

战略延伸，静待复苏

上次评级：落后大势

报告摘要：

品牌服饰：终端持续复苏，质优公司表现分化。2020年初爆发新冠疫情，影响整体零售业正常运营，其中可选消费品服装受影响较大。2020年1~9月限额以上纺织服装类同比下降12.4%，其中8月同增4.2%，为今年以来首次正增长，9月同增8.3%，复苏趋势较强。在各细分板块中，运动鞋服表现出较高恢复弹性，大众服饰和中高端服饰仍处于恢复中。其中质优公司在疫情期间表现出较强运营能力，终端恢复领先行业。

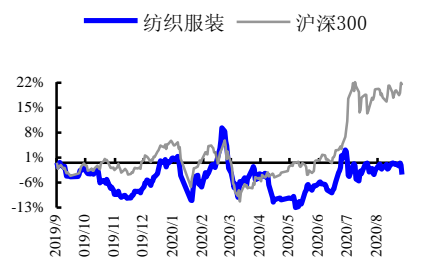
积极拥抱新零售，加速电商布局趋势明显。疫情催化消费者习惯的重塑，加速了电商渠道的发展。2020年1~9月，实物商品网上零售额增长15.3%，穿着类累计同比增长3%。疫情期间消费者居家隔离，上网时间骤增，各品牌积极布局新零售，提高微信小程序、微信购物群等方式的试用，加快布局直播电商等。如地素时尚在疫情期间推出一店一商城、海澜之家布局直播间、比音勒芬发力线上等。

加工制造：疫情带来不确定性，龙头优质集中。Q1受到延期复工影响，企业开工受阻，而从Q2开始随着国外疫情加剧，需求端承压。行业加速洗牌，优质供应商进一步证实自身实力，龙头优势集中。纺织制造是一个相对成熟的行业，上下游关联密切，市场竞争激烈。因而具备一定规模、完成上下游一体化布局的大企业更能保证稳健运营，从而获取更多的市场份额。

投资建议：Q3以来终端销售复苏，以及2020冷冬预期、农历春节晚，双重催化有利于整个品牌服饰板块。从基本面来看，疫情危机下催化了服饰公司新零售布局、供应链高效管理、加速质优渠道布局，整体运营能力得到提升。从估值角度来看，目前品牌服饰板块对应2020年PE为17X，具备一定吸引力。具体来看，优质公司依旧表现优于行业平均水平。核心推荐【比音勒芬】、【地素时尚】、【森马服饰】。

风险提示：宏观经济增速放缓风险；终端消费低迷风险；海外疫情二次爆发，影响出口订单情况；各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等；汇率波动风险。

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-1.75%	3.28%	-3.35%
相对收益	1.27%	-10.15%	-19.08%

行业数据

成分股数量（只）	89
总市值（亿）	4487
流通市值（亿）	3634
市盈率（倍）	34.29
市净率（倍）	1.64
成分股总营收（亿）	3513
成分股总净利润（亿）	106
成分股资产负债率（%）	49.53

相关报告

- 《2020年中报总结：终端恢复，表现分化》
--20201101
- 《地素时尚（603587）：线上发力，运营稳健》
--20200504
- 《歌力思（603808）：EdHardy仍在调整，出让百秋增厚业绩》
--20200505
- 《森马服饰（002563）：短期业绩承压，积极优化渠道&存货结构》
--20200505

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
比音勒芬	17.75	1.32	0.91	1.14	13.31	19.51	15.57	买入
地素时尚	22.25	1.56	1.31	1.52	14.26	16.98	14.64	买入
森马服饰	8.72	0.58	0.22	0.58	15.03	39.64	15.03	买入
太平鸟	40.21	1.17	1.29	1.48	34.37	31.17	27.17	买入
健盛集团	9.89	0.68	0.51	0.7	14.54	19.39	14.13	买入

目 录

1.	品牌服饰：运营优化、终端改善、表现分化.....	4
1.1.	2020 年：疫情笼罩，终端积极复苏.....	4
1.2.	2021 年：战略转型深化，盈利改善.....	5
1.3.	分板块来看：运动鞋服高景气，大众&中高端复苏拐点显现.....	6
2.	加速布局电商，积极拥抱新零售	13
2.1.	疫情催化消费者习惯重塑，电商加速发展.....	13
2.2.	直播带货成为销货新宠.....	14
2.3.	质优品牌通过高效运营拉开差距	17
3.	加工制造：疫情带来不确定性，优选龙头	20
3.1.	防护产品拉动纺织品出口增速.....	20
3.2.	加速洗牌，优选龙头.....	21
4.	板块表现、估值及投资策略.....	22
4.1.	板块表现.....	22
4.2.	估值水平.....	24
5.	投资策略.....	26
6.	重点公司推荐	27
	风险提示.....	28

图表目录

图 1:	社会消费品零售总额分月同比增速 (%)	4
图 2:	社会消费品零售总额累积同比增速 (%)	4
图 3:	限额以上纺织品服饰零售额分月同比增速 (%)	4
图 4:	限额以上纺织品服饰零售额累积同比增速 (%)	4
图 5:	实物商品当月网上零售额及同比增速 (%)	5
图 6:	网上零售额及零售总额同比增速 (%)	5
图 7:	近三年城乡社会消费品零售额同比	5
图 8:	GDP 与限上纺织品服饰零售额季度累计同比增速比较.....	6
图 9:	GDP 比限上纺织品服饰零售额季度累计同比增速的比值	6
图 10:	中国运动鞋服市场规模.....	6
图 11:	中国运动鞋服市场竞争格局趋于集中	7
图 12:	2019 年 CR10 市占率情况.....	7
图 13:	小众运动兴起.....	7
图 14:	安踏体育的品牌矩阵.....	8

图 15: 安踏 X 汤普森	8
图 16: 中国童装市场规模	9
图 17: 中国童装市场龙头集中	9
图 18: 2010~2019 年 CR5 和 CR20 变化情况	9
图 19: 海外快时尚公司大中华区终端渠道情况	10
图 20: 海外快时尚品牌促销关店	10
图 21: 核心大众服饰公司终端渠道情况	10
图 22: 核心大众服饰公司线上线下销售增速	10
图 23: 海澜之家 X 周杰伦	11
图 24: 联名款 X 跨界联名, 提高时尚度	11
图 25: 核心中高端服饰公司终端渠道情况	12
图 26: 核心中高端服饰公司线上线下销售增速	12
图 27: 网民规模和互联网普及率	13
图 28: 网购用户规模及网购使用率趋势	13
图 29: 网上商品和服务当月零售额及同比增速	14
图 30: 网上实物商品 (累计值) 渗透率	14
图 31: 2017-2020 年直播电商市场规模 (亿元)	15
图 32: 2020 年 3 月主要直播电商平台 MAU (万)	15
图 33: 各直播电商平台消费者关注产品品类	15
图 34: 太平鸟 X 李佳琪、刘涛直播	16
图 35: 波司登品牌直播	17
图 36: SHEIN 产品展示	19
图 37: 太平鸟数据驱动管理	20
图 38: 纺织品服装及全国出口累计同比增速	21
图 39: 纺织品和服装出口累计同比增速	21
图 40: 龙头制造公司具备较强运营稳定性	21
图 41: 龙头制造公司具备较强盈利能力	22
图 42: 年初至今各板块市场表现	22
图 24: 2017 年至今品牌服饰板块和沪深 300 涨幅	23
图 43: 年初至今品牌服饰板块市场表现	23
图 44: 年初至今纺织制造板块市场表现	24
图 45: 年初至今运动鞋服板块市场表现	24
图 46: 各板块估值 2020 年处于 05 年以来历史分为水平	24
图 47: 品牌服饰、加工制造板块估值变化	25
 a 表 1: 运动鞋服公司终端流水情况	 8
表 2: 中高端服饰多品牌布局情况	12
表 3: 各平台头部主播情况	15
表 4: 各平台头部主播情况	17
表 5: 核心公司估值情况	26

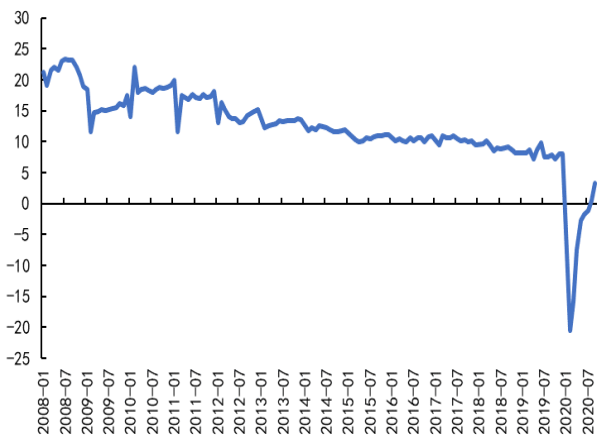
1. 品牌服饰：运营优化、终端改善、表现分化

1.1. 2020 年：疫情笼罩，终端积极复苏

2020 年初爆发新冠疫情，影响整体零售业正常运营，其中可选消费品——服装受影响较大。2020 年 1-9 月社会消费品零售总额 273324 亿元，同比下降 7.2%，其中 9 月同比增长 3.3%，增速环比提高 2.8pcts。2020 年 8 月，限额以上纺织品服装零售额同比增长 4.2%，为今年以来首次正增长；9 月，限额以上服装鞋帽类零售额当月同比增长 8.3%，显示出较强复苏趋势。

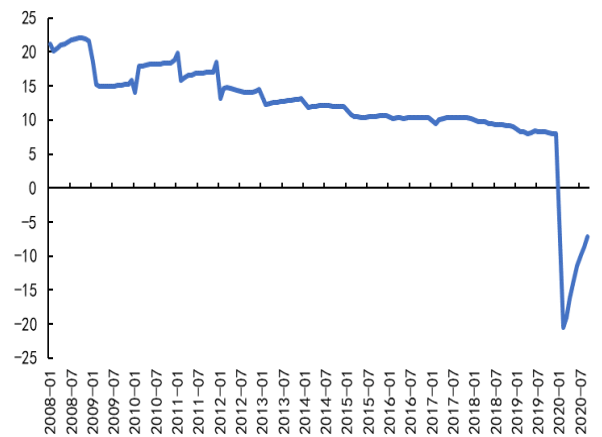
具体来看，Q1 受新冠疫情影响，居民居家隔离，商场人流寥寥，导致社会消费品零售总额同比显著下滑，服饰零售额同比更甚，3 月限额以上纺织品服饰零售额同比跌幅达到 -34.8%。Q2 随着疫情逐步控制，终端零售降幅迅速收窄，环比不断改善。Q3 限额以上服装鞋帽类零售额同比增速首次转正。

