

纺织服饰

疫情时代下，品牌商、制造商的变化？

本次专题报告我们通过回顾 2020 年疫情，将其影响下板块走势与当下疫情对纺织服饰板块影响进行对比分析，旨在回答如下问题：

2020 年疫情造成哪些影响？2022 年疫情暴发有哪些不同影响？ 2020 年初新冠疫情致使社会消费低迷。2022 年初疫情在吉林、上海、广东等地暴发，服装和珠宝板块由于可选性较强，终端波动较整体消费更大，服装针纺类/金银珠宝类社零：4 月当月分别-22.8%/-26.7%（社零总额-11.1%），1-4 月累计分别-6.0%/+0.2%（社零总额-0.2%）。对比 2020 年，此轮疫情下一二线城市所受冲击更为明显，同时由于物流限制电商业务受到影响。

2020 年疫情冲击后板块表现为何分化？当下如何看待运动鞋服板块表现？ 2020 年疫情后受益于居民运动参与度提升、新疆棉事件催化以及国家政策鼓励，运动鞋服板块基本面最先反弹，板块在 2021Q2~2022Q2 期间股价上涨幅度超 250%。当前受高基数以及疫情影响，我们预计板块公司 2022Q2 流水增速承压。但是展望中长期，我们判断 1) 疫情结束后运动鞋服需求有望快速回升，2) 竞争格局优化背景下，板块依旧具备较好的成长性。

疫情后品牌服饰公司竞争力发生了哪些变化？ 1) 电商渠道角色转变。疫情后线上销售快速增长，截至 2021 年末实物商品网上零售额占比达到 24.5%，同时直播电商与社交电商兴起，带来新业务增长点。2) 线下门店结构优化。低效店出清，渠道质量提升，同时为提升渠道管控力度，部分公司加强 DTC 建设。3) 疫情后品牌公司库存质量恢复迅速。2020 上半年各品牌公司库存周转情况恶化，然而下半年以后受益于终端需求的恢复以及公司高效的库存去化举措，公司库存周转状况恢复明显。

疫情后制造公司竞争力发生了哪些变化？ 1) 欧美下游需求稳健恢复，上游产能偏紧张，订单朝向稳定的供应链流动。2021 年全年我国服装成衣出口金额累计同比增长 23.9%，当前越南等海外产能相对稳健，国内产能因疫情波动带来风险。2) 对于制造商而言，稳定性更加重要。①多地独立一体化的产业链布局，有望弱化疫情影响。②稳定的产业合作关系利于订单稳健性，2021 年申洲国际前四大客户占比 84%/华利集团前 5 大客户占比超 90%。制造龙头多合作 NIKE、Adidas、Puma 等头部品牌，环境波动下有望优先获得订单资源。

我们应该做怎样的投资决策？ 短期推荐基本面确定性增强的制造商【华利集团、浙江自然、申洲国际】，对应 2022 年 PE 分别为 27/26/28 倍。推荐流水表现稳定的【比音勒芬】，对应 22 年 PE 为 18 倍。推荐高成长性运动赛道标的【李宁、安踏体育、特步国际】，对应 22 年 PE 分别 28/24/21 倍。

风险提示： 新冠疫情影响超预期；汇率波动风险；门店扩张不及预期等。

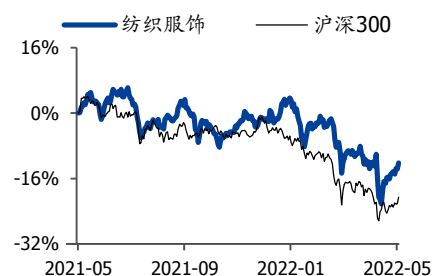
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300979.SZ	华利集团	买入	2.37	2.93	3.64	4.50	33.0	26.7	21.5	17.4
605080.SH	浙江自然	买入	2.17	2.93	3.67	4.60	35.1	26.0	20.8	16.6
02313.HK	申洲国际	买入	2.24	3.21	3.81	4.57	40.5	28.3	23.8	19.9
02331.HK	李宁	买入	1.53	1.81	2.23	2.71	33.5	28.3	23.0	19.0
02020.HK	安踏体育	买入	2.84	3.01	3.77	4.63	25.5	24.1	19.2	15.6
002832.SZ	比音勒芬	买入	1.09	1.41	1.77	2.23	22.6	17.5	14.0	11.1
01368.HK	特步国际	买入	0.35	0.45	0.55	0.66	26.9	20.7	17.0	14.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

执业证书编号：S0680121070015

邮箱：houziye@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服饰：周专题：adidas 一季报披露，大中华区营收-35%》2022-05-15
- 2、《纺织服饰：周专题：“五一”期间户外露营等运动热度提升》2022-05-08
- 3、《纺织服饰：行业短期波动，优质公司长期向好——2021 年与 2022Q1 总结》2022-05-02

内容目录

1. 2020年疫情造成哪些影响？本轮疫情影响特点有哪些？	4
2. 2020年疫情冲击后板块表现为何分化？	6
2.1 2020年板块的基本面恢复和股价表现如何？	6
2.2 为什么运动鞋服板块疫情后回弹迅速？	7
2.3 当下如何看待运动鞋服板块表现？	8
3. 疫情后品牌服饰公司核心竞争力发生了哪些变化？	10
3.1 电商渠道角色产生什么样的转变？	10
3.2 线下门店结构进行了哪些调整？	11
3.3 如何看待当前的库存状况？	12
4. 疫情后品牌制造公司核心竞争力发生了哪些变化？	14
4.1 疫情以来上游制造供应链供需如何变化？	14
4.2 如何看待当下制造商核心竞争力的重点？	17
4.3 基本面确定性强的公司有哪些？	20
5. 我们应该做怎样的投资决策？	22
风险提示	23

图表目录

图表 1: 2020年至今行业社零当月同比增速(%)、消费者信心指数与每月新增新冠确诊病例(例)	4
图表 2: 2022年4月以来上海市复工复产情况梳理	5
图表 3: 2020Q1-2022Q1 运动鞋服/非运动品牌/户外/制造板块重点公司业绩增速(%)	6
图表 4: 2020Q1-2022Q1 运动鞋服/非运动品牌/户外/制造板块区间涨跌幅(%)	6
图表 5: 疫情后居民健康意识有所增强	7
图表 6: 2021Q1-Q4 运动品牌终端流水与收入增速(%)	7
图表 7: 近年来关于我国体育行业发展相关政策	8
图表 8: 运动品牌 2022Q1 及 4 月流水增速及终端表现	8
图表 9: 2017-2021 年运动鞋服板块重点公司存货金额(亿元)	9
图表 10: 2017-2021 年运动鞋服板块重点公司存货周转天数(天)	9
图表 11: 2020Q1-2022Q1 运动鞋服板块区间涨跌幅及重点品牌流水增速(%)	9
图表 12: 2015-2021 年实物商品网上零售额占比及增速(%)	10
图表 13: 太平鸟女装旗舰店抖音作品	10
图表 14: 2019-2020 年重点公司电商渠道营收增速及占比(%)	10
图表 15: 重点服饰品牌各电商平台粉丝数量(人)	11
图表 16: 重点品牌门店数量及直营店占比(%)	12
图表 17: 2019-2021 年运动鞋服公司存货周转天数(天)	13
图表 18: 2019-2021 年运动鞋服公司存货(百万元)	13
图表 19: 2019-2021 年大众服饰公司存货周转天数(天)	13
图表 20: 2019-2021 年大众服饰公司存货(百万元)	13
图表 21: 2019-2021 年中高端服饰公司存货周转天数(天)	13
图表 22: 2019-2021 年中高端服饰公司存货(百万元)	13
图表 23: 2020 年初至今美国新冠肺炎当日新增确诊病例(例)	14
图表 24: 2020 年初至今欧洲新冠肺炎当日新增确诊病例(例)	14
图表 25: 2020 年初至今美国美国服饰店销售额当月同比增速(%)	14
图表 26: 2020 年初至今欧盟纺服类零售销售指数	14
图表 27: 2018 年至今中国服装类出口金额累计同比增速(%)	15

