

不破不立，后危机时代的投资机遇

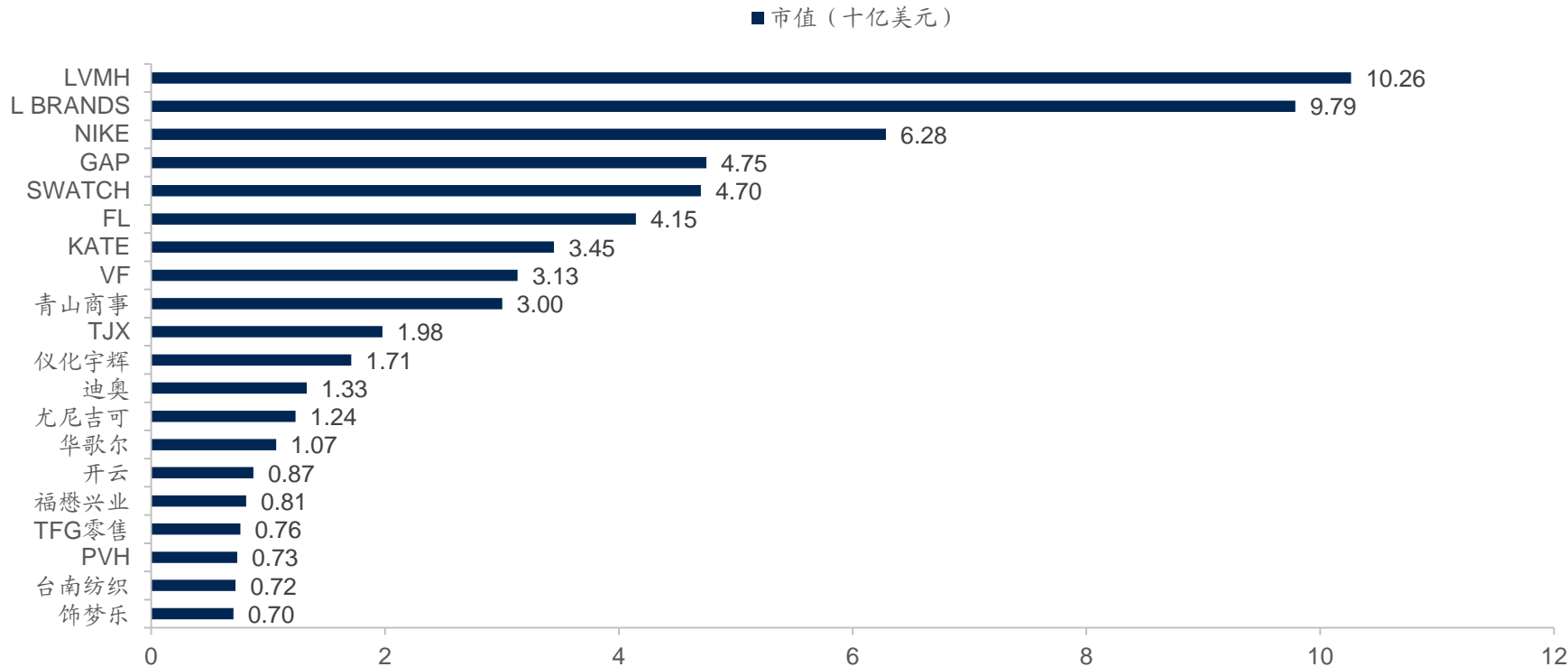
纺织服装2021年投资策略

证券分析师：丁诗洁
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040004
日期：2020年11月25日

- 全球纺织服装龙头企业30年市值变迁
- 中国纺织服装产业链10年洗牌与变革
- 2020复盘：疫情危机之下，企业竞争力驱动的行市表现
- 2021展望：深挖内需消费潜力，强化供应链竞争力
- 投资建议：陪伴具备国际竞争力的中国龙头企业共同成长

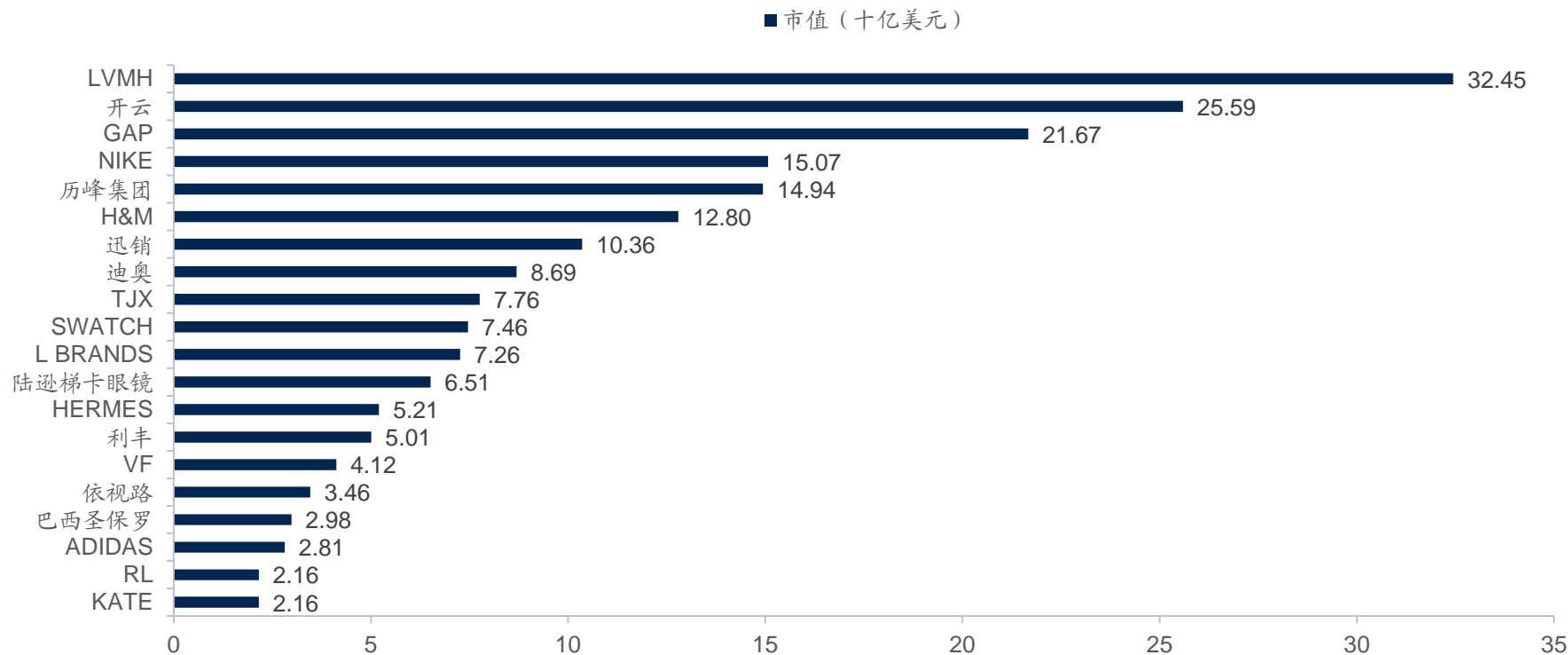
全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

• 1992年全球纺织服装企业市值Top20



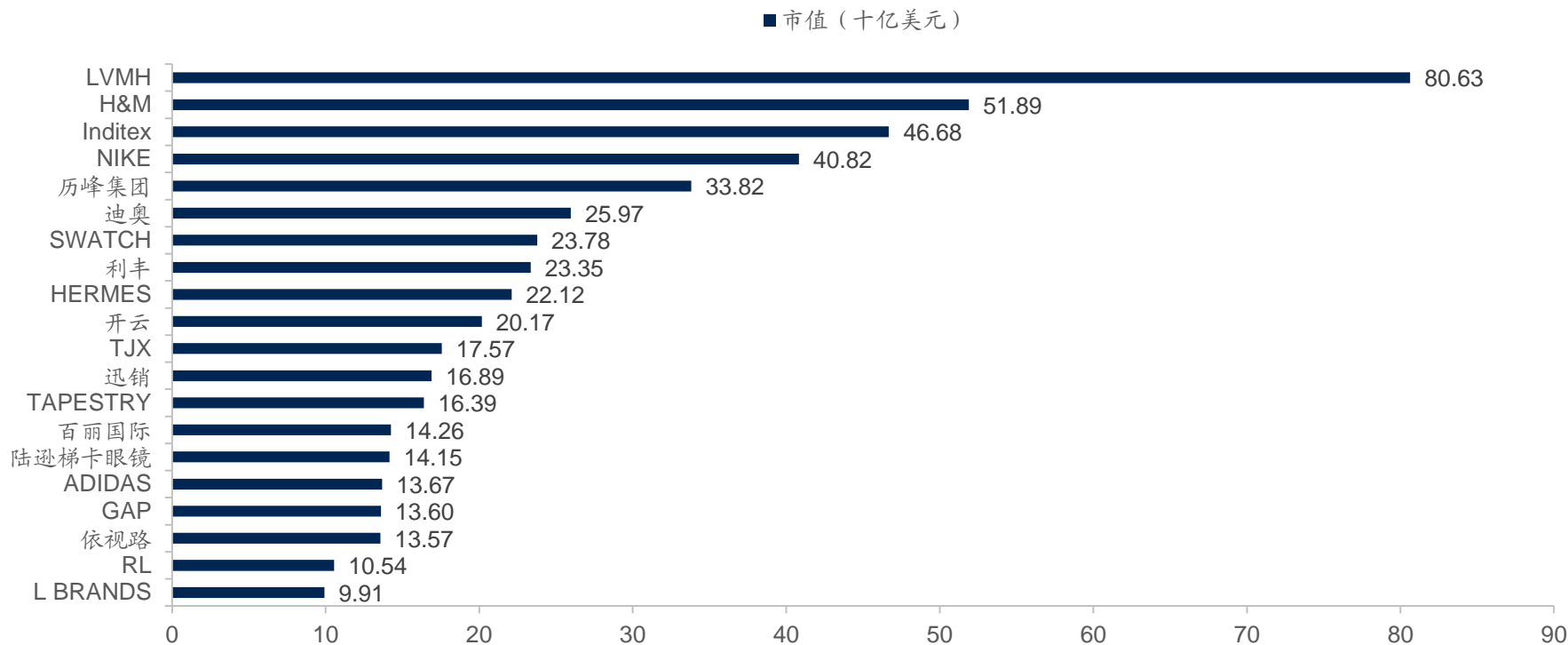
全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

• 2000年全球纺织服装企业市值Top20



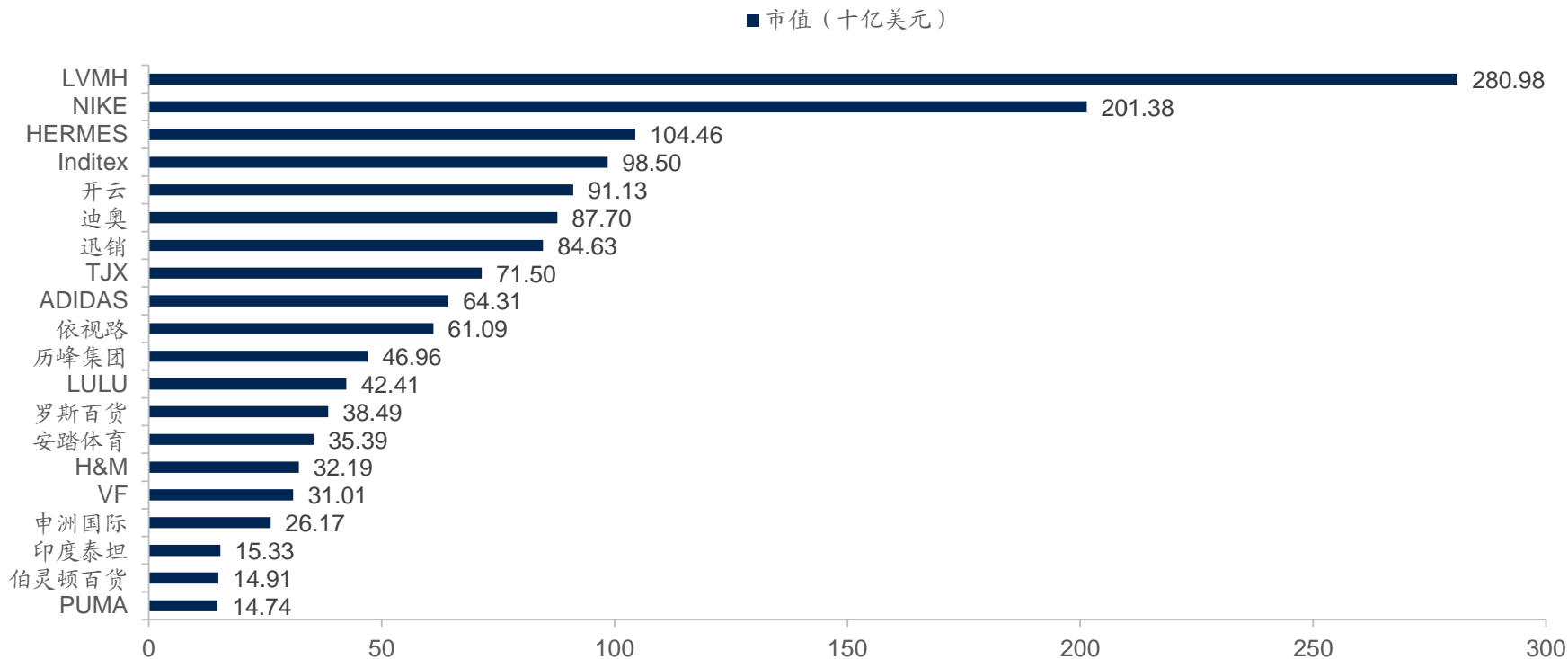
全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

