

强于大市

纺织服装 2022 投资策略

专注品牌驱动服饰龙头，上游聚焦优质制造

纺织服装行业受疫情影响略有波动，未来随着疫情得到控制，行业业绩有望持续恢复。展望 2022 年，体育服饰处于高景气周期、有望延续高增长；疫情控制下品牌服饰整体有望恢复。上游在越南疫情企稳以及棉价支撑下，业绩稳健增长可期。推荐重点关注体育服饰、优质制造以及品牌龙头企业。

支撑评级的要点

- **今年以来板块涨幅较好，基金持仓增加。** 纺织服装板块指数年初以来上涨 0.25%，跑赢沪深 300（跌幅 6.25%）。按细分板块，纺织制造板块指数相比 2021 年初下跌 0.76%，服装家纺板块指数相比 2021 年初上涨 1.07%。2021Q3 纺织服装板块基金持仓占公司总股本比例为 6.57%，相比 2021 年初增加 3.86pct。分板块看，2021Q3 纺织制造板块与服装家纺板块持仓比例相比 2021 年初均有大幅提升。
- **趋势 1：体育服饰行业稳定高增长，冬奥叠加国潮因素助力行业发展。** 我国体育行业 2020 年总规模 452.9 亿美元，2015 至 2020 年复合增长率 13.54%。根据 Euromonitor 预测，未来三年内我国运动服饰行业将继续维持高速增长态势，增速约为 12.2%，规模还将进一步扩大。2022 冬奥会为体育行业厂商带来业绩增长动能，各大本土品牌持续加大运动服饰设计和营销投入。各大厂商进一步将传统文化元素引入设计中，国潮文化的催化有望增强龙头品牌销售和品牌影响力。
- **趋势 2：棉价支撑带来售价红利，产能稳定保障龙头企业业绩。** 受疫情影响，全球棉花产量低于疫情前水平，国内棉花长期供给不足，供需缺口支撑棉价持续走高，为纱线制造企业带来高售价红利。同时，由于国外疫情常态化，国外需求旺盛，纺织服装 10 月出口额同比增长 16.7%，上游纺织业订单回流进一步利好纺织公司业绩。随着越南等主要产能区受疫情影响疫情逐渐好转，国内纺织企业越南产能逐步恢复，龙头企业业绩未来可期。
- **趋势 3：疫情复苏背景下持续看好国内龙头业绩复苏。** 随着新冠疫苗以及特效药的持续研发，未来全球疫情有望得到有效控制。2021 年 Q1-Q3 季度纺织零售总额较同期提升 19.84%，且已超越 2019 年同期，疫情控制背景下利好纺织服装需求恢复。国内纺织服装龙头企业疫情后业绩强势回暖，长期业绩可期。良好业绩支撑下龙头企业有望走出低估值区，估值未来将持续修复。国内龙头在设计渠道以及供应链方面具有优势，为龙头业绩提供保障。

重点推荐

- **当前情况下，我们依旧关注业绩恢复情况较好标的。** 上游纺织制造方面，越南产能有望恢复，推荐产能布局完善的**华利集团、申洲国际、开润股份**。下游服装企业，优选体育赛道，叠加冬奥国潮因素加持，体育行业企业推荐**安踏体育、李宁、特步国际**，大众服饰品牌推荐**海澜之家、森马服饰、太平鸟**，中高端服推荐**比音勒芬、波司登、歌力思、地素时尚**。

评级面临的主要风险

- 疫情反复，市场竞争加剧，棉价波动风险，越南疫情恢复不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：丁凡

(8610)66229231

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521090001

联系人 郑紫舟

(8610)66229231

一般证券业务证书编号：S1300121070001

目录

一、今年以来板块涨幅较好，基金持仓增加	5
二、板块前三季度增长较好，全年有望延续较好增长	6
2.1 女装：前三季度线上线下收入稳健、库存改善	6
2.2 男装：龙头收入利润恢复，优质公司盈利能力增强	7
2.3 大众休闲：业绩平稳复苏，盈利能力改善	8
2.4 体育服饰：流水增长短期放缓不改长期高景气	8
2.5 家纺：行业需求稳健，21Q3 持续平稳向上	9
2.6 纺织制造：内外销订单饱满量价齐升，维持较好增长	10
三、投资策略：棉价提升助力纺织龙头，下游关注优质品牌	12
3.1 体育服饰处于高景气周期，赛事催化下有望高增长	12
3.2 棉价支撑下外需好转、产能稳定增长，上游业绩可期	17
3.3 看好疫情复苏大背景下，国产龙头的复苏	21
四、投资建议	26
风险提示	27

图表目录

图表 1.今年以来纺织服装板块改善明显.....5

图表 2.装板块基金持股比例提升.....5

图表 3.中高端女装公司营业收入快速恢复，盈利能力提升（单位：亿元）.....6

图表 4.男装公司营收呈现分化，费用投放提升（单位：亿元）.....7

图表 5.大众休闲服饰公司营收逐渐恢复，盈利能力增强（单位：亿元）.....8

图表 6.2021Q1-Q3 体育服饰公司流水增长短期放缓不改长期高景气.....9

图表 7.家纺公司收入稳健增长，费用率整体改善（单位：亿元）.....10

图表 8.纺织制造公司订单饱满，业绩强劲反弹（单位：亿元）.....11

图表 9.社零总额和服装销售额增长快速.....12

图表 10.2011-2013 国牌体育企业扩张遇瓶颈.....12

图表 11.2011-2013 国牌体育企业营收下滑.....13

图表 12.中国运动服饰零售额增速远高于美国日本.....13

图表 13.中国运动服饰零售额增速远高于美国日本.....13

图表 14.近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度.....14

图表 15.2013-2019 年人均体育场地面积逐年上升.....14

图表 16.冬奥会前夕，各大本土品牌加大产品设计和营销投入.....15

图表 17.龙头国产品牌持续进行科技研发投入.....15

图表 18.国潮成为时装新热点.....16

图表 19.以李宁为例，国牌多次登上国际时装周，提高国际影响力.....17

图表 20.全球棉花产量仍未完全恢复（单位：吨）.....17

图表 21.中国棉花长期存在供需缺口（单位：万吨）.....18

图表 22.2020 年中国社会零售复苏（单位：%）.....18

图表 23.近年中国棉花收获面积不断降低（单位：百万公顷 吨/公顷）.....18

图表 24.目前棉价拥有较强支撑（单位：元/吨）.....19

图表 25.纺织服装出口（单位：亿美元）.....20

图表 26.越南加大防控力度，疫情将得到有效控制.....21

图表 27.我国纺织企业越南产能逐步恢复.....21

图表 28.全球新冠药品研发进展良好.....22

图表 29.国内疫情向好发展（单位：人）.....22

图表 30.2021 年纺织服装零售持续恢复（单位：亿元）.....22

图表 31.国产服饰销售回暖（单位：亿元）.....23

图表 32.服装板块重点公司估值尚有提升空间.....23

图表 33.行业 PE 处于低估值区.....23

图表 34.安踏、李宁、歌力思、比音勒芬与国际知名设计团队展开合作情况.....	24
图表 35.国内龙头品牌在渠道端开展多项措施.....	24
图表 36.优秀本土企业供应链改革措施.....	25
图表 37 重点公司盈利预测及跟踪.....	26

一、今年以来板块涨幅较好，基金持仓增加

今年以来零售改善及 H&M 事件催化下，纺织服装板块表现较好，下游涨幅优秀。纺织服装板块指数年初以来上涨 0.25%，跑赢沪深 300（跌幅 6.25%）。按细分板块，纺织制造板块指数相比 2021 年初下跌 0.76%，服装家纺板块指数相比 2021 年初上涨 1.07%。纺服板块指数整体呈向好趋势。

图表 1. 今年以来纺织服装板块改善明显

	2021 年初至今涨幅
纺织服装	0.25%
纺织制造	-0.76%
服装家纺	1.07%
沪深 300	-6.25%

资料来源：万得，中银证券

纺织服装板块持仓比例持续增加。2021Q3 纺织服装板块基金持仓占公司总股本比例为 6.57%，相比 2021 年初增加 3.86pct。分板块看，纺织制造板块和服装家纺板块变动趋势相同，2021Q3 纺织制造板块与服装家纺板块持仓比例相比 2021 年初均有大幅提升。

图表 2. 装板块基金持股比例提升

	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
纺织服装	2.71%	4.07%	3.80%	6.57%
纺织制造	2.79%	3.48%	4.73%	4.86%
服装家纺	2.67%	4.36%	2.46%	7.46%

资料来源：万得，中银证券

二、板块前三季度增长较好，全年有望延续较好增长

2.1 女装：前三季度线上线下收入稳健、库存改善

2021Q1-Q3 女装行业下游需求恢复，收入快速增长。2021Q1-Q3 中高端女装公司整体表现良好。行业总体收入 102 亿元，同比+25.70%，较 2019 年同期+18.59%。其中歌力思、地素时尚、安正时尚、欣贺股份、锦泓集团收入分别同比+24.24%/+23.89%/+3.13%/+22.88%/+57.35%。歌力思 Q3 营业收入同比增长 7.75%至 5.73 亿元，Q3 单季增速放缓，主要系三季度疫情及天气异常影响，三季度歌力思 IRO 海外业务恢复较好，新品牌仍处成长期。地素时尚主品牌也受到宏观影响，线上和线下渠道增速放缓，Q3 单季同增 3.65%。其余公司整体 Q3 季度受疫情情况以及天气情况等市场状况影响均略有波动。

龙头企业品牌形象提升，拉动盈利能力增长。2021 年前三季度歌力思、欣贺股份、锦泓集团毛利率分别较去年同期提升 1.36pct、0.37pct、6.75pct，线下运营情况改善。2021 年前三季度女装品牌龙头企业费用整体呈现稳定中略有下降的趋势，主要系前三季度公司销售收入同比改善明显，预计全年女装公司总费用率仍保持同比改善趋势。

