



分化时代，关注品牌崛起确定性

——纺织服装行业 2022 年投资策略

增持（首次）

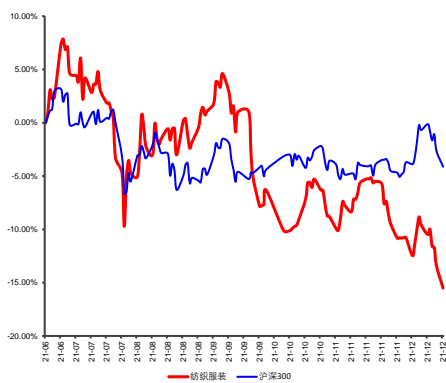
行业： 纺织服装行业
日期： 2021 年 12 月 21 日

分析师： 彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人： 夏明达
Tel: 021-53686158
E-mail: xiamingda@shzq.com
SAC 编号: S0870121070028

行业经济数据跟踪（2021 年 1-10 月）

销售收入（亿元）	11825.50
累计增长	8.3%
利润（亿元）	534.40
累计增长	4.6%

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



主要观点

运动鞋服品牌产品力升级，国货和健康意识增强打开长期增长空间。

新疆棉事件催化国产替代，国民自信心和民族认同感的不断提升，是国产替代的坚实保障。我们认为国产品牌和洋品牌的选择分化是必然现象，而新疆棉事件作为突发事件加速催化了这一过程。在此过程中，具有优秀管理能力和品牌文化认同力的企业具有出圈潜质，有望享受新时代红利崛起下的发展机遇期；另一方面，我国相比发达国家运动参与率、健身人群渗透率仍低，体育运动产业发展空间较大，为运动鞋服产品增长奠定基础。

综合服饰企业：品牌提升在路上，看好“内外兼修”开花结果

综合服装公司在管理加码提质增效的努力下，经营管理能力普遍加强，快反模式及柔性供应链增益公司整体运营效率，强化终端零售拉动作用；品牌服饰企业持续进行品牌文化建设，通过多维度营销模式强化消费者对品牌认知及认同感，从而强化品牌形象。另一方面，我国品牌服装行业市场规模巨大，中高端国产品牌具有较大发展空间，看好综合服饰企业借助收购/合作海外品牌，以长维度提升品牌力。

个性化服饰兴起，以较好的商品属性为基，发力渠道拓宽增长

新消费融合新品类带来新的服装消费潮流。例如，由于Z世代对于动漫游戏内容消费的认可以及国民文化认同上升带来对中华民族传统服饰的探索，以“三坑”服装（汉服、JK制服、Lolita）为代表的个性化服饰因其较强的社交属性和文化附加值而火速出圈受到较大关注。个性化商品重穿着体验且具有较高溢价能力，线下渠道发展大有可为，看好电商运营能力较强及全渠道铺设情况较好品牌的先发优势。

纺织制造加工后疫情时代重新崛起

疫情反复，上游棉花、短纤等原材料价格扰动不改行业重回正轨发展。全球制造业分工新常态背景下，纺织制造业的规模化布局与供应链优势，叠加下游优质客户集中化趋势形成的先发优势，业绩有望实现稳健复苏。

关注标的

建议关注多矩阵布局良好、运动鞋服品牌商安踏体育、李宁；具有成人装及童装双轨驱动的国内老牌综合服饰企业森马服饰；国内女性内衣行业龙头，发力新产品新渠道的爱慕股份；海内外规模化布局、供应链优势显著的全球纺织制造商华利集团、申洲国际。

风险提示

市场份额竞争超预期，新进入品牌引起抢占市场；终端消费疲软，零售复苏不及预期；全球疫情反复影响原材料供应端，价格波动超预期；商品库存积压，账款周转速度低于预期；直播电商平台费用提升速度超预期，品牌商利润空间下降。

目 录

一、运动鞋服品牌	5
1.1 回顾：国货意识提升叠加品牌升级，国产品牌持续受益	5
1.2 展望：全民运动健身意识强化的大背景下与消费长维度升级下，看国产运动鞋服品牌公司胜出	7
1.3 关注标的	12
1.3.1 安踏体育	12
1.3.2 李宁	12
二、综合服装品牌	13
2.1 回顾：经营管理效能普遍提升，快反模式开花结果，库存下降周转加速	13
2.2 展望：行业发展迈入成熟期背景下，看出海并购能力强的服饰企业，助力打造第二发展曲线	15
2.3 关注标的	17
2.3.1 森马服饰	17
三、女性贴身内衣	18
3.1 回顾：新品牌叠加新营销形成新常态	18
3.2 展望：渠道变革大势所趋，看电商运营能力较强及全渠道铺设情况较好公司的先发优势	19
3.3 关注标的	24
3.3.1 爱慕股份	24
四、中游纺织制造加工	25
4.1 回顾：疫情及上游原材料价格扰动不改行业重回正规	25
4.2 展望：全球制造业分工新常态背景下，看中游纺织制造业，业绩或将持续稳定的增长	26
4.3 关注标的	29
4.3.1 华利集团	29
4.3.2 申洲国际	30
五、风险提示	30

图

图 1 新疆棉事件前后天猫旗舰店销售量对比（件）	5
图 2 鸿星尔克官方旗舰店销售量（件）和销售额（元）	6
图 3 李宁在时装周期间的百度指数变化	6
图 4 体育相关企业注册量增长较快	7
图 5 绝大多数受访者追求身体健康	8
图 6 运动健身人群购买力分布	8
图 7 2020 年不同国家付费健身人口渗透率	9
图 8 全国体育产业公共财政支出	9
图 9 中国运动鞋服市场规模	10
图 10 运动鞋服与鞋服市场规模的比较及占比	10
图 11 安踏体育的主要品牌矩阵	11
图 12 中国运动鞋服头部品牌市占率（%）	11

图 13 中国运动鞋服 CR5 (%)	12
图 14 安踏体育营收、归母净利润及增速	12
图 15 安踏体育毛利率及净利率	12
图 16 李宁营收、归母净利润及增速	13
图 17 李宁毛利率及净利率	13
图 18 森马借力草莓音乐节触及消费群体	14
图 19 森马与 FPX 战队联名	14
图 20 部分综合服装企业存货周转率对比	14
图 21 部分综合服装企业应付账款周转率对比	14
图 22 部分综合服装企业应收账款周转率对比	14
图 23 上市服装公司参与国外品牌以多元化发展（不完全统计）	15
图 24 歌力思品牌矩阵	16
图 25 歌力思各品牌营收结构	16
图 26 歌力思营收	17
图 27 森马服饰营收、归母净利润及增速	18
图 28 森马服饰毛利率及净利率	18
图 29 文胸市场消费痛点	18
图 30 Ubras 无尺码内衣尺码界面与爱慕某内衣尺码界面比较	19
图 31 中国女性人均内衣购买量（单位：件）	19
图 32 2020 年中国消费者购买文胸的频率（单位：%）	20
图 33 中国就业女性人口	20
图 34 中国女性就业率趋势	20
图 35 中国女性人均可支配收入趋势	20
图 36 美国女性收入情况	21
图 37 中国女性内衣市场规模	21
图 38 截止 20210630 汇洁股份线下渠道	22
图 39 截止 20210630 爱慕股份线下渠道	22
图 40 汇洁股份 21H1 营收渠道构成	22
图 41 爱慕股份 21H1 营收渠道构成	22
图 42 爱慕股份品牌矩阵与品类布局	22
图 43 中国内衣市场 CR5	23
图 44 中国内衣市场 CR10	23
图 45 日本内衣公司市场份额变动趋势图 CR10	24
图 46 美国内衣公司市场份额变动趋势图 CR10	24
图 47 爱慕股份营收、归母净利润及增速	24
图 48 爱慕股份毛利率及净利率	24
图 49 粘胶短纤价格指数	25
图 50 棉花价格指数	25
图 51 纺织制造加工行业部分公司营收	25
图 52 服装品牌行业部分公司营收	26
图 53 服装制造业部分公司存货周转率	26
图 54 服装制造业部分公司应收账款周转率	26

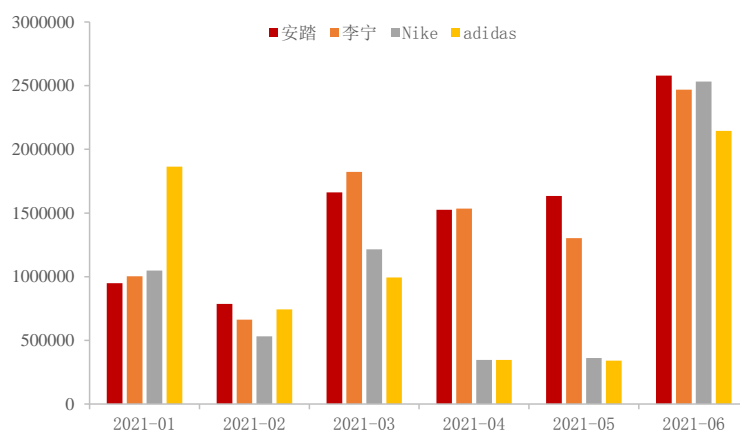
图 55 NIKE 前五大供应商占比.....	27
图 56 华利集团前五大客户占比.....	27
图 57 部分服装制造企业毛利率.....	27
图 58 部分服装制造企业净利率.....	27
图 59 纺织制造企业产能向东南亚转移.....	28
图 60 东南亚国家制造业工资比较.....	29
图 61 申洲国际员工国家来源占比.....	29
图 62 华利集团营收、归母净利润及增速.....	30
图 63 华利集团毛利率及净利率.....	30
图 64 申洲国际营收、归母净利润及增速.....	30
图 65 申洲国际毛利率及净利率.....	30

一、运动鞋服品牌

1.1 回顾：国货意识提升叠加品牌升级，国产品牌持续受益

新疆棉事件催化国产替代，国民自信心和民族认同感的不断提升，是国产替代的坚实保障。2021年3月新疆棉事件发酵，导致同时期消费者从购买洋品牌转而选择国产品牌变化明显，从淘数据的披露可以发现，2021年3月以Nike和adidas为代表的洋品牌销量远低于以安踏和李宁为代表的国产品牌，其持续时间较为长久。我们认为国产品牌和洋品牌的选择分化是必然现象，而新疆棉事件作为突发事件加速催化了这一过程。