图表 28: 2020 年中国出口占全球服装出口金额占比 (%)	15
图表 29: 2020 年初至今孟加拉国新冠肺炎当日新增确诊病例 (例)	15
图表 30: 2020 年初至今越南新冠肺炎当日新增确诊病例 (例)	15
图表 31: 2020 年初至今印度新冠肺炎当日新增确诊病例 (例)	16
图表 32: 2020 年初至今孟加拉国新冠肺炎当日新增确诊病例 (例)	16
图表 33: 2018 年至今越南纺织品类出口金额累计同比增速 (%)	16
图表 34: 2018 年至今孟加拉国服装类出口金额累计同比增速 (%)	16
图表 35: 裕元集团/丰泰集团/华利集团/产能分布 (%)	17
图表 36: 2017-2021 年中洲国际海外产能占比 (%)	17
图表 37: FY2021 Nike 集团供应链分布 (%)	17
图表 38: FY2021 Adidas 集团供应链分布 (%)	17
图表 39: 中越生产成本对比一览表	18
图表 40: 中越出口关税及所得税汇率对比一览表	18
图表 41: 2015-2021 年中洲国际前四大客户销售占比 (%)	19
图表 42: 2017-2021 年华利集团前五大客户销售占比 (%)	19
图表 43: 运动鞋服上下游产业链龙头公司	19
图表 44: FY2014-FY2021 Nike&Puma 供应商数量 (个)	19
图表 45: 2019 年至今我国充气褥垫出口金额及增速 (亿美元, %)	20
图表 46: 重点公司估值表	22

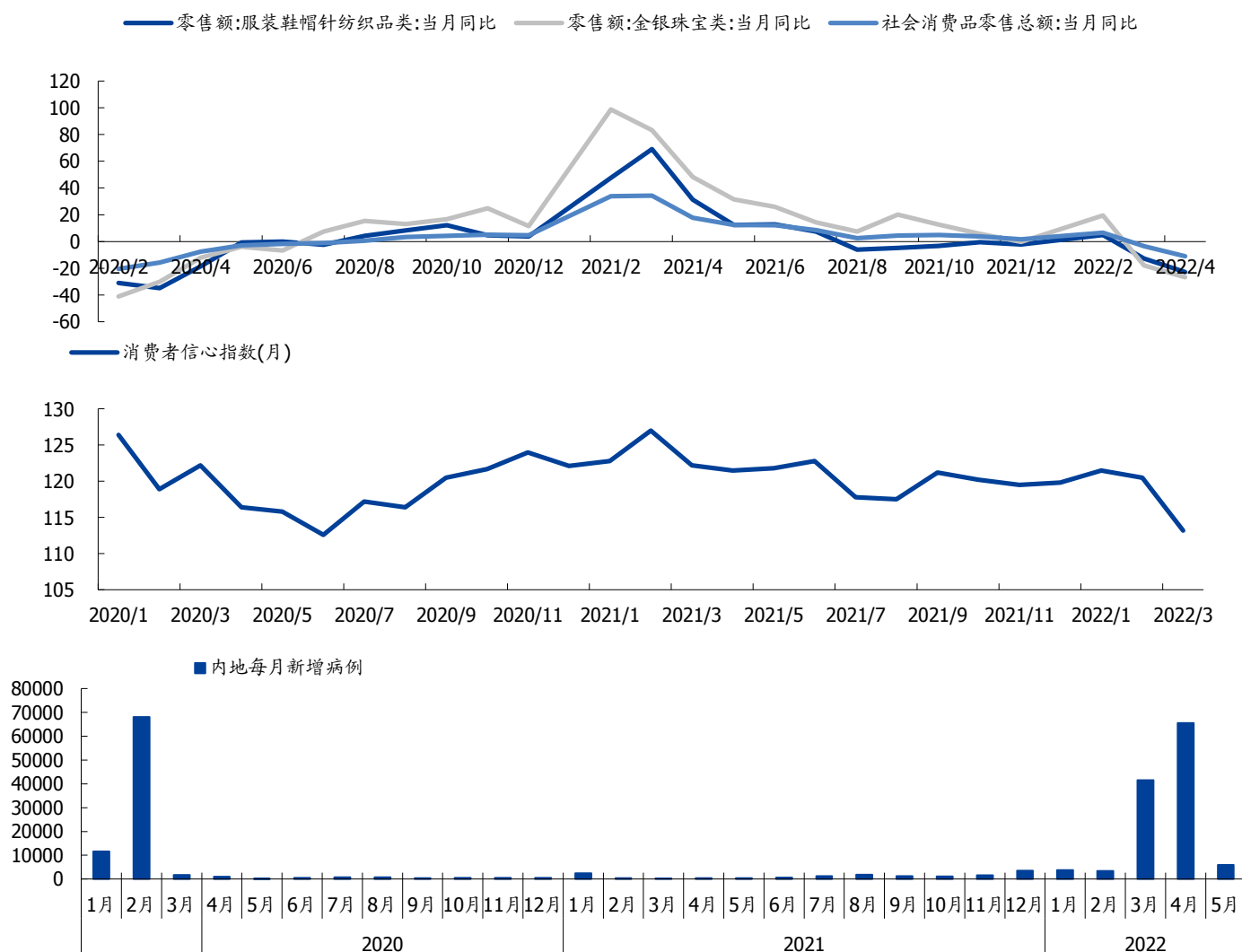
本次专题报告我们通过回顾 2020 年疫情，将其影响下板块走势与当下疫情对纺织服饰板块影响进行对比分析，旨在回答如下问题：

- 1、2020 年新冠疫情暴发对品牌服饰终端销售、纺织制造影响持续多长时间？2022 年疫情的暴发造成的影响相比 2020 年有何特点？
- 2、2020 年疫情后各细分板块表现有何差异？为何运动鞋服板块反弹表现较好？我们如何预期运动鞋服板块 2022 年全年的表现？
- 3、经历疫情的冲击后，品牌服饰和制造商的核心竞争力发生了什么变化？

1. 2020 年疫情造成哪些影响？本轮疫情影响特点有哪些？

2020 年初新冠疫情在武汉暴发后迅速蔓延至全国范围内，在此背景下消费者信心指数与社会消费低迷，下半年以后，得益于国家强有力的疫情管控策略，新增确诊病例逐渐减少，终端消费逐步复苏。2021 年以来下半年以后新冠疫情在多个城市陆续集中暴发，终端消费再次承压。在此过程中，服装和珠宝板块作为可选消费，波动较整体消费更大。

图表 1：2020 年至今行业社零当月同比增速（%）、消费者信心指数与每月新增新冠确诊病例（例）



资料来源：Wind，国家卫健委，国家统计局，国盛证券研究所

2022 年以来疫情从河南开始，陆续蔓延至广东、吉林、上海，全国多地均出现大规模的疫情暴发现象，根据国家卫健委数据披露，2022 年 4 月单月新增确诊病例 65000 例，已经接近 2020 年 2 月份的水平，反映在消费层面上我们可以看到单 4 月社会消费品零售总额同比下降 11%，其中服装鞋帽针纺织品类/金银珠宝类零售额同比分别下降 23%/27%，1-4 月社会消费品零售总额累计下滑 0.2%，其中服装鞋帽针纺织品类/金银珠宝类零售额分别下滑 6%/增长 0.2%。对比 2020Q1，我们认为此轮疫情存在以下特点：

- **高线城市所受冲击更为明显。**本轮疫情多发于深圳、上海等高线城市，因此其终端消费受冲击程度远高于低线城市，从渠道业态来看，购物中心与百货商场受到的管控较多，街边店影响则相对较小。
- **物流受影响，电商业务受到限制。**2020Q1 线下门店歇业，然而各品牌仍然可以通过电商渠道进行销售以弥补线下流量的缺失，此轮疫情涉及到以上海为首的特大城市，因此快递发货受到负面影响，电商业务因此也难以经营。

4 月以来企业复工趋势显现，终端消费有望逐步复苏。4 月 16 日上海经信委发布《上海市工业企业复工复产疫情防控指引（第一版）》并公布首批复工复产企业“白名单”，到 5 月 13 日，上海市 9000 多家规模以上工业企业中，已复工 4400 多家。5 月 17 日，上海市发布邮政快递业第二批复工复产“白名单”，进一步推动物流运输畅通。我们判断当前企业复工节奏快速推进，同时考虑疫情每日新增确诊病例也在快速减少，终端消费有望逐步复苏。

