2021 年 09 月 05 日

Q2 加速复苏，服装利润率大幅改善
——纺织服装 2021 中报总结

纺织服装

板块整体：Q2 环比加速，服装 Q2 利润率大幅改善

纺织板块 Q1、服装板块 Q2 恢复至 19 年水平。2021H 纺织服装板块收入同比增长 19.60%、较 19H1 增长 10%，归母净利同比增长 77.08%、较 19H1 增长 22.67%；其中，纺织和服装的收入分别同比增长 26.30%/15.13%、较 19H 分别增长 25%/1.3%。

21Q2 单季板块收入/归母净利同比增长 12.86%/20.92%、较 19Q2 增长 15%/46%、环比 Q1 加速（21Q1 较 19Q1 下降 2%/9%）；从子板块来看，家纺（15%）、辅料（20%）、其他纺织（15%）收入环比加速；男装（0.42%）、棉纺（9%）、丝绸（7%）收入增速转正；鞋帽（-8%），休闲服装（-19%），女装（-20%），毛纺（-46%）仍然低迷、但降幅环比收窄。

▸ 子行业概述：关注高端休闲、运动、户外产业链

（1）**跨境电商行业：**亚马逊关店潮下，板块 Q2 收入开始下滑，海运集装箱成本上涨影响利润；（2）**电商代运营行业：**收入增速放缓，丽人丽妆净利超预期；（3）**运动行业：**本土品牌好于国际品牌，21Q2 迎来景气高点；（4）**户外用品行业：**露营带动装备好于鞋服，牧高笛超预期；（5）**高端女装行业：**Q2 收入增速放缓，锦泓旗下维格娜丝较 19 增速最高；（6）**家纺行业：**受益电商带动 Q2 环比并未放缓，水星增速最高；（7）**休闲行业：**高端表现好于低端，太平鸟、比音维持高增；（8）**男装行业：**仍未恢复疫情前水平，报喜鸟 Q2 加速；（9）**内衣行业：**板块尚未恢复疫情前水平，汇洁股份超预期；（10）**鞋类行业：**仍未恢复疫情前水平，奥康国际环比加速；（11）**体育户外代工产业链相关行业：**受益于下游景气度+疫情抢份额；（12）**其他纺织公司：**受益大宗商品上涨+海外订单回流，棉纺、羊毛、锦纶产业链表现靓丽。

▸ 投资建议

展望 Q3，纺织板块处于淡季、服装板块可能也由于 7、8 月的疫情、台风、洪水等影响线下增速回落，但我们仍维持整个板块的持续推荐、行情并未结束，目前品牌服装正在召开明年春夏的订货会，增长势头仍然延续。目前时点，我们推荐三条主线：（1）Q3 业绩确定性高：推荐报喜鸟、百隆东方，受益标的：牧高笛、新澳股份；（2）Q4 有望迎来拐点、展望明年估值处于底部品种：推荐健盛集团、开润股份，受益标的锦泓集团、鲁泰 A；（3）高景气度、看估值切换品种：推荐太平鸟、比音勒芬、华利集团、欣贺股份。

风险提示：终端销售低迷；疫情发展的不确定性；原材料波动风险；库存高企；系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图

分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090002
联系电话：010-5977 5330

正文目录

1. 板块整体：纺织增速高于服装，服装 Q2 利润率大幅改善 5
1.1. 板块业绩趋势：Q2 环比加速、板块整体恢复至疫情前水平 5
1.2. 板块盈利情况：SW 服装板块 Q2 利润率大幅改善 6
1.3. 板块库存情况：行业存货较年初略增、仍处低位 7
2. 品牌服装细分行业情况：关注运动、户外板块 7
2.1. 跨境电商行业：Q2 收入开始下滑，海运集装箱成本上涨影响利润 8
2.2. 电商代运营行业：收入增速放缓，丽人丽妆净利超预期 10
2.3. 运动行业：本土品牌好于国际品牌，21Q2 迎来景气高点 12
2.4. 户外用品行业：露营带动装备好于鞋服，牧高笛超预期 15
2.5. 高端女装行业：Q2 收入增速放缓，锦泓旗下维格娜丝较 19 增速最高 18
2.6. 家纺行业：受益电商带动 Q2 环比并未放缓，水星增速最高 21
2.7. 休闲行业：高端表现好于低端，太平鸟、比音维持高增 25
2.8. 男装行业：仍未恢复疫情前水平，报喜鸟 Q2 加速 29
2.9. 内衣行业：板块仍未恢复疫情前水平，汇洁股份超预期 32
2.10. 鞋类行业：仍未恢复疫情前水平，奥康国际环比加速 34
3. 纺织行业：纱线受益于棉价超预期上涨，运动户外代工产业链景气度高 37
3.1. 运动户外代工产业链相关行业：受益于下游景气度+疫情抢份额 37
3.2. 受益大宗商品上涨+海外订单回流，棉纺、羊毛、锦纶等产业链表现靓丽 40
4. 投资建议 43
5. 风险提示 44

图表目录

图 1 纺织服装行业分季度收入增速 5
图 2 纺织服装行业分季度归母净利增速 5
图 3 2021H1 及 2021Q2 纺织服装子行业收入增速（%） 6
图 4 2021H1 及 2021Q2 纺织服装子行业归母净利增速（%） 6
图 5 纺织服装板块毛利率、营业利润率和净利率（%） 7
图 6 纺织服装分季度毛利率、营业利润率和净利率（%） 7
图 7 SW 服装家纺存货（亿元） 7
图 8 服装板块存货和应收账款周转天数（天） 7
图 9 跨境电商出口收入及增速（亿元） 8
图 10 跨境电商出口归母净利及增速（亿元） 8
图 11 跨境电商盈利情况 8
图 12 跨境电商存货周转天数及应收账款周转天数 8
图 13 跨境电商行业经营现金流净额及净利润（亿元） 10
图 14 电商代运营行业收入及净利增速 10
图 15 电商代运营分季度收入、归母净利增速 10
图 16 电商代运营行业盈利情况 11
图 17 电商代运营行业存货周转天数及应收账款周转天数 11
图 18 电商代运营经营现金流净额及净利润（亿元） 12
图 19 运动行业收入及净利增速 12
图 20 运动行业分季度收入、归母净利增速 12
图 21 运动行业盈利情况 13
图 22 运动行业存货周转天数及应收账款周转天数 13
图 23 运动行业经营现金流净额及净利润（亿元） 15
图 24 户外健身行业收入及净利增速 16

图 25 户外健身行业分季度收入、归母净利增速 16
图 26 户外健身行业盈利情况 16
图 27 户外健身行业存货周转天数及应收账款周转天数 16
图 28 户外健身行业经营现金流净额及净利润（亿元） 18
图 29 高端女装行业收入、归母净利增速 18
图 30 高端女装行业分季度收入、归母净利增速 18
图 31 高端女装行业盈利情况 19
图 32 高端女装行业存货周转天数及应收账款周转天数 19
图 33 高端女装行业经营现金流净额及净利润（亿元） 21
图 34 家纺行业收入、归母净利同比增速 22
图 35 家纺行业分季度收入、归母净利增速 22
图 36 家纺行业盈利情况 22
图 37 家纺行业存货周转天数及应收账款周转天数 22
图 38 房屋竣工面积及增速（万平方米） 23
图 39 房屋新开工面积及增速（万平方米） 23
图 40 家纺行业经营现金流净额及净利润（亿元） 25
图 41 休闲行业收入和净利润情况 26
图 42 休闲行业分季度收入、净利增速 26
图 43 休闲行业收入和净利润情况 26
图 44 休闲行业分季度收入、净利增速 26
图 45 休闲行业收入和净利润情况 28
图 46 休闲行业分季度收入、净利增速 28
图 47 休闲行业盈利情况 28
图 48 休闲行业存货周转天数及应收账款周转天数 28
图 49 休闲行业净利润与经营现金流净额（亿） 29
图 50 男装行业收入、归母净利增速 29
图 51 男装行业分季度收入、归母净利增速 29
图 52 男装行业盈利情况 30
图 53 男装行业存货周转天数及应收账款周转天数 30
图 54 男装行业经营现金流净额及净利润（亿元） 32
图 55 内衣行业收入和归母净利情况 32
图 56 内衣行业分季度收入、净利增速 32
图 57 内衣行业盈利情况 33
图 58 内衣行业存货周转天数及应收账款周转天数 33
图 59 内衣行业经营现金流净额及净利润（亿元） 34
图 60 鞋类行业收入、归母净利增速 35
图 61 鞋类行业分季度收入、归母净利增速 35
图 62 鞋类行业盈利情况 35
图 63 鞋类行业存货周转天数及应收账款周转天数 35
图 64 鞋类行业经营现金流净额及净利润（亿元） 37
图 65 体育户外代工产业链收入、归母净利润增速 37
图 66 体育户外代工产业链分季度收入、归母净利增速 37
图 67 体育户外代工产业链盈利情况 38
图 68 体育户外代工产业周转天数及应收账款周转天数 38
图 69 体育户外代工产业净利润与经营现金流净额（亿） 40
图 70 其他纺织公司收入、归母净利润增速 40
图 71 其他纺织公司分季度收入、归母净利增速 40
图 72 其他纺织公司盈利情况 41
图 73 其他纺织公司存货周转天数及应收账款周转天数 41
图 74 其他纺织公司净利润与经营现金流净额（亿） 43

表 1 跨境电商公司 2021 中报情况 9

表 2 跨境电商公司 2021Q2 情况 9
表 3 国内电商公司 2021 中报情况 11
表 4 国内电商公司 2021Q2 情况 11
表 5 运动公司 2021 中报情况 13
表 6 运动公司季度数据 14
表 7 户外健身行业公司 2021 中报情况 16
表 8 户外健身行业公司 2021Q2 情况 17
表 9 高端女装公司 2021 中报情况 19
表 10 高端女装公司 2021 年二季度情况 20
表 112021H 高端女装公司分渠道情况 20
表 12 家纺公司 2021H 电商平台扣点比较 23
表 13 家纺公司 2021 中报情况 24
表 142021H 家纺公司分渠道情况 24
表 15 家纺公司 2021 年二季报情况 25
表 16 休闲公司 2021 中报情况 27
表 17 休闲公司 2021Q2 情况 27
表 18 男装公司 2021 中报情况 30
表 19 男装公司 2021 年二季报情况 31
表 202021H 内衣公司分渠道情况 33
表 21 内衣公司 2021 半年报情况 33
表 22 内衣公司 2021 年二季度情况 34
表 232021H 鞋类公司分渠道情况 35
表 24 鞋类公司 2021H1 情况 36
表 25 鞋类公司 2021 年第二季度情况 36
表 26 体育户外代工产业链 2021H1 情况 38
表 27 体育户外代工产业链相关公司 2021 年第二季度情况 39
表 28 其他纺织公司 2021H1 情况 41
表 29 其他纺织公司 2021 年第二季度情况 42
表 30 重点跟踪公司 43

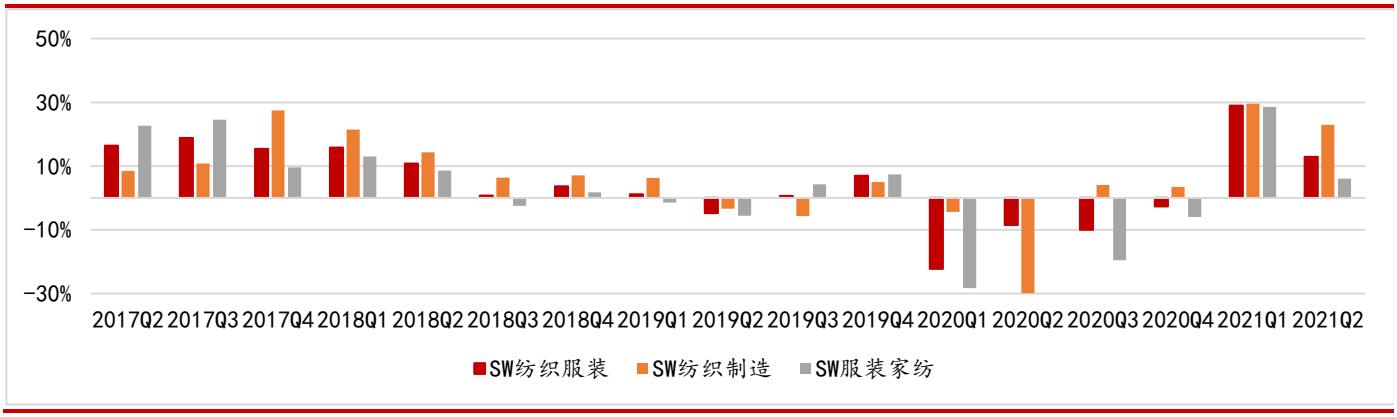
1. 板块整体：纺织增速高于服装，服装 Q2 利润率大幅改善

1.1. 板块业绩趋势：Q2 环比加速、板块整体恢复至疫情前水平

2021H 纺织服装板块收入同比增长 19.60%、较 19H1 增长 10%，归母净利同比增长 77.08%、较 19H1 增长 22.67%；其中，纺织和服装的收入分别同比增长 26.30%/15.13%、较 19H 分别增长 25%/1.3%，归母净利分别同比增长 29.64%/141.73%、较 19H 增长 39.61%/12.69%。21Q2 单季纺织服装板块收入/归母净利同比增长 12.86%/20.92%、较 19Q2 增长 15%/46%、环比 Q1 加速（21Q1 较 19Q1 下降 2%/9%）；其中纺织/服装收入较 19Q2 增长 28.54%/6.59%（21Q1 较 19Q1 增长 18%/-14%），纺织板块 Q1 已恢复至 19 年、服装板块 Q2 恢复至 19 年水平；归母净利同比增长 3.93%/45.47%、较 19Q2 增长 52.89%/39.78%。

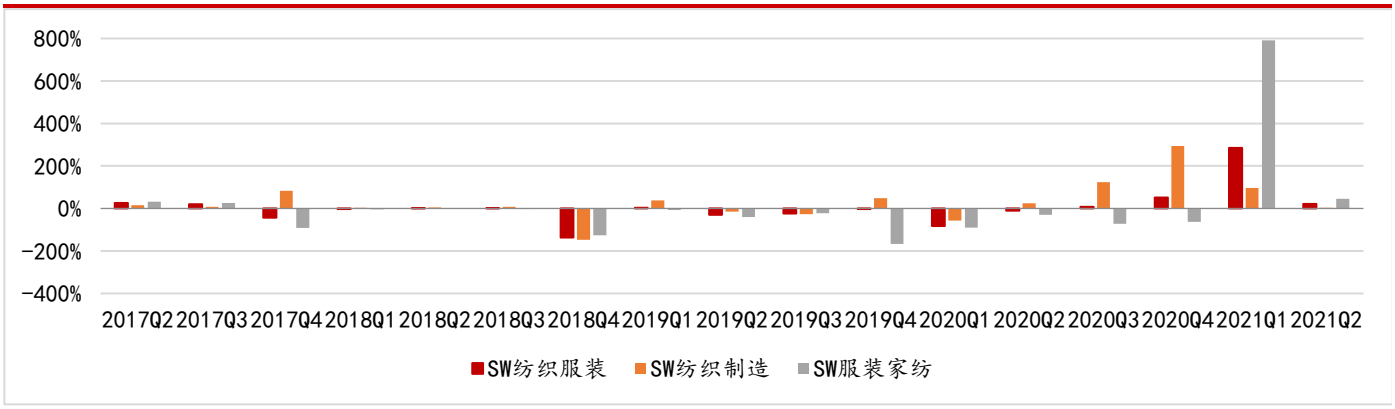
从子板块来看，家纺（15%）、辅料（20%）、其他纺织（15%）收入环比加速；男装（0.42%）、棉纺（9%）、丝绸（7%）收入增速转正；鞋帽（-8%），休闲服装（-19%），女装（-20%），毛纺（-46%）仍然低迷、但降幅环比收窄。

图 1 纺织服装行业分季度收入增速



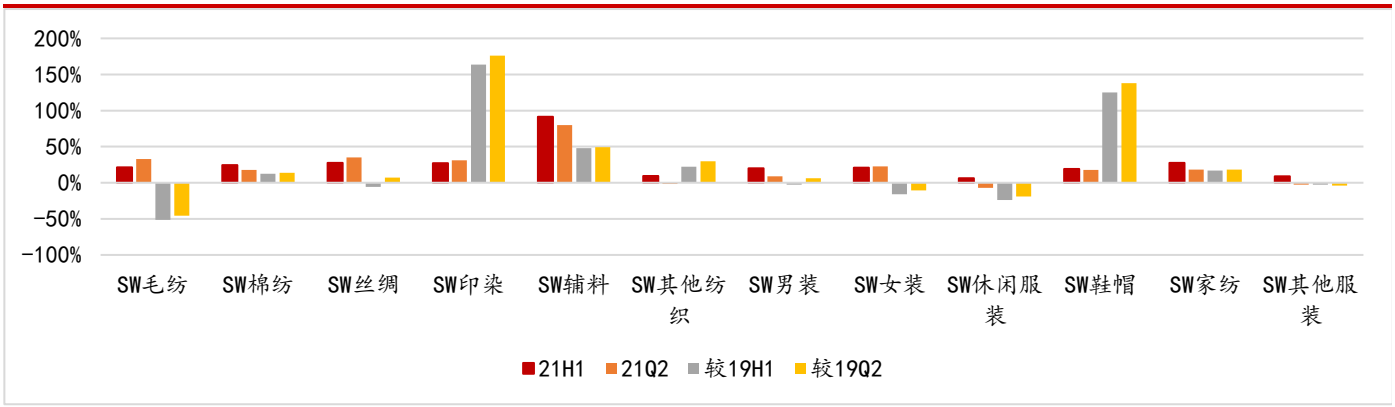
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 纺织服装行业分季度归母净利增速



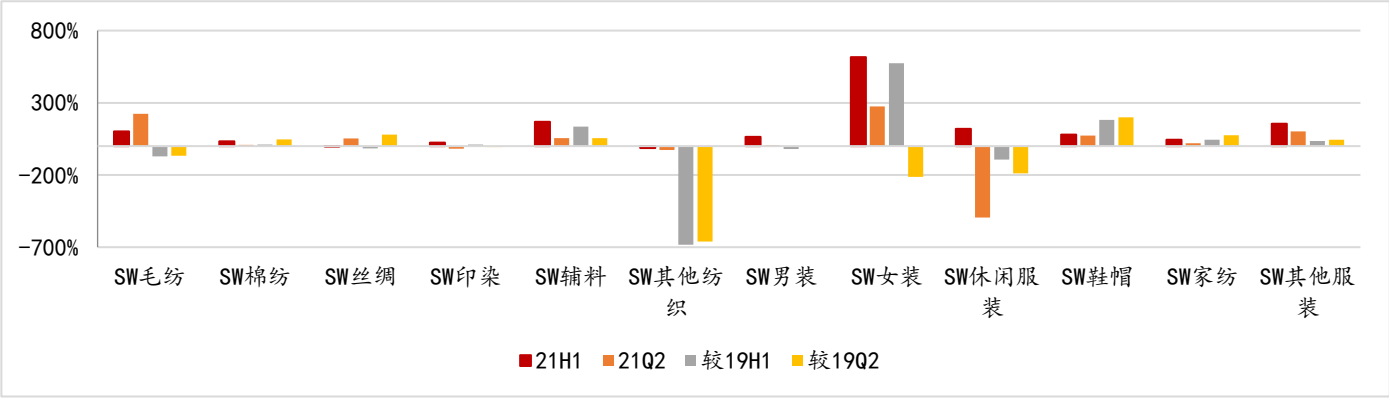
资料来源：Wind，华西证券研究所（2019Q4SW 服装家纺休闲服装三夫户外存在异常值，已去除计算）

图 3 2021H1 及 2021Q2 纺织服装子行业收入增速（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 2021H1 及 2021Q2 纺织服装子行业归母净利增速（%）



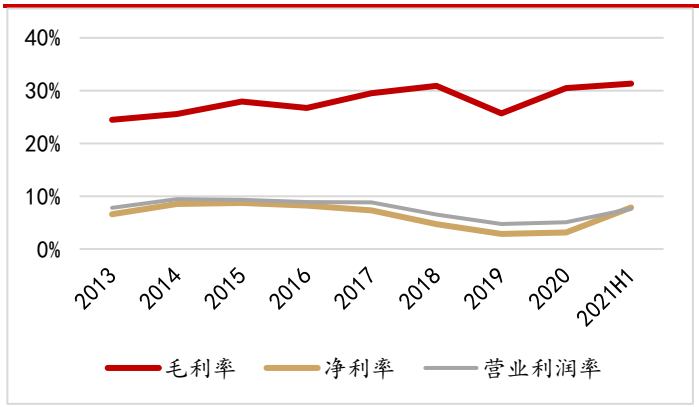
资料来源：Wind，华西证券研究所（SW 女装朗姿股份、锦泓集团、日播时尚；SW 鞋帽奥康国际存在异常值，去除计算）