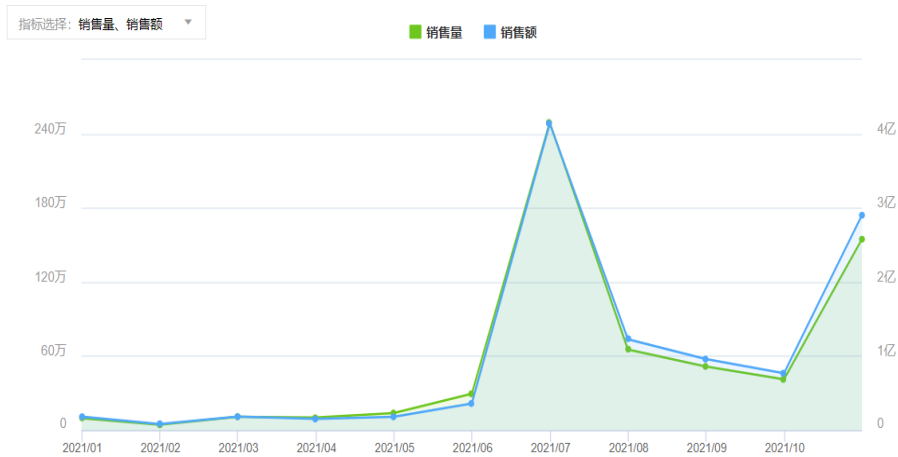
图 1 新疆棉事件前后天猫旗舰店销售量对比（件）



数据来源：淘数据，上海证券研究所

国民自信心和民族认同感的不断提升，是国产替代的坚实保障。以鸿星尔克为例，7月因捐款而意外出圈，被认为具有家国情怀而销量大增。我们认为具有优秀管理能力和品牌文化认同力的企业具有出圈潜质，有望享受新时代红利崛起下的发展机遇期。

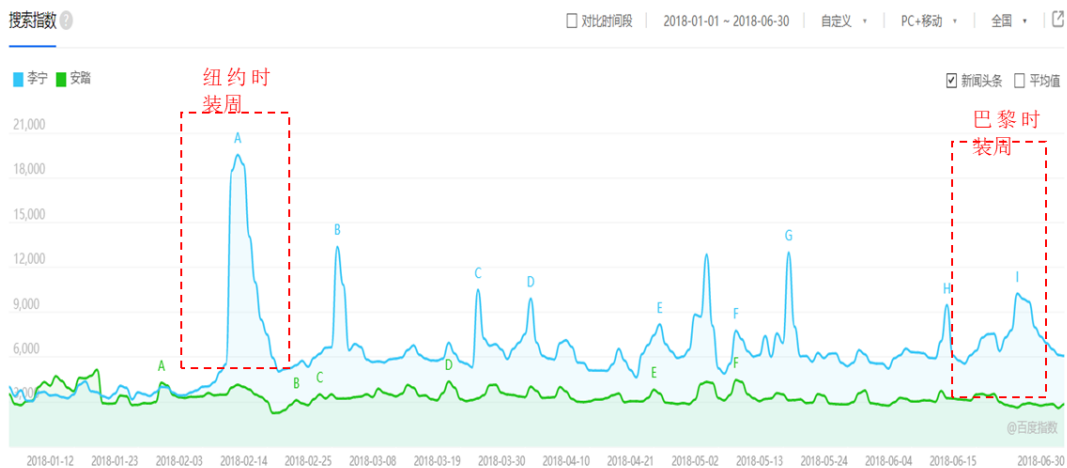
图 2 鸿星尔克官方旗舰店销售量（件）和销售额（元）



数据来源：淘数据，上海证券研究所

国产运动品牌的内在升级是产品力的有效保障。以李宁为例，打造潮牌中国李宁，多次参加时装周，发布的产品主题有“悟道”、“中国李宁”、“行”、“三十而立”和“运动的艺术”，还有「李宁弭」和「李宁䨻」科技赋能，使得中国的消费者看到了国产潮牌的力量和时尚感。从百度指数的变化中也可以明显发现，在时装周期间，李宁所受的关注度远超安踏，同时，在第一次纽约时装周之前，李宁和安踏的受关注程度基本相当，但是在时装周以后，对李宁的关注度明显高于安踏，将品牌和科技、时尚进行关联有望增加品牌影响力、深化品牌形象。

图 3 李宁在时装周期间的百度指数变化

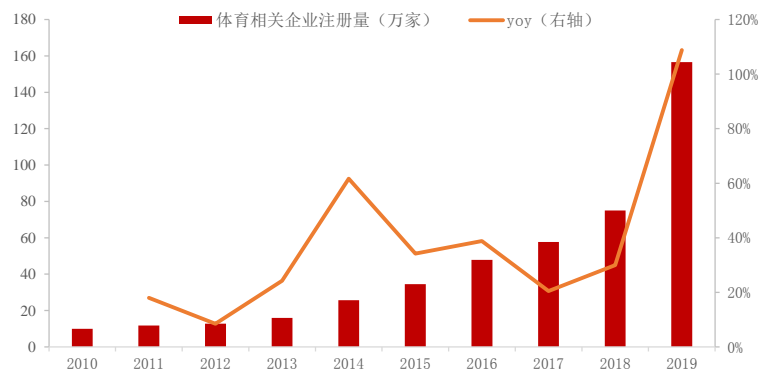


数据来源：百度指数，上海证券研究所

1.2 展望:全民运动健身意识强化的大背景下与消费长维度升级下,看国产运动鞋服品牌公司胜出

多因素叠加激发全民健身运动浪潮,运动鞋服市场预期蓬勃向上。国家政策的密集发布体现了对体育产业发展和国民健康的异常重视。根据《TalkingData 运动健康人群洞察报告》的统计,在2019与体育产业相关的重点政策意见就有《健康中国行动(2019-2030年)》、《体育强国建设纲要》、《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》。政策的推动会激励市场中的体育产业,根据产业信息网上的数据,在2019年发布了多项政策之后与体育相关企业的注册量就达到了156.6万家,相较于2018年增长了81.6万家,增长率高达108.80%。行业景气度和渗透率均不断提升,有助于带动运动品牌销量提升。

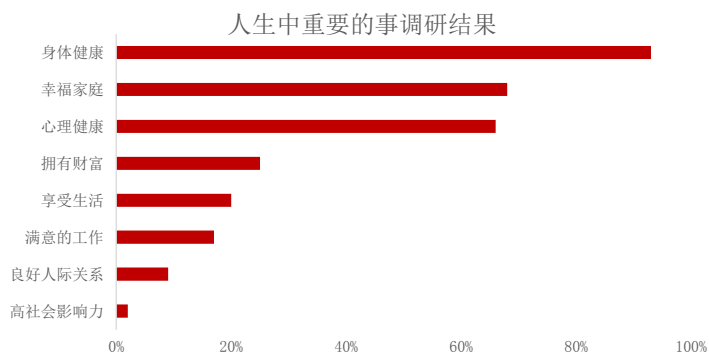
图 4 体育相关企业注册量增长较快



数据来源:产业信息网,上海证券研究所

现代人的健康意识不断得到强化。根据丁香医生《2021国民健康洞察报告》中的调查数据可以发现,有93%的受访者认为身体健康是人生中重要的事。身体健康需求有望催生出强劲持续的运动服饰消费。

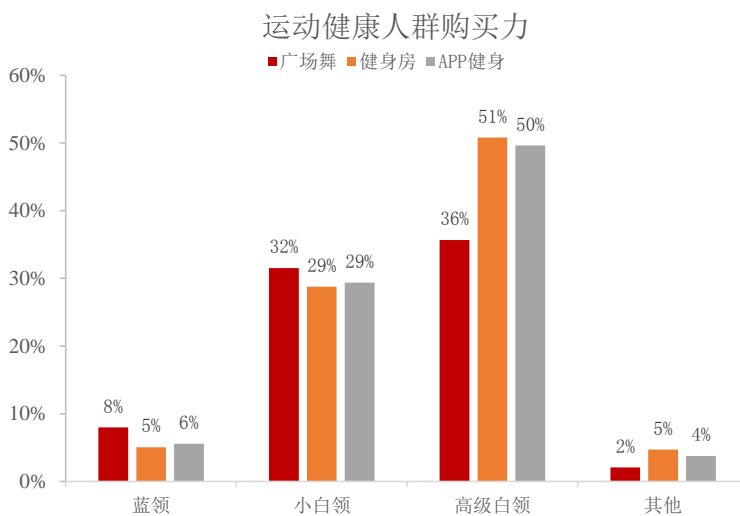
图 5 绝大多数受访者追求身体健康



数据来源：《2021 国民健康洞察报告》，上海证券研究所

运动健身容群的购买力强劲。根据《TalkingData 运动健康人群洞察报告》统计，以健身房为例，运动健康人群的主力军是白领对于身体健康更为重视，也更加愿意在运动健康等方面进行消费。随着受教育水平的不断上升，可以预计受众群体的增加，对于运动服饰的消费需求量有望同步提升。