图表 2: 2022 年 4 月以来上海市复工复产情况梳理

日期	复工复产节奏
4 月 16 日	上海经信委发布《上海市工业企业复工复产疫情防控指引（第一版）》并公布首批 666 家复工复产企业“白名单”。
4 月 30 日	首批“白名单”企业复工率超过 80%，日前又推出了第二批 1188 家“白名单”企业。
5 月 5 日	全市 1800 多家重点企业，复工率超过 70%，其中首批 660 多家重点企业复工率超过 90%，同日修订发布《上海市工业企业复工复产疫情防控指引（第二版）》。
5 月 13 日	推动三批“白名单”企业 3000 多家复工复产，整体复工率超过 70%，其中首批 666 家企业复工率已超过 95%。

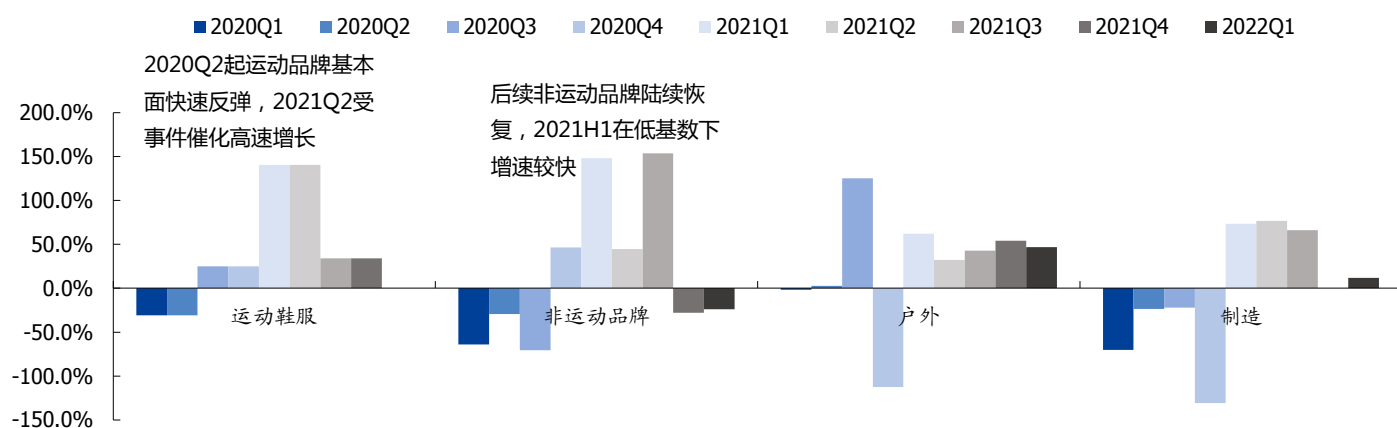
资料来源：上海市经信委，国盛证券研究所

2. 2020 年疫情冲击后板块表现为何分化？

2.1 2020 年板块的基本面恢复和股价表现如何？

2020 年疫情后运动鞋服基本面最先反弹并快速增长，后续非运动（时尚服饰）陆续恢复。我们可以看到运动鞋服公司 2020Q3 终端流水增速已经转正，对比之下时尚服饰板块回暖则有所滞后。进入 2021 年新疆棉事件暴发，运动鞋服板块迎来发展黄金期，Q1-Q2 流水大幅增长。

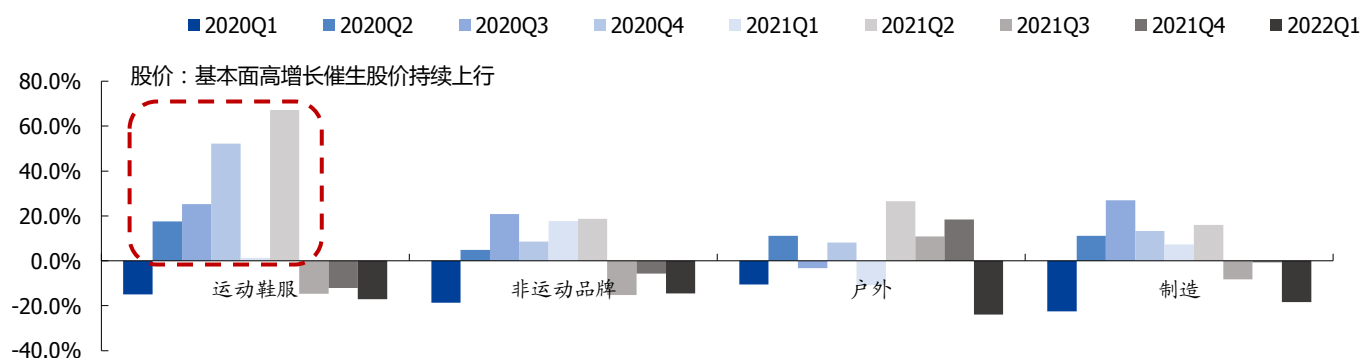
图表 3: 2020Q1-2022Q1 运动鞋服/非运动品牌/户外/制造板块重点公司业绩增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

体现在股价上，伴随着基本面的迅速恢复、运动鞋服板块在 2020 年疫情后亦最先迎来股价的上涨。1) 2020 年疫情后运动品牌优异的业绩表现、各利好事件一再催化市场信心，运动鞋服重点公司（样本公司包括安踏体育、李宁、特步国际，计算方式为总市值加权平均）在 2021Q2~2022Q2 期间上涨幅度超 250%。2) 后续 2021Q3 至今板块基本面增速放缓，运动板块重点公司股价在这一阶段也表现出震荡回调。也就是说，在过去的一段时间中，运动板块市场表现与其基本面增速及预期呈现出较为紧密的相关性。

图表 4: 2020Q1-2022Q1 运动鞋服/非运动品牌/户外/制造板块区间涨跌幅 (%)



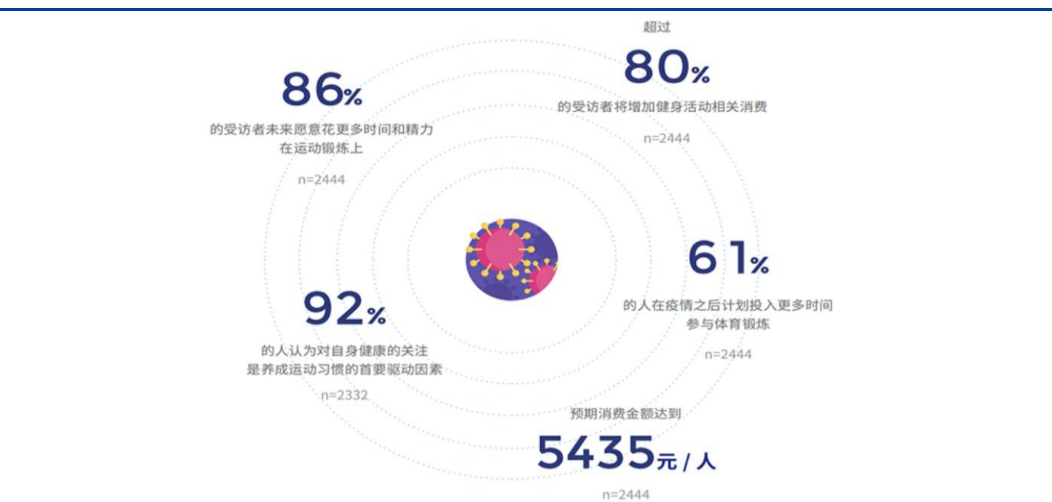
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 为什么运动鞋服板块疫情后回弹迅速？

我们认为疫情后运动鞋服板块公司恢复迅速主要受益于以下因素：1) 疫情后居民运动参与度提升；2) 新疆棉事件催化，国产运动龙头受益；3) 国家政策支持，带动运动行业快速复苏。

