰行业属性高度适配, 能够有效将内容与文化价值二次变现。当前大众服饰优质品牌聚焦产品设计、积极变革创新, 借力各类 IP 内容文化推动终端销售, 如: 森马签约 2019 年英雄联盟全球总决赛冠军队 FPX 战队, 围绕电竞文化推出“森马说行·火钳留名”系列服装, 联名快乐鸭、独角兽等卡通形象推出联名款产品; 太平鸟携手“初音未来”、“瑞克和莫蒂”等二次元 IP 推出系列服装拉动销售。

图表 36: 森马品牌 PUPU、快乐鸭联名 (左)/未来已来系列 (右)



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 37: 太平鸟品牌联名 IP 系列



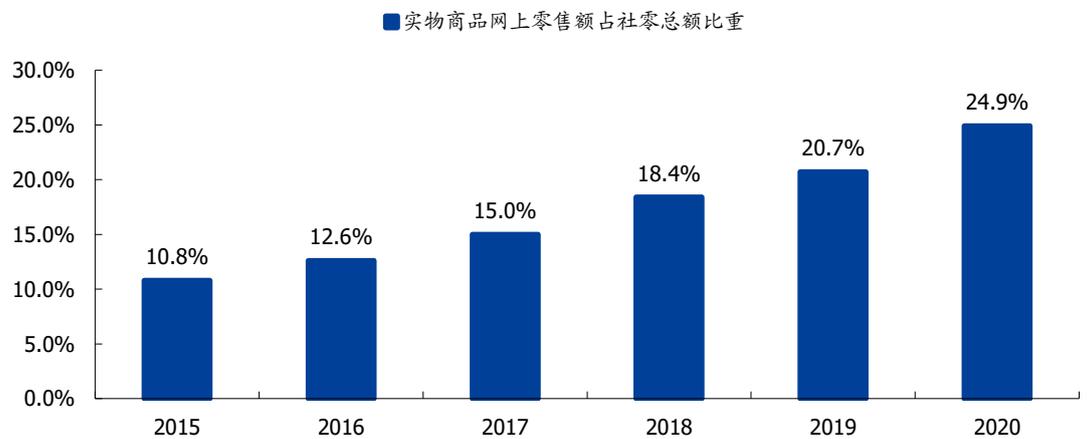
资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

渠道：线上线下变革加速，全网融通新零售

- 渠道端趋势一：互联网作为消费场景的重要度进一步提升，同时成为品宣、推新、会员维护的战略新渠道。

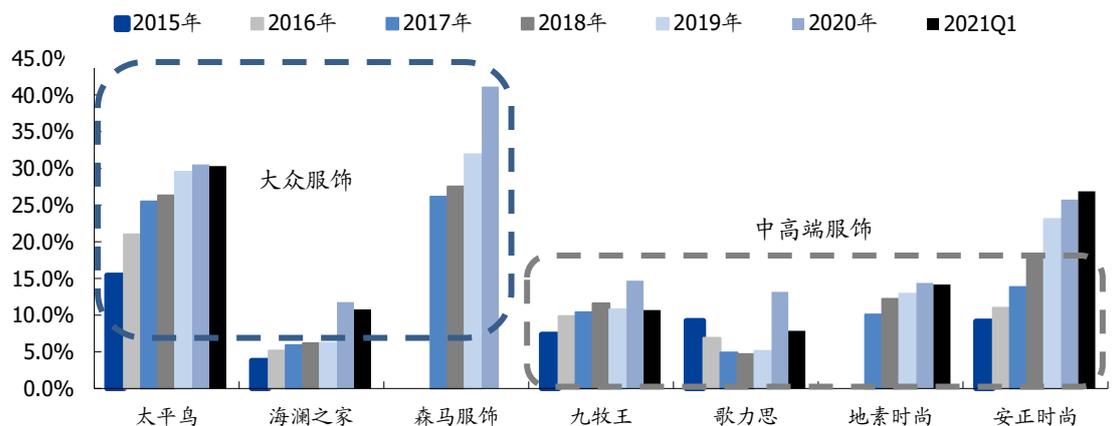
疫情加速流量结构性迁移，电商销售多样开花。疫情初期线下消费受到抑制，流量大幅涌入线上，电商作为销售渠道的重要性跃升，网红直播带货、门店自播、微店小程序、APP 等多样渠道持续拓展。我们认为疫情环境带来的并不仅仅是短期的电商业绩暴发，消费者习惯的转变及结构化的渠道业态变革在未来会延续。**1) 行业消费层面：**据国家统计局数据，2020 年实物商品网上零售额占社零总额比重同比+4.2PCTs 达 24.9%。**2) 业内公司层面：**据我们跟踪，大众服饰板块电商销售占比均迎来提升，太平鸟/海澜之家/森马服饰（主业）2020 全年电商销售占比达到 31%/12%/41%，较 2019 年分别提升 1.0/5.6/9.2PCTs。中高端板块中电商占比基数较低，地素时尚/歌力思 2020 去年电商销售占比分别 14%/13%，较 2019 年分别提升 1.5/8.0PCTs。

图表 38：2015-2020 年实物商品网上零售额占社零总额比重（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 39：大众服饰+中高端服饰板块重点公司线上收入占比（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

电商成为品宣、推新、会员维护的战略新渠道。除了作为重要的销售渠道之外，电商也成为品宣、推新、会员维护的战略新渠道，KOL 宣传、社交媒体软文推广、抖音及小红书等平台运营营销等互联网内容式营销逐渐常态化。如地素时尚：公司电商渠道疫情前主要用于去化库存，疫情下公司调整战略，向新品发布、品牌建设等功能转变，在线

上发布新品的同时进行全域营销、明星定制同款、事件引爆，带来品牌的高度曝光，助力品牌影响力和品牌形象建设。

■ **渠道端趋势二：线下 DTC 模式受到关注，门店的运营思路由量转质转变。**

渠道运营思路由“量”向“质”转变，疫情催化门店调整进程。在《行业专题：DTC 模式缘何而来，影响几何？》中我们说到，在当前新的渠道存量市场竞争中，行业品牌商的渠道拓展需求已经由传统的“野蛮跑马圈地式扩张”模式向“精细化高质量运营”转变。我们认为，行业线下渠道疫情之前已进入门店结构调整期，疫情期间线下终端受冲击相对严重，品牌公司（尤其是大众服饰板块）趁势加速调整节奏：1）关闭低效小店、新开优质大店，以此达成渠道的升级置换。2）借助数字化工具赋能运营提质增效，如运营端大数据协助精准描绘用户画像，科技赋能线下门店智能决策、减负提效。

新的渠道拓展需求下 DTC 模式或成行业趋势之一。在由“量”转“质”的拓展需求下，DTC 模式全层面优势突出：1）产品层面，直触终端使得公司能够迅速、深入的洞察市场，精准把握消费者偏好以改善产品。2）品牌层面，DTC 使得品牌商能够直接触达消费者，便于品牌形象的建立和提升。3）渠道层面，直营模式使得服饰公司能够规范化升级门店形象、达成高效管控运营。因其种种优势，DTC 模式在新的市场竞争形势与拓展需求下受到关注，品牌公司直营渠道数量占比呈提升趋势，同时合理布局奥莱渠道以高效去化库存。

图表 40: 2019-2021 年大众服饰板块重点公司门店数量期末余额及环比变动 (家)

