

# 纺织服装

## 竞争加剧，个股分化，产品为王——2022年度策略

时尚消费短期承压，消费环境波动成常态，板块之间分化明显。在消费环境的波动呈现常态化的背景下，叠加基数变化，各品牌销售 Q3 承压，9 月社零总额/服装针纺类/珠宝类零售额当月值同比 2020 分别增长 4.4%/下滑 4.8%/增长 20.1%。我们认为后续会有所修复，但是行业整体在 2022 年甚至更长维度将呈现波动状态。而低线城市的中高端产品消费力的体现、拥有优质产品力的国产品牌的崛起将成为长期趋势。

**时尚服饰：冬季销售值得期待，行业长期竞争加剧，关注优质个股。** 1) 短期来看，期待冬装销售，当前库存结构健康，品牌商积极备货应对 Q4。2) 中期来看，2022 年全年流水波动趋势更加明显，个股差异也会逐步体现，优质公司领跑。3) 服饰品牌商的运营思路从“渠道思路”转变为“流量思路”，产品力成为核心竞争要素。推荐产品力强、运营稳健、估值水平尚有提升空间的【比音勒芬、波司登】，对应 22 年 PE 为 17/24 倍，关注【太平鸟、罗莱生活】。

**运动鞋服：短期波动，长期成长性确定，产品力主导竞争，国牌龙头优势突出。** Q3 运动鞋服增速放缓，安踏品牌/FILA/李宁/特步流水分别增长 10%低段/中单位数/40%-50%低段/中双位数。展望未来，短期我们判断板块增速可能放缓，中长期仍然看好渗透率提升所带来的规模增长（2020 年国内渗透率仅 13%，同期美国 35%/全球平均 20%），女性运动兴起、细分领域运动如滑雪、滑板、瑜伽等给予行业新的发展机会，同时品牌之间的竞争进入了产品主导阶段，龙头之间的竞争更加激烈，国内品牌迎来发展机会。推荐【安踏体育、李宁、申洲国际、特步国际】，对应 22 年 PE 分别 29/43/29/22 倍。

**成衣制造：后疫情时代稳健供应链崛起。** 1) 短期环境仍存在不确定性，产能稳健决定增长。2) 长期来看，我们认为行业竞争格局优化成趋势，疫情加速行业落后产能出清，同时品牌商精简供应商，有差异化壁垒的公司在长期的竞争中有望脱颖而出。推荐边际改善明显，双控政策影响小，估值具备安全边际的【健盛集团】，对应 22 年 PE 为 15 倍。关注基本面表现优秀，成长稳健的制造商【华利集团】。

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

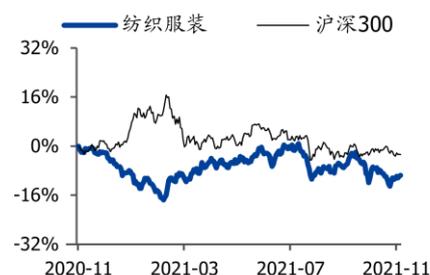
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
02331.HK	李宁	买入	0.65	1.37	1.77	2.27	117.3	55.7	43.1	33.6
02020.HK	安踏体育	买入	1.91	2.84	3.58	4.49	55.1	37.0	29.4	23.4
002832.SZ	比音勒芬	买入	0.87	1.10	1.41	1.78	27.9	22.2	17.2	13.7
03998.HK	波司登	买入	0.11	0.16	0.20	0.25	42.7	30.1	24.1	19.3
603558.SH	健盛集团	买入	-1.34	0.61	0.74	0.90	-8.5	18.8	15.4	12.7
603877.SH	太平鸟	买入	1.50	2.22	2.74	3.35	26.7	18.0	14.6	11.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

邮箱：houziye@gszq.com

### 相关研究

1、《纺织服装：在波动中成长——2021 三季度分析》

2021-10-31

2、《纺织服装：终端恢复，运营优化——2021 中报分析》

2021-09-04

3、《纺织服装：行业运行趋势及 2021 年中报前瞻》

2021-07-04

## 内容目录

1. 行业概况 .....	6
1.1 中短期: 增速放缓, 库存健康, 板块分化 .....	6
1.2 长期: 消费风气迭起, “泛运动”、“国牌”热度正盛 .....	9
1.2.1 消费分层, 看好低线城市中高端消费潜力 .....	9
1.2.2 健康消费兴起, 泛运动风潮盛行 .....	10
1.2.3 国牌黑马频出, 市场风气正浓 .....	11
2. 时尚服饰: “危”、“机”并存, 长期竞争加剧 .....	12
2.1 中短期: 销售环境有不确定性, 谨慎中仍有乐观 .....	12
2.1.1 短期趋势: 销售波动但仍备货充足应对冬装销售 .....	13
2.1.2 中期趋势: 销售的不确定性成为常态, 公司运营能力差异扩大 .....	14
2.2 长期: 渠道围绕流量运营, 产品力品牌力成为核心竞争要素 .....	16
2.2.1 全域运营, 数字化赋能, 从“渠道为主”到“流量为主” .....	16
2.2.2 产品为王, 产品是品牌力的强力支撑 .....	18
2.2.3 优质供应链助力价值实现 .....	19
2.3 投资策略: 兼顾估值合理性及基本面的确定性 .....	19
3. 运动鞋服: 短期波动, 长期具备成长性赛道 .....	20
3.1 中短期: 流水增长环比放缓, 营运表现健康 .....	21
3.2 长期: 新趋势崛起, 产品主导竞争 .....	22
3.3 投资策略: 长期看好, 关注龙头 .....	27
4. 服饰制造: 稳健的供应链在后疫情时代突起 .....	28
4.1 中短期: 订单资源倾斜, 稳健的供应链占优势 .....	28
4.2 长期: 看好差异化优势突出的运动品类制造商龙头 .....	31
4.3 投资策略: 具备稳定产业链的运动类制造商 .....	35
5. 家纺行业: 需求持续深化, 龙头优势凸显 .....	36
5.1 中短期: 电商优化+需求升级刺激短期需求增长 .....	36
5.2 长期: 高端产品接受度提高, 大众产品购买频次提升 .....	37
5.3 投资策略: 品牌凸显, 龙头领先 .....	38
6. 珠宝首饰: 黄金饰品高热度, 消费升级助力增长 .....	39
6.1 中短期: 黄金饰品销售火热, 板块表现领先行业 .....	39
6.2 长期: 消费升级+消费观念转变促使市场规模增长 .....	41
7. 板块行情回顾 .....	43
8. 重点公司推荐 .....	45
8.1 投资策略 .....	45
8.2 核心重点标的推荐 .....	46
9. 风险提示 .....	53

## 图表目录

图表 1: 2019/02 至今服装针纺类/珠宝类/社零总额当月同比 (%) .....	6
图表 2: 2019/02 至今服装针纺类/珠宝类/社零总额累计同比 (%) .....	6
图表 3: 2017-2021Q1-Q3 品牌服饰重点公司收入及 YOY (亿元, %) .....	7
图表 4: 2017-2021Q1-Q3 品牌服饰重点公司归母净利及 YOY (亿元, %) .....	7
图表 5: 2017-2021Q1-Q3 珠宝重点公司营收表现 (亿元, %) .....	7
图表 6: 2017-2021Q1-Q3 珠宝重点公司归母净利表现 (亿元, %) .....	7

图表 7: 2019/01 以来国内消费者信心指数.....	8
图表 8: 按家庭可支配收入等级划分中国城市人口数量 (百万).....	9
图表 9: 休闲类男装品牌海澜之家&七匹狼/中高端女装品牌 TeenieWeenie&播部分运动系列产品示例.....	10
图表 10: 中国网民偏好购买国牌商品品类 (%).....	11
图表 11: 国内及境外品牌关注度变化情况 (%).....	11
图表 12: 国内及境外品牌关注度变化情况 (%).....	11
图表 13: 国潮内容关注者年龄分布 (%).....	11
图表 14: 服装/化妆品国货品牌及文创类 IP 实例.....	12
图表 15: 2019Q1-2021Q3 品牌服饰重点公司收入及 YOY (亿元, %).....	13
图表 16: 2019Q1-2021Q3 品牌服饰重点公司归母净利及 YOY (亿元, %).....	13
图表 17: 服饰板块重点公司收入按季节分布.....	13
图表 18: 2018-2021 年前三季度行业重点公司库存周转天数 (天).....	14
图表 19: 品牌服饰板块存货和周转天数 (亿元, 天).....	14
图表 20: 2017Q1-2021Q3 品牌服饰板块公司收入/业绩增速标准差.....	15
图表 21: 地素时尚 2021 秋冬敦煌系列秀场.....	16
图表 22: 太平鸟签约王一博为代言人.....	16
图表 23: 实物商品网上零售额表现 (%).....	16
图表 24: 小红书商城 (左) 天猫直播 (右).....	16
图表 25: 大众服饰+中高端服饰板块重点公司线上收入占比 (%).....	17
图表 26: 品牌服饰公司 2021Q3 末门店情况 (家).....	17
图表 27: 行业代表公司新零售模式.....	18
图表 28: 森马品牌联名系列产品.....	18
图表 29: 太平鸟 PEACEBIRD 品牌联名系列产品.....	18
图表 30: 海澜之家全能夹克.....	19
图表 31: 太平鸟 2021 冬季新款羽绒服.....	19
图表 32: 安踏体育市值表现 (亿港元).....	20
图表 33: 李宁市值表现 (亿港元).....	20
图表 34: 李宁业绩 (百万元, %).....	20
图表 35: 安踏体育业绩 (百万元, %).....	20
图表 36: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司营收及 YOY (亿元, %).....	21
图表 37: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司归母净利及 YOY (亿元, %).....	21
图表 38: 运动鞋服重点公司各品牌单季度流水增速 (%).....	21
图表 39: 运动鞋服板块及其他板块收入增速对比 (%).....	22
图表 40: 不同行业市场规模板块增速对比 (%).....	22
图表 41: 我国体育相关政策推出.....	23
图表 42: 迪桑特门店及流水变化情况 (家, 亿元).....	23
图表 43: lululemon 男子系列产品.....	24
图表 44: 迪桑特女子系列产品.....	24
图表 45: NIKE 男子系列/女子系列增长率变化图 (%).....	24
图表 46: Lululemon 营业收入及增长率变化图(亿美元, %).....	24
图表 47: 李宁使用䨻科技的跑鞋和篮球鞋产品 (元).....	25
图表 48: 安踏主要在售跑步鞋及篮球鞋产品价格及重要科技情况 (元).....	26
图表 49: 2015-2021H1 运动公司渠道数量 (个).....	26
图表 50: 安踏/李宁/特步电商渠道收入占比情况 (%).....	27
图表 51: 运动鞋服公司存货周转天数.....	27

图表 52: 安踏体育 PE Band (港元, 倍) .....	28
图表 53: 李宁 PE Band (港元, 倍) .....	28
图表 54: 特步国际 PE Band (港元, 倍) .....	28
图表 55: 2019-2021Q1-Q3 制造重点公司收入及 YOY (亿元, %)	29
图表 56: 2019-2021Q1-Q3 制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	29
图表 57: 2020 年初-2021 年 11 月美国/欧洲/东南亚当日新增新冠确诊病例 (例)	29
图表 58: 中洲国际/华利集团/健盛集团目前产能情况 .....	30
图表 59: 2018/01 至今中国 328 棉花价格指数 .....	31
图表 60: 2018/01 至今美元兑人民币即期汇率 (元/美元) .....	31
图表 61: Nike Sportswear Tech Fleece 拉链开襟连帽衫.....	31
图表 62: 2016-2020 年中洲国际专利情况 .....	31
图表 63: 运动鞋服产业链呈现出"上下游龙头对话"的局面 .....	32
图表 64: FY2014-FY2021 耐克集团供应商数量 (个) .....	32
图表 65: 2015-2020 年 PUMA 供应商数量 (家) .....	32
图表 66: 2019 年部分运动鞋服制造商产量分布 (百万双) .....	33
图表 67: 2019 年中国服装出口金额占全球出口市场比例 (%) .....	33
图表 68: 健盛集团业务分布图.....	33
图表 69: 中越生产成本对比一览表 .....	34
图表 70: 运动鞋主要生产流程.....	34
图表 71: 纺织服装部分制造商产业链分布 .....	34
图表 72: 健盛集团子公司及业务性质.....	35
图表 73: 传统成衣制造与纵向一体化制造商生产周期对比.....	35
图表 74: 规模以上家纺企业累计营收增速 (%) .....	36
图表 75: 家纺板块重点公司 Q1/Q2/Q3 营收增速 (%) .....	36
图表 76: 罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺电商业务增速及占比 (%) .....	36
图表 77: 商品房销售面积 (住宅) 累计同比、房屋竣工面积 (住宅) 累计同比 (%) .....	37
图表 78: 大众价位家纺产品销售表现.....	38
图表 79: 中高端价位家纺产品销售表现 .....	38
图表 80: 居民家纺支出 (亿元, %) .....	38
图表 81: 罗莱生活 PE Band (元, 倍) .....	39
图表 82: 金银珠宝类零售额同比增速 (%) .....	39
图表 83: 黄金首饰累计消费量及增速 (吨, %) .....	39
图表 84: Au9999 价格走势 (元/克) .....	40
图表 85: 内地赴澳人数 (万人) .....	40
图表 86: 2021 年内地赴港人数 (人) .....	40
图表 87: 结婚累计登记数量及增速 (万对, %) .....	41
图表 88: 周大生非凡金系列产品 .....	41
图表 89: 周大福传承系列 .....	41
图表 90: 城乡居民人均可支配收入增速 (%) .....	42
图表 91: 中高收入家庭数量 (万) .....	42
图表 92: 2021/01/01-2021/11/09 板块涨跌幅: 品牌服饰和纺织制造累计上涨 6.83%/下跌 8.79%	43
图表 93: 2021/01/05-2021/11/09 品牌服饰/上证指数较年初累计涨跌幅 (%) .....	43
图表 94: 2021/01/01-2021/11/09 纺织服装 A 股板块公司涨跌幅 (%) .....	44
图表 95: 2021/01/01-2021/11/09 纺织服装 H 股板块公司涨跌幅 (%) .....	44
图表 96: 过往 3 年运动鞋服板块公司 PE (TTM, 倍) .....	45
图表 97: 过往 3 年中高端服饰板块公司 PE (TTM, 倍) .....	45

图表 98: 过往 3 年大众服饰板块公司 PE (TTM, 倍) .....	45
图表 99: 过往 3 年黄金珠宝板块公司 PE (TTM, 倍) .....	45
图表 100: 重点公司估值表.....	46
图表 101: 比音勒芬盈利预测和估值 (单位: 人民币) .....	47
图表 102: 健盛集团盈利预测和估值 (单位: 人民币) .....	48
图表 103: 太平鸟盈利预测和估值 (单位: 人民币) .....	48
图表 104: 罗莱生活盈利预测和估值 (单位: 人民币) .....	49
图表 105: 安踏体育盈利预测和估值 (单位: 人民币) .....	50
图表 106: 李宁盈利预测和估值 (单位: 人民币) .....	50
图表 107: 申洲国际盈利预测和估值 (单位: 人民币) .....	51
图表 108: 特步国际盈利预测和估值 (单位: 人民币) .....	52
图表 109: 波司登盈利预测和估值 (单位: 人民币) .....	52

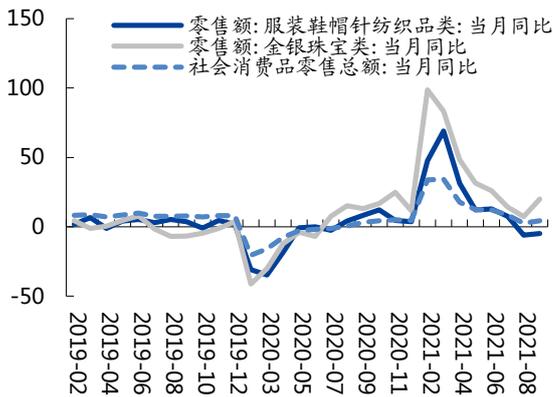
## 1. 行业概况

### 1.1 中短期：增速放缓，库存健康，板块分化

**行业层面：疫情反复、基数走高，消费增速大幅放缓。**我们从中观层面，回顾 2021 年以来国内消费表现：

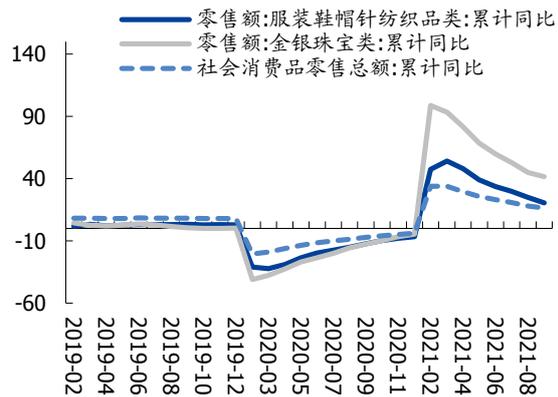
- 整体来看：年初以来整体恢复情况良好，据国家统计局数据：1-9 月社零总额/服装针纺类/珠宝类零售额累计值同比 2020 年分别增长 16.4%/20.6%/41.6%，对比 2019 年同期分别增长 7.2%/1.7%/15.9%，累计来看已经追平并超越 2019 年水平。
- 分月度来看：年初社会消费及行业终端在低基数下高速增长，后续月度增速环比回落，我们判断主要为近期局部地区疫情有反复以及去年同期基数升高所致。据国家统计局数据，9 月社零总额/服装针纺类/珠宝类零售额当月值对比 2020 年同期分别增长 4.4%/下滑 4.8%/增长 20.1%，对比 2019 年同期分别增长 6.8%/0.4%/28.2%，单月同比增速环比 8 月进一步回落，当前珠宝消费表现好于服装。

图表 1: 2019/02 至今服装针纺类/珠宝类/社零总额当月同比 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

图表 2: 2019/02 至今服装针纺类/珠宝类/社零总额累计同比 (%)

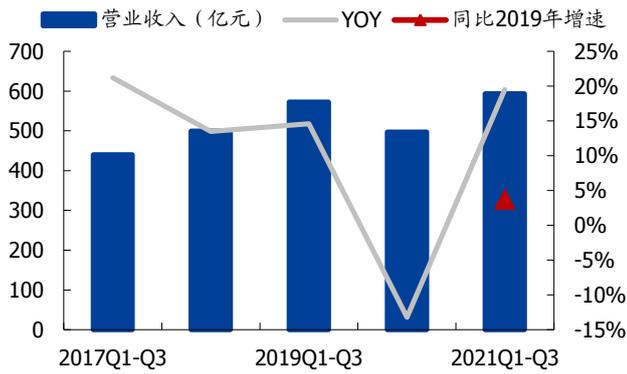


资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

**公司层面：板块分化，龙头较优。**我们从服装及珠宝行业的上市公司中挑选重点公司作为样本，以此来观测各个板块的季度表现情况。

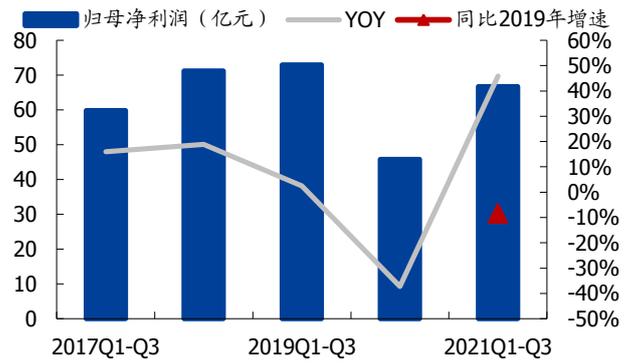
- **服装板块历经上半年的高速增长期，当前增速表现走弱。**1) 上半年快速恢复，品牌服饰重点公司收入对比 2020/2019 年同期分别+19.5%/+3.7%，业绩对比 2020/2019 年同期分别+45.9%/-8.5%，原因主要系：①去年上半年终端受疫情影响较大，故基数较低。②今年上半年疫情影响渐弱，边际改善明显。③新疆棉、鸿星尔克捐款等事件对于国产品牌的终端消费起到正向刺激作用，以李宁、安踏为代表的龙头运动鞋服品牌受益最大。2) 三季度以来恢复放缓，品牌服饰板块重点公司 Q3 收入较 2020/2019 年同期分别增长 4.6%/基本持平，业绩较 2020/2019 年同期分别下滑 4.0%/下滑 18.6%，主要系：①去年同期存在报复性消费，故基数较高；②今年三季度局部地区存在疫情反复、自然灾害等情况，对行业终端销售造成负面影响。

图表 3: 2017-2021Q1-Q3 品牌服饰重点公司收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2017-2021Q1-Q3 品牌服饰重点公司归母净利及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ **金银珠宝板块进入释放周期。**珠宝类重点公司 Q3 收入较 2020/2019 年同期分别增长 22%/20%，业绩较 2020/2019 年同期分别增长 39%/28%。我们判断珠宝当前表现较好，主要系：①黄金避险需求减弱，金价震荡下行。②婚庆需求后置释放周期到来，2021 上半年结婚登记数量大幅增加。③去年同期基数较低。

图表 5: 2017-2021Q1-Q3 珠宝重点公司营收表现 (亿元, %)



