

纺织服装

行业运行趋势及 2021 年中报前瞻

2021Q1 品牌服饰终端消费趋势向好，Q2 趋势延续。1) 消费稳定复苏，据国家统计局数据，5 月服装针织类/金银珠宝类零售额同比分别增加 12.3%/31.5%（同期社零总额增速 12.4%），较 2019 年同期分别增长 8.2%/19.2%（同期社零总额增速 2019 年增长 9.1%）。2) **2021 年 Q1 终端快速增长，2021Q2 趋势持续。**我们认为消费意愿对疫情波动逐渐脱敏，服饰/珠宝/家纺行业终端库存健康，且前期渠道调整到位，终端快速增长。

运动鞋服：高景气赛道产业链龙头表现优异。运动鞋服板块在疫情冲击下表现稳健，后续终端回暖迅速的过程中龙头表现更佳，**重点关注安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际。**①**品牌商：**安踏体育、李宁披露盈利预告，2021H1 收入分别实现 50%/60%+增长，业绩分别实现 110%/160%+增长。特步国际终端流水表现佳，对比 2019 年实现双位数增长，我们预计其 H1 业绩快速增长；②**制造商：**申洲国际根据公司公告，2020 年 H2 产能扩张且进行技术改进，我们认为随着终端消费复苏，公司订单修复加速，且根据公告公司海外工厂受疫情影响相对较小，龙头地位显著，我们预计 2021 年 H1 公司收入业绩实现 20% 左右增长。

中高端服饰：终端平稳，效率优化。中高端服饰成长以单店运营效率提升为主，会员贡献比例大使得终端表现整体平稳。①**比音勒芬：**公司披露盈利预告，2021H1 业绩增速在 45%~55%，我们认为公司在 2021 年疫情影响减弱背景下，毛利率净利率均有所回升，收入增速在 30% 左右。②**地素时尚：**2021 年 Q1 公司收入业绩快速增长，我们认为 Q2（对比 2019 年）增长趋势延续，预计 2021 年 H1 收入/业绩实现 30%/35% 左右增长。

大众服饰：渠道优化，供应链效率提升带来终端恢复。我们认为大众服饰品牌在经过了 2020 年的调整优化，供应链效率有所提升，2021 年 Q1 流水快速增长，Q2 持续改善。①**太平鸟：**公司全渠道快速增长，我们预计公司 2021 年 H1 收入/业绩分别实现 30% 左右/大幅增长。②**森马服饰：**童装表现优异，休闲装仍然在恢复调整中，我们预计公司 2021 年 H1 收入/业绩可比口径下对比 2019 年仍然有单位数/20% 左右下滑。

投资建议。1) 推荐景气持续上行、竞争格局佳的运动鞋服赛道，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 50/57/46/37 倍，关注【华利集团】，目前对应 21 年 PE 为 52 倍。2) 推荐运营稳健、估值水平尚有提升空间的【地素时尚、比音勒芬】，对应 21 年 PE 分别为 16/23 倍；推荐消费医疗双覆盖的大健康领军企业【稳健医疗】，对应 21 年 PE 为 26 倍；推荐品牌重塑升级、龙头地位稳固的【波司登】，对应 21 年 PE 为 29 倍；关注柔性供应链效果显著【太平鸟、森马服饰】，对应 21 年 PE 分别为 25/20 倍。推荐珠宝龙头【老凤祥】，对应 21 年 PE 为 15 倍。

风险提示：新冠疫情影响超预期；终端消费低迷风险；各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。

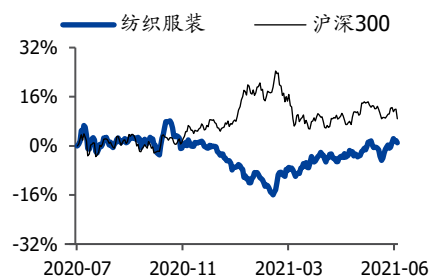
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
02020.HK	安踏体育	买入	1.91	2.94	3.70	4.83	76.9	49.9	39.7	30.4
02331.HK	李宁	买入	0.68	1.33	1.63	1.97	111.0	56.8	46.4	38.3
02313.HK	申洲国际	买入	3.40	4.28	5.05	5.81	47.0	37.3	31.6	27.5
002832.SZ	比音勒芬	买入	0.90	1.13	1.39	1.65	28.4	22.6	18.3	15.5
03998.HK	波司登	买入	0.11	0.16	0.20	0.25	41.2	29.0	23.3	18.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

1、《纺织服装：运动鞋服赛道全面重估的周期》

2021-06-20

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

3、《纺织服装：行业复苏，优选公司》2021-06-01



内容目录

行业：消费环境佳，服饰行业持续向上.....	3
分板块：赛道全线持续恢复，龙头领跑.....	3
运动鞋服：H1 业绩有望全面快速增长，全年景气度高.....	3
中高端服饰：整体资质上乘，H1 业绩可期.....	7
大众服饰：处于快速恢复通道中.....	8
家纺：板块驶入增长轨道.....	10
2021 中报前瞻.....	11
投资策略.....	11
风险提示.....	12

