

# 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
安踏体育	02020.HK	156.0	买入
李宁	02331.HK	79.0	买入
特步国际	01368.HK	11.9	买入
申洲国际	02313.HK	164.5	买入

资料来源: 万得, 中银证券

以2021年06月29日当地货币收市价为标准

## 主要催化剂/事件

终端需求超预期

疫情控制超预期

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装: 服装家纺

证券分析师: 郝帅  
(8610)66229231  
shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

# 体育服饰行业深度报告

## 国牌破局在即, 体育服饰行业迎来新周期

我国体育行业历经迅速发展期、转型调整期以及稳步上升期三个阶段, 目前处于高景气周期; 在政策上国家大力推动体育产业可持续发展; 在需求端, 在人均收入增长以及消费升级的背景下, 我国人均运动服饰消费力旺盛, 体育服饰行业存在巨大发展空间; 在此背景下, 国产品牌主观上受新疆棉事件影响品牌力提升, 客观上在产品 & 渠道等多方面发力, 预计未来发展强劲。

### 支撑评级的要点

- **体育行业发展与宏观经济和市场环境相关, 总体分为三个阶段。**我国体育行业发展历程可分为迅速发展期(1990-2010)、转型调整期(2011-2013)、稳步上升期(2014-至今), 目前处于稳定高增长阶段。2020年在疫情冲击下, 体育服饰行业仍然较为平稳, 规模达到3150亿元。即使受疫情影响2014-2020年的CAGR仍达到13.37%, 未来我国运动鞋服市场仍将保持较高增速, 据欧睿咨询数据, 预计2025年市场规模达5990亿元。
- **产业政策推动、人均收入提升、消费升级驱动体育服饰行业未来快速增长。**首先, 国家相继发布多项政策, 推动体育产业可持续性发展; 其次, 近些年国民人均收入稳步提高, 2020年达到32189元, 同比增长4.74%, 同时2020年中国人均运动服饰消费为32.4美元, 相比于海外市场仍较低, 随着我国国民体育运动频率增加以及健康生活理念不断加深, 我国体育服饰行业规模存在巨大发展潜力; 此外, 未来体育赛事密集, 运动服饰品牌热度将随着体育赛事的曝光持续上升。预计在三重因素共振下, 我国体育服饰行业未来将继续保持高增长水平。
- **国产品牌优势突出, 预计未来发展强劲。**短期看国内运动品牌支持国家新疆棉的举动有助于提升品牌影响力, 在新疆棉事件发生后, 李宁旗下中国李宁旗舰店销售大增419%, 安踏增长46.3%, 海外知名品牌销量暴跌; 长期来看, 运动品牌在科技上加大研发投入, 在时尚设计上与国潮文化结合, 推出兼具科技感与时尚性的系列产品。渠道端优化零售管理, 重视线上销售模式, 2020年安踏和李宁的电商渠道分别达53%和29.9%的高增速增长。2021H1安踏净利润同比增长65%, 李宁净利润同比增长164%, 取得快速增长, 预计未来国产运动品牌发展强劲。

### 重点推荐

- 在产业政策、健康生活以及消费升级多因素驱动下, 行业处于高增长发展阶段, 在此背景下, 运动服饰国产品牌不断提升自己的产品力和品牌影响力, 优化线上线下全渠道, 重点推荐头部企业: **安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际。**

### 评级面临的主要风险

- 疫情后消费复苏不及预期、市场竞争加剧、新零售发展不及预期。

## 目录

体育行业发展与宏观经济共振，当前处于高景气周期 .....	4
1990-2010 年：把握市场良机，国产体育品牌迅速成长 .....	4
2011-2013 年：供需失衡，国产体育品牌遭遇增长瓶颈期 .....	5
2014-至今：成功转型走出困境，国产体育品牌重拾增长 .....	5
产业政策+消费升级共驱行业高增长 .....	7
驱动因素 1：建设体育强国，政策支持促发展 .....	7
驱动因素 2：国民收入增长，运动消费需求旺盛 .....	8
驱动因素 3：借力体育赛事热潮，品牌知名度显著提升 .....	9
行业内国产品牌优势突出，预计未来发展强劲 .....	11
短期看，H&M 事件激发爱国热情，国产品牌迎发展良机 .....	11
加大研发投入，科技形成产品核心竞争力 .....	11
与国潮文化结合，打造产品时尚设计感 .....	13
线下优化零售管理，重视门店质量 .....	14
电商业务带动增长，直播预计成为关键动力 .....	15
安踏体育 .....	17
李宁 .....	19
特步国际 .....	21
申洲国际 .....	23
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1. 体育服饰行业目前处于稳定增长阶段.....	4
图表 2. 社零总额和服装零售额快速提升.....	4
图表 3. 2010 年前国内体育服饰市场规模快速增长.....	4
图表 4. 2011-2013 年国牌体育服饰企业进入瓶颈期.....	5
图表 5. 2011-2013 年国牌体育服饰企业营收下滑.....	5
图表 6. 2011-2013 年国牌体育服饰企业门店缩减.....	5
图表 7. 李宁积极开展数字化转型改革，经营效率不断提升.....	6
图表 8. 行业增速有所放缓之后逐渐恢复高速增长.....	6
图表 9. 近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度.....	7
图表 10. 2017-2019 年体育服务业快速发展.....	7
图表 11. 2013-2019 年人均体育场地面积逐年上升.....	8
图表 12. 城镇居民人均可支配收入稳定提升.....	8
图表 13. 居民人均运动消费逐渐提升.....	8
图表 14. 中国运动服饰零售额增速远高于美国与日本.....	9
图表 15. 中国体育服饰行业集中度提高.....	9
图表 16. 中国体育服饰行业市占率品牌 top10.....	9
图表 17. 2021-2022 年国际体育赛事密集.....	10
图表 18. H&M 事件时间线梳理.....	11
图表 19. 体育服饰国产品牌声明支持新疆.....	11
图表 20. 特步国际拥有不同技术来应对不同运动场景.....	12
图表 21. 龙头国产品牌持续进行科技研发投入.....	12
图表 22. 特步 x 少林系列首次亮相上海时装周.....	13
图表 23. 特步 x 姜子牙一战封神系列.....	13
图表 24. 李宁首次亮相纽约时装周.....	14
图表 25. 国产企业门店仍处于持续扩张阶段.....	14
图表 26. 中国运动服饰品牌门店改造前后变化显著，时尚度提升.....	15
图表 27. 国产品牌线上规模不断提升.....	15
图表 28. 国产品牌加大线上投入.....	16

## 体育行业发展与宏观经济共振，当前处于高景气周期

体育行业发展与宏观经济和市场环境相关，总体分为三个阶段。我国体育行业发展历程可以分为迅速发展期（1990-2010）、转型调整期（2011-2013）、稳步上升期（2014-至今），目前处于稳定高速增长阶段。

图表 1. 体育服饰行业目前处于稳定增长阶段

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国体育服饰行业规模 (亿元)	790	1039	1154	1306	1418	1392	1347	1483	1669	1904	2215	2691	3199	3150
同比增速 (%)	/	31.51	11.02	13.19	8.58	(1.80)	(3.27)	10.14	12.52	14.09	16.33	21.46	18.90	(1.54)

资料来源: Euromonitor, 中银证券

### 1990-2010 年：把握市场良机，国产体育品牌迅速成长

运动服饰行业处于迅速发展期，本土品牌加速增长。这一时期我国宏观经济快速增长，社会消费品零售总额的同比增长率由 1990 年的 2.45% 提升到 2010 年的 18.8%；服装零售额同比增长率由 2001 年的 10.9% 提升到 2010 年的 24.8%。宏观经济繁荣和本土品牌缺失为我国自主体育品牌的诞生提供良机。李宁作为 1989 年奥运冠军，利用个人知名度和国际赛事曝光，于 1990 年成立李宁公司，成为国内体育品牌企业的开拓者，随后安踏（1991 成立）、特步（2001）、361°（2003）等运动品牌接连涌现。各品牌通过赞助体育赛事、邀请明星代言、投放电视广告等方式提高市场影响力，逐渐进入大众视野。2008 年北京奥运会的举办为国产体育龙头带来重大机遇，李宁、安踏等头部品牌积极赞助各国代表团，极大提升了自身品牌影响力和国际知名度。

图表 2. 社零总额和服装零售额快速提升

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
社零总额 (亿元)	34152.6	37595.2	40910.5	45842.0	53950.1	67176.6	76410.0	89210.0	108487.7	125342.7	154553.7
社零总额同比 (%)	9.7	10.1	8.8	9.1	13.3	12.9	13.74	16.75	21.6	15.9	18.8
服装零售额 (亿元)	959.2	1062.2	1160.8	1320.7	1580.7	2018.2	2408.7	3024.1	3775.5	4622.4	5874.2
服装零售额同比 (%)	/	10.9	9.3	13.8	18.7	18.3	18.8	25.5	24.8	18.8	24.8
服装零售额占比 (%)	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.2	3.4	3.5	3.7	3.8

