



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2020下半年投资策略

证券研究报告

2020年6月7日

服装新零售蓬勃发展，本土运动品牌崛起可期

行业评级：增持

姓名：郝帅（分析师）

邮箱：haoshuai@gtjas.com

电话：15711252705

证书编号：S0880518020004

姓名：方榕佳（研究助理）

邮箱：fangrongjia@gtjas.com

电话：15201642567

证书编号：S0880118060005

姓名：丁凡（研究助理）

邮箱：dingfan@gtjas.com

电话：13651013775

证书编号：S0880119010026

投资要点

在疫情下，服装零售表现低迷，但是Q1后开始逐渐改善，预计五月份结束后服装零售出现拐点。未来，预计国内服装龙头品牌的竞争力不断加强，主要是因为：1）国内龙头品牌供应链改革效果明显，营运效率趋于上升；2）龙头企业存货周转情况在疫情间有所改善，整体可控；3）龙头企业在品牌设计上取得进步；4）龙头品牌产品技术和品质更优；5）国内龙头品牌通过渠道优化，提升品牌形象的同时，也吸引更多顾客。

国内直播电商规模发展迅猛，有望促进服装新零售的发展。直播带货已成为各大电商的必争之地，目前，电商直播已形成淘宝、抖音、快手三足鼎立，京东、拼多多奋力追赶的形势。疫情期间，线下零售遇寒冬，催化更多商家发展新零售模式，其中也包括各类服装企业。在新零售趋势下，众多服装企业布局直播电商，拓展新销售渠道，各个品牌通过直播有效地提升了店铺流量，有助于增强品牌形象与影响力。

由于疫情的影响，国内外运动龙头品牌的估值有所下降，未来国内运动品牌基本面持续向好，估值仍有提升空间。目前，国内体育龙头的估值已经回归合理区间，预计国内运动服饰行业将迎来新投资时点。由于疫情期间体育行业的加速整合，加上疫情后预计消费者对户外运动需求的提升，国内运动服饰行业将迈入新台阶。从长期上来看，运动服饰行业将会迎来高增长，主要是因为：1）国内人均收入提高，扩大了体育消费规模；2）体育赛事催化全民运动氛围；3）政府加大产业政策扶持力度。

投资建议：三大投资主线：1）布局新零售、新制造的公司：南极电商、开润股份、安正时尚；2）下半年服装基本面拐点品种：地素时尚、歌力思；3）体育主线：安踏体育、李宁、特步国际。

风险提示：疫情后消费复苏不及预期，行业竞争加剧，贸易摩擦影响消费者信心。

目录 / CONTENTS

第一章 板块回顾

第二章 机遇与挑战并存：疫情下的服装行业

第三章 新零售：直播电商快速发展

第四章 疫情催化体育行业进一步发展

第五章 投资建议与标的



01 板块回顾



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

1.1 年初至今纺织服装板块下跌4.35%，排名19/28

◆ 行情：19年涨7.09%，年初至今跌4.35%。

2019年全年，纺织服装行业涨7.09%，涨幅第25，跑输上证综指15.21pct。

2020年初至今，纺织服装行业跌4.35%，跑输上证综指0.06pct；其中纺织制造和服装家纺分别下跌7.90%/2.42%。

◆ 排名：19年排名第25位，年初至今排名第19位。

2019年纺织服装行业在28个申万一级行业中表现排名第25位；2020年至今，纺织服装行业涨幅排名第19位，较19年小幅上升。

表：2019全年和2020年至今各行业涨跌幅排名情况

涨跌幅排名	行业	19年全年涨跌幅（%）	涨跌幅排名	行业	20年至今涨跌幅（%）
1	电子	73.77	1	医药生物	22.90
2	食品饮料	72.87	2	食品饮料	16.49
3	家用电器	56.99	3	电子	12.60
4	建筑材料	51.03	4	计算机	12.36
5	计算机	48.05	5	农林牧渔	11.82
6	非银金融	45.51	6	电气设备	11.72
7	农林牧渔	45.45	7	商业贸易	10.34
8	医药生物	36.85	8	建筑材料	8.96
9	休闲服务	27.92	9	休闲服务	4.61
10	国防军工	27.19	10	国防军工	4.50
11	综合	26.13	11	通信	4.05
12	电气设备	24.37	12	传媒	3.49
13	有色金属	24.27	13	机械设备	2.78
14	化工	24.22	14	综合	2.34
15	机械设备	23.92	15	轻工制造	1.18
16	银行	22.93	16	化工	0.47
17	房地产	22.75	17	汽车	-0.12
18	传媒	21.20	18	家用电器	-2.08
19	通信	19.96	19	纺织服装	-4.35
20	轻工制造	19.27	20	建筑装饰	-5.71
21	交通运输	17.28	21	公用事业	-6.40
22	汽车	14.60	22	有色金属	-6.54
23	采掘	9.07	23	交通运输	-9.48
24	商业贸易	8.80	24	房地产	-10.15
25	纺织服装	7.09	25	钢铁	-10.99
26	公用事业	5.12	26	银行	-11.61
27	钢铁	-2.09	27	非银金融	-13.05
28	建筑装饰	-2.12	28	采掘	-17.45

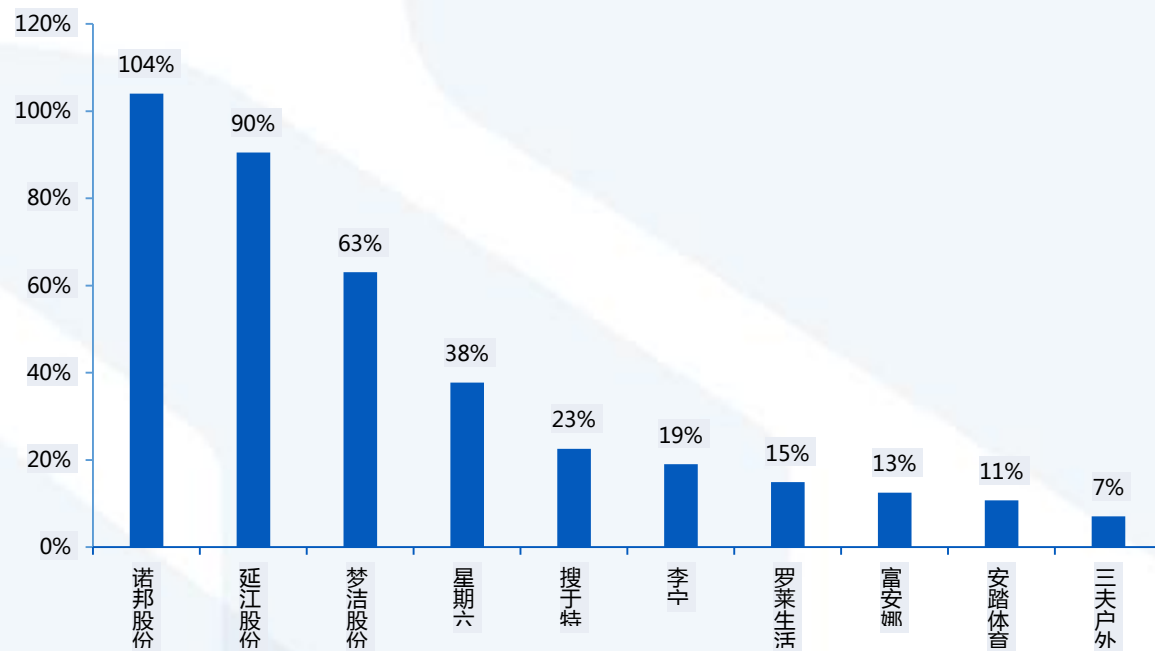
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.1 新零售与运动企业涨幅居前，长期趋势向好

