# 纺织服装

## 运动鞋服赛道全面重估的周期

**短期回顾：流水表现靓丽，渠道库存健康。**安踏品牌/FILA 品牌/李宁品牌/特步品牌 Q1 流水同比增长 40%+/75%+/80%+/55%左右，其中电商渠道增长亮眼，根据电商渠道占比我们测算安踏电商/FILA 电商/李宁电商同比增长 60%+/40%+/100%左右。Q2 终端流水在同期基数提升下延续高增长态势。根据线下门店销售情况沟通我们判断，目前安踏大货/FILA 品牌线下库销比分别为 5/6 左右，零售折扣在 7.3 折/7.8 折左右；李宁品牌大货折扣接近 2019 年水平，中国李宁系列已恢复正常；特步品牌终端折扣较 Q1 的 7-7.5 折进一步收窄，基于目前品牌终端流水恢复情况，我们预计全年有望恢复正常水平（7.5 折左右）。

**需求端&供给端：运动市场规模提升，本土品牌迎来机遇。**疫情刺激居民健康意识提升，叠加国家政策支持，全民运动消费需求迎来新一轮增长阶段。据彭博所载的行业数据库统计，2020 年中国运动鞋服市场渗透率仅为 13%，低于美国和全球平均水平，彭博数据库预计 2021E-2025E 中国运动鞋服市场规模 CAGR 为 14%，高于同期全球增速（9%）。随着国家综合国力的不断提升，消费者对于民族品牌的支持力持续升高，同时伴随本土品牌力的增强，国产品牌受到越来越多的青睐，因此长期我们判断，国产运动品牌市场份额提升空间明显。

**制造端：消费市场火热向上传导，龙头制造公司更强。**申洲国际疫情期间凭借稳定供应能力龙头地位进一步凸显，2020 年公司总收入增长 1.6%至 230.6 亿元，归母净利润增长 0.2%至 51.1 亿元。长期我们判断：1）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。2）公司将着力于数字化技术的应用，对生产环节进行赋能，提升生产效率，并实现“绿色生产”。3）加大对于新材料、新技术的重视与投入，实现劳动密集型企业向科技引领型企业转型。

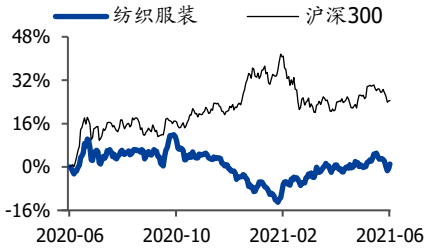
**超预期基本面支撑下，板块迎来重估周期。**1）横向来看：运动鞋服作为高景气板块享有更高估值。据 Wind 数据，运动板块过往 3 年 PE（TTM）平均值 26.8 倍（大众服饰板块 17.0 倍/中高端服饰 16.4 倍）。大幅高于大众服饰板块 20.7 倍/中高端服饰 18.5 倍；2）纵向来看，当前运动板块 PE（TTM）54.5 倍，处于历史高位。我们认为龙头公司表现屡超预期，高景气基本面增长支撑市场信心持续上涨，运动赛道迎来全面重估的周期。

**投资建议。**我们坚定看好高景气、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，冰雪运动等细分领域兴起给品牌带来新机会。2）龙头公司产品和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、李宁、特步国际、申洲国际】，目前对应 21 年 PE 分别为 50/75/42/37 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。

**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

1、《医美行业：科技变美，服务赋能——2021 中期策略》2021-06-09

2、《纺织服装：行业复苏，优选公司》2021-06-01

3、《纺织服装：考验中的机遇——2020 年报、2021Q1 季报分析》2021-05-04

**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 | 2.94 | 3.70 | 4.83 | 76.5 | 49.7 | 39.5 | 30.3 |
| 02331.HK | 李宁 | 买入 | 0.68 | 0.89 | 1.12 | 1.35 | 97.1 | 74.7 | 59.1 | 49.1 |
| 01368.HK | 特步国际 | 买入 | 0.20 | 0.26 | 0.30 | 0.37 | 55.8 | 42.0 | 36.0 | 29.9 |
| 02313.HK | 申洲国际 | 买入 | 3.40 | 4.28 | 5.05 | 5.81 | 46.6 | 37.0 | 31.4 | 27.3 |

*资料来源：Wind，国盛证券研究所*

## 内容目录

短期回顾：流水表现靓丽，渠道库存健康 ..... 3
长期展望：运动市场规模提升，本土品牌迎来机遇 ..... 4
需求端：运动需求高涨+渗透率较低，市场规模提升存在空间 ..... 4
供给端：品牌力提升+民族意识推动，本土品牌迎来发展机遇 ..... 5
制造端：消费市场火热向上传导，龙头制造公司更强 ..... 7
估值层面：迎来全面重估周期 ..... 8
投资建议 ..... 10
安踏体育：盈利预喜业绩靓丽，主品牌加速计划推进 ..... 11
李宁：强产品力+高效营销助推品牌力持续提升 ..... 11
特步国际：帕拉丁&盖世威获高瓴投资 ..... 12
申洲国际：短期东南亚疫情影响可控，即将迎来产能释放周期 ..... 13
风险提示 ..... 13