资料来源: 万得, 中银证券

国内品牌进一步发展，行业竞争愈发激烈。伴随经济的迅速增长，中国开始参与和承办国际级体育赛事，体育运动概念启蒙市场，体育消费需求快速增加。2007 年-2010 年中国体育服饰市场规模逐年上升，CAGR 为 18.23%。经过快速扩张，头部体育品牌逐渐登陆资本市场，李宁于 2004 年率先上市，占据本土运动品牌的领先地位，紧接着安踏（2007 年）、特步（2008 年）和 361°（2009 年）也接连上市以扩大经营规模。2010 年，龙头企业李宁和安踏体育门店数量达 7915 家和 7549 家，营业收入规模达 94.85 亿元和 74.20 亿元。后奥运时代，国内体育品牌迈入整合阶段，海外品牌的冲击导致国内市场竞争加剧，耐克和阿迪凭借多年稳固的品牌知名度和产品竞争力始终处于国内市场份额前两名。

图表 3. 2010 年前国内体育服饰市场规模快速增长

	2007	2008	2009	2010
中国体育服饰行业规模 (亿元)	790	1039	1154	1306
同比增速 (%)	/	31.51	11.02	13.19

资料来源: Euromonitor, 中银证券

## 2011-2013 年：供需失衡，国产体育品牌遭遇增长瓶颈期

运动服饰行业处于转型调整期，行业增速放缓。在各类国际赛事和体育消费概念刺激下，国牌体育企业过度扩张，盲目开店导致供应过剩、库存积压、需求下滑、收入走低。北京奥运热潮退去后国内消费需求拉动不足，行业快速进入瓶颈期，加之体育企业在快速扩张时没有同步提升内部管理能力，经营策略与市场脱节，大多数企业陷入增长停滞。2012 年中国体育服饰行业规模首次下滑，同比下降 1.8%。2011-2013 年国产头部品牌李宁、安踏和特步的市场占有率和营收规模均明显下行，品牌营运能力也受到打击，主品牌门店数由 2011 年的 8255/7778/7596 减少至 2013 年的 5915/7757/7360；国际品牌则持续保持品牌影响力和产品研发的优势，Nike 和 Adidas 的市场占有率分别由 2011 年的 15.3%和 10.8%上升至 2013 年的 17.4%和 15.1%。

图表 4. 2011-2013 年国牌体育服饰企业进入瓶颈期

市占率：%	2011	2012	2013
Nike	15.3	16.9	17.4
Adidas	10.8	13.4	15.1
李宁	10.1	7.3	6.6
安踏体育	8.0	7.2	7.4
特步国际	7.6	7.9	6.2

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 5. 2011-2013 年国牌体育服饰企业营收下滑

营业总收入（亿元）	2011	2012	2013
李宁	89.38	67.44	58.36
yoy (%)	(5.77)	(24.55)	(12.66)
安踏体育	89.10	76.44	73.01
yoy (%)	20.09	(14.21)	(4.49)
特步国际	55.48	55.53	43.46
yoy (%)	24.28	0.09	(21.73)

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2011-2013 年国牌体育服饰企业门店缩减

主品牌店铺（家）	2011	2012	2013
李宁	8255	6434	5915
安踏体育	7778	8075	7757
特步国际	7596	7510	7360

资料来源：万得，中银证券

## 2014-至今：成功转型走出困境，国产体育品牌重拾增长

运动服饰行业开启稳步上升期，重回高增长。从企业层面看，一方面国内运动品牌积极开展零售渠道改革，优化渠道销售结构，拥抱数字化转型，提高管理能力，经营效率不断提升。以李宁为例，线上销售占比逐年递增，由 2015 年的 8.6%提升到 2020 年的 28%；存货周转天数从 2014 年的 108 天改善至 2020 年的 67 天，改革效果显著。另一方面国内品牌开始重视产品研发与设计以提升消费者的穿着体验。如李宁推出“李宁䨻”科技系列球鞋，安踏的闪能科技，特步的酷乾科技，361° 的 Q 弹科技等。设计上则加入东方美学元素，打造以中华文化为核心的独特时尚潮流。历经库存危机后头部国产品牌市场份额快速提升。

图表 7. 李宁积极开展数字化转型改革，经营效率不断提升

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线上销售占比 (%)	/	/	/	/	8.6	14.3	18.8	21.1	22.5	28
直营门店占比 (%)	19.8	22	32.6	35.8	33.8	31.9	30.7	29.8	26.1	22.6
存货周转天数 (天)	72	88	104	108	104	80	79	77	67	67

资料来源：万得，中银证券

国家政策大力推动体育产业发展。从行业层面看，城镇居民人均可支配收入和人均服饰消费的提升大幅增加了运动消费需求，国家建设体育强国的政策为国内运动品牌带来极大利好。2014 年《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》首次把全民健身上升为国家战略，将体育产业定位朝阳产业，全面开启国民运动热潮。2014 年体育行业重回增长走势，2020 年体育服饰行业规模达 3150 亿元，尽管受到新冠疫情影响，2014-2020 年的 CAGR 仍然达到 13.37%。预计未来我国运动鞋服市场仍将保持较高增速，行业规模进一步扩大。在国家体育政策和公司内部改革双重驱动下，我国体育企业核心竞争力将稳步提升。

图表 8. 行业增速有所放缓之后逐渐恢复高速增长

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国体育服饰行业规模 (亿元)	1483	1669	1904	2215	2691	3199	3150
同比增速 (%)	10.14	12.52	14.09	16.33	21.46	18.90	(1.54)

资料来源：Euromonitor，中银证券

## 产业政策+消费升级共驱行业高增长

### 驱动因素 1：建设体育强国，政策支持促发展

政府政策大力扶持，助力国内运动行业蓬勃发展。近年来，随着体育强国与全民健身成为我国重要战略，国家相继发布多项政策，推动体育产业发展。2017年10月，十九大报告提出健康中国发展战略，2019年9月，国务院发布《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》，提出10个方面政策举措，推动体育产业成为国民经济支柱性产业。在政策利好背景下，体育产业呈现蓬勃发展态势，在GDP中占比逐年上升，2019年中国体育产业规模达到2.95万亿，在GDP占比提升到3%，体育服务业规模达1.49万亿元，在体育产业占比提升到50.6%。尽管2020年的新冠疫情对体育产业发展造成一定阻滞，但从长期来看国家建设体育强国的希冀与决心不会动摇。**未来随着政策支持方式的不断优化，将形成政府、市场双轮驱动效应，在保证体育产业快速增长的同时提高发展质量，有助于体育产业的可持续发展，国内运动服饰行业将显著受益。**

图表 9. 近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度

政策名称	发布时间	发布机关	主要内容
《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	国务院	首次把全民健身上升为国家战略，把增强人民体质作为根本目标，把体育产业作为朝阳产业。力争到2025年，体育产业总规模超过5万亿元。
《体育产业发展“十三五”规划》	2016年7月	国家体育总局	提出要在坚持改革引领、市场主导、创新驱动和协调发展的基本原则下，到2020年实现体育产业总规模超过3万亿，从业人数超过600万人、体育服务业增加值占比超过30%，体育消费额占人均居民可支配收入比例超过2.5%等目标。
《健康中国行动（2019-2030年）》	2019年7月	国务院、国家卫生健康委	国务院成立健康中国行动推进委员会，负责推进《健康中国行动（2019—2030年）》相关工作。力争到2022年和2030年，学校体育场地设施开放率超过70%和90%，农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率100%。个人层面，鼓励每周进行3次以上、每次30分钟以上中等强度运动。
《体育强国建设纲要》	2019年8月	国务院办公厅	到2020年，建立与全面建成小康社会相适应的体育发展新机制。到2035年，体育治理体系实现现代化，经常参加体育锻炼人数达到45%以上，人均体育场地面积达到2.5平方米，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例超过92%，到2050年全面建成社会主义现代化体育强国。
《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	2019年9月	国务院办公厅	在新形势下推动体育产业成为国民经济支柱性产业，针对体育产业提出10个方面政策举措。力争到2022年，体育服务业增加值占体育产业增加值的比重达到60%；冰雪产业总规模超过8000亿元，促进实现“三亿人参与冰雪运动”目标。
《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023年）》	2021年2月	文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局	以2022年北京冬奥会为契机，推动群众性冰雪赛事活动开展，深挖冰雪旅游消费潜力，促进相关行业融合。力争到2023年助力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：中国政府网，中银证券

图表 10. 2017-2019 年体育服务业快速发展

	2017	2018	2019
体育服务业规模（万亿元）	0.8	1.3	1.5
在体育产业中比例（%）	36.5	47.9	50.6
yoy（%）	56.9	64.8	67.7

资料来源：国家统计局，中银证券

图表 11. 2013-2019 年人均体育场地面积逐年上升

	2013	2015	2017	2019
人均体育场地面积 (平方米)	1.46	1.57	1.66	2.08

资料来源: 国家体育总局, 国家统计局, 中银证券

## 驱动因素 2: 国民收入增长, 运动消费需求旺盛

国民人均收入稳步提高, 消费者养成运动消费习惯。近年来, 我国城镇居民人均可支配收入的逐年稳步提升, 2020 年达到 32189 元, 同比增长 4.74%。随着经济水平的上升, 国内中产阶级人群不断扩大, 消费模式逐渐转型, 当前消费者更注重健康生活质量的提升和舒适的体育消费体验, 逐渐养成运动消费习惯。

图表 12. 城镇居民人均可支配收入稳定提升

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
人均可支配收入 (元)	20167	21966	23821	25974	28228	30733	32189
yoy (%)	10.14	8.92	8.44	9.04	8.68	8.87	4.74