◆ 渠道优势叠加需求回暖，新零售与运动企业涨幅较好

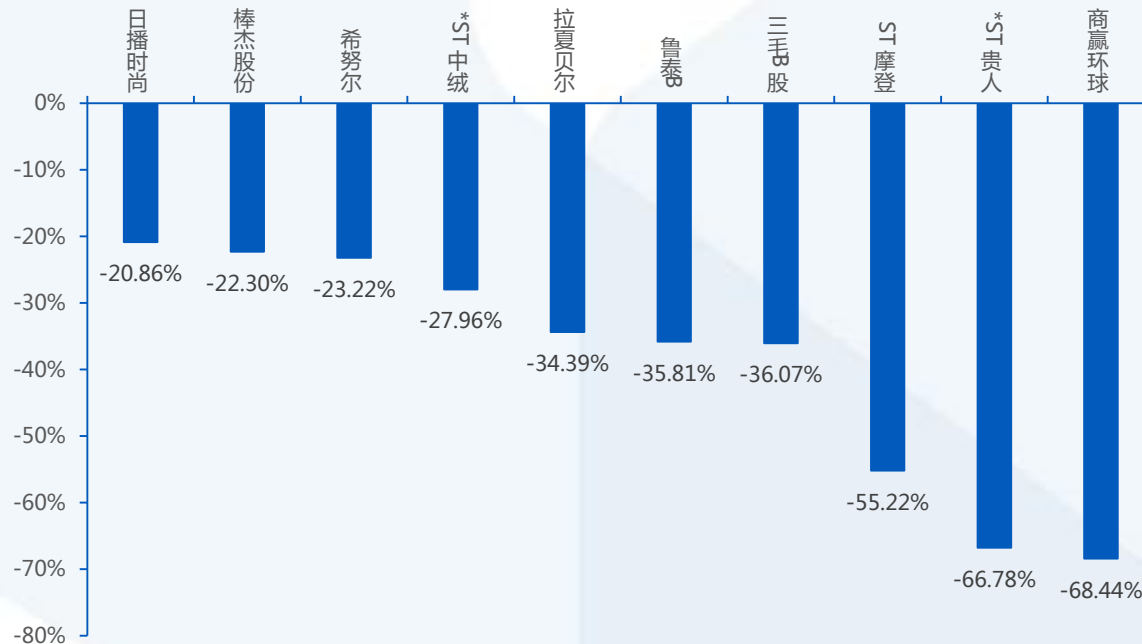
1) 疫情期间消费者健康意识提升，体育消费需求增加，李宁（20%）与安踏体育（11%）等运动出行企业从中受益，疫情后恢复较快。2) 梦洁股份（91%）积极布局新零售，发展直播带货等新营销方式，市场反响良好，进入5月后上涨较快；星期六（38%）积极转型，打造新零售业态，年初至今涨幅较好。3) 此外，延江股份（90%）、诺邦股份（104%）作为口罩上游原材料供应商，疫情期间受到市场追捧，年初至今涨幅较大。

图：2020年至今纺织服装行业涨幅排名情况



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图：2020年至今纺织服装行业跌幅排名情况



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.2 20年一季报回顾：疫情导致线下销售遇冷，纺服板块收入波动较大

◆ Q1受疫情影响，板块收入增速筑底

受到新冠疫情影响，纺织服装板块2020Q1单季度收入同比下滑34.82%至441.24亿元。其中上游纺织制造和下游服装家纺分别实现收入159.77亿元和281.47亿元，分别同比减少32.83%和35.90%。上游收入降幅较大的主要原因是疫情前期工厂无法复工，导致部分订单延后生产交货，并且3月份受到海外疫情影响部分订单取消。下游品牌服饰则由于终端门店关闭，服装消费大幅减少，导致收入下降。终端服装消费呈现1月份持平，2月份几乎零销售，3月份复苏的趋势。

表：2020年Q1板块收入波动较大

		2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1
纺织服装	收入（亿元）	565.48	617.9	710.52	676.99	441.24
	yoy	5.97%	9.27%	14.99%	-4.72%	-34.82%
	增速同比变动（pct）	-0.03	3.3	5.72	-19.71	-30.1
其中：纺织制造	收入（亿元）	206.62	223.16	251.59	237.85	159.77
	yoy	-2.63%	8.01%	12.74%	-5.46%	-32.83%
	增速同比变动（pct）	27.31	10.64	4.73	-18.19	-27.37
其中：服装家纺	收入（亿元）	358.86	394.74	458.93	439.13	281.47
	yoy	11.65%	10.00%	16.26%	-4.31%	-35.90%
	增速同比变动（pct）	-48.67	-1.66	6.27	-20.58	-31.59

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.2 20年一季报回顾：板块毛利率降低，存货周转加快

◆ 促销力度加大叠加去库存，Q1板块毛利率下降

2020Q1板块毛利率为24.31%，同比下降7.48pct，上游纺织制造和下游服装家纺毛利率分别为18.16%和26.52%，分别同比下降0.11pct和12.59pct。其中下游毛利率降幅较大，在一季度终端销售承压以及暖冬的情况下，下游服装家纺企业加大折扣促销力度，积极清理库存，拉低了整体毛利率。

◆ 疫情下服装企业在供应链以及库存管理方面进步明显，Q1存货周转加快。

2020Q1板块存货周转天数为166.99天，同比减少17.06天，存货周转效率提升。其中上游纺织制造和下游服装家纺存货周转天数分别为188.55天和158.33天，同比减少9.24天和15.72天。2020年以来棉花等原材料价格走低，上游主动减少原材料购买和囤积。下游服装家纺加大清理库存力度，调整补货节奏，有效提升了存货周转效率。

表：2020年Q1板块毛利率降低，存货周转加快

		2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1
纺织服装	毛利率	30.15%	29.98%	30.05%	31.79%	24.31%
	同比变动 (pct)	4.07	-0.17	0.07	1.74	-7.48
其中：纺织制造	毛利率	18.86%	16.87%	16.60%	18.27%	18.16%
	同比变动 (pct)	-13.71	-1.99	-0.27	1.67	-0.11
其中：服装家纺	毛利率	36.65%	37.39%	37.42%	39.11%	26.52%
	同比变动 (pct)	20.4	0.74	0.03	1.69	-12.59
纺织服装	存货周转天数 (天)	190.19	178.32	164.07	184.04	166.99
	同比变动 (天)	9.94	-11.87	-14.25	19.97	-17.06
其中：纺织制造	存货周转天数 (天)	176.58	146.47	150.55	197.79	188.55
	同比变动 (天)	-16.91	-30.11	4.08	47.24	-9.24
其中：服装家纺	存货周转天数 (天)	200.03	202.2	173.95	174.05	158.33
	同比变动 (天)	35.93	2.18	-28.25	0.1	-15.72

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

重点公司收入不同程度下滑，新零售与运动企业表现较好

◆ Q1受疫情影响，各重点服装企业收入均不同程度下滑。

自国内疫情爆发以来，服装行业销售情况受到较大影响，1-2月服装零售额同比下滑30.9%，3月服装零售额同比下滑34.8%。受疫情冲击，Q1各板块服装企业收入、利润均有所下滑，多家重点公司收入利润双位数下滑。总体来看，各龙头公司下滑幅度跟一季度整体服装零售下滑相符。

◆ 分类型看，新零售与运动企业表现较好，下滑幅度小于其他企业

Q1疫情期间服装线下门店关闭，销售遇冷，而聚焦于新零售和线上业务的公司在线下面临困境时仍表现较好。南极电商与开润股份一季度分别下滑18.51%/10.30%，安正时尚收购礼尚信息后加快新零售发展，一季度收入逆势上涨2.91%，富安娜线上升级成效显著，一季度收入仅小幅下滑2.02%。疫情期间消费者健康意识提升，体育消费需求增加，使运动公司销售恢复较快，安踏、李宁、特步等公司一季度整体收入下滑约20%，小于服装行业整体下滑幅度。

表：2020Q1年板块重点公司收入不同程度下滑

子行业	公司	20Q1收入（亿元）	yoy
大众休闲	森马服饰	27.4	-33.51%
	太平鸟	13.8	-16.66%
	海澜之家	38.48	-36.80%
运动服饰	安踏体育	/	-20%~25%
	李宁	/	-10%~20%
	特步国际	/	-20%~25%
女装	歌力思	4.10	-34.11%
	安正时尚	5.70	2.91%
	地素时尚	4.08	-30.14%
	锦泓集团	6.02	-12.50%
家纺	富安娜	5.11	-2.02%
	罗莱生活	8.93	-21.94%
	水星家纺	4.81	-19.95%
	梦洁股份	3.63	-34.63%
男装	七匹狼	6.66	-29.70%
	九牧王	5.79	-27.63%
	中国利郎	/	-40%~45%
纺织	百隆东方	13.63	-10.24%
	华孚时尚	23.06	-36.55%
	健盛集团	3.72	-7.79%
新零售	南极电商	6.72	-18.51%
	开润股份	5.37	-10.30%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.2 Q1疫情期间服装企业增强新零售布局，取得较好效果

