

纺织服装

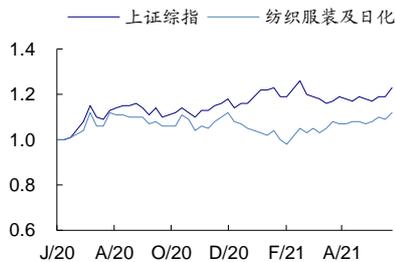
2021 年中期策略

超配

(维持评级)

2021 年 06 月 01 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《纺织服装 6 月投资策略: 行业景气度持续, 聚焦优质企业》——2021-05-31  
 《纺织服装双周报 202107 期: 行业景气度高, 布局绩优龙头》——2021-05-18  
 《纺织服装海外跟踪系列十一: AdidasQ1: 新疆棉事件影响见底, 全年指引上调》——2021-05-09  
 《纺织服装双周报 202106 期: 消费景气订单充足, 布局绩优龙头》——2021-05-07  
 《纺织服装 5 月投资策略: 行业供需两旺, 关注绩优龙头》——2021-05-05

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391  
 E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

行业投资策略

聚焦长青赛道, 布局优质企业

● 行情回顾: 疫后复苏、国潮涌起、订单回流

年初以来, A 股大盘震荡下行, 港股行情较为平稳, 美股和台股大盘有震荡上行; 纺服板块表现均在不同程度上好于大盘。多数重点关注公司股价上升明显, 表现出较好的超额收益。

● 运动板块: 行业景气度高, 国产崛起正在进行时

2020 年运动鞋服规模达 3150 亿元, CAGR5 13.5%, 且天花板高。行业龙头聚集, 20 年 CR5 高达 70.8%。行业呈现三大趋势, 趋势一: 国产通过功能性、国潮、收购走中高端路线, 崛起正在进行时; 趋势二: DTC 比例大大提升; 趋势三: 产品周期缩短, 快反增加, 打造柔性供应链。

● 代工板块: 承接产业链迁移, 龙头议价力提升

中国深度参与纺织服装产业链迁移的全球分工, 出口金额占世界的三成以上, 代工龙头迅速崛起。全球运动鞋服行业品牌头部效应明显, 龙头代工企业壁垒深厚, 头部集中趋势明显。从财务方面看, 代工龙头企业业绩增长快、确定性强、roe 高, 疫情之下业绩韧性强。

● 童装板块: 行业增长强劲, 市场份额向龙头集中

中国童装需求受二孩政策和消费升级推动, 近五年 CAGR 为 13.5%。中国童装的集中度低、提升快, 2019 年 CR5 分别为 11.5%, 近五年迅速提升 4.6%, 集中度远低于发达国家, 龙头品牌空间广阔。

● 重点公司: 多数企业业绩超预期, 基本面进一步加强

港股方面, 申洲国际 20 年收入利润逆势增长; 安踏体育主业转型顺利, 成长动力充足; 李宁 20 年业绩逆势扩张, 正循环有望持续。A 股方面, 森马业绩连续兑现, 重启成长; 稳健医疗业绩亮眼, 长期潜力有望释放。

● 风险提示

1. 疫情反复多次冲击; 2. 企业恶性竞争加剧; 3. 汇率与原材料价格波动。

● 投资建议: 聚焦长青赛道, 布局优质企业

中国纺织服装行业的消费市场与供应链均具有全球领先的吸引力, 竞争激烈但空间亦广阔, 我们持续看好品牌力、产品力领先, 经营效率与健康度领先的优质企业。港股重点推荐申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏、特步国际、波司登, A 股重点推荐森马服饰、稳健医疗。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
02313	申洲国际	买入	168.39	2538	4.29	5.07	39.2	33.2
02020	安踏体育	买入	128.42	3481	2.93	3.68	43.9	34.9
02331	李宁	买入	58.59	1465	0.95	1.23	61.7	47.6
06110	滔搏	买入	9.86	613	0.52	0.62	19.0	16.0
01368	特步国际	买入	7.00	184	0.26	0.31	27.0	22.8
03998	波司登	买入	3.47	376	0.18	0.21	19.7	16.8
002563	森马服饰	买入	11.97	323	0.62	0.72	19.2	16.7
300888	稳健医疗	买入	138.15	589	4.68	5.76	29.5	24.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 内容目录

<b>行情回顾：疫后复苏、国潮涌起、订单回流</b> .....	<b>5</b>
<b>运动板块：行业景气度高，国产替代正在进行时</b> .....	<b>7</b>
行业前景：中国市场前景广阔，竞争格局双超多强 .....	7
国内运动鞋服行业集中度高，龙头格局稳定 .....	11
趋势展望：产品、渠道和供应链升级，国产崛起正在进行时 .....	12
<b>代工板块：承接产业链迁移，代工龙头崛起</b> .....	<b>16</b>
纺织服装产业链百年迁移，中国深度参与全球分工 .....	16
龙头集中度长期稳步提升，核心制造商壁垒深厚 .....	19
行业格局：鞋类头部制造商数量少，历史悠久，合作年限长 .....	22
业务流程：制鞋流程复杂、制衣相对简单，垂直一体化程度不同 .....	23
财务分析：代工龙头增长快、确定性强，疫情下业绩韧性好 .....	24
<b>童装板块：增长强劲，市场份额向龙头集中</b> .....	<b>26</b>
上游产业链配套完整，下游受二胎政策和消费升级推动 .....	26
儿童鞋服为鞋服行业中增长最快的赛道之一 .....	26
童装童鞋行业龙头集中度快速提升 .....	27
品牌定位比较：巴拉巴拉布局大众市场，全棉时代定位品质健康生活 .....	29
<b>重点公司：多数公司业绩超预期，基本面进一步加强</b> .....	<b>32</b>
申洲国际：稳步前行，产能大年与需求复苏共振 .....	32
安踏体育：主业转型顺利，业绩超预期，成长动力充足 .....	32
李宁：业绩超预期，看好正循环持续 .....	33
特步国际：Q1 流水超预期，长期看好多品牌成长空间 .....	33
波司登：业绩超预期，品牌势能强劲 .....	34
滔搏：业绩超预期，看好低估值龙头增长潜力 .....	35
宝胜国际：Q1 业绩超预期，事件影响有所好转 .....	35
森马服饰：业绩连续兑现，库存优化重启成长 .....	36
稳健医疗：亮眼业绩助推未来品牌启航 .....	36
开润股份：看好后疫情恢复弹性，期待重回增长 .....	37
<b>投资建议：聚焦长青赛道，布局优质企业</b> .....	<b>37</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>40</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>40</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>40</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: A 股大盘与板块指数年中至今行情走势 .....	5
图 2: 港股大盘与板块指数年中至今行情走势 .....	5
图 3: 美股大盘与板块指数年中至今行情走势 .....	5
图 4: 台股大盘与板块指数年中至今行情走势 .....	5
图 5: A 股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数行情表现 .....	6
图 6: A 股重点上市公司行情表现 .....	6
图 7: 港股重点上市公司行情表现 .....	7
图 8: 美股/台股重点上市公司行情表现 .....	7
图 9: 国内运动鞋服行业市场规模和增速 .....	8
图 10: 国内运动鞋服占服装市场比例 .....	8
图 11: 2014 年后运动鞋服增速在所有服装子行业中最高 .....	8
图 12: 我国居民人均可支配收入快速上升 .....	9
图 13: 国家体育产业总规模 .....	9
图 14: 常规体育运动参与率 .....	10
图 15: 马拉松举办场次和参与人数逐年增加 .....	10
图 16: 运动鞋服零售量持续增加 .....	10
图 17: 运动鞋服平均售价持续增加 .....	10
图 18: 中美日人均运动鞋服消费 (美元) .....	11
图 19: 2018 年各国运动鞋服规模占服装行业比例 .....	11
图 20: 服装行业各子行业公司 CR5 对比 .....	12
图 21: 本土品牌定位、可行性和策略分析 .....	12
图 22: 李宁的专业跑鞋矩阵 .....	13
图 23: 安踏的 C202 GT 和 KT6 .....	13
图 24: 安踏借助冬奥契机推出的国旗款 .....	13
图 25: 李宁敦煌时装周和纽约时装周 .....	13
图 26: 安踏集团的第二、第三大增长曲线品牌均定位中高端 .....	14
图 27: 各运动品牌 DTC 比例呈快速上升趋势 .....	15
图 28: 安踏体育 2017 年产品设计、生产和上市周期 .....	16
图 29: 2015 年中国在全球制造业生产分工的分部情况 .....	17
图 30: 中国出口服装与纺织品占世界出口额的比例变化 .....	18
图 31: 全球与中国制造业生产分工深度的演变情况 .....	18
图 32: 全球与中国制造业生产分工各阶段占比的演变情况 .....	18
图 33: Adidas 制造商考核流程 .....	20
图 34: Adidas 准制造商数量 .....	20
图 35: Adidas 制造商首次拒绝率 .....	20
图 36: 考量因素与标准 .....	21
图 37: Adidas 工厂访问数量 .....	22
图 38: Adidas 工厂警告信和终止合作工厂数量 .....	22
图 39: Adidas 制造商评分分布 .....	22
图 40: Adidas 满足 4C/5C 标准的 Tier1 核心制造商占比 .....	22
图 41: 2020 年运动鞋代工头部上市公司市占率 .....	22
图 42: 2020 年运动服代工头部上市公司市占率 .....	22
图 43: 华利集团制鞋流程与运动鞋构造 .....	24
图 44: 垂直一体化制衣厂与普通制衣厂生产流程 .....	24
图 45: 2017-2020 运动鞋服代工龙头收入与变化 .....	25
图 46: 2017-2020 运动鞋服代工龙头归母净利润与变化 .....	25
图 47: 2017-2020 运动鞋服代工龙头毛利率情况 .....	25
图 48: 2017-2020 运动鞋服代工龙头净利率情况 .....	25
图 49: 2017-2020 运动鞋服代工龙头 ROE 情况 .....	25
图 50: 2017-2020 运动鞋服代工龙头人均净利润情况 .....	25
图 51: 2010-2019 年青少年人口数 .....	26
图 52: 2010-2019 年中国人均童装和童鞋消费预算 .....	26
图 53: 2006~2025E 中国童装市场规模与增速 .....	27
图 54: 2006~2025E 中国童鞋市场规模与增速 .....	27
图 55: 2008~2019 年世界及中美日鞋服行业各细分市场 CAGR .....	27
图 56: 2010-2019 年中美日童装前五大公司集中度比较 .....	28

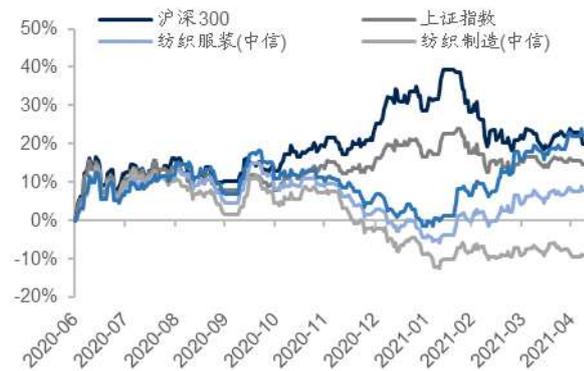
图 57: 2010-2019 年中美日童装前五大品牌集中度比较.....	28
图 58: 2010-2019 年中美日童装前十大公司集中度比较.....	28
图 59: 2010-2019 年中美日童装前十大品牌集中度比较.....	28
图 60: 2010-2019 年中美日童鞋前五大公司集中度比较.....	28
图 61: 2010-2019 年中美日前五大童鞋品牌集中度比较.....	28
图 62: 2010-2019 年中美日前十大公司集中度比较.....	29
图 63: 2010-2019 年中美日前十大品牌集中度比较.....	29
图 64: 童装龙头品牌比较.....	30
图 65: “全棉时代”百度搜索指数需求图谱.....	30
图 66: “全棉时代”百度搜索指数人群属性.....	31
图 67: 品牌线下渠道同行对比.....	32
表 1: 关于促进体育产业发展政策.....	9
表 2: 运动鞋服行业头部公司市占率.....	11
表 3: 2010 年国际运动休闲品牌供应链（一级供应商）国家地区分布.....	19
表 4: 2019 年国际运动休闲品牌供应链（一级供应商）国家地区分布.....	19
表 5: 龙头国际运动品牌制造商情况.....	23
表 6: 鞋服代工龙头企业固定资产周转率.....	26
表 7: 中洲国际盈利预测及市场重要数据.....	32
表 8: 安踏体育盈利预测及重要市场数据.....	33
表 9: 李宁盈利预测及市场重要数据.....	33
表 10: 特步国际盈利预测及市场重要数据.....	34
表 11: 波司登盈利预测及市场重要数据.....	35
表 12: 滔搏盈利预测及市场重要数据.....	35
表 13: 宝胜国际盈利预测及市场重要数据.....	36
表 14: 森马服饰盈利预测及市场重要数据.....	36
表 15: 稳健医疗盈利预测及市场重要数据.....	37
表 16: 开润股份盈利预测及市场重要数据.....	37

## 行情回顾：疫后复苏、国潮涌起、订单回流

年初以来A股大盘震荡下行,港股行情较为平稳,美股和台股大盘有震荡上行; 纺服板块表现均好于大盘。

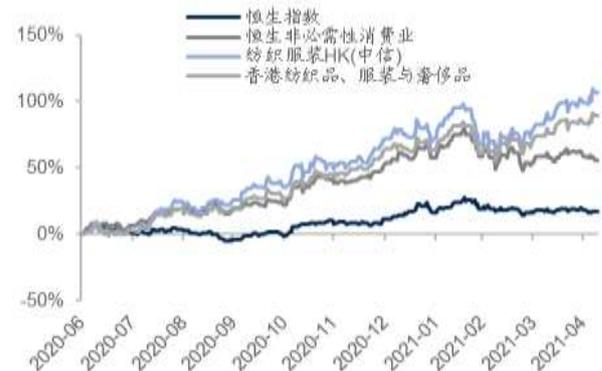
1. A股: 年初至今大盘呈现下行趋势, 震荡幅度加大; 纺织制造板块基本持平, 表现好于大盘;
2. 港股: 年初至今大盘基本持平; 纺织服装板块呈明显上升趋势, 表现好于大盘;
3. 美股: 年初至今大盘呈上行趋势; 纺织服装板块表现略优于大盘;
4. 台股: 年初至今大盘上涨; 纺织服装板块涨幅好于大盘。

图 1: A 股大盘与板块指数年中至今行情走势



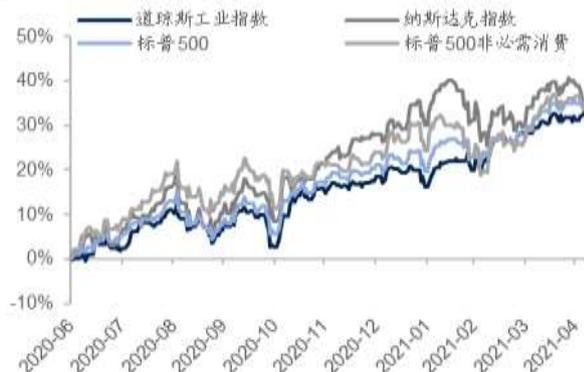
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 港股大盘与板块指数年中至今行情走势



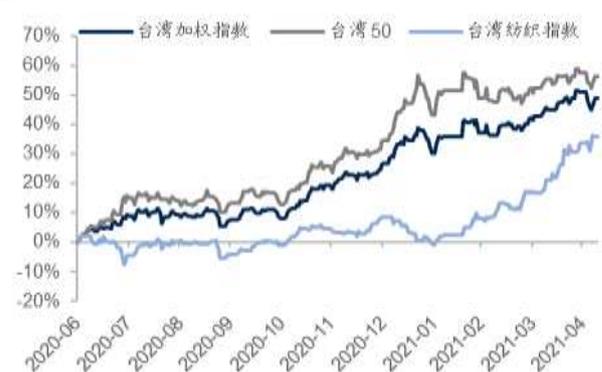
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 美股大盘与板块指数年中至今行情走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 台股大盘与板块指数年中至今行情走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: A 股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数行情表现

