东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

国潮崛起：是结果，不是原因，国货服装品牌全面崛起势不可挡

——东吴零售社服国牌崛起系列报告4

100页+深度研究

本文作者：



吴劲草
东吴零售&教育
首席证券分析师
S0600520090006



谭志千
东吴零售&教育
研究助理

2021年8月19日

摘要

- **消费品增长有三大逻辑：1）行业增长+渗透率提升；2）品牌集中度（品牌化程度）提升；3）价格提升。**
- **逻辑一：疫情后复苏强劲，服装行业，尤其是功能性品牌整体仍保持高景气度**：2015-2019年以来运动鞋服保持了平均15%-20%的行业增速，疫情后纺织服装行业整体复苏强劲，纺服社零同比增速高于社零全行业平均增速。
- **逻辑二：功能性品牌行业集中度在提升，其中国货品牌崛起市占率持续提升**：运动品牌本身有较好的功能性区隔和文化认同，品牌具备较高的粘性，行业集中度较高，2020年销售额CR5达到59%且仍在提升中。其中前10大运动品牌中的国产品牌自2017年触底后销售额市场份额逐年提升，逐步缩小与海外品牌的差距。“新疆棉”事件只是一个短期催化，国潮崛起是大势所趋，其背后的供应链基础，文化自信，电商渠道催化等多重因素形成闭环，未来还将持续推动国产品牌市占率的提升。
- **逻辑三：店效提升是功能性品牌主要增长驱动，头部运动品牌存在二级交易市场，具备涨价逻辑**：未来店效提升是功能性品牌的主要增长驱动，其中通过研发+设计+营销带来产品组合的优化，产品平均价格带的提升会成为重要的方式，从球鞋二手交易平台上的销售数据可以发现，头部的运动品牌的核心单品已经开始享受一定的二级市场流动性和溢价了，具备潜在提价逻辑。
- **投资建议：**

  1）功能性品牌：功能性品牌享有较好的竞争格局，容易产生穿越周期的大品牌。国产品牌经过20-30年的发展，已经具备了一定的产品研发设计实力和较强的品牌认知度，推荐波司登，安踏体育，特步国际，关注李宁等。

  2）上游代工企业：推荐华利集团，关注申洲国际。这两家公司都是以运动品牌的代工为主，下游的景气度高拉动上游的订单增长，公司本身都具备较为优质的客户资源，管理经营效率和确定性较高的产能扩张预期。

  3）休闲时尚品牌：许多国产休闲时尚品牌都在品牌年轻化，渠道优化，加大线上收入占比，拥抱新型营销渠道等方面做出了许多改变，也取得了不错的成绩。建议关注太平鸟，比音勒芬，报喜鸟，锦泓集团，九牧王，乔治白等。
- **风险提示**：疫情反复和宏观经济波动风险，渠道变革，市场竞争加剧风险，库存积压风险等。

目录



1、国货服装品牌全面崛起势不可挡

1.1、逻辑一：疫情后复苏强劲，服装行业，尤其是功能性整体仍保持高景气度

1.2、逻辑二：功能性品牌行业集中度在提升，其中国货品牌崛起市占率持续提升

1.3、逻辑三：店效提升是功能性品牌主要增长驱动，头部运动品牌存在二级交易市场，具备涨价逻辑

1.4 库存情况：功能性品牌终端库存和周转明显改善

2、国潮崛起优质标的

2.1、功能性品牌：安踏体育/李宁/特步/波司登等

2.2、上游代工企业：华利集团/申洲国际等

2.3、休闲时尚品牌：太平鸟/比音勒芬/报喜鸟等

3、风险提示

1、国货服装品牌全面崛起势不可挡

消费品的增长有三大逻辑

1. 行业增长+渗透率提升
2. 品牌集中度（品牌化程度）提升
3. 价格提升

- 大部分消费品已经过了渗透率提升的阶段
- 功能性服饰具备品牌集中度提升和价格提升的逻辑，其中运动品牌仍保持了较高的行业整体增速

数据来源：东吴证券研究所

引言：品牌发展的四个阶段

品牌的发展阶段

品牌 1.0：“品牌即认知”

品牌具备消费者认知背书，体现组织生产能力，运营效率，消费者认知等

红星二锅头 UNIQLO

品牌 2.0：“品牌即优选”

多品牌竞争下，消费者对其产生倾向性和文化认同，使这些品牌拥有溢价

MUJI 無印良品 FILA

品牌 3.0：“品牌即品类”

品牌一定程度上和整个品类等同，拥有领先的市占率和知名度

WINONA 薇诺娜 波司登 畅销全球72国

品牌 4.0：“品牌即身份”

品牌成为了身份的象征，因此具备非常高且较稳定的溢价。

HERMÈS PARIS MOUTAI

品牌 4.0+：“形成二级市场”

伴随品牌 4.0 产生的现象，品牌的商品以稳定的价格在二级市场流通。




东吴零售社服 SOOCHOW SECURITIES

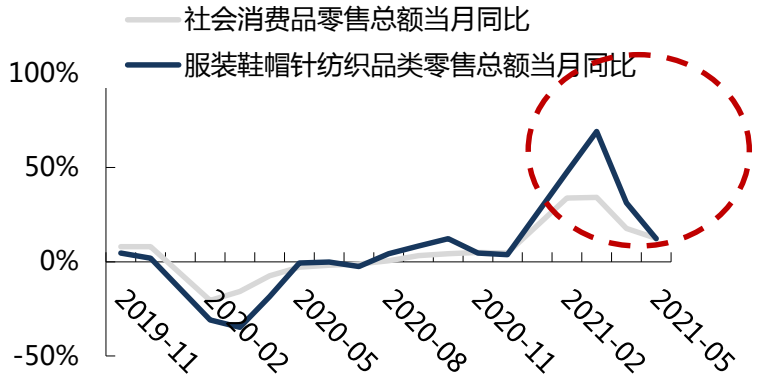
数据来源：东吴证券研究所

1.1、逻辑一：疫情后复苏强劲，服装行业，尤其是功能性整体仍保持高景气度

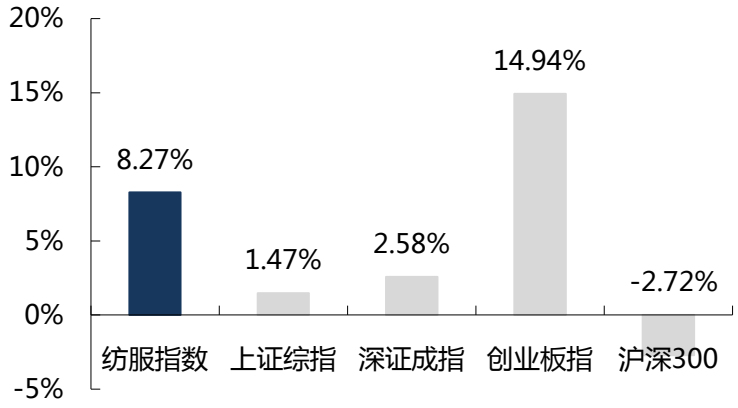
◆ 疫情后复苏强劲，行情跑赢大盘

- **疫情后复苏强劲**：2021年以来纺织服装复苏强劲，从社零数据来看，纺织服装整体增速高于社零总额的增速，尤其是3月和4月，5月增速略有回调，背后的原因可能更多是618使得5月的消费节奏略有调整。
- **行情跑赢大盘**：2021H1，纺服服装（申万）指数上涨8.27%，跑赢上证指数涨幅1.47%，深证成指涨幅2.58%。整体市场的关注度都有大幅提升，交易量也有明显提升。

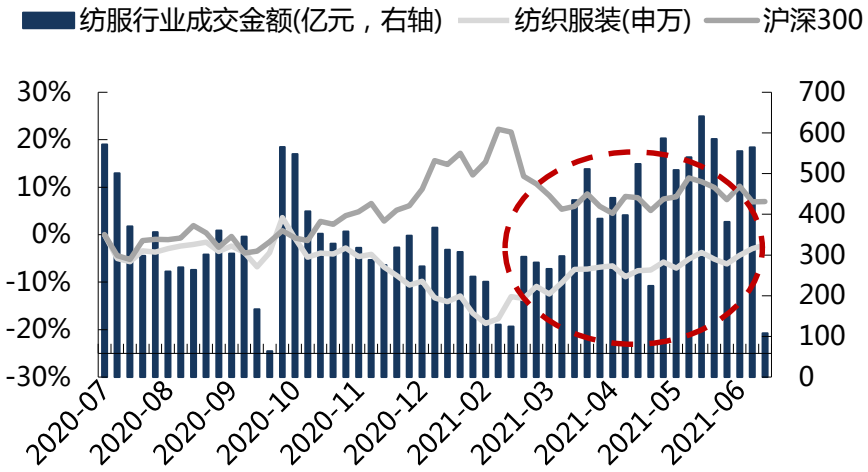
社零纺服数据表现



2021年上半年纺织服装行情



2020年7月以来纺织服装行情

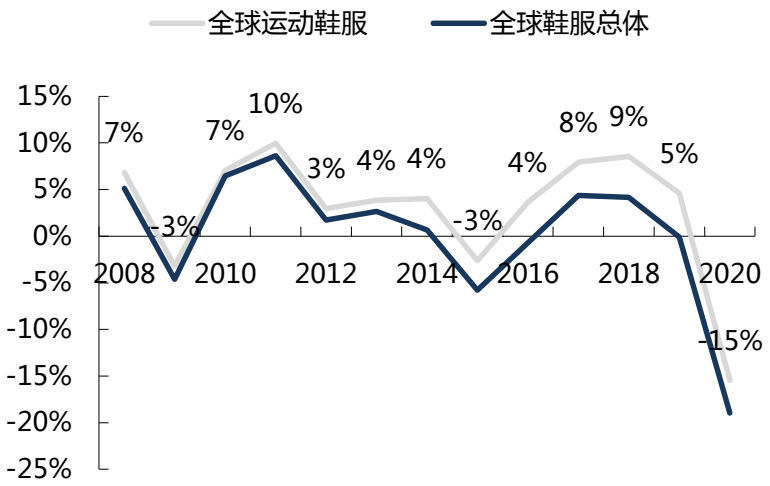


数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

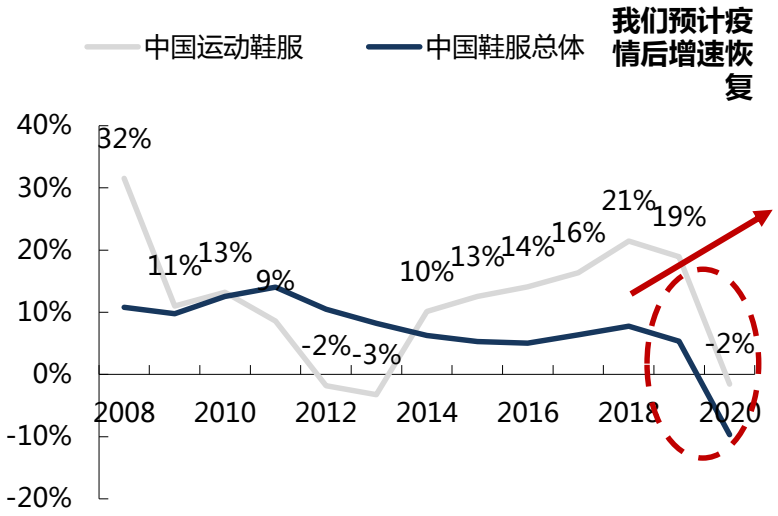
◆ 运动行业景气度高

- **运动鞋服赛道增长优于鞋服总体**：长期以来，全球运动鞋服增速优于全球鞋服总体增速，中国运动鞋服赛道经历了2011-2013年低谷期后，增速回升且远超鞋服总体增速，运动鞋服赛道景气度高。
- **中国运动鞋服赛道增长优于全球**：2020年全球/中国运动鞋服行业规模达到3150亿美元/492亿美元，在疫情影响下，中国运动鞋服市场规模仅略有减小，表现优于全球。2014-2019年，中国运动鞋服行业增速年均超过10%，远超全球增速。随着疫情影响消退，中国运动鞋服行业增速有望回升至疫情前的高增长水平。

2008-2020年全球鞋服及运动鞋服市场规模增速



2008-2020年中国鞋服及运动鞋服市场规模增速



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

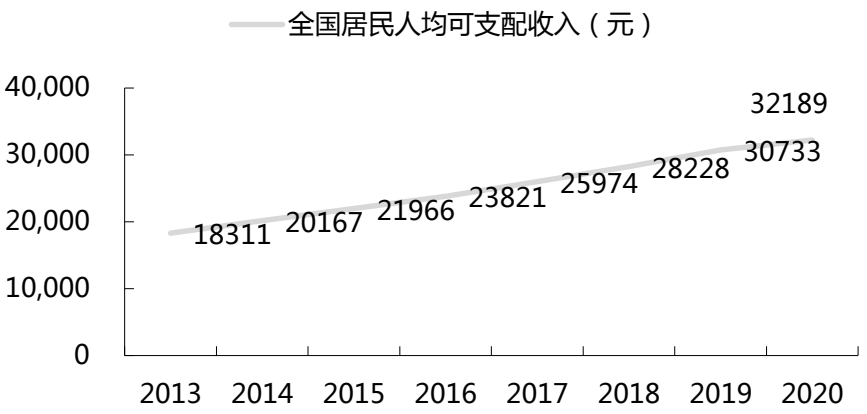
1.2、逻辑二：功能性品牌行业集中度在提升，其中国货品牌崛起市占率持续提升

1.2 逻辑二：功能性品牌行业集中度在提升，其中国货品牌崛起市占率持续提升

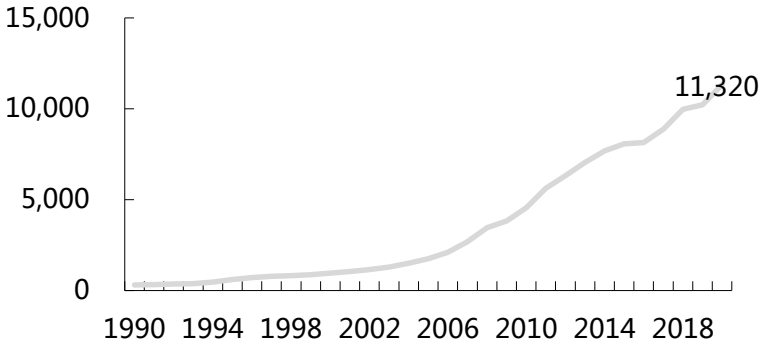
◆ 综合国力大幅提升

- **GDP总量超越德国和日本，缩小与美国的差距**：我国GDP总量从2001年的1.3万亿美元提升到2020年的14.7万亿美元，2007年GDP总量超过德国，2010年GDP总量超过日本，位居世界第二。2010年以来，中国GDP总量与世界第一的美国的差距也在逐步缩小。
- **人均可支配收入大幅提升**：从发展质量看，人均GDP已经从1990年的不足1000美元提升到2020年的1.1万美元，全国居民可支配收入也在短短的7年时间内从1.8万元提升到3.2万元，累计增幅达到76%。

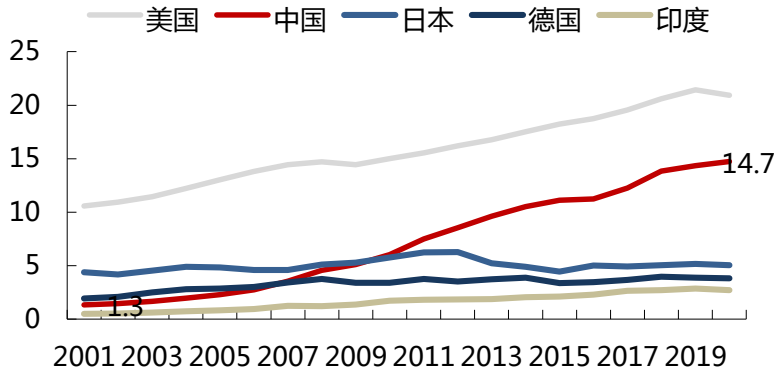
2013年以来中国人均可支配收入（元）



1990-2020年中国人均GDP（美元）



全球主要经济体2001-2020年GDP总量（万亿美元）



数据来源：wind，IMF，东吴证券研究所

◆ 国牌崛起的两条经典路径：功能性or效率性

□ **化妆品和服装类似的可选消费品品牌主要有两大崛起路径，分别是功能性和效率性。**

✓ **（1）功能性品牌：**强调某种具有标签性的功能，品牌黏性强，通常自身具有供应链和研发背景，代表品牌例如薇诺娜、玉泽、夸迪、创尔美、创福康、安踏、李宁和波司登等；

✓ **（2）效率性品牌：**强调快反与迭代，强大的捕捉市场变化的能力和组织效率，代表品牌例如优衣库、ZARA、名创优品、珀莱雅、完美日记、花西子等。

国牌崛起的两条典型道路



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

◆ 运动服饰具备好生意属性：文化认同+功能区隔

- “功能性差异“较为容易给某一个品牌或产品系列贴标签，形成品牌和品类的一一对应。
- 文化属性认同感代表着对品牌背后精神的认同，比如“Just do it”、“Nothing is impossible”“一切皆有可能”、“永不止步”等等，对于精神文化的认可更多地就是转为对于品牌的忠诚度。

好生意属性

文化属性认同感 ＋ **功能性区隔差异性** ＝ **行业集中度高，天然容易诞生好品牌**

LI-NING　中国李宁　ANTA　BEIJING 2022　特步

北京2022年冬奥会官方合作伙伴 Official Partner of the Olympic Winter Games Beijing 2022

篮球鞋 ＝



李宁音速系列



安踏霸道系列

跑鞋 ＝



李宁䨻系列



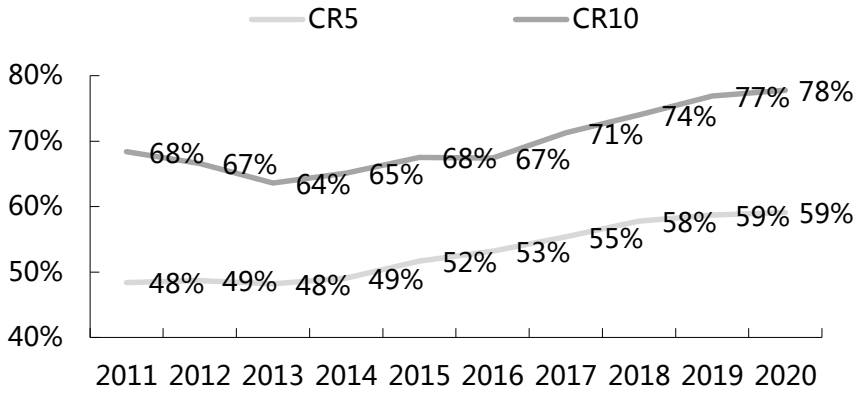
特步160X系列

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

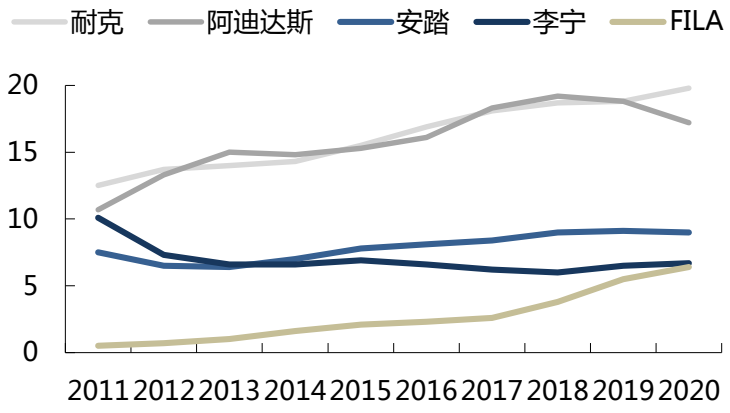
◆ 运动品牌行业集中度较高，且仍在不断提升

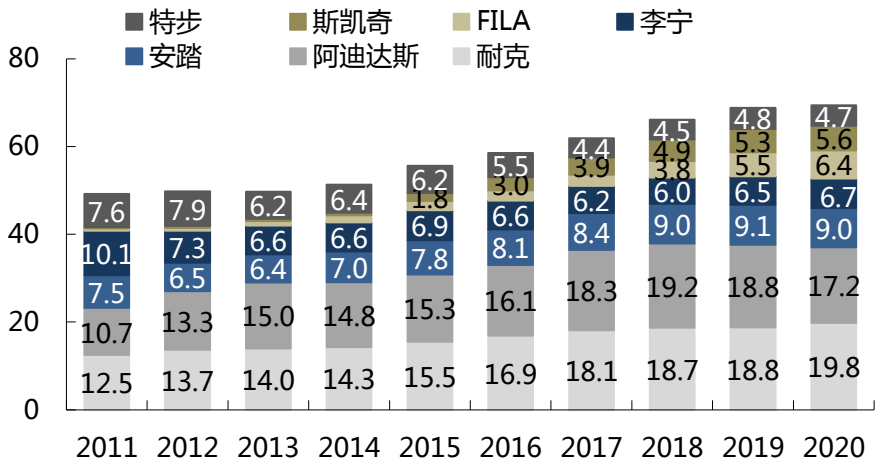
- **功能性鞋服较普通休闲鞋服本身的品牌忠诚度更高，复购比例高，行业集中度具备长期提升的逻辑，易诞生大品牌。**2011-2020年，中国运动鞋服市场集中度不断提升，销售额CR5/CR10从2011年的48%/68%增至2020年的59%/78%，强者愈强。2020年，Nike/Adidas分别占据了19.8%/17.2%的运动鞋服市场份额，安踏主品牌紧随其后份额达到9%，而旗下另一品牌FILA的市场份额也已经达到了6.4%。

2011-2020年中国运动鞋服行业市场集中度变化（销售额计）



2011-2020年运动品牌市场份额%（销售额计）



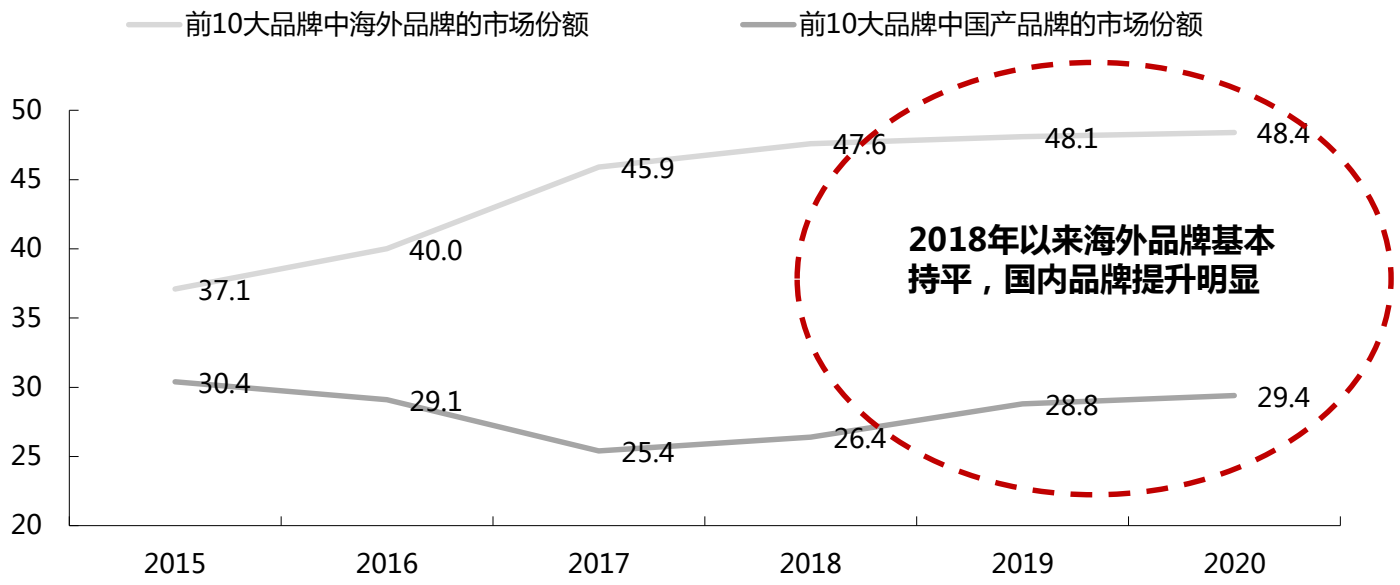


数据来源：欧睿咨询，东吴证券研究所

◆ 从市场份额来看，国货已经开始崛起

❑ **2015年之前，大部分国产运动品牌由于自身扩张较为粗放，积累的一定库存问题，因此在丢失市场份额，而海外品牌在这一阶段不断扩大市场份额。但从2017年开始，国产运动品牌经历了一轮洗牌后，陆续走出了之前的困境，开始全面反弹，2018年来市场份额不断提升。**

国内运动品牌前10大中国产品牌份额自2017年触底后开始反弹（销售额计）

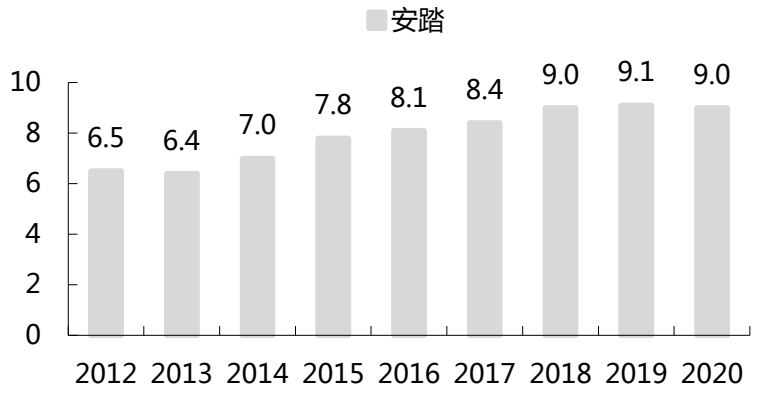


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

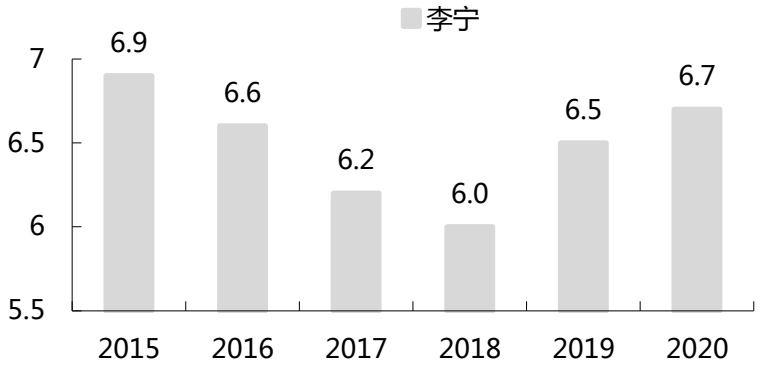
◆ 从市场份额来看，国货已经开始崛起

❑ 安踏主品牌较快梳理好了库存问题，从2013年开始就逐步扩大市场领先地位，李宁从2018年开始触底反弹，FILA自被安踏集团收购以来便保持了强劲的增长势头，特步自2017年触底后也开始企稳反弹。

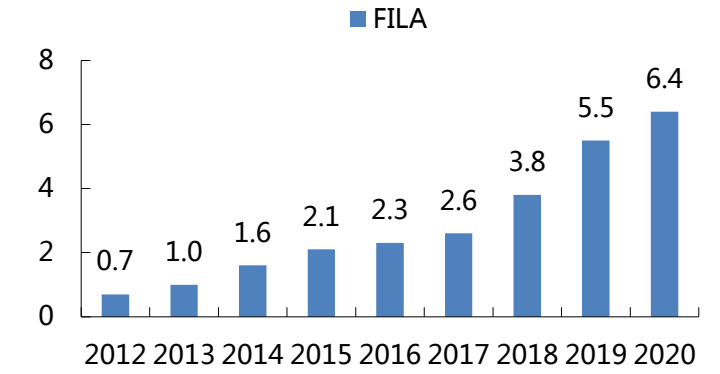
安踏主品牌市场份额（销售额%）



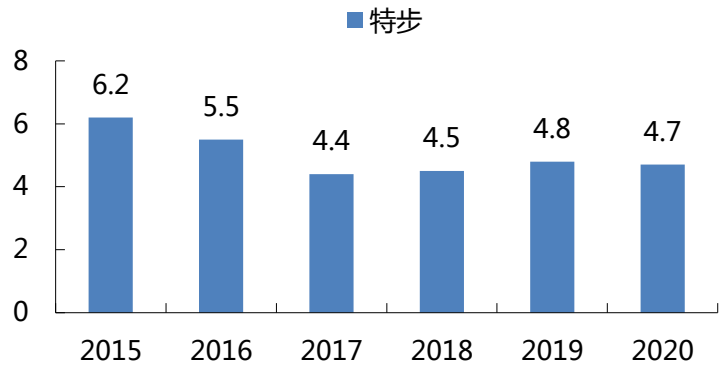
李宁市场份额（销售额%）



FILA市场份额（销售额%）



特步主品牌市场份额（销售额%）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

◆ **从市场份额来看，国货已经开始崛起**

2020年10月以来主要运动/休闲服饰淘系销售额排名

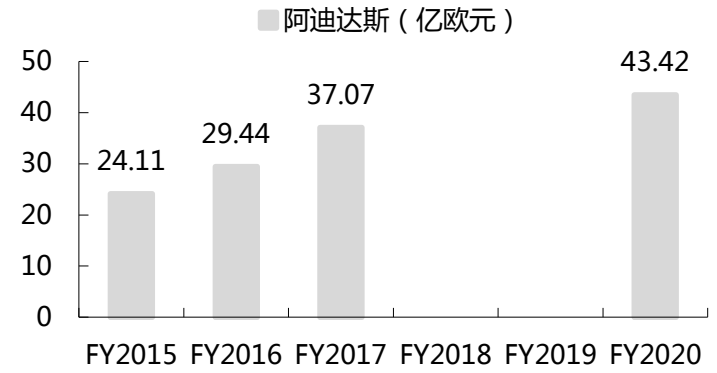
排名	Oct-20	Nov-20	Dec-20	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21
1	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	李宁	李宁	李宁	FILA	李宁
2	耐克	耐克	FILA	FILA	耐克	阿迪达斯	安踏	安踏	耐克	安踏
3	李宁	李宁	耐克	耐克	李宁	耐克	FILA	FILA	李宁	FILA
4	安踏	FILA	李宁	李宁	FILA	FILA	阿迪达斯	耐克	阿迪达斯	耐克
5	彪马	安踏	彪马	彪马	安踏	安踏	耐克	阿迪达斯	安德玛	阿迪达斯
6	FILA	彪马	安德玛	安踏	彪马	彪马	安德玛	安德玛	安踏	鸿星尔克
7	安德玛	迪桑特	安踏	迪桑特	MLB	安德玛	露露乐檬	特步	迪桑特	安德玛
8	MLB	安德玛	迪桑特	特步	露露乐檬	露露乐檬	彪马	彪马	特步	迪卡侬

数据来源：淘数据，东吴证券研究所

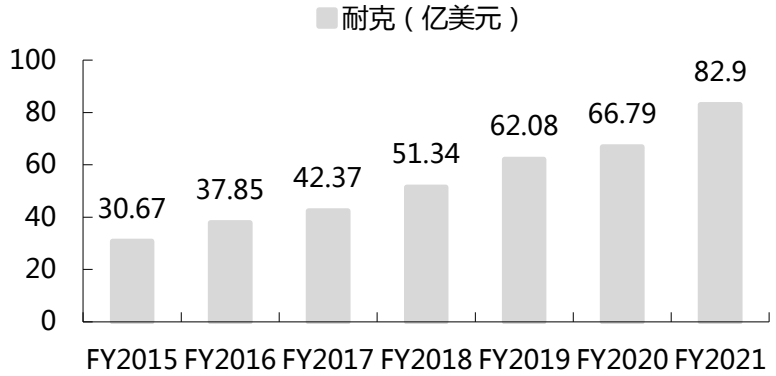
1.2 逻辑二：功能性品牌行业集中度在提升，其中国货品牌崛起市占率持续提升

◆ 海外品牌在中国区的基本业务并没有明显增长势头

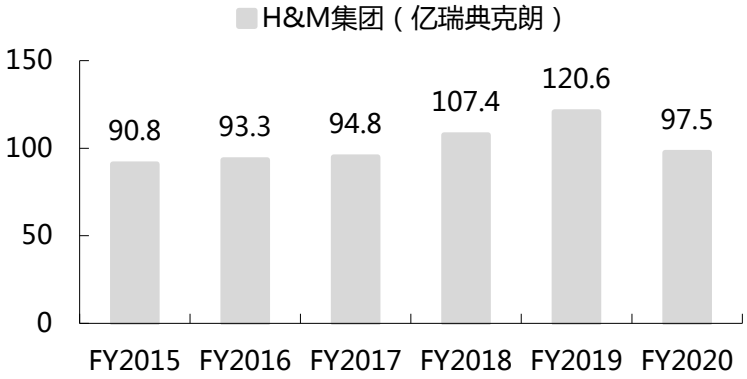
阿迪达斯大中华区收入



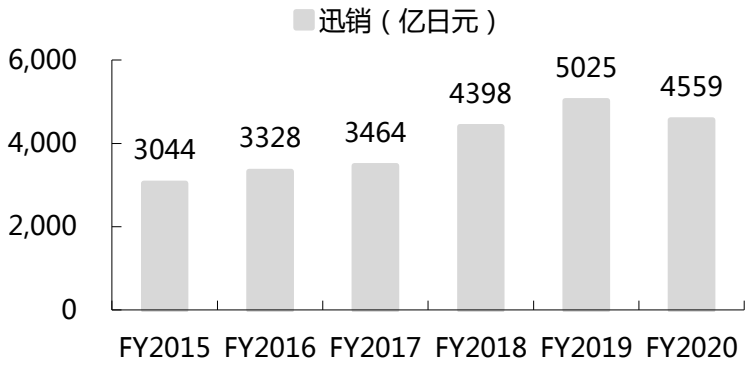
耐克大中华区收入



H&M集团大中华区收入



迅销大中华区收入



数据来源：各公司年报，东吴证券研究所

阿迪达斯为1231财年，阿迪达斯2018和2019财年没有单独披露大中华区收入，因此这两年数据缺失，耐克为531财年，H&M为1130财年，优衣库财年为831财年。

◆ 国潮崛起原因之一：文化自信，顺势而为

- **Z世代更加文化自信，不会盲目追求进口品牌，评价体系更为客观**：1）整体国力的提升；2）成长环境，文化背景的变迁。

70后&80后的成长环境

1. 物质生活相对没有那么丰富
2. 精神生活来自好莱坞大片，日本和港台娱乐圈
3. 国产品牌时常爆出安全质量不达标问题
4. 。。。。。

95后的成长环境

1. 基本的物质需求都能满足
2. 国内娱乐圈练习生综艺等
3. 舌尖上的中国&我在故宫修文物
4. 更便捷的信息传送，网购，物流，及时服务等
5. 。。。。

数据来源：东吴证券研究所

◆ 国潮崛起原因之二：成熟的供应链支持是根本

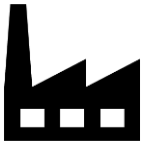
❑ **强大的供应链**：我国大部分的国产品牌本身都具备较强的供应链能力，很多品牌公司自身就是做OEM起家，基本都实现了上下游产业链一体化的布局。

上下游全产业一体化保证产品功能差异区隔



研发设计

研发实验室
研发设计中心



生产端

保持一定的自产比例：
安踏自产比例：27%
FILA自产比例：28%



运送

自建物流中心+外包物流



终端网点

经销商门店+自营门店

注：图中安踏的资产比例数据来自于2020年年报
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

◆ **国潮崛起原因之二：成熟的供应链支持是根本**

中国部分地区的优质产业链集群

广东省	浙江省	山东省	江苏省	福建省
				
服装， 化妆品， 小家电， 珠宝 ……	箱包， 化妆品， 小家电， 宠物用品 ……	毛巾， 日用品 ……	服装， 家纺 ……	鞋， 服装 ……

数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

◆ 国潮崛起原因之三：营销和渠道是助推器

❑ **国货品牌深谙国内消费者心理和电商发展之道**，随着电商，社交媒体，直播等多平台的崛起，产品有效触达消费者的方式也在不断变迁，对于品牌方的反应能力也推出了更高的要求。相对于海外品牌，国产品牌深谙本土消费者心理与电商成长逻辑，更能及时地调整战略，先国外品牌一步享受电商流量红利。



数据来源：天猫，东吴证券研究所

◆ “新疆棉”事件催化，国潮崛起是大趋势

❑ **基于前文论述，国潮崛起其实是是综合国力的提升和个人认知到一定阶段自然发生的一个认知的集合体现，国潮并不是多了多少中国元素。中国品牌也可以很酷。 “新疆棉”是一个催化，未来国潮崛起会持续。**

“新疆棉”事件关键时间节点

3月24日
- BCI会员H&M官网发布的抵制新疆棉相关声明引起较大社会影响
- 安踏官博声明退出BCI，仍使用中国棉。

3月25日
- 同样曾声明与新疆棉“切割”的运动品牌耐克、阿迪达斯接连登上微博热搜第一
- 王一博、杨幂等超40位艺人与耐克、匡威、阿迪达斯、彪马、新百伦等涉事品牌解约。

3月26日
- 李宁官宣肖战为运动潮流产品全球代言人，话题登上微博热搜第一。多个同款迅速售罄，当日天猫李宁官方网店销售额3888万元。

3月30日
新疆棉事件爆发一周，天猫李宁官方网店7天累计销售额环比增500.5%，安踏官方网店环比增195%。

4月22日
- 新疆棉事件爆发30天，天猫李宁官方网店30天累计销售额环比增89.5%，安踏官方网店环比增53.5%。

4月29日
安踏官宣王一博为品牌全球首席代言人，话题登上微博热搜前五。当日天猫安踏官方网店销售额2088万元。

6月21日
- 618天猫运动休闲服装销售榜单Top6：斐乐、耐克、阿迪达斯、李宁、安德玛、安踏。
- 天猫李宁官方网店销售额同比增39.5%，安踏同比增59.1%。

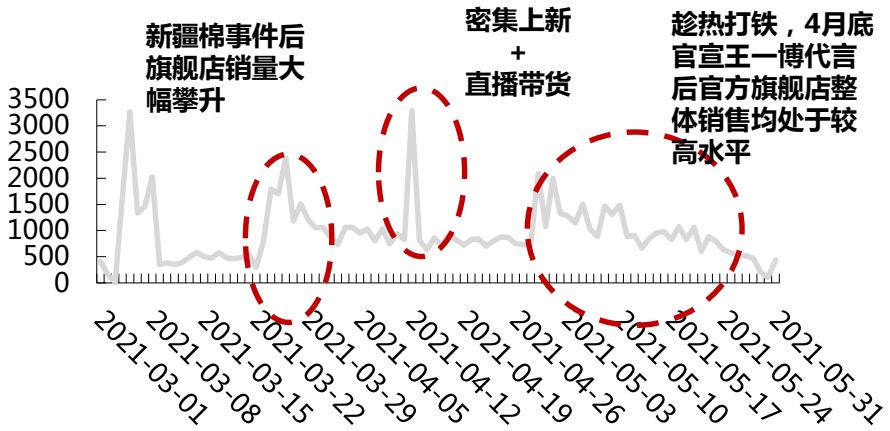
数据来源：淘数据，微博，东吴证券研究所

1.2 逻辑二：功能性品牌行业集中度在提升，其中国货品牌崛起市占率持续提升

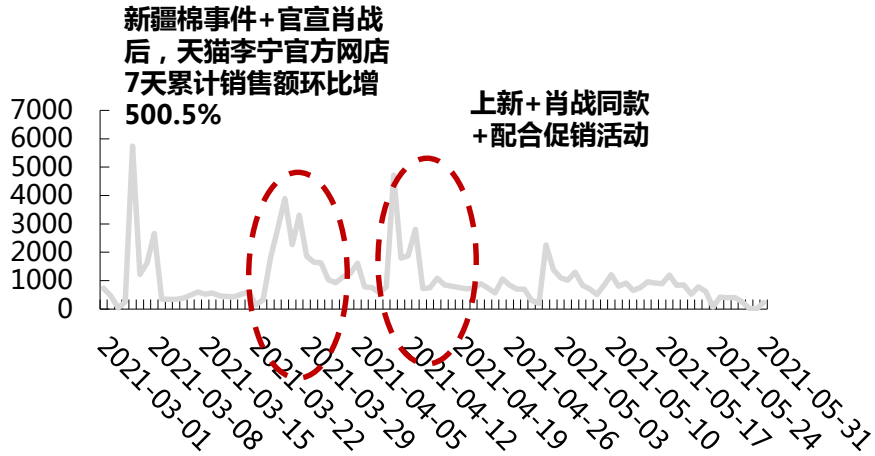
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

◆ “新疆棉”事件催化，国潮崛起是大趋势

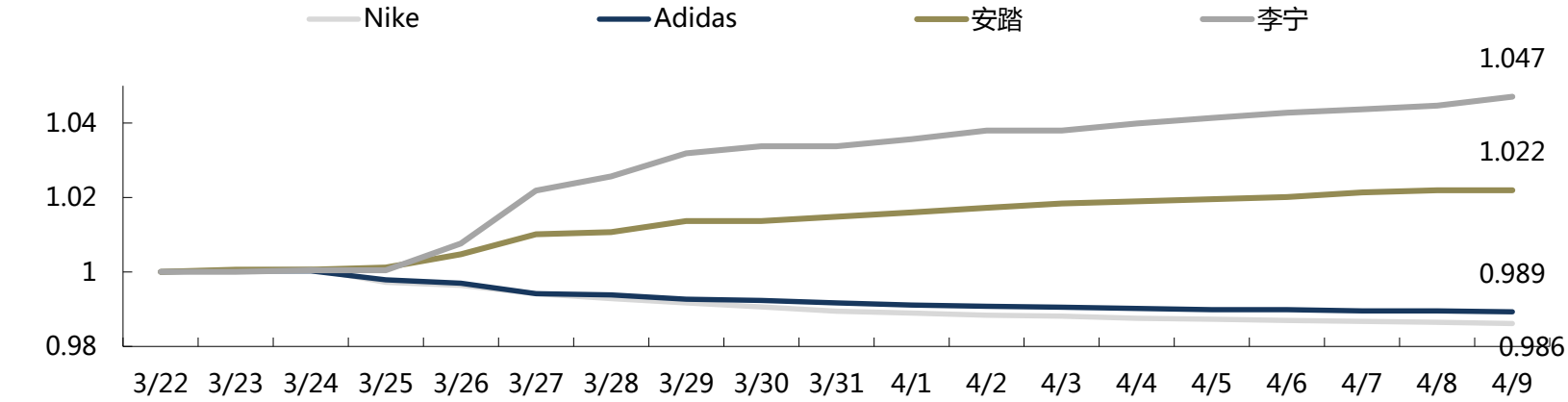
“新疆棉”事件前后安踏官方旗舰店销售额变化（万元）



“新疆棉”事件后李宁官方旗舰店销售额变化（万元）



各品牌天猫官方旗舰店“新疆棉”事件前后（2021/3/22-2021/4/9）粉丝数变化（以3月22日为基数1）



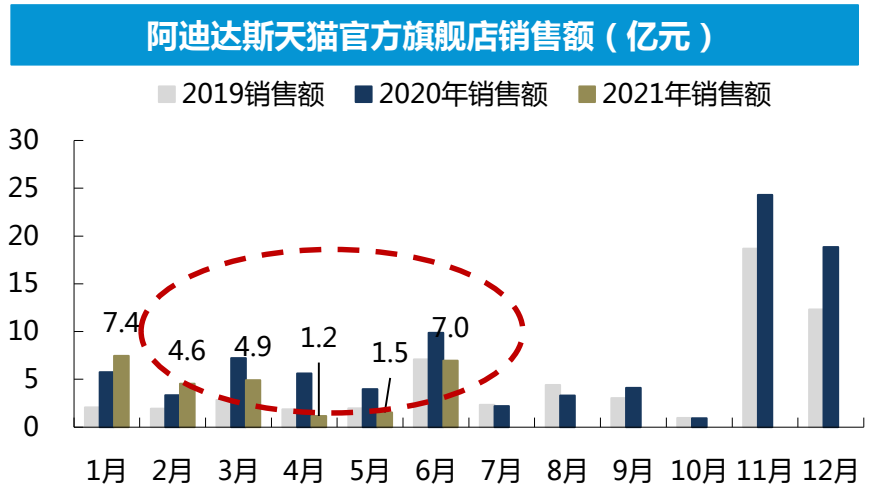
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

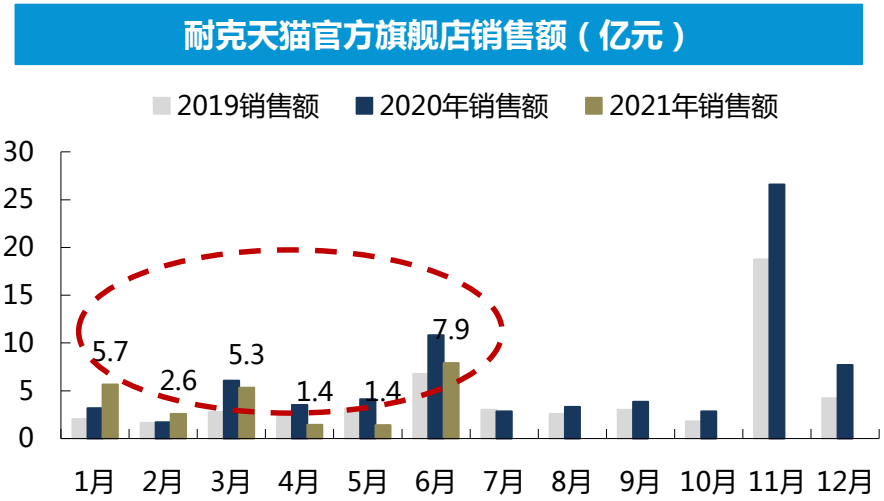
◆ 耐克与阿迪达斯天猫旗舰店数据跟踪：新疆棉事件后有较大程度下滑

❑ 同时通过线下门店调研也发现在大多数商场，耐克和阿迪达斯的正价店均开始大幅打折，往年换季多为8折左右，而2021年上半年除特殊款之外（比如“椰子”等），基本都是6-7折的水平。

阿迪达斯天猫官方旗舰店销售额（亿元）	2019年	2020年	2021年
1月	2.1	5.8	7.4
2月	1.9	3.3	4.6
3月	2.8	7.2	4.9
4月	1.9	5.6	1.2
5月	2.0	4.0	1.5
6月	7.1	9.9	7.0
7月	2.3	2.2	
8月	4.4	3.3	
9月	3.0	4.1	
10月	0.9	0.9	
11月	18.7	24.3	
12月	12.3	18.8	

耐克天猫官方旗舰店（亿元）	2019年	2020年	2021年
1月	2.0	3.2	5.7
2月	1.6	1.7	2.6
3月	2.8	6.1	5.3
4月	2.3	3.5	1.4
5月	3.1	4.1	1.4
6月	6.8	10.8	7.9
7月	3.0	2.8	
8月	2.6	3.3	
9月	3.0	3.8	
10月	1.8	2.8	
11月	18.8	26.6	
12月	4.2	7.7	

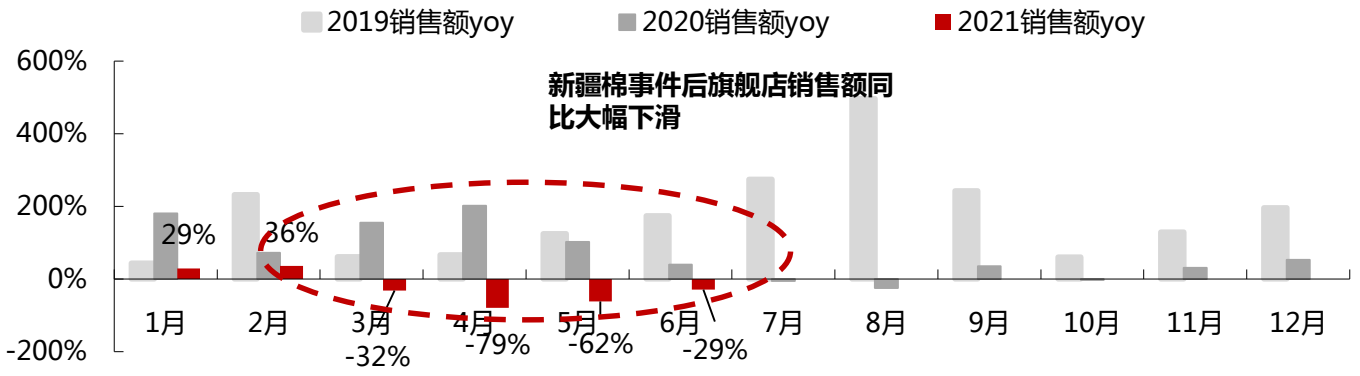




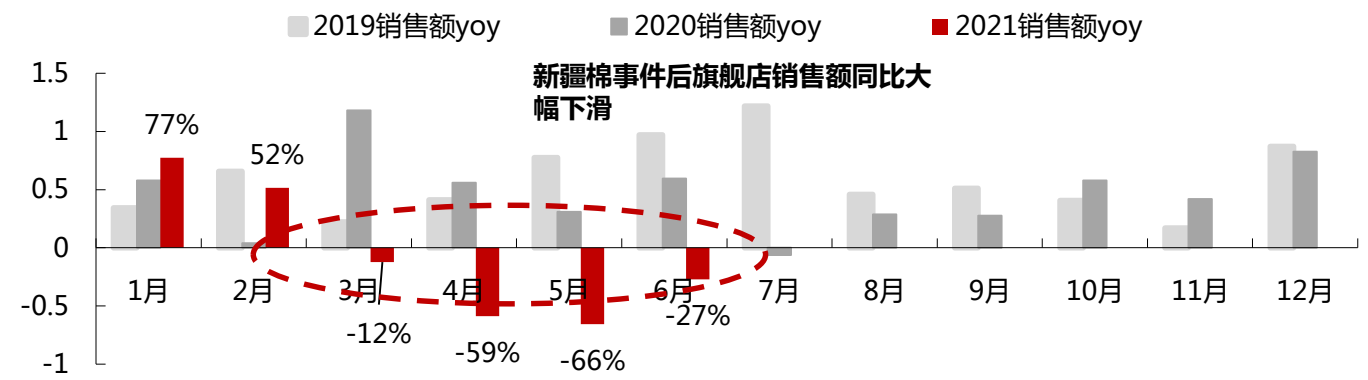
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

◆ 耐克与阿迪达斯天猫旗舰店数据跟踪：新疆棉事件后有较大程度下滑

阿迪达斯天猫官方旗舰店销售额同比增速（亿元）



耐克天猫官方旗舰店销售额（亿元）



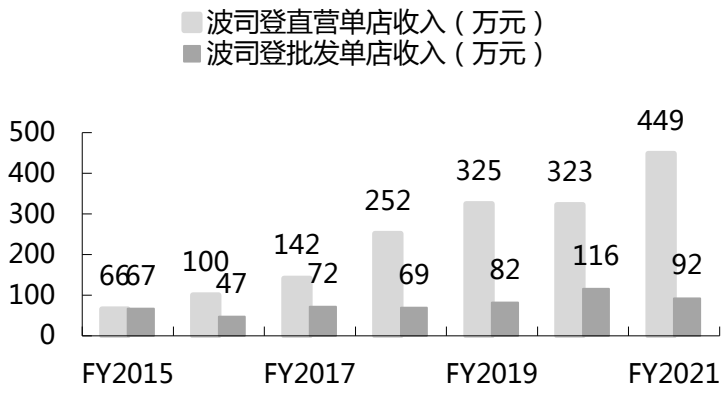
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

1.3、逻辑三：店效提升是功能性品牌主要增长驱动，头部运动品牌存在二级交易市场，具备涨价逻辑

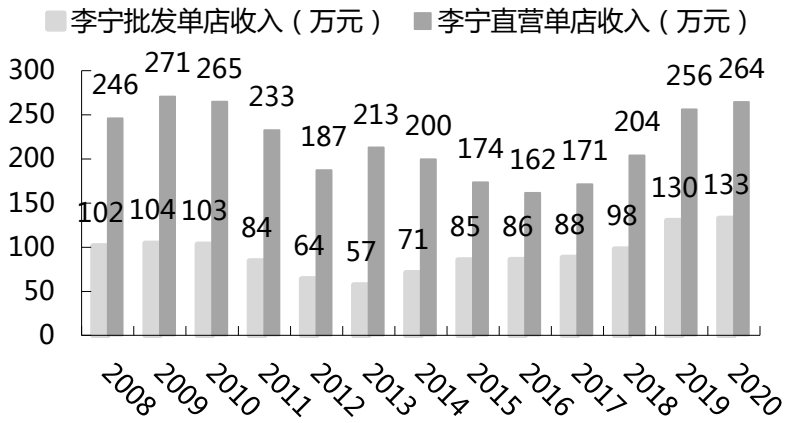
1.3 逻辑三：店效提升是功能性品牌主要增长驱动，头部运动品牌存在二级交易市场，具备涨价逻辑

- **未来店效提升是功能性品牌的主要增长驱动，其中通过研发+设计+营销带来产品组合的优化，产品平均价格带的提升会成为重要的方式。**

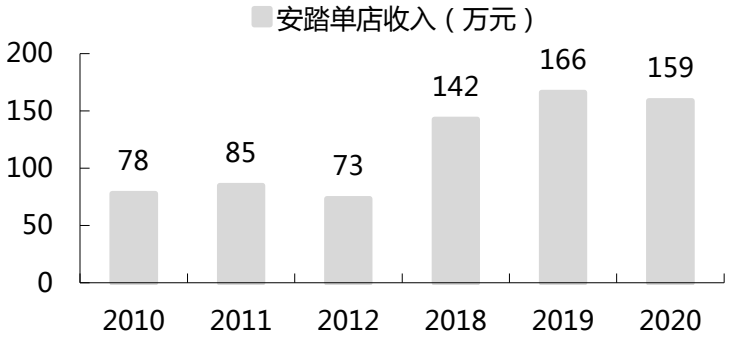
波司登品牌羽绒服单店收入



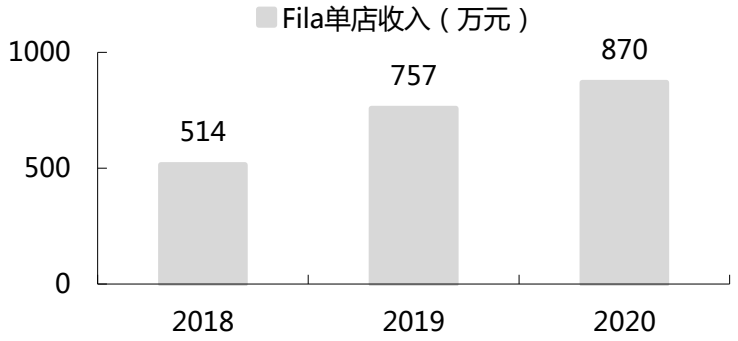
李宁单店收入



安踏大货单店收入（经销）



FILA单店收入（直营）



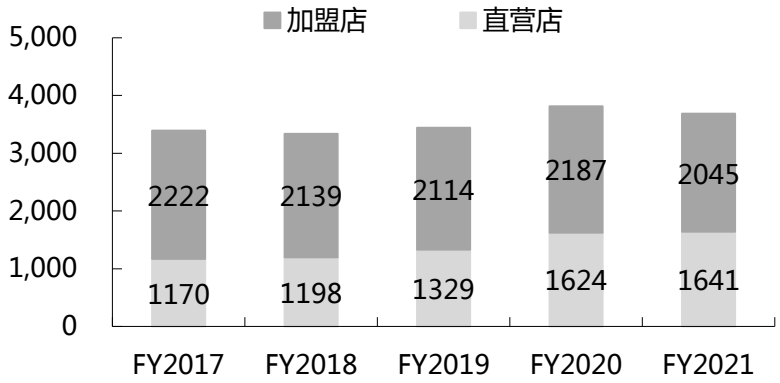
注释：安踏基本都是经销，FILA基本都是直营

数据来源：公司公告，渠道调研，东吴证券研究所

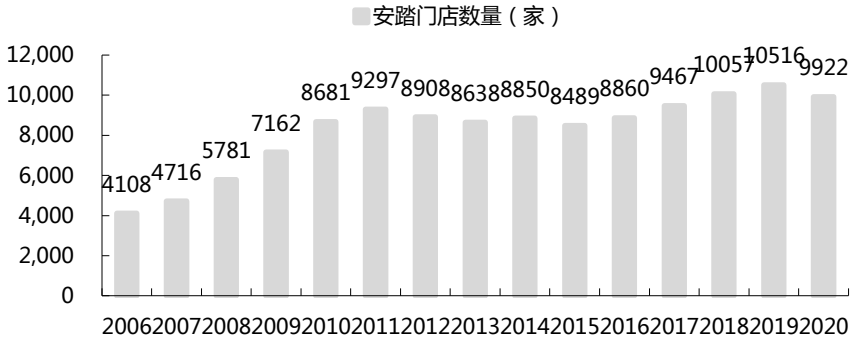
1.3 逻辑三：店效提升是功能性品牌主要增长驱动，头部运动品牌存在二级交易市场，具备涨价逻辑

- **主要的功能性品牌门店均保持稳定，其中各家均有加强终端掌控，精细化运营的趋势。**

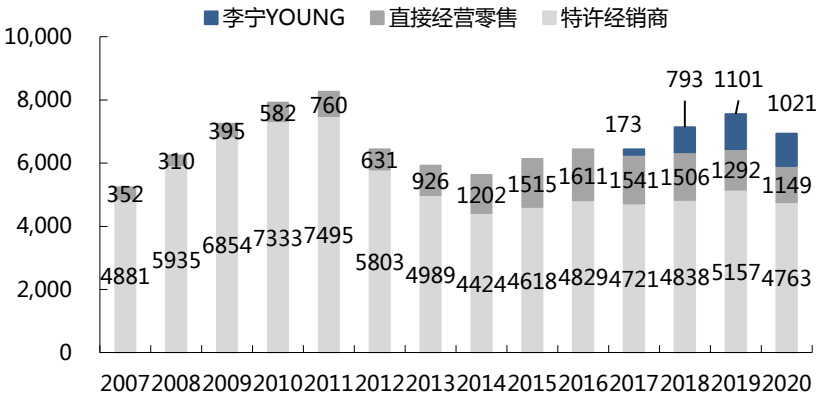
波司登品牌门店数（家）



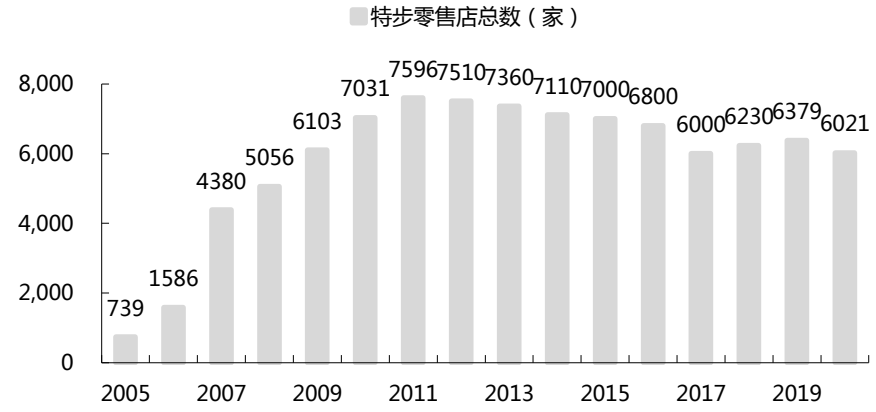
安踏主品牌门店总数（家）



李宁门店总数（家）



特步门店总数（家）



数据来源：公司公告，渠道调研，东吴证券研究所

安踏和特步的门店基本都是经销，待DTC改革完成后公司预计将有2100家店变为直营

- **根据天猫旗舰店李宁的鞋子中最高发售价为1699元，为2021年最新发售的䨻系列跑鞋，因此我们选取得物平台李宁1700元以上的付款人数在1000人以上的鞋子，共有21款。我们发现这些在二手市场有较高溢价的鞋子有如下特征：**
- **品类主要集中在篮球鞋，跑鞋和潮款**：1）篮球鞋：驭帅系列（8款）和韦德系列（6款）；2）跑鞋：李宁绝影系列（4款）；3）潮鞋3款。
- **高溢价**：二手市场最高价的鞋子为李宁旗下的绝影系列跑鞋，二手交易价格达到4099元，较原统一发售价1699元涨幅高达141%。

二手交易平台榜单（李宁）



数据来源：得物，东吴证券研究所，数据截至2021年7月21日

1.3 逻辑三：店效提升是功能性品牌主要增长驱动，头部运动品牌存在二级交易市场，具备涨价逻辑

- 根据天猫旗舰店安踏的鞋子中最高发售价为999元，为2021年最新发售的c202跑鞋和星标系列篮球鞋，因此我们选取得物平台安踏1000元以上的付款人数在1000人以上的鞋子，共有8款。我们发现这些在二手市场有较高溢价的鞋子有如下特征：**均为篮球鞋，且全部为克莱汤普森代言的KT系列；二手售价最高的为KT5本草纲目特别款，2021年KT已经到了第六代， KT5本草纲目较KT6的官网统一价869元溢价108%。**

二手交易平台榜单（安踏）



Anta安踏 汤普森 KT5 本草纲目 妙手回春 特殊鞋盒

¥1809　3834人付款



East Bay Times x Anta安踏 KT4 联名 报答 报纸 汤

¥1659　6201人付款



Anta安踏 汤普森 KT6系列 "山水觉" 白黑 实战篮球鞋

¥1569　1867人付款



Anta安踏 KT4 ALL STAR 全明星配色 魔术贴 特殊鞋

¥1459　1029人付款



Anta安踏 KT5 Pro 六神联名限量款 白蓝 实战篮球鞋

¥1399　1141人付款



Anta安踏 KT4 汤普森四代 静水鸳鸯 限量套装 实战篮

¥1369　1333人付款



Anta安踏 KT4 ALL STAR 全明星配色 魔术贴 实战篮

¥1169　23325人付款



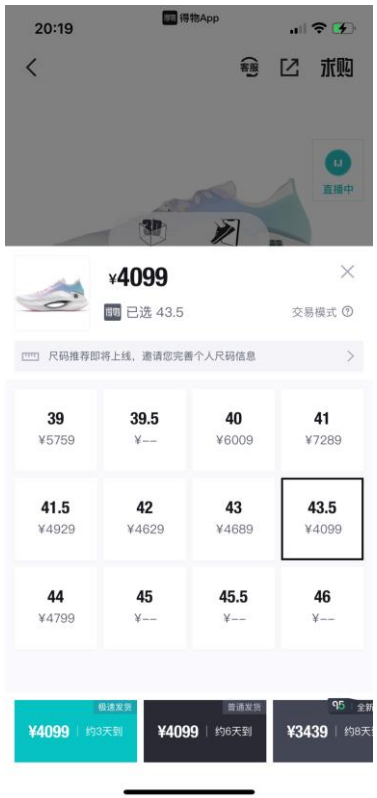
Anta安踏 汤普森 KT2 全明星配色 黑蓝白

¥1159　3950人付款

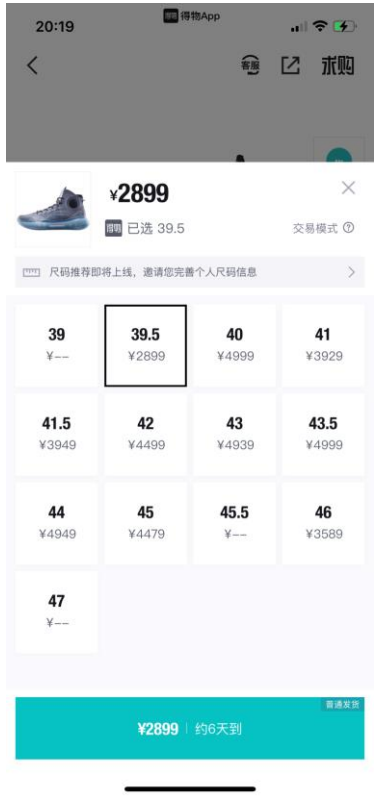
数据来源：得物，东吴证券研究所，数据截至2021年7月21日

二手交易平台交易界面

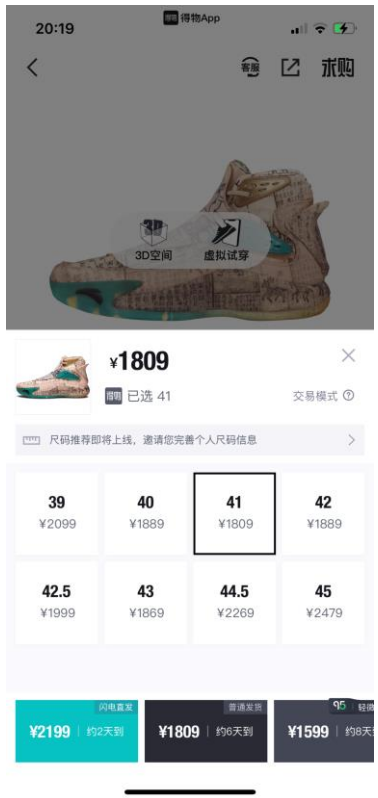
李宁 绝影



李宁 驭帅14



安踏 KT5



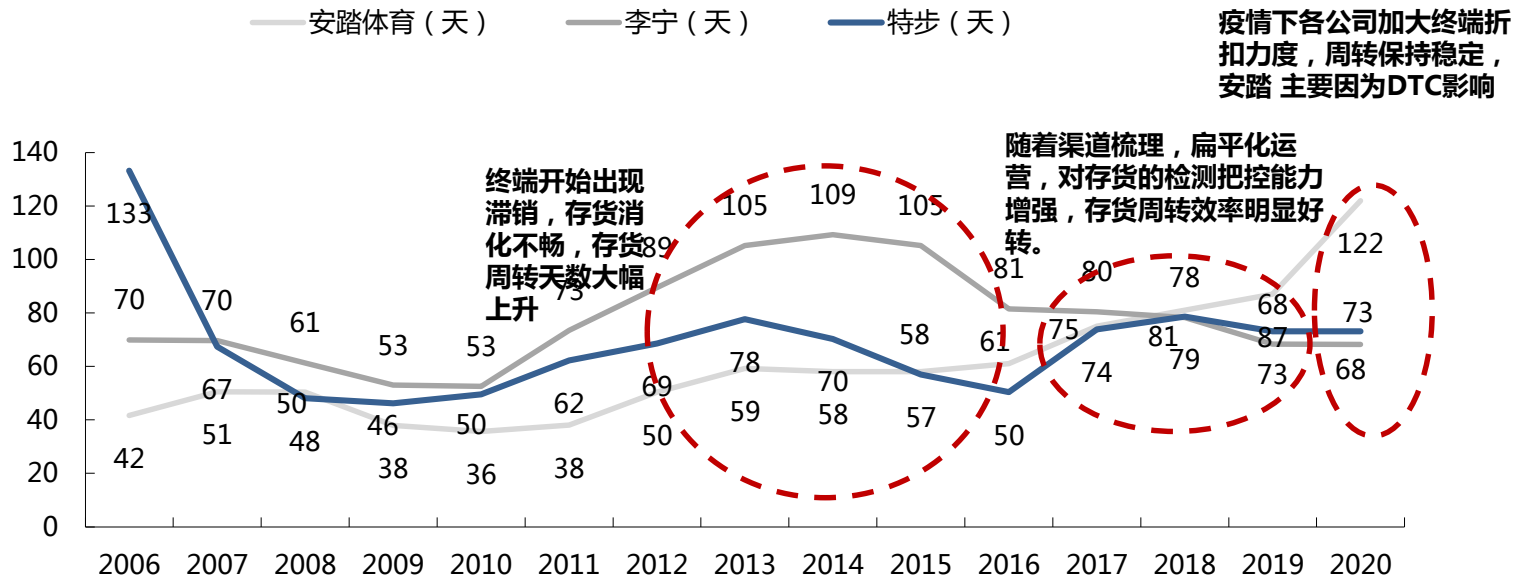
数据来源：得物，东吴证券研究所，数据截至2021年8月2日

1.4 库存情况：功能性品牌终端库存和周转明显改善

运动品牌（报表层面）

- 从2011-2015年，运动品牌行业都面临较为严重的库存问题。2015年以来，各公司均加强了渠道梳理，对经销商结构进行了优化，加强了终端存货的监控能力，从报表层面来看，存货周转效率明显好转。
- 安踏2020年平均存货周转天数增加35天主要因为公司DTC转型后收回了部分存货。

头部运动品牌存货周转天数（报表层面，单位：天）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

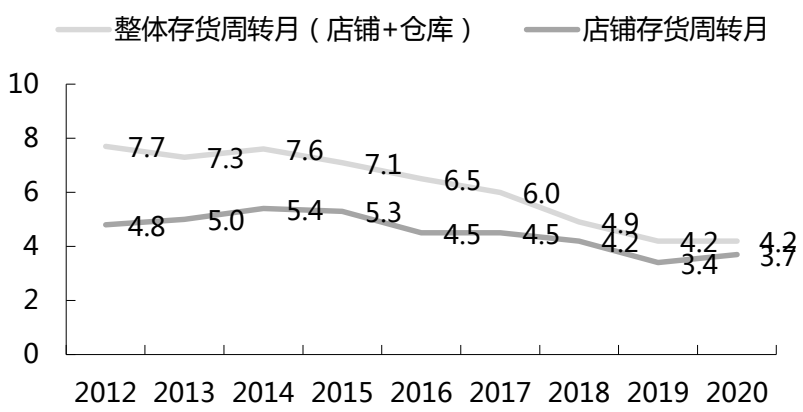
运动品牌（渠道层面）

- **安踏集团**：1）安踏大货：2021年Q1和Q2库销比均为5，2020Q1受疫情影响库销比大于7，公司正常情况下大致在4-5的水平。2）FILA：2021年Q1和Q2库销比都是6，2020Q1库销比大于8，正常情况下库销比在5-6的水平。整体来看，安踏旗下大货和FILA都基本恢复到疫情前水平。
- **李宁**：从2012年以来存货周转效率有大幅改善，截至2020年底，李宁的整体存货周转时间为4.2个月，店铺存货周转时间为3.7个月。
- **特步国际**：2015-2018年为公司3年渠道改革期，到2018年和2019年，公司终端存货周转时间已经有了明显改善，截至2021年Q2，公司终端销售情况已经基本恢复到疫情前水平。终端折扣也恢复到了疫情前的7.5-8折。

安踏渠道库销比

库销比	疫情前水平	2020Q1	2021Q1	2021Q2
安踏大货	4-5	7	5	5
FILA	5-6	8	6	6

李宁渠道存货情况（月）



特步国际渠道存货情况（月）

渠道存货周转期（月）	Q1	Q2	Q3	Q4
2014	4.5-5	4.5	4.5	4.5-5
2015	4-4.5	4.5	4-5	4-5
2016	4-5	4-5	4.5-5	4-5
2017	n.a	4-5	4-5	4
2018	4	4	4	4
2019	4	4	4	4
2020	5.5	5-5.5	5	小于5
2021	4.5	4		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2、国潮崛起优质标的

2.1、功能性品牌

安踏体育：1）国产品牌龙头，少有的多品牌矩阵运动鞋服集团，运营能力突出：集团是国内运动品牌的龙头，管理组织效率高，是少有的具备多品牌运营的能力的公司，且得到了市场验证，未来这种能力还将复制到其他新收购的品牌。**2）国潮崛起下的主品牌保持高增长**：安踏主品牌作为运动国货的典型代表，手握奥运会等重要赛事的中国队赞助资源。国旗款等产品将帮助主品牌进一步升级品牌形象，优化产品结构。安踏主品牌将持续受益于国货崛起，具备市占率提升的逻辑，公司预计未来5年流水保持在18%-25%的水平，市场份额有望向头部15%-20%的水平看齐。**3）FILA未来店效和门店数还有进一步的提升空间**：2020年末FILA门店数2006家，店流水70多万元每月，未来仍有进一步提升空间，2021年收入增长指引30%+。4）**新收购的品牌增长势头猛**：我们预计公司新收购的品牌2021年仍能保持50%-100%的增长。

李宁：1）国潮最直接的体现：以“体操王子”名字命名，自带文化认同和情感绑定。“中国李宁”是国潮最直接的体现，最直接的受益标的。**2）重研发重产品**：有成熟的技术迭代和成熟的系列产品迭代；**3）盈利能力改善**：2020年公司净利率约11%左右的水平，对比头部15%-20%的净利率，公司盈利能力未来仍有较大改善空间。

特步国际：1）瞄准一个细分赛道，深耕专业运动跑鞋，已在跑圈获得了较高的认可。看好未来持续享受行业红利。**2）“1+N”由跑步拓展到多品类多品牌，国潮崛起大背景下未来增长可期。3）公司引入高瓴作为战略投资者，总投资约10亿港币**：本次高瓴投资的为特步旗下的时尚运动板块，主要包括帕拉丁和盖世威两个品牌，高瓴在全球有丰富的零售行业管理经验，未来有望嫁接更多资源帮助特步加速在时尚运动领域的扩张。

波司登：1）品牌认知度高，已经形成了品牌和品类的对应，在羽绒服领域有非常深的积淀和话语权。消费者认可度高，品牌粘性强。**2）聚焦主航道，产品价格带持续提升，品牌势能提升**：2017年之后公司重新聚焦主航道，做大做深羽绒服。通过门店升级，产品升级，营销升级，目标客群升级等将整体羽绒服的价格带从1000元左右提升到2000-2500元，也已经获得了消费者认可。2021年初2000元以上的产品的占比已经提升到40%，未来公司的还将进一步加强终端折扣管控，提升产品价格带，从而带动整体毛利率的提升。**3）公司已经实现了全供应链数据化高效管理**：零售端公司通过与阿里云合作，打造全域数据中台，实现线上线下一盘货，根据库存指导下一阶段订货。生产端通过拉式补货，快速上新，小单快反实现更快的周转，经销商首批订货比例降低至不超过30%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1 功能性品牌核心指标对比（1/2）

	ANTA	LI-NING	特步	波司登 畅销全球72国
行业竞争格局				
市场份额（销售额	安踏主品牌9%，FILA6.4%	李宁6.7%	特步4.7%	约11%左右
财务指标				
毛利率水平	18-20年分别为53%/55%/58%，主要跟高毛利的FILA占比提升有关，FILA毛利率约70%，基本稳定；安踏大货18-20年分别为42%/41%/45%；其他品牌18-20年分别为57%/62%/66%	18-20年综合毛利率分别为48%/49%/49%，中国李宁在55%左右，未来整体毛利率仍有上升空间	18-20年综合毛利率分别为44%/43%/39%，20年主要因为疫情导致终端折扣力度较大，未来基本在45%左右的水平。	FY19-21品牌羽绒服57%/60%/64%。其中波司登品牌66%，雪中飞40%，冰洁35%。波司登主品牌还有进一步提升空间
销售费用率水平	18-20年分别为27%/29%/30%	18-20年分别为35%/32%/30.6%	18-20年分别为21%/21%/19%	FY19-21分别为33%/35%/35%
管理费用率水平	18-20年分别为5%/4%/6%	18-20年分别为6.5%/7%/5.6%	18-20年分别为10%/11%/13%	FY19-21分别为7%/7%/7.6%
净利率水平	18-20年分别17.6%/16.6%/15.6%，19-20年下滑主要还是受到Amer并表的影响，剔除后基本还是维持在17%左右的水平	18-20年分别为7%/11%/12%21H1约18%。	18-20年分别为10.5%/9%/6%	FY19-21分别为10%/10%/12.6%
盈利预测				
收入增长预期	21-23年30%+/20%+/20%+	21-23年35%+/20%+/20%+	21-23年20%+/20%+/20%+	FY22-24年20%+/15%+/15%+
利润增长预期	21-23年55%+/25%+/25%+	21-23年80%+/25%+/25%+	21-23年40%+/20%+/20%+	FY22-24年20%+/15%+/15%+
2021E 收入	470亿元	210亿元	100亿元	164亿元
2021E 归母净利润	80亿元	34亿元	8.3亿元	21亿元

注：安踏、李宁和特步终端折扣来自于2021年Q2，2021年收入和归母净利润预测中安踏，特步和波司登来自于东吴证券研究所预测，李宁来自wind一致预期；剩下其他指标分别来自于安踏、李宁和特步2020年年报，以及波司登FY2021年报。

数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

2.1 功能性品牌核心指标对比（2/2）

	ANTA	LI-NING	特步	波司登
终端折扣				
经销商拿货折扣	4折	大货4折，中国李宁4.5折	首代38折	52-55折
终端折扣	7折	大货7.5折，中国李宁9折	7折	7-8折
线下渠道				
门店数（2020年）	主品牌安踏9922家（其中童装2000多家，大货7000多家），FILA2006家。迪桑特175家，可隆157家	6933家（其中大货5912家，童装1021家）	大货6021家	品牌羽绒服总计4150家，其中波司登3686家
线下直营经销比例（2020流水口径）	主品牌基本都是经销（DTC改革后约20%门店直营），FILA和新收购的品牌国内仍主要为直营	中国李宁基本都是经销，大货直营占比20%	特步主品牌都是经销，新品牌在国内主要为直营	直营占比50%
线下直营经销比例（2020收入口径）		直营占比30%		直营占比2/3
线上渠道				
线上收入占比	大货30%+，Fila 20%，迪桑特10%	30%左右	25%-30%	羽绒服线上占比较高，超过30%女装线上占比不到10%。
生产销售情况				
售罄率	5个月60%左右	6个月75%左右	6个月70%左右	80%-90%
库销比	安踏5，FILA 6			
全渠道存货周转		4个月	4个月	
自产代工比例	安踏自产比例：27%；FILA自产比例：28%	鞋子自产比例10%不到，衣服基本都是外包	鞋子自产比例36%，衣服自产比例12%	基本100%自产
快反比例	10%-20%	20%左右	10%左右	70%左右，首批铺货30%，然后有8-12次补货

注：安踏、李宁和特步终端折扣来自于2021年Q2，2021年收入和归母净利润预测中安踏，特步和波司登来自于东吴证券研究所预测，李宁来自wind一致预期；剩下其他指标分别来自于安踏、李宁和特步2020年年报，一级波司登FY2021年报。

数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

2.1 功能性品牌DTC程度对比

安踏大货经销，FILA全直营

1. **安踏大货**：总门店数9922家，全经销模式，从2020年开始DTC改革，公司预计涉及门店3500家，其中约有60%的门店由集团直营，对应则是2100家，约有40%的门店将会按照直营的标准运营，2021年上半年公司仍处于DTC转型过程中，进展符合公司预期。
2. **FILA**：门店数2006家，全直营模式。
3. **其他品牌**：迪桑特175家门店，全直营，可隆157家门店，以经销为主，未来会收回来做直营。

经销+直营
直营门店占比19%

1. **李宁大货**：经销为主，有一定比例直营，2020年5912家门店，其中经销4763家门店，直营门店1149家门店，直营门店占比19%，2018年来直营比例有略微下降，未来经销和直营门店结构会保持现有稳定均衡状态。
2. **中国李宁**：90%以上为经销门店。

全经销

1. **大货**：门店6021家，全经销模式。
2. **新品牌**：未来以直营为主，重新定位品牌形象。

经销+直营
直营门店占比45%

1. **经销为主，直营占比在提升**：2021年3月末波司登品牌门店3686家，其中直营门店1641，占比从2017财年的30%提升到2021财年的45%，期间每年的占比都在提升。

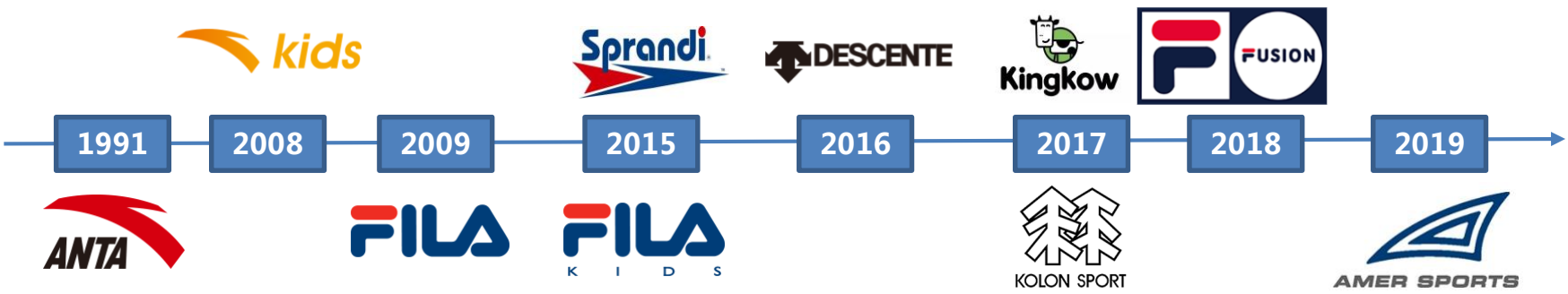
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.1 安踏：少有的多品牌矩阵运动鞋服集团，有出色的管理运营能力

2.1.1 安踏：少有的多品牌矩阵运动鞋服集团，有出色的管理运营能力

- **国产品牌龙头，少有的多品牌矩阵运动鞋服集团，运营能力突出**：集团是国内运动品牌的龙头，管理组织效率高，是少有的具备多品牌运营的能力的公司，且得到了市场验证（2009年收购FILA时FILA还是亏损，而2020年FILA贡献安踏集团50%的收入），未来这种能力还将复制到其他新收购的品牌。
- **国潮崛起下的主品牌保持高增长**：国货崛起是综合国力的提升和个人认知到一定阶段自然发生的一个认知的集合体现，“新疆棉”只是一个开端，未来国潮崛起会持续，国产品牌的销售额市场份额有望向头部15%-20%的水平看齐。安踏主品牌作为运动国货的典型代表，手握奥运会等重要赛事的中国队赞助资源。国旗款等产品将帮助主品牌进一步升级品牌形象，优化产品结构。安踏主品牌将持续受益于国货崛起，具备市占率提升的逻辑，根据公司2021年7月8号公布为未来5年战略目标，公司预计未来5年主品牌流水增速保持在18%-25%的水平。
- **FILA未来店效和门店数还有进一步的提升空间**：截止2020年末，FILA门店数2006家，店流水70多万元每月，未来仍有进一步提升空间，2021年收入增长指引30%+。
- **新收购的品牌增长势头猛**：公司新收购的品牌2021年仍能保持40%-50%的增长，尤其是迪桑特达到50%-100%增速，已经成功出圈达到了15亿元+的收入量级，我们看好其未来做到50亿元+收入量级。

公司品牌矩阵

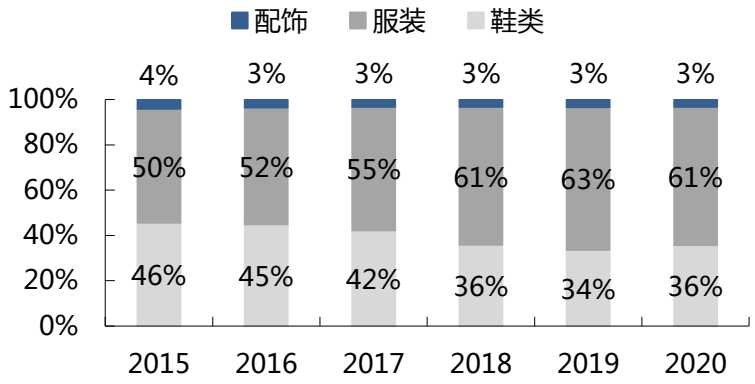


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

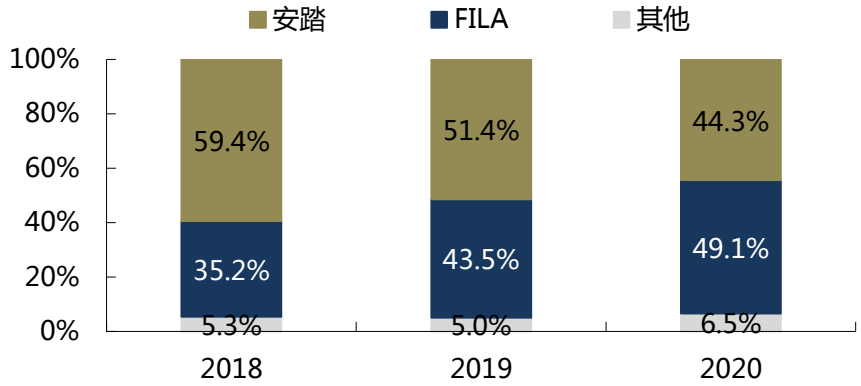
2.1.1 安踏：少有的多品牌矩阵运动鞋服集团，有出色的管理运营能力

- **从收入占比来看**，2020年主品牌安踏占比44%，FILA占比49%，其他品牌占比7%。
- **从毛利润占比来看**，2020年主品牌安踏占比34%，FILA占比59%，其他品牌占比7%。
- **从营业利润来看**，2020年主品牌安踏占比49%，FILA占比49%，其他品牌占比2%。

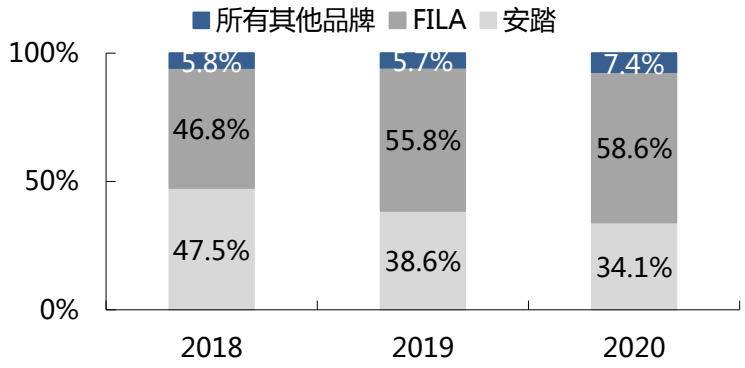
2015年以来集团各品类收入占比



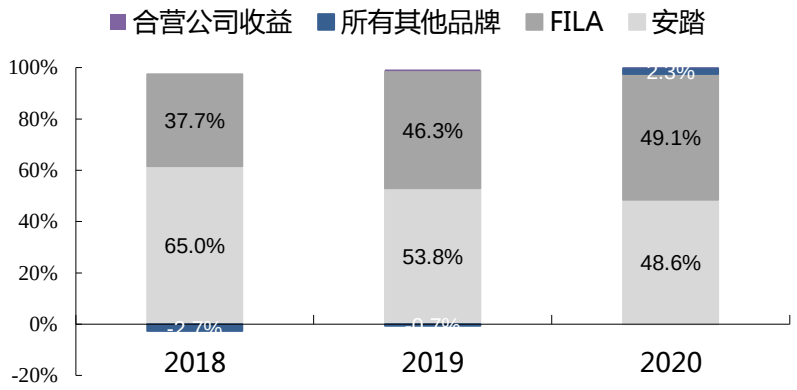
2018-2020年公司主要品牌收入占比



2018-2020年公司主要品牌毛利润占比

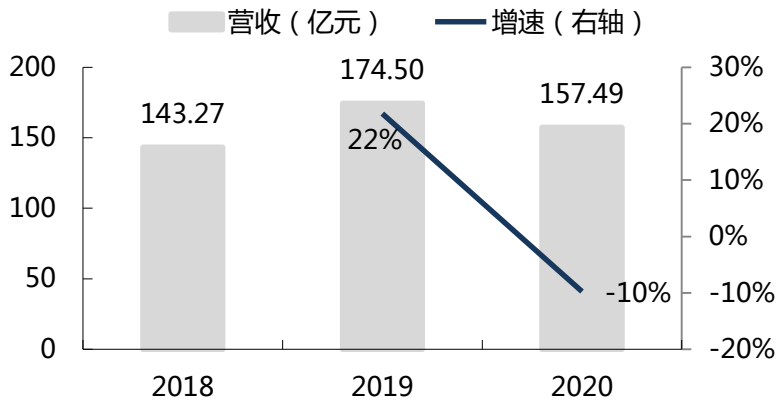


2018-2020年公司主要品牌营业利润占比

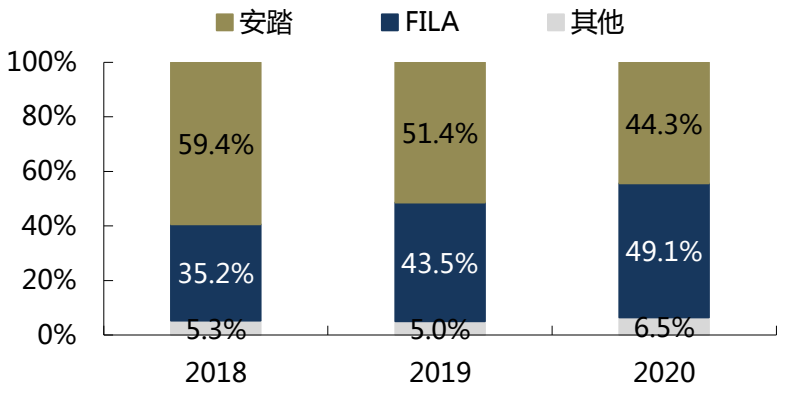


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

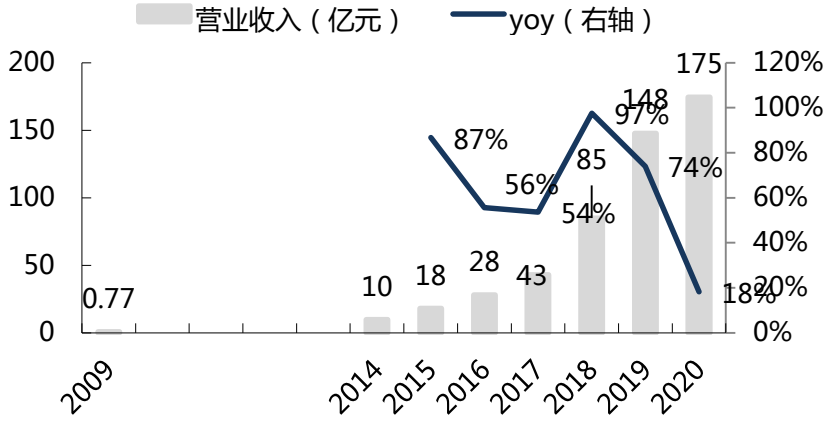
2018-2020年安踏系列营收（亿元）及增速



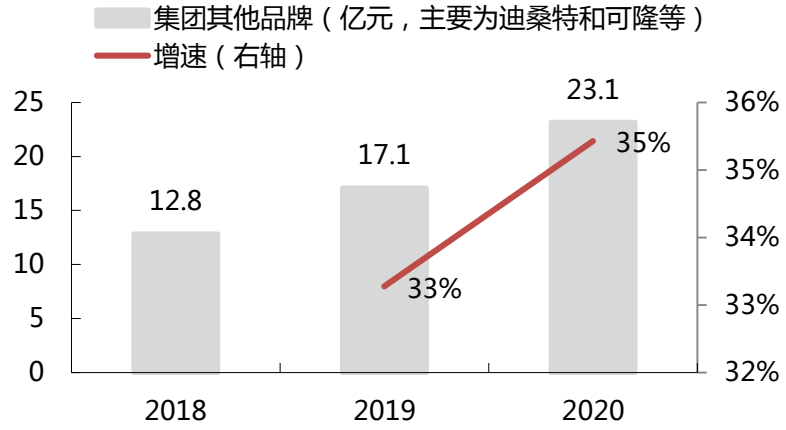
2018-2020年公司主要品牌收入占比



FILA中国历年营业收入及增速



2018-2020年集团内其他品牌收入水平（亿元）

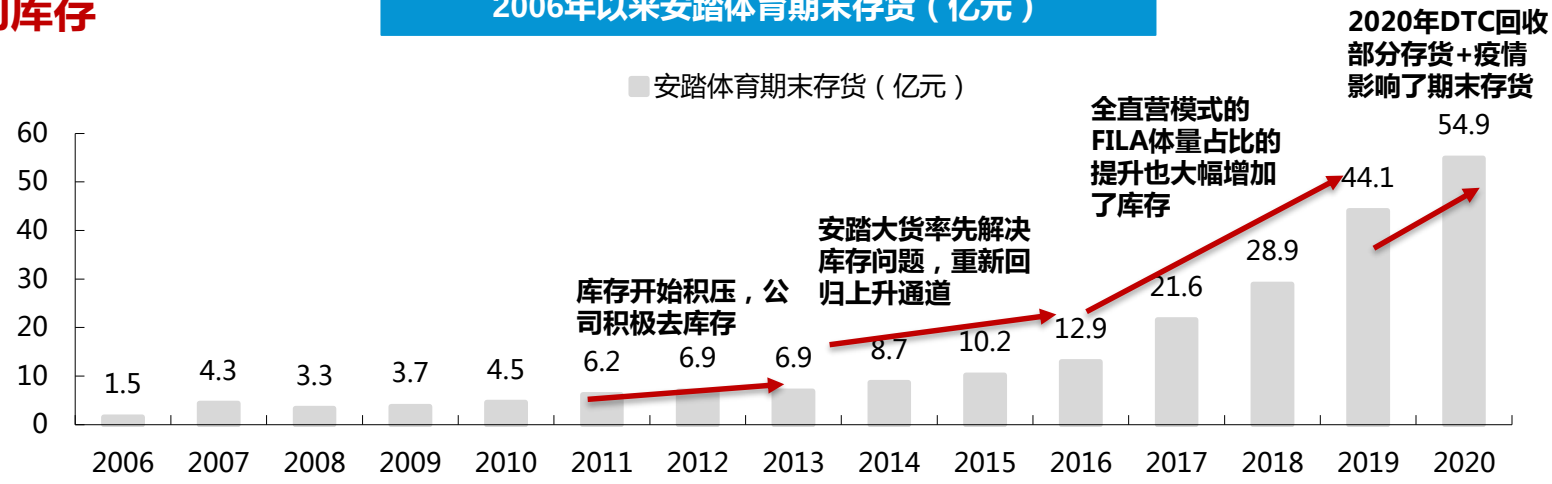


备注：公司于2018年收购的Amer按照合营公司进行会计处理，暂不并表，2020年确认亏损6亿元，因此这里的其他的品牌主要指迪桑特，可隆等品牌。

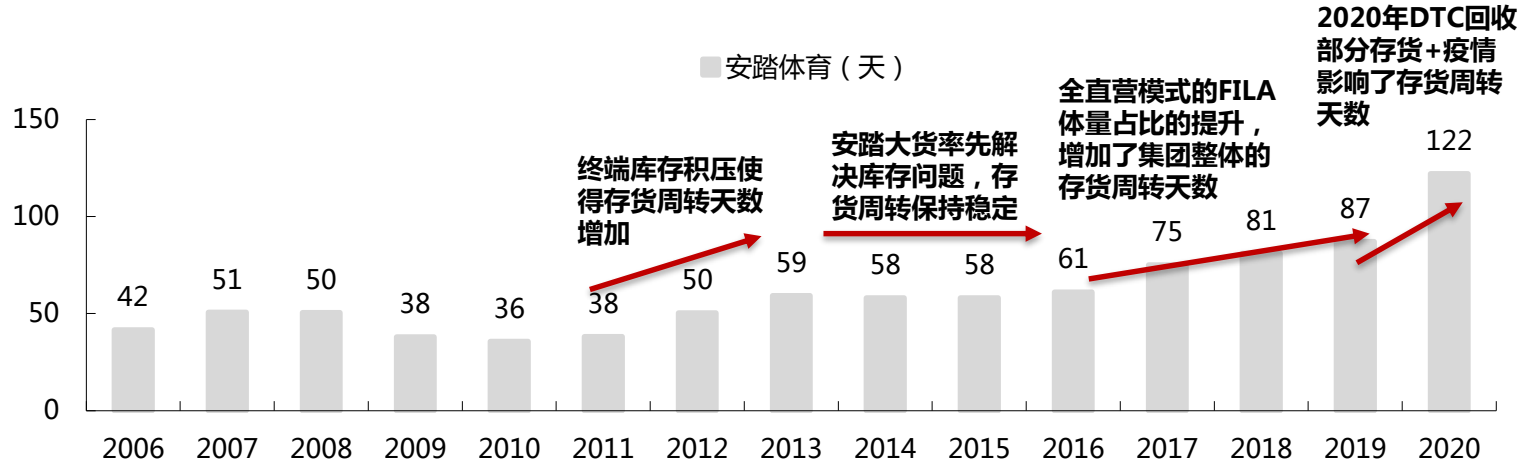
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司库存

2006年以来安踏体育期末存货（亿元）



2006年以来安踏体育存货周转天数（天）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

渠道库存

- **1）安踏大货**：2021年Q1和Q2库销比均为5，2020Q1受疫情影响库销比大于7，公司正常情况下大致在4-5的水平。
- **2）FILA**：2021年Q1和Q2库销比都是6，2020Q1库销比大于8，正常情况下库销比在5-6的水平。整体来看，安踏旗下大货和FILA都基本恢复到疫情前水平。

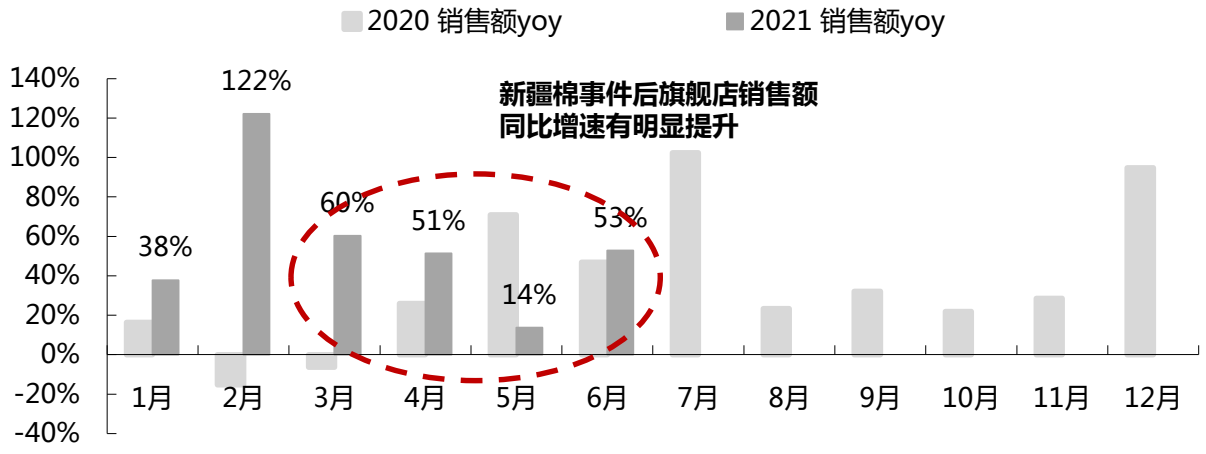
安踏渠道库销比

库销比	疫情前水平	2020Q1	2021Q1	2021Q2
安踏大货	4-5	7	5	5
FILA	5-6	8	6	6

数据来源：公司公告，渠道调研，东吴证券研究所

- **安踏H1业绩预告：收入利润大幅增长**
- **集团整体收入：**预期相比2020H1增长超过50%，对应约为220亿元，相比2019H1的CAGR超过22%。
- **经营利润**：2021H1预期增长不少于55%，对应约为56亿元，相较于2019H1的CAGR不低于24%。主要因为1）各品牌的零售折扣有明显的改善拉动了整体毛利率；2）Fila品牌及其他品牌的零售业务规模扩展比较快速。
- **归母净利润**：1）考虑合营公司（Amer）亏损影响， 2021H1预期增长不少于65%，对应约为39亿元，相比2019H1的CAGR不少于28%；2）不考虑合营公司（Amer）亏损影响，2021H1预期增长不少于110%，对应约为35亿元，相比2019H1 CAGR不少于45%。

2020年以来安踏官方旗舰店销售额同比增速



官宣顶流王一博代言国旗款



数据来源：公司公告，淘数据，公司官网，东吴证券研究所

2.1.1 安踏：公布未来5年战略规划，主品牌流水CAGR目标18%-25%

- **5年核心战略目标**：安踏品牌未来**5年流水复合增速18%-25%**，主要通过线上渠道的高速发展和线下店效的不断提升。**总体市场份额提升3-5pct**，保持中国运动品牌领导者地位。
- **渠道方面**：1）加大一至三线城市布局，流水占比超过50%；2）购物中心店翻倍；3）**线上业务年复合增长30%以上，2025年占比提升到40%。**4）DTC升级：**未来24个月DTC门店店效提升超过40%，DTC流水占比达到70%。**
- **数字化变革**：1）会员系统升级：**未来24个月投入超过4亿元**强化数字建设能力，到2025年有效会员数量翻倍提升到**1.2亿人，会员贡献率达到70%，会员复购率40%**。2）私域流量升级：到2025年私域流量流水占比提升到20%。3）提升售罄率：通过数字化变革提升商品管理效率，**未来24个月商品5个月售罄率提升到75%**。
- **品类方面**：聚焦跑步，篮球和女子运动三大类。到2025年，**跑鞋年销量从2000万双提升到4000万双，篮球鞋从600万双提升到1200万双。女子品类流水规模接近200亿元。**
- **加大研发投入**：**5年投入累计超过40亿元**完善全球研发体系，通过科技升级逐步提升高阶商品的占比。
- **充分利用国家队&奥运等优质赛事资源**：借奥运进一步提升品牌形象。围绕优质资源开发“冠军系列”高阶商品，**推出全新“冠军店”**，重点布局一二线城市主流商圈。
- **针对Z世代针对性营销，抢占消费认知**：开辟Z世代推崇的新兴运动赛道，加大与在Z世代人群有较大影响力的明星偶像合作，通过各界KOL和社交媒体加大在Z世代中的影响力。
- **巩固儿童市场的领导地位**：提升童装市场份额，通过助力少儿运动和训练营来提升童装市场的知名度，通过渠道优化保持店效高增长，**到2025年公司希望线上业务占比提升到40%**。

注：以上数据和口径均来自公司于2021年7月8号披露的未来五年战略目标和未来24个月的“赢领计划“

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.1.2 李宁：最具文化认同的国产运动品牌之一，国潮元素的直接体现

2.1.2 李宁：最具文化认同的国产运动品牌之一，国潮元素的直接体现

- **品牌认知度高，国潮元素最直接的体现**：以“体操王子”名字命名（1984年奥运会勇夺三金二银一铜创历史记录），自带文化认同和情感绑定，是国潮元素最直接的体现。
- **重研发重产品**：**1）成熟的技术迭代**：公司注重研发投入，研发费用率自上市以来基本都保持在2%及以上水平，这么多年的积累也形成了独当一面的技术体系，比如李宁的“弓科技”，并且后来又衍生出双弦弓、轻弓、全掌弓、环弓等一系列的弓科技，到最新的“䨻科技”，本质都是“李宁弓”的演变。**2）成熟的系列产品迭代**：公司已经形成了完备的产品迭代体系，2021年韦德系列已到第九代，音速系列到第九代，驭帅到第15代。通过同系列产品的迭代可以实现指数级进化，提升研发投入产出性价比；另一方面也能够强化消费者认知，增强消费者粘性。
- **盈利能力仍在持续改善中，**：2019-2020年，公司净利率约11%左右的水平，对比头部运动品牌15%-20%的净利率，公司的盈利能力未来仍有较大改善空间。
- **受益于“新疆棉”事件叠加国潮崛起，2021H1业绩表现非常亮眼**：1）净利润19.6亿元，同比增速187%，大幅超出市场预期。2）收入102亿元：同比增速超65%。3）毛利率和净利率大幅提升：2021年H1毛利率提升6.4pct到55.9%，净利率同比从11.1%提升到19.2%。4）库存大幅减少：渠道库存降至三个月，公司存货同比下降17%。5）整体零售流水实现90%-100%低段增长。

聚焦五大系列，做深核心产品



篮球



跑步



运动时尚



训练

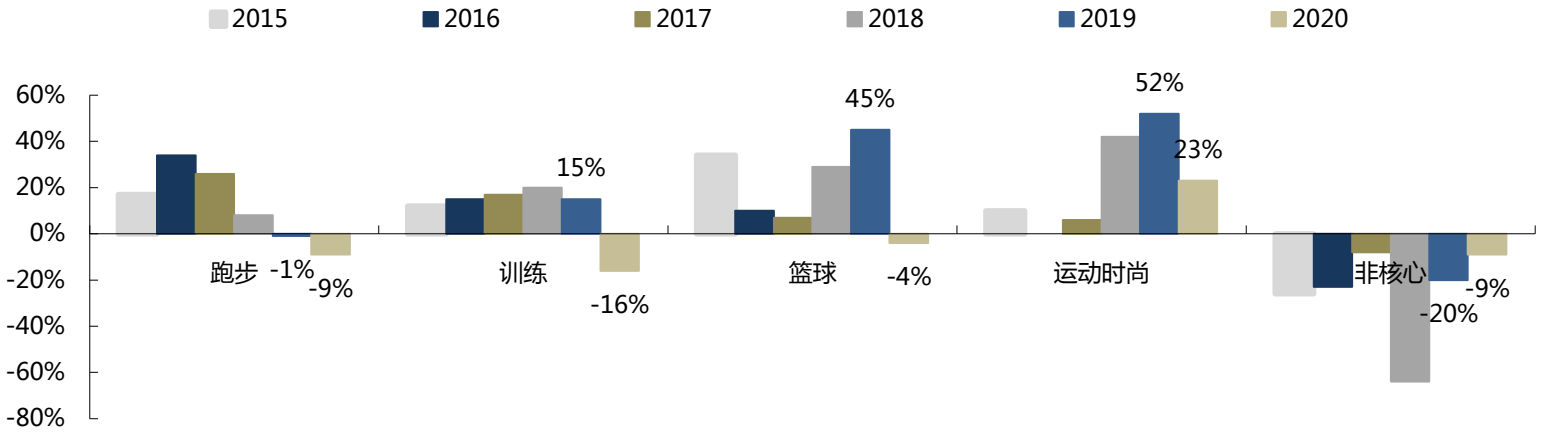


羽毛球

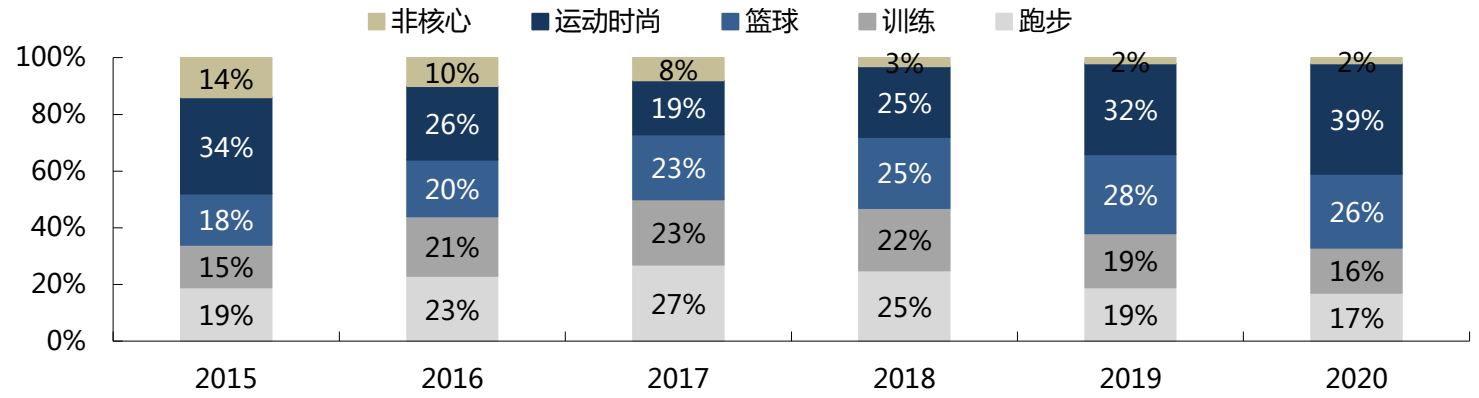
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 公司聚焦核心品类，精简SKU，从流水来看运动时尚（包括中国李宁）和篮球占比最高，增长最快，是公司的主要收入贡献板块。

五大系列产品中篮球和运动时尚流水增长靠前

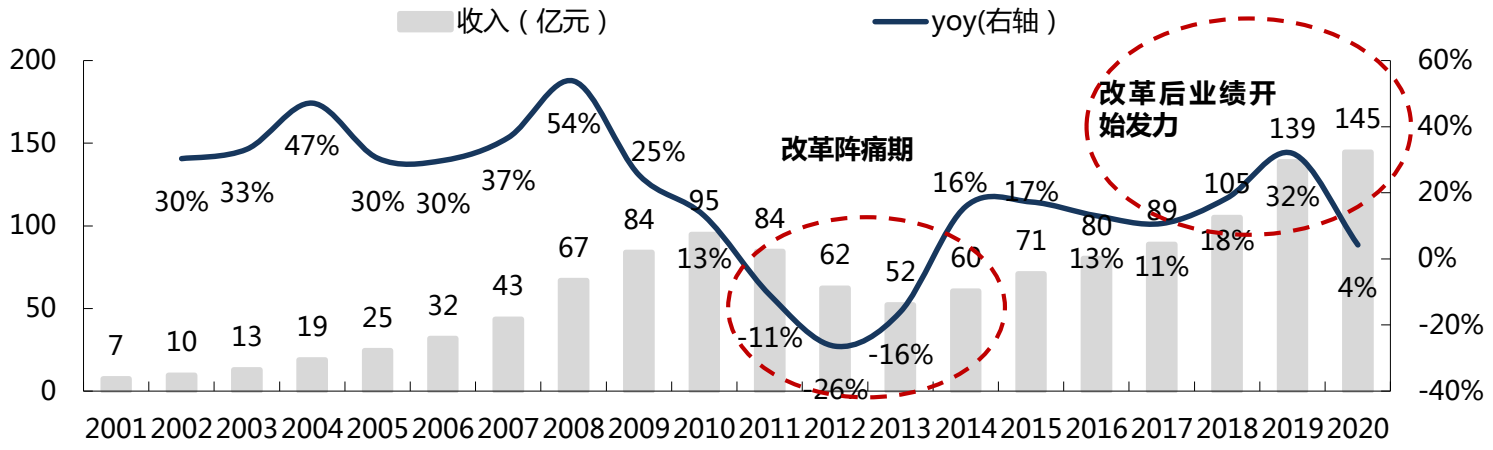


五大系列产品中篮球和运动时尚流水占比较高

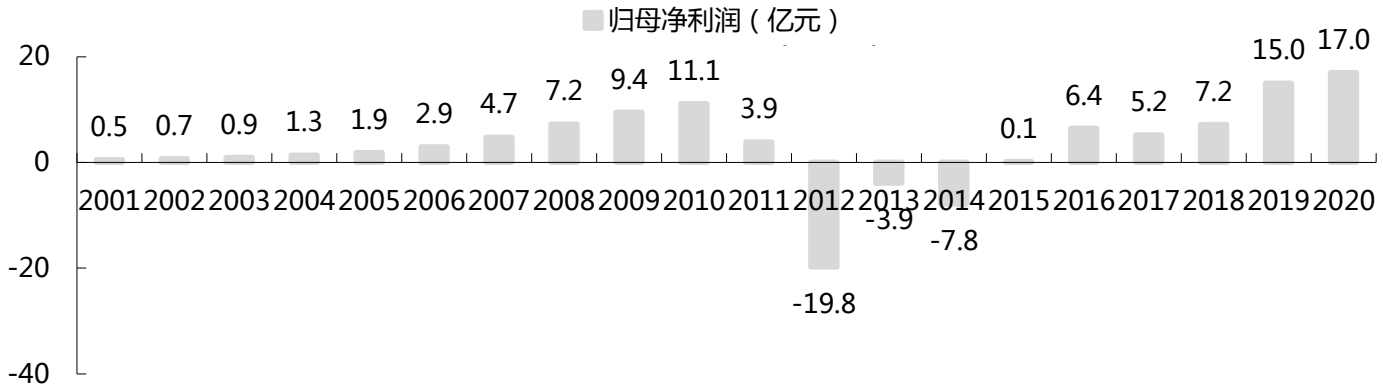


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

李宁历年收入及增速（2001-2020 CAGR=17%）



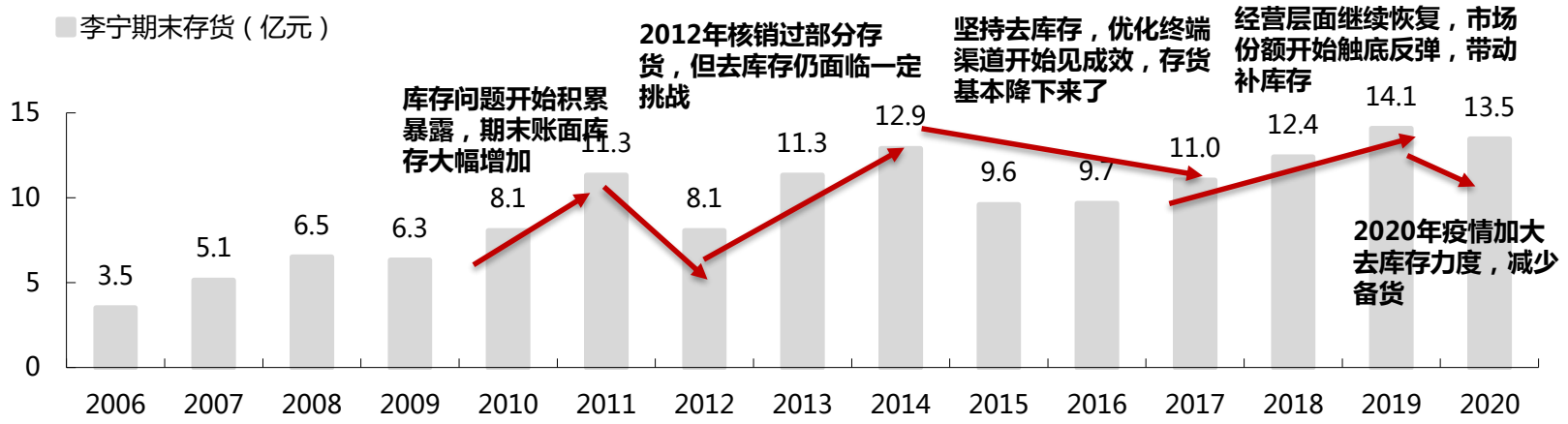
李宁历年归母净利润



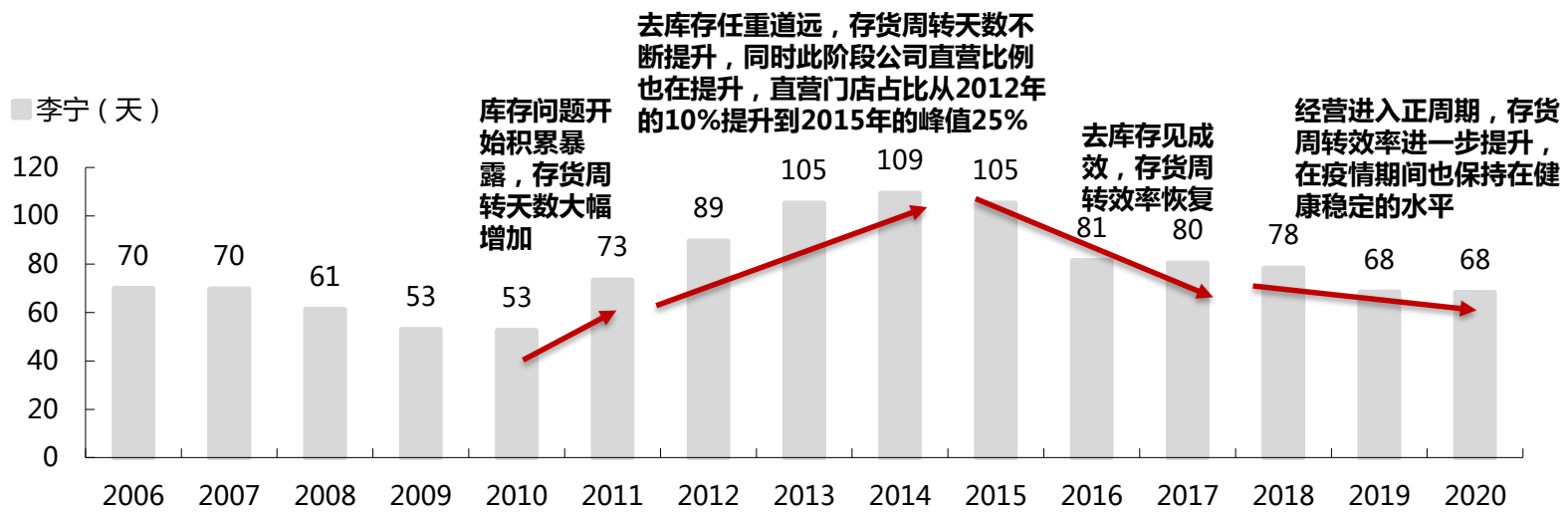
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司存货

2006年以来李宁期末存货（亿元）



2006年以来李宁存货周转天数（天）

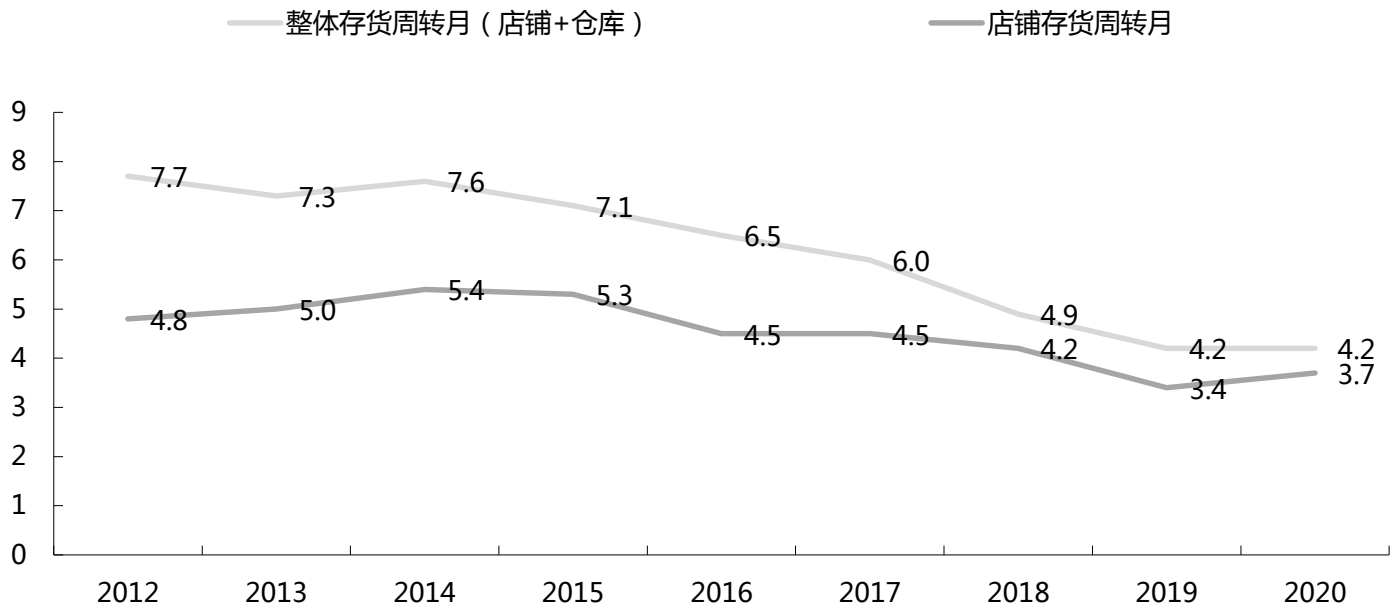


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

渠道库存

- 从2012年以来存货周转效率有大幅改善，截至2020年底，李宁的整体存货周转时间为4.2个月，店铺存货周转时间为3.7个月。

李宁渠道存货情况（月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中国李宁：李宁集团下中高价位档的潮牌系列

- **发展历史**：2018年公司顺势推出的子品牌，通过纽约时装周“一炮而红”。
- **在集团内定位**：属于李宁的子品牌系列，与李宁大货分开为两条业务线。
- **在消费者中的定位**：T恤价格档在200-300元，卫衣300-500元价格档，明星同款多为600-800元价格档，价格档高于李宁大货，但低于传统潮牌，主要面向年轻一代追求潮酷，凸显个性的消费者。
- **渠道情况**：2020年末门店数在约200家，90%+为经销门店。
- **流水规模**：2020年全年流水在10-15亿元量级水平。

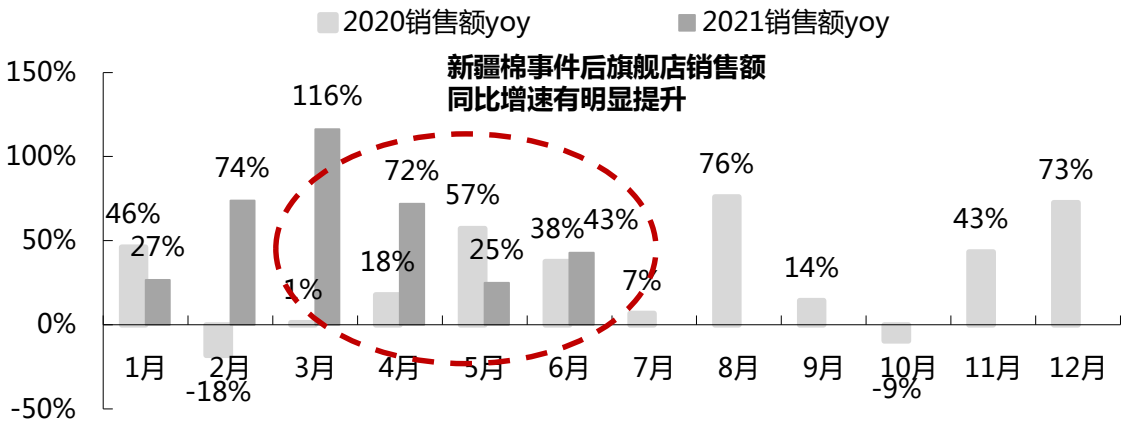
中国李宁主要明星款，走秀款陈列



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.2 李宁：最具文化认同的国产运动品牌之一，国潮元素的直接体现

2020年以来李宁官方旗舰店销售额同比增速



李宁篮球鞋



李宁跑鞋



李宁飞电　　李宁绝影

“得物”平台篮球鞋销量前10的款式

排名	名称	付款人数（万人）
1	Air Jordan 1 Mid Shattered Backboard 扣碎篮板	26.55
2	李宁驭帅11 水蜜桃	18.63
3	Air Jordan 1 Low "Black Toe"黑红白	16.58
4	Air Jordan 1 Low "Laser Blue"激光蓝	15.64
5	Air Jordan 1 Mid Shattered Backboard（GS）黑橙 554725-058	15.56
6	李宁全城5 韦德系列篮球减震鞋 黑白灰	15.38
7	Air Jordan 1 Retro High Black Gym Red 红勾黑脚趾	13.74
8	Air Jordan 11 Bred 2019复刻 季后赛 黑红	12.92
9	Air Jordan 1 “Obsidian” 北卡蓝 黑曜石	12.12
10	Air Jordan 1 Low(GS) 黑脚趾	11.86

“识货”平台上跑鞋销量前10的款式

排名	名称	月销量（万件）
1	李宁赤兔4代	2.12
2	Asics Gel-Contend 4	1.95
3	Nike Air Max 90	1.84
4	李宁 飞超轻18	1.53
5	Nike React Element 55	1.49
6	安踏氢跑3.0	1.46
7	Adidas Ultra Boost 4.0	1.23
8	Nike Air Zoom Pegasus 37	1.18
9	New Balance 327	1.14
10	Nike Zoom Winflo 6	1.09

注释：“得物”和“识货”的销售数据均取自2021年6月1日

数据来源：公司公告，淘数据，得物，识货，公司官网，东吴证券研究所

- **根据天猫旗舰店李宁的鞋子中最高发售价为1699元，为2021年最新发售的䨻系列跑鞋，因此我们选取得物平台李宁1700元以上的付款人数在1000人以上的鞋子，共有21款。我们发现这些在二手市场有较高溢价的鞋子有如下特征：**
- **品类主要集中在篮球鞋，跑鞋和潮款**：1）篮球鞋：驭帅系列（8款）和韦德系列（6款）；2）跑鞋：李宁绝影系列（4款）；3）潮鞋3款。
- **高溢价**：二手市场最高价的鞋子为李宁旗下的绝影系列跑鞋，二手交易价格达到4099元，较原统一发售价1699元涨幅高达141%。

二手交易平台榜单（李宁）



数据来源：得物，东吴证券研究所，数据截至2021年7月21日

2.1.3 特步：跑鞋之光立国潮品牌根基，多品牌多品类运营未来可期

2.1.3 特步：跑鞋之光立国潮品牌根基，多品牌多品类运营未来可期

- **优质综合类运动品牌，百亿元收入级别突破中**：特步是我国知名大众运动品牌，有广泛的群众基础，2013年以来加大在跑步场景重点发力，同时不断梳理渠道提升效率，整体经营重回上升通道，2020年收入82亿元，扣非归母净利润3.6亿元。
- **深耕专业运动跑鞋，已在跑圈获得了较高的品牌认知度。**特步深耕数10年做跑鞋，已在产品研发，设计方面积累了一定深度，其为专业运动员打造的160X系列，在众多马拉松比赛中均取得了优异成绩，特步已经掌握了我国一手跑圈赛事资源和运动员资源，在跑圈KOL发声发酵，会员精细化管理方面都已有了全面的布局，看好未来持续享受行业增长的红利。
- **“1+N”由跑步拓展到多品类多品牌，国潮崛起大背景下未来增长可期**：公司在跑步领域积累的优势和经验也将推动公司在更多品类诸如篮球鞋，潮鞋等的拓展，在国潮崛起大背景下有望持续受益；在外延并购方面，公司2019年收购专业高端跑鞋索康尼和户外品牌迈乐和时尚运动品牌盖世威和帕拉丁。开始多品牌布局，4个新品牌本身已有一定的认知度，随着品牌自身经营的不断改善，未来仍有较大的成长空间。
- **公司引入高瓴作为战略投资者，总投资约10亿港币**：21年6月公司公告获高瓴投资约10亿港币。具体投资分为：1）高瓴直接投资特步环球20%股权，对价6500万美元。2）高瓴投资特步国际5亿港币可转债，转股价为10.244港币/股。本次高瓴投资的为特步旗下的时尚运动板块，主要包括帕拉丁和盖世威两个品牌，高瓴在全球有丰富的零售行业管理经验，未来有望嫁接更多资源帮助特步加速在时尚运动领域的扩张。

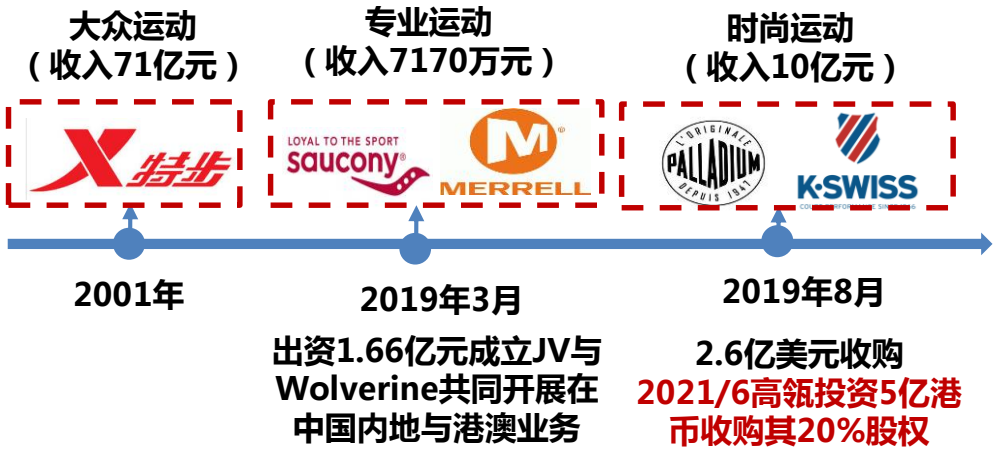
特步160X系列



跑步+篮球+潮款



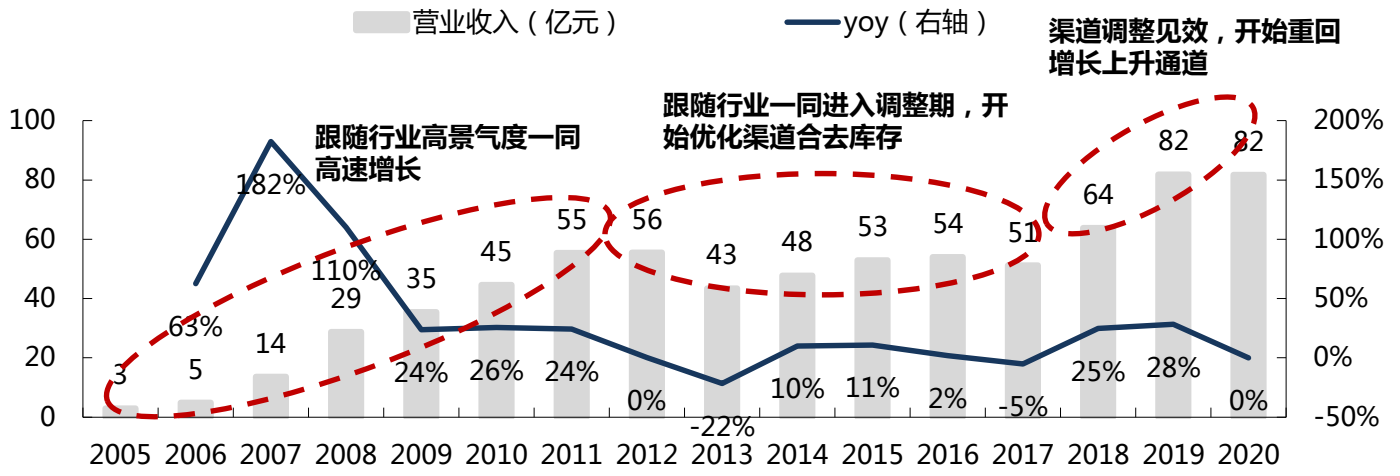
公司品牌矩阵



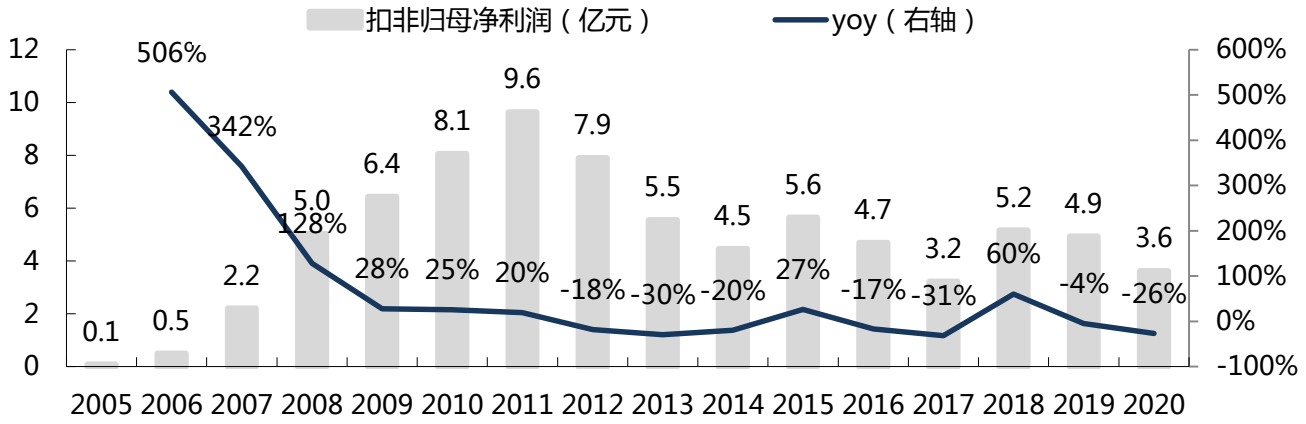
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.3 特步：跑鞋之光立国潮品牌根基，多品牌多品类运营未来可期

特步历年营业收入及增速



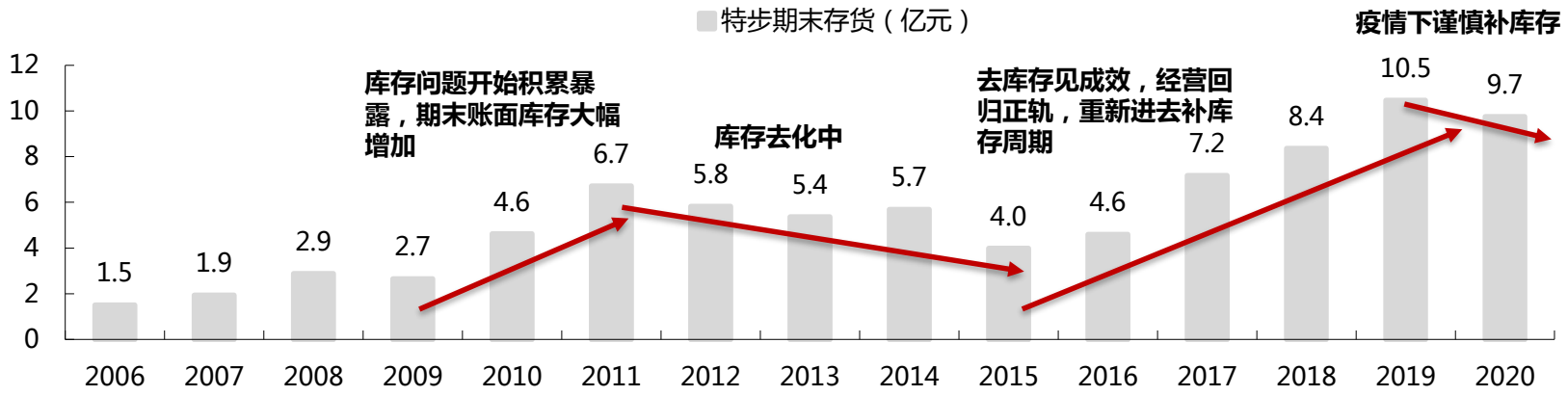
特步历年归母扣非净利润及增速



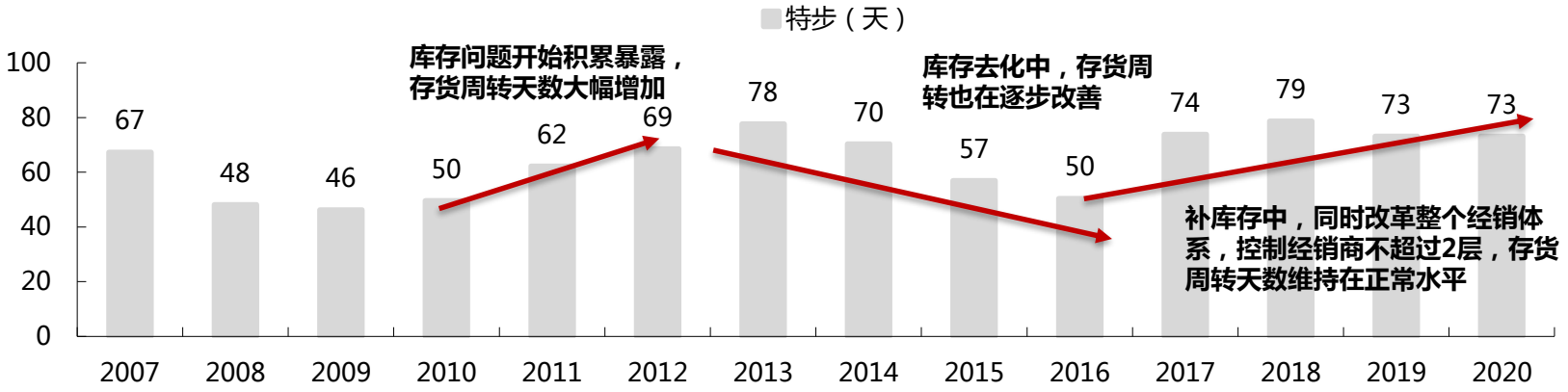
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司存货

2006年以来特步国际期末存货（亿元）



2006年以来特步国际存货周转天数（天）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

渠道存货

- **特步国际：**2015-2018年为公司3年渠道改革期，到2018年和2019年，公司终端存货周转时间已经有了明显改善，截至2021年Q2，公司终端销售情况已经基本恢复到疫情前水平，渠道存货4个月，终端折扣也恢复到了疫情前的7.5-8折。

特步国际渠道存货情况（月）

渠道存货周转期（月）	Q1	Q2	Q3	Q4
2014	4.5-5	4.5	4.5	4.5-5
2015	4-4.5	4.5	4-5	4-5
2016	4-5	4-5	4.5-5	4-5
2017	n.a	4-5	4-5	4
2018	4	4	4	4
2019	4	4	4	4
2020	5.5	5-5.5	5	小于5
2021	4.5	4		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.4 波司登：数字化不断推进，品牌势能持续提升

2.1.4 波司登：数字化不断推进，品牌势能持续提升

- **品牌认知度高**：公司于1976年成立，1994年创立波司登品牌，自1995年起连续25年全国销量领先。在全国有4150家门店（其中波司登主品牌3686家），在羽绒服领域有非常深的积淀和话语权。消费者认可度高，品牌粘性强。
- **聚焦主航道，产品价格带持续提升，品牌势能提升**：2017年之前的5-10年，公司在建立起羽绒服赛道的品牌认知度之后，开始大幅扩张到男装，女装等多元化业务，结果并不理想。2017年之后公司重新聚焦主航道，做大做深羽绒服。通过门店升级，产品升级，营销升级，目标客群升级等将整体羽绒服的价格带从1000元左右提升到2000-2500元，也已经获得了消费者认可。2021年初2000元以上的产品的占比已经提升到40%，**未来公司的还将进一步加强终端折扣管控，提升产品价格带，从而带动整体毛利率的提升（FY21毛利率58.6%，其中波司登主品牌达到66.2%，实现高质量的发展。**
- **羽绒服作为季节性较强的产品，存货管理尤为重要，公司已经实现了全供应链数据化高效管理**：**1）零售端**：公司通过与阿里云合作，打造全域数据中台，加强了数据获取和分析能力后，才能实现线上线下一盘货，全国区域内及时调货，调整各经销商的库存，根据库存指导下一阶段订货。**2）上游生产端**：通过拉式补货，快速上新，小单快反实现更快的周转，经销商首批订货比例降低至不超过30%。**3）配送物流**：对每一笔订单全流程监控，可以做到订单当天出库，通过一体化的库存管理平台，对全国直营的9大仓和经销商的12小仓实现了统一调配。
- **未来的增长仍主要通过羽绒服实现，同时公司也积极在尝试非冬季的业务拓展**：2020年公司135亿元收入中，有100亿来自于主品牌波司登，YOY+19%，未来羽绒服仍为公司主要的收入贡献方。具体拆开来看，“价”的方面整体价格带仍将进一步提升，“量”的层面主要来自于店效的提升，店铺数基本维持稳定。对于非冬季的业务，公司一方面继续保持一定的OEM规模，另一方面也将延续在户外产品的优势，加大如防晒服，功能性训练服等夏季产品的布局。

门店升级



产品升级



产品升级前的波司登羽绒服



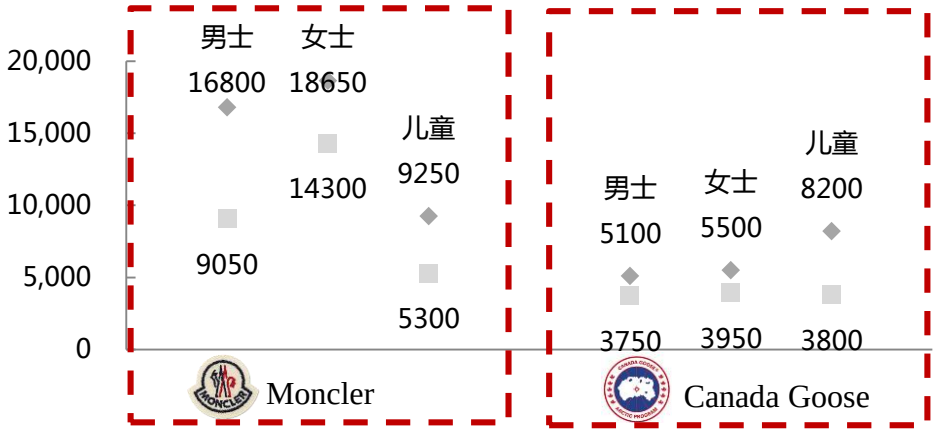
产品升级后的波司登羽绒服

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品价格带提升

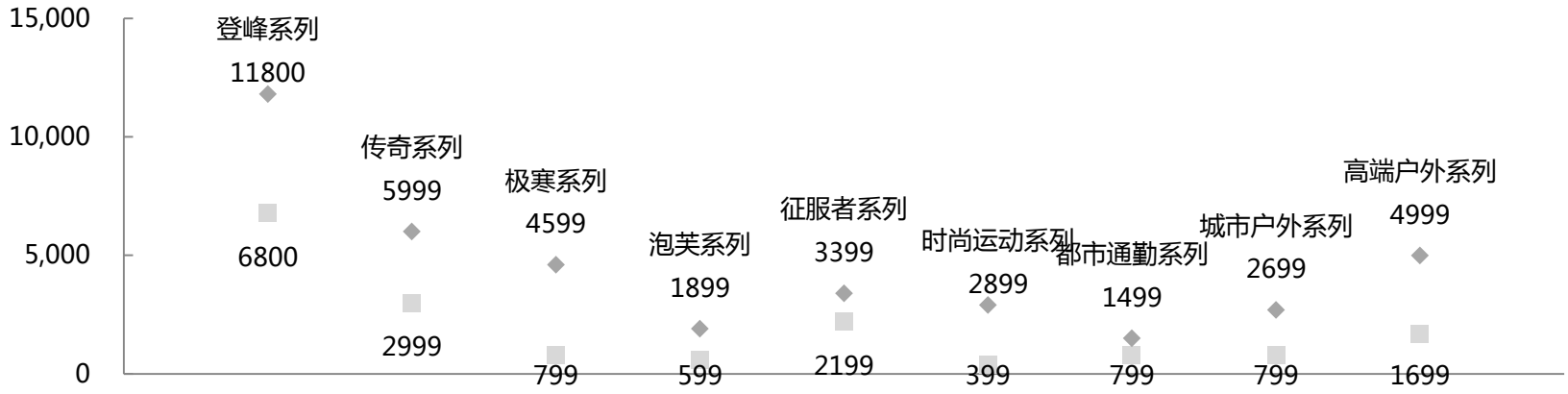
- **海外高端品牌进入国内市场，提升消费认知，也为波司登打开了提价空间**：2016、17年Moncler、Canada Goose等国际高端知名品牌（均价5000-8000元）在国内市场吸引众多消费者认购，提升了消费者对羽绒服价格的认知；而国产羽绒服价格长期维持在1000元以下，波司登品牌产品也以1000元以下为主。公司瞄准1000-5000元的中高端市场，2017年开启波司登品牌的中高端化升级进程，平均价格带逐渐向2000-2500元提升。

国际知名羽绒服品牌Moncler、加拿大鹅价格区间（元）



注：价格数据来自于各自的微信商城，Canada Goose 儿童服装以派克大衣为主；图中价格为2020 年 11 月 25 日数据

波司登品牌9大主题系列终端价格带（元）



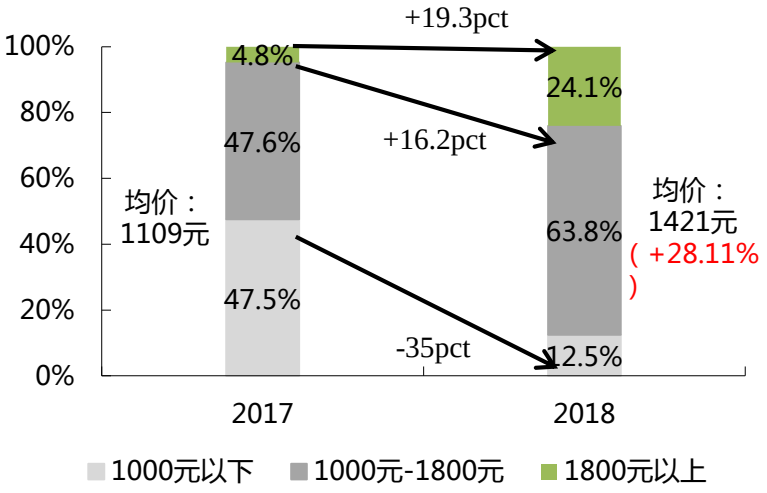
注：价格信息来自波司登官网微商城，各系列价格截至2020年11月25日。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

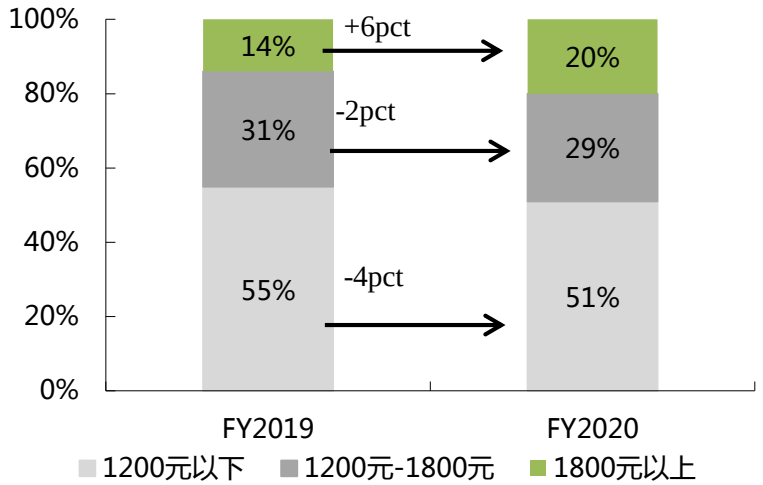
产品价格带提升

- **品牌成功升级，产品价格带提升**：
- 1）2018年提价28.11%，2017/18财年为重返主业战略转型元年，波司登品牌1000-1800元价位段产品占比提升16.2pct至63.8%，1800元以上产品占比增加19.3pct达24.1%，品牌结构朝中高端进阶。
- 2）FY2020中高价格段成交金额占比同比增长4pct，波司登品牌1800元以上价位段成交额占比由14%增至20%，同比+6pct，1200-1800元占比由31%略降至29%，中高端价位段占比净增4pct。

2018年波司登品牌平均提价约28.11%



FY2020波司登中高价格段成交金额占比提升4pct

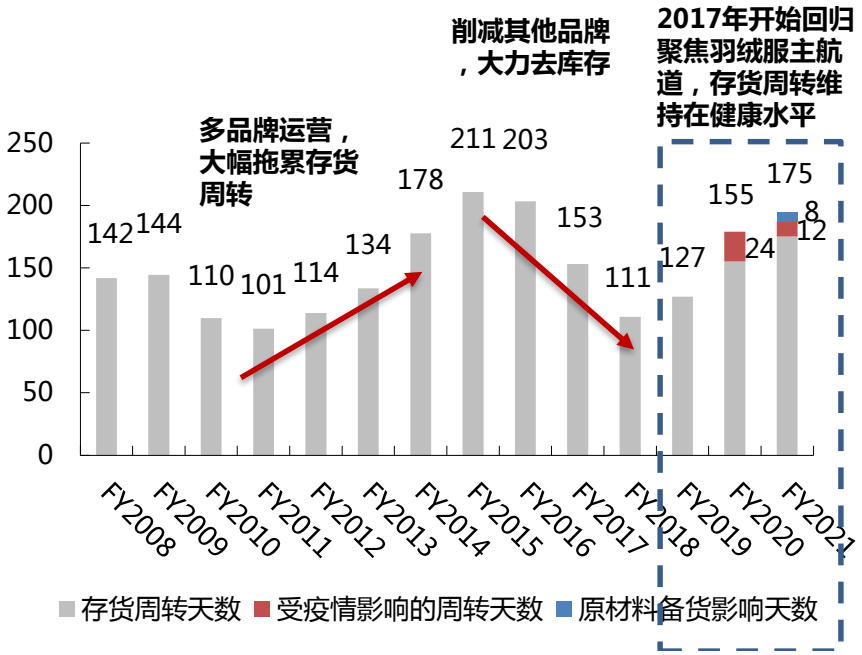


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

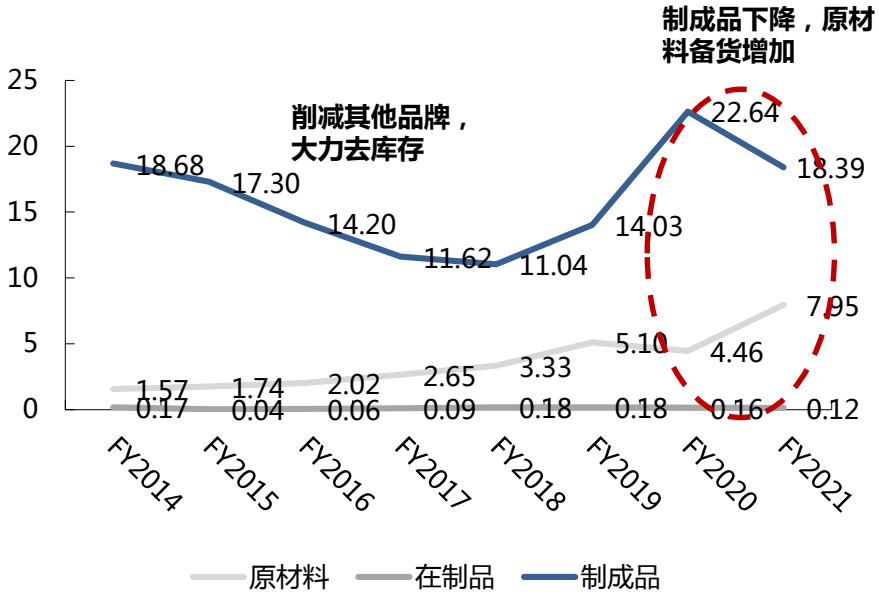
存货周转维持在健康水平，2021财年末产成品大幅减少

- **存货周转稳定在较为健康的水平**：波司登存货存货周转天数自FY2018降到111天，重新进入补库存周期，不考虑疫情和原材料补货的影响，2021财年存货周转天数为155天。
- **2021财年制成品大幅减少**：2021财年公司总存货26.5亿元，同比减少2.9%，其中制成品大幅减少18.8%至18.4亿元。

波司登存货周转天数（天）

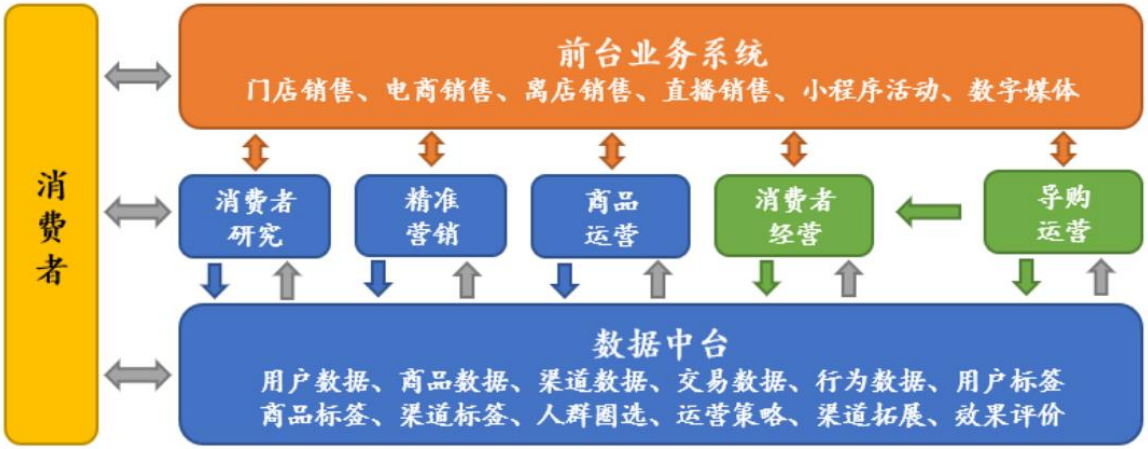


波司登期末存货结构（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数字化中台



物流配送-揽收，分拨，在途，签收等全过程监控



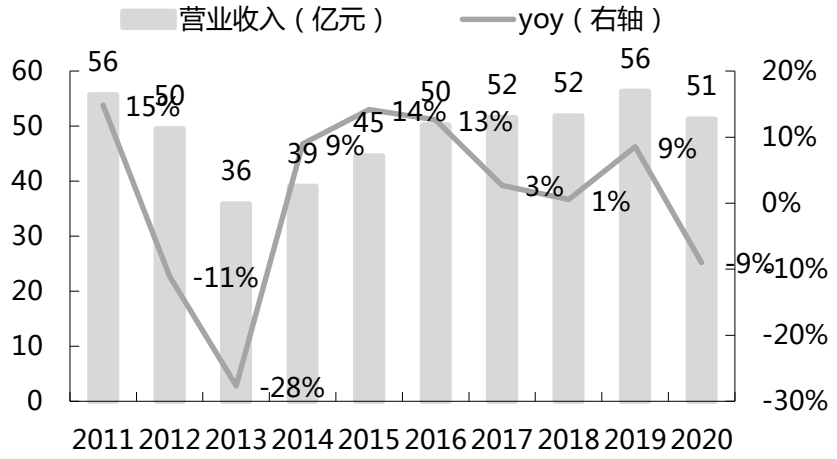
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.5 361度：知名运动品牌，积极拥抱新型营销和电商渠道

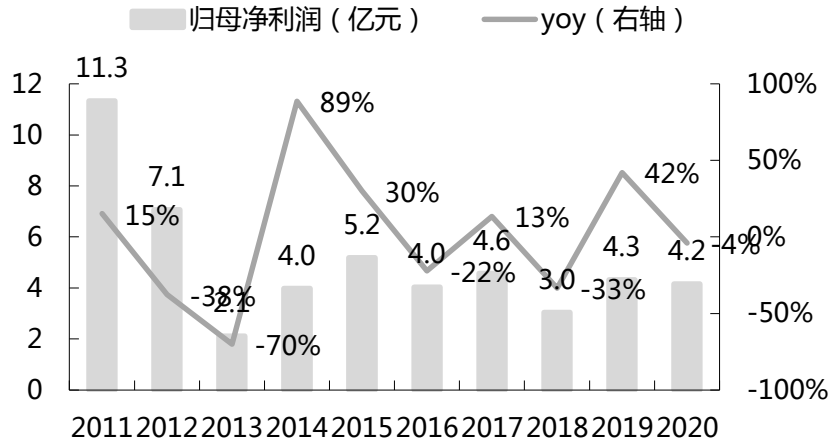
2.1.5 361度：知名运动品牌，积极拥抱新型营销和电商渠道

- **知名运动品牌，以跑鞋和篮球鞋为其拳头产品**：2003年成立，定位大众运动市场，线下门店数5165家。优势产品矩阵包括跑鞋和篮球鞋等。其中篮球鞋在2020年签约了NBA球星阿隆.戈登为新代言人。2020年实现收入51亿元，归母净利润4.2亿元。
- **端瞄准二次元，Z时代人群，深谙营销之道：1）IP+专业科技，提升产品核心竞争力**：公司在IP合作运营方面有丰富的经验，公司IP包括高达，小黄人，百事可乐，三体，梦可宝等数十种。**2）在赛事赞助方面**，公司是2022年杭州亚运会官方合作伙伴。围绕亚运会打造产品，不断提升品牌知名度。
- **拥抱电商渠道新变化，抓住行业发展新机遇**：公司抓住直播带货的发展机遇，瞄准二次元，Z时代人群，先后在天猫直播间，快手，抖音，B站等平台多次直播，2020年全年直播达到近2200场，品牌知名度进一步扩大。2020年公司电商专供产品销售收入达到8亿元，占总收入比重15.4%。
- **行业景气度提升带动销售高增**： 2021Q1公司主品牌流水实现高双位数的增长，童装实现20%-30%低段增长，公司自身在营销方面有较强的实力，具备一定的品牌知名度和IP话题性，未来销售有望持续享受国潮崛起红利。

2011-2020年公司收入及增速



2011-2020年公司利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

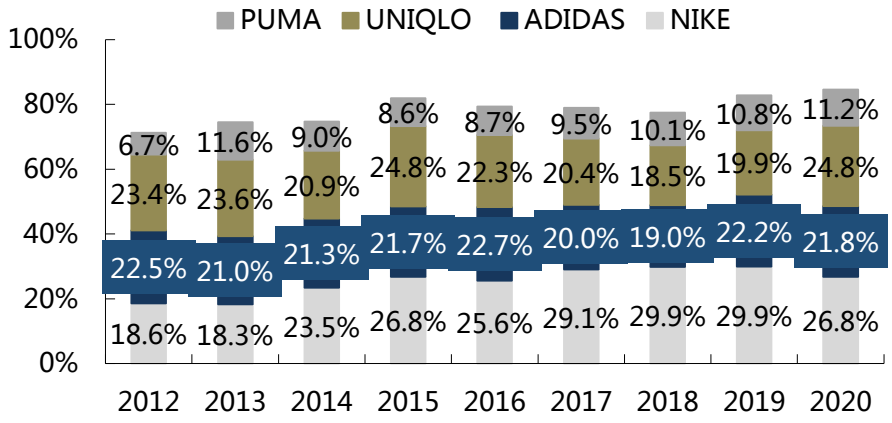
2.2、上游代工企业

2.2.1 申洲国际：一体化针织巨头，掌握核心稳定大客户资源

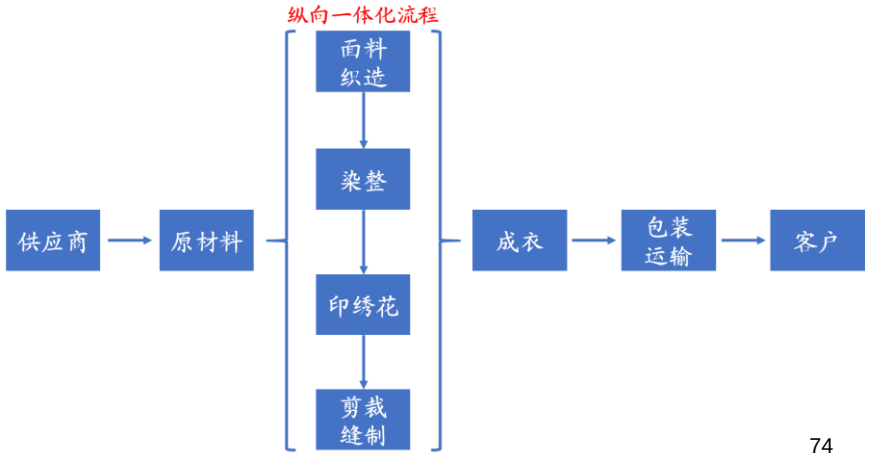
2.2.1 申洲国际：一体化针织巨头，掌握核心稳定大客户资源

- **一体化针织巨头，龙头优势明显，管理经营效率高**：国内最大的一体化针织巨头，管理运营能力极强，管理层执行效率高，在国内（宁波、安庆、衢州）及国外（越南胡志明市及西宁省、柬埔寨金边市）设有多个制衣工厂，共有约9万名员工。2020年收入达到230亿元。
- **掌握核心客户资源，长期订单有保障**：公司的核心客户包括耐克，阿迪达斯和优衣库等，**1）客户自身销售景气度高**：客户以运动品牌为主，所在赛道本身景气度比较高；**2）客户结构好**：每个客户10%-30%的占比，既在一定程度上能够最大化规模化生产，提高效率，同时又不至于对其中一个客户的依赖度更高。
- **一体化垂直化生产，获取产业链最大利润。1）缩短交付周期**：节省了将半成品从一个工序转移到另一个工序所花时间，将生产任务从之前的2个月降低到仅需45天即可，最短甚至15天完成交付。**2）节约成本**：纵向一体化将生产环节集中在同一厂区，能够有效提高物料的利用率，降低单位固定生产成本和运输成本。**3）高灵活性**：为客户提供全套的完整服务，若遇到调整订单数量、调整产品设计、产品未达标需返厂重加工的情况时，能够快速调整生产线，及时响应需求，随着下游端对服装快反的要求越来越高，纵向一体化生产更具优势。
- **盈利能力强，未来每年保持稳定的扩产能计划**：正因为公司管理层运营管理强，掌握了优质稳定的客户资源，自身有较为科学的生产流程和领先的自动化水平，此公司可以实现30%+的毛利率，1%不到的销售费用率和7%的管理费用率，净利率高达22%，有较强盈利能力。公司未来仍将保持稳定的产能扩展计划，带来稳定的业绩增长。

前四大客户收入占比



纵向一体化生产，提升效率，获取产业链环节最大利润



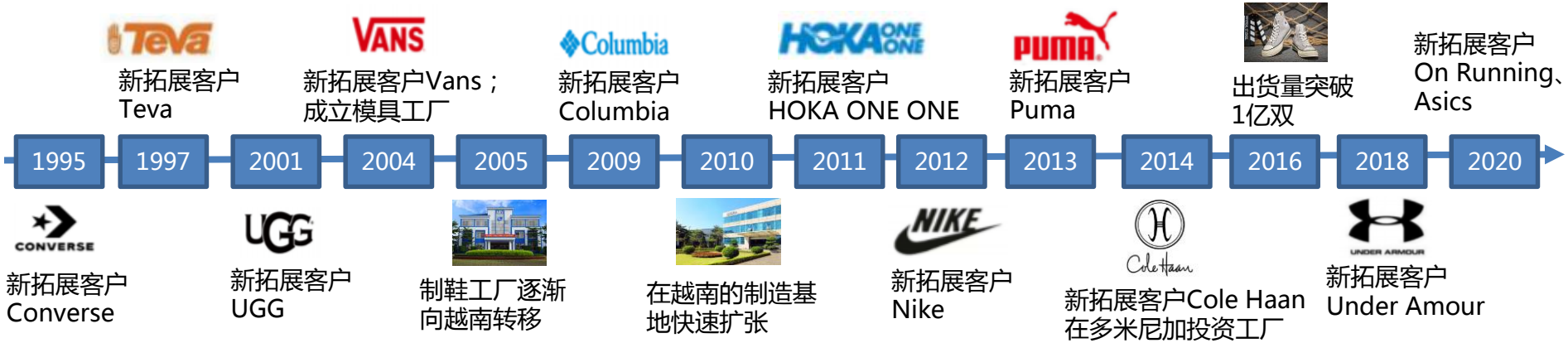
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.2 华利集团：优质的运动休闲鞋上游制造商，掌握核心优质客户资源

2.2.2 华利集团：优质的运动休闲鞋上游制造商，掌握核心优质客户资源

- **头部运动品牌的运动鞋专业制造商**：创始人家族来自中国台湾，属于在上个世纪70年代以来承接了日韩制鞋产业链向中国台湾转移的那一波企业中的一员。有丰富的行业经验，公司现有超过10万员工，在中国、越南和多米尼加等有21家工厂，2019年产能1.9亿双，年产量超过1.8亿双，2020年收入139亿元，扣非归母净利润18.8亿元。
- **掌握核心优质客户资源，Q1耐克、Deckers订单拉动明显**：公司在硫化鞋领域有较强的综合实力和规模优势，客户包括耐克，匡威，vans，彪马等。运动鞋服赛道下游旺盛的需求也将带动上游的生产，其中耐克和彪马属于公司2012-2013年左右新签的客户仍处于订单高速增长时期，2021年Q1耐克、Deckers订单拉动明显。
- **公司自身管理经营效率较高**：**1）毛利率**：公司的工厂主要在越南中北部（接近99%的产能来自于越南），人力成本较低，同时距离中国大陆更近，一定程度也能更近地享受中国成熟供应链的外溢（生产设备，物流等）。公司毛利率维持在25%的水平，在头部运动鞋代工企业排名第一。**2）管理效率**：2020公司销售费用率1.2%，管理费用率4.2%，均处于同比公司中较低的水平，反应的也是公司较强的经营效率和费用管控能力。
- **下游订单处于供不应求的状态，公司产能将稳定扩充保证业绩增长**：优质的运动品牌上游代工均处于满产状态，新建工厂扩产能也并非一蹴而就的事情，但华利在越南的新建工厂已经有比较确定性的计划（截至Q1末已有3个工厂投产）。根据2021年4月的IPO计划，公司计划投资超过18亿元于新建工厂，建设期为2-3年，预计可实现2.5亿双产能。

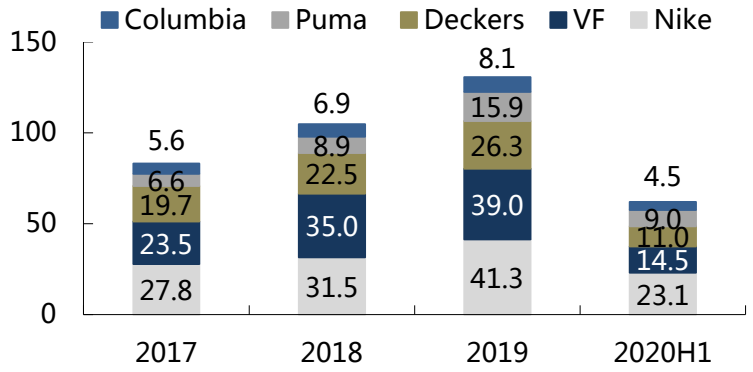
公司历史重要发展大事件



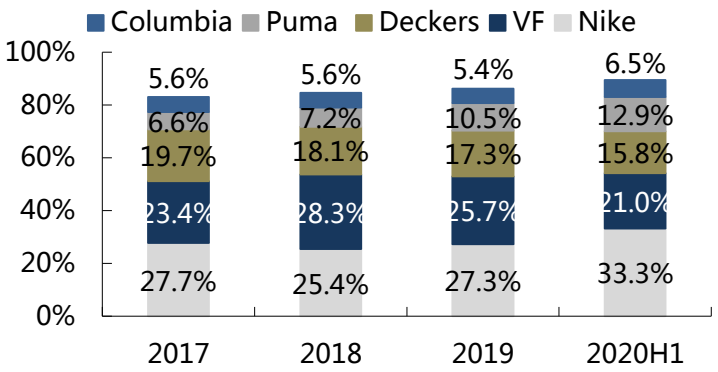
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.2 华利集团：优质的运动休闲鞋上游制造商，掌握核心优质客户资源

公司前五大客户订单收入情况（亿元）



公司前五大客户收入占比



公司扩产能预期安排

序号	项目名称	募集资金投入金额（亿元）	募集资金投入金额占比	建设期	新增年产量（万双）
一	**越南鞋履生产基地扩产建设项目**	**4.07**	**10.60%**	**3年**	**1118**
1	越南宏福	1.1	2.90%		360
2	越南上杰	0.5	1.30%		180
3	越南立川	0.91	2.40%		320
4	越南弘欣	1	2.60%		98
5	越南永弘	0.53	1.50%		160
二	**缅甸世川**	**5.72**	**13.90%**	**3年**	**1200**
三	**中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目**	**8.65**	**22.50%**	**2年**	**3500**
	合计	**18.44**	**47%**		**5818**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3、休闲时尚品牌

- **太平鸟：1）品牌持续年轻化，时尚化：**通过邀请年轻设计师，打造IP联名款等吸引更多年轻客群，通过抖音，小红书的新型渠道，邀请头部和腰部KOL发声种草，引爆话题。**2）加强供应链反馈速度，吸引更多消费需求：** 2020年启动数字化转型，提升消费者需求洞察能力，提高设计和营销的精准度；同时构建供应链运营效率提升平台，提升供应链生态圈的智能决策水平和快速供应速度。**3）抖音渠道布局领先**：公司较早布局抖音直播电商渠道，2021年Q2平均月流水约1亿元，稳居女装榜单前三。
- **比音勒芬**：**1）定位中高端休闲运动服饰**，以高尔夫球运动为抓手，目标客户为30-45岁有较高消费能力的职业精英。**客户的忠诚度较高，具备较高品牌粘性。2）维护品牌定位和高端形象，注重高端客户社群运营**：对于高净值会员的维护，公司会有专门导购与其保持微信沟通，并定期举办相关活动，增加用户粘性。3）**复苏强劲**：公司预计2021H1盈利2.3亿元至2.5亿元，同比增长45%-55%，较2019H1同比CAGR为16%-20%。
- **森马服饰：童装龙头**，童装业务贡献2/3收入，未来还将持续保持行业领先地位。
- **海澜之家：1）主品牌海澜之家多年稳居男装销售额市占率第一，规模大，市场认知度高：**2020年主品牌海澜之家收入138亿元，占公司总收入77%，并以5%的市占率连续第七年居国内男装市场第一。**2）期待疫情后经营改善，逐渐恢复**：2021年一季度公司实现收入55亿元，同比增长43%，归母净利润8.4亿元，同比增长185%，业绩逐步回暖。
- **报喜鸟**：**1）主品牌报喜鸟品牌年轻化时尚化迭代**，轻正装拓展细分市场。2）**HAZZYS快速成长，收入规模达十元亿量级：**HAZZYS在中高端英伦休闲风格细分市场处于领先地位。2017-2020年收入CAGR高达23.5%，2020年收入12.3亿元占比33.4%，未来仍将保持高速成长，成为公司增长的主要助推力。
- **锦泓集团：1）休闲时尚品牌Teenie Weenie（小熊）有较高的市场认知度和独特性，是收入增长的主要驱动力**：小熊受益过往韩潮盛行，凭借标志性卡通IP、经典复古学院风格，已在年轻消费者群体心中广泛树立起高档独特的品牌形象。未来公司还将进行小熊业务的深度IP开发。**2）抖音渠道表现出色**：公司抖音直播电商渠道表现亮眼，2021年Q2平均月流水约1亿元，同样女装榜单前三。
- **九牧王**：1）**专注男裤细分市场，有较高的行业认知度**；**2）期待疫情后男装整体复苏：**2021Q1收入8.1亿元，同比增速40%，较2019Q1增1.2%；归母净利润9897万元，同比增速57%。
- **乔治白：1）业绩长期、持续、稳定增长的职业装领军企业。**公司主品牌乔治覆盖职业装定制、高级定制、校服定制业务，2015年以来营收CAGR超10%，归母净利润CAGR接近19%。2）**职业装集采趋势下，头部品牌受益市场规范化需求持续提升。3）公司持续开拓优质客户资源，中标茅台厂服超1亿元项目彰显领军实力。**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.1 太平鸟：品牌年轻化升级，改革红利释放期，抖音等新电商渠道表现亮眼

- **多品牌运营矩阵：**公司是多品牌运营的时尚服饰集团，旗下子品牌包括太平鸟女装，太平鸟男装，乐町女装，Mini Peace童装和Material Girl女装等。2020年太平鸟女装占比最大超过40%，男装占比达到31%。
- **品牌持续年轻化，时尚化**：公司创立至今已有27年，早期主要聚焦在商务正装，2017年上市以来开始进行品牌整体年轻化，时尚化的改革，产品方面通过邀请一些年轻的设计师，打造IP联名款等吸引更多年轻的客群；营销方面也积极通过抖音，小红书的新型渠道，邀请头部和腰部KOL发声种草，引爆话题。
- **改革红利释放期，盈利能力不断提升**：2020年公司收入94亿元，yoy+18.4%，归母净利润7.1亿元，yoy+29.2%，**1）渠道方面**：线下关闭低效直营门店，加强经销商指导，帮助经销商提升盈利水平，线上保持传统电商平台快速增长的同时，公司也在积极布局抖音等社交电商新渠道，培育线上规模高速增长第二曲线。2020年线上收入28亿元，占比达到30%。**2）数字化转型**：2020年启动数字化转型，提升消费者需求洞察能力，提高设计和营销的精准度；同时构建供应链运营效率提升平台，提升供应链生态圈的智能决策水平和快速供应速度，公司女装快反比例在40%-50%，夏装追单一般1-2周就可上架，冬装一般2-3周上架。

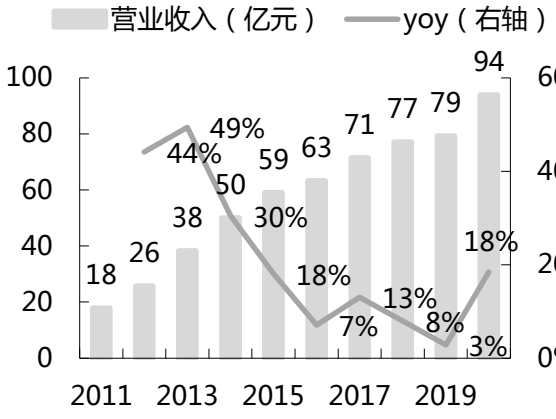
公司品牌矩阵

	品牌名称	品牌logo	品牌风格	创立时间	目标客群
核心品牌	PEACEBIRD WOMEN	PEACEBIRD WOMEN	时尚女装	2001	时髦率真、年轻态度的25-30 岁都市女性
	PEACEBIRD MEN	PEACEBIRD MEN	时尚男装	1996	时髦自信、坚持自我的25-30 岁潮流男性
	LEDIN 乐町	LEDiN	少女品牌	2008	甜美、摩登、元气的18-25 岁时髦少女
	Mini Peace	Mini Peace	童装品牌	2011	时尚潮流个性的3-11岁儿童,1-3岁宝宝
	Material Girl	MATERIAL GIRL	街头潮流品牌	2013	20-28岁美式潮流女生
	PEACEBIRD LIVIN'	PEACEBIRD LIVIN'	泛北欧生活美学品牌	2018	追求生活品位的“泛 90 后”年轻人群
其他品牌	PETiT AVriL 贝甜童装	Petit贝 Avril甜	童装品牌	2018	偏爱轻运动、趣时尚的1-11 岁婴儿儿童
	COPPOLELLA	COPPOLELLA	米兰街头滑板潮牌	2016	热爱滑板文化等潮流文化的青年

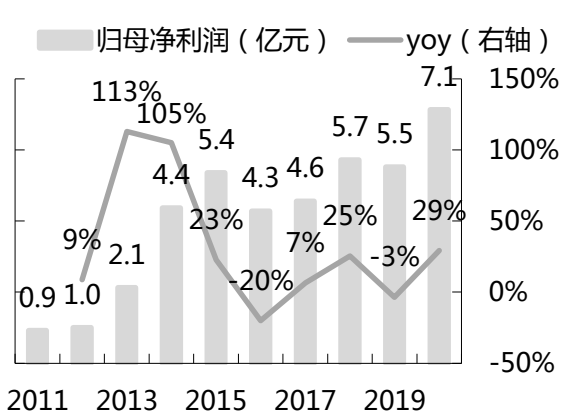
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.1 太平鸟：品牌年轻化升级，改革红利释放期，抖音等新电商渠道表现亮眼

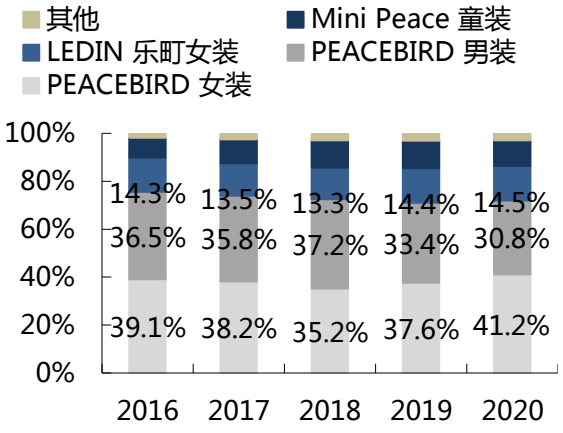
2011-2020年公司收入及增速



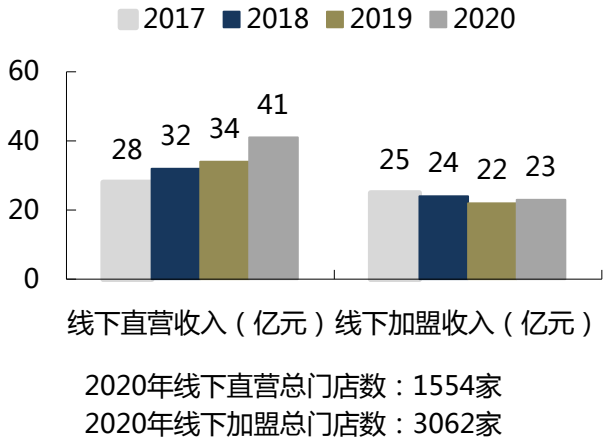
2011-2020年公司利润及增速



公司主要板块收入占比

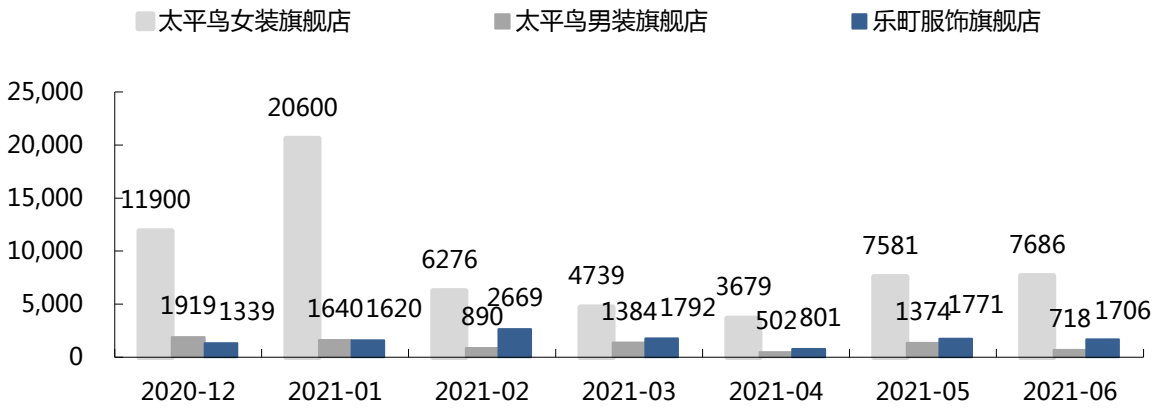


线下直营收入大幅提升



2020年线下直营总门店数：1554家
2020年线下加盟总门店数：3062家

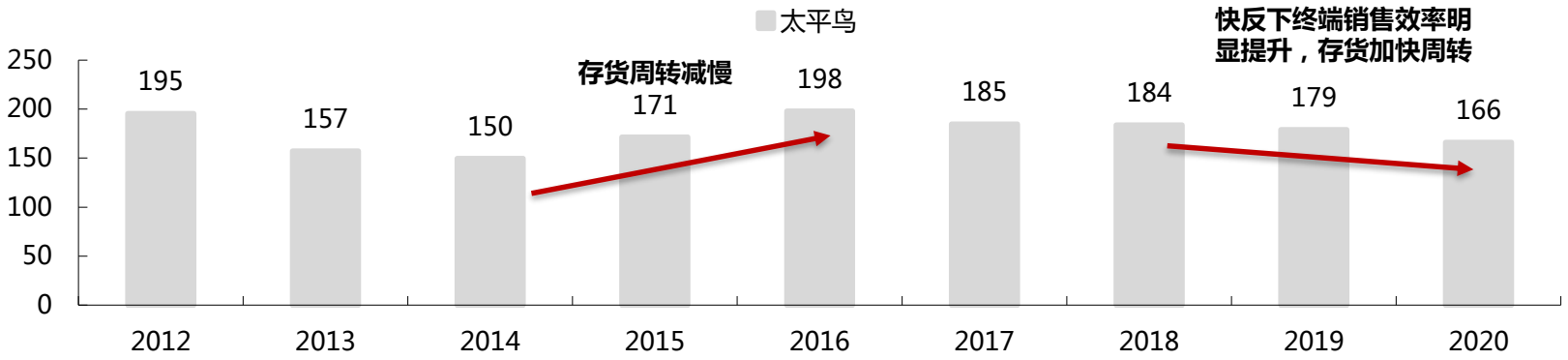
官方店铺居抖音女装店铺月销排行前列



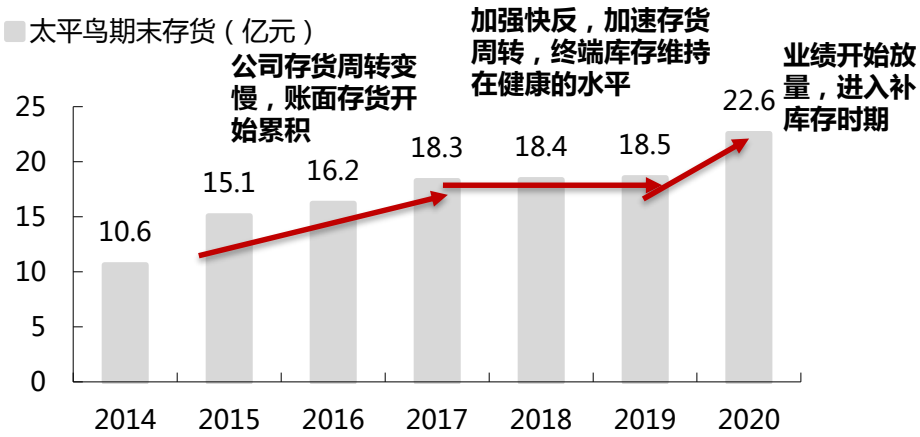
数据来源：公司公告，壁虎看看，东吴证券研究所
注：抖音女装店铺月销售额排名为壁虎看看平台统计结果，已剔除榜单中非服装行业店铺

2.3.1 太平鸟：品牌年轻化升级，改革红利释放期，抖音等新电商渠道表现亮眼

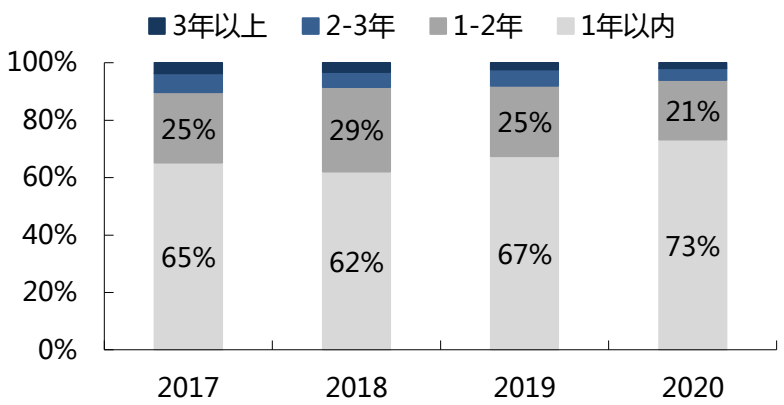
太平鸟公司存货周转天数（天）



太平鸟期末存货（亿元）



太平鸟存货库龄



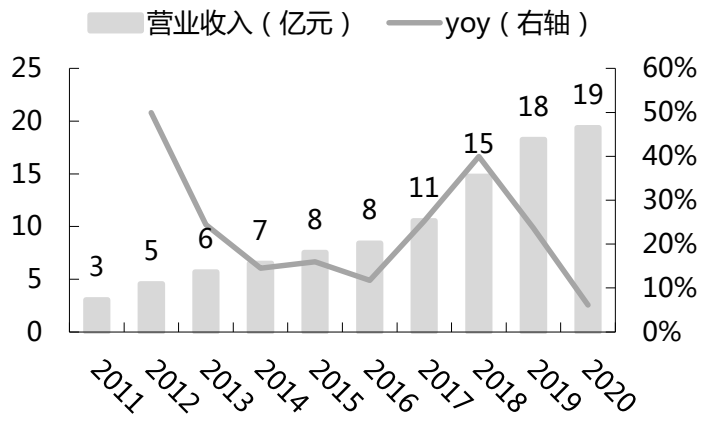
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.2 比音勒芬：以高尔夫球运动为抓手占领中高端休闲运动服饰高地

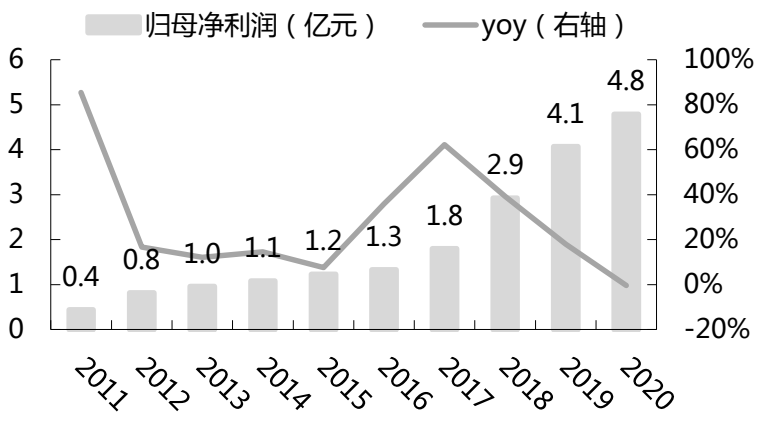
- **休闲运动品牌**：公司主要专注于中高端休闲运动服饰，以高尔夫球运动为抓手，目标客户为30-45岁有较高消费能力的职业精英。公司旗下除了主品牌比音勒芬外，还有新品牌威尼斯狂欢节。新品牌威尼斯狂欢节在维持品牌调性的基础上，聚焦度假旅游服饰市场，拓宽公司旗下产品的价格带，将主品牌覆盖的人群泛化，打造第二增长曲线。此外，威尼斯狂欢节本身具有一定的文化内涵，有利于品牌出圈。
- **盈利能力强**：公司定位中高端休闲服饰，终端折扣水平基本在9折左右，整体毛利率接近70%，净利率接近25%。
- **复苏强劲**：公司2021H1收入10.2亿元，同比+33%，归母净利润2.5亿元，同比+52%。

品牌	品牌标识	品牌定位	目标客群	创立时间	价格带（元）
比音勒芬	Biem Ifolkk 比音勒芬	定位高端，休闲与运动特性兼容的高尔夫休闲服饰品牌	中产及以上收入人群，崇尚健康、阳光、舒适的生活方式	2003	**1500-8000**
威尼斯狂欢节（2013年收购）	CARNAVAL DE VENISE SINCE 1953	家庭装、亲子装、情侣装为主的多场景度假旅游服饰	追求高品质旅行生活的中产消费人群	1953	**300-2000**

2011-2020年公司收入及增速



2011-2020年公司利润及增速



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

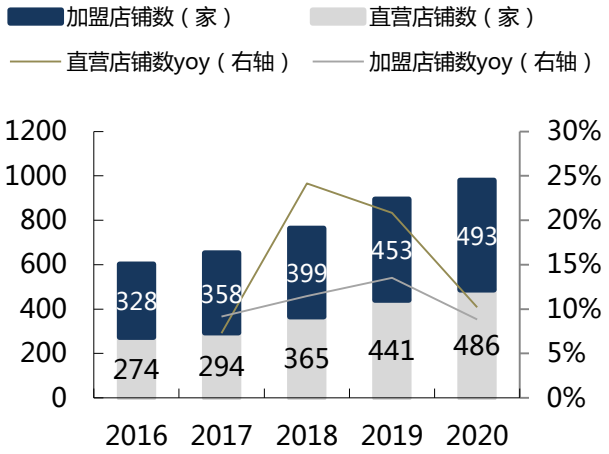
2.3.2 比音勒芬：以高尔夫球运动为抓手占领中高端休闲运动服饰高地

- **维护品牌定位和高端形象，注重高端客户社群运营**：公司虽然定位高尔夫球运动，但消费者本质追逐的仍然是中高端精英服饰，彰显身份才是大部分目标消费者的诉求。而公司的营销层面也有意注重品牌明星的代言。2018年，比音勒芬正式签约影视巨星杨烁作为品牌代言，并且与《新旅行》、《悦游》等杂志合作，全面开启品牌“星时代”。对于高净值会员的维护，公司会有专门导购与其保持微信沟通，并定期举办相关活动，增加用户粘性。
- **面料高要求：**与全球顶尖面料供应商合作，包括美国POLARTEC LLC公司（美国军方面料供应商）、美国戈尔公司（面料在宇航、军事、医疗等方面被广泛运用）、日本ITOCHU（国际一线奢侈品牌的面料供应商）、意大利CANCLINI（衬衣面料闻名于世）等。
- **特色化线下渠道布局，入驻天猫加码线上渠道**：线下门店迅速扩张，2020年末共979家终端门店，yoy+85家，其中直营486家，加盟店493家。在一、二线城市，公司以设立直营店为主，其他城市以设立加盟店为主。公司的线下渠道布局主要集中在核心商圈、高端购物中心、机场和高尔夫球俱乐部等。同时，公司积极加码线上渠道。2019年，主品牌比音勒芬、新品牌威尼斯狂欢节相继进驻天猫旗舰店。此外，公司线上销售渠道还包括唯品会、京东、微信小程序会员商城。

与《新旅行》杂志、杨烁等合作



2016年以来年分类型店铺数及增速

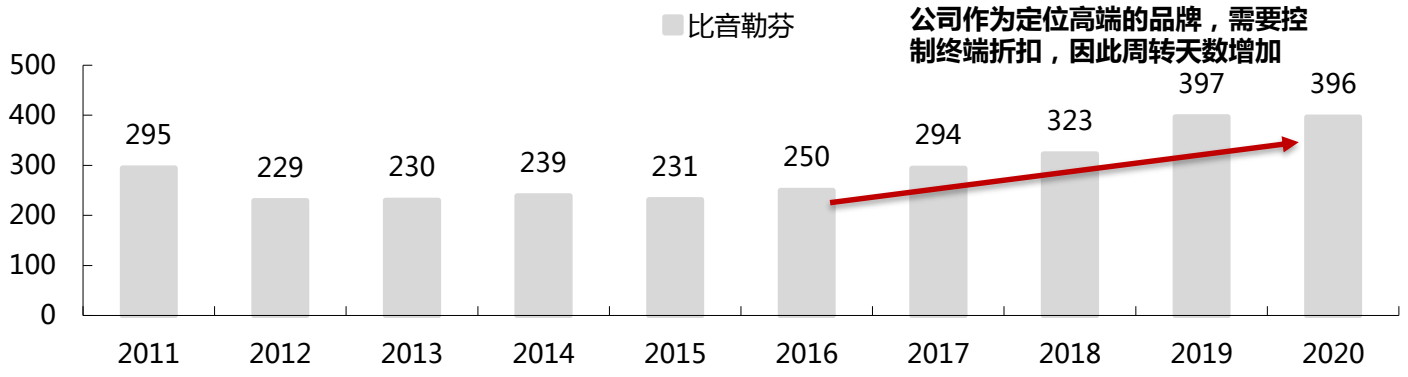


比音勒芬渠道布局

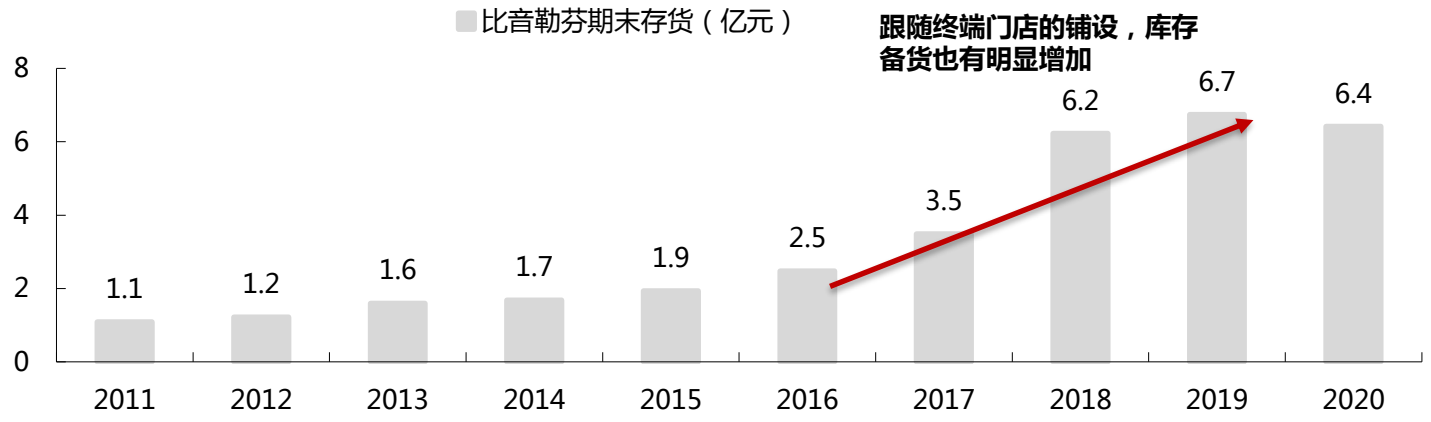


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所
注：比音勒芬2016、2017年直营与加盟门店数由披露的直营与加盟门店数比例及门店总数计算得到

比音勒芬公司存货周转天数（天）



比音勒芬期末存货（亿元）



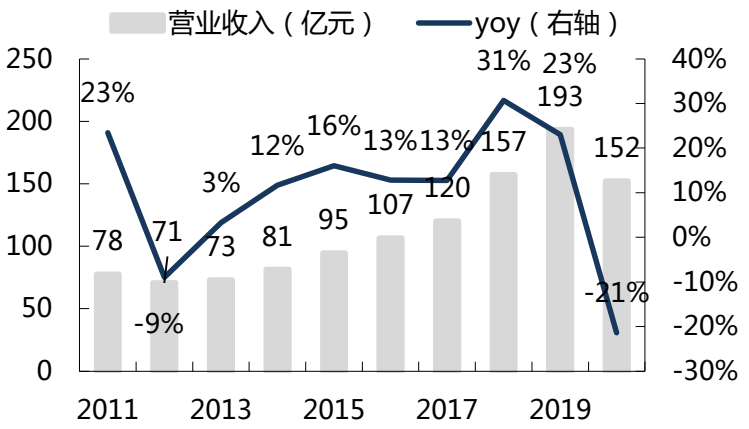
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.3 森马服饰：童装龙头持续成长定位升级，线上渠道持续加码规模可观

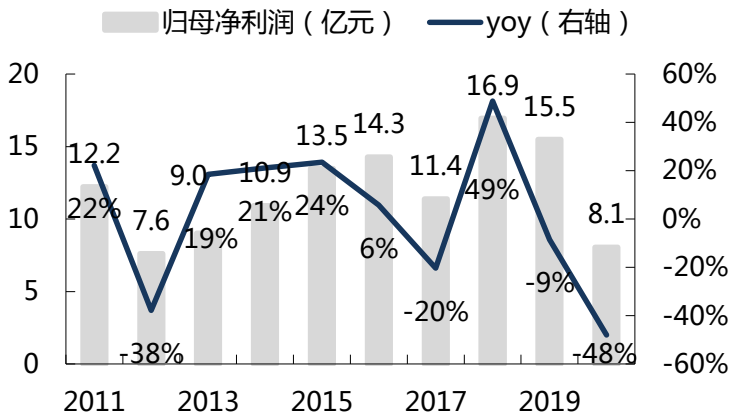
- **打造休闲服饰、儿童服饰两大品牌集群的服装巨头。**森马服饰创建于2002年，旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群，涵盖自有品牌、合作品牌、被授权品牌共十余个。
- **生产端全部外包，销售端加盟为主。**共8725家线下门店，其中直营681家，加盟7693家，联营351家。
- **疫情过后整体业绩逐步复苏。**2020年实现收入152亿元，yoy-21%，归母净利润8.1亿元，yoy-48%。2021Q1公司实现收入33亿元，yoyo+21%，归母净利润3.5亿元，yoy+1917%，较2019Q1亦有1.7%的增长。

品牌名称	品牌标识	产品类型	特点	目标客群	价格带	主要销售区域	城市级别
森马Semir	SEM/R	服饰	大众休闲	95后新青年	100-800元	广东、江苏、浙江	1-4线
巴拉巴拉 balabala	balabala	儿童产品	时尚、全品类、高品质	0-14岁儿童	100-500元	国内外均有布局	1-4线

2011-2020年公司收入及增速



2011-2020年公司利润及增速

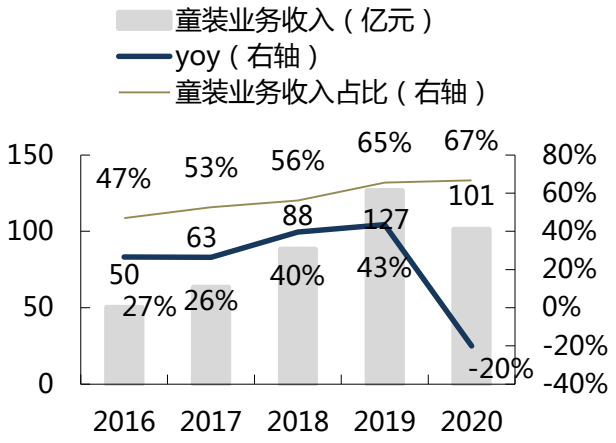


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

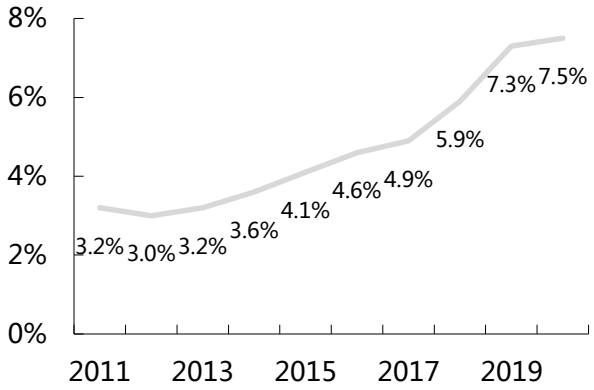
2.3.3 森马服饰：童装龙头持续成长定位升级，线上渠道持续加码规模可观

- **童装业务高速成长贡献三分之二收入，行业龙头巴拉巴拉定位升级打开成长空间。**童装业务收入规模突破百亿元；童装业务毛利率高于休闲服饰业务5-10pct，成为提升公司毛利率水平的主要动力。根据欧睿数据，2012年以来童装品牌巴拉巴拉在中国童装市场销售额占有率保持第一且稳步提升；2020年，其定位升级为“儿童时尚生活方式品牌”，品类上推出洗护、日常用品，渠道上推出全新生活方式店铺模型。
- **完善全渠道零售布局，拓展新零售业务。**公司已形成包括专卖店、商超百货、购物中心、奥特莱斯、电商、小程序等在内的全渠道零售体系。推广重心转移到线上和社交平台，同时布局自播与达人直播双赛道，建立品牌直播室，扩大自播比例；包括加盟店在内零售店铺实施24小时在线，以门店为中心、以个人为支点，开展小程序新零售业务。
- **线上渠道布局持续发力，电商收入占比超30%。**2020年，全年电商营业收入58亿元，同比增长8.89%，叠加疫情对线下业务冲击，线上收入占比高达38%。森马品牌人群资产总量和会员总量位于行业领先；巴拉巴拉售罄率、库存周转率等核心指标不断提升；电商品牌Minibalabala增长迅速，亲子装蝉联天猫行业细分类目第一。

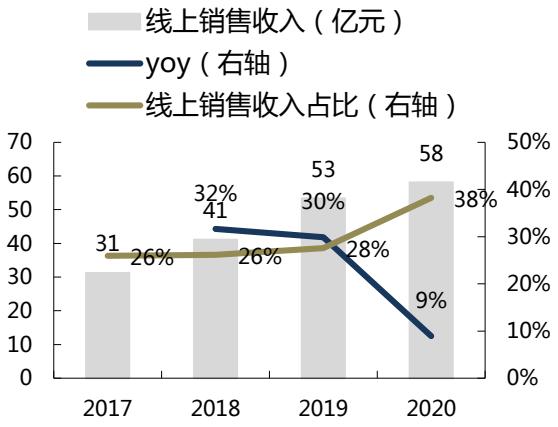
森马服饰童装业务收入、增速及占比



巴拉巴拉中国童装市场占有率

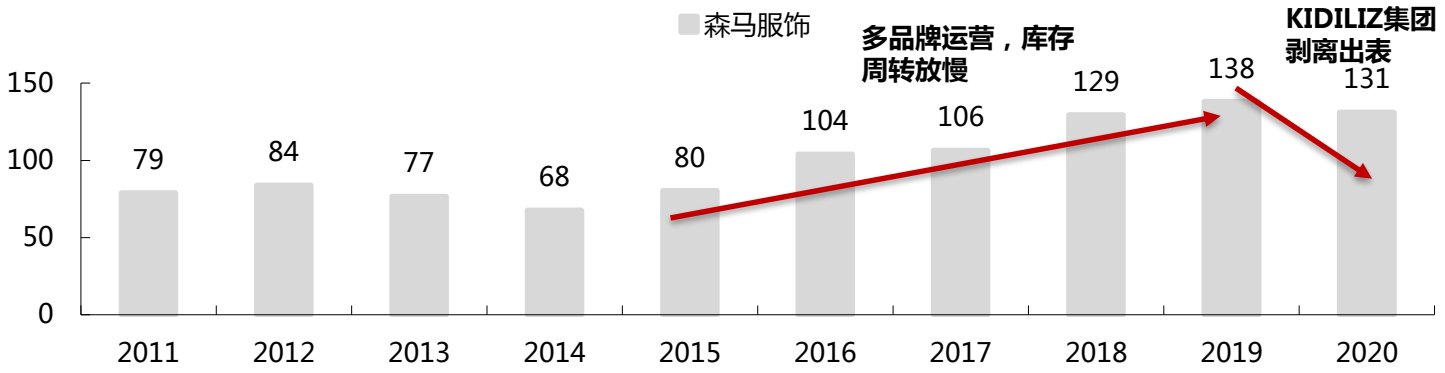


2017年以来线上收入、增速及占比

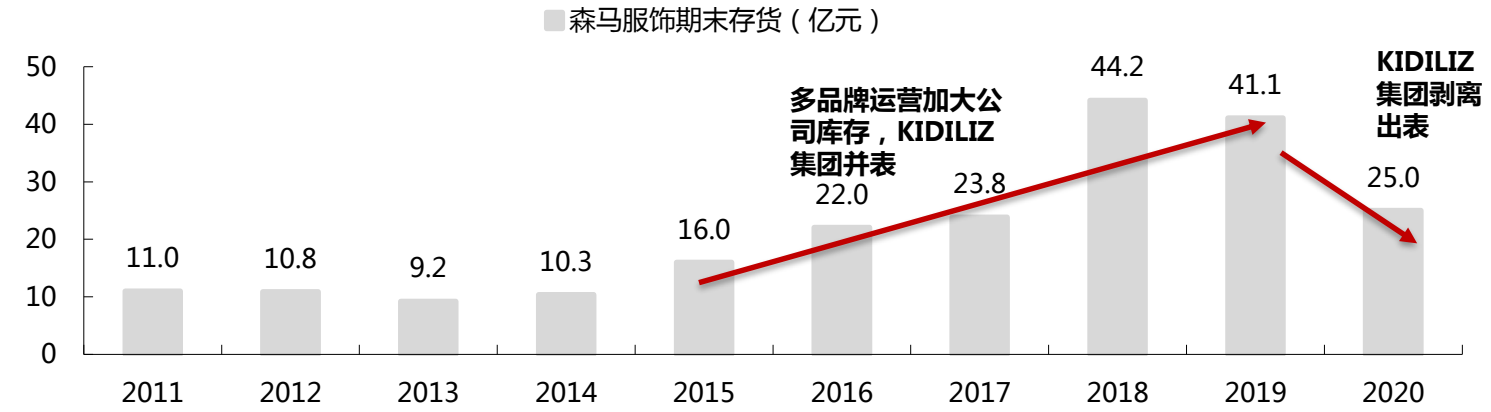


数据来源：公司公告，欧睿，东吴证券研究所

森马服饰公司存货周转天数（天）



森马服饰期末存货（亿元）

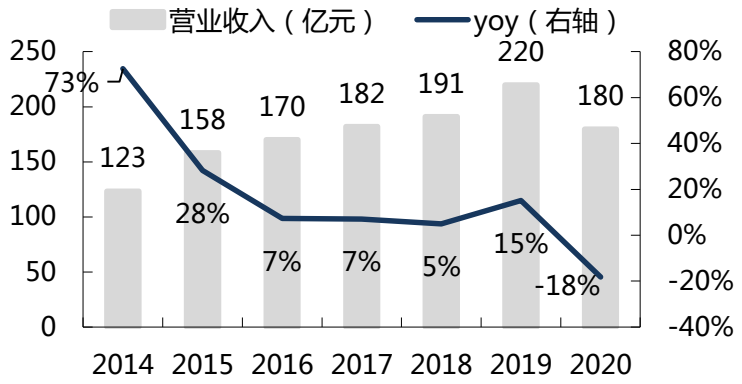


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.4 海澜之家：多品牌快速成长的男装龙头，线上业务增长空间广阔

- **主品牌海澜之家多年稳居男装销售额市占率第一，行业认知度较高，新品牌覆盖多元需求实现快速成长。**2020年主品牌海澜之家收入138亿元，占公司总收入77%。根据欧睿统计，海澜之家品牌以5%的销售额市占率连续第七年居国内男装市场第一。公司迅速开拓新品牌，完整覆盖男装、女装、童装、职业装、生活家居等细分领域，2017-2020年新品牌（OVV、黑鲸、海澜优选、男生女生、英氏）总收入CAGR高达75%，2020年收入规模16亿元，占比9%。
- **期待疫情后恢复**：受新冠疫情影响，2020年公司实现收入180亿元，同比下滑18%，归母净利润17.9亿元，同比下滑44%。2021年一季度公司实现收入55亿元，同比增长43%，归母净利润8.4亿元，同比增长185%，业绩逐步回暖。

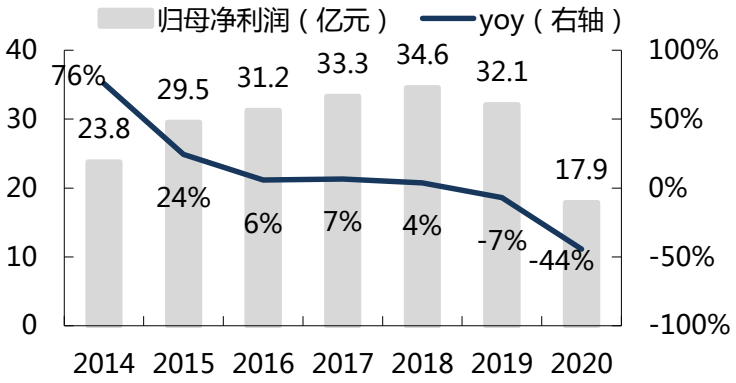
2011-2020年公司营业收入及增速



海澜之家旗下品牌矩阵



2011-2020年公司利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

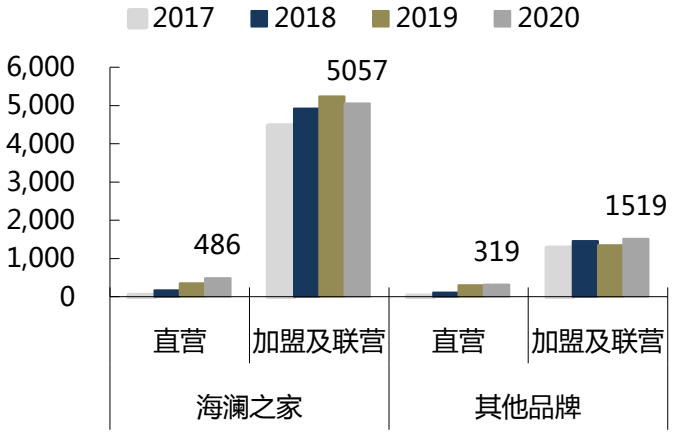
2.3.4 海澜之家：多品牌快速成长的男装龙头，线上业务增长空间广阔

- **明星代言+品牌植入组合打法提升品牌力。**主品牌海澜之家2020年10月新增品牌代言人周杰伦，强化90后为主的年轻群体对品牌的认同感。2020年7月，OVV作为独家服装赞助商随热播剧《三十而已》爆红，Q4主营业务收入yoy+90%。
- **线下门店类直营模式扩张，线上业务实现增长仍有广阔空间。线下**门店共7381家，yoy+127家。在线下加盟模式中，加盟商只拥有店铺的所有权，负责店铺的固定支出，而店铺的经营权则归海澜之家所有，此模式能够有效保证门店统一运营标准，加强终端管控。**线上**培育达人带货+品牌自播”模式并拥抱新零售，2020年，线上业务收入达20亿元，yoy+55%；主品牌线上全渠道会员2498万人，yoy+922万人；尽管线上收入占比大幅提升至11.8%，参考同业太平鸟30%、森马服饰38%的水平仍有广阔增长空间。
- **赊购为主转移经营风险提升产品力。**主品牌海澜之家的采购模式以可退货为主，截至2020年底服装连锁品牌全部存货中可退货商品占比高达61%。这种轻资产的运营模式能够有效转移公司存货积压的风险。

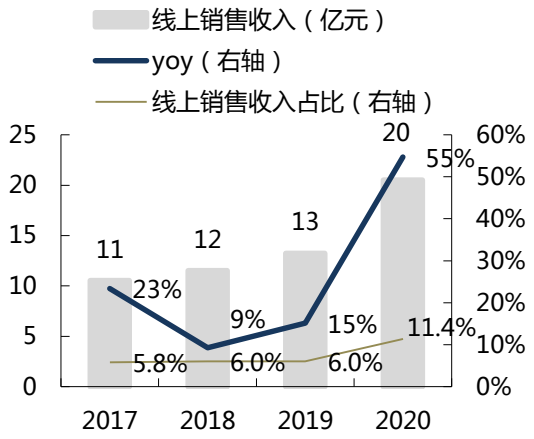
OVV独家赞助热播剧《三十而已》



海澜之家各类门店数（个）

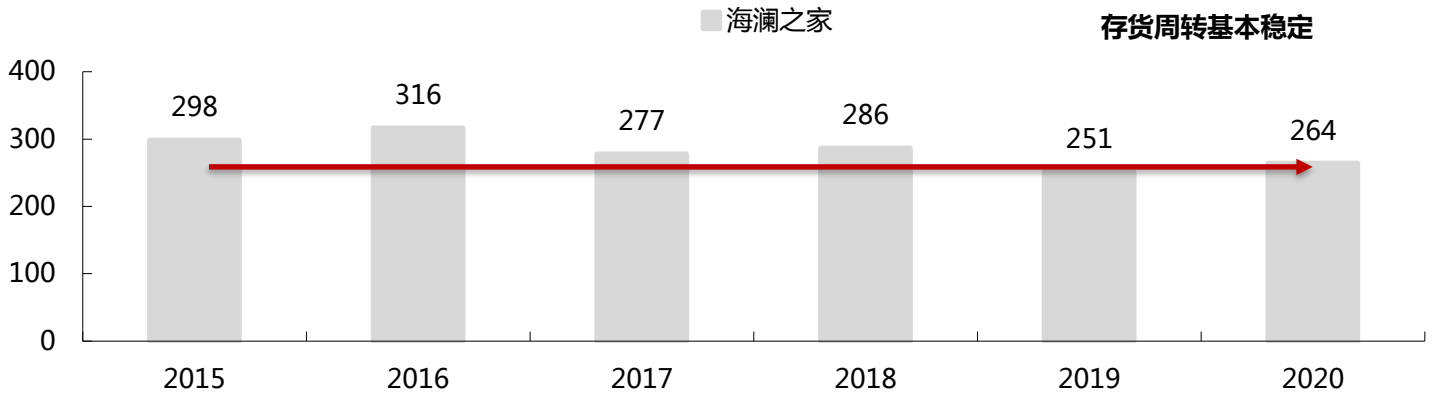


公司线上收入、增速及占比

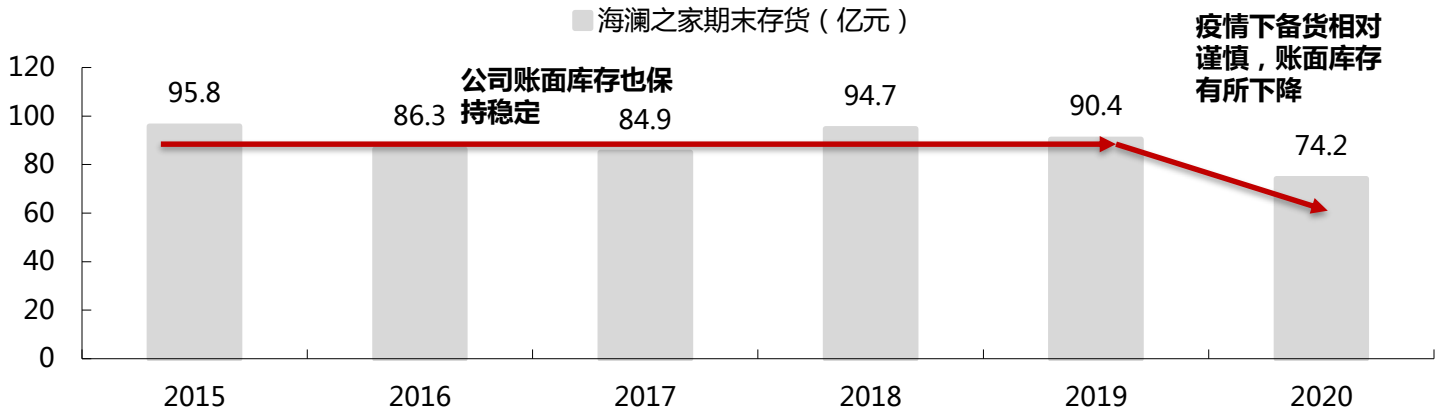


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

海澜之家公司存货周转天数（天）



海澜之家期末存货（亿元）



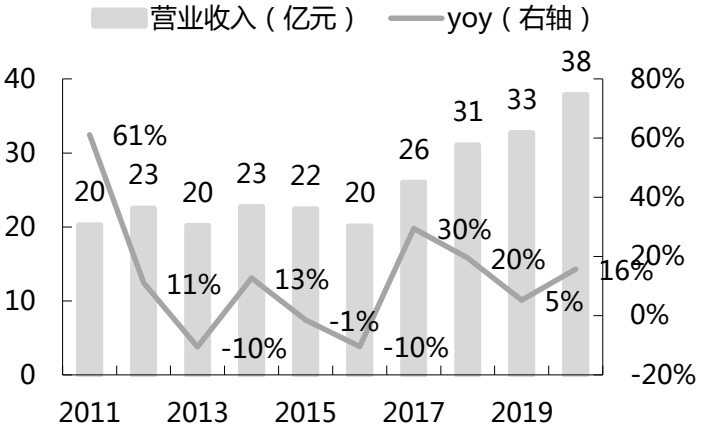
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.5 报喜鸟：主品牌推进年轻化迭代升级，HAZZYS快速成长为十亿元品牌

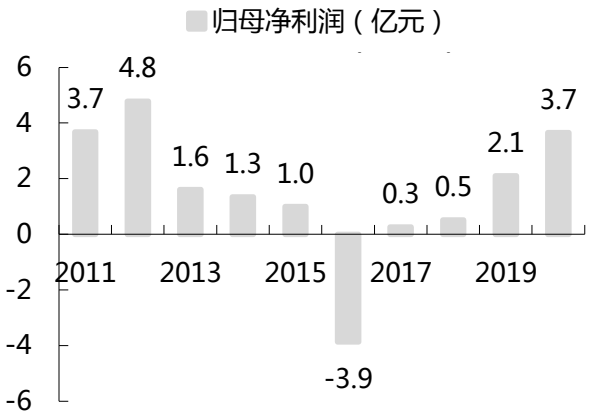
- **休闲服饰品牌**：公司早期中高端商务男装，包括西装，衬衫等为主，后通过收购，代理等不断扩充品牌矩阵，公司旗下品牌包括报喜鸟，HAZZYS（哈吉斯），Camicissima（恺米切），lafuma（乐飞叶）等，公司2020年实现收入38亿元，归母净利润3.7亿元，其中报喜鸟，HAZZYS和宝鸟等收入占比分别为34%/33%/21%。其中宝鸟为包括职业服装批发团购业务。

品牌	品牌标识	品牌风格	目标消费人群	价格带（元）	发展阶段
报喜鸟	报喜鸟 SAINT ANGELO	中高档商务男装品牌	30-50岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士	西服3-5千/套	成熟（增速5%-10%）
HAZZYS 哈吉斯	HAZZYS 哈吉斯	中高档英伦风格男装、女装品牌	20-40岁时尚、品味的新锐人士	800-7000/件	成长（增速20%+）
Camicissima 恺米切	Camicissima MILANO 恺米切	极具性价比的意大利专业衬衫品牌	22-45岁的中产阶层、商务人士	1199-1599/件	成长（增速15%-20%）
lafuma 乐飞叶	Lafuma lafuma	高档户外休闲品牌	30-50岁户外休闲爱好者	外套：999-5299元/件 内搭：499-1199元/件	潜力（增速15%-20%）
BONO 宝鸟	BONO 宝鸟	职业装团购品牌	有统一着装需求的高端商务组织	西服1-2千/套 衬衫150-400/件	成熟（增速20%+）

2011-2020年公司收入及增速



2011-2020年公司利润

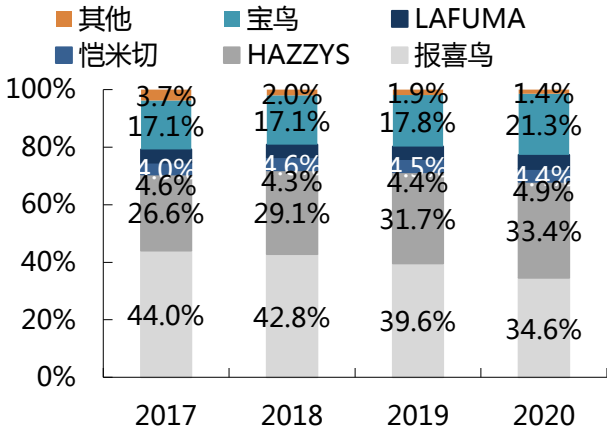


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

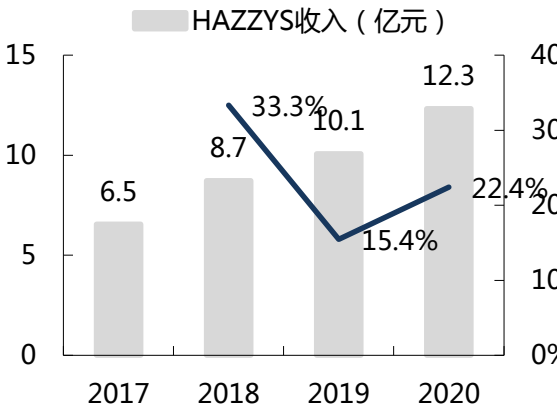
2.3.5 报喜鸟：主品牌推进年轻化迭代升级，HAZZYS快速成长为十亿元品牌

- **报喜鸟深耕西服39年，大数据赋能产品力成就护城河：**掌握超1亿人中国男性体型大数据，设计更适合中国人体型“。
- **品牌年轻化时尚化迭代，轻正装拓展细分市场**：签约演员张若昀为品牌代言人；与先锋设计师品牌PRONOUNCE推出联名系列“无限喜”，将新品大秀通过天猫同步参与2020巴黎时装周；推出新产品线轻正装，价格控制在约2000元。
- **渠道优化**：线下方面，公司共有终端渠道1633家，其中报喜鸟门店779家，yoy-18家；HAZZYS门店393家，yoy+1家。公司加大终端购物中心店的布局（18-20年分别为394/437/435家），关闭低效门店。
- **营销加速线上布局，开拓新兴平台**：天猫、京东平台加大销售力度，微信微商城全员营销送货上门，利用小红书、微博、抖音等平台传播。
- **第二支柱品牌HAZZYS快速成长，收入规模达十亿元量级：**HAZZYS在中高端英伦休闲风格细分市场处于领先地位。2017-2020年收入CAGR高达23.5%，2020年收入12.3亿元占比33.4%，已逼近主品牌报喜鸟12.8亿元的收入规模。
- **渠道营销组合打法助力HAZZYS品牌扩张：渠道方面，**线下门店稳步扩张，关闭低效门店，持续提升店效；线上加大投入实现业务增长，2020年双十一期间，开售4分51秒，单店销售额突破1亿元。**营销方面，**合作知名年轻女星谭松韵；发力小红书、抖音新社交平台进行流量吸引和推广；开启HAZZYS2021春夏上海时装秀，同步天猫双十一资源增加，塑造品牌时尚形象

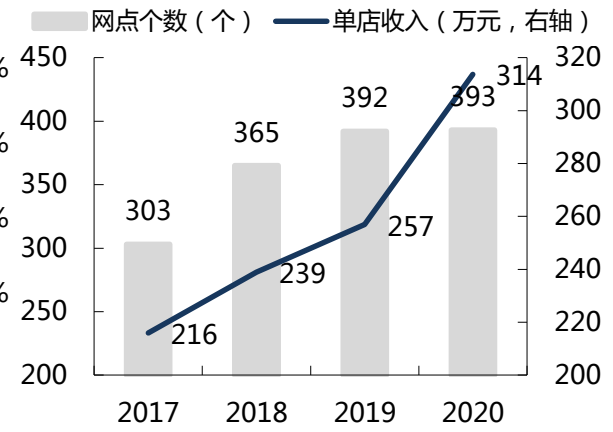
2017年以来主营业务中各品牌收入占比



2017-2020年HAZZYS品牌收入及增速



HAZZYS网点个数及单店收入



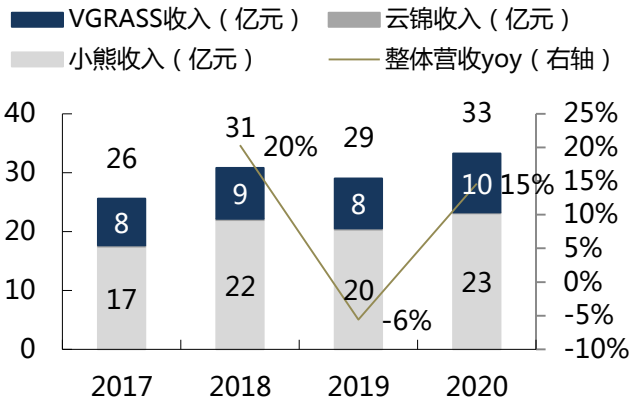
数据来源：公司公告，公司官网，亿邦动力，东吴证券研究所

2.3.6 锦泓集团：小熊IP强品牌力抢占心智，直播带货战绩行业领先

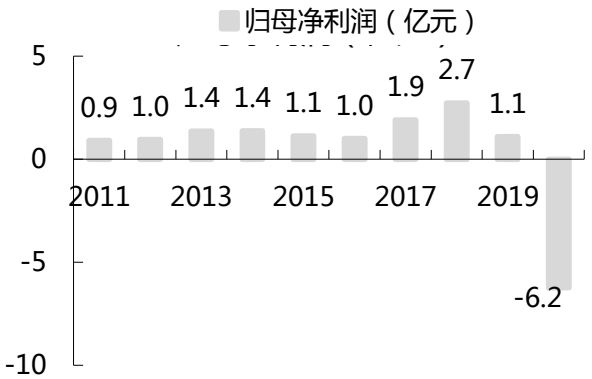
- **公司历史沿革：**公司前身为维格娜丝，后更名为锦鸿集团。前期主品牌为VGRASS，2016年以44亿元收购韩国衣念集团旗下Teenie Weenie（下称“小熊”）90%股权，2020年底收购剩余10%股权，实现全面并表。2020年公司实现收入33亿元，归母净利润-6.2亿元（主要因为对TEENIE WEENIE 业务计提商誉减值和无形资产减值，影响-7.1亿元）。
- **小熊以强品牌力贡献七成收入**：小熊自2004年起十余年深耕中国市场，受益过往韩潮盛行，凭借标志性卡通IP、经典复古学院风格，已在年轻消费者群体心中广泛树立起高档独特的品牌形象。2017-2020年收入CAGR9.8%。2020年实现收入23亿元，占比69%；VGRASS收入约10亿元，占比30%，云锦板块1751万元，占比1%左右。
- **经典IP多维开发，授权周边持续挖潜：**通过小熊家族系列动漫、短视频进行IP再培育，2020 年推出自有 IP 圣诞短视频，全网播放量约 6000 万次。同年成立IP授权事业部，已授权礼赠、箱包、时尚小家电等品类公司推出相关 IP 周边产品，实现新业务增长点的拓展。

品牌	品牌标识	品牌定位	目标消费人群	创立时间	2020年门店数	
					直营	加盟
TEENIE WEENIE	TEENIE WEENIE ALL THAT BEAR	中高端定位的新复古学院风格的标志性品牌	Z世代消费者及儿童	1997	1055	105
VGRASS	VGRASS	中国高端女装领导品牌	千禧一代消费者	1997	176	18
云先	云先	具有中国文化元素特征的高端精品品牌	国内外高净值人群消费者	2015	1	0

2017-2020年公司收入及增速



2011-2020年公司利润



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

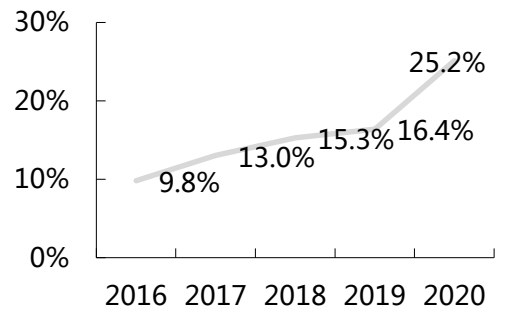
2.3.6 锦泓集团：小熊IP强品牌力抢占心智，直播带货战绩行业领先

- **线上渠道投入加大，多平台布局成绩斐然：**加强微信、微博运营，携手平台高热度代言人拓展B站、小红书客群，发力天猫、唯品会、抖音等平台，提升公域流量和销售的转化率。2020年公司线上收入占比已达25%，同比增长76%。
- **淘系平台合作头部主播，数字化赋能提升转化率：** 2020年6月小熊与薇娅直播合作，超4.1万件销量位列当日天猫童装榜第一和男女装榜第三；双 11期间，小熊女装销售额累积位列天猫女装第十，李佳琦累积带货超2.1万件。小熊首批参与天猫风格数字化项目，2021年618期间借助其数据支持，学院风先锋浏览人群购买人数增167%，转化率提升117%。
- **抖音自播把握平台属性，成绩高居全平台全品类榜首：**小熊建设优质自播团队，发掘变装等热门玩法，联手代言人赵露思（抖音明星爱Dou榜前三）放大声量。 2021年春节期间，小熊在抖音“直播电商春节带货TOP10”榜单中排名全品类主播第一，榜单中品牌自播主播前十仅二；2月23日携新品登陆「抖in超级品牌日」，自播36小时单场成交额达3400万元，破服饰行业自播纪录；2-6月旗舰店销售额高居女装店铺排行榜前二；618期间销售额居抖音服饰内衣榜单第二。

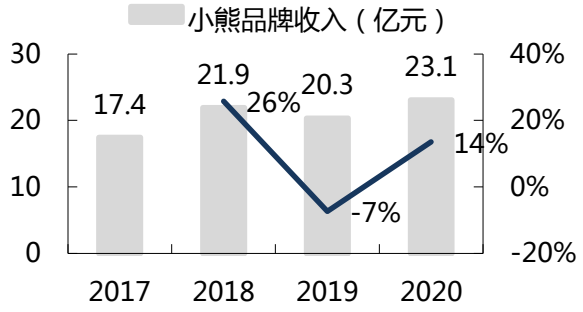
2021年2-6月小熊旗舰店销售额持续高居抖音女装店铺排行榜Top2

	2月	3月	4月	5月	6月
1	TeenieWeenie旗舰店	罗拉密码优品	TeenieWeenie旗舰店	晶咕女装旗舰店	TeenieWeenie旗舰店
2	千屿轻奢服饰	TeenieWeenie旗舰店	Linda大姐姐	TeenieWeenie旗舰店	罗拉密码1号优品店

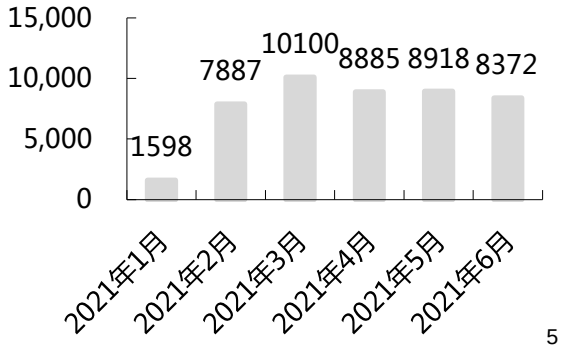
集团线上收入占比



2017-2020年小熊品牌收入及增速



抖音小熊旗舰店21年各月销售额



数据来源：公司公告，公司官网，壁虎看看，东吴证券研究所

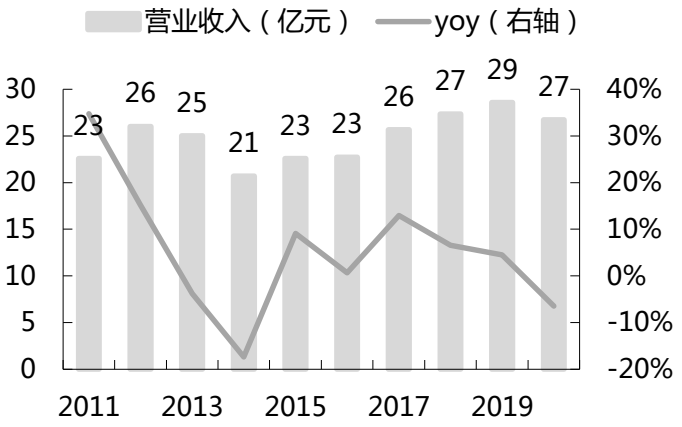
注：抖音女装店铺月销售额排名为壁虎看看平台统计结果，已剔除榜单中非服装行业店铺

2.3.7 九牧王：男裤细分赛道多年王者，组合打法推动品牌时尚化革新

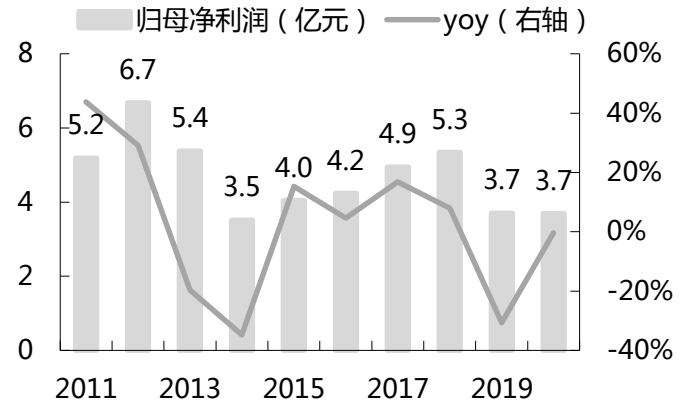
- **32年专注细分市场成就全球销量领先的男裤专家：**公司主要从事男裤及男士商务休闲服饰生产和销售，目标消费者为 25-50 岁的精英白领男士。终端门店数2756家，其中直营966家，加盟1790家。 此外公司还拥有时尚男装品牌ZIOZIA与潮牌FUN。
- **2020年利润较前期持平，2021Q1复苏强劲：**2020年实现收入26.7亿元，归母净利润3.7亿元。2021Q1收入8.1亿元，同比增速40%，较2019Q1增1.2%；归母净利润9897万元，同比增速57%。

品牌	品牌标识	品牌定位	目标消费人群	创立时间	2020年营收占比
九牧王	九牧王 男裤专家	精致、优雅、时尚的精工质量男装品牌	25-50 岁的精英白领男士	1989	84%
ZIOZIA	ZIOZIA	高品质时尚男装	80 及 90 后年轻男性消费者	1995	11%
FUN	fun	有范（Fun）的潮玩x 潮流服饰品牌	都市时尚潮流青年	1985	4%

2011-2020年公司收入及增速



2011-2020年公司利润及增速



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

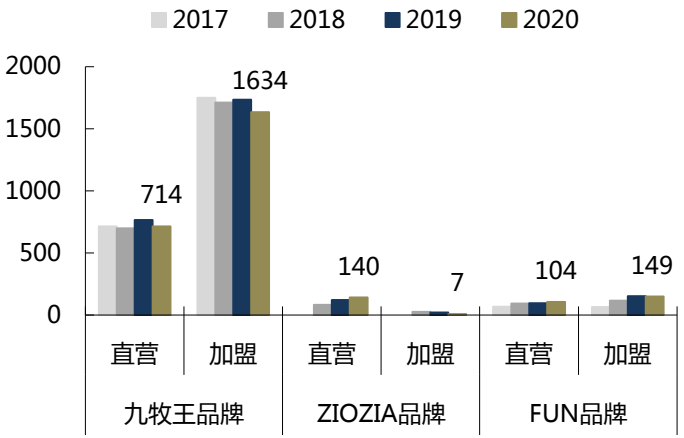
2.3.7 九牧王：男裤细分赛道多年王者，组合打法推动品牌时尚化革新

- **优化产品结构聚焦极致单品：**梳理并巩固男裤产品优势，精简SKU 数量，增加头部产品投产深度，推出小黑裤、高弹牛仔裤、可机洗毛料西裤等多款头部单品，并持续对明星单品小黑裤进行面料迭代升级。
- **时尚升级，产品设计引入国际化基因：**引进优秀创意与研发人才，2020年签约前杰尼亚设计师Louis-Gabriel Nouchi 为创意总监；2021年携手意大利设计师 Guido 推出联名系列《禧》，并于巴黎时装周发布2022春夏系列，开创男裤行业先河。未来还将与阿玛尼、古驰设计师发起联名大秀。
- **供应链合作全球一流面料商提升产品品质：**携手丰岛株式会社等与Zegna 、Armani、Hugo Boss、Givenchy、Gucci、Burberry、Chanel等一众国际大牌合作过的5家国际知名面料商，未来将联合研发高科技面料。
- **门店变革焕新品牌形象，加强广告投放强化认知：1）门店数量持续扩张，**2020年主品牌直营店714家，加盟店1634家；2）**门店结构聚焦主流，**与购物中心系展开深度合作，提升城市主流购物中心占比；3）**门店形象时尚化升级，**携手意大利知名设计师，推出全新升级十代店。

九牧王亮相2021巴黎时装周



2017-2020年九牧王分品牌门店数量（个）



九牧王首家十代店——南京旗舰店

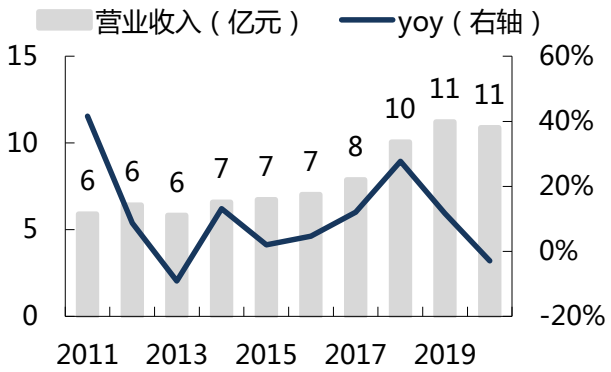


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

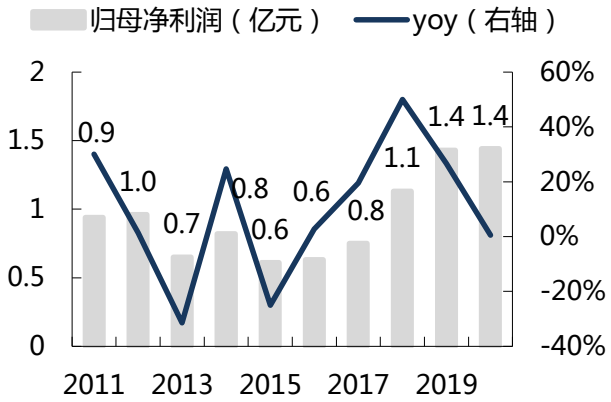
2.3.8 乔治白：职业装龙头拓客能力卓越，受益行业集中估值持续修复

- **业绩长期、持续、稳定增长的职业装领军企业。**公司主品牌乔治覆盖职业装定制、高级定制、校服定制业务，同时拥有零售品牌G73及设计服务品牌所古、职尚。职业装收入占主营业务收入的比例为96%。2015年以来营收CAGR超10%，归母净利润CAGR接近19%。受疫情影响，2020年度实现营业收入11亿元，归母净利润1.4亿元，同比基本持平。
- **职业装集采趋势下，头部品牌受益市场规范化需求持续提升。**职业装市场客户以大型企业为主，有向集中采购转变的趋势，多以投标形式，以可量化的打分来确定供应商。随着市场日渐公平规范，产品及服务综合竞争力更强的头部企业将获得更多订单，未来行业集中度将持续提升。
- **公司持续开拓优质客户资源，中标茅台厂服超1亿元项目彰显领军实力。**公司过往客户主要集中在银行、电信、烟草等行业。2019年起重点拓展高客单价的券商客户，2020年已取得诸如上海证券交易所、招商证券、国信证券、广发证券等订单。2021年初中标茅台集团厂服1.12亿元项目，占公司2020年全年营收的10.3%，品牌影响力持续提升。

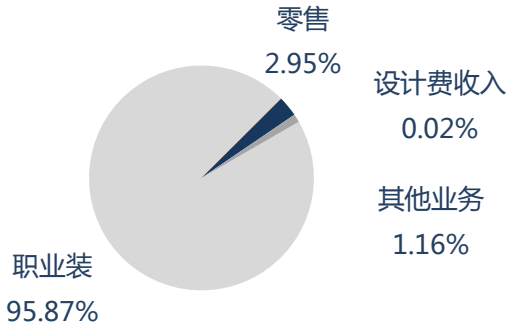
2011-2020年乔治白营业收入及增速



2011-2020年乔治白归母净利润及增速



2020年乔治白分业务收入结构



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

- **供应链智能化水平行业领先。**三大厂区均已完成生产、物流、仓储的智能化改造，可将一人一版一衣的人体个性化的数据运用于工业化大生产，显著降本增效，并带来柔性效能，持续提升公司盈利能力。
- **员工持股计划和股权激励落地彰显发展信心，激发经营活力。**2021年7月，公司公布了员工持股计划和股权激励落地情况：**1）员工持股计划**：公司针对公司董监高，核心业务人员和一线员工推出员工持股计划，授予价格为3元/股，过户股数为906.5万股，占总股本的2.59%。**2）股权激励计划：**公司拟向中层管理人员及核心技术人员（共215人）授予936.2万股限制性股票，占总股本的2.67%，授予价格为3元。两项计划解锁和解除限售期均要求，以2020年营收为基础，2022年/23年营收累计增速分别不低于32%/50%，彰显管理层对公司未来发展的信心。

乔治白2021年限制性股票未来解除限售的公司层面业绩考核要求

解除限售安排	公司层面业绩考核目标	对应营收年复合增长率
第一个解除限售期	以2020年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于32%	14.9%
第二个解除限售期	以2020年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于50%	14.5%

乔治白2021年员工持股计划未来解锁的公司层面业绩考核要求

解锁安排	公司层面业绩考核目标	对应营收年复合增长率
第一批解锁	以2020年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于32%	14.9%
第二批解锁	以2020年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于50%	14.5%

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

代码	简称	总市值（亿）	收盘价	归母净利润（亿元）			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
3998.HK	**波司登**	**637**	**5.88**	**17.10**	**21.33**	**26.43**	**31**	**25**	**20**
2020.HK	**安踏体育**	**4,436**	**164.10**	**51.62**	**80.30**	**104.06**	**71**	**46**	**35**
2331.HK	李宁	2,398	96.10	16.98	33.89	42.88	117	59	46
1368.HK	**特步国际**	**312**	**11.86**	**5.13**	**8.30**	**10.04**	**50**	**31**	**26**
1361.HK	361度	69	3.32	4.15	4.05	4.88	14	14	12
300979.SZ	**华利集团**	**1,018**	**87.20**	**18.79**	**25.71**	**33.07**	**54**	**40**	**31**
2313.HK	申洲国际	2,755	183.30	51.07	62.50	73.97	45	37	31
603877.SH	太平鸟	231	48.49	7.13	9.48	11.63	32	24	20
002563.SZ	森马服饰	244	9.07	8.06	16.09	19.31	30	15	13
600398.SH	海澜之家	304	7.04	17.85	29.96	34.88	17	10	9
603518.SH	锦泓集团	40	14.00	-6.24	3.76	4.92	-6	11	8
601566.SH	九牧王	83	14.39	3.69	3.81	4.18	22	22	20
002832.SZ	比音勒芬	143	25.98	4.79	5.93	7.21	30	24	20
002154.SZ	报喜鸟	69	5.70	3.66	4.80	5.89	19	14	12
002687.SZ	乔治白	37	10.63	1.74	2.12	2.52	21	18	15

注：数据更新至2021年8月18日，加粗公司为已覆盖公司，归母净利润预测来自于东吴证券研究所预测，未加粗公司归母净利润预测来自于wind一致预期。
归母净利润均来自wind一致预期，港股收盘价和市值为港币，归母净利润均为人民币，2021年8月18日港币/人民币汇率为0.83元。如无特殊注明，本文相关数据的货币单位均为人民币。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3、风险提示

风险提示

- **疫情反复和宏观经济波动风险**：标的服装品牌主要销售市场在中国，主要销售渠道仍为线下。若未来疫情出现反复，或宏观经济波动，消费者预期收入减少影响终端消费复苏，从而对公司业绩造成一定影响。

- **渠道变革，市场竞争加剧风险**：纺织服装行业市场竞争较激烈。国内外品牌纷纷加大营销投入，发力线上渠道，探索新零售模式，若业内公司不能采取有效措施应对，或面临较大的竞争压力。

- **库存积压风险**：传统服装行业对终端需求趋势的判断至关重要。消费者品味多元化，偏好不断变化。若对服装流行时尚和消费者需求判断失误或把握不准，或将导致库存积压问题。

数据来源：东吴证券研究所

草叔消费升级研究



欢迎扫码添加分析师个人微信

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴零售&教育团队

做有意思，有意义，有态度的研究



吴劲草

首席分析师

化妆品、医美、服装、教育、新零售、电商，全行业覆盖

18201931325



张家璇

证券分析师

化妆品&医美研究

18201853108



谭志千

研究助理

教育&纺服研究

18021001367



阳靖

研究助理

新零售&电商研究

18721738696

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

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园