

强于大市

纺织服装行业深度

美股服装龙头估值的特征和演进

我们研究了美股纺服上市公司行业整体和各个子行业的基本面和估值情况，以期对 A 股上市纺服企业发展有所启发。整体上看，美股服装行业起步较早，发展较为成熟，对标海外、我国多个子行业未来发展空间广阔。

- **美国纺服行业发展成熟规模较大，A 股上市纺服企业处于成长期，规模和盈利能力均有较大提升空间。**美股上市企业发展历史长，2021 年规模为 15873 亿元，净利润为 930 亿元。对比美股上市服企，国内龙头企业成立时间短，品牌广度窄，2021 年收入为 1801 亿元，净利润为 82 亿元。盈利能力上，美股纺服上市企业净利润率保持在 5% 左右，ROE 在 20%-45% 间。中国企业净利率与美股相近，但波动大，ROE 在 10% 以下，水平较低。对比美股上市企业，我国企业盈利能力有提升空间。
- **美股龙头男装多品牌运营，市场集中度高，中高端品牌估值水平较高。**行业方面，美股男装头部企业通过多品牌矩阵促进收入平稳增长，近年 CAGR 在 5% 左右，2021 年美国男装市场规模达 894.73 亿美元，中国市场规模为 953.87 亿美元。2021 年，美国男装市场 CR3 为 20.5%，CR5 为 25.9%，集中度较高，我国 CR3、CR5 分别为 8% 和 12% 左右，仍有提升空间。美股男装发展成熟，2021 年轻奢中高端集团 VF、Ralph Lauren，PE 分别为 12 倍和 11 倍，PS 分别为 1.4 倍和 1.0 倍，估值溢价较高。
- **美股女装多元品牌矩阵完善，盈利能力水平较高。**2021 年美国女装规模为 1421 亿美元，我国规模更大，为 1749 亿美元，同年增速达 17.53%，但集中度相比美国更低，美国女装 CR5 为 13.8%，中国仅为 4.9%。美股女装龙头营收规模较大，净利润大多实现稳增，盈利能力出色。相比大众服饰，美股奢侈品集团估值更高，2021 年奢侈品巨头 KERING、TAPESTRY 和 LVMH 的 PE 分别为 19/9/23 倍，PS 分别为 3.5/1.4/4.0 倍。
- **美股童装市场成熟，龙头效应显著，估值水平稳健。**2021 年美国童装规模同增 24.76% 达 364.52 亿美元，Carter's 收入同增 15.28% 达 34.86 亿美元，净利润同增 205.92% 达 3.36 亿美元，盈利水平恢复稳健。2021 年美股童装 CR5 在 30% 左右，中国为 12%，具有较大可提高空间。估值上，2021 年美股童装龙头 Carter's/GAP/The children's place 的 PE 为 8/12/3 倍，PS 为 0.8/0.2/0.3 倍，A 股童装龙头森马服饰估值较美股上市企业略高。
- **美股运动行业规模较大增速稳健，龙头估值较高。**近五年美股运动行业增速平稳，CAGR 为 5.9%，2021 年规模达 9209 亿元；头部公司 NIKE 业绩出色，2021 年营收 2836.27 亿元，净利润 364.71 亿元。市占率上，中国运动龙头集中度比美国更高，2021 年 CR5 超美国 26.8pct 达 58.10%，龙头效应强。估值上，2022 年起美股和我国运动上市企业估值均有回落，但因行业景气度上扬叠加龙头强运营能力，整体水平仍较高。
- **对比美股服饰，国内服装行业格局仍在优化，细分赛道龙头逐步从渠道驱动、产品驱动到品牌渠道过程转变，看好未来龙头市占率进一步提升。**1) 大众服饰方面，重点推荐森马服饰、太平鸟、海澜之家。2) 中高端细分领域方面，推荐比音勒芬，报喜鸟、波司登、歌力思。3) 体育服饰方面，重点推荐港股安踏体育、李宁、特步国际。
- **风险：**疫后消费复苏不及预期、市场竞争加剧、新零售发展不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服饰

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

证券分析师：郑紫舟

(8610)66229231

zizhou.zheng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522050001

目录

一、我国服装纺织行业发展稳定，相对美国仍有较大提升空间	5
二、子行业分析：对标美国成熟市场，我国多个服装子行业空间广阔..	7
2.1 美股男装龙头多品牌运营为主，轻奢品牌估值溢价高	7
2.2 美国女装奢侈品龙头品牌矩阵多元，盈利能力高.....	11
2.3 美股童装品牌以多元业务集团子品牌为主，发展成熟	15
2.4 美股运动龙头多品牌运营为主，运动时尚品牌估值溢价高	18
三、投资建议.....	22
四、风险提示	23

图表目录

图表 1. 美国 2017-2021 年上市服装纺织企业收入规模大 (单位: 亿元)	5
图表 2. 中国 2017-2021 年上市服装纺织企业收入规模增势稳健 (单位: 亿元)	5
图表 3. 美股龙头服装上市企业成立时间较早, 营收规模较大.....	6
图表 4. 2017-2021 年美国上市服装纺织企业 PE 低于中国 (单位: 倍)	6
图表 5. 2017-2021 年美国上市服装纺织企业 PS 低于中国 (单位: 倍)	6
图表 6. 美股男装龙头以多品牌运营为主.....	7
图表 7. 2021 年美股男装龙头品牌营业收入整体呈现回暖趋势 (单位: 亿美元) ...	8
图表 8. 美股男装龙头归母净利润水平 2021 年有所恢复 (单位: 亿美元)	8
图表 9. 美国男装市场规模增长平稳, 中国男装市场扩张较快 (单位: 亿美元) ...	9
图表 10. 美国男装龙头企业市占率稳定.....	9
图表 11. 美国男装市场品牌集中度较高	9
图表 12. 中国男装市场龙头企业市占率较稳定.....	9
图表 13. 中国男装市场集中度提升空间大.....	9
图表 14. 2021 年美股男装龙头估值整体表现稳健 (单位: 倍)	10
图表 15. A 股男装龙头报喜鸟、比音勒芬 PE 估值较高 (单位: 倍)	10
图表 16. 美股轻奢男装公司 VF、Ralph Lauren 的 PS 估值高 (单位: 倍)	10
图表 17. A 股男装龙头比音勒芬 PS 估值高 (单位: 倍)	10
图表 18. 美股女装龙头以多品牌运营为主.....	11
图表 19. 2021 年美股女装多家龙头企业营业收入改善 (单位: 亿美元)	12
图表 20. 2021 年美股女装龙头净利润相较 2020 年均有回暖 (单位: 亿美元)	12
图表 21. 美国女装市场规模增长平稳, 中国女装市场扩张较快 (单位: 亿美元)	13
图表 22. 美国女装龙头企业市占率提升.....	13
图表 23. 美国女装市场品牌集中度提升较快	13
图表 24. 中国女装市场龙头企业市占率稳步提升.....	13
图表 25. 中国女装市场集中度不断提升.....	13
图表 26. 奢侈品巨头 KERING、TAPESTRY、LVMH 的 PE 估值较高 (单位: 倍) ...	14
图表 27. 2021 年 A 股女装龙头 PE 大多维持在 12 倍左右 (单位: 倍)	14
图表 28. KERING、TAPESTRY 和 LVMH 的 PS 估值水平较高 (单位: 倍)	14
图表 29. 地素时尚、欣贺股份、歌力思的 PS 估值较高 (单位: 倍)	14
图表 30. 美股童装龙头以多品牌运营为主.....	15
图表 31. 美国童装上市龙头企业收入规模平稳, 增长速度稳定 (单位: 亿美元)	15
图表 32. 美股童装龙头集团盈利水平分化较大 (单位: 亿美元)	16
图表 33. 美国童装市场发展成熟, 中国童装市场景气度高 (单位: 亿美元)	16