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

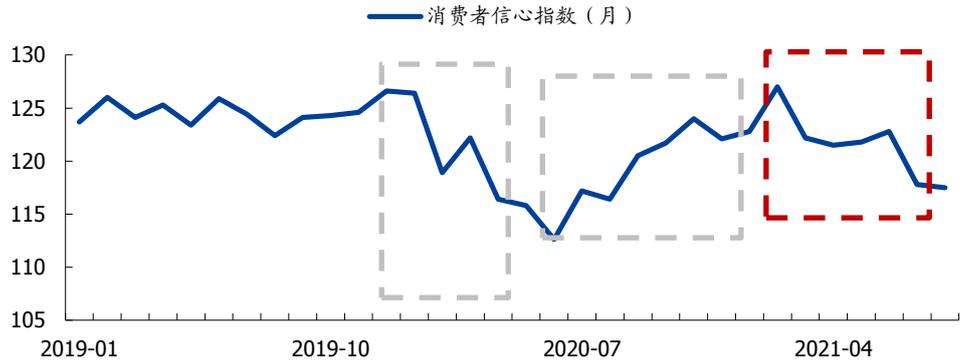
图表 6: 2017-2021Q1-Q3 珠宝重点公司归母净利表现 (亿元, %)



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

展望未来，我们认为当前及未来消费环境仍然处于不断变化之中：1) 当前疫情仍然存在不确定性，未来随着疫情稳定、消费信心有望回弹。2) 2021Q4 天气转寒、旺季到来，2022Q1 迎来春节，这些因素对于时尚服饰板块、家纺板块、珠宝板块等或有拉动作用。分板块来看：

图表 7: 2019/01 以来国内消费者信心指数



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

**1、时尚服饰板块:** 1) 短期来看, 期待冬装销售, 当前库存结构健康, 品牌商积极备货应对 Q4。2) 中期来看, 由于市场环境的复杂性和疫情反复的常态化, 2022 年全年流水波动趋势更加明显, 我们预计明年上半年将面临高基数压力。3) 后疫情时代更考验运营功底, 品牌服饰公司表现分化, 优质公司领跑。

**2、运动鞋服板块:** 1) 短期增速在高基数下放缓。2021Q3-Q4 疫情反复不定 (对一二线城市销售影响较大)、且去年同期基数较高, 考虑 2021H1 流水整体表现超预期, 短期的流水增速相较之前预计有所放缓, 但当前整体运营状态保持健康。2) 中长期维度来看, 行业仍然处于成长周期中。女性运动兴起、细分领域运动如滑雪、滑板、瑜伽等给予行业新的发展机会, 同时品牌之间的竞争进入了产品主导竞争的阶段, 龙头之间的竞争更加激烈, 国内品牌迎来发展机会。

**3、制造板块:** 1) 短期环境仍存在不确定性, 产能稳健增长。2) 长期来看, 我们认为行业竞争格局优化成趋势, 疫情加速行业落后产能出清, 同时品牌商精简供应商, 有差异化壁垒的公司长期的竞争中有望脱颖而出。

**4、家纺板块:** 1) 中短期来看, 家纺迎来 Q4 旺季。Q4 在家纺板块重点公司全年销售中占比在 35%左右, 我们判断 2021Q4 及全年家纺板块预计仍然表现较佳。2) 中长期消费升级逻辑持续, 品质化需求、个性及审美需求等有望推动家纺产品购买频次提升、产品的品质化要求提升。

**5、珠宝板块:** 珠宝首饰板块疫情后表现较佳, 我们判断主要系: 1) 金价回调, 利好终端消费。2) 跨境消费回流, 境内消费增加。3) 结婚登记数量反弹, 婚庆需求滞后释放。中长期来看, 伴随着消费升级, “悦己消费”以及“情感消费”有望持续推动珠宝首饰的终端消费。

## 1.2 长期：消费风气迭起，“泛运动”、“国牌”热度正盛

在消费浪潮的数次涤荡中，服饰行业逐渐演变出新风向、新变革。随着人群及消费特征的代际更迭、新零售时代的兴起，中长期来看，我们认为服装行业主要有以下几大趋势风向：

- 1、**消费行为分化**。消费升级、偏爱性价比的特征共存，低线城市中存在明显的消费升级趋势，中高端消费市场空间较大。
- 2、**运动风潮泛化**。“大健康消费”兴起，不仅是专业性运动品牌受益，泛运动风潮在各类服装品牌中亦均有体现。
- 3、**国牌品质提升，风潮正盛**。民族自信、事件催化国牌的市场青睐度提升，国牌崛起势不可当。

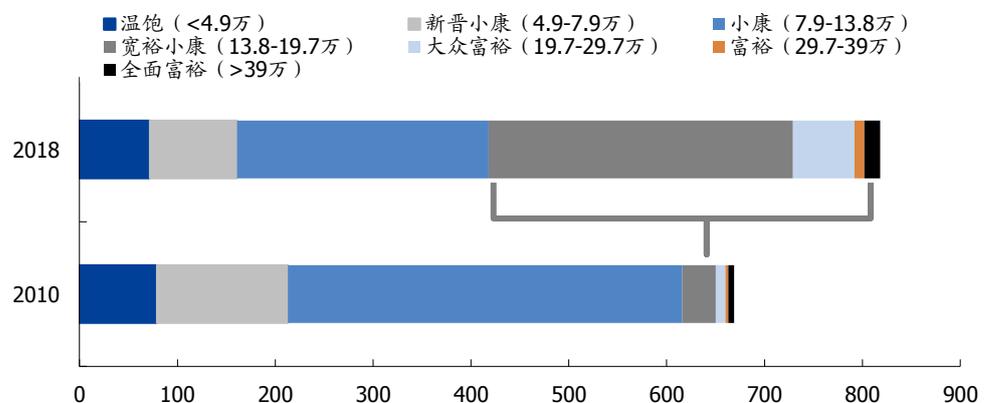
### 1.2.1 消费分层，看好低线城市中高端消费潜力

国内市场消费分层，“消费升级”与“追求物美价廉”的分化加剧。当前国内市场的消费行为特征出现分化，消费升级与极致性价比的消费行为特征同时存在，且分化进一步加剧。1) 一方面，随着居民收入水平的上升、消费流量的代际更替、消费观念的转变，一部分人群的消费向上升级，表现为对奢侈品、中高端品牌的追求；2) 另一方面，另一部分人群更偏爱物美价廉的产品，注重性价比、关注产品本身价值、消费相对趋于理性。

分城市层级来看，不同于以往固有的“高线城市高消费、低线城市低消费”的刻板印象，从边际变化来看：**1) 低线城市存在比较明显的消费升级的变化及空间，中低线城市中产化趋势明显，我们认为低线城市的中高端市场消费潜力可能被低估。**2) 同时高线城市追求性价比的人群规模也不容小觑，但服装行业由于成本原因，大众品牌相对来说难以在高线城市购物中心立足，消费者的这部分需求或更多的通过电商渠道去实现。

- **低线城市中产化趋势明显**。1) 近年我国“中产阶级”占比快速提升。据麦肯锡数据，2018年我国生活水平在宽裕小康及以上（家庭可支配收入在13.8万以上）的城市人口共计400万人占比49%（较2010年8%大幅增长）。2) 其中，**低线城市的中产化趋势更快**。当前三四线城市中，中产人群数量占比达到34%以上，2010-2018年低线城市中产人群数量CAGR达到38%，明显较同期一二线城市增速23%更快。

图表8：按家庭可支配收入等级划分中国城市人口数量（百万）



资料来源：麦肯锡全球研究院，国盛证券研究所

- **收入增加为低线带来中高端消费空间**。低线城市中产阶级的迅速增加带来超强消费力，使得三、四城市成为潜力相当大的消费市场。据麦肯锡调研数据显示，二线及

以下城市的年轻群体数量仅占总调研人数的 25%，却为 2018 年消费支出增长贡献了近 60%。随着低线城市居民物质生活水平的提高，市场消费关注点逐渐由单纯低价产品向品质倾斜，对于中高端产品的需求、接受程度也显著提升，我们认为低线城市的中高端市场或是被低估的潜力空间之一。

### 1.2.2 健康消费兴起，泛运动风潮盛行

随着居民健康意识的日益提升，围绕着“大健康”进行的一系列消费兴起，服装行业也涌现出一波运动风潮，并呈现出全行业泛化的特征。我们认为当前的运动风潮泛化可以从两个角度去理解：

**1、从消费端来看，运动类服饰的穿着场景在延伸。**当前运动类产品品类在拓展，除了专业类运动鞋服之外，还包括运动时尚、运动休闲类的泛运动产品，且后者应用场景更加广泛。例如运动时尚品牌 FILA，不仅仅在消费者进行专业运动的时候会穿着，在平常生活中也会穿着；再例如运动休闲品牌比音勒芬，以高尔夫服饰为品牌定位特色并推出商务休闲、时尚系列产品，受到中高端商务人士欢迎。

**2、从品牌端来看，运动风潮在各类服装品牌中均有体现。**在服装行业的运动风潮之下，不仅仅是李宁、安踏、FILA 等运动鞋服品牌受益，其他休闲服装品牌也纷纷推出具备专业性功能的轻运动产品线，受到消费者欢迎。例如男装品牌七匹狼，新推出都市机能、户外探索等运动产品系列，面料具备吸湿排汗、抗紫外线、抗菌等特点；再例如中高端女装品牌播 broadcast 在 2021 秋冬新品中围绕“轻户外”主题推出系列产品，进一步多元化产品风格。

图表 9：休闲类男装品牌海澜之家&七匹狼/中高端女装品牌 TeenieWeenie&播部分运动系列产品示例



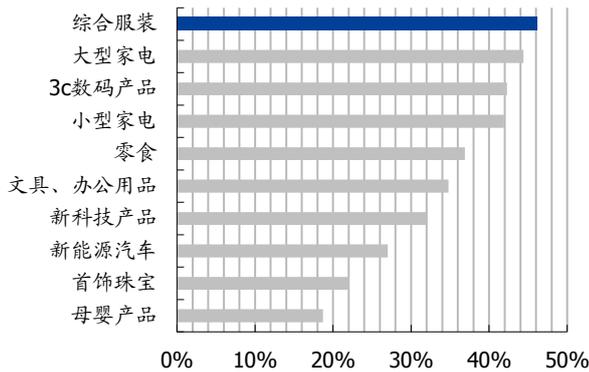
资料来源：天猫，微博，国盛证券研究所

我们认为服装行业的运动泛化风潮中长期来看能够维持：一方面，人们对于生活品质及身体健康的要求提升，这个趋势是长期的。另一方面，新冠疫情进一步提升了人们对于健康的重视程度，同时相关政策频频出台助力体育运动景气度提升，全民健身时代有望开启。据《全民健身计划（2021—2025年）》数据，人民群众通过健身促进健康的热情日益高涨，经常参加体育锻炼人数比例达到 37.2%。

### 1.2.3 国牌黑马频出，市场风气正浓

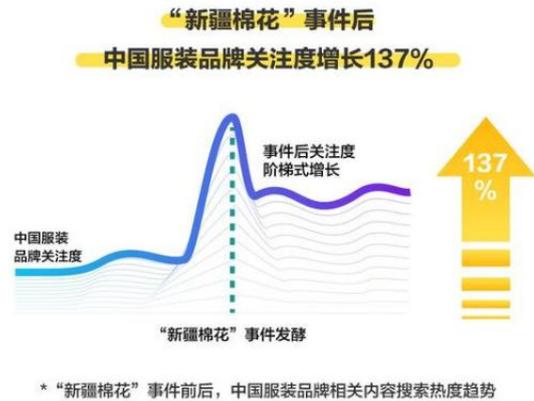
服饰消费的“国牌时代”正悄然来临。国货崛起的趋势在各类消费行业均有所体现，在服装行业尤为明显。服饰品类除了保暖蔽体、装饰功能之外，也是表达个性诉求的方式之一，由此服饰品类得以成为国潮内容消费的主要载体之一。据艾媒咨询调研数据显示，综合服装类是国牌购买偏好度最高的品类，倾向在综合服装类产品中购买国牌产品的网民占比高达46.2%，倾向在运动鞋服中购买国牌产品的比例更是高达68%。

图表 10: 中国网民偏好购买国牌商品品类 (%)



资料来源: 艾媒数据, 国盛证券研究所  
注: N=2832, 调研时间为 2020 年 12 月

图表 11: 国内及境外品牌关注度变化情况 (%)

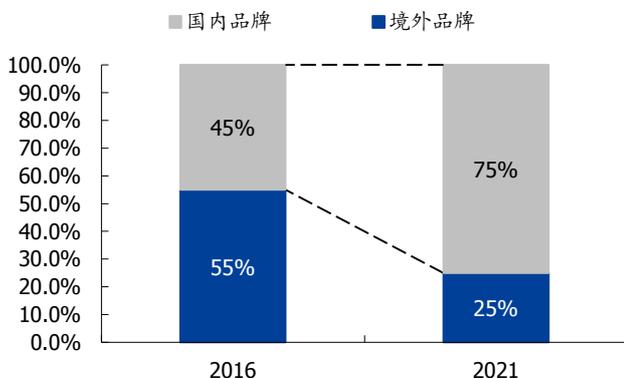


资料来源: 百度, 国盛证券研究所

今年突发事件频出，点燃消费市场情绪。上半年新疆棉事件驱使消费者爱国情绪发酵并自发购买支持国牌，7月鸿星尔克捐款引发网友“野性消费”。这些话题屡屡成为全民关注点，让国产品牌进一步暴露在公众的视野中。我们认为这一系列短期事件热潮之所以能够迅速引发热议并进一步催生国货消费热潮，其背后是数十年来消费环境及国产品牌自身潜移默化的改变：

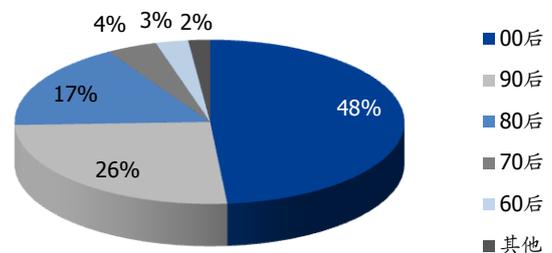
**1、民族自信带来国牌认可度的提升，消费需求旺盛。**随着国货品牌自身品质提升+中国经济崛起带来的民族自信，消费群体对国民品牌的青睐程度变高，这是一个长期性的趋势。

图表 12: 国内及境外品牌关注度变化情况 (%)



资料来源: 百度, 国盛证券研究所

图表 13: 国潮内容关注者年龄分布 (%)



资料来源: 百度, 国盛证券研究所

➤ 一方面,国内品牌近年来得到更多的曝光和关注。90后及00后逐渐步入消费市场,

这部分人群在消费时更关注产品背后的内容表达，是国潮消费的主力军。据百度与人民网研究院联合发布《百度 2021 国潮骄傲搜索大数据》报告数据显示，当前国内消费市场对于国内品牌的关注度从 2016 年的 45% 上升至 2021 年的 75%，与此同时境外品牌的关注度从 55% 下降至 25%。

- 另一方面，市场对于优质、口碑良好的国牌逐渐产生信赖。据艾媒咨询调研数据显示，54.1% 的消费者表示比较信任目前国产制造的商品质量，28.3% 的消费者表示非常信任。

**2、各类国牌修炼实力、黑马频出，为市场提供优质选择。**从供给层面来看，国产品牌的表现也没有辜负市场的青睐，近年来在各大消费品类中，优质的国产品牌凭借良心的产品、细致的服务、相对较高的性价比，涌入更多消费者的视野。当前比较典型的国牌例子包括服饰品牌李宁、波司登、安踏、回力、太平鸟，化妆品品牌花西子、百雀羚，以及衍生出的 IP 如故宫博物院、苏州博物馆等。

图表 14: 服装/化妆品国货品牌及文创类 IP 实例



资料来源：公司官网，国盛证券研究所整理

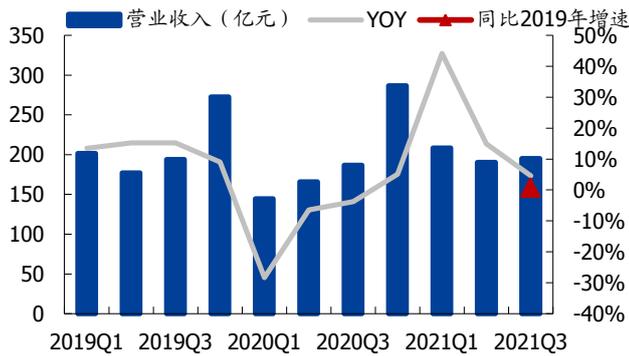
## 2. 时尚服饰：“危”、“机”并存，长期竞争加剧

### 2.1 中短期：销售环境有不确定性，谨慎中仍有乐观

对于时尚服饰公司而言，2021 年的零售环境充满了波折，与 2020 年疫情对终端销售带来猛烈的冲击不同，2021 年前 3Q 经历了 Q1 疫情缓和阶段的消费快速复苏，Q2 外部事件爆发带来的新增消费再到 Q3 局部自然灾害、多地疫情反复等事件对消费情绪带来打击，终端流水增速走弱。

- 品牌服饰板块重点公司 2021 年前三季度收入同比 2020/2019 年分别 +19.5%/+3.7%，业绩同比 2020/2019 年分别 +45.9%/-8.5%
- 单 Q3，2020/2019 年收入分别增长 4.6%/基本持平，业绩较 2020/2019 年分别下滑 4.0%/下滑 18.6%。从前三季度表现来看，增速出现逐步放缓的趋势。

图表 15: 2019Q1-2021Q3 品牌服饰重点公司收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2019Q1-2021Q3 品牌服饰重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们认为后续板块基本面表现将会呈现三大趋势, 我们总结为:

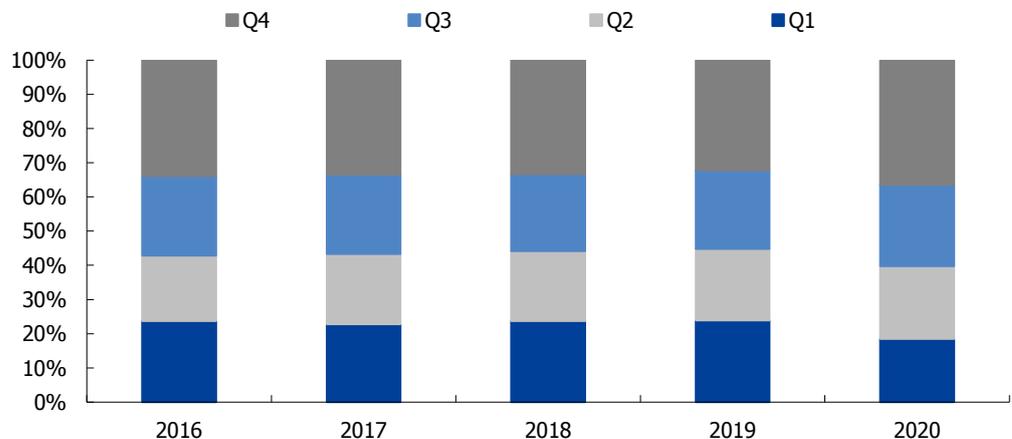
- **短期维度:** 1) 在需求驱动下, 2021Q4-2022 年初冬装销售仍然值得期待。
- **中期维度:** 2) 由于市场环境的复杂性和疫情反复的常态化, 2022 年全年流水波动趋势更加明显; 3) 在行业波动背景下各品牌之间的差异会被明显放大, 优质公司能够持续领跑行业。

### 2.1.1 短期趋势: 销售波动但仍备货充足应对冬装销售

从 2021 年 Q3 存货变化判断, 我们认为各公司对冬装销售做了充足准备, 叠加天气因素, 冬装销售表现值得期待。

冬季销售旺季将至, 天气因素有望带动冬装需求。根据国家气候中心研究表明, 今年 7 月以来, 赤道中东太平洋海温持续下降, 预计 10 月进入拉尼娜状态, 并于冬季形成一次弱到中等强度的拉尼娜事件。尽管拉尼娜事件并不与冷冬直接挂钩, 但是从以往年份来看, 15 次拉尼娜事件中, 10 次冬天偏寒, 冬季寒潮的到来对于冬装的销售有一定的拉动作用。而与此同时, 冬装由于单价较高因此在全年的销售占比中相对较大。

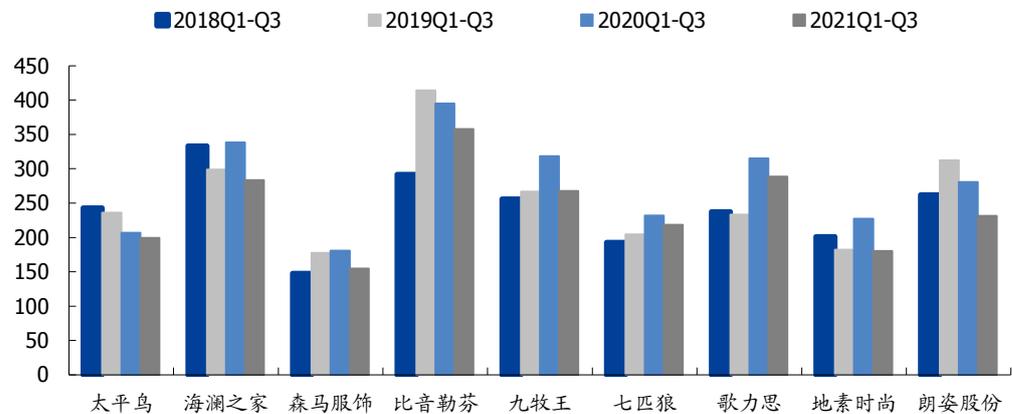
图表 17: 服饰板块重点公司收入按季节分布



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020年初新冠疫情爆发，国内线下消费受挫，服装行业面临库存积压的情况。随着终端快速恢复并迎来增长，各品牌公司多渠道、多模式积极去化库存。且在品牌公司库存管理能力提升的情况下，我们认为当前行业库存压力不大，处于健康运营状态。2021年前三季度太平鸟/海澜之家/森马服饰/比音勒芬/地素时尚库存周转天数分别为199/283/155/358/180天，均低于疫情前2019年同期水平。

