

# 后疫情时代，多因素推动服装行业景气向上

## 2021年下半年纺织服装行业投资策略

证券分析师：王立平 A0230511040052

研究支持：求佳峰 A0230119030001

2021.6.22



放眼十四五 共话新征程  
Eyeing the 14<sup>th</sup> Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源·2021资本市场夏季高峰会  
SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

- **纺织服装2021上半年全面反弹，直逼疫情前2019年水平。1) 纺织服装已超2019年，增速领跑其它品类。**21年1-5月社零总额同比增长25.7%，其中限额以上服装鞋帽、针纺织品社会零售额同比增长39.1%至5568亿元，已超2019年的5459亿元。**2) 消费市场延续电商化，网上零售保持高速增长。**21年1-5月实物商品网购比重虽较20年同期回落1.7pct至22.6%，但不改绝对额维持同比增长19.9%，其中穿类商品网上零售额同比增长28.2%。
- **后疫情时代，四大特征显现。1) 危机出清尾部公司，龙头集中度持续提升。**2020年我国运动装/男装/女装/童装市场CR10为84%/23%/10%/16%，较2019年均维持提升趋势，其中各细分行业排名前几的龙头公司份额提升最快，强者恒强特征显著。**2) 中高端服饰领先大众服饰，率先恢复正增长。**海外疫情阻隔出海消费，国货自信日益增强，促使高净值消费者转向国货轻奢品牌，龙头上市公司21Q1业绩同比19年率先实现正增长。**3) 线上景气对冲线下拖累，电商营收占比逐年攀升。**家纺标品适合直播电商，2020年家纺龙头电商占比接近30%-50%，而大众线下消费需求转向线上，中高端品牌发力电商渠道，促使头部公司电商收入占比均再创新高。**4) 全行业存货拐点已显，疫情之后轻装上阵。**随着线上销售放量、线下零售恢复，2020下半年全行业存货快速改善，2021上半年龙头公司的存货周转率普遍延续较高水平。

■ **顺应新时代趋势，寻找投资方向。** 1) **电商迭代。** “高增长率+低渗透率”意味直播电商未来空间广阔，抖音电商飞速发展，成为常态化营销渠道。2) **国潮崛起。** H&M抵制新疆棉花事件后续效应显现，国货消费热情高涨，3月之后耐克、阿迪达斯线上销量大降，而李宁、安踏仍维持同比增长，国潮系列产品深得消费者追捧。3) **多品牌化。** 安踏、特步形成多品牌矩阵，勾勒出第二成长曲线，新品牌聚焦与定位延续公司历史基因，终端渠道、本土化运营能力成为关键。4) **数字化转型。** 快时尚需求迭代+消费线上化加速，倒逼强化消费者洞察，链接柔性供应链，数字化转型从单点改造延伸至全业务链。5) **全球化布局。** 华利集团、申洲国际等制造龙头积极践行“强劲研发实力+前瞻海外扩张+优质下游客户”的供应链王者之道，率先完成产能出海，不断完善全球化布局。

■ **后疫情时代，多因素推动服装行业景气向上。** 2021年一季度奠定全年增长基础，线上新渠道拓展叠加线下零售复苏接棒，继续看好纺服板块迎来“高业绩弹性、低估值回归”的双击行情，龙头公司中报预期靓丽。把握长期主线：1) **运动产业链龙头：**由下游运动强劲需求驱动，推荐安踏体育、华利集团，建议关注李宁、申洲国际。2) **国货轻奢品牌：**受益于国货自信增强及消费升级，推荐比音勒芬、欣贺股份、地素时尚。3) **电商成长领军：**及时把握电商新趋势，推荐太平鸟，建议关注锦泓集团。4) **价值坚守标的：**低估值、高分红在当前市场环境下具备吸引力，推荐海澜之家、森马服饰、罗莱生活、水星家纺。

■ **风险提示：**若新型冠状病毒感染肺炎疫情持续时间较长，零售端持续承压，业绩可能不及预期。

# 主要内容

---

1. 21年上半年板块走势和基本面回顾
2. 后疫情特征显现，龙头集中、高端占优、线上景气、库存改善
3. 把握新时代趋势，电商迭代、国潮崛起、多品牌化、数字转型、全球布局
4. 投资建议：运动产业链、国货轻奢、电商成长、价值坚守

# 1.1 板块走势回顾：21H1纺织服装板块跑赢大市

■ 截至6月18日，纺织服装板块相对申万A股指数的超额收益为2.77%，位列全行业第12

- 服装家纺板块：绝对收益9.63%，相对收益8.39%。
- 纺织制造板块：绝对收益-5.99%，相对收益-7.23%。

■ 横向比较，纺织服装相对申万A股指数的表现处于所有申万一级行业的中游

图1：2010-2021H1纺织服装板块当年超额收益走势

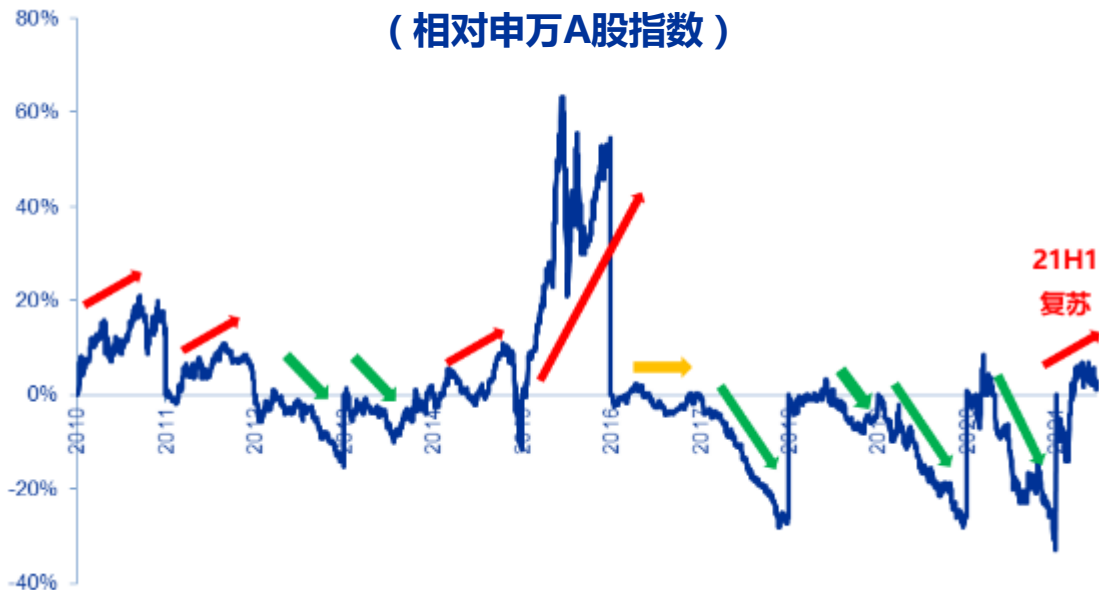
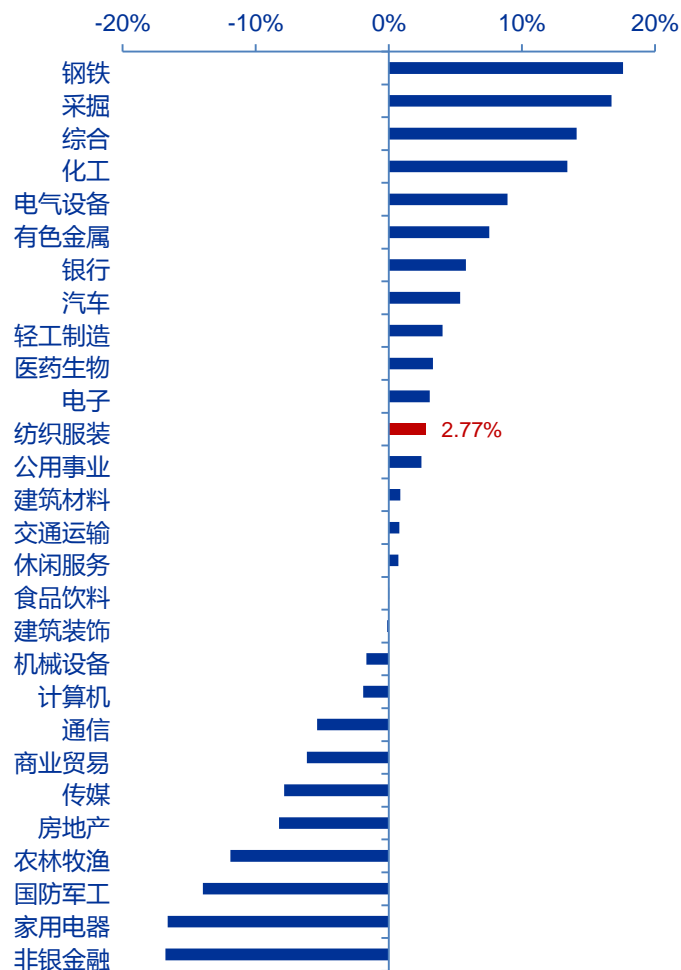


图2：2021H1申万一级行业累计超额收益 (相对申万A股指数)



## 1.2 板块估值：A股纺服板块估值处于历史低位水平

### ■ 截至6月18日，A股纺服板块PE(TTM)为31倍，估值处于历史低位水平

- 相较于其他消费品板块估值，A股纺织服装板块估值仍有一定的修复空间。

表1：部分消费品板块PE比较

	纺织服装	白酒	家电	家具
最高	63.14	72.63	32.31	80.65
最低	17.84	8.47	10.55	16.64
当前	31.10	55.83	18.23	26.59
当前估值所处分历史位数	29%	74%	35%	16%

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：统计区间为2010/1/1-2021/6/18

图3：部分消费品板块PE走势





## 1.2 板块估值：H股纺服龙头估值不断突破新高

### ■ 港股市场中，纺织服装龙头股价表现优异

- 截至21年6月18日：1) 安踏体育市值达到4758亿港币，21年至今涨幅43.7%；2) 李宁市值达到1988亿港币，21年至今涨幅50.0%；3) 申洲国际市值达到2870亿港币，21年至今涨幅26.3%。

表2：港股纺织服装龙头PE比较

	申洲国际	安踏体育	李宁
最高	51.43	77.57	98.49
最低	19.33	19.15	15.18
当前	47.29	77.57	98.49
当前估值所处分历史位数	87%	100%	100%

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：统计区间为2018/1/1-2021/6/18

图4：港股纺织服装龙头PE走势



## 1.3 服装零售稳步恢复，同比20年快速增长

### ■ 消费市场稳步恢复，社零总额同比增速较高

- 社零总额：2021年1-5月累计同比增长25.7%，较去年同期上升39.2个百分点；5月单月同比增长12.4%，较去年同期上升15.2个百分点。

### ■ 分品类：服装鞋帽、化妆品稳健增长，金银珠宝高速增长

- 社零服装鞋帽：5月同比增长12.3%，较去年同期增长12.9个百分点。
- 社零化妆品：5月同比增长14.6%，较去年同期增长1.7个百分点。
- 社零金银珠宝：5月同比增长31.5%，较去年同期增长35.4个百分点。

表3：社零总额和服装鞋帽、化妆品、金银珠宝类零售额的当月同比增速

当月同比 (%)	2019年												2020年												2021年			
	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月		
社零总额	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-20.5	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6	33.8	34.2	17.7	12.4		
社零服装鞋帽	1.8	6.6	-1.1	4.1	5.2	2.9	5.2	3.6	-0.8	4.6	1.9	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.5	4.2	8.3	12.2	4.6	3.8	47.6	69.1	31.2	12.3		
社零化妆品	8.9	14.4	6.7	16.7	22.5	9.4	12.8	13.4	6.2	16.8	11.9	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.2	19.0	13.7	18.3	32.3	9.0	40.7	42.5	17.8	14.6		
社零金银珠宝	4.4	-1.2	0.4	4.7	7.8	-1.6	-7.0	-6.6	-4.5	-1.1	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.5	15.3	15.1	16.7	24.8	11.6	98.7	83.2	48.3	31.5		

