

纺织服饰行业深度报告

走向复苏之海外经验启示：美日放开后，服装品牌如何表现？

增持（维持）

关键词：#困境反转 #新需求、新政策

投资要点

■ **海外经验对中国放开后服装行业演绎具参考意义。**2022年11月以来国内防疫政策经历了从松动到全面放开，继《消费场景若复苏，哪些品牌服饰最受益？》专题报告中对品牌服饰复苏路径的讨论，本篇报告希望从国际经验角度进行更进一步研究。选取美国和日本作为参考，其中美国放开策略较激进、日本较谨慎，但均采取了两步走放开策略，考虑中国21年11-12月在短时间内实现全面放开，我们判断美国逐步放开阶段和日本全面放开阶段、对中国放开后服装行业演绎更具参考意义。

■ **美国：逐步放开后，服装品牌PE和业绩先后受益。**剖析美国逐步放开阶段（21.1-22.3）品牌服饰基本面及市场表现：**1）销售及业绩：**逐步放开后服装行业零售额出现明显反弹，且反弹幅度较大、好于整体零售表现；细分领域中男装和运动装表现领先，其中男装（主要为商务男装）受益于低基数+返工潮+消费相对刚性、运动装受益于赛道优势+产品具功能属性；服装品牌公司营收均显著改善，其中瑜伽/运动/男装龙头增速领先。**2）股价及估值：**逐步放开后服装板块在估值和业绩先后修复下股价上涨，在逐步放开时点前后PE见顶、之后5-8个月内股价见顶。其中运动品牌Nike、Lululemon股价最先触底回弹，休闲品牌美鹰傲飞、GAP股价虽表现较晚、但弹性最高。

■ **日本：全面放开后，服装品牌业绩和股价企稳向好。**剖析日本全面放开阶段（22.3以来）品牌服饰基本面及市场表现：**1）销售及业绩：**全面放开后服装零售好转、超过整体零售表现，服装各细分领域之间差距不大。各服装品牌公司营收增速均转正，其中运动服饰和高性价比休闲服龙头增速领先。**2）股价及估值：**全面放开后服装行业开启上涨行情、跑赢大盘；各品牌公司股价普遍上行，其中亚瑟士、TSI、迅销涨幅领先；业绩修复为股价上涨主要驱动因素，多数公司估值变化不大，亚瑟士、TSI估值有所反弹。

■ **美日经验启示：放开明确利好服装品牌估值与业绩修复，股价上涨行情较持续。****1）综合来看，**在美国逐步放开、日本全面放开后，服装零售、服装公司业绩均呈回暖向好趋势，股价先后在PE和EPS回升支撑下迎来持续6-9个月以上上涨行情。**2）细分来看，**运动品牌因具功能性且赛道景气度高、表现稳健且率先反弹，男装（美国经验，消费相对刚性且受益于复工潮）及高性价比品牌（日本经验）修复节奏相对较快，休闲装品牌可选属性相对较强且受疫情冲击较严重，修复较晚、但弹性较大。

■ **关于2023年国内品牌服饰的几个判断：****1）总体判断，**综合美日经验及国内品牌服装供需变化（放开有利于消费需求回暖+疫情期格局优化利好品牌龙头），我们认为23年国内品牌服饰行业尤其是龙头业绩复苏确定性较大。**2）从修复时间上看，**据感染进程及基数原因，预计品牌服饰业绩23Q2将出现较大幅度反弹。**3）从修复幅度上看，**消费力决定修复幅度，期待消费刺激政策提振居民消费信心。**4）从细分领域看，**受损严重的领域反弹幅度相应较大，复苏节奏从快到慢/复苏弹性从低到高依次为：运动服饰、男装、家纺、高端女装、休闲服。**5）从股价表现看，**23年纺服板块有望跑赢大盘，在PE和业绩先后支撑下股价上涨有望持续6个月以上。

■ **投资建议：稳健成长首选运动服饰，困境反转首选男装。**我们推荐两条复苏主线：**1）运动服饰：**因具有功能属性、需求偏刚性、受居民消费力下降影响较小，有望在消费场景放开后率先复苏，如安踏体育、李宁、特步国际、比音勒芬等；**2）困境反转型：**因业绩受损较严重、业绩复苏弹性较大，其中男装有望较快修复。这类公司主要特征包括线下收入占比高、门店数量多、定位大众、逆势开店等，如海澜之家、报喜鸟、森马服饰、太平鸟、歌力思、罗莱生活等。

■ **风险提示：**国内疫情反复、居民消费信心恢复不足、宏观经济低迷等。

2023年01月20日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

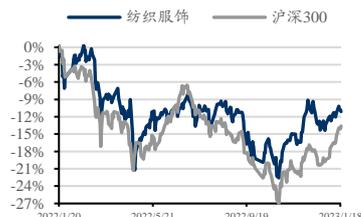
lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《风起有时，春日不迟 —— 纺织服装行业2023年度策略》

2023-01-03

《行业跟踪：11月服装终端仍承压，但消费场景放开趋势明确》

2022-12-19

内容目录

1. 美国：逐步放开后，服装品牌 PE 和业绩先后受益	4
1.1. 基本面情况：放开后普遍复苏，运动、男装增速领先.....	4
1.2. 股价及估值：估值先于股价见顶，运动服先涨、休闲服涨幅较大.....	7
1.3. 总结：美国服装品牌受益于“逐步放开”信号，估值和业绩先后修复.....	8
2. 日本：全面放开后，服装品牌业绩和股价企稳向好	9
2.1. 基本面情况：全面放开后增长提速，运动+性价比休闲服表现领先.....	9
2.2. 股价及估值：全面放开前分化较大，放开后普遍上行、整体跑赢大盘.....	11
2.3. 总结：日本服装品牌受益于“全面放开”信号，品牌间分化较大.....	13
3. 美日经验启示和投资建议	14
3.1. 美日经验启示：放开明确利好服装品牌估值与业绩修复.....	14
3.2. 中国品牌服饰复苏驱动：需求回暖、格局优化.....	14
3.3. 投资建议：稳健成长首选运动服饰，困境反转首选男装.....	15
4. 风险提示	16

图表目录

图 1:	美日先于中国放松疫情管制.....	4
图 2:	2020 年至今美国总体零售及服装零售额同比增速.....	5
图 3:	2020 年至今美国各类型服装零售额增速.....	5
图 4:	两个阶段（逐步放开-完全放开，完全放开以来）美国服装细分领域零售额月均同比.....	5
图 5:	美国主要服装品牌季度营收同比增速（最新季度时间区间参考下表最右列）.....	6
图 6:	两个阶段（逐步放开-完全放开、完全放开以来）美国服装品牌区间营收同比增速.....	6
图 7:	2020 年以来标普 500 服装零售指数和标普 500 走势.....	7
图 8:	2020 年至今美国主要服装品牌股价呈倒“V”型.....	7
图 9:	美国主要服装品牌 PE 在逐步放开政策前后达到高点.....	8
图 10:	2019 年以来日本整体零售额及服饰零售额同比增速.....	9
图 11:	2020 年至今日本各类型服装零售额增速.....	10
图 12:	两个阶段（逐步放开-完全放开，完全放开以来）日本服装细分领域零售额月均同比.....	10
图 13:	日本主要服装品牌季度营收增速.....	11
图 14:	两个阶段（逐步放开-完全放开、完全放开以来）日本服装品牌区间营收同比增速.....	11
图 15:	2020 年以来日经 225 指数及东京证交所纺服指数走势.....	12
图 16:	全面放开后日本主要服装品牌股价普遍上行.....	12
图 17:	日本“逐步放开”时点部分品牌 PE 呈下滑态势、“全面放开”时点 PE 有所反弹.....	13
表 1:	重点品牌服饰公司估值及盈利预测表.....	15