资料来源: 国家统计局, 中银证券

与发达国家相比, 我国人均运动服饰消费力更有潜力。2019 年和 2020 年中国人均运动服饰消费分别为 33 美元和 32.4 美元, 同比变动+18.71%/-1.82%; 日本人均运动服饰消费分别为 116.3 美元和 109.2 美元, 同比变动+3.29%/-6.1%; 而美国人均运动服饰消费则分别为 384.2 美元和 307.3 美元, 同比变动+5.81%/-20.02%, 体现了中国运动行业的稳健的宏观消费环境和旺盛的运动消费需求。参考美国, 当人均可支配收入达到 6000 美元时, 居民更注重健康生活和品质消费, 对运动的需求会增长。**2020 年中国人均可支配收入约为 5035 美元, 初步进入品质消费阶段, 运动消费水平仍处于低位, 行业未达天花板, 预计未来存在较大增长空间。**

图表 13. 居民人均运动消费逐渐提升

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国人均运动服饰消费 (美元)	15.7	17.5	19.9	23.0	27.8	33.0	32.4
yoy (%)	9.79	11.46	13.71	15.58	20.87	18.71	(1.82)
日本人均运动服饰消费 (美元)	98.8	103.5	107.0	110.1	112.6	116.3	109.2
yoy (%)	4.88	4.76	3.38	2.90	2.27	3.29	(6.10)
美国人均运动服饰消费 (美元)	286.3	304.6	319.0	335.4	363.1	384.2	307.3
yoy (%)	6.27	6.39	4.73	5.14	8.26	5.81	(20.02)

资料来源: Euromonitor, 中银证券

我国体育服饰行业规模存在巨大发展潜力。我国体育服饰行业增长强劲, 2015 年市场规模为 240 亿美元, 2020 年增长至 452.9 亿美元, 五年间复合增速为 13.54%, 对比海外成熟国家, 日本和美国五年复合增速则分别为 0.86%/0.73%, 较为平缓。我国体育服饰行业目前正处于高速发展时期, 根据 Euromonitor 预测, **未来三年内我国运动服饰行业将继续维持高速增长, 增速为 12.2%**。体育行业集中度也在不断提升, 2020 年我国体育服饰行业 CR10 为 84%, 相比日本 (CR10 为 62.7%), 美国 (CR10 为 42.8%) 呈现显著的头部集聚效应, 本土头部企业发挥规模效应和品牌影响力优势, 市占率逐年上升, 预计未来市场份额还会持续扩张。**国民收入和人均运动消费的提升与行业稳定的高增速和高集中度造就了运动服饰行业的长期增长。**



图表 14. 中国运动服饰零售额增速远高于美国与日本

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国运动服饰零售额 (亿美元)	213.3	240.0	273.8	318.5	386.9	460.0	452.9
yoy (%)	10.14	12.52	14.09	16.33	21.46	18.90	(1.54)
日本运动服饰零售额 (亿美元)	125.7	131.5	135.8	139.5	142.4	146.7	137.3
yoy (%)	4.76	4.61	3.30	2.66	2.11	3.01	(6.42)
美国运动服饰零售额 (亿美元)	911.4	976.7	1030.1	1089.9	1186.4	1261.1	1012.9
yoy (%)	7.07	7.16	5.46	5.81	8.85	6.30	(19.68)

资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 15. 中国体育服饰行业集中度提高

(% )	CR5					CR10				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
中国	49.40	53.10	58.90	64.70	70.7	64.40	66.90	72.20	78.70	84.0
日本	40.8	41.1	41.4	44.5	47.8	51.7	52.4	53.1	58.1	62.7
美国	34.8	34.1	33.4	28.5	34.1	42.7	41.7	40.7	36.5	42.8

资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 16. 中国体育服饰行业市占率品牌 top10

品牌名	2020 市占率
耐克 Nike	19.8
阿迪达斯 adidas	17.2
安踏 Anta	9.0
李宁 Li Ning	6.7
斐乐 Fila	6.4
斯凯奇 Skechers	5.6
特步 Xtep	4.7
乔丹 Jordan	3.6
361 度	2.6
匡威 Converse	2.2

资料来源: Euromonitor, 中银证券

### 驱动因素 3: 借力体育赛事热潮, 品牌知名度显著提升

**今明两年赛事密集, 品牌热度持续上升。**2021-2022 年国际体育比赛的集中举办让国产体育品牌继 H&M 事件后再次成为国民关注热点, 赛事周期重合将刺激体育消费需求并加速品牌热度上升。据腾讯新闻报道, 2021 年起即将举办的国际赛事有奥运会、冬奥会、欧洲杯、世界杯等, 中国也将主办田径、羽毛球、台球、排球等领域的世界级赛事。

**掌握赛事资源, 品牌地位稳固。体育赛事热潮兴起率先引入体育消费概念, 打开了国民新消费领域, 开启中国运动服饰的加速增长。**如今赞助大型体育赛事依旧是一项行之有效的品牌营销策略, 并且体育赛事资源呈逐步被龙头企业掌控的趋势。安踏赞助了 2020 年东京奥运会、2022 年北京冬奥会和冬残奥会; 361° 成为 2022 年第 19 届亚运会赞助商。随着龙头运动企业实力的不断提升, 未来中国体育品牌有望借助国际赛事的巨大流量和体育消费升级, 实现体育渗透率进一步提升并拓宽多品类产品, 促进业绩增长。

图表 17. 2021-2022 年国际体育赛事密集

时间	赛事
2020/8-2021/5	2020-2021 赛季欧洲冠军联赛 (欧冠)
2021/2	第 17 届国际足联俱乐部世界杯 (世俱杯)
2021/3	第 18 届世界室内田径锦标赛
2021/5	第 17 届世界羽毛球混合团体锦标赛 (苏迪曼杯)
2021/5-2021/7	2021 世界排球国家联赛
2021/6-2021/7	第 16 届欧洲足球锦标赛 (欧洲杯)
2021/6-2021/7	第 47 届美洲杯
2021/7-2021/9	第 32 届夏季奥林匹克运动会 (奥运会)
2021/8	第 31 届世界大学生夏季运动会 (大运会)
2021/9	第 14 届全国运动会 (全运会)
2021/12	第 18 届国际足联俱乐部世界杯 (世俱杯)
2022/2	第 24 届冬季奥林匹克运动会 (冬奥会)
2022/9	第 19 届亚洲运动会 (亚运会)
2022/11-2022/12	第 22 届世界杯足球赛 (世界杯)

资料来源: 新浪体育, 中银证券

## 行业内国产品牌优势突出，预计未来发展强劲

### 短期看，H&M 事件激发爱国热情，国产品牌迎发展良机

BCI 联合多家国外知名服装企业无理声明抵制新疆棉花。2021 年 3 月 21 日，H&M 集团无理发布声明宣布抵制新疆棉花，随后事件不断发酵，体育服饰行业的众多国外知名品牌如 Nike、Adidas、匡威等纷纷指控新疆的采棉工序存在“强迫劳动”和“宗教歧视”，并且宣布抵制新疆棉花。H&M 事件一时间引起波动，海外知名运动品牌的形象受损。

运动品牌支持国家新疆棉的举动深入人心。相反，在 H&M 事件发生后，安踏体育、李宁等国内知名体育服饰品牌都第一时间表达对新疆棉的支持，力挺新疆棉。比如，李宁体育在服装标签上写明采用新疆棉，安踏表示将退出 BCI，并在未来继续使用新疆棉；这一举动激发国人的爱国热情，对国内品牌力的提升起到积极作用，在此背景下，国产品牌迎发展良机。

H&M 事件催化下国产品牌量价齐升，海外品牌销量下跌。“新疆棉”事件爆发后，根据淘数据，2021 年 4 月 27 日至 5 月 3 日，比较 2020 年同期水平，李宁旗下“中国李宁”旗舰店销售大增 419%，其次是安踏增长 46.3%、特步上升 29.3%；同时天猫旗舰店阿迪达斯和耐克等品牌的 4 月销售额下滑严重，其中，阿迪达斯 4 月销售额同比下滑了 78%，耐克 4 月同比下滑了 59%。优衣库 4 月同比下滑超 20%。

图表 18. H&M 事件时间线梳理

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

资料来源：北京日报，京报网，中银证券

图表 19. 体育服饰国产品牌声明支持新疆

品牌	发声内容摘要
李宁	一起支持中国新疆棉
安踏	一直采购和使用中国棉产区出产的棉花，包括新疆棉，在未来也将继续采购和使用中国棉
鸿星尔克	公司每年使用数千吨新疆棉，将继续坚持使用中国棉，用中国好棉花，造中国好产品
匹克	中国品牌，当然选用祖国好棉
特步	新疆棉品质世界顶级，我们将会一直使用

资料来源：公司官网，中银证券

### 加大研发投入，科技形成产品核心竞争力

科技研发使产品差异化，满足不同运动场景需求。在人均收入水平提高以及消费升级的大背景下，如今的消费者特别是 90 后的新生代消费者，消费观念更加理性，相比于价格，更加注重产品的品质。同时由于体育活动本身具有较多的细化场景，比如篮球、排球、瑜伽等，不同细化场景中运动者所面对的需求以及追求的体验感不同，因此科技所创造的差异化产品十分重要。以海外知名品牌 Nike 为例，公司凭借 Air 气垫科技显著推动行业产品科技水平提升，提升消费者运动体验感，打造自身品牌力，确立了如今绝对龙头地位；Lululemon 和 Under Armour 针对瑜伽的运动场景，将科技注入纺织面料，通过细分市场实现弯道超车。