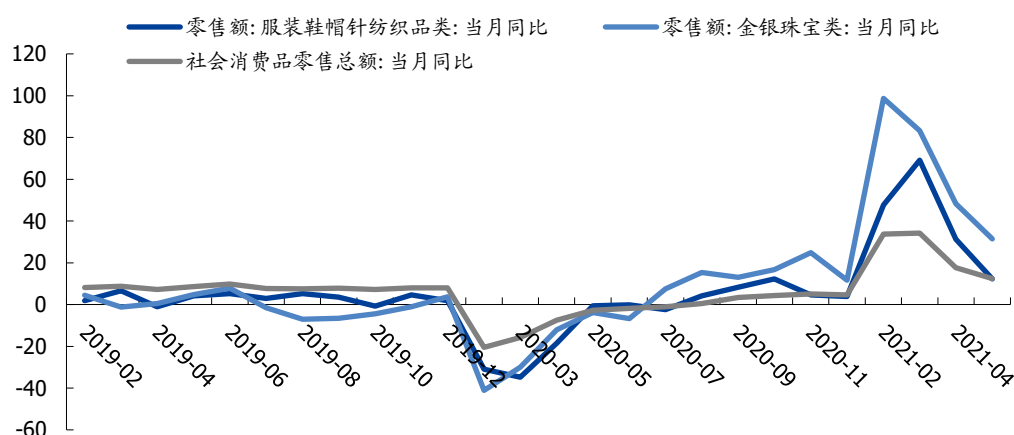
图表目录

图表 1：2019/02-2021/05 服装针织类/金银珠宝类/社会消费品零售额当月同比（%）.....	3
图表 2：运动鞋服重点公司各品牌龙头单季度流水增速（%）.....	4
图表 3：安踏“国旗款”服装.....	5
图表 4：公司官宣王一博代言.....	5
图表 5：运动品牌篮球鞋矩阵（元）.....	6
图表 6：运动品牌跑鞋矩阵（元）.....	6
图表 7：运动鞋服重点公司全年表现预测（%）.....	6
图表 8：2018-2021Q1 中高端服饰收入及 YOY（亿元，%）.....	7
图表 9：2018-2021Q1 中高端服饰归母净利润及 YOY（亿元，%）.....	7
图表 10：中高端服饰板块重点公司存货周转天数（天）.....	8
图表 11：2018-2021Q1 大众服饰营业收入及 YOY（亿元，%）.....	8
图表 12：2018-2021Q1 大众服饰归母净利润及 YOY（亿元，%）.....	8
图表 13：森马品牌 PUPU、快乐鸭联名（左）/未来已来系列（右）.....	9
图表 14：太平鸟品牌联名 IP 系列.....	9
图表 15：大众服饰板块重点公司存货周转天数（天）.....	10
图表 16：行业代表公司新零售模式.....	10
图表 17：重点公司 2021H1 财务表现前瞻.....	11
图表 18：重点公司估值表.....	12

行业：消费环境佳，服饰行业持续向上

消费环境佳，行业社零稳健增长。当前服饰、珠宝行业消费迎来全面反弹。回顾 2021 年开年以来社会消费及行业消费表现：整体行业消费复苏态势良好，年初在低基数下社会及行业消费维持较高同比增速，后续月度增速有所回落，我们判断系低基数效应减弱所致。1) 据国家统计局数据，5 月服装针织类/金银珠宝类零售额同比分别增加 12.3%/31.5% (同期社零总额增速 12.4%)，较 2019 年同期分别增长 8.2%/19.2% (同期社零总额增较 2019 年增长 9.1%)。2) 累计来看，1-5 月服装针织类/金银珠宝类累计零售额同比分别增加 39.1%/68.4% (同期社零累计总额增速 25.7%)，较 2019 年同期分别增长 2.0%/12.9% (同期社零累计总额增较 2019 年增长 8.0%)。

图表 1: 2019/02-2021/05 服装针织类/金银珠宝类/社会消费品零售额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

展望 2021H1: 服饰行业终端表现持续向上，趋势有望延续。海外疫情叠加贸易摩擦，终端消费需求逐渐向国内转移，政策进一步提振国内消费循环，国内整体行业消费环境较佳。据我们追踪判断，“五一”假日期间，且得益于多样化的产品推新、营销手段和渠道布局，品牌服饰终端零售表现良好，6 月“618”电商活动继续发力。我们认为 2021H1 行业全线呈现回暖态势，预计未来稳健增长有望持续。