市场	代码	指数	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	月末价
A股	C1005017.WI	纺织服装(中信)	0.4%	2.2%	2.6%	5.7%	-1.3%	4.7%	3,044
	C1005185.WI	纺织制造(中信)	0.5%	-1.7%	-1.2%	-2.7%	-15.1%	-7.3%	2,682
	C1005821.WI	品牌服饰(中信)	0.3%	4.9%	5.3%	12.1%	10.1%	14.5%	1,257
	000300.SH	沪深300	-2.5%	1.5%	-1.0%	-7.8%	0.3%	-4.1%	4,996
	000001.SH	上证指数	-0.8%	0.3%	-0.5%	-3.7%	0.3%	-1.6%	3,419
港股	HSCICD.HI	恒生非必需性消费业	0.0%	4.5%	2.6%	-5.3%	10.5%	0.0%	2,591
	CIHK5017.W	纺织服装HK(中信)	4.1%	15.1%	19.8%	17.0%	35.7%	20.2%	3,611
	887160.WI	香港纺织品、服装与奢侈品	3.3%	11.4%	15.0%	12.8%	31.2%	15.6%	18,688
	HSHI.HI	恒生指数	-0.4%	1.4%	1.0%	-2.9%	6.4%	5.1%	28,611
美股	DJI.GI	道琼斯工业指数	2.7%	2.1%	4.8%	10.3%	16.3%	13.6%	34,778
	IXIC.GI	纳斯达克指数	-1.5%	6.9%	5.3%	1.2%	12.7%	6.7%	13,752
	SPX.GI	标普500	1.2%	5.3%	6.6%	8.5%	16.3%	12.7%	4,233
	S5COND.SP	标普500非必需消费	-1.2%	8.8%	7.5%	7.3%	10.9%	8.9%	1,419
	TWII.TW	台湾加权指数	-1.6%	6.6%	4.9%	8.3%	24.6%	17.3%	17,285
台股	TW50.TW	台湾50	-0.7%	3.7%	2.9%	5.2%	24.3%	16.3%	13,904
	TWSE008.TI	台湾纺织指数	1.7%	14.4%	16.4%	25.8%	30.1%	25.4%	692

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

年初以来, 多数重点关注公司上升明显, 表现出较好的超额收益。

1. A 股方面, 相比沪深 300 收益率, 多数公司如太平鸟 (+63%)、百隆东方 (+54%)、比音勒芬 (+32%)、华孚时尚 (+32%)、森马服饰 (+27%)、罗莱生活 (+22%) 等表现出较好;
2. 港股方面, 相比恒生指数收益率, 多数公司如 361 度 (+191%)、特步国际 (89%)、天虹纺织 (+70%)、江南布衣 (+65%)、晶苑国际 (+62%) 等表现良好;
3. 海外方面, 相比道琼斯指数和台湾加权指数, 多数公司如盖普公司 (+76%)、富乐客 (+57%)、安德玛 (+43%)、斯凯奇 (+38%)、儒鸿 (+35%)、聚阳实业 (+37%) 表现较好。

图 6: A 股重点上市公司行情表现

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价
大众休闲	002563.SZ	森马服饰	8.3%	16.1%	25.7%	31.0%	40.0%	26.5%	12.7
	600398.SH	海澜之家	0.6%	-3.1%	-2.5%	5.4%	7.9%	13.4%	7.3
	603877.SH	太平鸟	0.2%	16.2%	16.5%	35.1%	35.3%	63.0%	48.9
	002029.SZ	七匹狼	7.4%	0.5%	8.0%	8.6%	9.2%	12.8%	5.9
	601566.SH	九牧王	2.1%	-1.7%	0.3%	10.5%	-13.3%	0.8%	11.5
	002293.SZ	罗莱生活	0.5%	14.5%	15.1%	22.8%	20.1%	22.3%	15.2
	300888.SZ	稳健医疗	-6.0%	1.4%	-4.6%	-21.8%	-6.3%	-22.7%	128.4
高端时尚	002832.SZ	比音勒芬	0.3%	12.1%	12.5%	24.9%	25.5%	32.3%	21.5
	603808.SH	歌力思	1.1%	8.3%	9.5%	3.4%	10.2%	14.9%	15.2
	603587.SH	地素时尚	9.8%	-5.2%	4.1%	6.4%	2.4%	10.3%	21.0
	603839.SH	安正时尚	3.7%	2.2%	5.9%	13.3%	-9.6%	-0.1%	9.9
制造出口	601339.SH	百隆东方	4.4%	28.3%	33.9%	40.0%	50.2%	54.0%	6.2
	000726.SZ	鲁泰A	2.8%	-10.1%	-7.6%	-7.2%	-9.7%	-6.7%	6.2
	300577.SZ	开润股份	-0.7%	-8.5%	-9.2%	-2.2%	-27.7%	-13.0%	22.7
	603558.SH	健盛集团	0.1%	2.9%	3.1%	5.2%	-10.7%	9.0%	8.7
002042.SZ	华孚时尚	0.2%	23.2%	23.4%	14.0%	-21.9%	31.7%	5.9	

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 7: 港股重点上市公司行情表现**

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价
大众休闲	3998.HK	波司登	3.8%	16.5%	20.9%	20.9%	21.5%	3.8%	4.1
	1234.HK	中国利郎	-0.8%	1.4%	0.6%	-11.7%	-7.9%	-2.9%	5.0
高端时尚	3306.HK	江南布衣	-3.9%	17.1%	12.6%	14.3%	65.6%	64.8%	14.4
	1913.HK	普拉达	2.2%	3.1%	5.3%	6.6%	28.1%	-3.5%	49.4
	1910.HK	新秀丽	-9.0%	-1.5%	-10.4%	-14.6%	2.3%	-4.5%	13.1
	3709.HK	赢家时尚	2.5%	11.7%	14.5%	2.5%	-32.7%	-21.0%	11.3
体育用品	2020.HK	安踏体育	3.4%	12.8%	16.6%	12.5%	33.4%	17.3%	144.2
	2331.HK	李宁	8.0%	21.0%	30.7%	45.7%	59.5%	28.5%	68.5
	6110.HK	滔搏	4.0%	-4.7%	-0.9%	-8.2%	0.6%	-5.9%	10.9
	3813.HK	宝胜国际	-1.6%	8.6%	6.9%	9.4%	-5.6%	1.1%	1.9
	1368.HK	特步国际	8.1%	45.8%	57.6%	93.4%	119.5%	89.4%	7.3
	1361.HK	361度	0.6%	40.5%	41.4%	59.4%	230.5%	190.7%	3.1
	3818.HK	中国动向	0.0%	14.6%	14.6%	13.3%	20.5%	25.9%	1.0
	2313.HK	中洲国际	3.8%	17.8%	22.3%	6.8%	30.9%	16.6%	177.3
制造出口	0551.HK	裕元集团	2.6%	2.3%	4.9%	16.6%	19.6%	23.9%	20.0
	2232.HK	晶苑国际	-6.1%	5.7%	-0.8%	37.5%	54.0%	61.8%	3.9
	2678.HK	天虹纺织	-4.6%	6.9%	2.0%	-9.2%	52.6%	69.6%	11.1
	1836.HK	九兴控股	1.0%	1.1%	2.1%	2.5%	6.6%	7.7%	9.7
	1382.HK	互太纺织	0.2%	-1.6%	-1.4%	-1.8%	-6.3%	-2.2%	5.0

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 8: 美股/台股重点上市公司行情表现**

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价
品牌服饰	NKE.N	耐克公司	3.9%	-0.7%	3.2%	0.1%	3.1%	-2.4%	137.8
	ADDDF.OO	阿迪达斯	9.7%	-1.0%	8.6%	-4.6%	5.0%	-6.4%	342.1
	LULU.O	露露柠檬	-1.5%	6.0%	4.5%	4.9%	-9.6%	-5.1%	330.2
	SKX.N	斯凯奇	2.3%	17.2%	19.9%	27.3%	43.8%	38.0%	49.6
	VFC.N	威富公司	2.5%	11.3%	14.1%	11.4%	6.1%	5.9%	89.9
	UAA.N	安德玛	0.7%	13.3%	14.0%	7.6%	46.7%	42.5%	24.5
服装零售	TJX.N	TJX公司	3.9%	8.3%	12.6%	9.7%	17.1%	8.4%	73.8
	ROST.O	罗斯百货	1.5%	9.1%	10.8%	10.5%	21.7%	8.5%	133.0
	FLN	富乐客	7.1%	5.8%	13.3%	22.8%	66.8%	57.3%	63.2
	GPS.N	盖普公司	7.1%	15.1%	23.2%	38.5%	62.9%	75.5%	35.4
制造出口	1476.TW	儒鸿	6.3%	13.8%	20.5%	32.7%	39.9%	34.9%	570.0
	1477.TW	聚阳实业	6.9%	-0.2%	6.7%	28.7%	40.9%	36.8%	262.0
	9910.TW	丰泰企业	-0.2%	6.1%	5.9%	11.3%	8.9%	3.8%	207.0

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

## 运动板块: 行业景气度高, 国产替代正在进行时

**行业前景: 中国市场前景广阔, 竞争格局双超多强**

**三千亿赛道迅速崛起, 成长性领先**

运动行业赛道较宽, 成长性大幅领先服装行业。据欧睿统计, 2020 年国内运动鞋服行业市场规模达到 3150 亿元, 疫情冲击下同比增速仅下滑 1.5%, 在规模高体量下, 2015~2019 年年均复合增速保持在 17.7% 的高位。

从行业增速横向看, 运动鞋服属于服装行业的子行业之一, 而在服装行业中, 运动鞋服近 5 年的增速均排在第一, 遥遥领先童装、男装、女装、配饰等其他子行业, 因此运动鞋服行业拥有很强的成长能力。同时, 近 5 年运动鞋服的地位也在日益提升, 2020 年运动鞋服占服装行业规模已经达到 13.3%, 相比 2015 年快速上升了 5.2 个 pct。

图 9：国内运动鞋服行业市场规模和增速



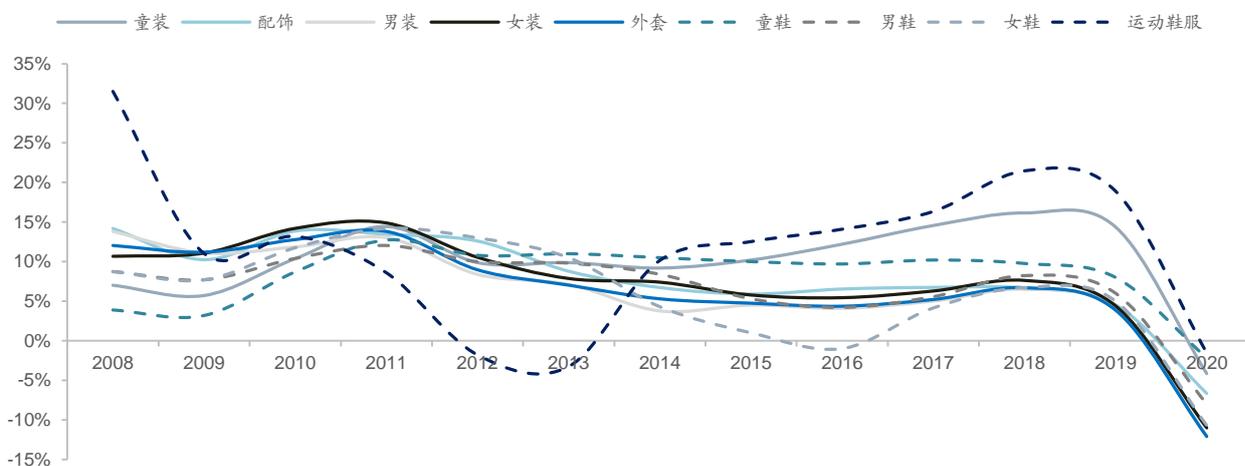
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图 10：国内运动鞋服占服装市场比例



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图 11：2014 年后运动鞋服增速在所有服装子行业中最高



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

### 多层驱动因素助力增长动能释放，行业天花板高

**外因：国家经济增长+体育产业政策。**从外部驱动因素看，一方面，国家经济持续稳定的增长促使我国居民人均可支配收入快速上升，2020 年人均可支配收入从 2015 年的 21966 元增长到 32189 元，CAGR 5 为 7.9%，人均收入的持续上升有望促进人们消费需求的升级，从而加大对运动健康等可选消费力度。

另一方面，体育锻炼关系国民身心健康，因此在政策层面，国家推出一系列促进体育产业的政策措施，并设立一系列发展目标：1) 2020 年中国体育产业规模达 3 万亿元，2025 年达 5 万亿元；2) 2015 年经常体育锻炼人数为 3.6 亿人，2020 年目标达到 4.35 亿人，2030 年达到 5.3 亿人，2035 年达到人口比例的 45%；3) 2020 年人均体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%；4) 2025 年健身休闲规模达 3 万亿元；5) 2022 年实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。

国家政府对体育产业的发展高度重视，2019 年我国体育产业规模为 2.95 万亿元，2015~2019 年的年均复合增速 14.6%，政策指引 2025 年体育产业规模达 5 万亿元，因此 2019~2025 年在高体量下年均复合增速仍有望达到 9.2%。与此同时，政策指引经常体育锻炼人数和人均体育消费额的增加也将分别从量和价的方面一同带动运动鞋服行业的蓬勃发展，运动鞋服的消费需求将在国家政策大力支持下得到有效释放。

图 12: 我国居民人均可支配收入快速上升



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 13: 国家体育产业总规模



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

表 1: 关于促进体育产业发展政策

文件	发布时间	目标
《国务院关于加快发展体育产业, 促进体育消费的若干意见》	2014年10月	中国计划到2025年, 建立门类齐全的体育产业, 提供完善的体育机制, 同时合理分配体育资源。到2025年, 中国体育产业的市场规模有望超过人民币5.0万亿元。中国计划到2020年, 体育产业的市场规模增至人民币3.0万亿元, 从业人员总数超过600万人。
《国家体育总局体育产业发展“十三五”规划》	2016年7月	此外, 到2020年, 人均体育场地面积有望超过1.8平方米, 中国的人均体育消费额占人均居民可支配收入比例超过2.5%。
《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016年10月	中国健身休闲产业是体育产业的重要子行业, 到2025年, 其市场规模有望超过人民币3.0万亿元。
《冰雪旅游发展行动计划(2021-2023年)》	2020年2月	到2023年, 推动冰雪旅游形成较为合理的空间布局和较为均衡的产业结构, 助力2022年北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标

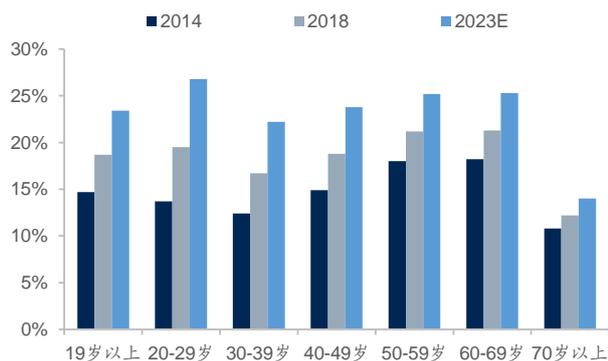
资料来源: 国务院, 国家体育总局, 国信证券经济研究所整理

**内因: 多元化拓宽赛道, 强大功能性+体育精神文化塑造产品力。**传统体育项目如跑步、球类、游泳一直有着广泛的受众群体, 随着人们收入提高, 体育消费升级, 更多年轻消费者开始追求高情操, 刺激性和趣味性的体育运动, 如瑜伽, 滑雪, 高尔夫, 登山, 攀岩。体育运动朝着多元化方向发展, 赛道有望得到进一步拓宽。

与此同时, 消费能力更强的消费者开始不满足于“物有所值”, 更青睐于新潮, 创新, 功能性的产品。相比其他的鞋服类产品, 一方面, 运动鞋服品牌因其需要满足运动的轻便、弹性、保护等功能性需求, 拥有更高的科技和研发壁垒。另一方面, 运动鞋服品牌通过和体育赛事、顶级体育明星合作提升自身的社交属性和消费者认可度, 同时融入本土运动精神提升自身的品牌文化, 打造强大的品牌力。**运动鞋服产品的功能性, 社交性和品牌文化使其相比其他鞋服类产品具有更高的附加价值, 因此能持续吸引并绑定中高端消费者, 实现消费升级。**