疫情后居民运动参与度提升。1) 居民运动需求刚性。防控疫情所采取的管控限制只是短期内抑制户外活动（跑步、足球、篮球等），管控放开后必然会快速迎来需求释放。2) **疫情后健康意识增强。**疫情作为催化剂促使居民健康意识增强，根据中国体育用品业联合会同尼尔森发布的调研报告《2020年大众健身行为和消费研究报告》显示，超过80%的受访者疫情后将增加健身活动相关的消费。**3) 双奥周期，社会运动氛围浓厚。**2020-2021年适逢东京奥运会与北京冬奥会筹备阶段，社会运动浓厚，因此存量需求的释放叠加增量需求的产生带动疫情后全民运动参与度提升，运动鞋服板块率先复苏。

图表 5：疫情后居民健康意识有所增强



资料来源：中国体育用品行业联合会×尼尔森《2020年大众健身行为和消费研究报告》，国盛证券研究所

新疆棉事件催化，国产运动龙头受益。2021Q1末新疆棉事件暴发，以 Nike、adidas 为代表的国际运动品牌表现承压，根据公司披露，adidas 大中华区营收从 2021Q2 开始持续下滑，Nike 大中华区营收虽仍有增长但增速明显放缓。而在此过程中，国产运动品牌受到居民消费偏好，同时各运动品牌也都采取了多种针对性的营销方式（安踏签约王一博、李宁签约肖战），国产品牌销售表现明显优于国际品牌。

图表 6：2021Q1-Q4 运动品牌终端流水与收入增速（%）

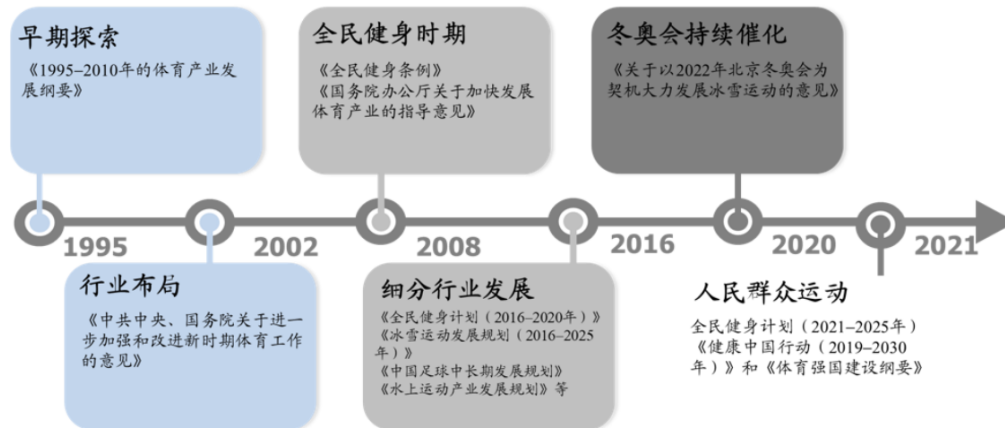
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
安踏	40%-45%	35%-40%	10%-20%低段	10%~20%中段
FILA	75%-80%	30%-35%	中单位数	高单位数
李宁	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段	30%-40%低段
特步	约 55%	30%-35%	中双位数	20%-25%
361 度	高双位数	15%-20%	低双位数	高双位数
adidas 公司大中华区	151%	-16%	-11%	-19%
	FY2021Q3	FY2021Q4	FY2022Q1	FY2022Q2
Nike 品牌大中华区	51%	17%	11%	-20%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

安踏、FILA、特步、361 度是流水增速，adidas 公司大中华区与 Nike 品牌大中华区是收入增速

国家政策支持，带动运动行业快速复苏。2021 年 3 月《十四五规划》出台，首次在五年规划中明确体育强国建设目标，根据《健康中国行动（2019-2030 年）》和《体育强国建设纲要》计划以及国务院印发《全民健身计划（2021-2025 年）》，明确到 2025 年全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，健身热情进一步提高，各运动项目参与人数持续提升。

图表 7：近年来关于我国体育行业发展相关政策



资料来源：国盛证券研究所整理绘制

2.3 当下如何看待运动鞋服板块表现？

短期来看，受同期高基数以及疫情暴发影响，我们预计运动鞋服板块 **2022Q2** 流水增速以及终端库存都在承受一定压力。

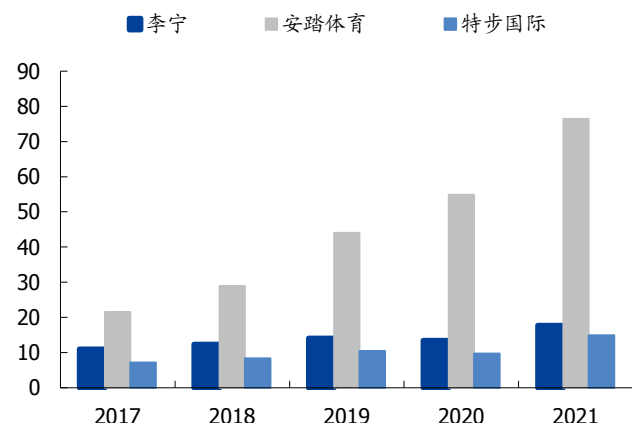
- **流水**：根据我们跟踪，4 月份运动品牌终端流水同比呈现明显跌幅，其中在基数逐步回升的情况下，4 月中下旬跌幅较 3 月末与 4 月初有所收窄。“五一黄金周”期间受益于节日消费的带动以及各品牌针对性营销活动的刺激（例如李宁 55 购物节），运动品牌全渠道流水表现有所恢复，“五一黄金周”之后整体需求还是偏弱，但整体对比 4 月份仍有所好转。
- **库存&折扣**：3 月底以来受制于线下客流与线上渠道发货的限制，我们认为当前各品牌的终端库存较 2021 年底以及 2022 年 1-2 月末有一定压力。根据我们跟踪截至 Q1 末 Fila 大货库销比在 6-7，安踏大货库销比在 5 左右，李宁大货与特步库销比均在 4 左右，同时折扣同比也略有加深。然而考虑到 2021 年各运动公司整体库存状况都比较健康，因此我们认为当前的库存与折扣状况仍处于可控范围内。

图表 8：运动品牌 2022Q1 及 4 月流水增速及终端表现

	安踏	FILA	李宁	特步
Q1 流水增速	10-20%高段	中单位数	20-30%高段	30-35%
Q1 终端折扣	73 折（大货）	75 折（大货）	7 折-75 折（大货）	75 折
Q1 库销比	5（大货）	6-7（大货）	4（大货）	4
4 月流水增速	双位数下滑	20%+下滑	20%+下滑	中单位数下滑

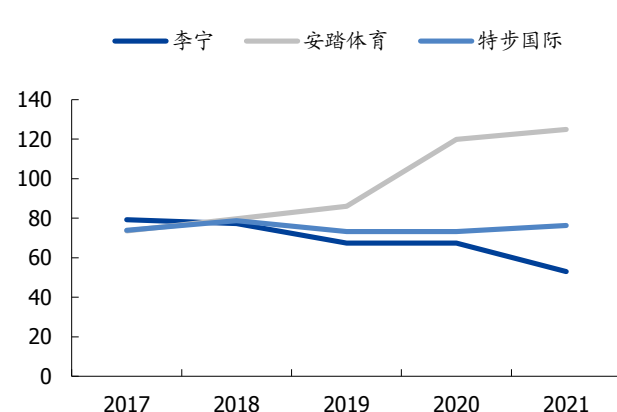
资料来源：国盛证券研究所测算

图表 9: 2017-2021 年运动鞋服板块重点公司存货金额 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

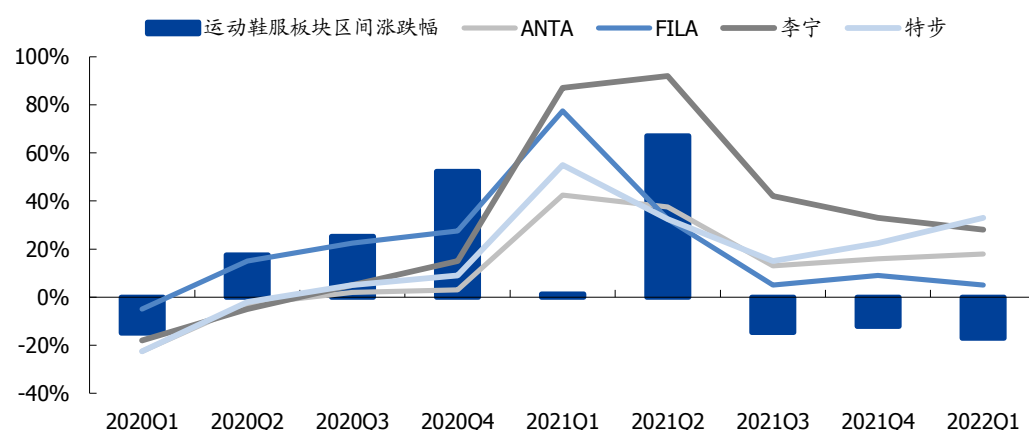
图表 10: 2017-2021 年运动鞋服板块重点公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

展望中长期, 我们判断疫情结束后运动鞋服需求有望回升, 运动板块依旧具备较好的成长性。疫情期间户外活动虽然受到限制, 但是居民整体的运动需求仍然存在 (例如刘畊宏现象的出现), 随着管控措施的逐步放开, 居民将恢复正常的运动生活从而带动运动鞋服的购买意愿回升。因此我们认为疫情的影响只是暂时的, 板块基本面在疫情后有望恢复快速增长节奏, 当前或存在市场投资机会。

图表 11: 2020Q1-2022Q1 运动鞋服板块区间涨跌幅及重点品牌流水增速 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所
运动鞋服板块样本包括: 安踏体育、李宁、特步国际

3. 疫情后品牌服饰公司核心竞争力发生了哪些变化？

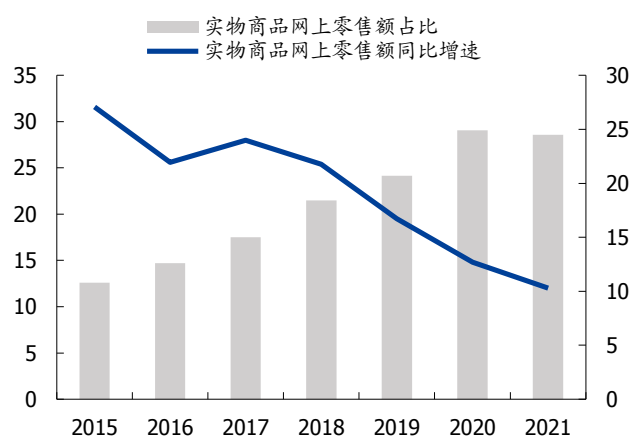
疫情对于服饰品牌公司既是挑战又是机遇，该部分我们将从渠道与终端运营为着眼点，探讨疫情后品牌服饰公司核心竞争力的变化。

3.1 电商渠道角色产生什么样的转变？

电商渠道角色变化，从库存清理逐步转向新品推广与品牌营销。传统上电商渠道只是扮演着品牌方进行库存清理的角色，所销售产品多为过季款，折扣深、价格低。然而随着消费群体的年轻化以及流量向线上转移，在以需求为导向的逻辑下，越来越多的品牌公司加大对于电商渠道的运营力度，低廉的过季款替换成当季新品，同时随着社交平台的兴起，电商的品牌营销作用也在逐步加深。**2020 年新冠疫情的暴发加速了流量线上化的趋势，我们认为电商渠道在公司销售与营销过程中的作用越来越大。**

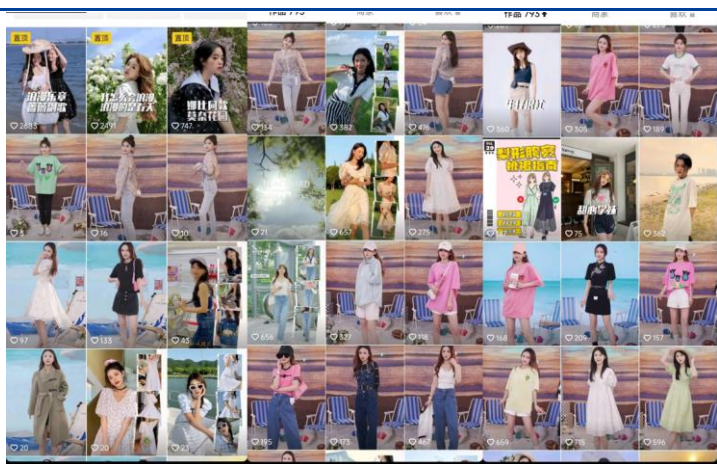
线上销售快速增长，电商业务占比提升。疫情期间由于线下消费的受阻，线上消费规模快速扩张，根据国家统计局数据显示，2020 年全国实物商品网上零售额同比增速为 14.8%，远高于同期社会消费品零售总额增速，截至 2021 年末实物商品网上零售额占同期社会消费品零售总额比重已经达到 24.5%，较 2015 年提升约 14pct。

图表 12: 2015-2021 年实物商品网上零售额占比及增速 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 13: 太平鸟女装旗舰店抖音作品



资料来源: 抖音, 国盛证券研究所

图表 14: 2019-2020 年重点公司电商渠道营收增速及占比 (%)

	2019	2020	2021	2021 年电商 营收占比
太平鸟	16%	21%	20%	31%
海澜之家	15%	55%	33%	14%
森马服饰	27%	12%	11%	42%
歌力思	11%	118%	9%	12%
地素时尚	20%	20%	5%	13%
比音勒芬	0%	508%	25%	5%
锦泓集团	1%	76%	71%	33%
安正时尚	198%	69%	-33%	44%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

直播电商兴起，带来新业务增长点。由于疫情期间线上消费的快速发展，在传统天猫、京东之外，诞生了抖音、快手、微商城等多种新零售平台，同时网络直播带货快速兴起，2021 年抖音电商的 GMV 同比提升 7 倍以上。在这样的背景下品牌公司开始陆续涉足新消费平台：**1) 森马服饰：**公司聚焦新零售中台业务建设，在自播、店播、服务商三大业务板块发力，全面提升直播业务运营效能各个公司陆续建立自己的直播团队相关销售规模快速扩张。**2) 太平鸟：**2021 年抖音为公司贡献 20% 左右的电商零售。**3) 地素时尚：**旗下时尚年轻品牌 d'zzit 在 2021 年双十一期间抖音渠道 GMV 达到近 5000 万元。**4) 歌力思：**主品牌 Ellassay 2021 年在抖音开设官方旗舰店，不到一年时间抖音直播的 GMV 已经达到天猫 40% 的水平。

公司灵活运用社交电商进行产品推广，培育私域流量。当前微博、微信、小红书等社交平台已经成为消费者日常生活不可或缺的部分，在该背景下，各品牌灵活运用该类平台进行产品宣传与品牌推广，并引导用户到线下或者电商平台进行消费，在这个过程中各品牌与门店也逐渐积累出属于自己的私域流量，对比公域流量的竞价机制，私域流量触达成本更低（几乎不需要支付流量费）且效果更好。

图表 15: 重点服饰品牌各电商平台粉丝数量 (人)

		微博	抖音	小红书
大众服饰品牌	太平鸟	21 万	256.3 万	2.3 万
	Ledin 乐町	16.8 万	148.3 万	3.9 万
	海澜之家	104.5 万	403.7 万	1.5 万
	森马	31.2 万	287.2 万	3.4 万
中高端服饰品牌	比音勒芬	31.9 万	7.5 万	7775
	Ellassay	6.5 万	8.8 万	3.7 万
	Dazzle	17.3 万	11.4 万	1.3 万
	Diamond Dazzle	3.9 万	-	-
	D'zzit	9.8 万	50.6 万	1.8 万
	Teenie Weenie	127.8 万	153.6 万	3.1 万
	Vgrass	8.4 万	11.6 万	1.3 万
	玖姿	5.6 万	36.9 万	1.3 万
	波司登	1036.1 万	380.6 万	4.2 万
运动品牌	安踏	160.6 万	633.6 万	2.4 万
	Fila	96.9 万	133.7 万	4.2 万
	李宁	139.9 万	464.3 万	-
	特步	38.8 万	43.9 万	4.1 万
	361 度	98.1 万	46.3 万	1.1 万