图 1：社会消费品零售总额分月同比增速（%）



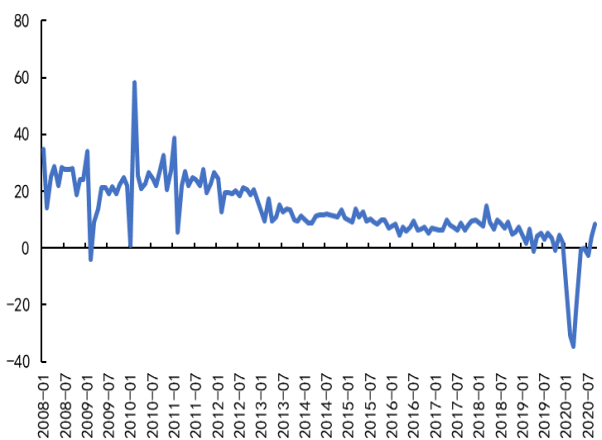
数据来源：wind，东北证券

图 2：社会消费品零售总额累积同比增速（%）



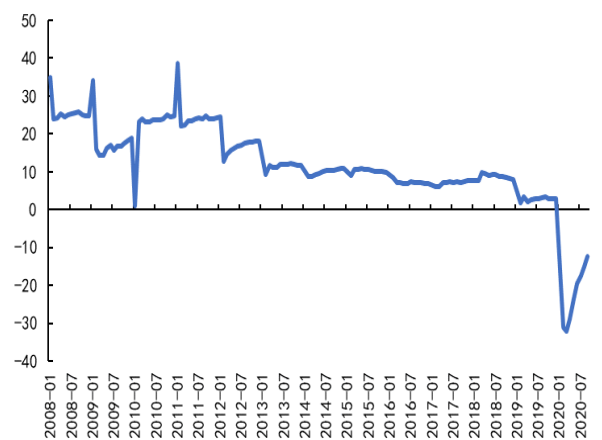
数据来源：wind，东北证券

图 3：限额以上纺织品服饰零售额分月同比增速（%）



数据来源：wind，东北证券

图 4：限额以上纺织品服饰零售额累积同比增速（%）

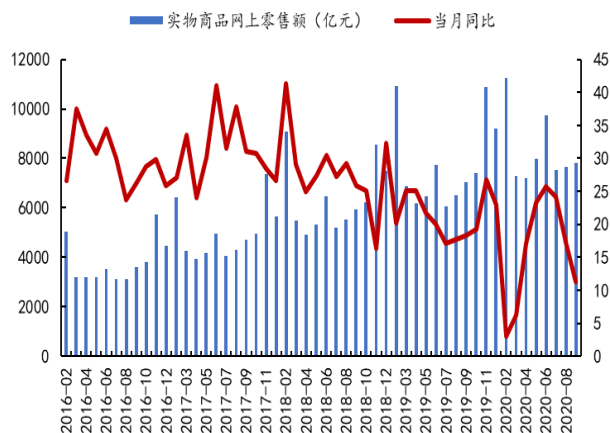


数据来源：wind，东北证券

分渠道来看，线上明显好于线下。2020 年以来，线上线下零售规模均缩窄，但线上同比增速明显好于线下。1~9 月，网上零售累计同比增长 10%，其中实物商品网上

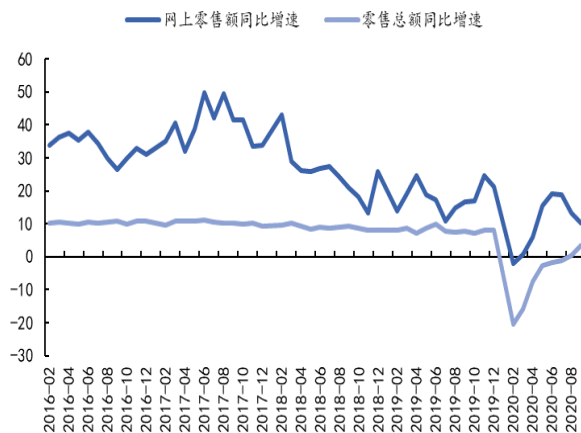
零售额增长 15.3%，穿着类累计网上销售额增速小于吃类和用类，同比增长 3%。

图 5：实物商品当月网上零售额及同比增速（%）



数据来源：wind，东北证券

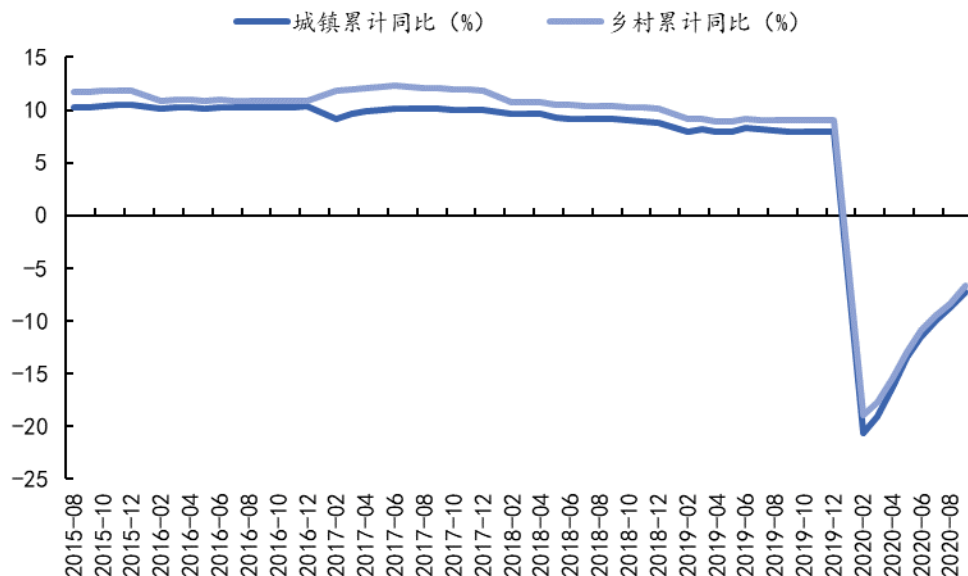
图 6：网上零售额及零售总额同比增速（%）



数据来源：wind，东北证券

分结构来看，乡村地区受冲击程度略微低于城镇地区。在疫情发生之前，乡村累积同比与城镇累积同比保持了 10%+ 的增长优势，2 月疫情对零售影响显现，城镇/乡村社销同比下降 20.7%/19%。在疫情峰值过后，乡村消费品零售回暖速度好于城镇，截至 9 月，城镇消费品零售额及乡村消费品零售额分别同比下降 7.3%/6.7%。

图 7：近三年城乡社会消费品零售额同比



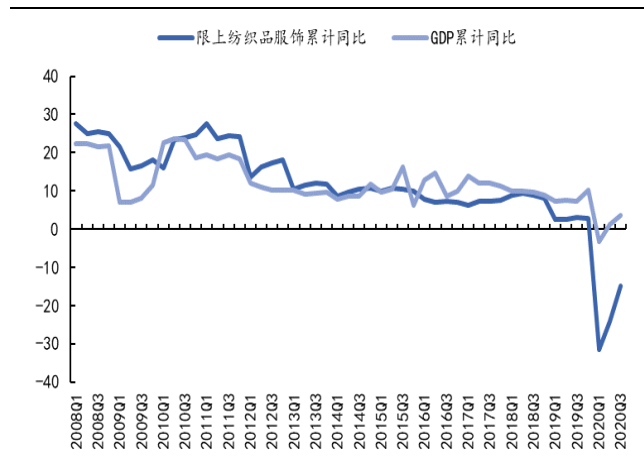
数据来源：wind，东北证券

1.2. 2021 年：战略转型深化，盈利改善

我们判断 2021 年服饰终端消费有望恢复稳健增长。2020 年全球经济受疫情影响有所低迷萎缩，财政收支为达平衡有望显著增加支出投入。在近期疫情情况转好情况下，消费持续回暖，市场经济情况逐渐修复。据国际货币基金组织 IMF 预测，2021 年 GDP 增速预计为 8.2%，叠加 2020 年整体受疫情影响，2021 年服饰零售增速维

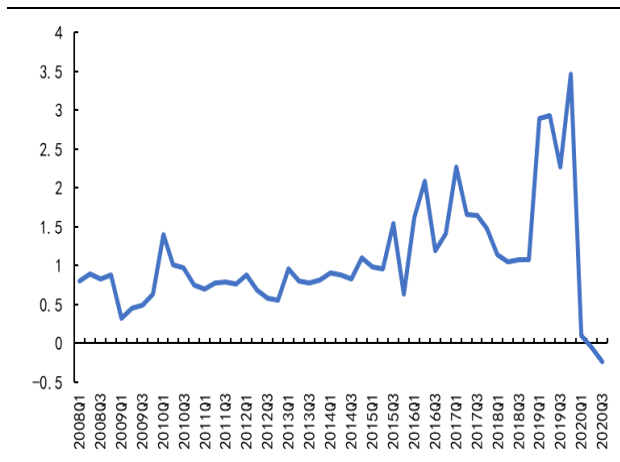
持中高单位数增速。

图 8: GDP 与限上纺织品服饰零售额季度累计同比增速比较



数据来源: wind, 东北证券

图 9: GDP 比限上纺织品服饰零售额季度累计同比增速的比值



数据来源: wind, 东北证券

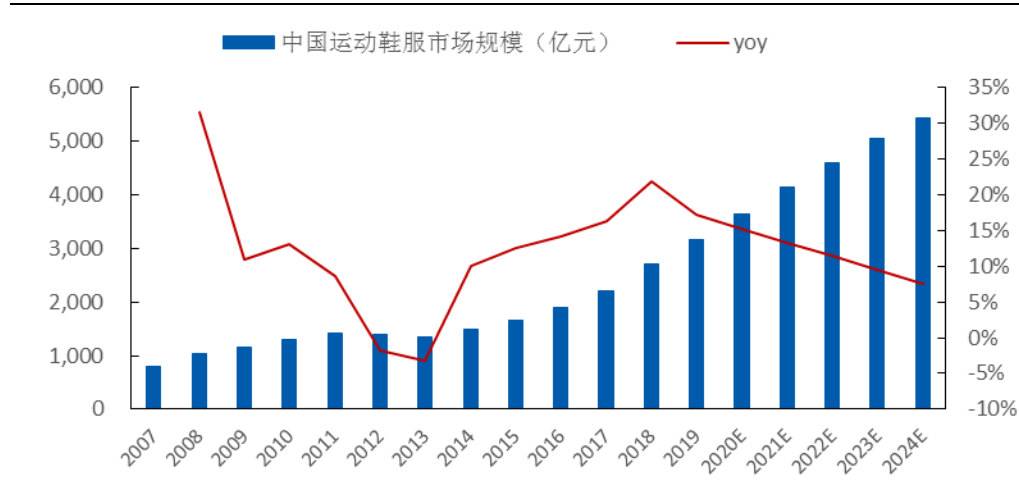
1.3. 分板块来看：运动鞋服高景气，大众&中高端复苏拐点显现

2020 年初至今，终端零售受疫情影响，各细分板块表现出不同的终端恢复能力。其中，运动鞋服板块相对处于景气高位，终端恢复弹性较大，大众服饰与中高端服饰板块仍处于恢复中，但不同公司表现有所差异。

■ 运动鞋服：景气维持高位，终端复苏弹性大

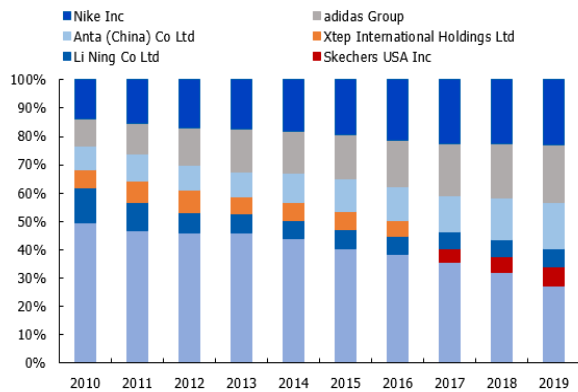
行业景气度延续上行趋势，竞争格局趋于稳定。从市场空间来看，据 Euromonitor 测算，2013 年~2019 年我国运动鞋服市场规模年均复合增速超过 15% 达到 3166 亿元，预计未来仍将保持高单位数的复合增速发展。从竞争格局来看，2010 年~2019 年我国运动鞋服市场 CR5 从 50% 提升至 73%。具体来看，海外龙头 Nike 和 Adidas 稳居 TOP2，市占率从 2010 年的 14%/10% 提升至 2019 年的 23%/20%。安踏作为本土运动鞋服第一品牌 2019 年市占率达 16%（包括 FILA），李宁稳定在 7% 左右。