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

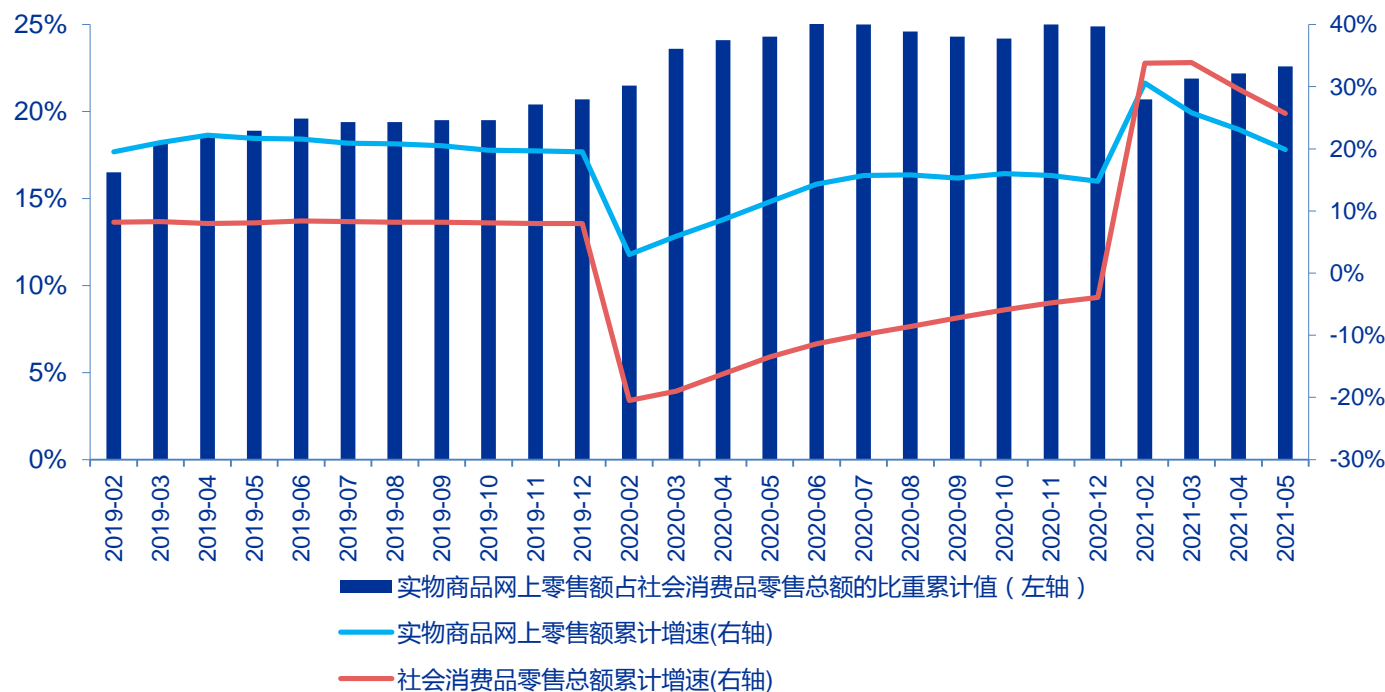


## 1.4 消费线上化趋势显著，线上零售总额持续增长

### ■ 线上零售维持景气，网购零售总额持续增长

- 2021年1-5月，实物商品网上零售额累计同比增长19.9%，增速回升较快。
- 2021年1-5月，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的累计比重达22.6%，较去年同期小幅下滑1.7个百分点，但不改绝对额维持同比增长19.9%，其中穿类商品网上零售额同比增长28.2%。

图5：2021年1-5月实物商品网上零售额占社零总额比重达22.6%



## 1.5 棉花价格持续回升，成本端有所承压

### ■ 棉花现货价格与期货价格均有所回升

- 2021年6月18日，国内328级现货报于15846元/吨，较2021年6月11日下降1.98%。
- 2021年6月18日，郑棉主力合约报于15485元/吨，较2021年6月11日下降3.43%。

图6：国内328级棉花现货15846元/吨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图7：郑棉期货主力合约15485元/吨



资料来源：Wind，申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 21年上半年板块走势和基本面回顾
2. 后疫情特征显现，龙头集中、高端占优、线上景气、库存改善
3. 把握新时代趋势，电商迭代、国潮崛起、多品牌化、数字转型、全球布局
4. 投资建议：运动产业链、国货轻奢、电商成长、价值坚守

## 2.1 行业集中度持续提升，2020年龙头效应尤为显著

图8：2020年中国男装零售CR10为23.0%

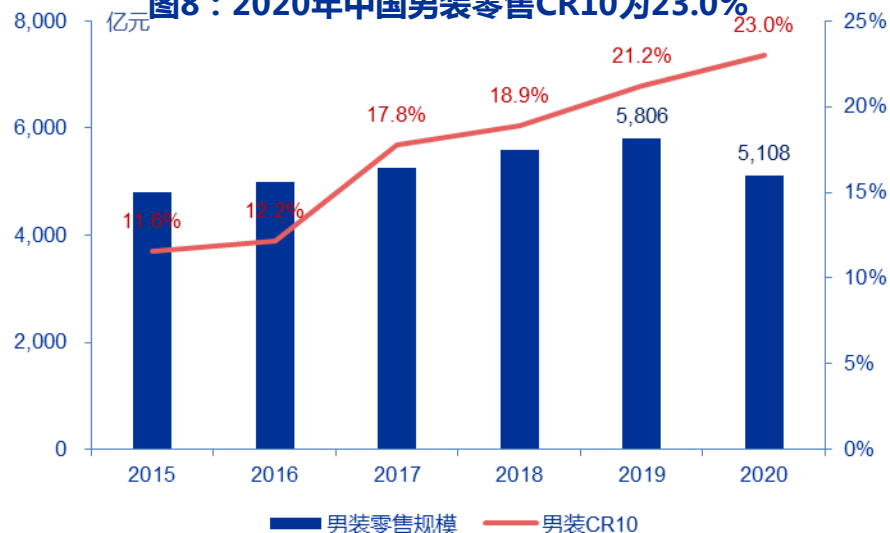


图9：2020年中国女装零售CR10为10.0%

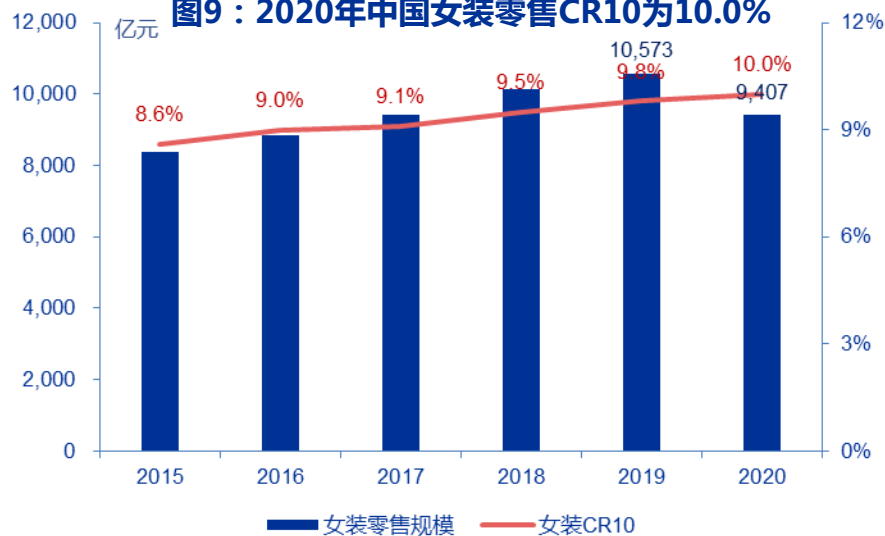


图10：2020年中国童装零售CR10为16.2%

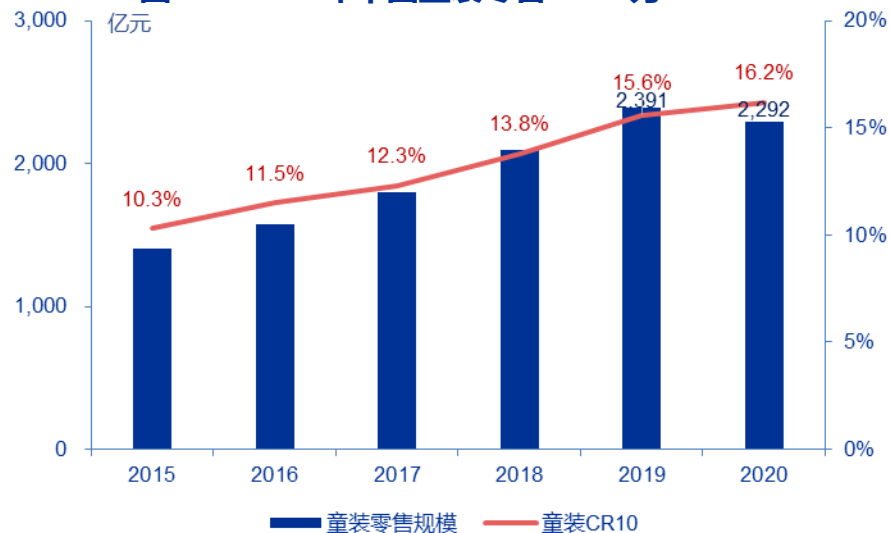
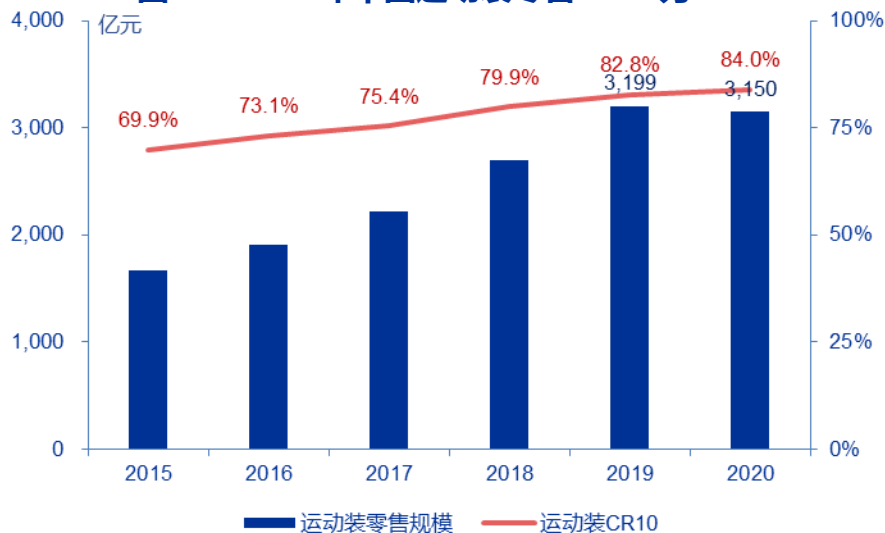


图11：2020年中国运动装零售CR10为84.0%



## 2.1 行业集中度持续提升，2020年龙头效应尤为显著

### ■ 男装：市场集中度持续提升，前三甲份额齐头向上

- 2020年男装CR3份额提升占CR10份额提升的61%；海澜5.0% (+0.2pct)、安踏3.0% (+0.5pct)、耐克2.8% (+0.4pct)。

### ■ 女装：集中趋势相对平缓，国货品牌份额有所提升

- 2020年女装公司份额波动相对不大；迅销1.8% (+0.2pct)、绫致时装1.4% (-0.1pct)、阿迪达斯1.1% (0pct)。

表4：中国男装零售市场前十大公司份额（%）

排名	公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	海澜	-	-	4.8	4.5	4.8	5.0
2	安踏	1.0	1.1	1.3	1.9	2.5	3.0
3	耐克	1.5	1.6	1.8	2.0	2.4	2.8
4	绫致时装	3.4	3.2	3.0	2.8	2.7	2.6
5	阿迪达斯	1.4	1.6	1.9	2.2	2.4	2.4
6	迅销	0.9	1.2	1.4	1.5	1.7	2.1
7	波司登	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	1.5
8	李宁	0.7	0.7	0.7	0.8	1.1	1.2
9	马克华菲	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	1.2
10	罗蒙	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
CR10		11.6	12.2	17.8	18.9	21.2	23.0

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

表5：中国女装零售市场前十大公司份额（%）

排名	公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	迅销	0.8	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8
2	绫致时装	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
3	阿迪达斯	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1
4	安踏	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9	1.0
5	Inditex	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
6	波司登	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
7	赫基集团	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
8	太平鸟	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.7
9	森马	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
10	拉夏贝尔	1.4	1.4	1.2	1.2	0.9	0.6
CR10		8.6	9.0	9.1	9.5	9.8	10.0

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

## 2.1 行业集中度持续提升，2020年龙头效应尤为显著

### ■ 童装：Balabala龙头地位稳固，市场份额遥遥领先竞争对手

- 森马7.5% (+0.2pct)，远高于安踏1.8% (+0.2pct)、阿迪达斯1.4% (+0.1pct)。

### ■ 运动装：耐克、阿迪20年份额表现相反，安踏、李宁持续扩大市场份额

- 耐克25.6% (+1.7pct)、阿迪达斯17.4% (-1.6pct)，市场份额一增一降。
- 安踏15.4% (+0.8pct)、李宁6.7% (+0.2pct)，市场份额持续提升。

表6：中国童装零售市场前十大公司份额（%）

排名	公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	森马	4.1	4.6	4.9	5.9	7.3	7.5
2	安踏	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6	1.8
3	阿迪达斯	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4
4	迅销	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
5	耐克	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
6	Pepkor Holdings Ltd	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
7	Inditex	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
8	安奈儿	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
9	华特迪士尼	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
10	太平鸟	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6
CR10		10.3	11.5	12.3	13.8	15.6	16.2