图表 34. 美国童装龙头企业市占率稳定.....	16
图表 35. 美国童装市场品牌集中度较高，龙头效应明显.....	16
图表 36. 中国童装市场龙头企业市占率稳步提升.....	17
图表 37. 中国童装市场集中度不断提升.....	17
图表 38. 美股童装龙头金年 PE 估值水平稳定（单位：倍）.....	17
图表 39. A 股童装头部企业估值水平较美股上市企业略高（单位：倍）.....	17
图表 40. Carter's 市销率处在领先水平（单位：倍）.....	17
图表 41. 中国童装企业 PS 表现较为稳定（单位：倍）.....	18
图表 42. 美股体育龙头以多品牌运营为主.....	18
图表 43. 美股龙头品牌营业收入较为稳定（单位：亿元）.....	19
图表 44. 美股多品牌龙头归母净利润水平受疫情影响有所波动（单位：亿元）.....	19
图表 45. 美国运动市场规模成熟，中国运动市场增速较快（单位：亿美元）.....	19
图表 46. 美国运动龙头企业市占率波动较小.....	20
图表 47. 近年美国运动行业龙头市占率有小幅提升.....	20
图表 48. NIKE 和 Adidas 稳居中国运动市场企业市占率前列.....	20
图表 49. 中国运动市场品牌集中度较高，龙头效应明显.....	20
图表 50. “运动+时尚”品牌 Lululemon 的 PE 估值较高（单位：倍）.....	21
图表 51. 运动行业高景气度支撑国内龙头企业较高估值水平（单位：倍）.....	21
图表 52. NIKE 与 Lululemon 品牌 PS 较高（单位：倍）.....	21
图表 53. 安踏体育和李宁 PS 较高（单位：倍）.....	21

一、我国服装纺织行业发展稳定，相对美国仍有较大提升空间

美股服装家纺上市企业发展成熟规模较大，我国上市公司处于行业成长期，规模仍有一定扩张空间。2021 年美股服装家纺上市企业收入达 15872.86 亿元，净利润为 930.14 亿元。同期中国服装家纺上市企业收入达 1801.06 亿元，净利润为 82.82 亿元，我国上市服装家纺企业无论是收入规模还是利润端，相比美股纺服上市企都有较大的差距。

图表 1. 美国 2017-2021 年上市服装纺织企业收入规模大（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
服装家纺收入	13768.7	15700.91	16134.63	13254.76	15872.86
yoy	(3.68%)	14.03%	2.76%	(17.85%)	19.75%
服装家纺净利润	571.57	689.33	521.19	52.94	930.14
yoy	(19.24%)	20.60%	(24.39%)	(89.84%)	1656.84%
服装家纺净利润率	4.15%	4.39%	3.23%	0.40%	5.86%
ROE	24.90%	29.32%	21.79%	2.48%	44.08%

资料来源：万得，中银证券

美股服装家纺行业净资产收益率保持较高水平，我国行业利润空间有待扩大。2017 至 2021 年间，美股服装家纺行业上市企业净利润率基本保持在 5% 左右，ROE 维持在 20% 以上（2020 年由于疫情影响波动较大）。同期相比，中国服装家纺行业上市企业净利润率与美股企业相近，但波动程度较大，ROE 持续在 10% 以下。中国服装家纺上市企业在降本增效、提升盈利能力方面仍有较大进步空间。

图表 2. 中国 2017-2021 年上市服装纺织企业收入规模增势稳健（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
服装家纺收入	1677.02	1797.18	2515.85	1468.33	1801.06
yoy	42.74%	7.17%	39.99%	(41.64%)	22.66%
服装家纺净利润	129.43	95.51	70.18	(5.41)	82.82
yoy	(17.04%)	(26.21%)	(26.52%)	(107.71%)	1630.19%
服装家纺净利润率	7.54%	5.26%	2.68%	(0.34%)	5.96%
ROE	9.59%	6.66%	4.67%	(0.21%)	6.34%

资料来源：万得，中银证券

美股纺服龙头上市公司发展历史长、规模大，中国上市公司成立时间短，营收规模增长尚有空间。美股上市企业如 TARGET、KERING、NIKE、拥有 50 年以上的发展历史，业务范围遍及世界，国际知名度较高，2021 年营收分别为 6757 亿元、1274 亿元、2836 亿元、1063 亿元，总市值截止 2022 年 7 月 5 日在分别为 4414.37 亿元、4278.99 亿元、10646.85 亿元。中国上市公司成立时间较短，普遍拥有 20 年左右的经营历史，业务范围多在国内，收入规模在 100 亿元-500 亿元之间，除体育服饰龙头安踏体育和李宁超过 1000 亿市值外，其余均在在百亿左右。

图表 3. 美股龙头服装上市企业成立时间较早，营收规模较大

上市地区	公司名称	成立日期	2021 年收入规模 (亿元)	总市值 (亿元)
美国	TARGET	1902	6,757.39	4,414.37
美国	LVMH	1987	4,584.78	20,673.32
美国	NIKE	1967	2,836.27	10,646.85
美国	KERING	1955	1,273.93	4,278.99
美国	GAP	1969	1,062.65	208.88
中国	安踏体育	2007	494.35	2,226.53
中国	海澜之家	1997	200.57	215.98
中国	森马服饰	2002	152.98	163.53
中国	李宁	2004	226.67	1,604.24
中国	太平鸟	2001	108.62	98.02

资料来源：万得，中银证券

注：总市值数据截止于 2022 年 7 月 5 日

美股服装家纺行业发展成熟，相比 A 股估值较低。2021 年美股上市服装家纺企业 PE 达 12 倍，PS 维持在 0.7 倍；我国服装家纺上市企业同期 PE 为 58 倍，PS 为 2.1 倍。美股服装家纺企业整体规模基数较大，目前发展成熟，例如 Adidas、NIKE 等知名品牌已在全球市场占有一定比例的份额，其净利润增速较为稳定，估值较为平稳。我国服装家纺企业发展大多起步于 20 世纪 90 年代，上市企业分布较为分散，成长周期相较美国仍处于发展阶段，整体估值水平较高。此外，国内大部分服企企业盈利不佳，也拉高了整体估值水平。

图表 4. 2017-2021 年美国上市服装纺织企业 PE 低于中国（单位：倍）

	2017	2018	2019	2020	2021
美股服装家纺企业 PE	19	16	21	210	12
中国服装家纺企业 PE	31	42	57	-	58

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 5. 2017-2021 年美国上市服装纺织企业 PS 低于中国（单位：倍）

	2017	2018	2019	2020	2021
美股服装家纺企业 PS	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7
中国服装家纺企业 PS	2.2	2.2	1.6	2.6	2.1

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

二、子行业分析：对标美国成熟市场，我国多个服装子行业空间广阔

2.1 美股男装龙头多品牌运营为主，轻奢品牌估值溢价高

美股男装龙头多品牌布局，促进业绩增长。美股龙头男装公司主要包括 GAP, Hanesbrands, VF, PVH, Ralph Lauren 等。多龙头企业采取多品牌运营策略，通过自主建设新品牌与并购形成品牌增长矩阵。不同品牌具有独特的品牌定位、文化个性及消费群体，产生内部协同效应，促进公司业绩增长。

图表 6. 美股男装龙头以多品牌运营为主

所属集团	品牌	品牌产地	品牌特点	价格区间(元)
GAP	GAP	美国	GAP 为成人儿童提供设计感十足、风格简洁明快的美式风格服装与配件。品牌定位于追求平价时尚的全年龄段消费人群，消费主体则更是普通年轻人。	100-600
	Old Navy	美国	Old Navy 提供时尚、运动休闲、具有家庭感的高质量产品。品牌锁定家庭购物与低价定位，受全球消费者欢迎。	100-700
	Banana Republic	美国	Banana Republic 偏向贵族风格，是美国都市简约风格的代表品牌，既休闲又不失正式。品牌定位中高端，目标客群为职业人士。	1000-7000
Hanesbrands	Hanes	美国	Hanes 提供舒适、高质量的内衣、休闲服饰和针织袜类产品，并越来越多地注入了时尚元素，具有鲜明的美式穿着风格。品牌定位平价，为美国大众熟悉并喜爱。	100-500
	Champion	美国	Champion 提供休闲运动产品，且向其中注入时尚前卫元素。男装经典充满美式风格，简洁大方。品牌定位中档，目标客群为年轻人士。	500-4000
VF	The North Face	美国	The North Face 以男士、女士和儿童的高性能服装、外套、运动装和鞋类为特色。品牌定位中端户外品牌，目标客群不仅有专业运动员还有一般喜爱户外活动的大众。	300-4000
	Timberland	美国	Timberland 提供户外、冒险风格的生活方式鞋履、服装和配饰，将性能优势和多种款式相结合。品牌定位中端户外休闲生活方式风品牌，目标客群不仅限于户外长途旅行爱好者，更扩展到喜欢户外出游、着装风格偏向休闲、轻时尚的都市青年男女。	300-950
	Icebreaker	新西兰	Icebreaker 专门生产基于天然纤维的高性能服装和配饰，包括美利奴羊毛和其他植物纤维。品牌定位中高户外服装品牌，目标客群主要是户外运动爱好者。	300-600
	Vans	美国	Vans 品牌针对处于极限运动、艺术、音乐和街头时尚中心的年轻消费者提供高性能和休闲鞋类和服装。品牌定位中高端，主要客群是年轻人。	200-1500
	Supreme	美国	Supreme 是结合滑板、Hip-hop 等文化的领先美国街头服饰品牌，销售服装、配饰和鞋类。创立之初品牌客群定位为纽约滑手，目前已扩展到了追求街头艺术潮流的年轻一代。	550-3000
PVH	Dickies	美国	Dickies 品牌销售纯正、实用、耐用且价格合理的工作服，并已扩展到生产以工作为灵感的休闲产品。品牌定位中高端潮流工装、休闲装，主要客群是年轻人。	300-3000
	TOMMY HILFIGER	美国	Tommy Hilfiger 系列包括男士和女士休闲运动装和配件，体现“美式经典而又韵味十足”的风格。品牌定位中高端，客群为 25-45 岁喜欢全新经典美式风格的消费者。	1000-5000
Ralph Lauren	Calvin Klein	美国	Calvin Klein 是一个全球时尚生活方式品牌，产品主要包括男女运动服、牛仔服、内衣、泳装、鞋类和配饰。品牌定位中高端，主要客群是年轻人。	500-3000
	Ralph Lauren	美国	Ralph Lauren 提供个人化风格服装，介于正式与休闲之间的款式流露自由舒适而华贵内敛的气息。品牌主要消费阶层是中等或以上收入的消费者和社会名流。	8000-50000
AEO	American Eagle	美国	American Eagle 设计并生产平价牛仔裤、时尚衬衫以及配饰。品牌定位中端平价休闲牛仔和潮流服饰品牌客群为 15 至 25 岁的青年群体。	250-550