图表 20. 特步国际拥有不同技术来应对不同运动场景

适用场景	适用对象	需求
马拉松等专业赛事	专业跑者	高功能性
		动力巢 PB 弹性中底，具有极限推进和优质回弹能力。 全掌碳纤维板的 Y 式立体结构设计能帮助跑者突破最佳速度。
		独特双层中底设计结合动力巢 X 及动力巢 LITE，提供优质缓冲。 全掌弧形 TPU 板有更大支撑及推进。 全掌 TPU 板及动力巢 LITE 中底提供优质回弹及前掌推进的能量回馈。
常规运动或比赛	普通跑者	功能性与舒适感兼具
		ETPU 材料相较传统 EVA 更环保、耐热、减震、有高回弹力及耐压性。
		新综合高弹性 EVA 泡沫，缓震同时提供回弹柔软
		中空回旋设计，提供缓震、灵活、舒适的运动体验
日常健身	初级跑者	舒适感
		一片式立体双层编织工艺，分布不同网孔，提升透气性贴合脚面。
		应用气囊系统环绕带来柔软而具支撑性的缓震效果。
		柔软立方体模块，缓解鞋底压力分布
		高弹性 TPU 泡沫粒子，在运动过程中可吸收和释放更多能量
		重要鞋垫技术，记忆海绵式的舒适感

资料来源：公司年报，中银证券

国产品牌持续进行研发投入，加速产品升级。科技是公司核心竞争力的关键，多家头部国产品牌加大研发投入，表明其加强技术创新的决心。相比于运动服，运动鞋的科技壁垒更高 2020 年安踏为深入了解跑手需求，改善跑者体验，与中国领先运动 APP「咕咚」合作，推出了全新的 A-TR $\infty$ N「创」跑鞋系列。同时公司继续使用安踏氢科技以及新一代 A-FLASHFOAM 材料，从而加强运动鞋减震效果。李宁自主研发「李宁弭」减震回弹科技，结合「李宁䨻」科技平台，全新推出「绝影」跑鞋，将材料科技与结构科技相融合，突破性能天花板，实现产品升级。

图表 21. 龙头国产品牌持续进行科技研发投入

品牌	鞋类代表性科技
安踏	吸震科技
	安踏 C37 科技
	安踏虫洞科技
	安踏氢科技
	蓄力胶囊（气垫科技）
	安踏舒弹科技
李宁	李宁䨻科技
	李宁弭科技
	李宁云科技
	李宁弧科技
特步	LIGHT FOAM 科技
	动力巢科技
	减震旋科技
	气能环科技
	取能科技

资料来源：公司年报，公司官网，中银证券

## 与国潮文化结合，打造产品时尚设计感

国人消费观念转变，对国货的接受度增强。随着国产品牌企业多年来不断探究消费者需求，紧跟时尚趋势，同时加大与 IP 的联名合作款，品牌影响力得到大幅提升，在国际品牌价值评估权威机构 Brand Finance 公布的“2020 年全球最具价值品牌 500 强 (The Brand Finance Global 500) 榜单”中，安踏成为唯一上榜的中国体育用品品牌。国人不再过于追求海外知名品牌，对国货的包容度和倾向性加强。

在设计上与国潮相结合，引领时尚新风向。在国货整体向好的大背景下，相比较海外品牌，国产品牌的优势在于其设计理念更容易与中国传统文化相结合，从而引起消费者的共鸣。安踏 2019 年以新概念包装中国传统文化的「北京故宫文创」，推出「安踏 X 冬奥」商品，将故宫经典配色与安踏经典鞋型及服饰相结合；在 2020 年推出了致敬李白的安踏国潮系列、以高山流水为主题的 KT6 篮球鞋、以及与国际知名球鞋设计师 Salehe Bembury 合作的用鸟巢作为灵感打造的安踏巢鞋款等。特步在设计中融入了少林以及姜子牙的主题，致力于将传统文化融入到现代运动服饰中，加强自身在年轻一代消费者中的品牌影响力。预计国产品牌将凭借国潮的东风未来发展向好。

图表 22. 特步 x 少林系列首次亮相上海时装周



资料来源：公司年报，中银证券

图表 23. 特步 x 姜子牙一战封神系列



资料来源：公司年报，中银证券

李宁国潮系列产品亮相时装周，引起大量关注。李宁作为国潮文化与运动服饰结合的领先者，在 2018 年公司以「悟道」和「中国李宁」为主题，于纽约时装周和巴黎时装周惊艳亮相。作为第一个登陆国际秀场的中国运动品牌引起大量媒体的关注，「蝴蝶 2018」更成为纽约时装周最热门话题之一，这一举动不仅加大品牌影响力，扩大消费者群体，同时提升了国际市场对国产品牌和中国文化更高的认知与认可。

图表 24. 李宁首次亮相纽约时装周



资料来源：搜狗图片，中银证券

## 线下优化零售管理，重视门店质量

国产品牌门店数持续扩张，2002 年受疫情影响略有波动。目前我国运动服饰企业的门店数量仍处于扩张阶段。以行业内龙头品牌为例，安踏体育、李宁以及特步国际 2016-2019 年门店数量整体呈现上升趋势，其中特步 2017 门店数量出现下降的原因是由于当年零售渠道进行重大改革，由分销渠道管理转为零售网络管理；2020 年由于疫情影响各公司零售端压力较大，门店数量出现小幅下滑，整体影响不大，预计未来将恢复门店数量正增长。

图表 25. 国产企业门店仍处于持续扩张阶段

	2016	2017	2018	2019	2020
安踏	9668	10617	11826	12943	12260
李宁	6440	6262	7137	7550	6933
特步	6800	6000	6230	6379	6021

资料来源：公司年报，中银证券

龙头企业不断升级门店形象，提高品牌影响力。在门店数量扩张的同时，公司愈加重视门店质量，侧重于提升顾客体验和店铺效益，从而优化零售管理。大多数公司近些年不断进行店铺升级，提升店铺形象和品牌影响力；以龙头企业为例，2019 年安踏在重庆及上海推广第九代店铺，其营业面积约 2000 平方米，2020 年继续升级推出第十代店；特步在 2020 年对现有零售店进行翻新，并升级为第九代零售形象店，为顾客提供沉浸式零售体验。

改善门店经营效率，提升顾客消费体验。在门店建设上，数字化转型有助于企业提升门店经营效率，同时为消费者进一步提供个性化设计。李宁 2020 年以提高单店流水为目标，持续推进高效单店盈利模型，从而优化门店库存结构；安踏在 2019 年第九代门店中，采用了自助收银系统、云货架以及数码化消费场景功能，同时店内可体验历届克莱·汤普森篮球鞋，订制专属服饰，同时安踏儿童门店中设有 4.0 全新体测系统，可以精确测试儿童身高、体重、脚型，随时了解孩子的成长动态数据，这些数字化服务大大地提升消费者的购物体验。

图表 26. 中国运动服饰品牌门店改造前后变化显著，时尚度提升



资料来源：公司官网，搜狗图片，搜铺网，中银证券

## 电商业务带动增长，直播预计成为关键动力

在消费方式转变和疫情的催化下，电商业务推动营收增长。对于新生代消费者来说，线上店铺的款式更丰富、码数更全，同时配合淘宝、天猫等大型电商平台的活动，所享受的优惠更多。同时疫情的影响也加速了人们更习惯于线上消费的倾向。在此背景下，各公司加大线上渠道的建设并取得了不错的效果。特步 2020 年线上收入占比约占总营收的 25%，同时在双十一购物节期间，本集团的线上销售额同比增长约 50%，超过人民币 5.2 亿元；安踏和李宁的电子商务业务在 2020 年同样取得高速增长，分别为 53% 和 29.9%。

图表 27. 国产品牌线上规模不断提升

		2016	2017	2018	2019	2020
李宁	线上收入 (百万元)	1,133.34	1,658.01	2,217.80	3,120.67	4,053.75
	YOY(%)	89.02	46.29	33.76	40.71	29.90
	占比(%)	14.30	18.80	21.10	22.50	28.00
特步	线上收入 (百万元)	917.42	920.42	1,276.63	1,636.54	2,042.98
	YOY(%)	/	0.33	38.70	28.19	10.00
	占比(%)	17.00	18.00	20.00	20.00	25.00

资料来源：公司年报，中银证券

预计直播将成为体育服饰行业消费的关键动力。2020 年是直播带货蓬勃发展的一年，根据阿里巴巴的数据，2020 年双十一购物节期间，由直播带动的线上成交总额同比增长超过 100%，约有三亿淘宝用户在节日销售期间观看直播。此外，根据毕马威会计师事务所及阿里研究院发布的报告显示，2019 年中国直播电商行业的总规模达到人民币 4,338 亿元。因此公司也加大在直播方面的投入，以特步为例，2020 年在各类线上平台上与 135 名网络红人共同完成了 151 场直播，从而促进了线上销售额的亮丽增长，预计直播将继续带动线上业务的高速增长。