图 10: 中国运动鞋服市场规模



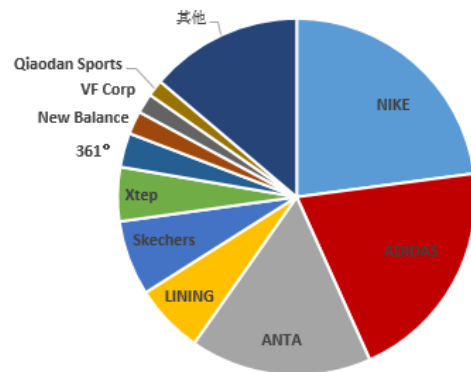
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 11：中国运动鞋服市场竞争格局趋于集中



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 12：2019 年 CR10 市占率情况



数据来源：Euromonitor，东北证券

全民健身时代，新品类需求崛起。①居民健身意识普遍提高。根据 Frost&Sullivan 统计，中国全民常规体育运动参与率由 2014 年 14.7% 提高至 2018 年 18.7%；②政策扶持体育行业发展。2014 年出台《国务院关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见》指出到 2025 年，中国体育产业的市场规模有望超过 5 万亿人民币。2016 年出台的各项文件中均表明中国健身休闲是体育产业的重要子行业；③小众运动需求崛起。我国滑雪场从 2012 年的 348 家增长至 2019 年的 770 家，滑雪人次从 800 万增加至 2090 万次，CAGR 近 15%；瑜伽、单车、攀岩等运动成为年轻人运动新宠，根据艾媒数据统计，这三项运动 25~35 岁运动人数占比分别为 55%、52%、45%。

图 13：小众运动兴起



数据来源：互联网，东北证券

2020 年上半年终端受疫情影响较大，下半年显示出较强的恢复弹性。2020Q1 终端受疫情影响较大，安踏品牌终端流水下滑 20%-25%，FILA 品牌中单位数下滑，李宁线下渠道下滑 20%~30%，特步国际和 361 度均出现 20%+ 的下滑。从 Q2 开始，

运动鞋服率先呈现复苏之态，各品牌降幅均收窄，其中 FILA 等品牌终端转正。Q3 恢复进一步加速，安踏品牌终端流水同比转正，FILA 品牌实现 20%~25% 的增长，安踏旗下其他品牌同比增长 50%~55%；李宁线下为低单位数下滑，线上同增 40%~50%；特步国际同比转正。

表 1: 运动鞋服公司终端流水情况

		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
安踏体育	安踏	+低双位数	+中双位数	+中双位数	+高双位数	-20%-25%	-低单位数	低单位数
	FILA	65%-70%	55%-60%	50%-55%	50%-55%	-中单位数	10-20%	20%-25%
	其他			30%-35%	25%-30%	-高单位数	25-30%	50%-55%
李宁	线下	10%~20% 高段	20%~30% 低段	20%~30% 高段	30%~40% 高段	-20%~30% 低段	-10%-20%	-低单位数
	电商	40%~50% 低段	20%~30% 高段	50%~60% 低段	40%~50% 低段	10%~20% 低段	20%~30% 中段	40%-50%
特步国际		20%+	20%+	约 20%	20%+	-20%~25%	-低单位数	中单位数
361 度		低单位数	高单位数	高单位数	高单位数	-25%~30%	-低双位数	-高单位数

数据来源：公司公告，东北证券

我们认为运动鞋服“大行业、高增速”，优选龙头公司。运动鞋服品牌不受消费者年龄及身份地位限制，受众大而广。同时，运动鞋服产品需要具备科技含量以满足运动之需，因而具备强大科技研发实力的公司更占优势；品牌营销往往赞助知名赛事、聘用明星运动员代言，而这类资源稀缺且有限，因而龙头公司更能抢占优质资源，形成强者恒强的竞争格局。目前，本土品牌中安踏体育已成为当之无愧的运动鞋服龙头，安踏运营稳健，FILA 维持高增速、其他小品牌也表现出较强潜力，收购 Amer 讲进一步布局高端细分运动领域，未来可期。

图 14: 安踏体育的品牌矩阵



数据来源：公司官网，东北证券

图 15: 安踏 X 汤普森



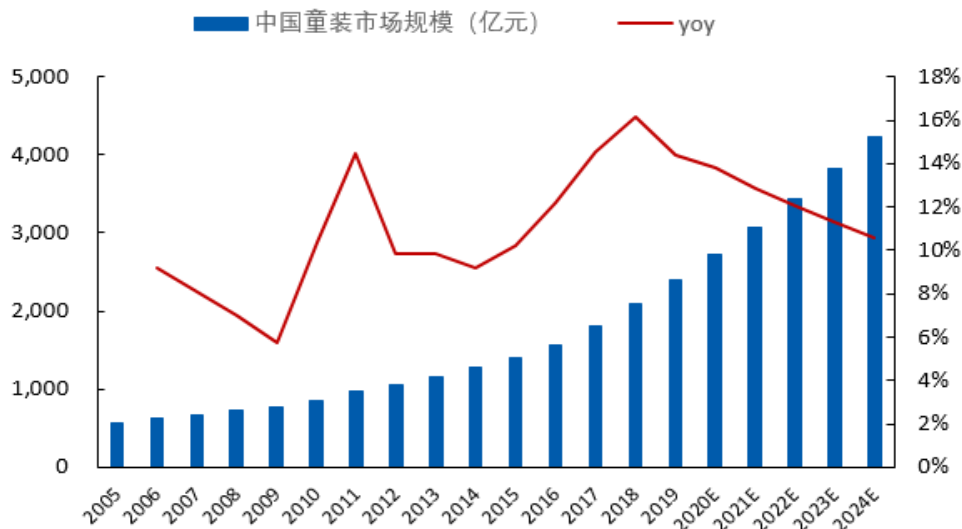
数据来源：公司官网，东北证券

■ 童装：龙头优势集中，强者恒强

行业加速整合，巴拉巴拉一家独秀，运动品牌童装线增速快。从市场空间来看，据 Euromonitor 测算，2010 年~2019 年我国童装市场规模年均复合增速为 12%，2019 年市场规模约 2400 亿元，预计未来仍将保持 10%+ 的行业增速。从竞争格局来看，

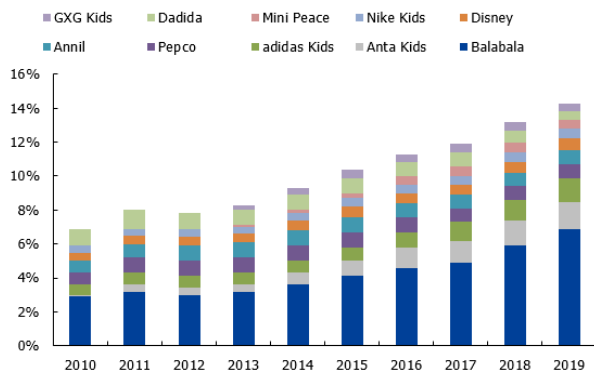
童装整体竞争格局分散，但是呈现强者恒强的态势。2010 年~2019 年我国童装市场 CR5 从 5% 提升至 11.5%，CR20 从 8.3% 提升至 17.9%。具体来看，巴拉巴拉一家独大，市占率由 2010 年的 3% 提升至 2019 年的 6.9%。运动品牌童装线显示出较快增速，安踏儿童市占率由 2010 年的 0.1% 提升至 2019 年的 1.6%，阿迪达斯儿童市占率由 2010 年的 0.6% 提升至 2019 年的 1.4%，耐克儿童市占率由 2010 年的 0.4% 提升至 2019 年的 0.6%，特步儿童和 361° 儿童也于 2019 年达到 0.3% 的市占率。

图 16: 中国童装市场规模



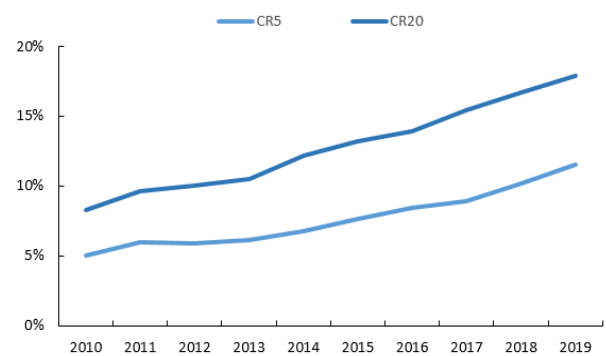
数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 17: 中国童装市场龙头集中



数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 18: 2010~2019 年 CR5 和 CR20 变化情况

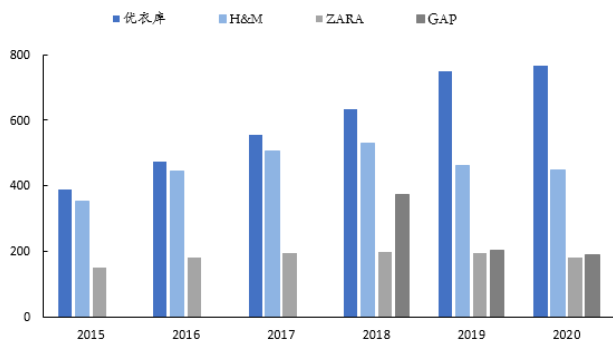


数据来源: Euromonitor, 东北证券

■ 大众服饰：加速洗牌，优质公司脱颖而出

疫情加速大众服饰洗牌，海外快时尚品牌在疫情影响下问题集中爆发，本土品牌崛起势头涌现。在快时尚的黄金年代，ZARA、H&M 等时尚品牌凭借“快速上新、款式时尚、价格便宜”虏获消费者芳心，随着消费者对品质的追求、环保意识的觉醒，以 ZARA 为首的快时尚品牌增速放缓。而此次疫情使前期主要依靠实体店的快时尚品牌受损严重，ZARA 早在 2017 年开始布局电商，截至 2019 年电商收入占比不到 15%，线下实体渠道仍是主要收入来源。上半年受疫情影响，集团净亏损 4.09 亿欧元，计划关店 1200 家门店。