1.2. 板块盈利情况：SW 服装板块 Q2 利润率大幅改善

净利率恢复疫情前水平，服装净利率改善好于纺织板块。2021H1 纺织服装毛利率、营业利润率和净利率分别为 31.33%/7.61%/7.87%，同比提高 7.26/3.28/4.70PCT、较 19H1 变动-0.67/-1.74/0.57PCT。其中，纺织板块的毛利率、营业利润率和净利率分别为 18.26%/8.05%/7.90%，分别同比-0.90/-0.26/1.22PCT、同比 19H1 增长-2.57/-1.64/0.20PCT；服装板块的毛利率、营业利润率和净利率分别为 40.91%/7.27%/7.84%、同比提高 15.09/4.34/5.91PCT、较 19H1 提高 2.28/-1.87/0.77PCT。

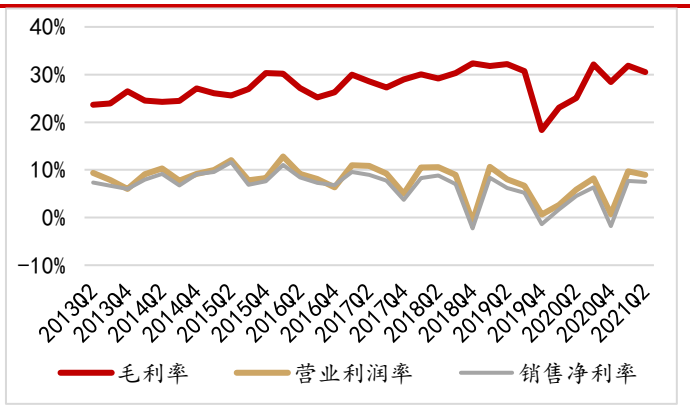
Q2 服装板块利润率大幅，我们分析主要得益于缺货背景下折扣率改善。2021Q2 纺织服装毛利率、营业利润率和净利率分别为 30.49%/8.93%/7.45%，分别同比提升 5.47/2.98/2.85PCT，较 19Q2 提高-1.72/0.94/1.23PCT。其中，纺织板块的毛利率、营业利润率和净利率分别为 18.24%/9.81%/8.60%，分别同比下降 5.92/3.41/2.43PCT，较 19Q2 变动-4.93/-0.57/0.44PCT，主要由于毛纺、印染毛利率下降；服装板块的毛利率、营业利润率和净利润率分别为 40.12%/8.24%/6.54%，同比分别提升 14.85/4.31/3.94PCT，较 19Q2 提升 2.02/1.80/1.59PCT。

图 5 纺织服装板块毛利率、营业利润率和净利率（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 纺织服装分季度毛利率、营业利润率和净利率（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

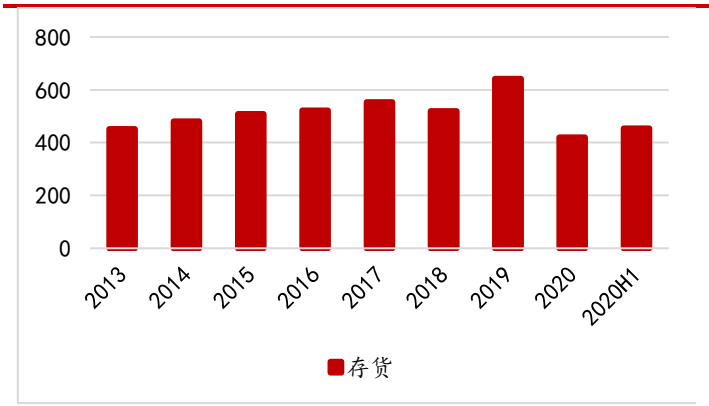
1.3. 板块库存情况：行业存货较年初略增、仍处低位

从服装行业存货绝对值看，2021H1 服装家纺存货合计 453.82 亿元、同比下降 5.68%、较年初增加 7.98%；从存货金额、周转天数均处于低位。

2021H1 服装板块存货周转天数为 163 天、较 2019 年上升 26 天。从服装细分行业看，鞋帽表现最好，女装表现最差，男装、女装、休闲服装、鞋帽、家纺、其他服装的存货周转天数分别为 197/291/147/113/181/145 天、同比变动-63/-73/-65/-125/126/-21 天，同比 19H1 变动-12/24/-9/-94/-25/8。

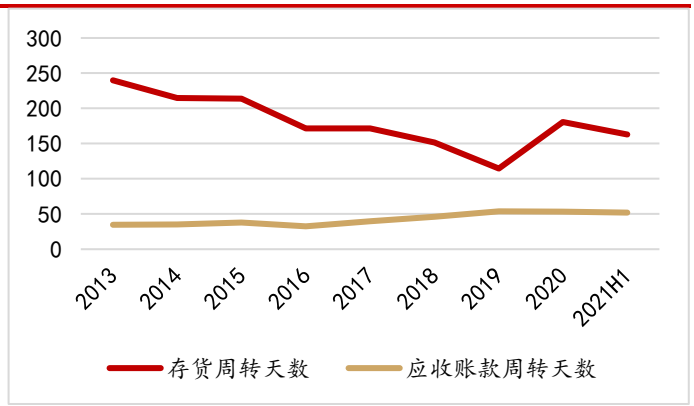
2021H1 纺织服装板块应收账款周转天数为 47 天、同比下降 33 天，同比 19H1 下降 11 天；其中服装板块应收账款周转天数为 39 天，同比下降了 9 天，同比 19H1 下降了 30 天。细分行业中，男装、女装、休闲服装、鞋帽、家纺、其他服装的应收账款周转天数分别为 33/35/66/81/36/54 天。

图 7 SW 服装家纺存货（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 服装板块存货和应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，华西证券研究所

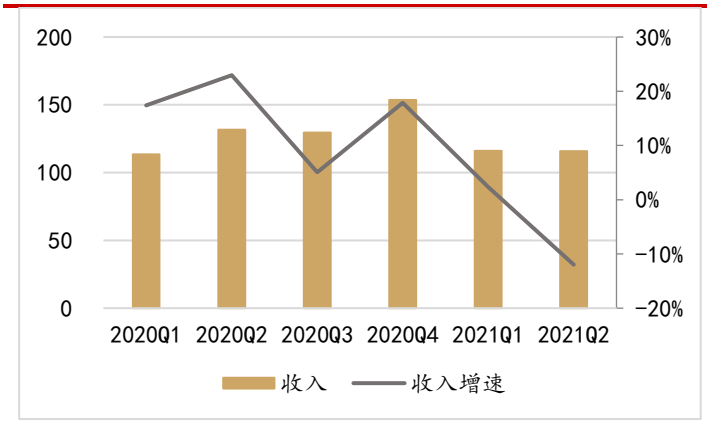
2. 品牌服装细分行业情况：关注运动、户外板块

2.1.跨境电商行业：Q2 收入开始下滑，海运集装箱成本上涨影响利润

21Q2 跨境电商行业收入、归母净利增速分别为-11.98%、-90.17%，较 2019Q2 增长 8%/-89%、环比 21Q1 放缓（21Q1 较 19Q1 增长 10%/-35%）。跨境电商行业 2020 年受益海外疫情增长迅速，20Q2 为全年景气最高点、随后放缓，21 年初亚马逊关店潮使得行业收入进一步放缓、Q2 开始下滑，且 20Q4 至今海运集装箱成本大幅上涨影响行业利润。2021H 跨境电商行业收入、归母净利增速分别为 3.73%/-47.49%，较 19H 下降 16.50%/9.52%；毛利率和净利率分别为 35.77%/2.29%，同比下降 6.54/2.28PCT，较 2019H 下降 3.98/2.51PCT。

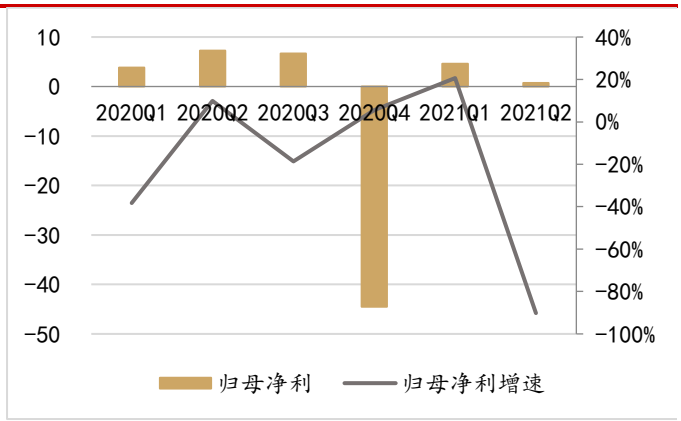
Q2 板块毛利率/净利率分别为 36.17%/0.78%，同比下降 10.79/4.88PCT，较 19Q2 下降 1.83/5.37PCT。

图 9 跨境电商出口收入及增速（亿元）



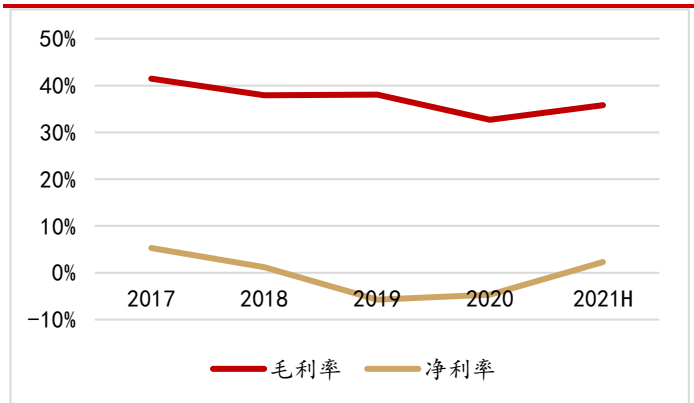
资料来源：wind，华西证券研究所

图 10 跨境电商出口归母净利及增速（亿元）



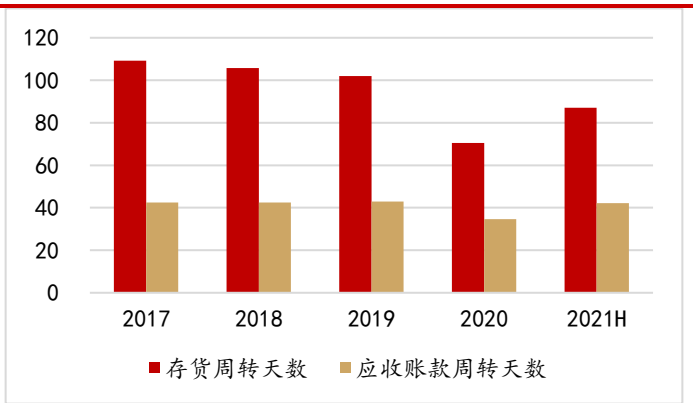
资料来源：wind，华西证券研究所

图 11 跨境电商盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 跨境电商存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司看，安克创新收入增速最高，2021H 收入/净利同比增长 52%/48%，21Q2 收入/归母净利同比增长 48%/48%，收入增速环比略有放缓。浔兴股份收入同比增长 30%，主要来自拉链业务贡献，跨境电商业务收入同比下降 16%。星徽股份收入同比增长 18%，也主要来自主业贡献，泽宝的跨境电商业务收入 19.25 亿元、同比仅增长 8.4%。吉宏股份 Q2 收入大幅放缓，归母净利大幅下降，包装/跨境电商收入分

别增长 56%/27%，主业盈利能力下降主要由于原材料价格上涨，跨境电商净利下滑主要由于 2021H 防疫物资贡献利润减少近 2000 万元。

表 1 跨境电商公司 2021 中报情况

	收入增速(%)	较19H1收入增速(%)	归母净利增速(%)	较19H1归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利
ST 华鼎	6.90	37.95	149.54	34.74	19.07	3.23	28.27	3.34	62.96	38.70	0.18
天泽信息	-50	4.58	-1285	-1558	54.81	10.94	53.34	-79.61	342.92	128.03	0.06
华凯创意	47.8	-53.54	-72.83	-499	4.16	39.32	24.89	-28.73	56.91	500.28	-0.15
吉宏股份	30	78.61	-29.66	22.63	26.82	3.78	39.84	7.15	38.18	34.07	1.08
浔兴股份	30	9.67	98.97	61.79	15.00	10.78	37.47	7.79	85.52	67.90	-0.31
安克创新	52	89.57	47.63	59.84	27.03	9.59	44.88	7.99	119.60	31.91	-0.27
星徽股份	18	77.40	-17.33	88.44	22.56	5.02	35.38	4.33	117.11	44.15	2.10
*ST 跨境	-38	-37.58	106.80	21.96	22.65	3.16	28.75	9.93	58.33	29.96	-1.26

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 跨境电商公司 2021Q2 情况

	收入增速(%)	收入较19Q2增速(%)	归母净利增速(%)	归母净利较19Q2增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	经营净现金流/净利
ST 华鼎	-5.72	38.16	101.36	154.55	19.99	2.12	27.44	3.05	1.30
天泽信息	-48.74	-60.35	-1587.89	-1402.82	66.49	18.73	50.70	-240.76	0
华凯创意	24.81	-67.91	-399.67	-246.15	3.97	49.16	25.95	-43.46	0.37
吉宏股份	3.59	81.54	-51.50	18.63	26.85	3.78	39.78	6.59	1.22
浔兴股份	31.72	11.89	22.96	9.80	13.49	6.24	37.51	9.58	0.12
安克创新	47.84	103.12	48.00	-11.27	26.43	3.77	44.71	7.32	0.4
星徽股份	-8.09	61.38	-42.03	94.29	20.45	3.84	38.60	6.13	0.30
*ST 跨境	-45.82	-41.44	266.56	116.46	25.37	3.30	30.23	20.58	-1.35

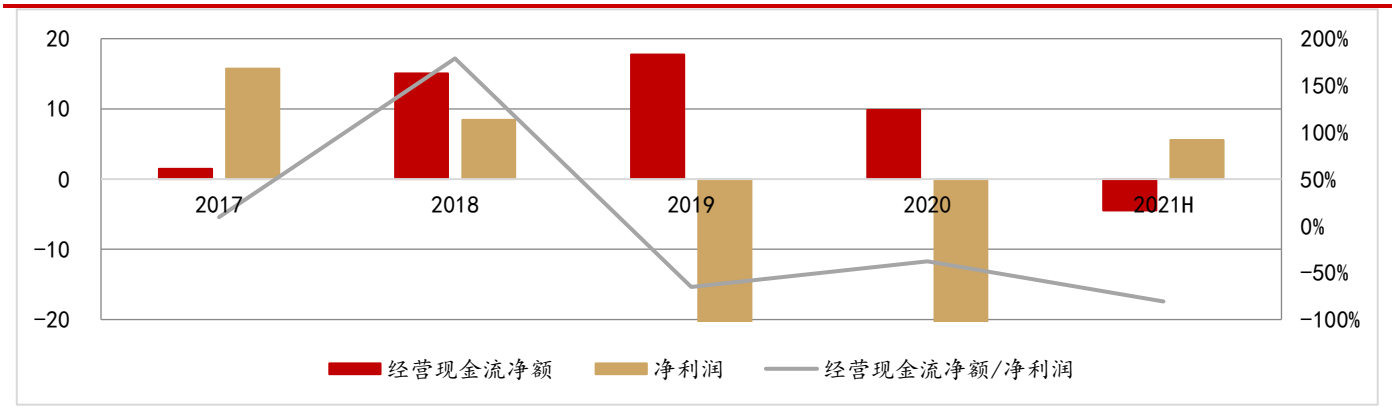
资料来源：Wind，华西证券

从营运能力看，2021H 末跨境电商板块上市公司存货为 73.20 亿元、同比下降 1.27%、较年初上升 1.70%；存货周转天数为 87 天、同比下降 7 天、较 2019H 下降 40

天，2021H 跨境电商板块上市公司应收账款周转天数为 42 天、较 2020H 上升 4 天、较 2019H 下降 9 天，ST 跨境（存货周转天数，较 19H 变动：58 天，-109 天，下同）、浔兴股份（86 天，-42 天）、吉宏股份（38 天，-12 天）、华凯创意（57 天，-611 天）、ST 华鼎（63 天，-9 天）恢复到疫情前水平。

2021H 跨境电商经营活动现金流/净利为-180.69%、同比下降 130.76PCT，较 2019H1 下降 92.48PCT。2021Q2 跨境电商经营活动现金流量净额/净利为-383.43%、同比下降 608.81PCT，同比 19H1 下降 381.49PCT。

图 13 跨境电商行业经营现金流净额及净利润（亿元）



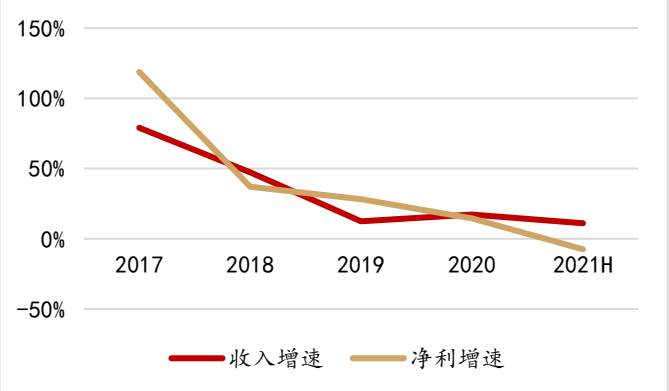
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 电商代运营行业：收入增速放缓，丽人丽妆净利超预期

电商红利逐步消退，电商代运营公司收入放缓。2021H 电商代运营行业收入、归母净利增速分别为 11.08%、-7.47%，较 19H 增长 7.08%/-3.86%；毛利率和净利率分别为 34.33%/13.48%，同比下降 1.54/2.70PCT，较 2019H 上升 0.69/-1.53PCT。

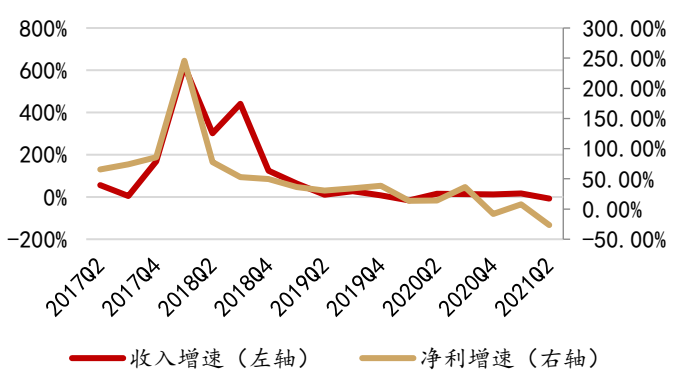
21Q2 电商代运营行业收入、归母净利增速分别为-8.26%/-26.52%，较 2019Q2 增长 4.67%/-15.92%，环比大幅放缓（21Q1 收入同比增长 16%、较 19Q1 下降 2%）；毛利率/净利率分别为 35.10%14.65%，同比下降 1.83/3.53PCT，较 19Q2 下降 2.05/4.80PCT。

图 14 电商代运营行业收入及净利增速



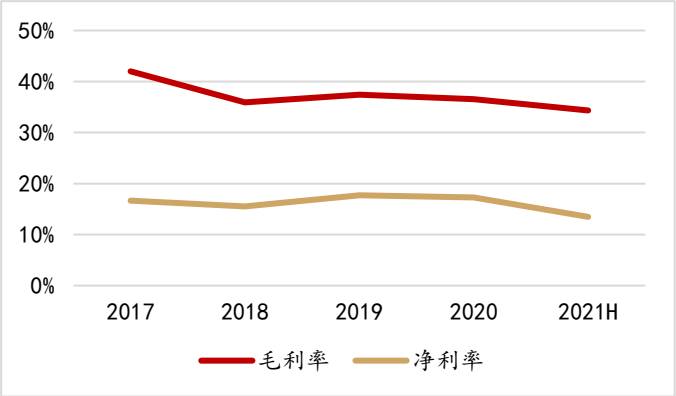
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 电商代运营分季度收入、归母净利增速



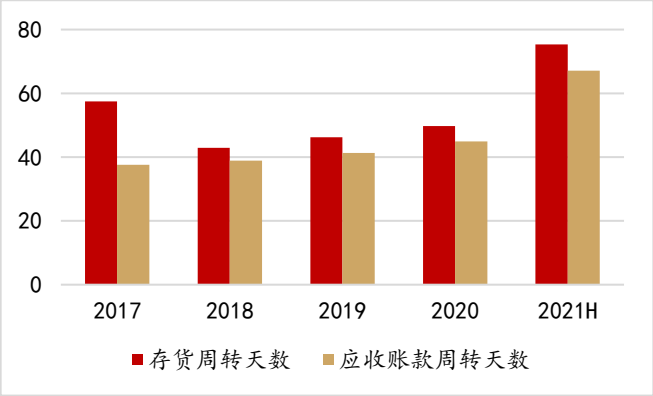
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 16 电商代运营行业盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 17 电商代运营行业存货周转及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司看，**2021H 丽人丽妆归母净利增幅最高、同比增长 37%，**净利增速远高于收入增速主要由于和旁氏、凡士林品牌的合作由经销模式转为服务模式使得确认收入减少、但利润率提升。从品牌上看，公司合作的老品牌 GMV 稳步增长、并在上半年新拓展锐度、怪力浴室、谜尚以及奶粉品牌多美滋等新品牌。**南极电商净利大幅下降**主要由于标牌去库存影响收入增长、货币化率下降、成本相对较固定使得毛利率下滑，此外公司新增跨境和食品业务使得费用率有所提升。