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

表7：中国运动装零售市场前十大公司份额（%）

排名	公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	耐克	19.5	21.2	22.4	23.1	23.9	25.6
2	阿迪达斯	15.5	16.4	18.6	19.4	19.0	17.4
3	安踏	9.9	10.4	11.0	12.9	14.6	15.4
4	李宁	6.9	6.6	6.2	6.0	6.5	6.7
5	斯凯奇	1.8	3.0	3.9	4.9	5.3	5.6
6	特步	6.2	5.5	4.4	4.5	4.8	4.7
7	361度	4.3	4.2	3.8	3.1	2.9	2.6
8	新百伦	3.9	4.0	3.3	2.6	2.1	2.1
9	彪马	-	-	-	1.7	1.9	2.0
10	威富	1.9	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9
CR10		69.9	73.1	75.4	79.9	82.8	84.0

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究



## 2.2 中产崛起、高净值扩大，打开中高端消费增长空间

### ■ 城镇化助升人均收入，奠定中高端品牌渠道下沉至三四线城市的基础

- 2016-2020年我国城镇化率从56%进一步提升至60%以上，农民的市民化造就边际消费力提升最大的人群，带动中高端服饰在三四线城市的销售市场发展。

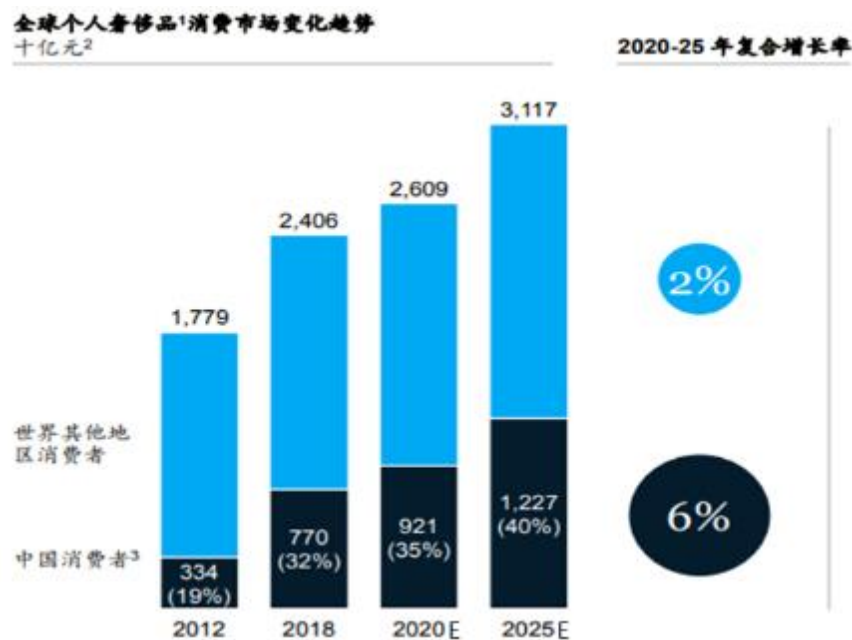
### ■ 高净值人群财富效应扩散，我国消费者的奢侈品消费规模快速爆发

- 招商银行&贝恩公司《2021中国私人财富报告》：2020年我国1000万资产以上的高净值人群已达262万人，年均复合增长率由2016-2018年的12%升至2018-2020年的15%。

图12：我国人均衣着类支出与城镇化率同向增长



图13：我国消费者的奢侈品消费规模快速爆发



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 2.2 中高端领先大众服饰，同比19年率先恢复正增长

### ■ 海外疫情阻隔出海消费，国际品牌争议事件催生国货自信，促使高净值消费者逐步转向国货轻奢品牌，中高端服饰公司业绩率先恢复正增长

- 比音勒芬、地素时尚、歌力思、锦泓集团2021Q1归母净利润同比2019年率先实现16%/0.2%/5%/612%的正增长，且在2021Q2延续良好的增长态势。

表8：2021Q1中高端服饰公司业绩率先恢复至疫情前2019年水平

子行业	证券代码	公司简称	营业收入（亿元）			21Q1同比增速		归母净利润（亿元）			21Q1同比增速	
			19Q1	20Q1	21Q1	同比20Q1	同比19Q1	19Q1	20Q1	21Q1	同比20Q1	同比19Q1
大众服饰	600398.SH	海澜之家	60.9	38.5	54.9	43%	-10%	12.1	3.0	8.4	185%	-30%
	002563.SZ	森马服饰	41.2	27.4	33.1	21%	-20%	3.5	0.2	3.5	1917%	2%
	603877.SH	太平鸟	16.6	13.8	26.7	93%	61%	0.9	0.1	2.0	2222%	135%
	002029.SZ	七匹狼	9.5	6.7	9.3	40%	-1%	0.9	-0.4	0.6	-253%	-30%
	601566.SH	九牧王	8.0	5.8	8.1	40%	1%	2.7	0.6	1.0	57%	-63%
	002875.SZ	安奈儿	3.6	2.6	3.5	33%	-3%	0.5	0.0	0.4	-4900%	-5%
中高端服饰	002832.SZ	比音勒芬	4.7	3.7	5.3	45%	13%	1.3	1.0	1.5	55%	16%
	003016.SZ	欣贺股份	-	4.1	5.4	33%	-	-	0.4	0.9	139%	-
	603587.SH	地素时尚	5.8	4.1	6.6	61%	13%	2.0	1.2	2.0	60%	0.2%
	603808.SH	歌力思	6.2	4.1	5.4	31%	-14%	0.9	2.4	0.9	-62%	5%
	603518.SH	锦泓集团	6.9	6.0	10.7	78%	56%	0.1	0.0	0.9	15662%	612%

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2.3 线上景气对冲线下拖累，电商营收占比逐年攀升

### ■ 疫情倒逼渠道线上化，2020年电商收入占比创新高

#### • 家纺标品适合直播带货，家纺龙头电商占比领先其它子板块

✓ 水星家纺（41%→50%）、富安娜（36%→40%）、罗莱生活（23%→29%），etc

#### • 大众线下消费需求转向线上，大众服饰公司电商占比再上台阶

✓ 森马服饰（28%→38%）、爱慕股份（20%→32%）、海澜之家（6%→12%），etc

#### • 中高端品牌发力电商渠道，轻奢领军企业电商占比低位起跳

✓ 欣贺股份（14%→21%）、歌力思（5%→13%）、比音勒芬（1%→5%），etc

表9：2020年服装家纺公司线上营收增长远好于线下

类别	证券简称	2020年		
		线上YoY	线下YoY	线上占比（YoY）
运动服饰	李宁	29.8%	-3.1%	28.0%(+5.5pct)
	海澜之家	54.7%	-22.9%	11.8%(+5.6pct)
	森马服饰	8.9%	-32.9%	38.2%(+10.6pct)
大众服饰	太平鸟	21.3%	17.2%	30.5%(+1.0pct)
	七匹狼	6.6%	-17.0%	43.9%(+6.1pct)
	九牧王	28.9%	-10.6%	14.7%(+4.0pct)
	爱慕股份	57.8%	-13.0%	31.6%(+11.3pct)
	比音勒芬	508.0%	1.7%	5.1%(+4.2pct)
中高端服饰	欣贺股份	45.3%	-14.8%	21.0%(+7.5pct)
	地素时尚	20.3%	6.0%	14.4%(+1.5pct)
	歌力思	118.4%	-31.5%	13.2%(+8.1pct)
	安正时尚	68.7%	26.5%	56.9%(+7.3pct)
	罗莱生活	26.3%	-6.5%	28.9%(+5.8pct)
家纺	水星家纺	24.0%	-14.6%	49.8%(+9.2pct)
	富安娜	12.6%	-2.4%	39.5%(+3.5pct)

资料来源：各公司年报，申万宏源研究

图14：服装家纺公司线上收入占比逐年攀升



资料来源：各公司年报，申万宏源研究

## 2.3 前5月电商数据累计增长，但边际增速有所回落

### ■ 男装：1-5月淘系全网销售额同比+18%

- 根据第三方平台抓取数据显示，男装品牌销售额普遍下滑。优衣库/海澜之家/森马服饰/太平鸟5月淘系全网销售额同比下滑6.5%/5.8%/3.2%/12.4%。

### ■ 女装：1-5月淘系全网销售额同比+15%

- 根据第三方平台抓取数据显示，女装品牌销售额涨跌互现。太平鸟女装5月淘系全网销售额同比下滑24.5%，优衣库/地素/歌力思/Teenie Weenie 5月淘系全网销售额同比增长7.8%/6.8%/1.6%/16.3%。

### ■ 童装：1-5月淘系全网销售额同比+13%

- 根据第三方平台抓取数据显示，童装龙头品牌销售稳定。巴拉巴拉5月淘系全网销售额同比增长0.4%；男生女生由于去年同期低基数，5月销售额同比高增250.8%；英氏、安奈儿则分别同比下滑9.6%/8.8%。

表10：1-5月淘系全网男装销售额同比增长18%

月份	销售额 (亿元)	销售额 YoY	销量 (亿件)	销量 YoY	件均价 (元)	件均价 YoY
1月	154	31%	0.8	32%	186	8%
2月	74	159%	0.5	38%	149	6%
3月	114	42%	1.0	11%	116	-11%
4月	106	1%	1.0	-1%	104	-9%
5月	111	-23%	1.2	-15%	93	7%
1-5月累计	560	18%	4.5	17%	124	1%

资料来源：淘数据，申万宏源研究

表11：1-5月淘系全网女装销售额同比增长15%

月份	销售额 (亿元)	销售额 YoY	销量 (亿件)	销量 YoY	件均价 (元)	件均价 YoY
1月	346	47%	1.9	32%	167	11%
2月	197	102%	1.3	99%	155	1%
3月	284	14%	2.5	35%	136	-15%
4月	270	-11%	2.3	2%	132	-12%
5月	280	-10%	2.7	-10%	105	0%
1-5月累计	1378	15%	10.6	16%	130	-1%

资料来源：淘数据，申万宏源研究

表12：1-5月淘系全网童装销售额同比增长13%

月份	销售额 (亿元)	销售额 YoY	销量 (亿件)	销量 YoY	件均价 (元)	件均价 YoY
1月	69	34%	0.9	19%	167	12%
2月	32	127%	0.5	67%	155	36%
3月	48	13%	0.9	1%	136	12%
4月	47	-8%	0.9	-17%	132	11%
5月	58	-12%	1.3	-15%	105	4%
1-5月累计	255	13%	4.5	-2%	56	15%

资料来源：淘数据，申万宏源研究

## 2.3 前5月电商数据累计增长，但边际增速有所回落

### ■ 运动鞋服：1-5月天猫平台运动鞋服销售额同比+11%

- **国际品牌**：1) **Adidas** 5月天猫平台同比下滑58%至2.2亿元；2) **Nike** 5月天猫平台同比下滑32%至3.1亿元。
- **国内品牌**：1) **安踏** 5月天猫平台同比增长10%至4.1亿元；2) **李宁** 5月天猫平台同比增长27%至3.6亿元。
- **运动时尚**：1) **Fila** 5月天猫平台同比增长240%至2.4亿元；2) **Descente** 5月天猫平台同比增长76%至0.2亿元。

**表13：1-5月天猫平台运动鞋服销售额同比增长11%**

月份	销售额 (亿元)	销售额 YoY	销量 (万件)	销量 YoY	件均价 (元)	件均价 YoY
1月	45	33%	1,404	28%	321	4%
2月	28	70%	984	60%	287	6%
3月	44	7%	1,910	17%	230	-8%
4月	30	-13%	1,508	-2%	200	-11%
5月	33	-9%	1,691	-11%	193	3%
1-5月累计	180	11%	7,496	10%	240.3	1%