图 19: 海外快时尚公司大中华区终端渠道情况



数据来源: wind, 东北证券

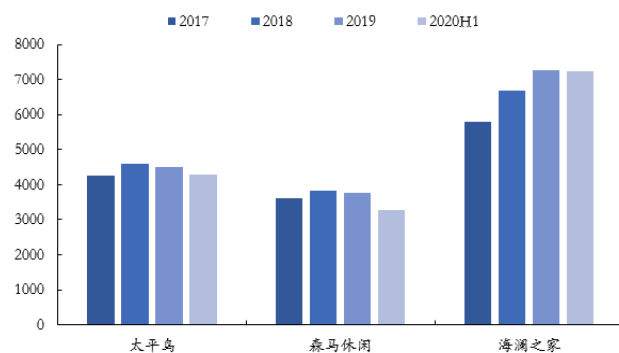
图 20: 海外快时尚品牌促销关店



数据来源: 百度图库, 东北证券

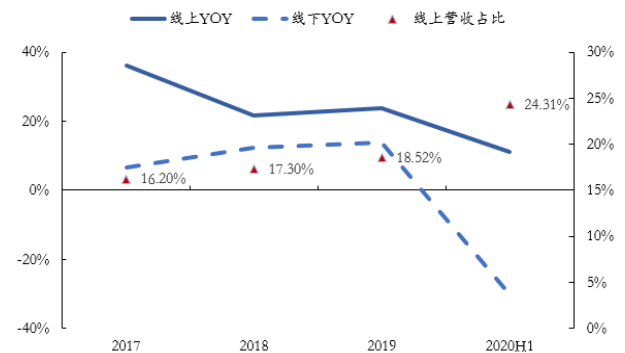
本土品牌供应高效率、数据精分析、存货强管控，复苏趋势明显。在过去数年，本土品牌强化内功，在一定程度上实现消费者、终端门店（直营&加盟）、产品、供应设计的高效打通。从供应端来看，太平鸟进一步强化 TOC 模式，通过数字化管理精准终端需求、提高现货比例，实现终端销售效率最大化；从产品端来看，提高性价比、拓宽产品线，提高产品销售连带率；从营销端来看，积极相应直播潮流，通过李佳琪、薇娅直播间扩大品牌影响力；聘请具备时代号召力的代言人，如海澜之家邀请周杰伦代言，反响颇好。从渠道端来看，加强线上发力，线下提高门店质量、加强数字化管理，努力实现一盘货打通。如太平鸟实现优质加盟商货品托管（即公司统一给订货建议，统一进行补货），波司登通过指导订货加强终端部分产品的统一性，方便渠道间调货销货。

图 21: 核心大众服饰公司终端渠道情况



数据来源: wind, 东北证券

图 22: 核心大众服饰公司线上线下销售增速



数据来源: wind, 东北证券（注：选取核心公司为森马服饰、太平鸟、海澜之家）

图 23: 海澜之家 X 周杰伦



数据来源：海澜之家，东北证券

图 24: 联名款 X 跨界联名，提高时尚度



数据来源：淘宝网，东北证券

我们认为大众服饰具备“单价低、强时尚、高频率”的属性，因而能够做到极致效率、高曝光率、高性价比（产品与价位的平衡）的品牌更具备成为大众服饰龙头的潜质。目前，纵观国际品牌，ZARA、HM 等快时尚龙头仍难以抵抗时尚周期、GAP 等一众休闲服饰难逃产品老化之困，而优衣库凭借高性价比、高管理效率表现出强劲上升势头。悉数国内品牌仍处于不断优化和完善阶段，太平鸟、森马服饰、海澜之家的运营能力均得到不同程度提升。

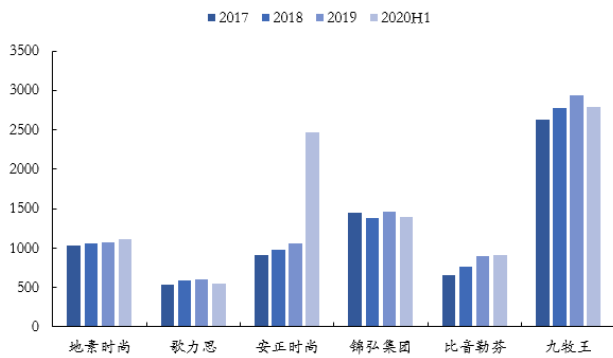
太平鸟强势增长，海澜之家、森马服饰企稳回升。从经营情况来看，太平鸟 2020Q1 营收同比下降 16.66%，Q2/Q3 营收分别同增 25.56%/22.34%，归母净利润 Q1 同比下降 89.89%，Q2/Q3 分别同增 146.73%/153.40%。森马服饰 2020Q1/Q2/Q3 营收分别同比-33.51%/-26.95%/-26.30%，归母净利润分别同比-94.96%/-98.90%/-66.79%（主要受海外童装品牌影响），Q3 终端进一步复苏。海澜之家 2020Q1/Q2/Q3 营收分别同比-36.80%/-8.18%/-7.35%，归母净利润分别同增 -75.59%/-28.78%/30.20%，Q3 终端进一步复苏。

■ 中高端服饰：表现分化

中高端服饰品牌注重门店形象、终端服务以及产品调性，相对受众小。而随着新零售兴起、直播电商浪潮之下，拥有精细化会员管理系统、积极拥抱数字化新零售的公司更具备增长潜质。

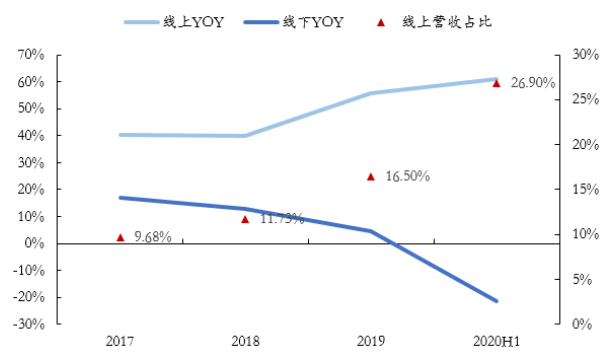
2020 年整体受疫情影响，终端流水不佳，但会员管理精细、数字化布局领先的公司表现明显优势。消费者对于高价位的时装难以仅通过照片进行选购，往往需要进店试穿后购买，所以过去中高端服饰企业更倚重线下销售渠道、拥有精细化的会员管理系统尤为重要。疫情催化了新零售的发展，积极拥抱数字化转型的公司更具备增长潜质。以比音勒芬为例，门店店员凭借其牢固的会员关系依旧可以在终端客流不佳的情况下保证一定的老会员销售；同时公司加强线上渠道布局，低基数影响下增速显著；积极拥抱新零售，通过微信小程序、直播等拉动销售。

图 25: 核心中高端服饰公司终端渠道情况



数据来源: wind, 东北证券 (安正时尚 2020H1 门店数量受上海娃品合并报表所致)

图 26: 核心中高端服饰公司线上线下销售增速



数据来源: wind, 东北证券 (注: 选取核心公司为地素时尚、比音勒芬、歌力思、安正时尚等)

我们认为中高端服饰品牌受众小、单品牌发展空间有限, 因而探索多品牌发展道路、形成成熟的集团化管理方式是未来发展之重。目前, 我国中高端服饰公司仍处于“主品牌成熟、次品牌仍在孵育”的状态。

表 2: 中高端服饰多品牌布局情况

	DAZZLE	D'zzit	Diamond Dazzle	RAZZLE
地素时尚				
	2002 年成立	2011 年推出	2010 年推出	2017 年推出
	2019 年营收 14 亿	2019 年营收 8.13 亿	2019 年营收 1.79 亿	2019 年营收 1 亿
	比音勒芬	威尼斯		
比音勒芬				
	2003 年成立	2018 年推出		
	2019 年营收 18.26 亿			
歌力思	歌力思	Laurel	EdHardy	IRO
	1996 年成立	2015 年收购	2016 年收购	2017 年收购

2019 年营收 10.48 亿	2019 年营收 1.17 亿	2019 年营收 3.71 亿	2019 年营收 6.74 亿	
JZ 玖姿	IMM 尹默	ANZHENG 安正	FionaChen	MOISSAC
				
2001 年成立	2008 年成立	2012 年成立	2014 年收购	2014 年收购
2019 年营收 11.37 亿	2019 年营收 2.22 亿	2019 年营收 0.71 亿	2019 年营收 0.99 亿	2019 年营收 0.23 亿

数据来源：东北证券，公司公告

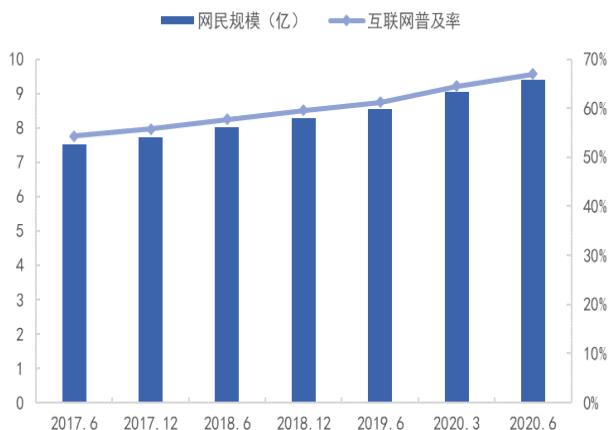
比音勒芬增长靓丽，地素时尚运营稳健。从经营情况来看，比音勒芬 2020Q1/Q2/Q3 营收分别同比-22.34%/7.03%/27.71%，归母净利润分别同比-25.27%/45.94%/36.38%。地素时尚 2020Q1/Q2/Q3 营收分别同比-30.14%/9.69%/9.02%，归母净利润分别同比-37.44%/22.04%/25.77%。歌力思 2020Q1/Q2/Q3 营收分别同比-34.11%/-37.23%/-13.99%，归母净利润分别同比 173.26%/-81.60%/-6.60%。安正时尚 2020Q1/Q2/Q3 营收分别同比 2.91%/20.38%/32.87%，归母净利润分别同比-23.85%/-86.85%/-49.52%。

2. 加速布局电商，积极拥抱新零售

2.1. 疫情催化消费者习惯重塑，电商加速发展

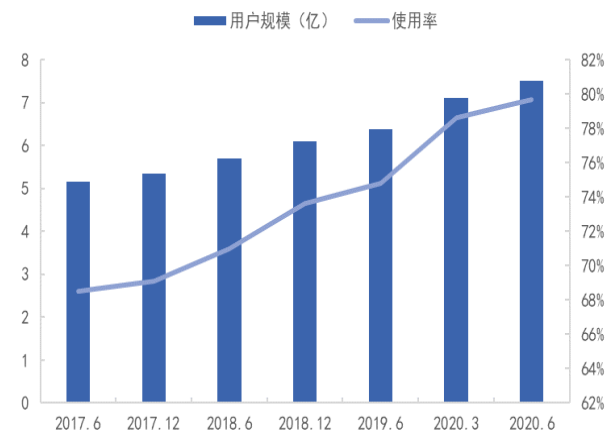
疫情催化了消费者习惯的重塑，加速了电商渠道的发展。截至 2020 年 6 月，我国网民规模达到 9.40 亿，对应互联网普及率为 67%。我国网络购物用户规模从 2015 年的 4.1 亿增长到了 2020 年 6 月的 7.49 亿，对应 79.7% 的网民渗透率。互联网的跨越式发展催生新的商业模式，满足用户在消费、娱乐、通讯、出行、社交等方面的需求。