表 3 国内电商公司 2021 中报情况

	收入增速(%)	较 19H1 收入增速(%)	归母净利增速(%)	较 19H1 归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
南极电商	2.14	1.81	-42.85	-36.28	3.66	5.01	22.91	14.71	0.4	137.85	-1.08	126.84
若羽臣	7.81	35.06	-5.81	12.03	18.16	8.90	33.49	6.63	144.29	37.28	-1.92	113.25
丽人丽妆	2.83	11.95	36.64	35.76	24.57	3.33	41.56	11.04	140.97	11.54	0.65	116.64

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 4 国内电商公司 2021Q2 情况

	收入增速(%)	较 19Q2 收入增速（%）	归母净利增速(%)	较 19Q2 归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
南极电商	-11.11	4.81	-62.90	-57.58	3.77	4.12	22.40	13.11	0.16	128.03
若羽臣	2.55	-	-26.73	-	20.12	8.85	37.13	6.35	-1.00	104.26
丽人丽妆	-4.38	-	49.06	-	23.53	2.63	40.82	14.59	2.55	112.54

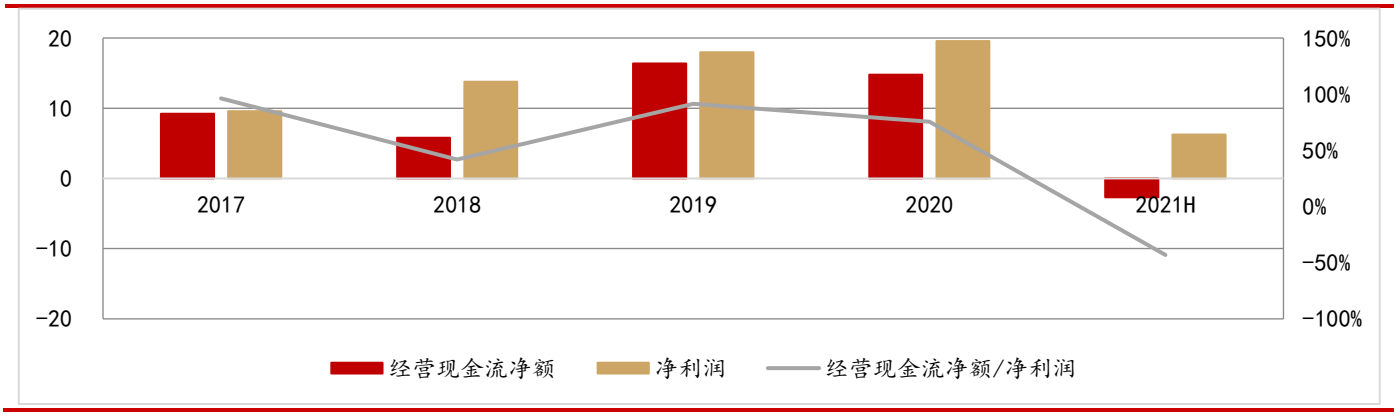
资料来源：Wind，华西证券研究所

从营运能力看，应收账款周转能力下降。2021H 末电商代运营板块上市公司存货为 13.35 亿元、同比下降 42.51%、较年初上升 11.71%；存货周转天数为 42 天、同比

下降 20 天、较 2019H 上升 33 天。2021H 电商代运营板块应收账款周转天数为 49 天、较 2020H 上升 13 天、较 2019H 增长 18 天。

2021H 电商代运营经营活动现金流/净利为 18.34%、同比下降 24.05PCT、较 2019H1 下降 60.77PCT。2021Q2 跨境电商经营活动现金流量净额/净利为 101.31%、同比下降 77.89PCT，同比 19H 上升 57.45PCT。

图 18 电商代运营经营现金流净额及净利润（亿元）



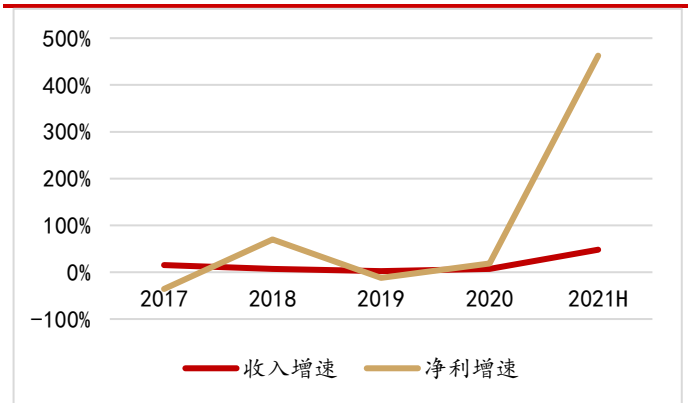
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.3. 运动行业：本土品牌好于国际品牌，21Q2 迎来景气高点

2021H 运动行业收入、归母净利增速分别为 47.60%、462.60%，较 19H 上升 40.99%/65.05%；毛利率和净利率分别为 44.38%/8.33%，同比上升 0.32/2.49PCT，较 2019H 上升 1.29/-2.17PCT。

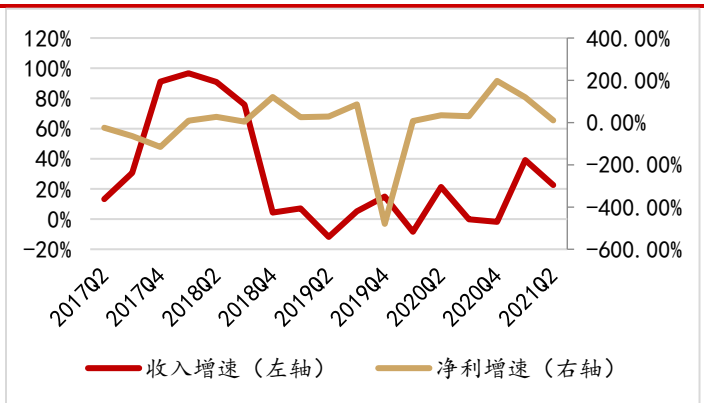
21Q2 运动行业收入、归母净利增速分别为 22.46%、10.56%，较 2019Q2 上升 52%/55%、收入环比 Q1 加速（2021Q1 较 2019Q1 增长 27%/133%）；毛利率/净利率分别为 6.42%/0.99 %，同比上升-0.11/0PCT，较 19Q2 上升-1.29/0.06PCT。

图 19 运动行业收入及净利增速



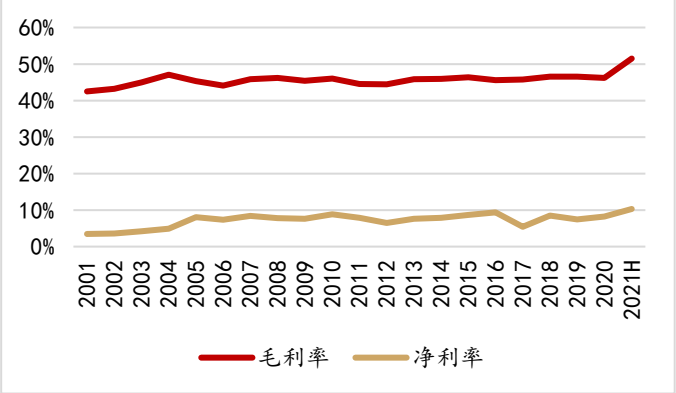
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 20 运动行业分季度收入、归母净利增速



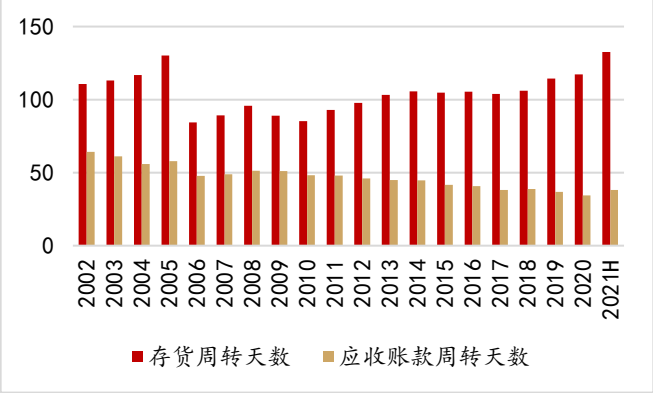
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 运动行业盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 运动行业存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司看，新疆棉事件后国潮崛起，中国本土品牌和国际品牌收入增速出现显著差异，安踏/李宁 2021H 收入增速为 56%/65%、较 19H 增长 51%/64%，而 NIKE/阿迪中国（或亚太）收入增速仅为 27%/37%，并且 21Q2 收入进一步降速、同比增长 17%/-16%。分季度来看，本土品牌 21Q2 流水维持 21Q1 高增速：2021Q2 安踏主品牌零售流水同比增长 35-40%、较 19Q2 增长 31-39%、环比加速增长；李宁零售流水增长 80-83%、较 19Q2 增长约 98%，略有放缓、但仍维持高速增长（21Q1 较 19Q1 增长约 107%）。

2021H 受棉花事件影响，消费者从国际品牌消费向国内品牌转移，叠加疫情前订货比较谨慎，2021H 中国本土运动品牌出现缺货现象，零售折扣大幅改善，使得利润率大幅提升，2021H 安踏/李宁/特步/361 净利率分别为 18%/19%/10%/15%、同比提高 6/8/3/2PCT。

表 5 运动公司 2021 中报情况

	收入（亿元）	收入增速（%）	较 19H1 收入增速（%）	净利润（亿元）	净利增速（%）	较 19H1 净利增速（%）	存货周转天数	应收账款周转天数	应付账款周转天数	经营现金流量净额（亿元）	经营现金流量净额/净利润
安踏体育	231.51	55.51	50.83	41.32	131.60	54.67	116.35	27.49	43.75	63.13	1.64
李宁	102.51	64.97	63.72	19.62	187.18	146.8%	53.09	12.88	52.12	33.25	1.69
阿迪达斯	103.45	33.78（37）	-9.19（-4.9）	9.62	461.74	-	152.63	37.20	82.27	90.08	1.23
安德玛	168.53	59.27（84）	8.88（35）	8.85	117.73	2569.8	121.98	40.24	81.64	6.60	0.75
中国动向	10.06	4.68	7.02	6.95	290.45	518.67	219.49	29.43	72.78	1.28	0.18
耐克（NIKE）	1396.79	17.16（27）	2.81（22）	182.56	2628.85	27.45	104.16	29.15	37.24	33.02	1.33
宝胜	205.87	29.15	40.00	2.33	51.32	86.06	26.81	62.87	15.40	-11.29	-4.86
特步	41.59	12.39	23.60	4.22	72.05	-7.88	77.49	130.50	122.01	6.84	1.60
361 度	31.52	15.67	-3.07	4.69	32.94	9.28	69.55	144.65	105.67	-0.20	-0.05

滔搏	202.47	21.05	15.85	14.61	75.60	48.17	108.54	18.32	13.09	27.24	1.86

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：NIKE、阿迪达斯、安德玛括号中的数为中国或亚太地区增速。

表 6 运动公司季度数据

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	21Q2 较 19Q2 增速
分部收入增速：							
安德玛增速	-30.00%	-18.18%	9.09%	15.38%	100.00%	33.33%	9.09%
宝胜增速	-8.50	21.35	-0.09	-1.87	39.02	22.46	51.72%
NIKE 增速	-5.16	-2.9	6.02	24.42	51.00	17.36	13.96%
阿迪达斯增速	-58.00	持平	-5.00	19.00	150.81	-16.27	-16.27
流水增速情况：							
361 度	主品牌 25%-30%跌幅；童装品牌 25%-30%跌幅	主品牌零售额低双位数跌幅；童装品牌零售额低双位数跌幅	主品牌高单位数跌幅；童装品牌高单位数跌幅	主品牌低单位数增长；童装品牌中单位数增长	主品牌高双位数增长；童装品牌 20%-30%低段增长	主品牌 15%-20%增长；童装品牌 30%-35%增长	主品牌 0-10%跌幅；童装品牌 10%-20%增幅
特步	主品牌零售销售（包括线上线下）20%-25%跌幅	主品牌零售销售（包括线上线下）低单位数跌幅	主品牌零售销售（包括线上线下）中单位数增长	主品牌零售销售（包括线上线下）高单位数增长	主品牌零售销售（包括线上线下）约 55%增长	主品牌零售销售（包括线上线下）30 %-35 %增长	主品牌零售销售（包括线上线下）0%-10%增长
安踏	安踏品牌零售额 20%-25%负增长，FILA 零售额中单位数负增长，其他品牌零售额高单位数负增长	安踏品牌零售额低单位数负增长，FILA 零售额 10%-20%低段正增长，其他品牌零售额 25%-30%正增长	安踏品牌零售额低单位数正增长，FILA 零售额 20%-25%正增长，其他品牌零售额 50%-55%增长	安踏品牌零售额低单位数正增长，FILA 零售额 25%-30%正增长，其他品牌零售额 55%-60%增长	安踏品牌零售额 40%-45%增长，FILA 零售额 75%-80%增长，其他品牌零售额 115%-120%增长	安踏品牌零售额 35%-40%增长，FILA 零售额 30%-35%增长，其他品牌零售额 70%-75%增长	安踏品牌零售额 25%-35%增长，FILA 零售额 40%-60%增长，其他品牌零售额 200%-230%增长
李宁	10%-20%高段下降：线下 20%-30%低段下降，其中零售 30%-40%中段下降批发 10%-20%高段下降；线上 10%-20%低段增长	中单位数下降：线下渠道 10%-20%低段下降，其中零售 10%-20%低段下降，批发渠高单位数下降；线上 20%-30%高段增长	中单位数增长：线下低单位数下降，其中零售持平批发低单位数下降；线上 40%-50%低段增长	10%-20%中段增长：线下 10%-20%低段增长，其中销售中单位数增长，批发 10%-20%低段增长；线上 30%-40%中段增长	80%-90%高段增长：线下 80%-90%低段下降，其中零售 90%-100%低段增长，批发 80%-90%低段增长；线上 100%低段增长	90%-100%低段增长；线下 90%-100%低段增长，其中零售 80%-90%高段增长，批发 90%-100%低段增长；线上 90%-100%高段增长	零售流水 45%-70%增长；线下 35%-45%增长，其中零售渠道 20%-30%增长，批发 45%-55%增长；线上实现 220%-240%增长
中国动向	Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务及日本业	Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务及日本业	Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务及日本业	Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务）于整个平	Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务）于整个平	Kappa 品牌店铺（含 Kappa 童装业务）于整个平台零售	Kappa 品牌店铺（含 Kappa 童装业务）于整个平台零售

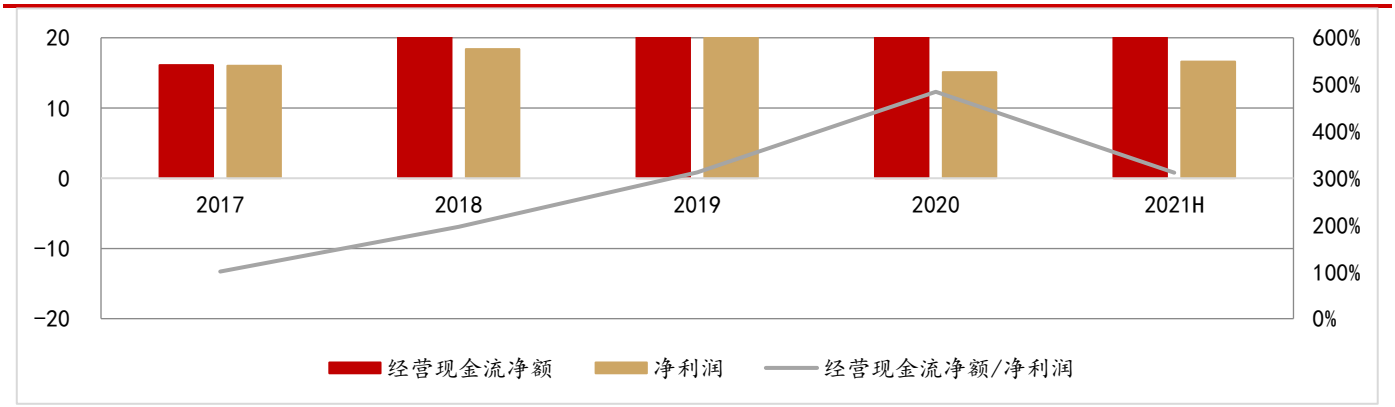
	务）于整个平台之零售流水按年录得20%-30%高段下降。其中，线下业务录得30%-40%中低段下降，电商业务录得10%-20%低段下降。	务）于整个平台之零售流水中低单位数下降。其中，线下业务10%-20%低段下降，电商业务30%-40%中低段增长	务）于整个平台之零售流水中单位数增长。其中，线下业务持平，电商业务30%-40%中低段增长	台零售流水10%-20%低段增长。其中，线下业务中单位数增长，电商业务20%-30%中段增长	台零售流水60%-70%中段增长。其中，线下业务70%-80%低段增长，电商业务30%-40%高段增长	流水10%-20%中低段增长	流水0%-20%增长

资料来源：Wind，华西证券研究所，注：宝胜为中国大陆和中国香港收入，耐克为大中华区收入，安德玛为亚太区收入，裕元为集团整体收入；耐克21Q1使用2020年12月至2021年2月的数据。

从营运能力看，2021H末运动行业板块上市公司存货同比下降9.27%、较年初上升16.24%；存货周转天数为87天、同比下降12天、较2019H上升21天，361度（存货周转天数，较19H：70天，-24天，下同）、特步国际（77天，-2天）、李宁（53天，-20天）、安德玛（122天，-16天）存货周转能力恢复到疫情前水平。2021H运动行业应收账款周转天数为45天、较2020H上升5天、较2019H增长0.6天。

2021H运动行业经营活动现金流/净利为-1.02%、同比下降108.40PCT、较2019H1下降72.51PCT。2021Q2经营活动现金流量净额/净利为191.93%、同比下降-316.64PCT，同比19H上升381.40PCT。

图23 运动行业经营现金流净额及净利润（亿元）



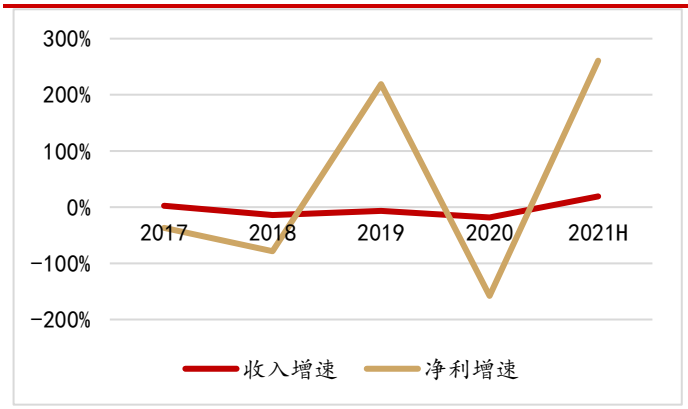
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.4. 户外用品行业：露营带动装备好于鞋服，牧高笛超预期

我们分析，目前户外装备景气度显著好于鞋服。2021H户外行业收入、归母净利增速分别为19.17%、260.73%，较19H1增长-19.03%/7.37%；毛利率和净利率分别为10.12%/4.06%，同比上升0.78/2.72PCT，较2019H上升3.87/1.00PCT。

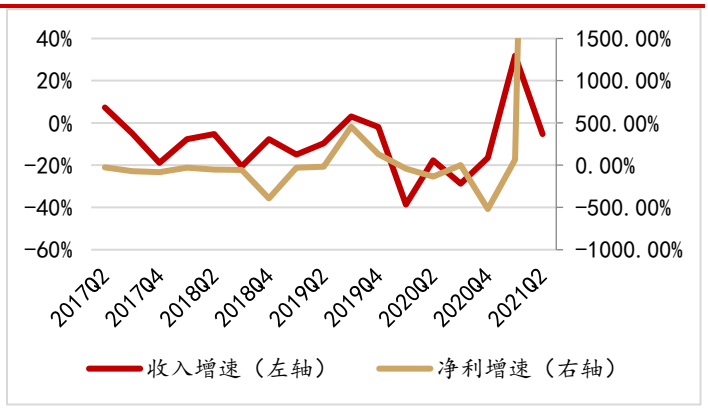
21Q2户外健身行业收入、归母净利增速分别为-5.22%、13862.94%，较2019Q2上升-22%/30%、**收入环比Q1有所改善、净利大幅改善（21Q1较19Q1增长-20%/-1.5%）**；毛利率/净利率分别为19.25%/3.65%，同比上升2.14/3.63PCT，较19Q2上升5.25/1.75PCT。

