

纺织服装

终端恢复，运营优化——2021 中报分析

零售修复，营运改善。1) 零售环境恢复，2021 年上半年我国限额以上单位服装鞋帽和针纺织品零售额同比 2020 年/2019 年上升 33.7%/2.7%。2) 行业整体复苏、营运改善。纺织服装板块公司 2021 年 H1 业绩呈现恢复上升趋势，2021H1 重点品牌服饰公司收入/业绩分别为 378.76/46.31 亿元，同比 2020 年+27.8%/+77.9%。

运动鞋服：景气上行，格局优化。1) 运动鞋服板块景气持续上行。国产龙头品牌在 2021 年 H1 面临零售市场快速恢复，专业运动品需求增加同时民族自信心增强等多重有利因素的情况下，实现快速增长，且 Q2 表现优于 Q1。2021H1 运动鞋服重点公司收入/业绩同比分别增长 45%/129%，表现优异。2) 下游终端景气带动上游订单，运动类制造公司表现优于制造板块整体。2021H1 制造重点公司收入/业绩同比 2020 年增长 13.0%/4.3%，同比 2019 年增长 3.9%/下滑 8.4%。

品牌服饰恢复为主，表现分化。1) 中高端服饰：运营韧性较好，重点公司收入同比 2020/2019 年分别+29.4%/+15.7%，业绩同比 2020/2019 年分别+12.6%/-16.2%。头部公司表现更优，产品创新、渠道提效高筑品牌势能。2) 大众服饰：快速恢复、逐季改善，重点公司收入/业绩同比增速分别为 27.0%/150.2%，同比 2019 年分别-1.8%/-8.5%。头部公司全渠道融合加速并持续拓展新零售、强化供应链快反，运营效率持续提升。

家纺、珠宝板块恢复势头佳。1) 家纺：板块恢复势头普遍较好，同时效率有所提升，上半年板块重点公司收入同比 2020/2019 年增长 27.9%/13.2%，业绩同比 2020/2019 年增长 47.9%/21.3%。2) 黄金珠宝：上半年金价呈现“V”字形走势，行业终端消费复苏，上半年板块重点公司收入同比 2020 年/2019 年增长 25%/11%，业绩同比 2020 年/2019 年增长 96%/52%。

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、申洲国际、特步国际、滔搏】，目前对应 21 年 PE 分别为 46/58/39/33/19 倍，关注【华利集团】，目前对应 21 年 PE 为 39 倍。2) 推荐运营稳健、估值水平尚有提升空间的【比音勒芬、地素时尚】，对应 21 年 PE 分别为 23/14 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 34 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 23 倍；关注边际改善的【太平鸟、森马服饰】，对应 21 年 PE 分别为 19/15 倍。推荐珠宝龙头【老凤祥】，对应 21 年 PE 为 13 倍。

风险提示：新冠疫情影响超预期；终端消费低迷风险；汇率波动影响；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	2.93	3.77	4.85	69.8	45.5	35.4	27.5
02331.HK	李宁	买入	0.68	1.43	1.85	2.38	122.0	58.0	44.9	34.9
02313.HK	申洲国际	买入	3.40	3.69	4.60	5.46	42.1	38.8	31.2	26.2
002832.SZ	比音勒芬	买入	0.87	1.10	1.41	1.78	29.2	23.2	18.0	14.3
03998.HK	波司登	买入	0.11	0.16	0.20	0.25	48.7	34.3	27.5	21.9
603587.SH	地素时尚	买入	1.31	1.53	1.77	1.98	16.2	13.9	12.0	10.7

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

研究助理 侯子夜

邮箱：houziye@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服装：行业运行趋势及 2021 年中报前瞻》2021-07-04
- 2、《纺织服装：运动鞋服赛道全面重估的周期》2021-06-20
- 3、《医美行业：科技变美，服务赋能——2021 中期策略》2021-06-09



内容目录

品牌服饰板块：板块分化，头部品牌恢复迅速	4
运动鞋服：终端改善迅速，景气度恢复	6
制造：板块整体恢复，运动类制造商表现更佳	10
中高端服饰：整体资质佳，头部公司优于板块	12
大众服饰：渠道结构优化，终端处于快速恢复通道中	15
家纺板块：板块公司恢复势头普遍较好	18
黄金珠宝：黄金饰品业务受益	21
投资建议	25
风险提示	27

图表目录

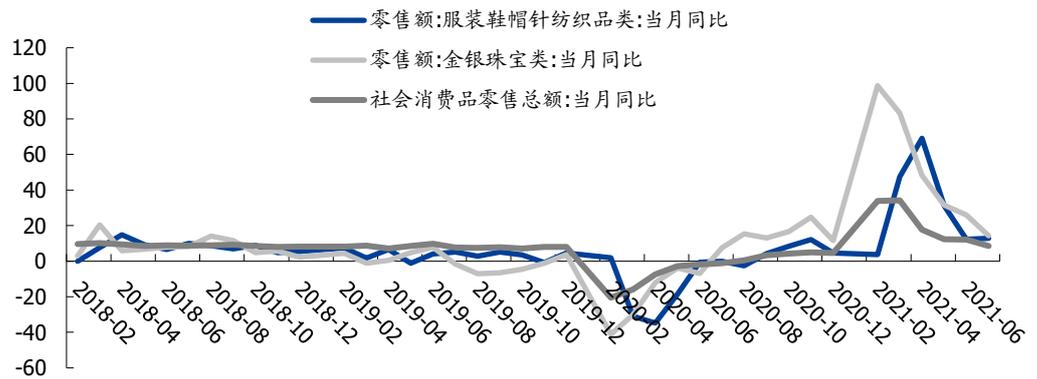
图表 1: 2018/02-2021 服装针纺类/金银珠宝类零售额及社零总额当月同比增速 (%)	4
图表 2: 2018H1-2021H1 品牌服饰重点公司收入及 YOY (亿元, %)	4
图表 3: 2018H1-2021H1 品牌服饰重点公司归母净利及 YOY (亿元, %)	4
图表 4: 2018Q1-2021Q2 品牌服饰重点公司收入及 YOY (亿元, %)	5
图表 5: 2018Q1-2021Q2 品牌服饰重点公司归母净利及 YOY (亿元, %)	5
图表 6: 2018H1-2021H1 品牌服饰重点公司毛利率及净利率 (%)	5
图表 7: 2017H1-2021H1 品牌服饰重点公司平均存货及 YOY (亿元, %)	5
图表 8: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司营收及 YOY (亿元, %)	6
图表 9: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司归母净利及 YOY (亿元, %)	6
图表 10: 运动鞋服重点公司各品牌龙头单季度流水增速 (%)	7
图表 11: 2017H1-2021H1 运动公司毛利率水平 (%)	7
图表 12: 2017H1-2021H1 运动公司渠道数量 (个)	8
图表 13: 国内体育行业受政策持续驱动	9
图表 14: 运动公司鞋类系列产品	9
图表 15: 2018H1-2021H1 制造重点公司收入及 YOY (亿元, %)	10
图表 16: 2018H1-2021H1 制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	10
图表 17: 中洲国际产能最新情况	11
图表 18: 华利集团产能最新情况	11
图表 19: 2018-2021H1 中高端重点公司收入及 YOY (亿元, %)	12
图表 20: 2018-2021H1 中高端重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	12
图表 21: 2018Q1-2021Q2 中高端重点公司收入及 YOY (亿元, %)	13
图表 22: 2018Q1-2021Q2 中高端重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	13
图表 23: 中高端服饰板块重点公司存货周转天数 (天)	14
图表 24: 2020H1-2021H1 年各品牌电商渠道收入贡献 (%)	14
图表 25: 品牌服饰公司 2021H1 门店情况 (家)	15
图表 26: 2018H1-2021H1 大众重点公司营业收入及 YOY (亿元, %)	15
图表 27: 2018H1-2021H1 大众重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	15
图表 28: 2018Q1-2021Q2 大众服饰公司收入及 YOY (亿元, %)	16
图表 29: 2018Q1-2021Q2 大众服饰公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	16
图表 30: 大众服饰板块重点公司存货周转天数 (天)	17
图表 31: 品牌服饰公司 2021H1 门店情况 (家)	17
图表 32: 2017H1-2021H1 家纺重点公司营收表现 (亿元, %)	18

图表 33: 2017H1-2021H1 家纺重点公司归母净利润表现 (亿元, %)	18
图表 34: 2017H1-2021H1 家纺重点公司营收分季度 (亿元, %)	18
图表 35: 2017H1-2021H1 家纺重点公司归母净利润分季度 (亿元, %)	18
图表 36: 家纺板块重点公司营收/归母净利润增速 (%)	19
图表 37: 家纺板块重点公司毛利率/净利率表现 (%)	19
图表 38: 罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺电商业务增速及占比 (%)	19
图表 39: 罗莱签约顶流代言人易烊千玺	20
图表 40: 罗莱生活同欧睿国际联合发布《中国高端床上用品市场报告》	20
图表 41: 2018 年至今 Au9999 价格走势 (元/克)	21
图表 42: 2020 年至今金银珠宝类社零增速走势 (%)	21
图表 43: 2017H1-2021H1 黄金珠宝重点公司营收表现 (亿元, %)	22
图表 44: 2017H1-2021H1 黄金珠宝重点公司归母净利表现 (亿元, %)	22
图表 45: 2017H1-2021H1 黄金珠宝重点公司分季度营收表现 (亿元, %)	22
图表 46: 2017H1-2021H1 黄金珠宝板块重点公司分季度归母净利润表现 (亿元, %)	22
图表 47: 黄金珠宝板块重点公司营收/归母净利润增速 (%)	23
图表 48: 黄金珠宝板块重点公司毛利率/净利率 (%)	23
图表 49: 2019Q1-2021Q2 黄金首饰消费量 (吨)	24
图表 50: 老凤祥上海会员商城平台	24
图表 51: 老凤祥门店数量 (家)	24
图表 52: 周大生黄金产品	25
图表 53: 周大生素金首饰收入及占比 (亿元, %)	25
图表 54: 周大生自营线上业务收入及占比 (亿元, %)	25
图表 55: 周大生门店数量 (家)	25
图表 56: 重点公司估值表	26

品牌服饰板块：板块分化，头部品牌恢复迅速

行业层面：2021H1 服装行业社零表现强于消费品整体增速，由于同期基数上行，同时我国局部地区疫情反复、自然灾害和天气等因素影响，Q2 以来单月社零同比增速放缓。消费意愿总体对疫情波动逐渐脱敏，行业终端趋势向好。据统计局数据，2021 年上半年我国限额以上单位服装鞋帽和针纺织品零售额同比 2020 年/2019 年上升 33.7%/2.7%，（上半年我国社会消费品零售额同比 2020 年/2019 年上升 23%/8.6%）。

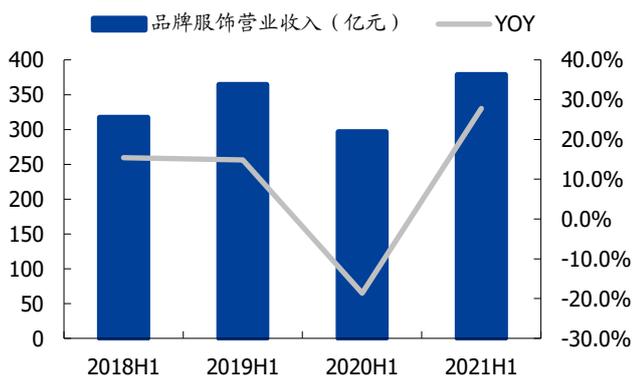
图表 1：2018/02-2021 服装针纺类/金银珠宝类零售额及社零总额当月同比增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

