

证券研究报告—深度报告

纺织服装

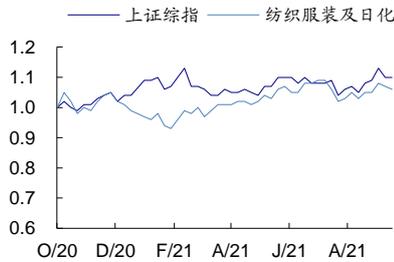
中报与二季报总结

超配

(维持评级)

2021年10月05日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《纺织服装海外跟踪系列十四: NikeQ1: 供应短缺下调全年指引, 预计FY23供应改善》——2021-09-27
《纺织服装双周报 202115 期: 疫情反复, 关注增长景气拐点》——2021-09-16
《纺织服装双周报 202114 期-短期略有波动, 把握加仓良机》——2021-09-06
《纺织服装 9 月投资策略: 短期波动下把握长期买点》——2021-09-03
《纺织服装双周报 202113 期: 环境因素扰动, 布局长期买点》——2021-08-18

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391
E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

独立性声明:

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

行业投资策略

上半年反弹明显, 关注后疫情时代的长远机遇

● 行业回顾: 业绩恢复疫情前水平, 存货周转加快

2021 1H A 股纺服收入+28%, 净利润+80%, 均超 19 年同期, 毛利率 30.5%, -1.1 p.p. ROE +3.3p.p., 存货周转天数-39 天。2021 1H, 港股纺服收入+29.5%, 净利润+129.9%, 均超 19 年同期。毛利率 44.2%, +2.0 p.p. ROE 10.7%, -2.6 p.p.; 存货周转天数-16 天。2021 年 Q2, A 股纺服板块收入+28.1%, 净利润+24.0%。

● 重点公司: 上半年复苏好于行业, 下半年预期增速进入常态

2021 1H A 股纺服四成重点公司的净利润、超五成重点公司的毛利率、七成重点公司的存货周转好于疫情前。2021 1H 港股纺服五成重点公司的净利润, 75%重点公司的毛利率, 75%重点公司的存货周转好于 19 年同期。Q2 延续 Q1 复苏态势, 但下半年基数提高, 增速预期将恢复常态。

● 点评汇总: 多数公司业绩表现出色, 供需两旺

运动鞋服: 安踏体育、李宁、特步国际受益国货热情增长出色, 申洲国际静候疫后效益释放, 华利集团产能效率大增。男装女装板块, 比音勒芬、地素时尚、江南布衣业绩稳健增长, 海澜之家、歌力思业绩逐步恢复, 中国利郎上调指引。童装/快时尚/制造供应板块, 稳健医疗逐步进入新常态, 森马服饰看好后疫情恢复弹性, 太平鸟业绩持续高质量增长, 开润股份业绩回暖, 百隆东方和天虹纺织受棉价利好业绩大幅增长。

● 风险提示

1. 疫情反复多次冲击; 2. 企业恶性竞争加剧; 3. 汇率与原材料价格波动。

● 投资建议: 上半年反弹明显, 关注后疫情时代的长远机遇

半数以上公司疫后复苏明显, 部分优质公司业绩甚至大幅超过疫情前水平。后续随着板块基数逐步提高, 增速进入常态, 我们建议关注品牌力、产品力、经营效率与健康度领先的优质企业, 有望在疫情后持续显示长远竞争力。港股重点推荐申洲国际、安踏体育、李宁、波司登、特步国际、滔搏, A 股重点推荐华利集团、太平鸟、森马服饰、稳健医疗。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
02313	申洲国际	买入	137.30	2076	3.40	4.81	40.4	28.5
02020	安踏体育	买入	121.57	3306	3.00	3.81	40.5	31.9
02331	李宁	买入	74.65	1874	1.50	1.82	49.6	41.0
03998	波司登	买入	7.37	501	0.19	0.24	24.1	18.9
01368	特步国际	买入	4.59	239	0.34	0.43	26.7	20.8
06110	滔搏	买入	9.03	460	0.52	0.62	14.2	11.9
300979	华利集团	买入	7.64	1032	2.36	2.97	37.4	29.8
603877	太平鸟	买入	20.35	185	2.21	2.75	17.5	14.1
002565	森马服饰	买入	80.33	206	0.62	0.74	12.3	10.3
300888	稳健医疗	买入	1.09	343	3.77	4.50	21.3	17.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

行业回顾：业绩恢复疫情前水平，存货周转加快	5
21年上半年A股纺织服装整体：收入增长28%，净利润增长80%.....	5
21年上半年A股子版块：制造板块收入增长显著，女装利润大幅反弹.....	6
21年上半年港股纺织服装整体：收入提升29%，净利润提升130%.....	7
21Q2A股整体：继续复苏，周转加快.....	9
21Q2A股子版块：增长势头良好，利润率水平提升，周转改善.....	10
重点公司：上半年复苏好于行业，下半年预期增速进入常态	13
21年上半年业绩：业绩和经营效率同比大幅改善，多数超过疫情前.....	13
21Q2业绩：业绩和经营情况继续改善.....	16
关注公司业绩预期：下半年增速将回归正常.....	18
点评汇总：多数公司业绩表现出色，供需两旺	20
安踏体育：业绩超预期，看好长期份额提升.....	20
李宁：业绩增长迅猛，国货龙头空间可期.....	21
特步国际：业绩出色，5年规划彰显信心.....	22
申洲国际：上半年非经因素影响，静候疫后效益释放.....	22
华利集团：业绩出色，看好成长确定性.....	23
宝胜国际：业绩超预期，看好低估值反弹.....	24
比音勒芬：业绩稳健增长，毛利率创新高.....	24
海澜之家：业绩恢复，看好龙头成长韧性.....	25
中国利郎：渠道转型，指引上调.....	26
地素时尚：高质量稳步成长，未来可期.....	26
歌力思：主业重启成长，线上下协同发展.....	27
江南布衣：收入业绩健康成长，看好龙头设计师品牌保持领先.....	28
稳健医疗：逐步进入新常态，看好长期潜力.....	28
森马服饰：看好后疫情恢复弹性，期待重回增长.....	29
太平鸟：业绩持续高质量增长，未来可期.....	30
开润股份：业绩回暖，期待进一步恢复.....	30
百隆东方：棉价、产能双轮驱动业绩增长.....	31
天虹纺织：业绩大幅增长，稳健扩张.....	32
投资建议：上半年反弹明显，关注后疫情时代的长远机遇	33
国信证券投资评级	35
分析师承诺	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

图 1: 2013-2021 年 H1 A 股纺服板块营业总收入与变化情况	5
图 2: 2013-2021 年 H1 A 股纺服板块归母净利润与变化情况	5
图 3: 2013-2021 年 H1 A 股纺服板块毛利率与净利率变化情况	5
图 4: 2014-2021 年 H1 A 股纺服板块 ROE 变化情况	6
图 5: 2014-2021 年 H1 A 股纺服板块周转天数	6
图 6: 2013-2021 年 H1 A 股纺服细分板块营收变化情况	6
图 7: 2013-2021 年 H1 A 股纺服细分板块归母净利润变化	6
图 8: 2013-2021 年 H1 A 股纺服细分板块毛利率变化情况	7
图 9: 2013-2021 年 H1 A 股纺服板块净利率变化情况	7
图 10: 2014-2021 年 H1 A 股纺服细分板块 ROE 变化情况	7
图 11: 2014-2021 年 H1 A 股纺服细分板块存货周转天数	7
图 12: 2014-2021 年 H1 A 股纺服细分板块应收周转天数	7
图 13: 2014-2021 年 H1 A 股纺服细分板块应付周转天数	7
图 14: 2013-2021 年 H1 港股纺服板块营业总收入与变化	8
图 15: 2013-2021 年 H1 港股纺服板块归母净利润与变化	8
图 16: 2013-2021 年 H1 港股纺服板块毛利率与净利率变化情况	8
图 17: 2014-2021 年 H1 港股纺服板块 ROE 变化	9
图 18: 2014-2021 年 H1 港股纺服板块存货周转天数变化	9
图 19: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块营收变化情况	9
图 20: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块归母净利润	9
图 21: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块利润率水平	10
图 22: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块 ROE	10
图 23: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块营运资金周转	10
图 24: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服细分板块营收增速	11
图 25: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服细分板块净利增速	11
图 26: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块毛利率	12
图 27: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块净利率	12
图 28: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块 ROE	12
图 29: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块存货周转	12
图 30: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块应收周转	12
图 31: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块应付周转	12
表 1: A 股重点上市公司 2021 年上半年收入和归母净利润及增长情况	13
表 2: A 股重点上市公司 2021 年上半年毛利率和费用率及变化情况	14
表 3: A 股重点上市公司 2021 年上半年营运资金周转天数及变化情况	14
表 4: 港股重点上市公司 2021 年上半年收入和归母净利润及变化情况	15
表 5: 港股重点上市公司 2021 年上半年利润率及变化情况	15
表 6: 港股重点上市公司 2021 年上半年营运资金周转及变化情况	15
表 7: 港股重点公司上半年流水增长情况	16
表 8: A 股重点上市公司 2021 年 Q2 收入和归母净利润及变化情况	16
表 9: A 股重点上市公司 2021 年 Q2 毛利率和费用率及变化情况	17
表 10: A 股重点上市公司 2021 年 Q2 营业资金周转天数及变化情况	17
表 11: 港股重点上市公司季度流水/同店增长表现	18
表 12: 纺服板块关注公司 2021 2H~2023 年收入预期增速	19
表 13: 纺服板块关注公司 2021 2H~2023 年净利润预期增速	20
表 14: 安踏体育盈利预测及市场重要数据	21
表 15: 李宁盈利预测及市场重要数据	22
表 16: 特步国际盈利预测及市场重要数据	22
表 17: 申洲国际盈利预测及市场重要数据	23
表 18: 华利集团盈利预测及市场重要数据	24
表 19: 宝胜国际盈利预测及市场重要数据	24
表 20: 比音勒芬盈利预测及市场重要数据	25
表 21: 海澜之家盈利预测及市场重要数据	26
表 22: 中国利郎盈利预测及市场重要数据	26
表 23: 地素时尚盈利预测及市场重要数据	27
表 24: 歌力思盈利预测及市场重要数据	28
表 25: 江南布衣盈利预测及市场重要数据	28

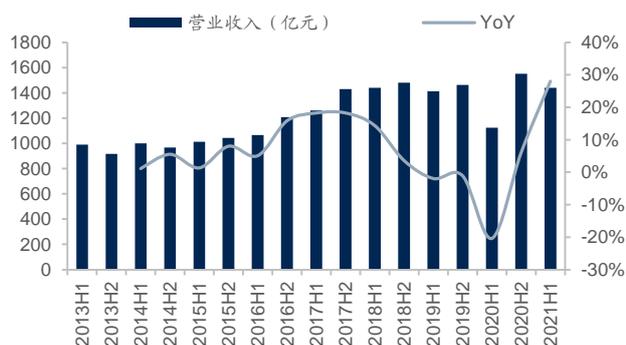
表 26: 稳健医疗盈利预测及市场重要数据.....	29
表 27: 森马服饰盈利预测及市场重要数据.....	30
表 28: 太平鸟盈利预测及市场重要数据	30
表 29: 开润股份盈利预测及市场重要数据.....	31
表 30: 百隆东方盈利预测及市场重要数据.....	32
表 31: 天虹纺织盈利预测及市场重要数据.....	32

行业回顾：业绩恢复疫情前水平，存货周转加快

21年上半年A股纺服整体：收入增长28%，净利润增长80%

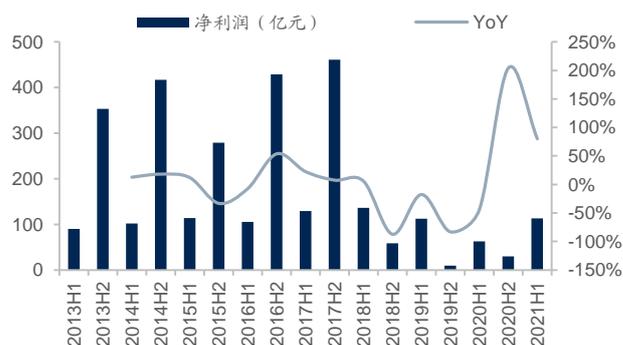
2021年上半年，A股纺服板块总体收入同比增长28.0%，同比19年同期增长1.9%，恢复至疫情前水平。净利润总体增长80.2%，同比19年同期增长0.5%，同样恢复至疫情前水平。其中纺织板块收入恢复最显著，女装板块净利润恢复最显著。

图1：2013-2021年H1 A股纺服板块营业总收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：采用整体法，经回溯调整。

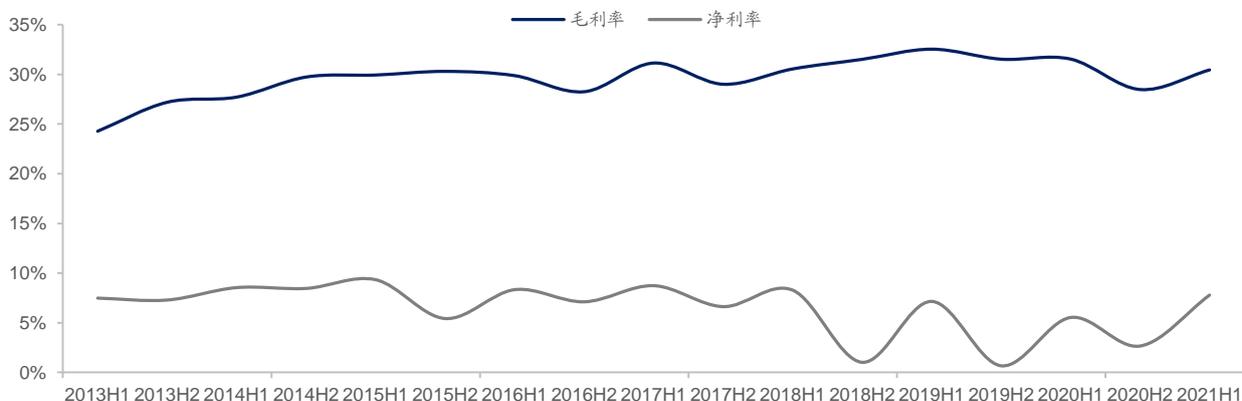
图2：2013-2021年H1 A股纺服板块归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：采用整体法，经回溯调整。

利润水平方面，21年上半年纺服板块毛利率小幅下滑，净利率回升。纺服板块毛利率为30.5%，同减1.1 p.p.，净利率7.8%，同增2.3 p.p.，主要受到女装板块净利率强劲的恢复所推动。

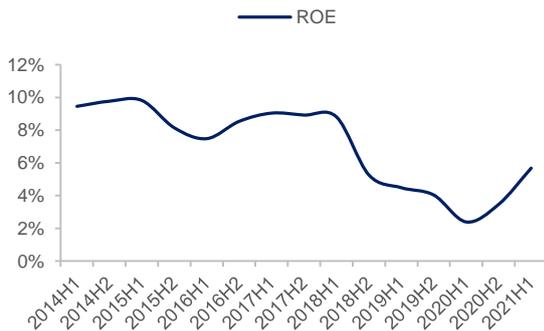
图3：2013-2021年H1 A股纺服板块毛利率与净利率变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：采用整体法，经回溯调整。