图 24 户外健身行业收入及净利增速



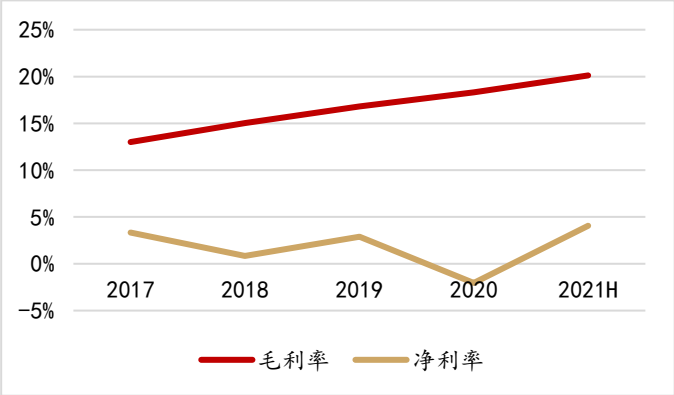
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 25 户外健身行业分季度收入、归母净利增速



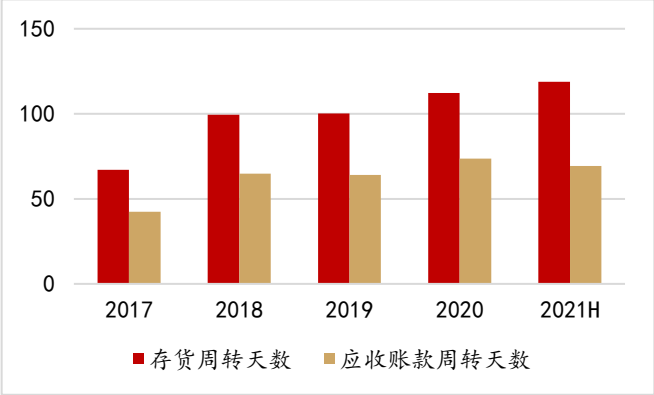
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 26 户外健身行业盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 户外健身行业存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司看，牧高迪增速最高，2021H 收入/归母净利同比增长 44%/42%，主要得益于海外露营需求旺盛、OEM/ODM 订单大幅增长，此外公司自有品牌受国内露营及周边市场需求增长带动同比增长 87%。

舒华体育 2021H 收入/归母净利同比增长 19%/7%，净利增速低于收入增速主要由于原材料涨价使得成本增加。拆分来看，收入增长主要来自室内健身器材需求增长、以及安踏等客户对展示架需求大增，2021H 室内健身器材/室外健身路径/展架收入分别实现收入 4.94/0.96/1.20 亿元、同比增长 19.6%/-10.1%/45.1%。21Q2 收入增速环比有所放缓。

表 7 户外健身行业公司 2021 中报情况

	收入增速(%)	较19H1收入增速(%)	归母净利增速(%)	较19H1归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利
舒华体育	18.72	30.41	7.48	-8.54	8.50	9.09	28.59	7.95	102.24	72.57	-1.64

牧高笛	43.80	64.19	41.82	43.63	3.85	6.35	24.09	9.94	123.82	42.31	-0.49
三夫户外	32.98	34.92	122.67	-9.59	29.02	13.23	50.26	1.20	326.92	32.88	2.52
际华集团	1.87	-27.55	199.34	72.89	1.89	6.97	9.58	0.42	98.12	72.08	5.00
金陵体育	-1.82	0.81	0.36	6.65	3.85	22.69	36.16	10.06	273.18	157.88	-0.48
探路者	37.67	-40.79	109.81	-82.60	34.44	12.84	47.93	3.42	248.72	153.00	0.37

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 8 户外健身行业公司 2021Q2 情况

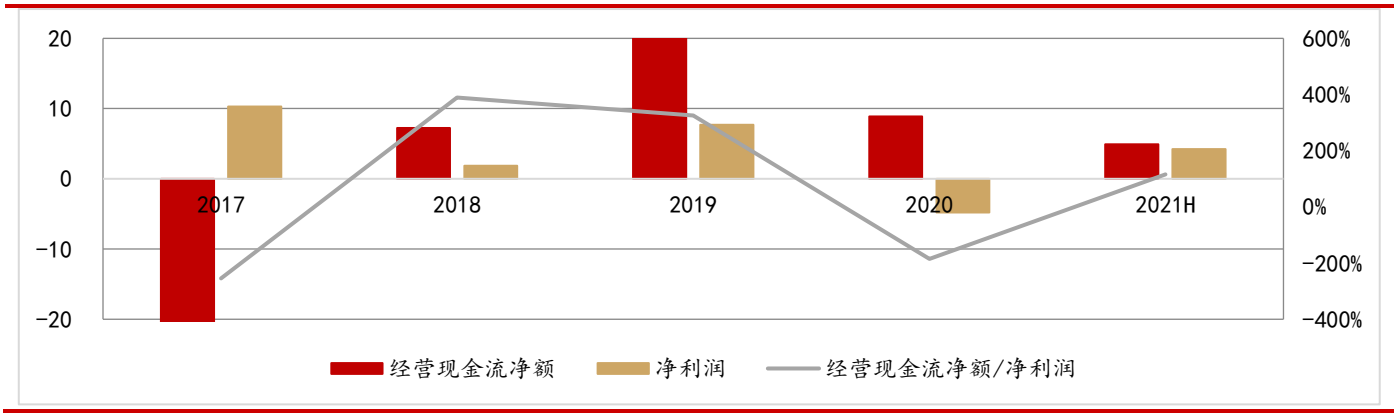
	收入增速(%)	收入较19Q2增速(%)	归母净利增速(%)	归母净利较19Q2增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	经营净现金流/净利
舒华体育	2.56	-	3.66	-	8.69	8.41	30.60	11.11	-1.64
牧高笛	58.40	75.4	27.76	28.00	3.35	3.66	22.90	9.83	0.41
三夫户外	5.26	15.38	-110.20	-50.00	32.5	12.5	52.91	-0.25	-52.83
际华集团	-12.73	-29.10	228.90	856.54	1.76	4.12	8.28	0.45	-9.20
金陵体育	-20.80	-26.90	-4.06	-0.86	2.83	16.04	35.47	12.55	-1.21
探路者	45.92	-39.46	102.31	-92.68	36.67	13.33	48.88	1.33	2.62

资料来源：Wind，华西证券研究所

从营运能力看，2021H 末户外健身行业板块上市公司存货为 56.24 亿元、同比下降 9.85%、较年初上升 5.44%；存货周转天数为 119 天、同比下降 21 天、较 2019H 下降 0.38 天，比音勒芬（存货周转天数，较 19H：390 天，-10 天，下同）、际华集团（98 天，-10 天）、三夫户外（327 天，-19 天）、牧高笛（124 天，-20 天）存货周转能力恢复疫情前水平。2021H 户外健身行业应收账款周转天数为 73 天、较 2020H 下降 18 天、较 2019H 下降 3 天。

2021H 户外健身行业经营活动现金流/净利为 27.65%，同比上升 535.17PCT，较 2019H1 上升 72.77PCT。2021Q2 经营活动现金流量净额/净利为-51.90%、同比上升 11455.14PCT，同比 19H1 下降 212.67PCT。

图 28 户外健身行业经营现金流净额及净利润（亿元）



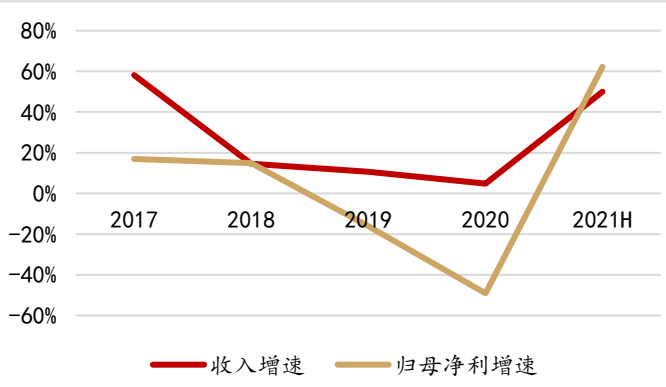
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.5. 高端女装行业：Q2 收入增速放缓，锦泓旗下维格娜丝较 19 增速最高

Q2 收入增速环比 Q1 放缓，Q2 利润率恢复弱于 Q1、较疫情前有所下降。2021H 高端女装行业上市公司收入、归母净利增速分别为 49.94%、62.21%，较 2019H 增长 35%/22%。2021H 毛利率和净利率分别为 65.77%、12.25%，较 2020H 提高 2.60PCT/1.17PCT、较 19H 提高 0.83/-1.27PCT。

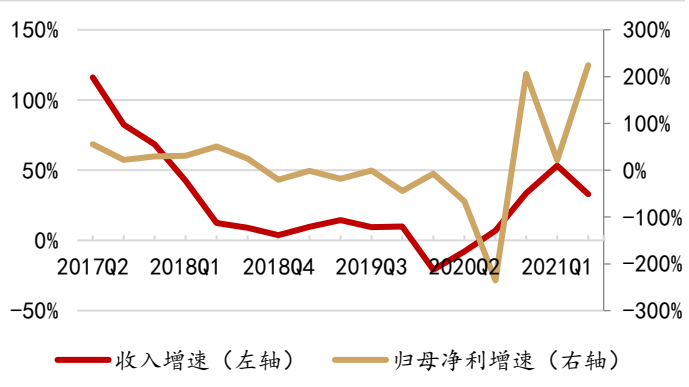
2021Q2 高端女装行业上市公司收入和归母净利分别同比提升 32.88%和 224.28%，较 19Q2 增长 22%/9.55%、环比 Q1 基本持平（21Q1 较 19Q1 增长 21%/12%）。2021Q2 毛利率/净利率为 63.81%/10.73%、同比提升 4.71/6.74PCT、较 19Q2 下降 1.51/1.90PCT，2021Q1 较 19Q1 提升 3.58/1.15PCT。

图 29 高端女装行业收入、归母净利增速



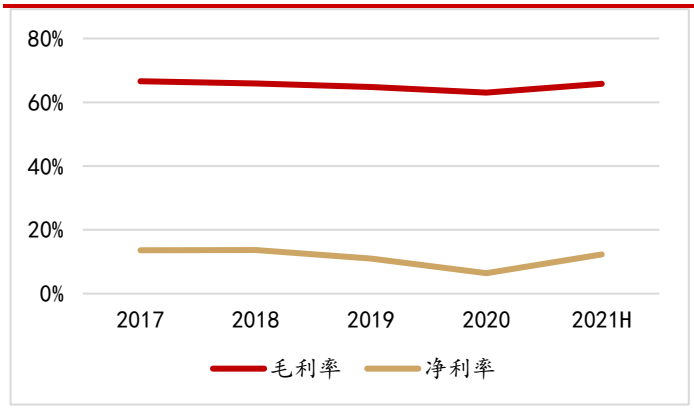
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 高端女装行业分季度收入、归母净利增速



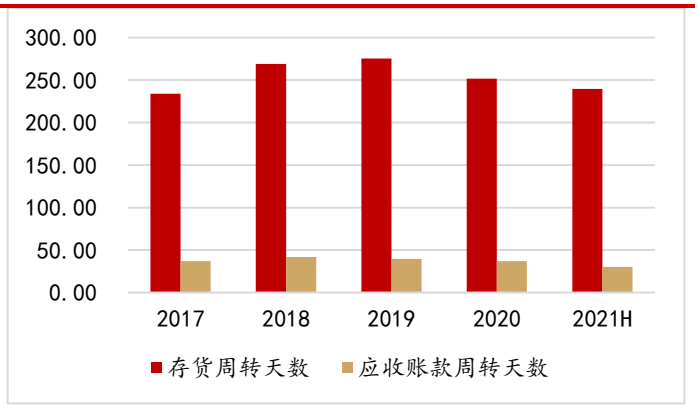
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 31 高端女装行业盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 32 高端女装行业存货周转天数及应应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司看，我们对比剔除并购、以及其他品牌影响，**仅对比高端女装业务较 19 年增速：锦泓的 VGARSS（+30%，得益于重新开店）、赢家时尚（剔除收购品牌+29%）增速最高，地素（+22%）、安正（+22%）、朗姿（+19%）、欣贺（+16%），下滑的为日播（-1%）、歌力思主品牌（-2%）**。

表 9 高端女装公司 2021 中报情况

	收入增速(%)	较 19H 收入增速(%)	归母净利增速(%)	较 19H 归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
地素时尚	37.10	21.90	21.77	14.99	34.31	4.80	77.11	29.14	181	8.41	1.09	109.07
安正时尚	22.26	37.08	36.87	-58.27	30.68	7.57	49.06	5.83	286.21	35.88	1.87	102.63
歌力思	35.16	-13.13	-13.18	-2.06	38.66	8.97	68.19	18.66	289.34	46.56	0.68	100.43
朗姿股份	45.65	28.33	28.01	4.70	38.75	7.80	56.35	4.15	205.50	29.11	2.89	107.55
日播时尚	36.76	-17.84	-17.75	271.11	34.94	13.00	63.69	6.59	270.07	15.34	-0.07	107.71
锦泓集团	73.74	52.35	52.45	430.92	49.27	4.14	70.93	6.79	245.63	37.50	2.59	98.46
赢家时尚	53.82	130.51	130.51	85.47	54.11	-	73.49	9.05	148.50	34.45	-	-
欣贺股份	35.36	16.25	159.62	71.77	39.23	6.87	75.11	18.39	427.55	28.81	1.29	104.17

资料来源：Wind，华西证券研究所。

表 10 高端女装公司 2021 年二季度情况

	收入增速(%)	收入较19Q2 增速（%）	归母净利增速(%)	归母净利较 19Q2 增速（%）	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
地素时尚	20.34	32.00	10.65	35.04	31.76	6.98	76.40	27.96	1.25	111.82
安正时尚	4.45	25.74%	-87.91	-98.38	29.72	11.11	44.81	1.12	14.64	101.47
歌力思	39.50	-12.43%	398.82	-8.23%	40.41	11.90	67.48	18.50	0.26	99.16
朗姿股份	39.70	32.75	19459.96	59.83%	40.9	8.26	59.21	7.62	0.53	108.24
日播时尚	38.18	-9.15	115.15	-158.68	36.80	17.85	64.53	5.95	-3.29	90.99
锦泓集团	68.81	48.60	1338.69	226.61%	52.20	6.93	71.44	4.33	4.76	97.95
欣贺股份	38.34	-	182.63	-	39.96	3.98	76.55	19.47	1.46	104.28

资料来源：Wind，华西证券研究所。

表 112021H 高端女装公司分渠道情况

	线上占比	线上同比增速	线上较19H 增速	线下占比	线下同比增速	线下较19H 增速	抖音渠道拓展情况
地素时尚	15%	13.14%	38.36	84.85	42.53%	19.32%	2021 年初，公司产品销量在抖音女装行业高端市场排名前列，6 月 10 日新品上市当日，实现总成交额 450 余万单场累计观看人次 50 余万，位列抖音女装品牌销售额日榜 No.2，在品牌传播、私域增长和成交爆发三个既定目标均有亮眼表现。
安正时尚	45.09%	-17.07%	30.77%	54.91%	97.62%	40.68%	未来积极拓展微信、微博、抖音、小红书等平台的渠道运营，不断提升流量和销售转化率。
歌力思	10.14%	-24%	98%	89.85%	57%	-8%	抖音电商成为品牌增长新引擎，Ed Hardy X 为抖音潮牌自播首个单场突破百万的品牌。报告期内，歌力思品牌在抖音开设官方旗舰店，每天三个时段进行直播，日销持续攀升，仅几个月的时间，抖音直播的 GMV 已经达到天猫三分之一的水平。公司旗 下品牌 Laur è l、Ed Hardy X 也都登陆了抖音直播，均取得单场过百万 GMV 的成绩，且拉新增粉效果明显。
朗姿股份	19.69%	77.78%	100%	80.31%	29.39%	41.23%	抖音取得较大突破，流水规模超过 4000 万。
日播时尚	18.61%	65.31%	9.23%	81.39%	34.91%	-50.94%	抖音电商业务成长空间广阔，2022 年 GMV 规模预计将扩张至 1.2 万亿元，直播电商已成为服装行业重要渠道之一。主品牌于今年二月入驻了抖音平台开启直播带货，快速跻身女装品牌销售榜前列，通过增加线上新品发布与互动直播频次，逐步搭建起全天候、多平台的直播营销模式，报告期内，公司零售渠道销售额快

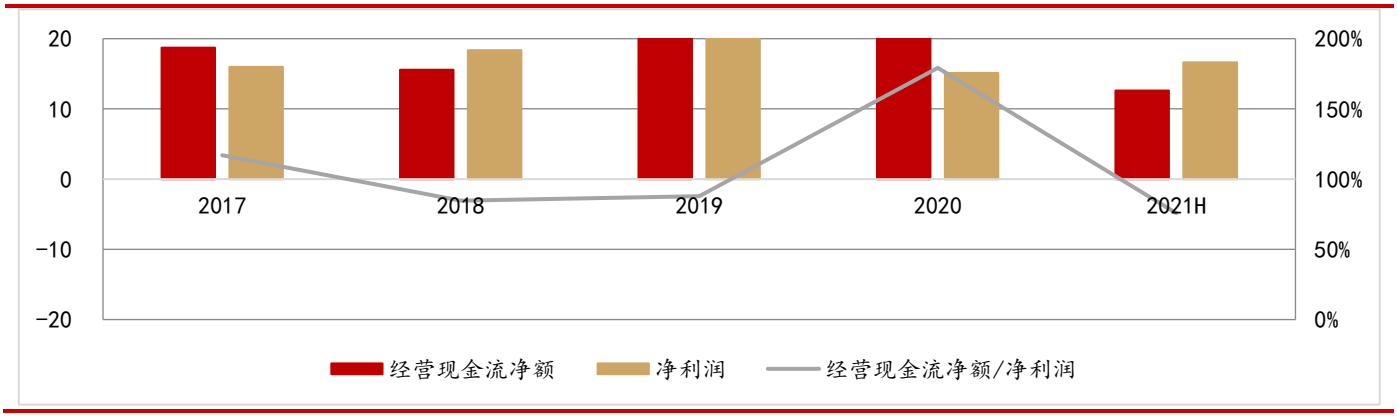
							速提升，线上销售同比增长 65.31%，线上占比 18.61%。
锦泓集团	29.67%	51.73%	241.18%	60.33%	85.47%	23.42%	2021 年春节期间在抖音“直播电商春节带货 TOP10”榜单中排名第一；今年 618 购物节期间，获得抖音「618 好物节」服饰鞋包品牌排行榜的第一位。此外，TEENIE WEENIE 品牌荣获抖音电商「2020 年度品牌」。
欣贺股份	22%	38%	-	78%	35%	-	积极开拓抖音小店、小红书等新兴消费渠道及社交空间的应用

资料来源：Wind，华西证券研究所。

从营运能力看，存货金额下降，存货周转能力较疫情前提高。2021H 高端女装板块上市公司总存货为 53.59 亿元、同比下降 8.87%、较年初下降 5.49%，存货周转天数为 239 天、较 2020H 下降 101 天、较 2019H 下降 41 天。从上市公司看，地素时尚（21H 较 19H：-1 天，下同）、安正时尚（-4 天）、朗姿股份（-79 天）、日播时尚（-23 天）、锦泓集团（-142 天）、赢家时尚（-46 天）存货周转较 19H 改善。 2021H 高端女装板块应收账款周转天数为 30 天、较 2020H 下降 12 天、较 2019H 下降 6 天。从上市公司看，地素时尚（21H 较 19H：-1 天）、歌力思（-5 天）、朗姿股份（-19 天）、日播时尚（-11 天）、锦泓集团（-27 天）、赢家时尚（-5 天）应收账款周转较 19H 改善。

从现金流看，2021H 年高端女装板块经营活动现金流量净额/净利为 75.81%、同比提高 9.13PCT、较 19H 提高 0.19PCT。2021Q2 高端女装板块经营活动现金流量净额/净利为 133%、同比下降 200PCT、较 19H 上升 92PCT。

图 33 高端女装行业经营现金流净额及净利润（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

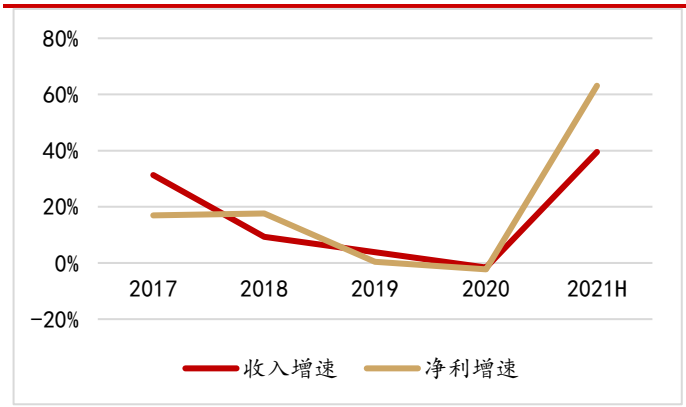
2.6. 家纺行业：受益电商带动 Q2 环比并未放缓，水星增速最高

2021H 家纺行业上市公司收入和归母净利增速分别为 39.52%和 63.10%、较 19H 增长 12.21%/19.43%。2021H 毛利率和净利率分别为 45.55%和 10.71%、同比提高 1.2/1.5PCT、较 19H 提高 2.00/0.65PCT。