## 图表目录

*图表 1：运动鞋服重点公司各品牌龙头单季度流水增速（%）* ..... 3
*图表 2：运动鞋服重点公司全年表现预测（%）* ..... 4
*图表 3：居民健身意愿增强* ..... 4
*图表 4：2007-2035 年我国经常参加体育锻炼人数占比（%）* ..... 4
*图表 5：中国/美国/世界运动鞋服渗透率（%）* ..... 5
*图表 6：运动鞋服市场规模（百万美元，%）* ..... 5
*图表 7：运动品牌篮球鞋矩阵（元）* ..... 6
*图表 8：运动品牌跑鞋矩阵（元）* ..... 6
*图表 9：肖战代言李宁/王一博代言安踏（所穿着为中国李宁、安踏国旗款）* ..... 6
*图表 10：景甜/范丞丞代言特步（所穿着为少林系列）* ..... 6
*图表 11：2011-2020 年运动鞋服品牌市场份额（%）* ..... 7
*图表 12：2021/01/04 至今运动鞋服产业链龙头安踏体育、李宁、申洲国际、滔搏股价涨跌幅（%）* ..... 8
*图表 13：过去 3 年运动鞋服/中高端服饰/大众服饰板块 PE（TTM）及均值* ..... 9
*图表 14：运动鞋服龙头 PE（TTM）* ..... 9
*图表 15：安踏体育 PE Band* ..... 10
*图表 16：李宁 PE Band* ..... 10
*图表 17：特步国际 PE Band* ..... 10
*图表 18：申洲国际 PE Band* ..... 10
*图表 19：安踏体育盈利预测和估值（单位：人民币）* ..... 11
*图表 20：李宁盈利预测和估值（单位：人民币）* ..... 12
*图表 21：特步国际盈利预测和估值（单位：人民币）* ..... 12
*图表 22：申洲国际盈利预测和估值（单位：人民币）* ..... 13

## 短期回顾：流水表现靓丽，渠道库存健康

2020 上半年新冠疫情的突发导致终端消费断崖式下跌，并带来一定程度的库存问题，后随着国内疫情防控形势的转好与电商渠道销售助力，终端消费恢复迅速，同时得益于公司良好的渠道库存管理策略，行业性的库存问题已经逐步消解，渠道库存逐渐恢复健康。

- **零售端：**根据公司公告披露，安踏品牌/FILA 品牌/李宁品牌/特步品牌 Q1 流水同比增长 40%+/75%+/80%+/55%左右，其中电商渠道增长依然亮眼，根据电商渠道占比，我们测算安踏电商/FILA 电商/李宁电商同比增长 60%+/40%+/100%左右。

*图表 1：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*

- **进入 Q2，得益于品牌在产品和营销方面的着力升级叠加新疆棉事件爆发带来民族品牌认可度的大幅提升，终端流水在 2020 年同期基数提升下延续高增长态势。**6 月 17 安踏体育发布 2021H1 盈利预喜公告，上半年集团报表取得营收/业绩同比增长 50%+/110%+的亮眼表现。特步品牌 4 月份流水较 2019 年实现 20%+增长，5 月份以来高增长延续。李宁品牌 4-5 月终端流水整体表现靓丽。

- **渠道库存和终端折扣伴随着流水的快速增长也逐渐恢复健康。**根据线下门店销售情况沟通我们判断，目前安踏大货/FILA 品牌线下库销比分别为 5/6 左右，零售折扣在 7.3 折/7.8 折左右，均处于健康水平；李宁品牌大货折扣接近 2019 年水平，中国李宁系列已恢复正常；特步品牌终端折扣较 Q1 的 7-7.5 折进一步收窄，基于目前品牌终端流水恢复情况，我们预计全年有望恢复正常水平（2019 年：7.5 折左右）。

**全年我们判断，上半年的利好因素预计下半年仍然会存在，因此我们乐观看待下半年运动鞋服的亮眼表现有望持续。**1）随着双奥的迫近，下半年我们判断运动鞋服品牌会进一步增加营销活动的投入从而对于终端流水和报表段收入表现起到增强作用；2）消费者对于本土品牌的支持力持续高涨，618 促销节期间，国产品牌折扣率同比明显收窄。

*图表 2：运动鞋服重点公司全年表现预测（%）*

| | 安踏体育 | 李宁 | 特步国际 |
|---|---|---|---|
| 收入增速 | 35%+<br>安踏品牌 25%+<br>FILA 品牌 30%+ | 25%+ | 15%+<br>特步品牌 15%+ |
| 业绩增速 | 50%+ | 30%+ | 30%+ |