资料来源：淘数据，申万宏源研究

## 2.4 全行业存货持续改善，轻装之后周转效率提升

### ■ 全行业库存改善，轻装进入2021年

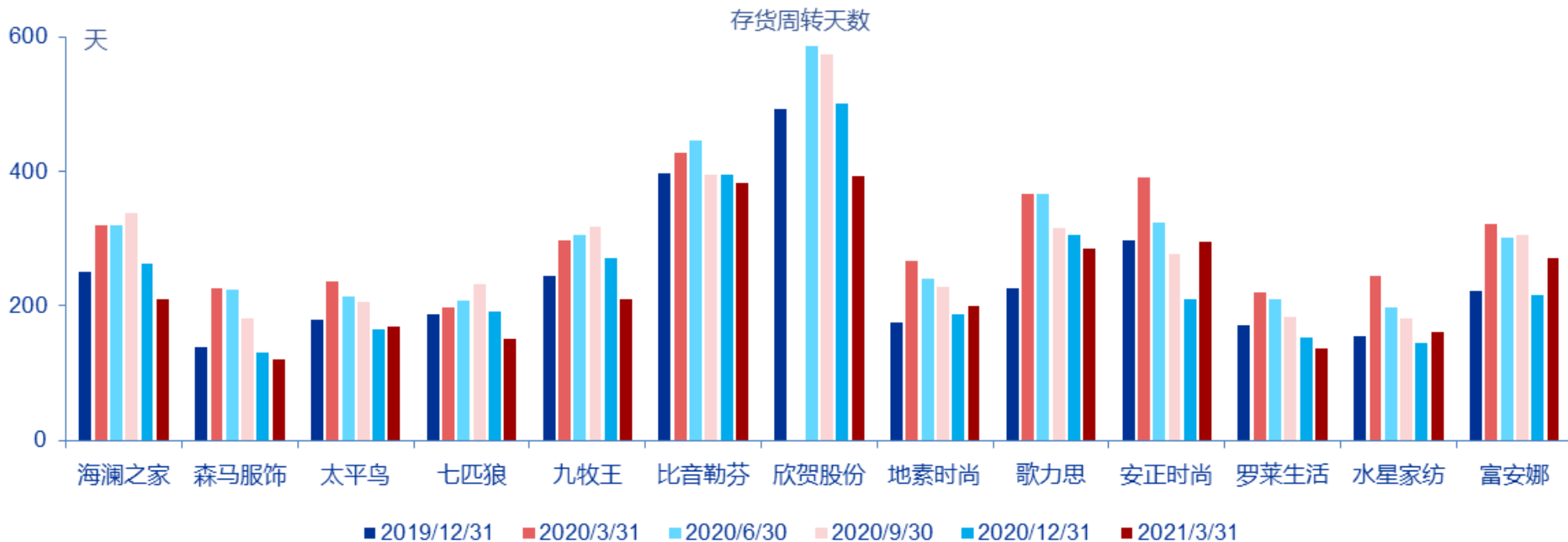
- 随着线上销售放量、线下零售恢复，2020下半年全行业存货快速改善。
- 从龙头公司来看，2021上半年存货周转率普遍延续较高水平。

表14：各子板块存货周转天数在2020年内均呈现大幅改善趋势

单位：天	2020/03/31	2020/06/30	2020/09/30	2020/12/31	极差
SW服装家纺	369	372	306	226	146
SW男装	241	223	220	193	49
SW女装	746	1057	683	403	654
SW休闲服装	229	201	178	140	90
SW鞋帽	320	266	263	202	118
SW家纺	224	196	203	165	60
SW其他服装	377	293	277	217	161

资料来源：Wind，申万宏源研究

图15：2020下半年起，服装家纺企业存货周转天数普遍出现改善





# 主要内容

---

1. 21年上半年板块走势和基本面回顾
2. 后疫情特征显现，龙头集中、高端占优、线上景气、库存改善
3. 把握新时代趋势，电商迭代、国潮崛起、多品牌化、数字转型、全球布局
4. 投资建议：运动产业链、国货轻奢、电商成长、价值坚守

### 3.1 电商模式快速迭代，直播电商正处于起步爆发期

- 直播电商成为常态化营销渠道，“高增长率+低渗透率”意味未来空间广阔

图16：电商模式的进化路径

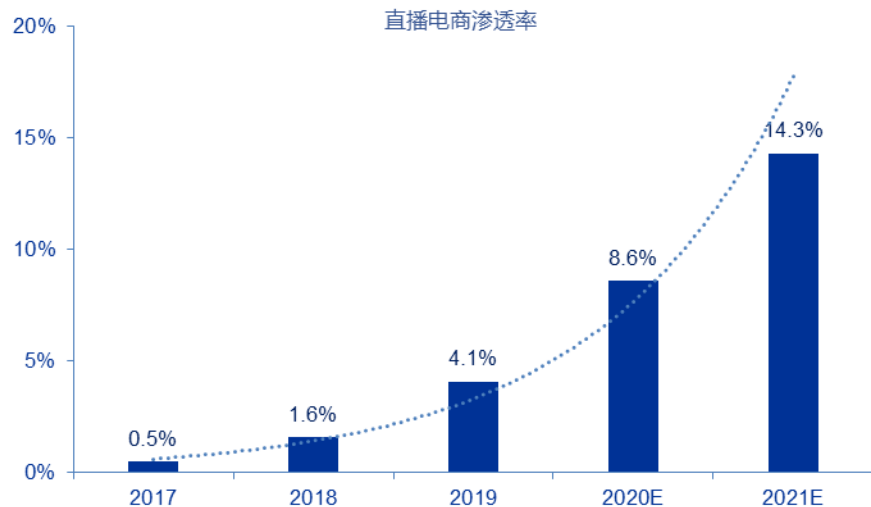


资料来源：虎嗅网《直播电商的生态江湖》，申万宏源研究

图17：2020年直播电商市场规模预计破万亿



图18：直播电商渗透率正处于起步爆发阶段



### 3.1 抖音电商飞速发展，抖店GMV同比增长超50倍

#### ■ 从淘宝时代到抖音时代，抖音电商定位“兴趣电商”开启新生态

- 2020年初，众多明星达人开启抖音直播带货，抖音内容化场景消费爆发式增长；2020年6月，字节跳动成立电商一级业务部门，正式发布“抖音电商”品牌；2020年8月，抖音奇妙好物节成交额突破80亿元；2021年1月，抖音抢新年货节成交额达到208亿元；2021年4月，抖音明确“兴趣电商”平台定位。
- 2021年1月抖店交易额飞速增长，较2020年同期增长超50倍；日益成为越来越多品牌、商家的长期经营阵地，一条全新的线上零售赛道初具规模。

图19：抖音“兴趣电商”的生意逻辑



资料来源：巨量算数《2021抖音电商生态发展报告》，申万宏源研究

### 3.1 锦泓线上打造多渠道融合，TW品牌抖音销售夺冠

- **线上打造多渠道融合的新零售**：①传统电商平台公域流量+微信小程序等私域流量；②头部主播合作带货+抖快平台自播销售；③KOL+流行平台，精准定位年轻潮流客群。
- **抢滩抖音直播+短视频，打造优质品牌经营场**：一方面TW产品风格、品牌故事契合抖音用户，另一方面抖音电商起步阶段欲打造标杆性成功案例，TW品牌受益新平台发展需要。
- **Teenie Weenie**：1-5月（5月数据截至5/22）抖音平台GMV分别为1.1/1.4/1.1/0.8/0.6亿元；截至5月22日GMV超5亿元，在全抖音服饰品类中排行第一。

图20：TW晋升全抖音服饰类销售冠军

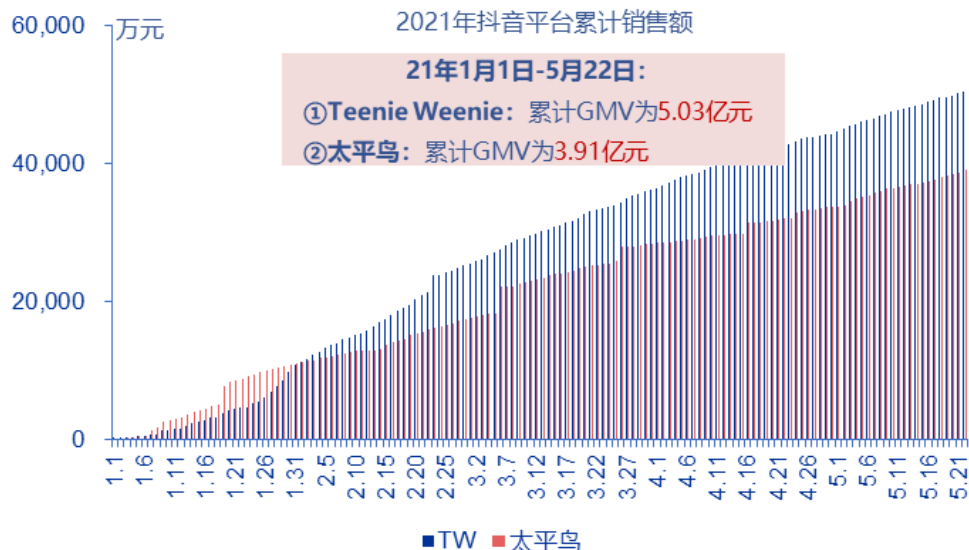


图21：2020年圣诞节推出圣诞短视频，获全网播放量6000万次



资料来源：新抖数据，申万宏源研究；注：5月数据截至5/22

资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 3.1 纺服品牌霸榜抖音618好物节，为最热销品类

### ■ 服饰内衣是抖音618好物节最热销的品类

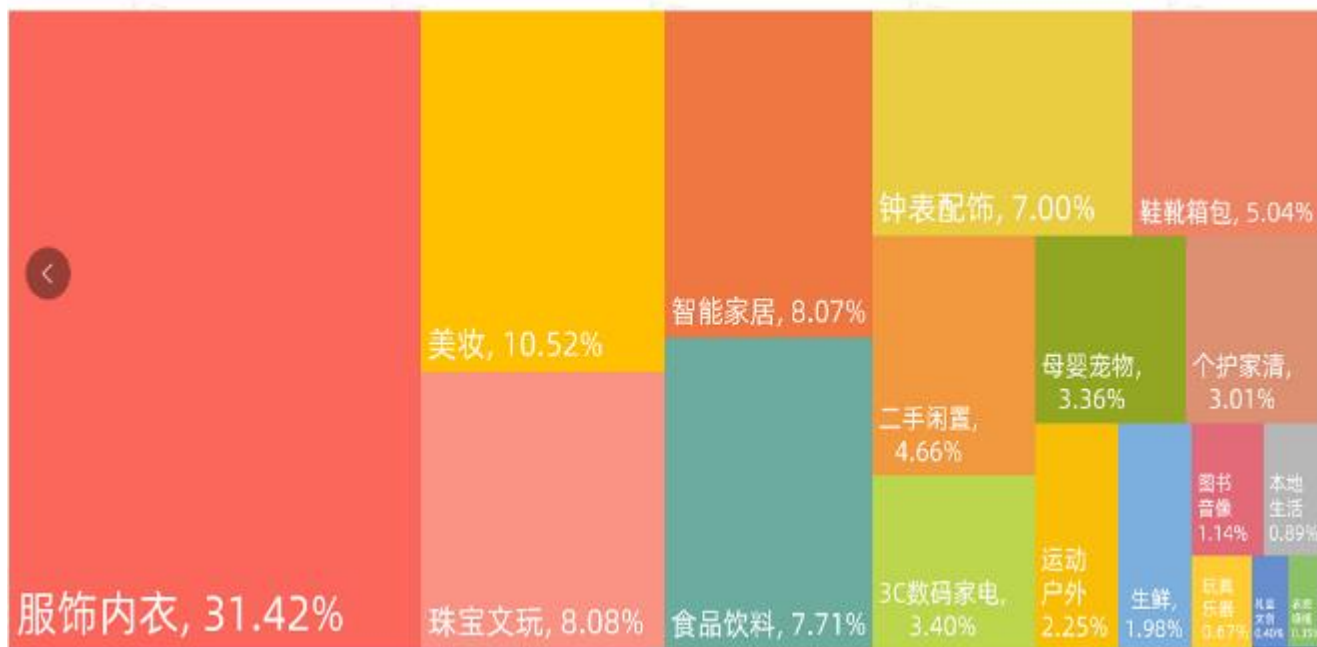
- 6/1-6/18抖音好物节正式期，服装内衣销售额占比31.4%，鞋靴箱包销售额占比5.0%，两者合计占比达到36.5%，位列全品类第一，远超美妆、珠宝文玩品类。

### ■ 服装鞋帽品牌占据抖音品牌自播榜前五名中的4席

- 6/1-6/18抖音好物节正式期，太平鸟销售额7424万元，Teenie Weenie销售额7302万，分列品牌自播榜第一、二位。

图22：抖音618好物节各品类销售额分布

图23：抖音618好物节品牌自播榜





## 3.2 H&M抵制新疆棉花事件后续效应显现，国货崛起正当时

- **消费者偏好转变，短期激发国货消费热情。**海外品牌3月在全国出现个别关店、客流骤减现象，反观李宁在官宣肖战成为全球代言人之后，同款商品呈上线秒光盛况。
- **商业优势再平衡，中期重塑国内品牌地位。**过去国内商场百货出于引流考虑，在店位选择、扣点优惠等方面给予国际大牌众多特权。随着消费者认同感日益提升，国内品牌有望不断提升产业链议价地位。
- **第三消费时代中，长期看民族品牌的崛起。**参照日本上世纪70-80年代，我国正处于以国产崛起为一大特征的第三消费时代，近年来电子、个护及鞋服产品的本土化已率先起势。

表15：3月争议事件发生之后，阿迪、耐克天猫销售额萎缩明显，安踏、李宁天猫销售额维持同比增长

天猫销售额（万元）	1月	2月	3月	4月	5月
阿迪达斯	83,098	51,248	44,214	16,560	21,502
YoY	11%	26%	-48%	-76%	-58%
耐克	66,026	33,285	56,516	20,498	30,967
YoY	49%	51%	-16%	-56%	-32%
安踏	32,792	23,975	43,551	42,408	41,397
YoY	14%	106%	47%	41%	10%
李宁	33,887	23,688	52,184	47,224	36,454
YoY	23%	92%	96%	68%	27%