2021Q2 家纺行业上市公司收入、净利增速分别为 17.49%/22.92%、较 2019Q2 增长 14%/42%，环比 Q1 加速（21Q1 收入/净利较 19Q1 增长 12.2/8.4%）。21Q2 毛利率和净利率分别为 46.50%/9.60%，较 2020 年同期上升 2.68PCT 和 0.3PCT，较 2019Q2 上升-1.51PCT 和 1.81PCT。

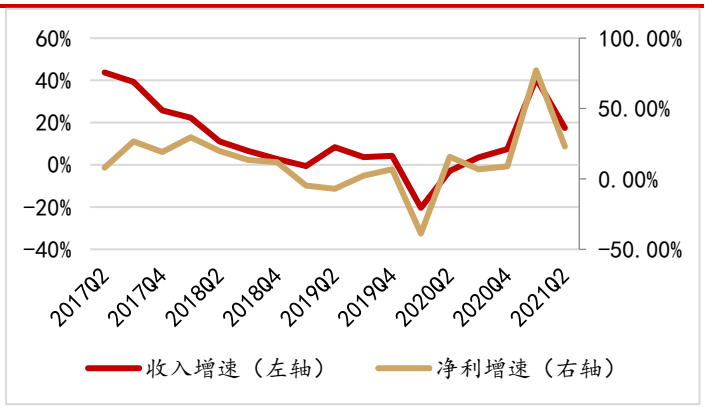
地产新开工面积下降影响行业增长预期。家纺作为地产后周期行业，短期受竣工数据影响、中期受到房屋新开工面积影响；从竣工面积看，2020 年 10 月恢复正增长，2021 年 1-2 月疫情恢复后房屋竣工面积同比增长 40%，上半年受益竣工数据改善快速增长；从房屋新开工面积看，2021 年 4 月房屋新开工面积同比大幅下降。

图 34 家纺行业收入、归母净利同比增速



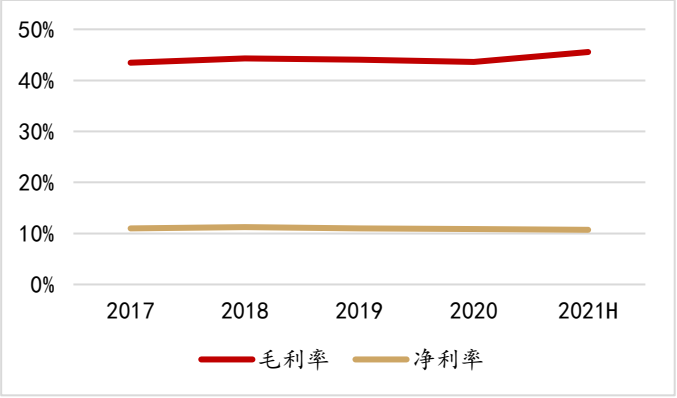
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 35 家纺行业分季度收入、归母净利增速



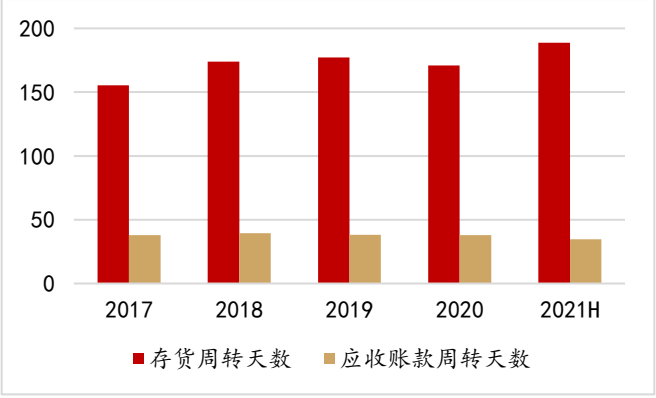
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 36 家纺行业盈利情况



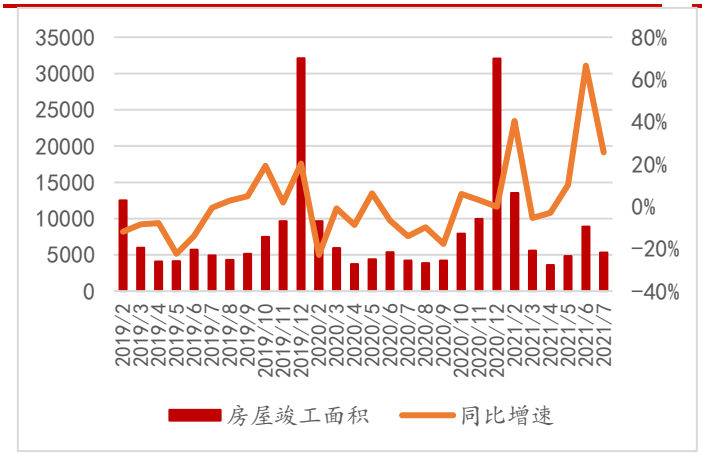
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 37 家纺行业存货周转天数及应收账款周转天数



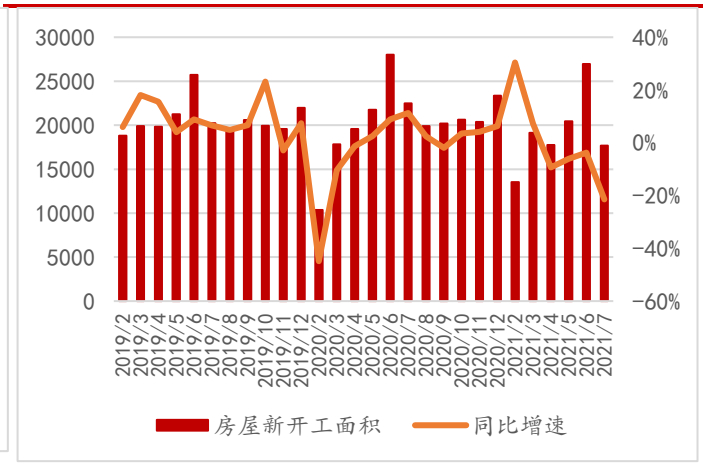
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 38 房屋竣工面积及增速（万平方米）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 39 房屋新开工面积及增速（万平方米）



资料来源：WIND，华西证券研究所

从收入增速看，水星家纺 21H 收入加速增长、增速同业最快，主要得益于线上占比过半且增速最高。罗莱生活 Q2 收入增速环比 Q1 基本持平，但电商增速放缓，主要由于去年公司明星直播占比较高、今年由于费用高企减少；富安娜 Q2 收入增速较 Q1 放缓，但线上毛利率提升带动公司利润增速高于收入增速。梦洁上半年实行高端品牌转型，毛利率受产品调整影响提升，但净利率受费用投放加大有所下降。

对比家纺企业线上费率来看，富安娜低于罗莱，主要由于罗莱明星直播占比更高。从扣点看，罗莱生活在天猫平台的扣点为 28%、高于富安娜，主要由于明星直播更多；富安娜天猫/京东/唯品会扣点分别为 5%/3%/0%，天猫扣点最高、唯品会没有扣点，但从退货率看，唯品会退货率远高于天猫和京东平台。

表 12 家纺公司 2021H 电商平台扣点比较

		扣点	退货率
富安娜	天猫	5.33%	6.19%
	京东	2.85%	6.00%
	唯品会	0%	14.85%
罗莱生活	天猫	28%	8.90%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 13 家纺公司 2021 中报情况

	收入增速(%)	收入较19H增岁(%)	归母净利增速(%)	归母净利较19H增速（%）	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
罗莱生活	32.84	15.49%	68.85	36.19%	20.48	6.98	43.66	11.27	154.00	35.39	0.39	112.27
富安娜	18.88	18.42%	25.37	35.54%	27.66	7.10	55.84	16.18	265.33	23.81	0.50	115.48
水星家纺	38.99	26.96%	72.43	22.04%	20.55	4.44	38.22	10.18	155.99	25.48	-0.21	122.96
梦洁股份	15.10	-11.60%	3.01	-43.29%	29.71	4.23	44.28	4.85	257.22	62.98	-2.32	115.00
卡撒天娇	3.98	-22.57%	173.31	-86.59%	46.62	14.24	62.62	1.11	265.92	45.29	-	-

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 142021H 家纺公司分渠道情况

	线上占比	线上同比增速	线下占比	线下同比增速	抖音渠道拓展情况
罗莱生活	27.17%	22．81%	72.83%	37．05%（受益美国房地产带动莱克星顿增加较快，国内线下增长 34%）	在抖音、小红书等平台上，与多位 KOL 合作，开展场景化媒介传播；建立“1001 个卧室”等长期话题引发参与。
富安娜	43%	23.00%	57%	13.73%	-
水星家纺	49.78%	46.27%	50.22%	32.19%	公司重点布局抖音等社交电商新渠道，加强直播业务的投入、人才的培养，为直播中心建立专门的直播基地，重点发展自播业务。公司抖音平台业 务发展迅速，2021 年 4 月，公司在“抖音超品日”活动中以 GMV3000 万+的成绩圆满收官。
梦洁股份	18.75%	14.16%	81.25%	14.78%	-

资料来源：Wind，华西证券研究所。

表 15 家纺公司 2021 年二季报情况

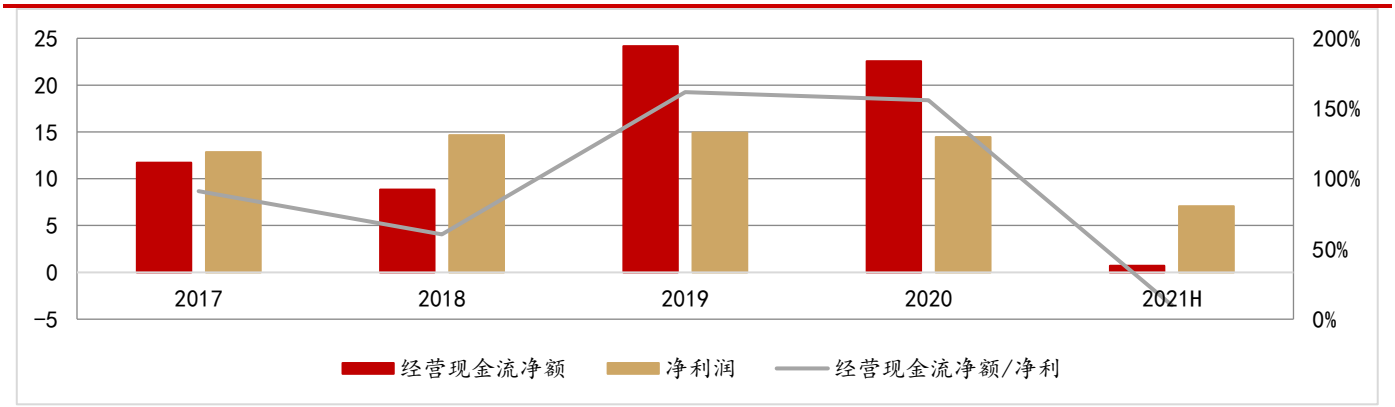
	收入增速(%)	收入较19Q2增速(%)	归母净利增速(%)	归母净利较19Q2增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
罗莱生活	19.18	15.70%	3.90	58.74	25.30	7.90	45.55	8.32	0.95	113.24
富安娜	15.54	16.72%	28.58	58.86	25.66	8.74	55.39	17.23	0.87	112.48
水星家纺	31.53	33.72%	58.14	44.62	20.76	6.48	39.44	9.47	0.70	117.28
梦洁股份	-1.96	-13.71%	-16.23	-50.75	35.59	7.56	49.33	2.73	-5.08	110.77

资料来源：Wind，华西证券研究所

从营运能力看，2021H 家纺板块存货周转天数为 189 天、较 2020H 下降 38 天，梦洁股份（存货周转天数，同比变化：257 天，+25 天）存货周转天数有所上升，罗莱生活（154 天，-57 天）、富安娜（265 天，-35 天）、水星家纺（155 天，-41 天）、卡撒天娇（266 天。-34 天）存货周转改善。

从现金流看，2021H 家纺板块经营活动现金流量净额/净利为 9.93%、同比下降 44PCT。21Q2 家纺板块经营活动现金流量净额/净利为 60%、较 20Q2 下降 200PCT、较 19Q2 上升 92PCT。

图 40 家纺行业经营现金流净额及净利润（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

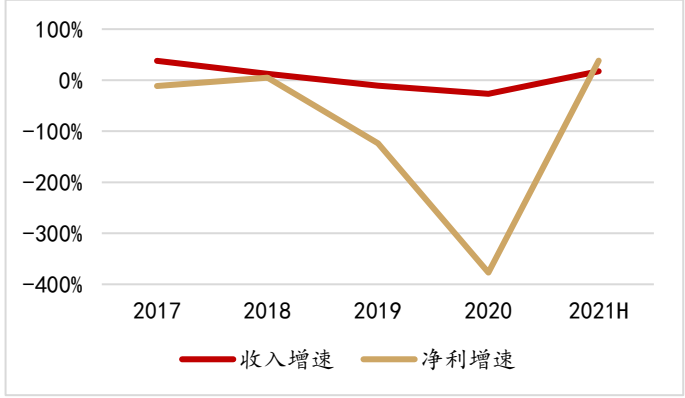
2.7.休闲行业：高端表现好于低端，太平鸟、比音维持高增

2021H 休闲板块上市公司收入/归母净利同比增速分别为 17.22%/38.27%、较 19H 下降 34.00%/150.68%；毛利率和净利率分别为 41.03%/-0.89%，同比下降 1.03/5.61PCT，较 2019H 同比下降-1.77/2.04PCT。

2021Q2 收入、归母净利增速分别为-7.79%、-158.81%，**较 2019Q2 降低 29.66%/360.50%、收入环比 Q1 有所缩窄（21Q1 较 19Q1 增速为 37%/46%）**；毛利率和

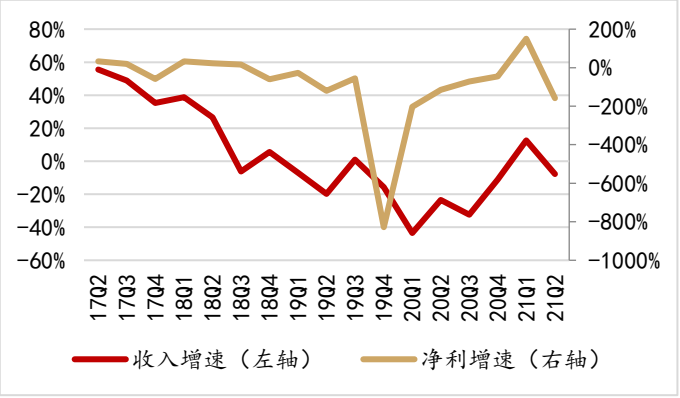
净利率分别为 38.70%和-11.08%、较 2020Q2 提高 2.69PCT 和-6.94PCT、较 19Q2 下降 2.29PCT 和 8.94PCT。

图 41 休闲行业收入和净利润情况



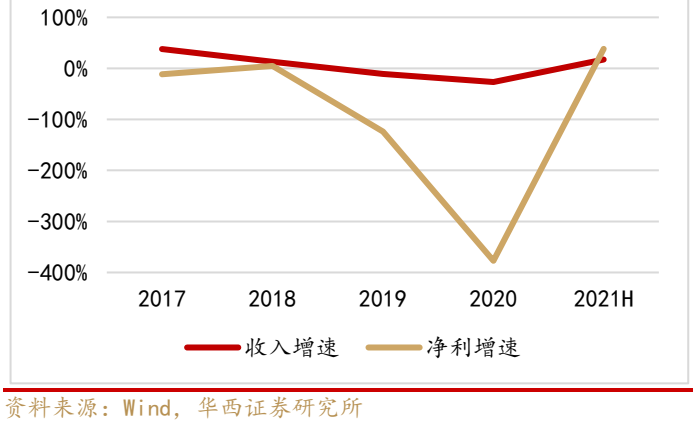
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 42 休闲行业分季度收入、净利增速



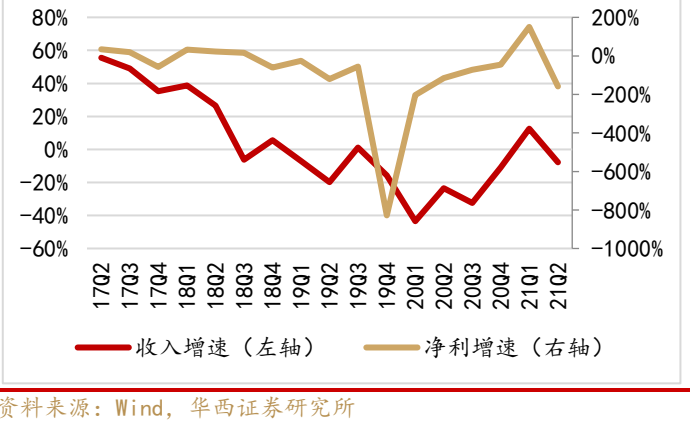
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 43 休闲行业收入和净利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 44 休闲行业分季度收入、净利增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司看，高端表现好于低端，太平鸟、比音勒芬维持高增。其中，2021H 太平鸟收入、净利较 19H 增长 61%/211%，从单季度来看，**太平鸟 Q2 收入维持高增、较 19 年同期的增速环比 Q1 持平，但扣非净利率下降 0.6PCT 至 4.4%，**我们分析主要受总部大楼开始折旧、去年夏装延迟发货、租金减免使得今年销售、管理费用率提升。**比音勒芬 Q2 收入提速增长：**2021Q2 公司收入/归母净利同比增长 22%/48%、较 19Q2 增长 31%/116%，收入增速较 21Q1 进一步提速（21Q1 收入/归母净利较 19Q1 的增速分别为 13%/16%）。

森马服饰剔除 K 剥离影响，收入、净利仍未恢复疫情前水平。森马服饰剔除剥离 K 影响，收入较 19H 微降 4%；公司净利率提高主要由于剥离 K，2021H 公司经营利润率为 13.6%、较 20H 主业经营利润率仅提高 3.3PCT、较 19H 主业经营利润率下降 3.3PCT。

表 16 休闲公司 2021 中报情况

	收入增速(%)	收入较 19H 增速(%)	归母净利增速(%)	归母净利较 19H 增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
森马服饰	13.26	-21	2980	-8	21.7	4.22	43.7	10	129	32.66	1.34	107
旭日企业	-6.40	-34	5.19	-31	3.02	8.52	18.4	8.64	-	68.29	-	-
太平鸟	55.96	61	241	211	37.82	6.18	55	8.23	185	22.62	0.11	111
美邦服饰	-14.3	-49	91.85	72	43.19	5.16	41	-2.85	305	110	0	115.8
搜于特	-26.8	-54	-3963	-821	3.29	2.36	-2.5	-48	102	191	0.32	117
*ST 拉夏	-79.6	-93	66.51	52	61.40	29.26	57.92	-85	494	158	-8.82	7.52
佐丹奴国际	18.72	-34	134	-63	48	5.22	57	4.51	116	15.63	-	18.17
BOSSINI INT' L	-21.6	-46	6.1	-238	43	20.5	51	-18	154	17.09	-1.5	-
比音勒芬	33.31	20.83	52.14	61.11	32.91	10.31	71.98	24.02	390	26.32	1.85	-

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 17 休闲公司 2021Q2 情况

	收入增速(%)	收入较 19Q2 增速（%）	归母净利增速(%)	归母净利较 19Q2 增速（%）	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
森马服饰	7.01	-21.83	7499.66	-16.67	23.74	6.78	44.39	9.71	0.46	99.54
*ST 拉夏	-70.30	-92.39	43.59	-67.16	53.87	37.27	57.47	-139.61	0.026	160.11
太平鸟	27.82	60.48	85.52	357.73%	38.29	8.13	54.61	8.84	1.17	115.20
美邦服饰	-14.95	-40.34	37.99	-8.99	44.79	10.97	35.37	-27.68	0.36	118.33
搜于特	-39.89	-48.47%	-1063.44	-1435.68	3.09	2.43	1.15	-70.41	0.13	68.97
比音勒芬	22.44	30.02	47.69	115.91	40.37	10.45	71.34	19.36	0.90	-

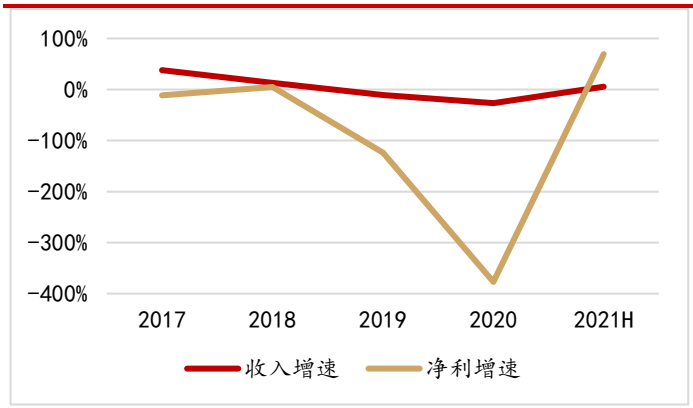
资料来源：Wind，华西证券研究所

从营运能力看，2021H 末休闲板块上市公司存货为 90.35 亿元、同比下降 38.27%、较年初下降 14.46%；存货周转天数为 142 天、同比下降 58 天、较 2019H 下降 17 天，森马服饰（存货周转天数，较 19H：-42 天，129 天）、太平鸟（-52 天，185 天）、公

司恢复到疫情前水平。2021H 休闲板块上市公司应收账款周转天数为 56 天、较 2020H 下降 2 天、较 2019H 增长 16 天。

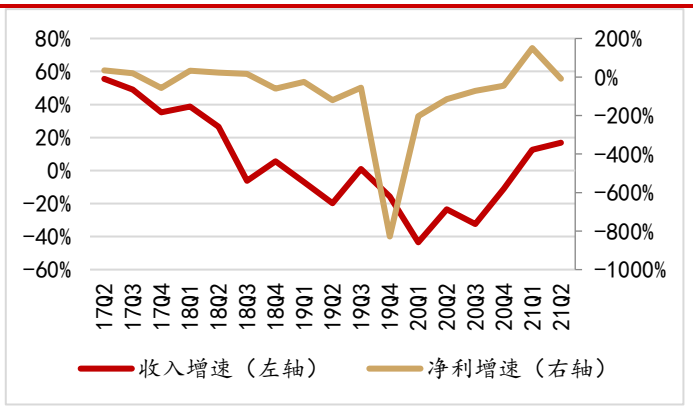
从现金流看，2021H 休闲板块上市公司经营现金流净额/净利为-121%、同比下降 118PCT、较 19H 下降 233PCT；2021Q2 经营性现金流净额/净利为-21.22%、同比提升 156.40PCT、较 2019Q2 下降 25.73PCT。

图 45 休闲行业收入和净利润情况



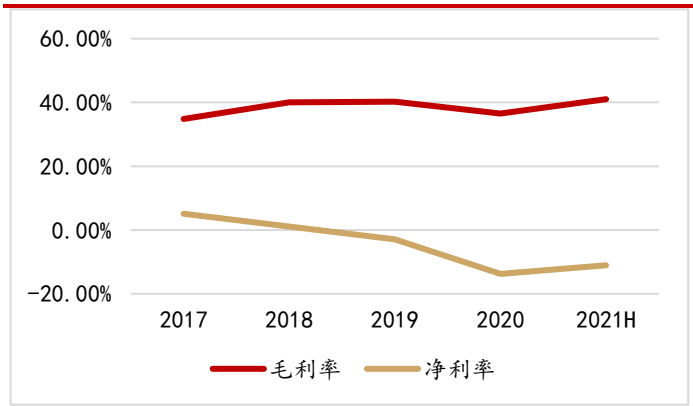
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 46 休闲行业分季度收入、净利增速



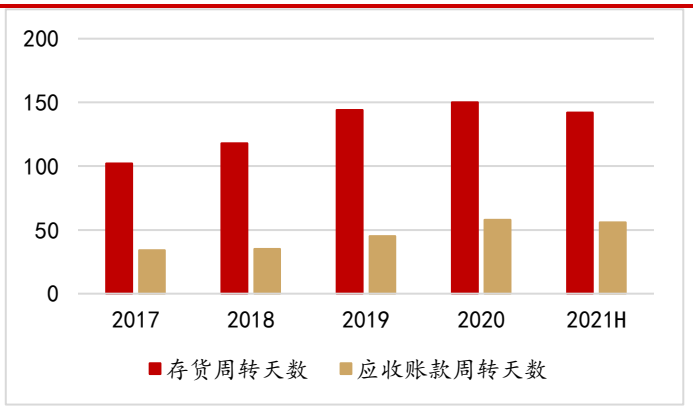
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 47 休闲行业盈利情况



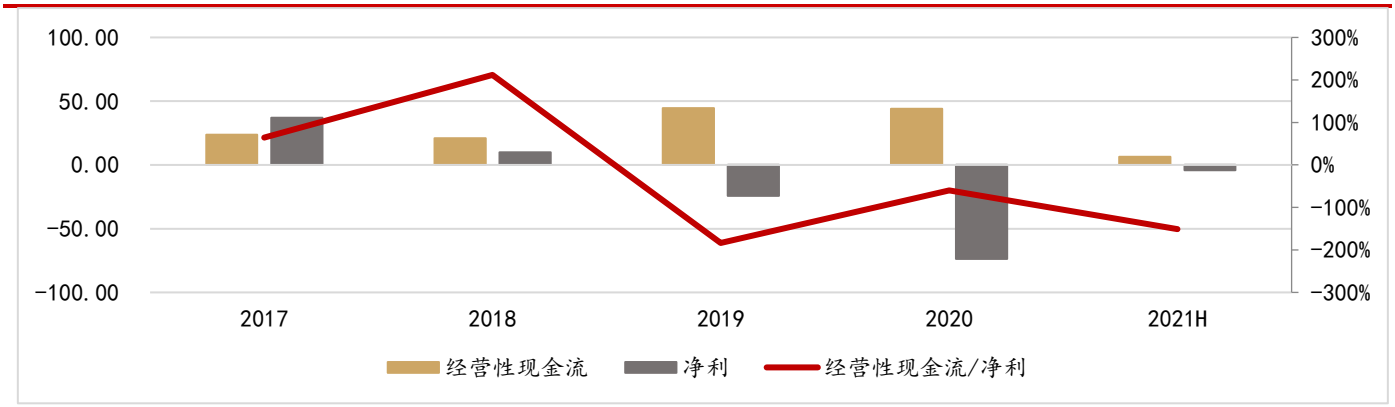
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 48 休闲行业存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 49 休闲行业净利润与经营现金流净额（亿）



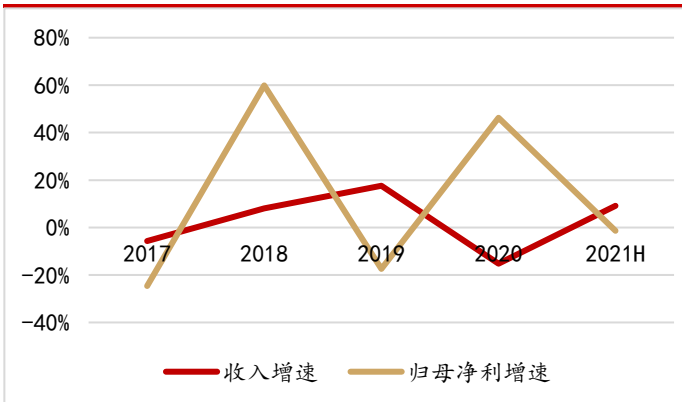
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.8. 男装行业：仍未恢复疫情前水平，报喜鸟 Q2 加速

男装板块尚未恢复疫情前水平。2021H 男装行业上市公司收入、归母净利增速分别为 9.09%/-1.40%、较 19H 下降 10.13%/23.41%。2021H 毛利率和净利率分别为 48.66%/17.51%、同比提升 5.85/-2.17PCT、较 2019H 同比提升 4.34/-3.04PCT。

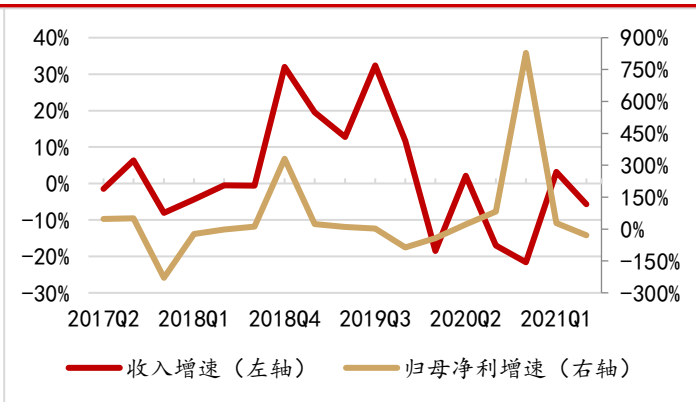
2021Q2 男装行业上市公司收入、归母净利增速分别为-6%和-29%、较 19Q2 下降 1%/14%，**21Q2 收入恢复疫情前水平、环比改善明显（21Q1 较 19Q1 增速为-16%/-28%）；**毛利率和净利率分别为 48.57%和 19.11%、较 2020 年同期提升 3.58/-6.66PCT，较 2019Q2 分别上升 4.50PCT/-3.01PCT。

图 50 男装行业收入、归母净利增速



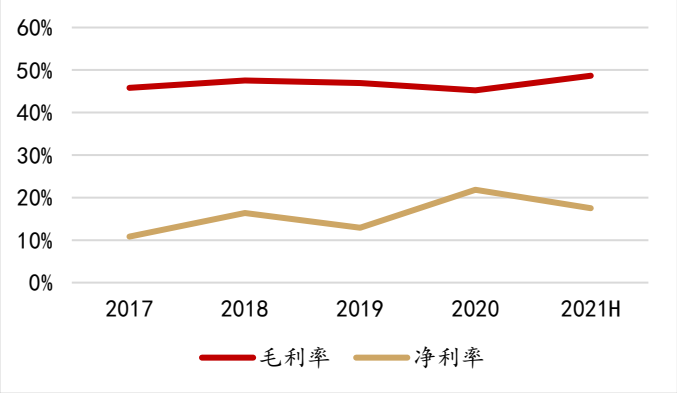
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 51 男装行业分季度收入、归母净利增速



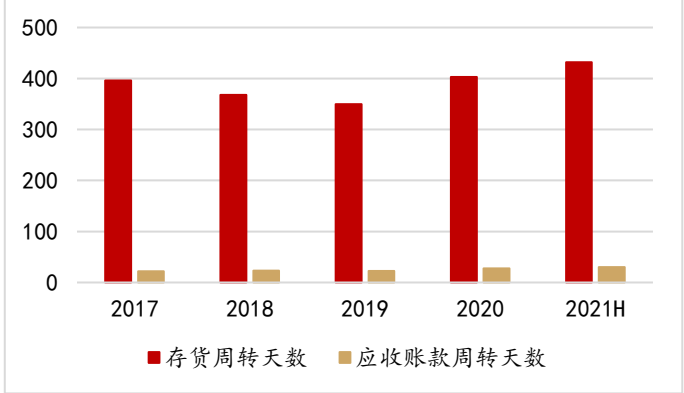
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 52 男装行业盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 53 男装行业存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司看，报喜鸟 Q2 收入环比 21Q1 加速（21Q1/21Q2 较 19Q1/19Q2 增长 29%/49%）。此外，酷特智能（收入、归母净利较 19H 增速：+11%，0%）、乔治白（3%，-4%）、九牧王（3%，-62%）收入恢复疫情前水平。乔治白职业装业务占比 97%，疫情后快速恢复主要受益于阳光采购、集采政策的推行，公司作为职业装头部企业受益。九牧王收入端恢复疫情前水平，但费用端受公司打造“男裤专家”品牌、广告投放力度加大有所承压，21Q2 收入、利润端恢复情况环比 21Q1 有所改善。

单季度看，21Q2 七匹狼、海澜之家收入端恢复疫情前水平，但净利仍下滑。**海澜之家收入 Q2 恢复疫情前水平，主要来自线上高增以及直营贡献**，公司直营/线上占比进一步提高 2PCT/3.66PCT 至 11%/13.2%，**而直营加速开店使得费用率有所提升**，上半年净利率较 19H 下降 3.68PCT。

表 18 男装公司 2021 中报情况

	收入增速(%)	收入较 19H 增速(%)	归母净利增速(%)	归母净利较 19H 增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
七匹狼	13.65	-1	241	-33%	22	10	42	6.58	200	39.34	0.28	116
红豆股份	-15	-17	-29	-21	16	9	31	8	33	68	-2	96
报喜鸟	44	38	126	135	40	10	67	13	270	52	0.42	88
乔治白	22	3	40	-4	16	8	49	10	198	104	-3	81
九牧王	25	3	-40	-62	40	9	61	9	254	38	0.33	116
海澜之家	25	-5	74	-22	14	5	43	16	230	17	2	115
雅戈尔	-45	-16	-43	-19	35	10	65	44	2169	16	0.82	164
希努尔	44	-44	94	-149	4	2	7	-0.51	15	57	7	102

ST 摩登	-36	-72	-158	-165	50	13	61	-11	346	101	-4	124
中国服饰控股	-43	-58	-7	-258	92	15	70	-28	1314	92	-	-
金利来	9	-21	42	-52	34	13	65	13	545	22	2	-
酷特智能	-22	11	-35	0	14	7	34	11	93	22	0.51	101

资料来源：Wind，华西证券研究所

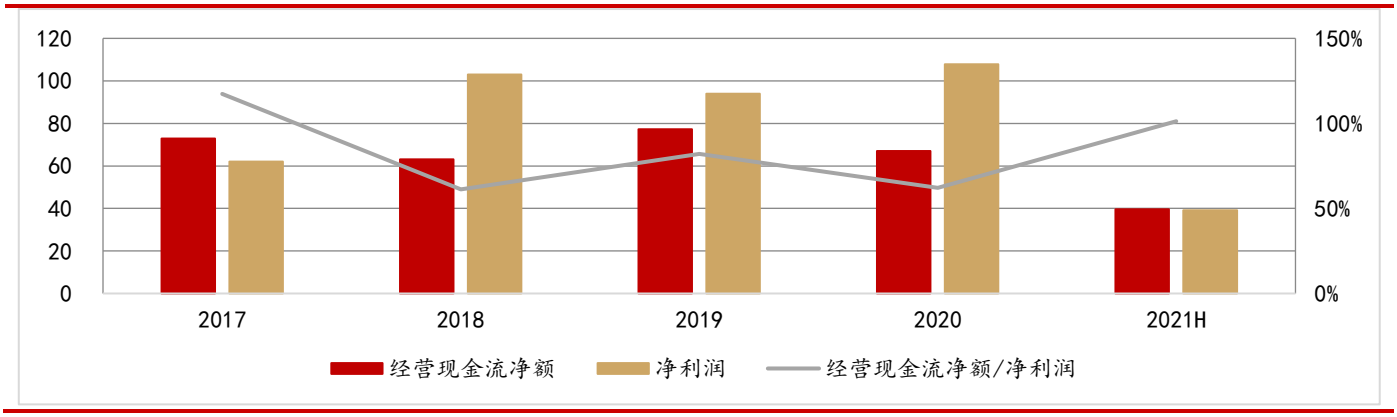
表 19 男装公司 2021 年二季报情况

	收入增速(%)	较 19Q2 收入增速(%)	归母净利增速(%)	较 19Q2 净利增速%	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
七匹狼	-11.55	0.17	-72.61	-42.92	28.54	13.51	47.97	3.72	-5.18	142
红豆股份	-19.06	-6.43	-45.71	-44.27	19.99	10.31	33.68	5.66	-1.92	75.21
报喜鸟	35.14	48.77	58.91	295.92	43.40	12.14	66.75	8.18	1.11	86.14
乔治白	23.86	4.56	57.57	-4.00	12.80	16.18	51.76	11.63	-0.18	61.33
九牧王	7.77	5.79%	-83.51	-56.72%	46.84	13.39	62.75	3.24	-5.53	119
海澜之家	9.08	0.16	23.87	-11.78	15.42	5.39	44.41	17.27	1.66	119
雅戈尔	-40.89	-2.66	-42.82	-17.23	34.46	12.00	69.01	54.27	1.14	172
希努尔	80.09	-17.22	104.16	-70.82	2.95	1.46	6.38	0.22	36.57	102
ST 摩登	-33.27	-72.76	-105.62	-32.3	65.79	19.01	64.26	-5.59	6.14	179
酷特智能	-44.41	-	-57.89	-	16.77	9.08	32.40	9.21	0.76	113

资料来源：Wind，华西证券研究所

从营运能力看，2021H 末男装板块上市公司存货为 282.29 亿元、同比下降 3.65%、较年初下降 4.27%；存货周转天数为 432 天、同比增加 5 天、较 2019H 增加 58 天，红豆股份（存货周转天数，较 19H 变动：33 天、-19 天，下同）、报喜鸟（270 天，-12 天）、乔治白（198 天，-7 天）、海澜之家（230 天，-33 天）、希努尔（15 天，-11 天）恢复到疫情前水平。2021H 男装板块上市公司应收账款周转天数为 30 天，较 2020H 下降 0.4 天，较 2019H 增加 3 天。2021H 销售收现/营业收入为 119.05%，同比上升 9.39PCT，较 2019H 同比下降 67PCT。

图 54 男装行业经营现金流净额及净利润（亿元）



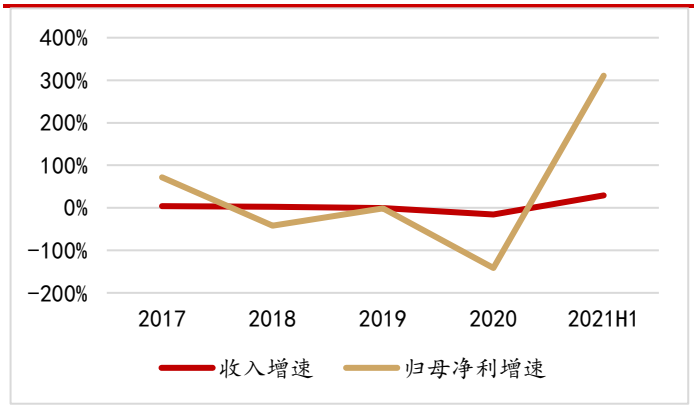
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.9. 内衣行业：板块仍未恢复疫情前水平，汇洁股份超预期

收入尚未恢复疫情前水平。2021H1 内衣行业上市公司收入、归母净利同比增速 29.17%/310.77%，较 19H1 增长-16.10%/1.76%。2021H1 毛利率和净利率分别为 48.03%/5.92%，同比提高 4.32/8.90PCT，同比 19H1 提高 6.91/1.10PCT。

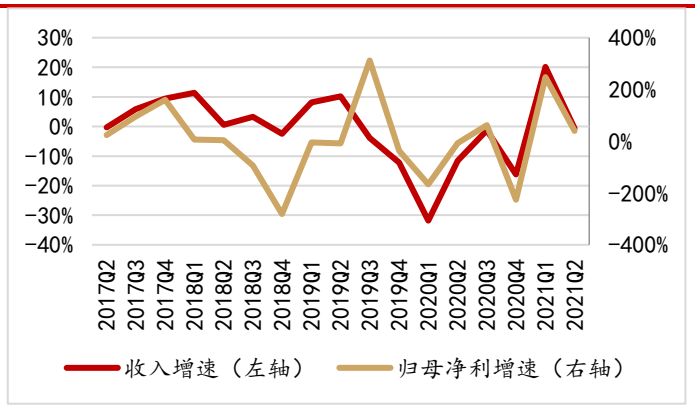
21Q2 收入较疫情前降幅有所缩窄。2021Q2 内衣行业上市公司收入、归母净利分别同比增长-0.62%/40.00%，较 2019Q2 增长-12.08%/30.37%、**环比 Q1 降幅缩窄（21Q1 较 19Q1 增速为-18%/-2%）**。21Q2 毛利率和净利率分别为 46.02%/8.83%，较 2020 年同期上升 3.07PCT 和 2.75PCT，较 2019Q2 提高了 5.86PCT 和 3.10PCT。

图 55 内衣行业收入和归母净利情况



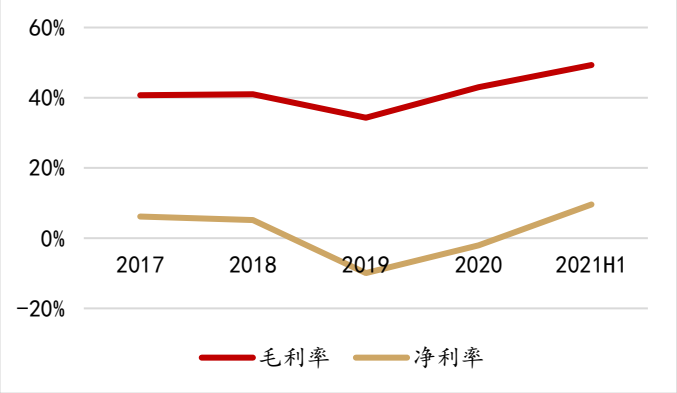
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 56 内衣行业分季度收入、净利增速



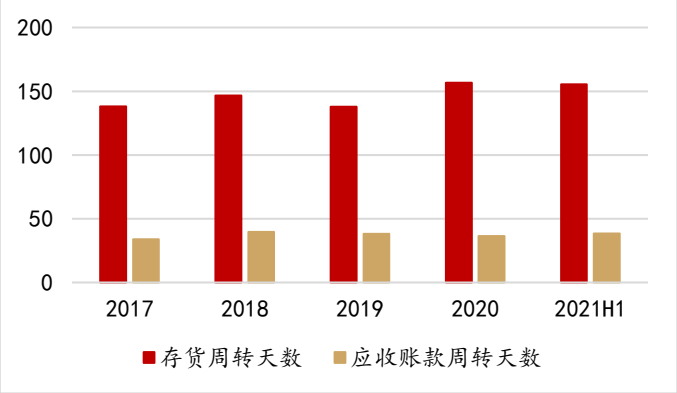
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 57 内衣行业盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 58 内衣行业存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司来看，汇洁股份领先复苏，21Q2 收入、净利同比 19Q2 增长 13%、45%，增速环比 Q1 进一步提升。 汇洁股份快速复苏主要得益于直营、线上渠道快速增长，加盟渠道还未恢复疫情前水平。

从营运能力看，2021H 末内衣板块上市公司存货为 21.17 亿元、同比下降 13.87%、较年初上升 2.7%；存货周转天数为 155 天、同比下降 44 天、较 2019H 增加 11 天，汇洁股份（存货周转天数，较 19H：259 天，-61 天）、龙头股份（111 天，-14 天）、都市丽人（152 天，-17 天）存货周转恢复到疫情前水平。2021H 内衣板块上市公司应收账款周转天数为 38 天、较 2020H 下降 1 天、较 2019H 下降 9 天。

21H 内衣板块上市公司经营现金流明显改善，2021H 经营现金流/净利为 227.49%、同比上升 659.32PCT、较 19H 上升 368.36PCT。21Q2 经营现金流/净利为 180.29%、同比下降 125.53PCT、较 19Q2 上升 169.31PCT。

表 202021H 内衣公司分渠道情况

	线上占比	线上同比增速	线上较19H 增速	直营占比	直营同比增速	直营较19H 增速	加盟占比	加盟同比增速	加盟较19H 增速
汇洁股份	31%	21%	-	51%	35%	-	17%	60%	-
龙头股份	36%	-5%	-19%	54%	9%	-16%	10%	69%	-91%
爱慕股份	27%	-18%	-	65%	30%	-	6%	53%	-

资料来源：Wind，华西证券研究所。

表 21 内衣公司 2021 半年报情况

	收入增速(%)	较19H1收入增速(%)	归母净利增速(%)	较19H1归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)

汇洁股份	33.01	8.33	114.7	16.11	35.47	6.79	68.20	17.77	259	29.48	1.30	105
龙头股份	-7.96	-29.6	113.6	-30	20.96	5.98	27.87	0.99	111	47.66	1.64	102
都市丽人	37.12	-18	111.5	-57	40.22	6.89	48.72	0.77	152	40.74	14.93	-
爱慕股份	12.18	-	58.64	-	42.07	7.10	69.15	14.72	318	19	1.70	113
安莉芳控股	14%	-25%	185%	-51%	59%	10%	74%	4%	434	15	-	-

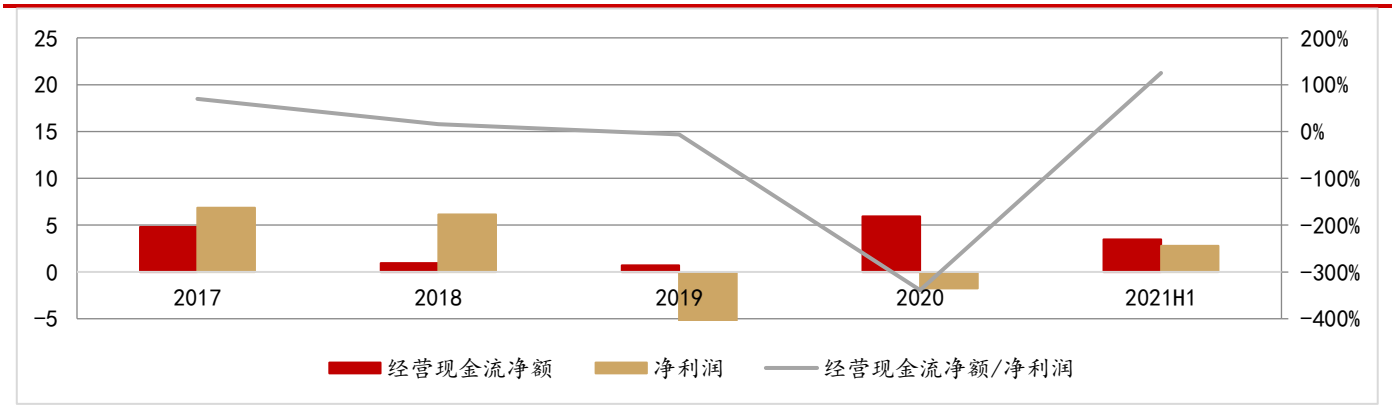
资料来源：Wind，华西证券研究所

表 22 内衣公司 2021 年二季度情况

	收入增速(%)	较19Q2收入增速	归母净利增速(%)	较19Q2净利增速	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
汇洁股份	15.01	13.3	29.95	45.45	36.25	5.20	67.88	17.45	-	-	1.56	108.75
龙头股份	-12.13	-27.71	199.84	-63.64	18.84	4.22	24.95	0.53	-	-	9.25	95.65
爱慕股份	10.59	-	56.23	-	44.68	6.57	67.16	15.10	-	-	2.07	117.20

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 59 内衣行业经营现金流净额及净利润（亿元）



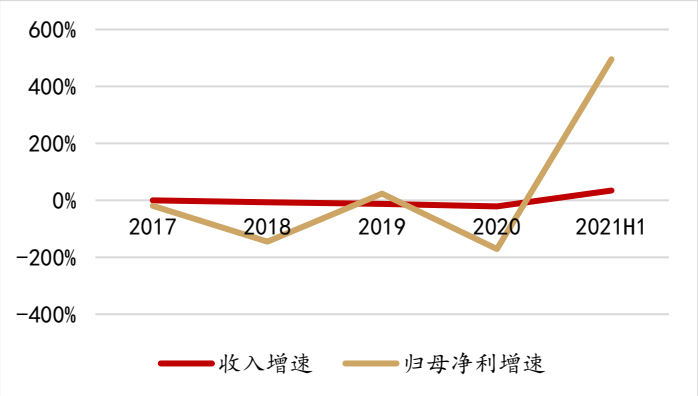
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.10. 鞋类行业：仍未恢复疫情前水平，奥康国际环比加速

收入尚未恢复疫情前水平。2021H1 鞋类上市公司收入、归母净利分别为 22.59%/368.61%、较 19H1 增长-19.44%/438.43%。2021H 毛利率和净利率分别为 34.00%/4.47%，同比提高 2.85/5.99PCT，较 19H1 提高 0.88/2.82PCT。

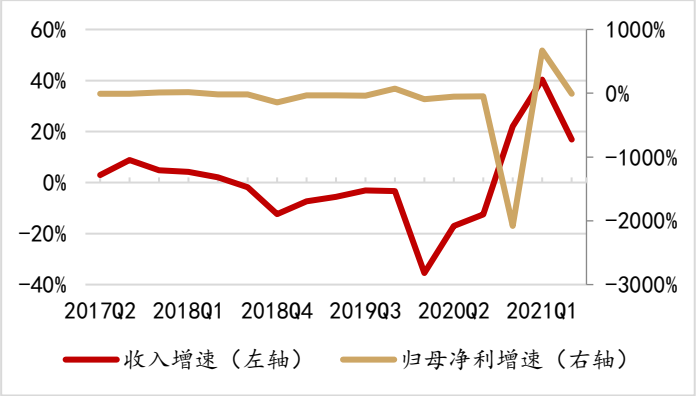
21Q2 收入端较疫情前仍有个位数下降。2021Q2 鞋类上市公司收入、归母净利增速分别为 16.85%、-8.22%，较 19Q2 下降 3.10%/57.59%、**收入降幅环比 Q1 缩窄（21Q1 较 19Q1 降幅为 9%/52%）**。2021Q2 毛利率和净利率分别为 46.43%/2.58%，较 2020 年同期提高 1.83/-0.65PCT，较 2019Q2 提高 3.40/-3.28PCT。

图 60 鞋类行业收入、归母净利增速



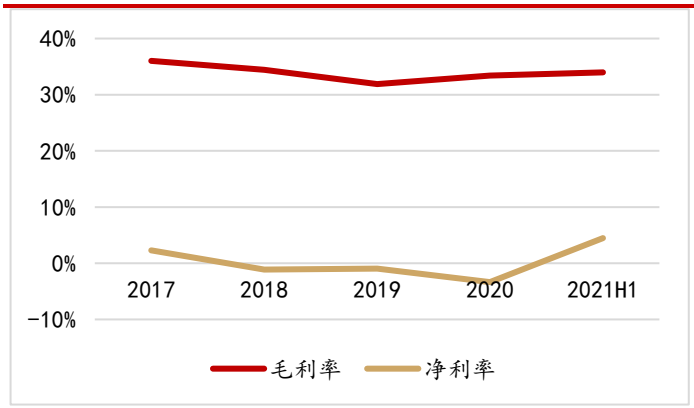
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 61 鞋类行业分季度收入、归母净利增速



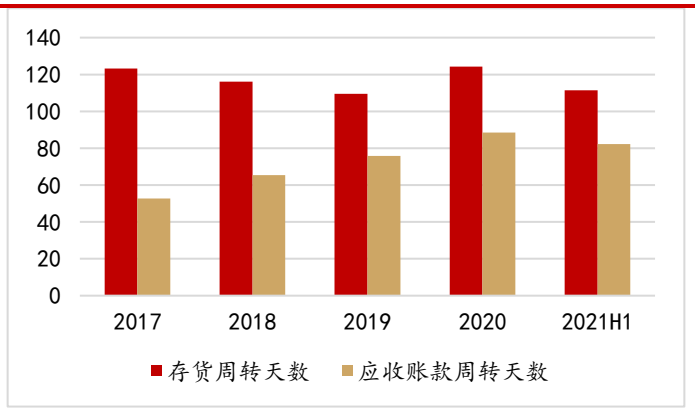
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 62 鞋类行业盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 63 鞋类行业存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司看，奥康国际 21Q1 收入端已实现复苏，21Q2 收入加速增长，我们分析奥康率先复苏主要得益于：1）主业皮鞋业务持续推进年轻化转型，2021H 奥康/康龙收入增速为 53.89%/33.65%、较 19H 增长 12.23%/-6.85%；2）拓展运动赛道，代理斯凯奇和 PUMA，2021H 斯凯奇/PUMA 同比增长 74.50%/58.83%、较 19H 增长 73.98%/64.01%；3）转型数字化，线上占比 17.11%，2021H 线上增长 31.28%，下半年试水抖音，线上收入占比有望进一步提升。从净利端看，受品牌投放加大影响有所承压，2021 年上半年净利率 5.43%、较 19H 下降 1.72PCT。

表 232021H 鞋类公司分渠道情况

	线上占比	线上同比增速	线上较 19H 增速	直营占比	直营同比增速	直营较 19H 增速	加盟占比	加盟同比增速	加盟较 19H 增速

奥康国际	18	31	40	58	77	14	24	23	-6
哈森股份	-	-	-	96	57	-14	4	43	-28
天创时尚	31	19	69	61	12	-15	8	29	-21
红蜻蜓	29	14	-3	8	-2	-51	63	3	-23

资料来源：Wind，华西证券研究所。

表 24 鞋类公司 2021H1 情况

	收入增速(%)	较 19H 收入增速(%)	归母净利增速(%)	较 19H 归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
奥康国际	52.44	14.87	331.95	-14.85	27.45	8.68	43.05	5.43	142.99	124.20	-1.58	87.79
哈森股份	22.90	-24.81	125.70	-31.49	48.59	3.35	56.17	1.27	339.24	28.54	-3.44	104.40
天创时尚	15.01	-5.44	10.00	-65.85	40.05	11.08	58.50	4.28	183.37	44.73	0.85	90.05
红蜻蜓	16.67	-18.47	-31.16	-76.24	19.27	10.93	32.47	2.02	148.85	118.09	-4.57	108.21
达芙妮国际	-65.19	-94.51	131.69	111.48	20.04	94.78	18.90	88.9%	-	80.73	1.64	-
千百度	21.11	-16.76	253.32	-157.1	49.40	6.79	60.06	4.41	211.14	44.86		-
九兴控股	35.97	-7.60	693.33	-20.05	2.91	11.16	20.00	4.59	65.40	79.45	-0.30	-

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 25 鞋类公司 2021 年第二季度情况

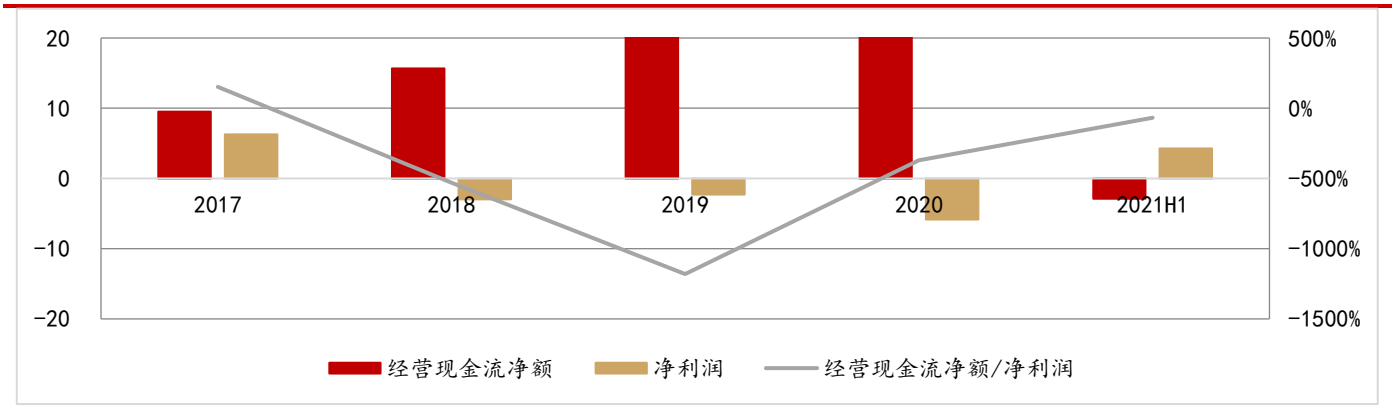
	收入增速(%)	收入较 19Q2 增速(%)	归母净利增速(%)	归母净利较 19Q2 增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
奥康国际	21.27	15.11	111.10	112.50	29.65	8.55	42.68	5.01	-	-	2.18	101.47
哈森股份	34.61	-18.95	88.14	72.73	51.52	3.90	57.81	-1.14	-	-	0	106.93
天创时尚	7.02	-5.59	-63.31	-80.72	42.18	8.40	60.45	3.14	-	-	3.81	87.02
红蜻蜓	15.50	-10.46	-74.48	-86.11	23.21	8.85	34.03	0.75	-	-	3.8	123.54

资料来源：Wind，华西证券研究所

从营运能力看，存货总金额进一步增加，2021H 鞋类板块上市公司存货为 39.21 亿元、同比增长 6.06%、较年初增长 1.8%；存货周转天数为 111 天、同比下降 26 天、较 2019H 下降 4 天，奥康国际（存货周转天数，较 19H：143 天，-25 天）、千百度（211 天，-59 天）公司存货周转恢复疫情前水平。2021H 鞋类板块上市公司应收账款周转天数为 82 天、较 2020H 下降 25 天、较 2019H 上升 3 天。

21H 鞋类上市公司经营现金流转正。21Q2 经营现金流/净利为 293.05%、同比下降 68.51PCT、较 19Q2 上升 73.97PCT。

图 64 鞋类行业经营现金流净额及净利润（亿元）



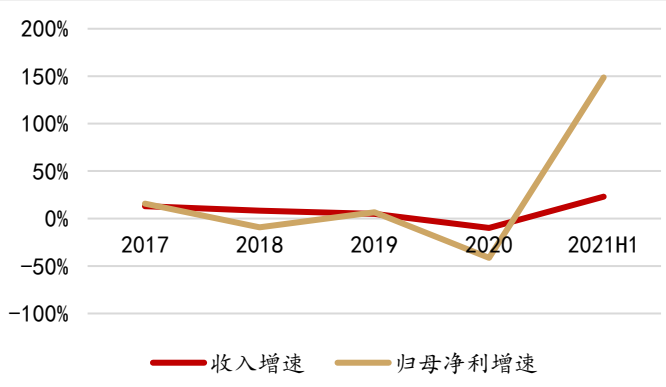
资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 纺织行业：纱线受益于棉价超预期上涨，运动户外代工产业链景气度高

3.1. 运动户外代工产业链相关行业：受益于下游景气度+疫情抢份额

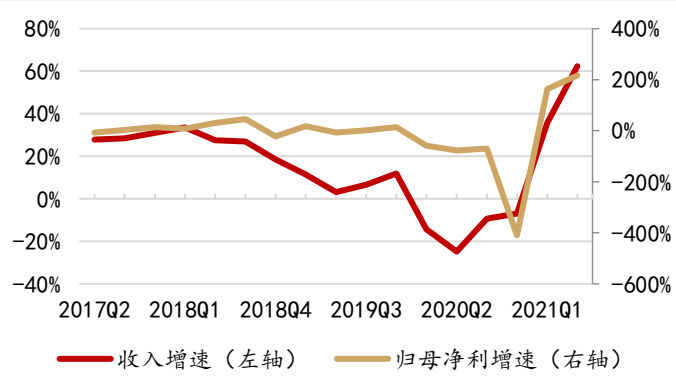
2021H1 运动户外代工产业链上市公司收入、归母净利分别同比增长 23.08%/216.48%，较 19H 增长 17%/215%。**利润率恢复疫情前水平。**2021H1 毛利率和净利率分别为 26.66%/8.43%、同比提高 3.74/4.26PCT、较 19H1 提高 0.57/0.23PCT。

图 65 体育户外代工产业链收入、归母净利润增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 66 体育户外代工产业链分季度收入、归母净利增速

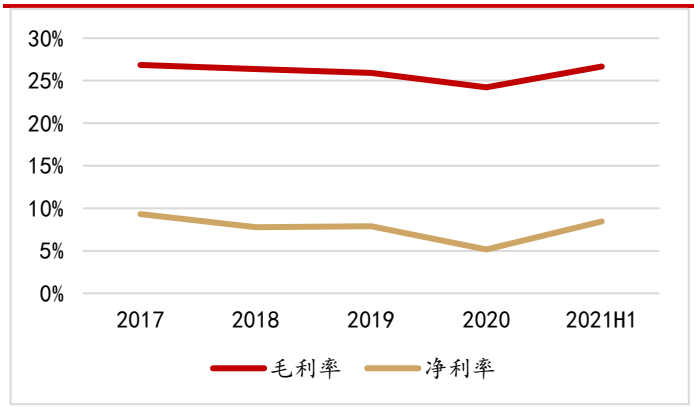


资料来源：Wind，华西证券研究所

2021Q2，运动户外代工产业链上市公司收入、归母净利增速分别为 62%/217%，较 19Q2 增长 **19.54%/27.27%、环比 Q1 加速（21Q1 较 19Q1 增长 6%/27%）**。2021Q2 毛

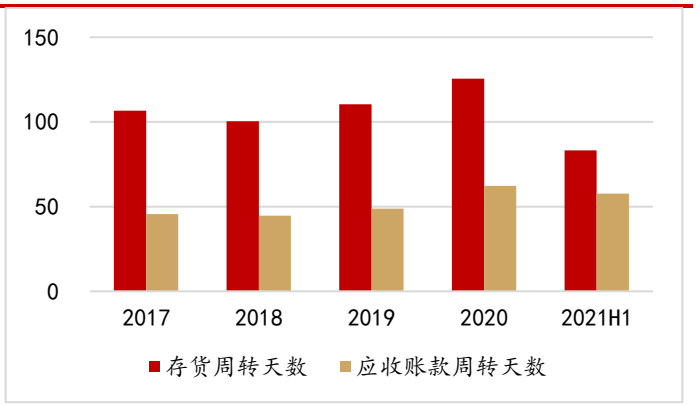
利率和净利率分别为 28.69%/15.29%，同比提高 5.52/5.95PCT，较 19Q2 提高 1.11/3.95PCT。

图 67 体育户外代工产业链盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 68 体育户外代工产业周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

Q2 为代工旺季，浙江自然和华利集团受益于投产增速更高。浙江自然 20 年下半年提前投产，21 年上半年收入、归母净利较 19H 增长 37%、44%，从利润率看，浙江自然定位充气床垫利基赛道+垂直一体化贡献，毛利率/净利率高达 41%/28%。华利集团上半年即使在人民币升值导致单价下滑 5%的情况下，新工厂投产叠加老工厂扩张仍带动收入增长 18%。