公司及品牌名称	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31
太平鸟	直营	1633	1619	1578	1517	1554
		-	-14	-41	-61	+37
	加盟及联营	2863	2828	2722	2867	3062
		-	-35	-106	+145	+195
海澜之家 (主品牌)	直营	357	384	393	432	486
		-	+27	+9	+39	+54
	加盟及联营	5241	5218	5183	5104	5057
		-	-23	-35	-79	-47
森马服饰 (主业)	直营	907	-	745	-	681
		-	-	-162	-	-64
	加盟及联营	8649	-	8089	-	8044
		-	-	-560	-	-45

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

■ **渠道端趋势三：融合融通成为重点，由渠道思维向流量思维转换，全网打造新零售新模式。**

随着互联信息和产品实物、线上和线下渠道的联系变得愈发紧密，全网融合一体的新零售模式正在成为渠道端大势所趋的方向。我们认为新零售的特征主要在于：

- **新的运营思维：以流量为主导的运营思维。**我们认为其中服装消费场景经历疫情一役发生结构性重构。随着电商平台以多种多样的形式发挥作用，品牌商的运营思维发生转变，由纯交易的渠道思维变为以内容为核心的流量思维，如当下火热的“直播带货”的销售形式，消费的产生路径正由“人找货”向“货找人”转变。
- **新的平台：打造小程序、官网等自有平台，进驻抖音等新兴平台。**电商渠道方面，

1) 业内品牌商继续夯实传统电商平台天猫、京东基础，积极以淘系店播、小视频等方式丰富渠道的同时，拓展布局抖音、小红书等新兴渠道，打造全网覆盖的新零售。2) 强调自有平台的建设，譬如品牌官网、小程序、APP等。

图表 41: 行业代表公司新零售模式

公司	新零售模式
森马服饰	建立微商城，同时利用小程序打造云店，实现离店销售
太平鸟	创立“乌塔”APP，建立微商城
地素时尚	一店一商城、微商城
安踏体育	官方商城（微商城），店员拥有专属二维码
滔搏	滔搏APP、官方微商城、小程序（单店运营逻辑）

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **新的渠道管理：线上+线下融合融通，强调关注私域流量。**全渠道融通包括 O2O、线上及线下产品的融合、渠道库存的打通与调配、经营数据及会员数据的融通等等。在全渠道融合的过程中，社群私域流量重要性愈发凸显，如何维持和消费者的联系、加强社群营销、实现流量转化与销售闭环成为公司重点关注的路径。

供应链：柔化加速，由“被动快速响应”向“主动前置预判”转变

短期来看，疫情带来的终端不确定性对供应链柔性提出要求。2020 年对服装公司供应链带来了较大的挑战，在疫情影响下，终端销售情况具备不确定性，供应链需要随时根据销售端变化进行调整。具体到订单层面，需要应对品牌商的订单调整，以及订单的规模，频率方面的变化。

中长期来看，渠道零售端融合倒逼行业供应链柔化加速。头部品牌公司凭借前期供应链的经验打造及后续积极革新，终端消费者数据反馈到产品设计端（C2M），并依赖快反供应链对爆款商品及时补货以把握市场需求，自根本之处提升运营健康及有效程度。

- **大众服饰板块尤为明显。**大众服饰板块品牌消费者粘性较低，公司依赖供应链打造核心竞争优势地位，疫情运营压力下供应链柔化重要性进一步凸显。据我们追踪，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，后续产品依赖快单。目前波司登品牌经销商首单比例已经下降到 30%左右；森马服饰快反比例持续提升。

对消费端的精准把控和预判或成供应链未来方向。供应链柔性当前表现将终端消费数据及时反馈到设计部门和生产部门，以快速追赶市场需求，体现在订单层面，是指期货比例的减少、快单补单比例的增加。展望未来，我们认为除凭借供应链速度被动响应需求之外，主动把控和与预判消费端需求进行产品设计成为重要发展方向。以太平鸟为例，当前公司对于柔性供应链的打造经验丰富并已取得卓越的成果，进一步积极探索应用大数据、人工智能等技术手段精准把控预判消费者需求，以市场趋势、消费者洞察、销售数据等为指引，提高商品开发精准度。

重点投资标的：比音勒芬、地素时尚、波司登、森马、太平鸟

我们从品牌服饰板块产品、渠道、供应链层面运营趋势与投资逻辑出发，推荐产品创新迭代、渠道体系优化、供应链实力强劲的优质服饰标的：

从行业产品层面的变迁出发，我们推荐品牌力卓越、随消费升级水涨船高的中高端服

饰板块，以及强调产品创新、边际改善的大众服饰标的。1) 中高端板块中，我们推荐：优质产品创新迭代打造优质国牌的【比音勒芬】、产品调性独特稳定的【地素时尚】。2) 大众服饰板块中，我们推荐：重塑升级的羽绒服国牌龙头【波司登】；我们提醒关注：注重时尚化转型的【太平鸟】，产品革新年轻化的【森马服饰】。

从渠道及供应链层面出发，疫情催化渠道变革，渠道融合成为整体趋势方向的同时倒逼供应链柔化加速，我们推荐渠道变革效果佳、供应链实力强劲的服饰品牌标的，提醒关注提前布局新零售配置、供应链卓越的【太平鸟】。

➤ 比音勒芬：国货崛起，业绩靓丽，未来可期

公司定位运动时尚细分市场，终端表现优异。2020年收入/业绩增长跑赢行业。2020全年公司收入/业绩分别+6.1%/+17.9%至19.4/4.8亿元。2021Q1加速增长，收入/业绩增长45%/55%。中长期来看随着品牌力强化，毛利率有望稳中有升。

产品营销多点布局，强化国产运动时尚高端品牌力。产品端：设计和技术持续创新，2021春季新品“始·续”系列、创新Outlast（空调纤维）系列推动销售。营销端：高度曝光、多点布局，与国家高尔夫球队再续八年之约，强化专业属性。

公司布局新零售线上高增长，线下渠道优质延展。量价拆分来看：店数方面，公司掌握特色布局渠道优势并持续外延扩张，2020年门店净增加85家（直营+45家/加盟+40家）至979家（直营486家/加盟493家）。我们预计2021~2022年每年净增加150家左右，重点布局社区店、下沉三四线城市。店效方面，随着品牌力持续强化、渠道运营提效，门店盈利能力有望稳健提升。

投资建议：公司定位运动时尚细分市场，终端表现优异。我们预计疫情对公司造成短期冲击，长期看伴随渠道扩张及运营效率提高，业绩有望实现快速增长。我们维持公司盈利预测，预计2021~2023年归母净利润6.1/7.5/8.9亿元，对应2021年PE为19.1倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续超预期；宏观经济疲软；威尼斯品牌孵化不达预期；运动休闲消费市场景气度回落。

图表 42：比音勒芬盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,826	1,938	2,409	2,930	3,475
YOY（%）	23.7	6.1	24.3	21.6	18.6
归母净利润（百万元）	407	479	605	749	892
YOY（%）	39.1	17.9	26.3	23.7	19.1
EPS（摊薄/元）	0.76	0.90	1.13	1.40	1.67
净资产收益率（%）	20.8	20.5	20.5	20.3	19.4
P/E（倍）	28.4	24.0	19.1	15.4	12.9
P/B（倍）	5.8	5.0	4.2	3.4	2.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

➤ 地素时尚：运营稳健，质地优异

公司作为中国中高端女装的领军企业，盈利能力及运营能力均处行业领先水平，且分红丰厚。2020全年收入/业绩同增8%/1%，不考虑会计准则变更影响，2020年全年收入基本和2019年持平。2021Q1全面恢复佳，收入/业绩同增61.1%/60.1%，不考虑会