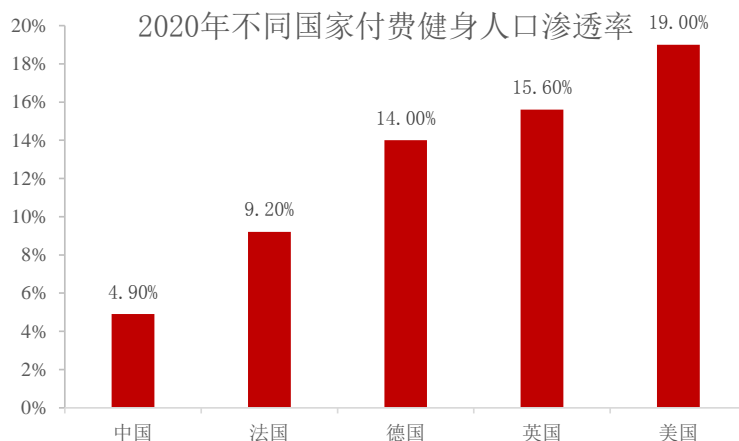
图 6 运动健身人群购买力分布



数据来源：《TalkingData 运动健康人群洞察报告》，上海证券研究所

对标发达国家，我国体育运动渗透率仍然较低。2020 年我国付费健身人口渗透率仅 4.9%，远低于发达国家水平。我国具有较大的健身人群渗透率提升空间。

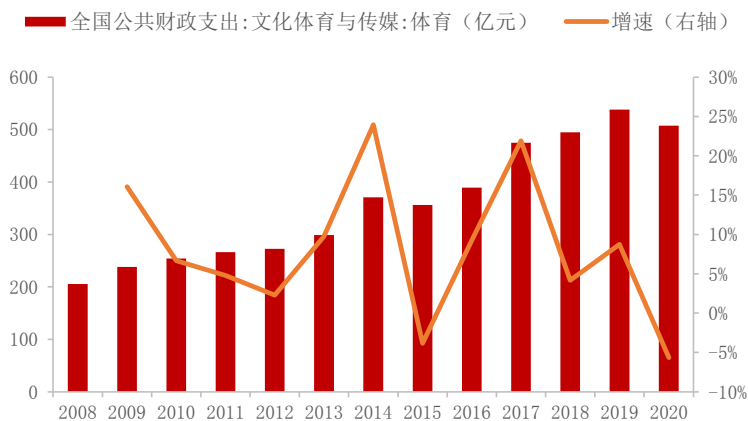
图 7 2020 年不同国家付费健身人口渗透率



数据来源：艾媒网，上海证券研究所

全民健身热潮是全产业链扩容和需求放量的相辅相成，消费者对运动健康意识的增加和政策的推动带动了体育相关产业链的日趋完善和蓬勃发展，而产业的完善也会让消费者创造相应的需求。中国体育产业全国财政支出持续提升，2020 年达到 507.64 亿元。

图 8 全国体育产业公共财政支出

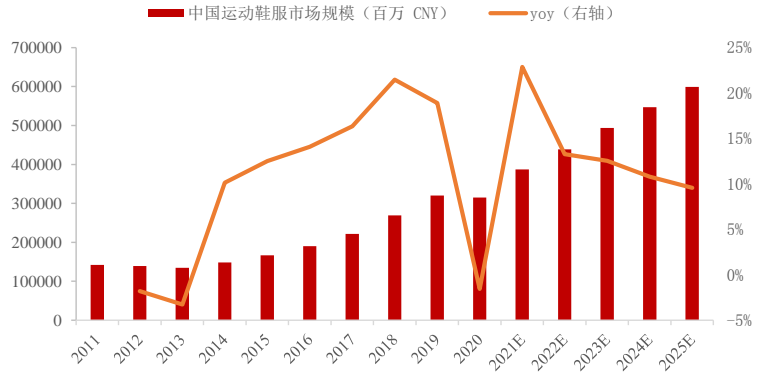


数据来源：wind，上海证券研究所

根据欧睿国际的数据可以发现，中国运动服装市场规模自 2013 年就开始持续增长，剔除 2020 年受到新冠疫情的影响导致的增速下滑以外，2017-2019 年的增速都保持较高的水平，分别为 16.33%/21.46%/18.90%，增长率一直都维持在 10%及以上，同时预计未来 5 年运动鞋服市场规模持续增加，但是增速会略微放缓，可以仍然保持在 10%左右，而到 2025 年，预计运动鞋服的市场规模将接近 6000 亿元。另外，在中国的鞋服市场中，运动鞋服的占比自

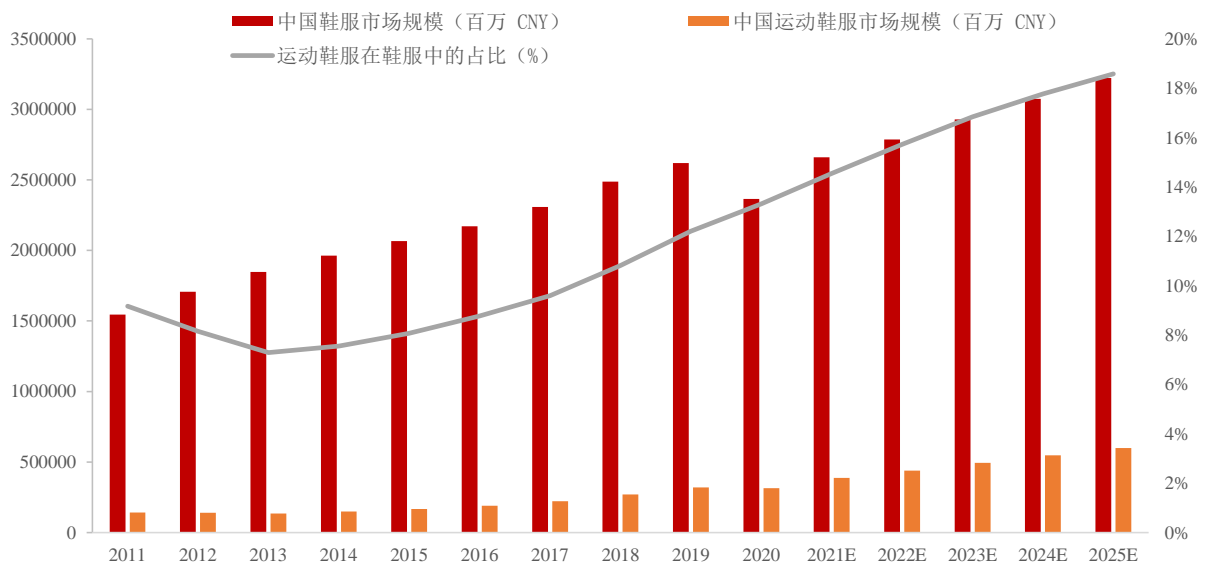
从 2013 年开始就成稳步上升的趋势，2020 年占比达 13.31%，运动鞋服的未来发展相对于其他的服装品类有更大增长的空间。

图 9 中国运动鞋服市场规模



数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 10 运动鞋服与鞋服市场规模的比较及占比



数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

运动鞋服品牌提价能力强，品牌矩阵打造好，集中度提升趋势明确。根据 360 营销学院的《运动服饰行业报告》统计，运动服饰的主要消费群体以 19-34 岁人群为主，这部分消费群体对于时尚潮流的感知能力强，社交广泛，全方面接触社交网络，容易受到同辈人的影响，喜欢展现自己的独特，同时也具有一定的可支配收入支持购买行为。

国产品牌中安踏是多品牌经营的代表，除 FILA, DESCENTE 外，还有 Salomon、Arc'teryx、Peak Performance、Atomic、Suunto 和 Wilson，这些品牌涵盖时尚休闲、时尚运动和专业

运动，范围广泛，并且同时渗透大众市场、中高端市场和高端市场，通过有区分度定位品类打造来迎合多维度的消费者。

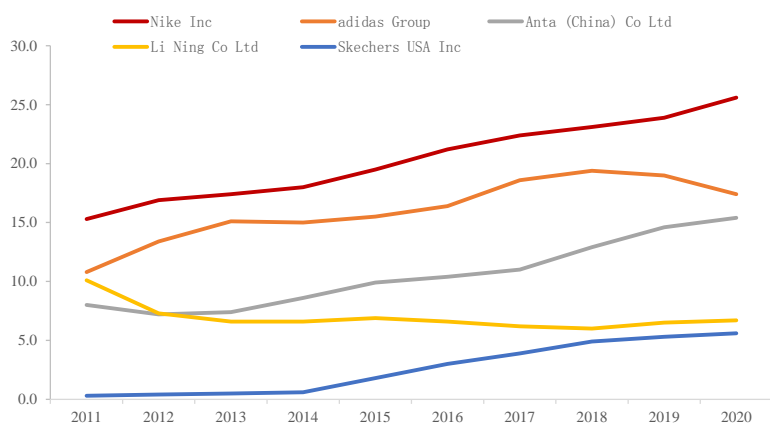
图 11 安踏体育的主要品牌矩阵



数据来源：安踏公司公告，上海证券研究所

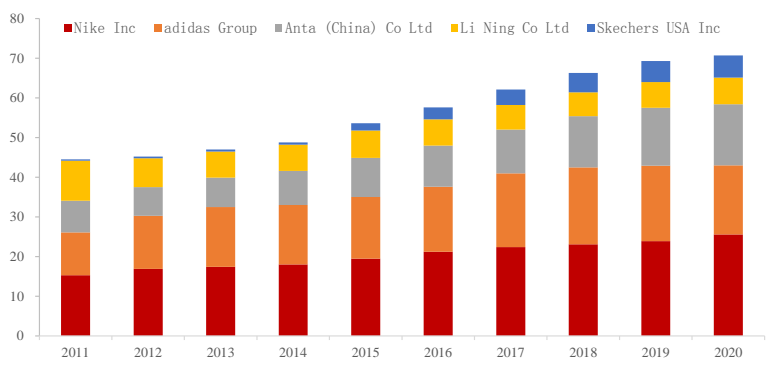
从市场份额更替的角度看，“国货向上，洋品牌分化”现象明显。根据欧睿国际统计，中国运动鞋服的市场集中度一直都处于高水平，2020年，CR5 已经超过70%。国内的运动服饰品牌市占率向上的趋势稳定，2020年 Anta 的市占率达到了15.4%。国产品牌的市占率向上具有强确定性，而洋品牌出现分化是国产品牌崛起的机遇期。

图 12 中国运动鞋服头部品牌市占率 (%)



数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 13 中国运动鞋服 CR5 (%)



数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

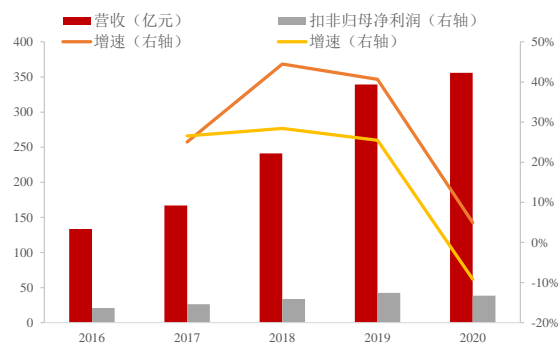
1.3 关注标的

1.3.1 安踏体育

全球运动服装品牌领军企业之一，安踏品牌创始于 1991 年，现公司旗下主要品牌包括安踏、FILA、DESCENTE、KOLON SPORT 等，已形成多品牌矩阵满足消费者多样化需求。