*资料来源：国盛证券研究所预测*

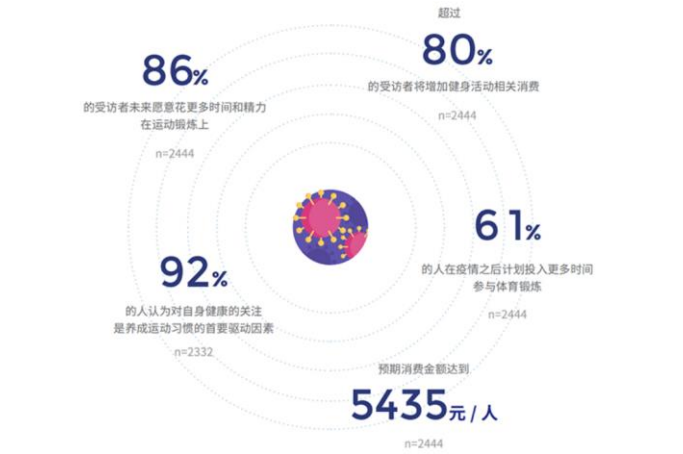
# 长期展望：运动市场规模提升，本土品牌迎来机遇

## 需求端：运动需求高涨+渗透率较低，市场规模提升存在空间

**疫情刺激居民健康意识提升，叠加国家政策支持，全民运动消费需求迎来新一轮增长阶段。**长期以来随着生活水平的提升，对于健康的重视也是与日俱增，2020 年新冠疫情的突发将居民的健康意识和需求快速拉升到新的高度。根据中国体育用品业联合会同尼尔森发布的调研报告《2020 年大众健身行为和消费研究报告》显示，超过 80%的受访者疫情后将增加健身活动相关的消费，86%的受访者未来愿意花更多的时间和精力在运动锻炼上，92%的人认为对自身健康的关注是养成运动习惯的首要驱动因素。

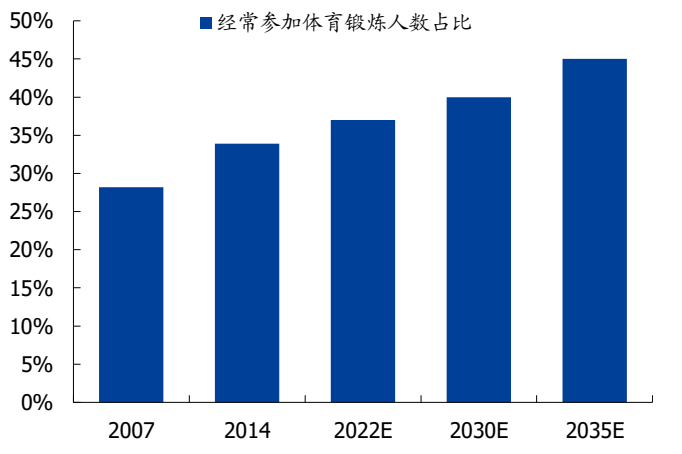
而在政策层面，2021 年 3 月《十四五规划》出台，首次在五年规划中明确体育强国建设目标，除此之外根据《健康中国行动（2019-2030 年）》和《体育强国建设纲要》计划，要求 2022 年我国经常参加体育锻炼人数占比提升至 37%，2035 年达到 45%。

*图表 3：居民健身意愿增强*




*资料来源：中国体育用品行业联合会×尼尔森《2020 年大众健身行为和消费研究报告》，国盛证券研究所*

*图表 4：2007-2035 年我国经常参加体育锻炼人数占比（%）*



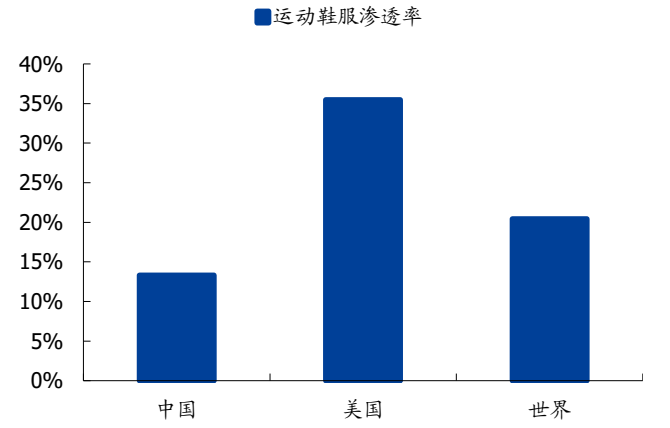

*资料来源：国家体育总局，《健康中国行动（2019—2030 年）》，《体育强国建设纲要》，国盛证券研究所*

**2022 年北京冬奥会是我国举办的首届冬奥会，我们判断细分“冰雪运动”迎来发展契机。**根据《中国滑雪产业白皮书》显示，2018 年我国滑雪人次仅 1970 万人次，占全国人口数不足 1%，成长潜力大。相比之下，美国于 1960 年和 1980 年举办两次冬奥会，

期间 20 年迎来了滑雪产业黄金发展 20 年，滑雪人次由 1960/1961 年雪季的 170 万飙涨至 1978/1979 年雪季的 5020 万。我们认为伴随着冰雪运动的发展，相关运动品牌也会迎来自身的发展机会。根据我们测算 2020 年安踏旗下 DESCENTE 收入同比增长 60%+，截至年末 DESCENTE 门店数量为 175 家，我们预计品牌 2021 年有望实现门店数量和店效的同步提升。