图表 28. 国产品牌加大线上投入

	线上投入举措
李宁	2018 年，李宁电商打造专供产品线「Counterflow—溯」系列，定位为中高价位的兼具街头潮流与中国文化特色的运动鞋服；2020 年持续进行线上产品的开发，加强与消费者线上互动，实现线上线下业务融合。
特步	2020 年公司通过微信小程序以及直播等私域流量提高线上曝光度，并且本年内赞助了 9 场线上马拉松赛事，在各类线上平台上与 135 名网络红人共同完成了 151 场直播；未来将进一步整合线上和线下业务，增加 O2O 产品比例。
安踏	2020 年初公司推出全新的线上健身活动，利用明星效应与消费者互动，促进家庭热身风潮；大力发展直播+电商的营销模式，同时明确各电商渠道的专供款和同季同款产品之比例，以及更精细的分级分渠道机制，优化商品运营，实现电商渠道改革。

资料来源：公司年报，中银证券

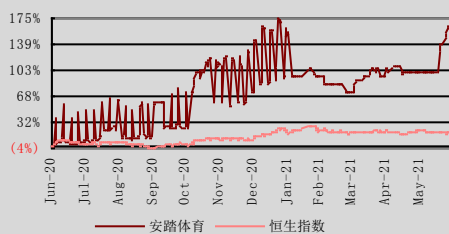


**02020.HK**
**买入**

市场价格：人民币 156.04

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	41.4	29.9	49.3	149.4
相对香港恒生指数	34.8	28.6	44.3	131.3

发行股数(百万)	2703
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	485,507
3个月日均交易额(港币 百万)	1,098
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
汇丰信托	61

资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
以2021年6月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装:服装家纺

证券分析师：郝帅  
(8610)66229231  
shuai.hao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

# 安踏体育

## 打造多品牌矩阵，启动 DTC 模式转型

安踏体育多品牌模式发展成熟，FILA 品牌近年来表现强势，持续拉动公司收入增长，同时逐渐完成安踏从大众市场到中高端市场的过渡；在渠道端，积极开展直播等多样化线上营销模式；公司启动 DTC 模式转型，不断提升营运效率，预计公司未来将进一步巩固自身绝对龙头地位。首次覆盖，给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- 主品牌加 FILA 合力发展，多品牌模式发展成熟。**公司始创于 1991 年，是全球领先的体育用品公司。公司重点打造多品牌矩阵，形成了安踏、FILA 以及其他品牌的三曲线结构。2020 年公司实现收入 355 亿元，同比增长 4.7%，归母净利润同比减少 3.4%。2021 年上半年公司预计经营溢利同比增长不少于 55%，归母净利润（考虑合营公司影响）同比增长不少于 110%，公司目前已逐渐摆脱疫情影响，预计业绩有望进一步提升。
- 营销与渠道全面升级，线上业务推动增长。**公司在 2020 年积极拓展营销端和渠道端升级，加大电商开拓力度，营销端在家庭健身风潮的背景下，积极开展明星课程训练季、直播等多元化电商方式，2020 年公司电子商务业务同比增长 53%；渠道端对门店形象进行升级，预期未来线上业务与直营店齐头并进，助力公司发展。
- 启动 DTC 模式转型，优化渠道效率。**公司 2020 年全品牌门店数量为 12260 家，其中安踏主品牌、FILA 以及其他品牌门店数量分别达到 9922/2006/332 家，公司主动启动 DTC 模式转型，在中国 11 个地区开展混合营运模式，通过 DTC 转型公司可以分析全国所有门店的实时营运数据，从而提高产品周转效率。预计随着 2021 年 DTC 转型完成，渠道效率将得到明显优化。

### 估值

- 在当前股本下，预计 2021 至 2023 年每股收益分别为 2.97 元、3.79 元、4.77 元；市盈率分别为 53 倍、41 倍、33 倍。

### 评级面临的主要风险

- 品牌推广不及预期、DTC 转型效果不及预期。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	33,928	35,512	46,220	56,688	67,925
变动(%)	41	5	30	23	20
净利润(人民币 百万)	5,344	5,162	8,020	10,256	12,882
全面摊薄每股收益(人民币)	1.980	1.910	2.970	3.790	4.770
变动(%)	30.3	(3.5)	55.5	27.6	25.9
全面摊薄市盈率(倍)	78.9	81.7	52.6	41.1	32.7
价格/每股现金流量(倍)	5.4	5.5	5.8	5.0	3.9
每股现金流量(人民币)	28.68	28.57	27.06	31.26	40.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.0	38.9	30.0	23.9	19.2
每股股息(人民币)	1.149	1.341	2.084	2.667	3.349
股息率(%)	0.7	0.9	1.3	1.7	2.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	33,928	35,512	46,220	56,688	67,925
销售成本	(15,269)	(14,861)	(18,591)	(22,587)	(26,591)
经营费用	(10,682)	(12,507)	(16,491)	(19,643)	(22,966)
息税折旧前利润	7,977	8,144	11,138	14,458	18,368
折旧及摊销	389	414	539	661	792
经营利润 (息税前利润)	8,414	8,634	11,677	15,051	19,020
净利息收入/(费用)	221	191	(361)	(371)	(372)
其他收益/(损失)	1,125	1,399	1,795	2,235	2,662
税前利润	8,008	8,089	12,568	16,072	20,187
所得税	(2,384)	(2,520)	(3,915)	(5,007)	(6,289)
少数股东损益	280	407	632	809	1,016
净利润	5,344	5,162	8,020	10,256	12,882
核心净利润	5,663	5,595	8,583	10,947	13,710
每股收益 (人民币)	1.977	1.909	2.967	3.794	4.765
核心每股收益 (人民币)	21.700	21.440	32.890	41.940	52.530
每股股息 (人民币)	1.149	1.341	2.084	2.667	3.349
收入增长(%)	41	5	30	23	20
息税前利润增长(%)	52	3	35	29	26
息税折旧前利润增长(%)	54	2	37	30	27
每股收益增长(%)	30	(4)	55	28	26
核心每股收益增长(%)	31	(1)	53	28	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	8,221	15,323	19,219	23,028	28,514
应收帐款	3,938	3,785	5,027	5,779	6,957
库存	4,405	5,486	6,908	10,467	13,707
其他流动资产	1,657	1,785	2,100	2,613	3,066
流动资产总计	23,321	32,717	41,458	51,617	63,997
固定资产	2,569	2,729	2,568	2,535	2,495
无形资产	678	1,579	1,579	1,579	1,579
其他长期资产	14,651	14,842	14,952	15,071	15,202
长期资产总计	17,898	19,150	19,099	19,185	19,276
总资产	41,218	51,867	60,556	70,803	83,273
应付帐款	8,783	6,915	7,958	9,417	11,038
短期债务	1,359	1,968	2,561	3,142	3,764
其他流动负债	2,269	2,832	3,253	3,698	4,174
流动负债总计	12,412	11,715	13,772	16,256	18,976
长期借款	6,644	12,456	12,456	12,456	12,456
其他长期负债	1,102	1,873	1,773	1,773	1,773
股本	261	261	261	261	261
储备	4,735	4,794	4,794	4,794	4,794
股东权益	20,082	24,013	5,055	5,055	5,055
少数股东权益	979	1,811	2,443	3,252	4,268
总负债及权益	41,218	51,867	60,556	70,803	83,273
每股帐面价值 (人民币)	76.94	92.00	19.37	19.37	19.37
每股有形资产 (人民币)	74.34	85.95	13.32	13.32	13.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.84)	(3.44)	(16.10)	(28.47)	(47.10)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	8,008	8,089	12,568	16,072	20,187
折旧与摊销	389	414	539	661	792
净利息费用	(53)	(462)	90	100	101
运营资本变动	1,171	(2,314)	(1,464)	(377)	(909)
税金	(2,384)	(2,520)	(3,915)	(5,007)	(6,289)
其他经营现金流	1,180	5,155	323	(2,035)	(1,928)
经营活动产生的现金流	7,485	7,458	7,063	8,160	10,510
购买固定资产净值	25	1,061	(161)	(32)	(40)
投资减少/增加	0	0	(70)	(30)	(500)
其他投资现金流	(13,090)	(2,984)	(1,902)	(2,189)	(1,774)
投资活动产生的现金流	(13,065)	(1,923)	(2,134)	(2,251)	(2,314)
净增权益	(300)	(350)	(544)	(696)	(874)
净增债务	6,689	6,422	593	580	623
支付股息	300	350	544	696	874
其他融资现金流	(2,019)	(5,193)	(1,583)	(2,636)	(3,288)
融资活动产生的现金流	4,670	1,229	(990)	(2,056)	(2,665)
现金变动	(910)	6,764	3,940	3,853	5,530
期初现金	9,284	8,221	15,323	19,219	23,028
公司自由现金流	(5,580)	5,535	4,929	5,909	8,195
权益自由现金流	1,056	11,495	5,613	6,589	8,919