图表 3. 中高端女装公司营业收入快速恢复，盈利能力提升（单位：亿元）

		2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q3	2021Q1-Q3
歌力思	营业收入	5.36	5.64	10.99	5.73	16.73
	yoy	30.61%	39.50%	35.02%	7.75%	24.24%
	毛利率	69.42%	67.48%	68.43%	62.42%	66.37%
	(yoy +2.91%)	(yoy +0.73%)	(yoy +1.80%)	(yoy -0.11%)	(yoy +1.36%)	
	总费用率	45.9%	52.7%	32.4%	48.60%	49.1%
(yoy -14.89%)	(yoy +1.02%)	(yoy +5.07%)	(yoy +6.32%)	(yoy -1.62%)		
地素时尚	净利润	0.94	0.93	1.86	0.57	2.44
	yoy	-61.60%	398.82%	-28.92%	-27.76%	-28.65%
	营业收入	6.57	6.96	13.53	6.71	20.23
	yoy	61.08%	20.34%	37.18%	3.65%	23.89%
	毛利率	78.35%	76.40%	77.35%	73.83%	76.18%
(yoy +3.59%)	(yoy -0.34%)	(yoy +1.43%)	(yoy -0.77%)	(yoy +0.78%)		
安正时尚	总费用率	42.0%	37.3%	26.5%	40.87%	40.0%
	(yoy +0.26%)	(yoy +2.12%)	(yoy +8.00%)	(yoy +2.47%)	(yoy +1.91%)	
	净利润	1.95	1.95	3.90	1.65	5.55
	yoy	60.14%	10.65%	30.93%	-6.52%	16.99%
	营业收入	8.21	7.18	15.39	6.71	22.10
yoy	44.16%	4.45%	22.45%	-24.28%	3.13%	
欣贺股份	毛利率	53.51%	44.81%	49.45%	53.25%	50.60%
	(yoy +3.91%)	(yoy +8.73%)	(yoy +7.25%)	(yoy +15.63%)	(yoy +10.30%)	
	总费用率	39.5%	41.6%	28.2%	42.77%	41.2%
	(yoy +6.12%)	(yoy +10.84%)	(yoy +10.02%)	(yoy +15.76%)	(yoy +11.27%)	
	净利润	0.79	0.01	0.80	0.39	1.19
yoy	1.82%	-87.91%	-10.38%	-10.43%	-10.39%	
锦泓集团	营业收入	5.44	5.03	10.47	4.60	15.07
	yoy	32.72%	38.34%	35.36%	1.58%	22.88%
	毛利率	73.77%	76.55%	75.11%	68.50%	73.09%
	(yoy +3.54%)	(yoy +3.73%)	(yoy +3.66%)	(yoy -6.39%)	(yoy +0.37%)	
	总费用率	43.8%	46.1%	31.2%	50.94%	46.7%
(yoy -7.38%)	(yoy -7.84%)	(yoy +4.25%)	(yoy -1.79%)	(yoy -5.83%)		
锦泓集团	净利润	0.95	0.98	1.92	0.53	2.45
	yoy	139.45%	182.63%	159.62%	16.88%	105.53%
	营业收入	10.72	8.90	19.63	8.56	28.19
	yoy	78.05%	68.81%	73.74%	29.37%	57.35%
	毛利率	70.51%	71.44%	70.93%	69.44%	70.48%
(yoy +7.02%)	(yoy +5.35%)	(yoy +6.23%)	(yoy +7.38%)	(yoy +6.75%)		
锦泓集团	总费用率	58.2%	65.5%	42.8%	67.61%	63.4%
	(yoy -6.81%)	(yoy -0.17%)	(yoy +16.65%)	(yoy +12.14%)	(yoy +1.68%)	
	净利润	0.95	0.39	1.33	0.07	1.41
	yoy	15661.80%	-1338.69%	-5400.14%	-100.80%	-115.32%

资料来源：公司公告，中银证券

2.2 男装：龙头收入利润恢复，优质公司盈利能力增强

男装行业收入呈现分化。男装行业 2021 前三季度收入恢复状况良好，比音勒芬、报喜鸟和九牧王前三季度收入分别同增 24.55%、31.53%、23.37%。受到疫情以及 2020Q3 高收入基数影响，男装公司 2021Q3 单季度增速普遍有所放缓，报喜鸟和七匹狼 Q3 单季度收入分别同增 12.47% 和 2.55%。九牧王 Q3 三季度收入在多品牌战略实行下收入维持稳健增长。比音勒芬依托鲜明的高尔夫球品牌形象以及扎实的产品质量在去年 Q3 高基数情况下收入实现逆势增长，增长势能依旧维持。体现了公司不断增强的品牌力。

毛利率表现向好，费用投放提升。去年疫情下中高端男装公司基本维持稳定的折扣水平，报喜鸟、七匹狼、比音勒芬毛利率受影响较大。2021 前三季度毛利率有较大幅度好转，比音勒芬、报喜鸟、七匹狼、九牧王毛利率分别较同期提升 4.61pct、4.69pct、5.24pct 和 1.01pct，说明 2021 前三季度中高端男装公司终端折扣及产品运营均已恢复。比音勒芬毛利率提升较大，主要系公司产品控价策略效果明显，销售均价同比提升，并且直营渠道销售占比加大所致。2021 前三季度男装费用率呈现明显上升趋势。九牧王、报喜鸟和比音勒芬费用率较 2020 前三季度提升 4.48pct、4.36pct 和 0.90pct，主要系品牌推广费用增加，销售费用率有所提升。费用率的提升也说明中高端男装公司对于 2021 年全年重回增长的信心。

图表 4. 男装公司营收呈现分化，费用投放提升（单位：亿元）

		2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q3	2021Q1-Q3
比音勒芬	营业收入	5.32	4.90	10.22	6.93	17.15
	yoy	45.17%	22.44%	33.31%	13.55%	24.55%
	毛利率	72.56%	71.34%	71.98%	71.24%	71.68%
	(yoy +11.73%)	(yoy +2.81%)	(yoy +7.12%)	(yoy +1.38%)	(yoy +4.61%)	
	总费用率	36.9%	51.4%	26.1%	29.19%	37.9%
	(yoy +5.61%)	(yoy +2.22%)	(yoy +7.97%)	(yoy -3.30%)	(yoy +0.90%)	
报喜鸟	净利润	1.51	0.95	2.45	2.14	4.59
	yoy	55.09%	47.69%	52.14%	14.04%	31.66%
	营业收入	9.95	9.80	19.75	9.98	29.73
	yoy	53.59%	35.14%	43.85%	12.47%	31.53%
	毛利率	67.14%	66.75%	66.94%	62.17%	65.34%
	(yoy +4.80%)	(yoy +8.00%)	(yoy +6.51%)	(yoy +1.18%)	(yoy +4.69%)	
七匹狼	总费用率	45.1%	55.6%	33.4%	48.55%	49.7%
	(yoy -1.74%)	(yoy +6.19%)	(yoy +11.16%)	(yoy +7.60%)	(yoy +4.36%)	
	净利润	1.81	0.81	2.62	1.05	3.67
	yoy	177.89%	58.91%	125.63%	-15.64%	52.51%
	营业收入	9.34	6.08	15.42	8.42	23.84
	yoy	40.12%	-11.55%	13.88%	2.55%	9.60%
九牧王	毛利率	38.25%	47.97%	42.09%	49.98%	44.87%
	(yoy +4.81%)	(yoy +8.86%)	(yoy +5.71%)	(yoy +4.98%)	(yoy +5.24%)	
	总费用率	23.2%	39.9%	19.3%	27.73%	29.1%
	(yoy -4.98%)	(yoy +5.73%)	(yoy +1.53%)	(yoy -0.81%)	(yoy -1.15%)	
	净利润	0.65	0.18	0.83	0.06	0.89
	yoy	-253.49%	-72.61%	241.15%	-83.38%	48.21%
比音勒芬	营业收入	8.11	5.85	13.96	7.76	21.72
	yoy	40.03%	7.77%	24.43%	21.52%	23.37%
	毛利率	60.38%	62.75%	61.37%	58.37%	60.30%
	(yoy +2.88%)	(yoy +1.50%)	(yoy +2.06%)	(yoy -0.88%)	(yoy +1.01%)	
	总费用率	42.8%	61.5%	32.5%	45.95%	49.0%
	(yoy +3.10%)	(yoy +15.38%)	(yoy +10.41%)	(yoy -1.40%)	(yoy +4.48%)	
比音勒芬	净利润	0.99	0.23	1.22	-0.70	0.52
	yoy	56.76%	-83.51%	-40.41%	-199.80%	-80.95%

资料来源：公司公告，中银证券

2.3 大众休闲：业绩平稳复苏，盈利能力改善

2021 前三季度收入改善。2021 前三季度大众休闲公司整体表现较好，行业总体收入 315.86 亿元，同比增长 18.08%，弹性显现。其中森马服饰、海澜之家、太平鸟收入分别同比增长 6.04%/20.19%/34.20%，业绩复苏较为平稳，主要由于线下商场客流量平稳恢复。大众休闲公司 2021Q3 单季度增速普遍放缓，森马服饰、海澜之家和太平鸟收入分别同比-5.69%/+9.39%/+3.92%，主要受到疫情反复，9 月天气异常以及 2020 年 Q3 高基数影响。

毛利率稳健恢复，费用率持续优化。毛利率体现公司终端折扣水平的变化，2020 年前三季度大众休闲公司毛利率受疫情影响均有下滑。2021 年前三季度三家公司毛利率均呈现复苏状态，显示出终端销售及折扣逐步恢复，森马服饰、海澜之家、太平鸟 2021 年前三季度毛利率分别同比增长 1.27pct、3.84pct、2.16pct。从毛利率指标来看大众休闲服饰在 2021 年前三季度逐渐恢复，显示出终端销售的回暖以及库存的健康管理。森马服饰、海澜之家、太平鸟 2021 年前三季度费用总费用率分别为 26.7%/21.9%/44.6%，同比-6.63pct/-1.17pct/+0.69pct，反映出在疫情影响终端销售的情况下，大众休闲公司对费用的投放更加谨慎，持续不断优化费用投放效率。