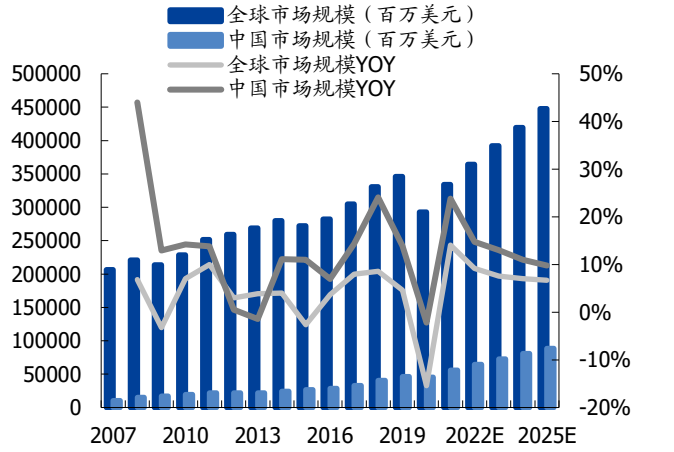
**高涨的全民运动消费需求同我国运动鞋服渗透率较低相结合，带动市场规模以高增速持续扩大，且显著高于同期全球增速。**据彭博所载的行业数据库统计，2019 年中国运动鞋服市场规模为 463.1 亿美元，同比 2018 年扩大 14%，显著高于同时期全球运动鞋服市场 5%的增速，2020 年受疫情影响，中国/全球运动鞋服市场规模同比下降 2%/15%。渗透率方面，根据 2020 年数据显示，中国运动鞋服市场渗透率仅为 13%，低于美国和全球平均水平，彭博数据库预计 2021E-2025E 中国运动鞋服市场规模 CAGR 为 14%，高于同期全球运动鞋服市场规模增速（9%）。

*图表 5：中国/美国/世界运动鞋服渗透率（%）*




*资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所，渗透率=运动鞋服市场规模/整体鞋服市场规模*

*图表 6：运动鞋服市场规模（百万美元，%）*




*资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所*

## 供给端：品牌力提升+民族意识推动，本土品牌迎来发展机遇

**研发实力的积淀和深层次的消费需求捕捉带动产品力厚积薄发，同时搭配年轻化的营销方式，本土品牌认可度和美誉度达到历史新高。**根据我们跟踪国内专业运动市场以篮球和跑步细分领域竞争最为激烈，目前国产品牌已经形成了从高端到大众全覆盖的完整的产品矩阵，同时时尚运动作为当红的消费需求，成为品牌传递年轻化形象、占领年轻消费者心智的重要布局。

- **篮球：**安踏品牌着力打造 NBA 球星签名鞋款，目前以汤普森 KT 系列和海沃德 GH 系列为代表；李宁在长期的积淀中，形成了“驭帅”、“闪击”、“空袭”、“音速”四大团队鞋系列；特步 2020 年签约林书豪，初步涉足篮球市场。

- **跑步：**安踏品牌 2021 年推出速度家族（C202、马赫、羚跑）正式入局专业竞速跑鞋市场；李宁围绕“李宁䨻”、“李宁弓”两大高端科技平台，搭建出“竞速”、“弹速”、“保护”、“超轻”四大跑步系列；特步在跑步领域深耕多年，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。

图表 7：运动品牌篮球鞋矩阵（元）

| 李宁 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 系列 | 驭帅 | 闪击 | 空袭 | 音速 |
| 款式 | 驭帅14 䨻版<br>驭帅14 正代 | 闪击7 精英<br>闪击7 普通 | 空袭7 精英<br>空袭7 普通 | 音速9 |
| 价格 | 1299/799 | 799/539 | 839/599 | 699 |

| 安踏 | | |
|---|---|---|
| 系列 | 汤普森系列 | 海沃德系列 |
| 款式 | KT6 | GH2 |
| 价格 | 899 | 699 |

| 特步 |
|---|
| 林书豪系列 |
| Jlin1 |
| 699 |

资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

图表 8：运动品牌跑鞋矩阵（元）

| 李宁 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 系列 | 竞速 | 弹速 | 保护 | 超轻 |
| 款式 | 飞电2.0 Elite<br>飞电 Challenger<br>飞电 Discovery | 绝影<br>绝影 Essential | 烈骏5 | 超轻18 |
| 价格 | 2099/1299/799 | 1699/899 | 699 | 599 |

| 安踏 | |
|---|---|
| 系列 | 速度家族 |
| 款式 | C202GT/马赫/羚跑 |
| 价格 | 999/549/469 |

| 特步 |
|---|
| 160X 系列 |
| 160X Pro/160X 2.0 |
| 1299/999 |

资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

- **时尚运动：**安踏品牌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，4 月 29 日邀请人气偶像王一博进行代言以提升产品和品牌在年轻消费群体中的影响力。李宁旗下“韦德系列”和“中国李宁”已经成为广泛认可的金字招牌，“BadFive 反伍”街头篮球系列也在逐步成为品牌时尚潮流的另一象征，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。特步品牌于 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。

图表 9：肖战代言李宁/王一博代言安踏（所穿着为中国李宁、安踏国旗款）

资料来源：品牌微博，国盛证券研究所

图表 10：景甜/范丞丞代言特步（所穿着为少林系列）

资料来源：品牌微博，国盛证券研究所

随着国家综合国力的提升，消费者对于国产品牌自发的认同感与日剧增，尤其是对于年轻一代消费者，其所成长环境正处于国家不断强大的时代。同时，伴随上文所提及的国产品牌力的增强，根据市场销售情况我们判断，国产品牌正受到越来越多的青睐。**从市场份额来看**，当前 NIKE 和 Adidas 仍然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%，然而长期来看我们判断，国产运动品牌市场份额提升空间明显。