会计准则影响，对比 2019 年公司收入增速为中个位数。

DA 品牌稳健，DZ 品牌未来潜力较高，RA 仍处于孵化阶段。公司品牌定位清晰、VIP 粘性高，产品秉持独特调性并持续迭出新，如 2021 年 DA 品牌推出哆啦 A 梦联名系列。收入端，DA 品牌销售稳健，DZ 品牌成长潜力较大。2020 全年 DA/DM/DZ/RA 收入分别 +8.2%/+9.7%/+6.3%/+53%，2021Q1 对比 2019 年 Q1 分别 +16.4%/0.6%/7.5%/76.3%。

分渠道来看，2020 年公司直营/经销/电商渠道营收同比+11%/+1%/+20%，2021Q1 对比 2019 年同期+11%/-9%/+31%。电商在疫情影响下引领业务，公司调整电商战略由去化库存向品牌建设转变，新品发布带来高度曝光。线下随着客流恢复、运营质量提升，终端表现持续改善，直营门店以增效为主要工作，截至 2021 年 Q1 直营门店数量为 360 家，经销渠道门店数量为 785 家。

投资建议：公司经营节奏保持平稳，展望 2021 年，运营改善推动高质量增长。我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 7.3/8.5/9.7 亿元，对应 21 年 PE 为 13.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不景气及新冠疫情影响超预期导致消费疲软；新品牌培育不及预期；供应商变动带来相应风险。

图表 43: 地素时尚盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,378	2,564	2,993	3,468	3,932
YOY (%)	13.2	7.8	16.7	15.9	13.4
归母净利润 (百万元)	624	630	733	846	966
YOY (%)	8.8	0.9	16.3	15.5	14.1
EPS (摊薄/元)	1.30	1.31	1.52	1.76	2.01
净资产收益率 (%)	18.9	18.3	17.6	16.9	16.1
P/E (倍)	15.5	15.4	13.2	11.4	10.0
P/B (倍)	3.1	3.0	2.7	2.5	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➤ 波司登: 羽绒服龙头重塑升级, 品牌势能提升拉动业绩

公司是国民羽绒服第一品牌，品牌势能提升拉动业绩高增长。FY20/21H1 公司收入/归母净利润分别同增 5.1%/41.8%，公司公告预期全年收入/业绩增长 10%-15%/约 40%。产品结构优化+主品牌销售单价提升带动毛利率提升。

全方面转型升级颇有成效。1) 品牌端，以波司登品牌的重塑升级引领全局方向，战略性削减业务支线，聚焦羽绒服主业及主品牌波司登。产品端定位向上提升，渠道端升级优化，营销端全力打造“时尚+专业”的国民羽绒服品牌形象。2) 供应链端，优质快反+智能物流强化供应链优势。

投资建议：品牌矩阵分工明确并形成协同，波司登品牌势能+市场需求带来提价空间；我们认为过去线下渠道梳理到位，目前处于红利释放周期。我们预计 FY2021~2023 归母净利润 17.0/21.6/27.0 亿元，对应 FY2021PE 为 22.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期，宏观经济疲软；冷暖冬影响终端销售情况；主品牌表现不达预期。

图表 44: 波司登盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10383	12,191	14,055	16,820	19,862
YOY (%)	16.9	17.4	15.3	19.7	18.1
归母净利润 (百万元)	981.3	1,203	1,699	2,161	2,701
YOY (%)	59.4	22.6	41.2	27.2	25
EPS (摊薄/元)	0.09	0.11	0.16	0.20	0.25
净资产收益率 (%)	9.9	11.5	14.9	16.8	18.2
P/E (倍)	38.6	31.5	22.1	17.3	13.9
P/B (倍)	3.7	3.0	3.2	2.9	2.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➤ 森马服饰: 童装龙头地位稳固, 休闲装恢复

公司 2020 年业绩符合预期, 2021Q1 收入/业绩同比增长 20.9%/大幅增长, 公告预计 2021H1 归母净利润 5.8~7.2 亿元, 我们估算可比口径下: 较 2020H1 预计增长 51%~88%, 较 2019H1 预计下滑 14%~下滑 31%,

休闲装业务革新进行时, 终端处于恢复过程中。休闲装 2021Q1 收入较 2020Q1/2019Q1 分别增长 50%/下滑 25%左右。随着公司升级渠道形象、加强全域零售运营, 同时从科技、功能入手焕新产品体验, 我们判断品牌力及管理效率提升将贡献坪效增长。

童装龙头地位稳固, 恢复加速。巴拉巴拉童装业务产品品质升级、风格拓展拉动销售, 收入较 2020Q1/2019Q1 分别增长 50%+/约 20%, 其中电商较 2020Q1/2019Q1 分别增长 50%+/约 60%。

公司调整优化运营思路下, 我们判断 **2021 全年童装/休闲装流水同比均有望双位数增长**。综合我们估算, 可比口径下全年主业收入/业绩表现有望恢复至接近 2019 年水平。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 16.2/19.2/22.7 亿元, 对应 2021 年 PE 为 19.9 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响超预期; 森马品牌业务改革不及预期; 渠道扩张不及预期; 海外业务拓展不及预期。

图表 45: 森马服饰盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	19,337	15,205	16,553	18,937	21,635
YOY (%)	23.0	-21.4	8.9	14.4	14.2
归母净利润 (百万元)	1,549	806	1,622	1,917	2,268
YOY (%)	-8.5	-48	101.3	18.2	18.3
EPS (摊薄/元)	0.57	0.30	0.60	0.71	0.84
净资产收益率 (%)	13.0	6.9	12.9	14.1	15.2
P/E (倍)	21.0	40.1	19.9	16.8	14.3
P/B (倍)	2.9	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➤ 太平鸟：品牌及产品重构，供应链强势升级

公司主品牌重塑效果彰显，供应链实力升级助力腾飞。2020年基本面表现优秀，收入/业绩分别同增18.4%/29.2%。2021Q1收入较2020Q1/2019Q1增长约80%/50%（可比口径），业绩较2019Q1增长135%。

PB 女装表现优异。公司品牌转型成效佳，产品端注重时尚新锐设计，去年推出火影忍者、洛天依、飞跃等联名50余款，持续带动终端销售，2021Q1各品牌再创亮眼表现，PB女装/PB男装/乐町/MP销售分别11.0/7.9/3.6/3.2亿元，同比增长120.4%/77.2%/83.0%/76.1%。

电商渠道高增长持续。1) 2021Q1电商在高基数下仍同增50%+，新兴直播、云店等成为线上增长第二曲线。2) 2021Q1线下持续恢复，据我们估算可比口径下同增约100%/较2019Q1增长约40%。其中直营/加盟分别同增约65%/305%，加盟恢复迅速主要系发货恢复叠加次新店贡献。中长期来看我们判断，品牌力持续走高、渠道及流量结构优化将持续驱动店铺质量提升。

投资建议：公司以“聚焦时尚、数据驱动、全网零售”为发展战略，围绕着品牌时尚化+年轻化转型，产品端精进快反、多样IP推陈出新，渠道端优化升级、打造全网新零售。预计公司2021~2023年归母净利润分别为9.8/11.9/14.2亿元，对应2021年PE为25.4倍，维持评级为“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期及终端零售景气度下滑风险；多品牌业务改革开展不及预期风险；渠道扩张速度不及预期风险。

图表 46：太平鸟盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,928	9,387	11,179	13,331	15,614
YOY（%）	2.8	18.4	19.1	19.3	17.1
归母净利润（百万元）	552	713	983	1,192	1,423
YOY（%）	-3.5	29.2	38.0	21.2	19.5
EPS（摊薄/元）	1.16	1.50	2.06	2.50	2.99
净资产收益率（%）	15.4	18.1	19.9	20.4	20.4
P/E（倍）	45.1	34.9	25.4	20.9	17.5
P/B（倍）	6.5	5.9	5.1	4.3	3.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