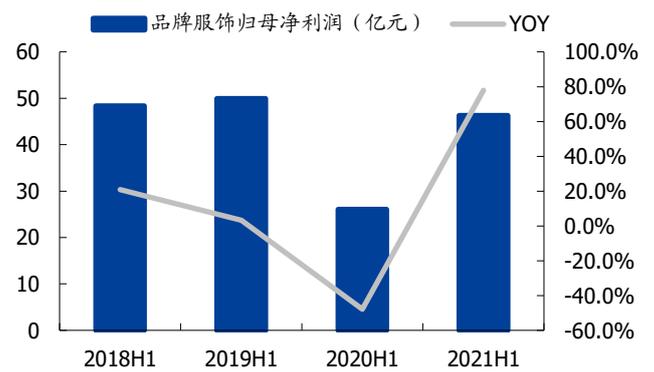
板块层面：终端消费逐渐从疫情中恢复，纺织服装板块重点公司 2021 年 H1 业绩呈现恢复上升趋势。2021H1 品牌服饰重点公司收入/归母净利润分别为 378.76/46.31 亿元，同比 2020 年+27.8%/+77.9%，同比 2019 年+4.0%/-7.2%。

图表 2：2018H1-2021H1 品牌服饰重点公司收入及 YOY（亿元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3：2018H1-2021H1 品牌服饰重点公司归母净利润及 YOY（亿元，%）

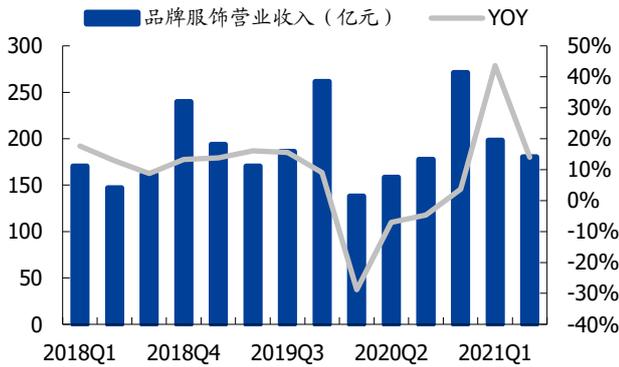


资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 分季度来看：1) Q1 品牌服饰公司终端销售恢复明显，且前期渠道调整到位，使终端收入普遍回升，Q1 板块公司收入/归母净利润分别较 2020 年同比 +43.6%/+127.86%，较 2019 年同比+2%/-14.6%（单季度数据样本剔除运动鞋服港股公司，下同）。2) Q2 表现基本优于 Q1，尤其是对比 2019 年同期看。品牌服饰公司收入/归母净利润分别较 2020 年同比+14.0%/+41.38%，较 2019 年同比+6%/+3.2%。其中高景气赛道产业链龙头表现突出，终端表现优于服装

行业整体平均水平。

图表 4: 2018Q1-2021Q2 品牌服饰重点公司收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所
注: 单季度数据样本剔除运动鞋服港股公司。

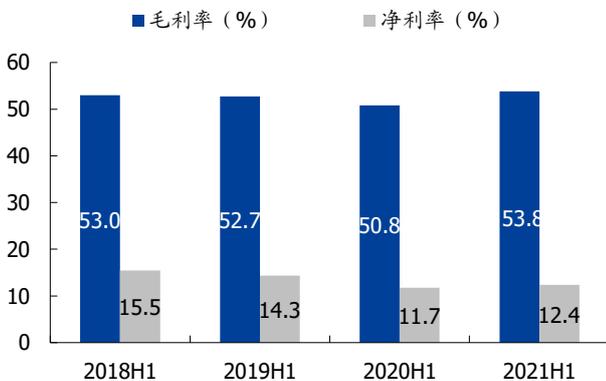
图表 5: 2018Q1-2021Q2 品牌服饰重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所
注: 单季度数据样本剔除运动鞋服港股公司。

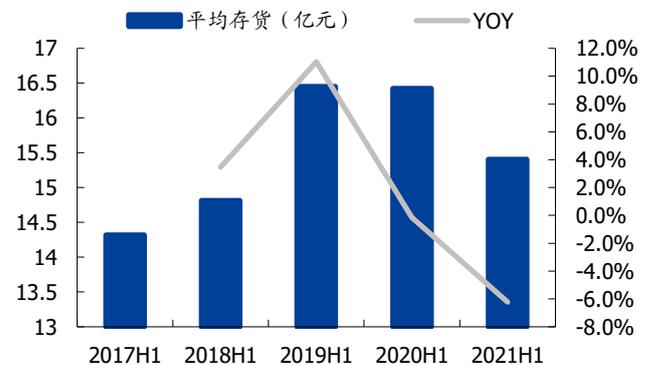
- **盈利质量同比有所提升。**2021H1 重点公司毛利率/净利率平均水平分别为 53.8%/12.4%，较 2020 年同期+3.0/+0.61Pcts，较 2019 年同期+1.1/-1.9Pcts。企业从疫情的冲击中逐步恢复，消费需求不断释放，运营效率提升，促进盈利质量提升，对比 2019 年同期仍然有一定差距。
- **存货运营季度环比改善。**2020H1 重点公司存货平均值同比 2020 年/2019 年分别下降 6.2%/6.4%。分季度来看，Q1 消费终端表现佳，重点公司调整策略，优化管理，去化库存，为渠道库存减负；Q2 终端流水不断恢复，库存状态保持健康。**周转速度**方面，H1 行业平均库存周转天数同比 2020/2019 年分别减少 51 天/9 天至 227 天。

图表 6: 2018H1-2021H1 品牌服饰重点公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2017H1-2021H1 品牌服饰重点公司平均存货及 YOY (亿元, %)



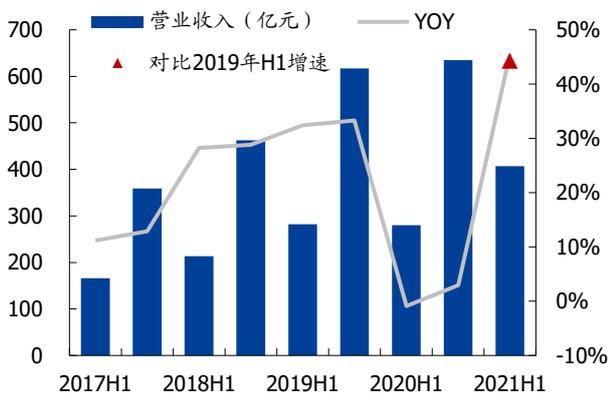
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

运动鞋服：终端改善迅速，景气度恢复

运动鞋服 2021H1 景气度明显上行，营运优化，业绩靓丽。1) 2021 年 H1，随着疫情影响的减弱以及终端销售的恢复，多数核心运动鞋服公司收入和业绩无论对比 2020 年同期还是对比 2019 年同期均实现了靓丽的增长。2) 随着收入增长的拉动，终端库存优化，各公司经营活动产生的净现金流对比 2020 年 H1 大幅改善；3) 终端表现恢复及品牌力上行致使各品牌终端折扣明显修复，毛利率、净利率对比同期上行。

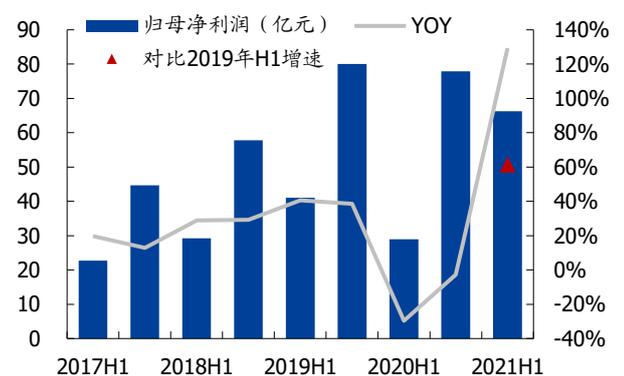
2021 年 H1 运动鞋服品牌板块重点公司（包括安踏体育、李宁、特步国际、361 度）收入/业绩同比增速分别为 45%/129%，对比 2019 年 H1，增速分别为 44%/61%。可以看到，运动鞋服整体表现不仅是在 2020 年疫情后的恢复，而是体现了赛道的高景气度，对比 2019 年同期也获得良性的增长。

图表 8: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司营收及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2021H1 运动服饰重点公司收入增速/归母净利润增速/毛利率/净利率 (%)

公司名称	H1 收入增速		H1 归母净利润增速		H1 毛利率		H1 净利率	
	同比 2020	同比 2019	同比 2020	同比 2019	同比 2020	毛利率	同比 2020	净利率
安踏体育	51%	51%	132%	65%	+6.4pcts	63.2%	+6.3pcts	17.9%
李宁	65%	64%	187%	147%	+6.4pcts	55.9%	+8.1pcts	19.1%
特步国际	12%	24%	72%	-8%	+1.3pcts	41.8%	+3.6pcts	10.3%
361 度	17%	-3%	33%	9%	+4.0pcts	41.8%	+2.4pcts	14.9%
加权平均	45%	44%	129%	61%	+7.1pcts	56.8%	+6.3pcts	17.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从流水角度分季度来看，Q1 流水恢复式增长，Q2 国产品牌在“新疆棉”事件带动品牌曝光度增加后实现高速增长。1) Q1 由于同期低基数，从表观数据上看，各个品牌均实现快速的恢复，安踏/FILA/李宁/特步终端流水分别实现 40%/75%+/1.5 倍/100% 增长。2) 进入 Q2 得益于品牌在产品 and 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。3) 分渠道流水来看，由于基数的不同，Q1 线下流水增长强劲，而电商渠道在去年高基数的背景下，今年 H1 依然实现了快速增长。

图表 10: 运动鞋服重点公司各品牌龙头单季度流水增速 (%)

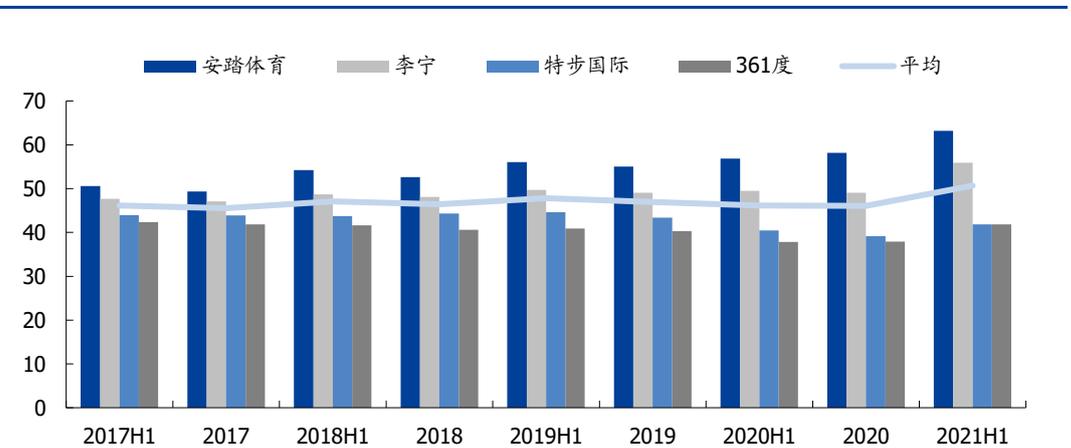
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
安踏整体	20-25%下滑	低单位数下滑	低单位数	低单位数	40%-45%	35%-40%
安踏大货	20%+下滑	低单位数下滑	正	低单位数	35%-40%	35%-40%
安踏儿童	25%左右下滑	单位数	低单位数	低单位数	45%-50%	35%-40%
安踏电商	中单位数	约 40%	约 50%	正	60%+	40%+
FILA 整体	中单位数下滑	10%-20%	20%-25%	25%-30%	75%-80%	30%-35%
FILA CLASSIC	20%+下滑	中单数	正	中双位数	80%+	20%+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

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

运动鞋服重点公司毛利率随着折扣改善及渠道结构优化提升, 同时运营效率的提升拉动净利率的提升。

- 终端销售收入的快速增长同样伴随着折扣率的修复, 我们认为在去年 H1 疫情影响下, 品牌商为了保障终端库存, 对终端产品进行了不同程度的打折处理, 而截止到 2021 年 H1, 各个品牌渠道库存处于健康状态, 安踏品牌库销比在 5 左右, FILA 品牌库销比 6 左右, 李宁披露渠道库存已经回落到 3 个月左右。从报表端的存货周转天数来看, 安踏体育/李宁/特步/361度存货周转天数分别 116/53/77/70 天。
- 我们判断终端折扣水平已经恢复健康。我们根据各公司毛利率数据预计(2021 年 H1 核心公司平均毛利率同比提升 4.6PCTs 至 50.7%): 安踏品牌折扣率恢复到 72 折左右, FILA 品牌正价门店折扣恢复到 8 折以上, 李宁新品折扣率也恢复到 8 折以上。

图表 11: 2017H1-2021H1 运动公司毛利率水平 (%)

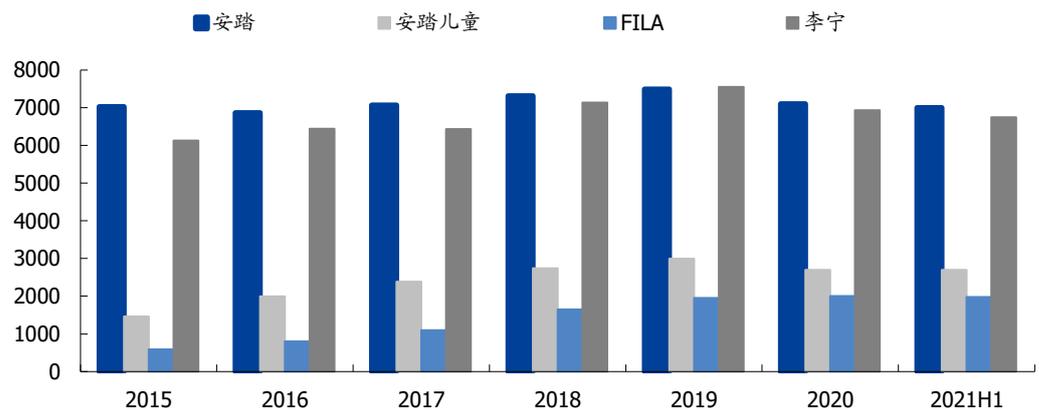


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 从净利率方面来看，毛利率及营运方面的提升使得各品牌公司净利率对比同期均有明显的提升，2021年H1核心公司平均净利率同比提升4.8PCTs至15.5%。

从渠道来看：线下渠道质量提升，电商渠道占比加大。1) 渠道数量的增长优先级排在质量提升之后，2021年H1大多数品牌门店数量并没有明显的上升，收入端的增长更多的是由门店店效提升带来；2) 从渠道业态上来看，DTC成为相对明显的趋势，表现在品牌商加强对经销商的管控，增加直营门店（尤其是大店、购物中心门店）的数量，重视电商渠道的增长。根据中报披露数据，安踏主品牌/李宁品牌电商收入占比均超过30%，FILA品牌电商流水占比超过20%。

图表 12: 2017H1-2021H1 运动公司渠道数量 (个)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

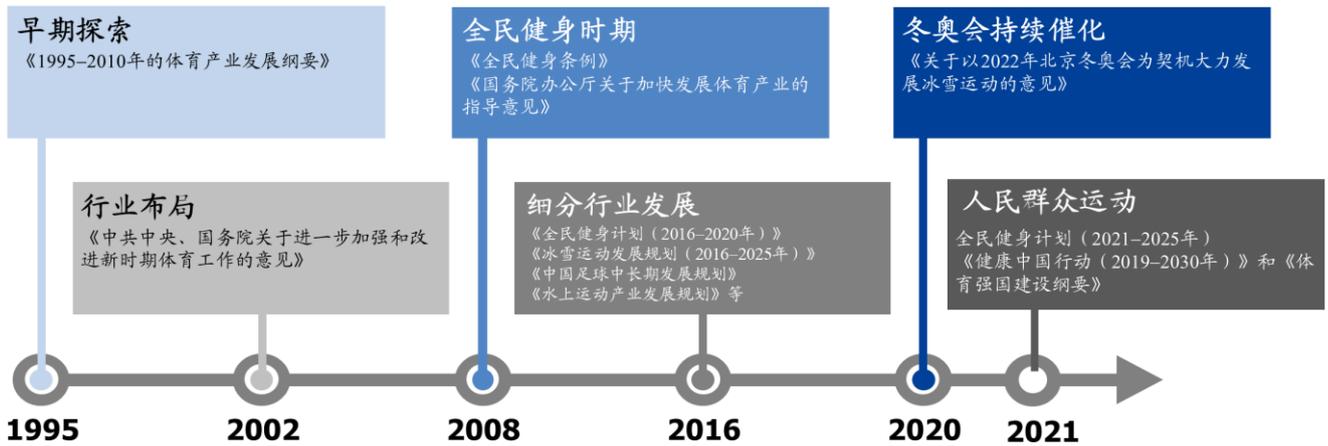
对于未来板块趋势的研判，我们从短期和中长期两个维度进行分析：

短期来看，我们认为如下几个因素会使得国内龙头品牌流水表现在短期会有所波动：1) 2021年H2运动鞋服销售将面临着同期基数的快速上升；2) “新疆棉”时间带来的消费者情绪上的冲击影响会边际减弱；3) 国际品牌在H2新品推出的计划如常进行，会带来一定的竞争压力。根据我们的跟踪判断，安踏、FILA、李宁等品牌，在Q3流水的增幅表现环比均有所放缓，我们认为考虑上述三个因素，流水增长的放缓已经包含在当前对全年的预期之中。

中长期来看，行业依然处于较高的景气周期中。

行业成长性：消费升级中消费者对专业运动产品的需求以及国家政策支持，北京冬奥会等大型体育赛事的催化，诸多因素都会推动行业的增长。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，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》计划以及国务院印发《全民健身计划（2021-2025年）》，明确到2025年全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，健身热情进一步提高，各运动项目参与人数持续提升。

图表 13: 国内体育行业受政策持续驱动



资料来源：国家体育总局，国务院，国盛证券研究所绘制整理

竞争格局层面：理性消费者愿意为高品质的产品支付溢价，而不是绝对的对国内或国际品牌进行选择，但由于在研发和营销层面的壁垒，龙头公司的竞争力依然是在加强。

- 当下的消费环境和过往有所不同，年轻的消费群体的民族自信心相对较强。另一方面，过去的事件性因素带来的影响叠加营销的增加，国产品牌的曝光度有所提升的同时。
- 过往的研发积淀也带来了产品力的提升。当下的消费者也愿意支付较高的价格去购买国产品牌的产品，这对于优质的、重视研发创新的龙头品牌而言，优势更为明显。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。安踏品牌着力打造 NBA 球星签名鞋款，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，围绕“李宁䨻”、“李宁弭”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 2020 年签约林书豪，初步涉足篮球市场，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 14: 运动公司鞋类产品

跑鞋 (VIEW MORE >)

- 初跑者
- 训练/健身
- 竞速马拉松
- 跑步文化

潮鞋 (VIEW MORE >)

- 老爹鞋
- 竞速系列
- 不羁系列
- 潮流系列

休闲/生活 (VIEW MORE >)

- 滑板鞋
- 帆布鞋
- 高帮板鞋
- 拖鞋

篮球鞋 (VIEW MORE >)

- KT系列
- GH系列
- 赛艇系列
- 外场系列

专业跑者

- 160X PRO 人民币1,199
- 160X 2.0 人民币999
- 300X 2.0 人民币999

中级跑者

- 动力巢 人民币499
- 减震旋 人民币469

初级跑者

- 乘立方 人民币369
- 氢风 人民币439

竞速系列

- 飞电 2.0 Elite 2,099 RMB
- 飞电 Discovery 799 RMB
- 飞电 Challenger 1,299 RMB
- 赤兔4代 399 RMB

弹速系列

- 绝影 1,699 RMB
- 绝影 Essential 899 RMB

保护系列

- 烈骏5代 699 RMB
- 越影 599 RMB

超轻系列

- 超轻18代 599 RMB

李宁专业跑鞋矩阵
持续升级更新中

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，国盛证券研究所

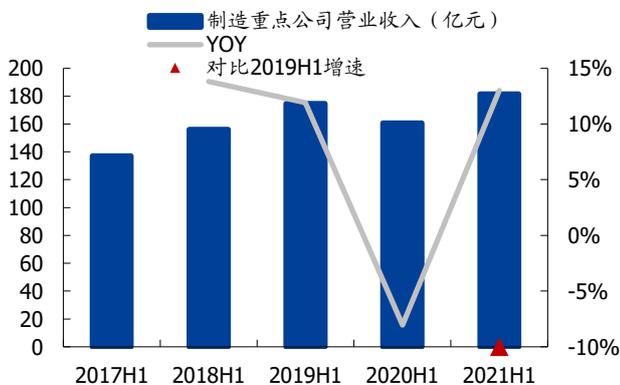
制造：板块整体恢复，运动类制造商表现更佳

制造板块上半年业务恢复情况佳，存在环境因素扰动。当前制造板块重点公司（包括申洲国际、裕元国际、健盛集团、开润股份，由于数据披露局限未包括华利集团）整体处于订单情况较为充沛的状态下，产能端的恢复驱动产量及销量有效增长。上半年制造重点公司营业收入/归母净利润分别181.5/26.0亿元，同比2020年增长13.0%/增长4.3%，同比2019年增长3.9%/下滑8.4%。同比去年增长原因主要有三：

- **去年同期基数较低。**2020年上半年国内疫情蔓延，复工复产延迟，上游服饰制造公司产能利用率受到影响，故制造板块收入及业绩基数较低。2020H1制造重点公司收入/业绩同比分别下滑8%/下滑12%。
- **供给端：产业链所在地区疫情相对稳定，保障有效生产。**国内大部分服饰制造商将产能布局在国内及东南亚地区（如越南、柬埔寨、印尼等国家），上半年疫情状况较全球其他地区相对稳定、生产经营状况相对顺利。
- **订单端：欧美地区终端逐步恢复，传导至上游订单。**去年下半年海外疫情扩散，欧美等重要市场终端需求受压，在今年上半年终端需求随疫情逐步恢复，品牌商客户订单需求情况佳。以申洲国际为例，上半年国内/欧盟/美国销售同比增长15%/12%/21%，快于公司整体增速11%。

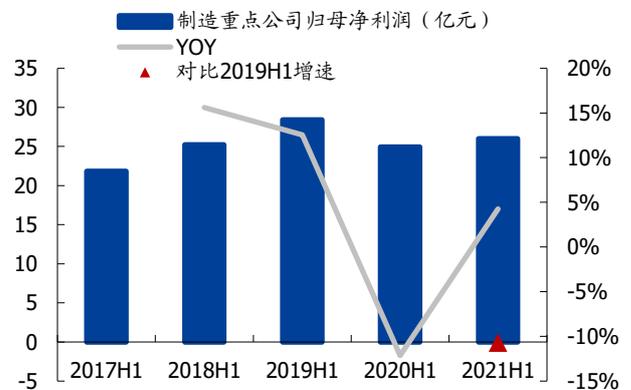
同时，上半年存在一些环境因素对出口的制造公司造成扰动。1) 外汇波动或带来影响，我们估算上半年人民币兑美元同比2020年升值约8.2%，以人民币计价的收入及汇兑损益受到影响。2) 全球集装箱航运运力紧张，或将拉长制造公司产成品出口转化至商品周期，从而影响收入确认时间。3) 当前海外疫情仍有反复，产能利用率有波动风险。

图表 15: 2018H1-2021H1 制造重点公司收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 2018H1-2021H1 制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

公司层面来看，板块出现分化，运动产业制造商更优。1) 我们认为经此疫情一役，产业链动荡驱动尾部落后产能加速出清，与此同时，具备一体化产业链的头部制造商凭借稳定的供应能力攫取份额。2) 运动鞋服对应的上游制造公司如申洲国际（2021H1 收入+11%）、华利集团（2021H1 收入+18%）等，优势有所凸显。主要原因系：①运动终端景气度高、反弹更快（运动重点公司2021H1收入同比+45%，高于品牌服饰重点公司整体同比+28%），有效拉动上游订单。②运动鞋服品牌商在市占率提高的同时精简供应商队伍，助推订单资源向头部制造企业倾斜。

- **申洲国际：上半年收入+11%/业绩-11%**，剔除汇兑损失、政府补助差异的影响，业绩同比基本持平。1) 上半年产量超出预期，国内成衣产量同增 30%，我们估算以人民币计价的单价下滑低单位数（以美元计价的单价上升中单位数）。2) **客户订单充沛，所占份额上升**。2021H1 前四大客户销售合计 95.3 亿元，占比 83.8%（同比提升 0.2PCTs）。公司凭借一体化供应链的稳定、灵活等优势，我们据品牌商披露的供应商数量判断，当前公司在耐克、PUMA 等大客户采购中的占比呈现上升趋势。3) **长期竞争力强化**。海外扩产仍在推进，国内工厂招工持续，染整、织造技改提升效率。4) 展望全年，短期存在疫情扰动，6 月底以来越南疫情反复，公司预估每受影响 14 天、全年面料/成衣年产量将分别下降 2%/1%，我们综合估算全年产量/收入增速均在 10%左右、业绩增长高单位数。
- **华利集团：上半年收入+18%/业绩+67%**。剔除汇率影响，我们测算上半年收入+29%/业绩+81%。1) **Q2 收入增长加速**，主要系新增产能放量、终端景气传导拉动 Q2 收入同增 29%。2) **盈利质量提升**，主要系生产效率提升、客户产品结构优化。2021H1 净利率 15.7%，较 2020H1（11.2%）提升 4.6PCTs。3) **大客户占比进一步提升**，公司高效稳定的供应链经受疫情考验、获得了客户认可，上半年前五大客户销售占比 91%，我们判断其订单资源进一步向公司倾斜。4) **产能建设推进**，目前在越南新建的三个工厂已经投产，我们估算全年产能/收入均增长 20%左右、业绩增长 40%左右。

图表 17: 申洲国际产能最新情况

申洲国际产能最新情况

- 1、2020年服装产量约4.4亿件。
- 2、上半年产量提升，成衣产出同比增长了约30%。海外扩产和国内提效相结合，并取得了理想的成果：
 - ①海外：柬埔寨及越南之新建成衣工厂已初步完成土建工程，有利于下一步的产能扩充。
 - ②国内：国内工厂之产能利用水平得到明显提高，染整生产设施完成技改更新，织造工序亦于上半年开始更新改造。
- 3、我们估算全年产量增长10%左右。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

图表 18: 华利集团产能最新情况

华利集团产能最新情况

- 1、产能：上半年产能10060w双，产量9750w双，产能利用率97%。
- 2、布局：成品鞋厂主要位于越南，另在多米尼加也有小型工厂。
- 3、新增产能建设情况：2021年，公司将在印度尼西亚、缅甸新建工厂，也将继续在越南扩建或新建工厂。截至4月末：
 - ①公司在越南的三个工厂越南永山、越南威霖、越南弘欣已经投产（越南扩产项目总规划1100w双）；
 - ②在印尼设立了制鞋工厂；
 - ③缅甸世川项目（原规划1200w双）因当地政府原因暂缓实施。
- 4、我们估算全年产能增长约20%。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

- **健盛集团：H1 收入+25%/业绩+96%**，盈利质量逐季恢复。1) **棉袜**：销售稳健增长 28%，我们估算毛利率提升至 33%，我们测算上半年销量超预期增长、单价提升。产能三年规划建设继续，贵州棉袜项目预计 Q3 投产，我们预计 2021-2023 年公司棉袜产能达到 3.5/3.9/4.6 亿双左右，有望持续驱动订单。2) **无缝**：当前订单充沛、新客户合作顺利，销售增长+19%，我们根据订单情况及生及节奏判断 Q4 有望快速增长。产能布局优化调整，疫情影响下越南原先拟新增产能暂移至国内贵州。3) **展望全年**：我们认为公司增长主要系产能驱动，估算 2021 年收入端有望实现 20%+的增长、业绩端有望恢复至 2019 年 90%左右水平。

图表 3: 2021H1 服饰制造重点公司收入增速/归母净利润增速/毛利率/净利率 (%)

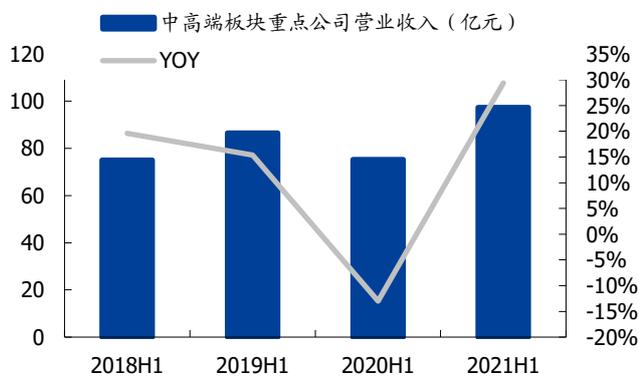
公司名称	H1 收入增速		H1 归母净利润增速		H1 毛利率		H1 净利率	
	同比 2020	同比 2019	同比 2020	同比 2019	同比 2020	毛利率	同比 2020	净利率
健盛集团	25%	10%	96%	-25%	+6.6pcts	27.8%	+4.3pcts	11.9%
开润股份	4%	-19%	51%	-15%	-1.1pcts	28.5%	+2.6pcts	9.0%
华利集团	18%	-	67%	-	+5.9pcts	28.6%	+4.6pcts	15.8%
申洲国际	11%	11%	-11%	-8%	-1.2pcts	29.7%	-4.7pcts	19.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中高端服饰: 整体资质佳, 头部公司优于板块

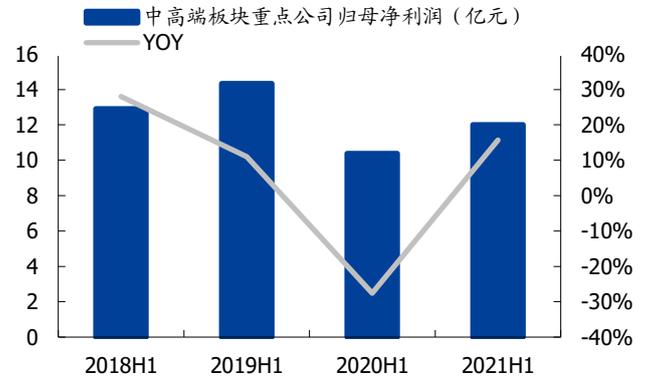
中高端板块经历了疫情的冲击后早期表现出了较强的运营韧性, 后续终端领先恢复增长。2021 年 H1, 各公司全方面深化内功修炼, 加速产品创新迭代, 聚焦品牌力的塑造与提高, 高筑品牌势能, 在迎合优质国牌崛起、消费升级的大环境下取得了显著效果。渠道体系针对疫情做出升级优化, 线上开拓抖音等新渠道, 线下提升店铺质量, 提升店效, 收入业绩都有亮眼的增长, 逐步恢复到疫情之前的水平。2021H1 中高端服饰重点公司 (包括比音勒芬、地素时尚、歌力思、九牧王、七匹狼、朗姿股份、安正时尚) 营业收入同比 2020/2019 年分别+29.4%/+15.7%, 板块归母净利润同比 2020/2019 年分别+12.6%/-16.2%, 头部公司成绩靓丽。

图表 19: 2018-2021H1 中高端重点公司收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 2018-2021H1 中高端重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

分季度来看: 1) 一季度板块重点公司收入及归母净利润同比均快速增长, 主要原因系疫情影响带来的影响逐渐恢复、去年同期基数较低。2021Q1 板块收入同比 2020/2019 年分别增长 44.5%/10.2%, 业绩同比 2020/2019 年分别增长 28.5%/下滑 23.0%。2) 二季度同比增速有所放缓, 主要因为去年同期低基数效应已基本消失。2021Q1 板块收入同比 2020/2019 年分别增长 15.6%/15.3%, 业绩同比 2020/2019 年分别增长 0.8%/下滑 3.8%。

图表 21: 2018Q1-2021Q2 中高端重点公司收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 2018Q1-2021Q2 中高端重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

从重点公司表现来看, 中高端服饰板块在产品创新与渠道升级方面都取得了优秀成效, 收入业绩提升显著, 板块整体呈现上升的趋势。

- **比音勒芬: 中期业绩靓丽, 盈利水平跃升。**公司围绕产品和营销打造优质高端时尚运动国产品牌, 不断提升的品牌力将持续驱动终端和业绩表现。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: 全渠道优质增长, 品宣、销售同时发力。**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, 2021H1 收入/业绩增长 30%+。2021H1 公司收入/业绩分别 13.5/3.9 亿元, 同比 2020 年+37%/+31%, 同比 2019 年+22%/+15%。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。
- **歌力思: 主品牌复苏, 线下恢复良好。**上半年收入/业绩恢复至 2019 年水平(可比口径)。公司积极调整战略布局, 新品牌落地成长迅速, 全渠道打通。1) 主品牌 ELLASSAY 复苏情况良好, 推出“头号玩家”系列产品、优化门店形象带动销售, 上半年销售 4.7 亿元, 基本恢复到 2019 年水平, 同比 2020 年+23%。2) 线下销售恢复情况良好, 销售同比 2020 年+57%, 同比 2019 年-8%。3) 展望全年, 收入及业绩均有望进一步恢复。

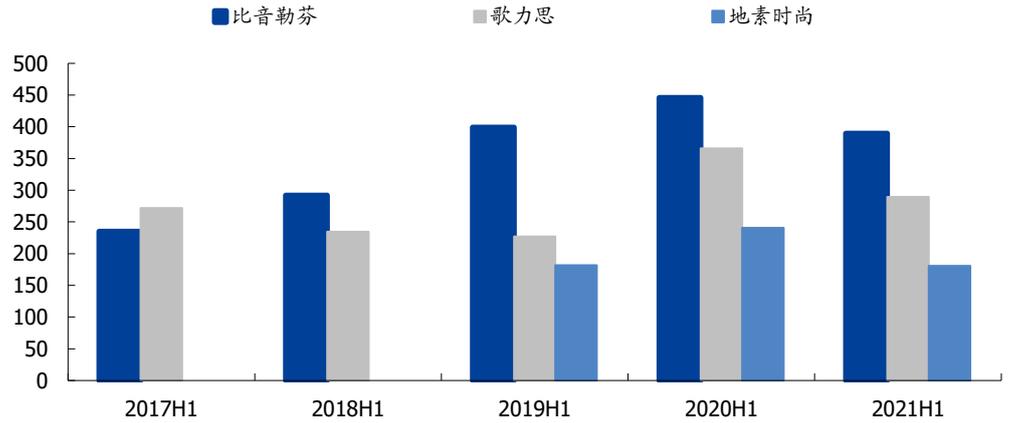
图表 3: 2021H1/Q2 中高端服饰重点公司收入增速/归母净利增速/毛利率/净利率 (%)

公司名称	H1 收入增速		H1 归母净利润增速		H1 毛利率		H1 净利率	
	同比 2020	同比 2019	同比 2020	同比 2019	同比 2020	毛利率	同比 2020	净利率
比音勒芬	33%	21%	52%	41%	+7.1pcts	72%	+3pcts	24%
地素时尚	37%	22%	31%	15%	+1.4pcts	77%	-1.4pcts	29%
歌力思	35%	-13%	-28%	-2%	+1.8pcts	68%	-12.7pcts	19%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

营运端: 板块整体库存结构有所改善。2021 年 H1 比音勒芬/地素时尚/歌力思存货周转天数分别为 390/181/289 天, 分别同比 2020 年同期-56/-52/-77 天, 库存恢复情况良好, 存货结构改善明显, 基本恢复至疫情前水平。

图表 23: 中高端服饰板块重点公司存货周转天数(天)

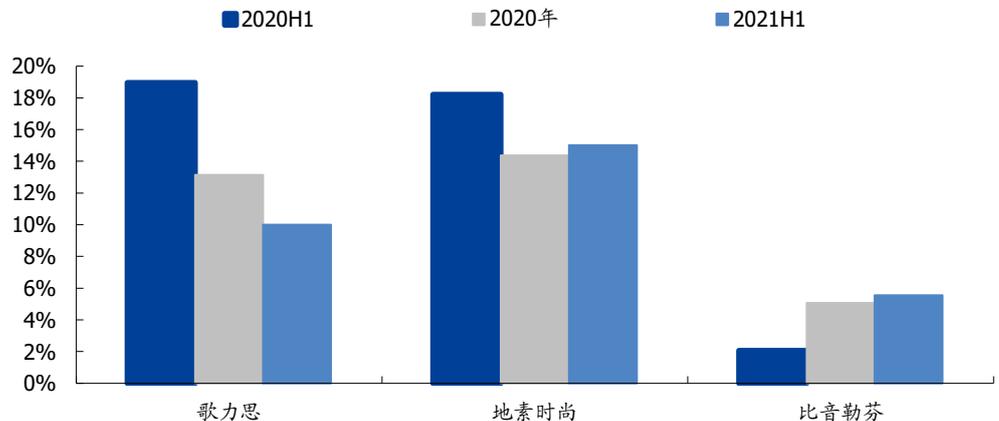


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

渠道端:渠道系统的建设升级成为公司对抗疫情冲击、缓解负面影响的业绩增长突破口。线上新兴渠道为板块复苏提供驱动力, 线下渠道结构优化, 持续出清低效品牌门店, 提升终端运营能力。

- **开拓线上渠道, 电商渠道成为业绩增长发力点。**各公司积极推进线上新零售生态建设, 把握私域流量, 布局小红书、抖音等新兴渠道, 加速线上、线下渠道融合。比音勒芬 H1 线上销售 0.6 亿元, 同比增 41%, 歌力思 H1 线上销售 1.1 亿元, 同比 2020 年的高基数有 20%+ 下滑, 但同比 2019 年翻倍增长, 毛利率 51%, 地素时尚 H1 电商渠道销售 2.0 亿元, 同比 2020 年增 13%, 同比 2019 年增 38%, 渠道毛利率 78%。各公司在电商渠道的积极布局为板块复苏提供驱动力。

图表 24: 2020H1-2021H1 年各品牌电商渠道收入贡献 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **注重运营效率提升, 线下渠道持续升级。**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, 外延的同时增质持续。歌力思强调精细化运营促进单店营收增长, 单店平效、直营店单店平均销售业绩均有显著提升。

图表 25: 品牌服饰公司 2021H1 门店情况 (家)

公司	品牌	2020 末	2021H1	2021H1 净开店
比音勒芬	比音勒芬	979	1007	28
	ELLASSAY	289	287	-2
歌力思	EdHardy	169	116	-53
	Laurel	52	58	6
	IRO	67	69	2
	S-P	6	11	5
	DA	627	635	8
地素时尚	DM	53	50	-3
	DZ	464	460	-4
	RA	10	12	2

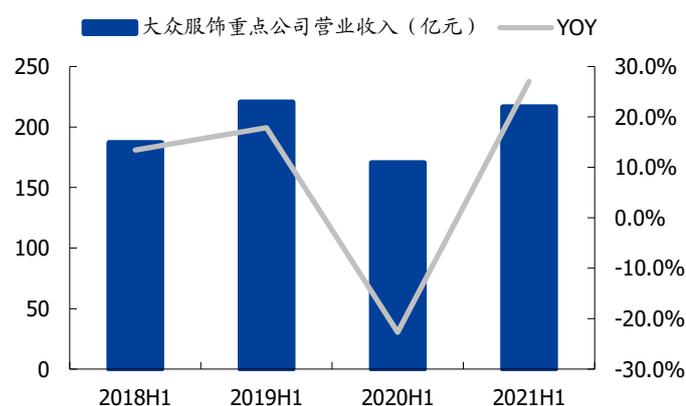
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

产品端: 创新速度加快, 高筑品牌势能。 板块各公司迎合当下消费升级与国潮品牌崛起的趋势, 通过加速产品创新迭代, 塑造与提高品牌力。比音勒芬策略性推出大单品“小领T恤”, 同时持续迭代推出 Outlast (空调纤维) 系列、抗菌系列、国潮系列等高品质产品, 地素时尚的 DA 品牌围绕秋冬新款“敦煌”系列举办走秀、提升品牌影响力, 同时通过线上线下渠道的双重营销, 打开年轻一代的布局。

大众服饰: 渠道结构优化, 终端处于快速恢复通道中

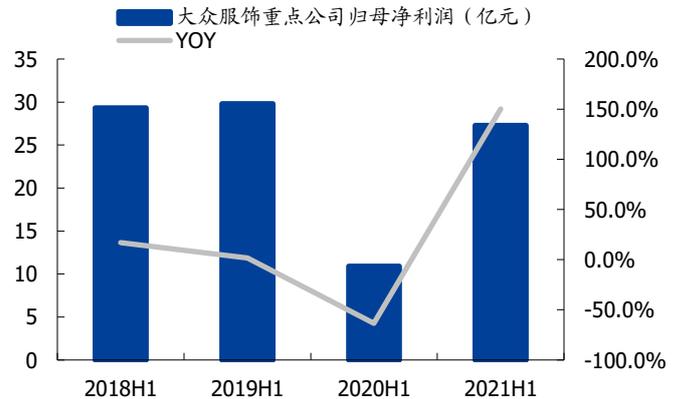
疫情中大众服饰板块受到较大影响, 后续快速恢复。 大众服饰龙头品牌夯实传统渠道, 发力新零售, 并通过多品牌带动新增长曲线。头部品牌通过依赖前期在电商领域积累的经验充分释放潜能、加速恢复。2021 年 H1 大众服饰板块重点公司 (包括太平鸟、森马服饰、海澜之家) 收入/业绩同比增速分别为 27.0%/150.2%, 同比 2019 年分别-1.8%/-8.5%, 当前板块收入端已基本恢复至接近疫情前水平。

图表 26: 2018H1-2021H1 大众重点公司营业收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 2018H1-2021H1 大众重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

分季度来看, 逐季节有所改善, Q2 表现更佳。1) 2021Q1 板块公司均实现快速增长, 主要原因系去年同期基数较低, 从表观数据上看, 大众服饰板块收入/业绩同比 2020 年分别实现 44.0%/335.0%增长, 但同比 2019 年依然下滑 3.3%/14.9% 2) 我们判断 2021Q2 经营情况进一步改善, 二季度板块收入/业绩同比 2019 年基本持平。

图表 28: 2018Q1-2021Q2 大众服饰公司收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 2018Q1-2021Q2 大众服饰公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

从重点公司表现看, 大众服饰板块回暖趋势明显, 多数品牌营收水平显著提升。随着 Q3 基数的上行, 增速环比表现上会有所放缓, 但是整体依然呈现恢复增长的趋势。

- **太平鸟: 聚焦青年时尚, 上半年业绩高速增长。**多品牌均衡发展, 新孵化品牌表现优异; 线上发力社交新零售, 公司营运质量明显提升。2021H1 收入/业绩同比 2020 年同期+55.9%/+240.5%, 同比 2019 年也上升明显。全年来看, 太平鸟拓店仍以加盟为主, 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。
- **森马服饰: 调整优化运营思路。**童装品质升级、风格延展, 终端表现稳健。成人休闲装业务精简深化 SKU, 强化产品有效性; 渠道端聚焦社交零售, 门店精细化运营助力业务恢复。我们测算可比口径下(剔除 KIDLIZ 业务因素及会计准则变更因素)收入同比 2020 年增长 30%左右/同比 2019 年中单位数下滑, 恢复情况良好; 我们估算业绩(可比口径下)同比 2020 年增长 85%左右/同比 2019 年下滑 20%左右。我们预计 2021 年全年童装/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。
- **海澜之家: 终端持续恢复, 营运改善。**公司主品牌恢复持续, 副品牌上半年增长迅猛, 潜力巨大。公司夯实传统电商业务, 探索新零售, 推动线上高增长。2021 年上半年公司收入/业绩同比增长 25.1%/74.2%。全年来看, 我们预计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。

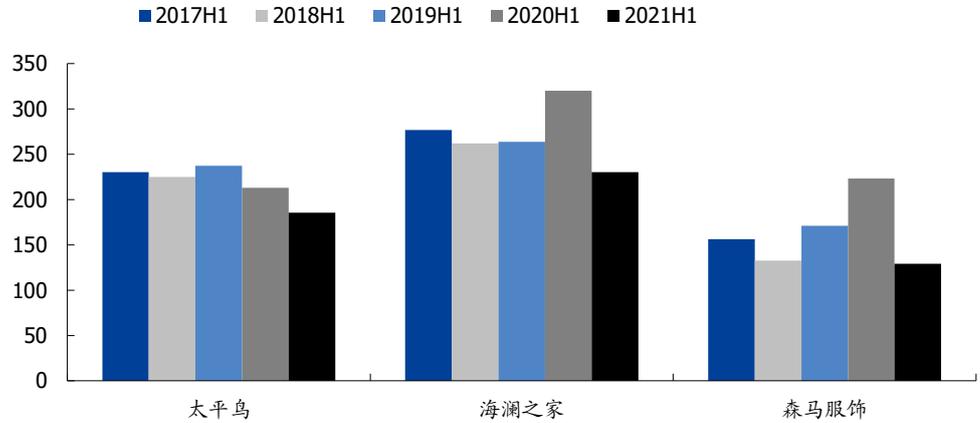
图表 3: 2021H1/Q2 大众服饰重点公司收入增速/归母净利润增速/毛利率/净利率 (%)

公司名称	H1 收入增速		H1 归母净利润增速		H1 毛利率		H1 净利率	
	同比 2020	同比 2019	同比 2020	同比 2019	同比 2020	毛利率	同比 2020	净利率
太平鸟	56%	61%	241%	211%	+2.8pcts	55.3%	+4.4pcts	8.2%
海澜之家	25%	-6%	74%	-22%	+3.5pcts	43.6%	+4.6pcts	16.3%
森马服饰	30%左右	下滑中单位数	85%左右	-20%左右	+0.9pcts	44.2%	+10.1pcts	10.2%

注: 森马服饰采取可比口径(我们剔除 KIDLIZ 业务因素及会计准则变更因素后估算所得)
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在运营层面，我们从渠道和供应链优化方向进行总结分析。上半年多数品牌营运状态恢复，通过数字化捕捉终端反馈+供应链快反等优化存货周转，营运效率提升。太平鸟/森马服饰/海澜之家 2021 年上半年存货周转天数分别为 185/129/230 天，分别同比 2020 年同期-28/-94/-90 天，当前基本恢复至疫情前水平。

图表 30: 大众服饰板块重点公司存货周转天数(天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1、渠道方面：大众服饰品牌线上渠道发力新零售，线下渠道结构优化。

- **线上渠道：新零售表现出彩。**大众服饰品牌在夯实传统电商（如天猫、京东等）渠道的同时，发力新零售，积极布局抖音、小红书等新兴渠道，推进直播、KOL 推广等新方式，培育增长第二曲线。太平鸟抖音平台零售额占电商零售额比例达到 18%，绝对额达到 3 亿元。海澜之家通过达人直播、店铺自播等方式探索新零售，上半年电商销售增长 71.6%。同时许多品牌加强官网、小程序、APP 等平台建设，并通过自有平台增加客户消费粘性。
- **线下渠道：量价层面均有改善。**1) 疫情下渠道结构持续调整出清，关闭低效店铺。上半年各品牌拓展优质新店铺，太平鸟（PB 女装+PB 男装+乐町、MiniPeace）/海澜之家/森马服饰较年初分别净开店 156/65/8 家。2) 与此同时，着力提升原有门店店效，如通过数字化赋能销售，打通全渠道产品、库存、消费者数据，助力店铺运营效率提升。

图表 31: 品牌服饰公司 2021H1 门店情况(家)

公司	品牌	2020 末	2021H1	2021H1 净开店
太平鸟	PB 女装	1706	1795	+89
	PB 男装	1349	1368	+19
	乐町	698	712	+14
	MiniPeace	721	755	+34
海澜之家	海澜之家	5543	5548	+5
	其他品牌	1838	1898	+60
森马服饰	成人装	3091	3128	+37
	童装	5634	5605	-29

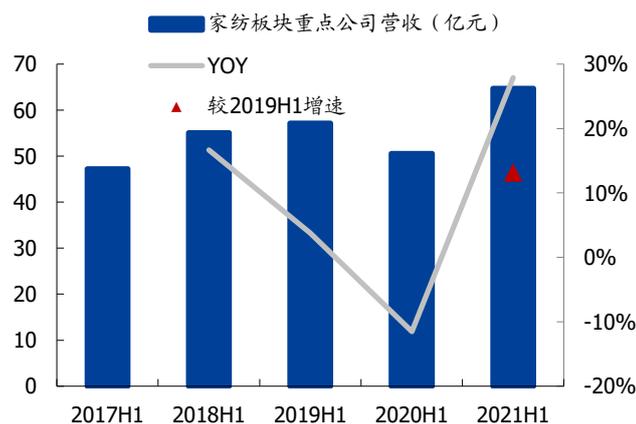
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2、优质公司深化供应链快反，打造高效运营基石。龙头公司采用数字化捕捉终端反馈+供应链快反加持实现精准高效运营，终端快速增长同时推动存货周转优化。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。以太平鸟为例，其在生产端引入人工智能预估货品需求，持续精进柔性生产供应体系，并在营销端通过线上大数据推进精准营销。公司货品存货周转拉升，经营效率提升，2021年H1存货周转天数同比2020年下降28天，同比2019年下降52天。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。

家纺板块：板块公司恢复势头普遍较好

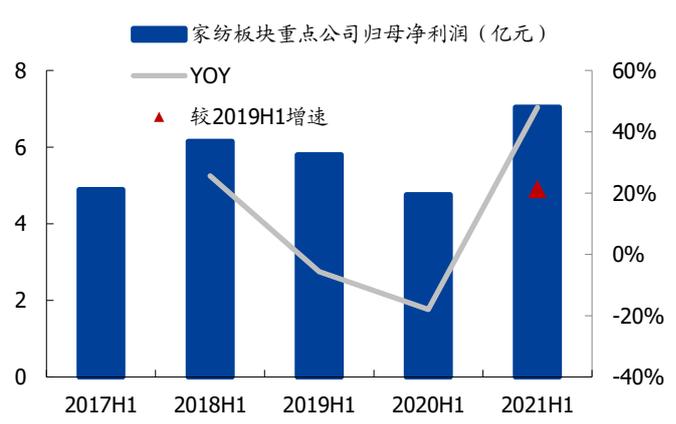
板块财务分析：2021H1 板块整体营收/业绩恢复势头良好。2021H1 家纺板块重点公司（罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺）合计实现营收 64.7 亿元，同比增长 27.9%，较 2019 年同期增长 13.2%；实现归母净利润 7 亿元，同比增长 47.9%，较 2019 年增长 21.3%。分季度来看，由于同期基数问题，家纺板块重点公司 Q2 收入/业绩表现要略弱于 Q1，但从对比 2019 年的数据来看，无论是收入还是业绩 Q2 表现反而较 Q1 更优，因此我们认为家纺板块重点公司的整体效率仍处于提升过程。

图表 32: 2017H1-2021H1 家纺重点公司营收表现 (亿元, %)



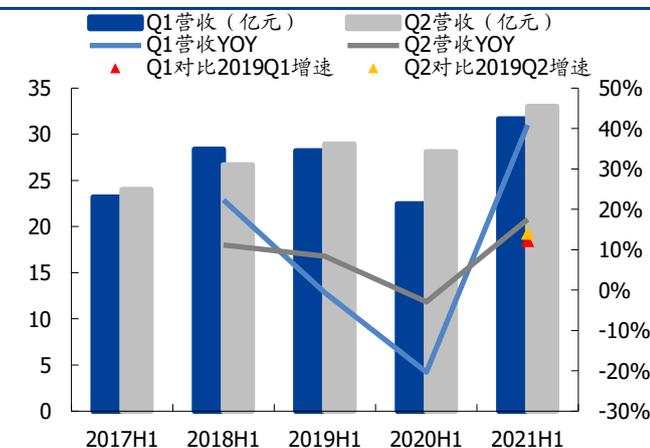
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (重点公司包括罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺)

图表 33: 2017H1-2021H1 家纺重点公司归母净利润表现 (亿元, %)



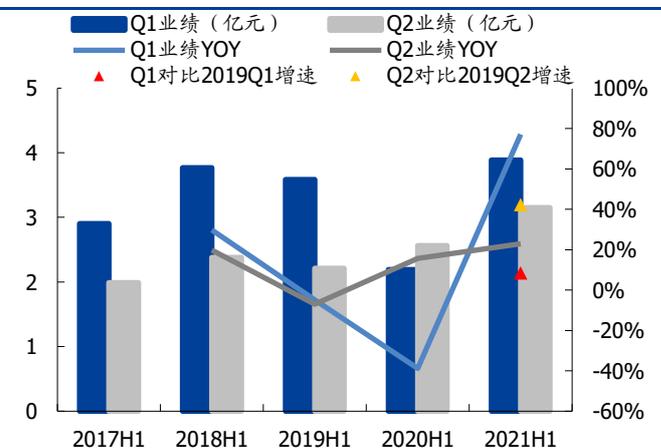
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (重点公司包括罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺)

图表 34: 2017H1-2021H1 家纺重点公司营收分季度 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (重点公司包括罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺)

图表 35: 2017H1-2021H1 家纺重点公司归母净利润分季度 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (重点公司包括罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺)

分公司来看，A股家纺板块重点公司表现普遍较好，罗莱生活/富安娜/水星家纺营收业绩表现对比2019年同期均实现大幅增长，并且盈利质量也有所提升。梦洁股份上半年表现相对较差，营收业绩表现对比2019年均有所下滑，根据公司披露主要系上半年公司品牌转型所致。

图表 36: 家纺板块重点公司营收/归母净利润增速 (%)

公司	营收增速		归母净利润增速	
	同比 2020H1	对比 2019H1	同比 2020H1	对比 2019H1
罗莱生活	32.5%	15.5%	68.8%	36.2%
富安娜	18.9%	18.4%	25.4%	35.5%
梦洁股份	14.7%	-11.6%	3.0%	-43.3%
水星家纺	38.8%	27.0%	72.4%	22.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

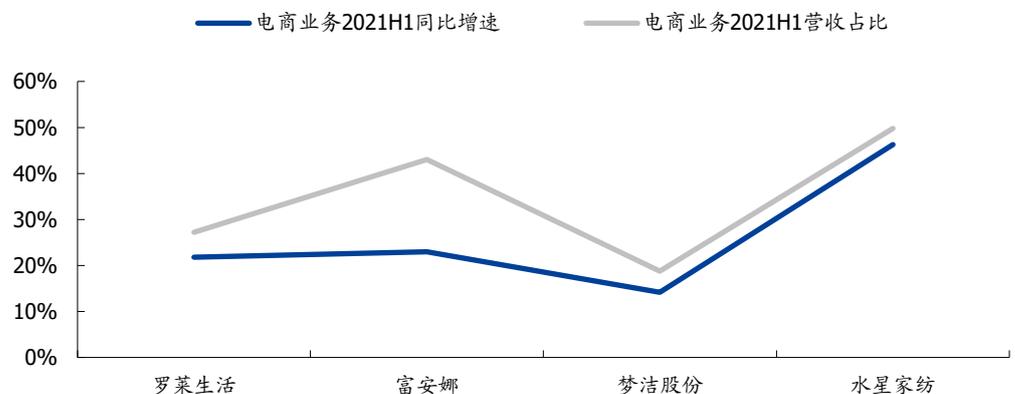
图表 37: 家纺板块重点公司毛利率/净利率表现 (%)

公司	毛利率			净利率		
	2021H1	2020H1	2019H1	2021H1	2020H1	2019H1
罗莱生活	43.9%	44.5%	44.2%	11.2%	8.8%	9.5%
富安娜	56.2%	53.7%	50.3%	16.0%	15.2%	14.0%
梦洁股份	44.8%	41.4%	40.0%	4.6%	5.2%	7.2%
水星家纺	38.4%	35.5%	37.6%	10.1%	8.2%	10.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

针对家纺板块的优秀表现，我们认为其来源于需求端与供给端的共振。从需求端来看：1) 疫情后消费复苏态势明显；2) 疫情加速了家居品类的消费升级趋势，疫情期间消费者大量的时间居家办公，因此对于家居品类的舒适度和质量提出了更高的要求；3) 同时疫情期间原先线下的一部分高端需求也逐渐转移到线上，为品牌公司电商渠道产品升级提供市场机遇。从供给端来看：1) 顺应消费升级，家纺板块公司纷纷对旗下品牌或进行升级、或凸显差异化以提升品牌影响力和美誉度；2) 渠道端进一步深挖电商渠道以拓宽收入增长空间，2021H1，罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺线上收入同比分别增长22%/23%/14%/46%至6.9/5.6/1.9/8.1亿元，占比27%/43%/19%/50%。

图表 38: 罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺电商业务增速及占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **罗莱生活：期内公司围绕主品牌罗莱持续强化高端形象，LOVO 推广“时尚床品”定位。**针对主品牌罗莱高端形象打造，公司从以下方面入手：1) 通过多样化的途径向消费者传递罗莱“行业第一”、“高端”的品牌地位，5月罗莱生活同欧睿国际联合发布《中国高端床上用品市场报告》显示，罗莱以21%的市占率稳居高端床品行业第一；2) 产品端围绕“超柔床品”属性强调产品的差异化价值赋能品牌力提升；3) 线上渠道自2019年同LOVO拆分运营之后，持续提价以巩固品牌调性，根据我们跟踪罗莱品牌线上渠道毛利率持续提升。LOVO品牌作为年轻时尚的互联网品牌，期内公司签约年轻艺人任嘉伦推进品牌年轻化，同时借由社交平台与媒体围绕“时尚床品”定位进行品牌形象推广。

图表 39: 罗莱签约顶流代言人易烊千玺



资料来源：品牌官网，国盛证券研究所

图表 40: 罗莱生活同欧睿国际联合发布《中国高端床上用品市场报告》



资料来源：品牌官网，国盛证券研究所

- **梦洁股份：2021H1 公司全面推进高端品牌战略以顺应消费者对于高端床品的需求。**具体措施包括多渠道的品牌形象推广、产品质量升级、增强消费者服务等。H1 公司实现营收 10.2 亿元，同比增长 14.7%，较 2019H1 下滑 11.6%，实现归母净利润 0.5 亿元，同比增长 3%，较 2019H1 下滑 43.3%，由于短期内的大量投入，使得公司业绩受到影响。

黄金珠宝：黄金饰品业务受益

金价回顾：2021H1 金价呈现“V”字形走势。根据上海黄金交易所黄金现货 Au9999 价格走势显示，随着全球疫情影响逐渐得到控制以及经济数据好转，进入 2021 年后金价继续延续 2020 年下半年的回落态势，然而在 4 月份之后随着全球主要经济体陆续释放延续宽松信号，金价再次回升。

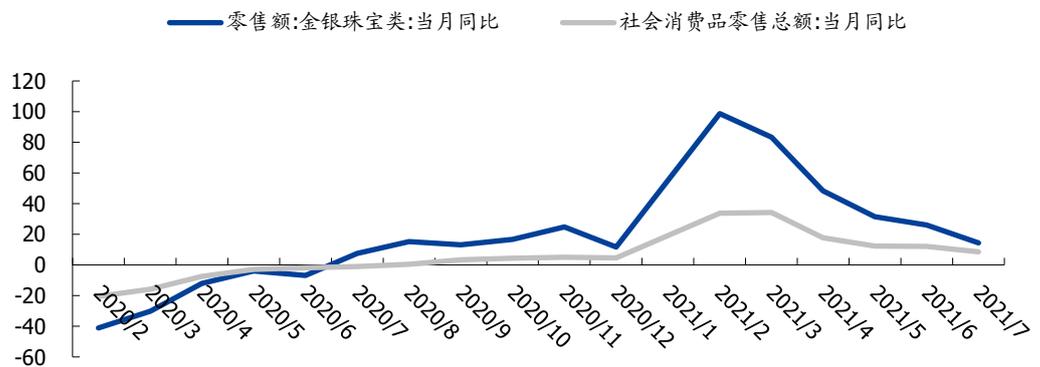
图表 41：2018 年至今 Au9999 价格走势（元/克）



资料来源：上海黄金交易所，Wind，国盛证券研究所

从消费层面来看，上半年整体终端复苏态势向好。根据国家统计局数据显示，上半年金银珠宝类社零整体呈现复苏态势（分月度来看，由于基数影响增速逐月回落），且表现优于社零总体，H1 金银珠宝类零售额为 1526.3 亿元，同比增长 59.9%，显著高于同期社零总额 23% 的增速。我们判断随着国内疫情缓和，消费者原先被推迟和抑制的送礼、婚庆需求逐步得到释放，同时叠加供给层面产品和渠道优化，终端需求复苏。

图表 42：2020 年至今金银珠宝类社零增速走势（%）

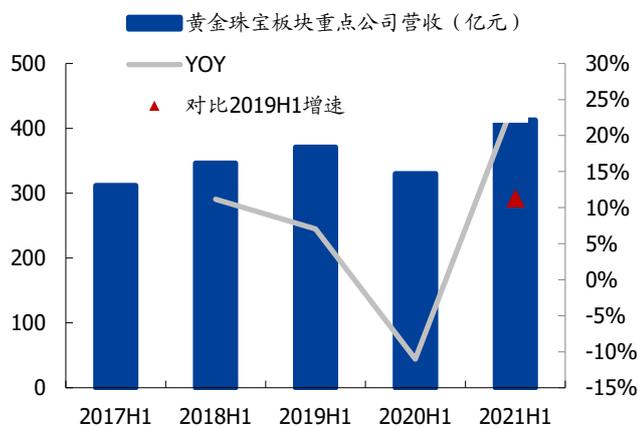


资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所

板块财务分析：2021H1 黄金珠宝板块收入/业绩恢复迅速。H1 黄金珠宝板块重点公司（包括老凤祥、周大生、潮宏基、明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵）实现营收 413 亿元，同比增长 25%，较 2019 年 H1 增长 11%，实现归母净利润 24 亿元，同比增

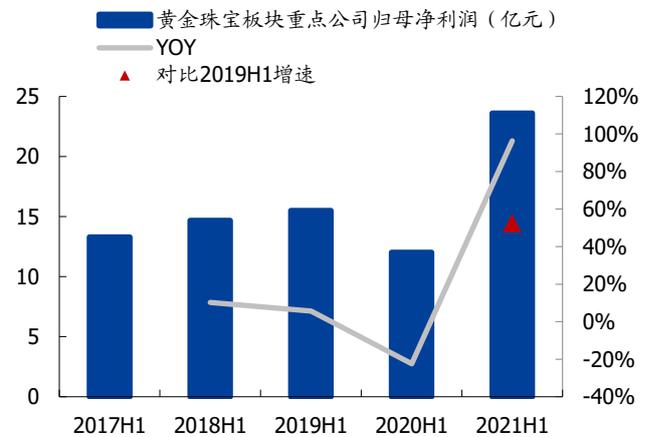
长 96%，较 2019 年 H1 增长 52%。分季度来看，收入增速上 Q1 和 Q2 差别不大，归母净利润（业绩）表现 Q1 较 Q2 更优，其中主要是一些非经常性因素以及个股公司业务层面影响。

图表 43: 2017H1-2021H1 黄金珠宝重点公司营收表现 (亿元, %)



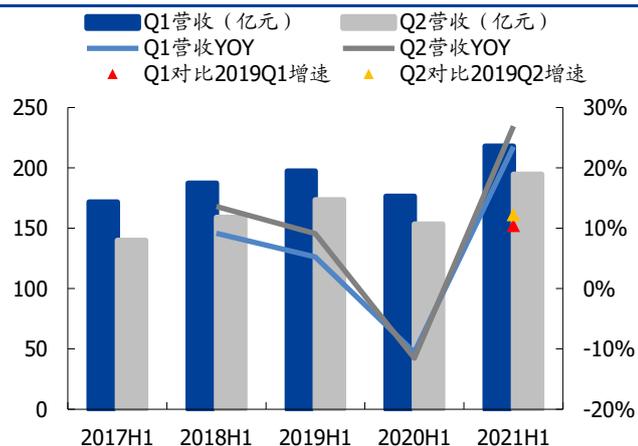
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (重点公司包括老凤祥、周大生、潮宏基、明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵)

图表 44: 2017H1-2021H1 黄金珠宝重点公司归母净利润表现 (亿元, %)



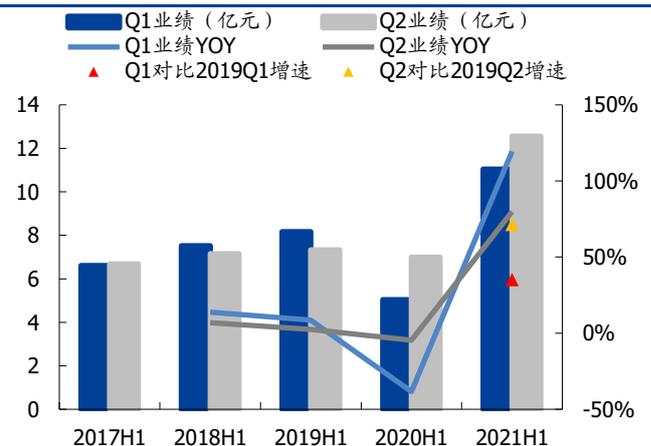
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (重点公司包括老凤祥、周大生、潮宏基、明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵)

图表 45: 2017H1-2021H1 黄金珠宝重点公司分季度营收表现 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (重点公司包括老凤祥、周大生、潮宏基、明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵)

图表 46: 2017H1-2021H1 黄金珠宝重点公司分季度归母净利润表现 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (重点公司包括老凤祥、周大生、潮宏基、明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵)

细分公司来看，目前 A 股黄金珠宝板块业务模式存在较大差别且体量差异也较大，因此收入业绩表现不能同一而论，我们所覆盖的标的公司【老凤祥】和【周大生】表现相对更为稳健。

- **老凤祥:** 公司 2021H1 实现营收 315.9 亿元，同比增长 19.3%，较 2019 年增长 12.4%，毛利率和净利率分别为 7.8%和 3.3%，同比基本持平，归母净利润 10.4 亿元，同比增长 40.6%，较 2019 年增长 41%，扣非后归母净利润 8.1 亿元，同比增长 8.9%，较 2019 年增长 13%，扣非后的较大差异主要系期内子公司“上海三星文教用品实业有限公司”动迁补偿收入增加所致。
- **周大生:** 2021 年 H1 实现营收 27.9 亿元，同比增长 66.7%，较 2019 年增长 16.7%，毛利率下滑 5PCTs 至 40.5%，净利率提升 2PCTs 至 21.9%，归母净利润 6.1 亿元，同比增长 84.5%，较 2019 年增长 28.4%。

图表 47: 黄金珠宝板块重点公司营收/归母净利润增速 (%)

公司	营收增速		归母净利润增速	
	同比 2020H1	对比 2019H1	同比 2020H1	对比 2019H1
老凤祥	19.3%	12.4%	40.6%	41.0%
周大生	66.7%	16.7%	84.5%	28.4%
潮宏基	62.8%	30.1%	1404.4%	46.8%
明牌珠宝	57.4%	-4.5%	2448.7%	397.7%
萃华珠宝	18.2%	23.2%	29.4%	-239.0%
爱迪尔	-4.5%	-49.6%	-34.7%	-87.3%
莱绅通灵	46.5%	6.6%	53.0%	-20.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

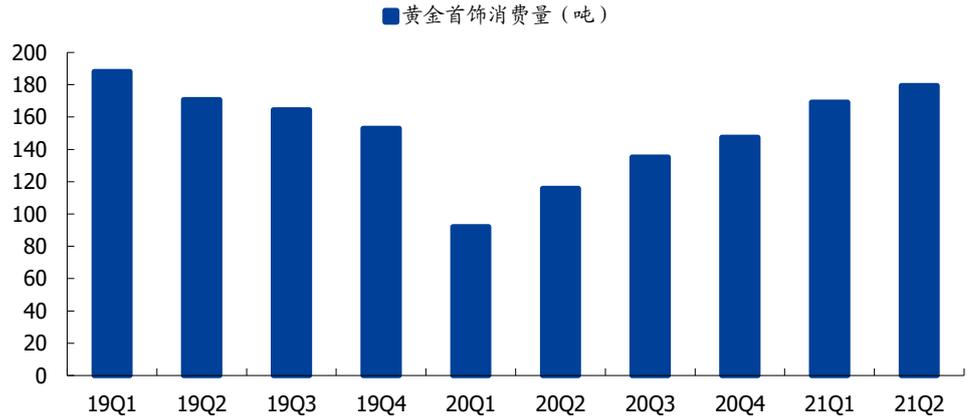
图表 48: 黄金珠宝板块重点公司毛利率/净利率 (%)

公司	毛利率			净利率		
	2021H1	2020H1	2019H1	2021H1	2020H1	2019H1
老凤祥	7.8%	8.4%	8.2%	3.3%	2.8%	2.6%
周大生	40.5%	45.7%	37.7%	21.9%	19.8%	19.9%
潮宏基	34.6%	36.2%	38.2%	8.8%	1.0%	7.8%
明牌珠宝	11.1%	12.0%	11.0%	17.9%	1.1%	3.4%
萃华珠宝	10.2%	14.6%	14.6%	3.1%	2.8%	-2.7%
爱迪尔	21.7%	29.2%	23.2%	0.8%	1.2%	3.3%
莱绅通灵	57.1%	59.5%	57.8%	12.8%	12.2%	17.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

回顾上半年的市场走势,我们认为当下黄金珠宝板块重点公司主要表现出三个明显的趋势: **1) 产品结构优化,黄金饰品占比及销量提升。**疫情后出于对不确定性的担忧消费者黄金投资需求增加,同时供给端产品工艺升级带动黄金首饰产品设计优化,黄金饰品相对于镶嵌首饰市场热度大幅提升,根据中国黄金协会数据显示,上半年黄金首饰消费量同比大幅增长,Q1较2019年同期有小幅差距,Q2已经超过2019年Q2数据。**2) 线下拓店/改店步伐加快。**由于消费升级带动消费者对于黄金珠宝首饰的需求量逐步提升,同时经历过疫情筛选出一部分低效门店,因此上半年伴随着疫情缓和,重点公司的线下门店拓展速度有所加快,疫情期间遗留的低效门店也在继续出清。**3) 线上方面,随着多种销售渠道的兴起,各品牌也纷纷发力线上业务,开辟新的盈利增长空间。**

图表 49: 2019Q1-2021Q2 黄金首饰消费量 (吨)



资料来源: 中国黄金协会, 国盛证券研究所

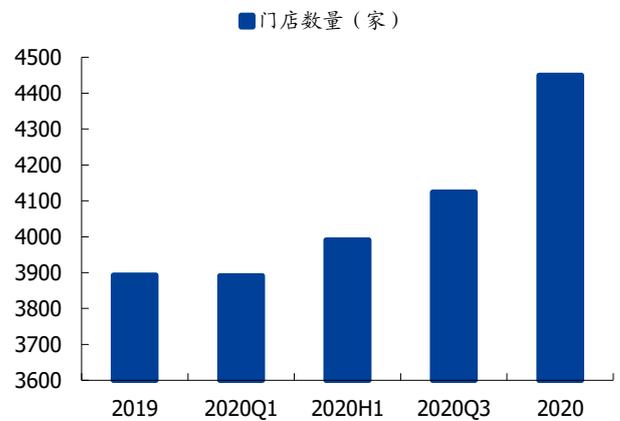
- **老凤祥:** 公司主营黄金业务, 伴随着市场上黄金产品热度的走高, 公司持续受益, 同时在产品端公司也深度参与了“花博会”特许产品的设计与生产, 完善了产品架构, 市场反馈良好。线下拓店方面, 截至 2020 年末公司拥有门店 4450 家, 上半年品牌针对门店优化与拓店同步开展, 我们预计全年品牌新增银楼专卖店 (加盟店)、经销网点 (专柜) 不少于 200 家。由于公司主营黄金首饰, 线上渠道销售难度较大, 因此电商业务一直是公司的弱项, 2020 年以来公司加大推广微信小程序“上海会员商城平台”, 2021 上半年借由该平台通过直播带货方式促进产品销售。

图表 50: 老凤祥上海会员商城平台



资料来源: 微信小程序, 国盛证券研究所

图表 51: 老凤祥门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

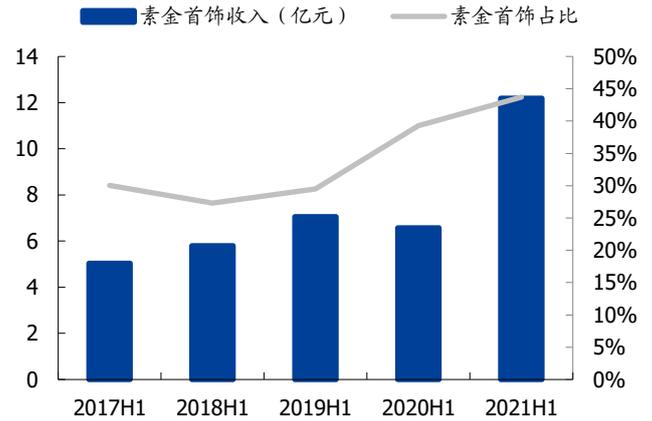
- **周大生:** 公司上半年公司通过优化系列布局以及升级产品工艺, 加速发力黄金饰品打造, 公司目前旗下黄金产品系列包括婚恋表达、时尚装扮、文化创意三个系列, 上半年素金首饰收入增长 86% 至 12.19 亿元, 占公司收入比重提升 4PCTs 至 44%。Q3 以来公司推出省代模式, 之后会通过省代建立的黄金区域展销配货中心, 以及公司为核心加盟商提供的金融支持继续推动黄金产品的布局和销售, 提升周大生品牌在黄金首饰市场的份额占比。线下拓店方面, 截至 2021H1 公司加盟/自营门店数量为 4014/243 家, 较同期+266/-14 家, 较年初+74/-6 家, 公司新引入的省代模式, 除了推广黄金产品外, 也有望帮助公司加快线下渠道门店的拓展。上半年电商业务由于同期高基数以及部分渠道业务调整导致整体增速较慢 (同比增长 12%), 后随着业务调整逐步完成, 增速恢复, 单 Q2 公司线上收入同比增长 48%, 表现仍然亮眼。

图表 52: 周大生黄金产品



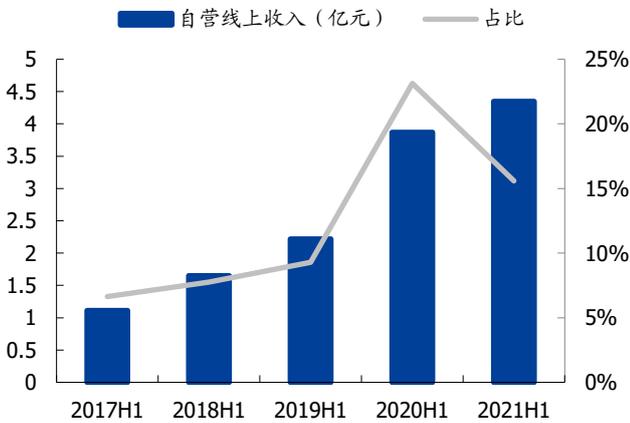
资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 53: 周大生素金首饰收入及占比 (亿元, %)



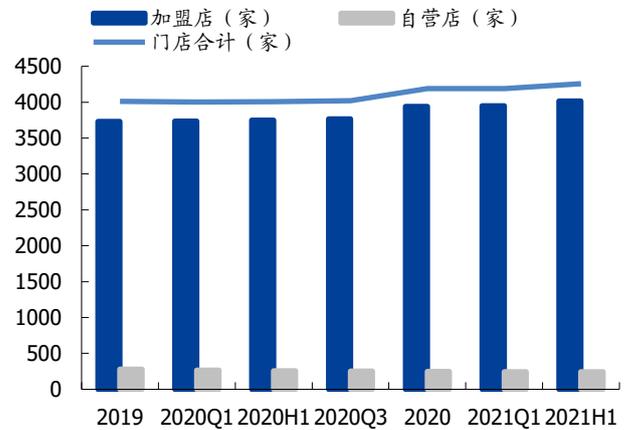
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 周大生自营线上业务收入及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 周大生门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

投资建议

纺服行业上半年疫情后迅速复苏, 同时板块内重点公司在疫情期间趁势进行内功修炼奠定公司长期增长基础, 我们自上而下看好高景气度、竞争格局佳的运动鞋服赛道, 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。**上半年运动鞋服赛道复苏以及增长速度领先行业, 并且随着居民健康意识的提升、国家政策支持, 我们认为长期居民运动参与度有望进一步提升, 本土运动公司凭借长期的研发投入以及精细化的渠道管理和营销策略, 长期持续增长可期, 产业链龙头标的受益于消费需求增长以及核心竞争显著, 强者更强。推荐【安踏体育、李宁、申洲国际、特步国际、滔搏】, 对应 21 年 PE 分别 46/58/39/33/19 倍, 关注【华利集团】, 目前对应 21 年 PE 为 39 倍。
- **推荐运营改善的品牌服饰标的。**疫情期间重点品牌服饰公司在产品、渠道、供应链等多方面进行内功修炼, 2021 年以来厚积薄发表现优异。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 14/23 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 34 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23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19/15倍。

- 推荐黄金饰品产品力持续提升、渠道布局优质、品牌形象优化的【老凤祥】，对应21年PE为13倍。

图表 56: 重点公司估值表

	公司	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	160.40	1.91	2.93	3.77	69.8	45.5	35.4	4336.14	买入
	李宁	99.90	0.68	1.43	1.85	122.0	58.0	44.8	2493.08	买入
	特步国际	13.34	0.20	0.34	0.40	56.8	32.9	27.8	350.69	买入
	滔搏	10.42	0.37	0.45	0.54	23.3	19.4	15.9	646.17	买入
中高端 服饰	波司登	6.50	0.11	0.16	0.20	48.7	34.3	27.5	704.99	买入
	比音勒芬	25.45	0.87	1.10	1.41	29.2	23.2	18.0	139.97	买入
	地素时尚	21.26	1.31	1.53	1.77	16.2	13.9	12.0	102.30	买入
	歌力思	15.33	1.21	0.97	1.11	12.7	15.8	13.8	56.58	买入
大众 服饰	海澜之家	7.46	0.41	0.67	0.76	18.1	11.1	9.9	322.24	增持
	太平鸟	43.00	1.50	2.22	2.74	28.8	19.4	15.7	204.99	买入
	森马服饰	9.02	0.30	0.60	0.71	30.2	15.0	12.7	243.01	买入
个护	稳健医疗	79.42	8.93	3.49	4.68	8.9	22.7	17.0	338.72	买入
制造	申洲国际	172.30	3.40	3.69	4.60	42.1	38.8	31.1	2590.05	买入
	华利集团	86.10	1.61	2.24	2.76	53.5	38.5	31.2	1004.79	买入
	健盛集团	9.46	-1.34	0.61	0.74	-7.0	15.5	12.7	37.17	买入
	开润股份	19.55	0.32	0.93	1.33	60.2	21.0	14.7	46.95	增持
珠宝	老凤祥	47.44	3.03	3.68	3.86	15.6	12.9	12.3	197.25	买入
	周大生	19.15	0.92	1.19	1.42	20.7	16.0	13.5	209.93	增持
家纺	罗莱生活	11.82	0.71	0.87	1.03	16.7	13.6	11.5	97.78	买入

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

注: A股收盘价截至2021年9月3日, H股收盘价截至2021年9月3日。

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

注: 在本篇报告中, 我们在行业每个子板块中选取具备代表性的重点公司, 以此管中窥豹、探究板块整体运营情况。其中: 1) 运动鞋服品牌板块重点公司包括安踏体育、李宁、特步国际、361度; 2) 制造板块重点公司包括申洲国际、裕元国际、健盛集团、开润股份, 由于数据披露局限未包括华利集团; 3) 中高端服饰板块重点公司包括比音勒芬、地素时尚、歌力思、九牧王、七匹狼、朗姿股份、安正时尚; 4) 大众服饰板块重点公司包括太平鸟、森马服饰、海澜之家。5) 家纺板块重点公司包括罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺。6) 黄金珠宝板块重点公司包括老凤祥、周大生、潮宏基、明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵。

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。

汇率波动影响。部分服饰制造公司及品牌公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对于公司财务表现造成影响。

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

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

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

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