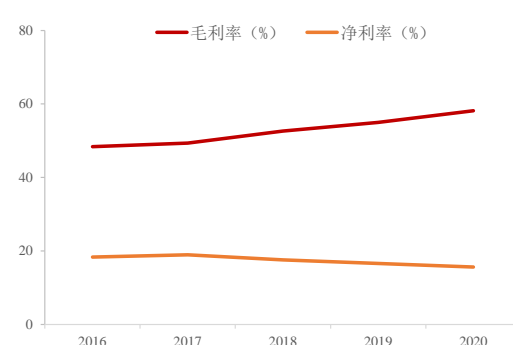
公司持续秉承增长策略，以产品安全，创新，原创特性推动产品差异化发展。公司优化渠道管理，融合线上线下双渠道，结合传统电商和自有电商平台实现协同化发展。公司强化供应链管理的能力，配合 O2O 模式，强调柔性供应链的同时，自 2020 年开始启动的 DTC 战略转型着眼深化业务场景，进一步加强了终端经营效率。

图 14 安踏体育营收、归母净利润及增速



数据来源：wind，上海证券研究所

图 15 安踏体育毛利率及净利率



数据来源：wind，上海证券研究所

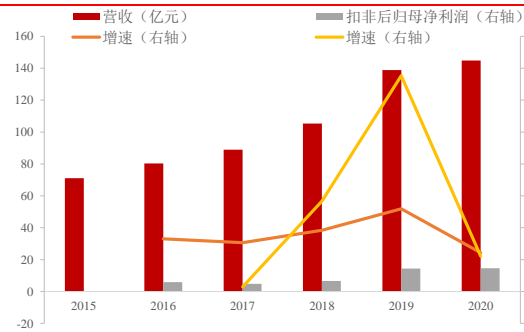
1.3.2 李宁

中国领先的体育运动品牌公司之一。公司品牌包括核心品牌李宁以及红双喜、AIGLE、Danskin 与 Kason 等。

公司进行单品牌、多品类、多渠道的战略布局，同时注重产品

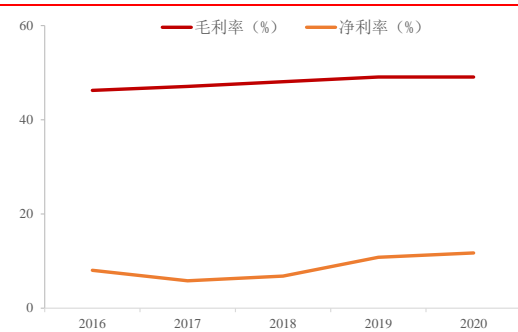
力的提升；公司进行多元营销矩阵布局，强化品牌形象力；公司持续优化渠道结构，不断推动高效大店模式落地开花结果，同时发力线上线下协同发展助力公司整体经营业绩。

图 16 李宁营收、归母净利润及增速



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 17 李宁毛利率及净利率



数据来源: wind, 上海证券研究所

二、综合服装品牌

2.1 回顾：经营管理效能普遍提升，快反模式开花结果，库存下降周转加速

品牌形象提升踏实向前，国内有望诞生多个具有强有力的国民服装品牌。众多品牌服饰企业持续进行品牌文化建设，通过多维度营销模式强化消费者对品牌认知及认同感，从而强化品牌形象。

以森马服饰为例，其聚焦全域营销推广，并借电商优势东风。为了触及核心消费群体，森马品牌提高传播度和热点持续度。2021年上半年森马品牌联名草莓音乐节，全网曝光 1.6 亿，草莓现场森马展位人流及热度位居榜首；创造话题“牛转乾坤 Q 你好运”话题，短视频播放量 1400 万+，视频完播率 13.25%，高于市场水准 7pts，微博话题页破 1.6 亿+阅读互动超 4.7 万。2020 年森马品牌和电竞战队 FPX 以及 Rapper 歌手姜云升合作，先后聚焦电竞、说唱圈层，为品牌带来新的破圈话题和流量关注。

图 18 森马借力草莓音乐节触及消费群体



数据来源：魔都头条，上海证券研究所

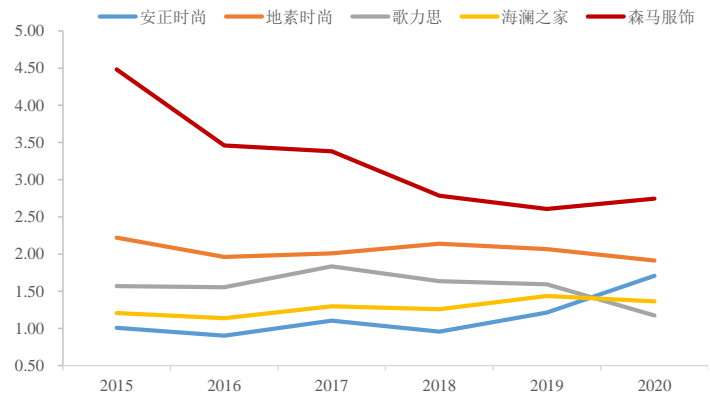
图 19 森马与 FPX 战队联名



数据来源：英雄联盟掌游宝，上海证券研究所

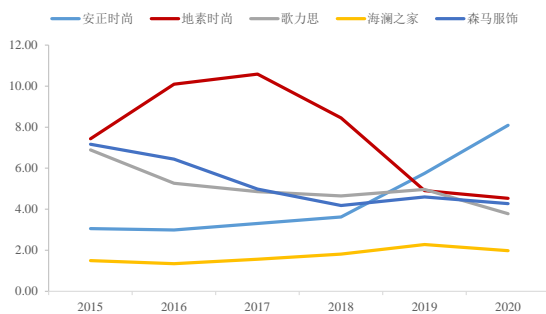
综合服装公司在管理加码提质增效的努力下，经营管理能力普遍加强。从近年来综合服装品牌聚焦打造柔性供应链，例如森马服饰和太平鸟建立了 SCM 供应链信息管理平台，致力于供应链的数字化管理。快反模式的内容包括优化供应商的结构，对合格供应商的名单进行全方面的把控。除此之外，行业内公司普遍对存货进行数字化追踪管理，由此能够直接获取门店销售数据，了解消费者的切身需求，并且实现快速追单；依靠大数据对产品的生产和运输进行调整，加速存货周转。

图 20 部分综合服装企业存货周转率对比



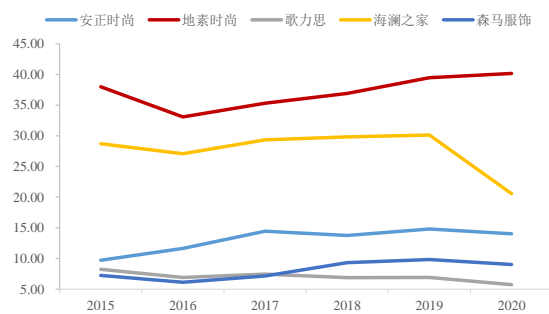
数据来源：wind，上海证券研究所

图 21 部分综合服装企业应付账款周转率对比



数据来源：wind，上海证券研究所

图 22 部分综合服装企业应收账款周转率对比



数据来源：wind，上海证券研究所

2.2 展望：行业发展迈入成熟期背景下，看出海并购能力强的服饰企业，助力打造第二发展曲线

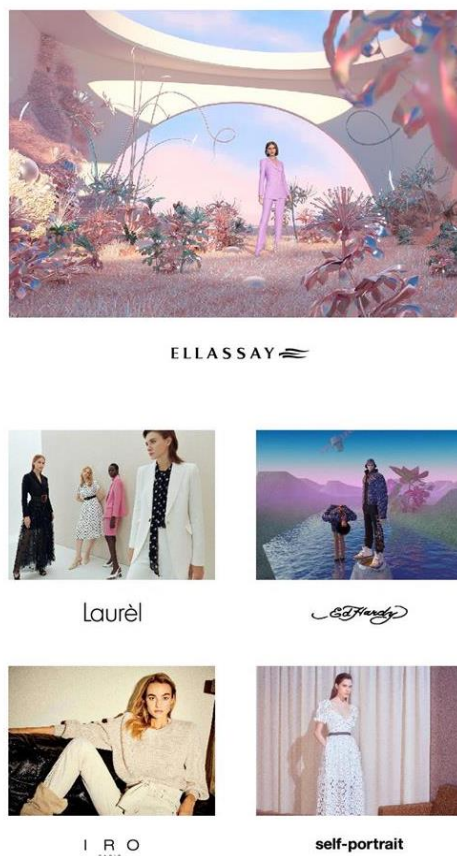
我国中高端服装消费市场容量客观，在综合服装品牌中，很多企业选择收购一些具有知名度的海外品牌，以此增益本公司的经营业态。以歌力思为例，自从 2015 年开始，歌力思收购海外品牌的铁蹄就势不可挡，截止到 2020 年为止，一共拥有了 6 个品牌，分别是德国高端 Laur è l，美国轻奢品牌 Ed Hardy，法国设计师品牌 IRO Paris、英国当代时尚品牌 self-portrait，美国设计师品牌 VIVIENNE TAM、比利时设计师品牌 Jean Paul Knott，歌力思的品牌矩阵初见雏形。

图 23 上市服装公司参与国外品牌以多元化发展（不完全统计）

上市公司	收购的国外品牌	品牌国籍	参与方式
太平鸟	material girl物质女孩	美国	合作
	COPPOLELLA 街头滑板潮牌	意大利	负责中国区经营权
安正时尚	MOISSAC 摩萨克女装	法国	收购
	ALLO&LUGH 阿路和如 童装	韩国	合资经营
九牧王	ZIOZIA 时尚男装	韩国	负责中国区经营权
	fun 潮牌	美国	收购
锦泓集团	TEENIE WEENIE	韩国	全资收购