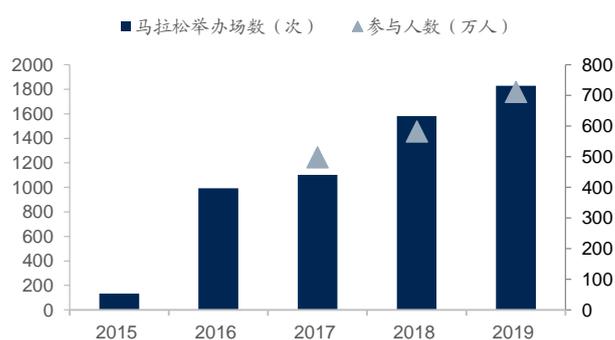
**增长动能之“量”: 我国居民运动热情持续提高。**伴随着大众消费生活水平提升, 健身运动意识增强, 大型体育赛事的陆续开展, 中国居民参与体育活动的热情在持续提升。以马拉松为例, 2015年中国马拉松赛事仅举办了134场, 而到2019年这两项数字分别达到了1828场和712万人的规模, 呈现迅猛的增长势头。同时, 居民健身也更加普及, 2014-2018年间中国健身俱乐部的数量和会员数量均以年均复合15%左右的增速增长, 到2018年全国健身俱乐部会员人数已达到4750万人。根据弗若斯特沙利文的统计, 足球、篮球、乒乓球、跑步、健身步行等主流体育活动每一项现在在中国都拥有2-3亿人的受众。

图 14: 常规体育运动参与率



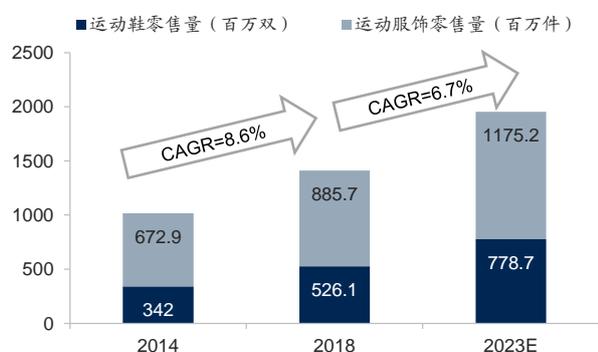
资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理  
注: 常规体育运动参与率指各年龄段内每周至少参加3次运动的人口比例

图 15: 马拉松举办场次和参与人数逐年增加



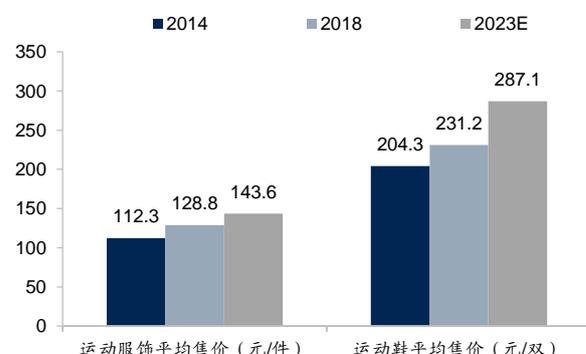
资料来源: 《2019 中国马拉松蓝皮书》, 国信证券经济研究所整理

图 16: 运动鞋服零售量持续增加



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图 17: 运动鞋服平均售价持续增加



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

**增长动能之“价”：运动鞋服消费升级带动平均销售价格的提升。**得益于我国经济的迅速发展和人们对运动鞋服文化潮流，功能性，创新性的追求，运动鞋服的平均销售价格也在逐年攀升，2018年运动鞋/运动服平均售价分别为231.2/128.8元，比2014年分别增加26.9/16.5元，并且随着体育消费的进一步升级，这一数字在2023年有望达到287.1/143.6元。

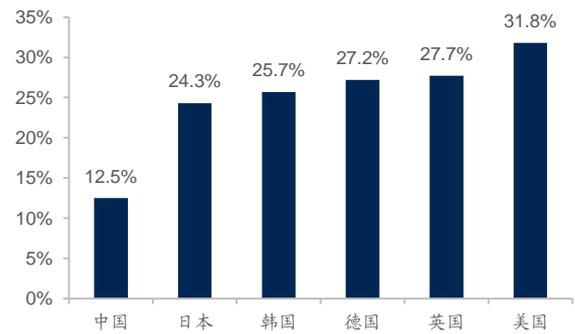
**量价齐升，增长动能强劲，国内运动行业天花板高。**运动鞋服行业的消费量和消费单价均在迅速上升，带来行业的高景气度成长。2020年我国运动鞋服人均消费33美元，相比2015年增长幅度83%，但一方面，我国人均消费距离美国和日本分别有11/3.5倍的空间。另一方面，我国运动鞋服占服装行业的比例仅12.5%，相比美国/日本/韩国的31.8%/24.3%/25.7%处于低水平。未来在居民运动参与度提升和体育消费升级双重因素促进下，国内运动鞋服行业还有很高的天花板。

图 18: 中美日人均运动鞋服消费 (美元)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2018 年各国运动鞋服规模占服装行业比例



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

### 国内运动鞋服行业集中度高, 龙头格局稳定

呈现“两超多强, 强者更强”格局。国内运动鞋服行业呈现“两超多强”格局, 据欧睿统计, 2020 年 Nike 和 Adidas 市占率分别为 25.6%/17.4%, 安踏体育/李宁/Skechers/特步国际/361° 国际市占率分别 15.4%/6.7%/5.6%/4.7%/2.6%。

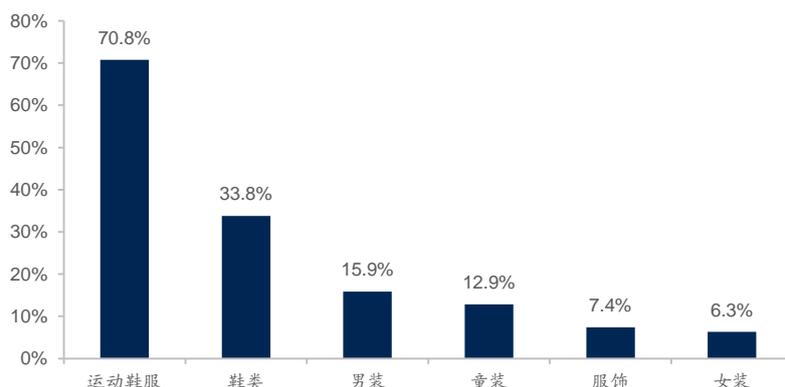
从行业集中度看, 2020 年运动鞋服公司 CR5 高达 70.8%, 远高于服饰/鞋类/男装/女装/童装的 7.4%/33.8%/15.9%/6.3%/12.9%, 且行业集中度在持续走高, 过去 5 年, 运动鞋服的 CR5 从 57.9% 上升到 70.8%。主要是因为运动鞋服行业对产品的创新性、功能性、社交潮流和品牌文化要求更高, 具有雄厚资金实力和相当规模的大集团, 一方面能在研发上持续投入大量资金, 打造高科技产品, 在营销推广上投入相当费用, 垄断体育赛事和顶尖体育明星的资源, 因此能长期吸引绑定新老消费者的心智, 另一方面能有效和上下游优质龙头生产商、经销商形成良好的长期合作, 实现资源的头部聚集, 最终强者更强。

表 2: 运动鞋服行业头部公司市占率

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nike	19.5%	21.2%	22.4%	23.1%	23.9%	25.6%
adidas	15.5%	16.4%	18.6%	19.4%	19.0%	17.4%
安踏体育	9.9%	10.4%	11.0%	12.9%	14.6%	15.4%
李宁	6.9%	6.6%	6.2%	6.0%	6.5%	6.7%
Skechers	1.8%	3.0%	3.9%	4.9%	5.3%	5.6%
特步国际	6.2%	5.5%	4.4%	4.5%	4.8%	4.7%
361° 国际	4.3%	4.2%	3.8%	3.1%	2.9%	2.6%
<b>CR2</b>	<b>34.9%</b>	<b>37.5%</b>	<b>41.0%</b>	<b>42.5%</b>	<b>42.9%</b>	<b>43.0%</b>
<b>CR5</b>	<b>57.9%</b>	<b>60.1%</b>	<b>62.6%</b>	<b>66.3%</b>	<b>69.3%</b>	<b>70.8%</b>

资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图 20: 服装行业各子行业公司 CR5 对比



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

趋势展望: 产品、渠道和供应链升级, 国产崛起正在进行时

趋势一: 国产走中高端路线, 崛起正在进行时

图 21: 本土品牌定位、可行性和策略分析



资料来源: 国信证券经济研究所整理

本土公司通过功能性、国潮/时尚、收购进入中高端市场:

(一) 打造高功能性: 耐克、阿迪达斯的高价值运动鞋往往具有强大功能, 如弹跳力, 助推力, 保护抗扭、减震等, 本土品牌尝试通过打造强大的功能性提升产品价值:

1) 李宁: 目前公司的李宁 beng 科技已有一定的口碑, 公司借助李宁 beng 科技平台推出的高价值产品绝影、韦德之道、飞电等获得了消费者良好的反响。从价位段看, 李宁 better & best 的销售占比超过 20%, 部分产品甚至定价超过 1500 元。

2) 安踏: 公司克莱·汤普森代言的 KT 系列篮球鞋持续升级, 于 2020 年 9 月推出 KT6, 中底大包围结构是 3D HUG 稳定支撑模板, 通过 TPU 包裹中底侧面并延伸至鞋面, 强化稳定性和抗扭力, 同时加入大碳板, 增强缓震和回弹性能, 定价 899 元。公司于今年 4 月推出的 C202 GT 马拉松跑鞋拥有 NITROSPEEO NUC 氮速科技和 A-FLASHFOAM 中底科技, 搭配全掌 30 仿生

足型碳板，具有舒适+专业的脚感，定价 1299 元。

**3) 特步:** 特步从 2015 年品牌重塑开始调整定位，专注跑步领域的功能性投入，最新推出的 160X PRO 和 160X 2.0，拥有全掌碳纤维板、动力巢和减震旋等高科技，针对专业马拉松选手，吊牌价分别为 1299 元和 999 元。

图 22: 李宁的专业跑鞋矩阵



资料来源: 李宁 2020 年报, 国信证券经济研究所整理

图 23: 安踏的 C202 GT 和 KT6



资料来源: 安踏体育公众号, 优鞋网, 国信证券经济研究所整理

**(二) 国潮/时尚特色文化:** 这一代 85 后、90 后见证了国内经济的高速发展和民族的崛起，会有较强的民族认同感和自豪感，因此通过国潮文化或文化融合等特色营销方式，从而获取年轻消费者、爱国消费者的认同，也是本土品牌走中高端的路径之一。

**1) 安踏:** 2020 年 7 月，安踏借助东京奥运会和北京冬奥会契机推出国旗款系列高价产品，意味着消费者可通过正规渠道购买带有国旗的运动服饰。电商数据显示，在产品价位上，国旗款最高定价 2199 元，有超过一半的产品定价在 500 元以上，平均定价高于安踏其他产品 1 倍左右，位于中高端。今年起安踏国旗款有望逐步放量，开设国旗款店铺，并铺设销售国旗款的安踏大货店。

**2) 李宁:** 2017~2018 年李宁通过纽约时装周推出时尚领域的中高端产品系列中国李宁，时装周以“悟道”为主题，围绕“心之悟”与“行之悟”两个篇章，将运动本身与中国传统文化、复古潮流融会贯通，同时意在实现古与今、中与西、虚与实、功能与潮流的交汇融合。电商数据看到，21 年 4 月中国李宁近 50% 的销售额发生在 500 元以上的单价，20% 在 900 元以上的单价。

图 24: 安踏借助冬奥契机推出的国旗款



资料来源: 安踏官方商城, 国信证券经济研究所整理

图 25: 李宁敦煌时装周和纽约时装周



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

**(三) 收购海外品牌, 进入中高端市场:** 由于本土品牌的产品力、品牌力相比海外品牌仍然较弱，因此短期内难以定位中高端，而有资金实力的集团通过收

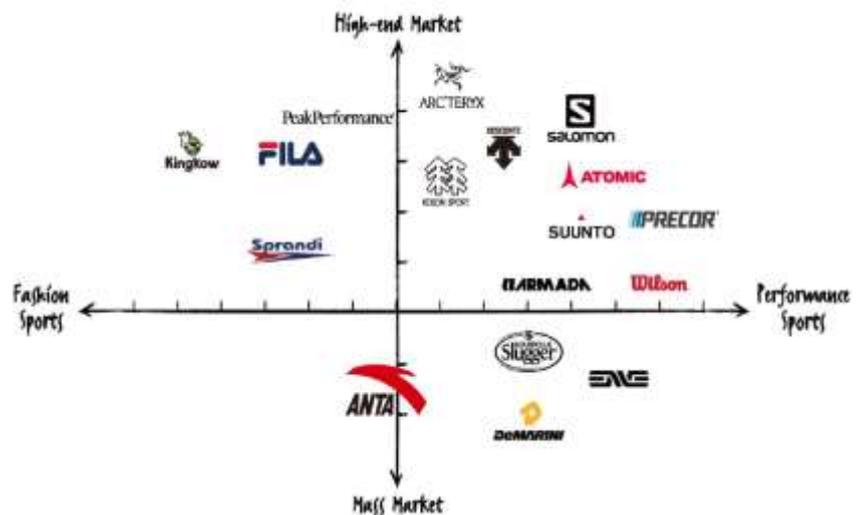
购海外优质品牌走中高端路径是另辟蹊径的方式。

### 1) 安踏：收购多个海外品牌，已成功运营 FILA

**收购 FILA：**2009 年收购中高端品牌 FILA，2012 年 FILA 知名度、商品、渠道基本成熟，实现盈亏平衡。目前 FILA 流水规模接近 200 亿，经营利润率 27%，30% 的服装销售在 1000 元单价以上，成为安踏集团第二大增长曲线和中高端产品线。

**丰富品牌矩阵：**16~19 年，安踏分别收购高端专业运动领域的迪桑特、可隆、AMER（所罗门、威尔胜、始祖鸟），把高端户外运动作为公司未来第三增长曲线。新品牌迪桑特发展势头十分迅猛，目前流水规模 15 亿左右，经营利润率达到 20%，可隆也已实现扭亏为盈。

图 26：安踏集团的第二、第三大增长曲线品牌均定位中高端



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

### 2) 特步：尝试通过收购寻找第二增长曲线

2019 年 3 月和 8 月特步通过合营或收购高端品牌索康尼及迈乐、盖世威和帕拉丁，以主品牌为主线发展的同时，尝试通过收购寻找第二增长曲线。目前公司的几个新品牌仍处于亏损状态，在运营方面，公司计划首先专注索康尼和帕拉丁，稳步在国内开店，确保亏损可控，并适当更新和拓宽产品线，在保持品牌高端调性的同时稳打稳扎地培养，通过几年的沉淀有望实现高增长。

### 趋势二：直面消费者比例将继续提升

DTC 指品牌商无需依赖分销商，可以直接向客户销售和交付产品。通过 DTC，品牌商可以近距离获取消费者反馈和数据，以便更好使其营销和产品策略快速响应市场变化和 demand。2012 年国内运动行业的库存危机部分原因便是批发为主的模式导致品牌商对零售端实际情况缺乏了解，反应不及时导致库存积压。

顺应新时代的发展，各品牌商纷纷提出 DTC 转型升级或加盟直营化战略：

#### 1) 耐克&阿迪：直击消费者，增强会员互动

**耐克：**于 2017 年提出“直击消费者”战略，其中的“双倍与消费者联系”提

到公司将进行数字化改革，重视线上运营和直营渠道搭建，了解消费者需求，增强与消费者的直接互动关联，这一战略提出后，耐克的 DTC 占比从 2016 年的 25.8% 上升到 2020 年的 34.8%。

**阿迪达斯：**在 2025 年的五年发展规划中，公司制定了扩大线上和 DTC 的发展策略，指引 2025 年电商收入达到 80~90 亿欧元；**DTC 业务占比从现在的 41% 进一步提升到 50%，贡献 80% 的收入增长**，halo 门店数增加为原来 2 倍，并增设工厂店；加强与消费者的互动联系和绑定，会员数量从目前 1.5 亿增加到 5 亿人。