家纺

基本面回顾：需求复苏+内生动力夯实，收入/业绩表现改善

2021Q1以来板块表现改善。2021年Q1家纺板块整体营收同比+41%，较2019年同期+12.2%，板块已经驶入增长轨道，归母净利润在板块内强势个股的增长带动下，同比+77%，表现优于收入增速，同2019年同期相比+8.4%。从盈利能力来看，板块内公司相较于2020年也均有提升。

图表 47: 家纺板块 2021Q1 营收/业绩表现 (%)

	营收增速		业绩增速	
	21Q1/20Q1	21Q1/19Q1	21Q1/20Q1	21Q1/19Q1
罗莱生活	47.7%	15.3%	156.2%	26.4%
富安娜	22.8%	20.3%	21.5%	14.3%
水星家纺	49.1%	19.4%	91.1%	4.4%
梦洁股份	38.7%	-9.3%	12.5%	-39.9%
合计	40.9%	12.2%	77.1%	8.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 家纺板块 2021Q1 盈利能力 (%)

	毛利率			净利率		
	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	43.9%	43.1%	42.4%	12.6%	8.0%	13.9%
富安娜	49.8%	54.0%	57.1%	15.5%	14.9%	14.8%
水星家纺	37.4%	37.5%	37.2%	12.6%	8.6%	11.0%
梦洁股份	38.4%	40.4%	40.1%	10.3%	8.4%	6.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们认为家纺板块重点公司 2021 上半年的复苏表现来源于外生市场需求复苏与公司内生增长动力持续奋力的合力。

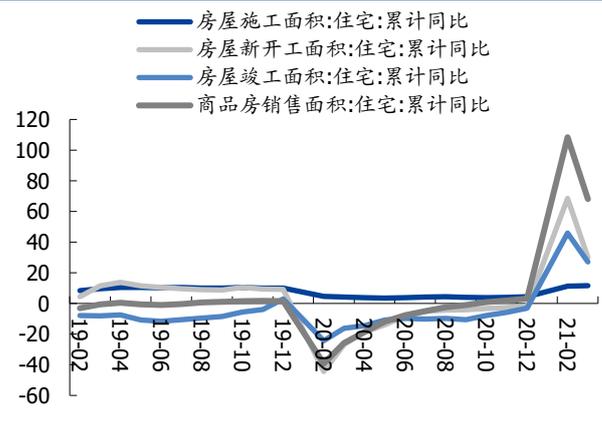
需求端: 进入 2021 年滞后的婚庆和地产需求迎来释放, 带动终端家纺产业向好。2020 年受疫情影响, 全国多地婚姻登记处长时间关闭, 同时线下餐饮娱乐歇业, 多种因素作用下, 我国结婚登记数量为 813.1 万对, 同比 2019 年下降 12.2%, 降幅创新高。进入 2021 年推迟的婚庆需求释放, 从而提振家纺行业。同时 2021 年地产销售回升, 带动下游客家纺行业需求回暖。2021 年 1-3 月住宅类商品房销售面积同比增长 68.1%, 较 2019 年增长 24.6%。

图表 49: 结婚登记及增速 (万对, %)



资料来源: 民政部, Wind, 国盛证券研究所

图表 50: 房地产施工/新开工/竣工/销售面积累计同比 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

供给端: 家纺产品作为品质消费的代名词, 品牌商着力于品牌形象的优化和产品设计质量的革新。疫情期间终端消费受限, 公司将重心投入到品牌和产品建设上, 取得丰硕成果, 带动个股公司迅速恢复。

➤ **罗莱生活:** 2018 年公司紧密结合消费者对于品牌和品质的要求, 确定了罗莱“超柔

床品”的品牌定位，并制定了家纺面料的柔软标准等级，率先在行业内实现“柔软”指标的数据化和可视化，同时公司通过持续的研发创新构建和加固竞争壁垒，将最新科技应用于产品以落实“超柔”品牌战略。2020年罗莱品牌开启优势产业地计划，在全球范围内采集最优质的材料和印染工艺，为了达到更加柔软的全棉手感，罗莱高价位全棉面料将部分在西班牙和意大利进行织造和印染。

- **富安娜：**2020年公司以创新的绣花设计手法，时尚的绣线色彩搭配及高精度数码还原绣花图案，打造新国绣系列新品，这种全系列创新给市场带来新的艺术体验冲击，为后续销售端业绩提升打下基础。

图表 51: 罗莱“粹”系列



资料来源：品牌微博，国盛证券研究所

图表 52: 富安娜国绣设计系列



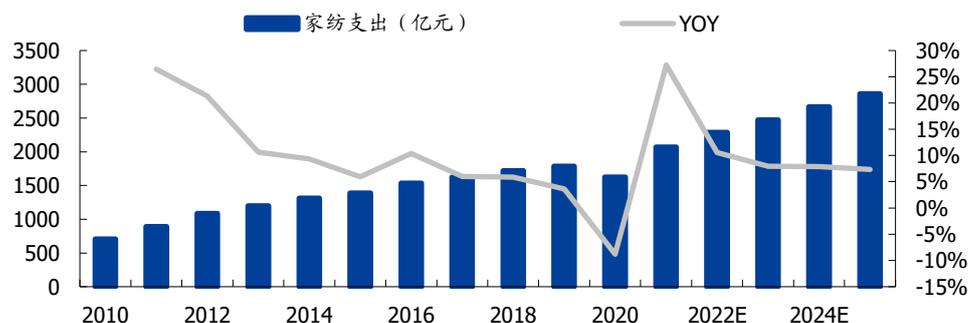
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

未来展望：短期需求复苏态势延续，长期品牌形象打造成焦点

短期：全年来看家纺板块2021年在同比低基数、终端补库存及婚庆等刚需下有望实现新的增长，我们判断婚庆和地产复苏的态势将继续延续从而带动市场需求高涨，供给端产品的优化升级持续，同时不同公司针对自身的品牌形象进行差异化和精细化渠道布局的效果已显现：根据我们跟踪罗莱生活2020全年线上收入实现14.2亿元，同比增长26.34%，占比29%；富安娜2020年电商渠道的销售收入占公司营业收入39.49%，收入同比增长12.61%，年内公司分四次对电商平台全系列产品提升价格带。

长期：我们判断整体的消费升级有望带动我国家纺市场规模进一步走高，根据彭博所载的行业数据库显示，2020年我国消费者家纺支出为1626.08亿元人民币，同比下降8.8%，2021年预计增长27.2%达到2069.11亿元人民币，2021-2025CAGR为8.4%，相比过去5年有所提升。

图表 53: 消费者家纺支出 (亿元, %)



资料来源：彭博行业数据库，国盛证券研究所

在整体市场规模走高的背景下，受限于家纺产品品类的同质化，我们认为长期公司之间的竞争将聚焦品牌力提升，并通过优秀的品牌形象影响消费者心智，从而带动市场份额的巩固乃至提升，在这个过程中，龙头公司具有明显的优势：一方面龙头公司深耕市场多年，拥有着丰富的渠道和营销资源，在家纺品类注重实际线下体验的特点下，龙头公司必将更强；另一方面品牌形象的打造离不开“大单品”的推出，而龙头公司在长期的研发积淀中拥有的强劲实力、资金和供应链资源必将使其顺利的将产品优势转化为品牌优势，再将品牌优势体现于产品优势。后疫情时代下，强者更强下，供应链、渠道、人才、资金等资源都会加速向更具号召力、特点更为鲜明的优势龙头企业和品牌集中，行业集中度进一步提升。

