

# 纺织服装半年度策略

## ——疫情下的新希望

分析师：马莉 S1230520070002  
联系人：林骥川/詹陆雨

2020年7月

## 摘要:

- 20H1在疫情下，消费受到全面影响同时渠道线上化明显，这使得线上服务商/线上品牌及龙头品牌成为市场追捧热点。
- 从H2策略来看，抓紧龙头品牌的同时，我们看到服装行业中还有一批被市场忽略、但现金流充沛、积极跟上线上渠道发展步伐的低估值细分龙头同样值得关注：
- ✓ **主线一：**消费品白马依旧是中长期最稳定选择。在行业共同面对需求不振、库存下滑的问题时，龙头更强的品牌力有望进一步挤占腰部品牌的生存空间。而其中，行业高增速、空间大的运动服饰龙头**安踏体育、李宁**虽然估值较高但依旧是长期首选；同时**波司登、比音勒芬、地素时尚**等细分赛道龙头同样值得关注。
- ✓ **主线二：**在线上龙头及消费品龙头白马股价频创新高背景下，许多服饰企业股价仍处于历史大底部，这类企业不少具备以下体征：（1）细分赛道龙头（但该赛道成长性较为一般）；（2）现金流及业绩稳定性较好；（3）股价及估值处在历史底部；（4）积极跟上新零售步伐。我们全面看多这一批估值10X+的传统品牌，建议关注**富安娜**，以及水星家纺、安正时尚、歌力思。

# 目录

CONTENTS

- 01 2020年最大变化：疫情加速消费线上化，全面看多电商品牌和龙头品牌两大主线**
- 02 疫情下的品牌主线一：疫情有助龙头提升集中度，坚定看好龙头品牌确定性带来的溢价**
- 03 疫情下的品牌主线二：看好低估值、积极拥抱互联网渠道的传统品牌**
- 04 纺织制造龙头仍需静待疫情明朗**

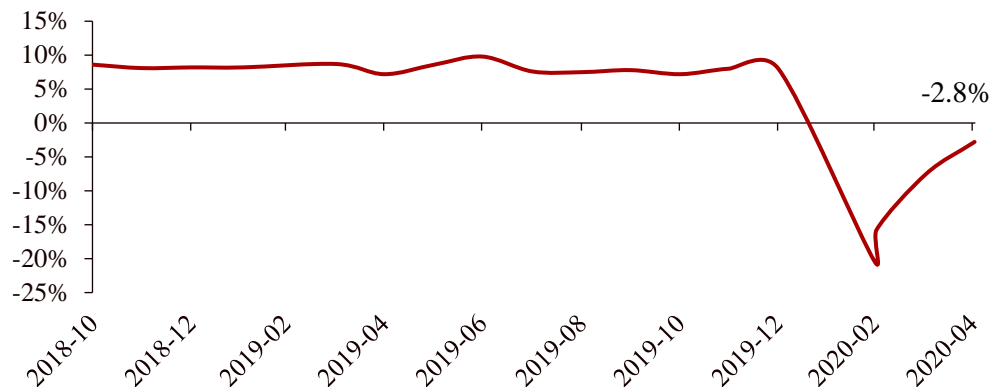
# 01

**2020年最大变化：疫情加速  
消费线上化，全面看多龙头品  
牌和电商品牌两大主线**

### □ 疫情下的2020，社零消费全面转线上是最大主题：

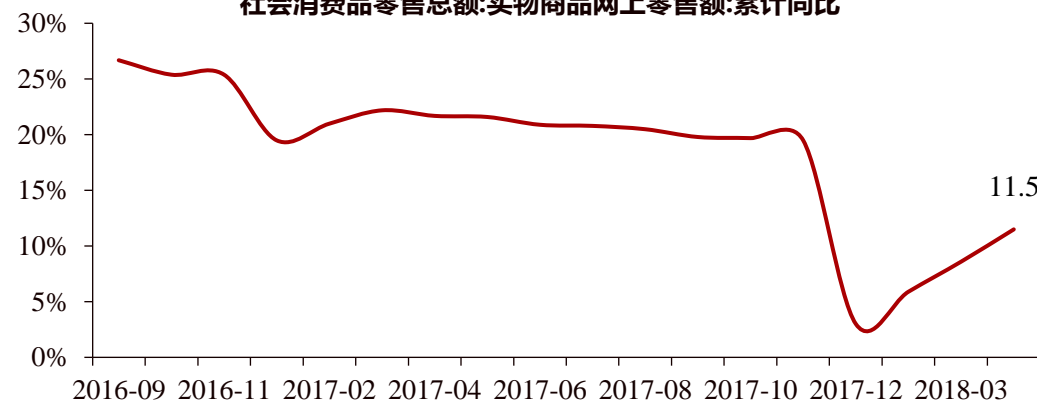
✓ 整体社零增速在5月依旧为负2.8%，20年1-5月累计增速为-13.5%；但是线上商品和服务零售额在4月已转正，1-5月累计增速已达到4.5%。

社会消费品零售总额:当月同比 (%)

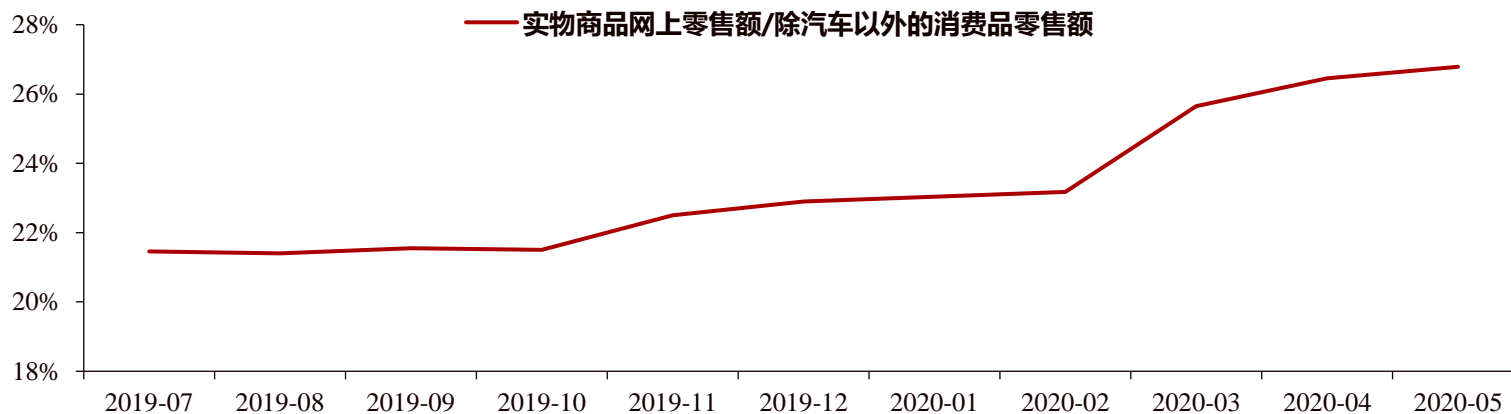


数据来源：WIND、浙商证券研究

社会消费品零售总额:实物商品网上零售额:累计同比



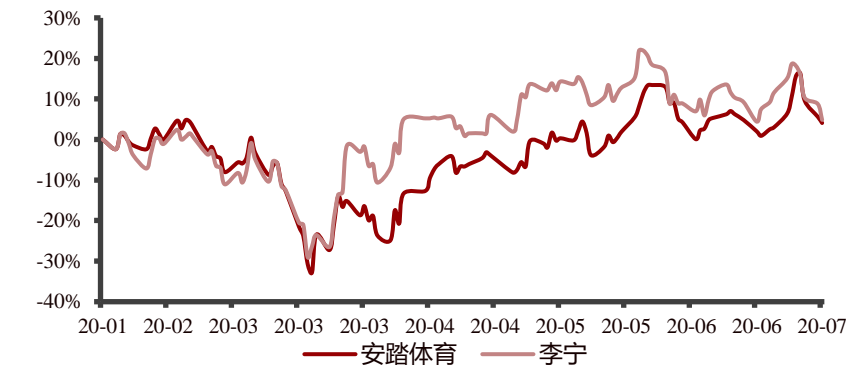
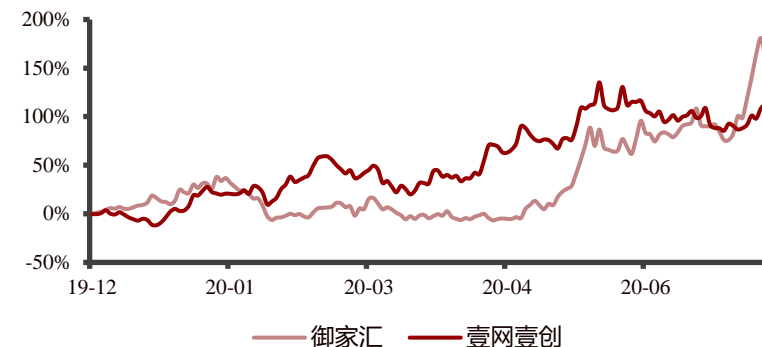
✓ 从线上消费占比看，线上实体消费占整体社零（除汽车）消费品占比已从19年末的22.9%，快速上升至20年5月的26.8%。



数据来源：WIND、浙商证券研究

## 1.2 资本市场在20年给予线上服务商及消费品龙头很高的认可

- 在消费全面线上化的背景下，新渠道相关的服务商及品牌均在20H1获得了资本市场的高度追捧。
- ✓ 直播带货凭借更好的展示方式、更强的互动体验、以及头部主播的明星效应让直播电商规模瞬间迅速增长。抖音、快手、淘宝直播20年电商的目标GMV均达2500亿，整个直播电商的规模接近万亿。
- ✓ 同时在疫情下消费线上化的趋势下，为线下品牌进行代运营服务的线上代运营商，如御家汇及壹网壹创同样成为市场焦点。
- 在服务商外，在线上平台上本就拥有流量优势的电商龙头品牌，由于在疫情期间表现出的稳定增速和确定性也受到市场更高认可。南极电商年初至今涨幅接近100%，此次疫情进一步加深了市场对其在中心平台上流量壁垒的理解。
- 与此同时，市场对于消费品龙头品牌始终表现出极强信心。安踏体育和李宁虽然在20H1在线下受到严重的冲击，但是两家公司股价均在Q1短暂大跌后，在Q2创出或接近历史新高。这充分表现出在全行业基本面均大幅调整的情况市场给予龙头的稳定性溢价。



## 1.3 两大投资主线：积极布局电商的传统品牌有望估值修复，龙头品牌溢价有望持续

- 疫情之后，几乎所有品牌均遇到零售下滑及库存问题；在共同压力下，品牌认知强的龙头进一步压缩了中部品牌的生存空间，龙头优势进一步扩大。
- ✓ 运动服饰龙头在持续增长的大赛道上已经建立了非常高的品牌壁垒，虽然短期零售有所波动，但**安踏体育、李宁**两大龙头长期看仍能在高速成长的赛道上持续提升市场份额，市场也愿意给予这样的龙头更高溢价。
- ✓ **波司登**是目前国潮品牌中难得的在单品类具备绝对竞争力的龙头品牌，虽然经历疫情短期面临库存压力，但是我们长期看好其品牌认知度和强供应链双壁垒下的成长空间。若今年冬天库存清理顺利，我们认为公司从业绩和估值上仍有较大的提升空间。
- ✓ A股中，我们看到包括**比音勒芬、地素时尚**在内的细分领域龙头公司均出领先行业在Q2恢复业绩增长，这些表现出明显销售韧性的公司也同样具备估值提升的空间。
- 服装行业有一批持续投入线上渠道，同时自身基础扎实、现金流充裕的公司；我们认为相较互联网新锐品牌，这批公司因为关注度较低处于被市场低估的状态，其估值修复是目前的一大投资主线。
- ✓ 以**富安娜、水星家纺**为代表的公司，通过多年在电商渠道的布局，其线上收入占比已到40%左右，已成为最重要的收入增长引擎；同时线下完备的渠道让其在转型的同时比新品牌具备更强稳定性。这批公司低估值（10X+）高股息（6%），目前仍拥有较大的估值修复空间。
- ✓ 以**安正时尚、歌力思**为代表的公司，前瞻在线上渠道进行投资布局，在代运营商等方向上取得成果。这批公司在新渠道布局的估值也尚未被市场完全反应。

# 02

疫情下的品牌主线一：高  
品牌认知度的龙头，具备  
更强韧性



## 2.1 运动服饰市场龙头格局清晰，坚定长期看好龙头成长

- 我们认为虽然短期会存在疫情扰动，但是中长期看运动鞋服市场在运动人数增加以及新一代消费群体穿着习惯变化的带动下，依旧有望保持较高速的增长趋势。

表：我国运动鞋服市场规模（单位：亿元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
运动鞋服市场	1306	1418	1392	1347	1483	1669	1904	2215	2648
YOY		9%	-2%	-3%	10%	13%	14%	16%	20%

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

- 同时更重要的是，中国运动服饰行业的格局已经稳定，前几大龙头相较其他品牌已经逐步积累下深厚的壁垒。
- ✓ 体育服饰行业格局堪比奢侈品，头部品牌对稀缺体育明星/赛事垄断是最大壁垒，这使其将品牌文化与人类运动精神相连。
- ✓ 同时龙头通过科技创新更新产品，相较单纯比拼时尚设计壁垒更加稳定。
- ✓ 渠道资源持续集中：耐克/阿迪从原先集合运动专区转为独立大店模式，购物中心留给中小品牌露出机会越来越小。

表：我国运动鞋服市场份额（%）

运动行业市占率	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
adidas	9.7	9.5	10.7	13.3	15	14.8	15.3	16.1	18.3	19.5
Nike	11.9	11.3	12.5	13.7	14	14.3	15.5	16.9	18.1	19
Anta	7	8.2	9	7.9	7.7	8.5	9.4	9.8	10.2	11.1
Li Ning	12.1	12	10.1	7.3	6.6	6.6	6.9	6.6	6.2	6.1
Skechers	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	2.1	3.5	4.6	5.8
Xtep	5.9	6.5	7.6	7.9	6.2	6.4	6.2	5.5	4.4	4.6
361	6.6	7.2	7.5	6.8	5.1	5.1	5.1	5	4.5	3.9
Fila	0.2	0.3	0.5	0.7	1	1.5	2	2.3	2.5	3.8

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

## 2.1 运动服饰市场格局清晰，坚定长期看好龙头成长

- **基于长期向好的行业和优秀的竞争格局，我们看到体育服饰龙头在疫情后表现出了：**
- ✓ **更强的销售韧性：**疫情下龙头运动服饰虽然同样遭遇了线下客流减少、库存增加等问题，但是在618等线上活动中，龙头品牌依旧保持着高于行业的增速，
- ✓ **可控的库存：**体育服饰龙头的库存情况虽然较正常时期增加，但依旧处于可控范围内，我们预计整体库存问题有望在21年得到消化。
- **我们认为无论从短期和长期来看，以安踏、李宁为首的体育用品龙头都是服装行业业绩确定性最强的优质品种。**

表：我国运动鞋服市场份额（%）

	19年底	20Q1
安踏	估算4-5	估算5X+
FILA	估算5-6	估算8X+
李宁	估算3.5-4	估算4.5-5
耐克	估算3.5	估算4.5-5
阿迪	估算4.2-4.5	估算6+
特步	估算4	估算5.5

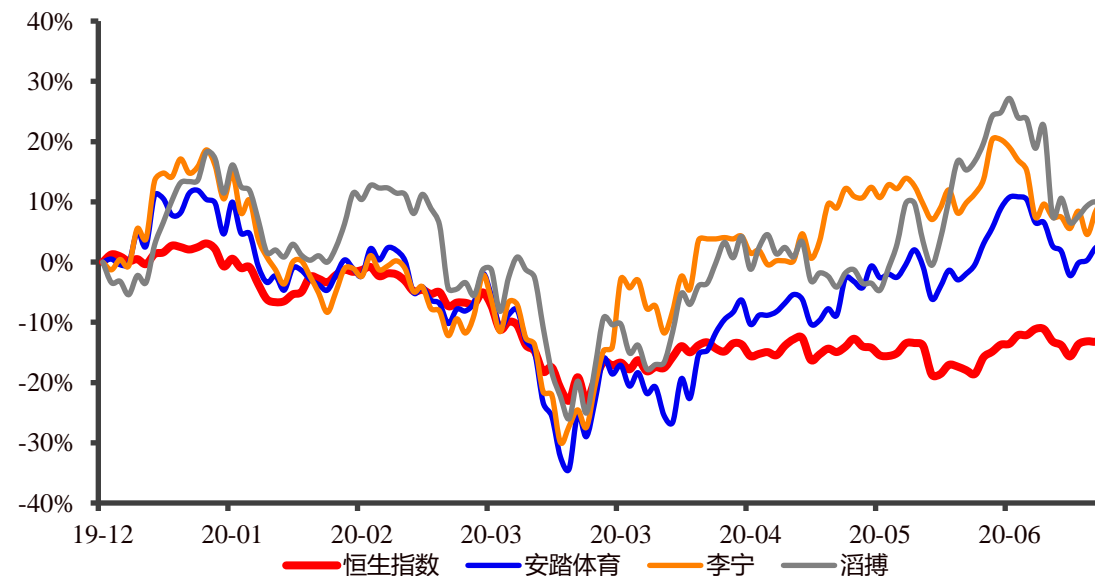
数据来源：公司调研、浙商证券研究

表：服饰行业618天猫旗舰店排名前十品牌

品牌天猫旗舰店	收入及增速	品牌天猫旗舰店	收入及增速
耐克	11.7 (+49%)	李宁	2.8 (+47%)
阿迪达斯	9.7 (+50%)	安踏	2.7 (+45%)
优衣库	5.4 (+3%)	JORDAN	2.2 (+101%)
全棉时代	3.4 (0%)	匡威	2.1 (+29%)
FILA	3.0 (+73%)	斯凯奇	1.9 (+64%)

数据来源：淘数据、浙商证券研究

表：港股体育服饰公司20H1走势



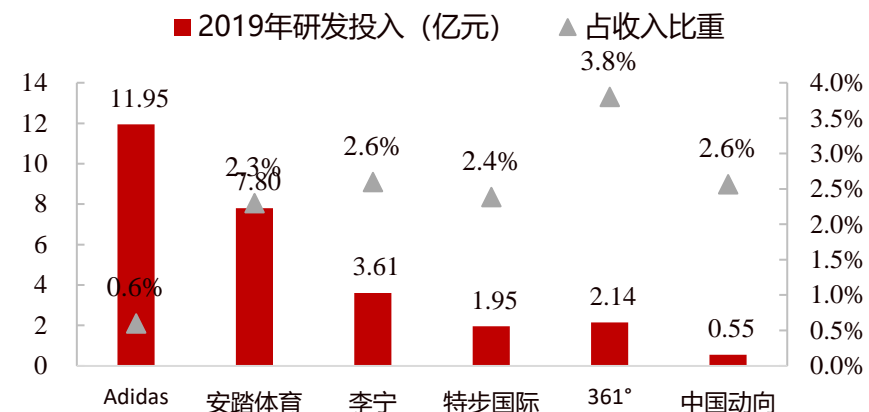
数据来源：WIND、浙商证券研究

## 02 2.1.1 安踏体育：全方位优秀的服饰龙头，静待时间兑现成长

□ **安踏全方位的能力均领先中国服饰行业。**服饰品牌的运营链条从产品企划开发、到供应链、到门店管理、还有品牌文化营销，是一条很长的流程；安踏一方面通过人才引进，另一方面依靠公司强执行力和狼性的文化，在各个环节上都逐步具备了优秀的能力。

- ✓ **产品企划开发：**FILA的成功本质上是安踏经过多年摸索，为品牌选择到了最合适的产品品类；以FILA的成功作为方法论，安踏正逐步摸索出一套适合中国消费者的产品企划开发方式。同时随着公司规模不断扩大，其研发投入也已经远远拉开竞争对手。
- ✓ **供应链：**规模扩大的同时安踏的供应商数量并没有显著增加，目前其鞋服供应商合计110家，单鞋服供应商平均订单金额显著高于同业，大单量+付款及时，让供应商非常重视来自安踏的订单；从2018年开始，申洲国际等龙头制造商也开始承接安踏订单。
- ✓ **零售管理：**12年起逐步实行扁平化管理，设立销售营运部负责货品营运，并成立零售管理部管理渠道形象；同时鼓励经销商开设直营店，减少分销层级。同时安踏在与经销商的目标设定、订货会管理、以及数据掌控上均非常细化，在每个细节上力求保证做做到最高效。
- ✓ **品牌文化营销：**安踏AMEAS集团的收购让其拥有了众多具备历史及影响力的全球化稀缺品牌，这成为安踏复制FILA成功的关键。同时随着公司规模的扩大其19年广告开支已达36亿，安踏品牌赞助范围从奥委会、到NBA球星、再到各类官方和街头赛事全面渗透。

表：主要运动龙头研发费用投入情况



数据来源：公司公告、浙商证券研究

表：安踏2019年主要品牌情况

	终端零售口径平均单店收入 (万元/年)	报表收入规模 (亿元)	库销比
安踏大货	320+	大货130-140亿元	正常时期4-5
FILA	960+	FILA全线148亿	正常时期5-6
DESCENTE	600+	8亿+	

表：代表性服装龙头2019年情况

	终端零售口径平均单店收入 (万元/年)	报表收入规模 (亿元)	存货周转天数
海澜之家	560万左右	65	251
森马休闲装	295万左右	56	138
巴拉巴拉	285万左右	97	

数据来源：公司调研、浙商证券研究

## 2.1.1 安踏体育：全方位优秀的服饰龙头，静待时间兑现成长

- **AMEAS的收购是安踏挑战进一步打破发展天花板的核心。大品牌、大渠道、大市场战略下，鞋服、直营业务、中国业务成为AMEAS未来5年的发力重点。**安踏2019年12月代表财团发布AMEAS未来5年战略规划：
  - ✓ **1) 全球范围内重组GTM：**由品牌组合型GTM转为聚焦单品牌的GTM，并计划培育出3个10亿欧元收入体量的单一品牌，即ARC' TERYX、SALOMON、Wilson；
  - ✓ **2) 聚焦鞋服业务：**鞋服产品销售占比从18年的40%提升至50%以上；
  - ✓ **3) 零售转型：**DTC业务收入占比从2018年的11%提升至30%，整合集团资源加速全球SAP零售系统更新，给予消费者更好的零售体验；
  - ✓ **4) 加速中国市场发展：**中国市场从2018年占比5%提升至15%，其中尤其发力ARC' TERYX、SALOMON等品牌在华业务，希望ARC' TERYX 门店数量从现有的100+ 扩张到300-400家，SALOMON业务也更多向鞋服领域延伸，并拓展在华直营门店；
  - ✓ **5) 新的管理层激励和战略性指引：**AMEAS 原CEO和主要管理层继续领导公司，各品牌高管与核心人员也在收购后留任，对管理层的激励将侧重长期价值创造，新董事会也将给管理层提供战略性指引；
- **总体来看，公司计划AMEAS在未来4-5年内收入CAGR达到10%-15%，同时盈利能力提升。**

表：AMEAS财务报表表现（单位：百万欧元）

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018
<b>主营业务收入</b>	<b>2,136.50</b>	<b>2,228.70</b>	<b>2,534.40</b>	<b>2,622.10</b>	<b>2,685.20</b>	<b>2,678.20</b>
YOY	3.51%	4.32%	13.72%	3.46%	2.41%	-0.26%
Winter and Outdoor Sports Equipment	1,289.50	1,371.20	1,530.10	1,601.80	1,670.90	1,661.30
YOY	5.59%	6.34%	11.59%	4.69%	4.31%	-0.57%
Ball Sports	551.00	536.70	647.00	671.10	653.20	638.10
YOY	-3.28%	-2.60%	20.55%	3.72%	-2.67%	-2.31%
Fitness	296.00	320.80	357.30	349.20	361.10	378.80
YOY	8.39%	8.38%	11.38%	-2.27%	3.41%	4.90%
<b>毛利</b>	<b>932.20</b>	<b>947.60</b>	<b>1,145.90</b>	<b>1,212.40</b>	<b>1,206.90</b>	<b>1,221.00</b>
YOY	3.51%	1.65%	20.93%	5.80%	-0.45%	1.17%
毛利率	43.63%	42.52%	45.21%	46.24%	44.95%	45.59%
<b>营业利润（亏损）</b>	<b>154.90</b>	<b>114.10</b>	<b>204.10</b>	<b>204.80</b>	<b>168.30</b>	<b>208.90</b>
YOY	36.00%	-26.34%	78.88%	0.34%	-17.82%	24.12%
营业利润率	7.25%	5.12%	8.05%	7.81%	6.27%	7.80%
<b>税前利润</b>	<b>126.30</b>	<b>77.00</b>	<b>168.00</b>	<b>173.00</b>	<b>142.00</b>	<b>166.70</b>
YOY	53.28%	-39.03%	118.18%	2.98%	-17.92%	17.39%
所得税支出(或收益)	36.00	21.60	46.40	46.10	48.70	41.80
所得税率	28.50%	28.05%	27.62%	26.65%	34.30%	25.07%
<b>持续经营收入（亏损）</b>	<b>90.30</b>	<b>55.40</b>	<b>121.60</b>	<b>126.90</b>	<b>93.30</b>	<b>124.90</b>
YOY	55.96%	-38.65%	119.49%	4.36%	-26.48%	33.87%
<b>净利率</b>	<b>4.23%</b>	<b>2.49%</b>	<b>4.80%</b>	<b>4.84%</b>	<b>3.47%</b>	<b>4.66%</b>

数据来源：公司公告、浙商证券研究

**□ 全方位能力的领先，让我们认为安踏两大主品牌在21年之后有望恢复可持续的稳健增长：**

- ✓ 20H1影响最大的时间段看：预计安踏下滑15%-20%，FILA持平；上半年所有品牌流水合计10%-15%下降，整体下滑幅度依旧可控，充分体现品牌力；
- ✓ 20H2流水预期：目标下半年各个品牌恢复到正常增速，安踏回到中双位数增长，FILA回到30%+增长
- ✓ 我们认为未来2-3年维度看，安踏主品牌双位数以上的增长趋势，FILA20%以上的增长趋势均有望保持；同时从3-5年维度看，这两个品牌随着行业共同的稳定增长确定性均相对较强。

**□ AMEAS短期较难贡献利润，长期有望为集团贡献双位数以上的利润规模：**

- ✓ 短期看由于收购的贷款、PPA、以及AMEAS本身改革及中国区投入的，我们认为其较难在短期内便向集团贡献利润；
- ✓ 从5年及以上维度看，若安踏的改革规划逐步达到目标，随着收入和利润的提升，未来AMEAS能够提供的利润体量有望占到集团整体的双位数水平；
- ✓ 我们预计2020/2021/2022年归母净利同比增长6%/27%/18%至57/72/85亿，对应当前市值33/26/22X；从5年以上维度看，集团优秀的全链条能力和多品牌矩阵让其在5年维度有望成为利润体量120亿以上的全球体育服饰龙头，长期看好与龙头共成长。

表：安踏体育盈利预测（单位：亿元）

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	339.28	361.89	425.10	496.94
同比 (%)	40.78%	6.67%	17.47%	16.90%
营业利润	86.95	85.75	106.74	126.88
YOY	52.54%	-1.37%	24.47%	18.86%
AMEAS贡献利润	-6.33	-2.57	-2.07	-2.07
净利润	57.2	60.0	75.9	89.7
YOY	32.07%	4.76%	26.52%	18.26%
归母净利润	53.4	56.7	71.9	84.9
YOY	30.25%	6.10%	26.76%	18.14%
P/E	32.7	30.8	24.3	20.6

数据来源：Wind，浙商证券研究预测

表：安踏体育驱动因素拆分(单位：亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	339.3	361.9	425.1	496.9
YOY	40.8%	6.7%	17.5%	16.9%
安踏品牌收入	174.5	172.0	193.2	218.5
YOY	21.8%	-1.5%	12.4%	13.1%
FILA品牌收入	147.7	172.1	210.8	253.7
YOY	73.9%	16.5%	22.5%	20.4%
其他品牌收入	17.1	17.8	21.1	24.7
YOY	33.3%	4.1%	18.4%	17.1%

数据来源：Wind，浙商证券研究预测



- **12-14年渠道复兴，为15年品牌转型奠定基础。** 12-14年金珍君改革几个方向，包括了：1) 回归体育定位、激进赞助赛事，并调整售价保证性价比；2) 大刀阔斧关闭低效渠道、清理库存、开启一次性库存回购；3) 加强零售管控、提升直营比例。虽然这段时间大幅度的计提和营销费用带来巨亏，但是不可否认这为公司伺候的复兴打下坚实基础。
- **2015年精神领袖李宁回归后，依靠独特品牌文化开启引领国潮全新时代：**

  - ✓ **产品开发：**拍板定调“国潮”，全产品线的年轻化，更重视故事性、主题性产品策划（韦德之道、少不入川、长安少年等等），提升产品话题度（与电竞名门EDG俱乐部、说唱歌手GAI联名等）
  - ✓ **渠道升级：**
    - 1) 全新门店形象，更具有科技感和现代感的展示手段，以及更侧重旗舰店、大店建设，全新的产品与门店形象也让万达为代表的商业地产主动向李宁抛来战略合作橄榄枝；
    - 2) 重视线上，单独设立电商产品开发团队，中国风“溯”系列产品成为线上引流利器
  - ✓ **稳定团队：**李宁原有管理团队，以及经销商、供应链团队与李宁本人配合多年，李宁归来后各项政策更接地气，稳定军心
  - ✓ **费用控制：**强调有层次、有节制的营销投入，最大化李宁本身的IP影响力，近年营销支出控制在9-11亿元，但品牌影响力持续提升

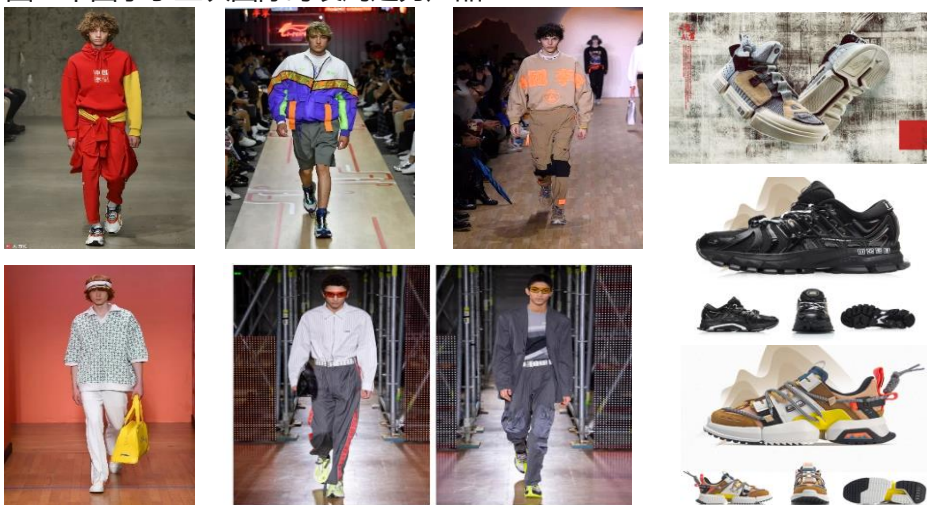
图：李宁韦德系列“最后一舞”特别款、EDG联名产品线、中国李宁成都旗舰店



数据来源：李宁公众号、官方微博，浙商证券研究

- **中国李宁横空出世，进一步提升品牌形象，成为中国品牌标杆。** 中国李宁系列于2018年2月首次亮相纽约时装周、时装周后上线试销的“悟道”等秀款迅速断货，1000+双“悟道”运动鞋天猫旗舰店上线1分钟售罄，由此中国李宁由试水转为正式品牌线，8月中国李宁正式以快闪店形式落地深圳销售，截至18/19年门店数量分别达到23/120家。
- **中国李宁的出现对于李宁的意义远大于收入端的贡献，其从消费人群、价格带、社交媒体曝光度上，为李宁带来了全面突破。**
  - ✓ **年龄上：**李宁大货过去主要为35岁以上人群消费（对李宁有最强认同感的大部分为60-70后），但中国李宁消费主力人群在18-25岁，95后、00后对中国李宁的认知度明显高于其他年龄段
  - ✓ **性别上：**过去消费李宁的男/女占比约75%/25%；而中国李宁男女消费占到50%/50%
  - ✓ **客单价来看，**李宁大货在600-700元，中国李宁则在1300-1400元
  - ✓ **纽约时装周上的亮相引起大众对李宁品牌的空前关注，相关微博话题浏览量超过7800万次，有超过6834篇文章发布，微信文章中超过10万次浏览的篇数达到19篇。**
- **同时，中国李宁的火爆也让李宁获得了与一线渠道开展合作的机会：**18年开设的标杆门店高水平的平效和单店，让19年以来中国李宁不断进驻在南京德基、成都太古里、广州太古汇这样的核心商圈，成为打通向上品牌势能的关键。

图：中国李宁五次国际时装周走秀产品



表：中国李宁代表性零售门店

优秀门店代表	开业时间	面积	2019年平均月流水	估算平效
深圳南山万象城店	2018年11月	180m <sup>2</sup>	100万元	6.7万/年
上海来福士店	2018年12月	157m <sup>2</sup>	100万元	7.6万/年
南京德基广场店	2019年3月	151m <sup>2</sup>	110万元	8.7万/年
成都太古里店	2019年10月	200m <sup>2</sup>	320万元	19.2万/年
广州太古汇店	2019年10月	382m <sup>2</sup>	300万元	9.4万/年

数据来源：公司业绩发布PPT，浙商证券研究

□ 我们认为在行业的持续成长以及李宁本身品牌影响力持续提升两个大逻辑下，公司收入端在未来三年维度依旧能够保持稳定的增长速度。相较于在品牌上升期的快速扩张，李宁选择了高质量求效益的发展模式，其收入预期增速并不激进；在疫情下公司5月单月流水转正/线上持续高增，依旧表现出较强的品牌势能。

□ 相对于产品设计、品牌文化的突出表现，李宁在零售运营上相较主要竞争对手仍有较大提升空间。

- ✓ 直营管理上：由于本身开始直营较晚，同时公司本身DNA偏向产品端，公司在直营零售的管理上精细化仍有欠缺，店效上并没有明显优于加盟店。
- ✓ 加盟商管理上：李宁的加盟体系依旧是传统的地域经销商主导模式，总部对加盟商的管理指导在回款层面外并不多，其加盟商队伍也并不稳定。
- ✓ 新任CEO期望补齐公司最后短板：2019年李宁宣布任命日籍华人钱炜为CEO，其在优衣库任职23年，在门店、生产、管理均有丰富经验。李宁希望钱炜能将优衣库的零售运营管理能力注入公司。目前由钱炜主导的零售改革已经率先在李宁的直营体系展开，我们认为这次改革将决定李宁能否再上一个台阶。

□ 品牌强势能下疫情影响有限，期待零售改革成效。

- ✓ 一方面李宁的品牌力在国潮下仍在持续向上的阶段，即便疫情下公司20H1收入也紧预期下滑个位数，未来几年收入端的势能不会改变；
- ✓ 公司的零售改革若能够逐步出现成效，预期利润率的改善仍有机会超越市场预期；在中性的利润率改善假设下，目前估值也值得。

表：李宁驱动因素拆分（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>李宁大货收入</b>	<b>13,468</b>	<b>14,501</b>	<b>17,095</b>	<b>19,618</b>
YOY	31.4%	7.7%	17.9%	14.8%
毛利率	50.6%	48.6%	50.1%	50.1%
<b>中国李宁收入</b>	<b>347</b>	<b>683</b>	<b>1,174</b>	<b>1,776</b>
YOY	1942.5%	97.0%	71.9%	51.2%
毛利率	56%	56%	56%	56%
<b>合计收入</b>	<b>13,870</b>	<b>14,988</b>	<b>17,682</b>	<b>20,381</b>
YOY	32.0%	8.1%	18.0%	15.3%
毛利率	49.1%	48.5%	50.6%	51.5%

数据来源：Wind，浙商证券研究预测

表：李宁盈利预测（单位：百万元）

<b>盈利预测与估值</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
营业收入（百万元）	<b>13,869.6</b>	<b>14,988.1</b>	<b>17,681.7</b>	<b>20,380.8</b>
YOY	31.95%	8.06%	17.97%	15.27%
营业利润	<b>1,543.2</b>	<b>1,974.9</b>	<b>2,636.3</b>	<b>3,280.9</b>
YOY	98.57%	27.98%	33.49%	24.45%
营业利润率	11.13%	13.18%	14.91%	16.10%
经常性净利润	<b>1,265.1</b>	<b>1,573.6</b>	<b>2,091.5</b>	<b>2,598.7</b>
YOY	76.88%	24.38%	32.91%	24.25%
<b>经常性净利率</b>	<b>9.12%</b>	<b>10.50%</b>	<b>11.83%</b>	<b>12.75%</b>
归母净利润（百万元）	<b>1,499.1</b>	<b>1,573.6</b>	<b>2,091.5</b>	<b>2,598.7</b>
YOY	109.59%	4.97%	32.91%	24.25%
每股收益（元）	0.65	0.64	0.85	1.06
<b>P/E</b>	<b>37.8</b>	<b>36.0</b>	<b>27.1</b>	<b>21.8</b>

数据来源：Wind，浙商证券研究预测



□ **运动赛道外，波司登是国产品牌中难得在细分赛道中从品牌影响力、供应链能力、零售运营上均有壁垒的龙头公司。**

- ✓ **市场空间上**，中国羽绒服赛道目前规模约在1500亿左右，行业增速预计在高单至双位数之间；在行业依旧在持续增长的同事，波司登的市占率目前大致在10%-15%的范围，依旧有较大提升空间。
- ✓ **品牌影响力方面**，波司登44年制造羽绒服的历史使其成为中国品牌中为数不多真正拥有品牌故事的公司。根据公司FY20年报，波司登品牌认知度及第一提及率均位列全国第一，持续保持60%中国消费者心中首选羽绒服专家品牌地位。
- ✓ **供应链上**，波司登的羽绒服供应链能力优势明显，其淡季的产能已成为阿迪达斯、TOMMY、哥伦比亚在内的海外大牌在全球的首选之一。
- ✓ **回顾近十几年来全球兴起的服装品牌**，大多都是依靠单品类突破打开局面（Moncler/Lululemon/UA，也侧面说明四季化品牌在个别单品上较难与品类龙头竞争），波司登在羽绒服赛道的竞争优势明显。

□ **公司过去三年的品牌年轻化转型效果明显，其核心是将公司的品牌文化和产品优势用年轻人接受的新方式进行沟通，并借势提升公司主品牌定位。**

- ✓ 公司包括全新产品设计、各大时装周走秀、知名设计师联名、明星穿搭、登峰系列发布、社交媒体及分众渠道营销等等方式均在过去两年全面展开。
- ✓ **从效果来看**，截至FY20波司登拥有会员1500万，微信公众号粉丝500万人，30岁以下消费者占比16.3%；
- ✓ **产品单价上**，FY20波司登天猫旗舰店1200-1800/1800+价位段成交金额占比分别达到20%/51%（FY19 14%/55%）；
- ✓ **收入上**，公司品牌羽绒服业务即便受到疫情和暖冬影响，过去两个财年的复合增速依旧达到30%。

图：2019年9月米兰时装周发布设计师联名系列并迅速安排系列明星合作平面照片带货



数据来源：波司登公众号、官方微博，浙商证券研究

## □ 疫情影响销售时间，如何清理19冬库存成为FY21核心。

- ✓ 由于公司的品类特性以及年报时间（截止3/31），公司在FY20的库存完全反应了疫情的影响（旺季销售的最后一个月消失，损失10%的销售）。因此公司在FY20无论公司本身还是经销商渠道的库存，相较FY19有较明显的增长。
- ✓ 因此对于FY20，公司一方面希望降低对经销商的发货金额帮助其消化渠道库存，另一方面通过延续上一年设计将上年高端款式库存在20年冬天与新款搭配陈列售卖；同时公司还将加大线上、奥莱等渠道投入，去化基本款或18年前的款式。

## □ 但是长期看，我们认为公司在羽绒服品类上的优势依旧很难被四季化竞争对手超越，若FY20库存清理顺利，目前对应FY21估值具备较强吸引力。

- ✓ 虽然目前四季化品牌在羽绒服市场均投入较大，但是公司在羽绒服单品类上的品牌影响力以及供应链生产水准依旧是其最大的竞争优势。参照海外市场，四季化品牌很难与在单品类全方位做到极致的品类龙头进行长期竞争。
- ✓ 业绩和估值角度，我们认为若FY21公司能够成功完成库存清理，其在羽绒服品类已经建立起的壁垒有望让其在FY22恢复20%左右的收入增长；同时叠加利润率的回升，我们认为公司目前估值依旧具备较强的吸引力。

表：波司登库存情况（单位：百万元）

	FY17	FY18	FY19	FY20
存货（百万元）	1437	1455	1931	2726
存货周转天数	154	111	127	155
存货中，产成品（百万元）	1162	1104	1403	2263
应收账款（百万元）	630	982	1017	1255
计提坏账准备（百万）	102	123	133	173

数据来源：公司公告，浙商证券研究

表：波司登盈利预测（单位：百万元）

	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万元）	12,191	12,597	15,351	17,747
同比（%）	17.40%	3.34%	21.86%	15.61%
归母净利润（百万元）	1,203	1,451	1,915	2,361
同比（%）	22.61%	20.58%	31.98%	23.32%
每股收益（元）	0.11	0.13	0.18	0.22
P/E	21.0	17.4	13.2	10.7

数据来源：WIND，浙商证券研究预测

□ 以上港股龙头之外，A股公司中也有部分正通过全方位能力的提升打磨逐步提升品牌认知的公司，这些公司都在疫情中表现出较好的韧性。

□ 比音勒芬：明确运动商务定位，差异化赛道的领跑者

✓ 公司的产品定位在运动+商务的风格上，一方面通过不同细分系列为商务人士提供不同场景的着装需求，另一方面通过具备独特功能性的面料和优质的剪裁保证产品的功能性及外观。这种定位满足了商务人士穿着休闲化的穿着需求。

✓ 在比音运动+商务的风格上，目前市场上相似的竞争对手较少，与公司同楼层的品牌往往是商务男装；公司独特的定位以及休闲化的穿衣风格，使其正在不断抢占传统商务男装的市场。

✓ 比音勒芬在5月的流水即已转正，Q2预计能够获得较快增长。市场在Q2给予了比音勒芬业绩确定性较强的认可，公司在Q2股价上涨超过70%。中长期看，在市场差异化定位叠加其自身不断提升零售能力的情况下，比音依旧有望在20H2以及此后的两年表现出较为稳定的高增长。



数据来源：WIND、浙商证券研究

表：比音勒芬盈利预测（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,825.5	2,025.5	2,442.4	2,873.7
YOY	23.7%	11.0%	20.6%	17.7%
归母净利润（百万元）	406.61	470.82	603.46	733.38
YOY	39.1%	15.8%	28.2%	21.5%
每股收益（元/股）	1.32	1.53	1.96	2.38
P/E（倍）	21.9	18.9	14.7	12.1

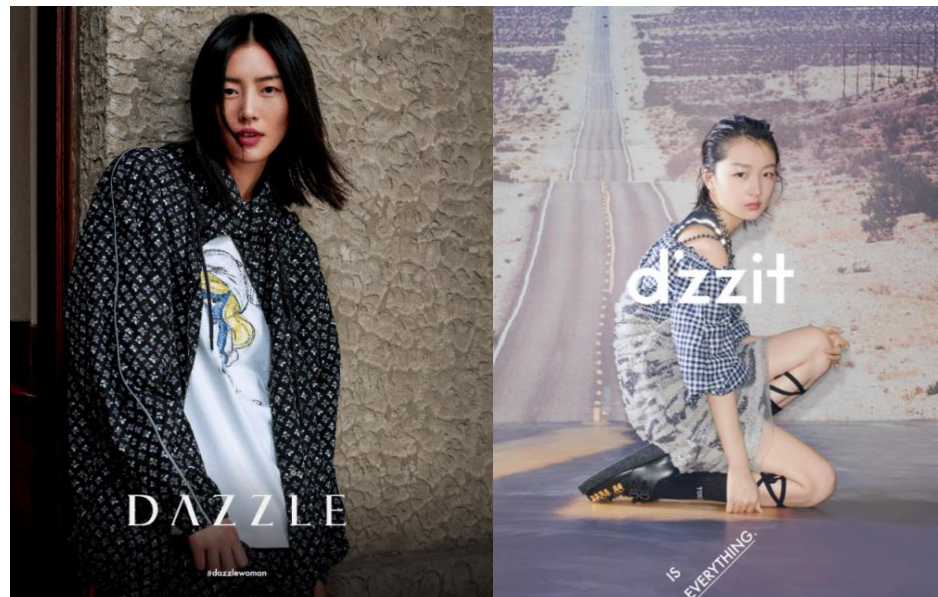
数据来源：WIND、浙商证券研究预测



### □ 地素时尚：坚持独特设计的年轻化中高端女装，低估值高分红的优质标的

- ✓ 地素在董事长自身对设计的坚持下，依靠十几年如一日的设计团队持续打造着属于自己的产品风格；同时公司在上市后依靠代言人、明星穿搭、社媒活动等方式不断将向消费者传达自己的品牌精神。
- ✓ 相对于其他上市的女装公司，地素偏向少淑装的定位也更符合目前消费者着装更偏向年轻化的趋势。2019年公司直营系统内有消费的会员/VIP会员分别达到50万(+30%) / 25万(+16%)。
- ✓ 产品和品牌的辨识度提升外，公司上市以来持续提升对于零售的管理。公司19年直营同店增长9%至385万。从以前后的恢复情况看，地素在5、6月份流水恢复明显，经销提货也开始增长，充分显示出公司产品力下加盟商的信心。我们认为公司品牌势能仍在向上趋势，依旧看好其未来两年的健康增长。
- ✓ 公司资产负债表质量领先国内女装同行，同时其账上现金充沛、每年分红稳定在4亿。地素作为目前市场上难得基本面优秀同时低估值高股息的优质标的，建议给予持续关注。

图：地素旗下品牌代言人



数据来源：公司官网、浙商证券研究预测

表：地素时尚盈利预测（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2020E
营业收入 (百万元)	2378.4	2410.0	2699.5	3015.0
YOY	13.2%	1.3%	12.0%	11.7%
净利润 (百万元)	624.4	635.8	728.8	820.1
YOY	8.8%	1.8%	14.6%	12.5%
每股收益 (元)	1.56	1.32	1.51	1.70
P/E	13.9	13.7	11.9	10.6

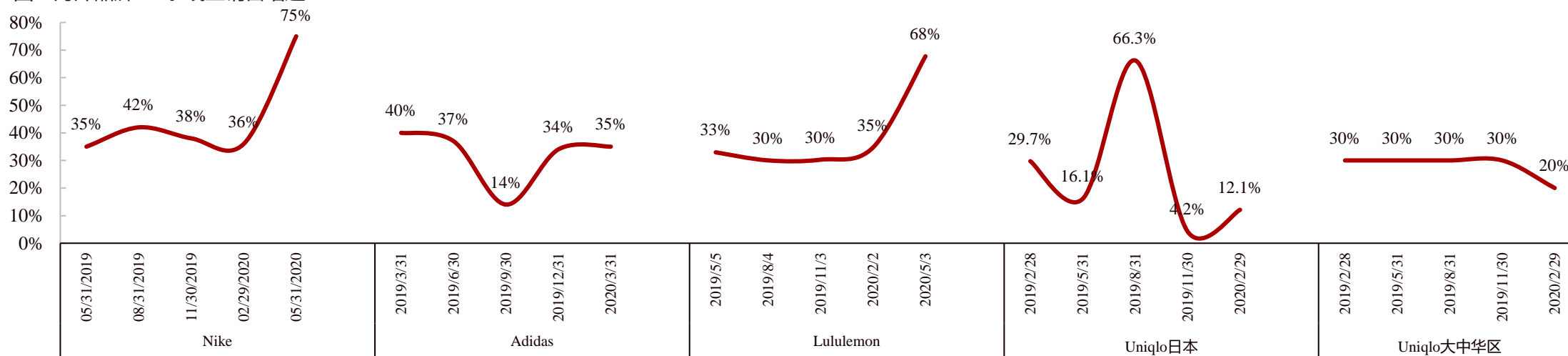
数据来源：WIND、浙商证券研究预测

# 03

疫情下的品牌主线二：看好  
低估值、积极拥抱互联网渠  
道的传统品牌

□ 疫情下，包括海外大牌在内的所有品牌，其全球范围内的线上销售均在快速增长。

图：海外品牌20Q1线上销售增速



数据来源：公司公告、浙商证券研究

□ 虽然新锐线上品牌在20年受到资本强烈追捧，但是我们认为传统品牌扎实的供应链基础和线下网络让其在线上的长期发展比新进的纯线上品牌更加稳定。

- ✓ 完善的线下经销网络、成熟的供应链体系，保证传统品牌很难迅速消失市场中。同时与线上新品牌的快速出现一样，当传统品牌在线上找到合适的产品及流量运营方式之后，其同样有望在线上表现出很强的增长速度。
- ✓ 我们看到服装行业中存在着一批在互联网已经深耕多年的品牌，业绩稳定现金流充沛；但是由于行业增速较慢这批品牌并没有受到足够的重视，目前估值仅在10X-15X左右，线上的布局有望让这些品牌增速进一步提升，估值修复机会明确。

## 3.2 富安娜为首的家纺公司线上占比提升明显，增速稳健、低估值值得重点关注

- 我们看到以富安娜、水星为首的家纺龙头公司，其线上占比已经达到40%；同时线上快速增长的同时，线上的流量也正在逐步起到反哺线下的作用。这些品牌目前估值都在12X左右，在由电商带来的稳定增长和充沛现金流下，我们认为这些公司当下存在明显低估。
- ✓ **富安娜**持续开拓线上渠道，19年电商增长21%，占收入比36%。渠道方面与包括天猫、京东、唯品等渠道建立长期合作关系，并不断尝试直播等信访室。产品上，公司针对电商推出高单价新产品以优化产品结构并持续推进产品年轻化
- ✓ 疫情影响下，基于新零售双位数增长拉动，2020Q1收入5.11亿/-2%，净利润0.76亿/-6%；预计在电商拉动下，Q2利润有望转正。根据万得一致预期，公司2020净利润5.2亿，当下股价对应估值12.7倍，对应分红回报率6%+。

表：富安娜、水星家纺盈利预测（单位：百万元）

富安娜	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	507	518	573	632
YOY	-6.72%	2.20%	10.59%	10.32%
PE	12.99	12.70	11.49	10.42
水星家纺	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	316	333	383	428
YOY	10.69%	5.62%	14.85%	11.84%
PE	14.70	13.91	12.12	10.83

数据来源：WIND、浙商证券研究预测

- ✓ **水星家纺**19年电商增长18%，占收入比41%。公司在电商上布局时间较早，在包括中心平台和社交平台上均有全面布局。同时公司正在全力推动全渠道流量打通，水星优品旗舰店在5月16日上线，希望用线上的流量反哺线下门店，让直播成为公司全体系的引流入口。新的零售方式带来的全渠道流量增长，有望让公司保持高增长。目前估值13X+，股息率接近6%，建议积极关注

- 歌力思、安正时尚为代表的公司通过投资代运营公司等渠道商切入线上赛道并保持高速增长，其线上代运营布局或迎来重估机会。
- ✓ 安正时尚享有50.5%利润权益的礼尚信息（拆分上市完成后），作为深耕母婴、食品等行业的代运营商，在19年实现GMV15亿、净利润8732万。礼尚在20年接手惠氏天猫虽然开店时间略有延迟，但有望在下半年为公司提供较大增量。
- ✓ 礼尚在20Q1依旧保持超过60%的GMV增速，新品牌外原有品牌方同样预期增速超过30%。根据万得一致预期公司20年净利润3.35亿，对应估值16.4X。
- ✓ 歌力思目前持有百秋27.5%的股权，百秋电商作为专注时尚及奢侈品行业的六星级服务商也正在充分受益高端消费线上化的大趋势。20年618百秋携手其服务的80家国际高端时尚、轻奢及奢侈品品牌店铺参与，全网成交额超越去年双11、同比增长101.3%，百秋全年预计GMV增长依旧超过50%。
- ✓ （3）其他行业上市公司中包括**柏堡龙**（17年开始投资MCN机构，同时与武汉纺织大学合作设立网红直播实训基地，进行网红主播培训及实训）、**朗姿股份**（拥有拟上市代运营若羽臣16.4%股权）、**台华新材**均在积极布局新渠道

表：安正时尚、歌力思盈利预测（单位：百万元）

安正时尚	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	303	335	396	456
YOY	7.67%	10.66%	18.21%	15.15%
PE	18.16	16.40	13.89	12.05
歌力思	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	357	493	368	422
YOY	-2.31%	38.22%	-25.33%	14.63%
PE	14.62	10.58	14.17	12.36

数据来源：WIND、浙商证券研究预测



### 3.4 南极电商：搜索平台最高效零售商，估值修复后仍有投资价值

- **南极12年开始在线上搭建品牌授权生态体系，其已经逐步在搜索平台建立起流量壁垒。**13年在保暖内衣领域依靠价格战奠定行业领先地位；此后在新行业与优质供应商合作，通过让利的方式与供应商一起冲击类目排名，逐步完成品类扩张。
- ✓ 千人千面逻辑下，一旦消费者购买过品牌旗下产品，便会被品牌贴上相似标签。南极19年GMV305亿、单内衣类目在阿里平台上月均访问5115万人，19年其官方旗舰店实现12亿GMV，SKU达到6500个（18年4800个），多品类和大消费群体带来的免费推荐优势明显。
- ✓ 南极由于在多品类上的持续高曝光，其国民品牌形象在消费者心中正在慢慢生成，这也让其转化率高于品牌知名度较弱的竞争对手：例如南极人家纺的转化率大概在4-4.5%，花花公子在2%左右，北极绒在3%左右。
- ✓ 对于供应链组织，公司一方面希望通过透明的数据传递让供应商最快速了解市场需求提升反应速度，另一方面公司也希望用客观的数据评价体系自然地完成供应链的优胜劣汰。与此同时，公司保证平销高周转的运作模式也保住了工厂在低价生产是的盈利水平。
- ✓ 我们看到，公司一切动作的本质，都是围绕提升效率的零售本质，致力于打造公平、开放的共赢生态。

表：南极电商业绩拆分（单位：百万元）

（单位：亿元）	2015	2016	2017	2018	2019
南极电商整体GMV	36.7	72.1	124.03	205.21	305.6
YOY	85%	96%	72%	65%	49%
现代服务业	2.82	5.02	7.15	10.35	13.96
YOY	71%	78%	43%	45%	35%
现代服务业收入/GMV	7.7%	7.0%	5.8%	5.0%	4.6%
本部净利润	1.72	3.01	5.08	7.59	10.95
YOY	158%	75%	69%	49%	44%
归母净利润	1.72	3.01	5.34	8.86	12.06

数据来源：WIND、浙商证券研究

表：南极电商业绩拆分（单位：百万元）

南极电商2019年GMV情况						
	总GMV	内衣品类	床上用品	男装	母婴	健康生活
2019	305.59	89.67	53.56	49.49	31.7	13.34
YOY	48.9%	46.2%	75.8%	49.0%	31.4%	27.9%
占比		29.3%	17.5%	16.2%	10.4%	4.4%

数据来源：WIND、浙商证券研究

## 3.4 南极电商：搜索平台最高效零售商，估值修复后仍有投资价值

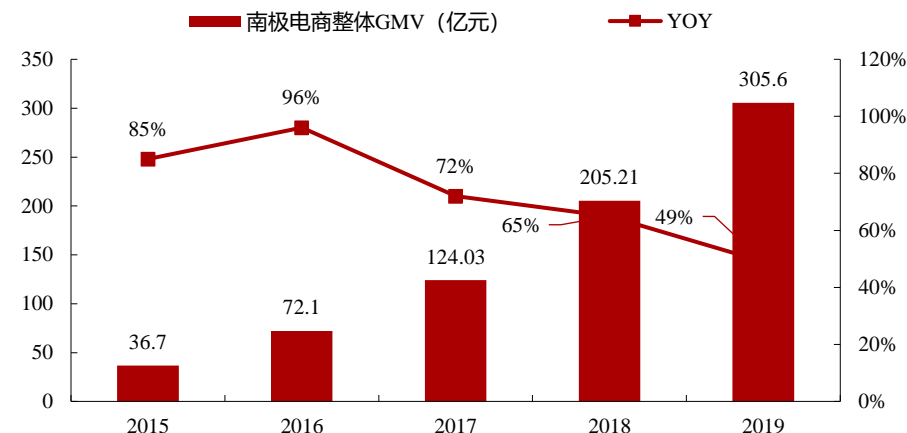
□ 南极建立起的生态体系，让其既能在成熟品类上依靠子类目挖掘保持高于行业的增速，又可以在新品类上不断成功拓展，实现持续扩张。

- ✓ 内衣品类19年GMV增速超过46%；其在阿里的市占率8.42%（18年6.69%）
- ✓ 床上用品在短短数年便成为行业第一，阿里的市占率达到8.03%（18年5.87%）
- ✓ 其他品类中，包括母婴、健康生活等品类均处于成长期，其中不乏已经成功的子品类，例如儿童内衣裤、孕妇居家服品类已成为类目第一；电热毯、干鞋器已成为类目第一，生活电器类目19年GMV增速56%

□ 南极估值的快速修复源于疫情下市场对其确定性高增速的加速认知，我们认为当前估值下仍有投资价值。

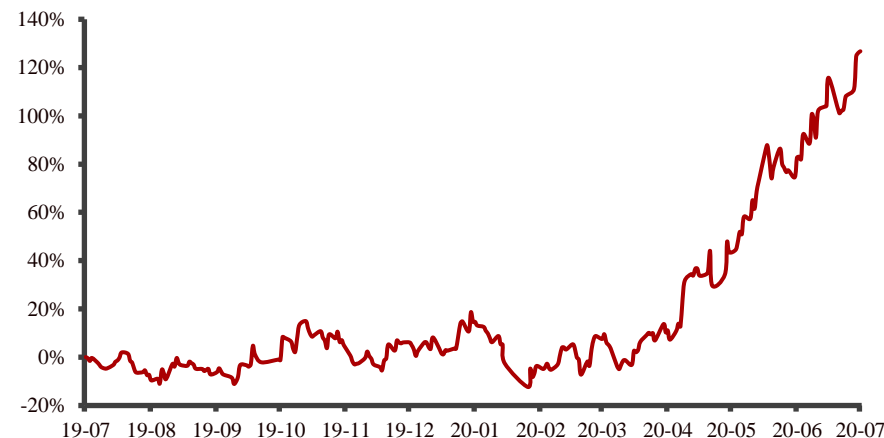
- ✓ 南极电商二季度以来涨幅超过100%，主要由于市场在进一步认知其流量壁垒之后，对其高增速的认可。同时由于疫情下高增速标的的稀缺，让南极出现快速估值修复。
- ✓ 我们认为未来3年维度看公司依旧有较大的空间依靠新品类的拓展、以及对新平台规则的掌握不断扩大销售规模。预计20/21/22年预计净利润15.7/20.4/24.9亿，同增30.5%/29.3%/22.5%，对应估值37/29/24X。虽然估值已有大幅度修复，但是作为疫情后难得的在线上拥有竞争力且高增速确定的公司，在当前市场环境下估值水平依旧合理，维持买入评级。

表：南极电商GMV增速



数据来源：WIND、浙商证券研究

表：南极电商涨跌幅



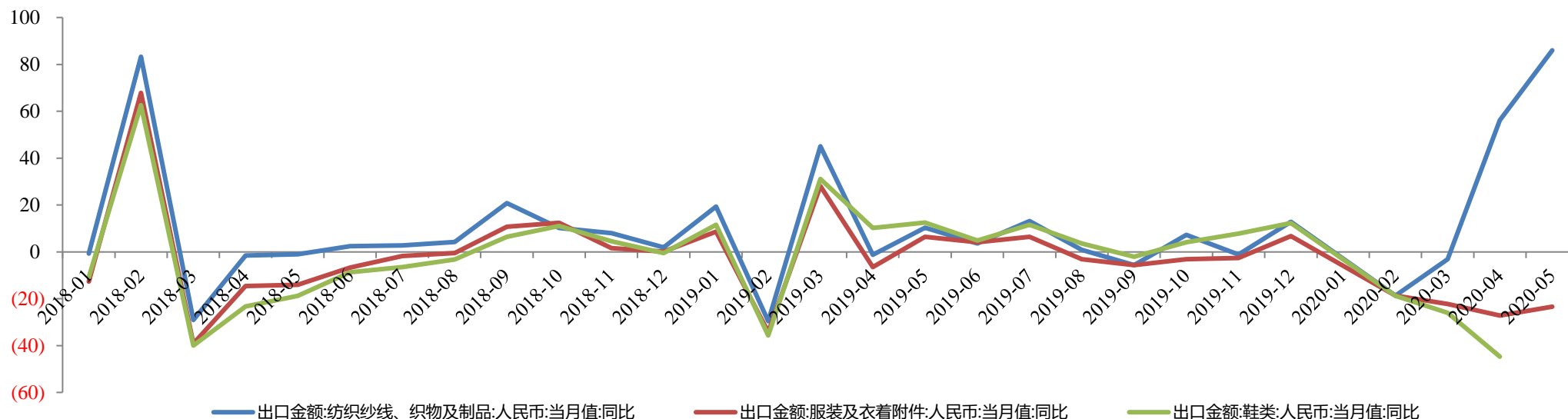
数据来源：WIND、浙商证券研究

# 04

**纺织制造：优质企业能力  
仍在，静待疫情明朗**

海外疫情的迅速蔓延，在20年对我国纺织出口带来了很大的影响。海外需求的下降导致我国纺织出口有较大的下滑，其中服装出口在3月开始每月同比下滑均超过20%，鞋类出口在4月下月超过40%；同时纺织纱线及织物的大幅提升则主要与口罩有关。

表：中国纺织产品出口数据



数据来源：WIND，浙商证券研究

从台湾制造商的数据来看，截止6月海外需求尚未有明显的恢复趋势。儒鸿和丰泰在6月份的数据虽然较4、5月份已有好转，但是下滑依旧在15%以上，因此目前看全球需求的恢复趋势仍不明朗。

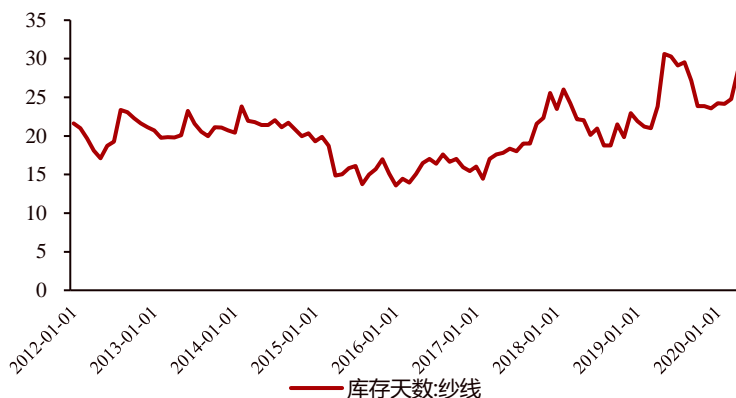
表：儒鸿、丰泰单月销售数据

	2020/1/31	2020/2/28	2020/3/31	2020/4/30	2020/5/31	2020/6/30
儒鸿零售额 (百万元)	2301	1807	1904	1491	2039	1918
YOY	-5%	12%	-14%	-27%	-21%	-18%
丰泰成品鞋销量 (万双)	972	958	1043	740	785	890
YOY	-6%	17%	6%	-27%	-22.2%	-16%

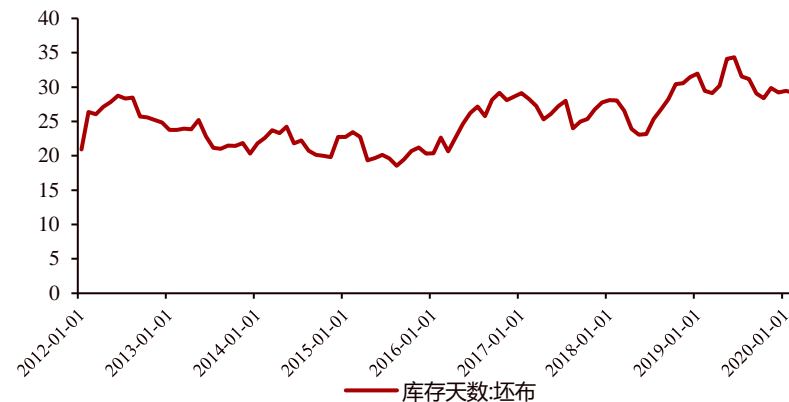
数据来源：WIND，浙商证券研究

□ 具体到产业环节中，下游需求端的不振也导致纱线和坯布库存均处于明显高位，产业上下游均存在较明显的去库存压力。

表：纺织产业链条库存趋势



数据来源：WIND、浙商证券研究



□ **龙头企业的核心优势仍在，但仍需等待海外终端好转。**对于申洲国际、天虹纺织为首的龙头企业来说，疫情让其面临着持续的来自欧美的砍单。但是我们看到申洲也受益于国际大牌将订单向其集中的做法部分抵消了其订单下滑的影响，这也充分说了中国优质制造企业在全球的竞争力。但是在海内外品牌商均面临库存压力的环境下，制造龙头的投资机会仍需等待疫情的明显好转。

表：申洲国际盈利预测

申洲国际盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	22,688	22,032	25,444	29,330
YOY	8.19%	-2.88%	15.49%	15.28%
归母净利润 (百万元)	5,095	4,898	5,749	6,681
	12.22%	-3.87%	17.37%	16.21%
每股收益 (元/股)	3.39	3.26	3.82	4.44
P/E (倍)	25.6	26.6	22.7	19.5

数据来源：WIND、浙商证券研究预测

- 1、疫情影响持续时间超出预期或于冬季反复，影响各类品牌零售商营商环境
- 2、部分企业海外收购业务受全球疫情影响亏损大于预期
- 3、贸易摩擦导致制造企业订单受影响
- 4、原材料价格或汇率剧烈波动，影响盈利能力

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论



## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>