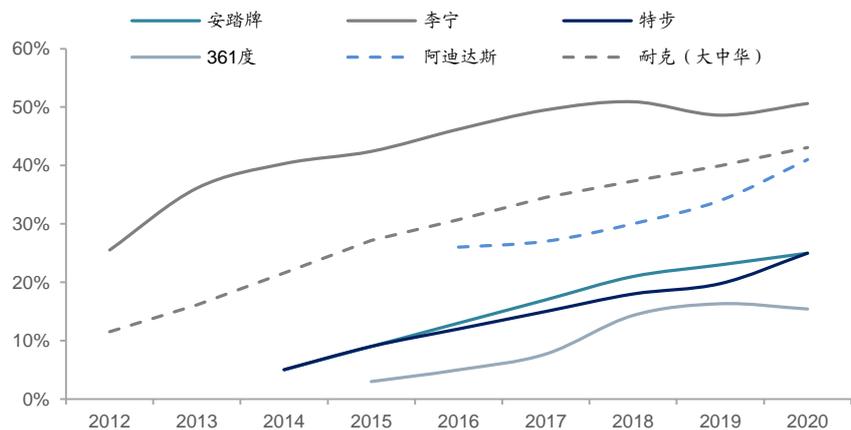
### 2) 安踏：主品牌回收 3500 家经销门店，大力度转型直营

2020 年 8 月安踏品牌为打通人货场，深化会员价值运营，实现关键业务场景落地和差异化会员运营策略，在中国 11 个地区开展直营转型模式，涉及 3500 家门店，当中约 60% 由集团直营，40% 由加盟商按公司要求的标准营运，截至 21 年 Q1，回收直营工作已经基本完成。**公司计划未来 5 年线上占比 40%，DTC 合计占比 70%，会员数量将提升 20%，会员贡献率达到 50%，O2O 业务占比将提升至 20%。**

### 3) 李宁：DTC 目标达 60%，有望实现加盟直营化

公司目前 DTC/经销业务占比分别为 52%/48%，DTC 业务已达到一定体量。对于 DTC 渠道的优化，公司将把更多的直营渠道放在一二线城市，并通过经销渠道下沉到三四线市场，未来 DTC 占比有望进一步提升到 60% 左右。对于经销渠道的优化，钱总推行一系列经销直营化方针，在集团层面用零售的标准管理经销商，针对不同的店型和不同地理位置的店铺提供组货指导、店员培训，提升经销门店的运营水平。

图 27：各运动品牌 DTC 比例呈快速上升趋势



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

注：这里 DTC 按照线下直营和线上收入之和计算；安踏牌 DTC 收入仅取其线上收入

### 趋势三：供应链升级：产品周期缩短，快反增加，打造柔性供应链

#### 1) 耐克：双倍研发和双倍速度，提升供应链效率

为有效缩短产品开发周期和提升供应链效率，耐克在 2017 年的直击消费者计划中提出**双倍研发和双倍速度**的目标，**1) 双倍研发：**加速推出具有新型科技的产品，在保证产品创新的同时加速产品开发过程。**2) 双倍速度：**将产品设计生产上架的全流程时间减半，通过快车道计划，加速产品上架周期，确保 90 天内

完成产品开发过程，生产周期压缩到 20 天内，提高整体生产效率。

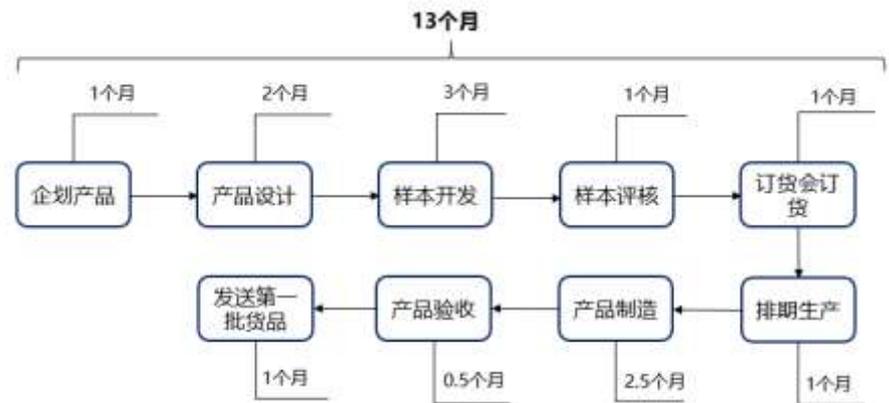
## 2) 安踏：建成智能化工厂，增强供应链反应能力

**控制产品周期：**据安踏体育 17 年报披露，企划明年 Q1 产品/产品设计/样本开发/样本评核/订货会订货/排期生产/产品制造/产品验收/发送第一批货品分别需要 1/2/3/1/1/1/2.5/0.5/1 个月，整个产品设计、生产和上市周期控制在 13 个月。

**智能化工厂有效压缩生产周期，提升人效：**安踏集团的同安智能工厂项目于 2021 年初投入运营。智能工厂的改造极大提升了工厂自动化程度，在生产效率上，生产周期由原来的 15-30 天缩短到 3-15 天，同品人效提升 18%~35%，产能提升 21%~28%。管理结构同步精简 15%，生产流程从传统的“横向流程”向垂直一体化转变，流程优化 30%以上。

**打造柔性供应链，推行快反策略：**为提高生产端的灵活性，集团采取自产与外包生产结合策略，2020 年安踏牌按销量计自产鞋/服分别为 27.2%和 12.4%，FILA 按销量计自产鞋/服占比分别为 28%和 3.7%。同时，公司推行快反补单策略，在快反下，工厂到线下门店从原来的 30 天减少到 7~14 天，订货到上架从原来提前 9 个月到 45~60 天实现。2020 年安踏牌/FILA 快反补单比例分别为 10~15%/30%+，安踏牌计划进一步提升到 15~20%。

图 28：安踏体育 2017 年产品设计、生产和上市周期



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

## 3) 李宁：聚焦核心供应商，自建供应链基地

**聚焦核心供应商：**2020 年鞋的供应商从 99 家减少到 81 家，服装供应商从 166 家减少到 106 家，未来会进一步裁撤小供应商，聚焦头部供应商，提升整体供应链。

**自建工厂：**为了有效加强供应链的柔性和反应速度，并适当降低生产成本，李宁公司计划在广西建设供应链基地（鞋服工厂），预计今年开工，三年建成，未来每年会有 3 个亿左右的投入。该基地建成后有望能支持公司 30%的产能。

## 代工板块：承接产业链迁移，代工龙头崛起

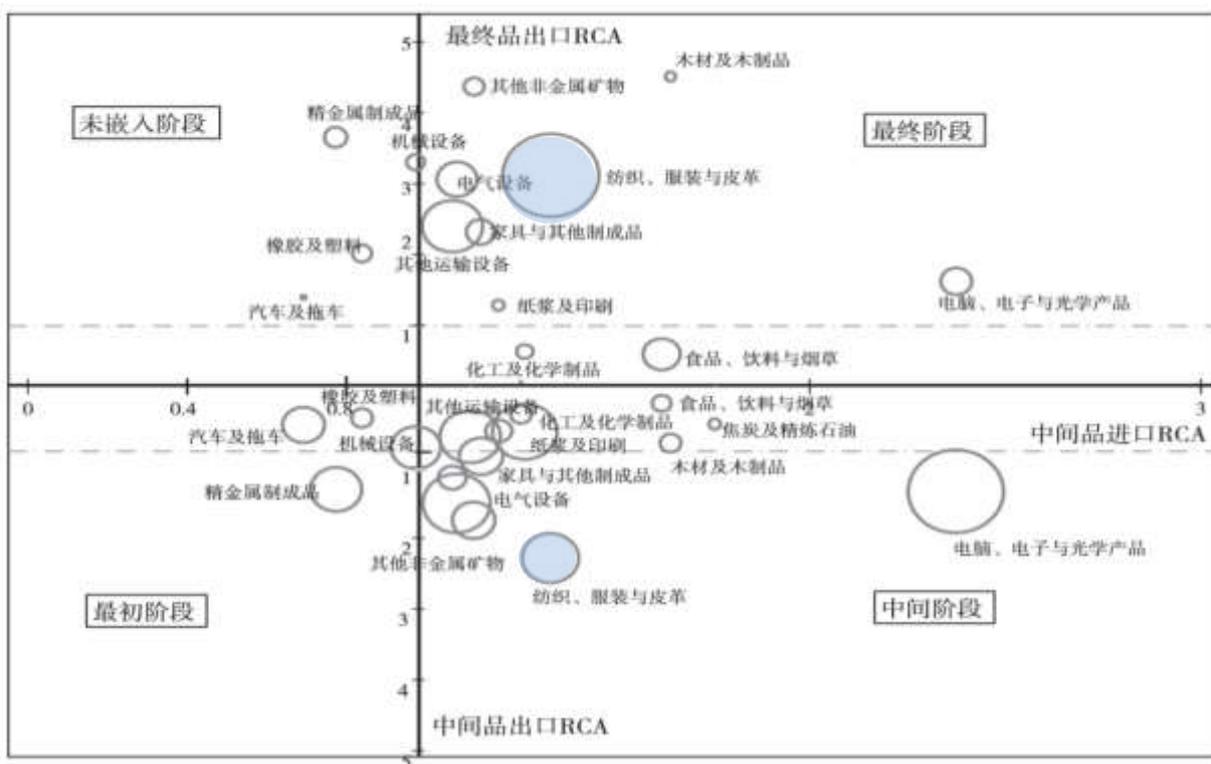
**纺织服装产业链百年迁移，中国深度参与全球分工**

中国纺织服装产业链深度参与全球分工，在中间品与最终品出口上具备比较优

势。蒋为等人在《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》的研究显示，中国制造业大部分行业均深入嵌入全球生产分工中，并承担了中间阶段与最终阶段的角色。具体结果如下图所示，气泡位置表示中国制造业在全球生产分工中的生产阶段，而气泡的大小则表示出口规模。位于纵轴虚线以上和虚线以下的行业分别表示在最终品出口和中间品出口中具有比较优势，位于横轴从左至右表示该行业中间品进口的比较优势的程度的加大。

通过观察发现，纺织、服装与皮革同时表现为最终品出口和中间品出口规模较大的行业，其生产过程横跨了最终阶段与中间阶段，说明中国制造业在全球分工中的专业化程度很高，而且生产链很长。

图 29：2015 年中国在全球制造业生产分工的分部情况

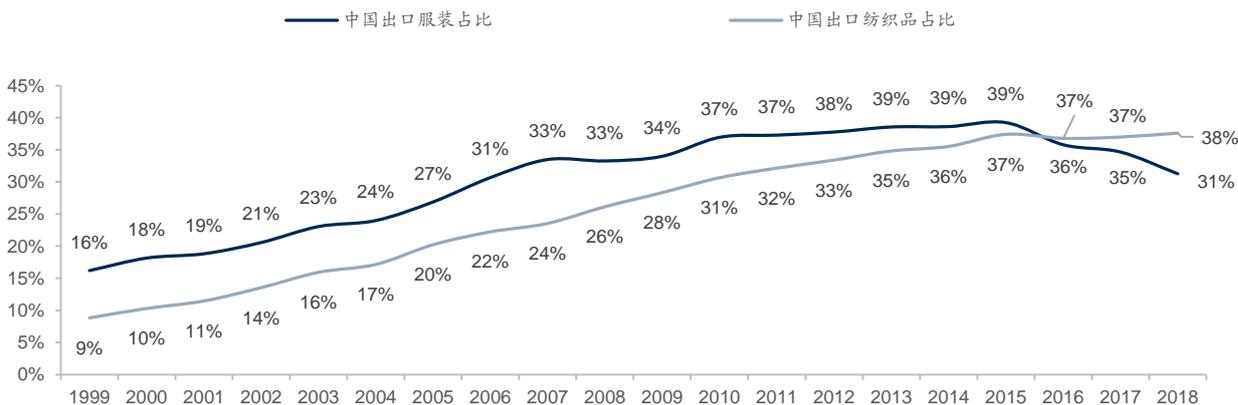


资料来源：《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》，国信证券经济研究所整理

注：比较优势指数 RCA，指一个国家某种商品的出口值占该国所有出口商品总值的份额，与世界该类商品的出口值占世界所有商品出口总值的份额的比例。RCA 为显示性比较优势指数， $RCA > 1$  则认为该国在该产品上具有比较优势。产品分为中间品和最终品，根据一国的某行业的中间品、最终品的进口和出口 RCA 是否大于 1，来判断该行业参与全球生产分工深度，并划分为 5 个阶段：1) 无竞争阶段：该行业的中间品或最终品出口不具备比较优势；2) 未嵌入阶段：该行业的中间品进口  $RCA < 1$ ，最终品出口  $RCA > 1$ ；3) 最初阶段：该行业的中间品进口  $RCA < 1$ ，中间品出口  $RCA > 1$ ；4) 中间阶段：该行业的中间品进口  $RCA > 1$ ，中间品出口  $RCA > 1$ ；5) 最终阶段：该行业的中间品进口  $RCA > 1$ ，最终品出口  $RCA > 1$ 。

服装/纺织品出口金额占世界的三成以上，。1990 年开始，中国逐步成为“世界工厂”，由于劳动力成本低、原料充足，纺织业发展迅速。21 世纪加入 WTO 与配额取消加速中国纺织业发展，中国服装出口/纺织品出口占全球出口金额比例持续扩大至 30% 以上。目前，中国认为世界主要消费地欧美日的第一大进口国，且内需增长吸引产品回流近年东南亚国家增长较快但体量仍小，越南和印度在 6% 左右，其余国家在 1% 左右。

图 30: 中国出口服装与纺织品占世界出口额的比例变化

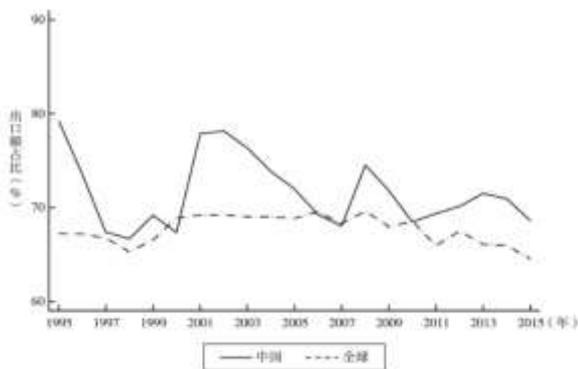


资料来源:WTO, 国信证券经济研究所整理

中国的产业结构发生变化，在全球的分工向中间阶段转变。以金融危机为分水岭，全球制造业分工深度先升后降，中国参与全球分工深度高于全球平均，但2013年以后深度逐步下降。中国出口最终阶段下滑明显而中间阶段占比提升，说明在参与全球分工的深度下降的背景下，产业结构发生了变化，中国制造业在嵌入全球分工的过程中越来越向中间阶段转变。

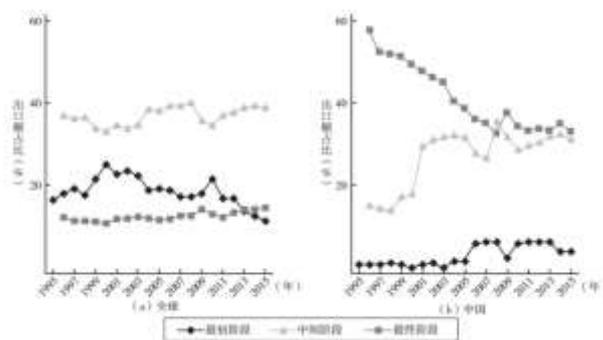
疫情催化供应链效率与安全的再平衡。据2020年3月中旬美国供应链管理协会对美国企业的问卷调查结果，36%的受访企业表示遇到了供应链破坏问题，28%的受访企业表示正在国际上寻找替代性的供应商（疫情初期该数值为8%）。未来全球供应链从过去高度追求效率的全球分工，向逐步增大安全考虑的方向调整趋势有望持续。