资料来源：公司官网，天猫商城，中银证券

美股男装龙头企业收入增长稳健。2016至2019年间，美股男装品牌龙头公司除Ralph Lauren外，收入规模均保持平稳增长，GAP/Hanesbrands/VF/PVH/Ralph Lauren/AEO复合增速分别为1.83%/4.94%/8.66%/6.50%/-2.54%/6.07%。2020年收入受疫情影响有所下降。2021年已基本恢复至疫情前2019年水平，GAP/Hanesbrands/VF/PVH/Ralph Lauren/AEO分别实现收入166.70/68.01/118.42/91.55/62.19/50.11亿美元，同比增速为20.80%/11.00%/28.17%/28.35%/41.31%/33.30%。

图表7. 2021年美股男装龙头品牌营业收入整体呈现回暖趋势（单位：亿美元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
GAP	收入	155.16	158.55	165.80	163.83	138.00	166.70
	yoy	(1.78%)	2.18%	4.57%	(1.19%)	(15.77%)	20.80%
Hanesbrands	收入	60.28	64.71	68.04	69.67	66.64	68.01
	yoy	5.18%	7.35%	5.14%	2.40%	(4.34%)	11.00%
VF	收入	120.19	118.11	138.49	104.89	92.39	118.42
	yoy	9.30%	7.12%	17.25%	2.16%	(11.92%)	28.17%
PVH	收入	82.03	89.15	96.57	99.09	71.33	91.55
	yoy	2.28%	8.68%	8.32%	2.61%	(28.02%)	28.35%
Ralph Lauren	收入	66.53	61.82	63.13	61.60	44.01	62.19
	yoy	(10.16%)	(7.07%)	2.11%	(2.43%)	(28.56%)	41.31%
AEO	收入	36.10	37.96	40.36	43.08	37.59	50.11
	yoy	2.50%	5.14%	6.33%	6.75%	(12.75%)	33.30%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

近年来美股男装龙头企业净利润波动较大。2016至2018年，GAP的净利润由6.76亿美元增长至10.03亿美元，由于经营问题，2019年起业绩出现下滑。其他男装龙头公司净利润波动亦较大，但增长较好，2016至2021年，VF/PVH/Ralph Lauren/AEO净利润复合增速分别为5.25%/11.64%/47.83%/14.65%，2021年净利润较2019年分别同比增长104.27%/128.30%/56.25%/119.90%，疫情后恢复较好。

图表8. 美股男装龙头归母净利润水平2021年有所恢复（单位：亿美元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
GAP	净利润	6.76	8.48	10.03	3.51	(6.65)	2.56
	yoy	(26.52%)	25.44%	18.28%	(65.01%)	(289.48%)	138.49%
Hanesbrands	净利润	5.39	0.62	5.53	6.01	(0.76)	0.77
	yoy	25.77%	(88.53%)	793.60%	11.31%	(112.58%)	202.18%
VF	净利润	10.74	6.15	12.60	6.79	4.08	13.87
	yoy	(12.79%)	(42.75%)	104.87%	(46.07%)	(39.97%)	240.05%
PVH	净利润	5.49	5.38	7.46	4.17	(11.36)	9.52
	yoy	(4.09%)	(2.04%)	38.79%	(44.09%)	(372.25%)	183.82%
Ralph Lauren	净利润	(0.99)	1.63	4.31	3.84	(1.21)	6.00
	yoy	(125.05%)	263.95%	164.68%	(10.81%)	(131.51%)	595.54%
AEO	净利润	2.12	2.04	2.62	1.91	(2.09)	4.20
	yoy	(2.61%)	(3.90%)	28.28%	(26.97%)	(209.42%)	300.52%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

中国男装行业规模已与美国市场相当，但对比集中度，我国男装行业仍有提升空间。2021年美国男装市场规模为894.73亿美元，同年中国男装市场规模达953.87亿美元，中国男装行业规模连续三年超过美国市场。但对比市场集中度，我国男装行业仍有提升空间，2016至2021年，美国男装市场CR3保持在20%左右，CR5保持在25%左右，集中度较高。同期，中国男装市场CR3由8.7%下降至8.3%，CR5由11.1%提升至12.0%，与美国市场相比，中国男装市场集中度提升空间较大。

图表 9. 美国男装市场规模增长平稳，中国男装市场扩张较快（单位：亿美元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
美国	规模	846.00	863.00	896.17	911.15	708.06	894.73
	yoy	(0.93%)	2.01%	3.84%	1.67%	(22.29%)	26.36%
中国	规模	790.05	829.70	883.78	918.45	808.06	953.87
	yoy	4.10%	5.02%	6.52%	3.92%	(12.02%)	18.04%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 10. 美国男装龙头企业市占率稳定

品牌	从属集团	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Marks & Spencer	Marks & Spencer	8.80%	8.50%	7.90%	7.30%	6.80%	7.80%
Next	Next	6.40%	6.30%	6.30%	6.30%	6.10%	6.40%
Primark	Associated British Foods	5.80%	5.70%	6.00%	6.00%	5.90%	6.30%
Matalan	Matalan	3.00%	2.90%	3.00%	3.00%	2.90%	2.80%
NIKE	NIKE	1.60%	1.60%	1.80%	1.80%	2.60%	2.60%
H&M	H&M Hennes & Mauritz	2.30%	2.30%	2.30%	2.40%	2.40%	2.30%
Hugo Boss	Hugo Boss	1.80%	1.70%	1.80%	1.90%	1.70%	2.00%
Adidas	adidas	1.60%	1.60%	1.70%	1.70%	2.00%	1.90%
Asos	ASOS	0.80%	0.90%	1.10%	1.10%	1.60%	1.90%
River Island	River Island	1.90%	1.90%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 11. 美国男装市场品牌集中度较高

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CR3	21.00%	20.50%	20.20%	19.60%	18.80%	20.50%
CR5	25.60%	25.00%	25.00%	24.40%	24.30%	25.90%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 12. 中国男装市场龙头企业市占率较稳定

品牌	从属集团	2016	2017	2018	2019	2020	2021
HLA	海澜之家	4.70%	4.80%	4.50%	4.80%	4.50%	4.40%
Adidas	Adidas	1.50%	1.90%	2.20%	2.40%	2.40%	2.00%
Jack & Jones	Bestseller	2.50%	2.30%	2.10%	2.10%	2.00%	1.90%
NIKE	NIKE	1.20%	1.40%	1.60%	1.80%	2.10%	1.90%
Uniqlo	迅销公司	1.20%	1.40%	1.50%	1.70%	2.10%	1.80%
Fila	安踏体育	0.30%	0.40%	0.70%	1.20%	1.50%	1.60%
波司登	波司登	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.50%
李宁	李宁	0.70%	0.70%	0.80%	1.10%	1.20%	1.50%
Anta	安踏体育	0.80%	0.90%	1.20%	1.40%	1.30%	1.40%
马克华菲	马克华菲	0.80%	0.80%	1.00%	1.20%	1.20%	1.10%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 13. 中国男装市场集中度提升空间大