图表 5. 大众休闲服饰公司营收逐渐恢复，盈利能力增强（单位：亿元）

		2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q3	2021Q1-Q3
森马服饰	营业收入	33.10	32.06	65.16	35.04	100.21
	yoy	20.91%	7.01%	13.65%	-5.69%	6.04%
	毛利率	43.97%	44.39%	44.18%	41.24%	43.15%
	(yoy +2.86%)	(yoy -0.82%)	(yoy +0.92%)	(yoy +1.49%)	(yoy +1.27%)	
	总费用率	23.7%	29.2%	17.2%	27.27%	26.7%
	(yoy -10.00%)	(yoy -8.60%)	(yoy -3.33%)	(yoy -2.20%)	(yoy -6.63%)	
海澜之家	净利润	3.53	3.13	6.65	2.78	9.43
	yoy	1916.78%	7499.66%	2980.24%	42.85%	336.64%
	营业收入	54.94	46.40	101.35	40.22	141.56
	yoy	42.77%	9.08%	25.09%	9.39%	20.19%
	毛利率	42.91%	44.41%	43.59%	44.66%	43.90%
	(yoy +8.43%)	(yoy -0.69%)	(yoy +3.54%)	(yoy +4.58%)	(yoy +3.83%)	
太平鸟	总费用率	19.8%	19.9%	14.2%	27.14%	21.9%
	(yoy +0.44%)	(yoy +0.09%)	(yoy +2.99%)	(yoy -3.64%)	(yoy -1.17%)	
	净利润	8.42	8.08	16.50	3.97	20.48
	yoy	185.33%	23.87%	74.19%	15.89%	58.70%
	营业收入	26.70	23.45	50.15	23.94	74.09
	yoy	93.10%	27.82%	55.88%	3.92%	34.20%
森马服饰	毛利率	55.88%	54.61%	55.29%	50.02%	53.59%
	(yoy +3.98%)	(yoy +1.70%)	(yoy +2.81%)	(yoy +0.05%)	(yoy +2.15%)	
	总费用率	44.8%	47.1%	31.0%	41.97%	44.6%
	(yoy -6.31%)	(yoy +3.04%)	(yoy +10.60%)	(yoy +2.49%)	(yoy +0.69%)	
	净利润	2.03	2.08	4.11	1.43	5.54
	yoy	2222.25%	85.52%	240.52%	-24.66%	78.54%

资料来源：公司公告，中银证券

2.4 体育服饰：流水增长短期放缓不改长期高景气

受到疫情和洪水等因素影响，Q3 体育服饰行业流水增长短期放缓，Q4 有望环比改善。得益于体育服饰赛道国产龙头集中度不断优化，叠加新疆棉事件影响，2021 上半年体育服饰公司线上线下渠道都呈现较快的增长，进入 Q3，安踏体育、李宁、特步国际流水增长放缓，主要系三季度疫情反复和天气异常影响。李宁品牌于三季度仍表现出色的零售流水，系公司持续推进零售化改革，发力抖音、快手等直播电商渠道，同时不断优化门店效率。特步国际新明星产品的推出以及新品宣动作带动品牌声量提升，保持了高质量的流水增长。随着 2022 年北京冬奥会临近，体育运动热情度不减，依托冬奥会赛事增加曝光度，国产品牌龙头整体品牌力和知名度预计会进一步提升，持续看好体育服饰赛道的成长延续性。

图表 6. 2021Q1-Q3 体育服饰公司流水增长短期放缓不改长期高景气

	2021Q1	2021Q2	2021Q3
安踏体育	安踏品牌产品零售额与 2020 年同期相比取得 40-45% 的正增长。 FILA 品牌产品零售额与 2020 年同期相比取得 75-80% 的正增长。 其他品牌产品零售额与 2020 年同期相比取得 115-120% 的正增长。	安踏品牌产品零售额与 2020 年同期相比取得 35-40% 的正增长。 FILA 品牌产品零售额与 2020 年同期相比取得 30-35% 的正增长。 其他品牌产品零售额与 2020 年同期相比取得 70-75% 的正增长。	安踏品牌产品零售额与 2020 年同期相比取得 10-20% 的正增长。 FILA 品牌产品零售额与 2020 年同期相比取得中单位数的正增长。 其他品牌产品零售额与 2020 年同期相比取得 35-40% 的正增长。
李宁	零售表现：李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）在整个平台的零售流水取得 80%-90% 高段增长。 渠道表现：线下渠道（包括零售及批发）取得 80%-90% 增长，其中零售渠道取得 90%-100% 增长及批发渠道取得 80%-90% 增长；电子商务虚拟店铺业务取得 100% 增长。	整体零售流水（包括线上及线下）取得 90%-100% 增长。新品线下零售流水加速取得 90%-100% 增长；终端零售折扣改善取得高单位数个百分点。渠道库存取得中单位数下降，库龄结构改善，零售流水扩张，库存周转仍大幅改善。	零售表现：李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）在整个平台的零售流水取得 40%-50% 低段增长。 渠道表现：线下渠道（包括零售及批发）取得 30%-40% 增长，其中零售渠道取得 30%-40% 增长及批发渠道取得 30%-40% 增长；电子商务虚拟店铺业务取得 50%-60% 增长。
特步国际	零售销售增长（包括线上线下渠道）约 55%；零售折扣水平七折至七五折；零售存货周转约四个半月。	零售销售增长（包括线上线下渠道）30%-35% 增长；零售折扣水平七五折至八折。	零售销售（包括线上线下渠道）中双位数增长；零售折扣水平七五折至八折；零售存货周转约四个月，得到较大改善。
361 度	零售表现：361° 主品牌产品 2021Q1 零售额较 2020 年同期相比有高双位数的增长。 361° 童装品牌产品 2021Q1 零售额较 2020 年同期相比增长 20%-30%。	361° 主品牌产品 2021Q2 零售额较 2020 年同期相比增长 15 至 20%。 361° 童装品牌产品 2021Q2 零售额较 2020 年同期相比增长 30 至 35%。	361° 主品牌产品 2021Q3 零售额较 2020 年同期相比取得低双位数的增长。 361° 童装品牌产品 2021Q3 零售额较 2020 年同期相比增长 15 至 20%。

资料来源：万得，中银证券

2.5 家纺：行业需求稳健，21Q3 持续平稳向上

线上渠道持续发力，家纺行业收入稳健增长。自 2020 年 Q2 后家纺公司基本恢复至正常的需求状态，前三季度家纺企业均保持双位数增长。从 2021 年 Q3 表现来看，家纺重点公司通过线上渠道持续渗透，拉动收入稳健增长，罗莱生活、富安娜、水星家纺单三季度收入分别同增 8.97%、6.81% 和 11.77%。秋季各地降温有望拉升家纺换季需求，双十一期间家纺龙头均取得不俗的成绩，线上销售有望进一步发力。

费用率呈现整体改善趋势，净利润快速提升。罗莱生活、富安娜、水星家纺、梦洁股份前三季度总费用率分别 -1.23pct / -1.81 pct / +0.27 pct / -0.21pct，单三季度看，富安娜、梦洁股份费用率降幅较大，分别同 -3.96pct / -3.33pct，预计全年家纺公司总费用率将整体呈现同比改善趋势。前三季度各企业净利润较去年同期均呈现快速上升趋势，罗莱生活、富安娜、水星家纺、梦洁股份分别同比上升 35.54%、15.49%、44.43%、8.77%。净利润受益于费用率改善以及收入稳健增长快速提升。

图表 7. 家纺公司收入稳健增长，费用率整体改善（单位：亿元）

		2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q3	2021Q1-Q3
罗莱生活	营业收入	13.19	12.07	25.26	14.72	39.99
	yoy	47.69%	19.18%	32.54%	8.97%	22.77%
	毛利率	42.45%	45.55%	43.93%	41.95%	43.20%
	(yoy-0.66%)	(yoy-0.08%)	(yoy-0.52%)	(yoy-1.93%)	(yoy-1.01%)	
	总费用率	25.61%	32.15%	18.15%	24.88%	27.32%
	(yoy-7.61%)	(yoy+3.43%)	(yoy+3.46%)	(yoy-0.44%)	(yoy-1.23%)	
富安娜	营业收入	6.28	6.81	13.08	6.81	19.89
	yoy	22.80%	15.54%	18.91%	13.77%	17.10%
	毛利率	57.12%	55.39%	56.22%	53.03%	55.13%
	(yoy+3.16%)	(yoy+2.00%)	(yoy+2.57%)	(yoy-1.88%)	(yoy+1.33%)	
	总费用率	39.05%	34.66%	24.18%	32.79%	35.40%
	(yoy+1.30%)	(yoy-2.66%)	(yoy+3.43%)	(yoy-3.96%)	(yoy-1.85%)	
水星家纺	营业收入	7.18	9.01	16.19	8.37	24.56
	yoy	49.14%	31.53%	38.80%	11.77%	28.23%
	毛利率	37.19%	39.44%	38.44%	38.97%	38.62%
	(yoy-0.28%)	(yoy+5.25%)	(yoy+2.90%)	(yoy+3.64%)	(yoy+3.16%)	
	总费用率	25.71%	26.95%	17.40%	26.35%	26.38%
	(yoy-4.97%)	(yoy+2.23%)	(yoy+4.50%)	(yoy+1.90%)	(yoy+0.27%)	
梦洁股份	营业收入	5.03	5.13	10.16	5.14	15.30
	yoy	38.68%	-1.96%	14.67%	9.34%	12.82%
	毛利率	40.11%	49.33%	44.77%	39.24%	42.91%
	(yoy-0.31%)	(yoy+7.20%)	(yoy+3.34%)	(yoy-1.71%)	(yoy+1.65%)	
	总费用率	33.06%	44.14%	25.68%	42.44%	39.93%
	(yoy-4.13%)	(yoy+7.00%)	(yoy+4.15%)	(yoy-3.33%)	(yoy-0.21%)	
	净利润	0.34	0.13	0.47	-0.20	0.27
	yoy	12.55%	-16.23%	3.01%	-4.10%	8.77%

资料来源：万得，中银证券

2.6 纺织制造：内外销订单饱满量价齐升，维持较好增长

2021Q3 上游制造业企业订单饱满，营收稳定。百隆东方、华利集团、华孚时尚、台华新材、健盛集团 Q3 单季度收入同比+5.70% /+31.46% /+34.07% /+103.10%/+44.50%，前三季度累计收入同比+32.95%/+22.57%/+46.84%/+83.70%/+32.22%，复苏势头强劲。其中台华新材、华孚时尚 2021 前三季度营业收入增长表现出众，均受益于量价齐升、产能持续扩张升级带来的结果。其中百隆东方订单结构改善、色纺纱占比进一步提升。华利集团前五大客户客户销量景气，公司凭借优质工厂订单饱满，健盛集团产能利用率持续提升。

毛利率费用率持续优化，助力业绩强劲反弹。前三季度毛利率水平较 2020 年同期大幅上升，上游制造龙头百隆东方、华利集团、华孚时尚、台华新材、健盛集团分别同期提升 11.95pct/3.90pct/5.65pct/2.05pct/7.48pct，主要由于海外需求回暖背景下订单量价齐升。2021Q3 色纺纱龙头百隆东方和华孚时尚总费用率分别下降 2.83pct/2.39pct，华利集团、台华新材、健盛集团总费用率也同比下降 2.03pct/4.19pct/2.50pct。在毛利率与费用率同时优化下，纺织制造行业公司业绩呈现大幅反弹。Q3 单季度百隆东方、华利集团、台华新材、健盛集团净利润分别同比提升 464.13%/30.15%/177.09%/2163.62%，可以看出上游制造行业受到内外销订单饱满影响回暖，量价齐升提升带来业绩反弹强劲。

图表 8. 纺织制造公司订单饱满，业绩强劲反弹（单位：亿元）

		2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q3	2021Q1-Q3
百隆东方	营业收入	18.74	20.46	39.20	16.36	55.57
	yoy	37.50%	61.30%	48.98%	5.70%	32.95%
	毛利率	17.89%	23.56%	20.85%	25.22%	22.14%
		(yoy+3.14%)	(yoy+18.02%)	(yoy+10.54%)	(yoy+15.25%)	(yoy+11.95%)
	总费用率	6.97%	9.65%	5.90%	8.31%	8.35%
		(yoy-4.74%)	(yoy-4.75%)	(yoy-0.25%)	(yoy-2.83%)	(yoy-3.96%)
华利集团	净利润	2.23	3.28	5.50	2.41	7.92
	yoy	212.64%	404.22%	303.97%	464.13%	342.21%
	营业收入	37.02	44.92	81.95	44.40	126.34
	yoy	7.77%	28.52%	18.23%	31.46%	22.57%
	毛利率	29.35%	28.05%	28.63%	26.47%	27.87%
		(yoy+5.47%)	(yoy+6.44%)	(yoy+5.90%)	(yoy-0.06%)	(yoy+3.90%)
华孚时尚	总费用率	7.19%	5.49%	4.06%	5.42%	5.96%
		(yoy-1.52%)	(yoy-2.09%)	(yoy-0.41%)	(yoy-2.03%)	(yoy-1.95%)
	净利润	5.77	7.14	12.91	7.07	19.97
	yoy	42.29%	93.24%	66.58%	30.15%	51.57%
	营业收入	38.45	47.10	85.55	41.60	127.15
	yoy	66.72%	44.94%	53.98%	34.07%	46.84%
台华新材	毛利率	7.57%	8.11%	7.87%	8.94%	8.22%
		(yoy+1.63%)	(yoy+9.46%)	(yoy+6.19%)	(yoy+4.79%)	(yoy+5.65%)
	总费用率	5.33%	4.73%	3.37%	5.36%	5.12%
		(yoy-3.10%)	(yoy-2.55%)	(yoy-0.03%)	(yoy-2.39%)	(yoy-2.64%)
	净利润	1.31	1.70	3.02	1.44	4.45
	yoy	--	-	-	-	-
健盛集团	营业收入	7.39	11.00	18.38	12.29	30.68
	yoy	57.89%	84.27%	72.68%	103.10%	83.70%
	毛利率	29.11%	27.52%	28.16%	23.86%	26.44%
		(yoy+4.37%)	(yoy+3.17%)	(yoy+3.63%)	(yoy-0.28%)	(yoy+2.05%)
	总费用率	11.66%	11.43%	6.90%	11.53%	-11.52%
		(yoy-6.61%)	(yoy-2.60%)	(yoy+1.39%)	(yoy-4.19%)	(yoy-4.30%)
台华新材	净利润	0.98	1.63	2.61	1.16	3.77
	yoy	458.10%	393.49%	415.87%	177.09%	307.82%
	营业收入	4.14	4.97	9.11	6.10	15.21
	yoy	11.26%	39.54%	25.10%	44.50%	32.22%
	毛利率	26.60%	28.71%	27.75%	27.59%	27.69%
		(yoy+2.13%)	(yoy+10.98%)	(yoy+6.58%)	(yoy+9.04%)	(yoy+7.48%)
健盛集团	总费用率	14.06%	14.77%	8.65%	13.36%	14.01%
		(yoy+2.02%)	(yoy-2.38%)	(yoy+1.69%)	(yoy-2.50%)	(yoy-1.01%)
	净利润	0.47	0.61	1.08	0.73	1.81
	yoy	-13.49%	19134.44%	96.40%	2163.62%	210.67%

资料来源：万得，中银证券

三、投资策略：棉价提升助力纺织龙头，下游关注优质品牌

3.1 体育服饰处于高景气周期，赛事催化下有望高增长

3.1.1 体育服饰发展至今处于高景气周期，未来增长空间仍然较大

体育行业发展经过三个阶段，目前处于稳步上升期，未来将保持高速增长态势。我国体育行业发展历程可以分为三个阶段，第一阶段，迅速发展期（1990-2010），该时期受到国家宏观经济增长的催化，本土体育品牌百花齐放，快速成长。第二阶段，转型调整期（2011-2013），在后奥运时代，国牌体育产业在供过于求的市场中遭遇经营瓶颈期，多家企业出现增长停滞。第三阶段，稳步上升期（2014-至今），伴随国人消费力提升和消费习惯改变，国牌深化改革加速品牌运营，逐渐获得市场认可。在宏观经济政策利好背景下，未来体育服饰产业有望继续维持稳定高增长趋势。

1999-2010，运动服饰行业处于迅速发展期，本土品牌加速增长。这一时期我国宏观经济快速增长，服装零售额同比增长率由2001年的10.9%提升到2010年的24.8%。宏观经济繁荣和本土品牌缺失为我国自主体育品牌的诞生提供良机。李宁作为1989年奥运冠军，利用个人知名度和国际赛事曝光，于1990年成立李宁公司，随后安踏（1991成立）、特步（2001）、361°（2003）等运动品牌接连涌现。2008年北京奥运会的举办为国产体育龙头带来重大机遇，体育运动概念启蒙市场，体育消费需求快速增加。各品牌通过赞助体育赛事、邀请明星代言、投放电视广告等方式极大提高自身品牌影响力和国际知名度。经过快速扩张，头部体育品牌逐渐登陆资本市场，李宁于2004年率先上市，占据本土运动品牌的领先地位，紧接着安踏（2007年）、特步（2008年）和361°（2009年）也接连上市以扩大经营规模。后奥运时代，海外品牌的冲击导致国内市场竞争加剧，耐克和阿迪凭借多年稳固的品牌知名度和产品竞争力始终处于国内市场份额前两名。

图表 9. 社零总额和服装销售额增长快速

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
社零总额 (亿元)	37595.2	40910.5	45842	53950.1	67176.6	76410	89210	108488	125343	154554
社零总额同比 (%)	10.1	8.8	9.1	13.3	12.9	13.74	16.75	21.6	15.9	18.8
服装零售额 (亿元)	1062.2	1160.8	1320.7	1580.7	2018.2	2408.7	3024.1	3775.5	4622.4	5874.2
服装零售额同比 (%)	10.9	9.3	13.8	18.7	18.3	18.8	25.5	24.8	18.8	24.8
服装零售额占比 (%)	2.8	2.8	2.9	2.9	3	3.2	3.4	3.5	3.7	3.8

资料来源：万得，中银证券

2011-2013，运动服饰行业处于转型调整期，行业增速放缓。在各类国际赛事和体育消费概念刺激下，国牌体育企业过度扩张，盲目开店导致供应过剩、库存积压、需求下滑、收入走低。北京奥运热潮退去后国内消费需求拉动不足，加之体育企业在快速扩张时没有同步提升内部管理能力，经营策略与市场脱节，大多数企业陷入增长停滞。

图表 10. 2011-2013 国牌体育企业扩张遇瓶颈

市占率：%	2011	2012	2013
Nike	15.30	16.90	17.40
Addidas	10.80	13.40	15.10
李宁	10.10	7.30	6.60
安踏体育	8.00	7.20	7.40
特步国际	7.60	7.90	6.20

资料来源：Euromonitor，中银证券

2011-2013 年国产头部品牌李宁、安踏和特步的市场占有率和营收规模均有所下滑。据公司年报数据，头部国牌营运能力受到打击，主品牌门店数由 2011 年的 8255/7778/7596 减少至 2013 年的 5915/7757/7360；国际品牌则持续保持品牌影响力和产品研发的优势，据 Euromonitor 数据，Nike 和 Adidas 的市场占有率分别由 2011 年的 15.3%和 10.8%上升至 2013 年的 17.4%和 15.1%。

图表 11.2011-2013 国牌体育企业营收下滑

营业总收入(亿元)	2011	2012	2013
李宁	89.38	67.44	58.36
yoy(%)	(5.77)	(24.55)	(12.66)
安踏体育	89.10	76.44	73.01
yoy(%)	20.09	(14.21)	(4.49)
特步国际	55.48	55.53	43.46
yoy(%)	24.28	0.09	(21.73)

资料来源：万得，中银证券

2014-至今，体育行业发展处于稳定高增长阶段。从总体来看，2015 年国运动服饰零售规模为 240 亿美元，2020 年增长至 452.9 亿美元，五年间复合增速为 13.54%，对比海外成熟国家，日本和美国五年复合增速则分别为 0.86%/0.73%，中国运动服饰零售额增速远高于美国日本。目前我国体育服饰行业未达天花板，存在较大发展潜力，根据 Euromonitor 预测，未来三年内我国运动服饰行业将继续维持高速增长，增速为 12.2%，行业规模进一步扩大。

图表 12.中国运动服饰零售额增速远高于美国日本

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国运动服饰零售额 (亿美元)	213.3	240.0	273.8	318.5	386.9	460.0	452.9
yoy (%)	10.14	12.52	14.09	16.33	21.46	18.90	-1.54
日本运动服饰零售额 (亿美元)	125.7	131.5	135.8	139.5	142.4	146.7	137.3
yoy (%)	4.76	4.61	3.30	2.66	2.11	3.01	-6.42
美国运动服饰零售额 (亿美元)	911.4	976.7	1030.1	1089.9	1186.4	1261.1	1012.9
yoy (%)	7.07	7.16	5.46	5.81	8.85	6.30	-19.68

资料来源：Euromonitor，中银证券

未来国民人均收入稳步提高，人均体育服饰消费进一步提升可期。2014-2020 年中国人均运动服饰消费复合增速 106.37%，日本和美国同期复合增速为 10.53%/7.33%。随着经济水平的上升，国内中产阶级人群不断扩大，消费模式逐渐转型，更注重健康生活质量的提升和舒适的体育消费体验，逐渐养成运动消费习惯。2020 年中国人均可支配收入约为 5035 美元，初步进入品质消费阶段，而运动消费水平仍处于低位，未来进一步提升的潜力较高。

图表 13.中国运动服饰零售额增速远高于美国日本

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国人均运动服饰消费 (美元)	15.7	17.5	19.9	23.0	27.8	33.0	32.4
yoy (%)	9.79	11.46	13.71	15.58	20.87	18.71	-1.82
日本人均运动服饰消费 (美元)	98.8	103.5	107.0	110.1	112.6	116.3	109.2
yoy (%)	4.88	4.76	3.38	2.90	2.27	3.29	-6.10
美国人均运动服饰消费 (美元)	286.3	304.6	319.0	355.4	363.1	384.2	307.3
yoy (%)	6.27	6.39	4.73	5.14	-	-	-

资料来源：Euromonitor，中银证券

3.1.2 政策和赛事促进体育行业发展，冬奥催化下体育品牌有望获得进一步增长

国家政策利好，体育产业蓬勃发展。根据体育总局数据，2015年-2019年，中国体育产业规模从2015年的1.71万亿元增加至2019年的2.95万亿元，在GDP占比提升到3%，2020年受新冠疫情影响，体育产业发展增速减缓，体育产业总规模仍上升到3万亿元，同比增长1.7%。体育服务业规模在体育产业占比不断提升。随着2022年北京冬奥会临近，国民体育运动热情度不减，体育赛事的曝光将刺激体育消费需求并加速品牌热度上升，带来巨大流量和体育消费升级。各品牌充分抓住机会，安踏宣布赞助2022年北京冬奥会和冬残奥会；361°成为2022年第19届亚运会赞助商。持续看好体育服饰赛道全年和2022年的成长延续性。

图表 14.近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度

政策名称	发布时间	发布机关	主要内容
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014年10月	国务院	首次把全民健身上升为国家战略，把增强人民体质作为根本目标，把体育产业作为朝阳产业，力争到2015年，体育产业总规模超过5万亿元。
《体育产业发展“十三五”规划》	2016年7月	国家体育总局	提出要在坚持改革引领、市场主导、创新驱动和协调发展的基本原则下，到2020年实现体育产业总规模超过3万亿，从业人数超过600万人、体育服务业增加值占比超过30%，体育消费额占人均居民可支配收入比例超过2.5%等目标。
《健康中国行动（2019-2030年）》	2019年7月	国务院、国家卫生健康委	国务院成立健康中国行动推进委员会，负责推进《健康中国行动（2019-2030年）》相关工作，力争到2022年和2030年，学校体育场地设施开放率超过70%和90%，农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率100%。个人层面，鼓励每周进行3次以上、每次30分钟以上中缝强度运动。
《体育强国建设纲要》	2019年8月	国务院办公厅	到2020年，建立与全面建成小康社会相适应的体育发展新机制。到2035年，体育治理体系实现现代化，经常参与体育锻炼人数达到45%以上，人均体育场地面积达到2.5平方米，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例超过92%，到2050年全面建成社会主义现代化体育强国。
《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	2019年9月	国务院办公厅	在新形势下推动体育产业成为国民经济支柱性产业，针对体育产业提出10个方面政策举措，力争到2022年体育服务业增加值占体育产业增加值比重达到60%，冰雪产业总规模超过8000亿元，促进实现“三亿人参与冰雪运动”目标。
《冰雪旅游发展行动计划（2021-2023年）》	2021年2月	文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局	以2022年北京冬奥会为契机，推动群众性冰雪赛事活动开展，深挖冰雪旅游消费潜力，促进相关行业融合，力争到2023年助力2022年北京冬奥会和实现“三亿人参与冰雪运动”目标。
《全民健身计划（2021-2025年）》	2021年8月	国务院	提出了8个方面的主要任务，要求到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，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，每千人拥有社会体育指导员2.16名，带动全国体育产业总规模达到5万亿元。
《“十四五”体育发展规划》	2021年10月	国家体育总局	到2030年，体育整体发展质量和效益显著提升，构建更高水平的全民健身公共服务体系，广泛开展全民健身活动，推动全民健身与全民健康深度融合。创作一批优秀体育文化作品，培育一批体育文化品牌。

资料来源：中国政府网，中银证券

图表 15.2013-2019年人均体育场地面积逐年上升

	2013	2015	2017	2019
人均体育场地面积（平方米）	1.46	1.57	1.66	2.08

资料来源：国家体育总局，国家统计局，中银证券

今明两年赛事密集，体育服饰企业借助东风。如今赞助大型体育赛事依旧是一项行之有效的品牌营销策略，并且体育赛事资源呈逐步被龙头企业掌控的趋势。2021-2022年国际体育比赛的集中举办将刺激体育消费需求并加速品牌热度上升。

冬奥会临近，龙头品牌积极备战奥运。冬奥会开启“北京时间”后，安踏正式发布了2022年冬奥会和冬残奥会的制服装备。用于制服中的保暖科技已投入到大众运动产品中，助力安踏的产品优化。李宁加大营销投入，将继续赞助加拿大速度滑冰队的冬奥“战袍”。聚焦冬奥，产品更新方面，特步发布了两款黑科技冬季运动服饰，乔丹体育推出梭织羽绒服，361°也推出了两款冬季新品。各大本土品牌持续加大运动服饰设计和营销投入，2022年冬奥有望促进龙头品牌销售和增强品牌影响力。

图表 16.冬奥会前夕，各大本土品牌加大产品设计和营销投入

品牌	相应措施
安踏	安踏作为中国冬奥会官方合作品牌，正式发布冬奥会制服装备。此次发布的制服使用的超级保暖的炽热科技已经投入到大众运动产品的设计中。 李宁将继续赞助加拿大速度滑冰队的冬奥会制服装备。
李宁	李宁还赞助滑冰赛事，与其他公司携手投资建设滑雪场，期望以场地与赛事作为引导和切入点，布局冰雪产业。
特步	特步发布了两款冬季运动服饰，第一款为特步调温空气服，通过填充空气进行温度调节；另一款“魔净羽绒服”则采用 Teflon 贴膜功能面料，可有效阻止污渍吸附，易清洁打理。

资料来源：新华网，中国体育报，特步官方微博，中银证券

3.1.3 体育服饰品牌向“体育+科技和时尚”方面衍生，引领时尚新风向

国牌持续优化产品矩阵，加强产品科技竞争力，“运动+科技”打开国牌体育新方向。2019年以来，以年轻群体为代表的国内消费主力人群的消费习惯发生了巨大转变，运动产品差异化、个性化等方面的属性逐渐成为消费者在购买商品时的重要考量因素。国产品牌持续进行研发投入，在时尚设计上与国潮文化结合，推出兼具科技感与时尚性的系列产品，实现产品升级。安踏借势奥运品牌概念营销，开发全新国旗系列高阶产品，带动全民运动消费热情，并通过与优质运动偶像紧密合作，联合各界 KOL 互动，占据年轻消费者市场。李宁推出“李宁䨻”科技系列球鞋，将运动文化与时尚设计相结合，持续巩固并深化品牌在年轻消费者群体中的影响力。各大品牌紧跟时尚趋势，推出与 IP 的联名合作款，致力于探索国潮与运动结合的可能性，品牌影响力得到大幅提升。特步国际推出少林系列等新品打造国潮时尚，进行品牌形象升级，拉动产品价格提升以及收入增长。

图表 17.龙头国产品牌持续进行科技研发投入

品牌	鞋类代表性科技
安踏	吸震科技 安踏 C37 科技 安踏虫洞科技 安踏氢科技 蓄力胶囊（气垫科技） 安踏舒弹科技
李宁	李宁䨻科技 李宁弭科技 李宁云科技 李宁弧科技 LIGHT FOAM 科技
特步	动力巢科技 减震旋科技 气能环科技 驭能科技 NFO 减震技术
361°	QUI! KFOAM ∞ (Q 弹超) 科技 QUI! KBALANCE 快平衡技术 UNTURN 防侧翻科技

资料来源：公司年报，公司官网，中银证券

“运动+时尚”国潮成为时装新热点，国牌进一步被市场认可。李宁多次携“国潮”登上国际时装周，同时仍在扩张国际伙伴合作，不仅与知名男装设计师 NeilBarrett 推出联名设计，还与 StefanoPilati 的个人品牌 RandomIdentities 品牌合作。这一系列“走出去”的举动不仅扩大了消费者群体，同时提升了国际市场对国产品牌和中国文化更高的认知与认可。安踏在 2020 年推出致敬李白的安踏国潮系列以及以国家运动馆“鸟巢”为灵感的安踏巢鞋系列。特步则在设计中融入姜子牙主题元素，致力于将传统文化融入到现代运动服饰中，加强自身在年轻一代消费者中的品牌影响力。随着国货品牌力的上升，相较于海外品牌，本土品牌将服饰与中国传统文化相结合的设计理念更容易与消费者产生共鸣，预计国产品牌未来将凭借国潮的东风发展向好。

图表 18.国潮成为时装新热点

品名	示意图
安踏霸道系列新品	
安踏 KT7 十二水图	
中国系列加绒卫衣	
李宁 1990 金牌系列	
李宁悟行系列	

资料来源：公司官方微博，万得，中银证券

图表 19.以李宁为例，国牌多次登上国际时装周，提高国际影响力

时间	热点产品	取得成果
2018 年纽约秋冬时装周		李宁首次登陆国际时装周，鲜明的中国元素，富有禅意的“悟道”主题，引发社交媒体大规模刷屏和热搜，「蝴蝶 2018」更成为纽约时装周最热门话题之一。
2018 年巴黎春夏时装周		李宁参加巴黎时装周的上秀产品曝光，共收集传播简报近 4 万条，巴黎时装周结束后，#中国李宁#微博话题阅读量达 1.4 亿；相关微博超 3 万条，其中包括近 200 个粉丝超过百万的微博账号。
2019 年纽约秋冬时装周		2019 年 2 月 12 日，李宁在纽约时装周发布了 2019 秋冬系列，截至 2 月 13 日股市收盘，李宁公司股价增幅 2.16%，总市值约 228.41 亿港元。
2020 年巴黎秋冬时装周		成龙、李宁、篮球传奇德维恩·韦德 (Dwyane Wade)、蓬皮杜艺术中心主席 Serge Lasvignes、前圣罗兰创意总监斯特凡诺·皮拉蒂 (Stefano Pilati) 等嘉宾落座现场为此次秀场带足“流量”。

资料来源：李宁官方微博，万得，中银证券

综合来看，我们依旧看好国产体育服饰龙头品牌在未来的发展潜力。主要原因有三。1) 国家经济发展助推文化自信，新零售渠道减弱国外品牌和国内品牌之间的品牌差价剪刀差。2) 国内体育服饰品牌脱离原先渠道为王的发展策略，重视研发，产品功能性不断提升，加大产品竞争力。3) 设计时尚符合国人审美，在国潮背景下并且在新疆棉、鸿星尔克等事件下国内消费者对国牌体育服饰接受程度加大。预计未来体育国牌仍会不断提升市场份额，形成对国外体育品牌的直接竞争。

3.2 棉价支撑下外需好转、产能稳定增长，上游业绩可期

3.2.1 棉花价格具有较强支撑，有助于上游企业业绩提升

多个产棉大国减产，全球产量仍低于疫情前水平。根据美国农业部预测，由于降雨、虫害、疫情等原因，几个国家的产量下调。虽然 21/22 年全球总体产量预计上调 16.35 万吨至 2603.8 万吨，但仍低于疫情前近 2700 万吨的产量水平。同时，疫情导致劳动力短缺，成本增加，叠加竞争作物价格上涨，使种植转向生长期短、劳动强度低的其他作物，进一步导致产量恢复较慢。

棉花需求创新高，供不应求，有望支撑棉价。由于疫情影响，19/20 年全球棉花消费量降低 384 万吨至 2239 万吨。但疫情后随着下游服装行业需求复苏，带动棉花需求大幅回升，20/21 年度预期全球棉花消费量将突破 2700 万吨的高点。USDA 预期全球棉花供应紧张，有望支撑棉花价格。

图表 20.全球棉花产量仍未完全恢复（单位：吨）

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022E
产量	2325	2698	2582	2647	2450	2604
yoy		16.04%	(4.30%)	2.52%	(7.44%)	6.29%
消费量	2529	2675	2623	2239	2582	2703
yoy		5.77%	(1.94%)	(14.64%)	15.32%	4.69%
产需缺口	(2.04)	0.23	(0.41)	4.08	(1.32)	(0.99)
期末库存	1753	1760	1743	2129	1969	1887
库存消费比	0.69	0.66	0.66	0.95	0.76	0.70

资料来源：USDA，中银证券

中国棉花长期供不应求，奠定棉价上涨基础。为了满足国内棉花市场需求，我国每年需要进口约 200 万吨棉花。20/21 年度预期中国棉花产量同比下降 9.49%、消费量同比上升 2.41%，将进一步加大供需缺口。同时，经过疫情期间的库存消化，目前棉花库存处于历史低位。因此，我国棉花供需结构及低库存共同带动棉价强势。随着疫情缓解后周期消费的复苏，棉花消费有望上升，目前我国棉花存在约 100 万吨的供需缺口，短期看棉价有望提升。

图表 21. 中国棉花长期存在供需缺口 (单位: 万吨)

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022E
中国棉花产量	495	600	605	594	643	582
yoy		21.21%	0.83%	(1.82%)	8.25%	(9.49%)
中国棉花消费量	839	894	861	719	872	893
yoy		6.56%	(3.69%)	(16.49%)	21.28%	2.41%
中国棉花库存	1001	828	778	804	856	761
yoy		(17.28%)	(6.04%)	3.34%	6.47%	(11.10%)

资料来源: USDA, 中银证券

图表 22. 2020 年中国社会零售复苏 (单位: %)

	社零当月同比	社零累计同比	服装零售当月同比	服装零售累计同比	服装线上零售累计同比
2021 年 1-2 月	33.8	33.8	47.6	47.6	44.3
2021 年 3 月	34.2	33.9	69.1	54.2	39.6
2021 年 4 月	17.7	29.6	31.2	48.1	33.8
2021 年 5 月	12.4	25.7	12.3	31.9	28.2
2021 年 6 月	12.1	23	12.8	33.7	24.1
2021 年 7 月	8.5	20.7	7.5	29.8	21.6
2021 年 8 月	2.5	18.1	-6	24.8	19.4
2021 年 9 月	4.4	16.4	-4.8	20.6	15.6

资料来源: USDA, 中银证券

棉花种植面积降低、种植成本上升，叠加轧花厂产能扩张，将进一步推高棉价。节水、退耕还林等政策要求，叠加其他经济作物挤压，棉花种植面积同比下降 4.62%，冻灾、风灾等天气灾害导致棉花单产同比下降 5.05%。随着土地、水资源、劳动力等供应不断趋紧，伴随各种高度自动化机械投入使用，在种植规模无法较大幅度扩张的情况下，单位种植成本增长较快。

图表 23. 近年中国棉花收获面积不断降低 (单位: 百万公顷 吨/公顷)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国棉花收获面积	2.90	3.40	3.50	3.45	3.25	3.10
yoy		17.24%	2.94%	(1.43%)	(5.80%)	(4.62%)
中国棉花单产	1.71	1.76	1.73	1.72	1.98	1.88
yoy		2.92%	(1.70%)	(0.58%)	15.12%	(5.05%)

资料来源: USDA, 中银证券

棉价上涨势头强劲，纱线制造企业有望享受低成本、高售价红利。棉花是纱线公司主要的原材料，约占成本的 60%-70%。纱线龙头一般会囤积 3-6 个月的棉花库存。2011 年，棉价处于较高水平，华孚的毛利率也处于历史较高水平，为 18.43%。2017-2018 年棉价处于较高水平，华孚和百隆的纱线业务毛利率也处于较高水平，分别为 15.01%/15.69% 和 17.51%/20.00%。2020 年，由于疫情影响，纱线业务规模收缩，产品毛利率下降。近期棉花价格上涨带动产品价格上涨，截止 11 月 29 日棉花价格为 22609 元/吨，较年初增长 49.37%。由于龙头公司库存棉花的采购成本处于较低位，从而提高了公司的产品利润率。因此，受益于前期棉价低位时充分备货、议价能力强、产品价格调整顺利，纱线龙头有望在未来提升利润率。

图表 24. 目前棉价拥有较强支撑 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司年报, 万得, 中银证券

3.2.2 纺织服装出口态势较好, 国内企业保持较高竞争力

纺织服装出口需求大, 国内企业回流订单增加, 服装出口增速维持较高水平。从去年年中以来, 纺织服装出口维持良好态势。2021年9-10月, 纺织服装出口总数分别为291.32/289.38亿美元, 同比增速达2.82%/16.47%。由于越南作为主要产能地, 疫情爆发加剧了全球供应链产能资源的紧缺, 而国内纺织企业受益于丰富的配套资源, 回流订单增加, 得以保持较高的竞争力。服装方面, 今年以来服装出口维持较高增速, 体现外需回暖, 趋势有望延续。

图表 25. 纺织服装出口 (单位: 亿美元)

	纺织纱线、织物 及制品出口	同比%	服装及衣着附件 出口	同比%	纺织服装出口 (加总)	同比%
2019年1月	114.12	14.29	136.51	4.03	250.63	8.47
2019年2月	59.59	(33.17)	71.16	(37.71)	130.76	(35.72)
2019年3月	95.24	36.45	86.58	20.51	181.82	28.36
2019年4月	97.89	(6.74)	96.71	(11.33)	194.60	(9.08)
2019年5月	116.44	3.55	121.87	(0.11)	238.31	1.65
2019年6月	103.09	(3.40)	143.37	(2.96)	246.46	(3.15)
2019年7月	107.67	5.99	167.47	(0.27)	275.14	2.09
2019年8月	100.15	(2.59)	156.99	(6.38)	257.14	(4.94)
2019年9月	97.65	(7.88)	147.55	(7.83)	245.20	(7.85)
2019年10月	101.55	4.22	127.13	(5.92)	228.68	(1.67)
2019年11月	99.53	(3.49)	121.14	(4.89)	220.67	(4.26)
2019年12月	110.06	11.37	139.48	5.39	249.54	7.94
2020年1月	114.08	(0.03)	135.37	(0.83)	249.46	(0.47)
2020年2月	23.54	(60.50)	24.98	(64.90)	48.52	(62.89)
2020年3月	89.22	(6.32)	65.08	(24.83)	154.30	(15.13)
2020年4月	146.13	49.29	67.40	(30.31)	213.53	9.73
2020年5月	206.49	77.34	89.06	(26.93)	295.54	24.02
2020年6月	161.57	56.72	128.75	(10.20)	290.31	17.79
2020年7月	159.77	48.38	153.18	(8.54)	312.94	13.74
2020年8月	147.18	46.96	162.07	3.23	309.24	20.26
2020年9月	131.52	34.69	152.25	3.19	283.77	15.73
2020年10月	116.62	14.84	131.83	3.70	248.45	8.64
2020年11月	120.40	20.96	125.50	3.60	245.90	11.43
2020年12月	122.91	11.67	139.10	(0.27)	262.01	5.00
2021年1月	130.76	14.62	135.41	0.03	266.17	6.70
2021年2月	90.58	284.77	105.13	320.90	195.71	303.37
2021年3月	96.74	8.42	92.53	42.18	189.26	22.66
2021年4月	121.55	(16.82)	111.23	65.03	232.77	9.01
2021年5月	121.23	(41.29)	121.97	36.96	243.20	(17.71)
2021年6月	125.15	(22.54)	151.48	17.66	276.64	(4.69)
2021年7月	116.98	(26.78)	165.75	8.21	282.73	(10.80)
2021年8月	125.24	(14.90)	175.99	8.59	301.23	(2.59)
2021年9月	124.09	(5.65)	167.23	9.83	291.32	2.82
2021年10月	125.01	7.19	164.37	24.69	289.38	16.47

资料来源: 万得, 中银证券

3.2.3 越南疫情好转, 国内纺织龙头产能恢复可期

越南疫情好转, 经济秩序有望恢复。越南政府通过加快疫苗接种进度, 加强防疫宣传等举措加大防控力度, 截至目前, 越南疫苗接种率位居东南亚地区第二, 预计越南各地区疫情将很快得到有效控制。疫情好转, 经济回暖, 市场需求旺盛和劳动力资源稳定等因素利好越南各行业实现复苏。越南工贸部表示, 进出口贸易方面, 纺织服装和制鞋等优势行业虽受疫情影响, 仍比预期提前达到目标。伴随越南疫情有所缓解, 越南政府积极与亚欧各国探讨促进外贸合作相关政策, 越南纺织品服装产业对外经济活动有望快速恢复。

图表 26.越南加大防控力度，疫情将得到有效控制

时间	防疫举措
2021 年 11 月 17 日	政府办公厅签发了第 8149 号公函，关于加大落实疫情防控措施的力度。据此，政府总理要求各中央直辖市疫情防控指导委员会指导各级疫情防控指导委员会准备好疫情防控方案，做到灵活、科学、有效；继续贯彻落实核酸快速检测、及时隔离、有效治疗等疫情防控措施，做到与经济社会复苏和发展相结合。
2021 年 11 月 20 日	越南新闻与宣传学院近日与亚洲信息与传媒研究中心（AMIC）举办题为“科学传播：现在和未来的管理”国际学术研讨会。国内外专家旨在通过此次研讨会，讨论和评估有关流行病的科学传播活动，以向公众传播有关流行病的科学信息。越南新闻与宣传学院院长范明山表示，只有我们对疫情有足够的科学知识，并将这些知识传播给广大群众，我们才能战胜疫情。
2021 年 11 月 23 日	据河内市卫生局的新闻，11 月 23 日上午，河内市开始为 15-17 岁儿童接种新冠疫苗。越南国家卫生和流行病学研究所已向河内市分配 304140 剂辉瑞疫苗。
2021 年 11 月 24 日	越南国内三家制药企业正在生产抗病毒药物莫努匹韦（Molnupiravir）。在 22 个省市开展的结果表明，莫努匹韦具有良好的安全性和耐受性，在降低病毒载量、减少传播、减少病情加重、缩短治疗时间等方面的效果显著。