2022年11月以来国内防疫政策经历了从松动到全面放开的过程，我们此前在《消费场景若复苏，哪些品牌服饰最受益？》（2022/11/16）专题报告（后文简称复苏专题报告）中从疫情对服装消费的影响机理出发，讨论了中国防疫政策松动后品牌服饰的复苏路径。随全面放开持续推进，我们力求在上一篇报告基础上，从国际经验角度进一步验证服装消费复苏的确定性、路径以及细分领域表现。

本文选取美国和日本作为参考对象。海外国家此前已经经历全面放开，回溯海外放开后服装行业及公司表现对国内具有一定参考意义，本文选取放开策略“激进型”的美国和“谨慎型”的日本市场进行复盘。美国和日本均经历了从“逐步放开”到“全面放开”的两个阶段，其中美国放开较早（2021/01）、推进步伐较坚定，日本相对谨慎、放开时间较晚（2021/10）。中国放开晚于美日，但从提出优化调整措施到全面放开之间时间间隔较短、推进较彻底，随感染人数达峰完成，消费场景有望快速恢复。

图1：美日先于中国放松疫情管制



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 美国：逐步放开后，服装品牌 PE 和业绩先后受益

美国管控放开时间较早，推进较激进。美国防疫政策的放松分为两步，第一步为21年1月“逐步放开”，公布“疫情防范和应对国家战略”、管控政策逐步放宽；第二步为22年3月“全面放开”，主要内容包括不再强制戴口罩、不再提供大型检测、部分地区取消疫苗限制等。

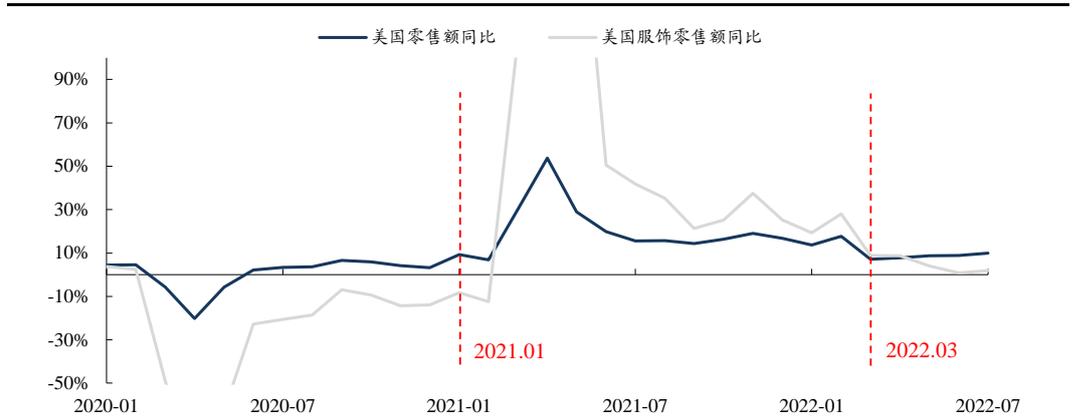
1.1. 基本面情况：放开后普遍复苏，运动、男装增速领先

➤ 行业零售：逐步放开后普遍复苏、力度优于整体零售，男装、运动增速领先

美国逐步放开后服饰零售明显反弹，全面放开后在其他因素影响下走弱。2020年以来美国服饰与整体零售额走势较为一致，服装消费因其可选属性波动幅度大于整体。20年疫情冲击后美国整体零售额出现下滑（20/04 同比-20.2%）、服装零售额下滑幅度较大（20/04 同比-87.3%）；21年1月随美国宣布逐步放开，叠加美国政府发放大量现金补助，服装销售大幅反弹、同比增速高于整体零售；22年3月美国宣布全面放开，但由于

宽松货币政策退出、通胀水平高企，服装消费整体放缓、弱于整体零售。

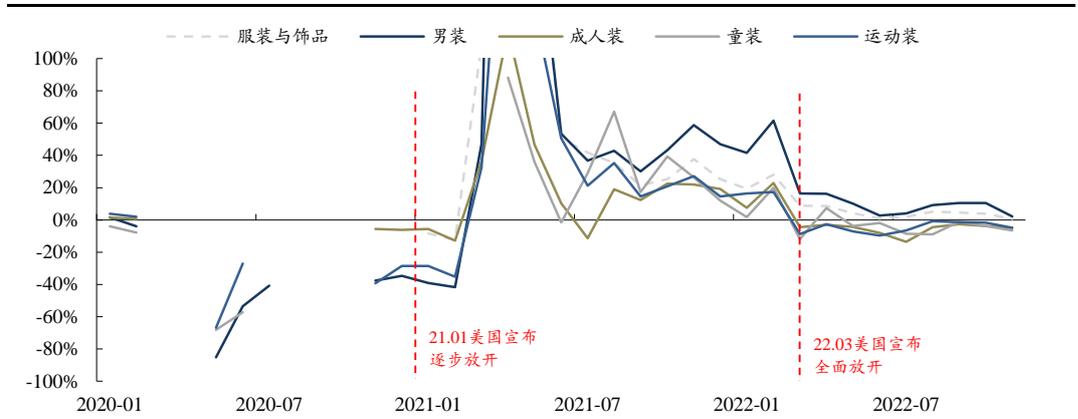
图2：2020年至今美国总体零售及服装零售额同比增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

逐步放开后男装、运动装零售额增速领先。 21/01-22/02 美国逐步放开期间，从细分领域看零售额月均同比增速从高到低排序为：男装店（89%）（销售男性穿着服饰的服装店，我们判断以商务男装为主）>运动装店（41.7%）>童装店（30.5%）>成人装店（21.9%）（男女装混合销售的服装店，我们判断类似于国内的休闲服饰），男装增速较高，我们认为与低基数、返工潮及男装消费相对刚性有关（放开后男装需求释放充分），运动装表现较稳健。22/03-22/11 期间童装、运动装、成人装销售同比走弱转负，男装保持增长、我们推测仍受益于疫情后返工潮。

图3：2020年至今美国各类型服装零售额增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：两个阶段（逐步放开-完全放开，完全放开以来）美国服装细分领域零售额月均同比

	21/01-22/02	22/03-22/11
男装	89.0%	9.1%
运动装	41.7%	-4.8%
童装	30.5%	-4.4%
成人装	21.9%	-5.5%

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

➤ 公司业绩：运动服饰率先复苏，逐步放开后瑜伽/牛仔/男装公司领跑

本文选取以美国为主要市场的 11 个服装品牌为参考对象（除 Adidas 外其余 10 个品牌美国市场最新财报季度收入占比均在 40%以上），从营收同比增速的角度来看：