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

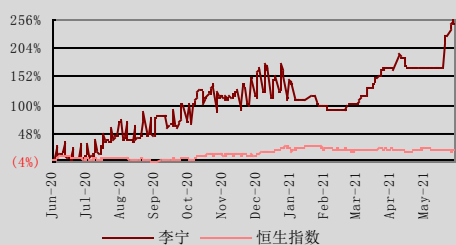
年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	25.7	14.3	18.1	19.2	18.9
息税前利润率(%)	21.4	9.2	14.5	15.3	15.5
税前利润率(%)	18.6	26.7	18.9	19.6	19.6
净利率(%)	13.6	22.7	16.1	16.7	16.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.4	2.3	2.8	3.0	3.1
利息覆盖率(倍)	38.1	45.2	32.3	40.6	51.1
净权益负债率(%)	0.01	0.03	0.56	0.89	1.32
速动比率(倍)	1.6	1.7	2.0	2.1	2.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	78.9	81.7	52.6	41.1	32.7
核心业务市盈率(倍)	78.9	81.7	52.6	41.1	32.7
市净率(倍)	20.0	16.3	13.0	10.5	8.4
价格/现金流(倍)	56.5	56.7	59.9	51.8	40.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.0	38.9	30.0	23.9	19.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	224.5	304.1	262.7	255.7	253.3
应收帐款周转天数	52.9	63.6	57.9	58.9	58.9
应付帐款周转天数	25.1	32.6	24.8	23.9	24.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	84.2	78.7	78.7	78.7	78.7
净资产收益率(%)	17.0	21.8	15.9	17.0	17.4
资产收益率(%)	13.2	4.3	7.7	8.7	9.1
已运用资本收益率(%)	3.4	4.3	3.4	3.6	3.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**02331.HK**
**买入**

市场价格：人民币 79.02

板块评级：强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	55.7	29.1	72.7	228.7
相对香港恒生指数	49.1	27.8	67.8	210.5

发行股数(百万)	9,494
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	206,987
3个月日均交易额(港币 百万)	897
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
非凡中国控股有限公司	13

资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
以2021年6月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**纺织服装:服装家纺**

证券分析师：郝帅  
(8610)66229231  
shuai.hao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：  
S1300521030002

# 李宁

## 引领国潮时尚，业绩增长动力强劲

李宁作为国民品牌，历经波折最终掌握市场风向，准确定位国潮品牌；在品牌端，公司坚持“单品牌、多品类”策略，将科技投入与时尚设计协同发展，同时公司积极发展线上业务，推广线上活动、提升消费者线上体验、增强用户粘性，预计未来业绩增势强劲。首次覆盖，给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **历经跌宕重回增长，国民品牌改革效果凸显。**自1990年创立公司历经3个阶段：1) 1990-2009年：公司快速扩张，成长为本土第一运动品牌。2) 2010-2014年：公司改革未能顺利执行，错失后奥运时期的发展机遇。3) 2015-2018年：创始人李宁回归公司，推出国潮品牌中国李宁等，收入和同店均表现较好。4) 2019年至今：改革成效显现，公司重回增长。公司2020年营收增长4.2%，净利率同比上升2pct至11.7%，据公司2021年H1业绩预告，预计录得纯利不少于18亿元。
- **科技研发+时尚设计，不断深化品牌影响力。**品牌端，公司坚持“单品牌、多品类”策略，覆盖多层次多年龄的客群。在投入研发方面，公司不断加大投入新科技和新材料，聚焦产品的专业运动属性，2020年发布全新升级的顶级竞速跑鞋、超轻系列球拍等，在时尚设计上，充分与运动文化结合，关注最新流行趋势，与运动和潮流明星合作，持续巩固并深化品牌在年轻消费者群体中的影响力。
- **渠道效率持续提升，持续引领国潮时尚文化。**公司2020年受疫情影响，门店数量同比减少8.17%，公司将聚焦会员服务维度，重视优化渠道效率；同时在未来定位上，公司作为将国潮与运动结合的领先者，是第一个登陆国际秀场的中国运动品牌并引起大量媒体的关注，未来将继续致力于探索国潮与运动结合的可能性，引领时尚热潮。

### 估值

- 在当前股本下，预计2021至2023年每股收益分别为1.37元、1.75元、2.14元；市盈率分别为58倍、45倍、37倍。

### 评级面临的主要风险

- 品牌推广不及预期、线上渠道发展不及预期。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	13,870	14,457	20,338	25,510	30,355
变动(%)	32	4	41	25	19
净利润(人民币 百万)	1,499	1,698	3,417	4,358	5,322
全面摊薄每股收益(人民币)	0.619	0.692	1.371	1.748	2.135
变动(%)	109.0	11.7	98.1	27.5	22.1
全面摊薄市盈率(倍)	127.6	114.2	57.6	45.2	37.0
价格/每股现金流量(倍)	56.0	56.0	42.7	30.7	26.6
每股现金流量(人民币)	1.41	1.41	1.85	2.57	2.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	84.8	62.0	35.5	27.3	22.3
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.283	0.360	0.440
股息率(%)	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	13,870	14,457	20,338	25,510	30,355
销售成本	7,066	7,364	9,762	12,116	14,265
经营费用	5,157	5,513	6,866	8,561	10,096
息税折旧前利润	26,093	27,334	36,966	46,188	54,716
折旧及摊销	420	534	751	942	1,121
经营利润 (息税前利润)	26,091	27,331	36,962	46,183	54,710
净利息收入/(费用)	59	66	94	118	140
其他收益/(损失)	798	472	521	561	599
税前利润	1,857	2,248	4,497	5,734	7,003
所得税	(357)	(549)	(1,079)	(1,376)	(1,681)
少数股东损益	0	0	0	0	1
净利润	1,499	1,698	3,417	4,358	5,322
核心净利润	1,559	1,711	3,431	4,375	5,342
每股收益 (人民币)	0.619	0.692	1.371	1.748	2.135
核心每股收益 (人民币)	0.626	0.686	1.376	1.755	2.143
每股股息 (人民币)	0.150	0.200	0.283	0.360	0.440
收入增长(%)	32	4	41	25	19
息税前利润增长(%)	28	5	35	25	18
息税折旧前利润增长(%)	31	5	35	25	18
每股收益增长(%)	109	12	98	28	22
核心每股收益增长(%)	76	10	101	28	22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,857	2,248	4,497	5,734	7,003
折旧与摊销	420	534	751	942	1,121
净利息费用	(30)	(32)	(45)	(56)	(67)
运营资本变动	1,246	208	(76)	(303)	(314)
税金	(357)	(549)	(1,079)	(1,376)	(1,681)
其他经营现金流	787	1,625	1,305	2,402	2,460
经营活动产生的现金流	3,503	3,503	4,606	6,406	7,408
购买固定资产净值	166	118	165	193	125
投资减少/增加	343	83	102	128	152
其他投资现金流	(1,083)	(775)	(753)	(807)	(764)
投资活动产生的现金流	(573)	(573)	(487)	(487)	(487)
净增权益	(300)	(350)	(705)	(898)	(1,097)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	300	350	705	898	1,097
其他融资现金流	(649)	(649)	(88)	(87)	(86)
融资活动产生的现金流	(649)	(649)	(88)	(87)	(86)
现金变动	2,282	2,282	4,031	5,832	6,835
期初现金	4,811	7,092	11,124	16,956	23,791
公司自由现金流	2,930	2,930	4,119	5,919	6,921
权益自由现金流	2,900	2,899	4,074	5,863	6,854

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	7,092	11,124	16,956	23,791	30,626
应收帐款	687	659	927	1,162	1,383
库存	1,407	1,346	2,553	2,747	3,492
其他流动资产	39	65	92	115	137
流动资产总计	8,539	9,777	15,013	17,690	21,099
固定资产	1,039	1,065	1,220	1,403	1,518
无形资产	193	191	200	210	221
其他长期资产	2,776	3,561	2,401	2,566	2,712
长期资产总计	4,008	4,817	3,822	4,180	4,450
总资产	12,547	14,594	18,835	21,870	25,550
应付帐款	1,348	1,227	1,213	1,479	1,691
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,368	3,788	3,366	3,056	2,772
流动负债总计	4,717	5,015	4,579	4,535	4,463
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	681	880	749	775	800
股本	2,143	2,283	2,493	2,493	2,493
储备	3,548	7,635	10,346	13,805	18,029
股东权益	7,122	8,687	12,839	16,298	20,522
少数股东权益	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
总负债及权益	12,547	14,594	18,835	21,870	25,550
每股帐面价值 (人民币)	2.86	3.48	5.15	6.54	8.23
每股有形资产 (人民币)	2.78	3.41	5.07	6.45	8.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.39)	(2.88)	(4.38)	(5.27)	(6.24)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

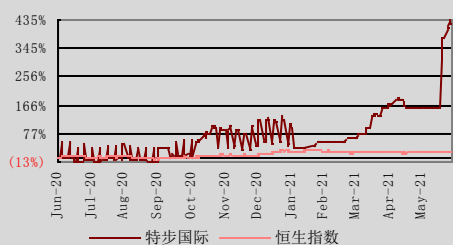
年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率 (%)	188.1	189.1	181.8	181.1	180.3
息税前利润率 (%)	188.1	189.0	181.7	181.0	180.2
税前利润率 (%)	13.4	15.5	22.1	22.5	23.1
净利率 (%)	10.8	11.7	16.8	17.1	17.5
<b>流动性</b>					
流动比率 (倍)	1.8	1.9	3.3	3.9	4.7
利息覆盖率 (倍)	442.1	412.5	393.9	392.4	390.6
净权益负债率 (%)	0.83	0.95	0.87	1.03	0.97
速动比率 (倍)	1.5	1.7	2.7	3.3	3.9
<b>估值</b>					
市盈率 (倍)	127.6	114.2	57.6	45.2	37.0
核心业务市盈率 (倍)	127.6	114.2	57.6	45.2	37.0
市净率 (倍)	27.7	22.7	14.6	11.9	9.7
价格/现金流 (倍)	56.4	56.4	42.9	30.8	26.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	84.8	62.0	35.5	27.3	22.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	(68.4)	(68.2)	(72.9)	(79.8)	(79.8)
应收帐款周转天数	21.3	17.0	14.2	14.9	15.3
应付帐款周转天数	32.7	32.5	21.9	19.3	19.1
<b>回报率</b>					
股息支付率 (%)	20.0	20.6	20.6	20.6	20.6
净资产收益率 (%)	23.2	21.5	31.8	29.9	28.9
资产收益率 (%)	14.1	12.5	20.4	21.4	22.4
已运用资本收益率 (%)	5.8	5.4	7.9	7.5	7.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**01368.HK**
**买入**