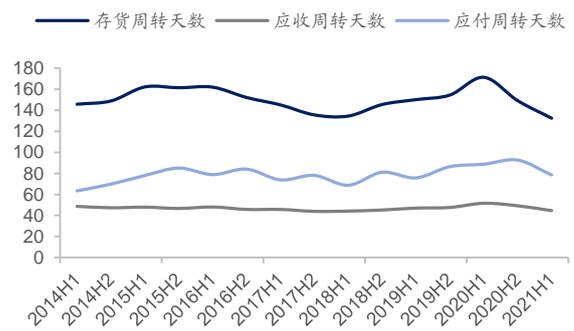
营运方面，上半年纺服板块总体ROE提升3.3 p.p.，主要受纺织制造，男装，女装板块的恢复推动；板块整体存货周转天数下降，同比19/20年同期分别下降18/39天，各个板块存货周转均同比改善，应收和应付账款周转分别同比改善7/10天。

图 4: 2014-2021 年 H1 A 股纺织服装板块 ROE 变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 5: 2014-2021 年 H1 A 股纺织服装板块周转天数

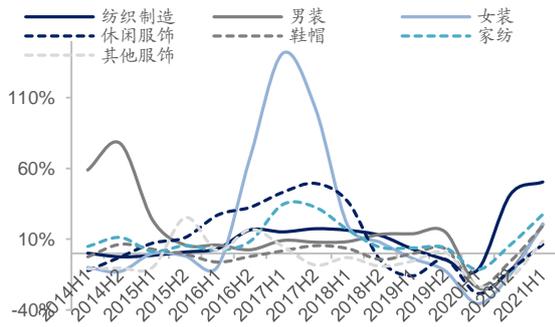


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

21 年上半年 A 股子版块: 制造板块收入增长显著, 女装利润大幅反弹

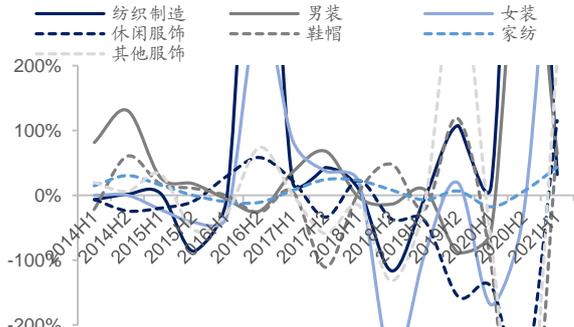
具体看细分子行业, 纺织制造、女装、休闲服饰板块表现较好。从收入端看, 2021 年 H1 纺织制造板块继续维持 20 年下半年的高增长, 其余板块也有不同程度的复苏, 从净利润看, 女装, 其他服饰, 休闲服饰增幅均超过 1 倍。从营收增速来看, 纺织制造 (+50.4%) > 家纺 (27.4%) > 女装 (20.9%) > 男装 (20.0%) > 鞋帽 (19.3%) > 其他服饰 (8.5%) > 休闲服饰 (6.3%)。从净利润增速看, 女装 (593.5%) > 其他服饰 (207.9%) > 休闲服饰 (115.6%) > 鞋帽 (81.5%) > 男装 (64.1%) > 家纺 (43.6%) > 纺织制造 (32.2%)。

图 6: 2013-2021 年 H1 A 股纺织服装细分板块营收变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

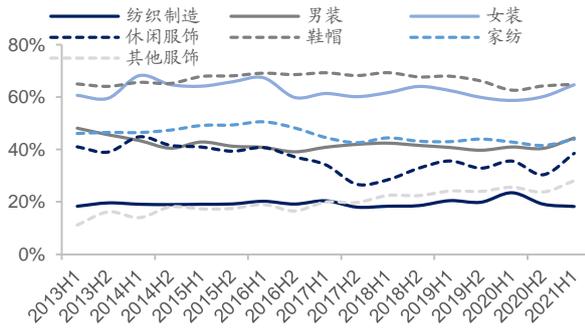
图 7: 2013-2021 年 H1 A 股纺织服装细分板块归母净利润变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

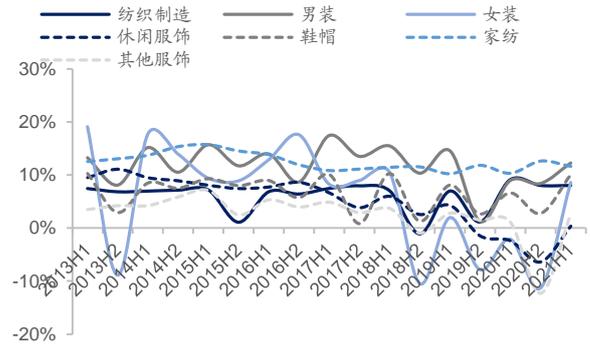
利润水平方面, 女装、男装、休闲服饰提升显著。毛利率增速方面, 女装 (6p.p.) > 男装 (3.4p.p.) > 休闲服饰 (3p.p.) > 其他服饰 (2.5p.p.) > 鞋帽 (2.2p.p.) > 家纺 (1.1p.p.) > 纺织制造 (-5.2p.p.); 净利率增速方面, 女装 (10.7p.p.) > 鞋帽 (3.4p.p.) > 男装 (3.3p.p.) > 休闲服饰 (2.7p.p.) > 其他服饰 (1.5p.p.) > 家纺 (1.3p.p.) > 纺织制造 (-1.1p.p.)。

图 8: 2013-2021 年 H1 A 股纺织细分板块毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

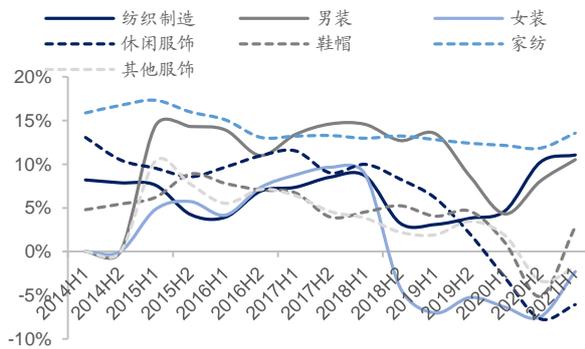
图 9: 2013-2021 年 H1 A 股纺织板块净利率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

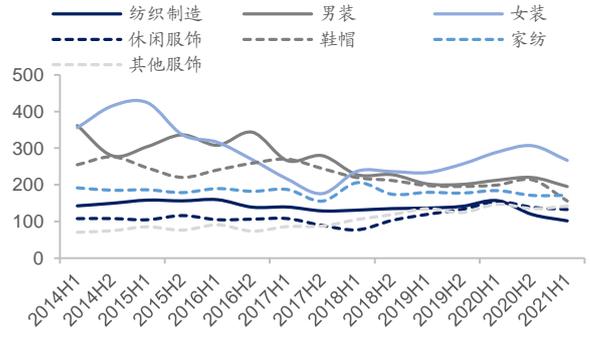
营运方面, 纺织制造、男装、女装 ROE 提升显著, 营运资金周转总体优化。ROE 增速方面, 纺织制造 (6.4p.p.) > 男装 (6.2p.p.) > 女装 (4.1p.p.) > 鞋帽 (1.8p.p.) > 家纺 (1.4p.p.) > 休闲服饰 (-3p.p.) > 其他服饰 (-3.6p.p.); 存货周转天数方面, 纺织制造 (-55) > 鞋帽 (-43) > 女装 (-23) > 休闲服饰 (-22) > 男装 (-17) > 家纺 (-13) > 其他服饰 (-5); 应收周转天数方面, 鞋帽 (-22) > 纺织制造 (-13) > 女装 (-7) > 其他服饰 (-4) > 男装 (-2) > 家纺 (-2) > 休闲服饰 (0); 应付周转天数方面, 女装 (-16) > 鞋帽 (-13) > 纺织制造 (-10) > 家纺 (0) > 男装 (1) > 其他服饰 (7) > 休闲服饰 (11)。

图 10: 2014-2021 年 H1 A 股纺织细分板块 ROE 变化情况



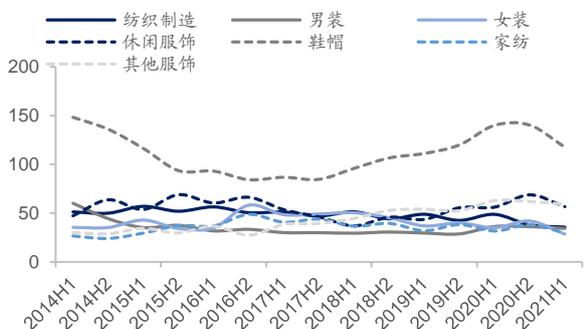
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 11: 2014-2021 年 H1 A 股纺织细分板块存货周转天数



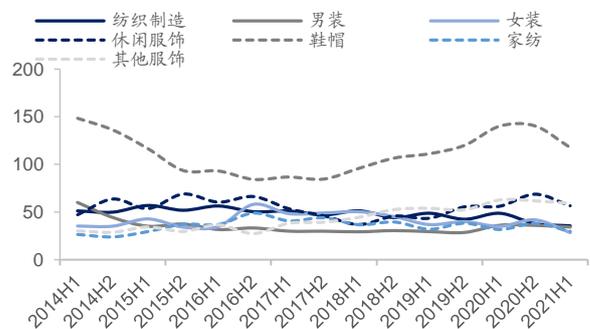
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 12: 2014-2021 年 H1 A 股纺织细分板块应收周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 13: 2014-2021 年 H1 A 股纺织细分板块应付周转天数

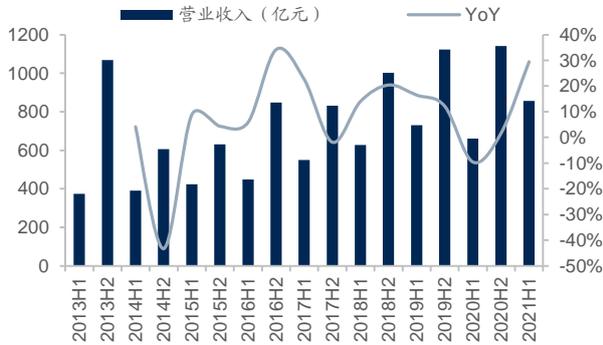


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

21 年上半年港股纺织整体: 收入提升 29%, 净利润提升 130%

2021年上半年,港股纺服板块整体营收上升29.5%,同比19年同期增长17.1%,净利润增长129.9%,同比19年同期增长86%(部分港股公司未披露上半财年业绩,我们采用整体法,剔除这部分公司与之前年份相比,得出的结果可能有一定偏差),景气度良好。

图 14: 2013-2021 年 H1 港股纺服板块营业总收入与变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 15: 2013-2021 年 H1 港股纺服板块归母净利润与变化

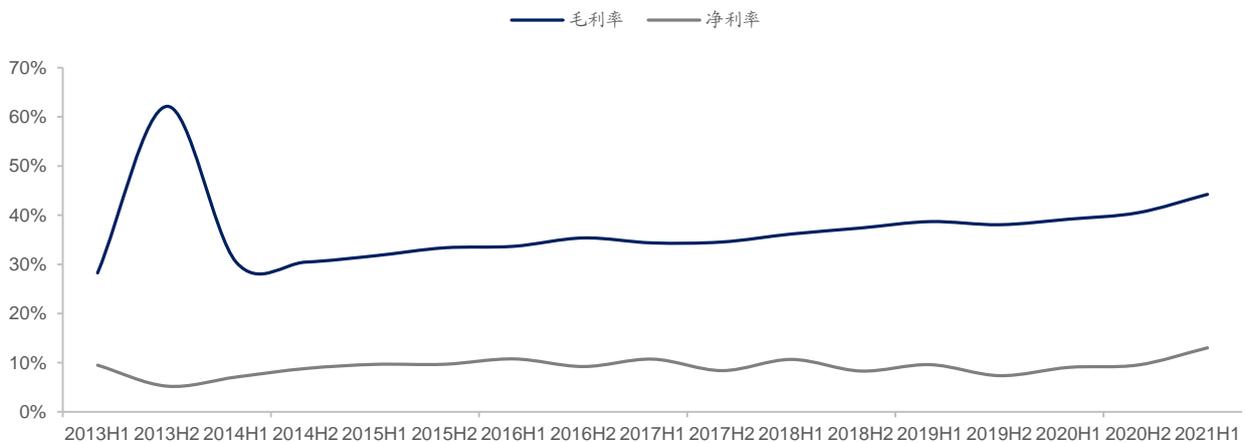


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

港股纺服板块整体利润水平提升。2021 上半年港股纺服板块毛利率为 44.2%, 同增 2.0 p.p.; 净利率 13.0%, 同增 4.0 p.p。

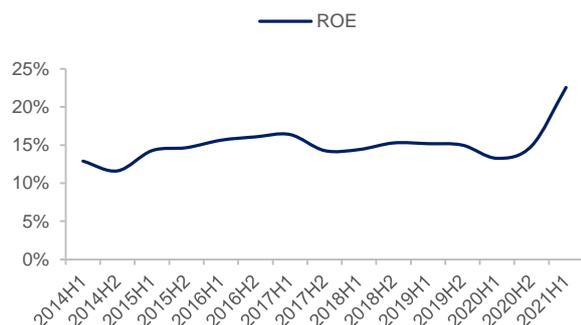
营运方面, ROE 回升, 营运资金周转优化。ROE 为 10.7%, 同减 2.6 p.p.; 存货周转天数同减 16 天, 但仍略高于 19 年同期水平, 应收转款周转天数同减 12 天, 应付账款周转天数同减 14 天。

图 16: 2013-2021 年 H1 港股纺服板块毛利率与净利率变化情况



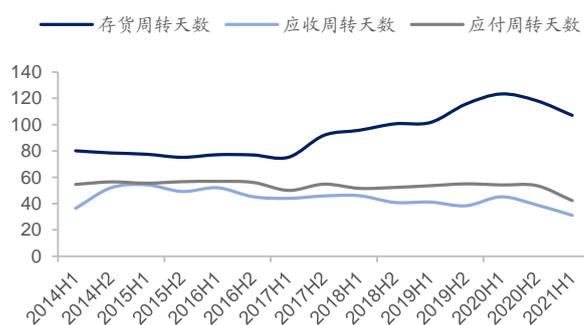
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 17: 2014-2021 年 H1 港股纺服板块 ROE 变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 18: 2014-2021 年 H1 港股纺服板块存货周转天数变化

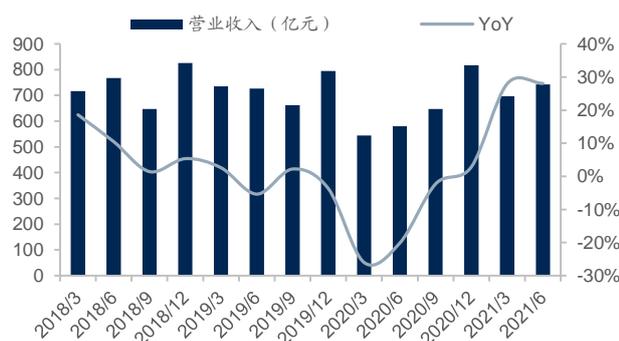


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

21Q2 A 股整体: 继续复苏, 周转加快

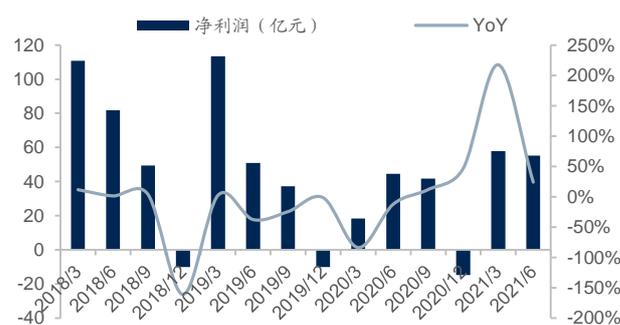
2021 年第二季度, A 股纺服板块业绩复苏。Q2 收入同增 28.1%, 净利润同增 24.0%, 同比 19 年同期均改善, 纺织制造板块贡献收入增长, 女装贡献净利润增长。

图 19: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块营收变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 20: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块归母净利润

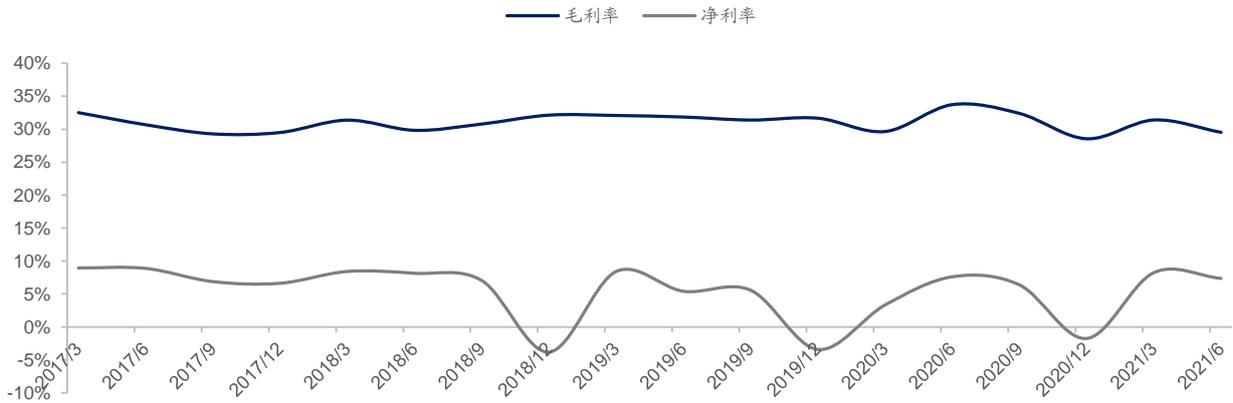


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

纺服板块利润水平显著回升。Q2 纺服板块整体毛利率为 29.5%, 同减 3.9p.p., 主要为纺织板块所拖累; 净利率为 7.4%, 同增 0.2p.p.

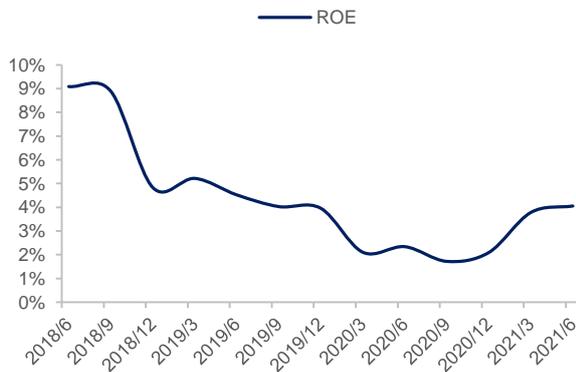
从营运方面来看, 纺服板块周转加快。板块整体存货周转天数为 143 天, 同减 29 天; 应收账款周转天数 48 天, 同减 4 天, 应付账款周转天数为 85 天, 同减 4 天。

图 21: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块利润率水平



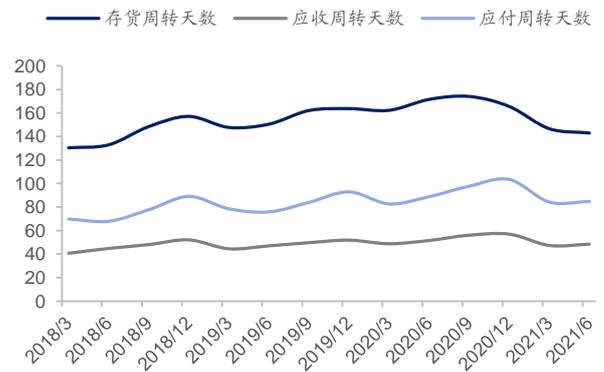
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 22: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 23: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服板块营运资金周转

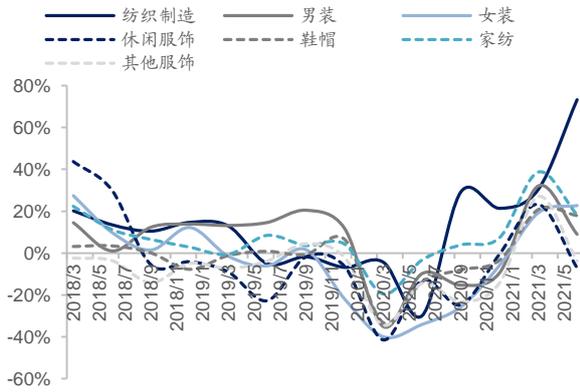


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

21Q2 A 股子板块: 增长势头良好, 利润率水平提升, 周转改善

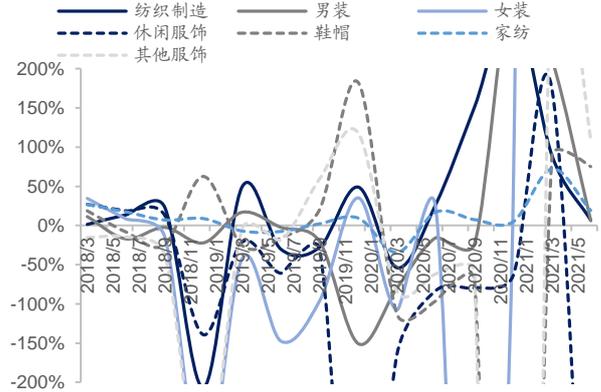
分板块看, 各个板块营业收入维持良好增长势头, 净利润反弹显著。从收入增速看, 纺织制造 (73.3%) > 女装 (22.7%) > 家纺 (18.2%) > 鞋帽 (17.9%) > 男装 (9%) > 其他服饰 (-3.8%) > 休闲服饰 (-7.1%)。从净利润增速看, 女装 (286.6%) > 其他服饰 (109.7%) > 鞋帽 (75.1%) > 家纺 (19.3%) > 纺织制造 (6.6%) > 男装 (6.2%) > 休闲服饰 (-640.4%)。

图 24: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺织细分板块营收增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

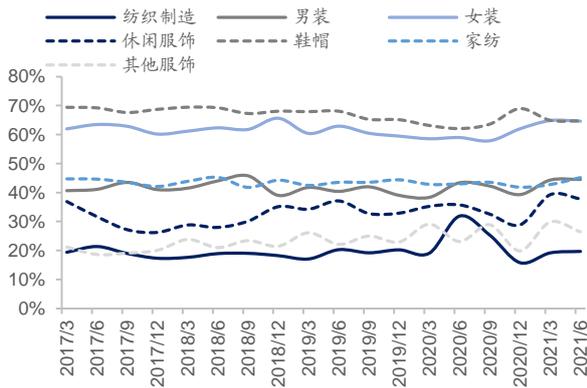
图 25: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺织细分板块净利增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

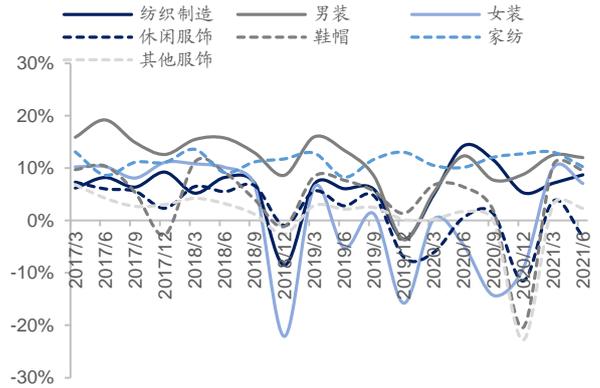
除纺织制造和休闲服饰外, 各板块利润水平持平或大幅提升。从毛利率增长来看, 女装 (5.7p.p.) > 其他服饰 (3.3p.p.) > 鞋帽 (2.6p.p.) > 家纺 (2.2p.p.) > 休闲服饰 (2.1p.p.) > 男装 (1.1p.p.) > 纺织制造 (-12.2p.p.)。从净利率增长来看, 女装 (11.7p.p.) > 鞋帽 (3.1p.p.) > 其他服饰 (0.6p.p.) > 家纺 (0.1p.p.) > 男装 (-0.3p.p.) > 休闲服饰 (-3.7p.p.) > 纺织制造 (-5.5p.p.)。

图 26: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

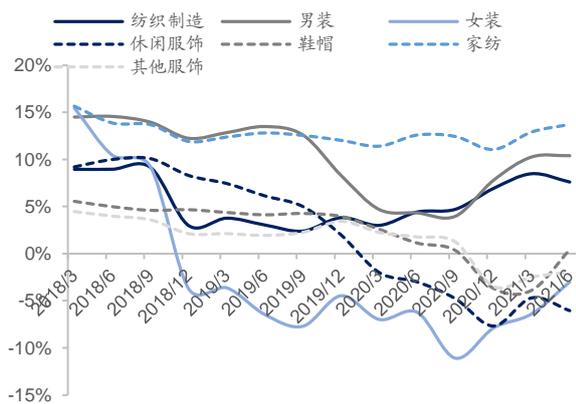
图 27: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

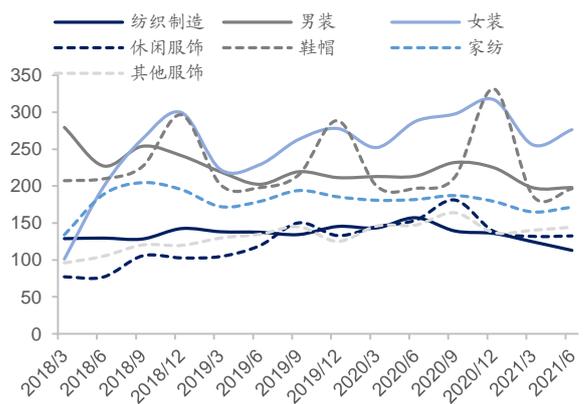
营运方面, 存货、应收周转天数均环比改善。存货周转天数方面各子板块均有改善, 纺织制造 (-44) > 休闲服饰 (-21) > 男装 (-15) > 女装 (-11) > 家纺 (-10) > 其他服饰 (-3) > 鞋帽 (-1); 应收周转天数方面, 鞋帽 (-13) > 纺织制造 (-8) > 女装 (-6) > 其他服饰 (-3) > 男装 (-2) > 家纺 (-1) > 休闲服饰 (0), 应付周转天数方面, 女装 (-11) > 纺织制造 (-6) > 家纺 (1) > 男装 (3) > 其他服饰 (8) > 休闲服饰 (11) > 鞋帽 (12)。

图 28: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块 ROE



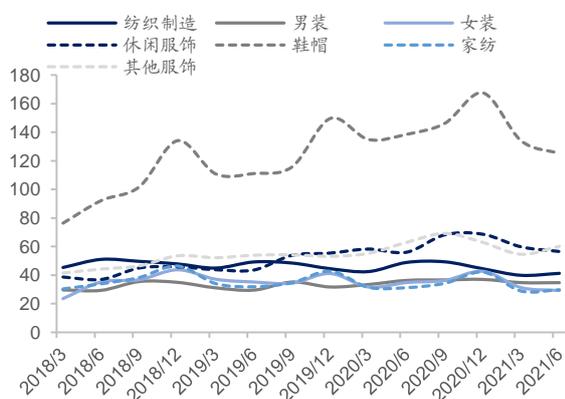
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 29: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块存货周转



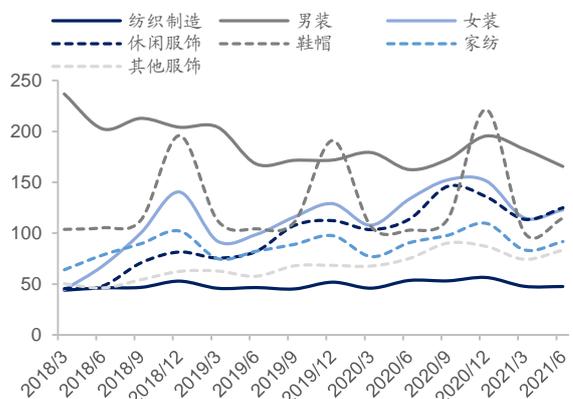
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 30: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块应收周转



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

图 31: 2018Q1-2021Q2 分季度 A 股纺服子板块应付周转



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 采用整体法, 经回溯调整。

重点公司：上半年复苏好于行业，下半年预期增速进入常态

21年上半年业绩：业绩和经营效率同比大幅改善，多数超过疫情前

A股方面：2021年上半年约四成重点公司净利润超过疫情前水平，少于25%的公司净利润降幅相比19年同期在0%~20%之间，35%的公司净利润降幅相比19年同期在20%以上。

1. 净利润相比19年同期增速为正的公司有：稳健医疗(+231%)、太平鸟(+212%)、百隆东方(145%)、台华新材(+80.5%)、比音勒芬(41%)、罗莱生活(36%)、地素时尚(15%);
2. 净利润相比19年同期降幅在0%至20%之间的公司有：开润股份、华孚时尚、森马服饰、歌力思;
3. 其余公司净利润相比19年同期降幅在20%以上(华利集团未披露19年上半年净利润，但其相比20年同期增长67%)。

表 1：A股重点上市公司 2021 年上半年收入和归母净利润及增长情况

证券代码	证券简称	收入(亿)	YoY	相比 19 年同期	归母净利润(亿)	YoY	相比 19 年同期
300979.SZ	华利集团	81.9	18.2%	/	12.9	66.6%	/
603055.SH	台华新材	18.4	72.7%	42.5%	2.6	415.9%	80.5%
601339.SH	百隆东方	39.2	49.0%	36.9%	5.5	304.0%	145.2%
000726.SZ	鲁泰 A	22.2	-2.9%	-30.3%	1.5	6.5%	-62.7%
300577.SZ	开润股份	9.9	3.7%	-19.0%	1.0	50.8%	-14.7%
603558.SH	健盛集团	9.1	25.1%	10.1%	1.1	96.4%	-24.8%
002042.SZ	华孚时尚	85.5	54.0%	16.4%	3.0	-259.2%	-14.2%
300888.SZ	稳健医疗	40.6	-2.9%	92.8%	7.6	-26.3%	231.0%
002563.SZ	森马服饰	65.2	13.6%	-20.7%	6.7	2980.2%	-7.9%
600398.SH	海澜之家	101.3	25.1%	-5.5%	16.5	74.2%	-22.4%
603877.SH	太平鸟	50.1	55.9%	60.7%	4.1	240.5%	211.5%
002029.SZ	七匹狼	15.4	13.9%	-0.8%	0.8	241.2%	-33.0%
601566.SH	九牧王	14.0	24.4%	3.2%	1.2	-40.4%	-62.3%
002293.SZ	罗莱生活	25.3	32.5%	15.5%	2.8	68.8%	36.2%
002832.SZ	比音勒芬	10.2	33.3%	20.8%	2.5	52.1%	41.1%
603808.SH	歌力思	11.0	35.0%	-13.2%	1.9	-28.9%	-2.1%
603587.SH	地素时尚	13.5	37.2%	21.8%	3.9	30.9%	15.0%
603839.SH	安正时尚	15.4	22.4%	36.9%	0.8	-10.4%	-58.3%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从经营情况来看：

除鲁泰 A、稳健医疗外，绝大部分的 A 股重点公司实现毛利率同期增长或持平，5 成以上 A 股重点公司毛利率超过 19 年同期水平。

接近一半的重点公司费用率同比下降，以及相比 19 年同期有所下降。

存货周转方面，所有重点公司存货周转快于去年同期，近 7 成重点公司存货周转快于 19 年同期。除个别公司外，绝大部分重点公司应收和应付周转快于去年同期。

表 2: A 股重点上市公司 2021 年上半年毛利率和费用率及变化情况

证券代码	证券简称	毛利率	同比变化	相比 19 年同期	费用率(三费)	同比变化	相比 19 年同期
300979.SZ	华利集团	28.6%	5.9%	/	6.3%	-1.9%	/
603055.SH	台华新材	28.2%	3.6%	1.1%	11.5%	-4.4%	-1.9%
601339.SH	百隆东方	20.9%	10.5%	2.8%	8.4%	-4.6%	-4.5%
000726.SZ	鲁泰 A	18.4%	-7.9%	-12.2%	15.1%	-2.8%	-0.1%
300577.SZ	开润股份	28.4%	-1.1%	0.3%	23.8%	0.4%	7.6%
603558.SH	健盛集团	27.8%	6.6%	-1.0%	14.5%	-0.1%	1.7%
002042.SZ	华孚时尚	7.9%	6.2%	-2.0%	5.0%	-2.8%	-2.2%
300888.SZ	稳健医疗	52.7%	-5.0%	2.4%	32.4%	5.7%	-4.1%
002563.SZ	森马服饰	44.2%	0.9%	-0.7%	26.4%	-9.4%	-3.4%
600398.SH	海澜之家	43.6%	3.5%	1.9%	19.8%	0.2%	5.0%
603877.SH	太平鸟	55.3%	2.8%	-1.8%	45.9%	-1.2%	-6.0%
002029.SZ	七匹狼	42.1%	5.7%	1.1%	29.8%	-1.4%	-0.4%
601566.SH	九牧王	61.4%	2.1%	4.5%	50.6%	7.8%	13.1%
002293.SZ	罗莱生活	43.9%	-0.5%	-0.3%	28.7%	-2.1%	-2.6%
002832.SZ	比音勒芬	72.0%	7.1%	4.5%	43.9%	3.2%	1.1%
603808.SH	歌力思	68.4%	1.8%	1.4%	49.4%	-6.9%	5.6%
603587.SH	地素时尚	77.3%	1.4%	1.3%	39.6%	1.7%	2.2%
603839.SH	安正时尚	49.5%	7.2%	-5.5%	40.5%	8.5%	6.6%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 3: A 股重点上市公司 2021 年上半年营运资金周转天数及变化情况

证券代码	证券简称	存货周转天数	同比变化	相比 19 年同期	应收账款周转天数	同比变化	相比 19 年同期	应付账款周转天数	同比变化	相比 19 年同期
300979.SZ	华利集团	68	/	/	48	/	/	44	1	/
603055.SH	台华新材	161	-52	-7	61	-15	-75	81	-22	-16
601339.SH	百隆东方	204	-118	-172	30	-2	2	14	-3	-13
000726.SZ	鲁泰 A	202	-66	22	40	4	19	24	-4	-1
300577.SZ	开润股份	110	-24	22	68	4	24	98	-4	23
603558.SH	健盛集团	137	0	6	73	-7	11	33	-3	-3
002042.SZ	华孚时尚	108	-62	-39	19	-4	0	18	-3	8
300888.SZ	稳健医疗	116	0	/	38	17	/	61	-1	/
002563.SZ	森马服饰	129	-94	-42	32	-21	-6	95	-21	13
600398.SH	海澜之家	230	-90	-33	17	-1	5	174	-37	17
603877.SH	太平鸟	185	-28	-52	23	-7	-5	146	-29	-18
002029.SZ	七匹狼	200	-7	26	38	-15	-5	93	-14	5
601566.SH	九牧王	254	-51	20	21	-7	-1	143	-24	22
002293.SZ	罗莱生活	154	-57	-41	35	-8	-5	69	1	4
002832.SZ	比音勒芬	390	-56	-10	26	-4	2	70	20	36
603808.SH	歌力思	289	-77	62	46	-16	-5	83	-19	6
603587.SH	地素时尚	181	-60	-1	8	-2	-1	58	-40	14
603839.SH	安正时尚	286	-37	-4	36	6	14	60	0	8

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

港股方面: 2021 年上半年 75%重点公司实现净利润同比增长, 五成重点公司实现业绩超过 19 年同期水平, 超过 3 成公司相对 19 年同期降幅在 10%以内, 其余不到 2 成公司相对 19 年同期下滑 30%+。

- 1、净利润增长超过 19 年同期水平的公司有: 天虹纺织(+173%)、李宁(147%)、赢家时尚(86%)、安踏体育(55%)、宝胜国际(49%)、361 度;
- 2、净利润相对 19 年同期降幅在 10%以内公司: 特步国际、申洲国际、裕元集团、晶苑国际;
- 3、净利润相对 19 年同期降幅在 30%+公司: 中国利郎、普拉达。

表 4: 港股重点上市公司 2021 年上半年收入和归母净利润及变化情况

证券代码	证券简称	收入(亿)	YoY	相比 19 年同期	归母净利润(亿)	YoY	相比 19 年同期
2020.HK	安踏体育	228.1	55.5%	54.0%	38.4	131.6%	54.7%
2331.HK	李宁	102.0	65.0%	63.0%	19.6	187.2%	146.8%
3813.HK	宝胜国际	130.7	11.4%	-2.2%	6.4	5063.7%	48.8%
1368.HK	特步国际	41.3	12.4%	23.2%	4.3	72.0%	-7.9%
1361.HK	361 度	31.1	15.7%	-4.0%	4.0	32.9%	9.3%
2313.HK	申洲国际	113.7	11.1%	10.6%	22.3	-11.4%	-7.9%
0551.HK	裕元集团	310.5	7.4%	-10.9%	11.0	-213.6%	-3.6%
2232.HK	晶苑国际	68.1	4.5%	-13.3%	4.1	110.5%	-0.5%
2678.HK	天虹纺织	125.3	52.5%	22.9%	12.9	12192.3%	173.4%
1234.HK	中国利郎	13.5	23.9%	-12.1%	2.7	0.9%	-30.1%
3709.HK	赢家时尚	30.8	53.7%	130.2%	2.8	112.8%	85.5%
1913.HK	普拉达	115.4	54.6%	-6.0%	7.5	-152.1%	-38.3%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从经营情况来看:

除了申洲国际和赢家时尚毛利率同比略微下滑外, 其余八成以上的港股重点公司毛利率同期提升, 75%的港股重点公司毛利率相对 19 年同期提升;

不到五成的港股重点公司费用率同比下降(包括李宁、特步国际、宝胜国际、361 度、天虹纺织), 1/3 的港股重点公司费用率同比 19 年下降。

周转方面, 全部港股重点公司存货周转天数同比减少, 75%的公司存货周转天数同比 19 年持平或减少。除个别公司外, 应收和应付账款周转均同比改善。

表 5: 港股重点上市公司 2021 年上半年利润率及变化情况

证券代码	证券简称	毛利率	同比变化	相比 19 年同期	费用率(三费)	同比变化	相比 19 年同期
2020.HK	安踏体育	63.2%	6.3%	7.1%	37.5%	1.9%	5.8%
2331.HK	李宁	55.9%	6.4%	6.2%	33.2%	-4.3%	-6.3%
3813.HK	宝胜国际	36.1%	6.1%	1.6%	30.7%	-0.1%	-0.5%
1368.HK	特步国际	41.8%	1.3%	-2.8%	31.7%	-4.1%	0.1%
1361.HK	361 度	41.8%	4.0%	1.0%	27.9%	-1.1%	-2.6%
2313.HK	申洲国际	29.7%	-1.2%	-1.2%	7.2%	0.1%	-1.8%
0551.HK	裕元集团	25.8%	5.4%	0.7%	19.8%	0.0%	0.0%
2232.HK	晶苑国际	18.6%	0.0%	-0.1%	11.3%	11.3%	11.3%
2678.HK	天虹纺织	22.8%	11.4%	9.2%	9.6%	-1.9%	0.0%
1234.HK	中国利郎	49.5%	10.1%	8.1%	26.6%	13.8%	13.1%
3709.HK	赢家时尚	73.5%	-0.2%	1.2%	62.3%	0.6%	2.5%
1913.HK	普拉达	74.3%	3.86%	2.6%	/	/	/

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 6: 港股重点上市公司 2021 年上半年营运资金周转及变化情况

证券代码	证券简称	存货周转天数	同比变化	相比 19 年同期	应收账款周转天数	同比变化	相比 19 年同期	应付账款周转天数	同比变化	相比 19 年同期
2020.HK	安踏体育	116	-17	30	27	-18	-7	44	-45	-20
2331.HK	李宁	53	-30	-20	13	-9	-11	52	-25	-15
3813.HK	宝胜国际	129	-16	-8	21	-4	-3	30	15	20
1368.HK	特步国际	77	-15	-2	131	-22	13	112	-27	23
1361.HK	361 度	70	-41	-24	145	-13	-4	106	-44	-51
2313.HK	申洲国际	124	-9	-14	62	0	4	25	4	2
0551.HK	裕元集团	81	-7	0	42	-8	-2	30	6	8
2232.HK	晶苑国际	57	-7	0	40	-11	-8	44	4	8
2678.HK	天虹纺织	85	-49	-31	27	-3	-3	68	-13	-11
1234.HK	中国利郎	207	24	78	77	-74	-22	92	-20	-9
3709.HK	赢家时尚	149	-70	-46	34	-14	-5	60	-2	21
1913.HK	普拉达	302	-168	35	34	-17	-4	132	-68	3

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从整体营运表现看, 2021 年上半年港股重点公司流水大幅增长。

在去年疫情冲击下，各个港股重点公司均实现终端销售的大幅回升，部分公司上升水平大幅超过去年同期下滑水平。例如李宁实现接近 100% 的流水增长，安踏和 FILA 分别实现 37.5% 和 52.5% 的流水增长（中位数），特步实现 30%+ 流水增长（估算值）。

表 7：港股重点公司上半年流水增长情况

证券代码	证券简称	口径	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1
02020	安踏体育	安踏品牌流水	高双位数	10-20%低段	/	35-40%
		FILA 品牌流水	/	/	中单位数	50-55%
		其他品牌流水	85-90%	60-65%	高单位数	90-95%
02331	李宁	整个平台流水（不含李宁 Young）	10%-20%中段	20%-30%低段	10%-20%低段下跌	90%-100%低段
		线下流水	10%-20%中段	10%-20%中段	10%-20%中段下跌	90%-100%中段
01368	特步国际	特步品牌零售流水	20%*	20%+*	-10%+*	30%+*
03818	中国动向	整个平台	中低单位数	10-20%低段	低单位数	/
03998	波司登	主品牌 20/21 财年前 9 个月流水	30%以上	30%以上	25%以上	/
		其他品牌 20/21 财年前 9 个月流水	20%以上	40%以上	40%以上	/

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

21Q2 业绩：业绩和经营情况继续改善

A 股方面：2021 年 Q2 七成以上重点公司净利润有增长，1/3 公司净利润超过 19 年同期水平，1/3 公司净利润同比 19 年同期下滑 20% 内，1/3 公司净利润同比 19 年同期下滑 20% 以上。

1. 净利润比 19 年同期增长的公司：太平鸟（+358%）、百隆东方（+222%）、比音勒芬（+116%）、台华新材（80.8%）、罗莱生活（+59%）、地素时尚（+35%）；
2. 净利润比 19 年同期降幅在 0% 至 20% 之间的公司有：健盛集团、华孚时尚、森马服饰、海澜之家、歌力思；
3. 净利润比 19 年同期降幅在 20% 以上的公司有：鲁泰 A、开润股份、七匹狼、九牧王、安正时尚。华利集团和稳健医疗未披露 19 年 Q2 业绩，但它们净利润分别同比 2020 年 Q1 增长 93%/-61%。

表 8：A 股重点上市公司 2021 年 Q2 收入和归母净利润及变化情况

证券代码	证券简称	收入	YoY	相比 19 年同期	归母净利润	YoY	相比 19 年同期
300979.SZ	华利集团	44.9	28.5%	/	7.1	93.2%	/
603055.SH	台华新材	11.0	84.3%	49.0%	1.6	393.5%	80.8%
601339.SH	百隆东方	20.5	61.3%	52.0%	3.3	404.2%	222.1%
000726.SZ	鲁泰 A	12.3	18.6%	-25.2%	0.8	94.5%	-63.5%
300577.SZ	开润股份	5.4	28.9%	-13.5%	0.5	59.6%	-24.3%
603558.SH	健盛集团	5.0	39.5%	17.3%	0.6	19134.4%	-18.9%
002042.SZ	华孚时尚	47.1	44.9%	26.8%	1.7	-207.2%	-5.0%
300888.SZ	稳健医疗	17.9	-33.6%	/	2.8	-60.7%	/
002563.SZ	森马服饰	32.1	7.0%	-21.8%	3.1	7499.7%	-16.7%
600398.SH	海澜之家	46.4	9.1%	0.2%	8.1	23.9%	-11.8%
603877.SH	太平鸟	23.4	27.8%	60.5%	2.1	85.5%	357.7%
002029.SZ	七匹狼	6.1	-11.5%	0.2%	0.2	-72.6%	-42.9%
601566.SH	九牧王	5.8	7.8%	5.8%	0.2	-83.5%	-56.7%
002293.SZ	罗莱生活	12.1	19.2%	15.7%	1.0	3.9%	58.7%
002832.SZ	比音勒芬	4.9	22.4%	31.0%	0.9	47.7%	115.5%
603808.SH	歌力思	5.6	39.5%	-12.4%	0.9	398.8%	-8.2%
603587.SH	地素时尚	7.0	20.3%	32.0%	1.9	10.7%	35.0%
603839.SH	安正时尚	7.2	4.5%	25.7%	0.01472	-87.9%	-98.4%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从经营情况来看：

21 年 Q2，65%+ 的 A 股重点公司毛利率同比上升，65%+ 的重点公司毛利率超过 19 年同期的水平；

35% 的公司费用率同比下降，超过半数的公司费用率同比 19 年同期下降；

全部重点公司存货周转比同期加快,超过半数公司周转快于19年同期。除个别公司外,大部分重点公司应收和应付款周转同比加速。

表 9: A 股重点上市公司 2021 年 Q2 毛利率和费用率及变化情况

证券代码	证券简称	毛利率	同比变化	相比 19 年同期	费用率(三费)	同比变化	相比 19 年同期
300979.SZ	华利集团	28.0%	6.4%	/	5.5%	-2.1%	/
603055.SH	台华新材	27.5%	3.2%	0.6%	11.4%	-2.6%	-1.1%
601339.SH	百隆东方	23.6%	18.0%	3.0%	9.6%	-4.7%	-3.2%
000726.SZ	鲁泰 A	18.8%	-6.4%	-11.8%	14.5%	-5.1%	-0.5%
300577.SZ	开润股份	29.6%	2.5%	-1.7%	24.0%	0.6%	5.9%
603558.SH	健盛集团	28.7%	11.0%	-2.5%	14.8%	-2.4%	2.8%
002042.SZ	华孚时尚	8.1%	9.5%	-1.2%	4.7%	-2.6%	-2.3%
300888.SZ	稳健医疗	50.1%	-8.7%	/	37.5%	11.2%	/
002563.SZ	森马服饰	44.4%	-0.8%	-3.6%	29.2%	-8.6%	-2.7%
600398.SH	海澜之家	44.4%	-0.7%	5.2%	19.9%	0.1%	4.2%
603877.SH	太平鸟	54.6%	1.7%	-2.0%	47.1%	3.0%	-7.4%
002029.SZ	七匹狼	48.0%	8.9%	0.2%	39.9%	5.7%	-1.3%
601566.SH	九牧王	62.8%	1.5%	5.6%	61.5%	15.4%	11.8%
002293.SZ	罗莱生活	45.6%	-0.1%	1.0%	32.2%	3.4%	-2.2%
002832.SZ	比音勒芬	71.3%	2.8%	0.2%	51.4%	2.2%	-4.9%
603808.SH	歌力思	67.5%	0.7%	-1.7%	52.7%	1.0%	8.2%
603587.SH	地素时尚	76.4%	-0.3%	-2.1%	37.3%	2.1%	-2.7%
603839.SH	安正时尚	44.8%	8.7%	-11.3%	41.6%	10.8%	3.9%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 10: A 股重点上市公司 2021 年 Q2 营业资金周转天数及变化情况

证券代码	证券简称	存货周转天数	同比变化	相比 19 年变化	应收账款周转天数	同比变化	相比 19 年变化	应付账款周转天数	同比变化	相比 19 年变化
300979.SZ	华利集团	68	/	/	48	/	/	44	/	/
603055.SH	台华新材	161	-52	-7	61	-15	-75	81	-22	-16
601339.SH	百隆东方	204	-118	-172	30	-2	-30	14	-3	-13
000726.SZ	鲁泰 A	202	-66	22	40	4	-17	24	-4	-1
300577.SZ	开润股份	110	-24	22	68	4	-40	98	-4	23
603558.SH	健盛集团	137	0	6	73	-7	-68	33	-3	-3
002042.SZ	华孚时尚	108	-62	-39	19	-4	-24	18	-3	8
300888.SZ	稳健医疗	116	/	/	38	/	/	61	/	/
002563.SZ	森马服饰	129	-94	-42	32	-21	-60	95	-21	13
600398.SH	海澜之家	230	-90	-33	17	-1	-14	174	-37	17
603877.SH	太平鸟	185	-28	-52	23	-7	-34	146	-29	-18
002029.SZ	七匹狼	200	-7	26	38	-15	-58	93	-14	5
601566.SH	九牧王	254	-51	20	21	-7	-29	143	-24	22
002293.SZ	罗莱生活	154	-57	-41	35	-8	-48	69	1	4
002832.SZ	比音勒芬	390	-56	-10	26	-4	-28	70	20	36
603808.SH	歌力思	289	-77	62	46	-16	-68	83	-19	6
603587.SH	地素时尚	181	-60	-1	8	-2	-12	58	-40	14
603839.SH	安正时尚	286	-37	-4	36	6	-15	60	0	8

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从整体营运表现看, 2021 年 Q2 所有的港股重点公司均实现流水大幅增长

1. 流水增幅在 0%至 30%之间的品牌有: 中国利郎 lilanz、361 度;
2. 流水增幅在 30%~50%的品牌有: 安踏牌、FILA、李宁、特步
3. 流水增幅在 50%以上的品牌有: 安踏体育其他品牌、李宁;

表 11: 港股重点上市公司季度流水/同店增长表现

证券代码	证券简称	口径	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
02020	安踏体育	安踏品牌流水	-20%~-25%	负低单	低单	低单	40-45%	35-40%
		FILA 品牌流水	负中单	10-20%低段	20-25%	25-30%	75-80%	30-35%
		其他品牌流水	负高单	25-30%	50-55%	55-60%	115%-120%	70-75%
02331	李宁	整个平台流水(不含李宁 Young)	负 10-20%高段	负中单	中单	10-20%中段	80-90%高段	80-90%低段
		线下流水	负 20-30 低段	负低双	负低单	10-20%低段	80-90%低段	70-80%高段
01368	特步国际	零售渠道(线上线下)	负 20-25%	负低单位	中单	高单	约 55%	30-35%
01361	361 度	361 度	负 25-30%	负低双	负高单	低单	高双	15-20%
03818	中国动向	整个平台流水	负 20-30%高段	负中低单	中单	10-20%低段	60%-70%中段	/
		线下同店增长	负中低单	负中单	中低单	中单	70%-80%低段	/
01234	中国利郎	lilanz 品牌流水	负 40-45%	负 15-20%	5-10%	10-15%	30-35%	25-30%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

关注公司业绩预期: 下半年增速将回归正常

根据我们给出的已覆盖公司的预期和未覆盖公司的 wind/彭博一致预期, 我们发现 67.5% 的公司 2021 2H 预期增速比 2021 1H 低 30% 以上, 接近 5 成公司 2021 2H 预期增速比 2021 1H 低 100% 以上(少数公司财年截至日不是 12 月 31 日, 结果有一些偏差), 这主要是由于去年上半年疫情对业绩产生较大冲击, 今年上半年出现低基数下的反弹, 下半年预期业绩增速将随着基数逐步提升而回归常态。

表 12: 纺织服装板块关注公司 2021 2H-2023 年收入预期增速

代码	公司名称	2020 1H	2020 2H	2021 1H	2021 2H E	2020	2021 E	2022E	2023E
2020.HK	安踏体育	-1.0%	9.0%	55.5%	28.6%	4.7%	39.7%	22.8%	19.7%
2331.HK	李宁	-1.2%	8.7%	65.0%	35.4%	4.2%	48.0%	25.3%	23.9%
6110.HK	滔搏	-7.0%	21.0%	/	/	6.9%	14.2%	16.6%	14.5%
3813.HK	宝胜国际	-12.2%	0.4%	11.4%	8.1%	-5.8%	9.6%	16.0%	13.6%
1368.HK	特步国际	9.6%	-6.9%	12.4%	29.7%	-0.1%	21.9%	22.1%	18.3%
1361.HK	361 度*	-17.0%	1.9%	15.7%	10.4%	-9.0%	13.2%	11.2%	17.6%
3818.HK	中国动向*	0.0%	13.7%	/	/	7.0%	-1.1%	7.4%	/
NKE.N	耐克*	4.1%	38.3%	/	/	19.1%	8.2%	12.2%	9.2%
LULU.O	露露柠檬*	-6.6%	23.1%	72.2%	26.2%	10.6%	42.5%	16.7%	14.6%
ADS.DF	阿迪达斯*	-26.9%	-6.0%	24.2%	-0.5%	-16.1%	9.9%	10.1%	8.9%
2313.HK	申洲国际	-0.4%	3.3%	11.1%	16.8%	1.6%	14.3%	17.3%	14.3%
0551.HK	裕元集团*	-19.4%	-13.4%	17.7%	7.9%	-16.4%	12.6%	10.9%	8.6%
2232.HK	晶苑国际*	-19.5%	-17.1%	14.5%	17.3%	-18.2%	16.0%	10.8%	10.7%
2678.HK	天虹纺织	-19.4%	-3.8%	52.5%	19.8%	-11.0%	33.5%	11.1%	10.2%
300979.SZ	华利集团	/	/	18.2%	25.1%	/	21.7%	21.5%	19.3%
603055.SH	台华新材*	-17.6%	2.2%	73.4%	62.9%	-6.6%	66.1%	19.9%	18.3%
601339.SH	百隆东方	-8.1%	4.4%	49.3%	17.0%	-0.8%	30.1%	10.6%	6.9%
000726.SZ	鲁泰 A*	-28.4%	-31.9%	-2.6%	35.1%	-29.3%	15.3%	15.4%	6.5%
300577.SZ	开润股份	-21.8%	-32.8%	3.8%	41.5%	-27.5%	22.5%	27.8%	21.4%
603558.SH	健盛集团*	-11.8%	-10.6%	25.5%	30.4%	-10.4%	27.0%	22.0%	18.0%
002042.SZ	华孚时尚*	-24.5%	1.8%	54.3%	13.5%	-10.0%	28.9%	13.6%	11.1%
1476.TW	儒鸿*	-13.0%	11.8%	56.9%	10.5%	0.2%	29.4%	13.1%	9.8%
1477.TW	聚阳实业*	-15.8%	-0.6%	19.2%	17.7%	-7.9%	18.4%	14.0%	8.4%
9910.TW	丰泰企业*	-2.7%	-10.4%	14.7%	1.3%	-6.7%	7.9%	19.3%	11.6%
300888.SZ	稳健医疗	98.9%	237.5%	-2.9%	-27.2%	176.4%	-19.9%	21.7%	22.7%
002563.SZ	森马服饰	-30.2%	-15.1%	13.3%	13.6%	-20.8%	12.5%	14.9%	14.6%
600398.SH	海澜之家	-24.5%	-12.5%	25.1%	21.8%	-17.8%	22.5%	13.1%	12.3%
603877.SH	太平鸟	3.2%	28.3%	56.0%	50.1%	53.5%	17.3%	15.6%	/
002029.SZ	七匹狼*	-12.7%	-4.5%	13.7%	7.2%	-7.4%	9.0%	5.9%	4.5%
601566.SH	九牧王*	-17.0%	3.2%	24.7%	6.4%	-5.3%	12.8%	10.1%	10.5%
002293.SZ	罗莱生活*	-12.9%	12.2%	32.8%	7.4%	1.7%	16.3%	13.8%	13.3%
1234.HK	中国利郎	-29.0%	-25.1%	23.9%	26.6%	-26.7%	25.5%	13.2%	10.8%
3998.HK	波司登	5.1%	14.2%	/	/	11.5%	16.1%	14.3%	13.3%
ITX.MA	Inditex*	-37.5%	-19.9%	49.0%	25.2%	-27.9%	34.5%	6.7%	5.9%
9983.T	迅销*	-4.7%	-21.8%	-0.5%	20.9%	-12.3%	8.1%	10.1%	7.6%
002832.SZ	比音勒芬	-8.9%	19.4%	32.6%	19.9%	7.1%	24.0%	22.0%	17.8%
603808.SH	歌力思	-35.7%	-14.7%	35.2%	20.6%	-24.4%	25.7%	15.9%	14.2%
603587.SH	地素时尚	-11.1%	24.5%	37.1%	5.7%	9.0%	16.6%	16.2%	15.6%
603839.SH	安正时尚*	12.1%	78.1%	22.3%	-5.1%	48.6%	3.8%	12.1%	11.3%
3306.HK	江南布衣	8.4%	87.9%	/	/	33.1%	14.8%	14.2%	13.6%
3709.HK	赢家时尚*	49.8%	18.2%	53.7%	0.1%	28.4%	20.3%	11.9%	11.9%
1913.HK	普拉达*	-40.3%	-10.3%	60.1%	15.7%	-24.9%	32.9%	12.0%	10.2%
MC.PA	LVMH*	-26.7%	-8.2%	55.8%	24.4%	-16.8%	37.4%	10.7%	8.3%
KER.PA	Kering*	-29.6%	/	49.6%	/	-17.5%	28.3%	10.5%	8.2%
CFR.SIX	历峰集团*	-25.9%	12.1%	/	/	-7.7%	26.4%	8.7%	8.2%
RMS.PA	Hermes*	-24.2%	8.4%	70.2%	3.1%	-7.2%	29.2%	11.7%	9.2%

资料来源: Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所预测
 注: “*” 公司盈利预测来自 wind、Bloomberg 一致预期。

表 13: 纺织服装板块关注公司 2021 2H-2023 年净利润预期增速

代码	公司名称	2020 1H	2020 2H	2021 1H	2021 2H E	2020	2021 E	2022E	2023E
2020.HK	安踏体育	-33.2%	22.5%	131.6%	21.9%	-3.4%	57.2%	26.7%	23.0%
2331.HK	李宁	-14.1%	44.2%	187.2%	65.4%	-7.4%	162.2%	21.0%	28.7%
6110.HK	滔搏	-11.0%	75.5%	/	/	20.3%	16.0%	19.1%	17.4%
3813.HK	宝胜国际	-97.1%	-28.4%	5063.7%	103.5%	-63.7%	305.2%	25.1%	20.5%
1368.HK	特步国际	-46.5%	0.2%	72.0%	74.1%	-29.5%	73.1%	28.3%	26.0%
1361.HK	361 度*	-17.8%	73.9%	32.9%	45.5%	-4.0%	36.4%	13.4%	11.5%
3818.HK	中国动向*	493.4%	289.6%	/	/	394.2%	-50.5%	2.0%	/
NKE.N	耐克*	11.6%	5089.5%	/	/	125.6%	5.0%	25.6%	15.4%
LULU.O	露露柠檬*	-47.9%	11.7%	205.8%	29.6%	-8.8%	64.1%	20.6%	19.4%
ADS.DF	阿迪达斯*	-122.7%	-14.4%	461.7%	-17.0%	-78.1%	254.8%	31.8%	17.3%
2313.HK	申洲国际	4.0%	-3.2%	-11.4%	11.1%	0.2%	0.1%	41.6%	15.7%
0551.HK	裕元集团*	-182.4%	-65.9%	224.5%	131.7%	-130.2%	404.8%	40.8%	21.2%
2232.HK	晶苑国际*	-54.1%	-12.3%	130.7%	19.3%	-28.8%	47.8%	10.7%	12.9%
2678.HK	天虹纺织	-97.8%	22.8%	12192.3%	94.0%	-41.5%	339.1%	-10.8%	9.2%
300979.SZ	华利集团	/	/	66.6%	33.0%	/	46.9%	25.5%	20.0%
603055.SH	台华新材*	-65.0%	35.1%	415.9%	226.0%	-38.9%	306.3%	31.7%	33.4%
601339.SH	百隆东方	-39.3%	213.4%	304.0%	74.1%	22.9%	159.7%	4.4%	8.0%
000726.SZ	鲁泰 A*	-65.0%	-108.7%	6.5%	673.6%	-89.8%	333.7%	74.8%	19.2%
300577.SZ	开润股份	-43.5%	-87.9%	50.8%	658.0%	-65.5%	156.6%	30.7%	25.8%
603558.SH	健盛集团*	-61.7%	-550.4%	96.4%	124.2%	-293.1%	147.2%	30.8%	26.4%
002042.SZ	华孚时尚*	-153.9%	-601.5%	259.2%	173.7%	-210.4%	210.2%	21.8%	16.9%
1476.TW	儒鸿*	-28.6%	22.3%	104.9%	3.8%	-1.0%	37.2%	18.8%	12.5%
1477.TW	聚阳实业*	-7.3%	20.1%	50.9%	15.1%	8.0%	28.7%	18.4%	10.3%
9910.TW	丰泰企业*	-28.9%	-14.5%	47.2%	-22.1%	-21.7%	9.4%	51.4%	15.8%
300888.SZ	稳健医疗	348.9%	778.2%	-26.3%	-69.5%	597.5%	-57.8%	19.5%	25.1%
002563.SZ	森马服饰	-97.0%	-5.2%	2980.2%	29.1%	-48.0%	108.2%	19.2%	17.4%
600398.SH	海澜之家	-55.4%	-22.9%	74.2%	58.0%	-44.4%	66.6%	12.6%	11.0%
603877.SH	太平鸟	-8.5%	41.1%	240.5%	51.7%	91.3%	24.1%	21.5%	/
002029.SZ	七匹狼*	-80.4%	-17.5%	241.2%	5.7%	-39.8%	33.0%	11.7%	-0.8%
601566.SH	九牧王*	-36.8%	261.3%	-40.4%	43.8%	-0.3%	-3.1%	12.0%	12.4%
002293.SZ	罗莱生活*	-19.3%	23.3%	68.8%	1.6%	7.1%	20.8%	16.4%	14.8%
1234.HK	中国利郎	-30.8%	-31.9%	0.9%	47.2%	-31.4%	24.9%	14.9%	12.8%
3998.HK	波司登	41.8%	42.2%	/	/	42.1%	20.2%	27.7%	23.0%
ITX.MA	Inditex*	-112.6%	-37.8%	751.3%	83.3%	-69.7%	231.1%	11.8%	8.4%
9983.T	迅销*	-11.9%	-120.8%	5.4%	686.4%	-44.4%	82.7%	21.7%	12.5%
002832.SZ	比音勒芬	-7.2%	36.7%	52.1%	12.7%	17.9%	25.9%	22.3%	18.0%
603808.SH	歌力思	37.8%	9.9%	-28.9%	6.5%	24.8%	-14.4%	18.6%	15.3%
603587.SH	地素时尚	-12.2%	16.4%	30.9%	2.5%	0.9%	15.9%	15.8%	15.1%
603839.SH	安正时尚*	-53.4%	-2.2%	-10.4%	111.1%	-34.8%	56.0%	12.2%	13.2%
3306.HK	江南布衣	7.9%	320.7%	/	/	86.5%	4.7%	13.2%	15.3%
3709.HK	赢家时尚*	-12.8%	26.1%	112.8%	0.2%	11.6%	32.8%	24.7%	15.3%
1913.HK	普拉达*	-216.4%	25.1%	153.9%	1.0%	-121.2%	515.0%	50.7%	27.0%
MC.PA	LVMH*	-79.3%	7.1%	684.7%	16.4%	-35.9%	120.3%	11.4%	10.5%
KER.PA	Kering*	-3.7%	25.4%	129.5%	-18.1%	-6.1%	46.0%	16.1%	11.7%
CFR.SIX	历峰集团*	-93.4%	920.9%	/	/	32.6%	57.1%	18.4%	14.2%
RMS.PA	Hermes*	-56.1%	31.8%	255.3%	-29.2%	-10.4%	39.1%	14.8%	12.3%

资料来源: Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所预测

注: “*” 公司盈利预测来自 wind、Bloomberg 一致预期。

点评汇总: 多数公司业绩表现出色, 供需两旺

安踏体育: 业绩超预期, 看好长期份额提升

2021 1H 收入 228.1 亿, +55.5%, 归母净利润 38.4 亿, +131.6%, 不包括 JV 的净利润 41.9 亿元, +76.1%, 好于预期。其中安踏品牌收入+56.1%, FILA+51.4%, 其他品牌+90.1%; 另外, 电商占收入 27%, 同比+61%。安踏

品牌中，DTC/电商/传统批发和其他分别 37.0/36.1/32.亿，占比 35.0%/34.1%/30.9%。

从各品牌流水看，上半年安踏/FILA/其他品牌流水取得 35-40%/50-55%/90-95% 的正增长，Q3 至今流水 7 月总体达成目标，8 月受到疫情天气等因素干扰趋势疲软，FILA 由于在一二线购物中心为主，受到影响更大。全年安踏/FILA 维持 20%以上/30 以上流水增速指引，对长远充满信心。

上半年业绩超预期，再次印证公司的经营实力。考虑短期疫情影响与 DTC 模式下利润率变化，我们小幅下调盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 81.1/102.8/126.4 亿（此前为 81.6/104.1/131 亿），同比增长 57.2%/26.7%/23%，短期环境扰动增长放缓无碍公司长期份额提升趋势，相比国际品牌公司成长性更强，我们上调合理估值，对应 2023 年 35-36 倍 PE，为 197.4-203 港元，维持“买入”评级。

表 14：安踏体育盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35,512	49,621	60,947	72,964
(+/-%)	4.7%	39.7%	22.8%	19.7%
净利润(百万元)	5,162	8,113	10,283	12,645
(+/-%)	-3.4%	57.2%	26.7%	23.0%
每股收益(元)	1.91	3.00	3.81	4.68
毛利率	58.2%	61.5%	62.2%	62.6%
经营利润率	30.1%	24.9%	25.0%	25.2%
净利率	14.5%	16.3%	16.9%	17.3%
净资产收益率(ROE)	21.5%	27.3%	28.7%	30.0%
市盈率(PE)	75.3	47.9	37.8	30.7
EV/EBITDA	35.5	38.0	30.9	25.8
市净率(PB)	16.2	13.1	10.8	9.2

资料来源：公司资料。国信证券经济研究所整理预测

李宁：业绩增长迅猛，国货龙头空间可期

2021 1H 公司收入+65.0%至 102.0 亿元，比 19 年同期+63.0%，净利润+187.2%至 19.6 亿元，比 19 年同期+146.8%。毛利率 55.9%，+6.4pp，比 19 同期+ 6.2pp，大幅提升的原因包括折扣提升高单位数以及 DTC 渠道占比上升。

Q3 至今流水同比增长了超 60%，但 8 月近 10 天的增速仅有 35%左右，指引 2021 全年收入增长在 40%-50%，净利率在 16%-17.5%；展望未来中长期 2-3 年希望做到收入增速在 20%-25%之间。

我们看好李宁品牌作为国货品牌领袖成长天花板被打开，目前相比两大国际品牌在大中华区的利润体量仍差距甚远。考虑到公司中期业绩好于预期，我们上调盈利预测，预计公司 21-23 年净利润同增 162.2%/21%/28.7%，EPS 分别为 1.5/1.82/2.34 元（此前为 1.46/1.73/2.17 元）对应 PE 分为 48.2x/39.8x/31x，对应 23 年 PE37x-38x，合理估值区间为 104.4-107.3 港元，维持“买入”评级。

表 15: 李宁盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,457	21,403	26,825	33,226
(+/-%)	4.2%	48.0%	25.3%	23.9%
净利润(百万元)	1,389	3,641	4,406	5,670
(+/-%)	0.0%	162.2%	21.0%	28.7%
摊薄每股收益(元)	0.57	1.50	1.82	2.34
经营利润率	49.1%	54.0%	53.8%	54.2%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	22.4%	22.0%	23.0%
市盈率(PE)	9.6%	17.0%	16.4%	17.1%
EV/EBITDA	16.0%	32.4%	30.8%	33.0%
市净率(PB)	126.4	48.2	39.8	31.0

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

特步国际: 业绩出色, 5 年规划彰显信心

2021 1H, 公司收入 41.35 亿元, +12.4%; 归母净利润 4.27 亿元, +72%。其中特步主品牌收入同比+12.4%, 占比 87%, 由于批发订货 6-9 个月时间差, 下半年将加速增长。运动时尚品牌相对平稳, 收入+0.7%, 占 11.2%。专业运动品牌收入大幅增长 289.5%, 占集团收入 1.8%, 在中国内地门店扩张进展良好。公司毛利率 41.6%, 同比+1.4p.p., 经营利润率 16.4%, 同比-2.9p.p.。

公司 Q2 流水保持 30-35%高速增长, 7 月增长维持 6 月约 20%的增速, 8 月线下持平, 电商保持双位数增长, 对下半年整体销售仍然充满信心。公司有信心全收入增长超过 20%, 下半年主品牌毛利率不低于 41%, 新品牌亏损合计在 1.5 亿元以内, 全年净利率在 9%左右。展望 2025, 公司目标主品牌收入达 200 亿元, 复合增速超 23%; 新品牌达 40 亿元。

上半年流水增长强劲, 利润率、现金周转显著改善, 下半年收入将随批发订货加速增长, 势头良好。我们上调盈利预测, 预计 21-23 年净利润为 8.9/11.4/14.4 亿元 (原为 8.6/10.9/12.8 亿元), 同比增长 73.1%/28.3%/26%, 昨收盘价对应 PE31.8x/24.8x/19.7x。公司 5 年目标有效提振市场信心, 我们维持合理估值 17.2-17.7 港元 (对应 22 年 33.5x-34.5xPE), 维持“买入”评级。

表 16: 特步国际盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,172	9,963	12,163	14,384
(+/-%)	-0.1%	21.9%	22.1%	18.3%
净利润(百万元)	513	888	1,140	1,436
(+/-%)	-29.5%	73.1%	28.3%	26.0%
每股收益 (元)	0.20	0.34	0.43	0.55
毛利率	39.1%	41.4%	41.7%	41.7%
EBIT Margin	7.5%	10.9%	11.4%	12.1%
净利率	6.3%	8.9%	9.4%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	7.1%	11.7%	14.2%	16.7%
市盈率 (PE)	55.1	31.8	24.8	19.7

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

申洲国际: 上半年非经因素影响, 静候疫后效益释放

2021 1H 年, 公司实现收入 113.8 亿元, +11.1%, 符合预期; 归母净利润 22.3 亿元, 同比-11.4%, 扣非后同比+0.1%, 低于预期。毛利率/净利率为 29.6%/19.6%, -1.2/-5.0pp。收入拆量价分别+14%/-2.6%, 其中产量+28%, 港口拥堵导致发货延迟 6.5%, 人民币升值下美金单价增长超过 5%。上半年政府补贴下降与汇兑亏损导致 1.4 亿非经常负面影。

公司采取多种措施保障短期业绩稳定与长期竞争力，包括员工招聘（柬埔寨+5000人，越南+3000人）、国内扩产（面料+50吨）、涨薪（人均+17%）、自动化和数字化提效，逆风之下实现了效率增幅创新高（+14%）和毛利率相对稳定，未来为了更好分散风险，公司考虑在柬埔寨新建面料产能，以及在东南亚其他国家扩产。

短期疫情影响下，公司下半年产能仍存不确定性，但公司已为保障员工安全稳定与客户订单交付做了大量工作，自动化、精益生产、研发创新已为疫后业绩反弹打下良好基础。考虑疫情影响，我们下调盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 51.1/72.3/83.7 亿（原为 60.5/73.3/84.8 亿）同比 +0.1%/41.6%/15.7%，维持合理估值 191.3-197.1 港元，对应 22 年 PE 33x-34x，维持“买入”评级。

表 17：申洲国际盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,031	26,321	30,885	35,292
(+/-%)	1.6%	14.3%	17.3%	14.3%
净利润(百万元)	5,107	5,110	7,234	8,367
(+/-%)	0.2%	0.1%	41.6%	15.7%
每股收益(元)	3.40	3.40	4.81	5.57
毛利率	31.2%	29.6%	31.8%	32.1%
EBIT Margin	23.0%	21.1%	25.8%	26.1%
净利率	22.2%	19.4%	23.4%	23.7%
净资产收益率 (ROE)	19.5%	17.9%	22.6%	22.8%
市盈率 (PE)	39.6	39.6	28.0	24.2
EV/EBITDA	33.4	31.1	22.7	19.9
市净率 (PB)	7.4	6.8	5.9	5.2

资料来源：公司资料。国信证券经济研究所整理预测

华利集团：业绩出色，看好成长确定性

2021 1H 公司营收 81.9 亿元，同增 18.2%（剔除汇率变动影响，同增 28.71%）；归母净利润 12.9 亿元，同增 66.6%。利润率同比上升，毛利率/归母净利率分别为 28.6%/15.7%，分别+5.9 p.p./4.6 p.p.。拆分量价，人民币 ASP-5%，美元 ASP+3.4%，体现了公司受人民币汇率的负面影响和客户结构升级的正面影响；销量+24.4%，其中产能+14.3%，产能利用率+11.2pp 至 96.9%。

公司持续提高优质龙头客户质量，期内 UA 升为前五大客户，Asics 和 On 的订单已在本报告期出货，New Balance 在本报告期已经下达了订单。公司目前的产能主要位于越南北部，目前暂未受到疫情冲击。在上半年良好的产能扩张与产能利用率恢复的趋势下，我们预计公司全年有望保持 20%以上的产量增长。

公司凭借突出的竞争力实现上半年高质量快速增长，未来随新产能爬坡、核心品牌份额提升，我们看好公司充足的成长潜力与高质量的投资回报率。考虑到公司海外生产基地持续保持正常运行，我们上调盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 27.6/34.6/41.5 亿元（此前为 26.8/33.1/41.1 亿元），分别同比 46.9%/25.5%/20%，EPS 分别为 2.36/2.97/3.56 元，当前股价对应 PE 为 38.1x/30.4x/25.3x，合理估值 107-110 元（2022 PE 36-37x），维持“买入”评级。

表 18: 华利集团盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,931	16,948	20,587	24,560
(+/-%)	-8.1%	21.7%	21.5%	19.3%
净利润(百万元)	1879	2759	3462	4155
(+/-%)	3.2%	46.9%	25.5%	20.0%
每股收益(元)	1.79	2.36	2.97	3.56
EBIT Margin	19.1%	22.7%	22.5%	22.6%
净资产收益率(ROE)	32.7%	36.0%	34.3%	31.9%
市盈率(PE)	50.3	38.1	30.4	25.3
EV/EBITDA	32.0	26.6	22.3	18.8
市净率(PB)	16.5	13.7	10.4	8.1

资料来源: 公司资料。国信证券经济研究所整理预测

宝胜国际: 业绩超预期, 看好低估值反弹

2021 年上半年公司实现收入 130.7 亿元, 同增 11.4%; 归母净利润 6.4 亿元, 同增 5061.6%。毛利率 36.1%, 同增 6.1p.p.; 经营利润率 7.1%, 同增 5.4p.p.。2021 年 Q2, 公司营业收入下滑 15.1%至 57.7 亿元, 归母净利润同增 56.9%至 2.79 亿元。库存大幅优化, 上半年存货周转天数为 129 天, 同比改善 15 天, 环比 2020 年末改善 12 天。

受到东南亚供应链的影响, 未来可能面临产品短缺, 公司将改善模型和品牌共享库存, 并采取更小折扣应对这一影响。同时, 公司将在棉事件中逐步恢复, 并继续改善专注利润提升, 指引全年收入比 2019 年增长低单位数, 电商占比达到高双至 20%, 经营利润率 7%。

公司库存健康, 事件影响逐步缩窄, 折扣改善和渠道质量的优化大幅提振利润率, 我们看好公司未来业绩弹性和中期持续改善的潜力。我们预计公司 2021-2023 年收入分别同增 9.6%/16.0%/13.6%, 利润分别同增 304%/21.9%/17.6%, 预计公司未来 3 年 EPS 分别为 0.23/0.28/0.33 元(原为 0.2/0.27/0.32), 合理估值为 2.75-3.52 港元(2021PE 10-10.5x), 维持“买入”评级。

表 19: 宝胜国际盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,611	28,067	32,554	36,993
(+/-%)	-5.8%	9.6%	16.0%	13.6%
净利润(百万元)	303	1,223	1,492	1,754
(+/-%)	-63.7%	304.0%	21.9%	17.6%
每股收益(元)	0.06	0.23	0.28	0.33
毛利率	30.6%	35.7%	35.8%	35.9%
经营利润率	2.6%	7.0%	7.4%	7.6%
净利率	1.2%	4.4%	4.6%	4.7%
净资产收益率(ROE)	3.9%	14.6%	16.3%	17.5%
市盈率(PE)	25.4	6.3	5.2	4.4
EV/EBITDA	7.8	9.9	8.7	7.1
市净率(PB)	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源: 公司资料。国信证券经济研究所整理预测

比音勒芬: 业绩稳健增长, 毛利率创新高

2021 年上半年, 公司实现收入 10.2 亿元, 同比增长 33.3%; 归母净利润 2.5 亿元, 同比增长 52.1%。公司毛利率同增 7.1 个百分点至 72.0%, 创上市以来新高。库存绝对额环比下滑 6.9%, 同比下滑 9.4%。存货周转天数 390 天, 环比末减少 6 天, 同比减少 56 天。

公司拥有 1007 个门店, 净增长 28 家, 其中直营店铺数量 500 家, 加盟

店铺数量 507 家。在新零售方面，公司发力传统电商以及抖音、小红书等新电商，目前线上占比已达 5.6%，线上毛利率恢复到 52.2%。在店铺扩张方面，预计今年净增加门店 100-150 家，远期拓店空间在 1500 家以上。公司业绩亮眼，利润率水平进一步创历史新高，门店数快速扩张，未来发展空间广阔，期待公司未来通过线上和奥莱渠道有效清理库存，保持长期健康增长。我们上调盈利预测，未来 3 年净利润分别同增 25.9%/22.3%/18%，EPS 分别为 1.15/1.41/1.66 元（原为 1.09/1.24/1.41），对应 PE 分别为 22.6x/18.4x/15.6x，对应 22 年 20-21xPE 合理估值为 28.2-29.6，维持“增持”评级。

表 20：比音勒芬盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,938	2,403	2,932	3,454
(+/-%)	6.1%	24.0%	22.0%	17.8%
净利润(百万元)	479	604	739	871
(+/-%)	17.9%	25.9%	22.3%	18.0%
每股收益(元)	0.91	1.15	1.41	1.66
EBIT Margin	33.7%	30.6%	30.3%	30.4%
净资产收益率(ROE)	20.5%	22.9%	24.5%	25.3%
市盈率(PE)	28.4	22.6	18.4	15.6
EV/EBITDA	21.9	19.4	16.3	13.9
市净率(PB)	5.8	5.2	4.5	4.0