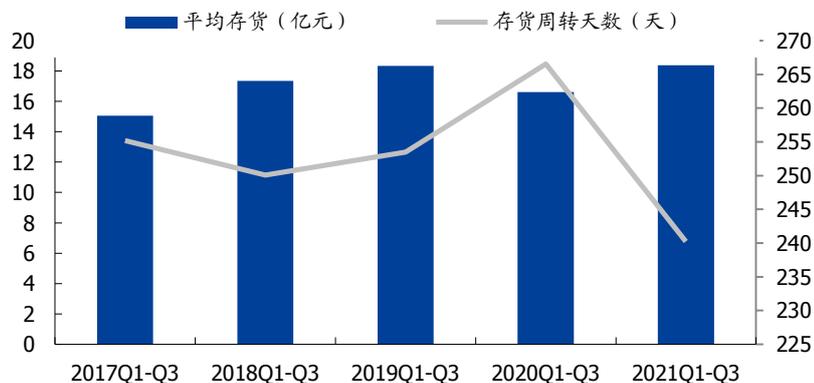
图表 18: 2018-2021 年前三季度行业重点公司库存周转天数 (天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

各品牌商对接下来的半年销售基本持谨慎乐观的态度，积极备货。从存货的绝对金额来看，截至到 Q3 末，大多数公司存货金额环比有所上升，主要在于迎接冬季销售旺季的到来，且对 Q4 “双十一”、“双十二”等大型电商活动的备货使得存货金额有所上升，根据我们跟踪，由于前期存货清理到位，我们认为各公司存货结构相对健康。此时积极的备货可见各品牌公司对 2021Q4 到明年 1-2 月的冬装销售抱有信心。

图表 19: 品牌服饰板块存货和周转天数 (亿元, 天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.1.2 中期趋势: 销售的不确定性成为常态, 公司运营能力差异扩大

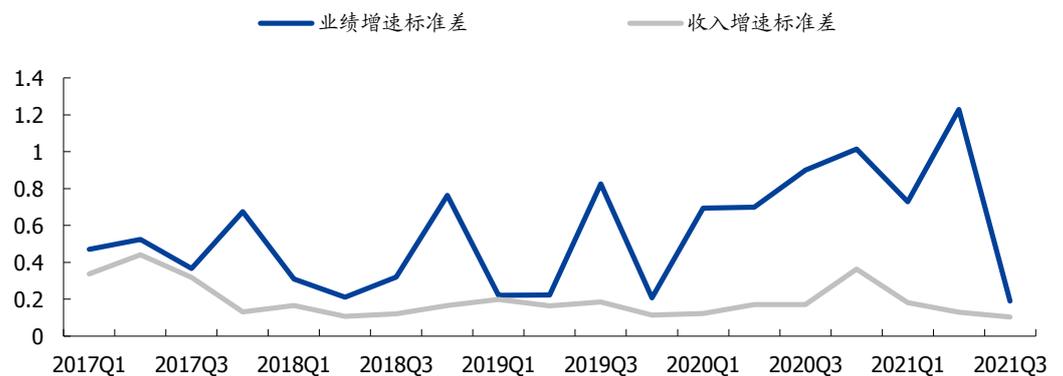
**中期趋势:** 我们认为疫情的常态化对客流影响不确定性加大叠加 2021 年 H1 的基数持续走高, 2022 年乃至后续年份终端销售增速会出现明显波动, 行业层面的影响因素不确定性更强。我们认为公司之间的品牌及产品力建设差异、运营能力差异、全链条的管理协调能力的差异在行业层面不确定性较强的前提下将会被明显放大。

零售环境复杂性上升，波动因素增加导致终端销售增长的不确定性。我们认为该趋势不仅仅存在于2021-2022年，在疫情反复常态化的状况下，零售增长的波动也会存在常态化趋势，复盘从2020年到2021年时尚服饰零售表现可以看到：

1、我们回顾了从2017年-2021年时尚服饰板块各个重点公司的收入与增速及业绩增速的表现，我们认为：

- 在零售大环境不佳的情况下，多数公司收入端表现整体趋同，但是在业绩层面表现有明显的差异。我们通过过去16个季度的收入、业绩增速的方差进行分析发现，重点公司收入增速之间标准差整体比较平稳略有上升，但是业绩增速标准差明显大于收入增速标准差，尤其是在消费环境不佳及后续恢复的过程中体现的更为明显。

图表 20: 2017Q1-2021Q3 品牌服饰板块公司收入/业绩增速标准差



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 已经剔除存在主业或业务模式转变、存在收购、剥离情况的公司样本

- 由此我们认为，公司层面的运营水平差异在行业环境波动的背景下会体现的更加明显。品牌力持续上行，营运基础较好，增长平稳的品牌销售会持续领跑行业。我们从行业整个2021年的运行发展中就已经见到此趋势。2021年Q3尽管在零售大环境较差、消费情绪悲观的情况下，仍然有部分公司在基数不低的情况下实现了良性的恢复和增长。

2、目前处于疫情反复的过程中，消费环境的复杂性并不会在很快就得到缓解，局部疫情的爆发对线下客流的影响依然会存在，但是从中期维度来考虑：

- 对于中高端品牌服饰，品牌力的建设（通过大型的秀场活动、明星代言人的选择、和知名设计师的联名）以及会员的管理（社群私域流量的维护）都成为其固粉的重要方式及核心竞争力。以比音勒芬为例：1）公司产品持续创新+营销力度加码，有效带动终端。2）公司推进线上新零售生态布局，把握私域流量并精细化VIP管理，积极探索小红书、抖音等新兴渠道。3）展望全年，随着渠道外延×店效增长贡献，预计公司未来2-3年收入/业绩均有望实现25%左右优质增长。
- 对于大众品牌，持续的品牌曝光、渠道端持续的数字化工具的升级和使用、供应链端的优化成为大众品牌能否掌握终端需求。以太平鸟为例，品牌营运状况良好，运营端品牌加大科技化投入，营销端深化时尚化年轻化转型，签约新代言人引领零售流量。

图表 21: 地素时尚 2021 秋冬敦煌系列秀场



资料来源: 地素时尚公众号, 国盛证券研究所

图表 22: 太平鸟签约王一博为代言人



资料来源: 太平鸟官网, 国盛证券研究所

## 2.2 长期: 渠道围绕流量运营, 产品力品牌力成为核心竞争要素

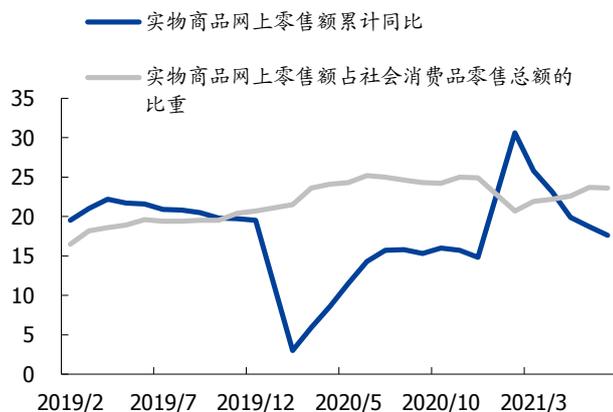
### 2.2.1 全域运营, 数字化赋能, 从“渠道为主”到“流量为主”

在疫情常态化的今天, 全域消费的现象更加普遍, 服饰品牌商的运营思路逐渐从“渠道思路”转变为“流量思路”, 以流量为聚焦点打造全域互通的消费生态。

以消费者为中心, 消费者洞察与精准触达, 重视开展电商业务。

- 随着电商平台的成熟, 电商业务已经成为时尚服饰公司重要的销售渠道, 直播电商崛起。电商平台目前不再仅仅承担着去化库存的作用, 而是作为接触与线下不同消费群体的重要销售渠道。根据国家统计局数据显示, 2020 年全年实物商品网上零售额同比增长 15%, 占社零总额比重达到 25% (较 2019 年末提升约 4PCTs), 进入 2021 年实物商品网上零售额持续保持着高增速。与此同时, 直播电商也成为电商业务的重要抓手, 各个时尚品牌开始培养直播业务成为电商渠道的新增长点。

图表 23: 实物商品网上零售额表现 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

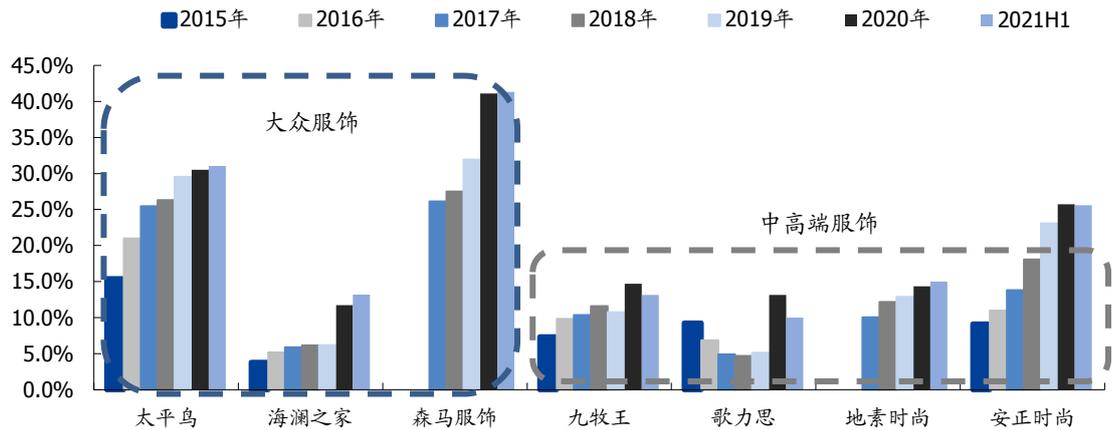
图表 24: 小红书商城 (左) 天猫直播 (右)



资料来源: 小红书, 天猫商城, 国盛证券研究所

- 业内品牌商继续夯实传统电商基础, 深耕平台天猫、京东等, 拉动业务销售增长。2015 年至今服饰品牌商线上收入占比持续提升, 尤其是以太平鸟/森马服饰为代表的大众服饰品牌商, 2021 年上半年线上销售收入占比分别高达 31%/41%。

图表 25: 大众服饰+中高端服饰板块重点公司线上收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

注: 其中森马服饰数据口径不包含 KIDILIZ 业务; 安正时尚数据口径不包含电商代运营业务。

线下渠道形象升级, 开优质店、调整低效店, 提升店铺运营效率。

- 店铺数量的快速扩张相较于优质门店的运营, 后者更为重要。在疫情背景下, 多数品牌公司选择持续出清低效品牌门店, 提升终端运营能力, 新开门店看重盈利质量, 拓店节奏更为谨慎。
- 通过数字化工具赋能线下门店掌握消费者数据, 建立会员体系, 私域流量快速增长, 社群私域流量重要性愈发凸显, 维持和消费者的联系、加强社群营销、实现流量转化与销售闭环成为重要发力点。

图表 26: 品牌服饰公司 2021Q3 末门店情况 (家)

公司	品牌	2020 末	2021Q3 末	前三季度净开店
比音勒芬	比音勒芬	979	-	-
	ELLASSAY	289	284	-5
歌力思	EdHardy	137	112	-25
	Laurel	51	62	11
	IRO	67	75	8
	S-P	6	14	8
	DA	627	641	14
地素时尚	DM	53	48	-5
	DZ	464	460	-4
	RA	10	13	3
	PB 女装	1706	1910	+204
太平鸟	PB 男装	1349	1518	+169
	乐町	698	728	+30
	MiniPeace	721	791	+70
海澜之家	海澜之家	5543	5603	+60
	其他品牌	1838	1934	+96
森马服饰	成人装	3091	-	-
	童装	5634	-	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

全渠道融通，打造一体化的消费生态。服装消费场景结构性重构的变化愈发明显，从原先的线上电商及线下门店两大渠道平行的状态，逐渐演化成线上线下相互渗透的全渠道无缝消费业态。

- **积极打造全网覆盖的新零售。** 1) 随着电商平台以多种多样的形式发挥作用，品牌商的运营思维，已由纯交易的渠道思维转变为以内容为核心的流量思维，如当下火热的“直播带货”的销售形式，消费的产生路径正由“人找货”向“货找人”转变。太平鸟、森马等品牌以淘系店播、小视频等方式丰富渠道的同时，拓展布局抖音、小红书等新兴渠道。2) 强调自有平台的建设，譬如品牌官网、小程序、APP等，如滔搏、太平鸟均创立自有零售APP，缩短与消费者触达的链条。

图表 27: 行业代表公司新零售模式

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

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 2.2.2 产品为王，产品是品牌力的强力支撑

市场趋于成熟，产品重新成为竞争聚焦点。随着市场逐渐成熟并趋于理性，消费者对产品本身功能属性的关注度在提升，同时对设计、品质等方面提出了更高的要求，需求变化驱动行业变迁，我们认为当前品牌竞争聚焦点落在产品竞争的阶段。当下行业在产品端正在经历着产品创新化、设计年轻化、专业科技化的变革，拥有强劲的研发实力、丰富的时尚和设计资源的服饰品牌公司有望为市场提供更优质的产品，并借此脱颖而出。

**创新设计加强，产品内容丰富。**我们认为产品的设计创新能力也是产品层面的重要竞争要素之一。当前终端服饰消费市场 IP 联名款产品、功能性、概念性产品涌现，服饰品牌产品系列丰富、新品持续迭代的同时，寻求更有特色的卖点。

- **设计师联名、IP 联名款盛行。**我们认为，产品的热销背后体现的是品牌自身的产品设计能力的提升。IP 联名系列能够丰富产品背后所蕴含的内容属性，给消费者营造文化归属感，同时跨界的碰撞也能够带来新鲜感，品牌之间形成粉丝对流、增加消费。在此背景下，众多品牌陆续推出一系列 IP 联名，新品迭代带动销售，消费者也愿意为这些产品支付溢价。2020 年地素时尚旗下 dzzit 小黄鸭系列、安踏 x 花木兰、FILAx Wilson、波司登 x 高缇耶等联名系列热销。

图表 28: 森马品牌联名系列产品



资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

图表 29: 太平鸟 PEACEBIRD 品牌联名系列产品



资料来源：公司公众号，官网，国盛证券研究所

- **个性化、多功能性的设计受到欢迎。**“Z世代”消费者更加注重自我的表达，对于服装产品的需求偏向个性化与多样化，多功能性的产品受到欢迎。而随着国产品牌研发实力的提升，产品面料和设计的功能性上也得到了极大的改进，如太平鸟2021年冬季新推出白敬亭同款羽绒服，采用功能性 GORETEX 防水面料；海澜之家推出的黑科技“全能夹克”能够实现三档智能发热、内胆可拆卸，迅速俘获消费者。

图表 30: 海澜之家全能夹克



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 31: 太平鸟 2021 冬季新款羽绒服



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.2.3 优质供应链助力价值实现

2020 年以来，国内外的新冠疫情的对品牌商供应链管理带来了挑战。品牌商的供应链管理变化体现在: 1) 由于终端销售的波动, 需与供应商保持相对高频率的沟通及订单调整, 柔性供应链的重要性凸显; 2) 数字化工具的使用和推广与供应链相辅相成, 实现按需定产的模式; 3) 倘若未能达成前两者, 优质供应商的稳定合作对于品牌商而言更为重要。

- **根据终端销售数据进行分析, 在短期进行新品的设计生产, 进行新款补充。**对于不同品类品牌, 对快反的要求有所差异, 我们认为快反供应链主要应用于大众品牌。中高端品牌及运动品牌的生产工艺的复杂性和专业性质使得品类的快反有一定的难度, 而大众品牌跟随消费者需求趋势发展, 更加需要快反供应链的支持。柔性供应链帮助公司的产品能够适应市场需要, 进而实现较好的零售折扣。目前波司登品牌经销商首单比例已经下降到 30% 左右, 森马服饰也在华东地区进行门店试点, 首铺货品比例为 35%。
- **更为重要的是, 优质公司能够利用数据驱动商品开发的整个流程, 积极探索应用大数据、人工智能等技术手段洞察消费者需求, 更加精确识别流行趋势。**商品开发以消费者需求为核心, 以市场趋势、消费者洞察、销售数据等为指引, 数字赋能提高商品开发精准度, 提供最符合当下消费者需求的商品, 不断满足消费者对时尚的需求。

## 2.3 投资策略: 兼顾估值合理性及基本面的确定性

由于疫情反复及行业基数变化, 我们判断当前行业整体增速环比放缓, 在此行业消费背景下, 我们重点推荐关注: 短期基本面增长确定性高或存在边际改善的低估值标的、中长期具备成长性的赛道。

疫情下品牌服饰表现分化, 我们推荐增长稳健、估值水平尚有提升空间的【比音勒芬】, 现价对应 22 年 PE 为 17 倍。推荐龙头地位稳固、品牌形象年轻化、即将进入销售季节的羽绒服龙头公司【波司登】, 现价对应 22 年 PE 为 24 倍。关注短期基本面逐步改善, 长期供应链、数字化运营持续优化的标的【太平鸟】, 现价对应 22 年 PE 为 15 倍。

### 3. 运动鞋服：短期波动，长期具备成长性赛道

运动鞋服行业在过去的3年时间里，迎来快速的成长，重点公司的收入、业绩以及净利率均实现了本质的提升。相应的，资本市场对于运动鞋服的关注度，对运动龙头公司的竞争壁垒的认知在逐步提升，与此同时运动鞋服公司的股价在过去的3年中也实现大幅上涨。

图表 32: 安踏体育市值表现 (亿港元)



图表 33: 李宁市值表现 (亿港元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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

图表 34: 李宁业绩 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 安踏体育业绩 (百万元, %)



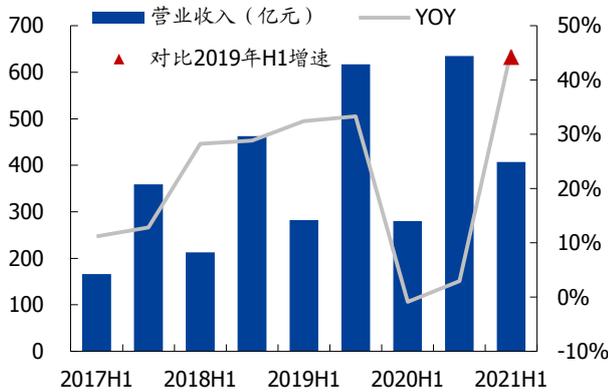
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于运动赛道未来的发展趋势，我们有如下判断：1) 短期维度来看，流水增速环比有所放缓。2021年Q3-Q4面临疫情反复不定（对一二线城市销售影响较大），且去年同期基数较高，考虑2021H1流水整体表现超预期，短期的流水增速相较之前有所放缓，但由于前期的库存、售罄指标控制较好，整体运营状态健康；2) 中长期维度来看行业仍然处于成长周期中，品牌之间的竞争进入了产品主导竞争的阶段。

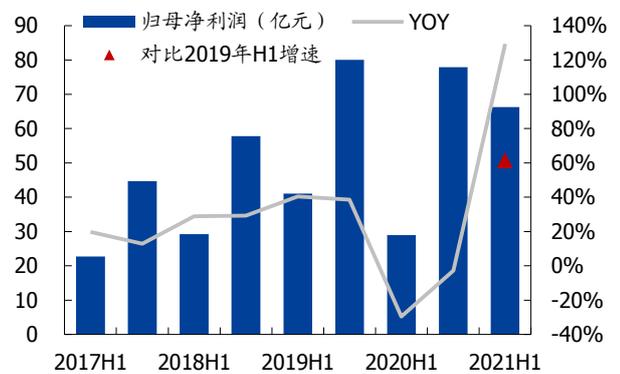
### 3.1 中短期：流水增长环比放缓，营运表现健康

我们认为如下几个因素会使得运动鞋服整体的流水表现在短期表现弱于过去半年的表现：1) 2021年Q3后运动鞋服销售将面临着同期基数的快速上升，2020年H2-2021年H1运动鞋服消费都处于快速复苏的阶段；2) “新疆棉”事件对消费者情绪带来的冲击影响、对消费的拉动会边际减弱；3) 国内疫情反复对线下客流量的影响也会使得流水增长受阻。尽管渠道流水增长在放缓，但是整体营运依然保持健康的状态。

图表 36: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司营收及 YOY (亿元, %)



图表 37: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**Q3 以来运动鞋服流水增速有所放缓。**7-8月由于局部地区突发自然灾害、疫情的反复以及入秋较晚等因素对消费情绪造成负面影响。截至目前，运动品牌均已披露2021年Q3经营情况，公开数据显示Q3以来终端流水增长相较2021年H1有明显放缓。安踏/FILA/李宁终端流水增速分别为低双位数/中单位数/40%+。

图表 38: 运动鞋服重点公司各品牌单季度流水增速 (%)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
安踏整体	20-25%下滑	低单位数下滑	低单位数	低单位数	40%-45%	35%-40%	10%-20%低段
安踏大货	20%+下滑	低单位数下滑	正	低单位数	35%-40%	35%-40%	低双位数
安踏儿童	25%左右下滑	单位数	低单位数	低单位数	45%-50%	35%-40%	低双位数
安踏电商	中单位数	约40%	约50%	正	60%+	40%+	25%-30%
FILA 整体	中单位数下滑	10%-20%	20%-25%	25%-30%	75%-80%	30%-35%	中单位数
FILA CLASSIC	20%+下滑	中单数	正	中双位数	80%+	20%+	低单位数
FILA KIDS	低单位数下滑	约30%*	约30%	20%+	1倍	40%+	低双位数
FILA Fusion	中单位数	约70%*	约50%	50%+	1.5倍	80%+	中双位数
FILA 电商	1.6倍	80%+	近90%	70%+	40%+	40%+	20%-25%
安踏其他	高单位数下滑	中双位数	50%-55%	55%-60%	115%-120%	70%-75%	35%-40%
迪桑特	双位数	50%+	90%+	80%+	1.5倍	-	近50%
李宁流水	10%-20%高段下滑	中单位数下滑	中单位数	10%-20%中段	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段
李宁线下	20%-30%低段下滑	低双位数下滑	低单位数下滑	10%-20%低段	80%-90%低段	90%-100%低段	30%-40%高段
李宁零售	30%-40%中段下滑	高双位数下滑	持平	中单位数	90%-100%低段	80%-90%高段	30%-40%中段
李宁批发	10%-20%高段下滑	低双位数下滑	低单位数下滑	10%-20%低段	80%-90%低段	90%-100%低段	30%-40%高段
李宁电商	10%-20%低段	20%-30%中段	40%-50%低段	30%-40%中段	100%	90%-100%高段	50%-60%中段
特步	20-25%下滑	低单位数下滑	中单位数	高单位数	约55%	30%-35%	中双位数
361度	25-30%下滑	低双位数下滑	高单位数下滑	低单位数	高双位数	15%-20%	低双位数