分板块：赛道全线持续恢复，龙头领跑

运动鞋服：H1 业绩有望全面快速增长，全年景气度高

2021 年 H1，国内市场受到疫情影响逐步减弱，终端消费持续上行，运动鞋服整体景气度更为高涨，带动优质品牌流水快速增长，国产龙头品牌表现更为优异；与此同时，2020 年受疫情影响严重的制造商同样迎来订单的恢复，龙头制造商提升份额趋势明显。

品牌零售端，Q1 流水高增长，Q2 我们跟踪判断高增长趋势延续，全年来看依然会保持快速增长。根据各个公司公告披露，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 2: 运动鞋服重点公司各品牌龙头单季度流水增速 (%)

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

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算 *处数据包含线上及线下整体增速

渠道库存及终端折扣回收有望带来品牌商整体 H1 净利率上行。根据线下门店销售情况及线上折扣回收情况, 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, 零售折扣处于健康水平; 李宁品牌大货终端销售趋势良好, 折扣、售罄率均有望超越 2019 年水平; 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)。由于终端折扣的修复带来毛利率的上行, 我们认为上半年运动品牌整体盈利水平会有明显提升。

核心公司具体情况来看:

- **安踏体育: 2021 年 H1 收入/业绩增速预计达到 50%+/110%+。**公司发布盈利预喜, 预计 2021H1 实现收入/归母净利润 (不含分占合营公司亏损)/归母净利润 (含分占合营公司亏损) 同比增长 50%+/65%+/110%+, 经测算较 2019H1 增长 49%+/32%+/50%+, 表现超预期。安踏品牌加速计划进行时, DTC 转型效果优于预期。1) 产品端: 推出高端定位的国旗款服装革新品牌形象, 随着 SKU 丰富+冬奥热度升温, 销售表现优异。2) 营销端: 官宣顶流明星王一博为品牌代言人, 提升年轻消费群体中影响。3) 渠道端: DTC 转型第一阶段提前完成, 2100 家门店转型后经营效率优于预期; 2021Q1 安踏电商流水同比增长 60%+, 未来安踏品牌电商占比预计达到 40%。FILA 以门店效率升级+电商占比提升为核心驱动力, 其他品牌业务规模快速扩张。1) 2021Q1 FILA 品牌流水同增 75%-80%, 其中电商在高基数下同比增长 40%+; 线下 FILA 5G、FILA Fusion 2.0、FILA KIDS 3.0 门店均已全面落地。2) DESCENTE/KOLON 疫情后加快优质区域门店拓展节奏。

我们测算全年集团收入/业绩增长 35%/50%+。主品牌安踏全年流水有望增长 20%+，DTC 占比提升带动收入端更优。FILA 品牌全年收入/流水预计均有望增长 30%+。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 79.5/100.0/130.4 亿元。

图表 3: 安踏“国旗款”服装



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

图表 4: 公司官宣王一博代言



资料来源: 安踏集团官网, 国盛证券研究所

- **李宁: 2021 年 H1 收入/业绩增速预计达到 60%+/160%+。**公司发布盈利预喜公告, 预计 H1 实现收入增速超过 60%, 归母净利润不少于 18 亿元, 经测算同比增长 160%+, 较 2019 年增长 120%+, 大超预期。流水端 Q1 全渠道增长 80%-90% 高段, Q2 根据我们跟踪高增长延续。

毛利率上升叠加控费高效, 综合来看 H1 净利率对比同期大幅提升 7PCTs 至 18% 左右。1) 产品端结构优化升级, 专业运动/时尚运动高标准布局, 收入与毛利率同步增强。2) 终端售罄率较同期改善明显, 库存结构优化带动折扣收窄, 毛利率回升。

我们预计全年收入/业绩增长 40%/95%。1) 全年我们判断李宁品牌在产品力的拉动下单店店效有望进一步增加, 同时考虑全年门店数量有望净增, 我们预计主品牌 (含中国李宁) 全年净开店 300 家左右, 由此我们判断公司收入全年有望实现快速增长。2) 折扣的回收以及门店单店效率提升带动毛利率回升, 叠加供应链端效率提升, 全年净利率同比仍有提升空间, 由此我们预计全年收入/业绩增长 40%/95%。

- **特步国际: 我们预计公司 2021 年 H1 收入增速 10%左右, 业绩有望实现大幅增长。**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。中长期来看, 我们认为主品牌在专业产品的拉动下品牌力持续提升, 2021 年 3 月, 特步发布高端专业跑鞋 160X 2.0 (999 元) 和 160X Pro (1299 元), 4 月北京半程马拉松男子前 10 选手中, 7 位穿着 160X 系列跑鞋。公司加强专业产品营销, 基础跑鞋科技含量增加, 未来有望实现量价增长。收入端判断上, 我们认为在批发业务模式下, 考虑今年 H1 发货产品是在去年疫情影响背景下预订, 因此收入加速增长会在 H2 体现更为明显, 全年盈利能力有望恢复甚至超越 2019 年水平, 单看 H1 收入端我们预计实现双位数左右增长, 业绩端由于毛利率的回升拉动, 增速将有望实现超过 60%。

全年我们判断运动鞋服整体景气度持续上行。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 5: 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 䄀版 驭帅14 正代	闪击7 精英 闪击7 普通	空袭7 精英 空袭7 普通	音速9
价格	1299/799	799/539	839/599	699

安踏		特步	
系列	汤普森系列 海沃德系列	林书豪系列	
款式	KT6 GH2	Jlin1	
价格	899 699	699	

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 6: 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 飞电 Challenger 飞电 Discovery	绝影 绝影 Essential	烈骏5	超轻18
价格	2099/1299/799	1699/899	699	599

安踏		特步	
系列	速度家族	160X 系列	
款式	C202GT/马赫/聆跑	160X Pro/160X 2.0	
价格	999/549/469	1299/999	

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 7: 运动鞋服重点公司全年表现预测 (%)

	安踏体育	李宁	特步国际
2021H1 收入			
增速	50%+	60%+	10%左右
2021H1 业绩			
增速	110%+	160%+	60%+
全年收入	35%+		15%+
增速	安踏品牌 30%+ FILA 品牌 30%+	40%+	特步品牌 15%+
全年业绩			
增速	50%+	95%+	30%+

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

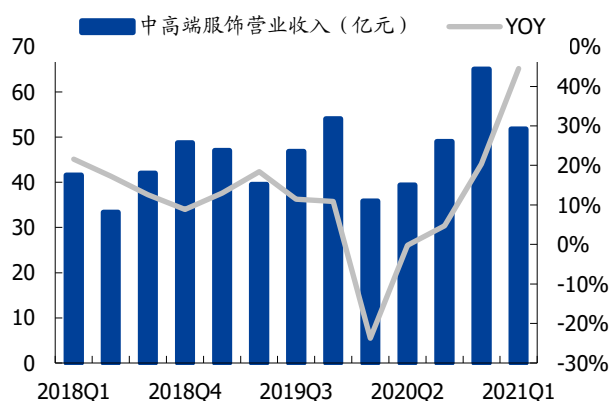
下游运动鞋服市场的火热态势带动上游订单持续向好, 长期我们判断制造商产能将进行适应性扩张, 同时通过自主研发与技术创新反向带动下游产品科技含量提升, 在这个过程中龙头制造商优势明显。

- 申洲国际:** 我们预计 **2021 年公司收入/业绩增速有望达 20%左右**。疫情期间公司凭借稳定供应能力龙头地位进一步凸显, 根据下游各品牌终端销售恢复, 我们判断 2021H1 订单恢复, 且根据公司年报, 公司在 2020 年 H2 加快产能扩张和技术改进, 2021 年是公司产能释放的一年。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。**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:** **2021 年 H1 我们预计公司收入/业绩有望实现 15%左右/50%-60%左右增长。**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。根据公司公告, Q1 后越南、印尼等新增产能逐步释放, 且终端消费复苏带来订单确定性的增加, 我们判断公司单 Q2 收入业绩增速环比提速。

中高端服饰：整体资质上乘，H1 业绩可期

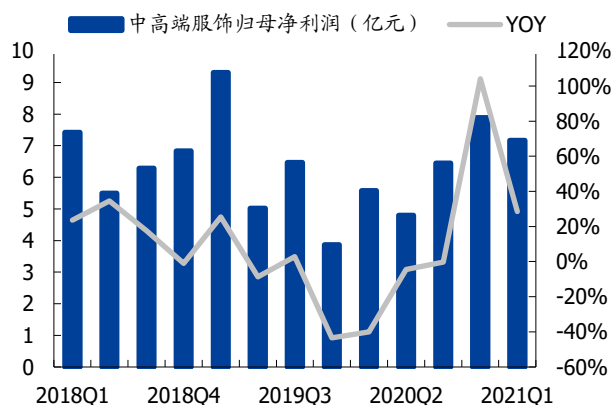
对于中高端板块而言，品牌力的塑造和拔高是重要着力点，在优质国牌崛起、消费升级的大浪潮中，中高端国产品牌服饰是受益较为明显的板块之一。这一点在疫情的冲击表现得更加明显，中高端板块不仅在疫情早期表现出了较强的运营韧性，后续终端更是领先恢复增长、业绩表现超过服饰行业平均水平，Q1 板块表现稳健，Q2 我们认为趋势持续。

图表 8：2018-2021Q1 中高端服饰收入及 YOY（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 9：2018-2021Q1 中高端服饰归母净利润及 YOY（亿元，%）