图 31: 全球与中国制造业生产分工深度的演变情况



资料来源:《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》，国信证券经济研究所整理

图 32: 全球与中国制造业生产分工各阶段占比的演变情况



资料来源:《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》，国信证券经济研究所整理

近十年内，龙头国际品牌的供应链从以中国为主，向东南亚国家转移，制鞋业的转移更为明显。2010年，7家国际运动休闲龙头品牌的鞋服品类，中国均占据全品类第一位的供应地位，但10年后的2019年，中国大部分品牌的供应位置变为第二、第三，其中服装供应比例维持在20%以上，而鞋类供应比例在20%以下。

**表 3: 2010 年国际运动休闲品牌供应链（一级供应商）国家地区分布**

品牌	品类	Top1	Top2	Top3	Top4	Top5	其他	
Nike	Footwear	China 37%	Vietnam 34%	Indonesia 23%	Thailand 2%	India 1%	Other 3%	
	Apparel	Most of this apparel production occurred in China, Thailand, Indonesia, Malaysia, Vietnam, Sri Lanka, Turkey, Cambodia, El Salvador, Mexico, and Taiwan.						
Adidas	Footwear	China 39%	Vietnam 31%	Indonesia 22%			Other 8%	
	Apparel	China 36%	Thailand 13%	Indonesia 13%			Other 38%	
	Hardware	China 67%	Vietnam 20%	Pakistan 11%			Other 2%	
PUMA	All	China 39%	Vietnam 23%	Cambodia 11%	Indonesia 11%	Bangladesh 8%	Other 8%	
lululemon	All	China 49%	S/E Asia 41%	North America 3%			Other 7%	
UA	All	Asia 55%	Central and South America 25%		Mexico 10%	Middle East 5%	Other 5%	
GAP	All	China 27%	US 1%					Other 72%
Uniqlo	All	China 85%					S/E Asia & Other 15%	

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

**表 4: 2019 年国际运动休闲品牌供应链（一级供应商）国家地区分布**

品牌	品类	Top1	Top2	Top3	Top4	Top5	Top6	其他
Nike	Footwear	Vietnam 49%	China 23%	Indonesia 21%	-	-	-	Other 7%
	Apparel	China 27%	Vietnam 22%	Thailand 10%	-	-	-	Other 41%
Adidas	Footwear	Vietnam 43%	Indonesia 28%	China 16%	-	-	-	Other 13%
	Apparel	Cambodia 23%	China 19%	Vietnam 19%	-	-	-	Other 39%
	Hardware	China 37%	Pakistan 22%	Turkey 18%	-	-	-	Other 23%
PUMA	All	Vietnam 33%	China 25%	Bangladesh 15%	Cambodia 13%	Indonesia 4%	India 3%	Other 7%
lululemon	All	Vietnam 33%	Cambodia 16%	Sri Lanka 15%	China 11%	Taiwan 2%		Other 23%
UA	Apparel & Accessories	Jordan, Vietnam, China and Malaysia 55%			-	-	-	Other 45%
	Footwear	Vietnam, China & Indonesia 52%			-	-	-	Other 48%
GAP	All	Vietnam 32%	China 16%	-	-	-	-	Other 52%
Uniqlo	All	China 66%	-	-	-	-	S/E Asia & Other -	34%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

### 龙头集中度长期稳步提升，核心制造商壁垒深厚

代工市场随运动鞋服市场快速增长，集中度较高。根据欧睿国际数据统计，2019 年全球运动鞋零售市场规模 1404.5 亿美元，过去 10 年复合增长 5.6%；以零售价比出厂价 3 倍倍率测算，2019 年全球运动鞋/运动服代工市场规模约 468/1153 亿美元，Top1 占比约 12.8%/2.8%；品牌集中度长期稳步提升，Nike Adidas Tier1

制造商提升更为显著。

全球知名运动品牌企业对制造商采取严格的甄选和考核标准，长期保持领先十分困难。品牌企业在选择合作的制造商时很谨慎，考量的因素众多，制造商需同时满足客户对开发设计实力、快速响应能力、批量生产能力、产品质量性能及准时交付能力等全方位要求。除此之外，以 Adidas 为例，品牌公司还定期对工厂进行考察和评分，主要指标为环境方面的 E-KPI 和合规方面的 C-KPI，此评分将成为品牌公司订单分配的参照之一。具体来看，代工行业主要壁垒包括：

图 33: Adidas 制造商考核流程

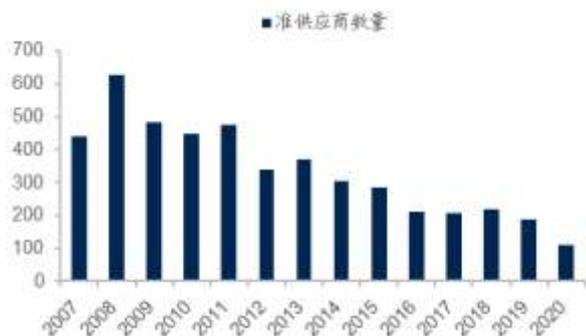


资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 1) 品牌公司对准制造商考核严格，新进入者难以切入龙头品牌供应链

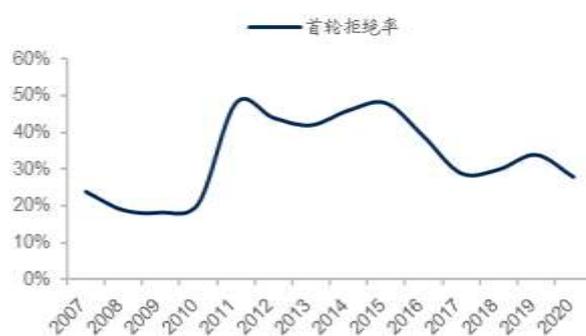
品牌公司在选择新的制造商时，一般会进行 1 年左右的考察和验厂，重点考察合作制造商的开发能力、生产能力、质量管理、交货期、劳工保护、环保与社会责任等情况。以 Adidas 为例，公司自 1997 年开始对制造商执行指导方针，将不定期进行调整更新。指引中的标准较为严格且同样适用于准制造商，约有三成到四成左右的在第一轮评选时就被直接拒绝。而近年 Adidas 开始注重与现有制造商的合作，准制造商的审核量减少。

图 34: Adidas 准制造商数量



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 35: Adidas 制造商首次拒绝率



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

对于制造商而言，丰富的行业经验、良好的市场口碑与卓越的开发设计能力是运动鞋履制造企业取得客户信任的关键因素。行业内的优势企业，可以根据客户的品牌内涵、产品定位、设计思路等，为客户提供从款式建议、材料选择、工艺运用、成本及质量控制等高效的产品开发服务和量产服务。拥有丰富行业经验的企业能够迅速响应市场最新变化，提升从产品开发到产品上市的运营效

率，这些能力均是品牌运营商选择合作制造商时重要的考量因素，运动鞋履制造商只有依靠长期的成功经验积累才能获得品牌运营企业的信任，新进入者没有成功经验积累在短期内难以获取这类优质客户资源。

图 36: 考量因素与标准



资料来源:华利集团招股说明书, 国信证券经济研究所整理

### 2) 核心制造商占据多数订单，代工企业需经过长期考核才能进入核心圈

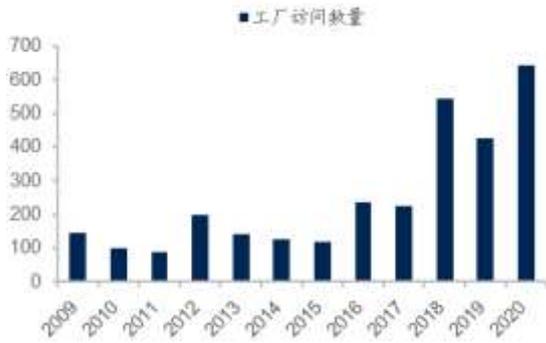
国际龙头品牌公司将绝大部分产能交予核心制造商生产，对代工企业来说成为核心制造商十分关键。运动鞋履制造商在成为合格制造商后，初期一般只能获取少量订单，品牌运营企业对合作的制造商的生产技术水平和产品质量控制标准实行严格管控，比如在生产过程中派驻检验人员驻厂对生产流程全过程进行监控。品牌运营企业定期对制造商就开发设计能力交付能力、产品品质等方面进行评审考核并划分为不同的等级，客户根据综合评审结果考虑是否加大订单量，经过长时间的合作考察后，才可能成为客户的核心制造商。

双方合作需经历互相磨合、逐渐熟悉的过程。制造商深度参与品牌客户的产品开发，客户黏性比较强。因此，为保证产品质量可靠以及降低经营成本，知名品牌往往倾向于与大型的制造商合作，并形成长期稳定的合作关系，从而对新进入者形成客户资源壁垒。

### 3) 品牌公司将定期不合格的制造商进行评级和淘汰

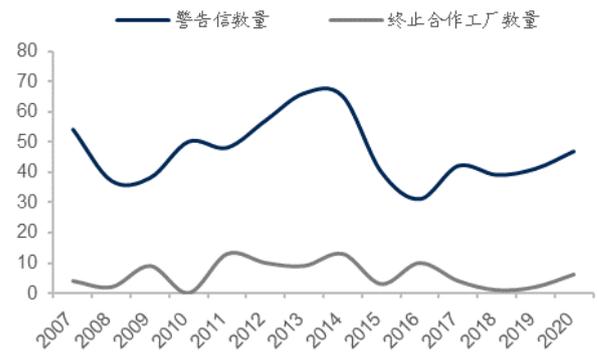
为保证供应链的健康，品牌公司对制造商采取淘汰制度。Adidas 近年的工厂抽查数量大幅上升，20 年疫情期间开展线上工厂访问，未来工厂访问数将会持续增加。对于有合规、环保方面问题的厂家，会发出警告信，警告无效后将会终止合作。07-20 年 Adidas 发出的警告信数量平均在 45 家/年，终止合作的工厂平均为 6 家/年。

图 37: Adidas 工厂访问数量



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

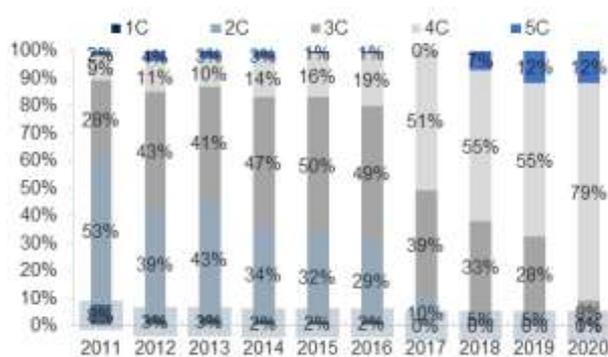
图 38: Adidas 工厂警告信和终止合作工厂数量



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

近年 Adidas 达到 4C 及以上标准的制造商比例显著增加 (20 年已达 89%), 而新晋制造商的评分往往在较低水平, 行业壁垒持续增加。

图 39: Adidas 制造商评分分布



资料来源: 葡萄牙制鞋协会, 国信证券经济研究所整理

图 40: Adidas 满足 4C/5C 标准的 Tier1 核心制造商占比

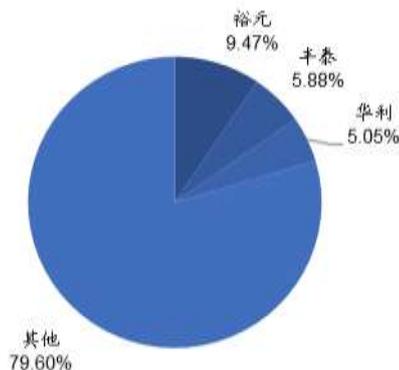


资料来源: 中国制鞋工业信息中心, 国信证券经济研究所整理

**行业格局: 鞋类头部制造商数量少, 历史悠久, 合作年限长**

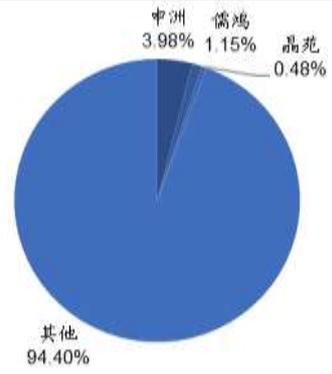
鞋服代工行业相对较为分散, 但近年来头部集中趋势也较为明显。鞋类代工企业集中度相较服装代工更高, 以上市公司中的头部代工企业在行业集中度来看, 2020 年运动鞋代工市占前三大企业为裕元、丰泰、华利, 分别占运动鞋代工行业比例约为 9.5%、5.9%、5.1%, 合计占比 20.4%; 2020 年运动服代工市占前三大企业为申洲、儒鸿、晶苑, 分别占运动服代工行业比例为 4.0%、1.1%、0.5%, 合计占比 5.6%。

图 41: 2020 年运动鞋代工头部上市公司市占率



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 42: 2020 年运动服代工头部上市公司市占率



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

龙头国际品牌的供应链中，鞋类制造商的数量较少、合作年限更长，头部集中效应整体高于服装制造商。具体来看：

- 1) **数量方面，龙头国际品牌的鞋类制造商少于服装制造商。**Nike 的鞋服制造商数量均有收缩的趋势，鞋类/服装制造工厂数量分别为 122/329 家，7 年以来分别减少 28/101 家。Adidas 近年核心制造商数量增加，鞋类制造商少于服装制造商。PUMA 的制造商数量先增后减。UA 在 2017 年鞋类制造商为 7 家，服装制造商数量为 37 家。
- 2) **鞋类制造商集中度高于服装制造商。**龙头国际品牌的订单集中于头部核心制造商，Nike/Adidas/UA 的 Top4/Top11/Top6 的鞋类制造商产量占比分别为 61%/92%/96%，Top5/Top22/Top10 的服装制造商产量占比分别为 48%/88%/52%。
- 3) **鞋类制造商平均合作年限更长。**以 Adidas 为例，近年品牌公司的近年的鞋类战略核心供应商平均合作年限达 13~17 年，高于服装的战略核心供应商平均合作年限。

**表 5：龙头国际运动品牌制造商情况**

品牌	制造商数量	制造商集中度	制造商分布
Nike	鞋类工厂数：122 家，7 年减少 28 家； 服装工厂数：329 家，7 年减少 101 家。	鞋类：Top4 61%，7 年前 Top5 67%； 服装：Top5 48%，7 年前 Top5 34%。 鞋类：Top1 10%，过去 26 年平均在 5%-9%； 服装：Top1 11%，过去 12 年平均在 5%-14%。	鞋类：12 个国家，中国和东南亚； 服装：38 个国家，中国和东南亚。 鞋类：越南占 50%，25 年内从 2% 逐年提升；中国占 22%，高峰期 2000 年 43% 后逐年下降； 服装：越南占 28%；4 年内从 15% 逐年提升；中国占 23%，4 年内从 26% 缓慢下降。
Adidas	核心制造商数：鞋服共 138 家，2017 年鞋类 34 家，服装 60 家，后续不再披露；  工厂数：鞋服共 336 家，10 年内增加 66 家。	鞋类：核心制造商 11 家，17/18/19 年平均合作年限 13/17/16.8 年； 服装：核心制造商 22 家，17/18/19 年平均合作年限 10/17.2/16.2 年。  鞋类：核心制造商产量占 92%，产值占 90%； 服装：核心制造商产量占 88%，产值占 88%。  鞋类：Top1 8%，10 年来较为稳定； 服装：Top1 9%，10 年来较为稳定	鞋类：中国和东南亚，亚洲共 98%； 服装：中国和东南亚，亚洲共 91%。  鞋类：越南占 43%，10 年从 31% 逐年提升；中国占 16%，10 年从 39% 逐年下降； 服装：越南占 19%，10 年从 36% 逐年下降；中国占 19%，6 年从 10% 逐年提升。
PUMA	制造商数：鞋服共 131 家，10 年内先增后减。	前 6 国家占 93%。	鞋服共在亚洲 95%，其中越南 33%，10 年从 21% 逐年上升；中国占 25%，10 年从 39% 逐步下降。
UA	鞋类：2016-2017 年 7 家，后续未再披露； 服装：37 家。	鞋类：2016 Top3 70%； 服装：2016 Top10 57% 鞋类：2017 Top5 83%； 服装：2017 Top10 57%。 鞋类：2018 Top5 87%； 服装：2018 Top10 55% 鞋类：2019 Top6 96%； 服装：2019 Top10 52%。	鞋类：越南、中国、印尼； 服装：约旦、中国、越南、马来西亚。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 业务流程：制鞋流程复杂、制衣相对简单，垂直一体化程度不同