图 27: 网民规模和互联网普及率



数据来源：东北证券

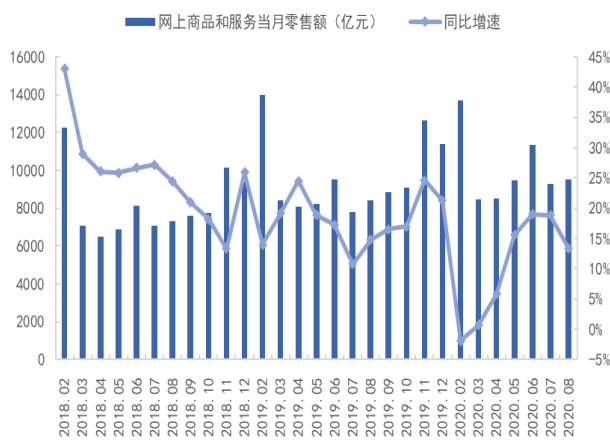
图 28: 网购用户规模及网购使用率趋势



数据来源：东北证券

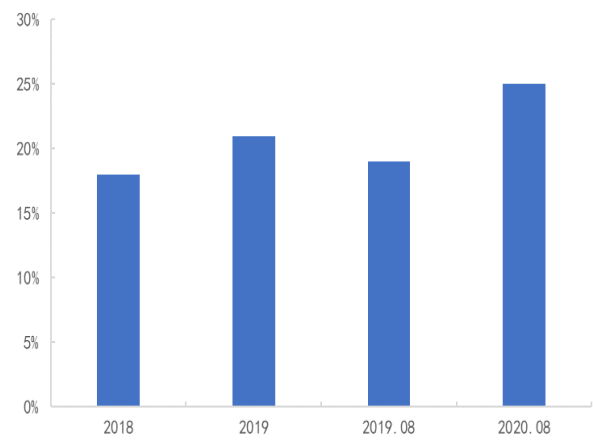
网上商品和服务零售额同比提速，线上消费渗透率持续提升。疫情防控态势下消费方式和消费行为发生明显变化，线下流量加速向线上迁移，“宅经济”逆势增长。后疫情时代线上消费渠道使用意愿增幅位居前列。从 2020 年 1-8 月数据走势看，网上商品和服务零售额复苏趋势显著，2020 年 6 月起当月同比增速恢复至去年同期水平，截至 2020 年 8 月，我国网上商品和服务累计零售额同比增长 9.5% 至 7.0 万亿元，电商行业景气度升温。实物商品网上销售额方面，2020 年 8 月实物商品网上零售额为 7633 亿元，同比+17%；累计值同比增长 15.8% 至 5.87 万亿元，占社会消费品零售额的渗透率较去年同期增长 6pcts 至 25%，网购已成为全民生活不可或缺的一部分。

图 29：网上商品和服务当月零售额及同比增速



数据来源：wind，东北证券

图 30：网上实物商品（累计值）渗透率



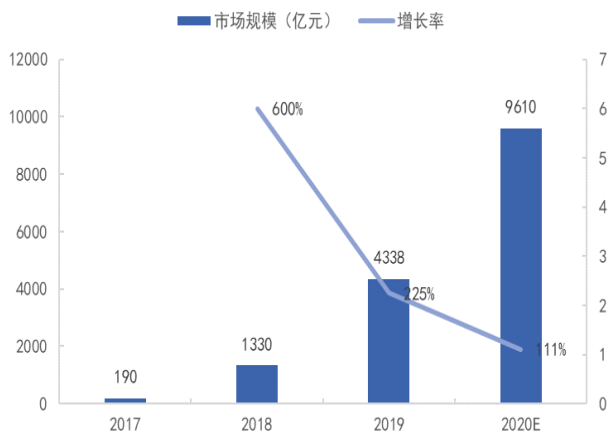
数据来源：wind，东北证券

2.2. 直播带货成为销货新宠

直播电商指的是以视频直播，短视频等形式作为流量入口，以平台 KOL 为主要卖点，通过直播推荐商品并快速成交的电商模式。相较于传统电商，直播电商的优势体现在（1）KOL 的中心效应。大主播、网红自带流量，能够迅速为商家集结大量人气，推动产品销售；（2）直播的实时反馈。传统电商仅能以图片与文字展示商品，而在直播带货过程中，买卖双方能以直播互动以及视频展示的方式，得到实时反馈；（3）及时变现。直播电商将营销过程与流量变现无缝衔接，缩短了营销与完成销售的发酵期，提高了转化率。

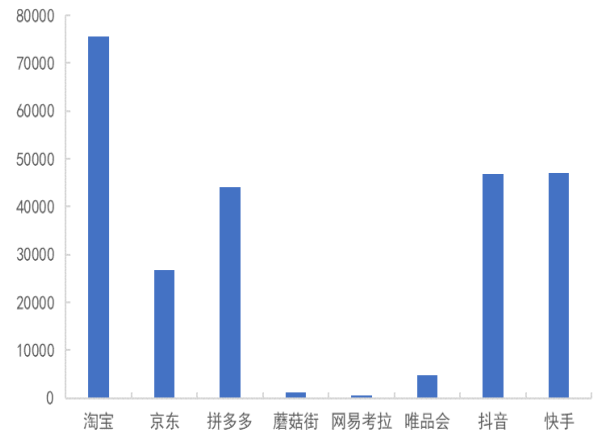
中国直播电商市场规模高速增长。2019 年，直播电商 GMV 为 4338 亿元，同比增长 225%，预计 2020 年直播电商将成为接近万亿的电商赛道。各大短视频/电商平台 MAU 增长迅速，2020 年 3 月，淘宝 MAU 达到 7.6 亿，抖音及快手两大短视频平台 MAU 也达到 4.7 亿，为电商直播留下了肥沃的流量土壤。

图 31: 2017-2020 年直播电商市场规模 (亿元)



数据来源: 东北证券

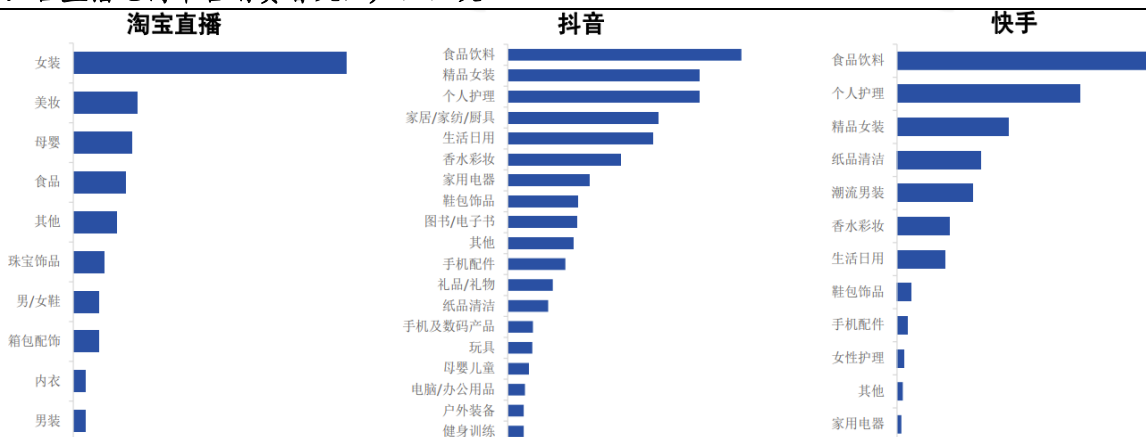
图 32: 2020 年 3 月主要直播电商平台 MAU (万)



数据来源: 东北证券

女士护理与食品饮料是各大直播电商平台的热门货品。在淘宝直播中, 女装商品的消费者关注度远远高于其他商品。在抖音及快手直播中, 服饰类也位于前三的位置。

图 33: 各直播电商平台消费者关注产品品类



数据来源: 前瞻产业院, 东北证券

表 3: 各平台头部主播情况

	李佳琦	薇娅	辛巴辛有志
主要平台	淘宝直播+抖音	淘宝直播	快手
粉丝数 (万)	3000	2200	4400
2019 年 GMV	100 亿+	300 亿+	133 亿+
合作品牌	始祖鸟、波司登、太平鸟等知名服装品牌; 欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等知名化妆品品牌及珀莱雅、完美日记、百雀羚等国内化妆品品牌。	阿迪达斯、地素、太平鸟、圣罗兰、一叶子、洽洽瓜子、华为、飞利浦等知名品牌, 包括服装、食品、化妆品、家居等品类。	自有品牌“辛有志”, 涵盖化妆品、个护、家居等品类, 优先选择国内优质供应链合作 (如丸美、沃尔玛等供应商)。

数据来源: 东北证券整理绘制

多品牌借助流量主播拉动销售及知名度。2020 年太平鸟与头部主播李佳琦、薇娅及明星刘涛等进行直播，签约 00 后新生代偶像欧阳娜娜成为品牌代言人。从数据上看，3 月 5 日-8 日“女王节”期间公司直播 40 余场，覆盖消费者近 180 万人次，合计实现销售 2.46 亿元，其中通过微信小程序、直播等新零售方式实现的营业额超过 50%；2020 年天猫 618 理想生活狂欢季，公司合作淘宝直播大 IP 薇娅、李佳琦，全品牌 GMV 创 3.12 亿，同比增幅 32.3%。

图 34：太平鸟 X 李佳琪、刘涛直播



数据来源：公开资料整理，东北证券

波司登作为 2019 年首个进入李佳琦直播间的服饰大牌，在 2019 年 12 月波司登超级品牌日与李佳琦带货合作，单场效能在 600 万左右；在 2020 年的 618 消费节，在销售增长超过 100%的品牌当中，波司登是唯一的国产品牌。

图 35: 波司登品牌直播



数据来源：公开资料整理，东北证券

2.3. 质优品牌通过高效运营拉开差距

疫情期间消费者居家隔离，上网时间骤增，线下实体门店无法正常运营。因而各品牌迅速反应，积极布局新零售。①通过微信小程序、微信购物群等方式进行品牌宣传以及销售，②各品牌除了签约知名带货主播外，也加快布局自己的直营部门，③加强线上线下流通，如地素时尚推出“一店一商城”、歌力思每周四直播日将线上线下有效引流等。

表 4: 各平台头部主播情况

	各品牌新零售活动
太平鸟	2020 年 2 月 18、19 日太平鸟男装、女装官方微商城及小程序上线，太平鸟微信端社群规模超 100 万人，疫情期间日均销售额达 1000 万；公司持续与网红明星开展直播带货，5 月 30 日至 6 月 20 日，太平鸟旗下 4 大品牌相继造访薇娅、李佳琦直播间，以及刘涛、林允、林依轮、柳岩等明星直播间，累计创造超 10 万件销量
森马服饰	上半年，森马和团中央、腾讯视频、俺来也联合举办《 最红高校生 》活动，除了让参赛高校生穿上森马，还通过合作计划，让他们向自己同龄伙伴推荐森马；森马积极布局直播电商，打造主播和产品矩阵，与“衣哥”等头部主播深度合作，并通过成衣、童装、标品三个选品小组为主播提供完美省心的一站式服务。目前除了微信、微博、抖音、小红书以外，开始通过直播在校园社群平台进行消费者互动和品牌曝光。同时着力于布局更多年轻人兴趣圈层的社交平台媒体。 8 月 12 日，在“抖音奇妙好物节”上，森马专场直播间累计吸引了 2162.74 万人在线观看，共上架了 65 款商品，总销售额超过 2400 万。
海澜之家	618 期间，公司邀请王耀庆担任海澜之家 618 品牌大使，与薇娅在直播间互动一起带货，成功将流量转化为销量，实现了利润与口碑的双赢。公司二季度新零售渠道及传统电商零售大幅提升，线上销售较去年同期增长 40%。 2020 年 8 月，海澜之家首次推出线上奥莱店，仅上线 2 小时，销售突破亿元，创小程序单日零售品牌最快破亿记录。3 天总销售超 2 亿元，创小程序全球服饰品牌单场成交最高记录。
比音勒芬	2 月 15 日起，公司通过四场八天微信会员商城小程序+直播带货，线上门店销售业绩突破 3000 万元，