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

营运层面保持健康，中短期出现库存积压的概率不大。经过早期渠道库存的积压处理经验，再到2020-2021年疫情的冲击下，运动鞋服品牌在营运层面有了明显的改善。因此，我们判断在流水增长放缓的过程中，终端渠道在库存、售罄、折扣等方面依然保持健康的态势。根据我们跟踪，安踏品牌/李宁品牌渠道库存基本保持在4-5之间，售罄率表现也基本好于2019年同期水平。考虑天气变化目前已进入冬季销售旺季，Q4表现整体有望好于Q3。

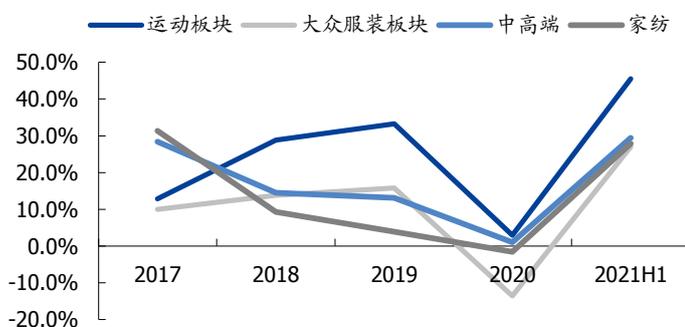
### 3.2 长期：新趋势崛起，产品主导竞争

对于运动鞋服的长期发展趋势我们认为：1) 行业仍处于成长通道中，消费需求不断释放；2) 女性运动兴起、细分领域运动如滑雪、滑板、瑜伽等给予行业新的发展机会；3) 竞争格局方面，产品主导竞争，国内品牌迎来发展机会，龙头之间的竞争更加激烈。

#### 1、消费驱动和政策引导下，运动鞋服市场仍然处于成长周期中。

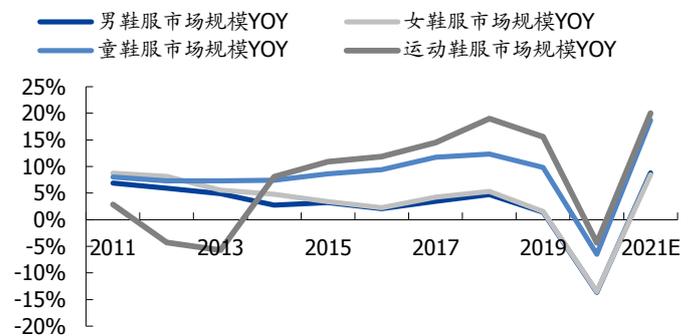
我们认为运动鞋服市场仍然处于快速成长的周期中。在经历了过去几年的快速发展，我们认为随着健康生活方式的推广，消费群体对于健康的重视，以及国家相关政策的支持下，我国运动人群的数量持续增加，进而带来对专业运动鞋服需求的上升。根据中国体育用品业联合会同尼尔森发布的调研报告《2020年大众健身行为和消费研究报告》显示，超过80%的受访者疫情后将增加健身活动相关的消费，86%的受访者未来愿意花更多的时间和精力在运动锻炼上，92%的人认为对自身健康的关注是养成运动习惯的首要驱动因素。根据Bloomberg行业数据库显示，运动鞋服行业市场规模未来5年依然保持双位数增长。透过近几年的品牌服饰销售数据以及核心运动品牌的流水表现来看，运动鞋服行业的平均增速仍然明显高于整体鞋服行业的增速。

图表 39: 运动鞋服板块及其他板块收入增速对比 (%)



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

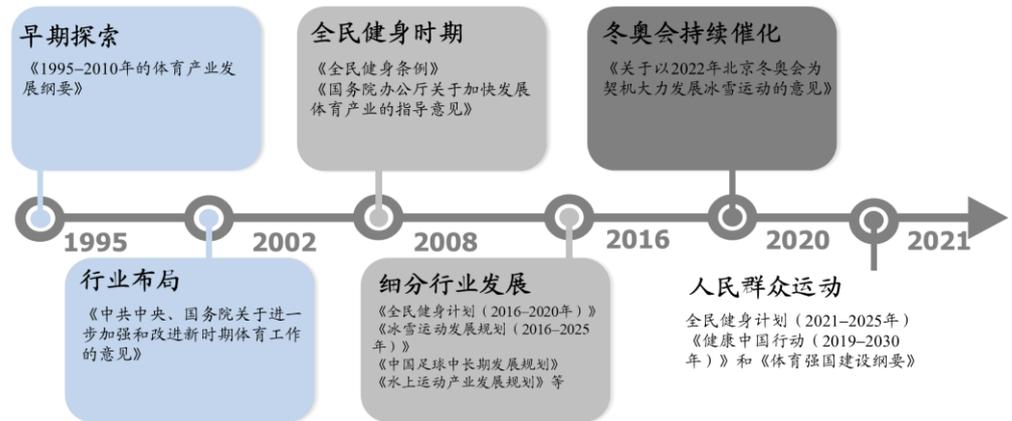
图表 40: 不同行业市场规模板块增速对比 (%)



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

国内政策导向支持运动鞋服行业长期发展。2021年3月《十四五规划》出台，首次在五年规划中明确体育强国建设目标，除此之外根据《健康中国行动(2019-2030年)》和《体育强国建设纲要》计划以及国务院印发《全民健身计划(2021-2025年)》，明确到2025年全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，健身热情进一步提高，各运动项目参与人数持续提升。

图表 41: 我国体育相关政策推出



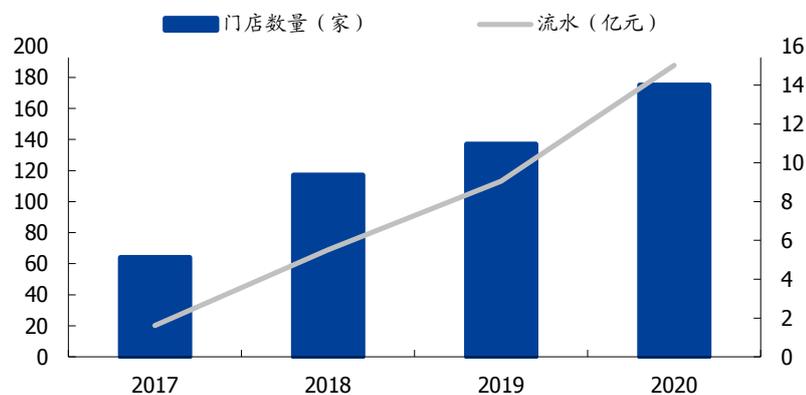
资料来源：国盛证券研究所整理绘制

## 2、行业成长过程中，多个发展趋势并存，演绎新的成长机会。

**趋势一：细分运动兴起带动新品牌扩张，冬季运动升温。**运动参与度的提升使更多消费者开始关注运动产品性能的专业性。在过去，多数消费者往往是“一衣多穿，一鞋多用”，而随着对于运动安全及产品专业性重视程度的提高，消费者对于产品的性能也提出更高的要求。

- 因此细分领域运动兴起的**同时，对于不同运动场景下，消费者希望穿着不同的专业性能的运动鞋服，给予了细分领域品牌崛起的基础。**近两年来主打瑜伽产品的品牌 lululemon 在中国市场营收规模迅速扩大，安踏集团旗下主打铁人三项、冰雪运动的**品牌迪桑特流水经过3年发展突破10亿，我们预计在2021年有望突破25亿流水。**

图表 42: 迪桑特门店及流水变化情况（家，亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：流水根据经营情况公告预计

- 部分细分领域通过原专业运动产品实现引流，持续做品类拓展同样受到消费者的青睐。Lululemon 在过去从瑜伽产品拓展到室内运动产品，迪桑特由冰雪运动拓展户外产品品类开始在终端贡献收入。

图表 43: lululemon 男子系列产品



资料来源: 官方公众号, 国盛证券研究所

图表 44: 迪桑特女子系列产品

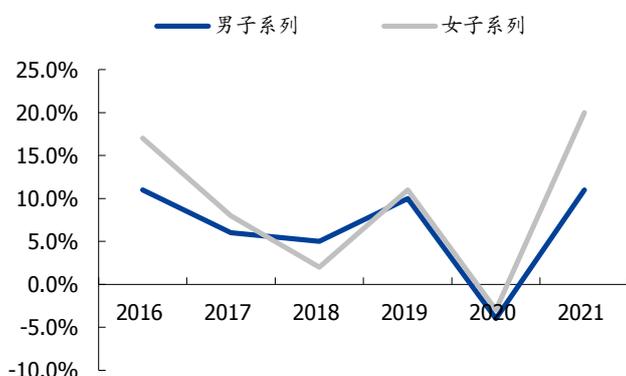


资料来源: 迪桑特官方公众号, 国盛证券研究所

**趋势二: 女性运动的兴起带来对相应产品的需求提升, 各个品牌发力女性产品, 我们预期未来女性产品的竞争力对品牌而言举足轻重。**

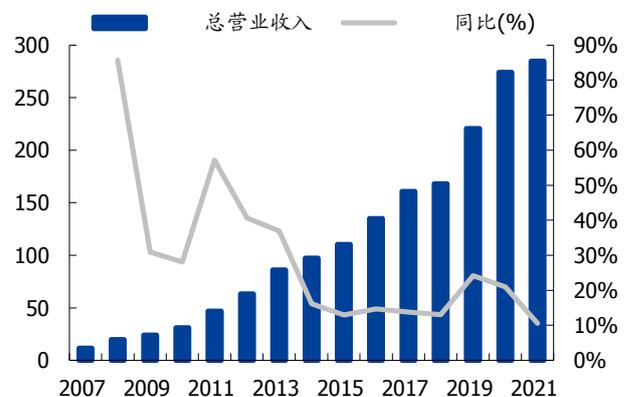
- **女性消费者在运动鞋服市场中话语权增强。**随着收入水平与受教育水平提高, 独立意识崛起过程中, 越来越多女性开始通过健身运动提升自身形态及身体素质, 女性消费力量在运动鞋服领域的话语权也在不断扩大。在女性运动风潮的引领下, 女性运动市场规模增长趋势显著。
- **运动龙头公司加快布局女性产品, 形成强有力竞争。**1) 过去五年 NIKE 女子产品整体增长速度高于男子产品。在 FY2021 疫情影响逐步退散的情况下, 耐克女子产品实现快速增长, 年收入增长率达到 20%; 高于整体男子产品 11% 的增长率。目前来看, 女性更偏好瑜伽、慢跑等提升身体形态的运动。在这些运动热点的快速渗透下, 新兴品牌飞速成长。2) 安踏在制定未来 5 年的发展规划中也提到发力女子运动品类, 开发科技+颜值的新运动品类, 根据女子运动的痛点, 整合 IP, 开发女子专属商品。要在女性消费者形成安踏品牌的记忆点, 未来 5 年流水规模 200 亿。3) 瑜伽细分龙头 Lululemon 2007 年于纳斯达克上市后, 品牌实现快速增长并在运动鞋服市场中引领风潮, 过去十年营收及业绩 CAGR 分别达到 19.8%/16.8%。

图表 45: NIKE 男子系列/女子系列增长率变化图 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: Lululemon 营业收入及增长率变化图(亿美元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3、在竞争格局的演绎中，产品力提升让国产品牌迎来快速发展的机会。

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

- ▶ 当下的消费环境和过往有所不同，年轻的消费群体的民族自信心相对较强。另一方面，过去的事件性因素带来的影响叠加营销的增加，国产品牌的曝光度有所提升。
- ▶ 在运动鞋服领域，过往的研发积淀也带来了产品力的提升。当下的消费者也愿意支付较高的价格去购买国产品牌的产品，这对于优质的、重视研发创新的龙头品牌而言，优势更为明显。安踏品牌着力打造 NBA 球星签名鞋款，推出速度家族(C202 GT、马赫、羚跑)正式入局专业竞速跑鞋市场；李宁在长期的积淀中，形成了“驭帅”、“闪击”、“空袭”、“音速”四大团队鞋系列，围绕“李宁䨻”、“李宁弜”两大高端科技平台，搭建出“竞速”、“弹速”、“保护”、“超轻”四大跑步系列；特步 2020 年签约林书豪，初步涉足篮球市场，同时持续更新跑鞋产品 160X 和以及加强马拉松运动的赞助，特步专业跑步的标签已经被无数跑者认证。

图表 47: 李宁使用䨻科技的跑鞋和篮球鞋产品(元)

定位	型号	跑鞋	重要科技	型号	篮球鞋	重要科技
高端	飞电 2.0 Elite 2099		中底: 䨻科技、全掌异构碳板、全掌䨻 外底: GCU全天候止滑耐磨科技	韦德之道 9 1299+		中底: 全掌䨻、全掌Lightfoam、全掌碳板
	绝影 1699		中底: 双层䨻科技、弜科技、双层异构碳板 外底: GCU全天候止滑耐磨科技	驭帅 14䨻版高帮 1299		中底: 全掌䨻、全掌Lightfoam、Y字形碳板
	飞电 Challenger 1299		中底: 䨻科技、半掌异构碳板、全掌䨻 外底: GCU全天候止滑耐磨科技			
中端	绝影 Essential 899		中底: 单层Lightfoam、单层䨻科技、弜科技	全城 9 839		中底: 前掌䨻、全掌李宁云
	飞电 Discovery 799		中底: 全掌䨻	驭帅 15䨻版低帮 799		中底: 全掌䨻、全掌李宁云
	烈骏 5 699		中底: 全掌䨻			
	超轻 18 599		中底: 全掌䨻			

资料来源: 官方微信小程序, 国盛证券研究所绘制

图表 48: 安踏主要在跑鞋及篮球鞋产品价格及重要科技情况 (元)

定位	跑鞋			篮球鞋		
	型号	重要科技	型号	重要科技		
高端	C202 GT 999	3D 仿生足型碳板 双层氮速科技 透明止滑 CPU	汤普森 KT7 999	氮科技中底材料 异形碳板+尼龙侧墙 智能分子吸震科技		
	马赫系列 549	虫洞科技 SPACEFIBER 鞋面 Go Zone 系统	G6 之巅 799-899	3D HUG 稳定支撑模块 中底 ALTI-FLASH 异形碳板		
	C37 度 2.0 499	超临界氮气发泡鞋垫 嵌入式 TPU 抗扭片	海沃德 2 代 699	中底 ALTI-FLASH 大 TPU 稳定装置		
中端	火箭系列 399-469	虫洞科技 前掌嵌入 TPU	要疯系列 399-649	全掌 A-FLASHEDGE 技术 大面积碳板 鞋身 A-SHOCK Fiber 材料		
	创系列 449-469	智能分子吸震科技 A-WEB 鞋面 发泡橡胶大底				
	羚跑系列 469	虫洞科技 Cloud Knit 鞋面 Go Zone 系统				
	氮跑 299-399	Flash lite3.0 中底 Ortholite 鞋垫				

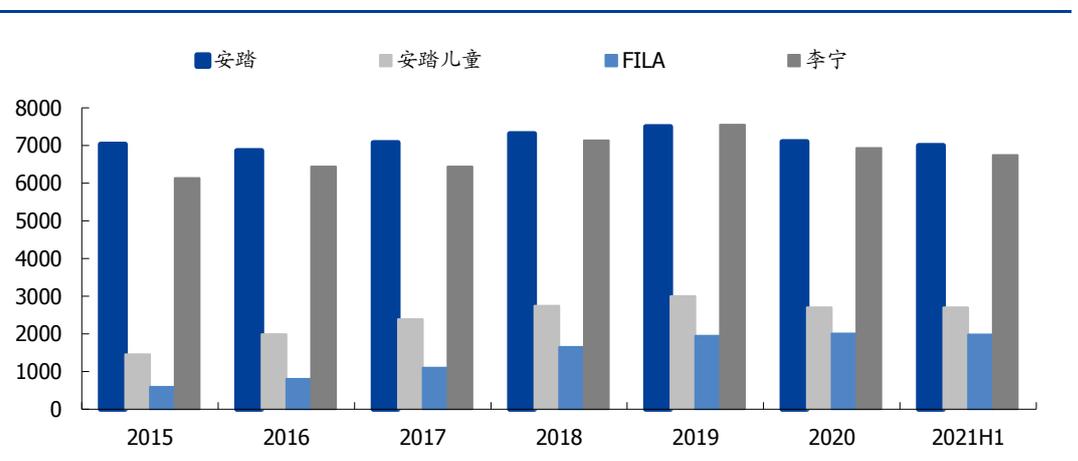
资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所绘制

#### 4、龙头品牌公司从高速增长进入高质量增长阶段。

相较于过去行业通过渠道扩张带来的快速成长, 经过长期的精耕细作, 公司的渠道的扩张更加谨慎, 各公司开始追求利润率与规模成长的平衡。

渠道数量的增长放缓, 注重门店质量和运营效率的提升。2021 年 H1 大多数品牌门店数量并没有明显的上升, 收入端的增长更多的是由门店店效提升带来。增加直营门店 (尤其是大店、购物中心门店) 的数量。在门店的运营中, 龙头品牌经历了前期的零售转型升级, 逐步建立起单店运营模型, 对不同城市、不同商圈、不同客群的门店进行订货指导, 并且加强对经销商的管控进而实现门店效率的提升。

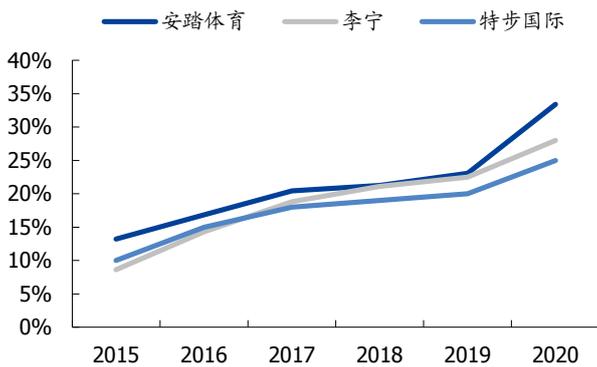
图表 49: 2015-2021H1 运动公司渠道数量 (个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

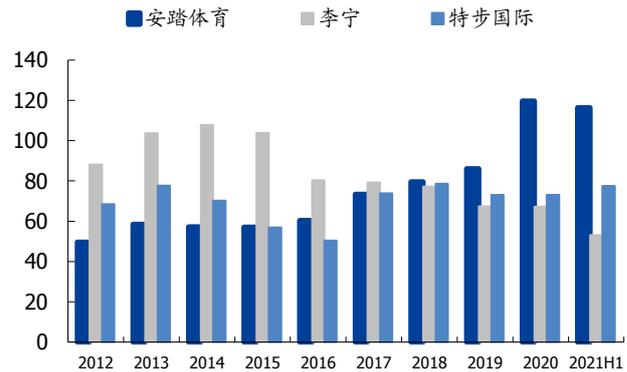
库存周期逐步弱化，品牌直面消费者，重视直营渠道、电商渠道的增长。和以往不同，随着渠道效率的提升，行业的库存周期逐步弱化。在经历了2020年新冠疫情的冲击下（对比2010-2012年运动鞋服行业的低谷阶段），各品牌渠道库存依然保持健康的状态。而背后的原因我们认为：1）龙头品牌商终端信息管理体系的推广使得品牌管理直面消费者需求，对终端消费者画像、消费者行为了解更加透彻，进而能够对应设计、调拨相应的产品进行销售。2）电商业务经过多年发展已经成为重要销售渠道，而不仅是承担去化库存的作用。同时线上、线下渠道的数据、库存的互动加速了整体存货的周转。根据2021年H1各公司披露数据，安踏主品牌/李宁品牌电商收入占比均超过30%，FILA品牌电商流水占比超过20%。

图表 50: 安踏/李宁/特步电商渠道收入占比情况 (%)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所测算

图表 51: 运动鞋服公司存货周转天数



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 注: 安踏体育存货周庄天数上升和直营比例提升相关

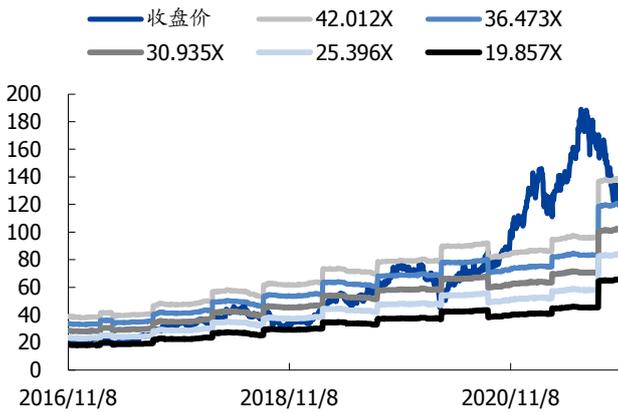
### 3.3 投资策略: 长期看好, 关注龙头

从基本面角度来看: 中短期行业增长受到疫情反复的干扰、高基数的影响因此各个品牌流水表现会有所波动, 但是从长期维度来看, 我们依然认为行业处于成长周期中, 且经历了前期在产品、营销资源上的积累, 国产品牌竞争力逐步上升, 在未来行业竞争格局的演绎中, 优质国产品牌迎来极好的发展机会。