资料来源：微博，抖音，小红书，国盛证券研究所

3.2 线下门店结构进行了哪些调整？

终端低效店出清，渠道质量提升。从门店数量上来看，我们发现在过去的两年时间内，部分品牌终端门店数量并没有显著增加，并且出现净关店的现象，我们认为主要来源于：**1) 2020 年新冠疫情暴发，**线下客流明显减少从而导致终端门店经营承压，部分低效门店因难以负担成本费用被迫关闭。**2) 同时随着服装市场竞争日益激烈，**为提供更好的消费体验，着眼于长期增长，品牌公司利用疫情这个时间窗口，也在主动加速对于线下门店的优化调整，包括关闭低效店铺、新开高效大店等。

公司加强 DTC 建设，提升渠道管控力度。在行业性精简渠道的同时，为了加强对于终端的管理以及提升门店零售效率，部分公司逐步加大直营门店的建设。相较于加盟模式，直营模式下品牌公司可以直接掌握门店销售、库存以及消费者数据，同时有利于实现线上和线下零售体系的打通，全方位提升终端零售效率。2020 年下半年开始安踏体育针对旗下品牌安踏实施零售渠道转型，截至 2021 年末全国 18 个区域（涉及 6000 多家门店）采用 DTC 与加盟混营模式，其中 52% 左右店铺为直营门店。

图表 16：重点品牌门店数量及直营店占比（%）

公司	品牌	2019		2020		2021	
		门店数量	直营占比	门店数量	直营占比	门店数量	直营占比
太平鸟	PB 女装	1538	32%	1706	31%	2028	29%
	PB 男装	1367	39%	1349	36%	1573	33%
	Ledin	592	35%	698	33%	690	30%
海澜之家	海澜之家	5598	6%	5543	9%	5672	13%
森马服饰	森马	3766	9%	3091	8%	2823	9%
	BalaBala 等	5790		5634		5744	
比音勒芬	比音勒芬	894	49%	979	50%	1100	48%
地素时尚	DA	605	31%	627	29%	660	26%
	DZ	435	34%	464	31%	474	29%
歌力思	Ellassay	306	55%	289	54%	276	64%
锦泓集团	TEENIE WEENIE	1272	92%	1160	91%	1212	89%
安正时尚	玖姿	673	19%	573	25%	518	21%
安踏体育	安踏	10516	未披露	9922	未披露	9403	30%
	FILA	1951	100%	2006	100%	2054	100%
李宁	李宁	6449	20%	5912	19%	5935	20%
特步国际	特步	6379	全批发	6021	全批发	6151	全批发
361 度	361 度	5519	未披露	5165	未披露	5270	未披露

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

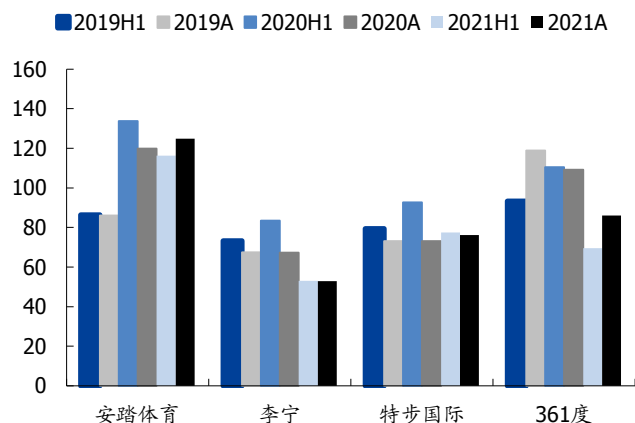
3.3 如何看待当前的库存状况？

疫情后品牌公司库存质量恢复迅速。根据我们跟踪 2020 上半年各品牌公司库存周转情况均有不同程度的恶化，然而下半年以后受益于终端需求的恢复以及公司高效的库存去化举措，公司库存周转状况恢复明显，我们判断截至目前疫情期间积压的库存已逐步去化完成，品牌公司库存管理效率处于持续提升轨道。

面对疫情反复的不确定性，品牌公司积极应对需求变化，采取一系列措施赋能终端运营。**1）强化会员管理效率，深挖会员销售潜力。**充足的会员数据是企业进行针对性与高效产品设计和营销的基础，同时持续增强的会员粘性有利于提升品牌的经营稳定性，根据公司披露 2021 年比音勒芬会员数量已经突破 70 万人。**2）数字化零售工具应用，提升销售效率。**为应对货品滞销情况，疫情期间终端门店借由云店小程序、店播等多种形式与消费者建立联系以推动产品销售，疫情缓和后该类新零售举措继续实施带动线下门店获客率与销售转化率提升。**3）完善快反体系。**疫情后品牌公司供应链的快反能力成为

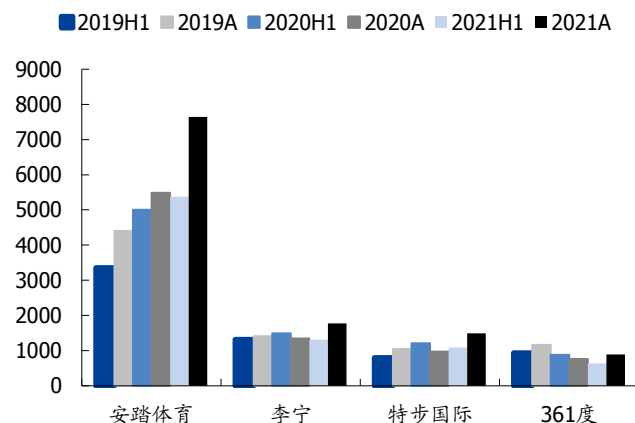
避免库存问题的重要手段,而由于品牌定位的不同,目前服装公司的快发占比差距较大,大众品牌快反占比相对较高。

图表 17: 2019-2021 年运动鞋服公司存货周转天数 (天)



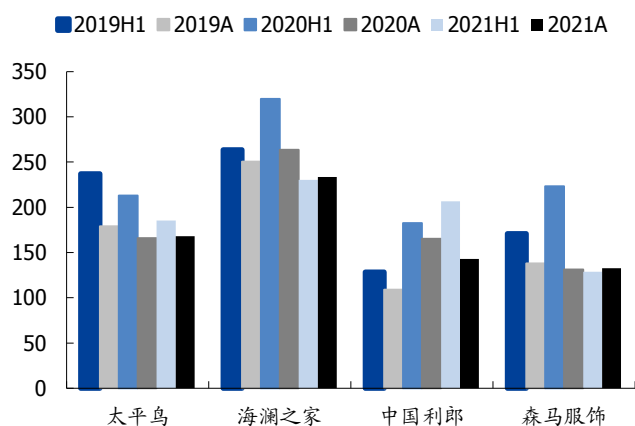
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 2019-2021 年运动鞋服公司存货 (百万元)



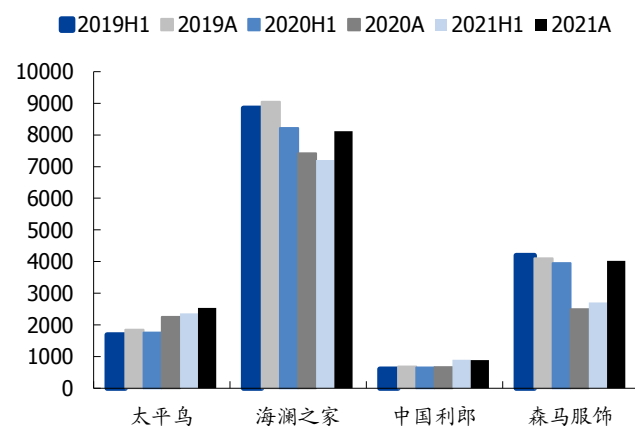
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 2019-2021 年大众服饰公司存货周转天数 (天)



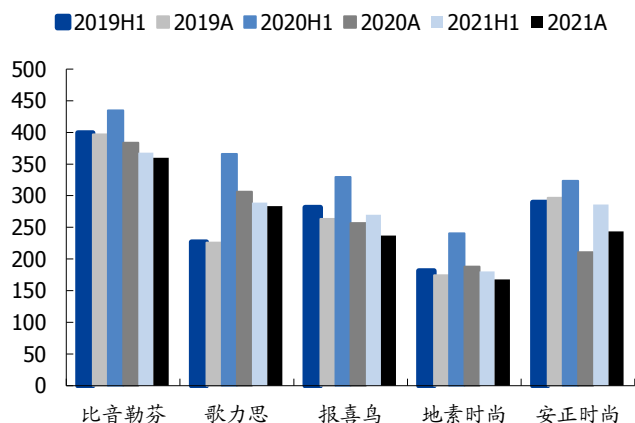
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 2019-2021 年大众服饰公司存货 (百万元)



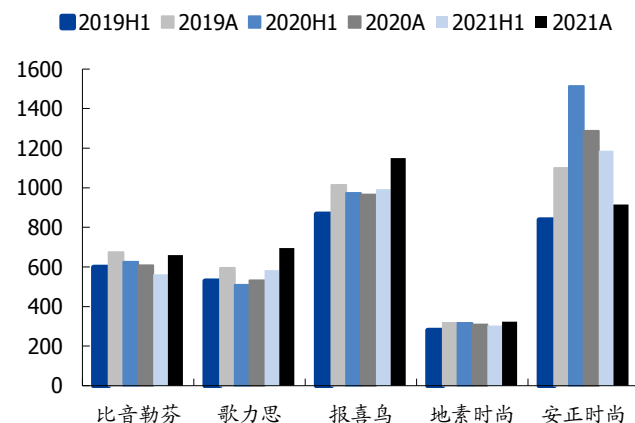
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 2019-2021 年中高端服饰公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2019-2021 年中高端服饰公司存货 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 疫情后品牌制造公司核心竞争力发生了哪些变化？

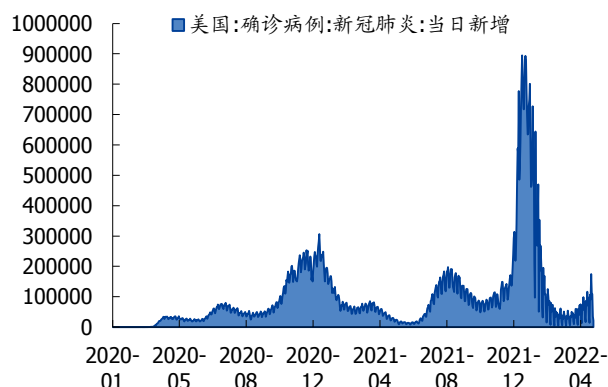
4.1 疫情以来上游制造供应链供需如何变化？

在过去的两年里，上游服饰供应链发生了哪些新变化？在这一小节里，我们从供应链的需求层面及供给层面进行细化分析：

从需求端来看，全球市场主要进口方下游需求在**2020**年以来经历了疫情初期遭受冲击+后期恢复这两步主要过程。在全球服装进出口市场中，欧盟、美国是重要的进口市场，据WTO数据，2019年服装进口金额分别占据全球市场的34%/18%。

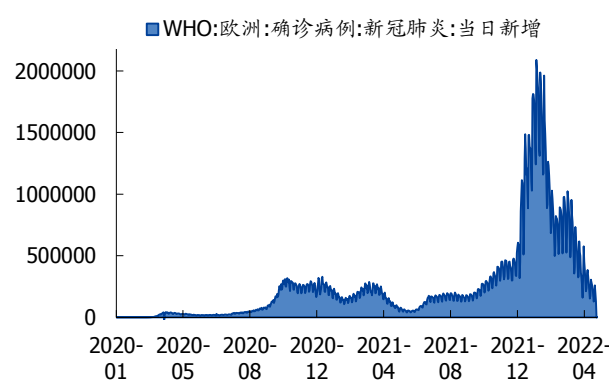
美国、欧洲等地疫情自**2020**年中期开始发酵，后续两年内疫情有较大波动，但防疫政策陆续放开、整体行业消费稳健恢复。1）我们判断美国服饰行业消费自去年3月以来恢复到疫情前（2019年同期）水平并持续有增长，据美国商务部，2022Q1美国服饰店零售额同比去年/同比2019年均有17%左右增长。2）从欧盟服装类零售销售指数来看，当地服饰业消费亦有明显恢复。

图表 23: 2020 年初至今美国新冠肺炎当日新增确诊病例（例）



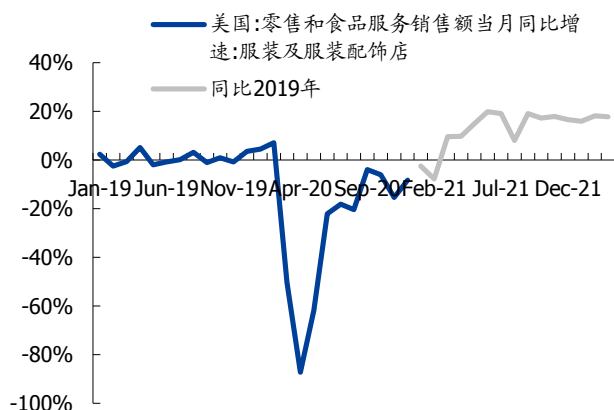
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 24: 2020 年初至今欧洲新冠肺炎当日新增确诊病例（例）



资料来源：WHO，Wind，国盛证券研究所

图表 25: 2020 年初至今美国服饰店销售额当月同比增速（%）



资料来源：美国商务部，Wind，国盛证券研究所

图表 26: 2020 年初至今欧盟服装类零售销售指数



资料来源：欧盟统计局，Wind，国盛证券研究所
注：2015 年=100

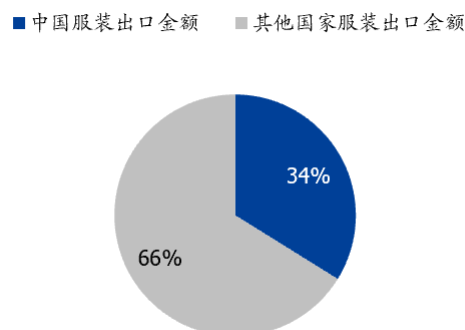
从供给端来看，上游各地供应链过去随着当地疫情波动，亦呈现阵痛式波动。1)据WTO数据，中国、孟加拉国、越南、印度、柬埔寨等国家均是全球重要的服装出口地区。2)中国近年来服装出口金额占全球出口市场超过30%，是全球服装市场上最大的出口方。同时，我国头部服饰制造商亦多在越南等东南亚国家拥有产能布局。

图表 27: 2018 年至今中国服装类出口金额累计同比增速 (%)



资料来源: 海关总署, Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2020 年中国出口占全球服装出口金额占比 (%)