资料来源：越通社，越南人民报，中银证券

我国纺织企业越南产能有序恢复，未来收入增速稳定可期。2021 年 6 月份越南新冠疫情爆发，受到疫情影响，纺织产能供不应求，我国多家纺织服装企业的越南工厂产能受限。伴随疫情逐步好转，经济活动回归正常，工厂复工，产能快速恢复。华利集团越南工厂所处地区疫情平稳，公司加快对旗下工厂员工进行疫苗接种，重视员工的安全生产以及防疫工作方面的教育，有效降低疫情对生产的影响。而申洲国际积极配合当地政府的防控工作，于今年 7、8 月份停工停产，截至 10 月 11 日，在场员工接种率高达 80%+，公司自 11 月初已恢复超 90%产能，加速排单生产，预计在 12 月份产能将得到全面恢复。受益于越南疫情好转，企业主动防疫，我国纺织企业越南工厂全年产量有望恢复稳健增长。

图表 27.我国纺织企业越南产能逐步恢复

	疫情下产能恢复情况
华利集团	从公司工厂每天统计的考勤情况来看，公司工厂的出勤率维持在 90%多，缺勤情况主要以休年假以及产假为主。截至目前，公司的越南工厂运作正常，各厂区全力保障订单交付。华利集团生产基地位于越南北部，收到疫情影响很小。
申洲国际	当前申洲国际的越南工厂设备使用率已大面积恢复。其服装及布料部门设备使用率已分别恢复至 80%和 90%，越南胡志明市工厂预期 12 月全面恢复正常，而越南西宁省的面料厂亦已全面恢复生产。

资料来源：公司公告，中银证券

3.3 看好疫情复苏大背景下，国产龙头的复苏

3.3.1 疫情发展持续向好，助力零售端回暖

疫苗接种推进叠加新药持续研发，未来疫情控制有望加强。据世界卫生组织数据，截至 2021 年 11 月，全球疫苗接种量合计 73 亿剂次，环比增长 10.61%，随着国际疫苗接种数量稳步增长，全球疫情情况有望好转。此外，国内外新冠特效药物的研发工作持续推进，已取得一定成果。辉瑞公司研制的新口服药临床试验结果显示，该药品可以控制新冠病毒感染的严重程度，早期服用可降低新冠患者 89%的住院或者死亡风险，国产新冠特效药也已获批开展临床试验。疫苗接种叠加药品研发未来有望对疫情产生强有力的控制作用，利好国内国际市场环境。

图表 28.全球新冠药品研发进展良好

药品	公司	研发阶段	结果表现
Molnupiravi	沙东、瑞奇贝客	在英国药品和保健监管局批准上市	可能将轻中度患者的住院或死亡风险削减 50%
Paxlovid	辉瑞	公布二三期临床试验中期结果	高危新冠患者的住院或死亡风险降低了 89%
普克鲁胺	开拓药业	获得巴拉圭的紧急使用授权	能够将重症患者的死亡风险降低 78%
BR11-196、 BR11-198	清华大学、深圳市第三人民医院、腾盛华创	10 月 9 日向国家药监局滚动提交附条件上市申报材料,有望 12 月前获批附条件降低重症和死亡率 78% 上市	
DXP604	北京大学、丹序生物	作为“同情用药”在北京地坛医院使用	
JS026	君实生物	10 月向中国国家药监局提交临床试验申请	
JS016	君实生物	1b/II 期临床试验完成	

资料来源:公司公告,中银证券

疫情得到有效控制背景下,纺织服装消费需求持续恢复。WHO 数据显示,截至 2021 年 11 月 15 日,我国本年度新冠肺炎新增/死亡病例共 30587/909 例,较 2020 年同比下降 66.91%/80.86% (国内疫情基本得到有效控制。从季度数据来看,2021 年 Q1 季度国内疫情情况平稳,Q2/Q3 季度国内疫情情况略有波动,新增病例 15769/6126 例。1-10 月国内疫情整体呈现持续向好、略有波动的发展趋势。从纺织服装零售市场来看,2021 年疫情反复不改需求持续复苏,且已超越 2019 年同期。2021 年 Q1-Q3 纺织服装零售总额 9633 亿元,同比增长 19.84%,较 2019 年同期相比增长 4.98%。可以预计 2022 年随着疫情情况持续好转,纺织服装零售端将持续回暖,龙头企业业绩将能够实现稳定增长。

图表 29.国内疫情向好发展(单位:人)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
新增病例	82545	2682	5814	5632	6061	15769	6126
yoy	-	-	-	-	-92.66%	487.96%	5.37%
死亡病例	3314	1334	98	42	63	639	201
yoy	-	-	-	-	-98.10%	-52.10%	105.10%

资料来源:世界卫生组织,中银证券

图表 30.2021 年纺织服装零售持续恢复(单位:亿元)

	1-2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
社会消费品零售总额	69737	35484	33153	35945	37586	34925	34395	36833	40454
yoy	33.80%	34.20%	17.70%	12.40%	12.10%	8.50%	2.50%	4.40%	4.90%
纺织服装零售额	2262	1129	1030	1130	1174	945	900	1063	1227
yoy	47.60%	69.10%	31.20%	12.30%	12.80%	7.50%	-6.00%	-4.80%	-3.30%

资料来源:国家统计局,中银证券

3.3.2 行业龙头处在低估值区,企业业绩支撑估值提升

国产服饰业绩强势回暖,短期波动不改长期走势。今年前三季度,国产服饰受疫情影响逐步消解,业绩恢复较好,部分企业业绩超越 2019 年同期,主要得益于线下需求快速恢复。Q1-Q3 季度,海澜之家营业收入 54.94/46.40/40.22 亿元,同比增长 42.77%/9.08%/9.39%,较 2019 年同期变化 -9.76%/0.16%/1.35%;地素时尚营业收入 6.57/6.96/6.71 亿元,同比增长 61.08%/20.34%/3.65%,较 2019 年同期增长 12.52%/32.00%/13.00%;比音勒芬营业收入 5.32/4.90/6.93 亿元,同比增长 45.36%/22.50%/13.61%,较 2019 年同期增长 12.71%/31.02%/44.98%。第三季度受到疫情洪水叠加影响,企业业绩略有波动。随着未来疫情得到进一步控制,消费端需求进一步释放,企业不改长期增长趋势。

图表 31. 国产服饰销售回暖 (单位: 亿元)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
海澜之家	38.48	42.54	36.76	61.80	54.94	46.40	40.22
yoy	-36.80%	-8.18%	-7.35%	60.60%	42.77%	9.08%	9.39%
地素时尚	4.08	5.78	6.47	9.31	6.57	6.96	6.71
yoy	-30.14%	9.69%	9.02%	38.14%	61.08%	20.34%	3.65%
比音勒芬	3.66	4	6.1	5.61	5.32	4.9	6.93
yoy	-22.46%	6.95%	27.62%	11.75%	45.36%	22.50%	13.61%

资料来源: 公司年报, 中银证券

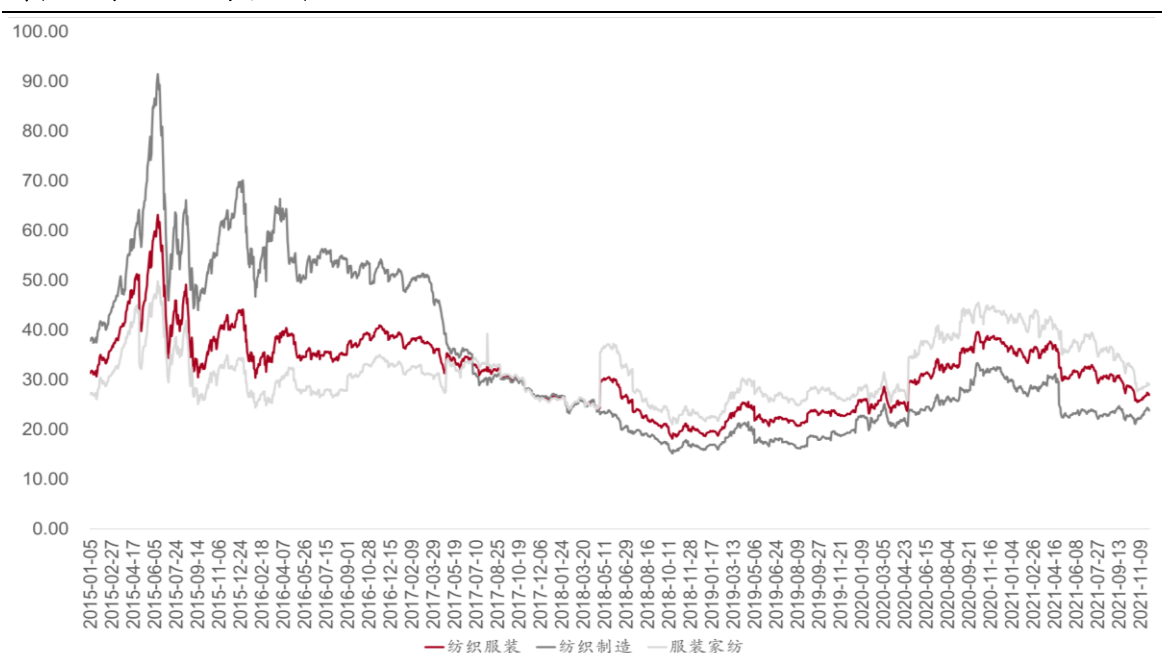
行业处于低估值区, 估值尚有上行空间。2020 年 11 月至 2021 年 4 月, 纺织服装行业市盈率处于高位, 截至 2021 年 4 月末, 申万一级行业纺织服装和申万二级行业纺织制造/服装家纺估值为 32 倍/23 倍/40 倍。2021 年 5 月受到疫情等外部因素影响, 行业估值陡降至年内低位。截至 2021 年 11 月 19 日, 申万一级行业纺织服装估值为 27 倍; 申万二级行业纺织制造/服装家纺估值为 24 倍/29 倍, 行业整体处于低估值区。同期地素时尚, 欣贺股份, 海澜之家, 森马服饰估值为 13 倍/16 倍/11 倍/13 倍, 未来估值尚有提升空间。随着 2022 年下游需求不断释放、企业业绩进一步恢复, 板块以及龙头公司估值有望修复。