会员转化成交率达 40%，其中新客销售占比超四成，直播带货成效显著。

3 月 3 日，比音勒芬品牌在深圳天虹百货微信小程序上实现直播带货 2 小时突破 50 万元的销售纪录，直播参与 VIP 人数达 7000 多人，成交率达 20%-30%，线上增粉环比增长 355%。3 月 20 日，比音勒芬与湖南友谊阿波罗商业股份有限公司联合试水新零售，通过友阿百货微信小程序直播带货 2 小时再次突破 50 万元。

今年 6 月，比音勒芬与腾讯智慧零售签署战略合作协议。双方将在智慧门店升级、私域流量运营、IP 联名、广告营销、大数据应用、超级导购知识赋能、商品生命周期管理、数据中台等方面展开合作，腾讯智慧零售将帮助比音勒芬进行数字化运营。

地素时尚

2020 年一季度，地素时尚为应对线下渠道客流减少，加速完善“微商城”渠道并开发“一店一商城”线上销售系统，在微商城上新增分销员功能、启动“DAZZLE FASHION 线上销售合伙人招募令”推广活动。通过“合伙人”的社群分享、微信朋友圈推广、小程序转发以及在线直播等形式，推动微商城与公司子品牌实现快速裂变传播，仅 DAZZLE 和 d'zzit 两个品牌“微信小程序”上线当日销售额就突破 400 万元。

歌力思

歌力思形成“以天猫为基础多平台辐射”的运营模式，推出“超级星期四”直播日，实现线上线下导流；2020 年 4 月公司全资成立野兽数科负责各品牌直播（未来将开展外部品牌业务），为消费者提供更加丰富的服务体验。

波司登

2020 年 4 月，国内疫情影响尚在高峰期，在长三角新零售服饰企业数智化转型峰会上，波司登再次联手阿里云，达成战略合作，合力打造全域数据中台；打造超级品牌日，抓住户外电梯广告、微信小程序以及社群等私域流量。线上公司携手当红 KOL 及明星，借助娱乐综艺植入招揽年轻消费者。

数据来源：东北证券整理绘制

疫情中，服装品牌经受整体考验，不仅零售实体店受影响，物流供货等方面也承载压力。各品牌的综合竞争力体现在：供给端的高效、线上线下渠道的全面布局、新型营销方式的应用、以及在应对突然状况和外部不利条件的快速应对能力。

■ SHEIN —— 不惧疫情的跨境电商独立站

SHEIN 是一家专成立于 2008 年的跨境 B2C 快时尚电商平台，公司业务以快时尚服装为主，主要销售服装、饰品以及家纺等。截止 2020 年 4 月，公司销售覆盖全球 220 多个国家和地区，日发货量最高超过 300 万件。

2018 年公司 GMV 突破百亿，2019 年 GMV 破 200 亿，新冠疫情爆发以来，公司宣布 2020H1 销售额已超过 400 亿元，在美国市场排在购物榜第十位，而在 6 月份，SHEIN 已经超越 Wish、沃尔玛、eBay 等电商巨头，成为仅次于亚马逊的跨境电商平台。而与之对标的快时尚龙头 Zara 在一季度显示净亏损为 4.09 亿欧元（约合 32 亿元人民币）。

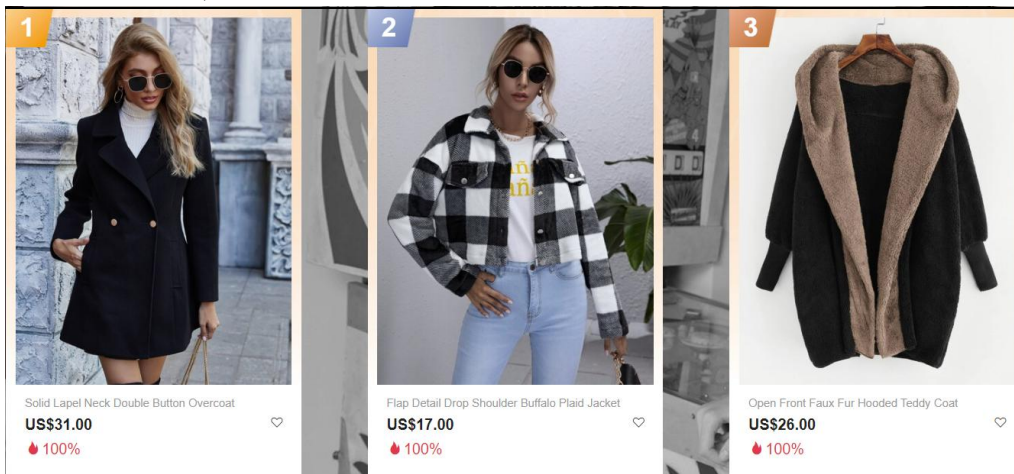
剖析 Shein 成功的因素，主要在于：

- **产品端：快。**SHEIN 上新速度快，SKU 数量丰富。2019 年公司全年上新 15 万款，平均每月上新一万余款。
- **销售端：准。**SHEIN 没有线下门店的经营需求，节约往来门店间的销售成本与时间。SHEIN 的一款新品最少可以仅生产 100 件用于测试市场，并能够通过社交平台迅速获得消费者反馈。同样生产 3000 件衣服，ZARA 只能测试 1-6 个

SKU，而 SHEIN 可以测试近 30 个 SKU，意味着 SHEIN 压中爆款的概率更高，这种方式也可以以更低的单件成本完成从测试到加订的全过程。

- **供应链端：高效。**SHEIN 背靠中国完善的供应链体系，拥有强大的库存周转能力和合作生产商的能力。公司对于选品专注且精，针对每款服装，平台会根据大数据准确给出生产的件数，而每个品类多数是几百件的数量级，不用担心库存过度积压，SHEIN 生产端合作厂商能有快速设计、打版、制作和生产的能力，不仅可以在最快 7 天内生产新款，而且对于几百件的小数量订单也能够一周内出货。

图 36: SHEIN 产品展示



数据来源：东北证券整理

■ 太平鸟 —— 积极拥抱新零售，传统品牌实现转型

太平鸟 PEACEBIRD 成立于 1995 年，致力于为消费者提供中等价位的优质时尚服饰。目前公司产品覆盖多年龄层，旗下拥有 PEACEBIRD 女装、PEACEBIRD 男装、乐町女装、Mini Peace 童装以及 Material Girl 女装等全品类品牌。

疫情期间，太平鸟的运营实力得到验证。2020 年 Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 13.83/18.34/23.04 亿元，同比-16.66%/25.56%/22.34%；净利润 0.09/1.12/1.89 亿元，同比-89.89%/146.73%/153.40%。其中 2020 年前三季度线上渠道收入 11.24 亿元，同比增长 25.64%，营收占比 31.20%。

复盘太平鸟，我们认为公司在疫情期间表现出众主要由于以下几点：

- **率先布局 TOC 模式，加强数字化转型。**公司从 2017 年开始逐步推行快反运营模式，分为三个步骤。第一步，引入 TOC 系统，即实现根据终端销售进行畅销款追单；第二步，实现门店跨区域调货，提高单店售卖量，减少库存压力；第三步，达到 ZARA 的水平，把快速反映销售端延伸至设计端，整体运营效率提升。目前，男装几大加盟商纳入存货托管系统，实现区域间产品调配；女装从 2019 年秋冬开始有将近 10%+的产品是当季设计开发、快速生产再推送到终端销售。

- **积极打通线上线下的全渠道销售模式。**为缓和新冠疫情对线下销售的冲击，公司在上半年采取多种新零售方式拥抱电商，转向线上：（1）打造太平鸟社群，促进社群流量向销售额的转化，目前太平鸟微信端社群规模超 100 万人，疫情期间日均销售额达 1000 万。（2）公司通过当下最受年轻人欢迎的方式，包括微博、小红书、抖音、微信小程序，与消费者互动。（3）公司目前已上线“鸟塔”、PB 女装、乐町小程序，具体到单个品牌的线上运营。
- **组织架构重新梳理，运行效率提速。**公司此前为链状管理模式，从终端反馈至设计生产部门需要层层反馈，效率较低。公司在上半年打破各部门分层合作机制，而是更加扁平化的管理结构，即各部门可以同时收到终端反馈信息，高效运营。

图 37：太平鸟数据驱动管理



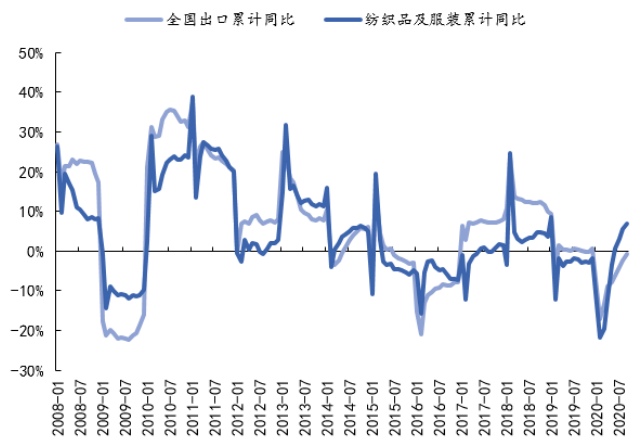
数据来源：公司公告，东北证券

3. 加工制造：疫情带来不确定性，优选龙头

3.1. 防护产品拉动纺织品出口增速

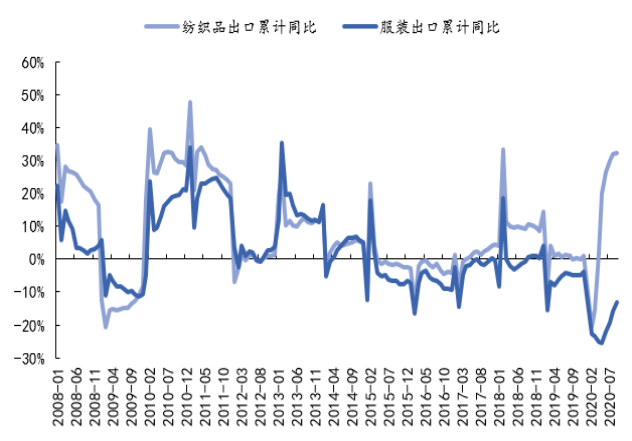
2020 年 1-9 月我国纺织品服装合计出口额为 2157.84 亿美元，同比增长 6.85%。其中纺织品 1~9 月出口额为 1179.50 亿美元，同比增长 32.29%，其中 Q1 各外贸企业因国内疫情导致缓工停产，整体出口额为 364.66 亿美元，Q2 国内疫情得到控制，供给缺口得以补充，出口金额达到 376.37 亿美元，Q3 出口额进一步上扬，达到 438.47 亿美元，口罩等防疫物资成为了今年新的纺织品出口增长动力，国外疫情目前尚未到达拐点，口罩、防护服等非常规出口将继续拉动四季度的纺织品增长；服装类 1~9 月出口额为 978.34 亿美元，同比下降 13.26%，其中 Q1 为 386.32 亿美元，二季度国外疫情集中爆发，服装出口订单受到冲击，Q2 出口形势急转直下，出口额仅有 124.52 亿美元，Q3 服装出口在外需修复下快速回暖，疫情的影响逐渐被市场消化，外贸旺季如期而至，出口金额来到 467.49 亿美元。