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CR3	8.70%	9.00%	8.80%	9.30%	8.90%	8.30%
CR5	11.10%	11.80%	11.90%	12.80%	13.10%	12.00%

资料来源：Euromonitor，中银证券

受益于较强的品牌力，中高端轻奢男装品牌估值溢价高。从 PE 来看，2021 年美股男装龙头估值整体表现稳健，轻奢集团 VF、Ralph Lauren 市盈率分别为 12 倍和 11 倍；A 股男装多品牌龙头报喜鸟和高端男装龙头比音勒芬估值较高，PE 分别为 14 倍、23 倍。从 PS 来看，受益于较强的品牌力和知名度，2021 年美股中高端轻奢男装品牌市销率溢价较高，VF、Ralph Lauren 的 PS 估值分别为 1.4 倍和 1.0 倍；A 股高成长性中高端男装龙头比音勒芬因独有属性和强竞争力，2021 年市销率高达 5.3 倍。

图表 14. 2021 年美股男装龙头估值整体表现稳健 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
GAP	4	3	9	-	12
Hanesbrands	58	6	6	-	46
VF	28	14	25	42	12
PVH	7	5	9	-	4
Ralph Lauren	39	15	17	-	11
AEO	9	7	10	-	5

资料来源: 万得, 中银证券

注: 本文 PE 计算方法为最新收盘总市值/当年归母净利润, 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 15. A 股男装龙头报喜鸟、比音勒芬 PE 估值较高 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
海澜之家	6	6	7	12	9
报喜鸟	258	129	32	18	14
比音勒芬	80	49	35	29	23
七匹狼	13	12	12	20	18

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 16. 美股轻奢男装公司 VF、Ralph Lauren 的 PS 估值高 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
GAP	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Hanesbrands	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
VF	1.5	1.2	1.6	1.9	1.4
PVH	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
Ralph Lauren	1.0	1.0	1.0	1.4	1.0
AEO	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4

资料来源: 万得, 中银证券

注: 本文 PS 计算方法为最新收盘总市值/当年主营业务收入, 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 17. A 股男装龙头比音勒芬 PS 估值高 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
海澜之家	1.2	1.1	1.0	1.2	1.1
报喜鸟	2.6	2.2	2.1	1.8	1.5
比音勒芬	13.8	9.8	7.9	6.3	5.3
七匹狼	1.4	1.2	1.2	1.3	1.2

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

2.2 美国女装奢侈品龙头品牌矩阵多元，盈利能力高

美股女装与奢侈品行业龙头企业大多为多品牌时尚集团，涉猎领域广泛。在美股中收入规模较大且具有代表性的女装奢侈品龙头企业中，大部分集团创立时间早且频繁进行并购等商业活动，旗下品牌数量较多。以奢侈品巨头 LVMH 为例，其时装分类下存在 14 个子品牌，其余集团旗下均分布多个品牌。与此同时，各个集团经营领域涉猎广泛。其中，奢侈品集团涵盖时装、珠宝等多个领域；服装零售集团则涵盖女装、休闲、内衣等多个品类。

图表 18. 美股女装龙头以多品牌运营为主

所属集团	品牌	品牌产地	品牌特点	价格区间 (元)
KERING	Gucci	意大利	不同于极简主义，Gucci 钟情于叠加，把各种颜色、图案和装饰混合起来，繁复亮眼，华丽张扬；借由其独特的创意和革新，以及精湛的意大利工艺闻名于世	4000-40000
	Saint Laurent	法国	Saint Laurent 品牌设计思路敏捷、题材广泛，但却始终保持法国时装的优雅感，致力为女性彰显其高尚的气质、华贵的仪表	4000-45000
	BOTTEGA VENETA	意大利	BOTTEGA VENETA 风格低调甚至没有 LOGO，但 INTRECCIATO 皮革编织技艺让每件产品都能达到美观性和功能性的完美融合	5000-30000
	Balenciaga	法国	Balenciaga 的设计采用丰富的装饰面料、厚重的珠饰、突出的肩部和宽大的全裙，色彩运用富有生命力	3000-50000
LVMH	DIOR	法国	DIOR 继承法国高级女装的传统，保持高级华丽的设计路线，迎合上流社会成熟女性的审美品味	7000-60000
	LOEWE	西班牙	LOEWE 做工细致精巧，有浓厚的西班牙色彩，近几年融合街头时尚精神，转型为属于 LOEWE 精彩多变的时尚元素，追求现代时尚是其最典型的特征	2000-50000
	Louis Vuitton	法国	Louis Vuitton 服饰具有廓形简约，收腰细节，拼接大胆的特点，将精益求精的质量和巧夺天工的技艺结合；皮件具有轻盈、柔软、坚固、耐用、防水及高度防划的特点，且品牌符号历久不衰	6000-50000
TAPESTRY	FENDI	意大利	FENDI 源自于皮革家族，现占据皮革皮革服装领域领导地位；Fendi 已成为时尚和梦想的代名词，其设计大胆杰出，在时装界享有盛名	1500-60000
	Coach	美国	Coach 保持制造“买得起的豪华精品”的态度，诠释其冒险立异、实际、机能、品德、合理的价位的精髓，以高质量深感自豪	3000-12000
	Katespade	美国	Katespade 品牌年轻，活力无限的大胆色调充满自信风采，怀揣着远大的理想及勇于挑战一切的坚定信念，伴随女孩们出席任何场合	1000-4000
CAPRI	Stuart Weitzman	美国	Stuart Weitzman 独具俏皮迷人的现代美式风格，该品牌以设计生产前卫时尚而且穿着舒适的鞋品著称	1000-8000
	VERSACE	意大利	VERSACE 的服饰色彩鲜明，造型新潮，强调快乐与性感，撷取了古典贵族风格的豪华、奢丽，又能充分考虑穿着舒适及恰当的显示体型	3000-60000
	Jimmy Choo	英国	Jimmy Choo 既拥有雍容华贵的气质，又具有趣味盎然敢于大胆突破的精神。以别出心裁的时尚风格，精湛卓越的工艺闻名，成为名流时装和红毯风尚的艺术先锋	5000-20000
AEO	MICHAELKOR S-MK	美国	MICHAELKORS-MK 风格简约明朗，成功塑造了崇尚自我表达和与众不同的生活化概念，并将品牌和过去的经典美国奢侈品品牌区分开来，成为美式奢侈生活风格的代表	500-5000
	American Eagle	美国	american eagle 是美国的休闲服饰，致力于为消费者提供舒适、时尚、高质量并适合各种场合的休闲服饰，为 15 至 25 岁的顾客提供具有休闲牛仔和潮流元素的服饰	100-1000
HanesBrands	Aerie	美国	与“完美身材”不同，Aerie 内衣提倡“自然身材”，推崇自由舒适的体感，主打年轻活泼又舒适的美式风格	100-500
	Champion	美国	Champion 以推崇积极进取、健康科学的运动生活为品牌宗旨，具备勇于开拓的创新精神，为普通的运动爱好者带来了高质量的体育休闲服饰等产品	100-2000
TARGET	Hanes	美国	Hanes 深受美国大众熟悉并喜爱，它为女性提供舒适、高质量的内衣，全力把舒适和美丽融合，让实用与时尚比肩，成为美式穿着风格的代言	50-300
	All in motion	美国	All in motion 是年轻的运动服装品牌，“为每一个动作而生”和定价亲民是其品牌理念	100-200
	Auden	美国	Auden 是针对女性特别是少女推出的内衣品牌，营销以“各种形状和尺寸的女性”为特色，用亲民定价吸引顾客	150-300
	AVA&VIV	美国	AVA&VIV 为大码女装品牌，为大量女性提供适合自身的体型，且符合最新的时尚潮流的服饰	100-1000

资料来源：Euromonitor，公司财报，天猫商城，中银证券

美股女装与奢侈品行业龙头收入增长稳健。2016至2019年间，美股女装品牌龙头公司收入规模均保持较好增长，KERING/LVMH/TAPESTRY/CAPRI/AEO/HanesBrands/TARGET 复合增速分别为 8.90%/11.65%/5.05%/4.70%/6.78%/2.39%/8.81%。尽管 2020 年收入受疫情影响有所波动，2021 年大部分美股女装龙头已超越疫情前 2019 年水平。2021 年，KERING/LVMH/TAPESTRY/CAPRI/AEO/HanesBrands/TARGET 分别实现收入 199.81/4611.07/57.46/56.54/50.11/455.68/1060.05 亿美元，同比增速为 34.69%/25.67%/15.82%/39.26%/33.30%/11.00%/13.30%。