*图表 11：2011-2020 年运动鞋服品牌市场份额（%）*

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| NIKE | 11.7 | 12.7 | 12.8 | 13.2 | 14.3 | 15.5 | 16.7 | 17.2 | 17.2 | 18.0 |
| adidas | 10.0 | 12.4 | 14.0 | 13.8 | 14.2 | 14.9 | 16.9 | 17.5 | 17.1 | 15.5 |
| 安踏 | 7.2 | 6.1 | 5.9 | 6.3 | 6.7 | 6.8 | 6.9 | 7.5 | 7.4 | 7.2 |
| 李宁 | 9.8 | 7.0 | 6.2 | 6.2 | 6.5 | 6.3 | 5.9 | 5.7 | 6.1 | 6.3 |
| FILA | 0.5 | 0.7 | 1.0 | 1.5 | 2.1 | 2.3 | 2.5 | 3.7 | 5.2 | 6.1 |
| Skechers | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 1.8 | 3.0 | 3.9 | 4.9 | 5.3 | 5.6 |
| 特步 | 7.6 | 7.9 | 6.2 | 6.4 | 6.2 | 5.5 | 4.4 | 4.5 | 4.8 | 4.7 |
| Jordan | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.3 | 1.5 | 2.0 | 2.0 | 2.2 | 3.1 | 3.6 |
| Converse | 1.8 | 2.1 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.2 |
| 361 度 | 6.2 | 5.4 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 3.7 | 3.3 | 2.7 | 2.4 | 2.1 |
| New Balance | 0.9 | 1.6 | 2.6 | 3.6 | 3.9 | 4.0 | 3.3 | 2.6 | 2.1 | 2.1 |

*资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所绘制*

## 制造端：消费市场火热向上传导，龙头制造公司更强

**下游运动鞋服市场的火热态势带动上游订单持续向好，长期我们判断制造商产能将进行适应性扩张，同时通过自主研发与技术创新反向带动下游产品科技含量提升，在这个过程中龙头制造商优势明显。**

- **申洲国际：**疫情期间公司凭借稳定供应能力龙头地位进一步凸显，根据我们跟踪 2020H1 订单基本稳定，2020H2 订单中高频、量小的快翻单占比增加，2020 年公司总收入增长 1.6%至 230.6 亿元，归母净利润增长 0.2%至 51.1 亿元。疫情后我们判断，公司在主要大客户耐克、阿迪达斯、彪马中的占比将继续保持高位；同时随着国产运动品牌的壮大，公司凭借一体化产业链的生产优势将获得以安踏、李宁为首的国内运动品牌业务规模提升，客户结构实现多元化。

  **长期我们判断：1）根据公司在新工厂的开发与建设节奏，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。2）公司将着力于数字化技术的应用，对生产环节进行赋能，提升生产效率，并实现“绿色生产”。**根据我们跟踪公司于疫情期间对宁波工厂进行技术改良，在节约用水的同时制衣产能大幅提升。**3）加大对于新材料、新技术的重视与投入。**公司作为行业龙头在保持现有优势的基础上，将通过科技研发实现从劳动密集型企业向科技引领型企业转型，巩固行业领先地位，提升产业链话语权和主动性。

- **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。

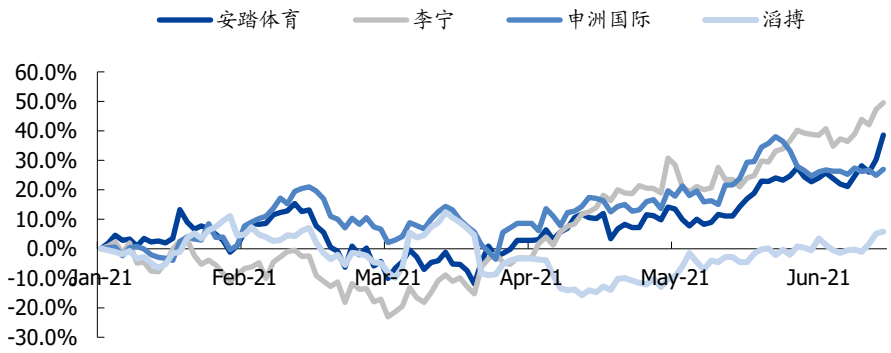
## 估值层面：迎来全面重估周期

**行业公司表现屡超预期，我们认为市场对运动鞋服赛道潜力的认知有待重构。**当前港股运动鞋服板块公司终端及业绩表现再超预期，优异的基本面驱动市场情绪高涨，安踏体育、李宁、申洲国际等运动鞋服产业链龙头股价屡创新高。在当前所处的历史性节点，我们应当如何看待当下及未来运动鞋服核心标的估值？

- **运动鞋服板块高景气度一再上行。**需求端：短期景气高涨，本土品牌支持力上升、双奥会周期性等因素利好国牌终端，长期渗透率提升、细分运动崛起持续驱动景气度上行。供给端：公司产品、品牌持续革新变革与终端需求形成共振，龙头公司强化优势。

- **超预期基本面带动市场信心，我们认为当前迎来运动鞋服赛道全面重估的周期。**估值层面来看，当前运动板块估值处于历史高位，而我们认为超预期表现下市场对其认知有待重估。1）对标服饰其他板块，运动鞋服作为优质赛道，在行业内历来享有更高的估值水平。2）对标海外龙头，国内优质标的估值中枢仍有上行空间。3）坚实的的基本面基础支撑市场信心持续上涨。