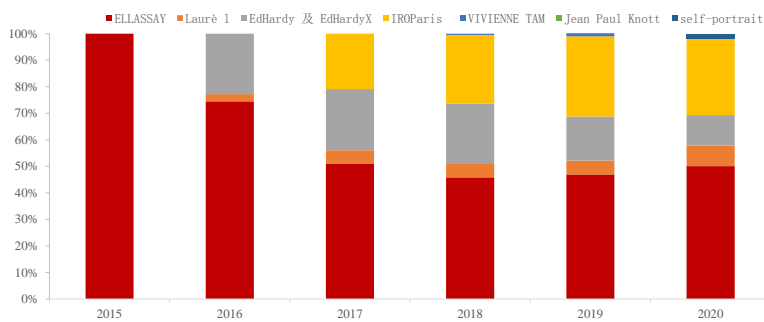
数据来源：maigoo, 亿欧网, 世界服装鞋帽网, chinasspp, 上海证券研究所

图 24 歌力思品牌矩阵



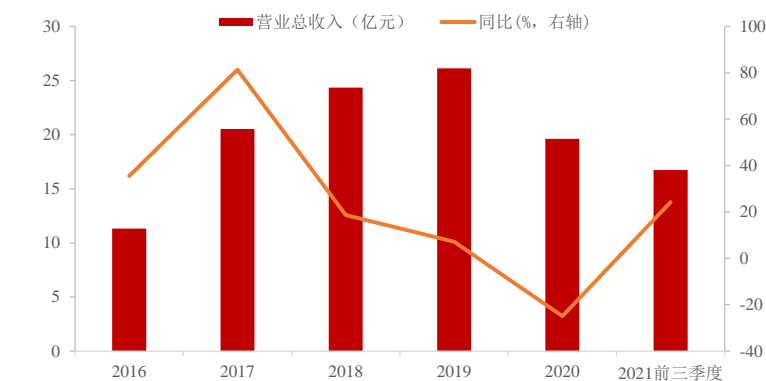
数据来源：歌力思公司公告，上海证券研究所

图 25 歌力思各品牌营收结构



数据来源：歌力思公司年报，上海证券研究所

图 26 歌力思营收



数据来源: wind, 上海证券研究所

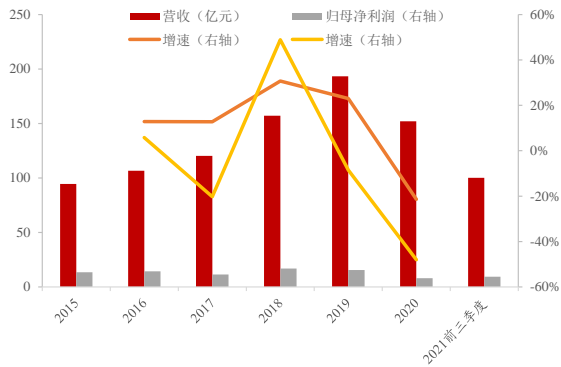
2.3 关注标的

2.3.1 森马服饰

森马服饰是我国具有较长发展历史的服装企业，已有二十载的发展历程：1996 年，森马成立，1997 年，第一家森马品牌专卖店在徐州开业，2002 年，自创童装品牌巴拉巴拉，2011 年“森马服饰” A 股上市，2012 年电子商务公司成立，2018 年森马首家海外店铺开业。公司推行多品牌战略，除自有品牌外，还有多个被授权品牌以及合作品牌，以不同卖点、特色和风格，覆盖多种消费群体。公司旗下森马品牌定位大众休闲服饰，为年轻、潮流、时尚的消费者提供服饰选择；旗下巴拉巴拉品牌主打 0-14 岁儿童，定位中端儿童服饰。公司品牌具有较高的市场认可度和知名度。

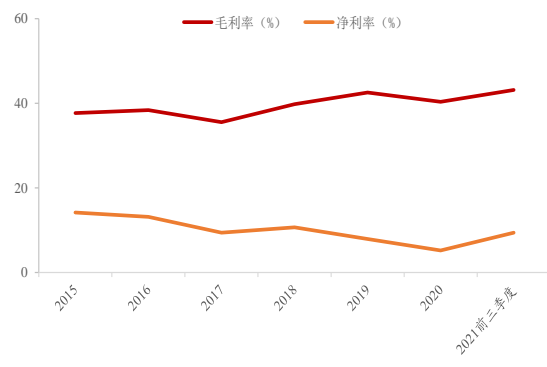
公司休闲装业务稳中奋进，柔性供应链革新，为提升终端运营效率。产品内涵升级，助力品牌全域出圈。森马品牌聚焦全域营销推广，并借电商优势东风。预计随着渠道调整以及电商业务发力，休闲装业务有望恢复繁荣；童装方面，市场规模增速在服装行业中具有较大看点，量价视角看童装行业景气增长与品牌化趋势并行。公司童装业务具有领跑优势，渠道优势和价格优势，多维度看，童装行业市场集中度仍然有提升空间。

图 27 森马服饰营收、归母净利润及增速



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 28 森马服饰毛利率及净利率



数据来源: wind, 上海证券研究所

三、女性贴身内衣

3.1 回顾：新品牌叠加新营销形成新常态

自身特殊属性造成转化成本高，品牌黏性强。根据《2021 女性无尺码内衣白皮书》显示，文胸市场中的女生有很多的顾虑，市场上的消费痛点包括但不限于：尺码复杂、选择太多、胸垫厚不透气、不舒服、线下试穿很麻烦、容易变形、肩带容易掉、穿久了肋骨痛、太勒了、网购出错率大、夏天特别闷等诸多痛点。

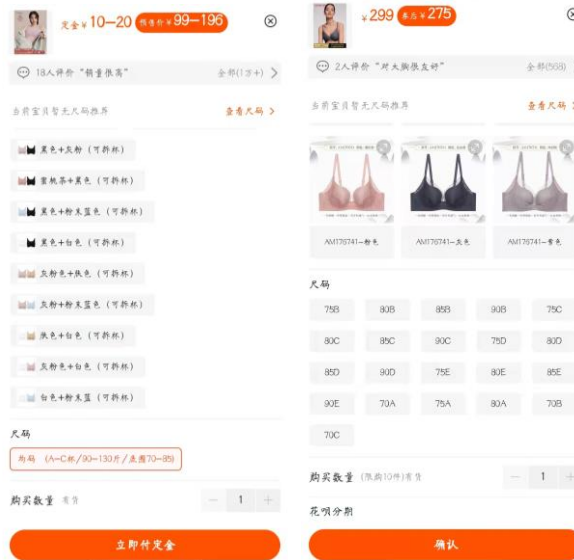
图 29 文胸市场消费痛点



数据来源: 《2021 女性无尺码内衣白皮书》，上海证券研究所

最近较流行的 Ubras 无尺码内衣，契合了女性消费者对于内衣的需求。该产品的最主要特点在于其只有一个均码，但是适用于 A-C 杯/90-130 斤/底围 70-85 的消费者，通过标准化的尺码设置覆盖市场上绝大部分的消费者的需求。

图 30 Ubras 无尺码内衣尺码界面与爱慕某内衣尺码界面比较



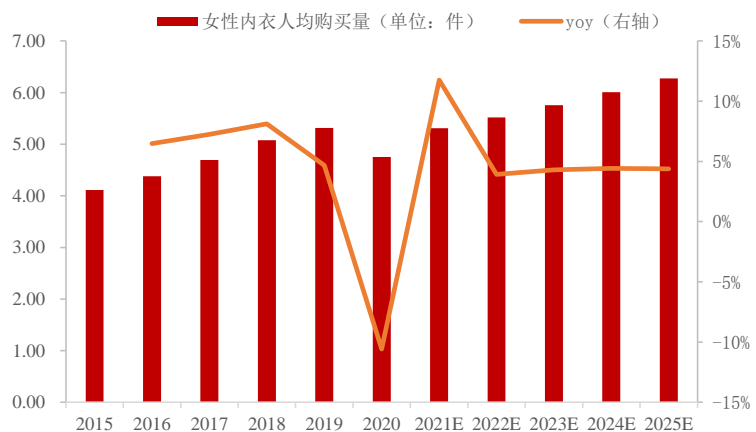
数据来源：淘宝，上海证券研究所

3.2 展望：渠道变革大势所趋，看电商运营能力较强及全渠道铺设情况较好公司的先发优势

人均内衣消费量和客单价有望同步提升。根据欧睿国际的统计计算，中国女性人均购买内衣的数量在逐年提升，从 2015 年的 4 件/人提升到了 2020 年的 5 件/人，复合增速约 5%，预计 2025 年有望实现人均购买 6.27 件。

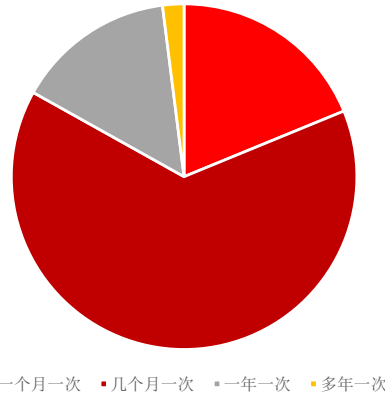
根据艾媒咨询，2020 年中国超过 50% 的消费者购买文胸的频率是几个月一次，仅仅 2% 的消费者会多年购买一次，剩余 98% 的消费者都会在一年的时间内对文胸有需求进行消费，可见女性对于文胸的需求量一直处于较高的水平。

图 31 中国女性人均内衣购买量（单位：件）



数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

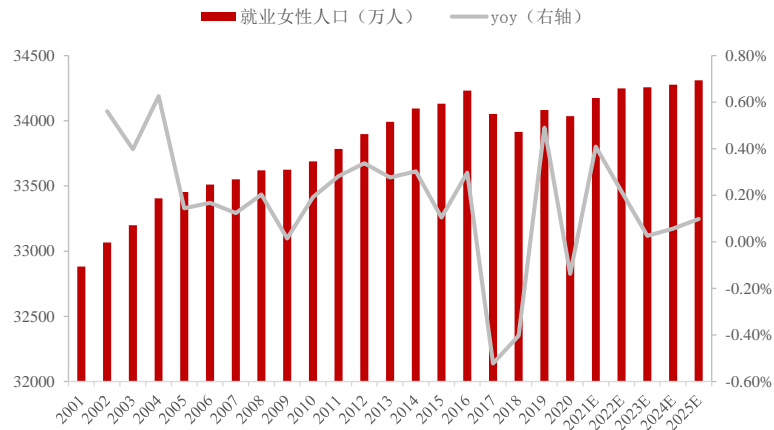
图 32 2020 年中国消费者购买文胸的频率 (单位: %)