市场价格：人民币 11.90

板块评级：强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	252.6	104.5	218.6	405.2
相对香港恒生指数	246.0	103.2	213.6	387.0

发行股数(百万)	9,622
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	35,501
3个月日均交易额(港币 百万)	284
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
Ding Wang Fortune Limited	51

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
 以2021年6月29日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格**
**纺织服装:服装家纺**
**证券分析师：郝帅**

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

# 特步国际

## 打造主品牌专业运动形象，推进新品牌布局

特步目前仍以主品牌为主，投入新科技，加强与体育明星、体育赛事的合作，持续打造专业运动品牌形象，同时公司着手打造自身多品牌矩阵，拓展更专业化以及更时尚化两个细分方向，渠道方面，2020 电子商务渠道发展较好；未来向好。首次覆盖，给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **布局多品牌业务模式，满足多元化需求。** 公司 2020 年收入为 81.72 亿元，基本与上年持平，2021 年 Q1 零售销售同比增长约 55%；目前公司分为大众运动（主品牌特步）、专业运动（索康尼和迈乐）以及时尚运动（帕拉丁和盖世威）三个事业部，其分部收入占比为 86.9%/0.9%/12.2%，公司仍处于多品牌业务布局早期阶段，2020 年公司赞助 21 场体育赛事，进一步巩固主品牌专业运动形象。
- **线上渠道全面发力，打造沉浸式零售体验。** 渠道方面，公司 2020 年上半年完成了电子商务业务重组，采取直播等多样化方式，加大线上渠道布局，2020 年公司线上收入约占总营收的 25%，同时在双十一期间，线上销售额同比增长约 50%，超过人民币 5.2 亿元；零售管理方面，2020 年门店全新改造升级，为顾客提供沉浸式零售体验。
- **加大海外业务营销力度，推进布局新品牌。** 索康尼和迈乐作为专业运动分部的新品牌，公司预计未来将借助城市户外运动不断扩张门店数量，发挥新品牌的潜质；时尚运动方面，疫情影响帕拉丁和盖世威两大新收购品牌的海外业务恢复，但 2020 年公司仍在积极推进，加大线上营销投入，盖世威和帕拉丁 2020 年在海外线上零售额取得强势增长，分别为 45%/52%。预计新品牌将成为公司未来新的增长点。

### 估值

- 当前股本下，预计 2021 至 2023 年每股收益分别为 0.27 元、0.32 元、0.37 元；市盈率分别为 45 倍、37 倍、32 倍。

### 评级面临的主要风险

- 渠道发展不及预期，新品牌增长不及预期。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	8,183	8,172	9,523	11,118	12,541
变动(%)	28	(0)	17	17	13
净利润(人民币 百万)	728	513	696	838	970
全面摊薄每股收益(人民币)	0.302	0.206	0.265	0.320	0.370
变动(%)	2.3	(31.6)	28.6	20.4	15.7
全面摊薄市盈率(倍)	39.4	57.7	44.8	37.2	32.2
价格/每股现金流量(倍)	39.7	99.2	45.8	47.6	39.7
每股现金流量(人民币)	0.30	0.12	0.26	0.25	0.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.6	33.7	26.0	22.3	19.6
每股股息(人民币)	0.180	0.120	0.181	0.218	0.252
股息率(%)	1.5	1.0	1.5	1.8	2.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	8,183	8,172	9,523	11,118	12,541
销售成本	4,634	4,975	5,648	6,443	7,283
经营费用	2,625	2,588	3,064	3,682	4,081
息税折旧前利润	15,442	15,734	18,235	21,243	23,905
折旧及摊销	84	67	78	91	103
经营利润 (息税前利润)	15,442	15,734	18,235	21,243	23,905
净利息收入/(费用)	(29)	(4)	(51)	(41)	(32)
其他收益/(损失)	607	505	565	639	671
税前利润	1,121	762	1,033	1,244	1,439
所得税	(390)	(257)	(348)	(419)	(485)
少数股东损益	4	(8)	(11)	(13)	(15)
净利润	728	513	696	838	970
核心净利润	689	466	665	804	932
每股收益 (人民币)	0.302	0.206	0.265	0.320	0.370
核心每股收益 (人民币)	0.263	0.178	0.253	0.306	0.355
每股股息 (人民币)	0.180	0.120	0.181	0.218	0.252
收入增长(%)	28	(0)	17	17	13
息税前利润增长(%)	28	2	16	16	13
息税折旧前利润增长(%)	29	2	16	16	13
每股收益增长(%)	2	(32)	29	20	16
核心每股收益增长(%)	(18)	(32)	43	21	16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,970	3,472	5,868	5,442	5,226
应收帐款	2,910	3,236	3,408	3,956	4,139
库存	1,046	975	1,398	1,336	1,401
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	9,266	9,027	12,101	12,343	12,395
固定资产	662	796	825	913	955
无形资产	810	709	674	640	608
其他长期资产	751	1,252	1,257	1,255	1,253
长期资产总计	2,223	2,757	2,756	2,808	2,816
总资产	12,323	12,572	15,644	15,938	15,999
应付帐款	1,420	1,479	1,696	1,725	1,910
短期债务	1,086	642	642	642	642
其他流动负债	1,165	1,213	1,457	1,679	1,507
流动负债总计	3,671	3,334	3,794	4,046	4,059
长期借款	1,269	1,516	1,516	1,516	1,516
其他长期负债	423	424	401	401	401
股本	2,209	2,239	2,622	2,622	2,622
储备	6,868	7,201	7,236	7,278	7,326
股东权益	6,890	7,223	9,858	9,900	9,948
少数股东权益	70	75	75	75	75
总负债及权益	12,323	12,572	15,644	15,938	15,999
每股帐面价值 (人民币)	2.63	2.75	3.76	3.78	3.79
每股有形资产 (人民币)	2.32	2.48	3.50	3.53	3.56
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(0.50)	(1.42)	(1.25)	(1.17)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,121	762	1,033	1,244	1,439
折旧与摊销	84	67	78	91	103
净利息费用	(111)	(140)	(93)	(103)	(112)
运营资本变动	(344)	(348)	(41)	(699)	(19)
税金	(390)	(257)	(348)	(419)	(485)
其他经营现金流	502	303	120	634	(39)
经营活动产生的现金流	778	320	671	658	784
购买固定资产净值	823	34	(6)	54	10
投资减少/增加	(528)	354	316	358	378
其他投资现金流	(2,340)	185	(466)	(973)	(1,024)
投资活动产生的现金流	(2,045)	573	(156)	(562)	(636)
净增权益	(300)	(350)	(475)	(572)	(662)
净增债务	411	(197)	2,158	2,158	2,158
支付股息	300	350	475	572	662
其他融资现金流	628	(183)	1,882	(522)	(365)
融资活动产生的现金流	1,039	(380)	1,882	(522)	(365)
现金变动	(227)	513	2,396	(426)	(217)
期初现金	3,196	2,970	3,472	5,868	5,442
公司自由现金流	(1,267)	893	515	96	149
权益自由现金流	(966)	557	422	(7)	37

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	188.7	192.5	191.5	191.1	190.6
息税前利润率(%)	188.7	192.5	191.5	191.1	190.6
税前利润率(%)	13.7	9.3	10.8	11.2	11.5
净利率(%)	8.9	6.3	7.3	7.5	7.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.5	2.7	3.2	3.1	3.1
利息覆盖率(倍)	524.4	3,665.9	4,248.5	4,949.5	5,569.7
净权益负债率(%)	0.09	0.18	0.37	0.33	0.31
速动比率(倍)	2.2	2.4	2.8	2.7	2.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	39.4	57.7	44.8	37.2	32.2
核心业务市盈率(倍)	39.4	57.7	44.8	37.2	32.2
市净率(倍)	4.5	4.3	3.1	3.1	3.1
价格/现金流(倍)	40.3	98.0	46.7	47.7	40.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.6	33.7	26.0	22.3	19.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	(74.1)	(74.1)	(76.7)	(77.5)	(68.6)
应收帐款周转天数	112.1	137.3	127.3	120.9	117.8
应付帐款周转天数	51.3	64.7	60.8	56.2	52.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	41.3	68.3	68.3	68.3	68.3
净资产收益率(%)	11.9	7.3	8.1	8.5	9.8
资产收益率(%)	9.4	8.4	8.6	9.0	9.9
已运用资本收益率(%)	2.2	1.4	1.6	1.7	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**02313.HK**