图表 32. 服装板块重点公司估值尚有提升空间

	1 月末	2 月末	3 月末	4 月末	5 月末	6 月末	7 月末	8 月末	9 月末	10 月末	11 月末
地素时尚	13	15	15	13	14	17	15	14	13	13	12
欣贺股份	21	20	29	17	23	30	24	20	17	14	15
海澜之家	14	15	17	13	13	13	13	13	12	11	11
森马服饰	51	54	34	28	28	28	23	18	14	14	13
报喜鸟	13	14	15	10	12	16	14	14	12	11	14
开润股份	60	64	75	60	59	56	44	41	44	28	29
太平鸟	21	26	32	26	27	28	26	21	18	18	17
李宁	80	71	62	78	90	117	101	73	63	60	65
特步国际	16	17	19	29	36	63	46	42	34	32	33
安踏体育	68	63	56	61	70	81	75	49	45	37	38

资料来源: 万得, 中银证券

图表 33. 行业 PE 处于低估值区



资料来源: 万得, 中银证券

3.3.3 国内龙头品牌优势凸显，未来发展可期

除了国际龙头服装品牌外，国内龙头服装品牌依托自身在设计、渠道以及供应链优势，保障业绩持续复苏。本年受疫情影响国内服装零售受到一定的冲击，随着未来疫情得到控制，国内龙头服装品牌将充分发挥其设计、渠道以及供应链优势，继续巩固龙头地位。

设计方面，国内品牌通过引进海外设计师、与海外设计团队合作等手段在设计端进行国际化。国内品牌一方面引进海归设计师，并与本土人才培养并重，一方面国内品牌积极与海外设计团队合作，激发设计活力。中国品牌与海外设计团队合作，有利于打造高端品质、潮流时尚的品牌形象。

图表 34.安踏、李宁、歌力思、比音勒芬与国际知名设计团队合作情况

品牌	合作情况
安踏体育	安踏集团第二大主品牌 FILA 定位高端运动时尚，与国际优秀设计师合作，包括纽约华裔时装设计师 Jason Wu、美国著名服饰设计师 Ginny Hilfiger，著名设计师林能平（Philip Lim）以及国际知名鞋类设计师 Salehe Bembury 等，多次亮相米兰时装周、上海时装周与深圳时装周。2021 年 4 月，安踏发布火影忍者联名款运动鞋。
李宁	李宁注重对中国传统文化的探索，首席设计师周世杰接连推出“悟道”系列，2021 年于河南举办主题为悟创吾意的秋冬潮流发布会。2021 年 11 月，发布全新独立高级运动时尚子品牌 LI-NING 1990。
歌力思	歌力思通过收购海外品牌，丰富公司的高级品牌内容。目前拥有德国高端女装品牌 Laurel、法国设计师品牌 IRO Paris 的全球所有权以及美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy 在大中华区（含港澳台）的所有权、英国当代时尚品牌 self-portrait 在中国大陆地区的所有权。
比音勒芬	比音勒芬聘请前巴宝莉高尔夫设计总监 Paul Rees 担任研发创意顾问，广纳中英韩三国设计师，组建国际化研发团队。2021 年，携手法国殿堂级设计大师 SAFA SAHIN 推出联名老爹鞋。

数据来源：公司官网、公司公告、中银证券

渠道方面，国内龙头品牌持续优化线下门店质量，积极发展线上新零售。国内龙头品牌依靠自身渠道优势，积极引流线上消费，发力电商渠道，同时优化线下门店质量。在新零售方面，疫情后众多服装龙头品牌加大电商直播布局，其依托自身电商渠道资源，抢占用户流量高地。线下门店方面，龙头公司持续进行优化，门店形象改造成为众多国内品牌近年来品牌升级与年轻化战略的重要部分，国内龙头品牌将继续巩固渠道端优势地位，从而提升触达消费者的效率。

图表 35.国内龙头品牌在渠道端开展多项措施

措施	具体内容
线下门店改造	海澜之家在一线城市核心商圈推进新一代形象门店，李宁 2021 年年内启用多家中国李宁 2.0 形象店铺、推出中国李宁 3.0 奥特莱斯形象。特步于今年年内将部分零售店升级为第九代零售形象店，迎合年轻消费群体的购物喜好，提供更加沉浸式的购物体验。
线上电商直播带货	2021 年，波司登拓展京东、抖音等渠道，实现线上全渠道布局。双十一期间，安踏进行多场电商直播并取得成交额超 46.5 亿元，同比增长 61%；天猫李宁官方旗舰店销售额达到 10.6 亿元，同比增长 38%；特步主品牌销售额突破 5 亿元，同比增长 40%；太平鸟线上全渠道销售额 11.9 亿元，打破往年记录。罗莱生活实现线上全网销售额 4.82 亿元，成为家纺行业线上销售额第一名。

数据来源：公司官网、公司公告、中银证券

供应链方面，国内服装品牌改革效果显著。本土龙头服装品牌学习国际成熟的快反柔性供应链模式，基于中国市场特点，从供应链各环节着手改良，提升供应链整体效率及灵活性，及时对市场变化作出快速反应。波司登、森马等品牌通过期货与现货结合的模式，订货会向供应商少量下单，结合销售情况灵活追单，以销定产，减少存货积压，打造畅销款拉升销售额。未来国内龙头公司将在供应链继续投入，不断升级，提升供应链整体效率，从而促进收入增长。

图表 36.优秀本土企业供应链改革措施

公司	改革措施
波司登	快反供应链：订货会投产不超过 30%期货，剩余 70%滚动下单 CDC 分布式部署：采用“CDC 直接分发门店”一级配送流程 物流管理系统 WMS 提升物流仓储灵活性
森马服饰	“供应商减半”策略，供应链集中化、优质化，SKU 下降 “期货制”改为期货加现货模式 降低库存风险，加速产品迭代 反季下单基本款，蓄能旺季翻单产品，优化产能分布
太平鸟	TOC 管理模式：以销定产，追单采购，做深畅销款，拉升销售业绩 门店 DRP 系统监控产品销售动态，高频 S&OP 会议协调下阶段产销 “云仓”数字化商品管理监控系统，线上线下一体化，灵活协调系统

数据来源：公司公告、中银证券

四、投资建议

当前情况下，我们依旧关注业绩恢复情况较好标的。尽管疫情在局部地区出现反复，服装行业整体需求端复苏态势仍然延续。

- 1) 纺织制造类企业，**华利集团**：客户资源、研发能力、产能布局三方面竞争优势不断加强，越南产能有望恢复；**申洲国际**：一体化针织制造龙头，海外布局降低外部环境影响，产能释放稳定增长。**开润股份**：不断拓宽客户与品类，渠道差异化布局成效显著，具备较高的增长潜力。
- 2) 体育服饰企业，**安踏体育**：公司线上收入维持高增长，发展较好，赞助 2022 年北京冬奥会和冬残奥会，预计热度较高；**李宁**：公司改革成效显现，收入回归快速增长，引领国潮时尚，预计未来业绩增势强劲。**特步国际**：打造多元化品牌生态，着力于全渠道发展，跨界合作持续深入，加快海外布局。
- 3) 大众服饰品牌，**海澜之家**：作为服饰行业白马龙头，注重打造高性价比服饰，同时持续打造多品牌产品，保持业绩持续稳定增长；**森马服饰**：多品牌发展优势增强、童装龙头地位稳固，休闲装业务稳定发展，随着公司不断提升运营质量，改善渠道结构，升级产品，未来向好；**太平鸟**：持续在新零售、供应链及产品端加大投入，竞争力不断增强。
- 4) 中高端服饰品牌，**比音勒芬**：迎合主要客户群体，产品兼具时尚性与功能性，持续表现高速增长；**波司登**：完善线上线下全渠道建设，实现质效双升，产品持续向中高价位段转移；**歌力思**：打造多元化品牌矩阵，品牌结构完善，轻奢时尚领域增长空间较大。**地素时尚**：全渠道业务优化，多品牌取得较好增长，线上线下渠道协同发展，未来有望延续高增。

图表 37 重点公司盈利预测及跟踪

证券简称	收盘价 (人民币)	PE2021	PE2022	PE2023	预测 2021 年 EPS (人民币)	预测 2022 年 EPS (人民币)	预测 2023 年 EPS (人民币)
华利集团	91.00	40.7	31.7	26.5	2.2	2.9	3.4
申洲国际	124.51	35.3	27.6	22.6	3.5	4.5	5.5
开润股份	23.66	28.5	17.4	13.6	0.8	1.4	1.7
安踏体育	100.67	33.6	26.5	21.0	3.0	3.8	4.8
李宁	70.53	44.1	33.6	27.1	1.6	2.1	2.6
特步国际	8.54	28.5	17.1	14.2	0.3	0.5	0.6
海澜之家	6.36	9.3	7.9	7.1	0.7	0.8	0.9
森马服饰	7.18	12.7	10.6	9.1	0.6	0.7	0.8
太平鸟	33.68	14.8	12.3	10.0	2.3	2.7	3.4
比音勒芬	23.95	20.6	16.2	13.4	1.2	1.5	1.8
波司登	4.42	23.2	19.2	15.8	0.2	0.2	0.3
歌力思	14.71	13.3	11.3	10.2	1.1	1.3	1.4
地素时尚	18.37	11.9	10.6	9.6	1.5	1.7	1.9

数据来源：万得、中银证券

风险提示

1) 疫情反复影响服装销售

受疫情影响消费下滑，若今年疫情出现反弹，消费恢复情况不及预期，将导致社会消费品零售及服装销售承压，影响公司销售增长。

2) 市场竞争加剧

服装消费愈发注重消费体验和差异化设计，国内外品牌纷纷发力加大设计研发推广费用，行业市场竞争激烈。若国内品牌不能有效把握客户需求，盲目增加营销推广费用，公司盈利水平有下降风险。

3) 棉价波动风险

目前棉价处于相对较高的水平，未来存在下游需求或其他不确定性因素导致的棉价波动风险，将对上游纺织制造企业的业绩产生一定影响。

4) 越南疫情恢复不及预期

我国大量纺织企业将产能布局在越南，若越南疫情恢复不及预期，我国纺织企业产能的恢复将会不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371