数据来源: 艾媒咨询, 上海证券研究所

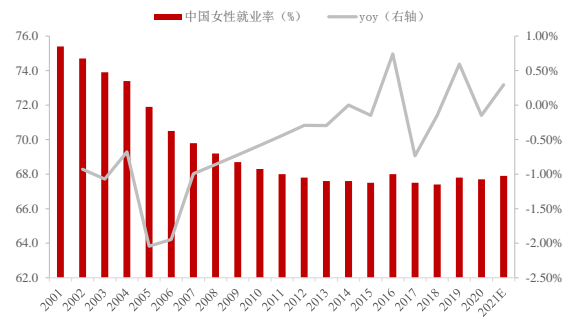
人均可支配收入提升, 中产结构增强促进消费升级。中国女性人均可支配收入就在不断增加, 预计 2025 年, 中国女性的人均可支配收入超过 5 万元人民币。购买的文胸的平均价格有望随着消费档次的上升而增加。

图 33 中国就业女性人口



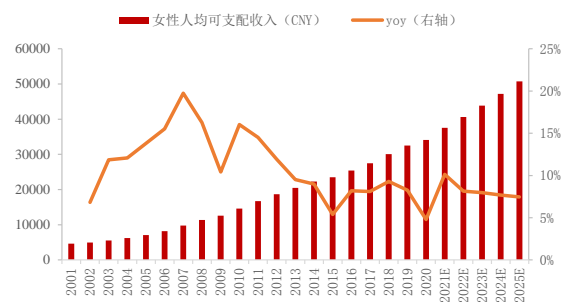
数据来源: 欧睿国际, 上海证券研究所

图 34 中国女性就业率趋势



数据来源: 欧睿国际, 上海证券研究所

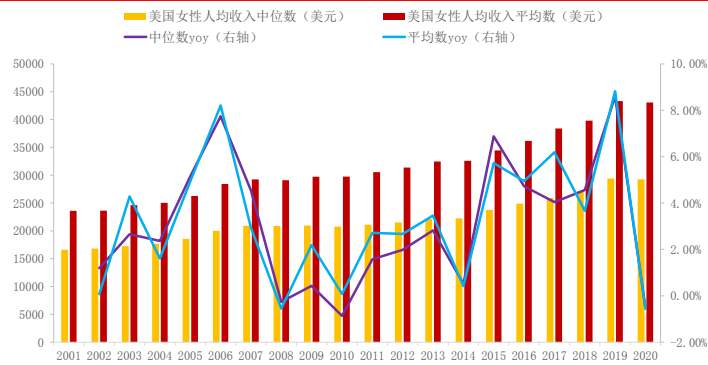
图 35 中国女性人均可支配收入趋势



数据来源: 欧睿国际, 上海证券研究所

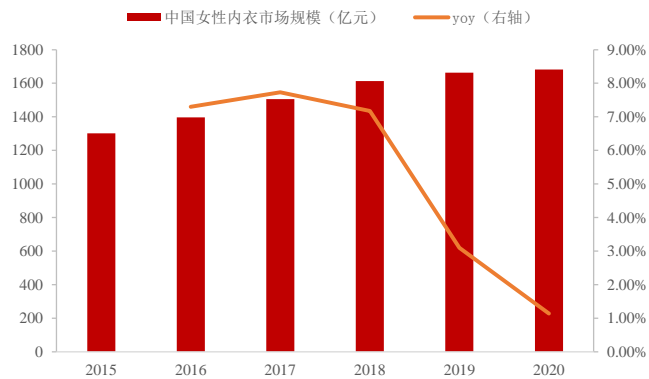
美国女性收入水平较高，人均内衣消费金额同步提升。对标海外，可支配收入提升有望带动内衣消费提升。中国女性内衣市场规模约 2000 亿元，增长率一直保持在 5% 以上，未来的女性内衣市场空间广阔。

图 36 美国女性收入情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 37 中国女性内衣市场规模



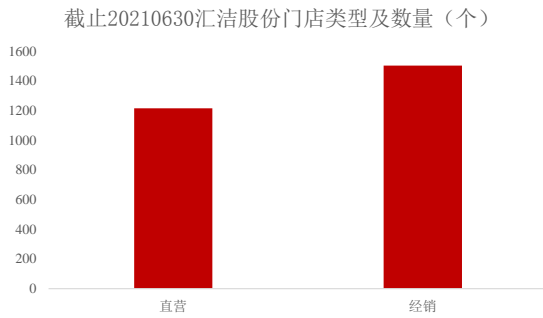
数据来源: 智研咨询, 上海证券研究所

线下渠道不可替代，直营 DTC 触达终端消费者。内衣行业作为服装行业里的一个细分行业，同时也具备服装行业需要门店布局的特点。因为消费者在选择内衣时，更加看重产品的质量和舒适度，即使线上平台的尺码标得再细也可能存在一定的偏差让消费者体感不舒服，所以消费者更倾向于去实体店试穿，只有切身试穿了内衣才会知道产品是否真的适合自己。由此可见，内衣企业在渠道的布局上也尤为重要，是抢占内衣行业市场份额的利器之一。

以国内内衣行业龙头汇洁股份和爱慕股份为例，根据 2021 半年报可知，汇洁股份门店总数为 2,720 家，其中直营店为 1,216 家，占比 44.71%；经销门店 1,504 家，占比 55.29%。在 2021 年半年内汇洁股份因为经营不达标或者商场位置调整等原因关闭了 125 家门

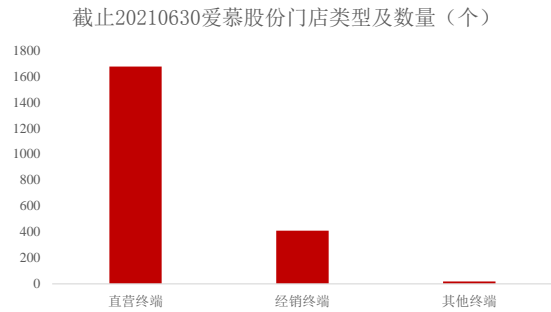
店。根据 2021 半年报显示，爱慕股份，截至 2021 年 6 月 30 日，公司拥有 2103 个线下零售终端，其中直营终端 1675 个，经销 410 个。

图 38 截止 20210630 汇洁股份线下渠道



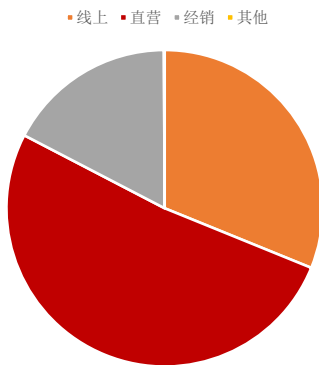
数据来源：汇洁股份公司半年报，上海证券研究所

图 39 截止 20210630 爱慕股份线下渠道



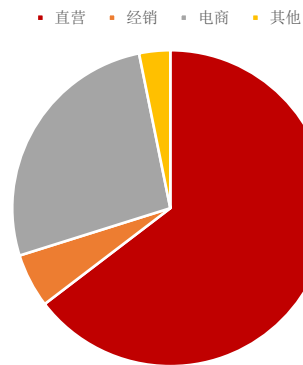
数据来源：爱慕股份公司半年报，上海证券研究所

图 40 汇洁股份 21H1 营收渠道构成



数据来源：汇洁股份公司半年报，上海证券研究所

图 41 爱慕股份 21H1 营收渠道构成



数据来源：爱慕股份公司半年报，上海证券研究所

单客经济是规模增长的重要途径，品牌内衣商具有较强的同品类扩张能力。女性消费者具有较强的消费能力和消费意愿，同时在家庭中往往会负责家庭成员贴身衣物的购置。完善商品结构，布局多品类贴身服饰尤其男性商品，是品牌商获得再增长的重要方法，在此行业中具有重要意义。以行业龙头爱慕股份为例，其提供文胸之外的多种消费选择，通过多件商品的搭配效果，促进提高连带销售率以及客单价的提升。

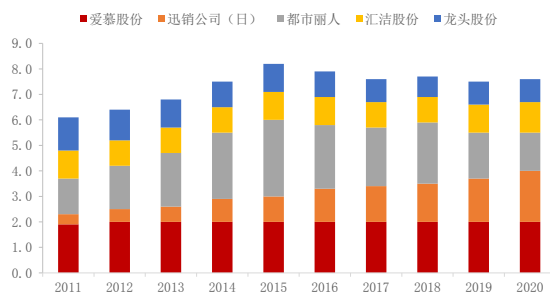
图 42 爱慕股份品牌矩阵与品类布局



数据来源：爱慕股份公司官网，上海证券研究所

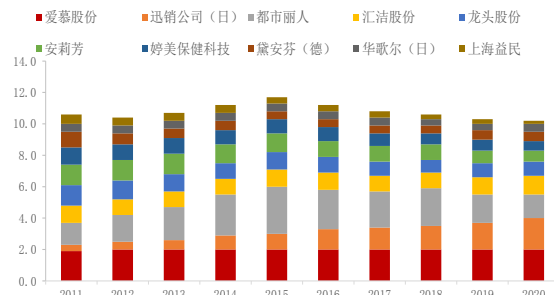
市场分散，行业集中度低：根据欧睿国际，国内内衣行业 CR5 在最近 10 年间都保持在 8% 左右，2012-2015 年间前 CR5 不断增加，而且增速较快，在 2015 年达到峰值 8.2% 后，从 2016 年开始出现下降趋势，至今 CR5 基本维持在 7.5% 左右的水平，说明行业头部的集中度较低，但是龙头企业较为强势，能够守住整体份额，同时内部竞争较为激烈。2011-2020 年间，国内内衣行业 CR10 基本在 11% 左右，但是从 2016 年开始下降，说明除前 10 大以外的其他企业开始从前 10 大中抢占市场份额。由此可见，国内的内衣行业竞争局势越发明显和激烈，除了前 5 大具有一定的品牌效力之外，其他的企业在品牌的建设上略逊一筹，消费者很容易就转换到其他的品牌。