*图表 12：2021/01/04 至今运动鞋服产业链龙头安踏体育、李宁、申洲国际、滔搏股价涨跌幅（%）*



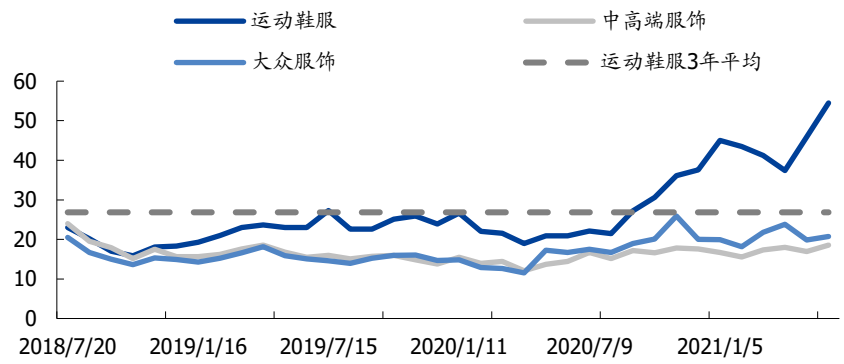

*资料来源：Wind，国盛证券研究所*

回顾过往，我们基于板块内代表性重点公司对板块整体的市场表现趋势进行追踪和判断。

- **横向来看：运动鞋服作为高景气赛道，历来享有更高估值。**运动鞋服板块作为服饰行业优质赛道，疫情冲击下最先恢复，终端高景气上行势头不减，在资本市场层面上也享有着较其他板块更高的估值水平。据 Wind 数据，当前运动鞋服板块 PE（TTM，下同）为 54.5 倍，大幅高于大众服饰板块 20.7 倍/中高端服饰 18.5 倍；过往 3 年板块 PE 平均值为 26.8 倍（大众服饰板块 17.0 倍/中高端服饰 16.4 倍）。

- **纵向来看：当前处于历史高位，市场信心充足。**目前运动鞋服板块当前 PE（TTM，下同）为 54.5 倍，处于历史高位，1）考虑疫情对过去一段区间内的业绩水平带来一定负面影响，短暂影响 PE（TTM）值，未来有望逐渐恢复正常。2）我们认为板块公司在疫情下经营恢复及运营质量都体现出一定的韧性，市场对板块景气度、龙头业绩增长潜力有信心。

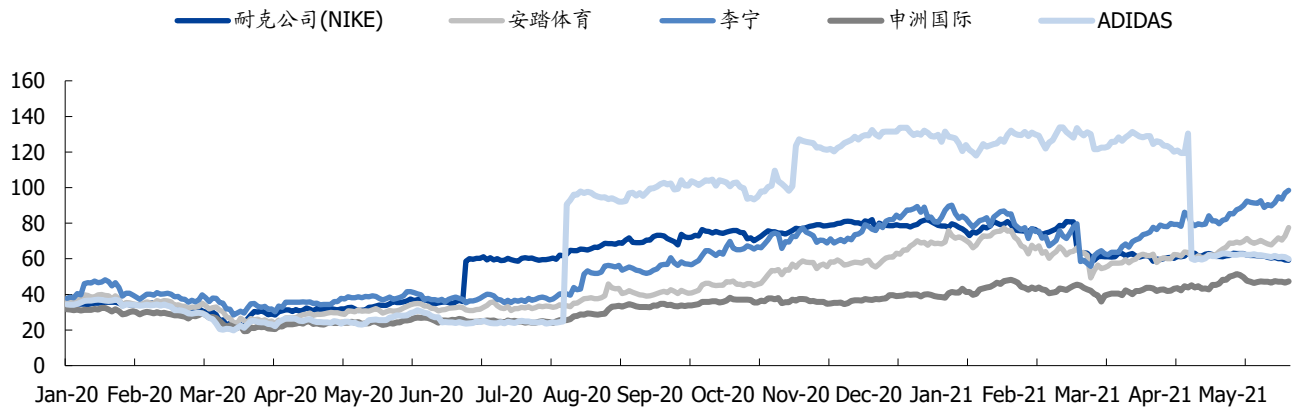
图表 13：过去 3 年运动鞋服/中高端服饰/大众服饰板块 PE（TTM）及均值




资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **回溯海外龙头发展史：估值中枢仍有上行空间。**我们回溯海外龙头发展史，在公司逐步成熟、业绩快速增长的周期中，NIKE 估值中枢逐步抬升并享受较高估值溢价。我们认为当前国内运动行业仍处于高速成长时期中，国产龙头安踏体育/李宁估值依然未来有望继续上行。当前消费市场对于国牌青睐度高，安踏体育/李宁作为国牌崛起浪潮表现突出的品牌，有望收获更高估值溢价。

图表 14：运动鞋服龙头 PE（TTM）




资料来源：Wind，国盛证券研究所

展望未来，我们判断当下运动鞋服板块正处于新一轮的发展过程中，市场需求的持续高热度与公司厚积薄发的研发与运营能力形成共振，**行业景气度高涨趋势确定、运动产业链龙头标的业绩增长足，为市场所给予的高估值提供基本面基础。**当下龙头公司基本面表现再超预期，我们认为市场对于运动赛道的增长潜力和投资价值的认知有待重构。分公司来看：