1) 20 年疫情后运动服饰率先复苏。2020 年疫情后，各品牌营收增速转正先后顺序为：Lululemon（瑜伽）、安德玛（运动）、Nike（运动）、Hanes（女装）、VF（运动）、Adidas（运动）、Carters（童装）、拉夫劳伦（男装）、HM（休闲）、GAP（休闲）、美鹰傲飞（牛仔服饰），总结下来运动服饰复苏较快、休闲服复苏相对较慢。

2) 21Q1 逐步放开后瑜伽/牛仔/男装公司领跑。逐步放开至全面放开期间（21Q1-22Q1，具体财报日期见图 5）服装品牌营收普遍出现反弹，其中 Lululemon、美鹰傲飞、拉夫劳伦增速靠前，我们认为 Lululemon 受益于瑜伽赛道高景气、美鹰傲飞及拉夫劳伦则受益于低基数+复工潮带动下反弹。

3) 22Q2 全面放开后品牌表现分化。全面放开以来（22Q2-22Q3）各品牌区间营收同比增速从高到低排序为：Lululemon、Adidas、HM、美鹰傲飞、拉夫劳伦、Nike、安德玛、VF、Carters、Hanes、GAP，各类型品牌表现分化。

图5：美国主要服装品牌季度营收同比增速（最新季度时间区间参考下表最右列）

	赛道	美国/北美市场收入占比（最新季度）	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	公司最新季度截止日
GAP	休闲服饰	73%	1.1%	-43.1%	-18.2%	-0.1%	-5.3%	39.4%	28.6%	-1.3%	2.3%	-12.9%	-8.4%	2022/7/29
HM	休闲服饰	/	7.7%	-50.1%	-18.7%	-4.8%	-27.1%	62.3%	9.3%	8.1%	22.7%	17.2%	3.4%	2022/8/31
Nike	运动服饰	43%	5.1%	-38.0%	-0.6%	8.9%	2.5%	95.5%	5.6%	1.0%	5.0%	-0.9%	3.6%	2022/8/31
拉夫劳伦	男装	46%	-15.4%	-65.9%	30.0%	18.2%	1.0%	182.3%	26.0%	26.7%	8.3%	8.3%	5.0%	2022/10/1
VF	运动户外	57%	-34.6%	-52.6%	23.1%	12.2%	22.8%	103.9%	22.6%	22.0%	9.4%	3.1%	-3.7%	2022/9/30
Lululemon	瑜伽	68%	19.7%	16.7%	2.2%	22.0%	23.8%	88.1%	60.7%	29.8%	23.1%	31.6%	28.8%	2022/7/31
Carter's	童装	85%	-11.7%	-29.9%	-8.3%	10.1%	20.3%	45.0%	2.9%	7.3%	-0.8%	-6.1%	-8.1%	2022/10/1
Hanes	贴身内衣	/	-17.1%	-1.3%	-3.1%	2.8%	14.6%	0.7%	-1.0%	-2.8%	4.5%	-13.8%	-6.6%	2022/10/1
美鹰傲飞	牛仔服饰	/	5.7%	-37.8%	-15.1%	-3.3%	-1.7%	87.5%	35.2%	23.5%	16.7%	2.0%	0.3%	2022/7/30
Adidas	运动服饰	27%	-19.2%	-35.0%	-7.0%	-5.0%	10.8%	41.9%	-3.6%	-7.4%	0.6%	10.2%	1.4%	2022/9/30
安德玛	运动服饰	64%	-22.8%	-40.6%	0.2%	-2.6%	35.1%	91.0%	7.9%	8.9%	-14.9%	-0.2%	1.8%	2022/9/30

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：两个阶段（逐步放开-完全放开、完全放开以来）美国服装品牌区间营收同比增速

	赛道	21Q1-22Q1	22Q2-22Q3
Lululemon	瑜伽	37.7%	30.1%
美鹰傲飞	休闲服饰	35.9%	9.5%
拉夫劳伦	男装	32.3%	6.6%
VF	运动户外	27.2%	-0.9%
安德玛	运动服饰	21.9%	0.9%
NIKE	运动服饰	17.6%	1.3%
GAP	休闲服饰	14.2%	-10.6%
Carter's	童装	12.0%	-7.2%
HM	瑜伽	9.3%	9.7%
Adidas	运动服饰	5.7%	10.9%
Hanes	休闲服饰	2.5%	-10.2%

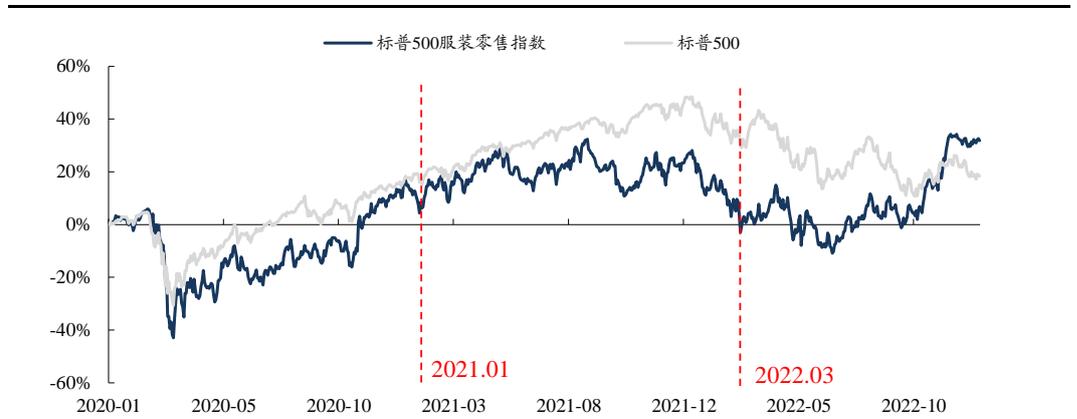
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.2. 股价及估值：估值先于股价见顶，运动服先涨、休闲服涨幅较大

➤ 股价复盘：逐步放开后股价普遍上行，休闲服涨幅较大

板块整体：“逐步放开”前后持续上行，“全面放开”后股价仅小幅反弹。20年以来服装零售指数与标普500指数走势整体较一致，其中服装零售指数在美国逐步放开后见顶时间早于大盘。**1)**20年初疫情爆发后服装零售板块及大盘指数均跌至低点，后随疫情冲击减小回升；**2)**21年1月美国宣布逐步放开后板块及大盘指数继续回升，其中服装零售板块呈一定波动、8月见顶，大盘则上行至12月见顶；**3)**22年3月美国宣布全面放开，但封锁程度边际变化较小，同时结合美联储加息、通胀水平高企、消费走弱、服装企业出现库存问题等因素，服装零售板块及大盘小幅反弹后继续下行，22年11月以来服装零售指数有所反弹。