◆ 疫情期间服装企业积极发展新零售与线上业务，取得较好效果

疫情期间线下销售受到较大影响，服装企业积极发展新零售，拓展线上渠道。安踏、李宁等运动品牌响应居家健身热潮，通过微博、抖音等平台与消费者互动，提高品牌流量与曝光度；太平鸟通过微信线上会员专场、小程序分销、微博、小红书、抖音等渠道加强线上互动，利用大数据进行多维度精准营销；天创时尚引入北高峰资本作为数字化技术赋能供应链，大力发展新零售；地素时尚开发“一店一商城”线上销售系统为公司旗下直营门店配套增设“云端”销售平台。

表：服装企业积极发展新零售与线上业务，取得良好成效

品牌	措施	效果
太平鸟	通过微信线上会员专场、小程序分销、微博、小红书、抖音、KOL、KOC、直播等创新场景打通与消费者的连接，利用大数据进行多维度精准营销，形成零售合力。	2月上旬日均总零售额已超1000万，在3月5日至8日“女王节”期间合计实现全渠道成交金额2.46亿元，其中女装单品牌过亿，男装3天时间实现6000万销售额。
地素时尚	新增微信小程序分销员功能，通过社群分享、微信朋友圈推广、小程序转发以及在线直播等形式宣传，开发“一店一商城”线上销售系统为公司旗下的直营门店配套增设“云端”销售平台	实现快速裂变传播，仅DAZZLE和d'zzit两个子品牌在小程序上线当日销售额就突破了400万元
罗莱家纺	利用微信小程序进行直播，采用了「超级导购」的模式，由各个销售终端网络中的导购通过自己的朋友圈、社群为直播导流，罗莱家纺总裁也亲自下场直播间。	3月1日首播时长持续2小时，观看人次达8万，成交额30余万。3月7日直播观看人数超过10万，观看次数达150万，GMV超千万元。
安踏	推出了“全员零售”项目，超过3万名员工及经销商伙伴参与，同时联合Keep推出明星课程训练季，借助品牌代言人录制运动短视频。加大了直播资源的投放，现在其天猫旗舰店每天直播4-15个小时。	从1月底到2月16日，集团电商人工接待咨询超过45万人次，超过19年同期水平，1月集团电商业务超额完成目标，在“三八女神节”的直播中，总观看量超134万，促成成交额超360万元。
李宁	于2月2日起恢复在淘宝的直播，内容以“主播带您在家做运动”为主，和明星运动员合作发布健身教学视频	健身教学视频8万次观看

数据来源：公司公告，公司微信公众号，国泰君安证券研究

Q1部分服装企业线上收入高速增长，有效减轻疫情影响

◆ Q1新零售公司和布局线上业务较多的公司受疫情影响较小

疫情期间服装企业门店大量关闭，线下销售遇冷，聚焦于新零售和线上业务的公司在线下面临困境时表现较好，线上业务的快速增长有效减轻了疫情影响。安正时尚借助子公司礼尚信息的新零售赋能，一季度线上收入增速达到110.29%，安踏体育线上布局成效显著，线上收入增长超过40%，此外，天创时尚、地素时尚、太平鸟、海澜之家等公司均实现线上收入高增长。

表：Q1部分服装企业线上收入实现高增长

公司名称	太平鸟	森马服饰	海澜之家	李宁	安踏体育	歌力思	天创时尚	地素时尚	安正时尚
20Q1线上收入（亿元）	5.30	\	3.05	\	\	0.24	0.95	0.88	1.52
yoy	16.29%	下滑低个位数	16.9%	10-20%低段增长	超过40%	12.22%	77.25%	24.69%	110.29%
线上收入占比	38.4%	\	8.16%	\	\	6.43%	30.50%	21.60%	26.80%
20Q1线下收入（亿元）	8.37	\	34.34	\	\	3.49	2.16	3.18	2.14
yoy	-29.48%	下滑40%左右	-39.87%	20%-30%低段下降	\	-35.96%	-37.28%	-37.82%	-32.11%
线下收入占比	61.6%	\	91.84%	\	\	93.57%	69.50%	78.40%	73.20%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

02 机遇与挑战并存：疫情下的服装行业

2.1 行业现状：服装零售承压，但逐月改善

2.2 未来趋势：国内龙头品牌多方变革，竞争力望不断加强



服装零售承压，但逐月度改善

- ◆ **疫情致服装零售表现低迷：**2020年受疫情影响，服装行业承压明显，整体表现较为低迷。一季度疫情对社会消费影响较大，2020年1-2月和3月社会消费品零售总额同比下滑20.5%/15.8%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额同比下滑30.9%/34.8%，下滑幅度大于其他消费子领域。
- ◆ **服装零售开始逐月度改善：**经历20Q1疫情下消费大幅下滑后，4月消费环境逐渐回暖，正走出疫情影响。4月社会消费品零售总额28178亿元，同比下降7.5%，降幅较3月份收窄8.3pct。其中服装鞋帽针纺织品类零售额799亿元，同比下降18.5%，作为可选中的代表下滑幅度依旧大于其他消费子领域，但改善幅度较大，降幅较3月份收窄16.3pct。5月上半月受到五一假期和防控降级举措催化，上半月终端零售改善较大，相比19年同期持平，综合考虑下半月情况，预计5月份全月终端零售下滑10%左右，服装零售拐点显现。

表：2020年受疫情影响服装零售出现负增长，但逐月度改善

	社会消费品零售总额 同比增速（%）	服装鞋帽针纺织品类 同比增速（%）
2019年1-2月	8.2	1.8
2019年3月	8.7	6.6
2019年4月	7.2	-1.1
2019年5月	8.6	4.1
2019年6月	9.8	5.2
2019年7月	7.6	2.9
2019年8月	7.5	5.2
2019年9月	7.8	3.6
2019年10月	7.2	-0.8
2019年11月	8.0	4.6
2019年12月	8.0	1.9
2020年1-2月	-20.5	-30.9
2020年3月	-15.8	-34.8
2020年4月	-7.5	-18.5

数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

2.2 国内龙头品牌供应链改革效果明显，营运效率趋于上升

◆ 国际品牌供应链改革收效明显，本土企业跟进先进管理模式。

本土优秀服装企业学习国际成熟的快反柔性供应链模式，基于中国市场特点，从供应链各环节着手改良，提升供应链整体效率及灵活性，及时对市场变化作出快速反应。

◆ 上游核心供应商深度合作，提升供应链反应效率。下游渠道获信息化加持，产销适应市场需求，物流灵活性提高。

与核心供应商加深合作，在设计、下单模式等方面协同创新。波司登、森马等品牌通过期货与现货结合的模式，结合销售情况灵活追单。森马与核心供应商推出“反季下单”模式，利用淡季生产基本款，为旺季翻单产品预留产能，保有打造爆款的快速反应能力。

表：优秀本土企业供应链改革措施

公司	改革措施
波司登	快反供应链：订货会投产40%期货，剩余60%滚动下单
	CDC分布式部署：采用“CDC直接分发门店”一级配送流程
	物流管理系统WMS提升物流仓储灵活性
森马	“供应商减半”策略，供应链集中化、优质化，SKU下降
	“期货制”改为“期货+现货”模式，降低库存风险，加速产品迭代
	反季下单基本款，蓄能旺季翻单产品，优化产能分布
太平鸟	TOC管理模式：以销定产，追单采购，做深畅销款，拉升销售业绩
	门店DRP系统监控产品销售动态，高频S&OP会议协调下阶段产销
	“云仓”数字化商品管理系统，线上线下一体化，灵活协调物流