鞋履制造流程较为复杂。参考华利、丰泰，运动鞋履的制造流程约有 180 道，主要可以分为成型前段、成型中段和成型后段三个部分。具体看：

- 1) 成型前段主要分为鞋面、鞋垫和鞋底的加工，鞋面是从布料、皮料等原材料加工开始，经裁切、印花、针车等加工程序后制成；鞋垫是布料、EVA 等鞋材经贴合、裁剪工序打磨制成；鞋底是使用橡胶、化工原料制作底台、大底等。
- 2) 成型中段主要是将鞋面和鞋底经过粘合、烘干。
- 3) 成型后段是通过冷粘或者硫化等工序后形成成品鞋，经质检合格后包装入库。硫化工艺以加硫方式衔接鞋底和鞋面，冷粘工艺以粘合剂衔接鞋底和鞋面，除此之外，其他生产工艺流程大致相同。

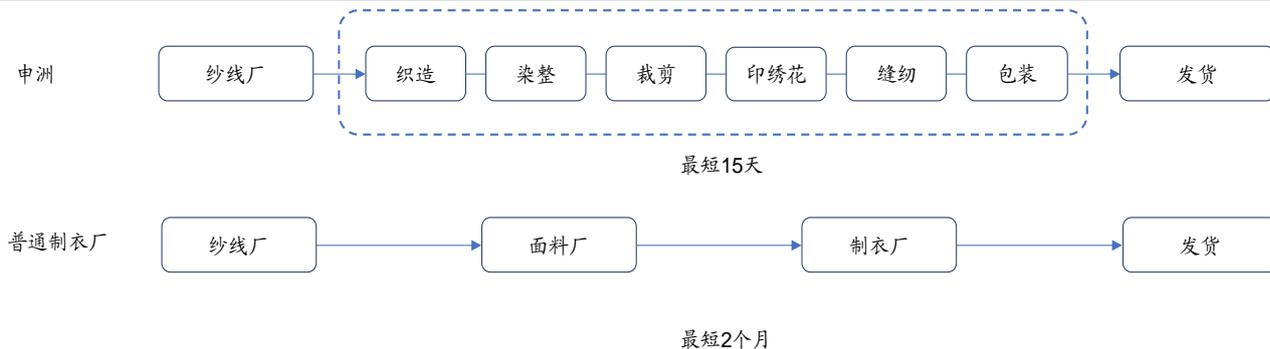
图 43: 华利集团制鞋流程与运动鞋构造



资料来源:华利集团招股说明书, 国信证券经济研究所整理

相比鞋履，服装的制造流程较为简单。流程主要可以分为纱线、面料和制衣三个环节。“面料+成衣”垂直一体化的工厂如申洲，通过织造、染整、裁剪、印绣花、缝纫、包装等六道工序制成成衣，普通制衣厂的生产流程则更短。

图 44: 垂直一体化制衣厂与普通制衣厂生产流程

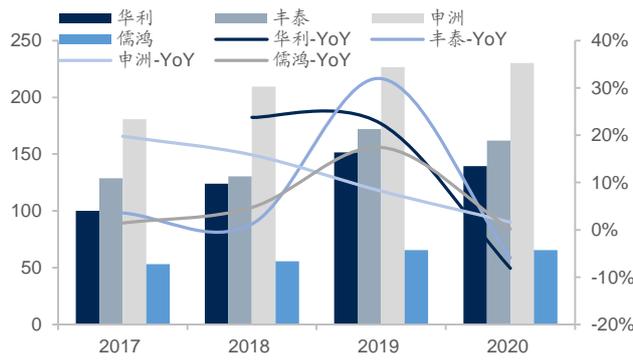


资料来源:公司官网、公开资料, 国信证券经济研究所整理

**财务分析: 代工龙头增长快、确定性强, 疫情下业绩韧性好**

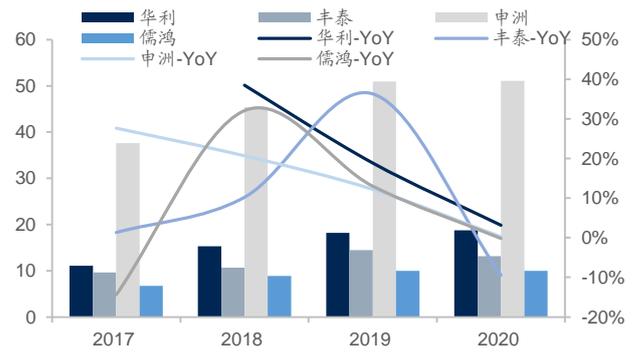
疫情前制鞋企业的业绩增速快于制衣企业，制鞋企业业绩受疫情打击更大。17-19 年制鞋企业的收入与净利润 CAGR 均高于制衣企业；20 年制鞋企业收入下滑而制衣企业收入上升；华利与申洲的归母净利润小幅上升而丰泰与儒鸿有所下滑。

图 45: 2017-2020 运动鞋服代工龙头收入与变化



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

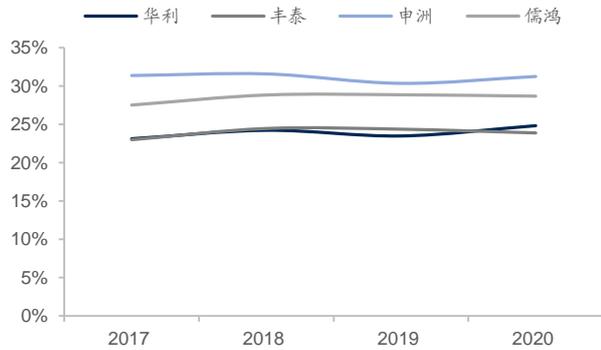
图 46: 2017-2020 运动鞋服代工龙头归母净利润与变化



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

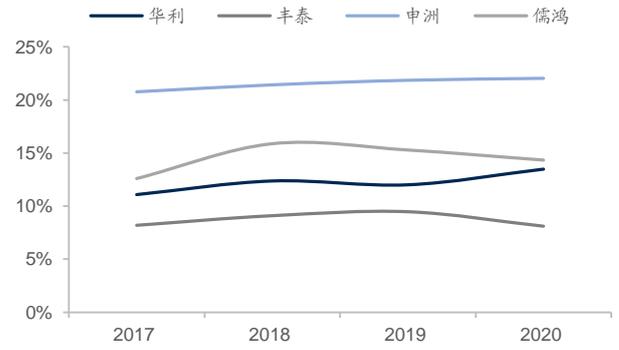
代工龙头利润率稳定, 申洲、儒鸿净利率高。制鞋企业如华利、丰泰的毛利率在 23%~25%之间, 而制衣企业如申洲、儒鸿的毛利率在 28%~32%之间, 这主要是由于申洲和儒鸿将更多的上游面料纳入生产环节实现更高的毛利率和净利率。

图 47: 2017-2020 运动鞋服代工龙头毛利率情况



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

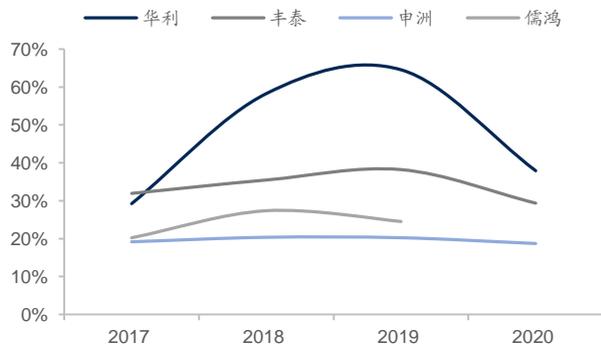
图 48: 2017-2020 运动鞋服代工龙头净利率情况



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

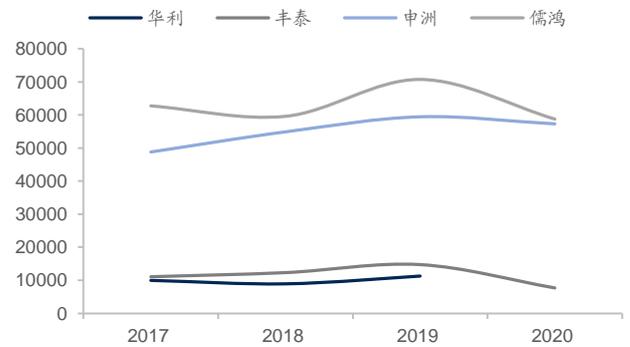
代工龙头 ROE 普遍较高, 终端加工环节周转较快。龙头公司 ROE 普遍较高, 华利、丰泰近年均超过 30%, 申洲、儒鸿超过 20%。代工行业的终端鞋服生产较为劳动密集型, 而中上游环节更加资本密集型的, 因此更为垂直整合的制衣行业对资本开支要求相对更高, 固定资产周转率较小; 而制鞋行业的终端环节较为复杂, 对工人的工时要求更高, 制鞋企业的人均净利润更低。

图 49: 2017-2020 运动鞋服代工龙头 ROE 情况



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 50: 2017-2020 运动鞋服代工龙头人均净利润情况



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理  
注: 儒鸿成衣制造约有 48% 左右外包, 外包工人数不计算在员工人数内

表 6: 鞋服代工龙头企业固定资产周转率

生产环节	公司	2019 年固定资产周转率
面料	互太	1.28
面料	超盈	0.88
面料+成衣	鲁泰	0.63
面料+成衣	申洲	1.53
面料+成衣	儒鸿	1.64
成衣	晶苑	2.48
成衣	聚阳	3.39
制鞋	裕元	2.27
制鞋	丰泰	2.16
制鞋	九兴	2.20
制鞋	华利	3.81

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

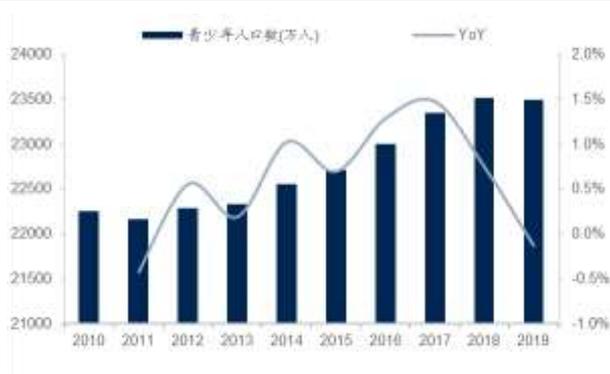
## 童装板块: 增长强劲, 市场份额向龙头集中

### 上游产业链配套完整, 下游受二胎政策和消费升级推动

上游制造端体系完整、配套成熟。经过多年的产业迁移, 我国的珠三角、长三角和环渤海地区已经形成了多个发达的专业化产业集群, 聚集了各大经验丰富的面辅料供应商和成衣厂商, 强大的加工能力和充足的产能充分满足了品牌服装企业对外包生产的要求。另外, 国内物流运输行业的快速发展也满足了品牌服装企业外包物流运输环节的经营需要, 对供应链管理的效率有很大的帮助。

二胎政策和消费升级推动下游消费端。自 2015 年二胎政策开放之后, 中国 0~14 岁青少年人口总数加速增长, 儿童鞋服的消费人群增加。同时, 随着消费升级的趋势, 人均童装和童鞋消费预算快速提升, 近年来人均童装消费的年增长率在 7%~13% 之间, 人均童鞋消费的年增长率在 6%~8% 之间。

图 51: 2010-2019 年青少年人口数



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 52: 2010-2019 年中国人均童装和童鞋消费预算



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

### 儿童鞋服为鞋服行业中增长最快的赛道之一

中国现在已经成为世界第一大服装市场, 多年来保持较高的增速。2019 年, 中国服装市场的规模已经达到了 2.2 万, 十年以来的 CAGR 为 6.2%, 在世界上处于领先水平。根据欧睿的预测数据, 考虑疫情的打击, 未来五年的 CAGR 将接近 7%, 虽然增速略有放缓, 但基数十分庞大。各个细分领域中, 童装与童鞋增速较快。2019 年, 中国童装/童鞋市场的规模分别为 2291.6 亿元/630.2 亿元, 近五年 CAGR 分别为 13.5%/9.5%。参考世界中美日等国的数据, 童装表现好于其他细分领域。

图 53: 2006~2025E 中国童装市场规模与增速



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 54: 2006~2025E 中国童鞋市场规模与增速



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 55: 2008~2019 年世界及中美日鞋服行业各细分市场 CAGR

服装

	世界	中国	美国	日本
服装-整体	1.20%	6.02%	0.29%	-1.29%
童装	1.86%	9.11%	0.13%	-0.71%
男装	1.06%	4.89%	0.45%	-1.00%
女装	1.06%	6.29%	0.28%	-1.68%
运动装	3.63%	8.55%	1.37%	5.59%

鞋类

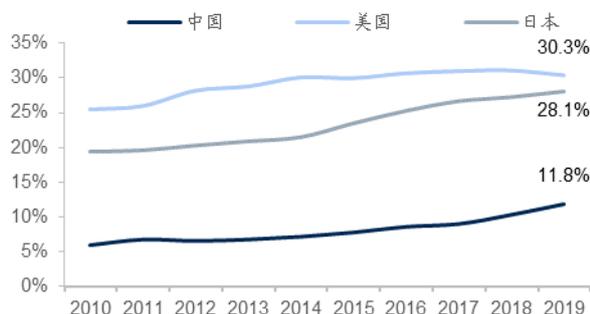
	世界	中国	美国	日本
鞋类-整体	1.86%	9.11%	0.13%	-0.71%
童鞋	1.95%	7.13%	1.79%	-0.22%
男鞋	1.99%	5.63%	2.11%	-0.27%
女鞋	0.97%	4.63%	0.01%	-0.90%
运动鞋	4.92%	10.17%	4.50%	4.06%

资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

童装童鞋行业龙头集中度快速提升

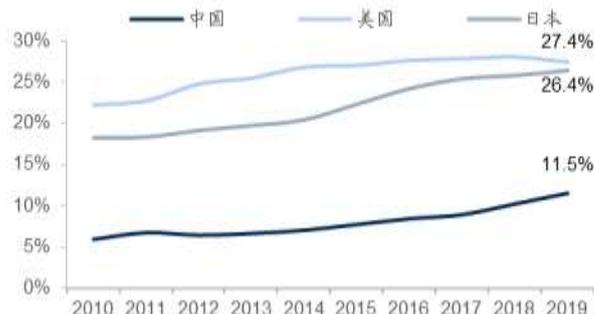
中国童装市场的集中度仅为美国和日本的 1/3~1/2。目前,中国童装行业的前五大公司集中度为 11.8%,远低于美国的 30.3%和日本的 28.1%;前五大品牌的集中度为 11.5%,远低于美国的 27.4%和日本的 26.4%。即使集中度仍处于较低的水平,但可以看出,中国童装行业的集中度具有加速提升的趋势。近五年来,中国前五大公司/品牌的集中度分别提升 4.6%/4.5%,而同期美国分别提升 0.3%/0.4%。

图 56: 2010-2019 年中美日童装前五大公司集中度比较



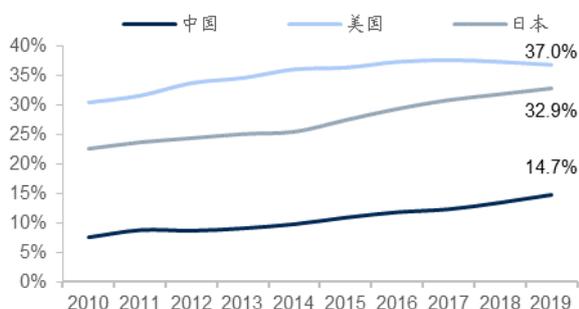
资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 57: 2010-2019 年中美日童装前五大品牌集中度比较



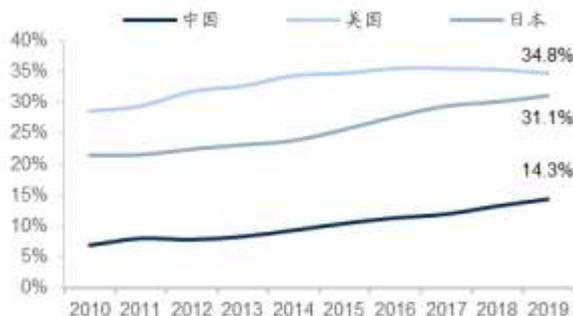
资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 58: 2010-2019 年中美日童装前十大公司集中度比较