图 43 中国内衣市场 CR5



数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 44 中国内衣市场 CR10

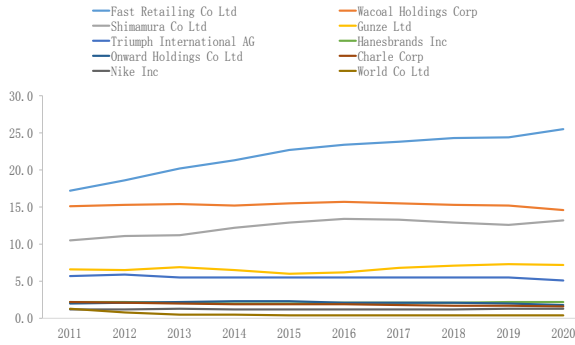


数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

对比美国和日本市场，其格局相对稳定。2020 年中国女性内衣市场 CR10 仅约 10%，远低于日本和美国约 70% 的水平，说明日本请务必阅读尾页重要声明

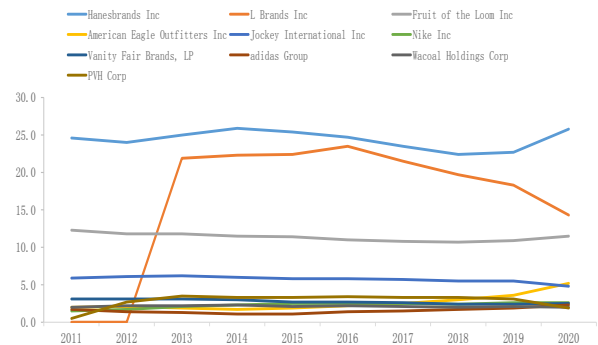
和美国的女性内衣市场集中度非常高，头部企业抢占了约 2/3 的市场份额。行业中现存的头部公司有很大的潜力抢占剩余的市场份额。

图 45 日本内衣公司市场份额变动趋势图 CR10



数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 46 美国内衣公司市场份额变动趋势图 CR10



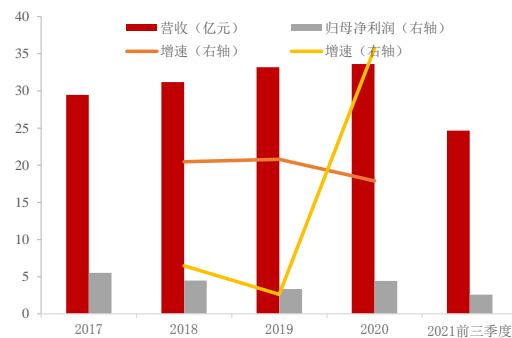
数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

3.3 关注标的

3.3.1 爱慕股份

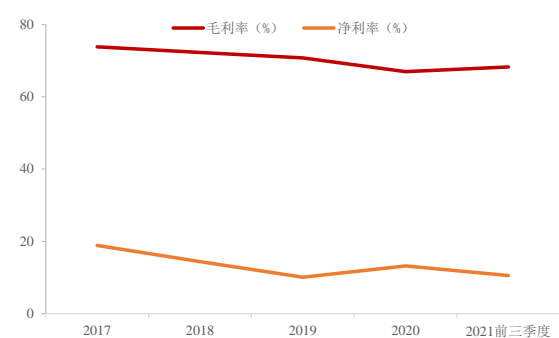
公司作为国内女性内衣行业龙头，主打高端内衣，旗下品牌较多覆盖不同客群需要。公司渠道铺设能力较强，截至 2021H1，公司已有线下渠道约 2000 个，其中以直营渠道为主，经销渠道为辅，同时近年来加码线上电商渠道销售。公司新品类开拓有力，聚焦多品牌矩阵布局，覆盖多年龄层、多场景、多材质的功能性贴身服饰产品。

图 47 爱慕股份营收、归母净利润及增速



数据来源：wind，上海证券研究所

图 48 爱慕股份毛利率及净利率



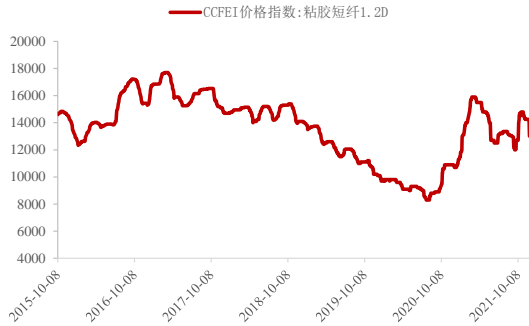
数据来源：wind，上海证券研究所

四、中游纺织制造加工

4.1 回顾：疫情及上游原材料价格扰动不改行业重回正轨

服装加工主要原材料粘胶短纤和棉花价格受疫情及供给端因素影响较为明显，其中棉花价格上升的趋势仍较为显著。

图 49 粘胶短纤价格指数



数据来源: wind, 上海证券研究所

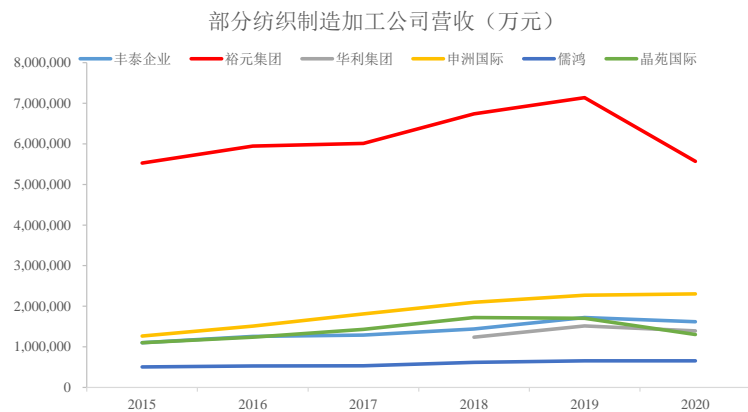
图 50 棉花价格指数



数据来源: wind, 上海证券研究所

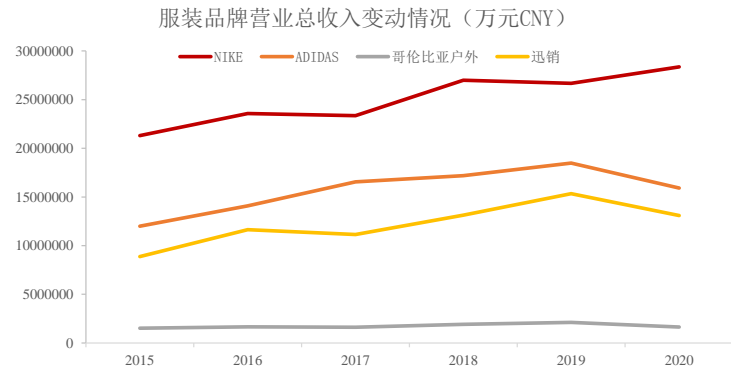
终端零售品牌受多因素影响增长放缓乃至下降，下游订单缩量一定程度上向上游传导。2020 年各企业应收账款和存货周转率均都有所下降，品牌服装销售受疫情影响导致存货积压，中游服装制造商的货款结算变慢。

图 51 纺织制造加工行业部分公司营收



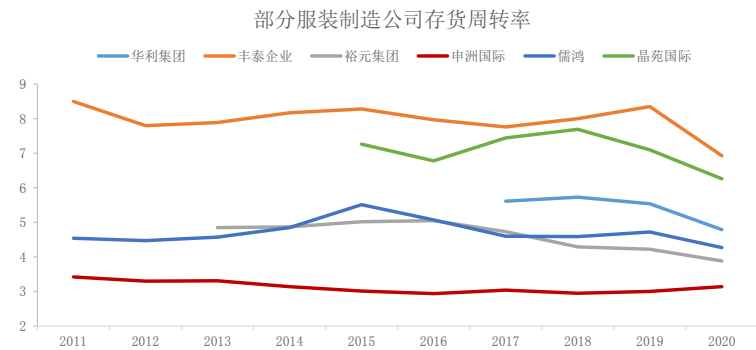
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 52 服装品牌行业部分公司营收



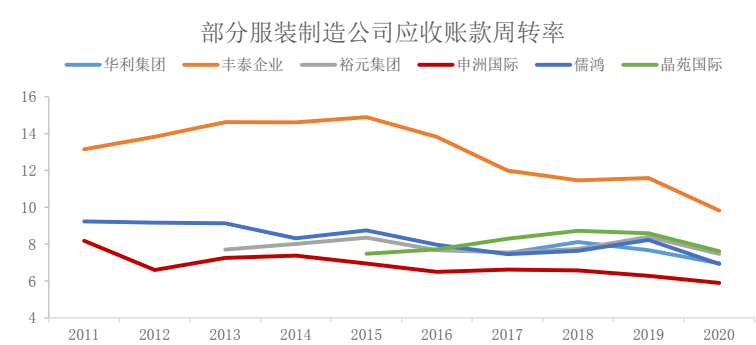
数据来源：各公司年报，上海证券研究所

图 53 服装制造业部分公司存货周转率



数据来源：wind，上海证券研究所

图 54 服装制造业部分公司应收账款周转率



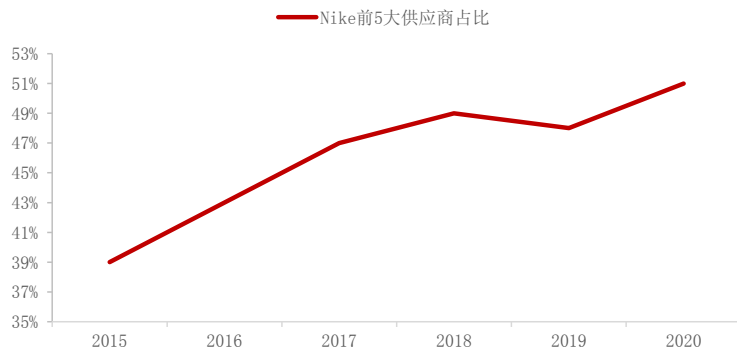
数据来源：wind，上海证券研究所

4.2 展望：全球制造业分工新常态背景下，看中游纺织制造业，业绩或将持续稳定的增长

看好强客户绑定和成本优势的龙头纺织制造企业。鞋履制造加工企业多以绑定下游客户为主要商业模式。以华利集体为例，其主

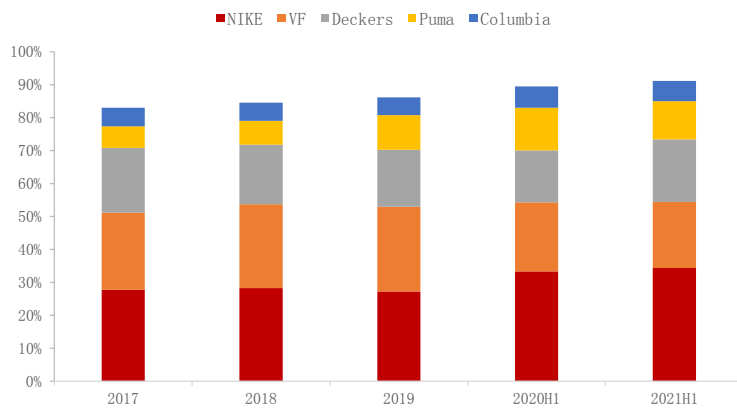
要客户为 Nike、VF、Deckers、Puma 和 Columbia，根据欧睿国际的统计，2020 年 Nike 在中国运动鞋服行业的市占率高达 25.6%。NIKE 前 5 大供应商占比同样有所提高，从 2015 年的 39% 增加到 2020 年的 51%，增长幅度明显。头部品牌对供应商选择要求较高，随着集中度的不断提升，头部供应商具有先发优势。