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2 龙头企业存货周转情况有所改善，疫情期间整体可控

◆ 龙头企业19年存货周转情况有所改善，20Q1受疫情影响库存周转放缓，但整体可控。

得益于供应链改革的良好成效与新零售布局的持续推进，2019年国内龙头品牌存货周转情况改善显著，其中安正时尚存货周转天数较上年下降79天，海澜之家存货周转天数下降35天。20Q1由于疫情影响企业线下销售，龙头品牌库存周转放缓，但仍整体可控。未来随着消费者外出购物行为增加，线下门店客流量恢复，预计龙头企业存货周转情况望得到进一步改善。

表：2019年龙头企业存货周转天数有所改善

公司名称	2016	2017	2018	2019	2020Q1
太平鸟	197.86	184.76	183.65	179.03	236.66
海澜之家	316.07	277.44	286.35	250.61	319.15
安正时尚	398.58	325.76	375.98	296.76	390.96
水星家纺	174.41	156.99	155.69	155.21	245.16
南极电商	338.06	42.28	1.31	0.66	1.01
天创时尚	235.65	200.76	179.58	170.90	233.28

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2 品牌设计进步成就更好的国内龙头品牌

◆ 积极与海外设计团队合作，激发设计活力。

波司登、歌力思、安踏、地素、太平鸟等中国知名品牌纷纷聘请国外设计顾问、与国际优秀设计师合作以激活时尚活力，既保持品牌的国内热度也拓展国际市场。此外，圣得西、九牧王、劲霸等知名国产企业也聘请了国外设计师。

表：歌力思、安踏、地素、太平鸟与海外设计团队合作

品牌	合作情况
歌力思	2004年，歌力思引入法国YvesSaintlaurent成衣研发总监JeanPaulGaultier担任品牌设计顾问，对歌力思的风格产生了深远影响。 2017年，歌力思以3700万元的价格获得美国设计师品牌VIVIENNE TAM的控股权，并成立独立的国际化设计团队。 2018年，歌力思与比利时设计师Jean-Paul Knott共同投资设立合资经营企业，丰富公司的高级品牌阵容。 2019年，歌力思斥资3000万收购设计师品牌Self-Portrait在华经营权。
安踏	安踏集团第二大主品牌FILA定位高端运动时尚与国际优秀设计师合作，包括纽约华裔时装设计师Jason Wu、美国著名服饰设计师Ginny Hilfiger，以及著名设计师林能平（ Philip Lim ），并于2018年首次亮相米兰时装周。 2016年安踏聘请前阿迪达斯的球鞋设计总监Robbie Full 担任创意总监，参与KT1，2的改进并且被指定其为KT3 的设计师。 2019年，安踏携手中国原创户外设计师RICO LEE参加2019秋冬上海时装周。
地素	地素旗下年轻女装d'zzit及男装RAZZLE引进海外大牌，如原Dior设计团队加入研发环节，在品牌宣传、渠道扩张上交由HugoBoss营销高管负责，获取更多资源。高端品牌DIAMOND DAZZLE继续强调手工质感，研发创新面料及工艺，培养稳定顾客群。
太平鸟	与风靡全球的新锐艺术家TROUBLE ANDREW、REILLY、美国潮牌OPENING CEREMONY、法国独立品牌etudes Studio、设计品牌THE OWNER等均有过深度合作。

数据来源：腾讯网，时尚品牌网，公司公告，国泰君安证券研究

2.2 龙头品牌产品技术和品质更优

◆ 国内服装龙头更加注重提升产品技术与品质，借力产品科技把握时尚潮流。

国内服装行业龙头如波司登、安踏、森马、安正时尚等公司都将产品品质与技术的提高作为公司发展的重要战略。一方面，龙头品牌通过提高产品技术和品质丰富品牌服装鞋品的多样性，如波司登、安踏等公司都推出了兼顾轻便性与功能性的服装鞋品，森马通过研发新面料提升了消费者的使用体验；另一方面，通过产品技术与品质的提高，公司也将把握时尚潮流的新趋势，如安正时尚通过加大产品研发投入开拓“玖姿米兰线”，将于2020年正式投入市场。

表：龙头品牌更加注重产品技术与品质的提升

公司	具体做法
波司登	波司登高端户外系列羽绒服采用了全球顶级户外装备首选面料GORE-TEX面料，以及800+蓬松度与含绒量高达90%的白鹅绒，推出更具防水防风及透气性的产品；泡芙轻暖系列羽绒服选用比普通面料轻60%的面料、绒子含量高达90%的高蓬松度大朵白鹅绒，使得产品兼顾保暖与轻便。
安踏体育	安踏推出首款以轻量为卖点的“氢”跑鞋，以安踏研发的氢科技研制，在保证支撑性及耐久性的同时为跑者带来轻量运动体验。同时也推出了环保唤能科技系列“训练有塑”，该产品利用回收废弃塑胶樽为原料，制成再生涤纶面料的服装，满足安全要求的同时，为保护自然环境贡献更多力量。
森马服饰	森马以提升自主研发创新能力为核心，围绕产品开发展开相关创意设计、款式、面料、版型、人体数据标准及终端产品体验等全方位研究，其研发的核心面料“森柔棉”，面料亲肤透气柔软，贯穿运用于一年四季的主打单品中。
安正时尚	安正时尚始终将提升产品品质摆在首位，清晰的认识到产品研发力是公司的核心竞争力。2019年上半年，公司在意大利米兰成立了欧洲研发中心，聘请了以意大利设计师 Diego Lazzaroni 先生为代表的众多海外设计师加入公司研发部门，其团队设计研发的“玖姿米兰线”将于2020年正式投入市场。

资料来源：公司官网，新浪新闻，国泰君安证券研究

2.2 渠道优化助国内龙头品牌提高形象、聚焦客群

◆ 门店形象改造是众多中国品牌近年来进行品牌升级的重要部分。

2017年起，海澜之家、波司登、森马、太平鸟等品牌纷纷开始进行门店升级。此外，安踏、李宁、特步也在更新店铺装潢风格，迎合年轻消费群体购物喜好。

◆ 服装品牌积极拓展新零售渠道，有望成为未来收入增长的强劲动力。

以南极电商、森马服饰、歌力思等行业龙头为代表，服装企业积极探索新零售渠道，促进C2M渠道的发展，预计未来服装行业整体线上收入占比持续增加，行业内公司触达消费者的渠道更加多元，新零售相关业务将会促进行业收入进一步增长。

图：中国服饰品牌门店改造前后变化显著，时尚度提升



资料来源：公司官网，搜狗图片，搜铺网，国泰君安证券研究

表：国内服装品牌积极布局电商新零售

公司	布局	涉及品类
梦洁股份	与淘宝第一主播薇娅合作，开展直播带货、C2M、肖像权使用、公益等多方面活动。	家纺
南极电商	公司在2020.3.8女王节开展直播带货活动；在2020年5.13日成立直播事业部，发展电商直播业务。	保暖内衣、男女装
森马服饰	一方面和热门主播合作，通过主播试穿体验，产品讲解等方式，向消费者展示商品；一方面和消费者、高校合作，推动旗舰店开展直播。公司签约淘宝头部主播陈洁Kiki作为直播合伙人。授予陈洁kiki“母婴好物推荐官”；并在斗鱼、快手等平台开通官方直播渠道。	休闲
歌力思	全力支持社群营销，充分利用微信、淘宝、小红书、抖音等平台以直播带货、限时秒杀、网红博主推荐等多种营销手段，不断加大公司品牌宣传推广力度，助力公司扩大销售和提高市场份额。	女装
奥康国际	线上端积极开展电商直播，探索“实体+直播”新模式，自建“奥康奥莱”微商城。线下端，公司打造智慧门店，利用数据采集应用提升消费黏性，增加产品科技含量，为消费者提供更加多元化的服务与体验。	皮鞋