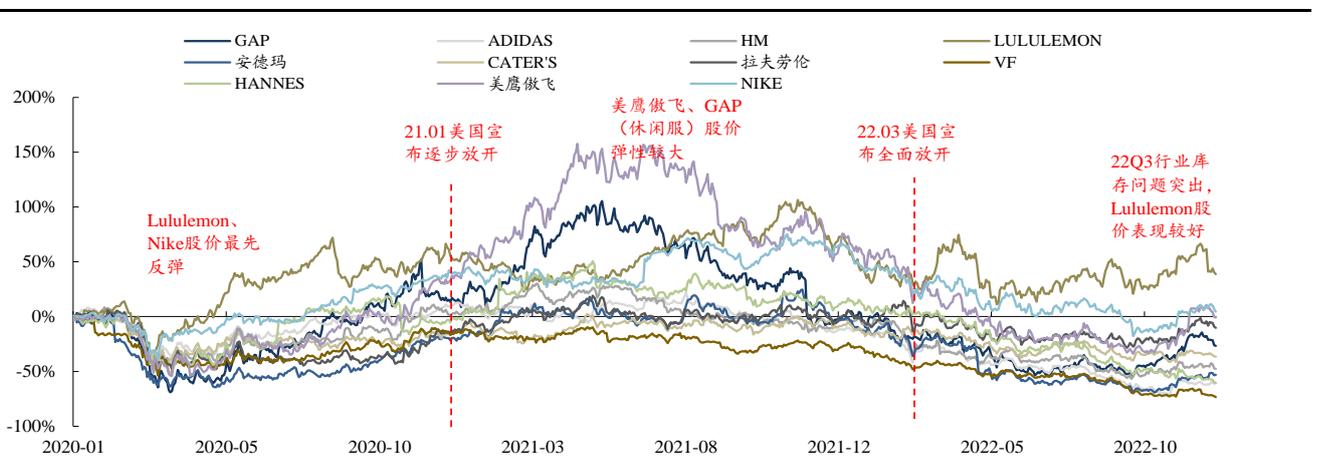
图7：2020年以来标普500服装零售指数和标普500走势



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

分品牌看：Lululemon、Nike 最先反弹，逐步放开后美鹰傲飞、GAP 涨幅最高。从个股的角度看，**1)**20年疫情冲击后Lululemon、Nike股价最先反弹回升，体现运动赛道稳健性；**2)**21年1月美国宣布逐步放开后牛仔服饰品牌美鹰傲飞、休闲服饰品牌GAP股价弹性较大，美鹰傲飞股价较20年初最高涨幅达到150%以上；**3)**22年3月全面放开后行业库存问题影响下各品牌股价均有所走低，Lululemon相对稳健。

图8：2020年至今美国主要服装品牌股价呈倒“V”型



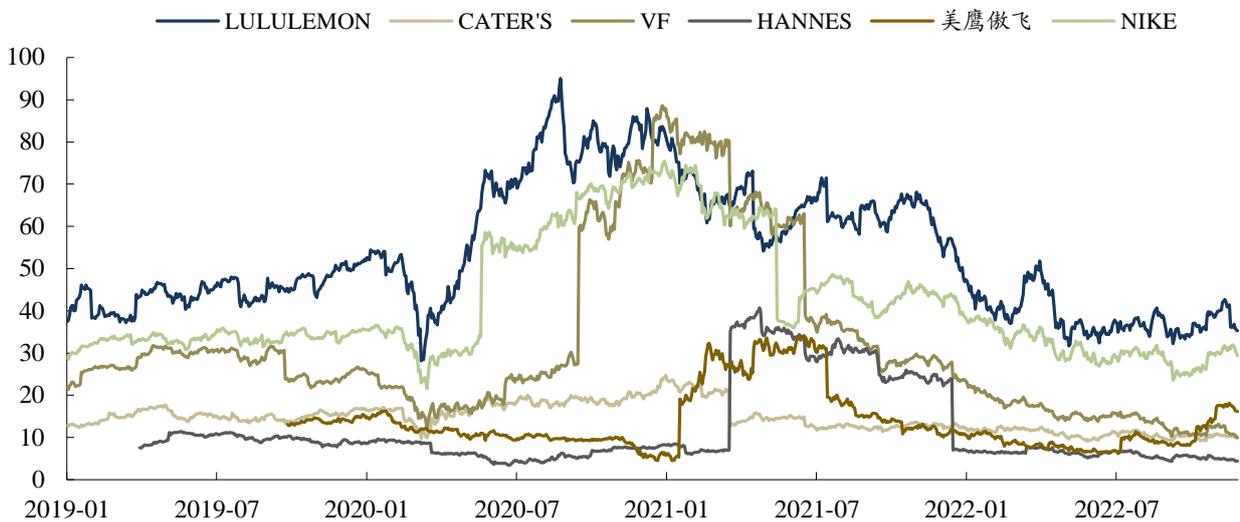
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

➤ PE 复盘：逐步放开后 PE 见顶早于股价，目前已回落至 19 年水平

2020 年至今美国主要服装品牌 PE 普遍经历先上升、后回落的过程，多数品牌 PE 在“逐步放开”信号出现前后即达到高点。20 年疫情首次冲击后 Lululemon、Nike 市盈率最快出现低位回升，21 年 1 月美国宣布逐步放开时多数品牌 PE 先后见顶。Lululemon 市盈率在 20 年 9 月升至 90X 高点、21 年 1 月出现次高点 85X，Nike 市盈率 21 年 1 月升至 70X 高点，VF、美鹰傲飞、HANNES 市盈率先后反弹，VF21/01 见顶（90X）、美鹰傲飞 21/03 见顶（30X）、HANNES21/05 见顶（50X）。可见“逐步放开”信号对美国服装品牌 PE 有显著提振作用，放开落地后 PE 开始下行。

目前各品牌 PE 普遍回落至 19 年水平。随业绩修复估值消化，目前各服装品牌 PE 普遍回落至疫情前 2019 年水平，截至 22 年 12 月各品牌平均 PE 分别为：Lululemon（35X）>Nike（30X）>美鹰傲飞（16X）>VF（10X）>CATERS（10X）>HANNES（4X）。

图9：美国主要服装品牌 PE 在逐步放开政策前后达到高点



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.3. 总结：美国服装品牌受益于“逐步放开”信号，估值和业绩先后修复

美国“逐步放开”阶段对当前中国更具参考性。由于美国“逐步放开”政策的推进方向明确，因此市场对该政策信号的反应更积极，而对“全面放开”反应平淡。由于中国防疫政策从松动到全面放开之间间隔时间较短、放开方向明确（2022 年 11 月公布“20 条”防疫政策优化调整措施放松封控政策，12 月公布“新 10 条”进一步走向全面放开），因此我们认为美国的逐步放开阶段对中国更具有参考意义。

销售及业绩表现：1) 从行业整体层面看，美国逐步放开后服装零售额出现明显反弹，且同比增速反弹幅度较大、好于整体零售表现；全面放开后受其他因素影响（加息+通胀+消费低迷+服装库存问题）服装零售增速放缓、弱于整体零售。2) 从细分领域看，逐步放开后美国男装和运动装表现领先，我们判断男装（主要为商务男装）受益于基数+返工潮+男装消费相对刚性、运动装则受益于赛道成长性+产品具有功能属性促需求偏刚性。3) 从各公司业绩看，逐步放开后各品牌营收均有显著改善，其中瑜伽/运动/男装品牌增速领先；全面放开时点美国在高通胀+加息环境下消费走弱，服装品牌营收表现不及第一阶段。

股价及估值表现: 1) 总体上看, 美国逐步放开后服装板块出现估值和业绩的双重修复下的股价上涨, 在逐步放开时点前后 PE 见顶、之后 5-8 个月内股价见顶, 股价支撑因素放开前为估值修复、放开后为业绩修复。“逐步放开”政策信号前后, 品牌服装 PE 在复苏预期支撑下较快升至高点, 后随政策落地开始下行。此后在公司业绩复苏支撑下, 品牌服饰股价继续上行 5-8 个月后续见顶回落。2) 分公司看, 疫情后运动品牌 Nike、Lululemon 股价最先见底回弹, 此后在管控放松、行业复苏过程中, 休闲品牌美鹰傲飞、GAP 股价虽表现较晚、但弹性最高。

2. 日本: 全面放开后, 服装品牌业绩和股价企稳向好

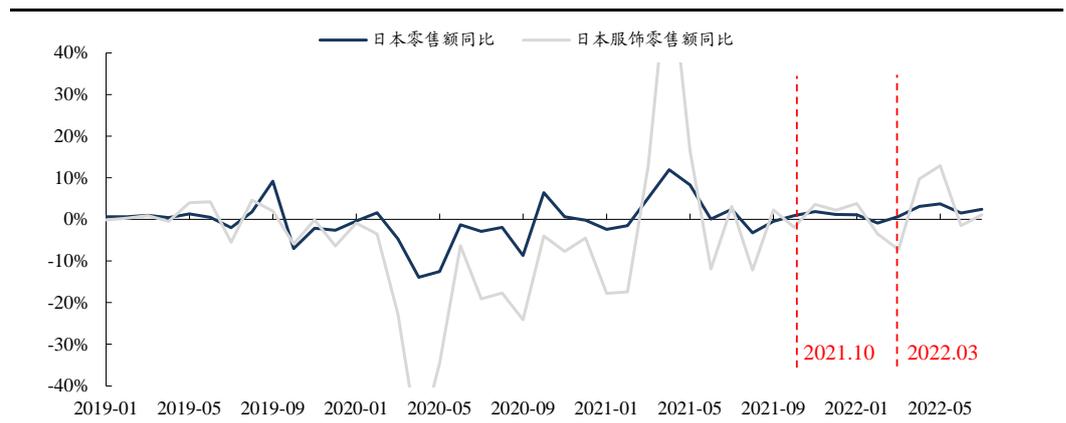
日本放开步伐较谨慎、全面放开时间较晚。日本防疫政策的放松同样分两步, 第一步为 21 年 10 月“逐步放开”, 宣布全面解除紧急事态宣言、就放开进行实验; 第二步为 22 年 3 月“全面放开”, 全面解除蔓延防管控、向共存更进一步。

2.1. 基本面情况: 全面放开后增长提速, 运动+性价比休闲服表现领先

➤ 行业零售: 全面放开后增速上行, 成人装好于童装

整体: “全面放开”阶段表现好于“逐步放开”阶段。日本服饰零售额同比与整体零售从走势看较为一致、但波动幅度大于整体零售、20-21 年期间弱于整体零售。20 年受疫情冲击各类型服装零售额下滑较多; 20/10-21/10 期间除了 21/04 受基数效应影响增速反弹回正外, 其余时间受反复启动紧急事态影响服装消费整体表现仍较弱; 21/10 宣布逐步放开后, 各类型服装零售额增速回暖转正; 22 年 3 月日本宣布全面解除管控, 服装消费增速较前期明显提升、企稳向好。

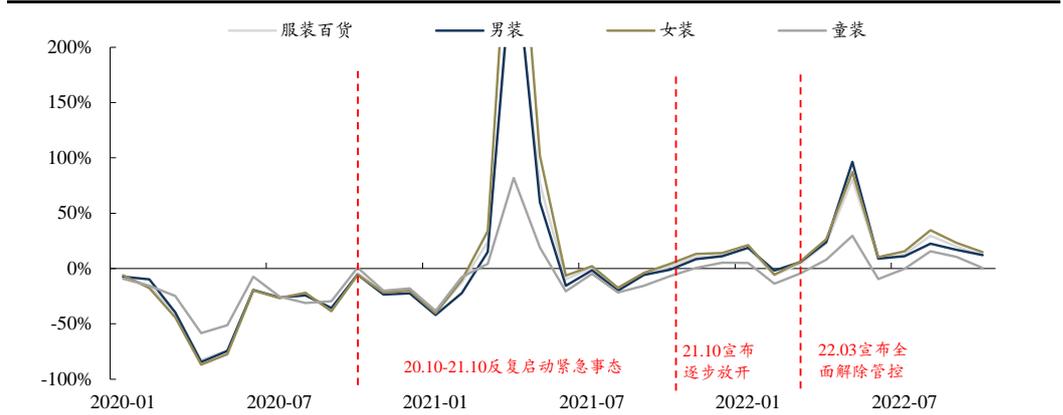
图10: 2019 年以来日本整体零售额及服饰零售额同比增速



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

细分领域: 女装、男装表现好于童装。 1) 21/10-22/02 日本逐步放开期间, 零售额月均同比增速从高到低排序为: 女装 (9.4%) > 男装 (7.1%) > 其他服装 (-2.9%) > 童装 (-1.9%), 各细分领域之间差距不大, 女装、男装表现好于童装; 2) 22/03-22/11 全面放开期间各细分领域零售增速均转正, 且表现明显好于逐步放开阶段, 其中女装、男装表现仍优于童装。

图11: 2020年至今日本各类型服装零售额增速



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 两个阶段(逐步放开-完全放开, 完全放开以来)日本服装细分领域零售额月均同比

	21/10-22/02	22/03-22/11
女装	9.4%	27.3%
男装	7.1%	24.7%
服装百货	7.2%	23.7%
其他服装	-2.9%	10.2%
童装	-1.9%	6.2%

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

➤ 公司业绩: 放开后性价比休闲服、运动装营收同比增速领先

以日本为主要市场的9个服装品牌为参考对象,各品牌所处赛道见图13,从营收同比增速的角度来看:

1) 2020 疫情后运动装、性价比休闲服率先复苏。2020 年疫情后,日本服装品牌营收同比增速转正先后顺序为: Shimamura (20Q3)(休闲、主打性价比)、亚瑟士(20Q3)(运动)、美津浓(20Q4)(运动),迅销(休闲,主打性价比)自20Q3起恢复至持平略降水平,其他品牌均在21Q2转正,总体看运动服饰、定位高性价比品牌复苏较快。

2) 21 年 10 月逐步放开后性价比休闲服、运动装同比增速领先。21Q4-22Q1 营收增速领先的品牌包括 Adastria、Shimamura、Honeys、迅销、亚瑟士,迅销受益于高性价比定位及品牌快反优势在低基数下实现较好反弹、亚瑟士因运动品牌定位相对稳健,美津浓等品牌受前期反复启动紧急事态影响营收增速未能转正。

3) 22 年 3 月全面放开后仍为性价比休闲服及运动装增速领先。22Q2-22Q3 日本服装品牌区间营收同比增速从高到低顺序为: Adastria、亚瑟士、美津浓、迅销、Honeys、TSI 控股、安德玛、Palemo、Shimamura、Mac House、Onward,各品牌营收增速均转正,整体上看运动服饰及高性价比休闲服增速领先。

图13: 日本主要服装品牌季度营收增速

	赛道	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	公司最新季度截止日
迅销	休闲服饰	-6.1%	-39.4%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	47.2%	16.3%	1.2%	1.5%	0.3%	23.2%	2022/8/31
Shimamura	休闲服饰	-6.2%	-19.9%	2.6%	-5.6%	8.2%	33.2%	3.5%	1.3%	6.3%	4.8%	7.0%	2022/8/20
Onward	休闲服饰	5.4%	-34.9%	-28.5%	-21.6%	-33.8%	8.9%	-9.3%	-3.7%	1.9%	-3.2%	8.2%	2022/8/31
Adastria	休闲服饰	-3.7%	-40.9%	-1.9%	-3.9%	-2.2%	39.4%	0.4%	1.8%	7.5%	25.0%	8.1%	2022/8/31
Mac House	休闲服饰	-6.5%	-43.6%	-6.7%	-1.0%	-8.2%	7.9%	-22.0%	-4.7%	5.7%	1.7%	2.7%	2022/8/31
Honeys	时尚女装	-3.5%	-42.3%	-3.9%	-1.0%	-2.2%	54.2%	-4.7%	-2.1%	9.6%	7.3%	2.4%	2022/8/31
Palemo	时尚女装	-1.7%	-52.0%	-4.4%	-6.8%	-21.9%	40.9%	-8.4%	-5.7%	5.1%	1.0%	4.4%	2022/8/20
美津浓	运动服饰	-6.8%	-32.0%	-3.2%	8.7%	-7.1%	49.6%	2.2%	-1.7%	/	7.8%	25.7%	2022/9/30
亚瑟士	运动休闲	-3.5%	-30.4%	2.4%	-2.3%	24.9%	67.2%	11.3%	1.6%	-1.1%	6.3%	22.4%	2022/9/30
TSI控股	运动休闲	-7.1%	-49.4%	-1.3%	-6.9%	-6.7%	57.8%	-1.7%	-4.4%	-1.1%	1.4%	1.2%	2022/8/31

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图14: 两个阶段(逐步放开-完全放开、完全放开以来)日本服装品牌区间营收同比增速

	赛道	21Q4-22Q1	22Q2-22Q3
Adastria	休闲服饰	4.6%	21.6%
亚瑟士	运动休闲	0.0%	19.5%
美津浓	运动服饰	-1.7%	16.6%
迅销	休闲服饰	1.3%	16.3%
Honeys	时尚女装	2.7%	15.1%
TSI控股	运动休闲	-2.8%	11.3%
Palemo	时尚女装	-5.8%	7.6%
Shimamura	休闲服饰	3.7%	5.9%
Mac House	休闲服饰	-10.5%	2.2%
Onward	休闲服饰	-6.5%	1.7%

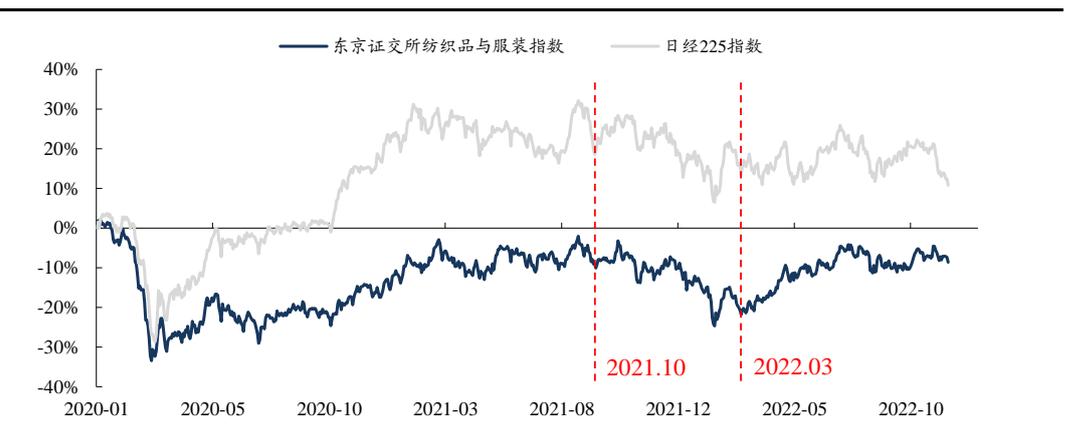
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2.2. 股价及估值: 全面放开前分化较大, 放开后普遍上行、整体跑赢大盘

➤ 股价复盘: 全面放开后普遍上行, 亚瑟士/TSI/迅销涨幅领先

板块整体: 市场对“逐步放开”反应平淡, 对“全面解除管控”反应积极、跑赢大盘。2020年以来日本纺织服装板块受疫情影响程度较大, 表现持续弱于大盘日经225指数, 22年3月全面解除管控后纺织服装指数跑赢大盘。具体来看, 20.10-21.10期间日本反复启动紧急事态, 因此服装品牌股价波动较大、品牌间分化严重、多数品牌股价表现低迷; 21年10月宣布逐步放开管控, 但对服装品牌股价未产生显著提振作用; 22.03全面解除管控后服装品牌股价普遍有所上行, 全面解除管控至22/12期间股价平均涨幅20%。