图 55 NIKE 前五大供应商占比



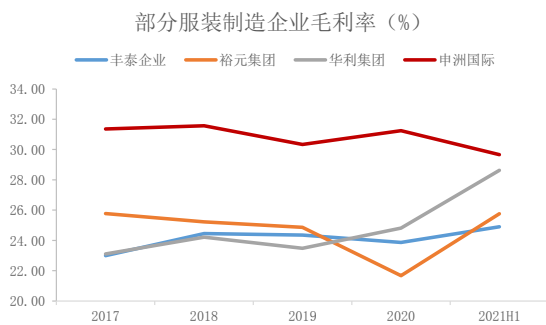
数据来源：NIKE 公司公告，上海证券研究所

图 56 华利集团前五大客户占比



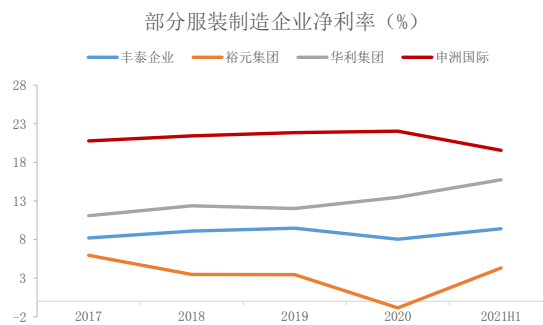
数据来源：华利集团公司公告，上海证券研究所

图 57 部分服装制造企业毛利率



数据来源：wind，上海证券研究所

图 58 部分服装制造企业净利率



数据来源：wind，上海证券研究所

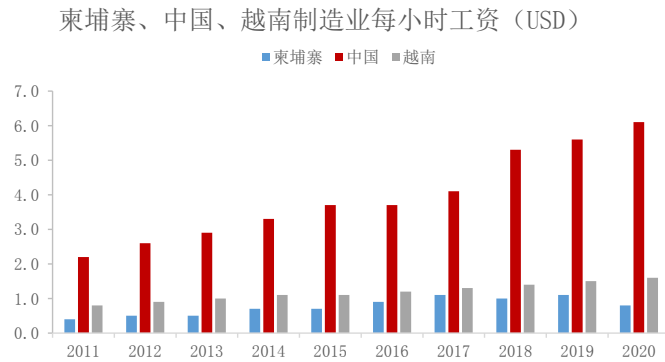
东南亚产能布局是降本增效的重要一环，看好规模大型企业的先发优势。国内纺织制造产能持续向东南亚转移，主要原因是人口红利期进入尾声。根据欧睿国际统计，中国制造业的每小时工资从2011年的2.2美元/小时上升至2020年6.1美元/小时，远高于柬埔寨和越南地区。国内多个纺织制造加工企业已经布局东南亚，根据公司年报显示，申洲国际的产能布局在越南和柬埔寨；裕元集团的产能在孟加拉、缅甸、柬埔寨、越南、印尼；华利集团的产能基本在越南、缅甸和印尼，在越南的扩建工程和印尼的产能新项目也在陆续开工建设。另一方面，申洲国际公告披露，其中国大陆的员工人数在总人数中的占比逐渐下降，从2016年的近70%下降到2020年的50%左右，而越南和柬埔寨的员工人数占比持续增加，柬埔寨员工人数从14.91%上升到17.01%，越南员工人数从15.93%上升到32.26%，截止至2020年东南亚员工人数的占比接近50%，预计到2022年，东南亚员工人数能达到60%。

图 59 纺织制造企业产能向东南亚转移



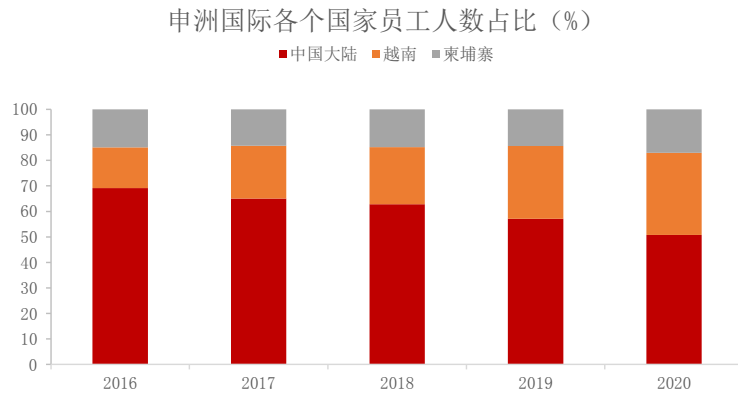
数据来源：裕元集团公司公告，上海证券研究所

图 60 东南亚国家制造业工资比较



数据来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 61 申洲国际员工国家来源占比



数据来源：申洲国际公司公告，上海证券研究所

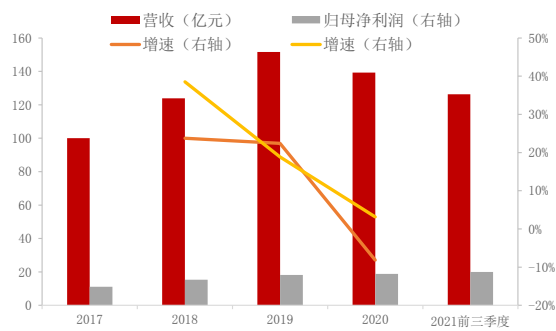
4.3 关注标的

4.3.1 华利集团

公司为全球运动鞋履代工制造商，具有较强的开发设计能力，供货和快速订单响应能力，能对下游品牌商的开发工作形成支持，公司主要客户包括 NIKE、VF、Puma、Columbia 等国际知名运动品牌。

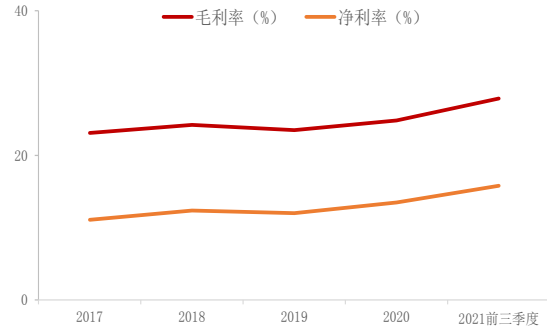
公司积极优化产能，在东南亚布局新产能，海内外规模化布局强化供应链优势；公司不断强化新品设计能力，积极推进新品牌新客户开发合作，2021H1 取得 New Balance 订单并完成 Asics 出货。

图 62 华利集团营收、归母净利润及增速



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 63 华利集团毛利率及净利率



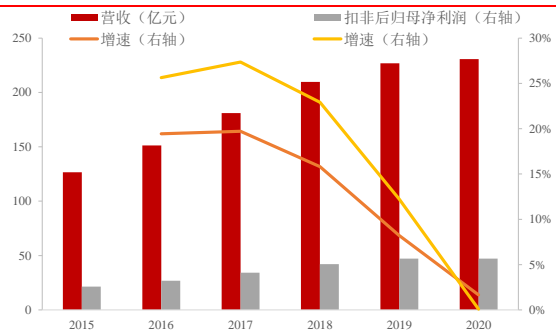
数据来源: wind, 上海证券研究所

4.3.2 申洲国际

集团为全球针织制造一体化龙头之一，主要产品为针织运动类产品包括运动用品及服装，主要客户以NIKE、ADIDAS、PUMA与UNIQUE为代表的国际知名品牌商。

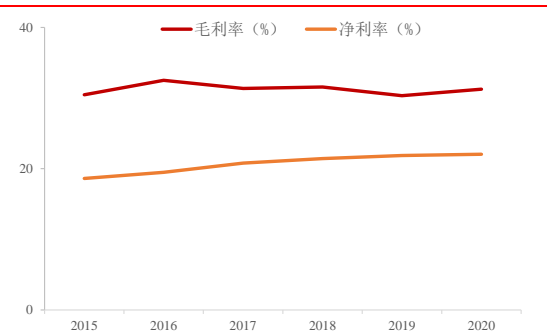
近年来，公司优化供应链的跨国布局，确保供应链的供应稳定以及对客户需求的快速响应；公司进一步发力新运动类产品的开发，满足对客户的服务能力，进一步提升公司整体竞争力并持续提升市场份额。

图 64 申洲国际营收、归母净利润及增速



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 65 申洲国际毛利率及净利率



数据来源: wind, 上海证券研究所

五、风险提示

市场份额竞争超预期，新进入品牌抢占市场，价格战持续拉低行业利润空间，并造成行业内品牌提价困难；

终端消费市场持续疲软，零售复苏不及预期，服装零售企业面临业绩困扰；

全球疫情反复影响原材料供应端，价格波动超预期，服装加工企业向下游传导原材料涨价压力困难；

直播电商平台费用提升速度超预期，主播议价能力持续增强，

品牌商利润空间下降。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。