图 38: 纺织品服装及全国出口累计同比增速



数据来源: wind, 东北证券

图 39: 纺织品和服装出口累计同比增速



数据来源: wind, 东北证券

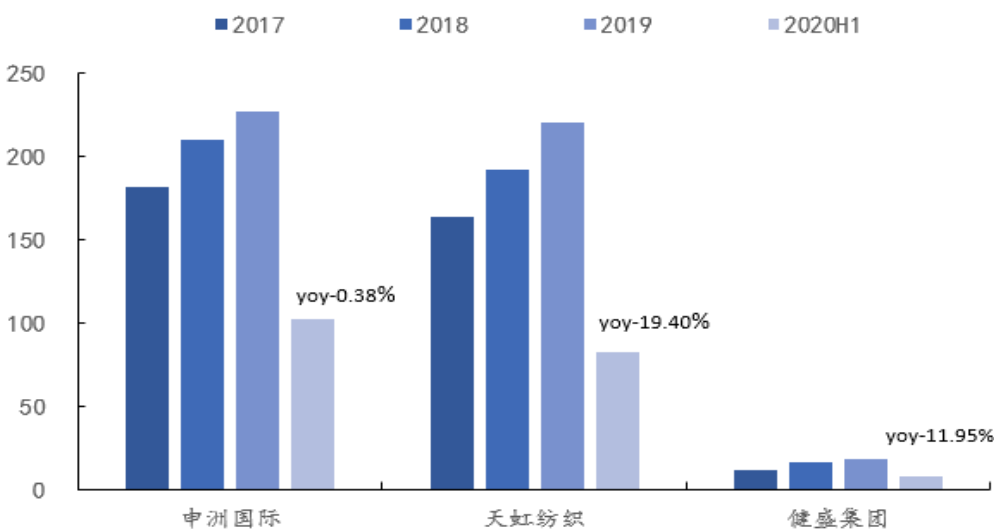
3.2. 加速洗牌，优选龙头

Q1 受到延期复工的影响，加工制造类企业开工受阻，而从 Q2 开始，随着国内疫情控制到位，国内纺织制造行业复工复产加速完成，但与此同时，疫情蔓延至国外，纺织制造需求端承压，出口仍受到外需疲软影响较大。目前国外疫情反复波动，日新增感染人数屡创新高，需求端仍存不确定性。

在这样的背景下，加速行业洗牌，优质供应商进一步证实自身实力。纺织制造是一个相对成熟的行业，上下游关联密切，市场竞争激烈。Q1 在国内疫情影响下，若上下游某一环节未能及时交接则影响该企业正常运营，Q2 以来随着海外疫情加速，海外订单难以预测、砍单现象频出，资金实力不强的企业则易陷入周转之窘境。因而具备上下游一体化布局的大企业更能保证稳健运营，并获取更多的市场份额。

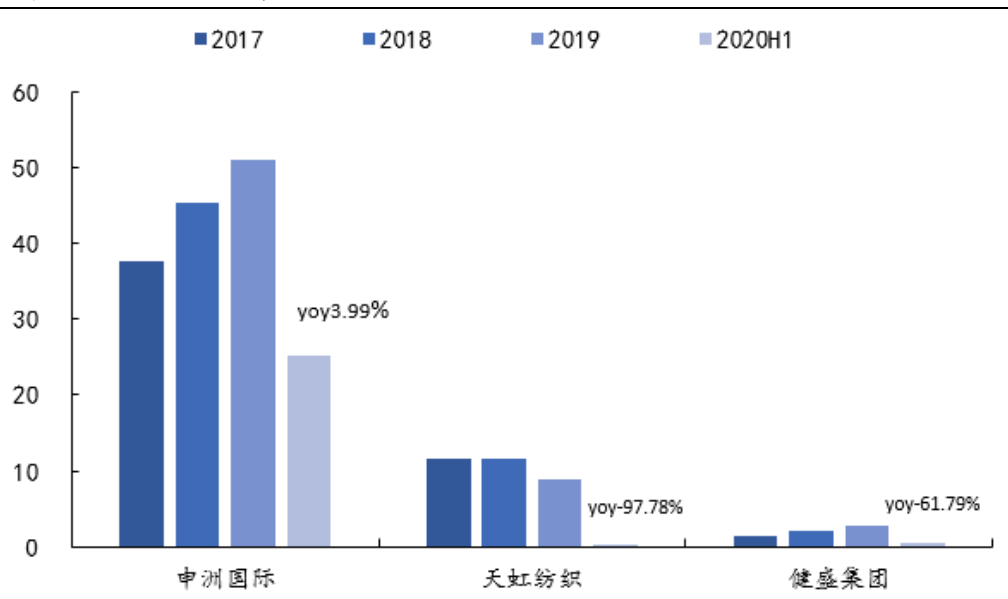
以申洲国际为例，2020 上半年公司实现收入 102.3 亿元，同比-0.4%，但剔除零售业影响公司收入+2.3%，好于预期。面对疫情，公司凭借运营稳定性迎来更多订单，四大客户（NIKE、ADIDAS、PUMA、优衣库）占比提升至 83.5%

图 40: 龙头制造公司具备较强运营稳定性



数据来源: wind, 东北证券

图 41: 龙头制造公司具备较强盈利能力



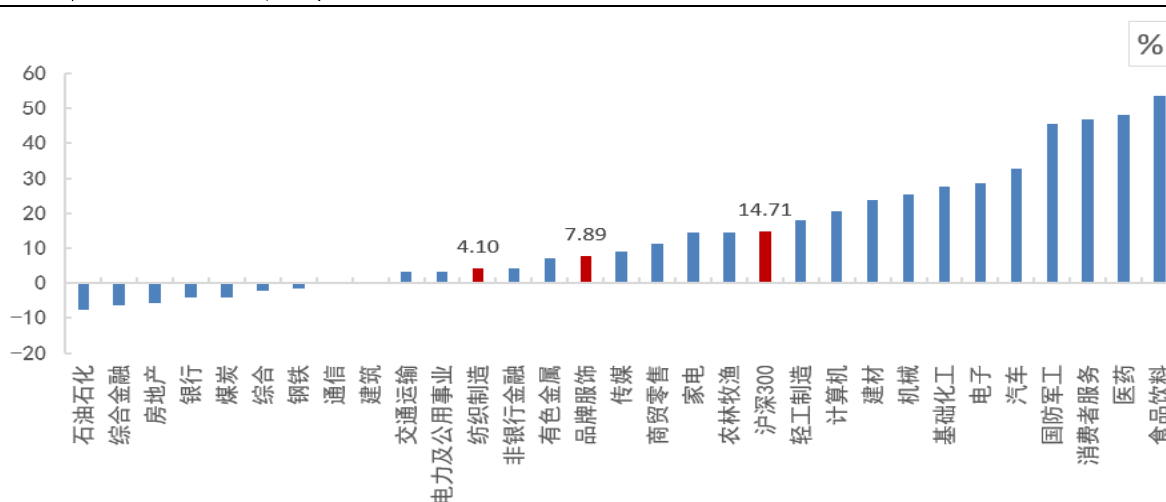
数据来源: wind, 东北证券

4. 板块表现、估值及投资策略

4.1. 板块表现

2020 年是纺织服装板块危与机并存的一年, 品牌服饰和纺织制造板块指数分别上涨 7.89% 和 4.1%, 涨幅分别位列第 15 名和第 12 名。同期沪深 300 指数上涨 14.71%, 品牌服饰和纺织制造板块分别跑输大盘 6.82pcts 和 10.61pcts。

图 42: 年初至今各板块市场表现



数据来源: 东北证券, Wind

图 24: 2017 年至今品牌服饰板块和沪深 300 涨幅

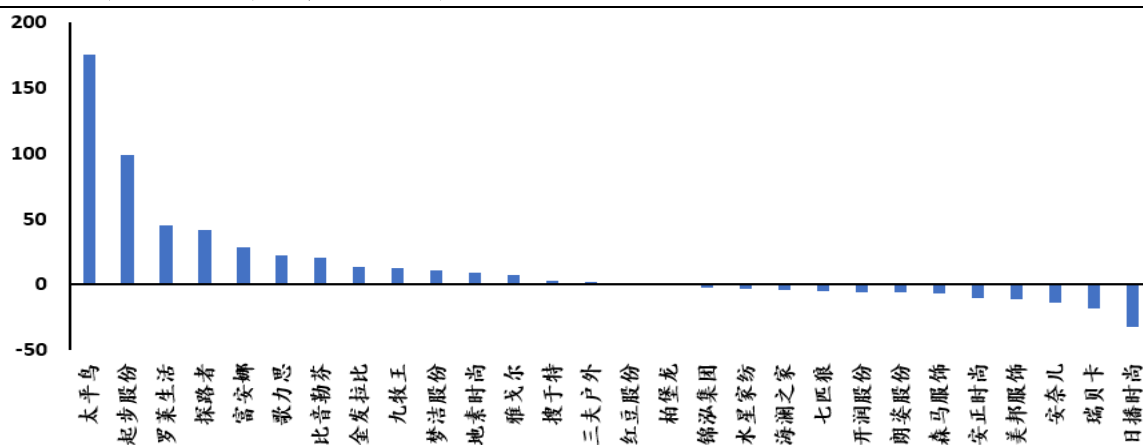


数据来源: wind, 东北证券

从个股表现来看, 差异分化较大。

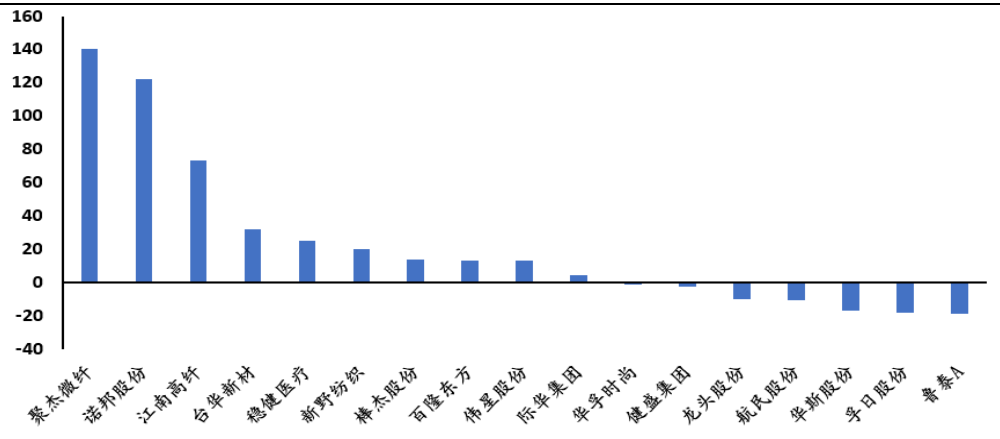
- 品牌服饰板块: 太平鸟 (175.72%)、起步股份 (99.7%)、罗莱生活 (45.65%) 涨幅居前, 日播时尚 (-32.23%)、瑞贝卡 (-17.96%)、安奈儿 (-13.42%) 等跌幅居前。
- 纺织制造板块: 聚杰微纤 (140.46%)、诺邦股份 (122.1%)、江南高纤 (73.11%) 等涨幅居前, 鲁泰 A (-18.90%)、孚日股份 (-18.29%)、华斯股份 (-17.41%) 等跌幅居前。
- 运动鞋服产业链: 李宁 (72.92%)、申洲国际 (25.19%)、安踏体育 (23.06%) 涨幅居前; 361 度 (-31.52%)、特步国际 (-27.38%) 跌幅居前。