从估值的角度来看: 由于行业本身处于快速增长阶段, 市场对于行业壁垒认知清晰化, 叠加前期终端快速回暖后带来龙头公司业绩向上弹性增加, 前期各龙头公司估值均处于历史高位, 在短期流水波动过程中, 估值逐步回归到近2-3年中枢以下的位置。

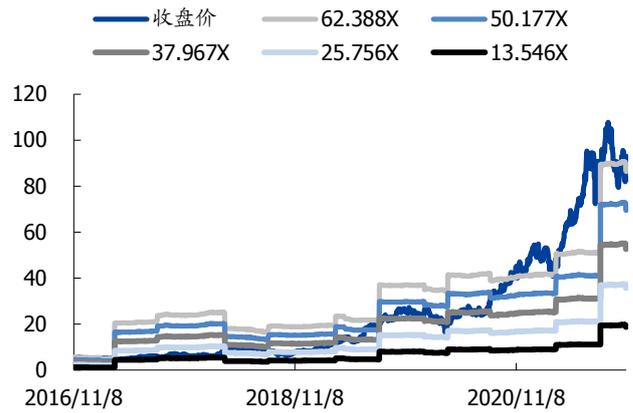
我们长期看好运动鞋服赛道, 自上而下看好高景气度运动鞋服赛道, 推荐【安踏体育、李宁、申洲国际、特步国际】, 对应22年PE分别29/43/29/22倍。

图表 52: 安踏体育 PE Band (港元, 倍)



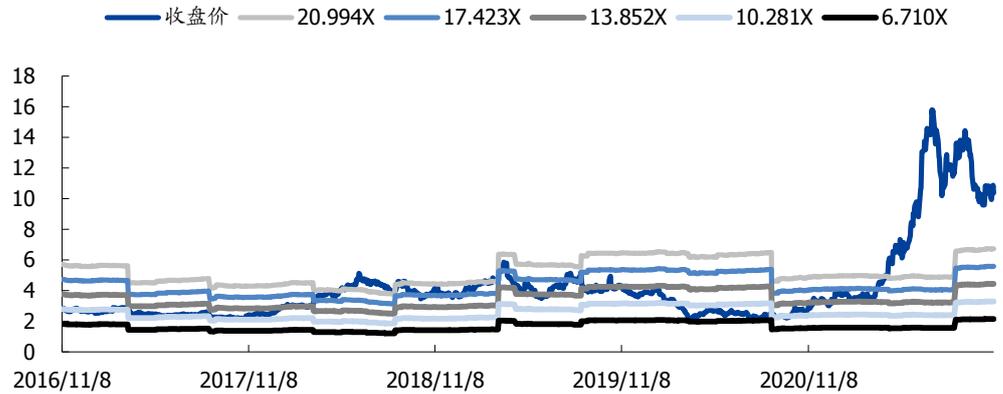
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 53: 李宁 PE Band (港元, 倍)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 54: 特步国际 PE Band (港元, 倍)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

## 4. 服饰制造: 稳健的供应链在后疫情时代突起

### 4.1 中短期: 订单资源倾斜, 稳健的供应链占优势

2020年Q2起国内疫情状况逐步缓和、复工复产加速,与此同时疫情逐渐在海外发酵,迄今为止全球的疫情形势仍然不可轻视,但国内已进入疫情常态化防控稳定时期。我们认为,在当前国内、国外疫情形势的差异下,短期来看全球服装市场的订单需求对于中国稳定供应链的依赖在提升。

在此环境下,2021年以来制造板块重点公司基本保持着快速增长,单三季度服饰制造板块重点公司收入/业绩对比2020年同期分别增长25.2%/103.8%,对比2019年同期分别增长15.1%/44.5%,延续Q1、Q2的快速增长态势。

图表 55: 2019-2021Q1-Q3 制造重点公司收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 2019-2021Q1-Q3 制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元, %)

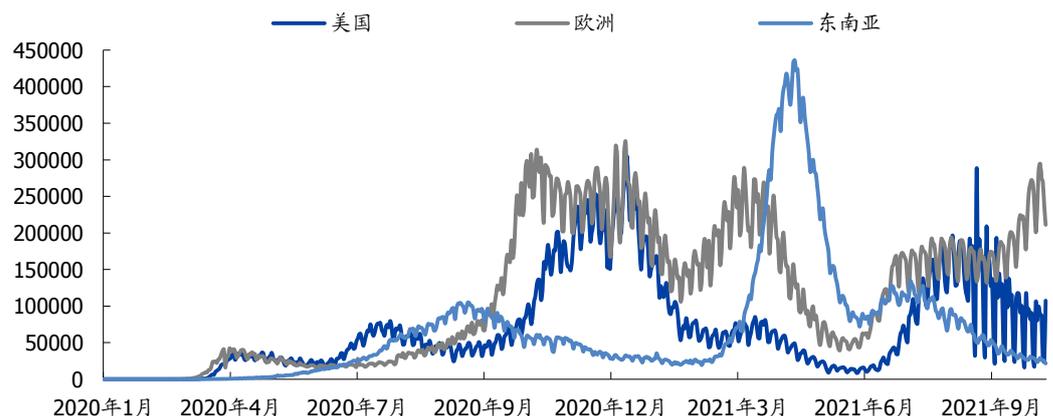


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

我们认为, 放眼全球来看, 疫情的不确定性仍然在对产业链造成挑战: 海外疫情影响下游终端需求及产能利用率。在当下形势下, 我们看好疫情前期招工有积累、疫情后订单能够快速恢复、产能稳健释放的制造商。 我们分析认为海外疫情对于制造商而言主要从两方面带来影响:

**1、订单层面, 欧美等地疫情影响下游终端需求。** 1) 我国是纺织出口大国, 据世界贸易组织数据, 2019 年我国服装出口金额为 1515 亿美元, 约占全球出口市场规模的 31%(全球服装出口总金额为 4934 亿美元)。2) 其中, 美国、欧洲、日本是中国纺织服装类产品重要的出口地, 欧美疫情在今年 6 月逐步稳定、近期出现疫情反复, 日本疫情情况目前相对缓和, 虽然整体全球疫情状态仍有波动, 但我们认为在防疫措施及储备相对充分的今天, 下游服装终端市场有望存在恢复趋势。

图表 57: 2020 年初-2021 年 11 月美国/欧洲/东南亚当日新增新冠确诊病例 (例)



资料来源: 世界卫生组织, Wind, 国盛证券研究所

**2、产能层面, 东南亚等地区疫情波动影响海外工厂产能利用率。** 1) 除了在国内布局产能之外, 出于成本、税收等优势, 诸多下游成衣服饰制造商将部分产能布局于越南、印尼等东南亚地区。2) 上半年柬埔寨出现短期疫情波动, 6 月底以来越南疫情发酵, 影响成衣制造商海外产能利用率、工厂建设及招工推进进度, 进一步影响业绩表现。

在此基础上，我们看好订单迅速恢复、产能稳定性高或前期招工有积累的公司。例如①**申洲国际**：疫情下凭借一体化供应链的稳定、灵活等优势，疫情后客户订单充分；越南疫情短期对产能带来影响，但当前越南及柬埔寨新建成衣工厂已完成土建，后续伴随着招工数量上升有望迅速放量。②**华利集团**：客户持续优化，订单需求旺盛，供应链高效稳定的优势在疫情下凸显，客户高度认可使得订单资源进一步向公司倾斜；产能端我们判断越南工厂运营稳健、受疫情影响小，产能加速扩张，预计越南3个新工厂在2022年进一步贡献放量。③**健盛集团**：短期产能情况稳健，据公司产能布局及产能所在地情况我们判断公司目前所受越南疫情、双控政策影较小，我们跟踪判断当前订单充沛，我们预计2021-2023年公司棉袜产能达到3.5/3.9/4.6亿双左右。

图表 58: 申洲国际/华利集团/健盛集团目前产能情况

公司	申洲国际	华利集团	健盛集团
产能/产量/销量	1、2020年服装产量约4.4亿件。2、上半年产量提升，成衣产出同比增长了约30%。	1、销量：前三季度销量1.53亿双，同比高速增长30%。	1、公司现阶段年产能棉袜约3亿双、无缝内衣2200w+件。
产能布局	2、我们估算目前面料产能海内外占比约1:1，成衣产能海外贡献约40%。	2、成品鞋厂主要位于越南，另在多米尼加也有小型工厂。	2、我们估算棉袜业务国内/越南占比分别约40%/60%，无缝业务国内/越南占比80%/20%。
产能建设情况	3、海外扩产和国内提效相结合：①海外：柬埔寨及越南之新建成衣工厂已初步完成土建工程。②国内：染整生产设施完成技改更新，织造工序亦于上半年开始更新改造。	3、新增产能建设情况：①Q1越南永山、越南威霖、越南弘欣已经投产（越南扩产项目总规划1100w双）；②在印尼设立了制鞋工厂，一期工厂预计明年投产；	3、①棉袜：越南海防、清化棉袜项目扩建；国内建设贵州棉袜及辅料项目，目标年产棉袜6000万双，氨纶、橡胶等3500吨。②无缝：疫情下越南原先拟新增产能暂移至国内贵州。
受东南亚疫情/双控政策影响情况	4、6月底以来越南疫情反复，公司预估每受影响14天、全年面料/成衣年产量将分别下降2%/1%。	4、我们据产能所在地情况判断公司所受影响越南疫情影响甚微。	4、①我们据产能所在地情况判断公司所受影响越南疫情甚微；②9月末绍兴出台双控政策，我们跟踪判断目前来看公司所受影响较小。
全年预期	5、我们估算全年产量增长10%左右。	5、我们估算全年产能增长20%~25%。	5、我们预计2021-2023年棉袜产能约3.5/3.9/4.6亿双左右，无缝产能快速增长。

资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所测算

与此同时，我们认为汇率、政策等方面外部环境因素持续有变化，对于服饰制造公司的业绩表现带来影响，我们分析并提醒以下行业环境变化：

- 国内双控政策力度加码，影响高耗能的上游染色等产能，考验产业链稳定性。1) 近期有关“能耗双控”政策频出，各地对于高耗能企业的用电总量、用电时段进行限制，例如9月下旬绍兴柯桥实施能耗双减控制（柯桥是全国纺织印染集聚区之一，印染产能约占全国三分之一），染色作为纺织服装上游高耗能、高污染的生产环节受到影响，进一步影响下游成衣制造行业。2) 在绍兴配备无缝工厂的健盛集团由于自有染色产能、对外产业依赖程度较低，我们判断目前所受双控政策影响较小。
- 外汇波动、航运紧张影响短期业绩，中长期我们认为影响不大。①我们认为外汇波动或影响以出口为主的制造商短期业绩表现，我们估算当前人民币兑美元同比2020年升值约5%/同比2019年升值约10%，以人民币计价的收入及汇兑损益或受到影响。②2021年上半年以来全球集装箱航运运力紧张，我们判断或将拉长制造公司产成品出口转化至商品周期，从而影响短期的收入确认时间。
- 棉价持续上行，层层向下游传导，备货较多的上游供应商短期收益。2020年3月起棉价持续震荡上行，据全国棉花交易市场数据，当前中国328棉花价格指数为22142元/吨，较2020年同期上涨51%/较2019年同期上涨73%。

图表 59: 2018/01 至今中国 328 棉花价格指数



资料来源: 全国棉花交易市场, Wind, 国盛证券研究所

图表 60: 2018/01 至今美元兑人民币即期汇率 (元/美元)



资料来源: 中国货币网, Wind, 国盛证券研究所

## 4.2 长期: 看好差异化优势突出的运动品类制造商龙头

长期来看, 我们认为有差异化壁垒的公司在长期的竞争中有望脱颖而出, 看好运动细分赛道的头部制造商, 原因主要系: **1) 运动品类属性专业性相对更强, 头部企业和尾部企业更容易形成差异。** **2) 运动板块下游终端市场的快速增长有望带动订单。** **3) 运动板块竞争格局好, 上下产业链龙头互相对话, 同时优化精简供应商成行业方向趋势。**

**1、服饰制造是传统劳动密集行业, 运动鞋服是其中专业属性较强的品类, 相对来说头部企业形成的差异化优势及壁垒更为明显。** 我们认为服饰制造商差异化竞争的重要落脚点主要体现在面料研发实力、产品的自主设计能力、核心生产技术的掌握等方面。例如对于运动服饰制造而言, 对于面料的自主研发能力及形成的专利壁垒是核心竞争力之一, 制衣龙头申洲国际致力于产品和面料创新, 截止 2020 年末申洲国际已申请专利 536 件, 其中涉及新材料面料基地专利为 183 件, 与大客户 NIKE 共同研发轻盈、保暖、透气的 TechFleece 面料以及针织鞋面等, 持续强化产业链话语权。

图表 61: Nike Sportswear Tech Fleece 拉链开襟连帽衫



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 62: 2016-2020 年申洲国际专利情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**2、运动板块中长期终端消费增速潜力大, 有望带动上游订单规模增长。** 我们认为中长期来看运动鞋服仍然是服饰市场中增长潜力较大的优质赛道: 1) 如果下游市场规模扩张能够持续, 有望带来行业上游订单的优质增长。2) 同时在需求驱动下上游龙头企业产能有望进行适应性扩张, 并通过自主研发与技术创新反向带动下游产品品质提升, 循环拉动推进行业景气。

**3、竞争格局优化，上游龙头受益。**运动赛道竞争格局好，上下产业链龙头互相对话，同时优化精简供应商成行业方向趋势。我们在上文及前期的深度报告《运动鞋服：风景独好，龙头起舞》中提到，当前我国运动鞋服市场的竞争格局特点有二：

其一，**运动鞋服竞争格局较优，全产业链呈现“龙头互相对话”的格局，行业集中度高且有望持续提升。**1) **国内运动鞋服市场高度集中。**据 Bloomberg 搭载的行业数据库测算，2020 年我国运动鞋服市场 CR5 为 71%，较 2015 年 58% 提升 13PCTs，且远远高于同期服装赛道 10%。我们认为运动鞋服赛道竞争格局优质，资源聚焦头部公司，随着龙头强化品牌力并扩大规模，集中度有望进一步上行。2) **下游头部品牌商匹配以申洲国际为代表的上游制造商龙头。**运动鞋服产业链均呈现优质资源集中在头部的格局，从制造商、品牌商、渠道商三个环节来看，各个环节的对接过程中，龙头制造商通常服务的是龙头企业，如申洲国际的主要客户包括 NIKE、Adidas、Puma 等，头部鞋类制造华利股份主要客户包括 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia 等国际知名品牌商。

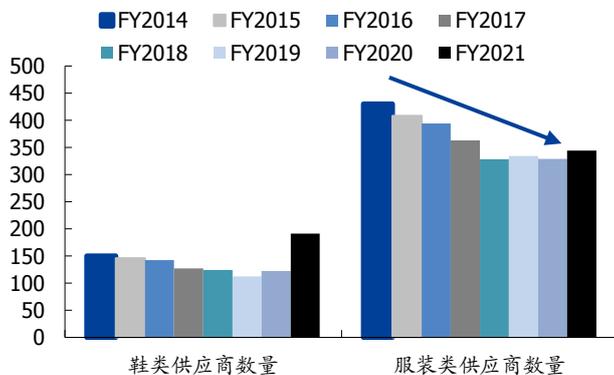
图表 63: 运动鞋服产业链呈现出“上下游龙头对话”的局面



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所绘制

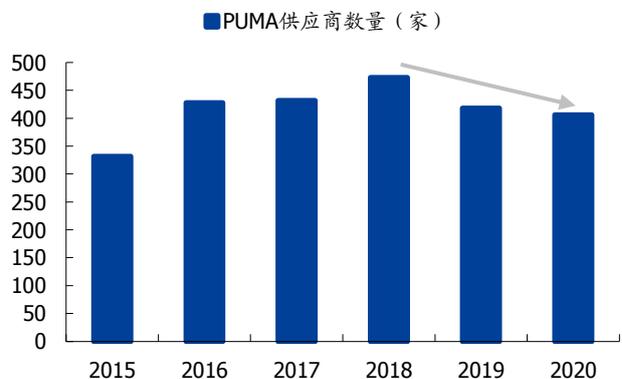
其二，在头部公司市占率仍在不断上行的背景之下，**当前运动鞋服龙头品牌商精简供应商，同时短期疫情进一步加速行业资源转移、落后产能出清，在此过程中龙头制造商占有优势。**品牌商精简供应商成为产业链大趋势，申洲国际、华利集团等公司作为上游龙头竞争优势突出，疫情进一步加速这一资源优化进程。NIKE 的服装类供应商从 2014 财年 430 家下降到 2021 财年 344 家，PUMA 供应商从 2018 年 473 家下降到 2020 年 406 家。我们认为在此过程中，以华利集团、申洲国际为代表的优秀头部运动供应商，有望进一步提升所占优质客户的份额。

图表 64: FY2014-FY2021 耐克集团供应商数量 (个)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 65: 2015-2020 年 PUMA 供应商数量 (家)

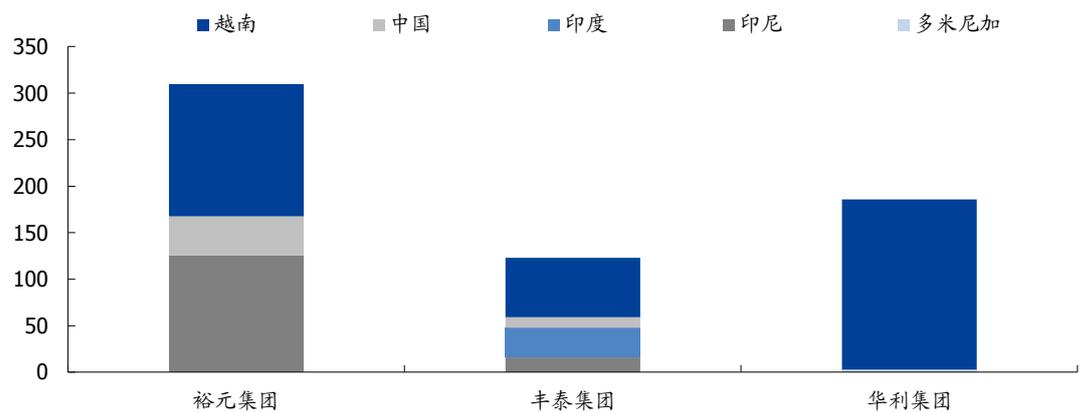


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在差异化优势的基础上，我们更优先看好具备一体化、国际化稳定产业链的供应商。对于服饰制造商而言，供应链的稳定性可以从两个方面去理解：**1) 横向从地区分布来看，一般来说，国际化的产能布局一定程度上可以分散生产经营风险。2) 纵向从产业链布局来看，我们认为上下游一体化的产业链能够显著提高快反速度及供应稳定性。**

**1、横向：国际化布局的供应链往往具备更强的稳定性、成本、关税优势。**服装制造业属于劳动密集型行业，随着国内人力成本逐年攀升，产业链纷纷寻求多元的落脚地，呈现出向东南亚迁徙的趋势。如2019年华利集团超过90%的产能位于越南，裕元国际越南/印尼/国内产量占比分别44%/39%/13%，丰泰企业56%的产量来自越南、其他分散于国内/印度/印尼等地区。相较于产能集中于国内而言，东南亚作为产地优点有三：

图表 66：2019 年部分运动鞋服制造商产量分布（百万双）

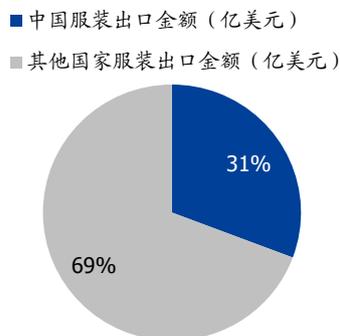


资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

➤ **优点一，分散化布局或能使得产业链的稳定性提升。**1) 一方面，我国是纺织出口大国，据世界贸易组织数据，2019年我国服装出口金额为1515亿美元，约占全球出口市场规模的31%（全球服装出口总金额为4934亿美元）。当前国际贸易形势仍然存在各种不确定性，我们认为拥有海外产能布局一定程度上可以规避部分国际政策风险、有效匹配国际化业务；3) 另一方面，**相对分散的产能结构在疫情等外部环境冲击下表现相对更稳健。**例如：①2020年初国内疫情严重、复工复产受阻，但同时越南地区疫情轻微、我们判断当年越南产能利用率受影响较小。②而后2021年中期越南陆续有疫情反复、南部制造工厂生产受到限制，但国内疫情防控状态佳、生产情况稳定——在全球各地局部仍有疫情波动的情况下，我们认为，“不把鸡蛋放在同一个篮子里”的制造商或许稳定性更佳。

图表 67：2019 年中国服装出口金额占全球出口市场比例（%）

图表 68：健盛集团业务分布图



资料来源：世界贸易组织，Wind，国盛证券研究所

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

- **优点二，成本低廉。**1) 据中国统计局、越南统计局数据我们估算，当前越南人力成本仅为国内的 1/3，2020 年我国制造业城镇单位就业人员平均工资 6899 元，约为同期越南国企人员平均工资的 3 倍；2) 水电费用均低于国内水平；3) 土地租金普遍低于国内。
- **优点三，税收优惠。**1) 越南所得税率低于国内水平，同时在 VSIP 工业区的企业享有“四免九减半”的优惠政策；2) 出口各国享受关税优惠，当前国际贸易环境日趋复杂，但近年越南与相关国家大力推进双边合作，与欧盟、英国签订自由贸易协议，与中、日、韩、澳等国家共同签署了区域全面经济伙伴关系协议。我们认为越南较优的贸易环境能够给公司业务经营带来一定优势。