图表 19. 2021 年美股女装多家龙头企业营业收入改善（单位：亿美元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
KERING	收入	130.45	184.81	156.25	177.94	161.12	199.81
	yoy	6.91%	24.97%	(11.71%)	16.23%	(17.52%)	34.69%
LVMH	收入	2657.53	3410.76	3587.20	4030.61	3675.94	4611.07
	yoy	1.99%	13.38%	9.84%	14.68%	(16.93%)	25.67%
TAPESTRY	收入	44.92	44.88	58.80	60.27	49.61	57.46
	yoy	7.16%	(0.08%)	31.01%	2.50%	(17.68%)	15.82%
CAPRI	收入	44.94	47.19	52.38	55.51	40.60	56.54
	yoy	(4.63%)	5.00%	11.00%	5.98%	(26.86%)	39.26%
AEO	收入	36.10	37.96	40.36	43.08	37.59	50.11
	yoy	2.50%	5.14%	6.33%	6.75%	(12.75%)	33.30%
HanesBrands	收入	404.88	433.58	455.86	466.78	446.51	455.68
	yoy	5.16%	7.35%	5.14%	2.40%	(4.34%)	11.00%
TARGET	收入	694.95	718.79	753.56	781.12	935.61	1,060.05
	yoy	(5.81%)	2.29%	3.63%	3.66%	19.78%	13.30%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

近年来美股女装与奢侈品行业龙头业绩增长快速。2016至2021年，美股女装龙头公司除 HanesBrands 外，净利润均实现快速增长，KERING/LVMH/TAPESTRY/CAPRI/AEO/HanesBrands/TARGET 净利润复合增速分别为 33.22%/22.03%/12.59%/8.25%/14.65%/-32.24%/20.47%。从疫情后恢复情况来看，美股女装龙头公司除 HanesBrands 外，均已超疫情前 2019 年净利润水平，2021 年 KERING/LVMH/TAPESTRY/CAPRI/AEO/HanesBrands/TARGET 的净利润分别为 35.96/861.89/8.34/8.22/4.20/5.17/69.46 亿美元，同增 47.68%/122.44%/227.93%/1425.8%/300.52%/202.18%/59.02%。

图表 20. 2021 年美股女装龙头净利润相较 2020 年均有所回暖（单位：亿美元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
KERING	净利润	8.57	21.32	42.48	25.86	26.45	35.96
	yoy	16.88%	119.50%	108.05%	(37.86%)	(6.85%)	47.68%
LVMH	净利润	318.48	410.33	486.76	538.26	387.46	861.89
	yoy	26.39%	28.84%	23.88%	12.86%	(34.43%)	122.44%
TAPESTRY	净利润	4.61	5.91	3.98	6.43	(6.52)	8.34
	yoy	14.44%	28.34%	(32.74%)	61.86%	(201.35%)	227.93%
CAPRI	净利润	5.53	5.92	5.43	(2.23)	(0.62)	8.22
	yoy	(34.16%)	7.03%	(8.28%)	(141.07%)	72.20%	1425.8%
AEO	净利润	2.12	2.04	2.62	1.91	(2.09)	4.20
	yoy	(2.61%)	(3.90%)	28.28%	(26.97%)	(209.42%)	300.52%
HanesBrands	净利润	36.20	4.15	37.06	40.25	(5.06)	5.17
	yoy	25.64%	(88.53%)	793.60%	11.31%	(112.58%)	202.18%
TARGET	净利润	27.37	29.34	29.37	32.81	43.68	69.46
	yoy	(18.61%)	7.32%	0.79%	11.71%	33.13%	59.02%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

中国女装行业规模已高于美国市场，但市场集中度低，可提升空间较大。2021年，美国女装市场规模为1421.43亿美元，同年中国女装市场规模达1749.02亿美元，中国女装行业规模已领先美国市场多年。但我国女装市场集中度低，行业增长空间仍然较大，2016至2021年，美国女装市场CR3由4.3%提升至9.4%，CR5由6.6%提升至13.8%。同期，中国女装市场CR3由2.3%提升至3.5%，CR5由3.6%提升至4.9%，市场集中度逐步提升，但仍远低于美国市场水平，中国女装市场集中度提升空间较大。

图表 21. 美国女装市场规模增长平稳，中国女装市场扩张较快（单位：亿美元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
美国	规模	1316.17	1345.15	1403.59	1416.78	1109.35	1421.43
	yoy	0.13%	2.20%	4.34%	0.94%	(21.70%)	28.13%
中国	规模	1400.42	1488.46	1602.00	1672.58	1488.11	1749.02
	yoy	5.44%	6.29%	7.63%	4.41%	(11.03%)	17.53%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 22. 美国女装龙头企业市占率提升

品牌	从属集团	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Victoria's Secret	Victoria's Secret	-	-	-	-	-	3.70%
Old Navy	GAP	2.20%	2.30%	2.40%	2.40%	2.90%	2.90%
TARGET	TARGET	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.70%	2.80%
AEO	American Eagle Outfitters	1.30%	1.30%	1.40%	1.60%	1.90%	2.40%
lululemon	lululemon athletica	1.00%	1.10%	1.30%	1.50%	2.10%	2.00%
NIKE	NIKE	1.20%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.20%
Hanes	Hanesbrands	1.70%	1.50%	1.30%	1.30%	1.40%	1.20%
Under Armour	Under Armour	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	0.90%	1.10%
Shein	Nanjing Lingtian	0.00%	0.00%	0.10%	0.20%	0.70%	1.10%
adidas	Adidas	0.50%	0.60%	0.70%	0.70%	0.90%	0.90%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 23. 美国女装市场品牌集中度提升较快

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CR3	4.30%	4.40%	4.50%	4.50%	5.60%	9.40%
CR5	6.60%	6.80%	7.20%	7.60%	9.60%	13.80%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 24. 中国女装市场龙头企业市占率稳步提升

品牌	从属集团	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Uniqlo	迅销公司	1.10%	1.30%	1.40%	1.60%	1.80%	1.60%
波司登	波司登	0.50%	0.60%	0.60%	0.70%	0.90%	1.00%
Adidas	Adidas	0.70%	0.80%	1.00%	1.10%	1.10%	0.90%
Only	Bestseller	0.90%	0.80%	0.80%	0.70%	0.70%	0.70%
太平鸟	太平鸟	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.50%	0.70%
Zara	Inditex	0.50%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.70%
Vero Moda	Bestseller	0.90%	0.90%	0.80%	0.80%	0.70%	0.70%
Semir	森马	0.50%	0.50%	0.60%	0.70%	0.60%	0.70%
Ochirly	Trendy	0.70%	0.70%	0.60%	0.60%	0.60%	0.50%
Fila	安踏	0.10%	0.10%	0.20%	0.40%	0.50%	0.50%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 25. 中国女装市场集中度不断提升

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CR3	2.30%	2.70%	3.00%	3.40%	3.80%	3.50%
CR5	3.60%	3.90%	4.20%	4.50%	5.00%	4.90%

资料来源：Euromonitor，中银证券

美股奢侈品集团相比于大众服装集团，整体估值较高。2021年，美股女装龙头 KERING、TAPESTRY 和 LVMH 作为奢侈品巨头公司，PE 估值分别为 19/9/23 倍，PS 估值分别为 3.5/1.4/4.0 倍。美国奢侈品集团拥有更完善的品牌矩阵和更强劲的品牌效应、盈利能力，中长期仍会处于高位估值状态。2021 年来，A 股女装龙头除安正时尚外，PE 估值在 12 倍左右，国内部分女装企业盈利波动较大致使整体估值较高，PS 估值在 2 倍上下。从龙头公司估值水平来看，相较美股龙头女装企业，国内女装龙头多品牌运营刚刚起步，仍处于探索阶段，尚未发展成熟，龙头估值有提升空间。

图表 26. 奢侈品巨头 KERING、TAPESTRY、LVMH 的 PE 估值较高（单位：倍）

	2017	2018	2019	2020	2021
KERING	34	16	27	28	19
LVMH	51	43	39	54	23
TAPESTRY	13	20	12	-	9
CAPRI	10	11	-	-	7
Eagle	9	7	10	-	5
HanesBrands	58	6	6	-	46
TARGET	23	22	20	15	10

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 27. 2021 年 A 股女装龙头 PE 大多维持在 12 倍左右（单位：倍）

	2017	2018	2019	2020	2021
歌力思	12	10	10	8	12
安正时尚	10	10	9	14	40
地素时尚	16	13	12	12	11
欣贺股份	19	18	15	21	13

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 28. KERING、TAPESTRY 和 LVMH 的 PS 估值水平较高（单位：倍）

	2017	2018	2019	2020	2021
KERING	4.0	4.5	3.9	4.7	3.5
LVMH	6.1	5.8	5.1	5.6	4.0
TAPESTRY	1.7	1.3	1.3	1.6	1.4
CAPRI	1.2	1.1	1.1	1.5	1.0
Eagle	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
HanesBrands	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
TARGET	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 29. 地素时尚、欣贺股份、歌力思的 PS 估值较高（单位：倍）

	2017	2018	2019	2020	2021
歌力思	1.8	1.5	1.4	1.9	1.5
安正时尚	2.0	1.7	1.2	0.8	0.9
地素时尚	4.0	3.7	3.3	3.0	2.7
欣贺股份	2.3	2.1	1.9	2.1	1.8

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

2.3 美股童装品牌以多元业务集团子品牌为主，发展成熟

美股童装龙头企业以多元业务集团子品牌为主，旗下品牌矩阵多。美股童装龙头企业主要包括 Carter's, GAP, The children's place。由于美国较早进入人口增量阶段，童装市场经历分割后，多数企业成立时间较早，旗下品牌矩阵全面，早期便形成了稳定的竞争格局。

图表 30. 美股童装龙头以多品牌运营为主

所属集团	品牌	成立年份	品牌产地	品牌特点	产品价格区间(元)
Carter's	Carter's	1865	美国	Carter's 聚焦婴童市场，采用柔软面料，颜色、剪裁与技术都独具风格，目标客户为希望买到可爱且优质婴童用品的妈妈们。	50-150
	OshKosh	1895	美国	OshKosh 坚持美国传统文化中的耐穿、舒适、真实的风格，追求高品质。品牌定位平价，为美国大众熟悉并喜爱。	100-300
	Skip Hop	2003	美国	Skiphop 是来自美国纽约的时尚婴童品牌，主营婴童用品和玩具的设计与销售，致力于创造安全、独特、新颖、强大的产品。产品目前畅销于世界上多个国家。	150-800
GAP	Old Navy	1994	美国	Old Navy 提供时尚、运动休闲、具有家庭感的高质量产品。品牌锁定家庭购物与低价定位，受全球消费者欢迎。	50-200
	GAPKids	1985	美国	GAPKids 为儿童提供设计感十足、风格简洁明快的美式风格服装与配件，其凭借持久耐用的布料、独特的风格和卓越的合体性深受消费者喜爱。品牌定位平价。	50-200
The children's place	Children's Place	1969	美国	Children's Place 向初生婴儿至十来岁的孩子们提供服装、配饰、鞋类等商品，目标客群为追求时尚、高品质标准童装的消费者。	30-100
	Gymboree	1976	美国	Gymboree 主要为 0-7 岁的婴幼儿设计制造及零售服装。服装设计理念为经典，自然，和谐，活泼，色彩亮丽。	50-200
	Sugar & Jade	2021	美国	Sugar & Jade 是一个新的聚焦 10-12 岁女童的时尚服饰、鞋类和配饰品牌，旨在颂扬女孩的个性，激发女孩对时尚的兴趣，并鼓励她们“做真实的自己”。	200-400

资料来源：公司财报，天猫商城，中银证券

美股童装龙头企业收入增速平稳。2016 至 2019 年间，美股童装品牌的龙头集团收入规模保持平稳增长，Carter's/GAP/The children's place 复合增速分别为 3.23%/1.83%/1.58%。2020 年受疫情影响，收入有所波动。2021 年已基本恢复至疫情前 2019 年水平，Carter's/GAP/The children's place 分别实现收入 34.86/166.70/19.15 亿美元，同比增速为 15.28%/20.80%/25.80%，预计未来将持续呈现收入规模平稳，增长速度稳定的特征。

图表 31. 美国童装上市龙头企业收入规模平稳，增长速度稳定（单位：亿美元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
Carter's	收入	31.99	34.00	34.62	35.19	30.24	34.86
	yoy	6.15%	6.29%	1.82%	1.65%	(14.06%)	15.28%
GAP	收入	155.16	158.55	165.80	163.83	138.00	166.70
	yoy	(1.78%)	2.18%	4.57%	(1.19%)	(15.77%)	20.80%
The children's place	收入	17.85	18.70	19.38	18.71	15.23	19.15
	yoy	3.45%	4.76%	3.63%	(3.48%)	(18.61%)	25.80%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

美股童装龙头集团盈利水平分化较大。2016-2019 年 Carter's 净利润较为平稳，2020 年受疫情影响，有所波动，2021 年已恢复稳健水平，净利润为 3.36 亿美元，同比增长 205.92%。The children's place 2021 年扭亏为盈，净利润大幅增长至 1.87 亿美元，增长势头较好，是疫情爆发前 2019 年净利润的 2.5 倍左右。GAP 童装 2019 年出现调整，业绩下滑，同时又受到疫情问题，仍处于恢复阶段。

图表 32. 美股童装龙头集团盈利水平分化较大 (单位: 亿美元)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
Carter's	净利润	2.58	3.03	2.82	2.64	1.10	3.36
	yoy	8.53%	17.30%	(6.86%)	(6.48%)	(58.41%)	205.92%
GAP	净利润	6.76	8.48	10.03	3.51	(6.65)	2.56
	yoy	(26.52%)	25.44%	18.28%	(65.01%)	(289.46%)	-
The children's place	净利润	1.02	0.85	1.01	0.73	(1.40)	1.87
	yoy	76.80%	(17.24%)	19.20%	(27.40%)	(291.49%)	-

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

美国童装市场发展成熟, 中国童装市场景气度高, 具有广阔增长空间。美国童装规模增速平稳, 2016 至 2019 年间复合增速为 3.77%, 2021 年疫情后周期反弹, 行业增速为 24.76%。同期中国童装市场发展较快, 规模逐步扩张, 2016 至 2019 年由 248.59 增长至 378.33 亿美元, 复合增速为 15.03%。2021 年疫情后周期行业恢复稳健水平, 同比增长 15.60% 至 405.57 亿美元。中国童装市场景气度较高, 发展势头极为强劲, 随着二胎政策持续推行, 婴童消费理念成熟, 童装市场规模有望进一步扩充。

图表 33. 美国童装市场发展成熟, 中国童装市场景气度高 (单位: 亿美元)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
美国	规模	311.48	323.89	338.59	348.10	292.18	364.52
	yoy	2.20%	3.98%	4.54%	2.81%	(16.06%)	24.76%
中国	规模	248.59	284.79	330.79	378.33	350.84	405.57
	yoy	12.20%	14.56%	16.15%	14.37%	(7.27%)	15.60%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

美国童装市场集中度较高, 多数品牌为龙头品牌下细分市场品牌。2016 至 2021 年间, 美国童装品牌市场结构较为稳定, CR3 保持在 20% 左右, CR5 保持在 30% 左右, 集中度较高, 龙头效应明显。同期中国市场 CR3 由 6.6% 逐步提升至 10.0%, CR5 由 8.0% 提升至 12.1%。相较于美国而言, 中国童装市场集中度仍有较大的提升空间。在中国和美国市场中市占率较高的品牌多数属于龙头服装集团, 例如 GAP 旗下的 Old Navy, 森马服饰旗下的 Balabala, NIKE 旗下的童装产品线等。

图表 34. 美国童装龙头企业市占率稳定

品牌	从属集团	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Carter's	Carter's	10.3%	10.4%	9.9%	9.8%	10.0%	11.8%
Old Navy	GAP	5.4%	5.7%	6.4%	6.4%	7.3%	7.1%
Private label	-	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%	6.5%	5.4%
NIKE Kids	NIKE	4.7%	4.5%	4.5%	4.6%	4.2%	4.7%
TARGET	TARGET	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.8%	4.2%
Children's Place	The children's place	4.1%	4.1%	4.1%	3.9%	3.8%	4.1%
Oshkosh	Carter's	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.7%
Under Armour	Under Armour	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.6%
Fruit of the Loom	Fruit of the Loom	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
H&M	H&M	1.6%	1.5%	1.3%	1.5%	1.3%	1.3%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 35. 美国童装市场品牌集中度较高, 龙头效应明显