资料来源：淘数据，申万宏源研究



### 3.3 国潮风起，李宁国际时装周点燃国潮之火

#### ■ 借势国际时装周，弘扬国潮之风：

从2018年的“悟道”主题打开国际市场，2019年的“行”主题延续中国文化，再到2020年的“运动的艺术”主题稳固李宁在时装界的定位，不断精进工艺、设计与营销，在国际时装周上以更成熟的姿态向世界展示中国品牌。

#### ■ 紧随时装周热点，国潮品牌搜索量激增：

时装周期间，李宁品牌的搜索量激增。根据百度搜索指数的统计，在2019年至2020年间，李宁品牌的搜索量在相应的纽约及巴黎时装周期间，取得高速增长，达到局部顶峰。

图24：中国李宁借国潮之势在时装周大获成功，搜索量激增



## 3.4 多品牌化接棒增长，开辟第二成长曲线

### ■ 多品牌化成为企业第二成长曲线

- **安踏**：对内主要创设了Anta Kids、Anta Athletic等细分品牌，对外相继收购了FILA、Sprandi、Descente等海外知名品牌，同时在2019年联合投资财团收购芬兰体育巨头Amer Sports，公司品牌矩阵不断完善。
- **特步**：公司旗下有特步、盖世威、帕拉丁、索康尼、迈乐共5个品牌，其中主品牌特步定位大众运动市场；帕拉丁和盖世威瞄准时尚运动群体；索康尼和迈乐则聚焦专业运动领域。2021年6月高瓴资本将投资6500万美元（约5.1亿港元）于特步环球，并共同发展“盖世威”及“帕拉丁”品牌的全球业务。

图25：特步多品牌矩阵

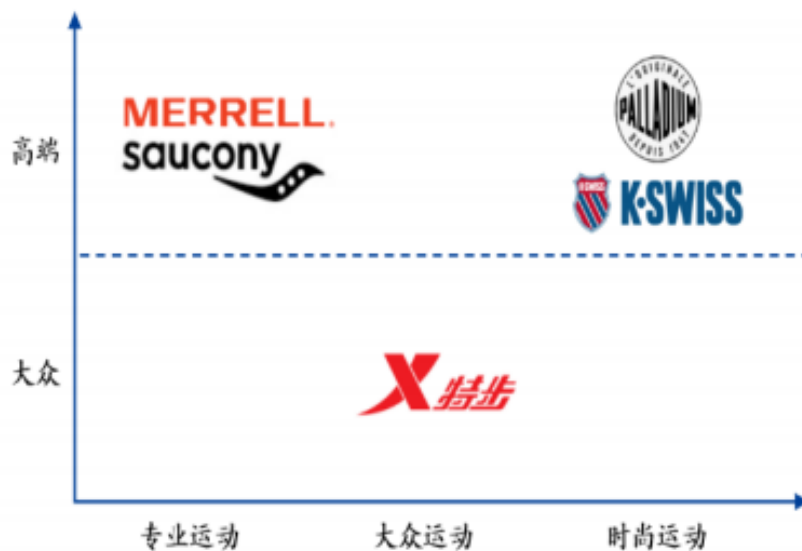


图26：安踏多品牌矩阵

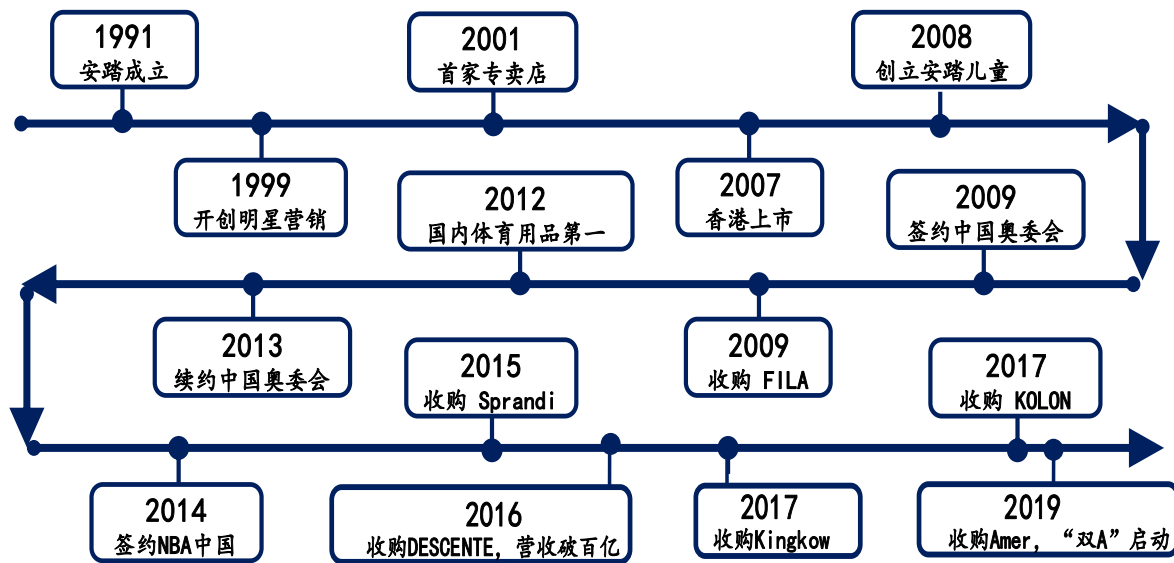
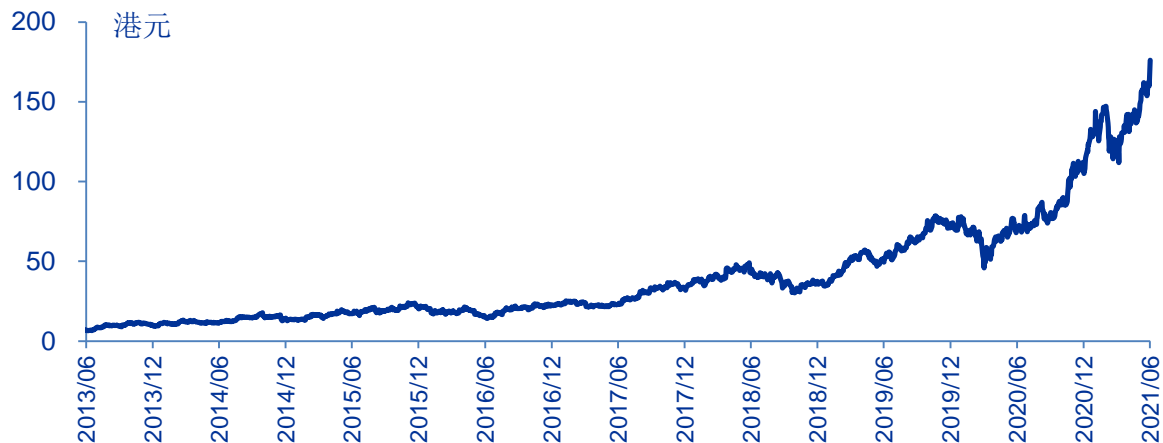


## 3.5 多品牌化接棒增长，开辟第二成长曲线

### ■ 安踏多品牌化的成功为公司开启第二成长曲线：

- 1 ) 2009年收购FILA
- 2 ) 2015年收购Sprandi
- 3 ) 2016年收购迪桑特
- 4 ) 2017年收购kingkow
- 5 ) 2017年收购可隆
- 6 ) 2019年收购Amer

图27：安踏股价以及收购历程

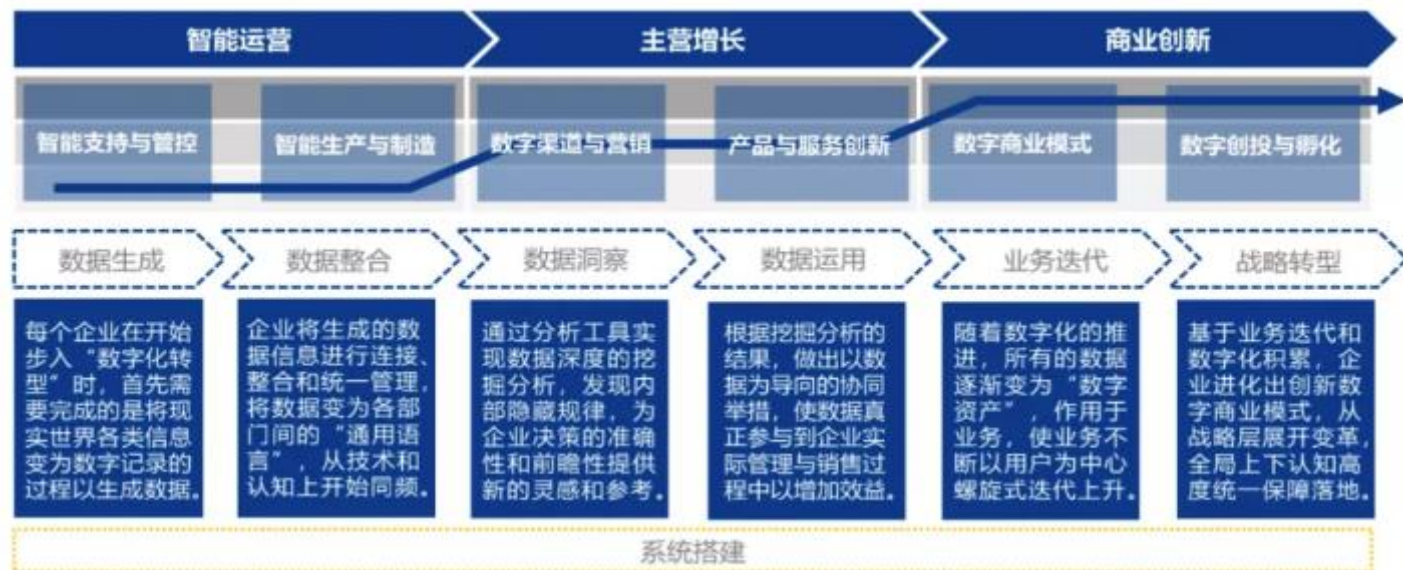




### 3.6 终端变革倒逼供给改造，数字化赋能成核心竞争力

- 快时尚需求迭代+消费线上化加速，倒逼强化消费者洞察，链接柔性供应链
- 数字化转型从单点改造延伸至涵盖销售、营销、物流、生产、采购全业务链
  - 1) **销售数字化**：在消费端重构人、货、场，在企业端运用数据工具改造，优化消费场景，提升销售效率。2) **营销数字化**：线上线下布局全方位的数据触点，再利用数据中台分析，洞察需求、精准营销、优化体验。3) **物流数字化**：搭建数字化物流基本架构，实现全过程的智能物流运营，并智能调度外部运输，提升货品送达效率。4) **生产数字化**：建立结构化的产品组模型，灵活调整各产品排产与产量，打造柔性供应链能力。5) **采购数字化**：整合内外部优质供应资源，基于数据分析预测采购需求，建立电商式全流程采购。

图28：企业数字化转型路径



### 3.7 企业数字化转型加速，科技型消费企业胜在未来

#### ■ 智能工厂+自动化仓储，提升供应链快速响应

- **欣贺股份**：依托自主建设的生产及物流配送中心搭建智能化的供应链体系。物流配送中心采用了WMS仓储管理系统及WCS自动化控制系统，通过应用机器人解决方案，降低了人工成本，提高了物流反应速度，同时运用HAIQ软件平台实现智能任务分配、库位优化及订单优化，使机器人可实时处理线上订单作业。2020年“双11”期间，仓储物流配送中心高效完成了超2亿元的订单量处理工作。

#### ■ 智慧门店+数据分析，强化终端消费者洞察

- **太平鸟**：2017年与阿里在大数据赋能、消费者运营和线上线下全渠道融合等领域开启全方位新零售战略合作。公司通过整合分析全渠道终端销售数据，捕捉消费者偏好，并及时反馈至设计团队，协助设计师把握市场流行趋势。此外，应用AI预估货品需求，优化柔性生产供应体系，快速设计生产出适销对路的产品。

图29：欣贺股份智能仓储物流配送中心外景



资料来源：欣贺股份，申万宏源研究

图30：太平鸟打造智慧门店



资料来源：太平鸟，申万宏源研究

- **以中山为开发设计中心**：背靠中国大陆丰富的开发设计人才供给和完整的鞋履制造产业链配套，深度参与品牌客户的产品开发设计过程。
- **以香港、中山为贸易结算中心**：充分利用香港国际金融中心的功能和结算便利，负责客户订单和供应商采购的货款往来。
- **以越南、中山、多米尼加、印尼、缅甸为生产制造中心**：坐享东南亚当地低成本的劳动力资源、土地厂房，以及优惠的税收政策，主要采取来料加工方式。