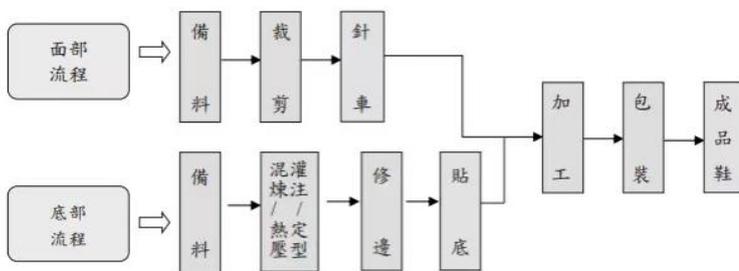
图表 69: 中越生产成本对比一览表

	中国	越南
月平均工资	6899 元 (2020 年制造业城镇单位就业人员平均工资)	2157 元 (2020 年国企人员平均工资)
三年工资复合增速	7.16%	4.38%
15-64 岁人口数	77133 万人 (2019 年数据)	6711 万人
15-64 岁人口占比	70.64%	68.94%
土地租金	600-800 元/平米	200-300 元/平米; 土地租金优惠项目: 租用 A 区土地最长减免 15 年; B 区最长减免 11 年。
工业用水	约 3.22 元/吨	约 4.1 元/吨
工业用电	约 0.7 元/度	约 0.5 元/度

资料来源: 中国国家统计局, 中国商务部, 越南国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

**2、纵向：产业链一体化有望带来更高稳定性。** 纺织服饰产品的制造要历经上下游诸多环节，例如，对棉类服饰产品而言，要经历棉花种植及加工、纺纱、织布、染整、成衣制造（裁剪、缝纫等）等环节，对于鞋类产品而言，上游环节包括织布业、皮革业、塑胶业、橡胶业等细分产业，下游包括鞋类生产制造业。在生产链的建设过程中，部分生产商对于自己所在产业链的资源进行一体化整合、延伸产业链长度，在提升效率及速度的同时，供应稳定性也得到有效提升：

图表 70: 运动鞋主要生产流程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 71: 纺织服装部分制造商产业链分布

	棉花种植/加工	纺纱	织布	染整	成衣制造
中洲国际		●	●	●	●
健盛集团			●	●	●
鲁泰A	●	●	●	●	●
联发股份		●	●	●	●
新野纺织	●	●	●		
天虹纺织		●	●	●	●
百隆东方		●			
华孚时尚	●	●			
晶苑国际					●
维珍妮					●

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

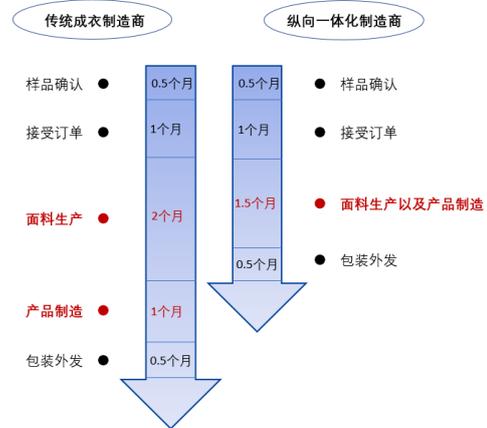
- **减少产业依赖，有助于提高产业链稳定性。**例如棉袜制造龙头健盛集团，在深耕下游成品生产的同时，向上游延伸产业链至辅料、染色等环节，有效提升产业链稳定性：①建立橡筋线、氨纶包覆纱等袜类产品的原辅料生产工厂，协助主业；②建设自有染色工厂，以解决棉袜品类订单染色需求量小、杂的痛点。

图表 72: 健盛集团子公司及业务性质

名称	业务性质
杭州健盛	生产各类袜子
杭州乔登	生产袜子；销售公司生产的产品
江山针织	袜子和辅料的生产及销售
江山思进	橡筋线、氨纶线、刺绣；袜子的加工、生产、销售
江山新材料	氨纶橡筋、纱线研发、生产、销售
健盛越南	生产各类袜子
健盛印染	生产和加工纱线、染色、织造服装
俏尔婷婷	生产针织内衣、服装等

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 73: 传统成衣制造与纵向一体化制造商生产周期对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制，仅供参考

- **能够快速反应订单，达成高效供应。**我们认为一体化产业链能够在节约成本的同时，增强供应链的反应速度。1) 相较于传统成衣制造模式而言，独立的、覆盖上下游的产业链能够有效缩短生产周期（主要体现在面料生产及产品制造阶段，能够减少物料衔接时间等），对于客户的快速订单能够灵活响应并迅速交付；2) 同时一体化生产能够节约一定的物流成本，降低单位固定生产成本，带来盈利质量优势。3) 例如成衣制造龙头申洲国际，产业链覆盖上下游，包括纺织、织布、染整及成衣制造。公司加强供应链的独立化建设，计划将服装制造所有生产工序，从织布、染整、印花、到裁剪与缝制等都集中在同一工业区内，有效增强供给能力，2020年公司毛利率达到 31%/净利率达到 22%，高于同行业多数企业盈利质量水平。

### 4.3 投资策略：具备稳定产业链的运动类制造商

短期来看：在当前的上游供给及需求情况下，我们优先推荐产业链稳定性高的运动品类供应商。推荐边际改善明显、基本面增长确定性高、估值具备安全边际的健盛集团，对应 22 年 PE 为 15 倍，推荐成衣制造龙头申洲国际，对应 22 年 PE 为 29 倍。其逻辑主要有二：1) 服装行业外部环境仍然存在不确定性，品牌商倾向于寻求更加稳健的供应链，我们判断订单资源有望向国内稳健的供应链倾斜，进而形成由产能来驱动增长的局面，基于此逻辑我们优先推荐产能稳定性较高、短期基本面增长确定性高的标的。2) 在后疫情时代的恢复中，运动鞋服板块作为服饰行业内恢复速度相对较高的子板块，或能有效为上游制造商带来订单规模的恢复。

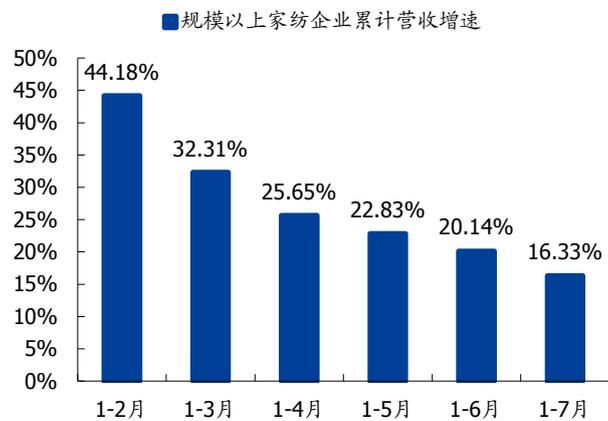
长期来看，我们看好具备差异化优势和壁垒的制造商，以运动品类头部制造商为主。1) 运动品类专业属性相对更强，我们判断龙头差异化优势更加突出。2) 运动市场规模长期增长潜力佳，有望持续驱动上游订单，同时龙头互相对话、资源向头部集中的趋势，有望使得龙头制造商在产业整合的过程中进一步受益。我们提醒关注客户结构优质、基本面处于扩张增长期的华利集团，对应 22 年 PE 为 32 倍。

## 5. 家纺行业：需求持续深化，龙头优势凸显

### 5.1 中短期：电商优化+需求升级刺激短期需求增长

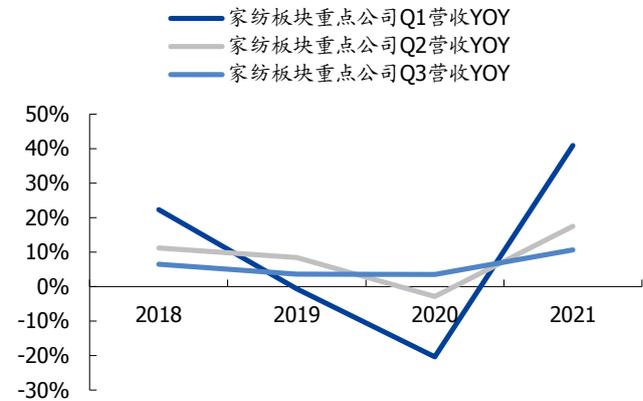
回顾：受限于局部地区疫情反复以及同期基数走高，我们可以看到 Q3 以来行业整体增速较上半年放缓。根据中国家纺协会官网数据，1845 家规模以上家纺企业 2021 年 1-7 月累计营收同比增长 16.33%，增速自年初以来持续回落。A 股上市重点家纺公司 2021 年 Q1/Q2/Q3 合计分别实现营收 31.68/33.02/35.04 亿元，同比增长 41%/17%/11%，对比 2019 年同期增长 12%/14%/14%，基数影响致使 Q3 增速较 H1 放缓，然而对比 2019 年同期，Q3 表现仍然亮眼。

图表 74：规模以上家纺企业累计营收增速（%）



资料来源：中家纺，国盛证券研究所

图表 75：家纺板块重点公司 Q1/Q2/Q3 营收增速（%）

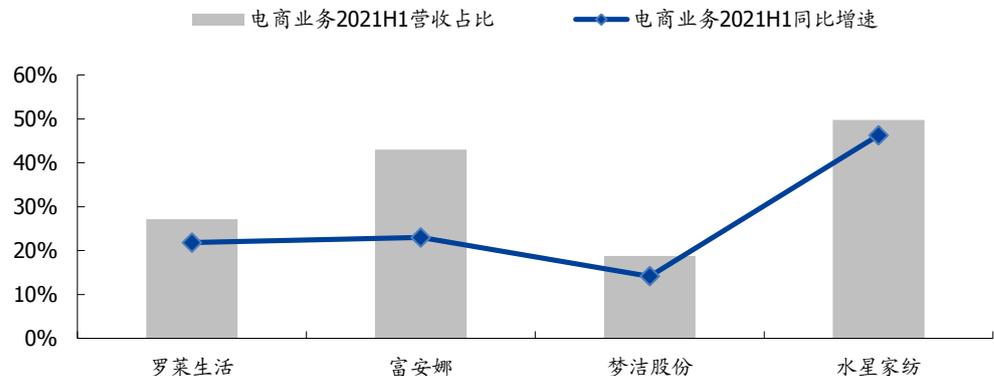


资料来源：Wind，国盛证券研究所

整体来看，家纺板块在疫情之后表现持续向好，我们认为主要来源于以下方面：

- 电商渠道刺激日常换新需求增加，同时低线城市消费占比提升。我们判断由于电商渠道的快速发展，家纺需求中的“日常换新”需求增强。同时，低线城市消费者借助电商渠道也有机会体验到更加优质的产品，刺激销售增长。

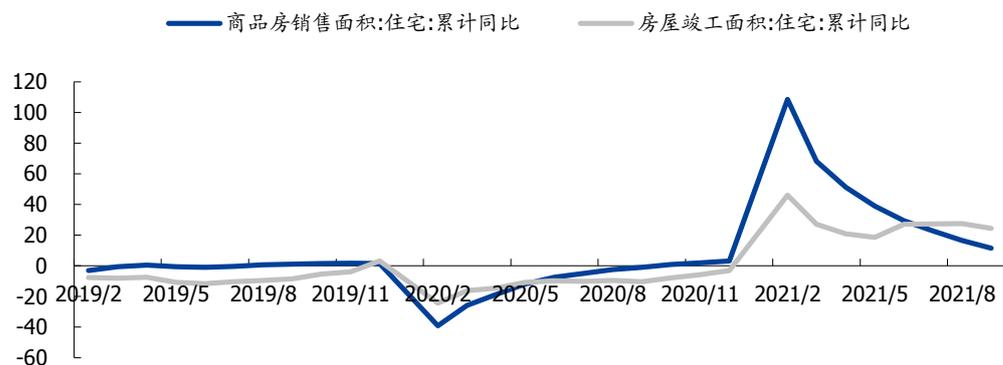
图表 76：罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺电商业务增速及占比（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **消费升级受到疫情催化得以加速。**我国居民家纺需求整体正处于消费升级轨道，对于高品质家纺产品的需求与日俱增。2020年疫情爆发，由于居家办公，消费者相对于以往同家纺产品的接触时间更长，消费升级趋势受催化进一步加快，根据我们跟踪，以罗莱为代表的重点品牌上半年以及Q3中高端家纺产品销售表现优异。
- **商品房销售增加刺激家纺需求释放。**2020年末以来随着国内疫情的缓和，商品房销售面积增速转正，2021年Q1我国商品房（住宅）累计销售面积同比增长68%，较2019年同期增长25%，考虑到家纺的滞后性（从住房销售到家纺购置大约有一年左右的时间差异），我们判断Q3部分家纺需求出现释放。

图表 77: 商品房销售面积（住宅）累计同比、房屋竣工面积（住宅）累计同比（%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中短期来看，我们判断前文提到的因素仍将在接下来的Q4发挥作用。Q4传统上是家纺行业的销售旺季，考虑到上述的因素Q4仍将存在，我们认为2021Q4家纺板块以及全年预计仍然会提交亮眼答卷。

## 5.2 长期：高端产品接受度提高，大众产品购买频次提升

长期来看，我们认为家纺行业规模的扩张主要来源于居民消费习惯的改变，具体而言分为两个部分：1）在消费升级背景下，对于生活品质的持续追求推动高端家纺产品销量走高；2）个性、审美需求的刺激以及购物渠道的丰富促进大众家纺产品购买频次提升。

- **在消费升级背景下，对于生活品质的持续追求推动高端家纺产品销量走高，消费者品牌观念增强。**我们认为随着中高收入人群的扩大以及对于家纺产品品类认知的提升，出于对生活品质的进一步追求，该部分消费者在选购家纺产品的过程中更加倾向于购买舒适度更高的产品，例如说是当下被芯产品中较为高端的羽绒被和蚕丝被，羽绒被和蚕丝被在保暖性、柔软性、重量方面都较传统的棉被更优，根据水星家纺产品显示，同样规格（150cm×210cm）的冬被被芯（适用于室内温度12℃-18℃），100%羽绒被填充物重量为650g，100%桑蚕丝被填充物重量为1200g，100%棉被填充物重量为1500g。
- **个性、审美需求的刺激以及购物渠道的丰富促进家纺产品购买频次提升。**我们认为传统上家纺产品相对服装鞋履属于更换频次以及复购率较低的耐用品，这其中一方面原因是由于整体的消费水平有限，另一方面也是由于人们对于家纺产品质量以及样式需求较低，后随着居民收入增长，消费观念逐渐转变，同时家纺品牌

公司门店数量增加，线上渠道发展日益迅速，购买方式更加便捷，因此出于换新需求的家纺消费增加导致消费频次逐渐提升，尤其是对于大众价位的家纺产品，长期来看我们判断该趋势仍将会延续。

图表 78: 大众价位家纺产品销售表现

图表 79: 中高端价位家纺产品销售表现

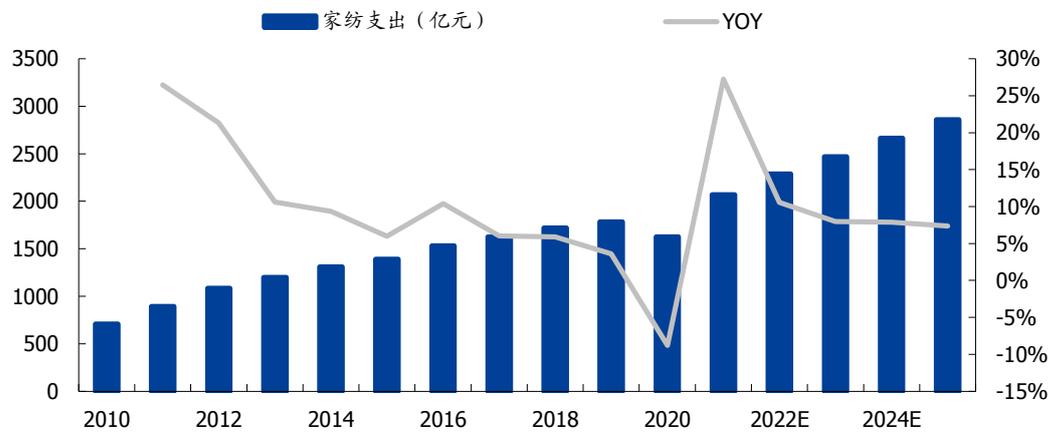


资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

根据彭博所载的欧睿数据库显示，2020 年我国消费者家纺支出为 1626.08 亿元人民币，同比下降 8.8%，2021 年预计增长 27.2%达到 2069.11 亿元人民币，2021-2025CAGR 为 8.4%，相比过去 5 年有所提升。

图表 80: 居民家纺支出 (亿元, %)



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

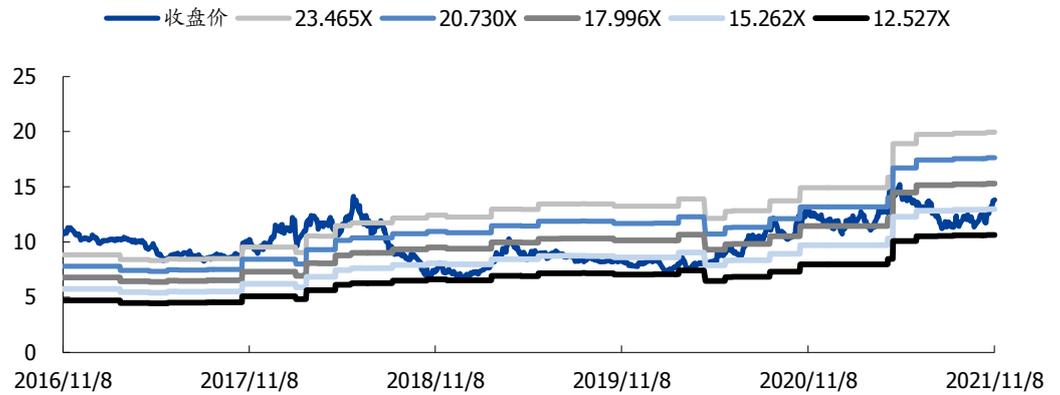
### 5.3 投资策略: 品牌凸显, 龙头领先

短期来看: 我们判断 Q4 家纺行业需求有望继续扩张, 我们认为拥有强大产品力和品牌力、并且电商渠道运作效率高效的家纺品牌公司有望继续取得亮眼增速表现。

长期来看: 我们认为在市场规模快速提升的背景下, 无论是中高端产品受到追捧或者是消费频次提升, 从根本上来说都对家纺品牌公司的产品设计和研发能力提出了更高的要求。在渠道端, 大众产品重视电商渠道的精细化布局、中高端产品强调线下门店的优质服务和体验、提升品牌价值以及品牌形象。综合判断我们认为具有优秀研发能力、供应链能力、渠道能力、品牌价值的龙头家纺公司将领先行业。

关注坚持变革，品牌影响力和渠道效率持续提升，当前估值较低的公司【罗莱生活】，对应2022年PE为13倍。

图表 81: 罗莱生活 PE Band (元, 倍)



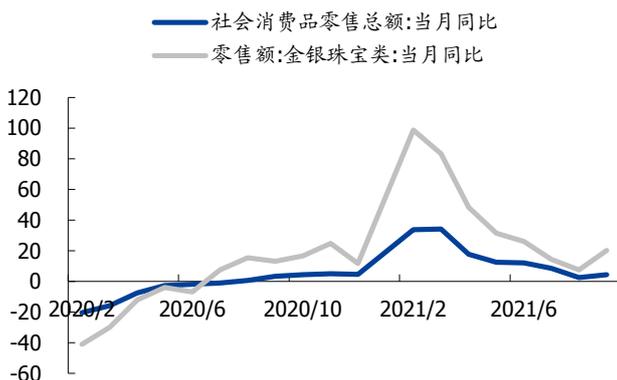
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6. 珠宝首饰: 黄金饰品高热度, 消费升级助力增长

### 6.1 中短期: 黄金饰品销售火热, 板块表现领先行业

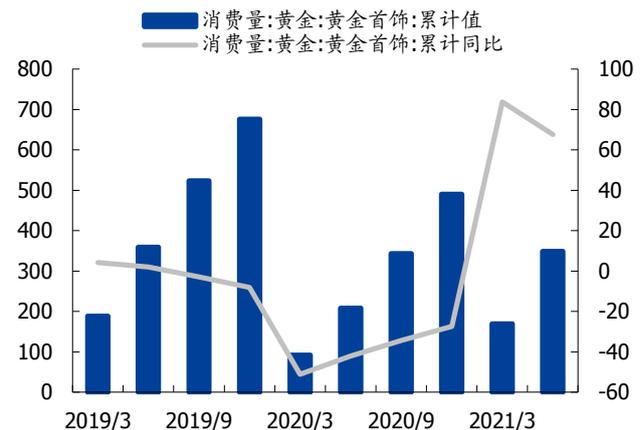
**回顾: 黄金饰品销售火热带动珠宝首饰板块疫情后表现优质。**根据国家统计局数据显示,截至2021年9月限额以上金银珠宝类零售额累计同比增长41.6%,远高于社会消费品零售总额增速(16.40%)。细分来看珠宝首饰大类中黄金饰品表现优异,引领板块增长,根据中国黄金协会的数据显示,截至H1黄金首饰消费量达到348.56吨,同比增长68%,较2019H1下滑3%(降幅较Q1缩窄)。

图表 82: 金银珠宝类零售额同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 83: 黄金首饰累计消费量及增速 (吨, %)