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CR3	21.5%	21.8%	21.9%	21.7%	23.8%	24.3%
CR5	29.3%	29.4%	29.5%	29.4%	31.8%	33.2%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 36. 中国童装市场龙头企业市占率稳步提升

品牌	从属集团	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Balabala	森马服饰	4.6%	4.9%	5.9%	7.3%	7.3%	7.1%
Anta	安踏体育	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%
Uniqlo	Uniqlo	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%
Addidas	Addidas	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%
NIKE Kids	NIKE	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%
Pepco	Pepkor	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
Annil	安奈儿	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
Mini Peace	太平鸟	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%
Disney	Walt Disney	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%
Zara	Inditex	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 37. 中国童装市场集中度不断提升

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CR3	6.6%	7.1%	8.3%	9.9%	10.1%	10.0%
CR5	8.0%	8.7%	10.1%	11.8%	12.3%	12.1%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

美股童装行业处于较为成熟的发展阶段, 龙头企业估值表现稳健。2021 年美股童装龙头企业 Carter's/GAP/The children's place 市盈率分别为 8/12/3 倍, PS 分别为 0.8/0.2/0.3 倍, Carter's 估值水平处于行业领先水平, 近年估值表现平稳。A 股童装头部企业估值较美股上市企业略高, 森马服饰旗下巴拉巴拉为国内童装行业龙头, 成长性和盈利性远超同业, 2021 年森马服饰 PE 为 11 倍, PS 为 1.1 倍。

图表 38. 美股童装龙头金年 PE 估值水平稳定 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
Carter's	9	10	11	26	8
GAP	4	3	9	-	12
The children 's place	6	5	7	-	3

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 39. A 股童装头部企业估值水平较美股上市企业略高 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
森马服饰	14	10	11	20	11
安奈儿	26	22	43	-	-
爱婴室	26	20	15	20	32
ST 起步	9	10	13	-	-

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 40. Carter's 市销率处在领先水平 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
Carter's	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
GAP	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
The children 's place	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 41. 中国童装企业 PS 表现较为稳定 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
森马服饰	1.4	1.0	0.8	1.1	1.1
安奈儿	1.8	1.5	1.4	1.5	1.5
爱婴室	1.3	1.1	1.0	1.1	0.9
ST 起步	1.4	1.3	1.2	2.3	1.7

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

2.4 美股运动龙头多品牌运营为主, 运动时尚品牌估值溢价高

美股多体育运动品牌龙头稳定发展, 满足消费者个性化需求。美股龙头体育公司主要包括 NIKE, Adidas, Under Armour, Lululemon, Columbia, Puma 等。各龙头品牌围绕体育运动打造自身特色, 形成品牌优势。产品发展较为成熟, 专业性强, 科技含量高。

图表 42. 美股体育龙头以多品牌运营为主

公司名称	发源地	旗下运动品牌	品牌简介	产品价格区间(元)
NIKE	美国	NIKE	品牌体育用品包罗万象, 例如服装, 鞋类, 运动器材等。在品牌以提供大众化高质价比运动产品脱颖而出, 目标客群为专业运动员与大众运动爱好者。	100-3000
		Converse	产品涵盖鞋类、服饰、配饰及儿童系列, 三大经典系列为 Chuck Taylor All Star、Jack Purcell、Cons。品牌定位中档休闲服饰, 目标客群为追求自我时尚的青年人。	100-1000
Adidas	美国	Adidas	旗下拥有三大系列: 运动表现系列 performance、运动传统系列 originals 和运动时尚系列 neo。performance 系列定位运动, 目标客群为各年龄阶段的运动人士; original 系列定位时尚, 目标客群是追求潮流、追求品质的中高端群体; neo 系列定位年轻, 目标客群为年轻人。	100-5000
Under Armour	美国	Under Armour	产品主要包括 HeatGear 热装备系列、Cold Gear 冷装备系列, 以及主打柔软轻弹的各种鞋类。近年又推出了 RUSH 面料系列新品。品牌定位高端专业, 目标客群为追求高性能产品的运动爱好者。	100-3000
Lululemon	加拿大	Lululemon	创始人 Chip Wilson 以女式瑜伽裤起家, 目前, 其业务线已经拓展至运动内衣、T 恤、夹克、帽子、围巾、瑜伽垫等多个品类。品牌定位中高端运动休闲, 目标客群从瑜伽爱好者不断拓展。	200-5000
Columbia	美国	Columbia	产品系列已由最初的雨具、雨衣扩展到户外夹克、多功能裤、T 恤、恤衫、背包及户外运动鞋等全天候户外服饰。品牌定位户外休闲, 目标客群为户外活动爱好者与世界各地潮流人士。	100-2500
Puma	德国	Puma	品牌设计提供专业运动装备, 产品涉及跑步、足球、高尔夫、赛车等领域。定位于中高档档次的运动服饰品牌, 目标客群为热爱运动的年轻人。	100-4000

资料来源: 公司官网, 天猫商城, 中银证券

美股运动龙头企业收入规模较大, 增速保持稳健。除 2020 年受疫情波及外, 近五年美股体育运动龙头企业收入规模保持稳健态势, NIKE/Adidas/Under Armour/Lululemon/Columbia/Puma 复合增速分别为 4.73%/-2.0%/2.74%/24.12%/5.46%/10.95%。在 2021 年终端零售情况改善的背景下, 大多数美股运动龙头企业营收有所恢复, 增速水平良好, NIKE/Adidas/Under Armour/Lululemon/Columbia/Puma 分别实现收入 2836.27/1533.03/362.36/398.83/199.33/488.96 亿元, 同比增速为 19.08%/-3.73%/24.11%/40.02%/22.12%/30.2%。

图表 43. 美股龙头品牌营业收入较为稳定 (单位: 亿元)

		2017	2018	2019	2020	2021
NIKE	收入	2357.54	2334.65	2698.76	2667.43	2836.27
	yoy	10.68%	5.96%	7.47%	(4.38%)	19.08%
Adidas	收入	1655.49	1719.74	1847.58	1592.48	1533.03
	yoy	14.80%	3.28%	7.87%	(16.06%)	(3.73%)
Under Armour	收入	325.18	356.42	367.45	291.97	362.36
	yoy	2.96%	4.09%	1.42%	(15.05%)	24.11%
Lululemon	收入	168.05	220.58	274.08	284.84	398.83
	yoy	13.00%	24.13%	21.01%	10.62%	40.02%
Columbia	收入	161.14	192.33	212.25	163.22	199.33
	yoy	3.75%	13.63%	8.57%	(17.78%)	22.12%
Puma	收入	322.70	364.77	430.02	420.06	488.96
	yoy	14.04%	12.39%	18.37%	(4.87%)	30.2%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

2021 年美股运动龙头企业净利润水平明显改善, 整体业绩赶超疫情前水平。2019 年美股运动龙头企业 NIKE/Adidas/Under Armour/Lululemon/Columbia/Puma 净利润分别为 277.97/154.43/6.43/44.47/23.06/20.51 亿元, 2020 年因疫情散发, 盈利水平短期下挫。在全球疫情改善的背景下, 多集团 2021 年净利润有所恢复, 业绩表现超 2019 年水平, NIKE/Adidas/Under Armour/Lululemon/Columbia/Puma 分别实现归母净利润 364.71/152.77/22.96/62.17/22.58/22.26 亿元, 平均增速达 194.23%。

图表 44. 美股多品牌龙头归母净利润水平受疫情影响有所波动 (单位: 亿元)

		2017	2018	2019	2020	2021
NIKE	净利润	291.00	123.99	277.97	181.07	364.71
	yoy	17.81%	(54.41%)	108.43%	(36.98%)	125.56%
Adidas	净利润	85.59	133.56	154.43	34.67	152.77
	yoy	7.87%	55.15%	16.10%	(78.14%)	340.66%
Under Armour	净利润	(3.15)	(3.18)	6.43	(35.83)	22.96
	yoy	(118.78%)	4.06%	299.00%	(696.03%)	164.06%
Lululemon	净利润	16.41	32.45	44.47	38.11	62.17
	yoy	(14.74%)	87.04%	33.44%	(8.78%)	63.15%
Columbia	净利润	6.87	18.41	23.06	7.05	22.58
	yoy	(45.22%)	155.18%	23.20%	(67.32%)	220.34%
Puma	净利润	10.60	14.71	20.51	6.33	22.26
	yoy	117.63%	38.00%	40.02%	(69.93%)	251.66%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