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

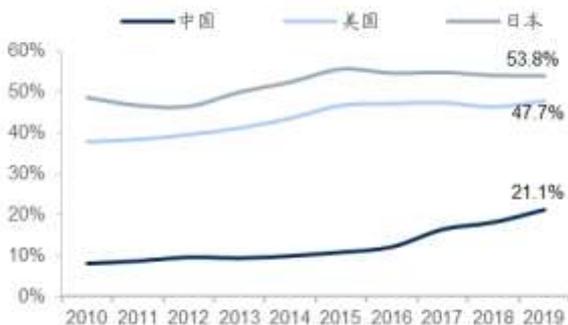
图 59: 2010-2019 年中美日童装前十大品牌集中度比较



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

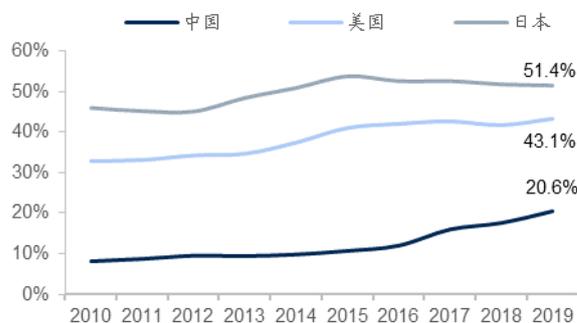
相比于童装, 中国童鞋市场的集中度提升更为快速。目前, 中国童鞋行业的前五大公司集中度为 21.1%, 远低于美国的 47.7%和日本的 53.8%; 前五大品牌的集中度为 20.6%, 远低于美国的 43.1%和日本的 51.4%, 近五年来中国/美国/日本的前五大品牌集中度分别提升 4.6%/0.3%/6.6%, 中国的集中度提升趋势更为明显。

图 60: 2010-2019 年中美日童鞋前五大公司集中度比较



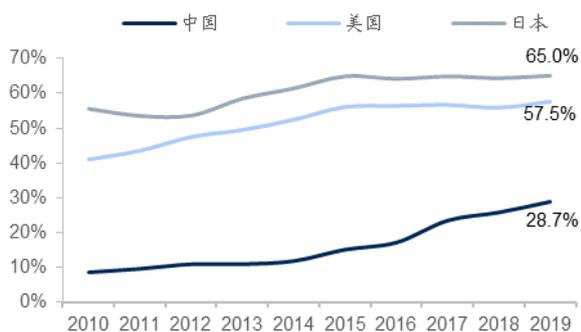
资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 61: 2010-2019 年中美日前五大童鞋品牌集中度比较



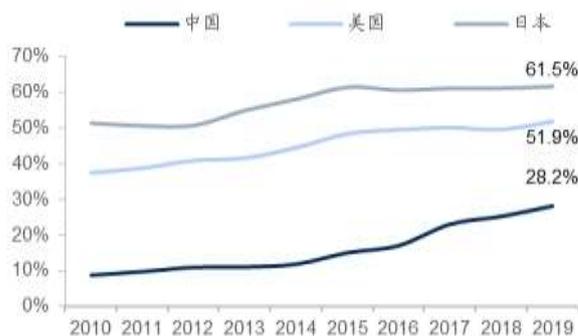
资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 62: 2010-2019 年中美日前十大大公司集中度比较



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 63: 2010-2019 年中美日前十大大品牌集中度比较



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

### 品牌定位比较: 巴拉巴拉布局大众市场, 全棉时代定位品质健康生活

**Top1 童装品牌巴拉巴拉规模持续领先、定位大众、线上发力新零售、线下大店效益较好。**具体来看:

1. **在规模方面, 巴拉巴拉处于领先地位。**巴拉巴拉 2019 年的收入规模约为 127 亿元, 分别为安踏儿童和安奈儿的近 4 倍和 10 倍。在店铺数量方面, 巴拉巴拉拥有 5790 家线下门店, 分别约为安踏儿童和安奈儿的近 2 倍和 4 倍。
2. **产品定位方面, 巴拉巴拉定位大众、性价比高。**巴拉巴拉的基本款 T 恤定价在 59 元, 比安踏儿童/安奈儿类似款的定价低 20~40 元; 巴拉巴拉的折扣率也略小于安踏儿童和安奈儿。2019 年巴拉巴拉的毛利率约为 46%, 在安踏儿童和安奈儿之间。
3. **渠道分布方面, 巴拉巴拉的线上布局较好、线下直营比例较高。**巴拉巴拉从 2012 年起布局电商, 目前已占据龙头位置, 线上收入占比为 37%, 远高于安踏儿童, 与安奈儿持平。线下渠道方面, 巴拉巴拉的直营比例为 22%, 高于安踏儿童, 低于直营为主的安奈儿。
4. **线下店铺方面, 巴拉巴拉店铺较大、效益较好。**巴拉巴拉和安踏儿童采用大店 (100 平方米以上) 的形式运营, 巴拉巴拉的平均店铺面积比安踏儿童大约 40 平方米, 而其坪效接近安踏儿童; 相比之下, 店铺面积较小、坪效较低的安奈儿略逊一筹。从库存方面来看, 巴拉巴拉的库存周转较快、渠道库存健康。



万个上升至 2019 年的 2.67 万个，复合增速为 40.1%。通过不断完善产品体系，全棉时代已拥有较为全面的品类布局，覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体，横跨高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、成人服饰、家纺用品等多条产品线，能满足顾客“一站式”购物体验。

- 2) **消费人群主要为中高层次年轻人群。**全棉时代超过 6 成的消费人群在 29 岁以下，大部分集中于 20~39 岁之间，与洁柔、babycare 相比客群更为年轻，而无印良品由于商品属性的原因，19 岁以下的青少年客群比例高于其他品牌。从消费者性别分布来看，全棉时代的女性客群略多但男女消费者较类似品牌较为平衡，男女比例与无印良品接近，男性用户比例明显多于母婴品牌 babycare。医疗背景的背书与优秀的产品把控能力使得全棉时代品牌“舒适、健康、环保”的产品形象深入人心，广受消费者认可，截至 2020 年 9 月，全棉时代会员数量已突破 2000 万人。

图 66：“全棉时代”百度搜索指数人群属性



资料来源:百度搜索指数, 国信证券经济研究所整理

- 3) **全棉时代未来主要在一二线城市拓店, 开店空间大。**截至 2020 年底, 全棉时代已在深圳、上海、北京、广州等全国 50 余个重点城市的中高端购物中心开设近 260 家线下门店, 目前门店基数较小, 参考类似以一二线购物中心为主的, 如 FILA、优衣库、无印良品等, 预计远期规模可达到 500-1000 家。门店扩张将通过直营与加盟两种模式齐头并进, 目前公司门店以直营为主, 未来将逐步放开加盟的发展, 公司计划 2021 年整体开店数量达到 100 家。

图 67: 品牌线下渠道同行对比

	巴拉巴拉	全棉时代	无印良品	优衣库	Fila
一线	10.1%	31.9%	28.9%	25.7%	27.8%
新一线	19.9%	48.6%	43.7%	26.0%	52.3%
二线	19.9%	19.4%	35.3%	21.9%	36.7%
三线	22.1%	16.3%	18.5%	14.8%	18.4%
四线	15.9%	6.6%	11.9%	9.7%	7.4%
五线	10.6%	9.0%	3.3%	1.9%	4.2%

资料来源: 百度地图, 国信证券经济研究所整理

## 重点公司: 多数公司业绩超预期, 基本面进一步加强

### 申洲国际: 稳步前行, 产能大年与需求复苏共振

2020 年, 公司实现收入 230.31 亿元, 同增 1.6%, 核心业务收入同增 3.7%, 符合预期; 归母净利润 51.07 亿元, 同增 0.2%。含汇兑损失 4.8 亿元, 加回后税前利润增长 7.6% 好于预期。分品类看, 运动/休闲/内衣/其他占比分别为 69.2%/19.5%/4.5%/6.8%, 其他品类含口罩约 14 亿元, 预计今年口罩占比明显下降, 而口罩产品毛利率与运动品类接近, 运动类产品将实现双位数增长。分客户看, 四大客户占比继续提升到 85%, 预计 Nike/优衣库/Adidas/PUMA 同比 -9%/27%/-0.1%/4.7%。

财务方面, 预计资本开支下降后产能将释放。资本开支预计由 2020 年的 23.2 亿元下降至 2021 年的 15-16 亿元。资本开支高峰过后效率爬坡, 指引 2021 年产能增长 15% 以上, 同时单价将同比回升, 产能利用率也将显著改善。

看好全球需求回暖背景下, 公司新增产能效益释放。考虑到公司 2021 年扣非利润好于预期, 我们上调盈利预测, 预计公司 21-23 年净利润分别同增 24.7%/19.0%/16.3%, 合理估值为 187.6-193.7 港元, 对应 22 年 PE 31x-32x, 维持“买入”评级。

表 7: 申洲国际盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
营业收入(百万元)	23,031	27,824	32,588	37,742
(+/-%)	1.6%	20.8%	17.1%	15.8%
净利润(百万元)	5,107	6,366	7,575	8,812
(+/-%)	0.2%	24.7%	19.0%	16.3%
每股收益(元)	3.40	4.24	5.04	5.86
毛利率	31.2%	31.5%	31.9%	32.2%
经营利润率	23.0%	24.8%	25.6%	25.9%
净利率	22.2%	22.9%	23.2%	23.3%
净资产收益率(ROE)	19.5%	21.8%	22.8%	23.2%
市盈率(PE)	50.7	40.7	34.2	29.4
市净率(PB)	9.5	8.3	7.3	6.4

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

### 安踏体育: 主业转型顺利, 业绩超预期, 成长动力充足

2020 年, 公司营收/归母净利润 355.1/51.6 亿元, 分别同减 3.4%/3.6%, 不含汇兑损失的归母净利润同增 2.9%, 好于预期。分品牌看, 安踏/FILA/其他品牌分别同比 -9.7%/+18.1%/+35.4%。

2021 年 Q1, 公司安踏/FILA/其他品牌流水分别录得 40-45%/75-80%/115%-12% 的增长。

疫情影响下，公司主业表现超预期，安踏品牌顺利转型，多品牌高歌猛进，再次印证公司的经营实力。一季度多品牌成长迅猛，国货机遇下加强品质升级，我们看好多品牌孵化带来长期深耕运动市场的广阔前景。我们预计21-23年净利润分别同增53.1%/25.7%/25.9%，EPS分别为2.93/3.68/4.63元，当前股价对应PE分别为44.9x/35.7x/28.4x，维持“买入”评级。

**表8：安踏体育盈利预测及重要市场数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35,512	47,272	56,862	67,754
(+/-%)	4.7%	33.1%	20.3%	19.2%
净利润(百万元)	5,162	7,904	9,933	12,505
(+/-%)	-3.4%	53.1%	25.7%	25.9%
每股收益(元)	1.91	2.93	3.68	4.63
毛利率	58.2%	59.1%	59.9%	60.4%
经营利润率	30.1%	25.5%	26.1%	27.0%
净利率	14.5%	16.7%	17.5%	18.5%
净资产收益率(ROE)	21.5%	26.8%	28.0%	29.9%
市盈率(PE)	68.8	44.9	35.7	28.4
EV/EBITDA	32.6	36.7	29.8	24.3
市净率(PB)	14.8	12.0	10.0	8.5

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理预测

### 李宁：业绩超预期，看好正循环持续

2020年，公司营收/扣非后净利润为144.6/17.0亿元，分别同增4.2%/34.2%，毛利率持平，经营利润率和净利率分别+4.1 p.p./+2.6 p.p.。全年全平台/线下渠道流水分别+1%/-5%。

2021年Q1，李宁全平台/线下渠道零售流水按年分别录得80-90%高段/80-90%低段增长。事件发生后，李宁官方旗舰店3月25日-4月13日销售额两周内同比增长254%，品牌势能强劲。

公司疫情之下逆势扩张利润，彰显品牌力、经营效益释放，又在消费复苏叠加国货高度景气机遇下，一季度流水表现超预期，我们预计公司21-23年净利润同增39.4%/29.1%/29.4%，EPS分别为0.98/1.26/1.64元，当前股价对应PE分别为58.1x/43.2x/32.8x，维持“买入”评级。

**表9：李宁盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,457	19,296	23,636	28,379
(+/-%)	4.2%	33.5%	22.5%	20.1%
净利润(百万元)	1,698	2,497	3,363	4,428
(+/-%)	13.3%	47.0%	34.7%	31.7%
每股收益(元)	0.70	1.03	1.39	1.83
毛利率	49.1%	51.9%	52.0%	52.2%
经营利润率	12.8%	17.1%	19.2%	21.2%
净利率	11.7%	12.9%	14.2%	15.6%
净资产收益率(ROE)	19.6%	23.9%	26.3%	29.5%
市盈率(PE)	85.5	58.1	43.2	32.8
EV/EBITDA	52.6	51.3	37.2	28.8
市净率(PB)	16.7	13.9	11.4	9.7

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理预测

### 特步国际：Q1流水超预期，长期看好多品牌成长空间

2020年，公司营收/归母净利润为81.7/5.1亿元，分别同比-0.1%/-25.6%，好于预期。分品牌看，主品牌/运动时尚品牌/专业运动品牌分别占比86.9%/12.2%/0.9%，同比-7.9%/+114%/+800%。

2021年Q1,特步主品牌零售销售录得同比55%的增长,零售折扣为平7-7.5折,环比20年Q4的6.5-7折改善5个点,基本恢复到19年Q1(7.5折)的折扣水平。预计全年流水增速在15%~20%,未来2~3年有望维持中双位数。新品牌也将持续发力,索康尼预计今年大幅增长,整体亏损有望收窄。公司20年疫情风险可控,长期主品牌与新品牌均具较多增长动力。一季度公司流水增长超预期,库存折扣健康,为全年创新良好开局,我们预计21-23年净利润分别同比32.3%/22.5%/21.4%,EPS分别为0.26/0.32/0.39元,当前股价对应PE分别为27.7x/22.6x/18.6x,合理估值为7.2-7.6港元(22年PE19-20x),维持“买入”评级。

**表 10: 特步国际盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,172	9,146	10,389	11,751
(+/-%)	-0.1%	11.9%	13.6%	13.1%
净利润(百万元)	513	679	832	1,010
(+/-%)	-29.5%	32.3%	22.5%	21.4%
每股收益(元)	0.20	0.26	0.32	0.39
毛利率	39.1%	39.7%	40.0%	40.0%
EBIT Margin	7.5%	8.5%	9.4%	9.9%
净利率	6.3%	7.4%	8.0%	8.6%
净资产收益率(ROE)	7.1%	9.1%	10.6%	12.3%
市盈率(PE)	36.6	27.7	22.6	18.6
EV/EBITDA	54.3	28.2	22.5	19.5
市净率(PB)	2.6	2.5	2.4	2.3

资料来源:公司资料,国信证券经济研究所整理预测

### 波司登: 业绩超预期, 品牌势能强劲

公司预计,20/21 财年收入预计取得 10%-15% 的增长,归母净利润预计取得约 40% 的增长,好于市场预期。分业务看,品牌羽绒服业务收入增长好于整体收入,OEM 与女装业务有小幅下滑。2020/21 财年流水增长快于收入增长,利润率提升超预期。

公司此前公告,2020/21 财年前九个月,公司羽绒服业务波司登品牌流水增长 25% 以上,其他品牌流水增长 40% 以上。阿里第三方线上数据显示,2020 年 12 月至 2021 年 3 月的累计 4 个月,波司登天猫官方旗舰店销售额同比增长 42.2%。

出色的流水增长和毛利率表现印证了公司的品牌力,疫情下收入增长低于流水增长显示了渠道库存去化结果,看好公司未来在品牌势能提升和健康渠道库存下保持业绩长期健康增长。我们预计公司 21-23 财年净利润同增 40%/23.6%/19.4%,EPS 分别为 0.16/0.19/0.23 元,当前股价对应 PE 分为 24.6x/20.4x/17.4x。公司合理估值为 4.8-5.0 港元,维持“买入”评级。