资料来源: Wind, 中国黄金协会, 国盛证券研究所

我们认为珠宝首饰板块的亮眼表现 (尤其是黄金产品) 主要来源于以下因素:

- **金价回调, 利好终端消费。**2020年新冠疫情爆发致使全球经济受到影响, 黄金作为优秀的避险资产受到追捧, 同时美国所采取的宽松货币政策持续加深美元贬值预期, 多重因素作用下, 金价持续走高。根据上海金交所黄金现货 Au9999 收盘价显示, 2020年金价最高点较年初上涨近30%。2020年下半年, 随着全球疫情总体缓和,

经济走势预期趋稳，金价回调，刺激终端黄金首饰消费向好。

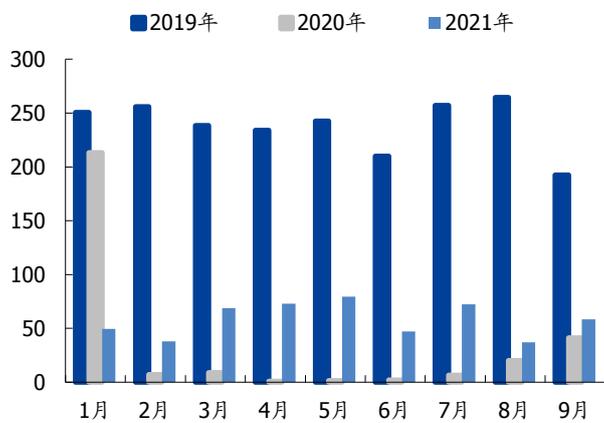
图表 84: Au9999 价格走势 (元/克)



资料来源: Wind, 上海黄金交易所, 国盛证券研究所

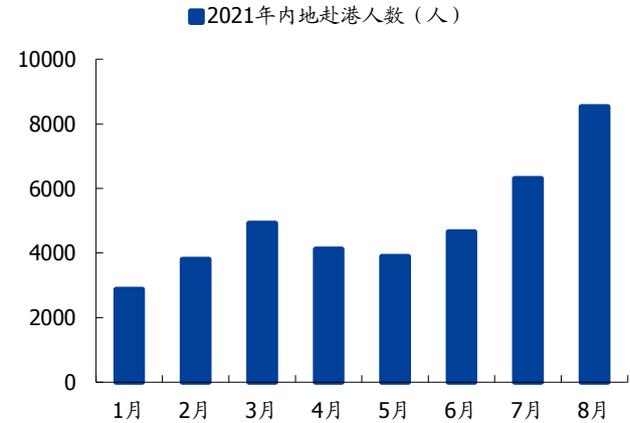
- **跨境消费回流，境内消费增加。**由于国际疫情的不确定态势，我国出境游客相比正常年份大幅减少。以香港澳门为例，港澳地区传统上是内地游客境外消费的主要目的地，然而根据澳门特别行政区政府旅游局数据显示，2021年1-9月内地赴澳旅游人数约为520万人，虽然较2020年同期提升超70%，然而相较于2019年的2100万仍有较大差距，同时香港地区为防控疫情从2020年2月起宣布“封关”至今已逾一年，8月香港政府发布公报称与“封关”相关的防控举措预计将继续延长。

图表 85: 内地赴澳人数 (万人)



资料来源: 澳门特别行政区政府旅游局, 国盛证券研究所

图表 86: 2021 年内内地赴港人数 (人)



资料来源: 香港旅游发展局, 国盛证券研究所

- **结婚登记数量反弹，婚庆需求滞后释放。**2020年由于疫情影响，全年登记结婚数量同比下降12.2%，降幅创新高，后随着疫情缓和，2021H1结婚登记数量同比明显反弹，我们判断结婚人数的增长有利于珠宝首饰婚庆需求的释放。

图表 87: 结婚累计登记数量及增速 (万对, %)



资料来源: 民政部, 国盛证券研究所

**品牌商黄金产品设计提升, 渠道及促销效率优化。**传统黄金产品由于硬度较低, 韧性较差, 因此难以进行复杂设计, 目前随着工艺进步, 3D 硬金、5G 黄金产品陆续推出, 带动黄金产品的整体设计感提升, 从而提升了日常搭配的适用性, 黄金产品得到越来越多的青睐。根据相关公司财报显示, 2021 财年周大福旗下“周大福传承系列”零售值(RSV)占黄金首饰及产品零售值达到 39.5%, Q3 周大生推出“非凡金系列”销售表现同样优异。

图表 88: 周大生非凡金系列产品



资料来源: 公司微博, 国盛证券研究所

图表 89: 周大福传承系列



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

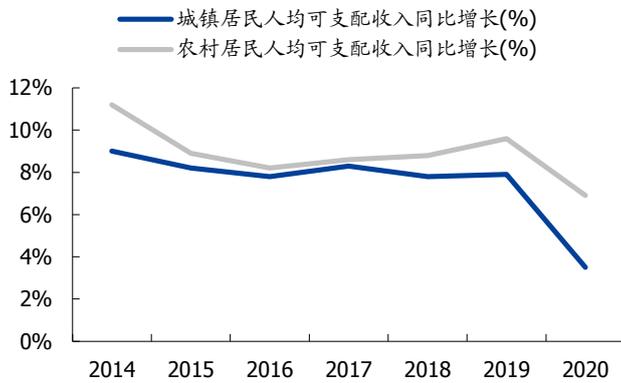
中短期来看, 我们认为珠宝首饰的火热态势预计仍将延续。根据中华全国商业信息中心显示, 2021 年国庆期间, 金银珠宝类产品销售表现优异, 全国百家重点大型零售企业金银珠宝零售额同比增长 36.2%, 国庆之后, 双十一、双十二等线上大促预计仍会带动部分需求继续释放。

## 6.2 长期: 消费升级+消费观念转变促使市场规模增长

首先, 我们认为珠宝首饰行业的发展与宏观经济以及居民消费水平息息相关, 规模快速扩大的中高收入群体将为珠宝首饰消费市场的增长奠定基础。麦肯锡全球研究院发布的《7 大群体塑造中国消费格局》报告显示, 2020 年我国中高收入家庭数量为 2.35 亿家,

预计2030年该数字将达到3.95亿家，我们认为中高收入人群规模的持续扩大将成为推动珠宝首饰行业未来增长的重要动力。

图表 90: 城乡居民人均可支配收入增速 (%)



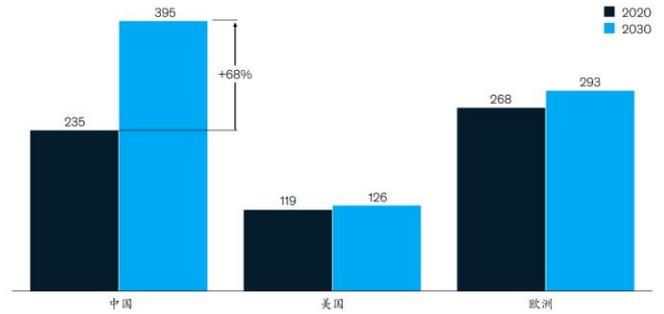
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 91: 中高收入家庭数量 (万)

未来10年, 中国中高收入家庭有望增加约70%

中高收入家庭数

以购买力平价计算单位2011年国际美元计, 年收入在2.2万美元以上



注: 预测基于麦肯锡的基准情景, 该情景假定中国、美国和欧洲的长期增长轨迹没有受到疫情的性质影响; 增长结果将取决于疫情后复苏情况以及不同地区的其他宏观经济变量。

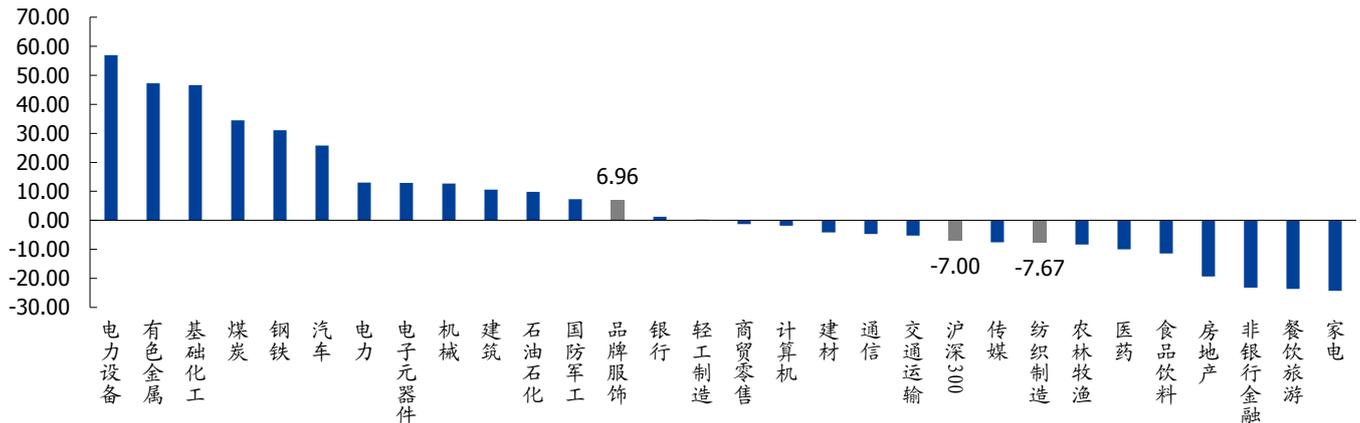
资料来源: 麦肯锡全球研究院, 国盛证券研究所

其次, 伴随着居民收入的增长, 尤其是中高收入群体的扩大, 消费观念也在快速改变。当下的年轻消费群体相较于长辈, 在消费过程中更加注重“悦己”以及“情感消费”, 珠宝作为典型的具有审美属性以及情感价值的产品, 越来越受到青睐。尤其是当下火热的“她经济”概念, 收入的增长、社会地位的提高、互联网媒体的发展促使女性意识觉醒, 反映在消费层面, 更注重美丽消费。因此综合来看, 我们认为长期我国的珠宝市场存在较大的增长空间, 而在市场规模扩大的过程中, 具有优秀设计资源、渠道资源以及品牌价值的龙头公司将会脱颖而出。

## 7. 板块行情回顾

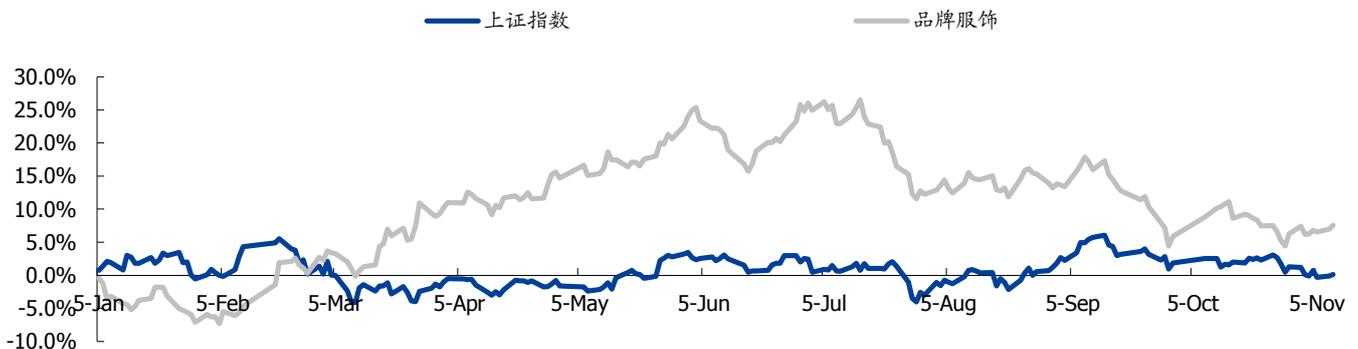
**行业层面：回顾 2021 年以来市场表现，品牌服饰板块上半年持续上涨，下半年来震荡下行，但全年依旧跑赢大盘。** 1) 横向对比来看，截至 11 月 09 日品牌服饰板块和纺织制造板块分别累计上涨 6.96%/下跌 7.67%，同期沪深 300 指数下跌 7.00%。2) 纵向来看，上半年品牌服饰板块持续震荡上行，市场信心佳，7 月中旬以来震荡下行。

图表 92: 2021/01/01-2021/11/09 板块涨跌幅：品牌服饰和纺织制造累计上涨 6.83%/下跌 8.79%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

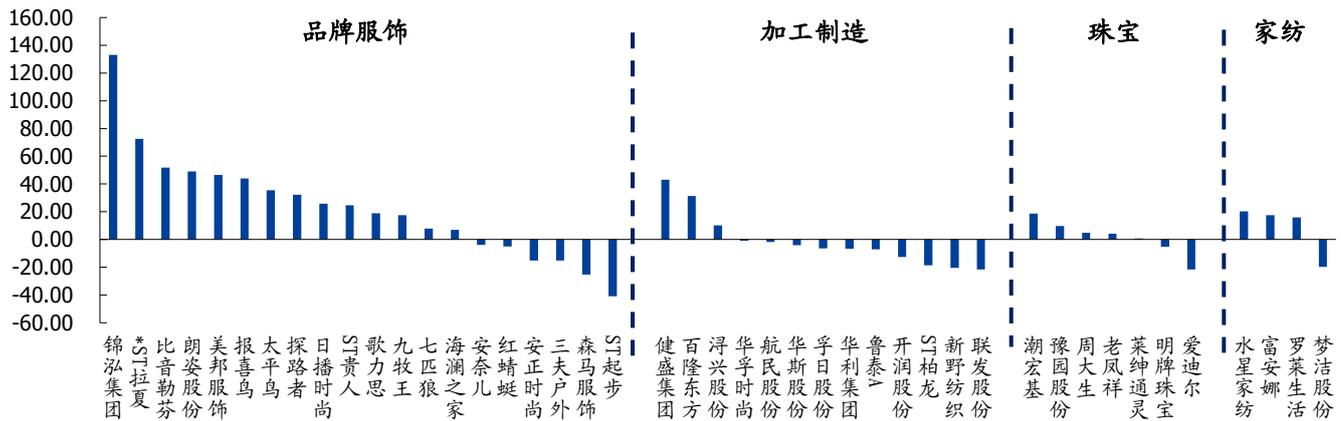
图表 93: 2021/01/05-2021/11/09 品牌服饰/上证指数较年初累计涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

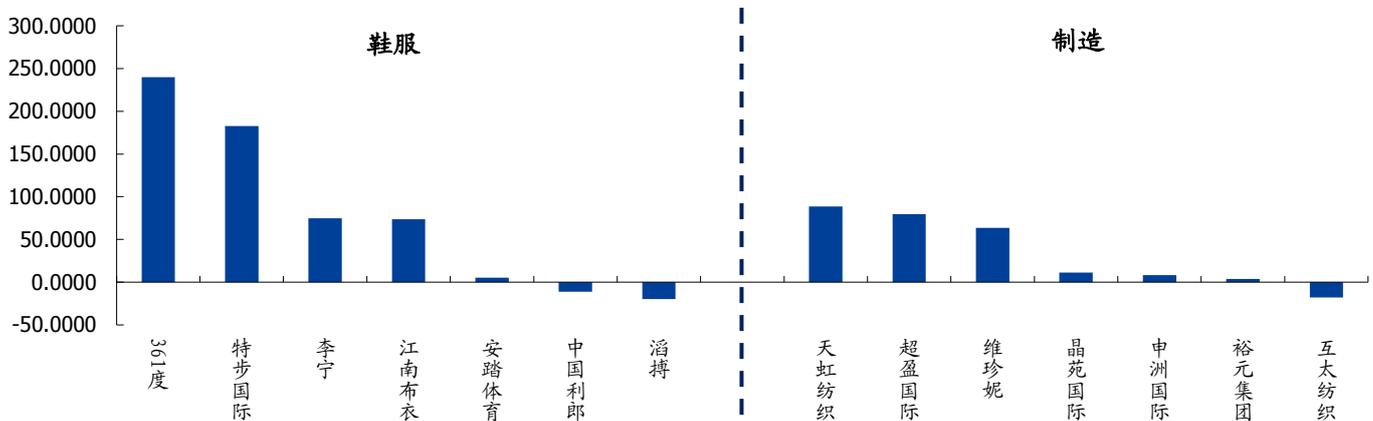
**板块及公司层面：公司表现出现分化。** 分板块来看：品牌服饰板块（包括 H 股、A 股标的的）市场表现略好于其他板块，领跑公司股价保持优势；制造板块、珠宝板块增长表现稍弱，家纺板块整体表现稳健。分公司来看：伴随着各公司疫情之下基本面情况分化，市场表现亦出现分化，A 股中 2021 年以来市场表现前三为锦泓集团/拉夏贝尔/比音勒芬，分别 +133%/+73%/+52%，H 股为 361 度/特步国际/天虹纺织，分别 +240%/+183%/+89%，全年综合市场表现较佳。

图表 94: 2021/01/01-2021/11/09 纺织服装 A 股板块公司涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 95: 2021/01/01-2021/11/09 纺织服装 H 股板块公司涨跌幅 (%)

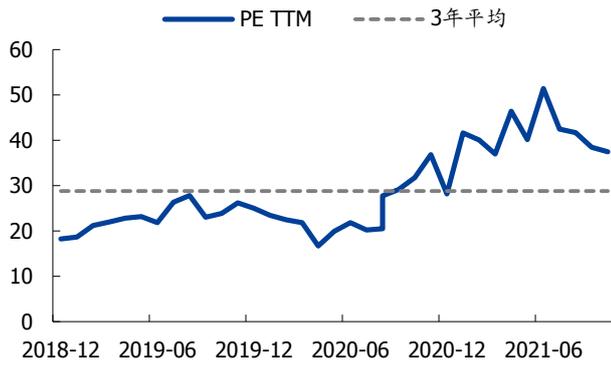


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

终端加速恢复, 各板块运营及业绩表现逐渐回归正常。我们提醒考虑疫情对过去一段区间内的业绩水平带来负面影响, 影响 PE (TTM, 下同) 的当前表现。回顾服装与珠宝板块估值, 我们判断:

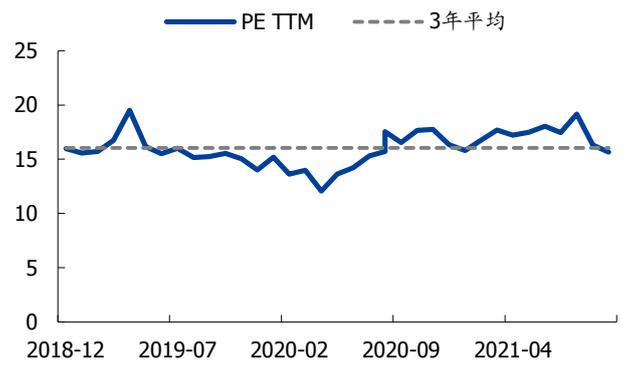
- 运动鞋服板块当前 PE 为 37.5 倍, 过往 3 年平均值为 28.8 倍, 运动鞋服板块作为服饰板块中的优质成长性赛道, 上半年在超高景气的加持下估值迅速上行, 短期有所回落, 但我们认为随着龙头品牌持续保持优势, 中长期估值中枢有望继续上行。
- 中高端服饰板块当前 PE 为 15.7 倍, 过往 3 年平均值为 16.0 倍, 近年来板块整体估值变化不大, 目前处于历史中枢附近。我们认为其中较为优质的品牌公司疫情下表现突出, 估值有望上扬。
- 大众服饰板块当前 PE 为 19.1 倍, 过往 3 年平均值为 17.3 倍, 目前处于历史中偏高位, 主要系基本面仍在恢复中。
- 黄金珠宝板块当前 PE 为 16.9 倍, 过往 3 年平均值为 18.8 倍, 我们认为未来随着需求释放、终端消费恢复正常, 市场估值有望上行。

图表 96: 过往3年运动鞋服板块公司 PE (TTM, 倍)



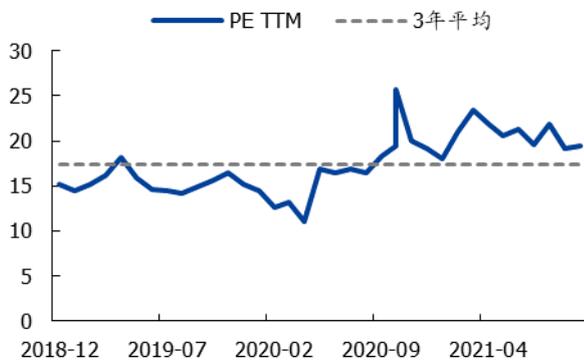
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 97: 过往3年中高端服饰板块公司 PE (TTM, 倍)



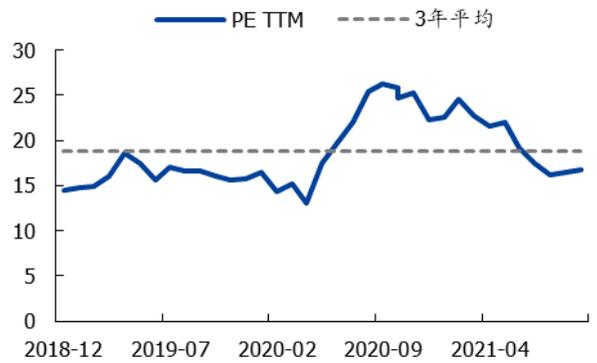
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 98: 过往3年大众服饰板块公司 PE (TTM, 倍)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 99: 过往3年黄金珠宝板块公司 PE (TTM, 倍)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 8. 重点公司推荐