美国运动市场成熟、规模较大, 中国运动市场近年成长较快, 规模持续扩张。近五年美国运动市场规模增速稳健, 整体稳步扩张, 由 2017 年的 1089.91 亿美元增加至 2021 年的 1371.13 亿美元, 复合增速为 5.9%。中国运动市场成长性凸显, 2017 至 2021 年由 350 亿美元增长至 588 亿美元, 除去 2020 年受疫情影响致使增速转负, 其余年份增速均在 20% 左右, 复合增速为 13.42%。受益于健康理念的广泛传播和各大赛事接连的举办, 中国运动市场持续高景气, 行业规模扩张潜力较大。

图表 45. 美国运动市场规模成熟, 中国运动市场增速较快 (单位: 亿美元)

		2017	2018	2019	2020	2021
美国	规模	1089.91	1186.35	1261.10	1064.52	1371.13
	yoy	5.81%	8.85%	6.30%	(15.59%)	28.80%
中国	规模	350.45	425.67	506.13	494.04	588.22
	yoy	16.33%	21.46%	18.90%	(2.39%)	19.06%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

相比美国，中国运动品牌市场集中度更高，龙头效应更加明显。2017年至2021年，美国运动市场集中度情况较为稳定，CR3保持在26%左右，CR5保持在30%左右，集中度较高，其中NIKE以16%左右的市占率稳居第一。同期中国市场CR3略有下降，由44.80%降至43.00%，CR5有所提升，由53.60%提升至58.10%。相较于美国而言，中国运动市场集中度更高，龙头效应更加明显。

图表 46. 美国运动龙头企业市占率波动较小

品牌	2017	2018	2019	2020	2021
NIKE	16.10%	15.00%	15.00%	15.10%	16.50%
Adidas	5.20%	5.50%	5.50%	6.10%	6.00%
Under Armour	4.80%	4.40%	4.20%	3.80%	4.30%
Lululemon	1.60%	1.80%	2.10%	2.70%	2.50%
Columbia	1.60%	1.80%	1.90%	1.70%	2.00%
Puma	0.00%	1.20%	1.30%	1.40%	1.40%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 47. 近年美国运动行业龙头市占率有小幅提升

	2017	2018	2019	2020	2021
CR3	26.10%	24.90%	24.70%	25.00%	26.80%
CR5	29.30%	28.50%	28.70%	29.40%	31.30%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 48. NIKE 和 Adidas 稳居中国运动市场企业市占率前列

品牌	从属集团	2017	2018	2019	2020	2021
NIKE	NIKE	18.10%	18.70%	18.80%	20.00%	19.10%
Adidas	Adidas	18.30%	19.20%	18.80%	17.10%	14.60%
安踏	安踏体育	8.40%	9.00%	9.10%	8.60%	9.30%
李宁	李宁	6.20%	6.00%	6.50%	6.80%	8.20%
Fila	安踏体育	2.60%	3.80%	5.50%	6.60%	6.90%
Skechers	Skechers	3.90%	4.90%	5.30%	5.90%	6.60%
Xtep	Xtep	4.40%	4.50%	4.80%	4.50%	4.40%
Jordan	NIKE	2.00%	2.20%	3.10%	3.60%	4.00%
361度	361度	3.80%	3.10%	2.90%	2.70%	2.60%
Converse	NIKE	2.30%	2.20%	2.10%	2.20%	2.20%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 49. 中国运动市场品牌集中度较高，龙头效应明显

	2017	2018	2019	2020	2021
CR3	44.80%	46.90%	46.70%	45.70%	43.00%
CR5	53.60%	56.70%	58.70%	59.10%	58.10%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

运动行业景气度上扬叠加龙头强运营能力，PEPS 较高，其中运动时尚品牌估值溢价高。除 2020 年疫情散发致使估值波动，经过近一年的调整，2021 年中美纺服上市企业估值情况均回落到疫情前正常水平。美股上市企业 Lululemon 是以“运动+时尚”为品牌特点的崛起新秀，2021 年 PE 为 33 倍，PS 为 5.2 倍，估值处在行业相对高水平。中国运动巨头安踏体育/李宁/361 度/特步国际在时尚运动产品方面持续投入、增加布局，大力拓宽业务范畴，覆盖更多潜在消费人群，带动竞争力增强，2021 年估值分别为 28 倍、38 倍、12 倍、34 倍，与国外体育服饰龙头估值水平基本相当。

图表 50. “运动+时尚”品牌 Lululemon 的 PE 估值较高 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
NIKE	82	40	63	28	26
Adidas	30	20	17	77	16
Under Armour	-	-	44	-	11
Lululemon	125	67	50	55	33
Columbia	43	17	14	42	13
Puma	73	53	38	126	33

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 51. 运动行业高景气度支撑国内龙头企业较高估值水平 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
安踏体育	71	56	44	42	28
李宁	305	230	112	93	38
361 度	16	25	18	18	12
特步国际	78	51	47	62	34

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 52. NIKE 与 Lululemon 品牌 PS 较高 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
NIKE	4.4	4.1	4.3	3.6	3.4
Adidas	1.6	1.5	1.4	1.7	1.6
Under Armour	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7
Lululemon	12.2	9.8	8.1	7.3	5.2
Columbia	1.8	1.6	1.5	1.8	1.4
Puma	2.4	2.1	1.8	1.9	1.6

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

图表 53. 安踏体育和李宁 PS 较高 (单位: 倍)

	2017	2018	2019	2020	2021
安踏体育	13.0	9.5	6.9	6.2	4.3
李宁	17.6	15.6	12.1	10.9	6.8
361 度	1.4	1.5	1.4	1.4	1.2
特步国际	6.2	5.2	4.2	3.9	3.1

资料来源: 万得, 中银证券

注: 以 2022 年 7 月 5 日收盘日价进行核算

投资建议

1) 我国纺服龙头公司规模有望提升

对标目前美国纺服企业营收情况，我国龙头服装公司规模仍有较大成长空间，尤其是在竞争结构上国内市场仍存在较大的优化空间，在品牌、供应链、营销等优势下，我国 A 股纺服上市龙头收入利润规模有望逐步提升。推荐大众服饰龙头**森马服饰**、**太平鸟**、**海澜之家**。**森马服饰**：线上线下渠道持续优化，童装、成人休闲并进，看好公司长期发展。**太平鸟**：通过精细化运营以及线上线下协同，持续推进全渠道优化，更好地触达连接消费者，增长趋势明显。**海澜之家**：持续巩固主品牌优势，发力新品牌拓展，运营端深化数字智能化供应链体系，推动公司长期高质量发展。

2) 我国男女童装龙头企业具备较大业绩和估值的成长空间

美国男女装龙头集团多品牌布局较好，估值常年保持较高水平，业绩表现亮眼。对标美企龙头，我国服装头部企业在净利润上具备较大成长空间，各公司积极完善品牌矩阵，培养广泛消费客群，打开盈利成长空间，估值有望进一步提升。看好多品牌龙头集团代表**比音勒芬**、**报喜鸟**、**波司登**、**歌力思**。**比音勒芬**：持续推进产品创新升级，品牌力强势提升溢价，线下快速扩店叠加线上新零售业务布局，盈利能力较强。**报喜鸟**：产品覆盖持续完善，线下线上双渠道优化提速驱动未来增长。**波司登**：全渠道建设质效双升，供应链优化促进发展。**歌力思**：新品牌增长健康，主品牌继续恢复，品牌矩阵日趋完善。

3) 专业运动叠加时尚元素，体育龙头估值上升空间大

我国体育服饰龙头在时尚运动产品方面持续投入、增加布局，大力拓宽业务范畴，覆盖更多潜在消费人群，带动竞争力增强，未来估值可上升空间较大。重点推荐**安踏体育**、**李宁**、**特步国际**。**安踏体育**：优化渠道效率，打造多品牌矩阵。**李宁**：引领国潮时尚，业绩增长动力强劲。**特步国际**：坚持多品牌业务模式，加快海外布局。

四、风险提示

1) 疫后消费复苏不及预期。

受疫情影响消费下滑，若疫情后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。

国内外品牌纷纷发力线上电商渠道，增大营销推广，抢夺用户流量，行业市场竞争激烈。

3) 新零售发展不及预期。

新零售涉及线上平台和线下实体商业两类经营主体，在运营系统、营销策略以及商品布局等方面，都存在差异，新零售发展不及预期。

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内容发表。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