资料来源：公司官网，新浪新闻，国泰君安证券研究

03 新零售：直播电商快速发展

3.1 GMV规模和增速均维持高位增长，电商直播发力新零售

3.2 电商直播平台三足鼎立，疫情催化更多商家加入直播行列

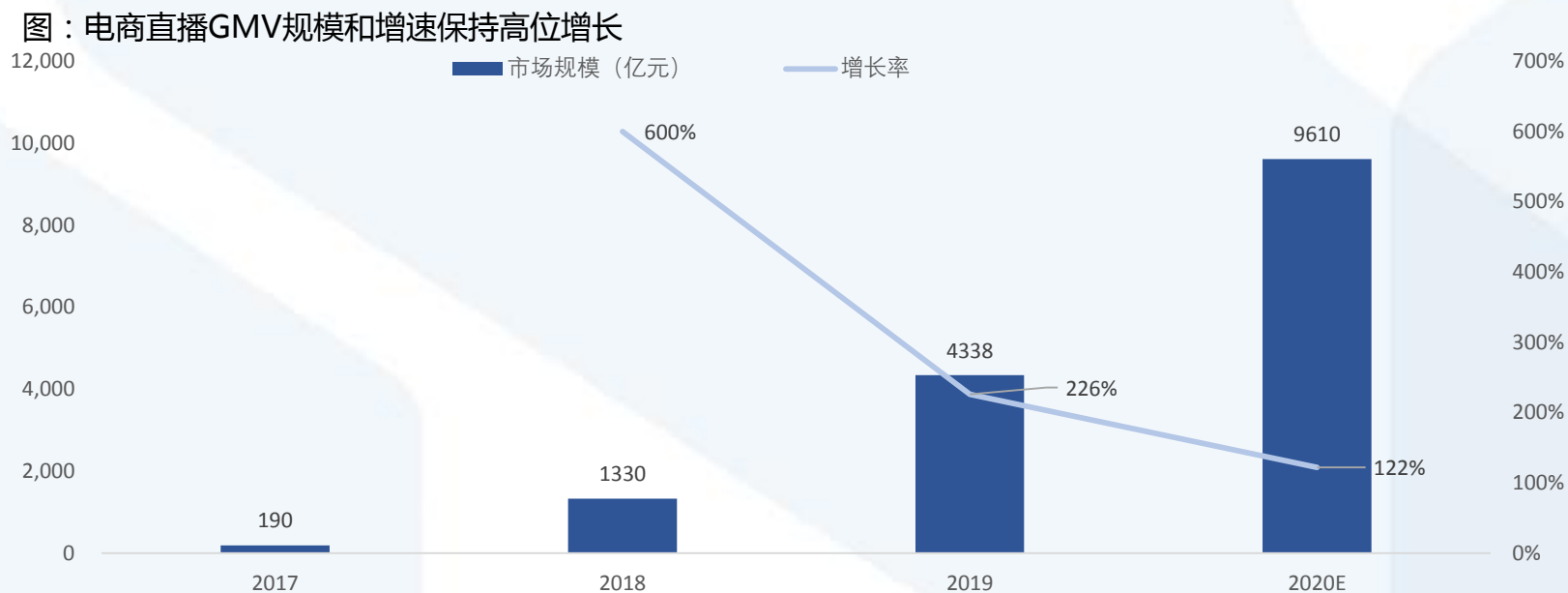
3.3 直播带货利好服装行业发展，众多企业纷纷布局



3.1 GMV规模和增速均维持高位增长，电商直播发力新零售

◆ 16年兴起，19年爆发式增长，国内直播电商规模发展迅猛

电商直播带货近几年成为新零售风口。2016年，淘宝上线直播频道，在国内正式拉开电商直播的序幕；2017年，电商直播总体GMV为190亿，市场处于待开发阶段；2018年，随着抖音加入电商带货，电商直播市场进一步被激发，当年GMV规模同比增长600%，达到1330亿元；2019年，作为5G元年，移动互联网的普及为电商直播奠定坚实基础，众多电商平台也发力直播带货，李佳琦、薇娅等头部主播影响力进一步增强，2019全年电商直播GMV规模达到4338亿元，同比增长226%；2020年，疫情催化线上零售进一步发展，电商直播成为众多商家营销的新选择，2020全年，预计直播电商GMV规模将逼近万亿，达到9610亿元。随着5G移动互联网的逐渐普及，电商直播未来或将继续维持高位增长。



数据来源：艾媒咨询，国泰君安证券研究

3.2 电商直播平台淘宝、抖音、快手三足鼎立，拼多多、京东发力追赶

◆ 淘宝、抖音、快手，电商直播三足鼎立，京东、拼多多不甘落后，众平台发力直播带货

淘宝作为国内率先开启电商直播的平台，用户优势明显，旗下拥有薇娅、李佳琦等头部主播，粉丝众多，带货影响力巨大，19年预估GMV达到2400亿左右，占据全平台一半以上，稳固国内电商直播头把座椅；抖音、快手在18年后依靠着短视频积累的众多用户，大力发展直播带货，收效显著，其中抖音借助粉丝数排名前列的陈赫、王祖蓝等进行带货，并于20年4月签约罗永浩，首日交易额1.1亿；快手拥有头部主播辛有志，旗下辛有志严选19年成交额133亿，快手全平台19年GMV预估为1000亿左右。而拼多多、京东也不甘落后，其中拼多多于2019年11月27日内测电商直播，京东2019上双十一期间电商直播GMV相比618提高25倍。直播带货已成为各大电商争夺高地。

表：众多电商平台抢占直播高地

电商直播平台	直播带货事件
淘宝直播	2016年最早由张大奕进行直播带货，目前拥有李佳琦、薇娅等头部主播，依靠8.46亿淘宝月活用户，19年实现约2400亿电商直播GMV
抖音	于2018年5月启动电商商业化，逐步发展电商直播业务，平台下拥有千万级粉丝陈赫、王祖蓝进行带货，2020年4月签约罗永浩成为首席推荐官，首日带货销量1.1亿。2019年GMV预计在400亿左右。
快手	平台拥有辛有志等知名主播，2020年4月联合格力董事长董明珠为格力带货，单日销量3.1亿元。2019年电商直播GMV达到1000亿以上
京东	2019双十一直播带货GMV超当年618购物节25倍
拼多多	19年11月百亿补贴专场，首次上线直播卖货；20年1月19日，多多直播正式上线，向全部用户开放

数据来源：新浪财经，国泰君安证券研究

表：淘宝、抖音、快手平台头部主播带货影响力巨大

主播	直播平台	带货成绩
薇娅	淘宝直播	2018年全年引导交易27亿，2019双十一直播间吸引4300万观众观看，有“淘宝第一主播”称号
李佳琦	淘宝直播	2018年双十一5分钟直播卖出超1.5万口红，2019双十一吸引3584万人观看，其美妆带货吸引众多女性观众。
罗永浩	抖音	2020年4月加入抖音成为首席推荐官，首日带货交易额超1.1亿
辛有志	快手	旗下拥有“辛有志严选”品牌，“辛有志严选”19年成交额破130亿元

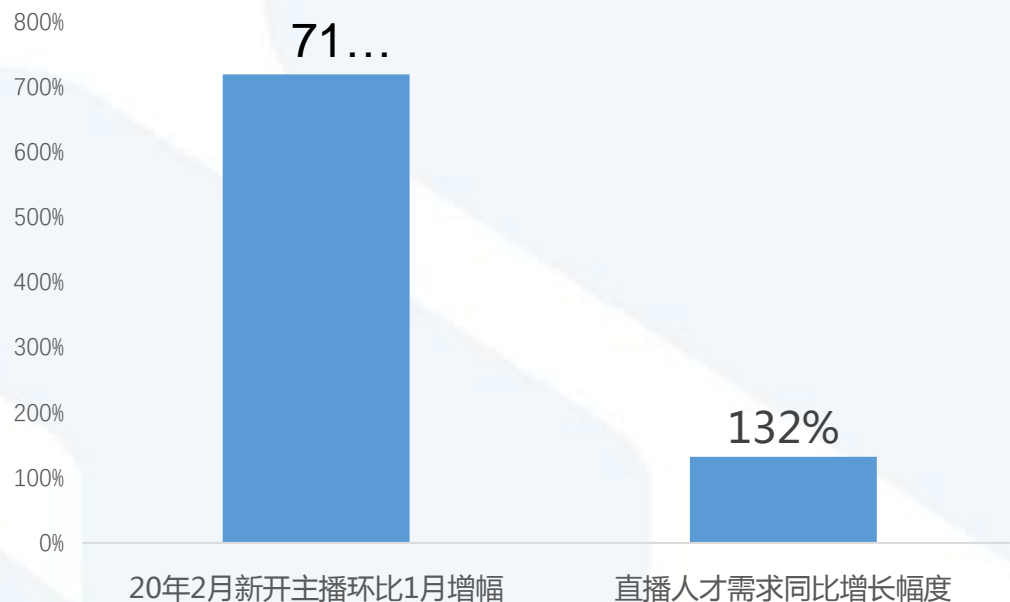
数据来源：淘宝、抖音、快手，国泰君安证券研究

3.2 疫情催化更多商家加入直播行列，电商直播新经济优势凸显

◆ 疫情期间，电商直播新经济优势凸显，催化更多商家加入直播行列

疫情期间，线下零售遇寒冬，催化电商直播新零售快速发展，大量商家涌入，直播人才需求大增。其中2020年2月，淘宝直播新开播商家数量环比1月大幅增长719%，直播人才需求同比增长132%，直播领域人均月薪大9845元。淘宝直播为各行各业带来诸多新机会，其中与服装相关品类直播中，由于疫情稳定后居民出行和户外运动需求大增，运动、健身、瑜伽、球迷物品类直播交易量涨幅明显，其直播引导额环比涨幅位居全品类第四名。