图 43: 年初至今品牌服饰板块市场表现



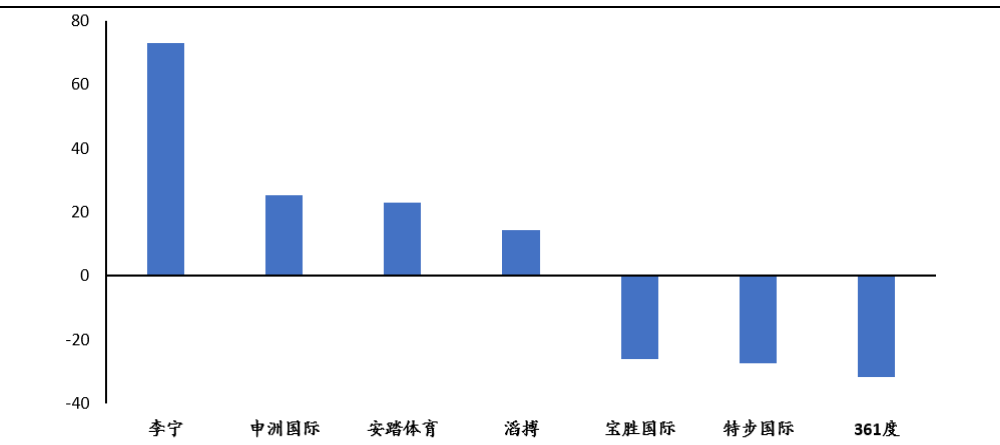
数据来源: wind, 东北证券

图 44: 年初至今纺织制造板块市场表现



数据来源: wind, 东北证券

图 45: 年初至今运动鞋服板块市场表现

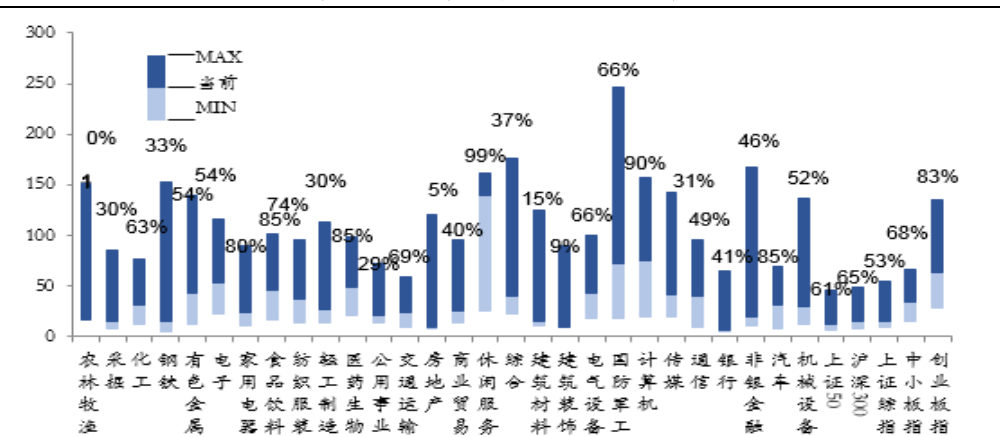


数据来源: wind, 东北证券

4.2. 估值水平

从估值角度看, 目前品牌服饰和加工制造板块相对 2020 年业绩的估值分别为 17X 和 33x PE, 处于市场整体中间的水平。

图 46: 各板块估值 2020 年处于 05 年以来历史分为水平



数据来源: wind, 东北证券

图 47: 品牌服饰、加工制造板块估值变化



数据来源: wind, 东北证券

5. 投资策略

全年来看，疫情影响下纺织服装板块整体表现平平，但我们看到 Q3 以来终端销售复苏，以及 2020 冷冬预期、农历春节晚，双从催化有利于整个品牌服饰板块。从基本面来看，疫情危机下催化了服饰公司新零售布局、供应链高效管理、加速质优渠道布局，整体运营能力得到提升。从估值角度来看，目前品牌服饰板块对应 2020 年 PE 为 17X，具备一定吸引力。

具体来看，疫情之下公司表现分化，优质公司依旧表现优于行业平均水平。核心推荐：【比音勒芬】终端销售增长靓丽，高于行业平均水平；【地素时尚】运营稳健，品牌梯次发力；【森马服饰】剥离 Kidiliz 轻装上阵，Q3 调整加速，期待重启成长。

表 5: 核心公司估值情况

	股价	EPS (元)			PE			市值 亿元
		20E	21E	22E	20E	21E	22E	
太平鸟	40.21	1.29	1.48	1.71	31.17	27.17	23.51	191.70
海澜之家	7.05	0.56	0.7	0.83	12.59	10.07	8.49	304.53
森马服饰	8.72	0.22	0.58	0.68	39.64	15.03	12.82	235.20
歌力思	16.20	1.35	1.02	1.15	12.00	15.88	14.09	53.87
地素时尚	22.25	1.31	1.52	1.69	16.98	14.64	13.17	107.10
安正时尚	11.02	0.83	0.97	1.11	13.28	11.36	9.93	44.09
比音勒芬	17.75	0.91	1.14	1.42	19.51	15.57	12.50	93.02
九牧王	12.10	0.43	0.59	0.68	28.14	20.51	17.79	69.53
水星家纺	14.12	1.22	1.41	1.57	11.57	10.01	8.99	37.65
罗莱生活	13.13	0.64	0.72	0.79	20.52	18.24	16.62	108.70
富安娜	8.39	0.64	0.71	0.79	13.11	11.82	10.62	70.73
安踏体育	87.150	1.98	2.84	3.53	44.02	30.69	24.69	2356.00
李宁	40.650	0.62	0.83	1.03	65.56	48.98	39.47	1011.20
特步国际	2.710	0.19	0.26	0.32	14.26	10.42	8.47	68.41
361 度	0.950	0.19	0.22	0.25	5.00	4.32	3.80	19.64
滔搏	10.720	0.39	0.48	0.56	27.49	22.33	19.14	664.80
申洲国际	139.400	2.33	1.99	2.08	59.83	70.05	67.02	2095.50
健盛集团	9.89	0.51	0.7	0.89	19.39	14.13	11.11	41.18
开润股份	32.10	1.01	1.46	1.86	31.78	21.99	17.26	69.78

数据来源：wind，东北证券

注：①收盘价截至 2020 年 10 月 29 日，盈利预测采用 Wind 一致预期；②安踏体育、李宁、特步国际、361 度、滔搏、申洲国际单位为 HKD。

6. 重点公司推荐

■ 比音勒芬：终端销售领先

公司前三季度收入/净利润同增 4.03%/12.01%，分季度来看，Q1/Q2/Q3 收入分别同比-22.34%/7.03%/27.71%，净利润分别同比-25.27%/45.94%/36.38%。Q4 有望延续优异表现，我们判断全年营收/净利润有望 10%/+15%+的增速。

公司定位运动时尚细分市场，行业景气度高。**产品端：**坚持“三高一新”，与优质面料供应商合作的同时不断推出富有科技含量的新品。2020 年公司结合 NASA 研发的 Outlast 技术推出比音勒芬 Outlast 空调纤维系列；推出“故宫联名系列”以及“敦煌系列”时尚感十足，深受好评。在品质与时尚创新的结合下，客户回购率高；**渠道端：**线下通过“调位置扩面积”的策略，在单店成本相对稳定的基础上同店大幅提高。疫情期间发力新零售，加强 VIP 流量维护。2020 年 2 月通过四场 8 天微信会员商城小程序+直播带货，线上门店销售业绩突破 3000 万元，会员转化成交率达 40%，“618 电商季”线上销售同比上涨超 10 倍。**营销端：**签约与自身定位相符的影视明星杨烁和“中国高球一姐”冯珊珊，加强节目植入、赛事合作、公益活动等，精准传播品牌精神与文化。**管理端：**重视员工福利与员工培训，终端店员多为资深销售，终端销售靓丽。

公司定位运动时尚细分市场，运营优质，疫情之下公司反映迅速，恢复情况良好。我们预计 2020/2021/2022 年净利润 4.75/5.90/7.36 亿元，增速分别为 16.9%/24.16%/24.65%，对应 2020/2021/2022 年 PE 分别 19/15/12 倍，维持“买入”评级。

■ 地素时尚：强品牌力，稳健成长

公司前三季度收入/净利润同比-4.18%/-1.07%，分季度来看，Q1/Q2/Q3 收入分别同比-30.14%/9.69%/9.02%，净利润分别同比-37.44%/22.04%/25.77%。Q4 终端有望延续复苏态势，我们判断 2021 年营收/净利润有望 10%/+15%+的增速。

地素时尚作为中高端时尚服装集团，产品设计力强，运营稳健，我们认为公司具备成长潜力。(1)目前旗下有 DAZZLE、D'zzit、DIMONDDAZZLE 以及 RAZZLE 四个品牌，覆盖不同年龄段以及消费能力的客户，DA、DZ、DM、RA 分别拥有门店 609/436/53/10 家门店，DA 对标同样定位中高端的 JNBY、玖姿等品牌，仍有 50% 的开店空间，DZ 对标 broadcast、Five Plus 等品牌开店空间更大。(2)终端管理深抓，店效提升显著。2018 年中公司加强终端门店管理，店员定期培训、“神秘访客项目”、调节薪酬体系等一系列工作使得公司同店增长提升显著，我们判断未来公司重视高效门店的战略依旧，同店依旧会维持较高增速。

中长期来看，地素时尚在“稳健开店+同店增长”的双驱动下，有望稳健成长。我们预测 2020~2022 年净利润分别为 6.31/7.32/8.15 亿元，增速分别为 1.08%/15.98%/11.38%，对应 2020~2022 年 PE 分别为 17/15/13 倍，维持“买入”评级。

■ **森马服饰：剥离 K 公司，轻装上阵**

公司前三季度收入/净利润同比-28.74%/-83.74%，分季度来看，Q1/Q2/Q3 收入分别同比-33.52%/-26.95%/-26.30%，净利润分别同比-94.96%/-98.90%/-66.79%。Q3 顺利剥离 Kidlizz，未来轻装上阵，专注主业。

童装龙头优势凸显，休闲装优化升级，业绩拐点可期。巴拉巴拉作为童装绝对龙头，2019 年市占率 6.9%稳居第一，安踏儿童和阿迪达斯儿童分别以 1.6%/1.4%的市占率位列第二/第三。随着童装产品线完善，渠道布局优化，龙头集中优势显著。休闲装注重供应链、产品设计、品牌形象的升级和优化，Q3 关店幅度环比收窄明显，渠道库存去化成效显著。从 Q3 运营情况来看，公司终端仍承压，但随着 9 月份正式将 Kidlizz 剥离报表，经营风险降低，未来业绩恢复可期。

考虑到公司短期受疫情影响以及 K 公司亏损情况，调整公司 2020~2022 年净利润分别为 5.83/15.61/18.36 亿元，增速分别为-62.36%/167.59%/17.63%，对应 2020~2022 年 PE 分别为 39/15/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济增速放缓风险。经济增速下行影响居民可支配收入，削弱消费动力。

终端消费低迷风险。消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。

海外疫情二次爆发，影响出口订单情况。

各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。

汇率波动风险。

分析师简介:

刘家薇: 美国约翰霍普金斯硕士, 中南财经政法大学学士, 现任东北证券纺织服装分析师。曾任国盛证券纺织服装分析师, 2018年以来具有两年消费品研究经验。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn