

时代机遇+龙头发力，继续看好国货行情

——行业深度报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

国货正当时，继续推荐基本面扎实、提效成果释放的细分龙头

投资要点

行情回顾：3-7月贯穿国货主题，板块全面开花行情亮眼。

H股：特殊事件催化运动龙头高成长造就戴维斯双击。3/24事件中运动成为最显著受益细分行业，各品牌Q2流水超预期，7月以来安踏、李宁、特步发表的中报盈利预喜/5年战略目标等也进一步上调21全年以及中长期发展空间预期，带来戴维斯双击。

A股：年内涨幅靠前标的都伴有低估值+基本面显著改善逻辑。典型如电商超预期+整体运营管理提效的太平鸟、欣贺股份、锦鸿集团，以及强基本面带来估值修复的比音勒芬、报喜鸟、地素时尚等。

当前观点：当下是国产服装品牌最好的时代，看好国货抢占海外品牌市场份额。

1) 产品力：多年学习和进化下产品设计更国际化（深度合作国际一流设计师，设计理念、风格全面升级）、年轻化（消费者画像全面更新，拥抱Z时代）、民族化（与中国文化结合，深度挖掘国潮元素），叠加绑定全球一线供应商，原材料/面料创新频出，供应链质量及反应速度持续提升，龙头在品质、功能、时尚度都有飞跃。

2) 零售管理：渠道扁平化以及进一步进化的DTC改革，管理数字化、精细化（强调ERP系统铺设，重视订货准确率、售罄率、零售折扣、库销比把控，建立CRM进行系统性客户管理、并加强区域内、区域间货品调动灵活性）、线上线下一体化（重视线上新品占比提升，并重视抖音为代表的新渠道流量），让国货品牌在渠道运营效率迅速追赶甚至超越海外竞品。

3) 品牌力：3/24事件以及7月末鸿星尔克事件密集点燃国货消费热情，顶级流量明星的青睐、国际时装周及大型活动、赛事的加倍露出让国货品牌收获更年轻、更广泛的消费者群体，为中长期竞争力提升、抢占海外品牌市场打下基础

标的：聚焦基本面扎实、提效成果释放的国货龙头。重点推荐：1) 长期受益国货崛起的运动服饰赛道龙头，安踏体育、李宁、特步国际；2) 产品力持续提升、经营效率连年上行的羽绒服龙头波司登、快时尚龙头太平鸟；3) 产品力突出、渠道扩张计划明确、渠道提效持续进行中的高端服饰龙头比音勒芬、欣贺股份、地素时尚、报喜鸟；4) 同时提示关注九牧王、奥康国际等在各自细分品类发力产品、品牌及渠道形象革新的品牌在未来2年的发展潜力。

风险提示：（1）终端消费需求波动；（2）多品牌运营不及预期

行业评级

纺织服装 看好

相关报告

- 1、《新疆棉消化无忧，全面看好国产龙头品牌提升市占率》2021-03-26
- 2、《国货当自强，全面看好国产龙头抢占市场》2021-04-05
- 3、《行业点评：国务院印发全民健身计划，助力体育消费新腾飞》2021-08-05

报告撰写人：马莉

数据支持人：林骥川、詹陆雨

正文目录

1. 行情回顾：3-7 月贯穿国货主题，板块全面开花行情亮眼	3
1.1. H 股：特殊事件催化运动龙头高成长造就戴维斯双击	3
1.2. A 股：多个细分龙头低估值叠加基本面改善，股价弹性显著	4
2. 观点：我们依然认为当下是国产服装品牌最好的时代	5
2.1. 产品力：品质、功能、时尚度全方位优化	5
2.2. 零售管理：渠道扁平化、精细化、一体化	8
2.3. 品牌力：民族品牌与时代背景同频共振	9
2.3.1. 民族自信持续高涨，为国货发展提供优越环境	9
2.3.2. 品牌营销策略全面升级，国货品牌露出机会显著增多	10
2.4. 成长空间：国货崛起是一个具有广阔空间的长期趋势	12
3. 标的：聚焦基本面扎实、提效成果释放的国货龙头	13
4. 风险提示	15

图表目录

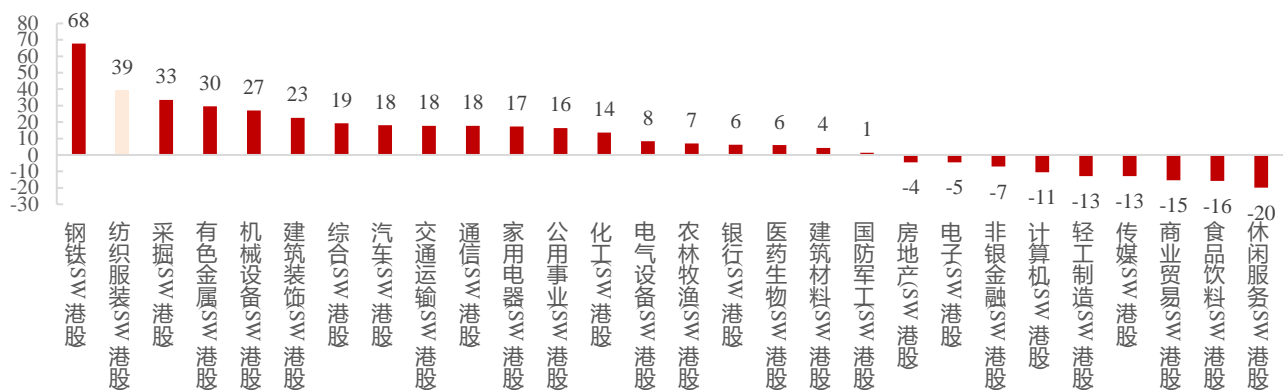
表 1: ZARA 零售效率	9
表 2: FILA 大货零售效率	9
表 3: 2018 年后打造多部主旋律爆款电影	9
表 4: 部分品牌 4 月份天猫旗舰店销售额增速	10
表 5: 新疆棉事件后解约明星	11
表 6: 国产服饰品牌代言人	11
表 7: 我国鞋服市场前 20 集团市占率 (%)	12
图 1: H 股纺织服装行业板块年初至今累计上涨 37%，排名一级行业中的第 2 名	3
图 2: 从典型标的安踏、李宁、特步来看，3/24 为港股行情分水岭	3
图 3: H 股纺织服装行业年初至今涨幅排行（剔除市值 50 亿人民币以下公司）	4
图 4: A 股纺织服装行业年初至今涨幅在 10% 以上公司排行（剔除市值 40 亿人民币以下公司）	4
图 5: A 股纺织服装典型标的估值修复情况（动态 PE，市值除以 21 年利润一致预期）	5
图 6: 李宁 5 场国际大秀	6
图 7: 波司登持续通过设计师合作及大秀造势	6
图 8: 安踏专业为本，品牌向上	7
图 9: 太平鸟聚焦 95 后+数字化及快反提升产品准确度	7
图 10: 比音勒芬卡位精准，兼具舒适度+体面度+时尚流行元素	8
图 11: 九牧王 2021 年 6 月首秀巴黎时装周	8
图 12: 鸿星尔克驰援河南后直播间火爆	10
图 13: 本土龙头在国际大秀、赛事等大型活动大放异彩	11

1. 行情回顾：3-7 月贯穿国货主题，板块全面开花行情亮眼

1.1. H 股：特殊事件催化运动龙头高成长造就戴维斯双击

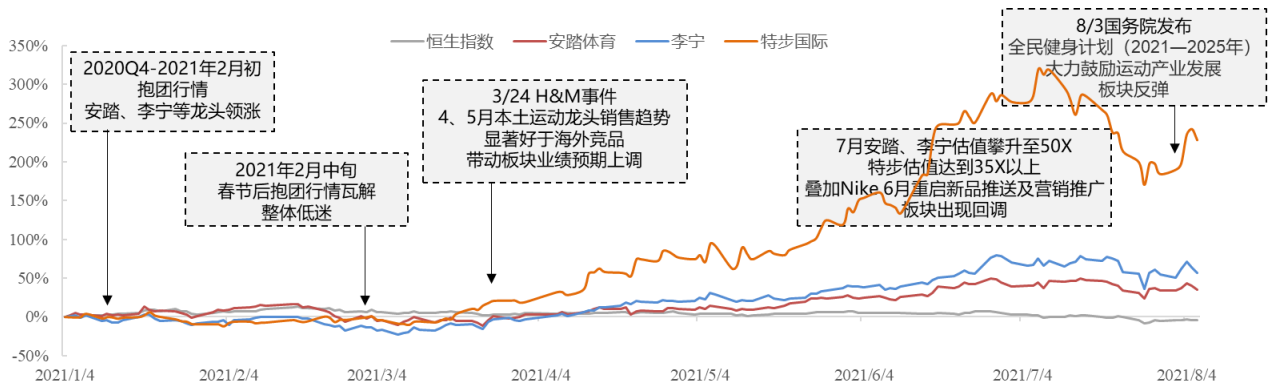
特殊时间催化下运动龙头加速成长，带动港股服装大牛市。年初至今港股纺织服装板块涨幅 39% 位列一级行业第二，3/24 事件成为行情分水岭，运动行业由于集中度高（前十大品牌市占率达到 78%，其中 Nike 19.8%，Adidas 17.2%），前两大品牌 Nike 及 Adidas 受特殊事件冲击后溢出需求迅速流入李宁、安踏、特步、361° 等本土运动龙头，成为最显著受益细分子行业，各品牌 Q2 流水超预期，7 月以来安踏、李宁、特步发表的中报盈利预喜/5 年战略目标等也进一步上调 21 全年以及中长期发展空间预期，带来戴维斯双击。

图 1：H 股纺织服装行业板块年初至今累计上涨 39%，排名一级行业中的第 2 名



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：从典型标的安踏、李宁、特步来看，3/24 为港股行情分水岭



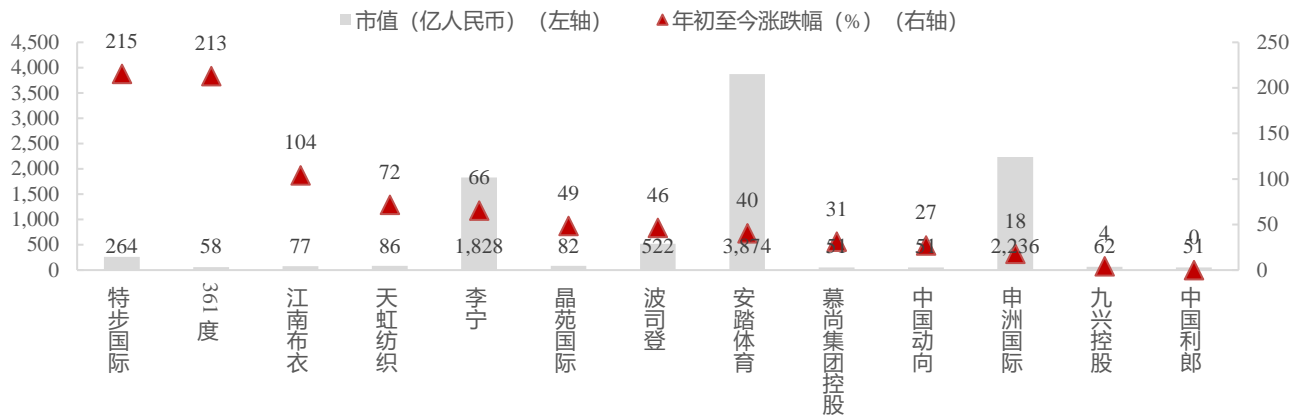
资料来源：Wind，浙商证券研究所

从个股来看，运动服饰品牌龙头安踏/李宁/特步/361/中国动向年初至今涨幅分别达到 40%/66%/215%/213%/27%，目前安踏/李宁/特步对应 21 年估值达到 48/49/31X，处于历史偏高水位，但考虑国产品牌进一步破圈、高增速有望保持，预计强势行情在未来年份有望持续。

除运动外，波司登作为羽绒服细分赛道龙头同样在 6 月业绩发布期迎来一轮强势上涨（年初至今涨 46%，9 月旺季开启后进一步的行情值得期待，建议重点关注；棉纺龙头天虹纺织则受益棉价上行、东南亚疫情下订单涌入，年初至今涨幅达到 72%；江南布衣年初至今涨幅达到 104%，其 7/15 发布 2021/6/30 年报预喜提示财年利润同

增 80%至 6.2 亿以上，对比疫情前的 19/6/30 财年亦有 30%增长，展现强劲零售表现及经营提效成果，以及随之带来的估值修复。

图 3：H 股纺织服装行业年初至今涨幅为正的公司排行（剔除市值 50 亿人民币以下公司）

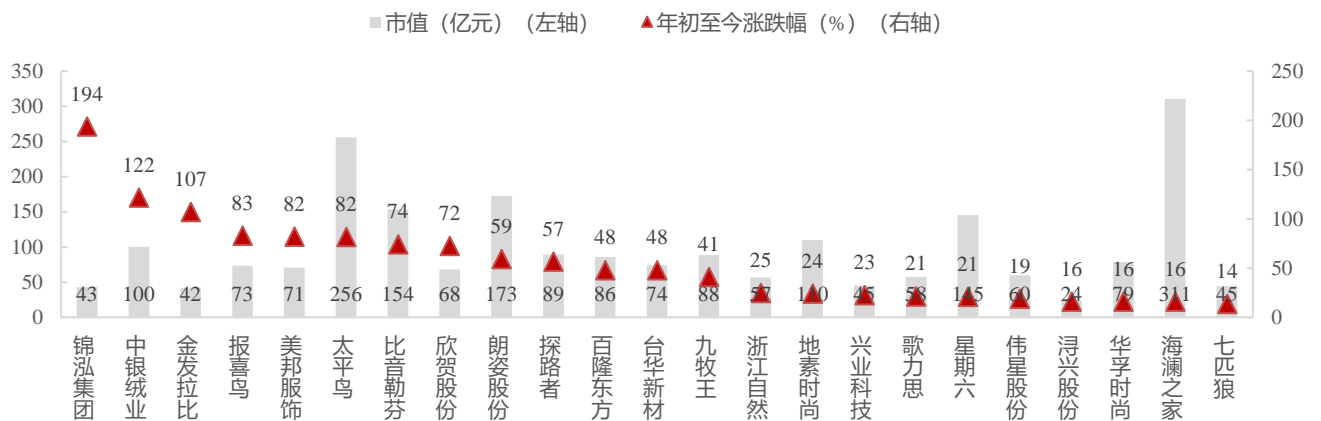


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. A 股：多个细分龙头低估值叠加基本面改善，股价弹性显著

与港股运动市场高集中度+Nike、Adidas 龙头承压带来的显著国货红利略有不同，年初至今（8/10）板块整体仅微增 1.3%但牛股频出，除了转型标的如金发拉比、朗姿股份（转型医美）外，A 股年内涨幅靠前标的都伴有低估值+基本面显著改善逻辑。

图 4：A 股纺织服装行业年初至今涨幅在 10%以上公司排行（剔除市值 40 亿人民币以下公司）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

以以下典型标的为例，都伴有基本面显著变化支撑+估值修复：

1) **锦泓集团**：年内上涨 194%，列板块涨幅第一，旗下 Teenie Weenie 品牌在年内抓住抖音电商渠道红利带动业绩上台阶，估值由 4X 修复至最高点 20X；

2) **报喜鸟**：年初至今涨 83%，受益男装业务复苏+HAZZYS 运动时尚赛道增速强劲，年初至今估值从 7X 修复至最高点 14X；

2) **太平鸟**：年初至今涨 82%，2019 年下半年的激励改革成果释放延续至今，女装为代表的产品开发流程提效+快反占比提升带动渠道效率显著上行，连续 5 个季度收入高增，叠加有意识降本增效及渠道结构优化净利率提升预期强劲，估值从年初 15X 修复至 25X；

4) **比音勒芬**: 年初至今涨 74%，运动时尚赛道 A 股龙头，产品卡位精准，业绩高增延续多年，单店提效+积极拓店（21 年在原有 980 家基础上计划净拓 150 家）预期下估值从年初 14X 修复至 25X；

5) **欣贺股份**: 年初至今涨 72%，作为高端女装强产品力+高客户粘性+数字化改革投入加码，带动上半年可比同店增长 15%-20%，叠加充分的线下开店空间，以及线上专供款+数字化管理带来的电商持续高增，业绩超预期，估值由年初 10X 修复至最高点 20X；

6) **地素时尚**: 年初至今涨 24%，高端女装龙头，盈利能力及库存管理能力突出，直营稳健同店增长+加盟持续拓店+电商 9 月推新品牌，共同构成公司成长动力，估值由 2 月初 10X 提升至最高点 16X；

以上述标的为代表的**基本面坚挺、相较疫情前有显著增长的标的** 2 月至 7 月中旬已经经过一轮估值修复，7 月中旬开始由于零售波动（疫情反扑以及河南大水、华东台风）部分标的有所回调，又回落至历史估值中枢以下，后期仍值得关注估值修复带来的投资机会。

图 5: A 股纺织服装典型标的估值修复情况（动态 PE，市值除以 21 年利润一致预期）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2. 观点：我们依然认为当下是国产服装品牌最好的时代

消费品持续成长的三大核心是**产品、渠道、供应链与品牌**。产品力是市场占有率的提升的根本基础，渠道与供应链的顺畅性决定了终端零售体系、供应商体系、物流体系是否能成功打通。品牌与营销赋能前两者，与之相辅相成。我们认为，国产服装品牌已在产品端、渠道力与品牌力三方面发生了巨大变革。

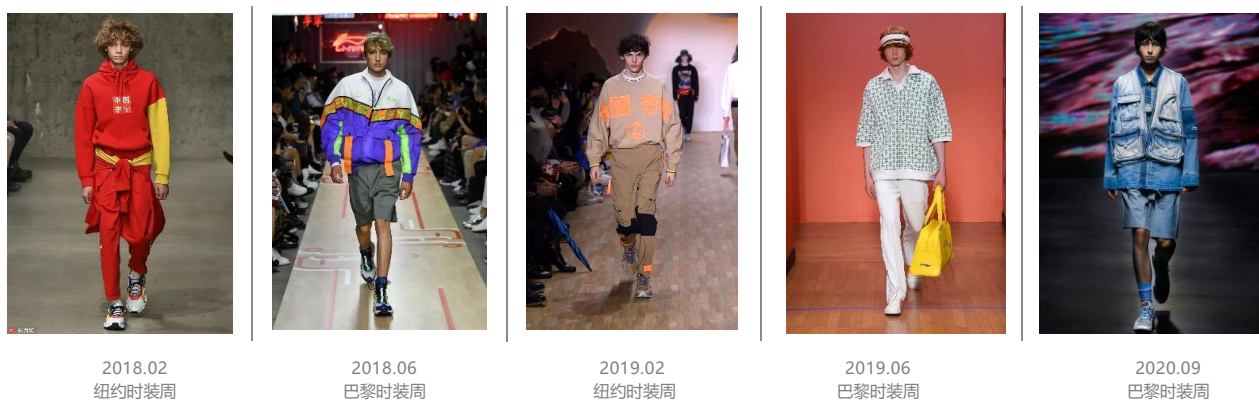
2.1. 产品力：品质、功能、时尚度全方位优化

近年来，国产品牌产品在**品质、功能、时尚性**方面均已完成全面升级，具有媲美海外龙头的设计和供应能力。产品设计方面，产品设计更国际化（深度合作国际一流设计师，设计理念、风格全面升级）、更年轻化（消费者画像全面更新，拥抱 Z 时代）、更国潮（与中国文化结合，深度挖掘国潮元素）。产品工艺方面，绑定全球一线供应商，原材料/面料创新频出，供应链质量及反应速度持续提升。

以李宁为代表的国潮品牌，近年来产品逐步兑现年轻化红利。李宁 14 年回归后

拍板产品全面年轻化，并让元老洪玉儒全面负责公司产品及营销。洪玉儒接手团队后放弃原先的跟随思路，鼓励设计团队向中国传统文化吸取精髓。例如洪玉儒不断带领团队前往西安、敦煌采风，探索各类唐宋文化典籍，学习苏绣等等传统工艺，鼓励设计师向全球展现中国传统文化。同时李宁不断将 95 后喜爱的街头机能风、oversize 风，还是不断将街头篮球、电竞、滑板等年轻人喜爱的生活方式融入产品。品牌年轻化的正确方向以及设计团队的体系化运作，让中国李宁为首的多个子系列不断引爆市场。

图 6：李宁 5 场国际大秀



资料来源：公司公众号、官方旗舰店，浙商证券研究所

以波司登为代表的企业，通过深度合作国际一流大牌设计师造势。波司登品牌重塑的 4 年中：

1) 17-18 财年：首度试水高端羽绒服，首度试水产品升级，新设计总监走马上任。售价在 1500 元以上的极寒系列首次试水，售罄率达到 90% 以上，验证了消费者对高端羽绒服的接受度，由此公司在 2018 年聘请前 Moncler 设计师担任新设计总监，并为其在已有常熟团队之外新组建上海设计团队，主导新产品线设计；

2) 18-19 财年：2018 年 9 月纽约时装周亮相；2018 年 10 月北京 798 三大设计师合作款发布会（前 LV 和巴黎世家设计师/前 Ralph Lauren 设计总监/山本耀司徒弟）；

3) 19-20 财年：2019 年 9 月米兰时装周亮相；10 月万元级高端羽绒服登峰系列发布；11 月爱马仕前设计总监高缇耶合作款发布，杨幂参与发布会；12 月与 KENZO 创始人高田贤三的联名款发布；2020 年 2 月亮相伦敦时装周。

4) 20-21 财年：2020 年 10 月再度携手爱马仕前设计总监高缇耶，推出波司登 X 高缇耶设计师联名系列。

图 7：波司登持续通过设计师合作及大秀造势



资料来源：公司公众号、官方旗舰店，浙商证券研究所

以安踏为代表的企业，深度挖掘产品专业性，核心品类功能性+性价比+时尚度并进提升。安踏在跑步领域打造氮气科技平台和跑步产品矩阵，价位带上探到 1399-

1599 元；在篮球领域，公司通过强化氮气科技平台，形成产品矩阵，引入国际顶级设计资源，将安踏篮球的设计与创新带到全新高度，目标篮球鞋价位带上探到 1500 元以上；在女子运动领域开发女子专属科技商品，包括最强女子裤装、联动行业顶级供应商打造的爆品家族，全面提升女子商品科技与颜值。同时，公司通过助力顶级赛事、整合行业顶级设计 IP，品牌代言人资源进行品牌营销。

图 8：安踏专业为本，品牌向上



资料来源：公司公众号、官方旗舰店，浙商证券研究所

以太平鸟为代表的国潮快时尚企业，聚焦 95 后，数字化及快反提升产品准确度。太平鸟 2015 年起明确将太平鸟品牌目标客户定位转向 95 后、00 后新生代消费群体，四大主要品牌太平鸟女装、太平鸟男装、乐町、童装 MiniPeace 都开始了产品风格创新的摸索与尝试。并通过数字化驱动产品设计，快反保证商品效率，公司能够依靠线上上新的反馈在短时间内发现爆款并进行追单或者进行新的设计补充，全面提升产品设计的及时性与准确性。同时，公司不断通过联名合作与大秀丰富品牌内涵，与 SHUSHUTONG、吴建豪等中国独立设计师、明星品牌工作室联名，话题性产品不断，每年 1-2 次的品牌大秀亦传递日新月异的设计风格进化。

图 9：太平鸟聚焦 95 后+数字化及快反提升产品准确度



资料来源：公司公众号、官方旗舰店，浙商证券研究所

比比音勒芬为代表的服装品牌，在面料端不断探索舒适度与时尚元素的平衡。比比音勒芬以“生活高尔夫”为品牌风格，目前销售 70%以上由男士服饰贡献，产品需要兼具舒适性、体面度以及适当的潮流元素融入。公司在设计端具有接近 70 人的国际化设计团队，现有研发创意顾问 PaulRees（曾担任 Burberry 高尔夫设计总监），意大利艺术总监 Giuseppe Palmiero（在 Gucci 拥有超过十年工作经验），2019 年公司推出的故宫宫廷系列成为延续至今的爆款。面料端公司与全球一线供应商长期合作，包括日本伊藤忠、日本东丽、意大利康利科尼、美国戈尔等等全球一线纤维及面料公司；同时与包括北京服装学院在内的众多机构进行共同研发持续面料创新。

图 10：比音勒芬卡位精准，兼具舒适度+体面度+时尚流行元素



资料来源：公司公众号、官方旗舰店，浙商证券研究所

专注男子裤装的九牧王为代表的男装服饰面料端持续创新。面料端，2019 年公司推出的小黑裤系列已经凭借创新高弹面料成为小爆品，在此基础上公司 2020 年签约来自意大利、德国、日本的 5 家知名面料商合作，强强联合面料公司研创出德绒、零压羊毛、恒温、高弹等高科技面料。设计端，公司 2020 年 9 月召开战略发布会，初步确立了大力投入计划，包含新产品（2022 春夏面世，更为年轻化）、新渠道形象（2021 年预计投入 3 亿）、巴黎大秀+广泛广告露出（2021 年预计投入 3 亿元以上）。同期公司签约新创意总监 Louis-Gabriel Nouchi，其曾就职于顶级男装品牌 Zegna(杰尼亚)，21/6/24 九牧王巴黎大秀为其首次展示设计实力，以“海上丝绸之路”为灵感展示了 42 套裤装，设计风格浪漫、时尚，色彩取自海丝沿途考古的中国青瓷碎片，印花由中国古代商船演变而来，该系列产品也将在 2022 年上市。

图 11：九牧王 2021 年 6 月首秀巴黎时装周



资料来源：公司公众号、官方旗舰店，浙商证券研究所

2.2. 零售管理：渠道扁平化、考核精细化、线上线下一体化

2012 年服装行业迎来库存危机，品牌商陆续开展零售改革，主要的方向包括：

- 1) **扁平化**：五级经销变为一二级经销，兼有直营渠道建设；20 年开始安踏为首的品牌进一步强调 DTC 变革
- 2) **精细化**：渠道考核方式从提货增长变为订货准确率、售罄率、零售折扣、库存比；
- 3) **数字化**：全渠道铺设 ERP 系统了解渠道实时零售情况，并尝试客户群体打通（渠道间+集团内品牌间）、库存打通（尤其是加盟体系调货系统灵活性提升）；

4) 线上线下一体化&新渠道带来业绩增量: 品牌商普遍在 2012-2014 年正式发展电商, 2017 年后电商逐渐从纯清库存渠道转型新品发售渠道之一, 目前多数品牌已经将天猫旗舰店/天猫超品日作为重要的产品展示/品牌露出渠道; 与此同时抖音直播为代表的內容电商带来新增量, 如太平鸟 (20 年双十一后太平鸟开始全面进入抖音平台, 目前抖音占整体线上 GMV 已达到 20%)、锦泓集团 (21Q1 公司抖音收入 1.4 亿占整体收入 13%; 截止 5 月公司公告抖音月均 GMV 保持在 8000 万左右)。同时, 线上更为精准的数据, 让品牌能够依靠数据进一步指导供应链生产体系, 提升产品设计的精准性。

5) 终端零售、仓储、供应链信息流及货品流打通: 保证区域内/跨区域/线上线下调货顺畅, 进一步提升货品效率

目前, 部分品牌已经展现出不逊于国际龙头的零售管理水平。以大众龙头 ZARA 来看, 其在全球的零售门店平均面积 1210 平米, 单店店效 4076 万, 平效 3.37 万元/m²; 而从安踏旗下全直营经营的 FILA 来看, 巅峰时期单店店效 960 万, 平效达到 4.8 万/m²。

表 1: ZARA 零售效率

	2012	2020
Inditex 集团收入 (亿人民币)	1,359	1,600
Inditex 集团净利润 (亿人民币)	201	87
单店运营效率		
ZARA 全球单店平均收入 (万人民币)	4,254	4,069
门店数量	1,991	2,653
单店平均面积 (m ²)	1,080	1,210
平效 (万元/平米)	3.94	3.36

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表 2: FILA 大货零售效率

	大货月店效 (万/月)	大货平均面积 (m ²)	平效 (万元/ 平米)
2017	50	150	4.0
2018	近 70	180	4.7
2019	80+	200	4.8
2020	70+	230	3.7

资料来源: wind, 浙商证券研究所

2.3. 品牌力: 民族品牌与时代背景同频共振

国货之所以能得到消费者的青睐, 不仅得益于其自身的产品力和零售管理能力, 还在于近年来持续高涨的文化自信、多样有效的营销策略, 以及终端门店改造带来的品牌形象提升。

2.3.1. 民族自信持续高涨, 为国货发展提供优越环境

18 年开始的多部主旋律爆款电影, 为国货崛起奠定了文化氛围。2018 年初, 首部展现新时代祖国复兴强盛的写实记录电影《厉害了, 我的国》上映后取得了广泛传播和巨大轰动, 加之此前的《战狼 2》和此后的《红海行动》、《我和我的祖国》、《夺冠》、《中国机长》、《中国医生》等一系列爆款电影接连推出, 国内消费者的民族自信与自豪感被一次次推向高潮。

表 3: 2018 年后打造多部主旋律爆款电影

上映日期	电影	累计票房 (亿元)	票房排名 (中国)
2017/7/27	战狼 2	56.9	1
2018/3/2	厉害了, 我的国	4.8	/
2018/2/16	红海行动	36.5	7
2019/9/30	我和我的祖国	31.7	10
2019/9/30	中国机长	29.1	13
2020/9/25	夺冠	8.4	/

资料来源：猫眼，浙商证券研究所

以华为事件和新疆棉事件为代表的多轮国际贸易摩擦成为国货崛起的催化剂。2018年12月的“孟晚舟事件”以及2019年美国对华为的技术制裁等事件，引起国民的极大愤慨，反向激发国民对国货的支持热情。今年的“新疆棉事件”更是引发一轮服装国货的消费热潮，3月24日至4月4日期间，淘宝上的李宁官方旗舰店的销售额同比增长超过200%，安踏体育增速超过100%，同时李宁、安踏等品牌的“限量款”球鞋价格直线上升。与之形成鲜明对比的是，今年4月份阿迪达斯和耐克等品牌的天猫旗舰店销售额下滑严重，均较2020年同期腰斩。**我们认为，“新疆棉事件”不是一次只有短期影响的独立事件，而是国货崛起这个长期趋势的加速器。**近年来，此类贸易摩擦频繁出现，“新疆棉事件”也绝非最后一次，在长期摩擦之下，国内消费者对国产品牌的偏好将在潜移默化中得到逐步强化和巩固，国产品牌逐步替代海外品牌的趋势具有较强确定性。

灾情之下民族企业展现的社会责任担当，将消费者对国产品牌的好感度拉满。在新冠肺炎疫情中，火神山医院所使用的平板电脑、5G终端、显示屏等设备均为华为捐赠，此外，小米、珀莱雅、飞鹤奶粉等众多民族企业纷纷捐赠口罩等医用物资或设立专项基金，在抗击疫情中贡献了重要力量。在本次河南洪灾中，鸿星尔克捐赠5000万后引发全民关注，其天猫旗舰店销售额从过去每天几十万的量级增长至近1100万（7月22日）和9000万（7月23日），线上与线下渠道均被抢购一空。**鸿星尔克火爆事件再一次印证了在国力提升、文化自信之下，中国消费者对国产品牌认可度正在迅速提升。国潮崛起浪潮下，任何突发事件都可能成为国产品牌的营销爆点。**

表 4：部分品牌 4 月份天猫旗舰店销售额增速 图 12：鸿星尔克驰援河南后直播间火爆

天猫销售额 同比增速	
耐克	-59%
阿迪达斯	-78%
优衣库	-21%
中国李宁	800%+
安踏	59%



资料来源：淘数据，浙商证券研究所

资料来源：腾讯网企鹅号“小刘同志说娱乐”，浙商证券研究所

2.3.2. 品牌营销策略全面升级，国货品牌露出机会显著增多

国潮走向全球，时装周、大秀推动品牌出圈。李宁自2018年至今多次以中国李宁系列亮相纽约时装周、巴黎时装周，用运动的视角表达对中国传统文化和现代潮流时尚的理解，掀起一阵复古运动热潮。波司登亦从2018年陆续亮相三大国际时装周，并通过与爱马仕前设计师、KENZO创始人等明星设计师联名发布会不断提升品牌声量。

大秀之外，双奥为代表的大型活动及赛事亦成为国货提升曝光度的重要契机。典型如本年度4/10厦门马拉松中3小时以内完赛精英选手69%穿着国产品牌，国产品牌份额占比首年超过国际品牌，精英选手中51%选手穿着特步160X系列跑鞋，推动特步出圈；又如21年东京奥运会及22年北京冬奥会，安踏作为主赞助商为中国体育代表团提供领奖鞋服外更为22支明星队伍提供训练及比赛装备，曝光度剧增，公司亦希望以此为契机在一二线城市推出冠军店展示选手日常生活、训练及比赛装备并将顶尖科技运用于商业化产品，推动品牌力再上台阶。

图 13：本土龙头在国际大秀、赛事等大型活动大放异彩



数据来源：公司公众号，浙商证券研究所

特殊事件后顶流明星更青睐国货代言，有助于打开年轻消费市场。3/24 事件后，明星艺人迅速响应，事件第二日超过 50 位明星相继和涉事品牌单方面解约。新疆棉事件后不久，李宁、安踏先后官宣肖战、王一博两位顶流小生为代言人，其代言产品系列迅速售罄同时为品牌带来大量新生代消费者客群，为国货在 95 后、00 后消费者市场建立深刻品牌形象打下坚实基础。

表 5：新疆棉事件后解约明星

解约品牌	解约明星艺人
H&M	宋茜、黄轩
优衣库	倪妮、王源、井柏然、雷佳音
耐克	王一博、谭松韵
匡威	白敬亭、张艺兴、欧阳娜娜
阿迪达斯	易烊千玺、杨幂、迪丽热巴、邓伦、陈立农、王嘉尔、Angelababy、宋妍霏、彭于晏、赵露思、张钧甯、彭昱畅、任敏超、陈奕迅、金晨
CK	张艺兴、刘雨昕、李振宁
彪马	李现、杨洋、刘昊然、娜扎、许光汉、刘雯
NewBalance	孟美岐、张子枫
Burberry	周冬雨

资料来源：公开资料，浙商证券研究所

表 6：国产服饰品牌代言人

品牌	李宁	安踏体育	波司登	比音勒芬	地素时尚	太平鸟
代言人	肖战 华晨宇	王一博 谷爱凌	杨幂 陈伟霆	杨烁	刘雯、周冬雨 宋茜	欧阳娜娜 虞书欣



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.4. 成长空间：国货崛起是一个具有广阔空间的长期趋势

海外品牌在国内较高的市场占有率恰恰为国货提供了较大的成长空间。从目前整体局势来看，海外集团不管在运动服饰还是休闲服领域均保持市占率领先，但近5年本土品牌也在苦练内功抢占市场、实现市占率提升。以运动品牌为例，Nike、Adidas、Skechers 三大海外集团在多年的市占率提升之后，其20年销售额已达1500亿量级，而安踏、李宁、特步三大国内集团的主品牌流水仅有650亿量级。因此，若海外品牌在流量下降之后，长期出现10%~20%的流水下降，则其带给中国品牌的流水空间便在200-300亿/年的量级。在不考虑行业未来仍有望保持高速增长的情况下，这样的格局边际变化为中国品牌带来30%甚至50%的流量提升。

表 7：我国鞋服市场前 20 集团市占率（%）

序号	鞋服集团	总部所在地											估算 2020 年
			2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	集团在华零售额 (亿元)
1	Nike (Nike、Converse)	美国	1.4	1.4	1.3	1.4	1.6	1.9	2.1	2.5	2.9	3.4	804
2	Adidas (Adidas、Reebok)	德国	1	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4	1.8	2.1	2.3	2.3	544
3	安踏体育 (安踏、FILA 等)	中国	0.7	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9	1.1	1.4	1.8	2.1	497
4	迅销集团 (Uniqlo 等)	日本	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	1	1.2	1.3	308
5	森马服饰 (森马、巴拉巴拉)	中国	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	1	1.2	1.3	308
6	海澜之家	中国	-	-	-	-	-	-	1.2	1.2	1.2	1.2	284
7	凌致集团 (Only、Vero Moda)	丹麦	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	284
8	李宁	中国	0.9	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	213
9	Skechers	日本	0	0	0	0	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	166
10	Inditex (ZARA 等)	西班牙	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	166
11	波司登 (波司登、雪中飞等)	中国	0.7	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	166
12	特步国际	中国	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	142
13	百丽集团	中国	1.2	1.3	1.3	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5	118
14	太平鸟	中国	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	118
15	LVMH 集团	法国	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.5	128
16	赫基集团 (Ochirly 等)	中国	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	95
17	361 度	中国	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	71
18	New Balance	美国	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	71
19	H&M	瑞典	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	71
20	马克华菲	中国	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	71
CR20			11.4	11.3	10.8	11.5	12.1	13.0	15.0	16.2	18.0	19.5	4613

数据来源：Euromonitor、浙商证券研究所

注：集团在华零售规模以欧睿测算 2020 年国内鞋服零售额 23659 亿人民币乘以集团市占率概算，与实际零售额会略有偏差，仅供数量级参考

随着“Z世代”消费者逐渐成为消费主力军，中国品牌的黄金时代将全面到来。我们坚定地认为，“国货崛起”绝不是一次短暂的跟风或炒作，而是一个难以逆转的长期趋势。尽管每一件激发民族自信的事件都将被淡忘在历史长河中，但其中所蕴含的价值导向将慢慢渗透每一位国民，尤其是价值观正在形成的年轻一代消费者。品牌力的提升和消费观的形成是一个长期过程，在日益强烈的民族自信之下成长起来的“Z世代”年轻消费者更认同“不执着国际大牌”的消费理念，更愿意进行与自身价值观深度契合的品牌消费，且更容易接受新鲜事物，因此他们对国货的关注度和消费热情更加高涨，“买国货、用国货、晒国货”已经成为Z世代的消费习惯之一，国货全

面崛起也将伴随着 Z 世代的成长而逐步兑现。

3. 标的：聚焦基本面扎实、提效成果释放的国货龙头

【安踏体育】本土品牌服饰第一龙头，多品牌运营标杆。30 年磨炼的高效零售、供应链管理能力和出色品牌定位运营能力，让安踏已经打磨出了一套成熟的在中国市场运作品牌的方法论。特殊事件催化下安踏品牌 Q2 展现超预期零售增长，FILA、DECENTE 等品牌也保持强势增长步调，全年维度看安踏主品牌的积极改革以及 FILA、DESCENTE、KOLON 品牌的放量增长以及 AMEAS 旗下核心品牌的成长值得期待，安踏品牌令人振奋的 5 年战略增长规划（流水复合增速 18%-25%）也为集团增长打入强心针。持续看好公司的品牌运营实力，亦期待完善的多品牌矩阵对公司长期业务增长带来的支撑，预计 2021/22/23 年公司归母净利润同比增长 56%/30%/28%至 80.5/104.3/133.0 亿元，对应 PE 48/37/29X，继续推荐，维持“买入”评级。

【李宁】品牌基因独一无二，国潮第一品牌标杆树立。公司从 20 年疫情中迅速恢复并在新疆棉事件中的爆发式增长充分表明了公司目前不断向上的品牌状态。一方面在潮流趋势上，代表公司整体形象的中国李宁在一季度流水继续翻倍同时保持 9 折以上的高折扣率，整体趋势继续保持；另一方面，我们期待公司在供应链整合、专业技术创新、零售效率提升以及运动营销资源这些体育用品的核心领域的持续深耕。回顾过去三年，李宁在品牌年轻化、时尚化以及经营效率改善上已经获得了超预期的成功，我们认为公司在目前良好的向上状态下，正积极改善自己作为体育用品公司的核心能力，这将成为公司能否真正成长为中国最一流专业运动品牌的根本。预计公司 21/22/23 年归母净利润 37.7/45.9/55.7 亿元，同比增长 122%/22%/22%，对应 PE49/40/33X，“买入”评级。

【波司登】羽绒服品类中的超强品牌+最强供应链结合。经过首个三年的品牌升级，波司登的产品已经稳稳站在了 1800 的价格带，同时也已经牢牢在消费者心中占据了羽绒服第一品牌的位置。新三年规划对过去三年的问题做了较为精准的修正：1) 产品规划更为精确：目前商务及户外系列占比均在 20%左右，时尚系列目前占比约为 17%。未来波司登希望依靠更多的门店陈列面积、更多的产品款式设计，将商务、户外、时尚三个系列的占比提升至 90%以上。2) 销售地域更有针对性：波司登在北京、上海两个城市的销售占到整体的 22%；但是在杭州、武汉、苏州、成都等 13 个新一线城市的销售占比仅为 11%。未来三年波司登希望在上述 2+13 个城市的销售占比超过 60%。因此，在高价格产品的占比提升和高线城市占比提升这两大推动下，波司登未来三年延续每年双位数的单价提升仍旧值得期待，预计公司 FY22/23/24 净利润 21.7/27.2/33.6 亿，增速为 27%/25%/24%，对应估值 24/19/16X，“买入”评级。

【特步国际】坚守跑步能力圈树立护城河，行业格局变化最大红利受益者。公司 15 年专注跑鞋，在跑鞋的研发与品牌营销上已树立强护城河，这也是公司 160X 火爆的根本原因。公司主品牌其他品类的成长以及高瓴入股后新品牌运营将会是公司未来更上一层楼的重要推力。行业格局变化是特步面临的重大红利，相较于三大本土品牌 100 亿+的鞋履零售额而言，在目前中国消费者对海外品牌认可度边际向下的大趋势下，前十名中六家海外品牌超过 1000 亿的零售额溢出，对于目前体量的特步等中国品牌而言将会有巨大增量。预计 21/22/23 年归母净利润同增 65%/25%/23%至 8.5/11.1/14.2 亿元，对应 PE 31/24/17X，“买入”评级。

【太平鸟】风格转型年轻化+数字化驱动产品设计，业绩迎来持续高增长。19年开始调整组织架构，将终端销售变为了各个部门共同的考核标准。在打破线上线部门壁垒、实现数据共享后，线上数据实时反馈和迅速洞察的优势迅速显现。公司能够依靠线上上新的反馈在短时间发现爆款并进行追单或者进行新的设计补充，全面提升产品设计的及时性与准确性。在此基础上21年尝试新渠道，目前抖音占整体线上GMV已达到20%。虽然太平鸟在20Q2开始已连续保持了5个季度的高速增长趋势，市场天花板仍旧较高，收入仍有较大提升空间。此前公司利润率明显低于行业平均水平，随着单店收入规模的增长以及效率的提升，公司利润率还有明显的提升空间。预计公司21~23年归母净利润9.9/12.0/14.7亿，对应增速39%/23%/21%，对应PE 26/21/17X，“买入”评级。

【比音勒芬】强产品力支撑高增基本面，细分领域龙头代表。公司产品精准卡位高尔夫运动时尚，17年以来单店效率持续提升，20年疫情下逆势净拓店85家至979家，2021年预计扩张步伐进一步加快，净增门店规模有望达到150家左右（其中比音勒芬/威尼斯品牌约130/20家），门店快速增长来自于产品和品牌力支撑下的渠道高利润，以经销商草根调研来看比音勒芬品牌经营利润率可以达到20%水准，在男装品牌领域非常优秀。我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域，打造了精准的产品定位并持续进行多元化的品宣投入，带动渠道质量持续提升、高速增长同时营运周转效率提升势头也非常明显，未来成长空间充分，预计公司21~23年归母净利润6.11/7.63/9.10亿，对应增速28%/25%/19%，对应PE 25/20/17X，看好赛道及成长性继续推荐，维持“买入”评级。

【欣贺股份】同店增长亮丽+线上扩张迅猛+数字化管理提升供应链效率。1) 电商增速有望超预期。2018年开始大力发展电商业务，2019/2020年增速分别为50%/46%，2020年电商收入3.85亿（占比21%）。在产品力和内部管理持续改进下，2021年电商增长有望加速。2) 线下同店增速超预期。结合披露数据推测欣贺2017/2018/2019年可比同店增速分别为16%/6%/14%，2021年我们预计相较于2019年的双位数可比同店增速有望延续，带来净利润率的提升。3) 成长空间有望超预期。在JW发力线上、JORYA线下门店不到可比同行一半的情况下（不到200家渠道、单店零售600万+），中长期成长空间巨大。4) “业绩增速”和“可持续性”超预期主要依赖于以下关键点的改变：强产品力和陈列能力（2017年开始持续改进），消费者越来越高的粘性、2019年信息化加码（CRM会员精细化管理+全渠道库存管理体系）提升货品效率、2021年开启的超额利益分享机制激发团队活力。预计公司21~23年归母净利润4.0/5.3/6.9亿，对应增速126%/32%/31%，对应估值仅17/13/10X。

【地素时尚】增长稳健、报表质量突出，高端女装集团代表性龙头。作为沪上代表高端时尚集团产品力突出，稳健增长、高盈利能力、高效周转成为业界标杆。成长性来看，1) 线下直营：单店店效提升仍是主要课题。DAZZLE及d'zzit品牌通过渠道升级、会员拉新、连带率提升以及ASP增长，希望保持15%左右同店提效；2) 经销：开店空间仍然充分。尤其d'zzit品牌门店总数截至21Q1仅424家，较主品牌622家提升空间充分，将成为门店扩张的主力品牌，另男装RAZZLE从21年开始也将考虑经销渠道试水；3) 电商：21年9月新品牌面世将带来新增长点。公司电商团队具有完备运营能力，此前受限价格政策及备货深度线上未有大幅增长，但9月预计推出生活方式品牌the other day（小时之外），围绕年轻客群主推推出隐含小细节的基础款服饰产品、环保可持续产品、个护、香薰等，价格相对主品牌更适宜线上，营销上也会选取虚拟偶像等年轻人青睐的新兴内容进行投放，将带来新增长点。预计公司21/22/23年收入同增19%/16%/15%至30.6/35.5/40.9亿元，归母净利同增20%/16%/16%至

7.5/8.7/10.1 亿元，对应 PE15/13/11X，考虑公司基本面的细分龙头竞争力及成长性，维持“买入”评级。

【报喜鸟】运动时尚业务发展潜力充分，带动整体增长提速。报喜鸟旗下的哈吉斯定位 25-40 岁的都市精英，相较于其他海外品牌如 lacoste、Tommy Hilfiger 等具备更高性价比，同时产品更加年轻化，由此 1) 哈吉斯在 18 年开放加盟后，线下渠道进入快速增长的通道，截至 20 年全国渠道仅 393 家，扩张空间充分；2) 线上渠道在品牌自播、社交平台等新渠道放量带领下，也保持了高速增长。我们认为哈吉斯有望继续保持 20% 以上的收入增速，另一方面随着线上和加盟收入占比的提升，哈吉斯的利润率也有着持续提升的潜力。根据 Wind 一致预期公司 21/22 年归母净利润分别达到 5.5/7.0 亿元，同比增长 49%/28%，对应估值仅 13/11X，当下值得重点关注。

同时提示关注**九牧王、奥康国际**等在各自细分品类发力产品、品牌及渠道形象革新的品牌在未来 2 年的发展潜力。

4. 风险提示

- 1) 消费市场环境波动：若由于疫情等因素致使消费情绪低迷，可能使零售低于预期
- 2) 多品牌运营挑战：在收购已有品牌/自建新品牌的过程中对团队品牌运营能力剔除挑战

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>