表：疫情期间，淘宝新增主播数量和直播人才需求均大幅上涨



数据来源：淘榜单，国泰君安证券研究

表：淘宝各品类直播涨幅排行，运动类排名第四

淘宝各品类直播引导交易环比涨幅TOP5

1. 全屋定制
2. 数字阅读
3. 口碑/饿了么本地生活
4. 运动/健身/瑜伽/球迷用品
5. 文具电教/文化用品/商务用品

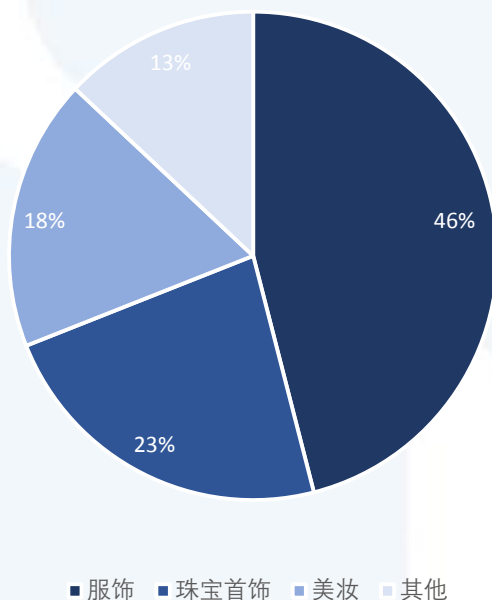
数据来源：淘榜单，国泰君安证券研究

3.3 服装企业众多企业布局直播电商，拓展新销售渠道

◆ 服装类商品占淘宝直播带货交易额46%，服装类直播带货市场巨大

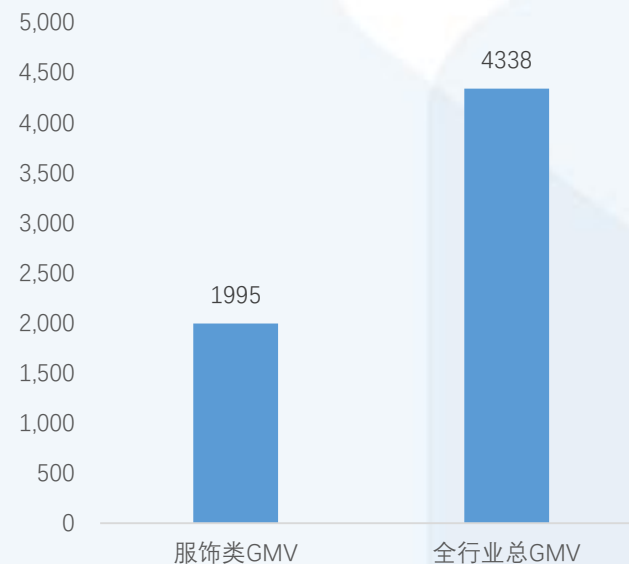
根据2019H1淘宝直播带货数据，服装类商品构成达到46%，根据这一比例我们预计2019年服装类直播GMV达到约2000亿，服装已成为直播带货中的交易额最大的品类之一，而服装、珠宝、美妆三类商品交易额占据总额的87%，电商直播中女性消费者仍占多数。未来随着电商直播的规模进一步扩大，服装类商品直播带货交易额将持续高速增长，诸如女装等针对女性消费者的服装类商品市场巨大，未来或有更多品牌参与直播带货活动。

图：19H1淘宝直播各类品交易额构成，服装类占比达46%



数据来源：艾媒咨询，国泰君安证券研究

图：19年服饰类直播预估GMV约为2000亿，市场巨大（单位：亿元）



数据来源：艾媒咨询，国泰君安证券研究（注：服装类GMV百分比由19H1淘宝直播中服饰占比预估得出）

3.3 服装企业众多企业布局直播电商，拓展新销售渠道

◆ 电商直播正成为服装企业重点发展的营销新渠道

19年下半年以来服装企业纷纷进行直播布局，家纺、休闲、运动公司投入较多。罗莱生活与水星家纺先后在蘑菇街进行直播首秀，取得良好效果。2020年初疫情下服装企业加快布局电商直播。大众休闲公司太平鸟新零售平台负责人亲自进行内部直播，获得热烈反响。运动公司安踏、李宁与李佳琦等头部主播进行合作，销售表现出色，李宁单次直播销售额突破1500万。在新零售趋势下，电商直播为服装企业带来了新的拓展机会，正成为服装企业重点发展的营销新渠道。

表：19年下半年开始服装企业纷纷进行直播布局

公司	直播/网红合作动向
罗莱生活	2019年9月18日罗莱生活邀请蘑菇街知名主播瑜儿进行合作
水星家纺	2019年10月16日正式入驻蘑菇街并进行线上直播
	2020年3月初水星家纺董事长李裕陆亲临直播间
梦洁股份	2020年5月11日宣布与谦寻文化旗下的淘宝主播薇娅开展合作
太平鸟	2020年1月女装营运中心和新零售平台负责人高雁君亲自上阵进行内部直播
	2020年5月太平鸟旗下男装、乐町两大品牌分别与刘涛、李佳琦合作
海澜之家	2020年4月海澜之家与演员柳岩和艺人杨迪合作发布五大IP系列
锦泓时装	2020年3月旗下品牌TW与李佳琦直播合作销售女装
安踏体育	2020年3月联手李佳琦推出泡泡跑步男女情侣回弹运动鞋
李宁	2020年4月26日与快手达人“白小白”合作进行现场跨界带货

数据来源：网易新闻，新浪财经，亿邦动力网，国泰君安证券研究

3.3 服装企业众多企业布局直播电商，拓展新销售渠道

◆ 运动和大众休闲品牌直播次数多、范围广

各服装品牌淘宝旗舰店以店铺直播的形式进行线上营销，拉动线上销售。安踏、李宁、特步等运动品牌近30日直播次数均超过30次，其中安踏旗舰店直播总观看次数超过278万，覆盖人数达到91421人。大众休闲品牌森马近30日直播次数达到57次，总观看次数超过188万，太平鸟旗舰店直播总观看次数超过351万。各品牌通过直播有效地提升了店铺流量，有助于增强品牌形象与影响力。

表：各品牌旗舰店近30日淘宝直播数据

品牌旗舰店	直播次数	总观看次数	总观看人数	总点赞数
森马	57	188万+	58922	126万+
海澜之家	31	153万+	43142	213万+
太平鸟	32	351万+	26055	241万+
安踏	31	278万+	91421	704万+
李宁	49	199万+	59290	443万+
特步	39	62万+	33035	132万+
南极人（南极电商旗下）	29	24万+	7453	22万+
ZSAZSAZSU（天创时尚旗下）	29	10万+	2588	67万+
玖姿（安正时尚旗下）	35	45万+	19275	38万+
DAZZLE（地素时尚旗下）	3	50836	/	53786
Laurel（歌力思旗下）	2	855	/	3219

数据来源：达人记，国泰君安证券研究

04 疫情催化体育行业进一步发展

4.1 运动服饰行业迎来新投资时点

4.2 疫情催化国内运动服饰行业迈入新台阶

4.3 长期逻辑：健康消费+赛事催化+产业扶持，三大因素驱动运动服饰行业高增长



4.1 国内运动服饰行业迎来新投资时点

◆ 疫情导致线下消费低迷，国内外服装品牌均受到冲击

新冠肺炎疫情爆发，对线下消费产生重要影响。从1月底开始，国内确诊病例逐渐增加并于2月中旬达到顶点，这期间各服装品牌门店大量关闭，线下销售大幅下滑。以Adidas为例，1月25日春节至2月底，Adidas在大中华区的收入同比减少80%。当前，国内疫情已基本得到控制，线下客流逐渐恢复，服装行业加快回暖，各运动品牌业绩有望于第二季度回到正常水平。但海外疫情自3月开始蔓延，目前情况仍较为严重，对各服装品牌海外线下销售带来较大压力。

表：疫情期间国内外服装品牌业绩均受到冲击

类型	品牌	业绩表现
国内品牌	安踏	20年Q1安踏品牌零售金额同比19年下降20%-25%；FILA品牌零售金额同比19年录得中单位数下滑；其他品牌零售金额较19年同期录得高单位数下滑
	李宁	20年Q1零售流水同比下跌高双位数，其中线下渠道（包括零售及批发）录得20%-30%低段下降，电商业务录得10%-20%低段增长
	森马	20年Q1营业收入较19年同期减少33.51%，归属上市公司股东的净利润1748万，同比变动-94.96%
国外品牌	Nike	20财年三季度大中华区营收同比下降5%至15.06亿美元，其中鞋履产品收入下降4%至10.75亿美元，服装收入下降10%至4亿美元
	Adidas	大中华区2020年第一季度营收减少8亿欧元，同比下降58%
	优衣库	截至2月29日的2020财年中期业绩显示，受疫情影响，中国区所在的海外市场同期收入同比减少6.7%，净利润大跌39.8%，预计2020财年净利润将同比减少40%

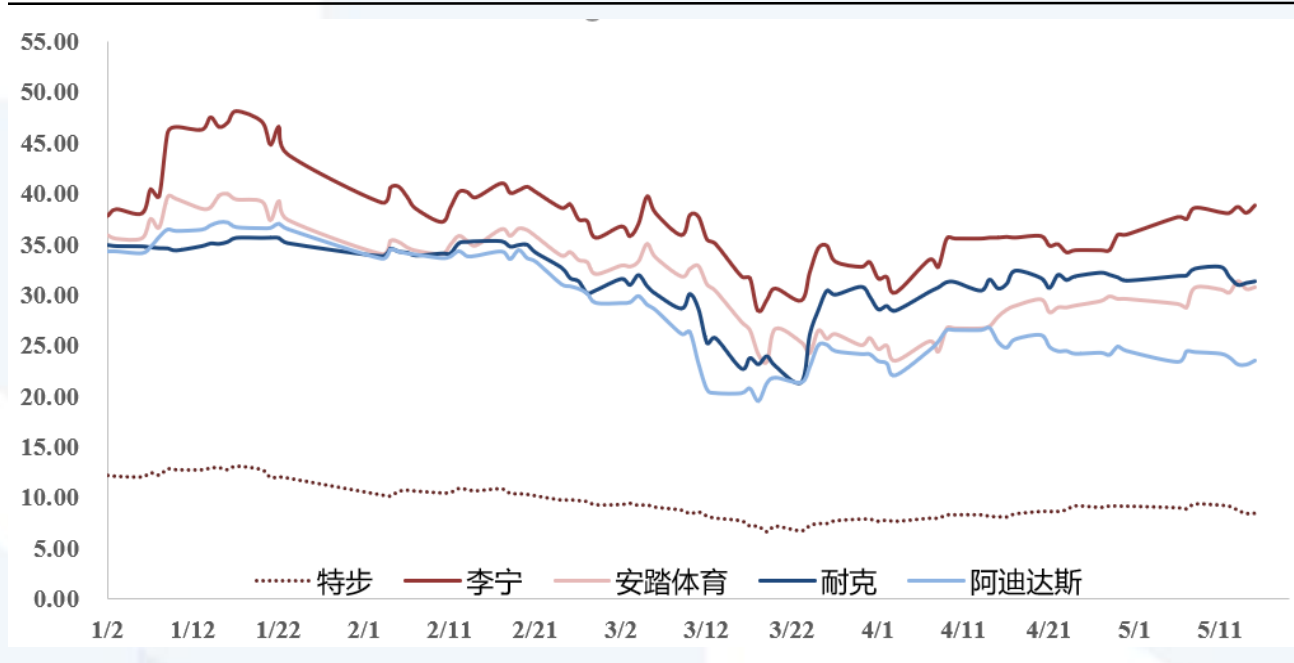
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.1 国内运动服饰行业迎来新投资时点

国内龙头估值回归合理区间，海外龙头估值回归仍需时日

受疫情影响，国内外运动品牌龙头估值相比年初有所下跌，国内品牌表现相对较好。疫情初期海内外龙头估值受到影响，估值均有所降低，随着国内疫情企稳，目前国内体育龙头的估值回归合理区间（6月4日收盘安踏、李宁、特步PE分别为35.60/42.01/8.45），而海外龙头在未来有望回归正常发展阶段。

图：疫情期间各运动品牌PE均出现下跌，国外品牌下跌幅度更大



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表：国内外品牌PE最大值与最低值变动幅度较大

1.2日至6.4日PE变动情况	PE最高值	PE最低值
特步	13.18	6.71
李宁	48.51	29.29
安踏	40.32	23.74
耐克	37.49	21.39
阿迪达斯	37.11	19.79

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.2 疫情催化国内运动服饰行业迈入新台阶

◆ 体育行业加速整合，国内龙头核心优势体现

疫情期间，国内龙头公司凭借渠道端优势，发力营销和新零售，有效应对疫情冲击，效果较好。营销端，安踏、李宁、361度通过全员线上营销、明星代言和直播等方式增加品牌流量与曝光度，成效显著；渠道端，国内龙头品牌门店与工厂应对更为灵活迅速，国内品牌复工更早，营业时间更长，折扣力度更大。国内龙头核心优势进一步增强，集中度有望继续提升。

◆ 疫情后周期消费者健康意识增强，户外运动需求望提升

疫情后，公众逐步培养和增强健康意识，疫情有望刺激和催化消费者运动健身方面需求。随着国内疫情好转，各地区旅游、户外运动景点陆续开放，居民的户外运动需求进一步释放。

表：相对国外品牌，国内龙头品牌营销端措施更加深入，电商渠道折扣力度更大

品牌	营销渠道措施	电商渠道折扣措施
安踏	率先推出全员线上营销项目，超过6万名员工及经销商伙伴参与；联合Keep推出明星课程训练季，借助品牌代言人录制运动短视频；通过线上渠道进行新品发布	推出“开学季×聚划算”的活动，在天猫店内消费满398元减免100元，同时叠加优惠券
李宁	积极推动全员线上营销；恢复淘宝直播，内容以“主播带您在家做运动”为主；通过线上直播发布新品；在微博、抖音等线上渠道增加品牌流量与曝光度	推出满499元减50元，特定商品满400元送400元、满1000元减300元等活动
361°	在疫情期间将销售转移至电商平台，并发起“全员营销”的号召，增加“微信小程序”等途径来与消费者进行互动	结合情人节、三八女神节等购物季推出全场消费满300减100，部分商品第二件半价等一系列活动
Nike	通过微信小程序推出健身课程直播；在官网进行推出创意广告，邀请运动员拍摄在家运动视频；在线上电商平台加大折扣力度	天猫店铺满499减30、满799减50、满1000减80
Adidas	在淘宝直播上举办了历史上首场“云发布会”；对线上业务进行拓展，加大折扣力度	满600元减60元，特卖商品五折

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.3 长期逻辑：健康消费+赛事催化+产业扶持，三大因素驱动运动服饰行业高增长

◆ 因素1：我国人均收入提高，促进体育消费规模扩大

运动服饰消费属于发展性消费，受到经济基础和消费能力的影响。近年来，我国城镇居民人均可支配收入的逐年稳步提升，2019年达到42539.0元，同比增长8.38%。当前国内中产阶层不断壮大，消费升级正在进行中，体育消费受众规模持续扩大。消费规模方面，根据Euromonitor数据，2019年我国运动服饰零售规模达到3165.96亿元，同比增长17.3%，过去五年复合增长率超过17%，远高于美国与日本的同比增速，2020-2024年国内运动行业预计复合增速达到11.37%。在国民收入持续提升的趋势下，未来我国运动服饰零售规模保持高复合增长，体育行业市场前景广阔。

表：城镇居民人均可支配收入稳定提升

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
全国城镇居民人均可支配收入（元）	26467.0	28843.9	31194.8	33616.2	36396.0	39251.0	42539.0
同比增速（%）	-	8.98%	8.15%	7.76%	8.27%	7.84%	8.38%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表：中国运动服饰零售额增速远高于美国与日本

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
美国运动服饰零售额（亿美元）	851.3	911.4	976.7	1030.1	1089.9	1186.4	1269.6
yoy(%)	7.7	7.1	7.2	5.5	5.8	8.8	7.0
日本运动服饰零售额（亿美元）	120.6	126.3	132.2	136.5	140.2	142.9	145.8
yoy（%）	4.9	4.8	4.6	3.3	2.7	2.0	2.0
中国运动服饰零售额（亿美元）	190.4	209.7	235.9	269.2	313.1	381.7	447.5
yoy（%）	-3.3	10.1	12.5	14.1	16.3	21.9	17.3

数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

4.3 长期逻辑：健康消费+赛事催化+产业扶持，三大因素驱动运动服饰行业高增长

◆ 因素2：健康理念深入人心，体育赛事催化全民运动氛围

城市化水平及人民生活水平的提高，催化运动健康生活方式在我国消费者中流行。根据QuestMobile数据，2020年2月，运动健身行业APP月活跃用户达到8928万，同比增93.3%。同时，21-22年，东京夏奥会、北京冬奥会等各大体育赛事将举行，未来将持续催化国内运动健身氛围。根据2019年国家卫健委发布的《健康中国行动（2019-2030年）》，到2022年和2030年城乡居民经常参加体育锻炼人数比例将到37%及以上和40%及以上。随着健康理念的流行与体育赛事的催化，未来中国运动氛围与体育消费将不断提升，利好体育产业长远发展。

表：未来几年将有多项重大赛事开展

名称	举办时间	举办地点
奥运会	2021年	日本东京
冬奥会	2022年	中国北京
足球世界杯	2022年	卡塔尔
亚运会	2022年	中国杭州
田径世锦赛	2022年	美国俄勒冈州尤金
篮球世界杯	2023年	日本、菲律宾、印度尼西亚

数据来源：新浪体育，国泰君安证券研究

4.3 长期逻辑：健康消费+赛事催化+产业扶持，三大因素驱动运动服饰行业高增长

◆ 因素3：政府加大产业政策扶持力度，助力运动服饰行业蓬勃发展

国家相继发布多项政策，推动体育产业发展。2017年10月，十九大报告提出健康中国发展战略，2019年9月，国务院发布《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》，提出10个举措，推动体育产业成为国民经济支柱性产业。政策利好下，体育产业在GDP中占比逐年上升，2018年中国体育产业规模达到2.66万亿，在GDP占比提升到1.1%。未来随着政策支持方式的不断优化，将形成政府、市场双轮驱动效应，在保证体育产业快速增长的同时提高发展质量，有助于体育产业的可持续发展，运动服饰行业将显著受益。

表：近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度

政策名称	发布时间	主要内容
《体育产业发展“十三五”规划》	2016年7月	在“十三五”期间初步构建结构合理、布局均衡、功能完善、门类齐全的体育产业体系，基本形成各种经济成份竞相参与、共同兴办体育产业的发展格局。
《健康中国行动（2019-2030年）》	2019年7月	要求到2022年和2030年城乡居民经常参加体育锻炼人数比例将到37%及以上和40%及以上，农村行政村体育设施基本实现全覆盖
《体育强国建设纲要》	2019年8月	明确各阶段体育产业发展目标，到2050年，全民建成社会主义现代化体育强国，提出五个方面战略任务
《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	2019年9月	针对体育产业提出10个方面政策举措，推动体育产业成为国民经济支柱性产业
《体育总局办公厅关于开展国家体育消费试点城市申报工作的通知》	2020年5月	为应对新冠肺炎疫情对体育产业的影响，促进体育消费回补和潜力释放，体育总局将在全国开展促进体育消费试点工作，确定一批国家体育消费试点城市。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表：中国体育产业规模不断增加

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
体育产业规模（万亿元）	1.1	1.35	1.7	1.9	2.2	2.7
GDP占比（%）	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1

数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

05 投资建议与标的



投资建议与标的

- ◆ 当前特殊时期，我们推荐三条主线：
- ◆ 布局新零售、新制造的公司：服装企业积极探索新零售渠道，促进 C2M 渠道的发展，预计新零售相关业务将会促进行业收入进一步增长。
 - ✓ 南极电商：充分享受电商和低线消费红利，依托主流电商平台GMV高速增长，未来多品牌多平台多品类颇具看点。
 - ✓ 开润股份：收购切入Nike供应链，产品进入主流运动包装领域，B2B业务高速增长，B2C多渠道拓展
 - ✓ 安正时尚：公司2018年收购礼尚信息开展电商代营业务，积极推广线上业务，布局新零售模式，对冲疫情影响，春装上新总体稳定。
- ◆ 下半年服装基本面拐点品种：国内疫情形势基本稳定，板块估值和基本面修复有望在下半年逐步改善。
 - ✓ 歌力思：公司作为高端女装龙头，多品牌战略稳步推进，传统品牌稳定增长，新增品牌高速发展，多品牌运营能力正在逐步被认证。
 - ✓ 地素时尚：作为本土中高端时尚集团，设计优势显著，营销投入和运营行业领先，渠道调整增强终端管理，未来直营和电商拓展望继续拉动增长。
- ◆ 体育主线：居民健康意识提高+赛事催化+体育产业政策利好，三大因素催化运动服饰品牌高增长，并不断提升品牌影响力。
 - ✓ 安踏体育：公司线上收入维持高增长，发展较好，预计线上业务较好增长可以减轻疫情带来的冲击。
 - ✓ 李宁：公司改革成效显现，收入回归快速增长，引领国潮时尚，预计未来业绩增势强劲。
 - ✓ 特步国际：公司继续门店拓展，电商整合助力可持续增长，未来有望受益于新品牌发展。

表：重点公司盈利预测及跟踪

证券简称	收盘价	PE(2020)	PE(2021)	预测2020年EPS	预测2021年EPS	投资评级
南极电商	18.62	29.56	22.99	0.63	0.81	增持
开润股份	29.61	25.75	19.74	1.15	1.50	增持
安正时尚	12.74	14.99	11.69	0.85	1.09	增持
歌力思	13.07	9.54	8.22	1.37	1.59	增持
地素时尚	17.60	10.73	9.31	1.64	1.89	增持
安踏体育	70.60	33.94	26.34	2.08	2.68	增持
李宁	25.54	37.8	30.4	0.63	0.83	增持
特步国际	2.45	11.67	9.80	0.21	0.25	增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：收盘价截止2020月6月4日，港股上市公司的收盘价和EPS单位换算为人民币）

风险提示：疫情后消费复苏不及预期、行业竞争加剧、贸易摩擦影响消费者信心

◆ 疫情后消费复苏不及预期：

在消费升级趋势和疫情的影响下，消费者消费心理趋向理性，疫情结束后，消费者冲动性消费可能减少，终端消费反弹幅度不及预期，复苏较慢。

◆ 行业竞争加剧：

疫情后，国内外服装企业线下门店收入受冲击，故纷纷拓展线上电商渠道，增大营销推广，抢夺用户流量，中小品牌服装推广难度加大，行业竞争进一步加剧。

◆ 贸易摩擦影响消费者信心：

我国纺织面料和服装成衣出口美国规模较大，若贸易摩擦无法得到进一步缓解，国内纺织服装贸易环境将承压，进而影响消费者信心。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。