资料来源：公司资料。国信证券经济研究所整理预测

海澜之家：业绩恢复，看好龙头成长韧性

2021 年 H1，公司收入 101.3 亿元，+25.1%；净利润 16.5 亿元，+74.2%。毛利率+3.5 个点至 43.6%。销售费用率 14.3%，+1.4p.p.。管理费用率 5.3%，-0.8p.p.，净利率+4.6p.p.至 16.3%。公司存货周转天数 230 天，比年初-34 天，存货分别环比 Q1 和年初下降 1%和 3%至 72.0 亿元。

公司在去年底新董事长上任以来，进行一系列改革措施，积极投入孵化新品牌，新零售势头良好，入驻购物中心，并积累 1000 万线下会员。对于中长期 3-5 年，公司年初制定双百亿矩阵展望，对于子品牌，计划在孵化成熟后逐步放量，并实现百亿流水目标（圣诺凯已在 20 年实现 20 亿收入，男生女生有望今年实现 10 亿销售）；对于线上渠道，计划实现百亿流水的目标（20 年线上收入 20.5 亿元）。

公司业绩已基本恢复到疫情前水平，库存周转也大幅度优化。海澜之家作为国内男装领域的龙头品牌已具有一定的规模和影响力，同时公司在疫情期间积极改革，新品牌孵化、新渠道入驻和新零售开拓有望在中长期给公司带来第二增长曲线。我们预计 21-23 年净利润分别同增 66.6%/12.6%/11.0%，EPS 分别为 0.69/0.77/0.86 元，对应 PE 分别为 10.8x/9.6x/8.6x，我们考虑公司业内龙头地位与稳健的发展前景，对应 22 年 10.5-11x PE 合理估值为 8.1-8.5 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 21: 海澜之家盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,959	21,997	24,872	27,924
(+/-%)	-18.3%	22.5%	13.1%	12.3%
净利润(百万元)	1785	2973	3347	3716
(+/-%)	-44.4%	66.6%	12.6%	11.0%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.69	0.77	0.86
EBIT Margin	16.6%	20.2%	20.0%	19.8%
净资产收益率(ROE)	13.0%	21.7%	24.4%	27.1%
市盈率(PE)	18.0	10.8	9.6	8.6
EV/EBITDA	13.5	9.6	8.8	8.1
市净率(PB)	2.3	2.3	2.3	2.3

资料来源: 公司资料。国信证券经济研究所整理预测

中国利郎: 渠道转型, 指引上调

2021 年 H1, 公司收入 13.5 亿元, +23.9%, 相比 19 年-12.1%, 上半年实现归母净利润 2.7 亿元, +0.9%。公司实现毛利率 49.5%, +10.1 个百分点, 经营利润率 22.7%, -5.4 个百分点, 主要是轻商务转型自营提升毛利率和销售费用率。2021 年 H1, 公司存货周转天数 208 天, +23 天。2021 上半年派息比例约为 6.6 成。

公司有 2708 家零售店, 期内净减少 53 家, 但总店舖面积较今年初基本持平。按类型, 公司 2708 家店铺中有 279 个自营店, 1298/1131 家一级分销店和二级分销店, 按系列看, 轻商务系列有 287 家店, 主系列有 2421 家店。主系列 40% 门店转型代销后, 库存管理能力大幅提升。

公司上调全年的零售增长指引至全年零售增长 15% 或以上。在店铺方面, 注重质量同时保持审慎的经营策略, 集团将 2021 年的全年目标增加店数由 100~150 家下调为 50~100 家。

公司渠道转型成功, 品牌、产品、渠道发力叠加新零售势头良好, 看好公司中长期发展, 我们上调盈利预测, 预计公司 21-23 年净利润增速分别为 24.9%/14.9%/12.8%, EPS 分别为 0.58/0.67/0.75 (原为 0.55/0.63/0.70 元), 对应 PE 分别为 7.0x/6.1x/5.4x。维持公司合理估值为 6.0-6.4 港元, 对应 22 年 PE 7.5x-8x, 维持“买入”评级。

表 22: 中国利郎盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,681	3,364	3,810	4,220
(+/-%)	-26.7%	25.5%	13.2%	10.8%
净利润(百万元)	557	696	800	902
(+/-%)	-31.4%	24.9%	14.9%	12.8%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.58	0.67	0.75
毛利率	44.9%	46.8%	47.0%	47.0%
经营利润率	24.3%	23.7%	24.2%	24.6%
净利率	20.8%	20.7%	21.0%	21.4%
净资产收益率(ROE)	15.3%	18.0%	19.5%	20.6%
市盈率(PE)	8.8	7.0	6.1	5.4
EV/EBITDA	9.0	7.5	6.7	6.0
市净率(PB)	1.34	1.26	1.19	1.12

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

地素时尚: 高质量稳步成长, 未来可期

21 年 H1, 公司收入 13.5 亿, +37.2%; 归母净利润 3.9 亿, +30.9%。毛利率提升 1.4 p.p. 至 77.3%, 可比口径下期间费用率小幅下降 1 p.p. 至 39.6%。分品牌看, DA/DZ/DM/RA 收入分别为 7.8/4.6/1.0/0.2 亿, 同比 +36.3%/+39.5%/+20.5%/+273.5%; 毛利率分别为

78.9%/74.5%/79.5%/80.4% ， 分别同比
 +2.3p.p./+1.1p.p./+2.7p.p./+6.4p.p.。

公司产品力和品牌力强劲驱动店效快速成长，线上积极布局内容营销初见成效，粉丝数量庞大、会员体系有进一步深挖的空间，中期来看数字化将强化内部管理并为全渠道赋能，成长潜力较大。

上半年公司各品牌各渠道实现稳健增长，二季度环比增长加速。公司店效提升较快、会员体系潜力大、内容营销初见成效。中期看数字化有望提升渠道管理能力和消费者运营质量。鉴于公司经营稳健、成长潜力较为充足，我们上调盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 7.3/8.5/9.7 亿元（原为 7.0/7.9/9.1 亿元），同比 15.9%/15.8%/15.1%，昨收盘价对应 PE 为 14.1x/12.2x/10.6x，我们维持合理估值 25.9-27 元（对应 22 年 14.7x-15.4x PE），维持“买入”评级。

表 23：地素时尚盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,564	2,989	3,474	4,016
(+/-%)	7.8%	16.6%	16.2%	15.6%
净利润(百万元)	630	730	846	974
(+/-%)	0.9%	15.9%	15.8%	15.1%
每股收益(元)	1.31	1.52	1.76	2.02
EBIT Margin	31.4%	29.8%	29.7%	29.8%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	19.7%	21.1%	22.4%
市盈率 (PE)	16.3	14.1	12.2	10.6
EV/EBITDA	12.9	11.5	10.1	8.9
市净率 (PB)	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司资料。国信证券经济研究所整理预测

歌力思：主业重启成长，线上下协同发展

2021 年上半年，公司收入/归母净利润分别约为 11/2 亿元，可比口径下分别同比+35.0%/+1735%。主业毛利率为 69.1%，同增 1.8 p.p.。分品牌看，各品牌收入均有增长，毛利率多数有所提升。主品牌/Laurel/IRO/Self-portrait/Ed Hardy 收入分别为 4.7 亿/1.1 亿/2.9 亿/0.7 亿/1.5 亿，分别同增 23%/114%/27%/3700%/50%，毛利率分别为 72.9%/79.0%/56.5%/61.9%/84.1%，分别同比 +1.8 p.p./+1.8 p.p./-8.1 p.p./-1.3 p.p./+1.8 p.p.。ROE 为 16.3%，比 19 年增加 2.3 p.p.，周转同比有较大改善，存货/应收/应付账款周转天数分别为 289/46/83 天，分别同比 -77/-16/-19 天。

公司上半年收入业绩可比口径下增长强劲，二季度增长势头较好，多数品牌毛利率有提升趋势，主业重启成长。公司的内容营销处于行业领先地位，有望对全域销售实现拉动，同时线下方面主品牌将稳步拓店、成长期品牌预计实现更快的拓店速度，发挥线上下协同效应。我们维持盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 3.8/4.5/5.2 亿元，同比-14.3%/18.5%/15.3%，昨收盘价对应 PE 为 13.6x/11.5x/10x，考虑到公司主业基本恢复至 19 年的水平，多品牌优势互补交替成长、整体主业趋势稳健向好，我们上调合理估值 17.2-18.0 元（原为 16.4-17.5 元），对应 22 年 12.7x-13.2x PE，维持“增持”评级。

表 24: 歌力思盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,962	2,466	2,858	3,265
(+/-%)	-24.9%	25.7%	15.9%	14.3%
净利润(百万元)	445	381	452	521
(+/-%)	24.8%	-14.3%	18.5%	15.3%
摊薄每股收益(元)	1.34	1.15	1.36	1.57
EBIT Margin	19.3%	20.2%	20.8%	21.1%
净资产收益率(ROE)	20.1%	16.1%	17.7%	18.9%
市盈率(PE)	11.7	13.7	11.5	10.0
EV/EBITDA	15.3	12.0	10.4	9.1
市净率(PB)	2.4	2.2	2.0	1.9

资料来源: 公司资料。国信证券经济研究所整理预测

江南布衣: 收入业绩健康成长, 看好龙头设计师品牌保持领先

21 财年, 公司收入 41.3 亿, 同比+33.1%, 比 19 财年+22.9%; 归母净利润 6.5 亿元, 同比+86.5%, 比 19 财年+33.4%。毛利率为 62.9%, 同比+3.3 p.p., 比 19 财年+1.7 p.p.; 期间费用率同比下降, 销售/管理/财务费用率分别为 34.6%/7.9%/0.7%, 分别同比 -2.3 p.p./-1.0p.p./+0.2 p.p.。ROE 为 19.4%, 同增 5.9 p.p., 比 19 财年-2.6 p.p.。周转改善至历史最佳水平, 存货/应收/应付周转天数分别为 190 天/9 天/52 天, 分别同比-35 天/-2 天/-5 天。

公司提出在 FY24 财年实现零售额 (GMV) 超过 100 亿的目标, 其中公司收入端约占目标零售额的六成左右。中期来看公司的成长动力主要包括数字化提升运营效率、品牌矩阵优化和会员体系的扩展。

公司的收入业绩在本财年有较为亮眼的增长, 近半年增长加速。公司在设计能力、会员体系、社交电商方面具有一定的优势, 未来数字化赋能强化全域零售能力和供应链管理, 有望使公司长期保持在设计师品牌服饰领域的领先地位。我们看好公司的长期健康成长, 预计 22-24 财年净利润分别为 6.8/7.7/8.9 亿元, 分别同增 4.7%/13.2%/15.3%; 公司的业绩成长较快, PEG 在同行中处于较低的水平, 我们认为合理估值为 21.4-22.9 元, 对应 FY23 PE 14.5x-15.5x, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 25: 江南布衣盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,126	4,737	5,409	6,143
(+/-%)	33.1%	14.8%	14.2%	13.6%
净利润(百万元)	647	678	767	885
(+/-%)	70.8%	4.7%	13.2%	15.3%
每股收益(元)	1.25	1.31	1.48	1.71
毛利率	62.9%	62.9%	63.1%	63.3%
经营利润率	21.9%	19.8%	19.7%	19.9%
净利率	15.7%	14.3%	14.2%	14.4%
净资产收益率(ROE)	37.7%	35.9%	36.9%	38.5%
市盈率(PE)	12.5	12.0	10.6	9.2
EV/EBITDA	9.3	10.5	8.9	8.1
市净率(PB)	4.7	4.3	3.9	3.5

资料来源: 公司资料。国信证券经济研究所整理预测

稳健医疗: 逐步进入新常态, 看好长期潜力

2021 1H 公司营收 40.6 亿元, -2.9%; 归母净利润 7.6 亿元, -26.3%。分业务看, 医疗业务收入 21.3 亿元, -15.3%, 比 19 年+245.5%, 其中, 防护/非防护产品收入分别为 14.6/6.6 亿元, 分别同

-26.5%/+27.7%；消费品业务收入 17.9 亿元，+20.6%，比 19 年+34.9%，其中，线上/线下/商超渠道收入分别为 11.0/5.4/1.1 亿元，分别同比+11.1%/+42.0%/+75.6%。2021 1H 毛利率可比口径-1.9 p.p.至 52.7%，净利率为 18.7%，-6.0 p.p.。

在产品端，医疗业务巩固优势并发展高端产品，消费业务产品端改革聚焦头部 SKU，目前收效良好；在渠道端，疫情加速医疗业务渠道扩张，疫后消费业务线上线下双向导流有望实现快速发展；在产能端，进一步改造自动化设备，提升生产效率；在数字化方面，数字化迭代迅速，有望对全渠道进行赋能，提高经营效率。

公司在疫情期间积累了较好的口碑、拓展了渠道，随着疫情后公司的医疗业务将进入新常态，消费业务在产品端、渠道端和数字化方面均稳步推进，同时从宝洁等公司引进新任管理层，长期增长潜力较好。基于上半年业绩表现，我们小幅下调预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 16.1/19.2/24.1 亿元（原为 17.5/21.7/27.2 亿元），同比-57.8%/19.5%/25.1%，当前股价对应 PE 为 22.2x/18.6x/14.9x，估值性价比较高，维持“买入”评级。

表 26：稳健医疗盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,534	10,075	12,269	15,051
(+/-%)	174.0%	-19.6%	21.8%	22.7%
净利润(百万元)	3810	1610	1923	2407
(+/-%)	597.5%	-57.8%	19.5%	25.1%
每股收益(元)	8.93	3.77	4.51	5.64
EBIT Margin	42.5%	18.4%	18.1%	18.4%
净资产收益率(ROE)	36.4%	13.8%	14.7%	16.3%
市盈率(PE)	9.4	22.2	18.6	14.9
EV/EBITDA	7.0	18.1	14.6	12.0
市净率(PB)	3.4	3.1	2.7	2.4

资料来源：公司资料。国信证券经济研究所整理预测

森马服饰：看好后疫情恢复弹性，期待重回增长

公司上半年收入/归母净利润分别为 65.2/6.7 亿，可比口径下预计分别比 19 年-6%/-21%。分业务看，休闲装/童装收入分别为 23.5/41.1 亿，可比口径下预计分别比 19 年-25%/+9%。主业毛利率有增长，可比口径下主业/休闲装/童装毛利率分别较 19 年+4.1 p.p./+5.8 p.p./+2.1 p.p.，主业期间费用率比 19 年增加约 3.6 p.p.。周转天数大幅改善，存货/应收/应付周转天数分别为 129/32/95 天，分别比 19 年-4 天/-6 天/+13 天。

公司的数字化进程赋能了产品开发、终端运营等，商品端开发周期缩短、降低开发费用，零售端进行数字化试点，以线上数据指导下开店，流水、售罄等零售指标改善显著。此外，品牌建设方面，公司上半年扩大营销放大品牌声量，森马的品牌转型和童装业务的品牌力建设稳步推进。

公司剥离亏损业务回归主业后展现出龙头品牌的韧性，收入恢复至接近疫情前的水平，休闲装和童装业务毛利率显著提升。上半年公司对外加强宣传放大各品牌声量，对内进行数字化赋能缩短商品开发周期、降低费用，改善各项零售指标，未来扩大数字化使用范围有望改善盈利能力。考虑到下半年疫情点状反复对行业零售环境造成一定的不确定性，我们下调盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 16.8/20/23.5 亿元（原为 17.4/21.7/25.8 亿元），同比 108.2%/19.2%/17.4%，昨收盘价对应 PE 为 15.2x/12.8x/10.9x，下调合理估值至 11.5-11.9 元（对应 22 年 15.5x-16x PE），维持“买入”评级。