• 2010年全球纺织服装企业市值Top20



全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

• 2020年全球纺织服装企业市值Top20



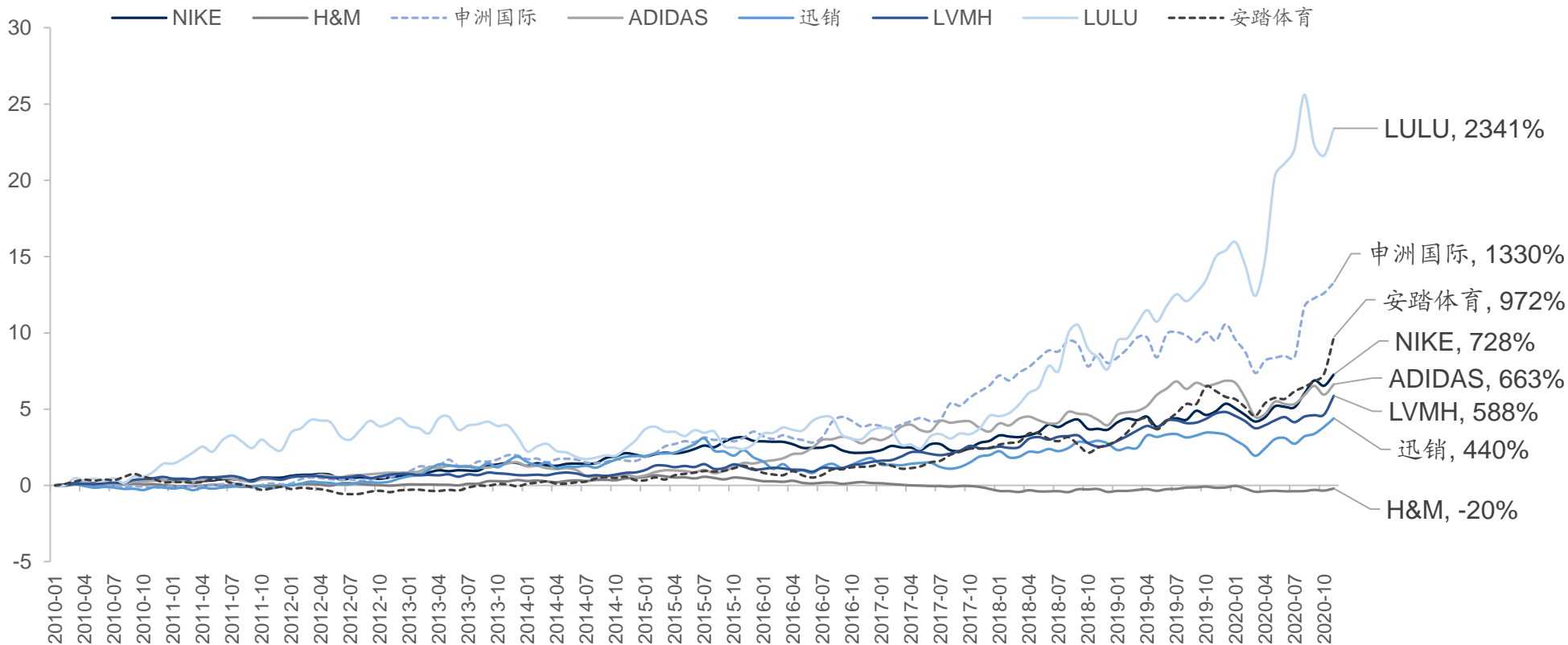
全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

• 2020年全球纺织服装企业市值Top20上市至今股价涨幅

公司名称	上市时间（年）	股价涨幅（倍）	年化收益	目前市值（十亿美元）
NIKE	33	322	19%	201.38
罗斯百货	33	289	19%	38.49
H&M	31	167	18%	32.19
历峰集团	30	126	18%	46.96
HERMES	27	103	19%	104.46
开云	31	100	16%	91.13
PUMA	31	67	15%	14.74
申洲国际	15	55	31%	26.17
TJX	33	48	13%	71.50
迪奥	29	43	14%	87.70
ADIDAS	25	31	15%	64.31
迅销	18	24	19%	84.63
LVMH	31	21	11%	280.98
VF	33	19	9%	31.01
LULU	13	18	25%	42.41
安踏体育	13	9	20%	35.39
Inditex	18	7	12%	98.50

全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

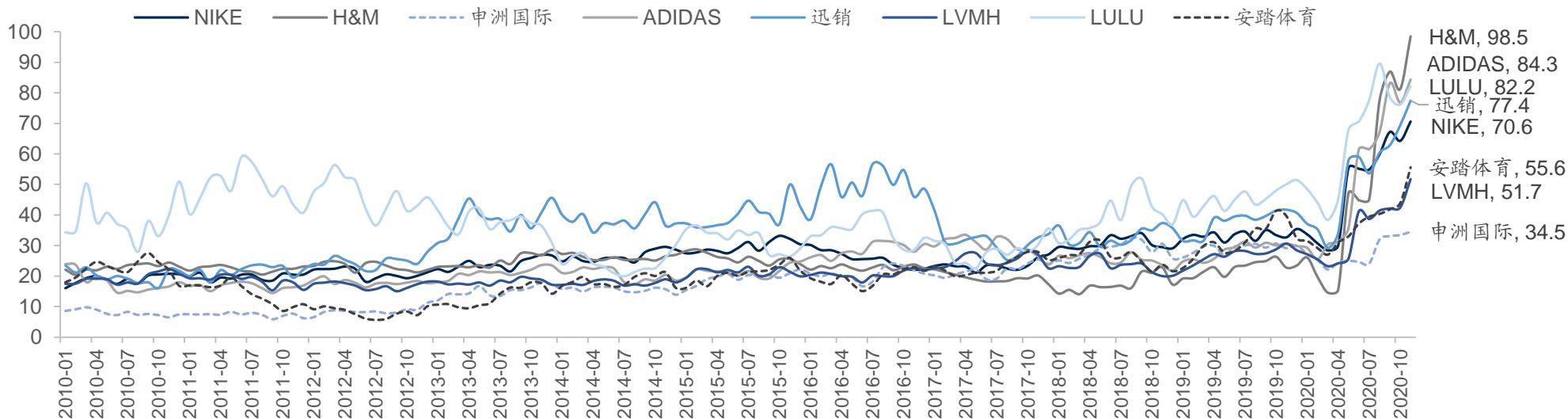
• 2020年全球纺织服装企业市值Top20部分企业2010年至今股价走势



全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

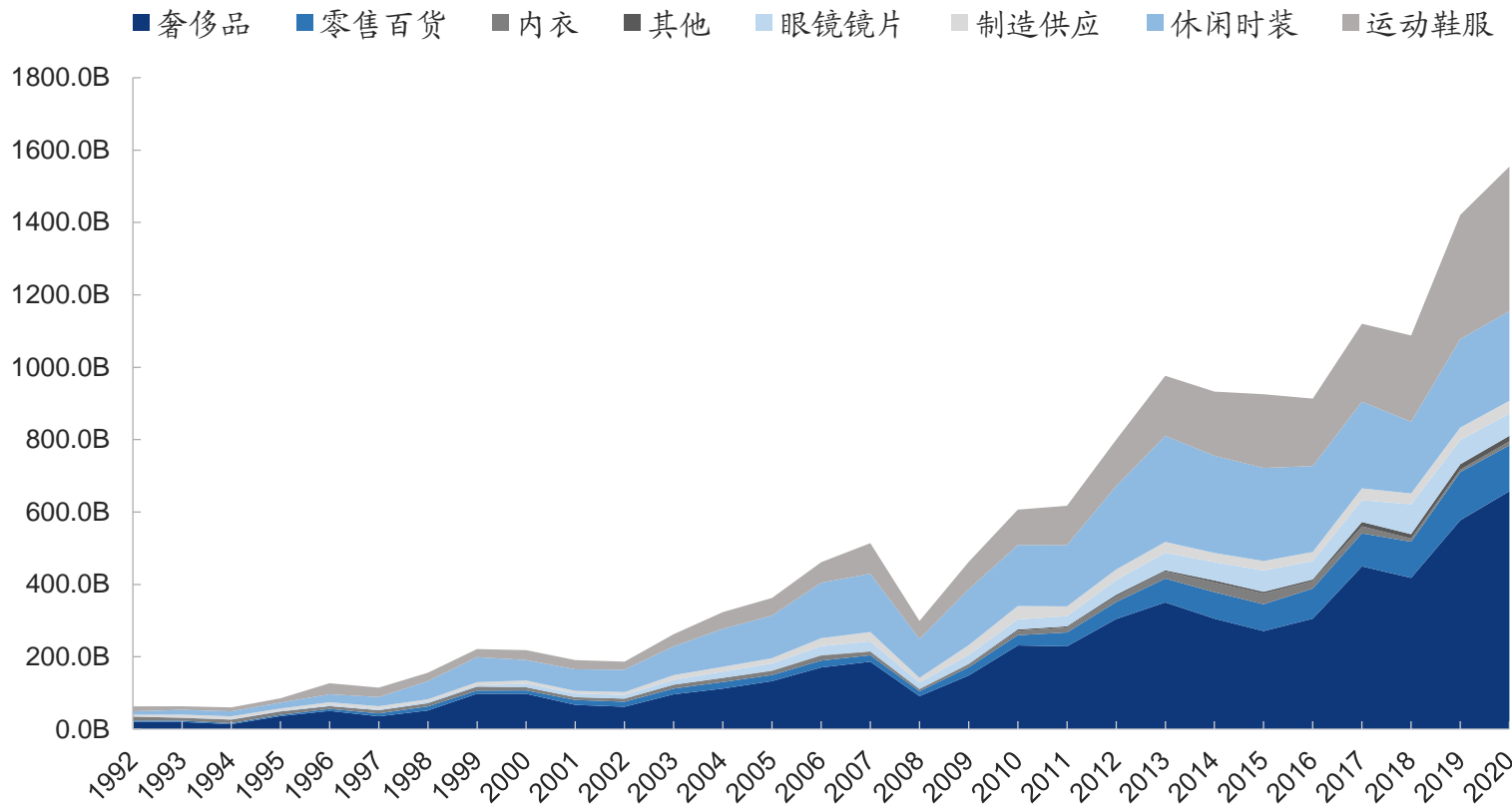
• 2020年全球纺织服装企业市值Top20部分企业2010年至今PE(TTM)走势

年度PE中值	NIKE	H&M	申洲国际	ADIDAS	迅销	LVMH	LULU	安踏体育
2010-2011	19.7	22.6	7.5	16.8	21.4	19.0	42.2	17.5
2012-2013	22.3	23.5	11.7	18.7	29.4	17.5	41.4	9.9
2014-2015	23.6	21.8	20.9	29.2	40.0	22.6	31.0	21.1
2016-2017	23.6	21.8	20.9	29.2	40.0	22.6	31.0	21.1
2018-2019	32.4	20.4	29.5	26.5	35.6	24.8	43.2	27.8
2020	55.1	45.1	25.3	61.5	57.9	38.7	70.6	37.2



全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

历年全球市值Top20纺织服装企业总市值变化-分品类

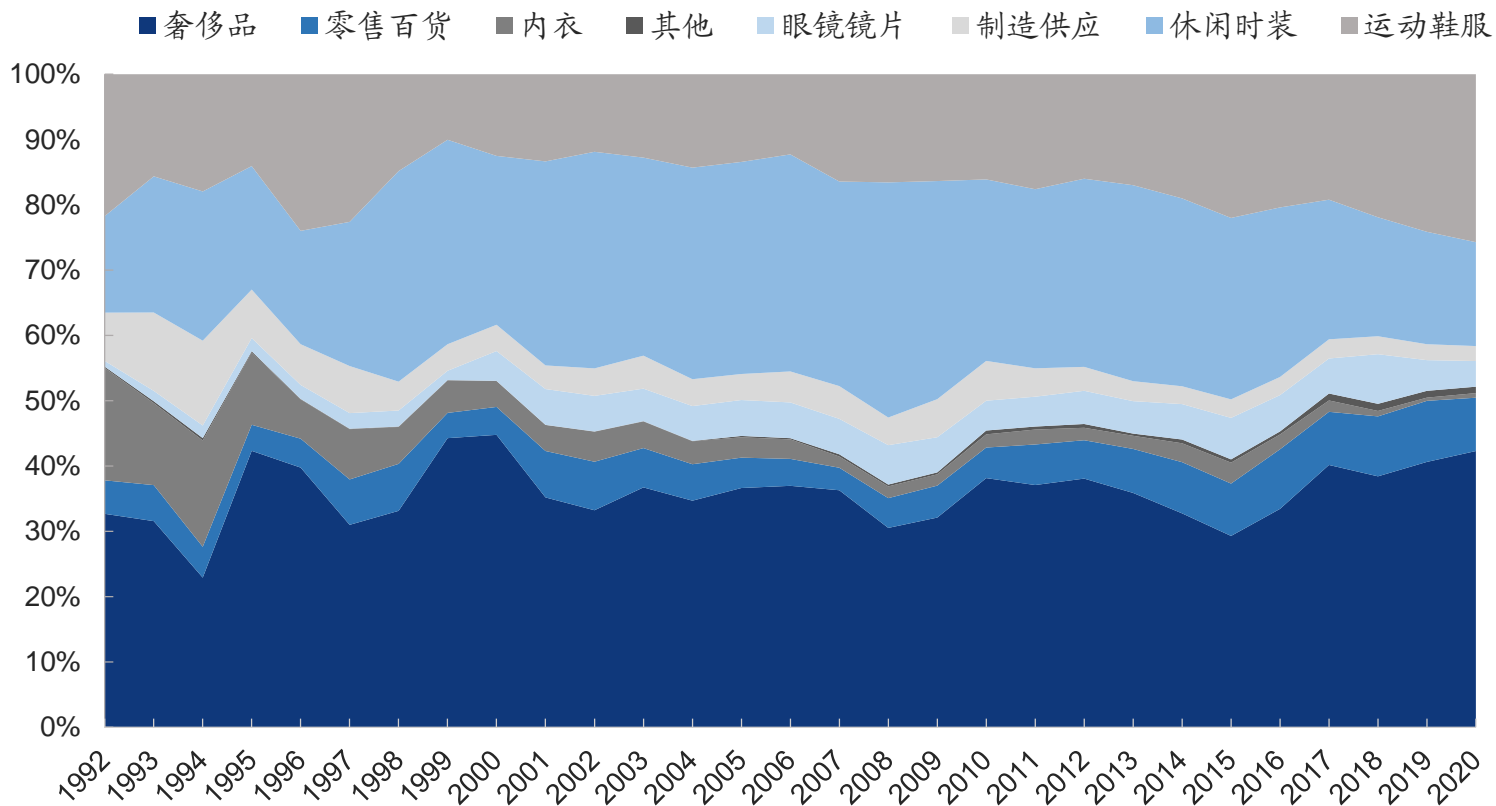


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

项目	1992-2020 市值CAGR	2020年 市值占比
奢侈品	10.0%	42.3%
运动鞋服	14.4%	25.7%
休闲时装	7.7%	15.9%
零售百货	13.9%	8.2%
眼镜镜片	9.5%	3.9%
制造供应	7.2%	2.3%
其他	32.6%	1.0%
内衣	1.2%	0.7%
总计	10.3%	100.0%

全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

• 历年全球市值Top20纺织服装企业总市值变化-分品类



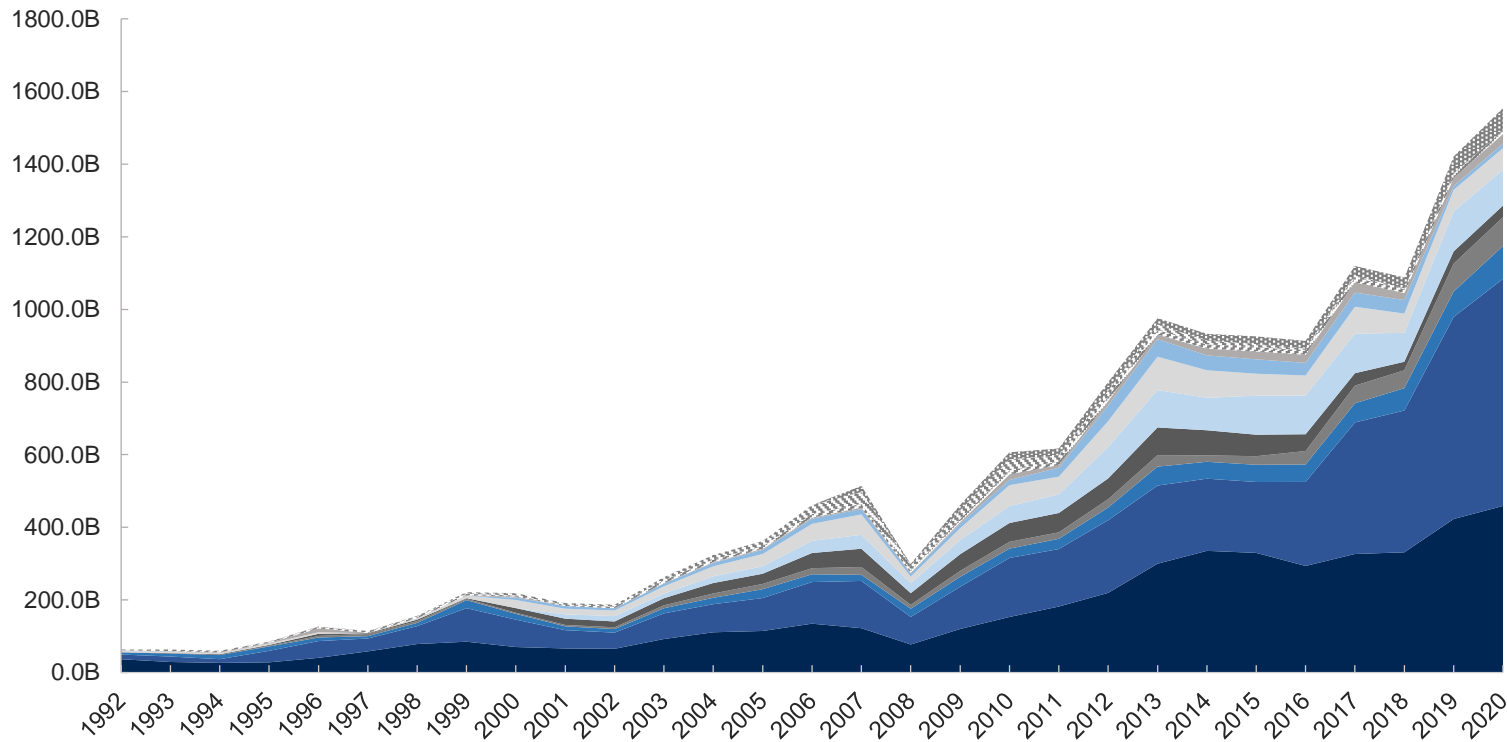
项目	1992-2020 市值CAGR	2020年 市值占比
奢侈品	10.0%	42.3%
运动鞋服	14.4%	25.7%
休闲时装	7.7%	15.9%
零售百货	13.9%	8.2%
眼镜镜片	9.5%	3.9%
制造供应	7.2%	2.3%
其他	32.6%	1.0%
内衣	1.2%	0.7%
总计	10.3%	100.0%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

• 历年全球市值Top20纺织服装企业总市值变化-分国家

■ 美国 ■ 法国 ■ 日本 ■ 德国 ■ 瑞典 ■ 西班牙 ■ 瑞士 ■ 意大利 ■ 其他 ▨ 中国台湾 ▨ 中国香港 ▨ 中国内地



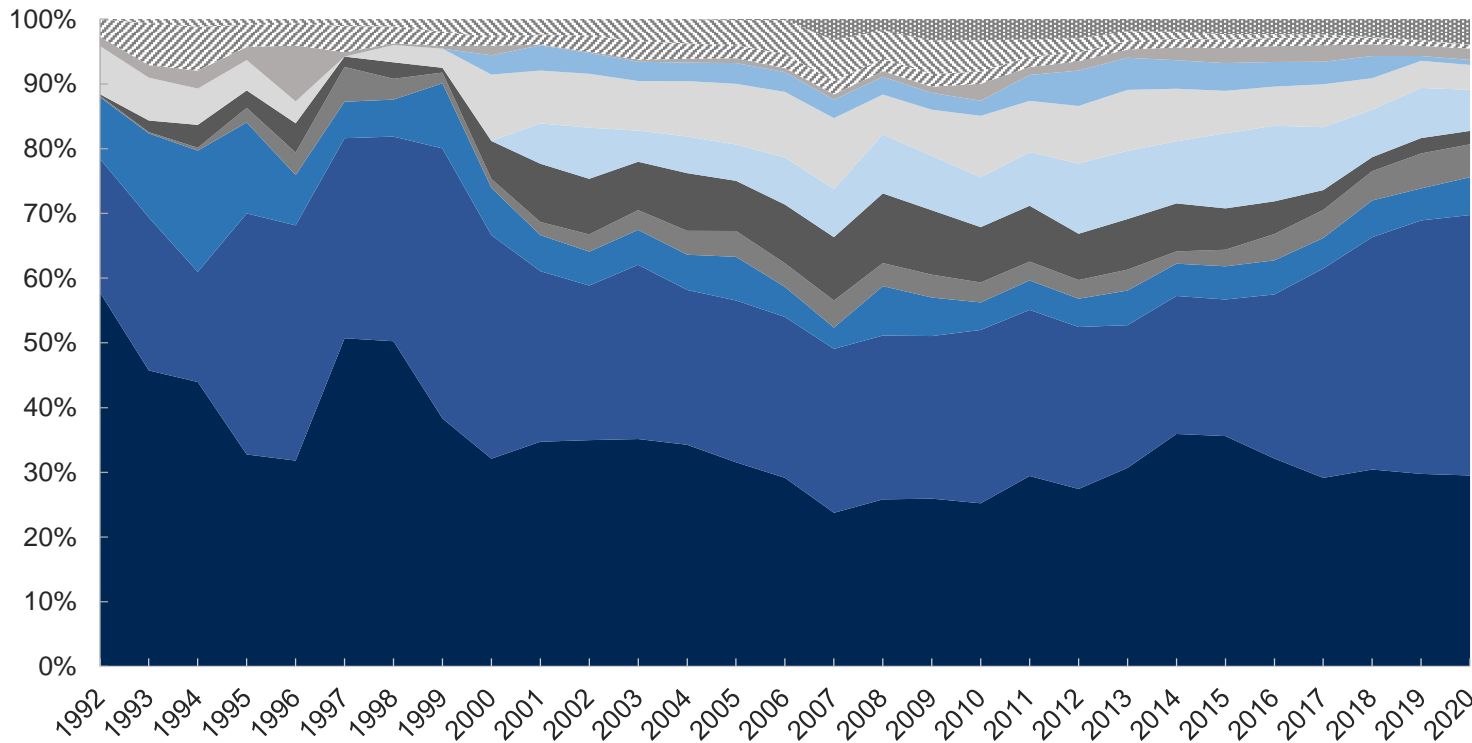
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

项目	2001-2010 CAGR	2011-2020 CAGR	2020年 市值占比
法国	13.9%	16.5%	40.2%
美国	9.7%	10.8%	29.5%
西班牙	16.4%	7.6%	6.3%
日本	10.4%	14.0%	5.8%
德国	19.1%	17.9%	5.1%
中国内地	-	13.7%	4.0%
瑞士	15.6%	2.3%	3.8%
瑞典	13.1%	-5.4%	2.1%
其他	64.9%	15.4%	1.7%
意大利	7.4%	-7.6%	0.8%
中国台湾	15.9%	-0.9%	0.6%
中国香港	23.2%	-38.3%	0.0%
总计	13.7%	10.8%	100.0%

全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

• 历年全球市值Top20纺织服装企业总市值变化-分国家

■ 美国 ■ 法国 ■ 日本 ■ 德国 ■ 瑞典 ■ 西班牙 ■ 瑞士 ■ 意大利 ■ 其他 ▨ 中国台湾 ▨ 中国香港 ▨ 中国内地

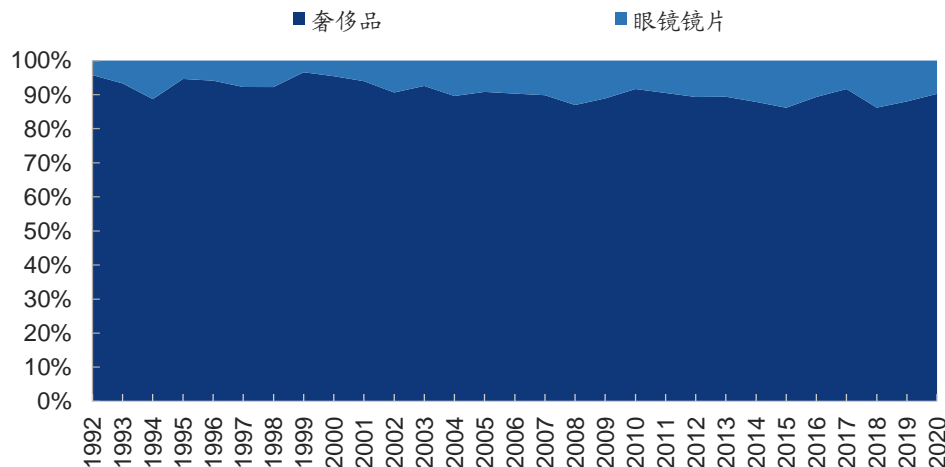
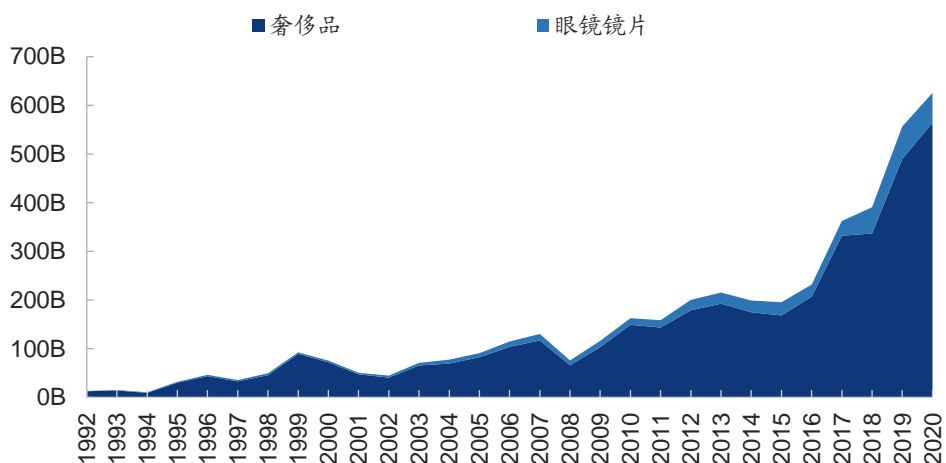


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

项目	2001-2010 CAGR	2011-2020 CAGR	2020年 市值占比
法国	13.9%	16.5%	40.2%
美国	9.7%	10.8%	29.5%
西班牙	16.4%	7.6%	6.3%
日本	10.4%	14.0%	5.8%
德国	19.1%	17.9%	5.1%
中国内地	-	13.7%	4.0%
瑞士	15.6%	2.3%	3.8%
瑞典	13.1%	-5.4%	2.1%
其他	64.9%	15.4%	1.7%
意大利	7.4%	-7.6%	0.8%
中国台湾	15.9%	-0.9%	0.6%
中国香港	23.2%	-38.3%	0.0%
总计	13.7%	10.8%	100.0%

全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

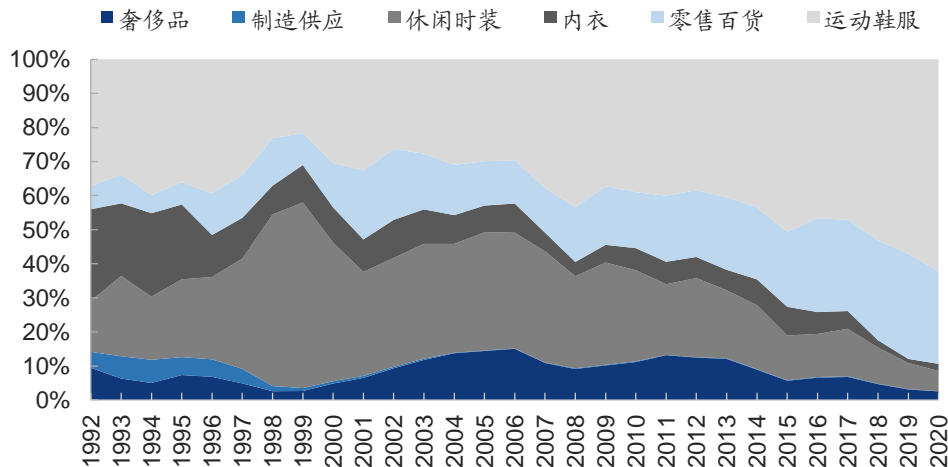
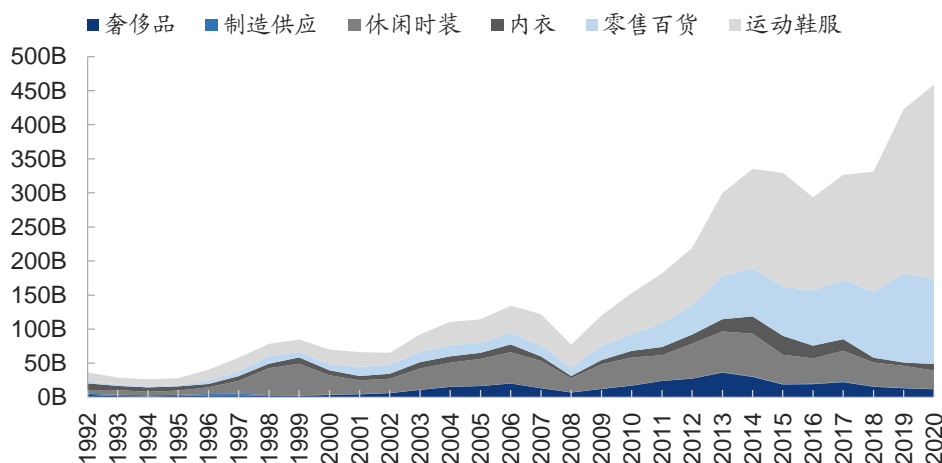
- 法国：品类集中，奢侈品为主
- ✓ 奢侈品：LVMH、Hermes、开云集团、CHRISTIAN DIOR；
- ✓ 眼镜镜片：依视路



全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

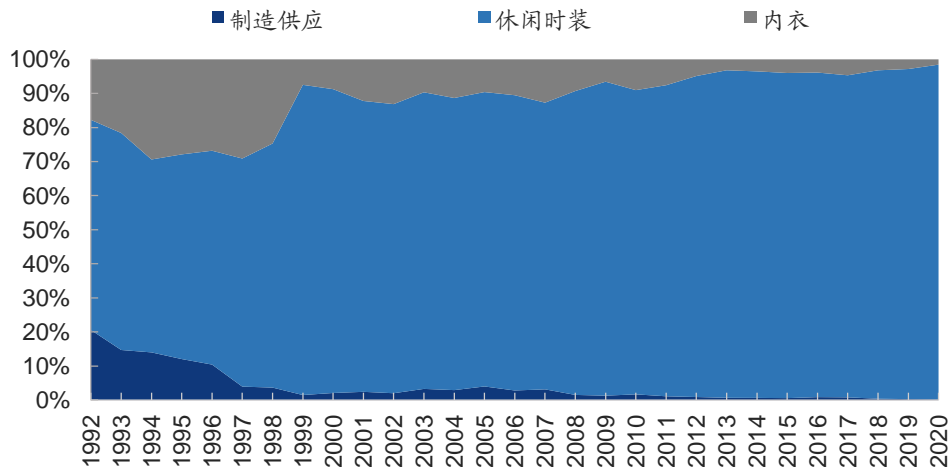
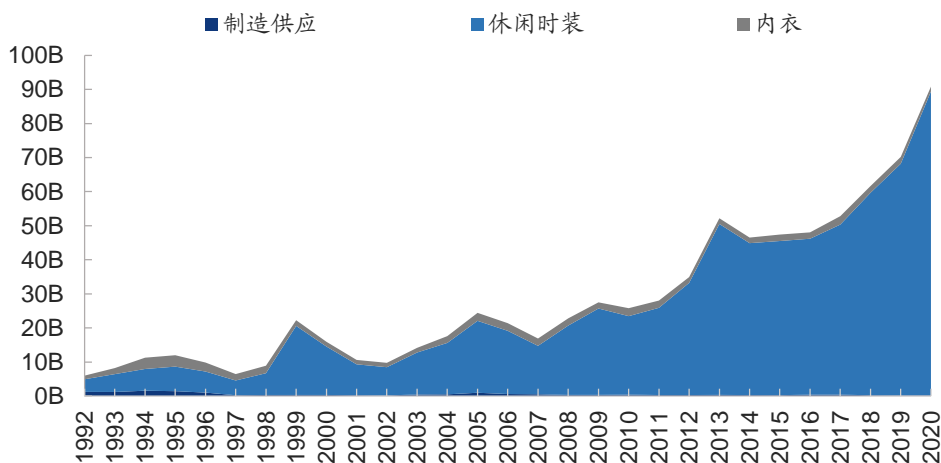
• 美国：结构丰富，从休闲时装向运动鞋服切换

- ✓ 运动鞋服：Nike、lululemon、VF集团、UA、Foot locker
- ✓ 休闲时装：GAP、Hanes Brands、Ralph Lauren、CHICO'S女装、A&F、AE美国鹰、PVH
- ✓ 奢侈品：TAPESTRY、CPRI、KATE
- ✓ 零售百货：TJX、罗斯百货、伯灵顿百货
- ✓ 内衣：L BRANDS；制造供应：仪化字辉



全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

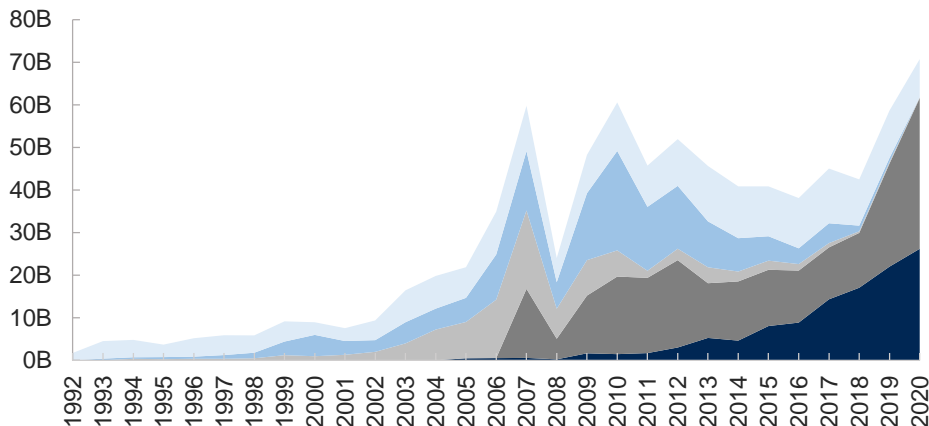
- 日本：品类集中，休闲时装品牌迭代
 - ✓休闲时装：青山商事、饰梦乐、恩瓦德、迅销
 - ✓内衣：厚木、华歌尔
 - ✓制造供应：尤尼吉可



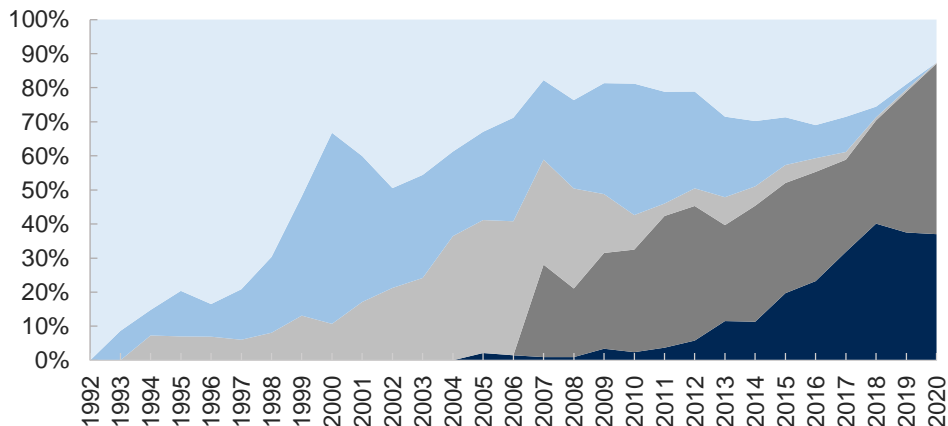
全球纺织服装龙头企业30年市值变迁

- 中国：结构丰富，从港台向内地演变
 - ✓ 中国香港：制造供应-利丰；休闲时装-思捷环球；
 - ✓ 中国台湾：制造供应-福懋兴业、台南纺织、宝成工业、裕元集团；
 - ✓ 中国内地：制造供应-申洲国际；运动鞋服-百丽国际、安踏体育；

■ 内地-制造供应 ■ 内地-运动鞋服 ■ 香港-休闲时装 ■ 香港-制造供应 ■ 台湾-制造供应



■ 内地-制造供应 ■ 内地-运动鞋服 ■ 香港-休闲时装 ■ 香港-制造供应 ■ 台湾-制造供应

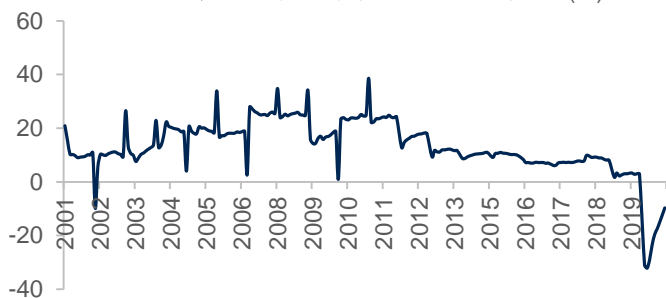


中国纺织服装产业链10年洗牌与变革

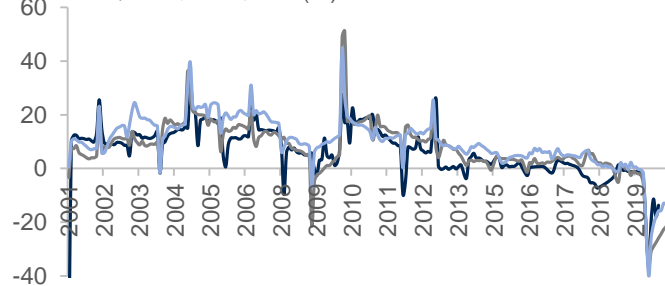
• 2011-2020: 行业红利消退的十年, 孕育世界龙头企业的土壤

- ✓ 中国服装消费增速由2010年以前每年20%以上的增长, 逐步下降至每年单位数增长;
- ✓ 但中国市场逐步超越美国, 成为全球最大的服装消费市场;
- ✓ 中国服装与纺织品产量增速由2010年以前每年15%左右的增长, 逐步下降至单位数或持平;
- ✓ 但中国对纺织品服装的出口份额仍然为遥遥领先的世界第一, 且纺织品份额仍在持续上升。

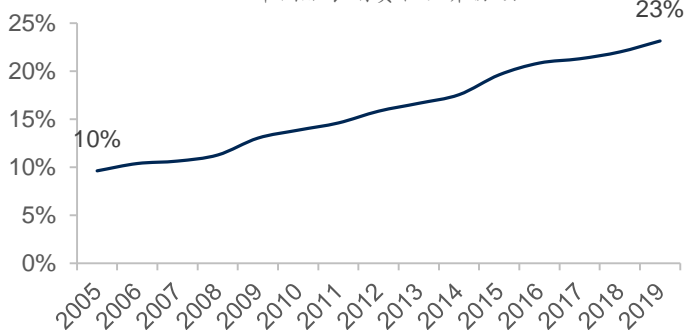
零售额:服装鞋帽针纺织品类:累计同比(%)



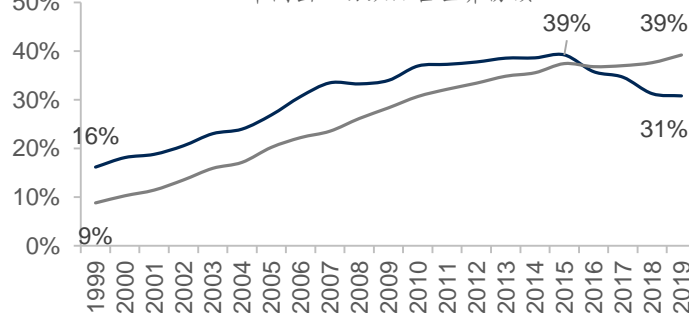
产量:服装:累计同比(%) 产量:布:累计同比(%)
产量:纱:累计同比(%)



中国服装消费占世界份额



中国出口服装占世界份额
中国出口纺织品占世界份额

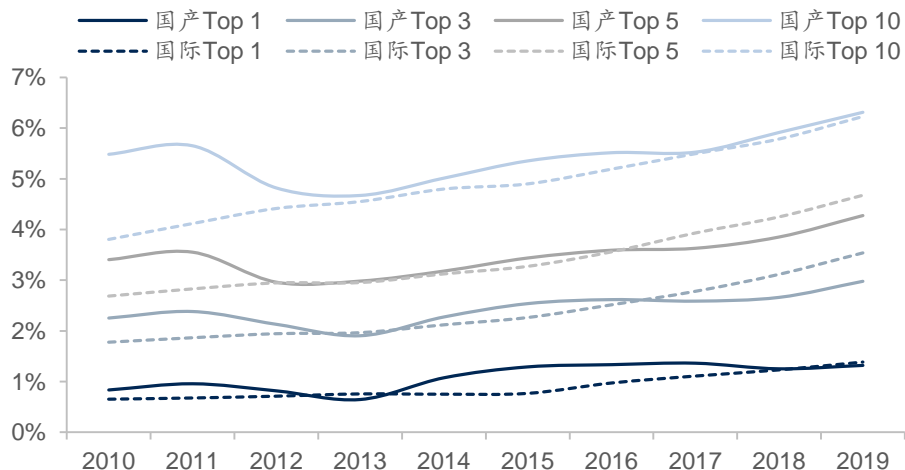


中国纺织服装产业链10年洗牌与变革

• 2011-2020: 行业红利消退的十年，孕育世界龙头企业的土壤

公司竞争格局：服装品牌市场份额变化

- ✓ 10年内龙头国际品牌、国产品牌在市场份额均呈现提升趋势，其中国际品牌份额提升更为明显；
- ✓ 部分国产品牌在经历了2012-2013的库存危机后重回快速成长轨道，应对国际品牌竞争下仍持续提升市场份额。



品牌	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
优衣库	0.21%	0.29%	0.37%	0.48%	0.66%	0.75%	0.97%	1.11%	1.23%	1.39%
Adidas	0.61%	0.65%	0.70%	0.70%	0.71%	0.77%	0.85%	1.03%	1.20%	1.38%
海澜之家	0.28%	0.39%	0.44%	0.65%	1.08%	1.29%	1.33%	1.36%	1.25%	1.32%
安踏	0.50%	0.55%	0.37%	0.34%	0.40%	0.48%	0.55%	0.61%	0.79%	0.91%
Nike	0.52%	0.54%	0.54%	0.49%	0.47%	0.50%	0.55%	0.61%	0.68%	0.77%
Balabala	0.22%	0.24%	0.22%	0.25%	0.28%	0.33%	0.40%	0.46%	0.59%	0.75%
波司登	0.67%	0.70%	0.75%	0.58%	0.42%	0.38%	0.47%	0.55%	0.60%	0.68%
森马	0.65%	0.72%	0.56%	0.50%	0.49%	0.51%	0.50%	0.49%	0.56%	0.62%
Zara	0.21%	0.29%	0.37%	0.39%	0.42%	0.42%	0.50%	0.54%	0.54%	0.57%
拉夏贝尔	0.09%	0.17%	0.31%	0.63%	0.71%	0.74%	0.73%	0.61%	0.62%	0.45%
李宁	0.75%	0.62%	0.38%	0.28%	0.31%	0.34%	0.35%	0.35%	0.39%	0.45%
FILA	0.02%	0.03%	0.04%	0.05%	0.08%	0.11%	0.13%	0.16%	0.28%	0.45%
太平鸟	0.15%	0.20%	0.27%	0.30%	0.39%	0.41%	0.39%	0.39%	0.38%	0.36%
H&M	0.13%	0.18%	0.24%	0.26%	0.32%	0.28%	0.30%	0.30%	0.30%	0.32%
特步	0.42%	0.46%	0.39%	0.26%	0.21%	0.22%	0.19%	0.17%	0.21%	0.29%
美特斯邦威	0.83%	0.96%	0.82%	0.63%	0.49%	0.42%	0.41%	0.36%	0.38%	0.27%
利郎	0.27%	0.31%	0.28%	0.22%	0.22%	0.22%	0.19%	0.18%	0.22%	0.25%
七匹狼	0.28%	0.31%	0.35%	0.26%	0.21%	0.21%	0.21%	0.23%	0.24%	0.24%
361度	0.46%	0.39%	0.34%	0.23%	0.25%	0.25%	0.25%	0.23%	0.22%	0.22%
班尼路	0.47%	0.49%	0.38%	0.29%	0.26%	0.25%	0.21%	0.18%	0.15%	0.12%

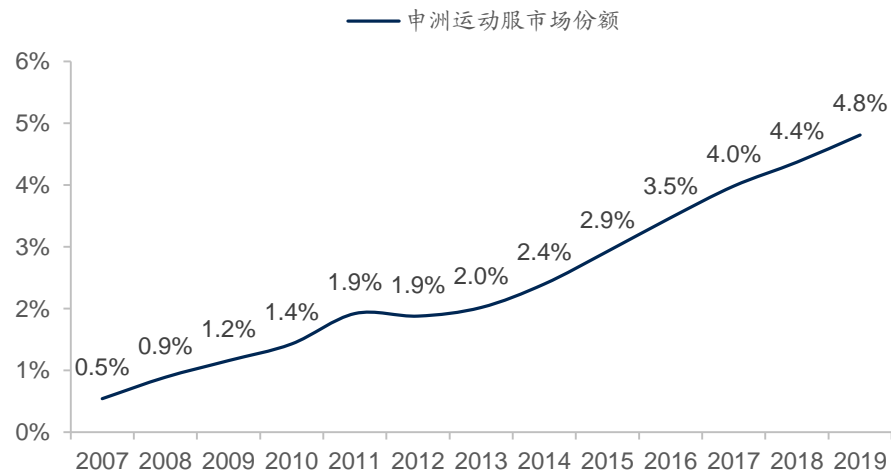
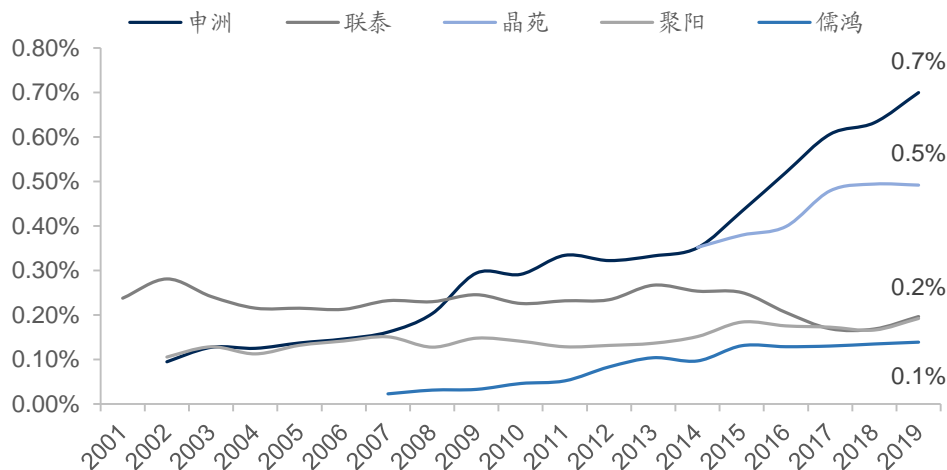
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

中国纺织服装产业链10年洗牌与变革

• 2011-2020: 行业红利消退的十年，孕育世界龙头企业的土壤

公司竞争格局：服装供应市场份额变化

- ✓ 10年内港台龙头供应商占全球份额比例缓慢上升或持平，而申洲国际的份额提升显著；
- ✓ 申洲国际增长同时从休闲服饰向运动服饰切换，占运动服全球供应比例提升更加快速。



中国纺织服装产业链10年洗牌与变革

- 纺织服装产业链下游公司核心竞争力：品牌、管理
 - ✓品牌：对中国层级丰富的消费人群的精准定位，利用传统与新兴媒体渠道实现有效的消费者触及与沟通，从追随国际品牌潮流风格到引领国潮文化元素……
 - ✓管理：以国际品牌的极致效率为目标，以数字科技赋能为手段，致力于人、货、场的优化，供应链的快速反应与柔性化，实现高效周转与稳健经营……

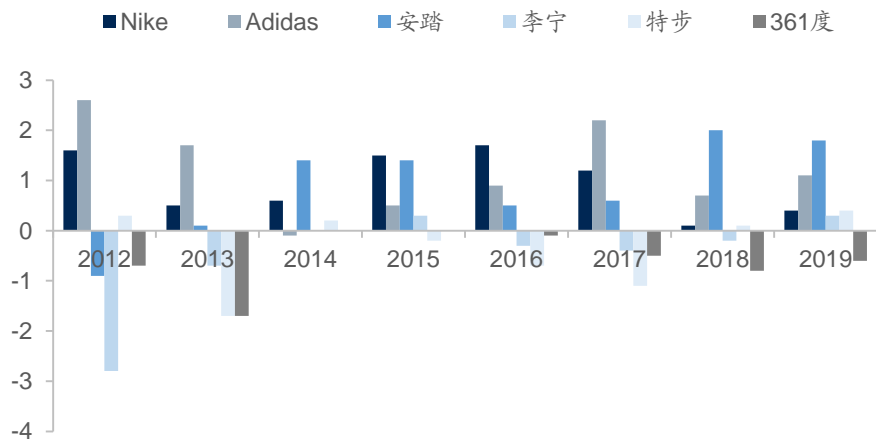
- 纺织服装产业链上游公司核心竞争力：研发、效率
 - ✓研发：从终端产品生产执行的know how，到中间产品的定制开发，到上游材料的创新研发，及生产设备合作开发……
 - ✓效率：新建产能爬坡、管理复制输出的效率，成熟产能持续升级、自动化与精益生产的效率，供应链垂直整合、一站式服务的效率……

2020复盘：疫情危机之下，企业竞争力驱动的行​​情表现

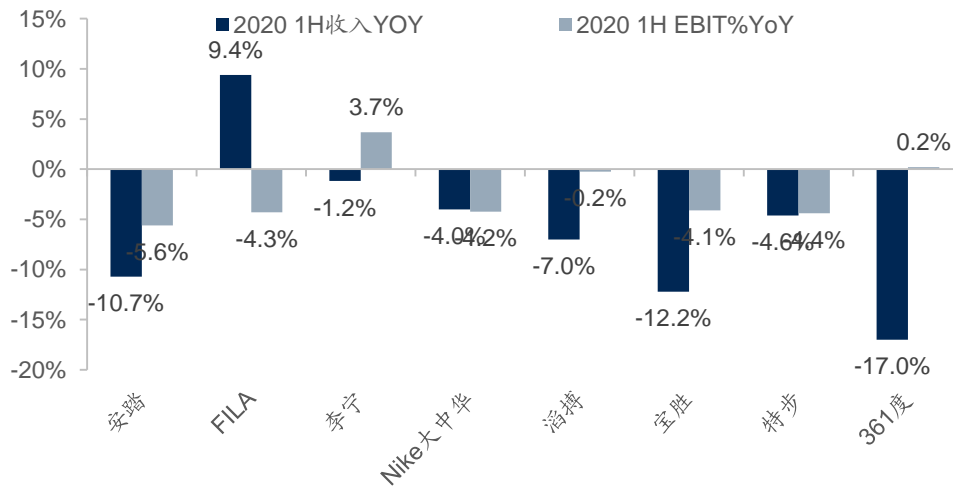
• 下游公司竞争力案例：品牌力与管理，中国企业的进步

- ✓ 品牌力：疫情下李宁ASP逆势增长消费者认可，FILA增长保持领先
- ✓ 管理：李宁渠道库存周转健康，滔搏库存盈利韧性

上轮中国运动鞋服库存危机后，国际品牌迅速提升市场份额



本轮疫情危机下，中国龙头企业表现与国际领先品牌水平相近



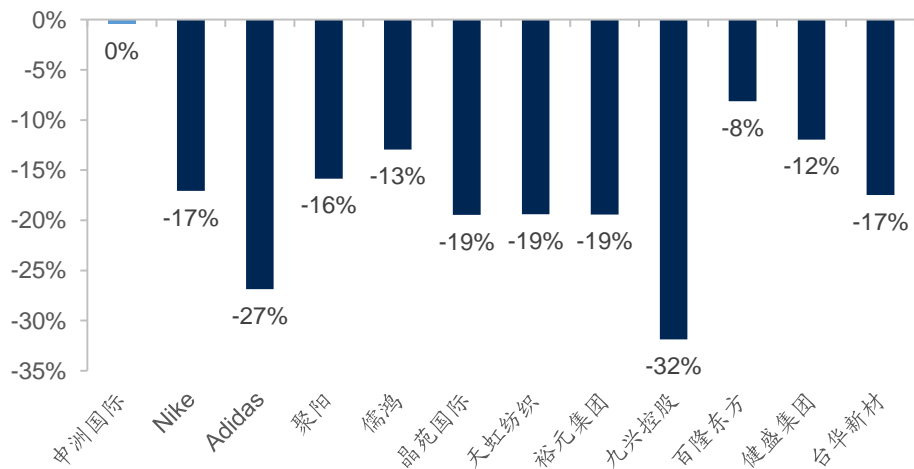
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

2020复盘：疫情危机之下，企业竞争力驱动的行市表现

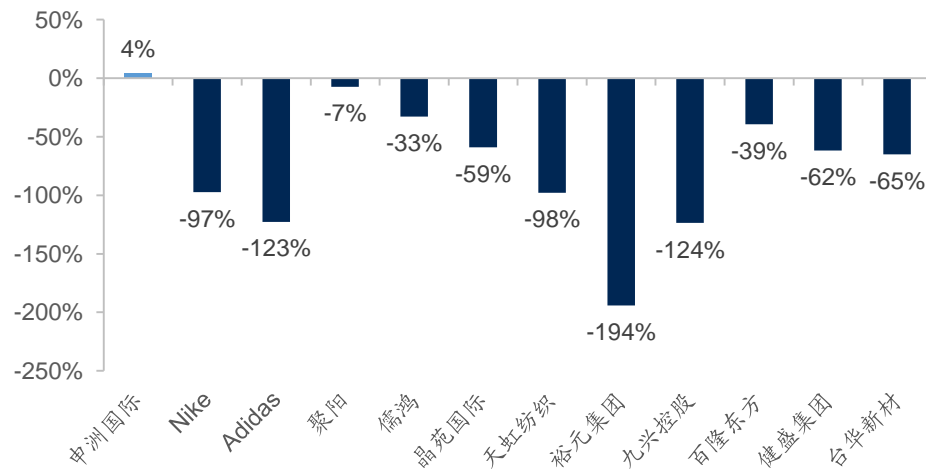
• 上游公司竞争力案例：可靠性与创新，价值驱动份额提升

- ✓ 可靠性：申洲海内外双垂直一体化产能助力品牌灵活应对全球突发危机
- ✓ 创新：研发面料创新产品助力优衣库销售回暖

本轮疫情危机下，申洲国际收入下滑显著小于品牌客户与同行



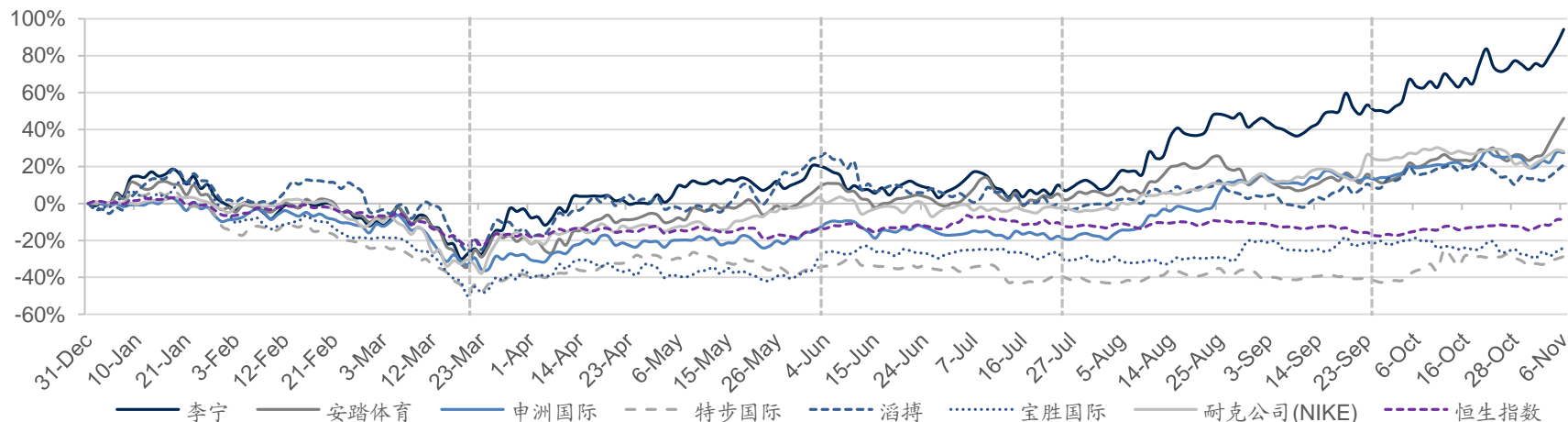
本轮疫情危机下，申洲国际利润微增而大部分公司下滑显著



2020复盘：疫情危机之下，企业竞争力驱动的行市表现

- 纺织服装板块属于可选消费，按市场地域分布，安踏、李宁、特步、滔搏、宝胜属于中国消费品及产业链，申洲、耐克属于全球消费品及产业链。板块年初至今的行市表现与基本面趋势密切相关，月度高频数据和业绩期披露为行市的主要催化剂。

公司	李宁	安踏体育	申洲国际	特步国际	滔搏	宝胜国际	耐克公司	恒生指数
年初至今涨跌幅	94.3%	46.1%	27.4%	-28.7%	20.9%	-24.0%	28.2%	-8.8%



年初至3月23日	3月23日至6月5日	6月5日至7月31日	7月31日至9月30日	9月30日至11月6日
疫情爆发，线下业务重挫	中国与海外疫情先后受控，内需报复性修复	国内疫情零星反复	疫情受控常态化 中报披露	内需持续向好，海外疫情阶段性反复，国庆旺季效应突出
避险资金抛售可选板块	纺织服装龙头超额上涨	纺织服装板块整体表现弱于大盘	纺织服装板块整体表现强于大盘，中期业绩证明竞争格局更加有利的公司估值上调	三季度披露延续良好势头的企业继续上涨

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

2021展望：深挖内需消费潜力，强化供应链竞争力

• 中国鞋服消费总量世界第一，但人均鞋服消费是美国的1/4，人均运动鞋服消费不到美国的1/10

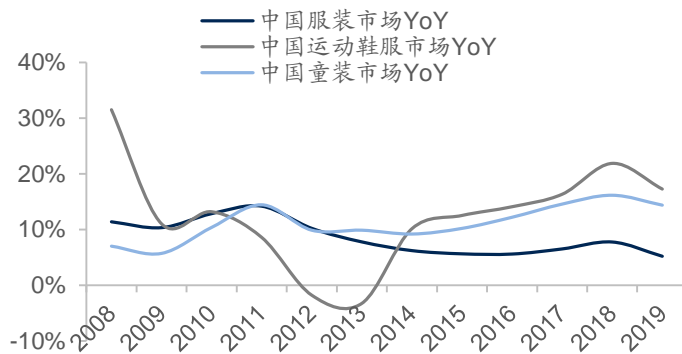
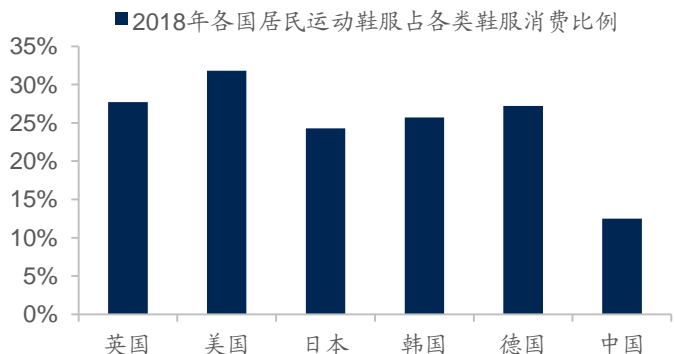
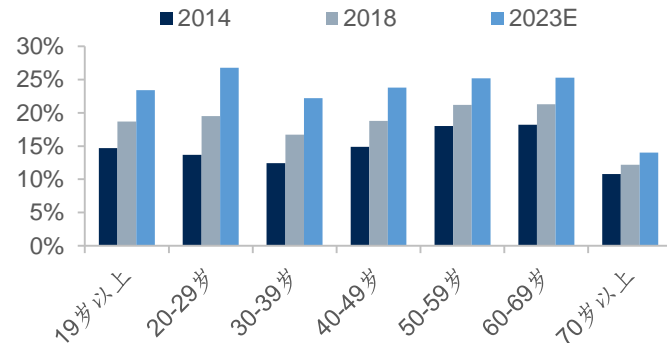
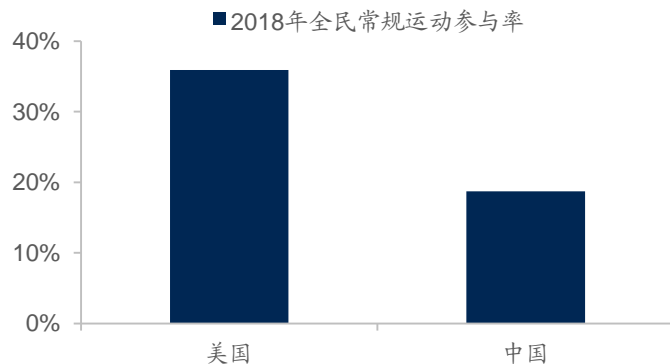
✓ 2019年，中国14亿人口，服装消费2.2万亿元，运动鞋服消费3166亿元；

✓ 2019年，美国3.3亿人口，服装消费1.9万亿元，运动鞋服消费8379亿元；

✓ 中国居民运动鞋服消费占各类鞋服消费比例14%，世界平均占比为19%，发达国家占比普遍在25%~35%之间；

✓ 中国全民常规运动参与率低于美国，参与率最高的年龄段在50-69岁；

✓ 运动鞋服是中国鞋服消费增长最快的细分市场。



资料来源：弗若斯特沙利文，欧睿，滔搏招股书，国信证券经济研究所整理

2021展望：深挖内需消费潜力，强化供应链竞争力

• 中国纺织服装制造业深度参与全球分工，RCEP有望强化中国龙头企业世界竞争力

- ✓ 协定将显著促进成员国之间的纺织品和服装的采购；
- ✓ 非成员国对成员国的纺织品出口将会下降；
- ✓ 成员国的服装出口将受益于协定推动的更一体化的区域供应链，在欧美等世界主要服装进口市场显示更强的竞争力；
- ✓ 非成员国的服装出口将会一定程度在竞争中丢失世界主要服装进口市场的份额。

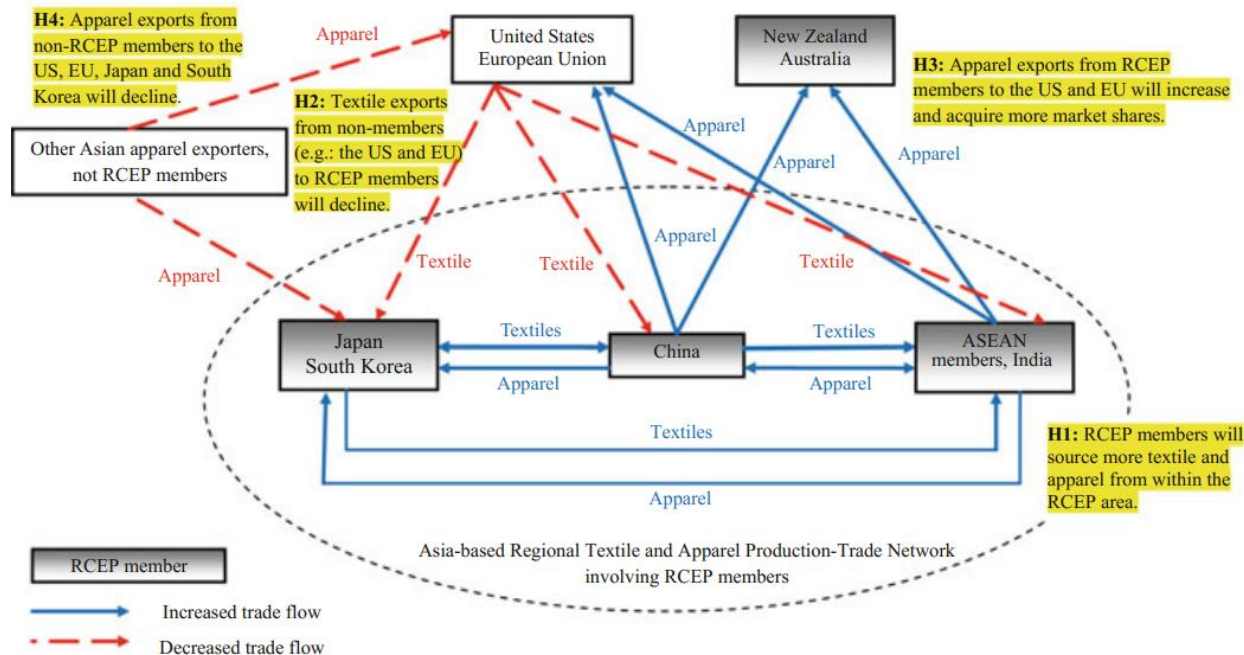


Fig. 1 Potential impact of the RCEP on the textile and apparel supply chain in the Asia-Pacific

资料来源：Sheng Lu, 《Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP): Impact on the Integration of Textile and Apparel Supply Chain in the Asia-Pacific Region》，国信证券经济研究所整理

投资建议：陪伴具备国际竞争力的中国龙头企业共同成长

- 目前，中国市场既为全球第一大服装消费市场，中国也是全球第一大纺织品服装供应国，但在全球纺织服装产业链龙头企业的市值中，中国企业目前在前20名的市值占比不到5%。
- 近十年来，中国纺织服装行业供需两侧同时处于红利消退后洗牌变革环境中。机遇与挑战下，中国涌现了一批具备竞争优势的龙头企业，在今年疫情“考验”下国际竞争力初步显现。我们看好未来在“内循环”与“双循环”新格局趋势下，中国优秀龙头企业的长期成长空间。
- 分具体产业链环节看，我们看好制造端具备研发、效率、垂直一体化整合能力的龙头企业；同时我们看好消费端受益细分赛道成长潜力、功能性品牌集中度提升潜力、以及品牌价值突出和零售管理高效的龙头企业。
- ✓ 港股标的我们重点推荐：申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏、波司登、宝胜国际，同时我们建议关注中国利郎、特步国际。
- ✓ A股标的我们重点推荐：森马服饰，同时我们建议关注开润股份。

申洲国际：世界质造，持续成长



在新贸易环境下成长的一体化针织龙头

公司是中国最大的纵向一体化针织制造商，三十年来的发展始终领先于行业的变化，在顺境中坚持转型升级，从而在逆境中凸显优势。公司管理团队资深且稳定，长期稳健增长，盈利能力出色，现金状况良好。业务结构上，产品持续升级，主要客户、市场、产地适度分散。

强强联合的一体化模式，攻守兼备

公司在规模、盈利能力、成长性与稳定性上显著领先同业，核心竞争力在于：1) 生产硬实力，包括深度绑定客户的面料研发能力、大幅超出同业的制衣效率、稀缺的一体化快反能力；2) 管理软实力，包括员工管理、环保建设等，注重投入且效果显著，契合品牌优选方向。

疫情下业绩超预期，稳健渡过全球危机

公司上半年收入同比持平，毛利率同比持平，净利润同比+4%，远好于客户与同行。公司的四大品牌客户、四大市场、三大品类适度分散，相互抵消了波动，为品牌客户研制的口罩也贡献约1亿收入，海内外一体化产能灵活调配应对了地区疫情变化。同时保持对供应商及时付款，对员工增加津贴、全国包车接送等措施加固了经营稳定性。

投资建议：看好产能大年与需求回暖共振，长期核心供给优势决定空间

全球疫情危机印证了公司业绩确定性，按产能计划，我们预计未来3年公司将迎来海外产能释放大年，叠加全球经济回暖，我们看好公司业绩加速增长。公司在疫情后有望加速份额提升，长期凭借稀缺的一体化能力和护城河将持续实现超越式成长。我们维持盈利预测，预计公司20-22年净利润增速分别为6.9%/19.3%/16.6%，EPS分别为3.62/4.32/5.042元，当前股价对应PE分别为34x/28.5x/24.4x，维持“买入”评级。

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,665	23,471	27,268	31,719
(+/-%)	8.2%	3.6%	16.2%	16.3%
净利润(百万元)	5,095	5,448	6,498	7,578
(+/-%)	12.2%	6.9%	19.3%	16.6%
每股收益(元)	3.39	3.62	4.32	5.04
毛利率	30.3%	30.4%	31.4%	31.6%
EBIT Margin	23.7%	24.9%	25.6%	25.9%
净利率	22.5%	23.2%	23.8%	23.9%
净资产收益率(ROE)	21.4%	20.5%	21.7%	22.3%
市盈率(PE)	36.4	34.0	28.5	24.4
EV/EBITDA	30.0	28.8	24.5	21.0
市净率(PB)	7.4	6.6	5.8	5.1

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

安踏体育：永不止步的长跑冠军



经营管理出众，品牌塑造精准

公司的营业收入和净利润十年来取得了稳健而快速的增长，利润率与ROE多年维持较高水平，店铺规模效率双双领先。主品牌安踏深耕大众市场，拥有广泛而高效的渠道，品牌稳步升级，儿童与电商快速增长；FILA收购后品牌重塑成为业绩标杆，凭借传承调性、精准定位、深化零售打造第二增长极；多品牌孵化展露锋芒，迪桑特

成长动力：多品牌深耕中国市场

公司在规模、盈利能力、成长性与稳定性上显著领先同业，核心竞争力在于：1) 生产硬实力，包括深度绑定客户的面料研发能力、大幅超出同业的制衣效率、稀缺的一体化快反能力；2) 管理软实力，包括员工管理、环保建设等，注重投入且效果显著，契合品牌优选方向。

疫情下复苏势头良好，Amer蓄势待发

上半年收入同比-1%，营业利润同比-15%，含JV亏损的净利润同比-29%，前三季度安踏品牌表现符合预期，FILA和新品牌增长迅速，Amer中国区开店顺利，实现双位数增长。在国际品牌DTC转型大趋势下，公司也在今年开启转型直面消费者模式，计划在11个地区的3500家安踏门店转为直营或者指定加盟商运营，目前进展顺利，未来将助力公司洞察消费趋势，提高管理效率，快速反应。

投资建议：看好明年重启盈利快速增长通道，与长跑冠军共成长

公司在疫情冲击和恢复阶段均录得业内领先的经营表现，证实了公司的经营韧性。同时，公司在电商发展、新品牌孵化、DTC转型、供应链整合等多方面的努力为公司长期发展积蓄力量。我们看好公司凭借长期稳健的经营实力、丰富的品牌矩阵深耕运动市场的广阔前景。我们维持盈利预测，预计公司20-22年EPS分别为1.93/2.82/3.39元，当前股价对应PE分别为50.1x/34.1x/28.3x，维持“买入”评级。

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,928	35,729	44,432	52,799
(+/-%)	40.8%	5.3%	24.4%	18.8%
净利润(百万元)	5,344	5,204	7,648	9,202
(+/-%)	30.3%	-2.6%	47.0%	20.3%
每股收益(元)	1.98	1.93	2.83	3.41
毛利率	55.0%	54.7%	56.0%	56.5%
经营利润率	25.6%	22.4%	24.9%	24.9%
净利率	15.8%	14.6%	17.2%	17.4%
净资产收益率(ROE)	26.6%	21.9%	27.0%	28.0%
市盈率(PE)	48.8	50.1	34.1	28.3
EV/EBITDA	30.9	40.9	29.6	24.8
市净率(PB)	13.0	11.0	9.2	7.9

资料来源:公司资料,国信证券经济研究所整理预测

李宁：重回正轨，品牌驱动



国牌龙头三十而立，盈利周转强势复苏

领先的国产体育品牌，创立三十年。在前20年公司经历了从初创到第一国牌的辉煌，随后在行业库存危机下迎来5年的低谷和调整，CEO两次更换后，李宁回归下的近五年引领了品牌的复苏。目前品牌势能、财务表现、终端运营均呈强劲的上升趋势，新联席CEO加盟将继续深化运营。

时尚专业双轮驱动，定位恰当扩大客群

从品类看，时尚品类以及“中国李宁”和篮球品类的出色表现驱动了近年品牌复苏；从定位看，先重拾大众定位，再在恰当的时机推出适合品牌力的高端系列，实现了品牌张力到业绩成长的转化。未来在李宁品牌下的不同系列，大货、儿童、中国李宁均有较好的成长空间。

疫情下业绩超预期，品牌升级与效率提升共振

上半年公司收入同比-1.2%，扣非后净利润同比+22%，经营利润率+3.7pp。吊牌价提升与费用控制促使疫情下利润逆势增长。库存较为健康，Q3恢复净开店，全年维持疫情前的利润率指引。

投资建议：看好品牌张力，盈利持续快速增长

公司疫情影响下出色的流水恢复凸显品牌竞争力，健康的库存基数有助于顺利度过危机，中期盈利恢复动力强劲。我们维持盈利预测，预计公司20-22年净利润同增6.1%/33.7%/29.4%，扣非后同增25.6%/33.7%/29.4%，EPS分别为0.66/0.88/1.14元，对应PE分为为58.3x/42.7x/32.1x，维持“买入”评级。

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,870	14,552	17,588	20,873
(+/-%)	32.0%	4.9%	20.9%	18.7%
净利润(百万元)	1,499	1,591	2,174	2,891
(+/-%)	109.6%	6.1%	36.7%	33.0%
每股收益(元)	0.62	0.66	0.90	1.19
毛利率	49.1%	49.9%	50.7%	51.0%
经营利润率	10.1%	13.7%	16.7%	18.8%
净利率	10.8%	10.9%	12.4%	13.9%
净资产收益率(ROE)	21.1%	19.3%	22.3%	25.8%
市盈率(PE)	61.9	58.3	42.7	32.1
EV/EBITDA	44.4	52.3	36.5	28.0
市净率(PB)	13.0	11.3	9.5	8.3

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

滔搏：体育零售巨头，稳健高效“现金牛”



中国最大的运动鞋服零售商，财务表现优异

公司规模第一，市占率约16%，是少有的全国型零售商。公司拥有二十年历史，超过8000家直营门店，是Nike和Adidas在中国最大的零售伙伴，大股东为百丽国际。公司多年保持快速稳健增长，库存周转效率业内领先，ROIC在27%左右。公司存货周转天数持续稳定在103天的健康水平。

核心竞争力：强强联合，效率制胜

大中华区是龙头国际品牌的重点市场，Nike和Adidas均连续5年每季实现双位数增长。公司强大的经营实力和渠道资源是品牌商DTC战略的有利补充，未来将继续共同转型，构筑壁垒。公司经营效率领先，出色的利润率和周转都带来较高的ROIC，而这也进一步支持店铺灵活调整升级来捕捉客流趋势。未来公司将着重以数字化转型激活人货场的效益，多元方式连接消费者，有望进一步带来增量增长驱动因素，并提升盈利水平。

疫情下业绩稳健，下半财年将迎来反弹

上半财年公司收入同比-7%，扣非后净利润同比-15%，扣非后净利率-0.7pp。稳健的业绩来自公司高效的管理和品牌的共同支持，库存维持较为健康的水平。同时O2O业务加速发展，门店总面积保持正增长。期间公司更改持股结构，有利于管理层避免被动减持。目前已经看到9-10月销售环比加速，双十一线上线下联动，有望下半财年加速增长。

投资建议：看好短期业绩拐点与长期“现金牛”表现

公司长期成长性与现金流好，赛道景气且零售运营的核心竞争力强。短期疫情下的利润、现金流表现都相当稳健，体现了强大的零售管理能力以及国际龙头品牌深入的合作关系。随着经营环境好转和公司较强的库存控制，业绩将迎来拐点。而长期公司依赖强大的盈利效率将持续提供充沛的现金回报。我们维持盈利预测，预计公司21-23财年净利润分别同增13%/19.8%/15.1%，当前股价对应PE为25.3x/21.2x/18.4x，维持“买入”评级。

盈利预测及市场重要数据	FY 2020	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E
营业收入(百万元)	33,690	36,479	41,622	47,324
(+/-%)	3.5%	8.3%	14.1%	13.7%
净利润(百万元)	2,303	2,603	3,119	3,590
(+/-%)	4.7%	13.0%	19.8%	15.1%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.42	0.50	0.58
毛利率	42.1%	41.9%	42.3%	42.3%
经营利润率	9.8%	10.0%	10.5%	10.6%
净利率	6.8%	7.1%	7.5%	7.6%
净资产收益率(ROE)	36.9%	23.1%	24.2%	24.3%
市盈率(PE)	28.64	25.34	21.15	18.38
EV/EBITDA	11.38	10.20	8.82	7.71
市净率(PB)	6.26	5.51	4.79	4.17

资料来源:公司资料,国信证券经济研究所整理预测

波司登：重塑品牌，势能升级



行业龙头地位稳固，回归主航道重塑品牌

集团成立于2002年，波司登羽绒服销售额多年保持中国羽绒服品牌第一名，历史上经历了品牌快速成长、多元化发展、调整重新聚焦羽绒服业务的多个发展阶段，近年来收入利润迅速增长。公司实控人持股比例占7成左右，上市来保持较高分红率。品牌羽绒服业务中主品牌波司登定位中高端，雪中飞定位中端，冰洁主打性价比。贴牌加工业务聚焦核心客户，女装业务协同整合，多元化业务收缩。

20财年再创佳绩，疫情下在保护品牌定位下去化库存

公司20财年实现收入+17%，净利润+23%，其中羽绒服收入+24%。存货周转天数增长28天到155天，其中约24天来自疫情影响，公司将更注重发展质量，调整经销商订货比例，保护品牌价值，借力强大供应链系统去化库存。

品牌建设成效显著，线上运营多点开花

波司登天猫旗舰店的中高端（1800元以上）羽绒服收入占比为20%，+6 p.p.，未来有望通过增加中高端羽绒服的占比进一步进行品牌升级，提高盈利能力；渠道升级助力增长，公司在传统电商与新零售渠道方面多点开花，会员体系发展出色，已实现在线线下会员、数据、库存O2O一体化的梳理。

投资建议：看好公司品牌渠道持续升级

疫情影响下，公司凭借品牌升级、供应链升级优势展现较强的业绩韧性，短期库存压力有望在保持品牌价值的前提下去化，保障长期健康增长。我们预计公司21/22/23财年净利润分别同增16.3%/19.1%/17.1%，EPS分别为0.13/0.15/0.18元，对应PE分别为22.0/18.5x/15.8x，维持“买入”评级。

盈利预测及市场重要数据

FY2020 FY2021E FY2022E FY2023E

营业收入(百万元)	12,217	13,159	15,212	17,427
(+/-%)	17.6%	7.7%	15.6%	14.6%
净利润(百万元)	1203	1399	1666	1951
(+/-%)	22.6%	16.3%	19.1%	17.1%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.13	0.15	0.18
EBIT Margin	12.7%	14.1%	14.6%	14.8%
净资产收益率(ROE)	11.8%	13.0%	14.6%	16.0%
市盈率(PE)	25.6	22.0	18.5	15.8
EV/EBITDA	21.3	18.3	15.6	13.8
市净率(PB)	3.02	2.86	2.69	2.52

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理预测

宝胜国际：改革初显成效，看好明年盈利弹性



2019年盈利加速提升，改革动力初现

公司是第二大体育用品零售商，规模遥遥领先其后零售商。公司主要收入来自销售 Nike、Adidas 等国际知名运动品牌，目前全国有 5800 家左右直营店与 3900 家加盟店。2019 年公司实现收入+20%，净利润+54%，库存共享打通帮助库存周转天数可控，线上 B2C 业务占比显著提升。

今年疫情影响逐步减弱，内生改善助力业务恢复

公司前三季度收入同比-8%，净利润-70%，其中单Q3收入持平，净利润-6%，恢复情况较好。受去库存压力与行业普遍折扣加大影响，Q3毛利率同比下降3.1pp，但在控费与经营优化的措施下经营利润率下滑1.4pp，幅度小于毛利率降幅。库存周转天数152天相对可控，且包含为10月备货因素，旺季过后库存天数缩短。

线上发展迅速，Q4 同店呈现回升势头

公司前三季度实现线上收入+27%，收入占比达到16%，其中B2C线上比例超过7成。小程序在Q3贡献销售比例上升到1.8%。10月同店回升增长7.5%，环比Q3双位数下滑同店明显好转。双十一增长50%，Q4后续同店预计持平，整体环比Q3将进一步好转。

投资建议：看好拐点逐步显现

我们认为公司本季度的库存表现较好，而盈利水平受打折影响，仍待后续恢复，看好行业环境恢复正常后公司内生经营改善带来的利润弹性释放空间。由于恢复进度小幅低于预期，我们下调盈利预测，预计公司20-22年净利润增速分别为-52.6%/191.8%/23.6%，EPS分别为0.06/0.19/0.23元，当前股价对应PE分别为28.9x/9.9x/8x，维持“买入”评级。

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,190	25,346	29,936	34,346
(+/-%)	19.9%	-6.8%	18.1%	14.7%
净利润(百万元)	833	395	1,152	1,424
(+/-%)	53.5%	-52.6%	191.8%	23.6%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.06	0.19	0.23
EBIT Margin	34.1%	31.6%	34.2%	34.2%
净资产收益率(ROE)	5.4%	3.4%	6.5%	6.9%
市盈率(PE)	3.1%	1.6%	3.8%	4.1%
EV/EBITDA	11.3%	5.0%	13.5%	14.7%
市净率(PB)	11.8	28.9	9.9	8.0
营业收入(百万元)	4.6	5.2	3.3	2.7
(+/-%)	1.3	1.4	1.3	1.1

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

森马服饰：童装龙头重启成长轨道



优质童装龙头，财务稳健高派息

公司主营儿童服饰巴拉巴拉品牌和休闲服饰森马品牌。童装业务保持20%以上的复合增长，市占率第一，为6.9%；休闲装业务前期增长迅速目前发展平稳，多年来维持头部品牌地位。公司财务稳健、现金状况良好，平均派息比率接近70%

童装业务规模领先效益出色，休闲装业务竞争激烈砥砺前行

童装业务增长迅速，2019年收入为127亿元，占总收入约65%。与其他品牌相比，巴拉巴拉保持绝对领先规模优势的同时经营效率较为突出。森马品牌在休闲装行业激烈的竞争中经过调整重回前三的市场地位，且近两年呈上升趋势。公司一方面保持线下渠道高质量增长，另一方面电商增长迅速，占比超30%，同时品牌积极向年轻化转型。

Q3调整持续，即将重启成长

公司前三季度收入同比-28%，扣非净利润同比-90%，剔除剔除Kidiliz并表的影响，前三季度收入同比-25%。分品牌其中巴拉巴拉和森马Q3同比下降高单位数/20%以内。黄金周公司童装和休闲装均取得加速增长，公司预计全年利润同比表现好于前三季度，看好Q4业绩拐点。

投资建议：看好拐点逐步显现

公司持续进行渠道调整与库存去化，同时剥离亏损品牌，我们看好公司即将迎来业绩拐点，轻装上阵重启快速成长。我们维持盈利预测，预计公司20-22年EPS分别为0.17/0.56/0.67元，对应PE为52.2x/15.5x/12.9x，维持“买入”评级。

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,337	17,137	20,072	23,150
(+/-%)	23.0%	-11.4%	17.1%	15.3%
净利润(百万元)	1549	451	1523	1818
(+/-%)	-8.5%	-70.9%	237.8%	19.4%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.17	0.56	0.67
EBIT Margin	14.8%	5.1%	11.3%	11.8%
净资产收益率(ROE)	13.2%	3.8%	12.2%	13.8%
市盈率(PE)	15.2	52.2	15.5	12.9
EV/EBITDA	9.1	23.2	10.9	9.4
市净率(PB)	2.0	2.0	1.9	1.8
营业收入(百万元)	19,337	17,137	20,072	23,150
(+/-%)	23.0%	-11.4%	17.1%	15.3%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

相关公司估值比较



运动鞋服、供应制造

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			PB	BPS	总市值
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	19	19	亿人民币
02020	安踏体育	买入	94.51	1.98	1.93	2.83	47.8	49.1	33.4	12.7	7.4	2519
02331	李宁	买入	38.92	0.62	0.66	0.90	62.8	59.2	43.3	12.7	3.1	955
06110	滔搏	买入	10.13	0.37	0.44	0.52	27.4	23.0	19.5	6.0	1.7	619
03813	宝胜国际	买入	1.74	0.16	0.07	0.20	10.9	24.8	8.7	1.2	1.4	92
01368	特步国际	买入	2.91	0.29	0.17	0.26	10.0	17.1	11.2	1.1	2.7	73
01361	361度	无评级	0.82	0.21	0.19	0.22	3.9	4.3	3.7	0.3	3.1	17
03818	中国动向	无评级	1.74	0.16	0.08	0.19	10.9	21.1	9.0	1.2	1.4	92
NKE	耐克	无评级	887.89	10.59	18.76	24.14	83.8	47.3	36.8	22.2	40.0	13838
LULU	露露柠檬	无评级	2,307.13	32.63	27.83	43.54	70.7	82.9	53.0	19.3	119.8	2985
ADS	阿迪达斯	无评级	2,186.80	78.07	18.77	66.83	28.0	116.5	32.7	7.7	283.1	4377
02313	申洲国际	买入	117.73	3.39	3.62	4.32	34.7	32.5	27.2	7.0	16.7	1745
00551	裕元集团	无评级	13.97	1.30	0.55	1.29	10.7	25.3	10.8	0.8	17.7	222
02232	晶苑国际	无评级	2.17	0.37	0.24	0.26	5.8	9.0	8.4	0.8	2.7	61
02678	天虹纺织	无评级	5.90	0.97	0.26	0.81	6.1	22.8	7.3	0.7	8.2	53
601339	百隆东方	增持	3.70	0.20	0.21	0.29	18.5	17.6	12.8	0.7	5.3	65
000726	鲁泰A	无评级	5.93	1.11	0.52	0.78	5.3	11.4	7.6	0.7	9.0	59
300577	开润股份	增持	27.86	1.04	0.84	1.41	26.8	33.2	19.8	7.3	3.8	70
603558	健盛集团	无评级	8.83	0.68	0.35	0.66	13.0	25.4	13.3	1.2	7.3	43
002042	华孚时尚	无评级	6.28	0.27	-0.08	0.27	23.3	-81.9	23.7	1.5	4.1	111
1476	儒鸿	无评级	96.20	3.63	2.77	3.27	26.5	34.7	29.5	6.3	15.3	263
9910	丰泰企业	无评级	44.74	1.97	1.69	1.93	22.8	26.5	23.1	8.5	5.2	393

资料来源: Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理预测
注: 未评级公司盈利预测来自彭博一致预期。

相关公司估值比较



大众休闲、高端时尚

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			PB 19	BPS 19	总市值 亿人民币
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
002563	森马服饰	买入	7.50	0.57	0.17	0.56	13.2	44.1	13.4	1.7	4.4	235
600398	海澜之家	增持	5.91	0.71	0.53	0.70	8.3	11.2	8.5	2.0	3.0	297
603877	太平鸟	无评级	32.06	1.17	1.44	1.77	27.4	22.3	18.1	4.4	7.3	178
002029	七匹狼	无评级	4.72	0.46	0.27	0.36	10.3	17.4	13.1	0.6	7.9	41
601566	九牧王	无评级	11.61	0.64	0.74	0.76	18.1	15.8	15.2	1.6	7.4	78
002293	罗莱生活	无评级	11.05	0.66	0.69	0.78	16.7	16.0	14.1	2.2	4.9	106
01234	中国利郎	买入	4.47	0.68	0.47	0.67	6.6	9.5	6.7	1.5	3.0	53
03998	波司登	买入	2.75	0.11	0.13	0.15	24.6	21.2	17.8	3.0	0.9	292
002832	比音勒芬	增持	15.31	1.32	1.42	1.93	11.6	10.8	7.9	2.4	6.3	93
603808	歌力思	增持	11.89	1.07	1.41	0.86	11.1	8.4	13.9	2.1	5.6	46
603587	地素时尚	无评级	19.20	1.56	1.36	1.57	12.3	14.1	12.2	2.3	8.3	107
603839	安正时尚	无评级	9.54	0.76	0.61	0.79	12.5	15.5	12.1	1.4	7.0	44
03306	江南布衣	无评级	8.00	0.95	0.77	0.91	8.4	10.4	8.8	2.9	2.7	41
03709	赢家时尚	无评级	15.43	0.69	0.86	1.00	22.3	17.9	15.4	3.4	4.6	104

资料来源：Wind，Bloomberg，国信证券经济研究所整理预测
注：未评级公司盈利预测来自彭博一致预期。

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。