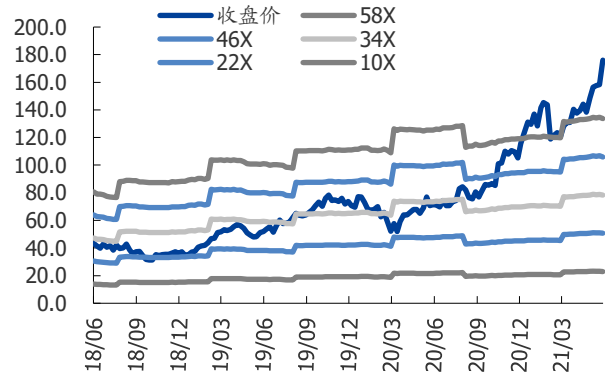
- **安踏体育：**市场对其业务发展信心充足，当前业绩表现预计再超预期。2020 年重新清晰化多品牌发展规划后，安踏品牌推进 DTC 重构及品牌加速、FILA 及迪桑特等品牌强势打造增长曲线。

- **李宁：**李宁产品的专业性和时尚度已经逐步走在了行业前列，我们看好其主品牌强势的产品力、品牌力，当前集团尚处于盈利质量优化阶段，我们认为有望带动市场估值持续上行。

- **特步国际：**目前相对业内龙头安踏体育和李宁而言，估值仍较低。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。

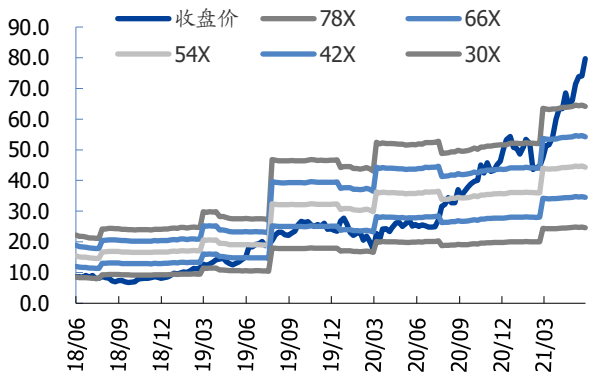
- **申洲国际&华利集团：**稳定的供应链及海内外一体化的产业布局具备稀缺性，品牌商精简供应商的过程中优质龙头优势明显，因此享受较高的估值溢价。

*图表 15：安踏体育 PE Band*



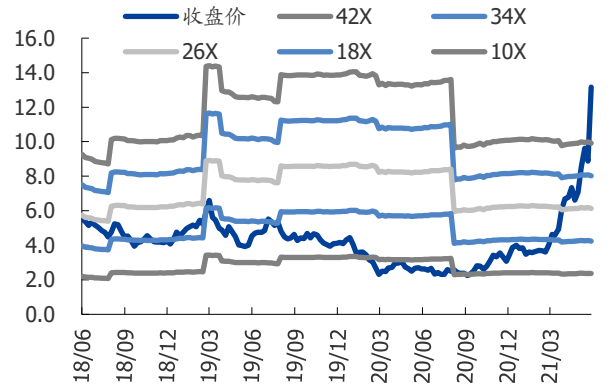

*资料来源：Wind，国盛证券研究所*

*图表 16：李宁 PE Band*



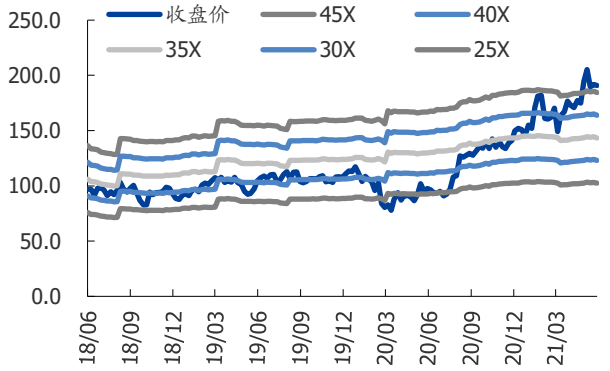

*资料来源：Wind，国盛证券研究所*

*图表 17：特步国际 PE Band*




*资料来源：Wind，国盛证券研究所*

*图表 18：申洲国际 PE Band*




*资料来源：Wind，国盛证券研究所*

## 投资建议

我们推荐高景气、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，冰雪运动等细分领域兴起给品牌带来新机会。2）龙头公司产品和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、李宁、特步国际、申洲国际】，目前对应 21 年 PE 分别为 50/75/42/37 倍。

## 安踏体育：盈利预喜业绩靓丽，主品牌加速计划推进

2021H1 6 月 17 日公司发布盈利预喜公告，预计 2021H1 实现收入/归母净利润（不含分占合营公司 Amer 亏损）/归母净利润（含分占合营公司 Amer 亏损）同比增长 50%+/65%+/110%+，经测算较 2019H1 增长 49%+/32%+/50%+，表现超预期。

**多品牌增长曲线与发展节奏明确。**主品牌安踏加速计划进行时，根据公司官网及公告信息我们判断转型计划第一阶段的 2100 家门店转型已经提前完成，转型后经营效率表现优于预期。基于目前 FILA 所处的发展阶段，我们判断品牌正在将门店效率升级和电商渠道贡献提升作为新一轮增长的核心驱动力。DESCENTE/KOLON 疫情后加快优质区域门店拓展节奏，产品端 DESCENTE 在保持冰雪运动领域竞争力的同时加大对于女性消费群体的触达。