重点投资标的：罗莱生活

➤ 罗莱生活：组织优化，稳健增长

公司推动渠道变革和组织架构调整，罗莱和 LOVO 双品牌差异化形象明晰，叠加电商成发力重点，公司有望进入新的增长阶段。18 年公司对罗莱和 LOVO 线上运营进行拆分，19 年着手组织架构变革，将纵向“事业部”转为横向“前中后台”以提升效率，目前我们判断均已到位。主品牌罗莱定位中高端，2021 签约易烱千玺推进品牌年轻化，目前收入结构以线下渠道为主，线上处于快速发力期；LOVO 追求极致性价比，收入主要依靠线上。2020 全年线上收入 14.2 亿元，同比增长 26.34%，占比 29%；我们判断 2021Q1 线上收入增速超 50%，罗莱增速高于 LOVO。

投资建议：家纺行业龙头，坚持变革，中短期随着 LOVO/罗莱双品牌影响力和渠道效率进一步提升，以及家居业务快速拓展，收入业绩有望重回增长轨道。我们预计公司 2021E-2023E 年归母净利润分别为 7.2/8.7/10.2 亿元，增速为 23.6%/19.8%/17.4%，现价 14.14 元，对应 21 年 PE 为 16.5 倍。目标市值 155 亿，对应 21 年 PE 为 22 倍，给予“买入”评级。

风险提示：终端销售增长不及预期；海外疫情持续时间超过预期；人民币汇率带来业绩波动。

图表 54：罗莱生活盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,860	4,911	5,641	6,541	7,488
增长率 YoY(%)	1.0	1.0	14.9	16.0	14.5
净利润(百万元)	546	585	723	867	1,018
增长率 YoY(%)	2.2	7.1	23.6	19.8	17.4
EPS(元)	0.66	0.71	0.87	1.05	1.23
净资产收益率(%)	13.4	13.7	16.3	17.5	18.3
P/E(倍)	21.9	20.4	16.5	13.8	11.7
P/B(倍)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

珠宝首饰

基本面回顾：重点标的表现突出

珠宝首饰板块个股表现差异较大，周大生和老凤祥作为我们研究的重点公司，在整体的恢复态势下，表现突出。2021Q1周大生实现营收/归母净利润11.6/2.4亿元，同比增长70%/134%，较2019年增长5.4%/21%；老凤祥实现营收/归母净利润172/6.5亿元，同比增长19%/75%，较2019年增长14.6%/73.5%。其中周大生2021Q1毛利率40.4%，净利率20.3%均领先行业。

图表 55: 珠宝首饰板块 2021Q1 营收/业绩表现 (%)

	营收增速		业绩增速	
	21Q1/20Q1	21Q1/19Q1	21Q1/20Q1	21Q1/19Q1
潮宏基	82.6%	17.1%	562.5%	19.6%
周大生	70.7%	5.4%	133.8%	21.3%
曼卡龙	161.1%	-	268.6%	-
老凤祥	18.7%	14.6%	74.5%	73.5%
中国黄金	105.1%	-	325.8%	-
明牌珠宝	37.9%	-14.3%	230.6%	-36.8%
金一文化	10.2%	-61.6%	-82.3%	-375.3%
萃华珠宝	-11.0%	-7.6%	-41.2%	-13.2%
爱迪尔	8.4%	-31.6%	23.0%	-6.8%
合计	44.2%	62.9%	237.2%	49.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

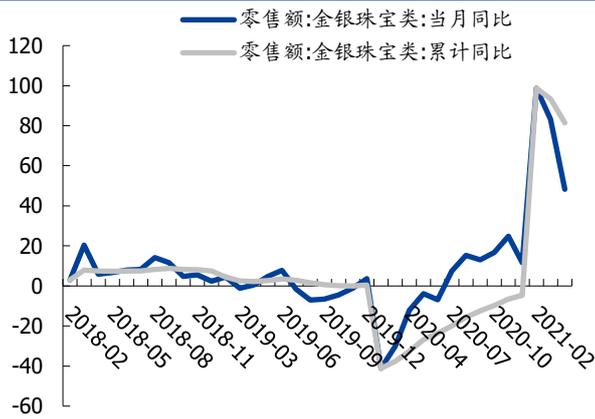
图表 56: 珠宝首饰板块 2021Q1 盈利能力 (%)

	毛利率			净利率		
	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1
潮宏基	38.7%	36.9%	36.0%	9.2%	-3.7%	9.4%
周大生	37.4%	43.3%	40.4%	17.7%	14.8%	20.3%
曼卡龙	-	25.2%	19.5%	-	4.6%	6.5%
老凤祥	7.5%	8.2%	7.6%	2.5%	2.6%	3.8%
中国黄金	-	4.4%	2.4%	-	-1.4%	1.6%
明牌珠宝	10.8%	10.5%	11.7%	3.4%	1.1%	2.5%
金一文化	9.9%	15.5%	12.6%	1.5%	-6.3%	-10.5%
萃华珠宝	12.3%	14.6%	11.4%	2.4%	3.5%	2.3%
爱迪尔	23.6%	28.7%	18.6%	4.4%	5.3%	6.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

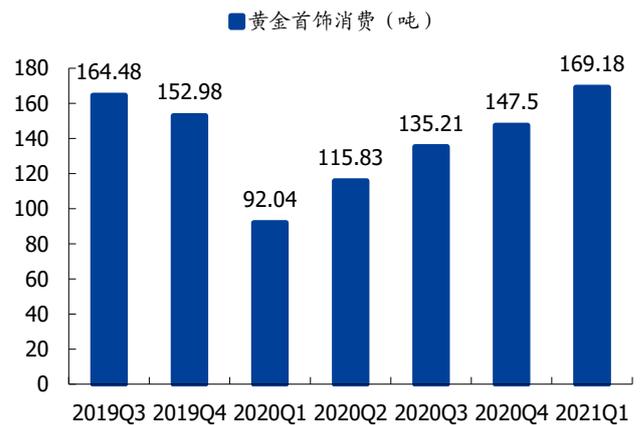
根据国家统计局数据显示，2021年1-2月/3月/4月金银珠宝类零售数据同比增长98.7%/83.2%/48.3%，较2019年增长约7.9%/18.8%/19.7%，Q1黄金首饰消费169.18吨，同比增长83.81%。我们判断行业性的消费复苏主要得益于：1) 黄金价格的回调带动终端黄金首饰价格回落刺激消费者需求；2) 疫情期间被抑制的送礼、婚庆需求在日渐宽松的疫情防控环境下逐步释放。

图表 57: 金银珠宝类社零 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 黄金首饰消费量 (吨)



资料来源: 中国黄金协会, 国盛证券研究所

金价自 2020 年 8 月以来震荡回调。2020 年受国际形势动荡、全球经济增速、疫情持续蔓延影响, 黄金价格走高, Au9999 最高上涨幅度超 30%, 后随着疫苗研发疫情逐步得到控制, 社会悲观预期淡去, 年末 Au9999 收盘价相较年初上涨约 14%, 涨幅相较最高点回落。2021 年 Q1 以来, 全球经济恢复进一步明朗, 金价延续回调态势。4 月份以来, 海外部分地区疫情反复, 美元走势疲软, 金价相比 Q1 有所回升。

图表 59: Au9999 价格走势 (元/克)