### 图32：华利集团的全球化业务布局





### 3.9 制造龙头产能率先出海，不断完善全球化布局

#### ■ 申洲国际：前瞻的海外扩张，充分利用当地要素资源，发挥国际贸易环境优势

- **从员工人数来看**，公司海外员工人数占比已超过40%，其中越南生产基地从2014年启动以来，2019年员工人数已发展壮大至2.45万人，占总人数的29%；柬埔寨工厂员工人数也达到1.26万人，占总人数的15%。
- **从资产规模来看**，公司在越南、柬埔寨投资兴建项目逐渐增多，非流动资产比例快速提升，至2020年两地资产已增超60亿元，占非流动资产总额的53.4%。

图33：申洲国际在海外的员工人数占比已超40%

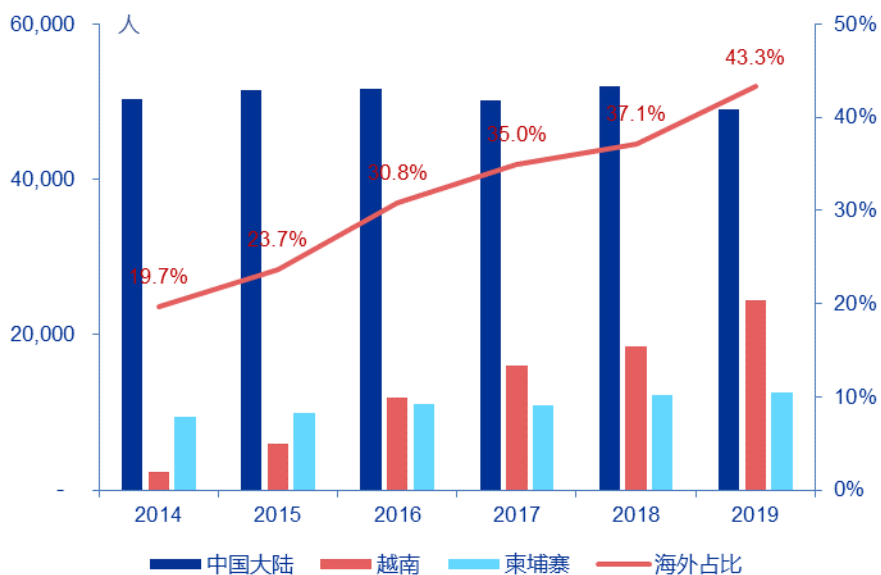
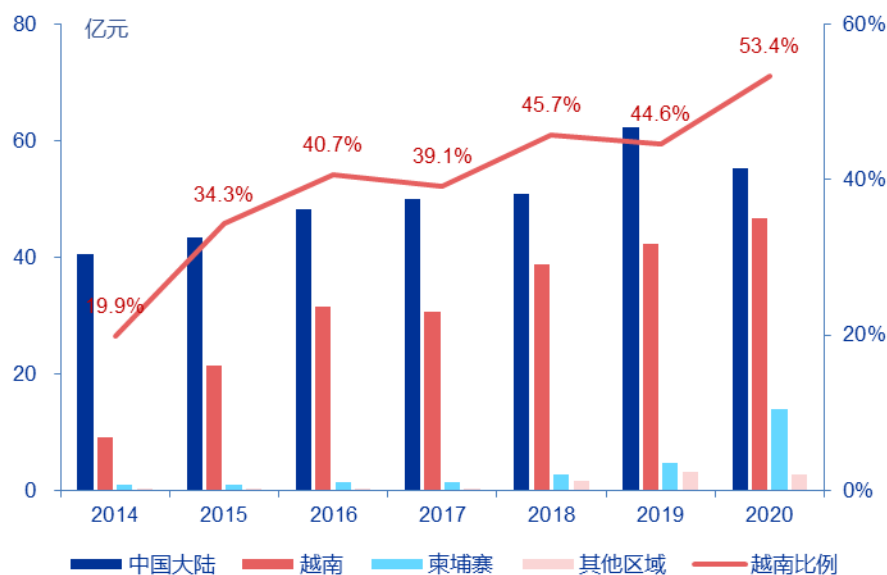


图34：申洲国际在海外的非流动资产占比已超50%



# 主要内容

---

1. 21年上半年板块走势和基本面回顾
2. 后疫情特征显现，龙头集中、高端占优、线上景气、库存改善
3. 把握新时代趋势，电商迭代、国潮崛起、多品牌化、数字转型、全球布局
4. 投资建议：运动产业链、国货轻奢、电商成长、价值坚守

## 4.1 投资建议

- **后疫情时代，多因素推动服装行业景气向上。**2021年一季度奠定全年增长基础，线上新渠道拓展叠加线下零售复苏接棒，继续看好纺服板块迎来“高业绩弹性、低估值回归”的双击行情，龙头公司中报预期靓丽。**把握长期主线：**
- **1) 运动产业链龙头：**由下游运动强劲需求驱动，推荐安踏体育、华利集团，建议关注李宁、申洲国际。
- **2) 国货轻奢品牌：**受益于国货自信增强及消费升级，推荐比音勒芬、欣贺股份、地素时尚。
- **3) 电商成长领军：**及时把握电商新趋势，推荐太平鸟，建议关注锦泓集团。
- **4) 价值坚守标的：**低估值、高分红在当前市场环境下具备吸引力，推荐海澜之家、森马服饰、罗莱生活、水星家纺。

## 4.2 安踏体育：主品牌边际改善，多品牌接力增长

### ■ 主品牌DTC边际改善，FILA继续增长主引擎，其他品牌接棒增长

- 主品牌DTC成效超预期，FILA继续强劲增速不减，店效仍有较大提升空间，其他品牌孵化成功，有望贡献显著业绩增量。

### ■ 国货龙头竞争格局持续向好，市占率有望稳步提升。

- 短期看安踏和Fila品牌零售额显著受益于事件影响，销量增长远超国际品牌。长期看更多消费者接触优质国产品牌，利于安踏市占率不断提升。
- 预计21-23年实现归母净利润为78.7/100.2/125.5亿元，对应PE为50/39/31倍，维持“买入”评级。（PE对应6月18日股价）

图35：2016-2020年营业收入



图36：2016-2020年归母净利润



## 4.3 李宁：悟道国潮，品牌形象重塑再攀巅峰

### ■ 品牌形象重塑，借国潮之势，进入量价齐升的高景气阶段

- 公司借中国李宁和时装周重塑品牌形象，提升品牌调性，带动李宁牌整体ASP提升。以国潮代表形象重新触达、渗透年轻消费群体，突破以往年轻消费群体的薄弱环节，消费群体结构变化推动品牌进入长期量价齐升的阶段。

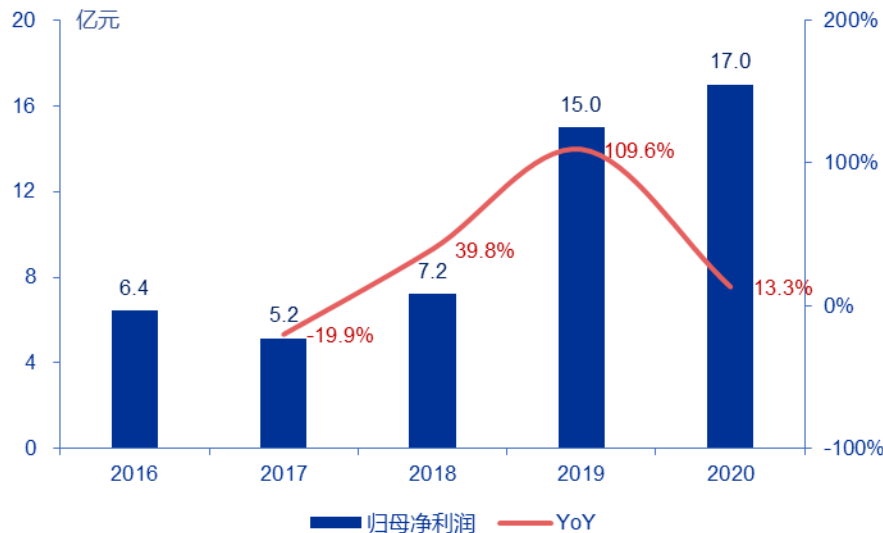
### ■ 品牌调性提升以及品类结构提升，带动毛利率上行，盈利能力有望持续提升

- 受益于品牌力提升以及品类结构改善，公司毛利率有望持续走高。期间费用仍高于行业，伴随经营效率提升和营销聚焦，未来仍有较大降费空间。

图37：2016-2020年营业收入



图38：2016-2020年归母净利润



## 4.4 华利集团：全球运动鞋ODM龙头，全年高增长可期

### ■ 客户拓展与产能扩张均迎新突破，奠定21全年业绩高增长基调

- **客户订单多点开花**：来自原有客户Nike、Deckers的收入增幅大，20年新拓展的客户On Running、Asics已开始下达订单，销售贡献将逐步显现。
- **产能规模扩大中优化**：21Q1公司在越南加码投产3个工厂，并在印尼建立第1个制鞋工厂，同期关闭2个规模较小的越南工厂。
- 预计21-23年实现归母净利润25.4/31.8/39.9亿元，同比增长35%/25%/25%，对应PE分别为46/37/29倍，维持“买入”评级。（PE对应6月18日股价）

图39：2017-2021Q1营业收入

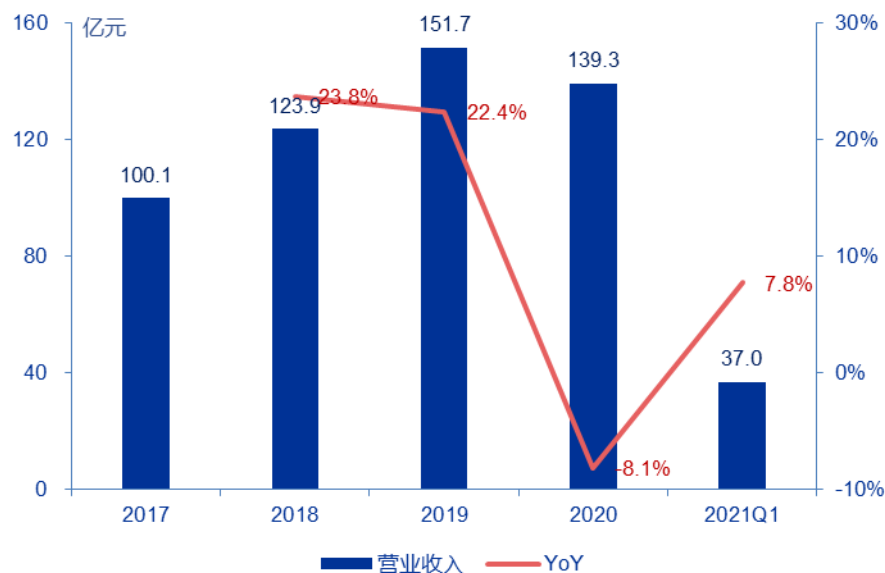
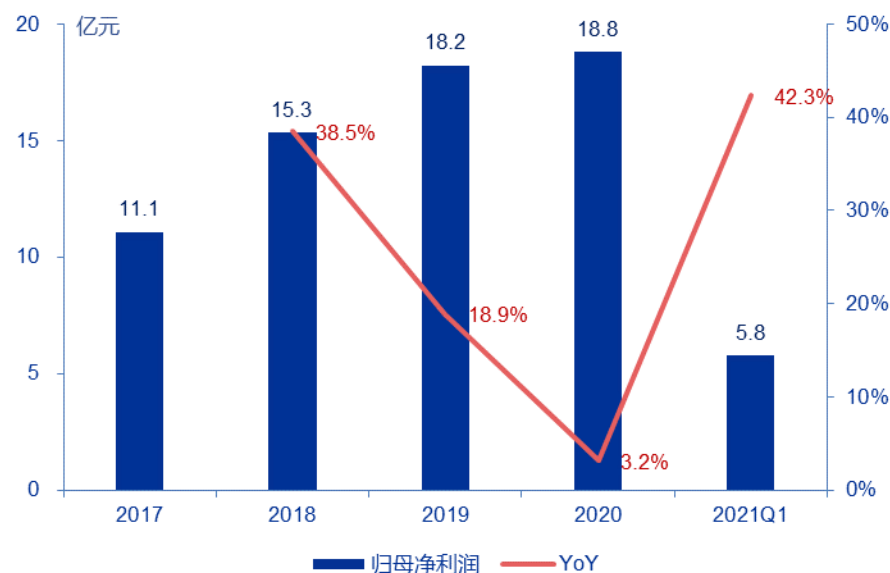


图40：2017-2021Q1归母净利润





## 4.5 比音勒芬：数字化转型加速，21H1延续高增长

### ■ 率先发布2021半年度业绩预告，21Q2创出传统淡季最佳业绩

- 21H1预计实现归母净利润2.3-2.5亿元，同比增长45%-55%；21Q2预计实现归母净利润0.83-0.99亿元，同比20Q2增长30%-55%，同比19Q2增长89%-126%。

### ■ 携手腾讯开启智慧零售时代，产品、品牌、渠道三力全优，受益于国货自信增强

- 预计21-23年实现归母净利润6.0/7.4/8.9亿元，同比增长25%/23%/20%，对应PE为22/18/15倍，维持“买入”评级。（PE对应6月18日股价）