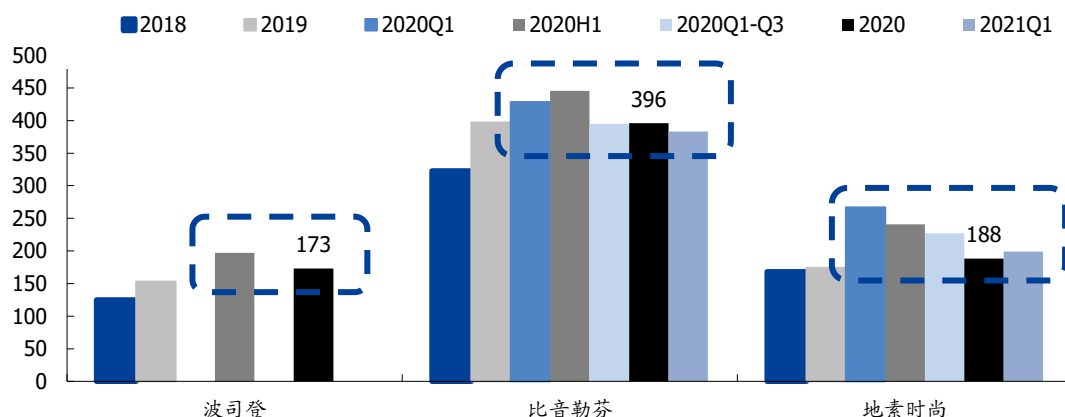
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司层面上来看，部分质地较优的公司领跑产业变迁的趋势，全方面深化内功修炼，加速产品创新迭代、渠道体系升级优化、供应链柔化改革，表现领先。

- **波司登：**过去几年波司登的品牌转型成效显著，公司通过改革产品、升级门店、强化营销来升级品牌力，产品价格带重心明显上移（FY20/21 波司登品牌线上销售中，1800rmb 以上的产品收入占比+4.3pcts 至 31.8%）。公司品牌势能持续上行+运营升级优化带动终端。展望全年，我们预计全年收入/业绩增速能够达到高双位数/20% 中段。
- **比音勒芬：2021 年 H1 业绩增速超过 50%。**公司围绕产品和营销打造优质高端时尚运动国产品牌，我们认为不断提升的品牌力将持续驱动终端和业绩表现。1) 公司发布业绩预告，预计 2021H1 业绩同比增长 45%~55%。据我们跟踪，上半年终端销售持续强劲，加盟商信心充足、秋冬订货会表现踊跃，由此我们测算公司 2021H1 收入增速有望达到 30% 左右。2) 展望全年，我们认为随着渠道外延×店效增长贡献，预计公司全年收入/业绩均有望实现 20% 以上优质增长。
- **地素时尚：**公司品牌定位清晰、VIP 粘性高，渠道增效优化，产品秉持独特调性并持续迭出新，1) Q1 公司收入业绩快速增长，我们认为 Q2（对比 2019 年）增长趋势延续，预计 2021 年 H1 收入/业绩实现 30%/35% 左右增长。2) 展望全年，终端运营能力提升×店铺稳健扩张的拉动下，预计收入/业绩均有望双位数高质量增长。公司制定未来三年股东分红回报规划，实行限制性股票激励激发员工活力。

营运方面，我们认为板块整体渠道库存结构有改善，终端增长迅速的公司营运水平恢复更快。波司登 FY2021 全财年存货周转天数 175 天，剔除期初疫情/期末原材料备货影响，同比增加 20 天左右，存货下降 2.9% 至 26.5 亿元（其中原材料备货大幅增加、产成品明显下降），我们认为当前库存恢复情况良好、存货结构改善明显。比音勒芬终端迅速增长带动存货消化，2020 全年存货周转天数 396 天，同比基本持平，2021Q1 进一步优化运营。地素时尚 2020 年存货周转天数 188 天，当前仍在持续恢复中。

图表 10: 中高端服饰板块重点公司存货周转天数 (天)



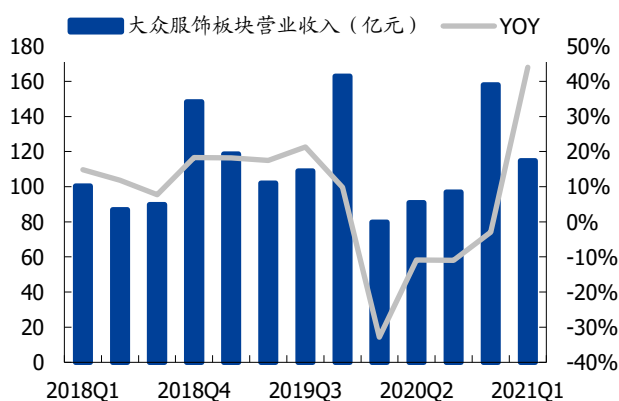
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

注重运营效率提升, 渠道持续升级, 2021 年店效有望释放。公司渠道层面注重内功修炼, 以运营改善推动高质量增长。如地素时尚调整销售激励、优化员工培训, 借助大数据工具为终端运营提高精准度, 终端运营能力有望持续提升。比音勒芬布局社区店、下沉三四线城市, 我们预计今年净增加约 150 家门店, 外延的同时增质持续。波司登过往几年对数千家门店梳理有效, 目前仍处于红利释放周期, 未来渠道升级持续、强调数字化精准拓客运营有望继续拔高店效。

大众服饰: 处于快速恢复通道中

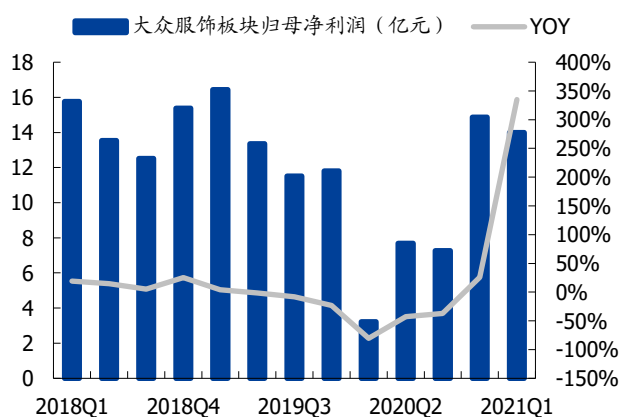
大众品牌板块, 整体受疫情影响较大, **当前仍然正处于快速恢复的通道中。**龙头公司终端零售弹性大, 头部品牌依赖前期在电商领域积累的经验充分释放潜能、加速恢复。

图表 11: 2018-2021Q1 大众服饰营业收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2018-2021Q1 大众服饰归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **森马服饰:** 公司调整优化运营思路: 童装业务延展品类和风格, 持续恢复。休闲装业务方面, 产品端精简深化 SKU, 强化产品有效性; 供应链端增加上新波次, 优化采购成本; 渠道端聚焦社交零售同时精细化门店运营。1) 公司公告预计 H1 归母净利润 5.8~7.2 亿元。根据公司童装及休闲装业务追踪, 我们预计公司 2021H1 收入/

业绩对比 2019 年（可比口径下）仍然有个位数/20%左右下滑。2）我们估算判断 2021 全年童装/休闲装流水同比均有望双位数增长，可比口径下全年主业收入/业绩表现有望恢复至接近 2019 年水平。

- **太平鸟：**产品革新、品牌力提升下终端表现靓丽，流水快速增长趋势延续。1）根据全行业终端零售的快速恢复态势和公司的品牌力优势，我们估算公司 4/5 月终端流水同比实现约 50%/30%左右增长，其中增速有所回落系 2020 年 5 月基数明显上升所致，我们预计公司 2021 年 H1 收入/业绩分别实现 30%/大幅增长。2）展望 2021 全年，我们预计全年拓店仍以加盟为主，在拓店×店效提升的双重动力下全年收入/业绩有望实现高速增长。
- **海澜之家：**疫情前期公司受冲击较大，后续终端持续恢复。1）根据当前行业的零售复苏走势和 Q1 收入情况，我们测算主品牌 1-5 月线下零售恢复至 2019 年的八成左右，降幅不断缩窄，同期电商零售同比 2019 年累计增长约 60%。据此我们测算公司 2021H1 收入/业绩较 2019 年分别下滑高单位数/下滑 15%-20%。2）长期来看，公司主品牌转型中产品结构持续改善，线上营销和线下会员体系建设力度不断加强；以 OVV 为首的副牌布局新增长曲线，公司业绩增长可期。

图表 13：森马品牌 PUPU、快乐鸭联名（左）/未来已来系列（右）



资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

图表 14：太平鸟品牌联名 IP 系列



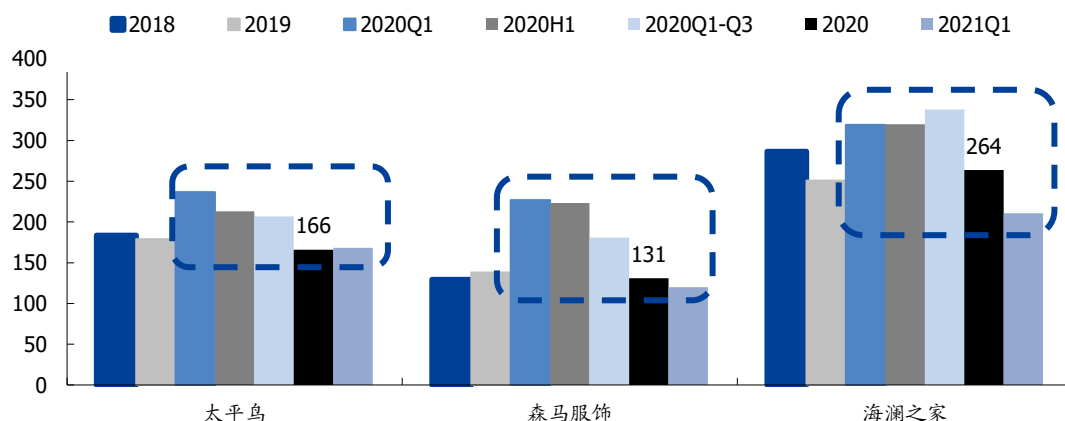
资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