**投资建议：**展望全年，我们测算集团收入/业绩增长 35%+/50%+，其中主品牌安踏全年流水有望增长 20%+，FILA 品牌在直营模式门店升级+电商驱动的合力下，全年收入/流水预计均有望实现 30%+增长。我们上调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 79.5/100.0/130.4 亿元，现价 176 港币，对应 2021 年 PE 为 49.7 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 19：安踏体育盈利预测和估值（单位：人民币）*

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 33,928 | 35,512 | 48,678 | 61,247 | 75,356 |
| 增长率 YoY(%) | 40.8 | 4.7 | 37.1 | 25.8 | 23.0 |
| 净利润(百万元) | 5,344 | 5,162 | 7,946 | 10,003 | 13,044 |
| 增长率 YoY(%) | 30.3 | -3.4 | 53.9 | 25.9 | 30.4 |
| EPS(元) | 1.98 | 1.91 | 2.94 | 3.70 | 4.83 |
| 净资产收益率(%) | 26.7 | 21.6 | 27.5 | 28.8 | 30.8 |
| P/E(倍) | 73.9 | 76.5 | 49.7 | 39.5 | 30.3 |
| P/B(倍) | 18.7 | 15.3 | 12.6 | 10.5 | 8.6 |

*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，终端流水和折扣向好态势明显。**根据我们跟踪公司 4-5 月终端流水整体表现靓丽，直营店和加盟店趋势趋同（此前加盟店流水表现一直强于直营店）。2）折扣方面，中国李宁系列已恢复正常，大货折扣接近 2019 年水平。

**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 79.7 港币，对应 21 年 PE 为 74.7 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 20：李宁盈利预测和估值（单位：人民币）*

| | 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) | 110.0 | 97.1 | 74.7 | 59.1 | 49.2 |
| P/B(倍) | 23.2 | 19.0 | 15.1 | 12.0 | 9.7 |

*资料来源：Wind，国盛证券研究所预测*

## 特步国际：帕拉丁&盖世威获高瓴投资

**帕拉丁&盖世威业务获高瓴战略投资。**2021 年 6 月 15 日，公司发布公告称 1）子公司特步环球（经营帕拉丁&盖世威全球业务）发行 6500 万美元零票息永续可转债获高瓴认购，悉数转股后将发行 15000 股转换股份，相当于转股后股本总额 20%。2）特步国际发行 5 亿港币可转债获高瓴认购，票面利率 1.8%，期限 6 年，初步转股价 10.244 港元，较 6 月 11 日收盘价 8.88 港元溢价约 15%。高瓴作为特步集团战略投资者，于大中华区及全球消费零售市场拥有着丰富的渠道、供应链资源及人才优势，有望和特步集团协同发展，促进时尚运动品牌成长

**专业跑步领域立标杆，主品牌终端零售持续向好。**根据我们跟踪，特步主品牌 2021Q1 终端流水同比增长 55%，经测算较 2019 年增长 16-24%，我们预计品牌零售趋势向好，4 月份流水较 2019 年实现 20%+增长，5 月份以来高增长延续。全年来看，报表端盈利能力有望恢复甚至超越 2019 年水平，基于目前的发展步伐，我们预计主品牌未来三年收入年均增速将达到 10-15%。

**投资建议：**公司主品牌专注专业跑步领域，在细分行业有领先优势，随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 归母净利润为 6.82/7.95/9.57 亿元，现价 13.16 港币，对应 21 年 PE 为 42.0 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 21：特步国际盈利预测和估值（单位：人民币）*

| | 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 | 682 | 795 | 957 |
| 增长率 YoY(%) | 10.8 | -29.5 | 32.9 | 16.6 | 20.5 |
| EPS(元) | 0.28 | 0.20 | 0.26 | 0.30 | 0.37 |
| 净资产收益率(%) | 10.5 | 6.9 | 8.4 | 8.9 | 9.7 |
| P/E(倍) | 39.3 | 55.8 | 42.0 | 36.0 | 29.9 |
| P/B(倍) | 4.1 | 3.9 | 3.6 | 3.3 | 3.0 |

*资料来源：Wind，国盛证券研究所预测*

### 申洲国际：短期东南亚疫情影响可控，即将迎来产能释放周期

**得益于公司自身和当地政府的共同努力，短期东南亚疫情影响可控。**柬埔寨早期配合疫情防控进行停工停产，后随着疫情影响逐步得到控制，近 9 成员工已经恢复生产，并且疫苗接种已经基本实现了符合接种条件的工厂员工全覆盖；越南地区并未出现停产情况，疫情防控依赖于政府的要求，目前公司定时对员工进行核酸检测。柬埔寨地区有我国的支持，越南政治制度同我国相仿，因此整体来看，我们判断东南亚疫情是可控的。

**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 国内工厂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 190.9 港币，对应 2021 PE 为 37.0 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 22：申洲国际盈利预测和估值（单位：人民币）*

| | 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) | 46.7 | 46.6 | 37.0 | 31.4 | 27.3 |
| P/B(倍) | 9.5 | 8.7 | 7.1 | 5.8 | 4.8 |

*资料来源：Wind，国盛证券研究所预测*

## 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

**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

**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

**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