图41：2017-2021Q1营业收入

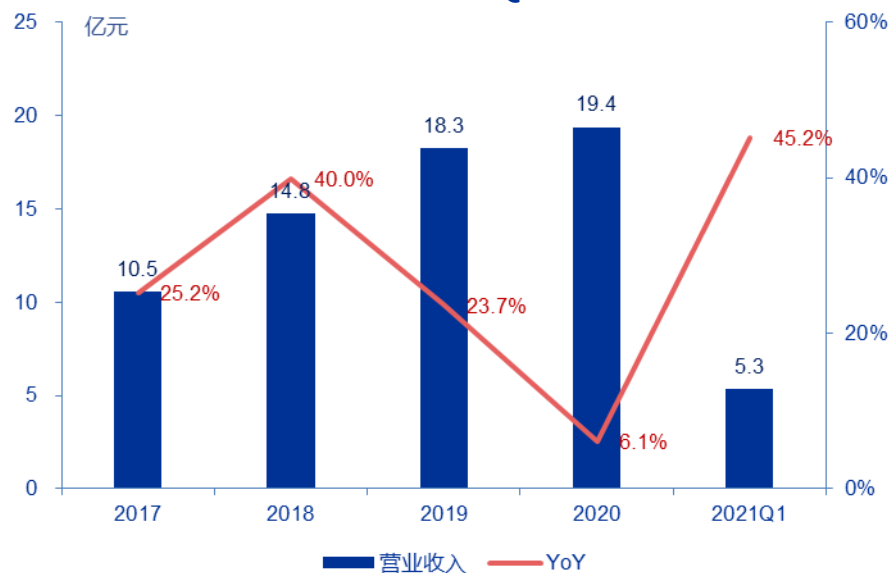
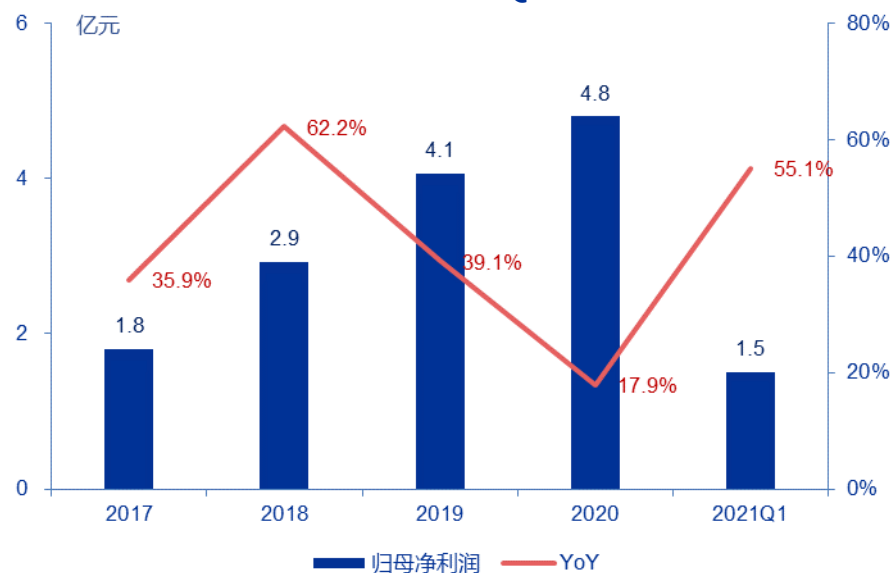


图42：2017-2021Q1归母净利润



## 4.6 欣贺股份：轻奢女装领军企业，步入高成长通道

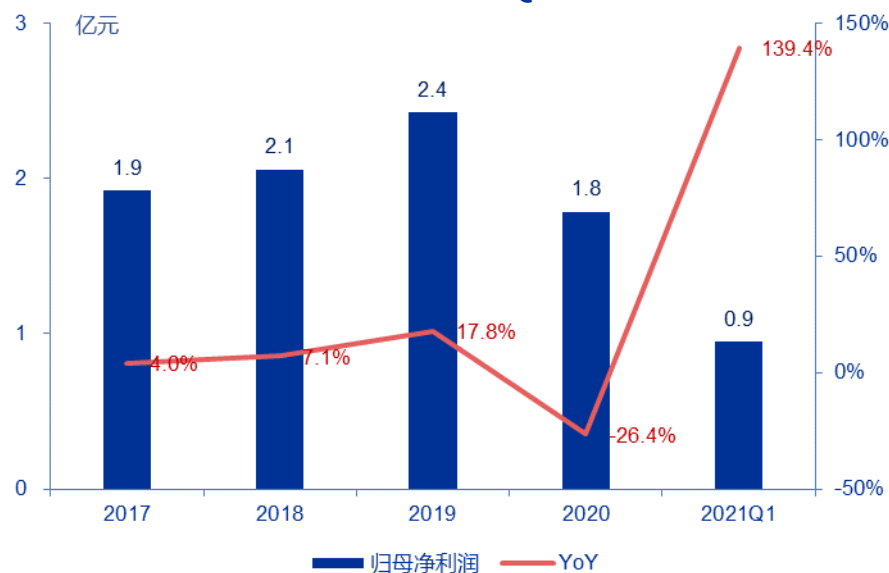
### ■ 过去三年改革逐步显效，21年将进入高成长通道

- 1) 渠道直营化改革落地，未来3年门店数量有望增加60%至800家以上，线上拓展抖音、小红书种草，20年电商占比21%仍有翻番空间。2) 智能供应链建设推进，全业务链数字化推动经营效率倍增，存货余额、库龄结构均呈改善趋势。3) 无龄化设计理念突出，多品牌增长、超40万优质VIP保障可持续释放成长潜能。
- 预计21-23年实现归母净利润3.6/4.3/5.2亿元，同比增长104%/18%/20%，对应PE为15/13/11倍，维持“买入”评级。（PE对应6月18日股价）

图43：2017-2021Q1营业收入



图44：2017-2021Q1归母净利润



## 4.7 地素时尚：本土高端女装领导者，盈利能力行业领先

### ■ 定位中国最好的时尚集团，以多品牌战略及差异化定位打造强品牌力和产品力

- 21Q1双位数高增，彰显品牌韧性。21Q1归母净利润2.0亿元（+60.1%），疫情下业绩稳健并迅速复苏，彰显品牌力及运营能力。
- 全渠道发力，电商提升增长斜率。20年线上、直营、加盟营收分别同比增长20.1%、10.7%、1.3%，线上快速放量有望提升增长斜率
- 预计21-23年实现归母净利润7.3/8.5/9.7亿元，增速为16%/16%/15%，对应PE为13/11/10倍，维持“增持”评级。（PE对应6月18日股价）

图45：2017-2021Q1营业收入

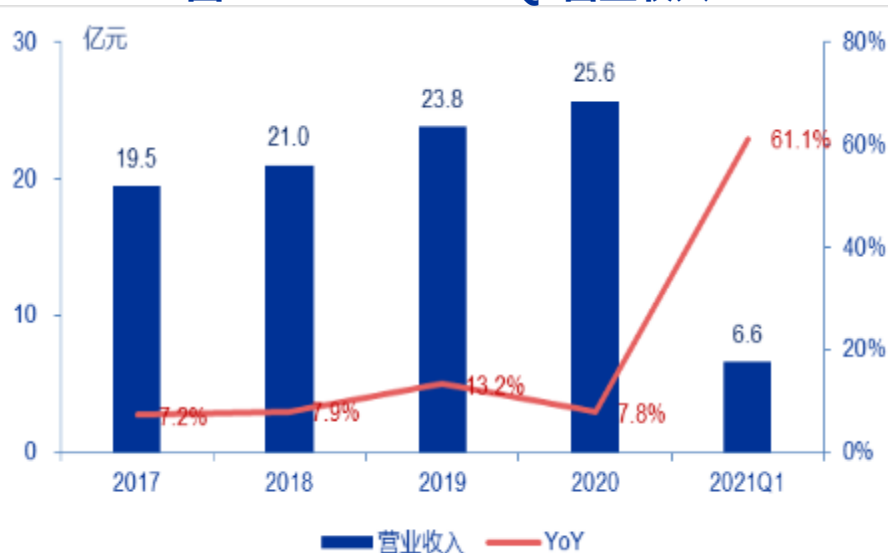
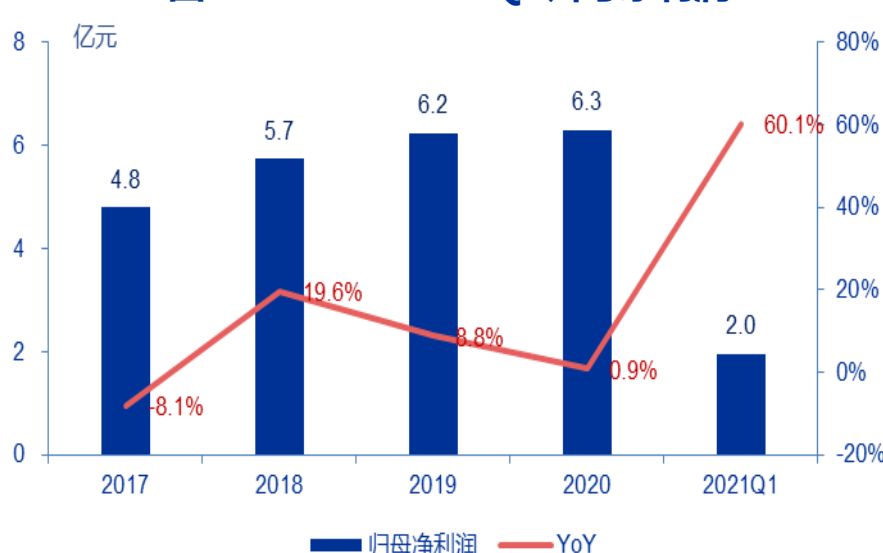


图46：2017-2021Q1归母净利润



## 4.8 太平鸟：多品牌全渠道发展，高质量增长未来可期

### ■ 变革元年，“品牌+商品+零售+组织”多方位重塑核心竞争力

- 1) **品牌端**：聚焦青年时尚，多品牌均衡发展。2) **商品端**：以顾客为中心，以数据为驱动，全面打通设计、生产、物流、营销等核心环节的货品供应全链路。3) **零售端**：全面拥抱新零售，在B站、抖音、小红书等量平台上，精准营销不同的圈层人群。4) **组织管理**：实行对标的管理方式，高目标牵引，对员工激励体系进行变革调整，充分调动员工价值创造的热情和积极性。
- 预计21-23年归母净利润9.2/11.1/13.4亿元，同比增长20%/17%/17%，对应PE为25/20/17倍，维持“买入”评级。（PE对应6月18日股价）

图47：2017-2021Q1营业收入

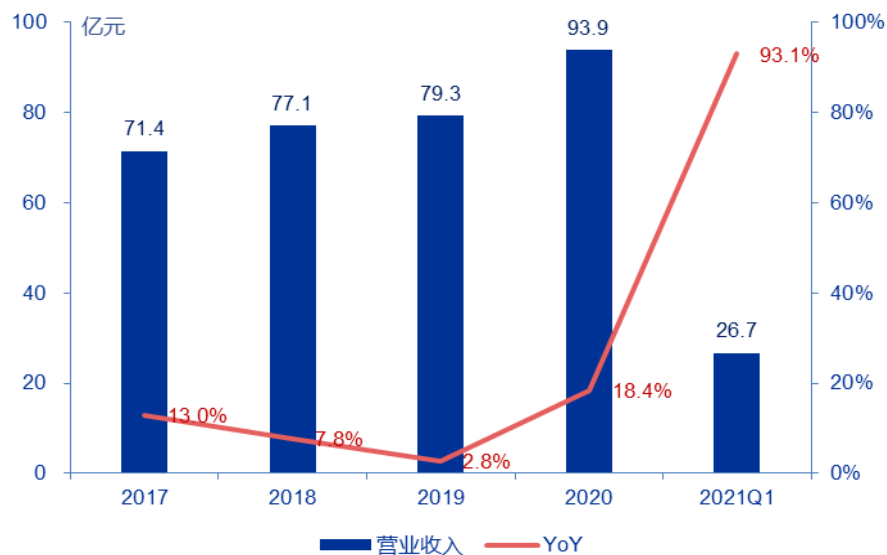
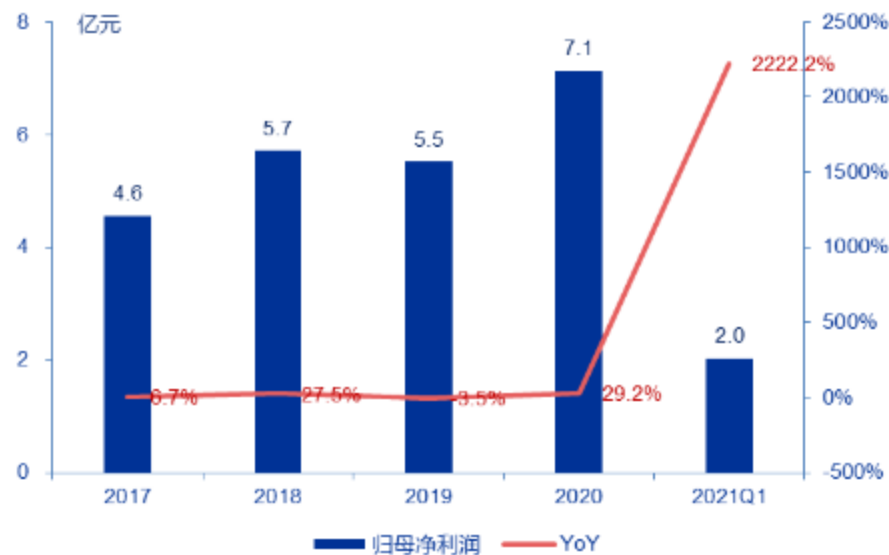