# 买入

**市场价格：人民币 164.51**
**板块评级：强于大市**
**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	59.9	5.7	73.1	257.4
相对上证指数	61.5	5.9	74.1	236.9

发行股数(百万)	1503
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	249161
3个月日均交易额(人民币 百万)	93
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
太平鸟集团有限公司	48

资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
以2021年6月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**纺织服装：服装家纺**
**证券分析师：郝帅**

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

## 产能落地加速，龙头地位不断巩固

申洲国际作为中国最大的纵向一体化针织制造商公司，2020年在疫情下，营业收入增长稳定，但营收结构发生变动，内衣类产品增长额增长；公司重视研发投入，科研成果遍布多方面；产能方面，海内外工厂全面升级；预计未来疫情可控，公司发展可期，首次覆盖，给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **营业收入增长稳定，内衣类产品销售额增长。**公司作为中国最大的纵向一体化针织制造商公司，2020年营收为230.31亿元，同比增长约1.6%，业绩增长稳定。运动类、休闲类、内衣类以及其他针织品的销售额占比分别为69.2%/19.5%/4.5%/6.8%。其中运动类和休闲类的销售额均下降，下降的原因主要是疫情导致需求减少以及公司于年初终止零售业务。内衣类的销售额同比上升约28.7%，其他针织品（以口罩为主）由于疫情的影响，其同比增长率为931.9%。
- **构建研发和产能壁垒，深度绑定优质客户。**公司在产品开发上注重研发投入，科研能力积累丰富，获得多项创新奖励；在产能方面，公司2021年越南德利工厂与柬埔寨新项目一期将完工投产，预计产能提升15%左右，2022年主要由于越南世通新项目以及柬埔寨二期启动，预计产能增速有望达到20%。公司在研发和产能上均形成较高的行业准入壁垒，提升自身产品议价能力，深度绑定优质客户。
- **实现产品研发新突破，全面推进数字化与自动化。**未来发展战略方面包含新材料、数字化、自动化三个关键词。公司预计在宁波建设新的高科技纺织基地，加大产品研发投入，力争在产品新材料上有所突破，强化自身技术优势；疫情促使公司推进数字化、自动化建设，加大对自动化设备的需求探索和应用推广，持续推进产业的数字化转型，从而进一步缩短交货周期，并实现产能的最佳利用。

### 估值

- 当前股本下，预计2021至2023年每股收益分别为4.18元、4.90元、5.56元；市盈率分别为39倍、34倍、30倍。

### 评级面临的主要风险

- 产能提高不及预期，防疫措施不及预期。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	22,665	23,031	27,226	31,445	35,292
变动(%)	8	2	18	15	12
净利润(人民币 百万)	5,095	5,107	6,344	7,443	8,451
全面摊薄每股收益(人民币)	3.390	3.400	4.176	4.899	5.563
变动(%)	12.3	0.3	22.8	17.3	13.5
全面摊薄市盈率(倍)	48.5	48.4	39.4	33.6	29.6
价格/每股现金流量(倍)	90.4	68.0	76.5	69.7	75.5
每股现金流量(人民币)	1.82	2.42	2.15	2.36	2.18
企业价值/息税折旧前利润(倍)	0.2	0.2	-0.4	-0.1	0.0
每股股息(人民币)	0.630	0.735	0.952	1.143	1.408
股息率(%)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

# 申洲国际

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	22,665	23,031	27,226	31,445	35,292
销售成本	(15,789)	(15,836)	(18,650)	(21,383)	(23,893)
经营费用	(1,932)	(1,788)	(2,015)	(2,357)	(2,645)
息税折旧前利润	41,335	41,134	48,760	56,208	62,999
折旧及摊销	933	974	1,151	1,330	1,493
经营利润 (息税前利润)	40,389	40,656	47,890	55,184	61,828
净利息收入/(费用)	89	108	128	148	166
其他收益/(损失)	774	692	923	932	890
税前利润	5,655	5,614	4,686	4,686	4,686
所得税	(613)	(430)	(534)	(626)	(711)
少数股东损益	(137)	(24)	(30)	(35)	(40)
净利润	5,095	5,107	6,344	7,443	8,451
核心净利润	5,095	5,107	6,344	7,443	8,451
每股收益 (人民币)	3.390	3.400	4.176	4.899	5.563
核心每股收益 (人民币)	3.413	3.435	4.245	4.979	5.653
每股股息 (人民币)	0.630	0.735	0.952	1.143	1.408
收入增长(%)	8	2	18	15	12
息税前利润增长(%)	8	1	18	15	12
息税折旧前利润增长(%)	8	(0.5)	19	15	12
每股收益增长(%)	12	0.3	23	17	14
核心每股收益增长(%)	12	1	24	17	14

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5,061	8,227	12,857	11,036	9,477
应收帐款	3,649	4,168	5,157	6,097	7,177
库存	5,282	4,811	6,088	6,914	7,640
其他流动资产	5,967	5,390	2,964	2,964	2,964
流动资产总计	20,494	23,554	28,004	28,323	28,931
固定资产	9,592	10,167	9,586	11,356	12,864
无形资产	101	105	97	94	91
其他长期资产	1,667	3,026	2,498	2,498	2,498
长期资产总计	11,361	13,298	12,181	13,948	15,453
总资产	31,855	36,852	40,185	42,271	44,384
应付帐款	881	1,060	1,118	1,211	1,310
短期债务	3,192	6,210	6,210	6,210	6,210
其他流动负债	1,512	1,582	1,630	1,659	1,712
流动负债总计	5,585	8,853	8,959	9,080	9,233
长期借款	776	398	398	398	398
其他长期负债	302	331	227	227	227
股本	1,512	1,512	1,512	1,512	1,512
储备	25,021	27,125	29,125	31,125	33,125
股东权益	25,172	27,276	30,637	32,637	34,637
少数股东权益	19	(5)	(35)	(70)	(110)
总负债及权益	31,855	36,852	40,185	42,271	44,384
每股帐面价值 (人民币)	16.65	18.04	20.26	21.59	22.91
每股有形资产 (人民币)	16.58	17.97	20.20	21.52	22.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.72)	(1.07)	(4.13)	(2.93)	(1.90)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	5,572	5,512	6,848	8,034	9,122
折旧与摊销	933	974	1,151	1,330	1,493
净利息费用	(89)	(108)	(128)	(148)	(166)
运营资本变动	117	(578)	(860)	(1,203)	(1,298)
税金	(613)	(430)	(534)	(626)	(711)
其他经营现金流	(328)	(2,469)	(1,681)	(1,285)	(1,235)
经营活动产生的现金流	5,604	2,406	4,515	5,797	6,884
购买固定资产净值	1,591	578	(589)	1,767	1,505
投资减少/增加	(6)	4	0	0	0
其他投资现金流	2,243	2,865	(4,455)	(7,077)	(6,707)
投资活动产生的现金流	3,829	3,447	(5,044)	(5,310)	(5,203)
净增权益	(300)	(350)	(435)	(510)	(579)
净增债务	1,452	2,640	6,608	6,608	6,608
支付股息	300	350	435	510	579
其他融资现金流	(3,855)	(3,986)	5,159	(2,308)	(3,239)
融资活动产生的现金流	(2,403)	(1,347)	5,159	(2,308)	(3,239)
现金变动	7,030	4,506	4,630	(1,822)	(1,559)
期初现金	3,566	5,061	8,227	12,857	11,036
公司自由现金流	9,433	5,853	(529)	487	1,681
权益自由现金流	10,796	8,384	(657)	339	1,515

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	182.4	178.6	179.1	178.8	178.5
息税前利润率(%)	178.2	176.5	175.9	175.5	175.2
税前利润率(%)	24.6	23.9	25.2	25.5	25.8
净利率(%)	22.5	22.2	23.3	23.7	23.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.7	2.7	3.1	3.1	3.1
利息覆盖率(倍)	452.9	375.6	374.2	373.4	372.7
净权益负债率(%)	0.04	0.06	0.20	0.14	0.08
速动比率(倍)	2.7	2.1	2.4	2.4	2.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	48.5	48.4	39.4	33.6	29.6
核心业务市盈率(倍)	48.5	48.4	39.4	33.6	29.6
市净率(倍)	9.8	9.1	8.1	7.6	7.2
价格/现金流(倍)	53.2	123.8	66.0	51.4	43.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	0.2	0.2	-0.4	-0.1	0.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	121.6	116.3	106.7	111.0	111.2
应收帐款周转天数	58.1	61.9	62.5	65.3	68.6
应付帐款周转天数	13.6	15.4	14.6	13.5	13.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	5.9	6.9	6.9	6.9	6.9
净资产收益率(%)	21.5	19.5	21.9	23.5	25.1
资产收益率(%)	121.0	109.1	114.6	123.4	131.6
已运用资本收益率(%)	4.7	4.1	4.5	4.9	5.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



## 风险提示

### 1) 疫情后消费复苏不及预期。

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

### 2) 市场竞争加剧。

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

### 3) 新零售发展不及预期。

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

## 披露声明

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

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

## 评级体系说明

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

### 公司投资评级：

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

### 行业投资评级：

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

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

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

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

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

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

### 中银国际证券有限公司

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

### 中银国际控股有限公司北京代表处

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

### 中银国际(英国)有限公司

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

### 中银国际(美国)有限公司

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

### 中银国际(新加坡)有限公司

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