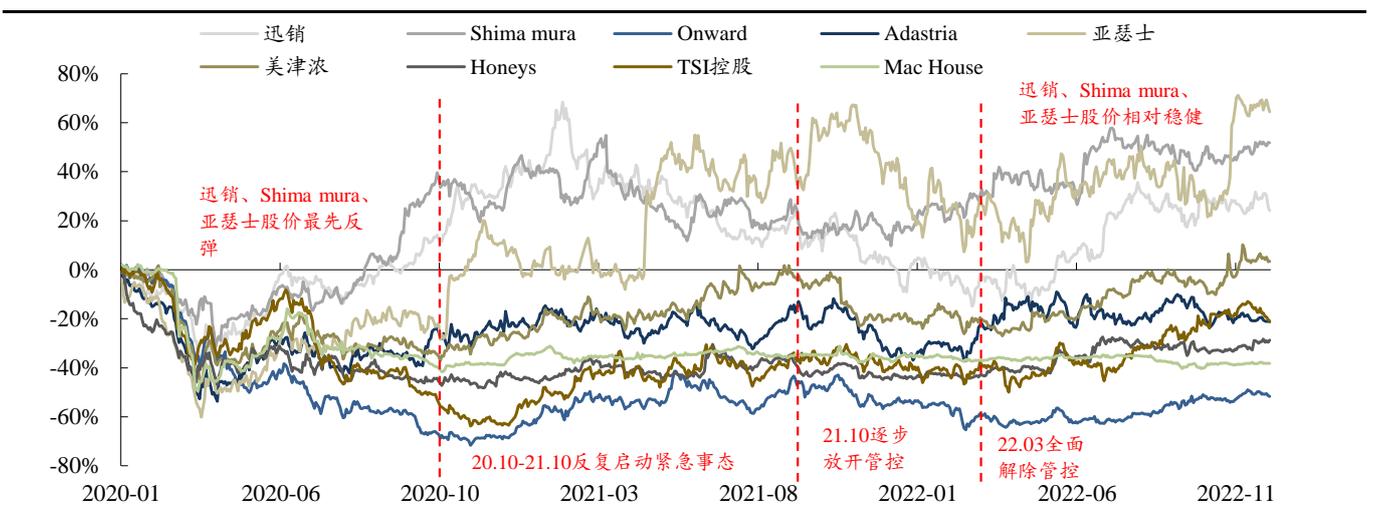
图15: 2020年以来日经225指数及东京证交所纺服指数走势



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

分品牌看: 全面放开后股价普遍上行, 亚瑟士/TSI/迅销涨幅领先。 1) 20年疫情冲击后迅销、Shima mura、亚瑟士股价最先反弹; 20.10-21.10各品牌股价波动较大, onward、TSI、honeys、mac house、adastria 股价持续表现低迷; 2) 21年10月宣布逐步放开后各品牌股价未出现明显变化趋势; 3) 22.03宣布全面放开后各品牌股价普遍上行, 其中亚瑟士(截至22/12股价涨幅29%)、TSI(涨幅29%)、迅销(涨幅28%)表现领先。总体上看20年以来迅销、Shima mura、亚瑟士股价跑赢其他品牌。

图16: 全面放开后日本主要服装品牌股价普遍上行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

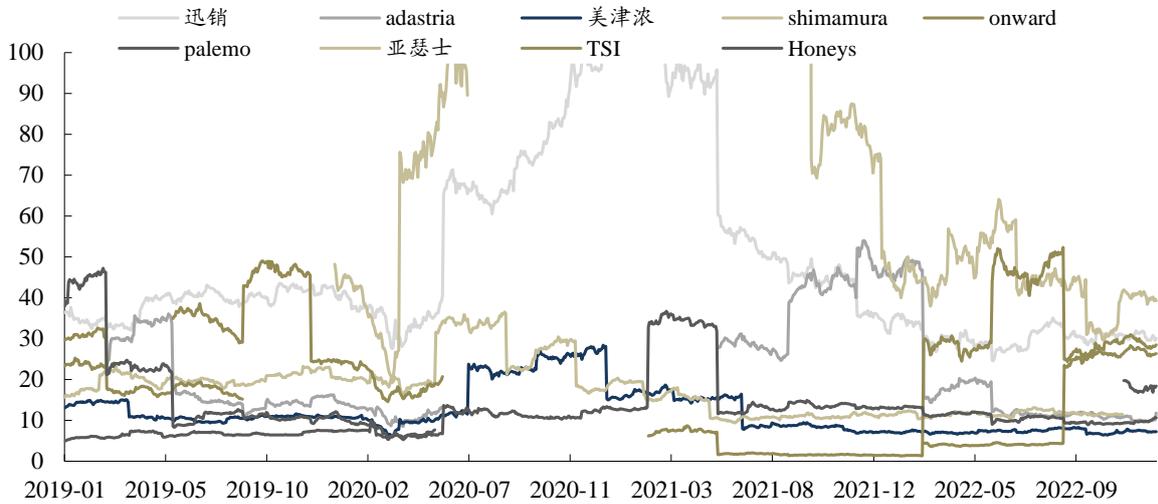
➤ **PE 复盘: 全面放开后部分品牌 PE 小幅反弹后回落**

2020年至今日本主要服装品牌市盈率分化较大, “逐步放开”时点部分品牌 PE 呈下滑态势, “全面放开”时点个别公司 PE 有所反弹。2020年首次受疫情冲击之后的恢复过程中亚瑟士、迅销股价开始反弹, 而业绩尚未修复, PE 升至 100X 以上水平, 其他品牌波动相对较小。21年10月日本宣布逐步放开后, 亚瑟士、迅销 PE 明显回落。22年3月日本宣布全面解除管控后各品牌 PE 呈分化, 多数公司没有明显反应, 亚瑟士、TSI 市盈率有所反弹, 但反弹幅度低于 2020 年。

目前各品牌 PE 普遍回落至 19 年水平。截至 22 年 12 月, 各品牌 PE 普遍回落至疫

情前 2019 年水平，其中亚瑟士 (40X) > 迅销 (30X) > TSI (28X) > Onward (26X) > Palemo (18X) > adastria (11X) > Honeys (10X) > 美津浓 (7X)。

图17: 日本“逐步放开”时点部分品牌 PE 呈下滑态势、“全面放开”时点 PE 有所反弹



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2.3. 总结: 日本服装品牌受益于“全面放开”信号, 品牌间分化较大

日本全面放开阶段对中国更具参考意义。由于日本在“逐步放开”前经历了一整年“反复启动紧急事态”过程，因此市场对于该信号反应较平淡，而随着“全面解除管控”政策的推出，品牌服饰复苏企稳向好、股价上行趋势明确。如前所述，中国放开政策推进迅速，当前已实现全面放开，因此我们认为日本的第二阶段“全面放开”值得参考。

销售及业绩表现: 1) 从行业整体层面看，由于日本放开时间较晚，因此全面放开前服装零售表现持续不及整体零售，全面放开后服装零售好转、超过整体零售表现。2) 从细分领域看，全面放开后各细分领域零售额同比增速均转正，且表现明显好于逐步放开阶段。各细分领域之间表现差距不大，女装、男装表现好于童装。3) 从各公司业绩看，逐步放开后高性价比定位品牌及运动服饰品牌营收增速转正、其他品牌受前期反复启动紧急事态影响营收增速未能转正，全面放开后各品牌营收增速均转正、运动服饰和高性价比休闲服增速领先。

股价及估值表现: 1) 整体上看，由于逐步放开前日本反复启动紧急事态，因此日本服装品牌公司股价呈波动态势、品牌间分化较大。“逐步放开”政策信号对品牌股价提振作用不明显，“全面放开”后普遍开启上涨行情，业绩修复为主要驱动因素、多数公司估值变化不大。2) 分公司看，全面放开后各品牌股价普遍上行，其中亚瑟士、TSI、迅销涨幅领先。估值角度品牌间分化较大，全面放开后亚瑟士、TSI 估值有所反弹。

3. 美日经验启示和投资建议

3.1. 美日经验启示：放开明确利好服装品牌估值与业绩修复

美国和日本均采用“两步走”放开策略，但由于放开时点等存在差异，市场表现也有所不同。1) 美国：放开策略较为激进、推进较为明确，自21年1月起宣布逐步放开后市场对此充分定价，22年3月宣布全面放开、市场对此反应平淡；2) 日本：放开路径较为谨慎，在20/10-21/10期间反复启动紧急事态，对服装品牌形成较大扰动，21/10宣布逐步放开、市场对此反应平淡，22年3月宣布全面放开后服装品牌业绩恢复态势较好、股价开启上行。由于中国迅速完成全面放开过程，因此我们认为美国的第一阶段、日本的第二阶段具有一定参考意义。