### 8.1 投资策略

由于疫情反复及行业基数变化, 行业整体增速环比放缓, 我们推荐关注中长期具备成长性的赛道以基本面稳定或存在边际改善的个股。

- 自上而下看好高景气度运动鞋服赛道, 推荐【安踏体育、李宁、申洲国际、特步国际】, 对应 22 年 PE 分别 29/43/29/22 倍。
- 品牌商: 推荐运营稳健、估值水平尚有提升空间的【比音勒芬】, 对应 22 年 PE 为 17 倍。推荐龙头地位稳固, 即将进入销售季节的羽绒服龙头公司【波司登】, 对应 22 年 PE 为 24 倍。关注短期基本面逐步改善, 长期供应链、数字化运营持续优化的标的【太平鸟】, 关注坚持变革, 品牌影响力和渠道效率持续提升的【罗莱生活】。
- 制造商: 推荐边际改善明显, 双控政策影响小, 估值具备安全边际的【健盛集团】, 对应 22 年 PE 为 15 倍。关注基本面表现优秀, 成长稳健的制造商【华利集团】。

图表 100: 重点公司估值表

	公司	评级	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
运动 鞋服	安踏体育	买入	128.20	1.91	2.84	3.58	55.1	37.0	29.4	3465.67
	李宁	买入	92.75	0.65	1.37	1.77	117.3	55.7	43.1	2426.61
	特步国际	买入	10.72	0.20	0.34	0.40	45.1	26.1	22.1	281.97
	滔搏	买入	9.17	0.37	0.45	0.49	20.3	16.9	15.3	568.65
中高端 服饰	波司登	买入	5.76	0.11	0.16	0.20	42.7	30.1	24.1	626.48
	比音勒芬	买入	24.35	0.87	1.10	1.41	27.9	22.2	17.2	133.93
	地素时尚	买入	18.79	1.31	1.50	1.69	14.4	12.5	11.1	90.42
	歌力思	买入	15.29	1.21	0.97	1.10	12.7	15.8	13.9	56.43
大众 服饰	海澜之家	增持	6.62	0.41	0.65	0.74	16.0	10.2	8.9	285.96
	太平鸟	买入	39.98	1.50	2.22	2.74	26.7	18.0	14.6	190.60
	森马服饰	买入	7.10	0.30	0.55	0.63	23.8	13.0	11.3	191.28
个护	稳健医疗	买入	79.73	8.93	3.49	4.68	8.9	22.8	17.0	340.04
制造	申洲国际	买入	162.40	3.40	3.69	4.60	39.2	36.1	29.0	2441.23
	华利集团	买入	92.10	1.61	2.24	2.86	57.2	41.1	32.2	1074.81
	健盛集团	买入	11.48	-1.34	0.61	0.74	-8.5	18.8	15.4	45.11
	开润股份	增持	22.66	0.33	0.93	1.33	69.7	24.3	17.0	54.34
珠宝	老凤祥	买入	45.94	3.03	3.68	3.86	15.2	12.5	11.9	191.12
	周大生	增持	18.21	0.92	1.19	1.42	19.7	15.3	12.8	199.62
家纺	罗莱生活	买入	13.81	0.70	0.87	1.03	19.8	15.9	13.4	115.87

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

注: A股收盘价截至2021年11月9日, H股收盘价截至2021年11月9日。

注: 安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际、滔搏、波司登股价及市值单位港元, 波司登、滔搏20A为19/20财年。

## 8.2 核心重点标的推荐

### ► 比音勒芬: 基本面稳健性高, 持续快速增长

公司在短期环境变化下依然保持快速增长。2021年前三季度公司收入/业绩分别17.1/4.6亿元, 同比分别快速增长25%/32%。单Q3收入/业绩分别6.9/2.1亿元, 同比+14%/+14%, 若同比2019年来看, Q3收入增长45%, 较H1增长加速。

**长期来看: 品牌势能提升带动终端渠道店数+店效齐增。**1)店数: 高低线城市持续发力, 看好未来开店空间, 截至2021H1末门店1007家, 我们预计全年开店120~150家左右  
2)店效: 有望持续增长。比音勒芬中高端国牌品牌力沉淀、产品推新驱动终端、门店运营提效, 我们估算店效有望提升。

**全年预计高增长。**公司2021年以来表现稳健, 我们认为品牌力提升能够持续拉动收入业绩增长。展望全年, 随着渠道外延×店效增长贡献, 我们预计公司收入/业绩均有望实现25%左右优质增长。

**盈利预测与投资建议:** 我们预计2021~2023年公司归母净利润6.0/7.8/9.8亿元, 对应2021/2022年PE为22/17倍。目标市值194亿, 对应2022年PE为25倍, 维持“买

入”评级。

风险提示：疫情持续超预期；宏观经济疲软；威尼斯品牌孵化不达预期；运动休闲消费市场景气度回落。

图表 101: 比音勒芬盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,826	1,938	2,415	3,001	3,712
YOY (%)	23.7	6.1	24.7	24.2	23.7
归母净利润 (百万元)	407	479	604	778	978
YOY (%)	39.1	17.9	25.9	28.8	25.8
EPS (元)	0.74	0.87	1.10	1.41	1.78
净资产收益率 (%)	20.8	20.5	21.7	22.9	23.2
P/E (倍)	32.9	27.9	22.2	17.2	13.7
P/B (倍)	6.8	5.9	4.9	4.0	3.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

### ➤ 健盛集团：基本面改善明显，估值修复

**短期基本面加速恢复，棉袜高速增长，无缝改善。**公司三季度营收/业绩快速恢复，分别+44.5%/大幅增长至 6.1 亿元/0.73 亿元。其中：1) 棉袜高速增长，我们预计 Q3 棉袜销售较 2020Q3 增长 60%+，新老客户效益佳。2) 无缝预计 Q4 大幅改善，据我们跟踪，当前产能利用率高，据生产节奏我们判断 Q4 无缝有望明显改善。

**中长期来看，产业稳健扩张驱动增长。**公司具备一体化产业链优势，产业链延伸并扩张驱动增长。1) 棉袜产能持续扩张：疫情可控下我们预计 2021-2023 年棉袜产能约 3.5/3.9/4.6 亿双左右，有望持续驱动订单。2) 无缝优化产能布局，疫情下越南原先拟新增产能暂移至国内贵州，我们预计此前无缝业务国内/越南产能占比 80%/20%。

**全年预计收入/业绩增长 20%+/恢复至 2019 年 90%水平。**展望全年，公司订单充沛，我们据产能投放节奏估算 2021 年收入端有望实现 20%+ 的增长/业绩端有望恢复至 2019 年 90% 左右水平。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 2.40/2.92/3.54 亿元，对应 2021/22 年 PE 为 19/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情影响超预期，东南亚地区疫情反复；汇率异常波动风险；越南政策变化风险；客户订单转移风险。

图表 102: 健盛集团盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,780	1,582	1,988	2,320	2,726
YOY (%)	12.9	-11.1	25.6	16.7	17.5
归母净利润 (百万元)	273	-528	240	292	354
YOY (%)	32.4	-	-	22.0	21.2
EPS (元)	0.70	-1.34	0.61	0.74	0.90
净资产收益率 (%)	8.9	-22.1	9.1	10.2	11.2
P/E (倍)	16.5	-8.5	18.8	15.4	12.7
P/B (倍)	1.5	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

### ➤ 太平鸟: 短期增速放缓, 全年预计稳健增长

**短期高基数下增速放缓。**公司前三季度营收/业绩同比分别增长 34%/79%至 74.1/5.5 亿元, 单 Q3 公司营收/业绩同比分别+4%/-25%至 23.9/1.4 亿元。Q3 收入同比增速环比放缓, 主要原因系去年同期基数较高、今年 Q3 疫情反复影响终端销售。

**积极布局旺季销售, 全年稳健增长。**1) 产品端, 公司积极布局“冷冬预期+双十一”的销售旺季, 持续推出新品。2) 营销端, 深化时尚化年轻化转型, 签约新代言人引领零售流量。2) 运营端, 加大科技数字化项目投入, 联手华为打造全方位数字化转型。综合来看, 我们估算全年收入/业绩均有望增长 20%左右。

**盈利预测与投资建议:** 公司长期战略目标清晰, 打造全网新零售生态。我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 10.6/13.1/16.0 亿元, 对应 2021/22 年 PE 为 18/15 倍, 维持评级为“买入”评级。

风险提示: 疫情影响超预期及终端零售景气度下滑风险; 多品牌业务改革开展不及预期风险; 渠道扩张速度不及预期风险。

图表 103: 太平鸟盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,928	9,387	12,191	14,541	17,166
YOY (%)	2.8	18.4	29.9	19.3	18.1
归母净利润 (百万元)	552	713	1,059	1,306	1,598
YOY (%)	-3.5	29.2	48.6	23.3	22.4
EPS (元)	1.16	1.50	2.22	2.74	3.35
净资产收益率 (%)	15.4	18.1	22.9	23.5	23.7
P/E (倍)	34.6	26.7	18.0	14.6	11.9
P/B (倍)	5.4	4.9	4.2	3.5	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

### ➤ 罗莱生活: 短期渠道效率助力增长, 长期品牌力优势明显

**公司经营表现持续向好, 双十一有望贡献增长。**前三季度收入/业绩同比增长 23%/36%, 基数提升+疫情反复致使增速放缓, 对比 2019 年同期, 单 Q3 收入增速较 H1 提升, 业绩增速持平, 我们判断公司经营状况向好态势明确。Q4 以来, 我们跟踪判断公司双十一预售表现良好, 有望带动 Q4 电商高速增长, 同时线下渠道进入门店扩张周期, 我们预

计公司全年新开门店 200-300 家。

**全年我们预计收入/业绩增长 18%/25%。**根据民政部与国家统计局数据显示，上半年结婚登记数量与商品房销售额同比大幅增长，考虑到时间滞后我们判断 Q4 家纺市场需求有望迎来新的突破，公司品牌影响力、渠道效率与营运质量持续增强，综上所述我们认为全年收入/业绩同比增长 18%/25%。展望 2022 年，家纺行业整体处于消费升级以及消费频次提升阶段，公司作为行业龙头，收入/业绩增速有望持续领先行业。

**盈利预测与投资建议：**家纺行业龙头坚持变革，随着品牌影响力和渠道效率提升，收入业绩稳定增长。我们预计公司 2021E-2023E 年归母净利润分别为 7.3/8.7/10.0 亿元，对应 2021/2022 年 PE 为 16/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：全球疫情反复风险；原材料价格波动风险；人民币汇率波动风险。

图表 104：罗莱生活盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,860	4,911	5,785	6,688	7,639
YOY（%）	1.0	1.0	17.8	15.6	14.2
归母净利润（百万元）	546	585	731	865	1,005
YOY（%）	2.2	7.1	24.9	18.4	16.1
EPS（元）	0.65	0.70	0.87	1.03	1.20
净资产收益率（%）	13.4	13.7	16.5	17.4	18.1
P/E（倍）	21.2	19.8	15.9	13.4	11.5
P/B（倍）	2.8	2.7	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

#### ➤ 安踏体育：短期流水增长放缓，长期追求高质量增长

**短期因素致使流水增速放缓，营运质量健康。**安踏品牌/FILA 品牌/其他品牌 Q3 流水同比增长 10%-20%低段/中单位数/35%-40%，较 2019 年 Q3 增长 10%-20%中段/25%-30%/105%-110%，由于基数原因以及短期疫情的波动致使流水增速放缓，Q4 以来我们判断随着疫情进一步得到控制，增速有所回升。营运质量方面，我们预计安踏品牌/FILA 品牌 Q3 线下库销比分别在 5 左右/6-7，营运质量健康。

**全年预计收入/业绩增长 30%/50%。**下半年以来由于局部疫情反复、公司国内与双奥有关的营销费用同比增加以及同期基数的走高，我们预计全年收入/业绩增长 30%/50%左右。展望 2022 年，我们判断收入方面由于今年上半年的基数，因此同比增速仍将承压；业绩方面 2022 年由于冬奥会举行，公司奥运投入仍将增长，同时安踏品牌赢领计划下研发支出以及品牌推广支出也将保持高位，因此综合判断收入/业绩增速预计继续回落。

**盈利预测与投资建议：**公司作为全球运动鞋服龙头之一，坚持“多品牌、全渠道、全覆盖”战略，当前我们判断公司核心品牌逐步进入高质量增长阶段，新孵化品牌高效运营成果显著，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 76.8/96.9/121.4 亿元，对应 2021/2022 年 PE 为 37/29 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续的范围及时间超过预期；终端需求下滑；多品牌及海外业务开展不顺；人民币汇率变动带来业绩波动。

图表 105: 安踏体育盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	33,928	35,512	46,776	57,385	69,550
YOY (%)	40.8	4.7	31.7	22.7	21.2
归母净利润 (百万元)	5,344	5,162	7,684	9,688	12,141
YOY (%)	30.3	-3.4	48.9	26.1	25.3
EPS (元)	1.98	1.91	2.84	3.58	4.49
净资产收益率 (%)	26.7	21.6	26.7	28.1	29.3
P/E (倍)	53.2	55.1	37.0	29.4	23.4
P/B (倍)	13.5	11.0	9.2	7.7	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

### 李宁: 流水保持高增速, 渠道扩张蓄势待发

**短期流水保持高增速, 渠道扩张蓄势待发。**品牌影响力提升叠加产品结构持续优化, Q3 全渠道流水增长 40%-50% 低段, 表现亮眼; 折扣水平与 2019 年同期持平, 终端运营健康。李宁品牌/李宁 young Q3 门店数量较年初-109/+116 家至 5803/1137 家, 对比 H1+99/+96 家, 公司逐步进入新的开店轨道。Q4 以来我们判断公司终端流水表现延续高增速, 同时终端折扣环比 Q3 收窄。

**我们预计公司全年收入/业绩增长 45%/110% 左右。**下半年以来在产品力和品牌力的支撑下, 终端店效仍保持快速增长, 同时我们预计全年李宁品牌门店数量有望实现净增加, 李宁 young 继续扩张, 综合来看我们判断公司全年收入/业绩增长 45%/110% 左右。展望 2022 年, 高基数下收入/业绩同比增速预计明显放缓, 然而产品力的提升与产品架构的完善持续进行, 伴随渠道加速扩张, 公司仍有望交出亮眼答卷。

**盈利预测与投资建议:** 基于李宁的品牌积淀和消费者对其高认可度, 公司品牌力处于持续提升轨道, 长期看好集团销售和盈利能力的提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 35.7/46.2/59.4 亿元, 对应 2021/2022 年 PE 为 56/43 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 局部地区疫情反复影响终端销售; 盈利能力提升速度不达预期; 管理层变动带来的运营变化。

图表 106: 李宁盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,870	14,457	20,918	25,898	32,057
YOY (%)	32.0	4.2	44.7	23.8	23.8
归母净利润 (百万元)	1,499	1,698	3,574	4,619	5,937
YOY (%)	109.6	13.3	110.4	29.2	28.5
EPS (元)	0.57	0.65	1.37	1.77	2.27
净资产收益率 (%)	21.0	19.5	29.1	27.4	26.0
P/E (倍)	132.9	117.3	55.7	43.1	33.6
P/B (倍)	28.0	22.9	16.2	11.8	8.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➤ **申洲国际：短期疫情扰动影响产能，长期核心竞争力突出**

**短期疫情扰动影响产能。**公司上半年实现收入/业绩分别 113.8/22.3 亿元，同比 +11%/-11%。1) 产能方面，6 月底以来由于越南疫情反复，公司海外产能受限，公司预估每受影响 14 天、全年面料/成衣年产量将分别下降 2%/1%，目前随着越南疫情好转，我们认为当前越南面料、成衣工厂产能逐步恢复。2) 财务层面，我们判断下半年由于越南工厂的停产，预计会对毛利率产生一定压力，同时人民币汇率升值或将对汇兑损益产生影响。

**中长期来看，核心竞争力仍在持续强化。**1) 海外扩产仍在持续、进展顺利。当前柬埔寨、越南新工厂土建工厂基本完成，产能增长潜力充沛，同时未来将持续推进独立供应链建设。2) 国内效率明显提升，长期竞争力强化。国内工厂招工持续，染整、织造技改提升效率，上半年国内成衣产量同比增长约 30%。

**全年稳健微增，预计明年增速加快。**1) 考虑海外疫情影响产能利用率、外汇波动影响等，综合来看我们估算全年收入/业绩有望稳健微增。2) 展望明年，我们判断若在海外疫情等外部情况稳定的情况下，明年增速有望加快，预计 2022 年收入/业绩分别 20% 左右。我们预计 2021~2023 年公司归母净利润分别为 55.5/69.1/82.1 亿元，现价对应 2021/2022 年 PE 分别为 36/29 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期，东南亚地区疫情反复；下游客户订单波动；海外产能扩张不及预期，贸易环境变化风险；棉价波动风险；外汇波动风险。

图表 107：申洲国际盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22665	23,031	25,620	30,492	36,294
YOY（%）	8.2	1.6	11.2	19.0	19.0
归母净利润（百万元）	5095.2	5,107	5,548	6,909	8,212
YOY（%）	12.2	0.2	8.6	24.5	18.9
EPS（元）	3.39	3.40	3.69	4.60	5.46
净资产收益率（%）	19.7	18.6	16.8	17.2	17.2
P/E（倍）	39.3	39.2	36.1	29.0	24.4
P/B（倍）	8.0	7.3	6.1	5.1	4.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

➤ **特步国际：流水表现超预期，主品牌专业跑步形象深入人心**

**库存健康，流水表现好于预期。**Q3 全渠道流水增长中双位数，经测算较 2019 年同期增长 16%-25%，表现好于预期。主品牌线上渠道增速较线下渠道更优，同时运营质量保持在健康水平，Q3 终端零售折扣为 7.5-8 折，存货周转为 4 个月，与 2019 年同期持平。Q4 以来，根据我们跟踪判断公司终端流水在健康的折扣和存货水平下保持高速增长。

**全年收入/业绩预计增长 17%+/70%+。**主品牌特步上半年的火热表现带动经销商 H2 的订单量同比明显增长，同时产品结构升级也带动平均吊牌价走高，综上所述我们判断主品牌 H2 收入增速有望较 H1 更高，全年盈利能力有望超过 2019 年水平。展望 2022 年，我们判断主品牌在专业跑步领域的市场份额仍将继续扩大，同时潮流品类的扩张拓宽收入来源，整体维持稳定的增速表现，新品牌伴随疫情的稳定，品牌培育和渠道拓展速度有望加快。

**盈利预测与投资建议：**主品牌专注专业跑步在细分行业有领先优势，新品牌发展稳步推

进，我们预计公司 2021-2023 归母净利润为 8.87/10.48/12.42 亿元，对应 2021/2022 年 PE 为 26/22 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新品牌拓展不及预期；全球疫情反复；娱乐营销影响主品牌专业形象。

图表 108: 特步国际盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,183	8,172	9,612	11,226	13,141
YOY (%)	28.2	-0.1	17.6	16.8	17.1
归母净利润 (百万元)	728	513	887	1,048	1,242
YOY (%)	10.8	-29.5	72.9	18.1	18.6
EPS (元)	0.28	0.20	0.34	0.40	0.47
净资产收益率 (%)	10.5	6.9	10.7	11.2	11.7
P/E (倍)	31.8	45.1	26.1	22.1	18.6
P/B (倍)	3.3	3.2	2.8	2.5	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

### ➤ 波司登：凛冬将至，羽绒服龙头迎来销售旺季

**当前天气转寒，波司登进入销售季节。**公司持续推出新品拉动销售，签约流量明星加强营销。过往几年公司稳健增长，FY20/21 为主品牌波司登首个三年战略阶段的收官之年，公司全财年收入/业绩增长 10.9%/42.1%至 135.2/17.1 亿元。

**长期看好品牌势能提升带动的量价增加。**1) 品牌层面：波司登势能提升有望持续驱动终端及盈利质量上行，同时横向拓展品类以挖掘细分市场；雪中飞、冰洁占位中低端市场形成协同。2) 渠道层面：过去门店梳理有效，目前仍处于红利释放周期，未来渠道升级持续、强调数字化精准拓客运营。展望全年，公司继续聚焦品牌及营销升级、数字化零售，我们预计全年收入/业绩增速能够达到高双位数/20%中段，盈利质量有望继续提升。

**盈利预测与投资建议：**公司是国民羽绒服第一品牌，长期看品牌升级、产品迭代、渠道优化，业务增长有望持续。我们预计 FY21/22~23/24 归母净利润分别 21.3/26.7/32.0 亿元。对应 FY21/22PE 为 23 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期，宏观经济疲软；冷暖冬影响终端；主品牌表现不达预期。

图表 109: 波司登盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12191	13,517	15,980	18,813	22,100
YOY (%)	17.4	10.9	18.2	17.7	17.5
归母净利润 (百万元)	1203.2	1,710	2,130	2,671	3,205
YOY (%)	22.6	42.1	24.6	25.4	20.0
EPS (元)	0.11	0.16	0.20	0.25	0.30
净资产收益率 (%)	11.5	15.2	17.0	18.5	19.1
P/E (倍)	42.4	29.9	24.0	19.1	15.9
P/B (倍)	4.9	3.0	4.0	3.5	3.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注：在本篇报告中，我们在行业每个子板块中选取具备代表性的重点公司，以此管中窥豹、探究板块整体运营情况。其中：1) 运动鞋服品牌板块重点公司包括安踏体育、李宁、特步国际、361度；2) 制造板块重点公司包括华孚时尚、百隆东方、航民股份、健盛集团等18家公司，华利集团由于数据披露局限性未包含在内；3) 中高端服饰板块重点公司包括比音勒芬、地素时尚、歌力思、九牧王、七匹狼、朗姿股份、报喜鸟、安正时尚；4) 大众服饰板块重点公司包括太平鸟、森马服饰、海澜之家。5) 家纺板块重点公司包括罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺。6) 黄金珠宝板块重点公司包括老凤祥、周大生、潮宏基、明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵。

## 9. 风险提示

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

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

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

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

### 免责声明

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

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

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

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

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

### 分析师声明

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

### 投资评级说明

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

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com