表 27: 森马服饰盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,205	17,099	19,644	22,521
(+/-%)	-21.4%	12.5%	14.9%	14.6%
净利润(百万元)	806	1678	2000	2348
(+/-%)	-48.0%	108.2%	19.2%	17.4%
每股收益(元)	0.30	0.62	0.74	0.87
EBIT Margin	12.1%	15.1%	15.6%	15.9%
净资产收益率(ROE)	7.0%	13.9%	15.6%	17.1%
市盈率(PE)	31.7	15.2	12.8	10.9
EV/EBITDA	14.8	11.0	9.7	8.6
市净率(PB)	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源: 公司资料。国信证券经济研究所整理预测

太平鸟: 业绩持续高质量增长, 未来可期

2021 年上半年, 公司收入 50.1 亿元, 同增 55.9%, 归母净利润 4.1 亿元, 同增 240.5%。毛利率 55.3%, 增长 2.8 个点, 销售费用率 37.6%, 同减 1.4p.p.。上半年公司存货周转天数环比年初上升 19 天, 但 1 年内库存比例从年初 66.3%提升至 78.3%, 存货减值占存货比从 11.4%下降到 8.4%。

品牌方面, 公司通过几年转型, 成功转型年轻潮流。渠道方面, 去年 7 月开始入驻抖音, 初步形成方法论, 上半年抖音零售额 3 亿元, 占线上流水 18%, 同时积极帮助提升加盟商运营水平和盈利水平, 有望通过拓加盟、优直营, 大幅提升净利率。展望下半年, 公司通过梳理核心品类提升产品竞争力, 有望在双十一和秋冬装恢复高增长。

公司 Q2 业绩增长亮眼, 库龄持续优化, 盈利能力大幅改善, 下半年有望在渠道结构优化和秋冬装发力推动下继续保持业绩增长的良好态势。从中长期看, 公司品牌、产品、渠道年轻, 新零售发展势头良好, 渠道结构进一步优化, 有望在提升盈利能力的同时实现中长期健康可持续增长。我们小幅上调公司 21-23 年净利润至 10.6/13.1/15.9 亿(原为 10.3/12.7/15.5 亿)分别同增 48.0%/24.1%/21.5%, EPS 为 2.21/2.75/3.34 元, 合理估值 65.9~68.7 元(22 年 PE 24x-25x), 维持“买入”评级。

表 28: 太平鸟盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,387	12,090	14,187	16,402
(+/-%)	18.4%	28.8%	17.3%	15.6%
净利润(百万元)	713	1055	1309	1591
(+/-%)	29.2%	48.0%	24.1%	21.5%
摊薄每股收益(元)	1.50	2.21	2.75	3.34
EBIT Margin	10.9%	10.8%	11.2%	11.6%
净资产收益率(ROE)	18.3%	23.8%	25.8%	27.1%
市盈率(PE)	31.2	21.1	17.0	14.0
EV/EBITDA	24.0	18.6	15.9	13.6
市净率(PB)	5.7	5.0	4.4	3.8

资料来源: 公司资料。国信证券经济研究所整理预测

开润股份: 业绩回暖, 期待进一步恢复

21 年上半年, 公司营收 9.9 亿, +3.7%, 比 19 年-19.0%; 归母净利润为 0.97 亿, +50.8%, 比 19 年-14.7%。毛利率为 28.5%, 同比-1.1p.p., 可比口径下预计同比+2.8 p.p.。期间费用率下降, 可比口径下与 19 年基本持平。分业务看, B 端/C 端收入分别为 6.4/3.3 亿, 同比+2.6%/+13.6%; 毛利率分别为 27.9%/28.7%, 可比口径下分别同比+1.3 p.p./5.4 p.p.。

B 端业务方面，公司持续加深与优质大客户的合作，在保持戴尔、惠普等电脑包客户较大采购份额的同时，在 VF、Nike 等运动包客户方面拓展份额，并积极拓展新客户，客户结构优化。C 端业务方面，“90 分”增长亮眼，在传统电商平台保持优势，在抖音等新兴渠道积极拓展，已获得服饰鞋包品牌前十，有望持续带动收入恢复。

公司上半年收入业绩同比显著增长，虽然仍未恢复至 19 年的水平但二季度有加速恢复的趋势。在 B 端方面，公司在原有客户拓展份额并积极拓展新客户，C 端方面“90 分”品牌年初至今增长迅猛，预计将有效拉动收入端的快速增长。长期看，公司积极布局，B 端内生外延产能扩张，创造竞争优势做深并拓展优质龙头客户；C 端产品纵向横向发展，空间广阔。我们维持盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 2.0/2.6/3.3 亿元，分别同增 156.6%/30.7%/25.8%，EPS 分别为 0.83/1.09/1.37 元，合理估值区间为 21.8-22.6 元（对应 22 年 PE20x-21x），维持“买入”评级。

表 29：开润股份盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,381	3,042	3,694
(+/-%)	-27.9%	22.5%	27.8%	21.4%
净利润(百万元)	78	200	261	329
(+/-%)	-65.5%	156.6%	30.7%	25.8%
每股收益(元)	0.32	0.83	1.09	1.37
EBIT Margin	8.6%	10.6%	10.8%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	11.6%	13.6%	15.2%
市盈率 (PE)	54.1	21.1	16.2	12.8
EV/EBITDA	28.9	19.9	16.0	13.3
市净率 (PB)	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司资料。国信证券经济研究所整理预测

百隆东方：棉价、产能双轮驱动业绩增长

2021 年 H1，公司营业收入 39.2 亿元，同比增长 49.0%；归母净利润 5.5 亿元，同比增长 304.0%，毛利率 20.9%，同比增长 10.6p.p.，归母净利润率 14.0%，同增 8.8p.p.。上半年销售费用率 0.41%，同比优化 1.5p.p.，主要是由于运费调整至营业成本所致。管理费用率 4.3%，同比优化 1.4p.p.。财务费用率 1.71%，同比下降 1.8p.p.，公司存货/应收/应付周转天数分别为 204/30/14 天，分别环比下降 47/3/2 天。公司上半年和 Q2 收入、利润大幅上升主要得益于今年以来棉价的快速上涨，以及公司在前期棉价低位时期的充分备货。

公司目前约有 170 万纱锭产能，其中国内：越南约 70:100。2021 年 H1，越南百隆完成营业收入 22.6 亿元人民币，较去年增长 45.9%；实现净利润 4.53 亿元人民币，同比增长 1377%，营收和利润占公司整体比重分别为 57.6%和 82.3%。2021 年上半年受益于棉价上涨和公司在棉价低位时备货充足，公司收入和利润水平大幅提升。在公司产能利用率的恢复和棉价上行双重利好下，公司 2021 年毛利率有望继续维持较高水平。我们上调盈利预测，预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.63/0.66/0.71 元（原为 0.46/0.58/0.69），当前股价对应 PE 为 8.6x/8.2x/7.6x，上调合理估值至 6.6~7.3 元（2022PE10-11x），维持“增持”评级。

表 30: 百隆东方盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,135	7,983	8,828	9,440
(+/-%)	-1.4%	30.1%	10.6%	6.9%
净利润(百万元)	366	950	992	1072
(+/-%)	22.9%	159.7%	4.4%	8.0%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.63	0.66	0.71
EBIT Margin	5.0%	12.9%	12.0%	12.1%
净资产收益率(ROE)	4.6%	11.4%	11.2%	11.4%
市盈率(PE)	22.3	8.6	8.2	7.6
EV/EBITDA	16.0	9.2	8.9	8.3
市净率(PB)	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

天虹纺织: 业绩大幅增长, 稳健扩张

2021年H1, 公司实现营业收入125.3亿元, 同比上升52.5%, 同比19年H1增长23.0%, 公司毛利率大幅上升11.4个百分点至22.8%, 达到历史高水平, 主要是纱线业务毛利率受益于今年以来棉花价格大涨。公司销售费用率3.7%, 同比减少0.4个百分点, 管理费用率5.5%, 同减0.7个百分点, 但相比以往较高, 有一次性的减值因素存在。在棉价利好下, 上半年实现归母净利润12.9亿元, 同比增长122倍。上半年公司存货/应收/应付周转天数分别为85/27/70天, 分别环比年初-15/-3/+7天。库存中原材料绝对金额环比年初上涨39.2%至32.7亿元, 在棉价较低位备货充足。

展望今年全年, 目前疫情影响大致1%总纱线产能, 全年目标仅下调针织面料销量从3万吨至2万吨, 其余不变。展望中长期, 公司年初制定较高扩产目标, 希望中长期3~5年内, 针织面料日均产能能达到400吨, 有望每年达到10亿美金收入; 梭织面料目标在中长期做到10亿美金。随着公司上下游垂直一体化的快速开拓和整合, 下游收入有望在未来与上游纱线相当, 未来梭织面料毛利率也将稳定在20%以上, 彼时业绩随原材料的波动有望大幅减少。

上半年在棉价上行利好下, 公司取得优异业绩, 下半年公司产能受疫情影响小, 有望继续维持高毛利率。中长期看, 公司下游扩产计划确定, 成长空间仍然广阔, 减少利润波动性。我们预计公司21-23年净利润增速分别为339.1%/-10.8%/9.2%, 对应PE分别为3.6x/4.0x/3.7x。考虑到公司业绩优异, 长期纵向一体化聚焦较高成长潜力, 相较同业可比公司估值性价比较高, 我们给予公司合理估值为14.5~16.1港元, 对应22年PE 4.5x-5x, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 31: 天虹纺织盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,577	26,141	29,040	32,000
(+/-%)	-11.0%	33.5%	11.1%	10.2%
净利润(百万元)	517	2,270	2,025	2,211
(+/-%)	-41.5%	339.1%	-10.8%	9.2%
摊薄每股收益(元)	0.56	2.48	2.21	2.42
EBIT Margin	4.4%	11.0%	9.9%	9.8%
净资产收益率(ROE)	6.6%	26.6%	22.1%	22.5%
市盈率(PE)	17.7	4.0	4.5	4.1
EV/EBITDA	10.9	6.0	6.3	5.9
市净率(PB)	1.16	1.07	1.00	0.93

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

投资建议：上半年反弹明显，关注后疫情时代的长远 机遇

半数以上公司疫后复苏明显，部分优质公司业绩甚至大幅超过疫情前水平。后续随着板块基数逐步提高，增速进入常态，我们建议关注品牌力、产品力、经营效率与健康度领先的优质企业，有望在疫情后持续显示长远竞争力。港股重点推荐申洲国际、安踏体育、李宁、波司登、特步国际、滔搏，A股重点推荐华利集团、太平鸟、森马服饰、稳健医疗。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
02020	安踏体育	买入	121.57	1.92	3.00	3.81	63.3	40.5	31.9	13.7
02331	李宁	买入	74.65	0.69	1.50	1.82	107.9	49.6	41.0	21.4
06110	滔搏	买入	7.37	0.45	0.52	0.62	16.5	14.2	11.9	4.7
03813	宝胜国际	买入	1.09	0.06	0.23	0.29	19.0	4.8	3.8	0.8
01368	特步国际	买入	9.03	0.21	0.34	0.43	43.3	26.7	20.8	3.2
01361	361度	无评级	3.11	0.20	0.29	0.33	15.5	10.7	9.4	1.0
03818	中国动向	无评级	0.70	0.31	0.16	0.10	2.3	4.5	7.0	0.4
NKE	耐克	无评级	952.73	23.06	24.45	31.24	41.3	39.0	30.5	28.4
LULU	露露柠檬	无评级	2600.28	29.25	58.90	71.66	88.9	44.2	36.3	20.4
ADS	阿迪达斯	无评级	2025.05	17.25	58.97	77.19	117.4	34.3	26.2	7.8
02313	中洲国际	买入	137.30	3.40	3.40	4.81	40.4	40.4	28.5	7.6
00551	裕元集团	无评级	13.03	-0.37	1.05	1.46	-35.4	12.4	8.9	0.8
02232	晶苑国际	无评级	2.34	0.25	0.36	0.40	9.4	6.4	5.8	0.9
02678	天虹纺织	买入	9.34	0.57	2.48	2.21	16.4	3.8	4.2	1.1
300979	华利集团	买入	88.42	1.79	2.36	2.97	49.4	37.4	29.8	9.3
603055	台华新材	无评级	16.38	0.16	0.57	0.75	102.4	29.0	22.0	4.6
601339	百隆东方	增持	5.41	0.25	0.63	0.66	21.6	8.5	8.2	1.0
000726	鲁泰A	无评级	5.87	0.11	0.48	0.84	53.4	12.3	7.0	0.7
300577	开润股份	买入	20.35	0.36	0.83	1.09	56.5	24.4	18.7	3.2
603558	健盛集团	无评级	10.05	-1.31	0.63	0.83	-7.7	15.9	12.1	1.8
002042	华孚时尚	无评级	4.48	-0.31	0.32	0.39	-14.5	13.9	11.4	1.2
1476	儒鸿	无评级	136.11	3.57	4.90	5.83	38.1	27.8	23.4	8.9
1477	聚阳实业	无评级	55.50	2.10	2.55	3.00	26.4	21.8	18.5	10.7
9910	丰泰企业	无评级	48.71	1.27	1.40	2.06	38.2	34.8	23.7	9.4
300888	稳健医疗	买入	80.33	9.80	3.77	4.50	8.2	21.3	17.8	3.3
002563	森马服饰	买入	7.64	0.30	0.62	0.74	25.5	12.3	10.3	1.8
600398	海澜之家	增持	7.03	0.41	0.69	0.77	17.1	10.2	9.1	2.3
603877	太平鸟	买入	38.78	1.51	2.21	2.75	25.7	17.5	14.1	4.7
002029	七匹狼	无评级	6.04	0.28	0.37	0.43	21.6	16.4	14.0	0.8
601566	九牧王	无评级	15.60	0.64	0.62	0.70	24.4	25.1	22.4	2.1
002293	罗莱生活	无评级	11.48	0.71	0.85	0.99	16.2	13.4	11.5	2.2
01234	中国利郎	买入	3.75	0.47	0.58	0.67	8.1	6.5	5.6	1.2
03998	波司登	买入	4.59	0.16	0.19	0.24	29.0	24.1	18.9	-
ITX.MA	Inditex	无评级	240.58	8.73	8.72	9.81	27.6	27.6	24.5	6.7
9983	迅销	无评级	4677.98	52.40	116.28	130.81	89.3	40.2	35.8	8.4
002832	比音勒芬	增持	25.49	0.91	1.15	1.41	28.0	22.1	18.1	5.9
603808	歌力思	增持	13.80	1.34	1.15	1.36	10.3	12.0	10.1	2.1
603587	地素时尚	买入	19.83	1.31	1.52	1.76	15.1	13.1	11.3	2.8
603839	安正时尚	无评级	8.01	0.50	0.77	0.86	16.0	10.4	9.3	1.2
03306	江南布衣	买入	11.21	1.25	1.31	1.48	9.0	8.6	7.6	3.9
03709	赢家时尚	无评级	9.51	0.67	0.89	1.11	14.1	10.7	8.6	1.9
01913	普拉达	无评级	35.65	-0.17	0.67	1.01	-211.5	52.8	35.5	4.0
MC.PA	LVMH	无评级	4618.12	106.50	153.50	170.87	43.4	30.1	27.0	8.3
KER.PA	Kering	无评级	4579.26	137.52	188.45	219.23	33.3	24.3	20.9	6.5
CFR.SIX	历峰集团	无评级	693.80	36.88	17.16	26.78	18.8	40.4	25.9	56.4
RMS.PA	Hermes	无评级	8931.31	150.07	136.29	156.21	59.5	65.5	57.2	17.1

数据来源：Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理。

注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032