通过复盘美国和日本相应阶段放开后服装行业基本面及市场表现，2023年国内品牌服饰业绩和估值修复的确定性进一步得到验证。在美国逐步放开、日本全面放开后，服装零售、品牌服装公司业绩均呈回暖向好趋势，股价层面则在PE和业绩回升的先后支撑下经历了6-9个月以上的上涨行情。

从业绩和估值表现节奏看，随国内全面放开过程持续推进，品牌服饰板块股价有望先后在PE和EPS支撑下迎上涨行情。放开后品牌服装将迎来业绩和PE的修复、以及股价的反弹，其中PE将率先反弹（A股及港股近期均已有所表现），之后业绩修复带动股价继续上行，上涨行情有望持续6-9个月以上（美国和日本经验）。

从细分领域和公司业绩修复节奏看，运动品牌有望表现稳健且率先反弹，男装（美国经验）及高性价比品牌（日本经验）修复节奏相对较快，休闲装品牌虽表现较晚、但弹性较大。由于运动服饰产品具有功能属性、赛道增速较高，我们认为在放开过程中有望率先受益于需求释放，男装因消费相对偏刚性且受益于复工潮、表现次之，休闲服可选属性相对较强、受疫情冲击较严重、后期有望迎来较大力度反弹。

3.2. 中国品牌服饰复苏驱动：需求回暖、格局优化

随国内全面放开，在需求恢复+格局优化双重驱动下，我们认为龙头品牌复苏可期。

需求方面，放开后消费场景恢复有利于服装消费需求释放。我们认为疫情对服装消费的影响分为直接冲击和间接影响两种传导机制，其中直接冲击（即疫情封控对消费行为形成阻断）有望随着政策放开较快消除，有利于线下依赖度较高的服装消费需求释放；间接影响（即居民消费能力、消费意愿等）相对持续但也将进入修复区间。其中直接冲击程度主要由品牌企业渠道特征决定（如线下收入占比、门店数量、门店分布情况），间接影响程度主要由品牌赛道及定位决定。结合过去三年表现来看（具体分析详见11/16复苏专题报告），赛道对于服装品牌抵御外部冲击的意义最大，从受冲击程度排序来看，运动服饰<男装<家纺<高端女装<休闲服饰。

行业格局方面，疫情三年催化品牌化进程加速、利好龙头品牌市占率提升。除需求端的变化外，我们认为行业竞争格局在疫情三年期间也发生了变化，一方面白牌和小品牌加速退出市场、有利于服装行业品牌化进程加速；另一方面抗风险能力较强的龙头公司具有供应链、资金等优势，不利环境下保持市场份额、有望在复苏过程中占据先机。因此从行业格局角度看，我们认为复苏过程中品牌服饰上市公司有望更好的把握反弹机

会、进一步提升市场份额。

3.3. 投资建议：稳健成长首选运动服饰，困境反转首选男装

综合美国日本相关经验以及我们对国内品牌供需两端的变化分析，我们认为 2023 年品牌服饰板块估值和业绩修复确定性较强。具体来看：

1) 从复苏时点上来看，由于 22/12 中国全面放开后国内感染人数短时间内激增，对消费形成二次冲击，因此我们认为国内消费修复需等感染人数进入较稳定状态后出现。由于 22Q2、Q4 服装板块业绩基数较低，结合今年春节前置因素，我们预计 23Q2、Q4 将出现较大幅度的反弹，剔除基数效应后业绩修复较快的品牌有望获得更高的估值水平。

2) 从修复幅度上来看，考虑到服装偏可选，受到居民消费力影响较大，由于疫情三年对居民消费力冲击较大，因此我们认为若无进一步消费刺激政策，则整体修复力度受限（日本可参考性高于美国），期待消费刺激政策（如发放消费券）提振居民消费信心。

3) 从细分领域表现来看，结合美国日本经验，以及我们对疫情对服装品牌影响机理的分析，我们认为复苏节奏从快到慢/复苏弹性从低到高的顺序为：运动服饰、男装、家纺、高端女装、休闲服。

4) 从股价表现来看，从 20 年以来股价复盘可见在疫情影响减弱、消费复苏预期增强时期服装行业股价跑赢大盘，我们判断 23 年纺服板块有望跑赢大盘；结合美日经验，PE 和业绩将分别成为前后两个股价上涨驱动因素，股价上涨有望持续 6 个月以上。

投资建议：稳健成长首选运动服饰，困境反转首选男装。 综上，我们推荐两条复苏主线：1) 运动服饰：因具有功能属性、需求偏刚性、受居民消费力下降影响较小，有望在消费场景放开后率先复苏，如安踏体育、李宁、特步国际、比音勒芬等；2) 困境反转型：因业绩受损较重、业绩复苏弹性较大，其中男装有望较快修复。这类公司主要特征包括线下收入占比高、门店数量多、定位大众、逆势开店等，如海澜之家、报喜鸟、森马服饰、太平鸟、歌力思、罗莱生活等。

表1：重点品牌服饰公司估值及盈利预测表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				归母净利润 YOY		
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E
运动服饰													
2020.HK	安踏体育	2,737.19	77.20	73.54	93.75	112.69	35.46	37.22	29.20	24.29	-4.74%	27.48%	20.20%
2331.HK	李宁	1,590.21	40.11	46.09	57.79	70.03	39.65	34.50	27.52	22.71	14.91%	25.39%	21.18%
1368.HK	特步国际	225.40	9.08	9.05	11.83	14.45	24.81	24.91	19.05	15.60	-0.37%	30.72%	22.15%
002832.SZ	比音勒芬	150.67	6.25	8.03	10.02	12.20	24.12	18.76	15.04	12.35	28.57%	24.78%	21.76%
困境反转													
600398.SH	海澜之家	230.24	24.91	22.37	26.63	29.92	9.24	10.29	8.65	7.70	-10.21%	19.04%	12.35%
002154.SZ	报喜鸟	66.69	4.64	5.42	6.58	7.92	14.36	12.30	10.14	8.42	16.72%	21.37%	20.43%
002563.SZ	森马服饰	147.91	14.86	6.03	10.68	12.46	9.95	24.53	13.85	11.87	-59.43%	77.11%	16.67%
603877.SH	太平鸟	89.33	6.77	2.57	4.94	6.04	13.19	34.76	18.08	14.79	-62.05%	92.22%	22.27%
603808.SH	歌力思	37.98	3.04	1.52	2.85	3.65	12.50	24.99	13.33	10.41	-49.98%	87.50%	28.07%
002293.SZ	罗莱生活	98.52	7.13	6.31	7.48	8.52	13.81	15.61	13.17	11.56	-11.53%	18.54%	13.90%

数据来源：Wind，东吴证券研究所，行情数据使用 2023/1/19 收盘价计算，预测值来自东吴证券研究所。

4. 风险提示

国内疫情反复：国内全面放开后感染人数扩散，对消费产生短期冲击，若出现二次感染将进一步影响消费。

居民消费信心恢复不足：疫情三年对居民收入及消费信心产生较大冲击，虽然消费场景放开，但若居民消费信心恢复不足，仍将制约消费恢复幅度。

宏观经济低迷：国内经济环境对居民消费信心有直接影响，宏观经济环境低迷不利于居民消费信心的恢复。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