营运方面，轻化库存带来的良好健康的渠道状态为后续的增长奠定基础。随着终端客流加速恢复，我们认为板块库存呈现出明显的不断优化趋势，当前基本恢复至疫情前水平。太平鸟/森马服饰/海澜之家 2020 年存货周转天数分别为 166/131/264 天，分别同比 2019 年-13/-7/+13 天。与此同时，龙头公司领先行业变迁趋势，在疫情加速流量结构性向线上迁移的背景下，全网打造新零售新模式，以数字化转型进一步提升运营有效性，我们认为数字化新零售的特征主要在于：

- **渠道端：全线升级并融合。**1）线下：数字化赋能销售，给运营减负提效。2）线上：在夯实传统电商平台天猫、京东基础的同时，积极拓展布局抖音、小红书等新兴渠道，推进直播、KOL 推广等新方式，同时加强官网、小程序、APP 等自有平台的建设。3）全渠道的融合，包括产品、库存、消费者数据的全渠道打通。
- **供应链端：以数字化赋能柔性化，**如终端消费者数据反馈到产品设计端（C2M），并依赖快反供应链对爆款商品及时补货以把握市场需求。据我们追踪，各个品牌商目前订货会每年数量上有所增加，而首次下单的比例有所下降，后续产品依赖快单。根据目前品牌的柔性供应链推进节奏，我们判断当前波司登品牌经销商首单比例已

经下降到 30%左右；森马服饰快反比例持续提升。

图表 15: 大众服饰板块重点公司存货周转天数(天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 行业代表公司新零售模式

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

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

家纺: 板块驶入增长轨道

家纺板块 2021Q1 以来表现改善。2021 年 Q1 家纺板块整体营收同比+41%，较 2019 年同期+12.2%，板块已经驶入增长轨道，我们判断 Q2 景气持续，且对于下半年，需求端：我们认为滞后的婚庆和地产需求迎来释放，带动终端家纺产业向好。供给端：家纺产品作为品质消费的代名词，品牌商着力于品牌形象的优化和产品设计质量的革新。疫情期间终端消费受限，公司将重心投入到品牌和产品建设上，取得丰硕成果，带动个股公司迅速恢复。

- **罗莱生活：我们预计公司 2021 年 H1 业绩维持高速增长。**公司推动渠道变革和组织架构调整，罗莱和 LOVO 双品牌差异化形象明晰，叠加电商成发力重点，公司有望进入新的增长阶段。根据我们跟踪上半年公司全渠道增长稳定，考虑 Q1 数据情况，我们在假设线下趋势延续的基础上判断公司上半年线下渠道基本和 2019 年水平持平，且在前期电商渠道上品牌梳理到位的基础上，LOVO 和罗莱品牌均迎来稳定快速增长，综合来看我们测算公司 2021H1 收入同比能够 15%-20%增长。

2021 中报前瞻

消费信心表现积极向上，服饰行业各板块先后迎来快速恢复和增长，我们基于行业板块整体及重点公司终端流水的跟踪和判断，对标的公司 2021 年中期财务表现进行前瞻预测。据我们追踪判断：整体来看纺织服装行业表现良好，其中运动鞋服板块作为优质赛道高景气持续上行，中高端服饰板块质地优良、预计业绩表现相对佳，大众服饰板块恢复调整加速。

图表 17: 重点公司 2021H1 财务表现前瞻 (红色为负增长, %)

行业	公司名称	2021H1 较 2020H1		2021H1 较 2019H1		2021E	
		收入增速	业绩增速	收入增速	业绩增速	收入增速	业绩增速
运动鞋服	安踏体育	50%+	110%+	50%中段	40%~45%	35%+	50%+
	李宁	60%+	160%+	60%+	120%+	40%左右	95%左右
	特步国际	10%左右	60%+	20%左右	(10%低段)	15%~20%	30%~35%
	滔搏	-	-	-	-	15%左右	20%左右
中高端服饰	波司登	-	-	-	-	高双位数	20%中段
	比音勒芬	30%左右	45%~55%	10%高段	35%~40%	20%+	20%+
	地素时尚	30%左右	35%左右	15%左右	10%高段	双位数	双位数
大众服饰	太平鸟	30%左右	180%左右	35%左右	150%+	20%左右	35%~40%
	森马服饰	30%左右	51%~88%	(单位数)	(14%~31%)	10%中段	40%~50%
	海澜之家	20%低段	85%左右	(高单位数)	(15%~20%)	20%中段	60%+
制造	申洲国际	20%左右	20%左右	20%左右	25%左右	20%左右	20%中段
	华利集团	15%左右	50%-60%	-	-	20%低段	30%+
	开润股份	(下滑)	(下滑)	(下滑)	(下滑)	(下滑)	(下滑)
	健盛集团	高单位数	110%左右	(单位数)	(20%左右)	35%左右	较 19 年 (高单位数)
个护	稳健医疗	持平	持平	100%左右	350%左右	(10%低段)	(45%~50%)
家纺	罗莱生活	15%-20%	35%-45%	5%-10%	15%左右	15%左右	20%~25%
珠宝	老凤祥	15%-20%	20%-25%	10%+	20%左右	10%~15%	10%~15%
	周大生	40%-50%	50%-60%	个位数	个位数	20%左右	20%左右