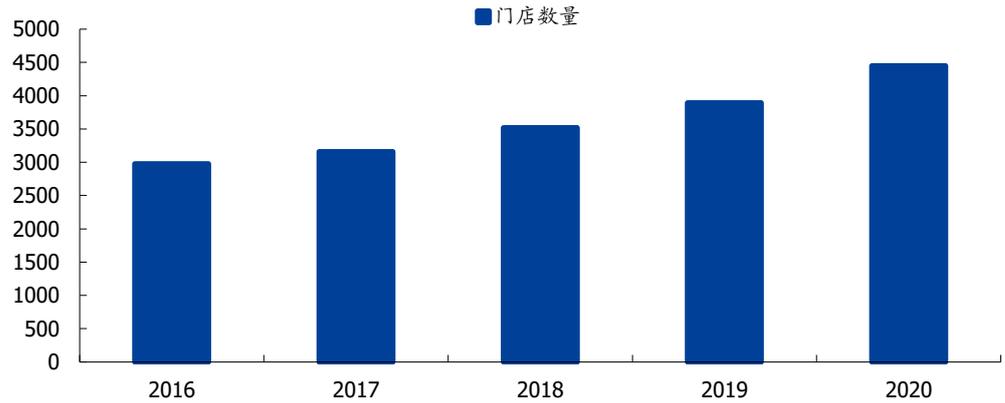
资料来源: 上海黄金交易所, 国盛证券研究所

未来展望: 短期黄金产品受宠, 差异化渠道布局为营收增长关键

短期: 我们认为黄金珠宝行业的恢复态势已经显现, 然而在具体复苏乃至增长过程中, 我们发现不同公司因自身产品的差异性已经采取不一样的打法与策略。

- **老凤祥:** 公司专注黄金, 整体价格较高, 疫情期间的逆势开店保障了收入的稳定增长。截止 2020 年公司门店净增 557 家至 4450 家, 其中自营银楼 180 家, 连锁加盟店 4270 家, 门店拓展较 2019 提速, 全年来看大量优质门店出现, 公司作为珠宝行业龙头, 资源有望进一步集中, 根据公司疫情期间的门店布局状态, 我们判断 2021 年预计新增门店 200+。产品方面, 黄金产品凭借保值抗风险的特性, 在疫情后已经成为了首饰中的热门之选, 因此我们判断 2021 年公司将在良好的市场机遇下, 有望进一步加大黄金产品的研发和推广力度, 根据我们跟踪, 2021Q1 公司已经签约气质明星陈数来对老凤祥的品牌形象进行焕新升级。

图表 60: 老凤祥门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **周大生: 渠道方面**, 由于公司主营镶嵌珠宝, 重视产品设计, 镶嵌珠宝的定价因材料和工艺的不同存在较大波动区间, 因此在疫情期间公司针对一些低价高毛利产品进行电商直播带货, 表现较好, 2020年公司电商业务营收翻番达9.7亿元, 占比提升10PCTs至19%。2021Q1公司顺应各大电商平台对于直播业务的优化梳理, 公司进一步明确发展方向, 根据我们跟踪目前电商业务的明确的发展规划已经确立, 全年来看电商业务有望保持良好的增长态势。**产品方面**, 2021年公司将通过供应商的整合、产品矩阵的有序规划和营销推广提升黄金产品占比, 尤其是古法黄金、3D硬金等优质黄金产品。

长期: 随着居民收入增长带来消费升级, 黄金珠宝作为具有明确展示属性的消费品未来板块有望实现稳健的增长, 而在稳健增长的背后公司卓有成效的产品研发和市场推广策略将将成为关键。

重点投资标的: 老凤祥

- **老凤祥: 门店拓张, 品牌塑造, 2021 预计稳健增长**

公司疫情期间拓展门店, 抢占市场份额, 2020年公司门店净增557家至4450家, 其中自营银楼180家, 连锁加盟店4270家, 门店拓展较2019提速, 为全年与2021Q1营收恢复与增长助力。疫情导致大量优质门店出现, 公司作为珠宝行业龙头, 资源有望进一步集中, 2021年预计新增门店200+。

品牌塑造、深化双百行动, 2021 全年收入业绩稳健增长。根据国家统计局数据显示, 2021Q1限额以上金银珠宝类零售总额+93.4%, 较2019年同期+11%, 增长势头良好。全年婚庆、送礼等刚性需求释放助力行业向好, 公司渠道端优化与拓店同步开展, 同时围绕市场需求, 依靠强大的研发团队和生产基地, 加强产品开发, 2021年签约陈数向市场展示全新的“经典时尚”老凤祥形象, 我们判断2021年公司营收/归母净利润同比增长10%+。截至2020年底公司已完成7项“双百行动”改革任务, 启动推进2项, 持续推进的股权结构改革和逐步确立的职业经理人制度, 为公司建立市场化的激励和用人机制奠定基础, 长期内生增长动力将逐步释放。

投资建议: 黄金饰品消费属性逐渐增强, 公司作为业内龙头, 产品升级与渠道展店并行, 业绩增长稳定, 混改后股权结构清晰有望释放制度活力。我们预计2021-2023年预计公司归母净利润为17.8/19.9/22.9亿元, 现价60.15元, 对应2021年PE分别为17.2倍, 维持“买入”评级。

风险提示：金价波动带来影响；新冠疫情冲击消费；汇率波动影响；门店拓展不及预期

图表 61: 老凤祥盈利预测和估值 (单位: 人民币)

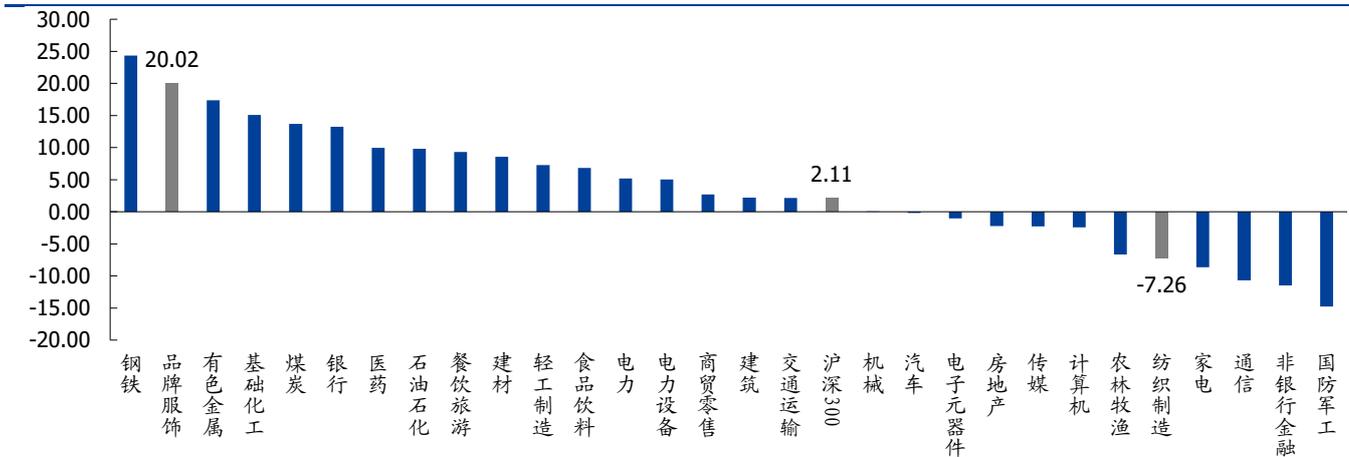
财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	49,629	51,722	58,417	65,476	72,972
增长率 YoY(%)	13.3	4.2	12.9	12.1	11.4
净利润(百万元)	1,408	1,586	1,778	1,985	2,290
增长率 YoY(%)	16.9	12.6	12.1	11.7	15.4
EPS(元)	2.69	3.03	3.40	3.79	4.38
净资产收益率(%)	21.9	22.0	19.7	18.6	18.1
P/E(倍)	21.8	19.3	17.2	15.4	13.4
P/B(倍)	4.4	3.8	3.1	2.7	2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