此外，上半年，受到人民币升值、原材料涨价以及运费上涨延迟发货以及海外疫情影响，部分公司利润率有所下降，其中**申洲国际**上半年收入同比+11%、归母净利-11%，利润率同比下降 5PCT 至 19.6%。而**华利集团**受益客户集中度提升带来的规模效应，净利率提升 4.57PCT 至 15.75%；**安利股份**毛利率/净利率同比提高 5.9/10.4PCT 至 24%/7%，主要来自客户结构优化；**华生科技** 2021H 毛利率仅微降 0.1PCT 至 43%，主要来自新设备去年年底投产带来的效率提升；**浙江自然**毛利率 40.75%、同比下降 0.66PCT，但降幅好于预期，主要由于：（1）公司做了低价原材料储备、汇率套保；（2）TPU 产品占比提升、叠加产品结构调整；（3）21H 募投项目改性 TPU 产线投产，替代部分从中国台湾进口的原材料，对毛利率下降有所对冲；（4）自动化占比提升，人效同比提高 39%。

表 26 体育户外代工产业链 2021H1 情况

	公司名称	收入增速(%)	较19H1收入增速(%)	归母净利增速(%)	较19H1归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
上游原材料	安利股份	72.24	18.00	525	277	3.08	9.79	24.26	7.32	89.59	37.63	-0.21	87.54
	台华新材	72.68	42.51	416	80.47	1.12	9.21	28.16	14.20	161	68.74	0.79	78.95
	华生科技	153	120	165	181	0.52	5.77	43.09	30.64	68.16	94.58	0.04	81.27
成衣代工	申洲国际	11.09	10.65	-11	-7.85	0.65	8.37	29.66	19.55	124	61.98	-	-

鞋类代工	华利集团	18.23	-	66.58	-	0.88	5.38	28.63	15.74	67.96	48.17	0.57	90.13
	裕元集团	17.66	-5.12	224	2.64	12.63	6.34	25.76	4.33	80.91	41.97	-	-
内衣袜子	健盛集团	25.10	10.15	96.40	-25	3.32	9.75	27.75	11.86	137	73.08	0.08	99.53
箱包代工	开润股份	3.65	-19	50.79	-15	11.53	11.01	28.45	9.05	110	68.81	-0.81	111
户外代工	浙江自然	44.72	36.85	44.73	44.27	2.47	6.04	40.75	27.74	82.34	49.44	0.85	85.09

资料来源：Wind，华西证券研究所

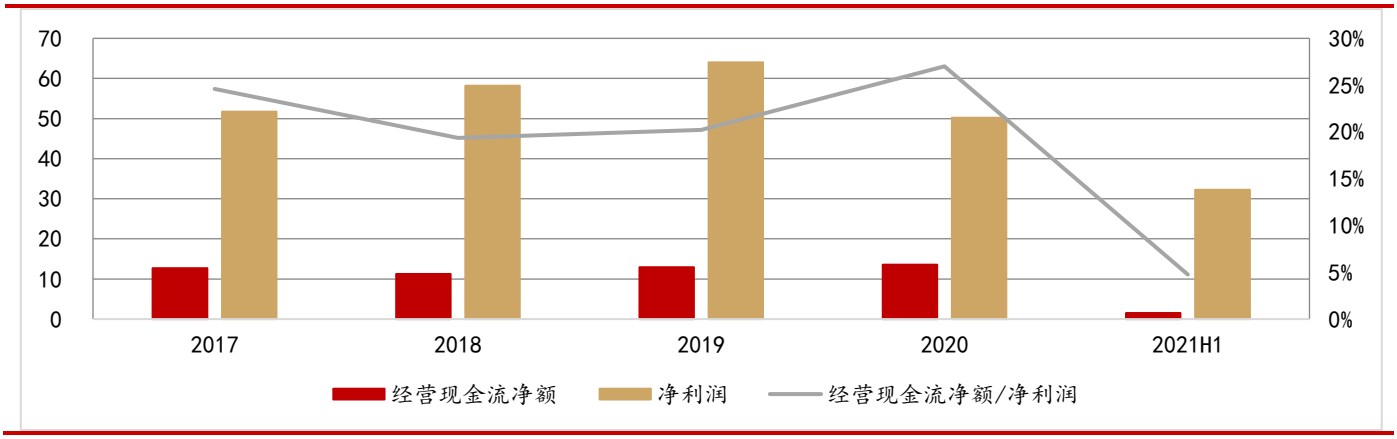
表 27 体育户外代工产业链相关公司 2021 年第二季度情况

		收入增速(%)	较 19Q2 收入增速（%）	归母净利增速(%)	较 19Q2 归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	应收账款周转天湖	经营净现金流/净利
上游原材料	安利股份	95.05	19.00	601.40	171.94	3.14	3.92	24.77	8.29	-	1.16
	台华新材	84.27	49.05	393.49	81.11	1.09	4.00	27.52	24.35	-	1.61
	华生科技	112.19		113.31		0	2.74	42.53	31.29	-	0.86
鞋类代工	华利集团	28.52	-	93.24	-	0.40	3.98	28.05	15.89	-	0.43
内衣袜子	健盛集团	39.54	17.22	19134	-18.67	3.22	6.44	28.71	12.21	-	-0.39
箱包代工	开润股份	28.88	-13.64	59.62	-23.53	13.20	5.20	29.64	8.86	-	1.21
户外代工	浙江自然	37.06	-	0.76	-	2.22	1.48	40.36	28.03	-	0.97

资料来源：Wind，华西证券研究所-

从营运能力看，2021H 户外代工产业链相关公司应收账款周转天数为 49 天、较 2020H 下降 6 天、较 2019H 上升 1 天。从现金流看，2021H 户外代工产业链相关公司板块经营活动现金流量净额/净利为 17.57%、同比下降 220.65PCT，较 2019H 下降 91.15PCT。

图 69 体育户外代工产业净利润与经营现金流净额（亿）

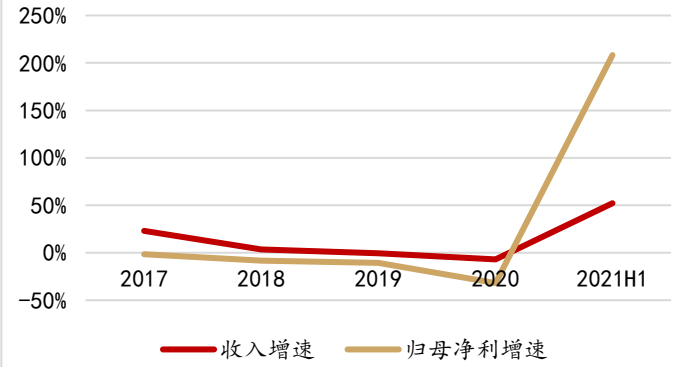


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 受益大宗商品上涨+海外订单回流，棉纺、羊毛、锦纶等产业链表现靓丽

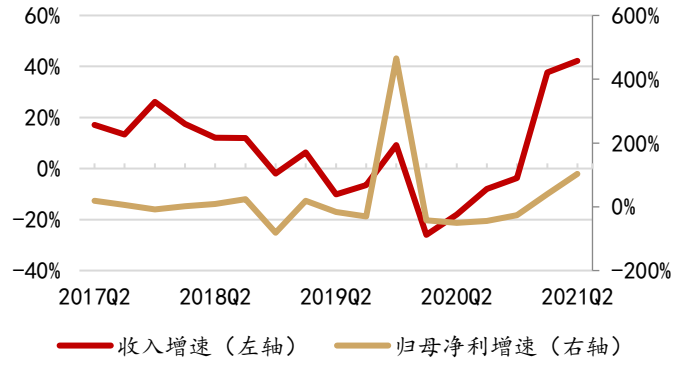
纺织公司上半年恢复情况较好，主要得益于棉花、羊毛等大宗商品涨价，以及海外疫情导致订单流入。2021H 其他纺织公司板块收入和归母净利增速分别为 52.15%和 208.27%、较 19H 增长 10.47%/33.71%。2021H 毛利率和净利率分别为 16.94%和 7.84%、同比提高 2.92/3.25PCT、较 19H 提高 0.73/0.99PCT。

图 70 其他纺织公司收入、归母净利润增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

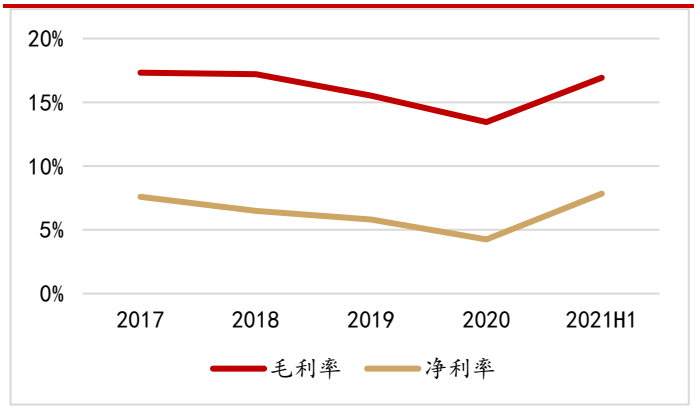
图 71 其他纺织公司分季度收入、归母净利增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

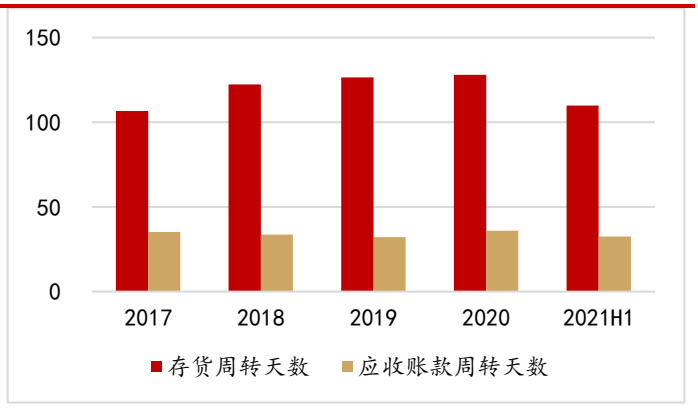
2021Q2 其他纺织公司行业收入、归母净利增速分别为 42.20%/103.07%，同比 19Q2 提高 15.02%/0.48%、**环比 Q1 加速（21Q1 较 19Q1 增长 2%/-19%）**。毛利率、净利率分别为 17.53%/8.12%，同比增加 1.90PCT/2.46PCT，较 19Q2 下降 3.54/1.22PCT。

图 72 其他纺织公司盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 73 其他纺织公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华西证券研究所

从上市公司看，2021H 百隆东方较 2019H 收入和归母净利增速最快、分别为 37%/145%，**21Q2 毛利率同环比继续提升**，我们分析主要得益于：（1）3 月提价贡献延续至 Q2；（2）越南低价棉花库存贡献；（3）订单结构改善、色纺纱占比进一步提升；我们分析百隆东方份额提升带来了议价能力提升、以及订单结构改善，有望弱化公司周期性。**棉纺产业链公司天虹纺织**上半年受益棉价上涨收入/归母净利也实现较疫情前 19H 增长 23%/173%。**但华孚时尚受新疆棉事件影响、业绩出现分化**，21H 较 19H 归母净利仍有 14%降幅。

伟星股份主营服装辅料，受益疫情后服装下游复苏、带动公司业绩快速复苏，上半年收入/归母净利较 19H 增长 13%/43%，**上半年扣非净利达到历史最高水平，主要来自产品升级带动毛利率提升及智能工厂带来的降本增效带动费用率优化。**单季度来看，21Q2 收入/归母净利较 19Q2 增长 17%/31%，收入环比加速。

新澳股份 21Q2 收入/归母净利较 19Q2 增长 31%/47%、环比 Q1 加速，我们分析主要得益于：1）羊毛涨价带来的提价、进入毛利改善区间；2）中国在疫情中率先恢复，海外疫情导致订单转移到国内；3）公司 2017-2020 年逆周期扩产，毛精纺纱产能年复合增长率达 18%，2021 年产能爬坡释放；此外公司收购邓肯、设立新澳羊绒来拓展新品类羊绒纱线带来新增量。

表 28 其他纺织公司 2021H1 情况

	收入增速(%)	较19H1收入增速(%)	归母净利增速(%)	较19H1归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	存货周转天数	应收账款周转天数	经营净现金流/净利	销售收现/收入(%)
华孚时尚	53.98	16.41	259	-14	0.67	2.78	7.86	3.67	108	20.33	5.68	110
伟星股份	31.40	12.75	-4.28	42.57	6.88	13.23	39.62	15.75	88.19	51.66	0.11	89.67
浔兴股份	30.23	9.67	98.97	61.79	15.00	10.78	37.47	7.79	85.52	67.90	-0.31	82.16
如意集团	-20.4	-56	-393	-189	19.07	19.70	33.82	-17	644	712	6.88	661.9
兴业科技	87.08	14.79	1.10	67.08	5439	7.67	25.92	14.39	171	52.67	0.85	112.5
航民股份	98.33	31.24	0.89	-17	10.34	3.67	11.70	6.67	57.82	9.79	1.02	104.5

百隆东方	48.98	36.86	0.41	145	304	6.25	20.85	14.04	204	29.86	1.31	104
新澳股份	63.45	11.76	1.49	31	89.73	5.72	20.14	10.40	145	37.75	-2.18	88.61
孚日股份	21.09	-3.24	14.98	-36	3.19	3.98	18.16	6.77	106	42.14	1.98	109
新野纺织	4.29	-12.2	-44	-58	0.41	3.98	11.61	2.59	233	58.22	15.40	109
鲁泰A	-2.91	-30.3	6.51	-63	2.19	11.78	18.42	6.46	202	57.25	1.27	98.57
联发股份	29.03	18.98	2.37	-35	-58	5.85	13.97	4.75	64.08	31.14	1.29	83.91
天虹纺织	52.49	23.05	3.72	173	12192	5.47	22.77	10.54	84.69	27.21	-	-
魏桥纺织	38.09	-2.88	1.32	183	276	1.95	11.73	7.70	63.94	10.39	-	-
超盈国际控股	47.60	29.70	105	44.91	4.67	7.35	24.42	8.10	120	67.07	-	-

资料来源：Wind，华西证券研究所

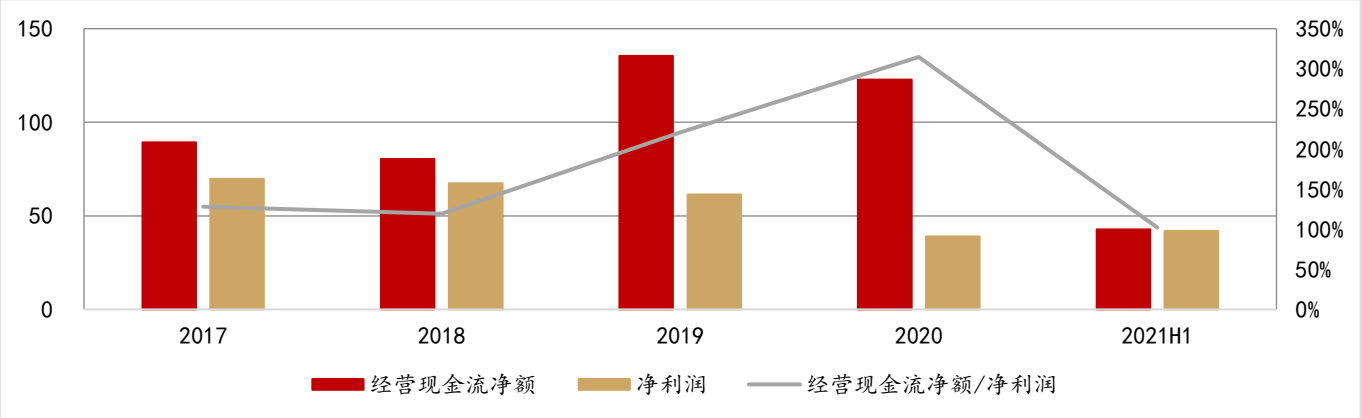
表 29 其他纺织公司 2021 年第二季度情况

	收入增速(%)	较19Q2收入增速（%）	归母净利增速(%)	较19Q2归母净利增速(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	应收账款周转天数	经营净现金流/净利
华孚时尚	44.94	26.82	207.18	-5.03	0.08	2.06	8.11	3.69	-	5.02
伟星股份	30.25	17.33	-14.53	30.61	4.47	7.55	41.38	20.28	-	0.57
浔兴股份	31.72	11.89	0.56	9.80	13.49	6.24	37.51	9.58	-	0.12
如意集团	-25.89	-62.34	-773.95	-225	17.6	16	33.44	-40.18	-	-0.92
兴业科技	76.65	33.33	1235.50	104.26	1.14	4.36	29.44	18.12	-	0.85
航民股份	79.00	32.19	-0.63	-15.15	1.05	2.01	15.12	8.71	-	1.10
百隆东方	61.30	52.01	404.22	221.57	0.39	4.74	23.56	16.01	-	1.02
新澳股份	90.83	30.89	361.96	46.99	1.16	2.23	20.51	11.52	-	-1.97
孚日股份	36.80	-8.91	0.80	-34.96	3.91	3.74	19.34	6.74	-	1.41
新野纺织	-13.12	-15.21	-38.92	-58.67	0.34	1.02	11.09	2.68	-	23.42
鲁泰A	-18.61	-25.18	94.50	-63.43	2.12	4.89	18.82	6.10	-	2.93
联发股份	56.20	36.16	-36.18	-2.13	2.31	3.08	13.86	7.00	-	1.08

资料来源：Wind，华西证券研究所

应收账款周转提升，现金流显着改善。从营运能力看，2021H 末其他纺织公司板块上市公司应收账款周转天数为 33 天、较 2020H 下降 8 天、较 2019H 下降 3 天。21H 经营现金流净额/净利润为 98%，同比上升 186.59PCT，同比 19H 上升 49.24PCT。

图 74 其他纺织公司净利润与经营现金流净额（亿）



资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 投资建议

展望 Q3，纺织板块处于淡季、服装板块可能也由于 7、8 月的疫情、台风、洪水等影响线下增速回落，但我们仍维持整个板块的持续推荐、行情并未结束，目前品牌服装正在召开明年春夏的订货会，增长势头仍然延续。

目前时点，我们推荐三条主线：（1）Q3 业绩确定性高：推荐报喜鸟、百隆东方，受益标的：牧高笛、新澳股份；（2）Q4 有望迎来拐点、展望明年估值处于底部品种：推荐健盛集团、开润股份，受益标的锦泓集团、鲁泰 A；（3）高景气度、看估值切换品种：推荐太平鸟、比音勒芬、华利集团、欣贺股份。

表 30 重点跟踪公司

	代码	公司名称	评级	收盘价（元）	市值（亿元）	EPS（元）		PE	
						2021E	2022E	2021E	2022E
H 股	1234.HK	中国利郎	买入	4.86	58.20	0.60	0.67	6.74	6.03
	2331.HK	李宁	买入	104.50	2,607.77	1.44	1.84	60.36	47.24
	2020.HK	安踏体育	买入	160.00	4,325.33	3.09	3.94	43.07	33.77
	3998.HK	波司登	买入	6.36	689.80	0.20	0.25	26.45	21.16
A 股	601339	百隆东方	买入	6.04	90.60	0.77	0.85	7.84	7.11
	002154	报喜鸟	买入	6.04	73.54	0.45	0.60	13.42	10.07
	300218	安利股份	买入	19.03	41.29	0.69	0.98	27.58	19.42
	603365	水星家纺	买入	15.75	42.00	1.31	1.49	12.02	10.57

603877	太平鸟	买入	45.00	214.53	2.06	2.67	21.84	16.85
605080	浙江自然	买入	67.92	68.68	2.19	2.97	31.01	22.87
300979	华利集团	买入	81.33	949.12	2.45	3.14	33.20	25.90
003016	欣贺股份	买入	13.78	59.48	0.84	1.00	16.40	13.78
002832	比音勒芬	买入	25.66	141.12	1.18	1.43	21.75	17.94
603587	地素时尚	买入	21.24	102.21	1.53	1.78	13.88	11.93
603558	健盛集团	买入	8.80	34.58	0.72	0.97	12.22	9.07
300577	开润股份	买入	18.93	45.46	0.84	1.42	22.54	13.33
002293	罗莱生活	买入	11.51	95.22	0.87	1.00	13.23	11.51
002327	富安娜	买入	8.30	68.85	0.78	0.91	10.64	9.12
002563	森马服饰	买入	9.46	254.86	0.58	0.68	16.31	13.91
600398	海澜之家	买入	7.49	323.54	0.69	0.82	10.86	9.13
002127	南极电商	增持	7.89	193.69	0.50	0.71	15.78	11.11
603808	歌力思	增持	15.63	57.69	1.09	1.27	14.34	12.31
600400	红豆股份	增持	2.88	72.96	0.06	0.07	48.00	41.14
002780	三夫户外	增持	20.94	30.44	0.21	0.39	99.71	53.69
300840	酷特智能	增持	11.63	27.91	0.31	0.39	37.52	29.82

资料来源：wind，华西证券研究所。另注：港股公司收盘价和市值单位为 HKD，其余均为人民币，1 港元=0.8317 元人民币；收盘价和市值均采用 2021 年 8 月 31 日收盘数据。

5. 风险提示

终端销售低迷；疫情发展的不确定性；原材料波动风险；库存高企；系统性风险。

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名， 2013年Wind金牌分析师第4名， 2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布尔日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布尔日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。