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: 森马服饰增速系可比业务口径测算; 滔搏/波司登 2021 年系 FY2021-2022。

投资策略

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

- 推荐高景气、竞争格局佳的运动鞋服赛道：1) 居民生活习惯健康化+国家政策引导下，国内运动鞋服渗透率当前仅 12%左右有望提升（全球平均水平 20%左右），冰雪运动、女性运动等细分领域兴起给品牌带来新机会。2) 龙头公司产品 and 品牌端核心竞争力带来行业竞争格局长期稳定，竞争格局佳，推荐【安踏体育、李宁、申洲国际、特步国际】，目前对应 21 年 PE 分别为 50/57/37/46 倍，关注【华利集团】，目前对应 21 年 PE 为 52 倍。

- 推荐运营改善的优质品牌服饰标的。我们认为，长期来看优质标的产品力持续提升，渠道端兼具外延扩张和在消费者维护下的内生增长动力。推荐运营稳健、估值水平尚有提升空间的【地素时尚、比音勒芬】，对应 21 年 PE 分别为 16/23 倍；推荐消费医疗双覆盖的大健康领军企业【稳健医疗】，对应 21 年 PE 为 26 倍；推荐品牌形象年轻化，龙头羽绒服品牌地位稳固的【波司登】，对应 20/21 年 PE 为 29 倍；推荐柔性供应链效果显著【太平鸟、森马服饰】，对应 21 年 PE 分别为 25/20 倍。
- 推荐运营稳健、渠道下沉的珠宝龙头【老凤祥】，对应 21 年 PE 为 15 倍。

图表 18: 重点公司估值表

		股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)	评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E		
运动鞋服	安踏体育	175.90	1.91	2.94	3.70	76.9	49.9	39.7	4755.16	买入
	李宁	90.55	0.68	1.33	1.63	111.0	56.8	46.4	2258.62	买入
	特步国际	14.30	0.20	0.26	0.31	61.1	45.7	39.0	375.92	买入
	滔搏	12.54	0.37	0.45	0.54	28.2	23.4	19.2	777.63	买入
中高端服饰	比音勒芬	25.48	0.90	1.13	1.39	28.4	22.6	18.3	140.10	买入
	地素时尚	24.97	1.31	1.52	1.76	19.1	16.4	14.2	120.16	买入
	歌力思	15.67	1.34	1.07	1.23	11.7	14.6	12.7	52.11	买入
	九牧王	16.38	0.64	-	-	25.5	-	-	94.13	增持
大众服饰	波司登	5.50	0.11	0.16	0.20	41.19	28.98	23.27	593.97	买入
	太平鸟	51.21	1.50	2.06	2.50	34.2	24.8	20.5	244.13	买入
	森马服饰	12.22	0.30	0.60	0.71	40.9	20.3	17.2	329.65	买入
	海澜之家	6.94	0.41	0.68	0.76	16.8	10.3	9.2	299.78	增持
个护	稳健医疗	119.29	8.93	4.60	5.76	13.4	25.9	20.7	508.76	买入
制造	申洲国际	191.20	3.40	4.28	5.05	47.0	37.3	31.6	2874.16	买入
	华利集团	115.10	1.61	2.20	2.73	71.5	52.2	42.2	1343.22	买入
	健盛集团	9.15	-1.34	-	-	-	-	-	35.95	买入
	开润股份	20.89	0.32	0.93	1.33	64.4	22.4	15.7	50.17	增持
珠宝	老凤祥	52.36	3.03	3.40	3.79	17.3	15.4	13.8	209.63	买入
	周大生	19.45	0.92	1.12	1.36	21.0	17.3	14.3	213.22	增持
家纺	罗莱生活	13.75	0.71	0.87	1.05	19.5	15.7	13.1	113.80	买入

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: A 股收盘价截至 2021 年 07 月 02 日, H 股收盘价截至 2021 年 07 月 02 日。

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

风险提示

新冠疫情影响超预期。新冠疫情对于行业终端销售有较大影响，倘若其持续时间及影响超过预期，会给业内公司经营带来一定风险。

终端消费低迷风险。消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期，造成公司营业收入及利润增速不及预期。

各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	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：021-38124100 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