板块行情回顾

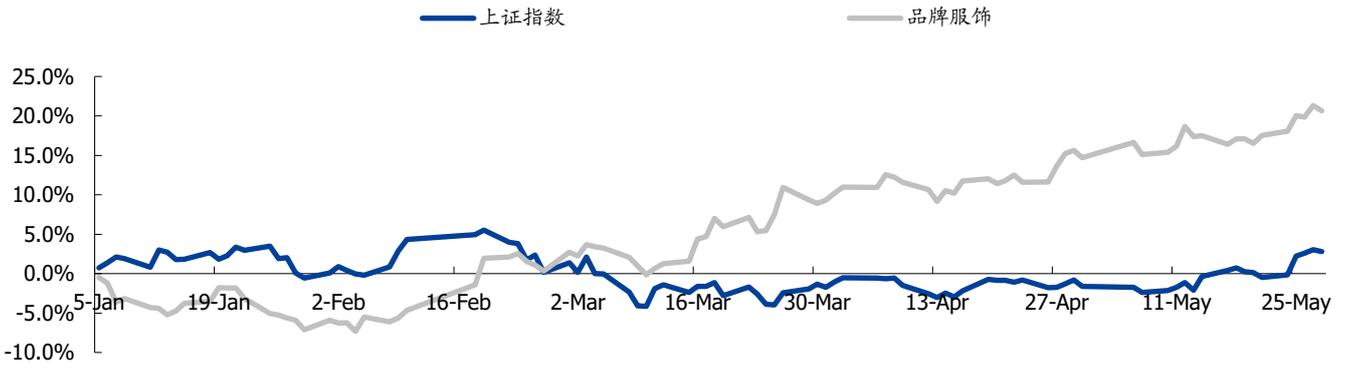
行业层面：回顾 2021 年开年以来市场表现，品牌服饰板块表现领跑大盘。1) 横向对比来看，截至 5 月 28 日品牌服饰板块和纺织制造板块分别累计上涨 20.0%/下跌 7.3%，同期沪深 300 指数上涨 2.1%。2) 纵向来看，2 月以来品牌服饰板块持续震荡上行，市场信心佳。

图表 62: 2021/01/01-2021/5/28 板块涨跌幅: 品牌服饰和纺织制造累计上涨 20.0%/下跌 7.3%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

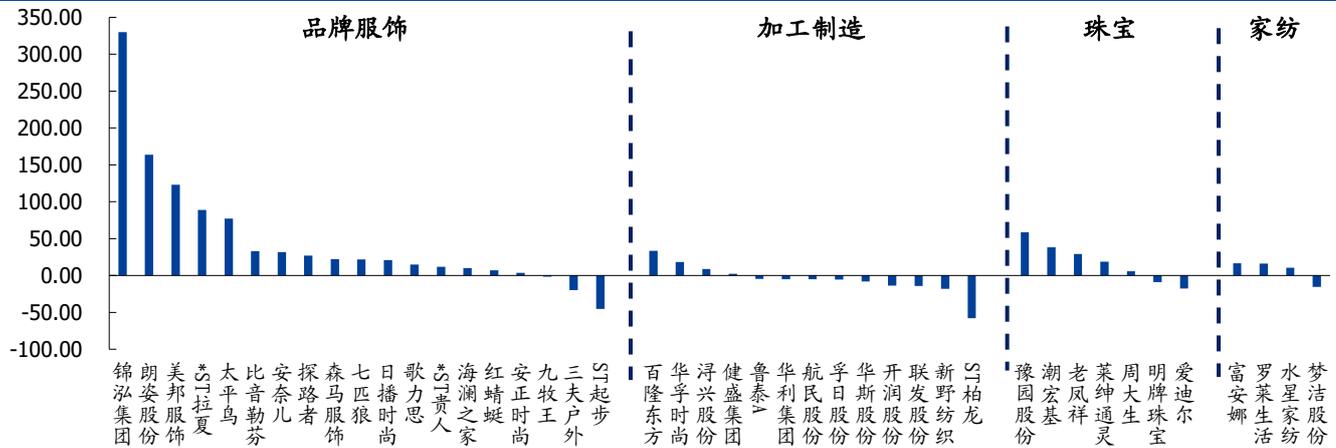
图表 63: 2021/01/05-2021/5/28 品牌服饰/上证指数较年初累计涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

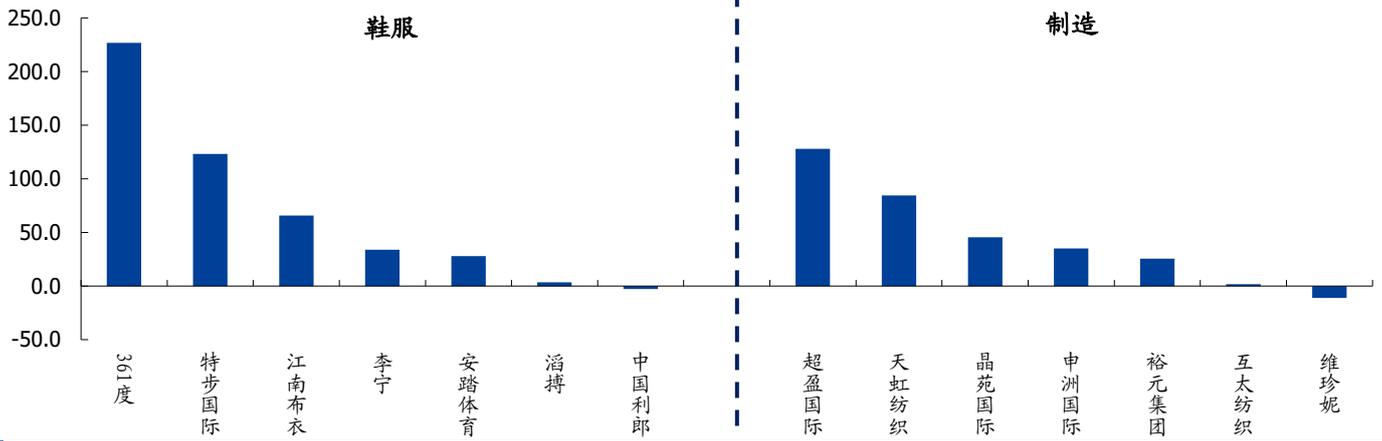
板块及公司层面：各细分行业、各品牌市场表现出现分化。整体来看，品牌服饰板块（包括H股、A股标的）市场表现较优，领跑公司股价增长表现突出；制造板块、珠宝板块增长势头稍弱，家纺板块整体表现稳健。

图表 64: 2021/01/01-2021/5/28 纺织服装 A 股板块公司涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 2021/01/01-2021/5/28 纺织服装 H 股板块公司涨跌幅 (%)

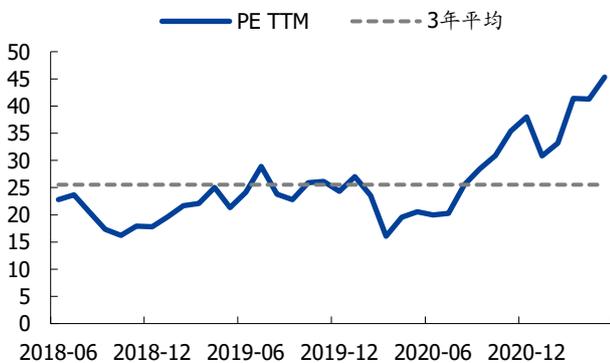


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

终端加速恢复, 各板块运营及业绩表现逐渐回归正常。考虑疫情对过去一段区间内的业绩水平带来较大负面影响, 影响 PE (TTM, 下同) 的中枢值。回顾服装与珠宝板块估值, 我们判断:

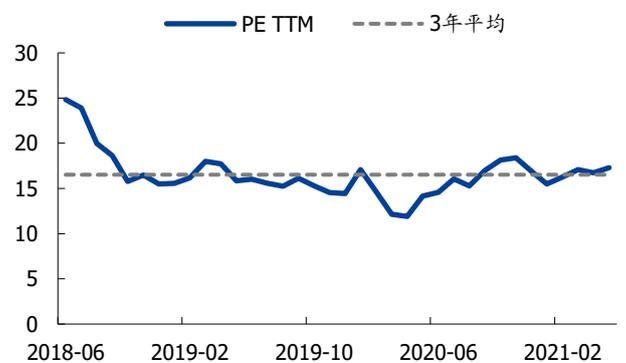
- 运动鞋服板块当前 PE 为 45.3 倍, 过往 3 年平均值为 25.5 倍, 目前处于历史高位。运动鞋服板块作为服饰板块中最先恢复的优质赛道, 市场对其景气度继续上行趋势有信心。
- 中高端服饰板块当前 PE 为 16.5 倍, 过往 3 年平均值为 17.3 倍, 目前处于历史中枢附近。中高端服饰运行稳健, 优质品牌领先行业。
- 大众服饰板块当前 PE 为 20.1 倍, 过往 3 年平均值为 17.1 倍, 目前处于历史中偏高位, 我们判断大众服饰业绩恢复略晚于运动鞋服、中高端服饰板块, 现在 PE 数值受过去一年业绩波动影响较大。
- 黄金珠宝板块当前 PE 为 20.8 倍, 过往 3 年平均值为 18.8 倍, 未来随着需求释放、终端消费恢复正常, 市场估值仍有望继续上行。

图表 66: 过往 3 年运动鞋服板块公司 PE (TTM, 倍)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

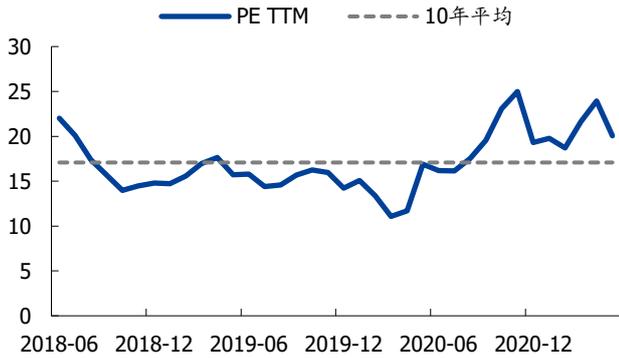
图表 67: 过往 3 年中高端服饰板块公司 PE (TTM, 倍)



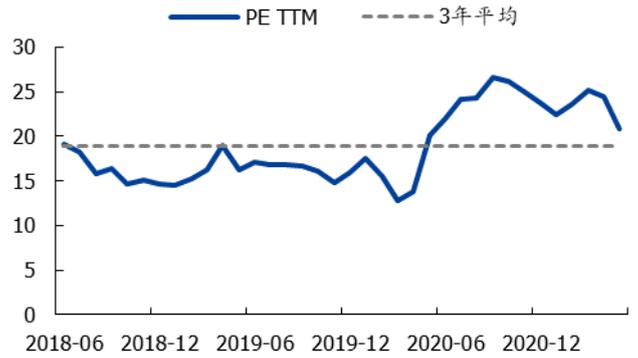
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 68: 过往 3 年大众服饰板块公司 PE (TTM, 倍)

图表 69: 过往 3 年黄金珠宝板块公司 PE (TTM, 倍)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议

疫情影响逐渐消弭, 服饰行业经历革新焕发生机, 我们持续看好品牌服饰投资机会, 自上而下看好高景气度的运动鞋服赛道, 推荐终端运营稳健的低估值标的:

- **推荐高景气、竞争格局佳的运动鞋服赛道:** 1) 居民生活习惯健康化+国家政策引导下, 国内运动鞋服渗透率当前仅 12%左右有望提升(全球平均水平 20%左右), 冰雪运动、女性运动等细分领域兴起给品牌带来新机会。2) 龙头公司产品 and 品牌端核心竞争力带来行业竞争格局长期稳定, 竞争格局佳, 推荐【安踏体育、特步国际、李宁、申洲国际】, 目前对应 21 年 PE 分别为 47/27/66/39 倍。
- **推荐运营改善的优质品牌服饰标的。** 我们认为, 长期来看优质标的产品力持续提升, 渠道端兼具外延扩张和在消费者维护下的内生增长动力。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 21 年 PE 分别为 13/19 倍; 推荐消费医疗双覆盖的大健康领军企业【稳健医疗】, 对应 21 年 PE 为 30 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 22 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。
- 推荐运营稳健、渠道下沉的珠宝龙头【老凤祥】, 对应 21 年 PE 为 17 倍。

图表 70: 重点公司估值表

	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)	评级	
		20A	21E	22E	20A	21E	22E			
运动鞋服	安踏体育	156.50	1.91	2.76	3.57	67.2	46.5	35.9	4230.71	买入
	李宁	71.40	0.68	0.89	1.12	86.0	66.1	52.3	1780.59	买入
	特步国际	8.53	0.20	0.26	0.31	35.8	26.7	22.8	223.65	买入
	滔搏	12.02	0.37	0.45	0.54	26.5	22.1	18.1	745.39	买入
中高端服饰	比音勒芬	21.57	0.90	1.13	1.40	24.1	19.1	15.4	117.20	买入
	地素时尚	20.12	1.31	1.52	1.76	15.4	13.2	11.4	96.82	买入
	歌力思	14.77	1.34	1.07	1.23	11.0	13.8	12.0	49.11	买入
	九牧王	11.19	0.64	-	-	17.4	-	-	64.30	-
大众服饰	波司登	4.23	0.11	0.16	0.20	31.1	22.1	17.3	456.79	买入
	海澜之家	7.07	0.41	0.68	0.76	17.1	10.4	9.3	305.40	增持
	太平鸟	52.30	1.50	2.06	2.50	35.0	25.4	20.9	249.33	买入
	森马服饰	11.97	0.30	0.60	0.71	40.1	19.9	16.8	322.90	买入
个护	稳健医疗	138.15	8.93	4.60	5.76	15.5	30.0	24.0	589.20	买入
制造	申洲国际	205.20	3.40	4.28	5.05	49.5	39.4	33.3	3084.61	买入
	华利集团	94.96	1.61	2.20	2.73	59.0	43.1	34.8	1108.18	买入
	健盛集团	8.20	-1.34	-	-	-	-	-	32.22	-
	开润股份	22.45	0.32	0.93	1.33	69.2	24.1	16.8	53.92	增持
珠宝	老凤祥	58.58	3.03	3.40	3.79	19.3	17.2	15.4	226.25	买入
	周大生	28.21	1.39	1.68	2.05	20.3	16.8	13.8	206.16	增持
家纺	罗莱生活	14.44	0.71	0.87	1.05	20.4	16.5	13.8	119.51	买入

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: A股收盘价截至2021年5月28日, H股收盘价截至2021年5月28日。

注: 安踏体育、李宁、申洲国际、滔搏、波司登股价及市值单位港元, 波司登、滔搏21A为20/21财年。

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