图48：2017-2021Q1归母净利润



## 4.9 海澜之家：男装白马龙头，新品牌落地发力二次增长

### ■ 品牌矩阵完善，主品牌地位稳固，新品牌表现亮眼，预计21年贡献利润

- 1) 主品牌增长稳健，新品牌快速崛起。海澜之家系列21Q1收入46亿元(+46%)；OVV借《三十而已》火爆出圈，20年增长65%；童装品牌英氏、男生女生20年收入6.3亿元、4.5亿元，海澜优选20年收入增长71%。
- 2) 盈利能力恢复，库存消化到位，电商增长持续提速。21Q1毛利率+8.4pct至43%，净利率+7.5pct至15%，存货下降至72.8亿元，为近5年一季度最低值，存货消化到位。21Q1线上收入5.7亿元(+88%)，收入占比超10%，拉动公司业绩增长提速。
- 预计21-23年实现归母净利润30.2/35.4/39.5亿元，增速为69%/17%/12%，对应PE为10/9/8倍，维持“增持”评级。(PE对应6月18日股价)



## 4.10 森马服饰：童装龙头地位稳固，逐月改善趋势良好

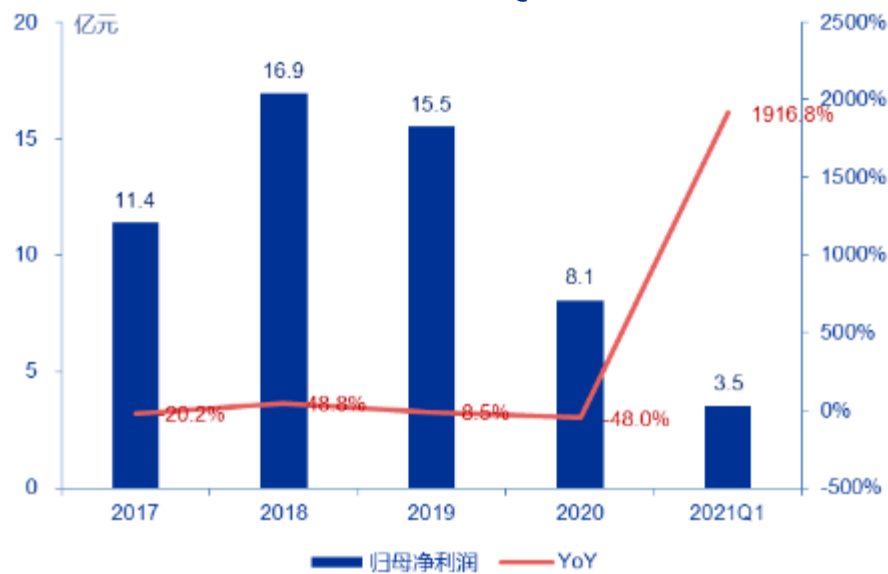
### ■ 剥离KIDILIZ之后的第一年，双业务均已恢复净开店，有望持续兑现业绩弹性

- 1-5月零售流水预计已恢复至19年同期的94%，缺口缩窄至6%。线上而言，1-5月全品牌同比19年增长20%，其中Balabala同比19年增长35%，森马同比19年下滑6%。**线下而言**，Balabala同比19年下滑不到5%，森马同比19年下滑30%。Balabala线上+线下从1-4月累计持平，到1-5月已同比19年已实现3%正增长。
- 预计21-23年实现归母净利润16.3/18.3/20.4亿元，同比增长103%/12%/11%，对应PE分别为20/18/16倍，维持“买入”评级。（PE对应6月18日股价）

图51：2017-2021Q1营业收入



图52：2017-2021Q1归母净利润





## 4.11 罗莱生活：受益于行业集中，家纺龙头开启二次成长

### ■ 坚持中高端定位顺应消费升级之势，历经19-20年蛰伏蓄力，21年重拾成长

- 1) 签约顶级流量偶像，品牌效应不断显现。20年10月官宣易烊千玺成为新代言人，并加大与慕思、史密斯等国际大牌的开发合作，不断扩大罗莱品牌的市场影响力。
- 2) 打造超柔科技体系，强化研发创新。先后开发新材料及新功能60种以上，核心专利项目涵盖纤维材料、功能助剂、黑科技面料、羽绒科技等多个领域。
- 3) 线上线下同步发力，推进零售转型。线下积极拓展购物中心等新渠道，预计21年恢复净开店目标200家；线上把握直播电商机遇，薇娅、李佳琦带货罗莱次数领先同行，消费者引流效果显著。
- 预计21-23年实现归母净利润7.0/8.2/9.4亿元，同比增长20%/17%/15%，对应PE分别为16/13/12倍，维持“买入”评级。（PE对应6月18日股价）

图53：2017-2021Q1营业收入



图54：2017-2021Q1归母净利润



## 4.12 水星家纺：电商基因深厚，提速全链路数字化

### ■ 电商渠道优势持续扩大，立足高性能打造品牌强势影响力，提升市场占有率

- 1) 布局多通路立体销售网络。构建线下+线上“一体两翼”新零售发展战略，其中线上聚焦天猫、京东等，扩充公域流量，引入小程序商城、直播自播，以及抖音、快手等社交电商平台种草，培育私域流量。
  - 2) 多层次媒体加深品牌推广力度。20年聘请孙俪、杨洋代言，利用 IP 热度结合代言人粉丝效应持续种草。
  - 3) 聚焦核心品类，精简产品SKU。20 年公司重点推出“好被芯·选水星”的品牌发展战略，深度聚焦被芯品类，把握消费者心智。
- 预计21-23年实现归母净利润3.6/4.2/4.9亿元，同比增长31%/17%/15%，对应PE分别为11/9/8倍，维持“买入”评级。（PE对应6月18日股价）

图55：2017-2021Q1营业收入

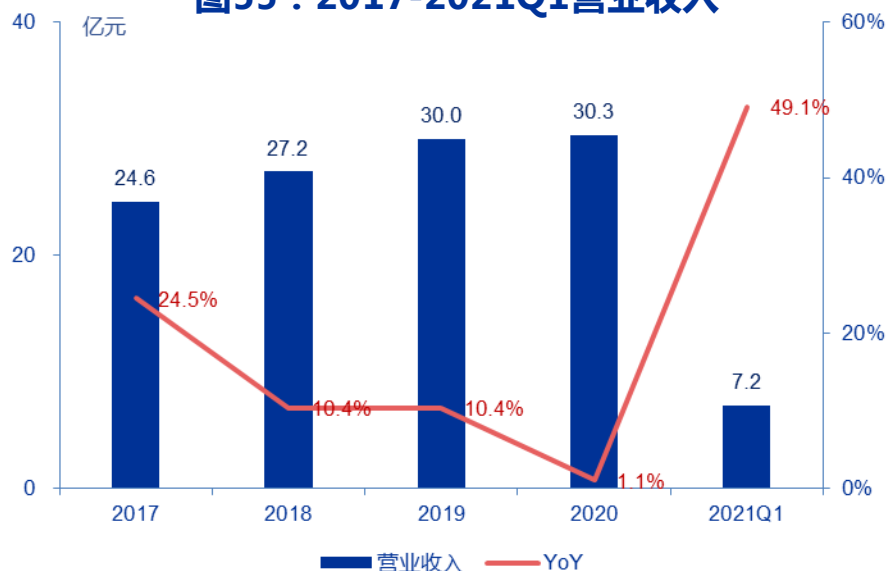
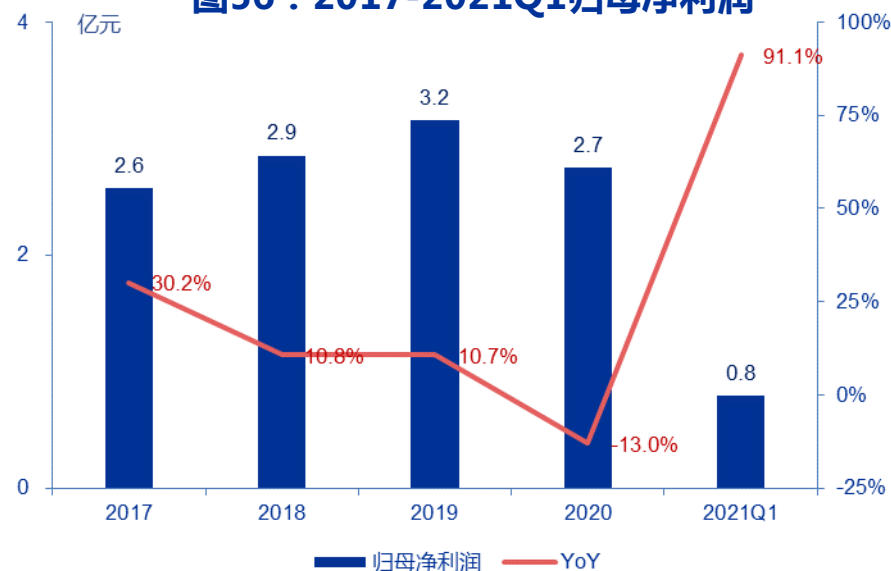


图56：2017-2021Q1归母净利润



## 4.13 盈利预测与估值

表16：纺织服装行业估值比较表

纺织服装	证券代码	公司简称	股价(元)	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS			PE			评级
			2021-6-18			21E	22E	23E	21E	22E	23E	
运动服饰	2020. HK	安踏体育	176.00	27.0	4,758	2.91	3.71	4.64	50	39	31	买入
	2331. HK	李宁	79.70	24.9	1,988	0.94	1.21	1.52	70	54	43	
大众服饰	600398. SH	海澜之家	7.26	43.2	314	0.70	0.82	0.91	10	9	8	买入
	002563. SZ	森马服饰	12.19	27.0	329	0.61	0.68	0.76	20	18	16	买入
	603877. SH	太平鸟	47.18	4.8	225	1.92	2.33	2.81	25	20	17	买入
	002029. SZ	七匹狼	6.31	7.6	48	0.32	0.36	0.41	20	18	15	增持
	601566. SH	九牧王	12.79	5.7	73	0.76	0.88	0.80	17	14	16	增持
	002875. SZ	安奈儿	10.74	1.7	18	0.30	0.38	0.78	36	29	14	增持
中高端服饰	002832. SZ	比音勒芬	24.47	5.5	134	1.10	1.36	1.63	22	18	15	买入
	003016. SZ	欣贺股份	12.58	4.3	54	0.84	0.99	1.20	15	13	11	买入
	603587. SH	地素时尚	19.89	4.8	96	1.53	1.80	2.01	13	11	10	增持
	603808. SH	歌力思	15.80	3.3	53	1.08	1.22	1.50	15	13	11	增持
	603839. SH	安正时尚	9.47	4.0	38	0.93	1.08	0.98	10	9	10	增持
家纺	002293. SZ	罗莱生活	13.20	8.3	109	0.85	0.99	1.14	16	13	12	买入
	603365. SH	水星家纺	14.30	2.7	38	1.34	1.57	1.82	11	9	8	买入
	002327. SZ	富安娜	7.63	8.3	63	0.74	0.87	1.02	10	9	7	增持
纺织制造	2313. HK	申洲国际	190.90	15.0	2,870	4.27	5.00	5.81	37	31	27	买入
	603558. SH	健盛集团	8.00	3.9	31	0.72	0.91	1.11	11	9	7	
	000726. SZ	鲁泰A	6.07	8.8	51	0.95	1.06	1.05	6	6	6	
	601339. SH	百隆东方	5.23	15.0	78	0.24	0.27	0.73	22	20	7	
	300577. SZ	开润股份	20.83	2.4	50	1.14	1.42	1.71	18	15	12	
	300979. SZ	华利集团	99.78	11.7	1,164	2.17	2.73	3.42	46	37	29	

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：所列港股股价、市值的货币单位为港币，其余均为人民币

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swwhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swwhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swwhysc.com

### A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 10% ~ 20%；
持有 (Hold)	：相对市场表现在 - 10% ~ + 10%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 10% ~ 20%以下；
卖出 (SELL)	：相对弱于市场表现 20%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

王立平  
wanglp@swsresearch.com