**表 11: 波司登盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,217	14,072	16,421	18,844
(+/-%)	17.6%	15.2%	16.7%	14.8%
净利润(百万元)	1203	1578	1900	2227
(+/-%)	22.6%	31.2%	20.4%	17.2%
每股收益(元)	0.11	0.15	0.18	0.21
EBIT Margin	12.7%	14.9%	15.4%	15.6%
净资产收益率 (ROE)	11.8%	14.6%	16.4%	17.8%
市盈率 (PE)	32.3	24.6	20.4	17.4
EV/EBITDA	25.8	20.0	16.8	14.8
市净率 (PB)	3.8	3.6	3.3	3.1

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

### 滔搏: 业绩超预期, 看好低估值龙头增长潜力

2020 年, 公司实现收入 360.09 亿元, 同比+6.9%; 归母净利润 27.7 亿元, 同比+20.3%。分品牌看, 主品牌 Nike 和 Adidas 收入 314.4 亿元, 同增 6.6%, 其他 9 个国际品牌收入 4.25 亿, 同增 9.3%。新疆棉事件发生后, 公司在货品方面进行动态管理, 折扣方面得到品牌商支持略微降低。公司 4 月份销售同比 2020 年正增长, 五一对比 19 年正增长, 鉴于较好的恢复趋势, 公司没有调低全年增长计划。

公司在疫情下和事件后的恢复均在业内领先, 再次证明优秀的管理运营能力, 我们看好公司通过零售数字化转型在长期加深与品牌的合作并推动增长提效。我们预计公司 22-24 财年净利润分别同增 16%/19.1%/17.4%, 上调合理估值为 14.9-15.6 港元 (对应 FY23 PE20-21x), 维持“买入”评级。

**表 12: 滔搏盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入(百万元)	36,009	41,120	47,956	54,923
(+/-%)	6.9%	14.2%	16.6%	14.5%
净利润(百万元)	2,770	3,214	3,827	4,494
(+/-%)	20.3%	16.0%	19.1%	17.4%
每股收益(元)	0.45	0.52	0.62	0.72
毛利率	40.8%	42.5%	42.6%	42.8%
经营利润率	11.1%	11.3%	11.5%	11.8%
净利率	7.7%	7.8%	8.0%	8.2%
净资产收益率 (ROE)	27.4%	34.5%	38.0%	36.1%
市盈率 (PE)	22.33	19.25	16.17	13.77
市净率 (PB)	9.55	8.76	7.76	6.78

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

### 宝胜国际: Q1 业绩超预期, 事件影响有所好转

2020 年, 公司实现收入 256.11 亿元, 同比-5.8%; 归母净利润 3.03 亿元, 同比-63.7%。分渠道看, 线上/线下收入分别同比+27.6%/-10.6%, 占比为 83:17。

2021 年 Q1, 公司实现营收 73.07 亿元, 同比增长 47.7%, 比 19 年同期增长 10.8%; 归母净利润 3.57 亿元, 去年同期则亏损 1.65 亿元, 比 19 年同期增长 86.0%。逐月看营收端, 1/2/3/4 月收入分别同比 -19.9%/+695.1%/+55.0%/-11.4%, 比 2019 年分别同比 -0.2%/+40.7%/+0.1%/-22.0%; 5 月至今事件影响有所缓和, 相比 2019 年的销售跌幅收窄到 5-10% 的范围内。公司正逐步恢复正常化, 对年内实现高双位数的收入增长和 7% 的经营利润率仍有较高的信心。

我们认为公司本季度的利润与库存表现好于预期, 而 Q2 受事件影响销售有

所低于预期,我们看好后续事件影响淡化和内生经营改善带来的利润弹性释放空间。我们维持盈利预测,预计 21-23 年净利润增速分别为 255.7%/36.3%/17.1%,EPS 分别为 0.2/0.27/0.32 元,当前股价对应 PE 分别为 8.1x/6.0x/5.1x,上调合理估值至 2.87-3.11 港元(对应 2021 年 12-13xPE),维持“买入”评级。

**表 13: 宝胜国际盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,611	29,333	34,025	38,658
(+/-%)	-5.8%	14.5%	16.0%	13.6%
净利润(百万元)	303	1,077	1,468	1,719
(+/-%)	-63.7%	255.7%	36.3%	17.1%
每股收益(元)	0.06	0.20	0.27	0.32
毛利率	30.6%	33.7%	34.2%	34.5%
经营利润率	2.6%	5.9%	6.8%	7.1%
净利率	1.2%	3.7%	4.3%	4.4%
净资产收益率(ROE)	3.9%	13.0%	16.2%	17.4%
市盈率(PE)	29.0	8.1	6.0	5.1
EV/EBITDA	8.3	11.9	9.5	8.2
市净率(PB)	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源:公司资料,国信证券经济研究所整理预测

### 森马服饰:业绩连续兑现,库存优化重启成长

2020 年,公司营收/归母净利润为 151.2/8.0 亿元,分别同减 21.6%/48.2%。剔除 Kidiliz 影响,公司 2020 年营收/归母净利润约 140/13 亿元,分别下滑中双位数/约 30%。

2021 年 Q1,公司营收/归母净利润为 33.1/3.5 亿元,分别同增 20.9%/1916.8%。剔除 Kidiliz 影响,21Q1 营收/归母净利润分别同增 33.1%/201.4%;与 19Q1 相比,营收/归母净利润分别同减 0.2%/6.1%。

公司 2020 年剥离亏损业务后,主业兑现了龙头品牌业绩的韧性,2021 年 Q1 业绩复苏好于同业,渠道库存优化和电商新零售表现出众,为长期发展奠定良好基础。公司兼具长期景气成长性与短期疫情后业绩显著拐点,当前估值吸引力强。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.65/0.81/0.96 元,当前股价对应 PE 为 18.5x/14.8x/12.5x,维持“买入”评级。

**表 14: 森马服饰盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,205	17,099	19,644	22,521
(+/-%)	-21.4%	12.5%	14.9%	14.6%
净利润(百万元)	806	1,741	2,175	2,577
(+/-%)	-48.0%	116.1%	24.9%	18.5%
每股收益(元)	0.30	0.65	0.81	0.96
EBIT Margin	12.1%	15.6%	16.8%	17.3%
净资产收益率(ROE)	7.0%	14.4%	16.8%	18.5%
市盈率(PE)	40.1	18.5	14.8	12.5
EV/EBITDA	18.0	13.0	10.9	9.6
市净率(PB)	2.8	2.7	2.5	2.3

资料来源:公司资料,国信证券经济研究所整理预测

### 稳健医疗:亮眼业绩助推未来品牌启航

2020 年,公司营业收入 125.3 亿元,同比大增 174.0%;归母净利润 38.1 亿元,同比大增 597.5%。分业务看医疗/消费品/全棉水刺无纺布业务占营收比分别为 69.3%/28.1%/1.9%,收入增速分别为 630.4%/16.0%/-19.0%。2021 年 Q1,公司收入 22.7 亿元,同增 53.0%;归母净利润 4.8 亿元,同

增 50.7%。分业务看，医疗/消费品/全棉水刺无纺布业务，收入增速分别为 67.2%/40.4%/-16.7%。

疫情后医用低值耗材行业长期呈现持续扩容趋势，随公司品牌力提升，以及全棉时代产品、研发和渠道的多方位发力，公司长期潜力将得到逐渐释放。我们维持盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别同比-54%/24%/25.2%，EPS 分别为 4.11/5.1/6.38 元，当前股价对应 PE 为 27.4x/22.3x/18.5x，合理估值为 173.3-178.4 元（2022PE34-35x），维持“买入”评级。

**表 15：稳健医疗盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,534	11,355	13,762	16,359
(+/-%)	174.0%	-9.4%	21.2%	18.9%
净利润(百万元)	3810	1996	2458	2955
(+/-%)	597.5%	-47.6%	23.1%	20.2%
每股收益(元)	8.93	4.68	5.76	6.93
EBIT Margin	42.5%	20.6%	20.9%	21.0%
净资产收益率 (ROE)	36.4%	16.7%	17.8%	18.6%
市盈率 (PE)	14.4	27.4	22.3	18.5
EV/EBITDA	10.4	22.0	17.6	14.9
市净率 (PB)	5.2	4.6	4.0	3.5

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理预测

### 开润股份：看好后疫情恢复弹性，期待重回增长

2020 年，公司收入/归母净利润分别为 19.4/0.8 亿元，分别同减 27.9%/65.5%，经营性现金流为 1.3 亿元，同减 5.5%，包括 1771.7 万元的资产减值损失，比上期增加 1143.6 万元。分业务看，2B 业务收入为 11.8 亿元，同减 10.5%，毛利率为 29.2%，同减 3.4 p.p.；2C 业务收入为 7.3 亿元，同减 43.1%，毛利率为 24.5%，同减 3.3 p.p。

2021 年 Q1，公司收入/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 4.5/0.5/0.2 亿元，分别同比-16.0%/+41.8%/-28.6%。分业务看，预计 2B/2C 业务收入分别同减 20%/10%。

公司 20 年业绩受疫情影响较大，但经营性现金流降幅小于利润，21 年年初至今天猫旗舰店同比增长迅猛，预计业绩拐点将逐步显现。长期看，公司积极布局，通过 B 端内生外延产能扩张，以及 C 端产品纵向横向发展，空间广阔。我们预计公司 21-23 年净利润分别同比+230.0%/+29.5%/+24.8%，EPS 分别为 1.07/1.39/1.73 元，对应 21 年 29-30 倍 PE 合理估值区间为 31.1-32.1 元，上调“买入”评级。

**表 16：开润股份盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	3,215	3,957	4,706
(+/-%)	-27.9%	65.4%	23.1%	18.9%
净利润(百万元)	78	257	333	416
(+/-%)	-65.5%	230.0%	29.5%	24.8%
每股收益(元)	0.32	1.07	1.39	1.73
EBIT Margin	8.6%	10.2%	10.6%	11.0%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	14.5%	16.5%	18.0%
市盈率 (PE)	69.2	21.0	16.2	13.0
EV/EBITDA	34.9	19.9	16.1	13.4
市净率 (PB)	3.4	3.0	2.7	2.3

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理预测

## 投资建议：聚焦长青赛道，布局优质企业

中国纺织服装行业的消费市场与供应链均具有全球领先的吸引力，竞争激烈但空间亦广阔。从点板块来看，我们认为运动、代工、童装行业龙头具有长久的生命力：

- 1、运动板块：2020年中国运动鞋服规模达3150亿元，CAGR5 13.5%，仍有较大提升潜力。行业龙头经过竞争与洗牌，已经显示出全方位的竞争实力，并且中国企业通过品牌升级、渠道提效、供应链快反，正在迅速崛起。
- 2、代工板块：中国纺织服装产业链具有遥遥领先的全球竞争力，运动鞋服头部品牌背后的龙头代工企业壁垒深厚，集中趋势明显，且议价力凸显，呈现出增长快、确定性强、roe高的特点，疫情之下彰显业绩韧性强。
- 3、童装板块：需求受二孩政策和消费升级推动，行业增长强劲，近五年CAGR为13.5%，且中国童装的集中度低、提升快，龙头品牌具有规模、效率、定位、品牌等多方面的竞争优势，空间广阔。

具体公司方面，我们持续看好品牌力、产品力领先，经营效率与健康度领先的优质企业。港股重点推荐申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏、特步国际、波司登，A股重点推荐森马服饰、稳健医疗。

**附表：相关公司盈利预测及估值**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
02020	安踏体育	买入	128.42	1.92	2.93	3.68	66.9	43.9	34.9	14.5
02331	李宁	买入	58.59	0.69	0.95	1.23	84.7	61.7	47.6	16.8
06110	滔搏	买入	9.86	0.45	0.52	0.62	22.1	19.0	16.0	-
03813	宝胜国际	买入	1.60	0.06	0.20	0.27	27.8	8.0	5.8	1.1
01368	特步国际	买入	7.00	0.21	0.26	0.31	33.6	27.0	22.8	2.5
01361	361度	无评级	2.90	0.20	0.23	0.28	14.4	12.6	10.3	0.9
03818	中国动向	无评级	0.80	0.00	0.16	0.10	-	5.2	8.0	-
NKE	耐克	无评级	868.90	19.23	24.66	28.84	45.2	35.2	30.1	26.4
LULU	露露柠檬	无评级	2057.50	29.25	43.00	53.16	70.3	47.9	38.7	21.6
ADS	阿迪达斯	无评级	2329.08	17.25	64.09	82.57	135.0	36.3	28.2	8.6
02313	中洲国际	买入	168.39	3.40	4.29	5.07	49.5	39.2	33.2	9.3
00551	裕元集团	无评级	16.62	-0.37	0.97	1.34	-45.2	17.2	12.4	1.1
02232	晶苑国际	无评级	2.84	0.25	0.31	0.36	11.5	9.2	8.0	1.1
02678	天虹纺织	无评级	9.90	0.57	1.65	2.00	17.4	6.0	4.9	1.2
601339	百隆东方	增持	5.33	0.25	0.29	0.33	21.3	18.4	16.2	1.0
000726	鲁泰A	无评级	6.36	0.11	0.58	0.92	57.8	10.9	6.9	0.7
300577	开润股份	买入	22.45	0.36	0.65	0.81	62.4	34.8	27.8	3.6
603558	健盛集团	无评级	8.20	-1.31	0.69	0.89	-6.3	11.9	9.2	1.4
002042	华孚时尚	无评级	5.26	-0.31	0.31	0.37	-17.0	16.9	14.3	1.4
1476	儒鸿	无评级	148.17	3.39	3.91	4.36	43.8	37.8	34.0	9.8
1477	聚阳实业	无评级	64.95	2.08	2.45	2.74	31.3	26.5	23.7	12.6
9910	丰泰企业	无评级	55.93	1.27	1.74	1.97	44.1	32.2	28.3	10.8
300979	华利集团	无评级	94.96	1.79	2.19	2.79	53.1	43.4	34.1	10.1
300888	稳健医疗	买入	138.15	9.80	4.68	5.76	14.1	29.5	24.0	5.6
002563	森马服饰	买入	11.97	0.30	0.62	0.72	39.9	19.2	16.7	2.8
600398	海澜之家	增持	7.07	0.41	0.70	0.84	17.2	10.1	8.5	2.3
603877	太平鸟	无评级	52.30	1.51	1.98	2.42	34.6	26.4	21.6	6.4
002029	七匹狼	无评级	6.39	0.28	0.36	0.41	22.8	17.7	15.6	0.8
601566	九牧王	无评级	11.19	0.64	0.66	0.73	17.5	16.9	15.4	1.5
002293	罗莱生活	无评级	14.44	0.71	0.85	0.99	20.4	16.9	14.6	2.8
01234	中国利郎	买入	4.06	0.47	0.55	0.63	8.7	7.4	6.5	1.3
03998	波司登	买入	3.47	0.15	0.18	0.21	23.7	19.7	16.8	-
ITX.MA	Inditex	无评级	241.72	9.07	7.93	9.24	26.7	30.5	26.2	6.5
9983	迅销	无评级	5215.09	51.39	123.66	139.25	101.5	42.2	37.5	9.6
002832	比音勒芬	增持	21.57	0.91	1.09	1.37	23.7	19.9	15.7	5.0
603808	歌力思	增持	14.77	1.34	1.10	1.30	11.0	13.5	11.4	2.2
603587	地素时尚	无评级	20.12	1.31	1.52	1.76	15.4	13.2	11.5	2.8
603839	安正时尚	无评级	10.19	0.50	0.77	0.86	20.4	13.2	11.8	1.5
03306	江南布衣	无评级	11.90	0.68	0.94	1.07	17.5	12.6	11.1	4.2
03709	赢家时尚	无评级	8.63	0.67	0.83	0.92	12.8	10.4	9.4	1.7
01913	普拉达	无评级	43.57	-0.17	0.50	0.80	-258.6	86.6	54.7	4.9
MC.PA	LVMH	无评级	5034.76	110.65	114.64	133.37	45.5	43.9	37.8	8.7
KER.PA	Kering	无评级	5719.63	142.87	172.65	200.40	40.0	33.1	28.5	7.8
CFR.SIX	历峰集团	无评级	756.32	38.31	10.68	19.88	19.7	70.8	38.0	59.2
RMS.PA	Hermes	无评级	8851.99	155.91	121.91	141.94	56.8	72.6	62.4	16.3

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032