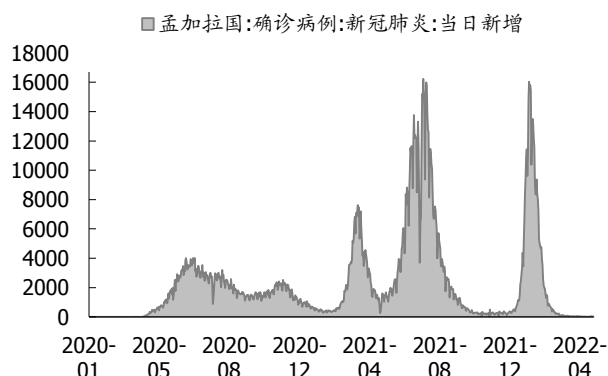
资料来源: WTO, Wind, 国盛证券研究所

疫情给全球经济带来考验，我们通过梳理全球重要服装出口方过去几年的疫情变化及相关产品出口情况，复盘全球服装制造供应链“此起彼伏”的波动轨迹：

1、2020 年年初国内疫情动荡，我国服装出口金额同比锐减。同时行业尾部产能由于运营的脆弱性被迫出清，在快速有效的疫情管控之后，国内头部制造商迅速复产。

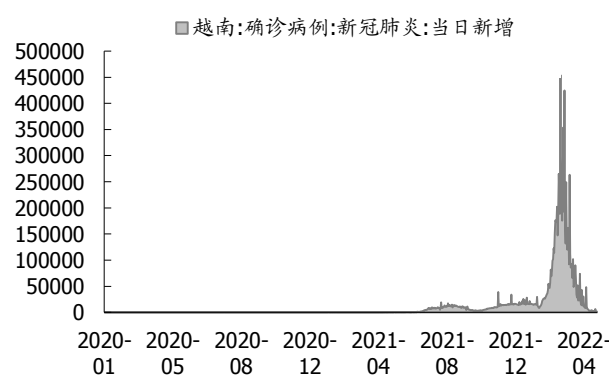
2、后续（2020 中期~2021 年）疫情给全球制造供应链带来冲击，例如柬埔寨、越南先后在 2021H1、2021H2 暴发较为严重的疫情，孟加拉国、印度亦有大幅度反复的疫情波动。在各国供应链生产经营因疫情受限制的同时，欧美等下游终端需求也在逐渐恢复，在该形势差异下，订单短期向较为稳定的中国供应链倾斜，2021 年全年我国服装成衣出口金额累计同比快速增长 23.9%。

图表 29: 2020 年初至今孟加拉国新冠肺炎当日新增确诊病例 (例)



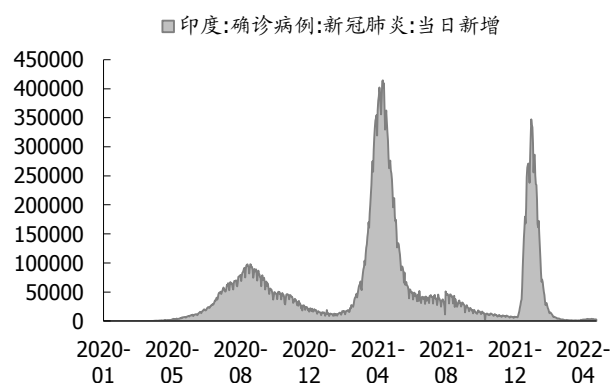
资料来源: WHO, Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2020 年初至今越南新冠肺炎当日新增确诊病例 (例)



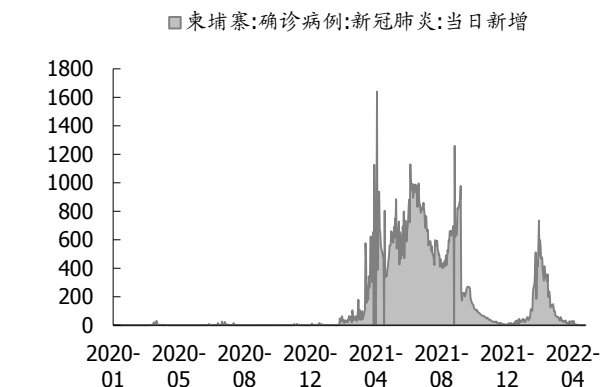
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 2020 年初至今印度新冠肺炎当日新增确诊病例 (例)



资料来源: WHO, Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 2020 年初至今孟加拉新冠肺炎当日新增确诊病例 (例)



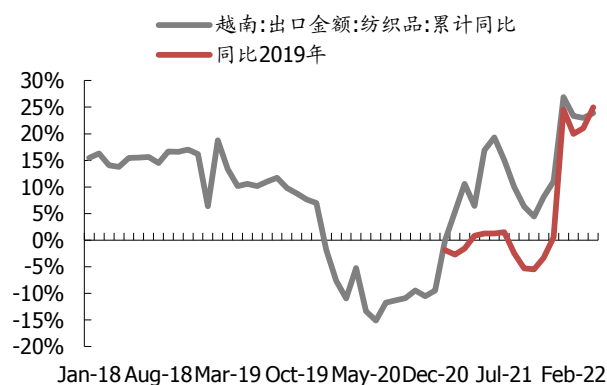
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、2022 年以来海外产能稳定性增强，而国内正承受新一轮疫情带来的供应链脆弱性。

- 海外: 据我们跟踪判断, 海外产业链在经受了政策放开后的疫情波动后, 当前工厂运作逐渐恢复正常、对于疫情波动的敏感性降低, 我们判断未来生产经营的稳定性较好。从相关产品出口数据可以清晰的看到: 2021 年下半年起孟加拉国出口形势转好, 2022 年 1-2 月服装类出口金额同比去年增长 39%/同比疫情前 (2019 年同期) 增长 28%; 越南在 2022 年上半年也迎来服装出口的快速增长, 1-4 月纺织品/鞋类出口金额累计同比分别增长 24%/15%。
- 国内: 2022 年 3 月以来国内各地疫情频发, 在较为严格的防疫政策之下, 物流限制、疫情管控需求等给国内的供应链带来不确定性。包括: 国内运输及港口出口物流受到限制, 生产或销货周期或被拉长; 国内防疫政策严格, 若疫情波及产能所在地, 或存在影响正常生产经营运作的风险。

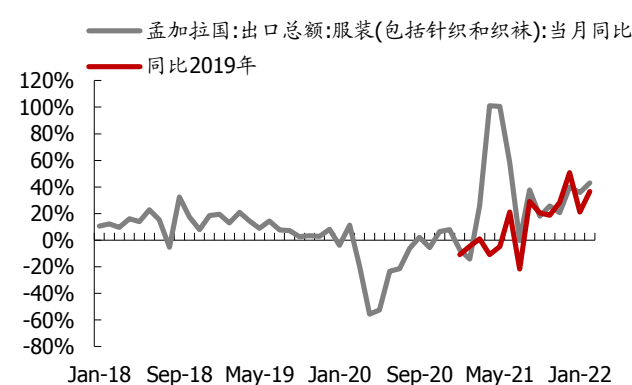
总结: 当前全球供应链仍在恢复过程中, 行业依旧处于供应链偏紧张的状态, 订单朝向稳定的供应链流动。从竞争格局层面来看, 供应链依然呈现出向头部集中的趋势。头部供应商有望通过一体化、国际化的稳定供应链获取客户信任、加深中长期合作关系。

图表 33: 2018 年至今越南纺织品类出口金额累计同比增速 (%)



资料来源: 越南统计局, Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 2018 年至今孟加拉国服装类出口金额累计同比增速 (%)



资料来源: 孟加拉国央行, Wind, 国盛证券研究所

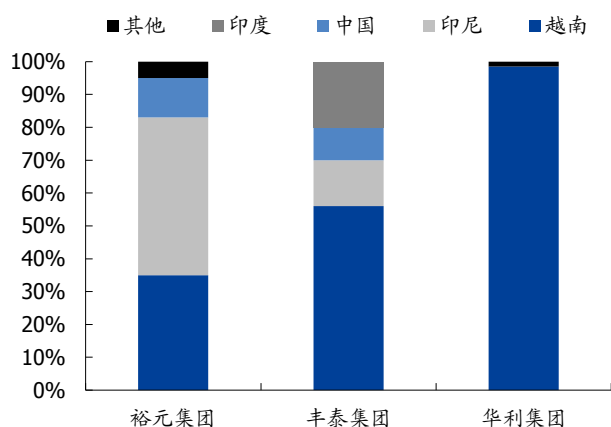
4.2 如何看待当下制造商核心竞争力的重点？

经济环境不确定，凸显“稳定”的重要性。从上文复盘可以看到，环境背景的变化给产业带来短期的动荡，当前全球疫情仍在持续，局部地区的战争增强了环境波动，当下时点对于具体标的来说，业绩的确定性和稳定性显得更为重要。制造商的稳定性来自于哪里？我们基于微观角度出发，从制造商的产能特征及客户订单两方面简单分析并回答：

1、产能：多地独立一体化的产业链布局，有望分散各地疫情带来的不确定性。1）一般来说，独立的上下游一体化的产业链对于外部依赖相对较小，在当前不确定的经济环境下，我们认为能够有效分散一部分因疫情带来的产能稳定性风险。2）同时也有助于实现订单的快速反应，以有效应对持续变化的订单需求。

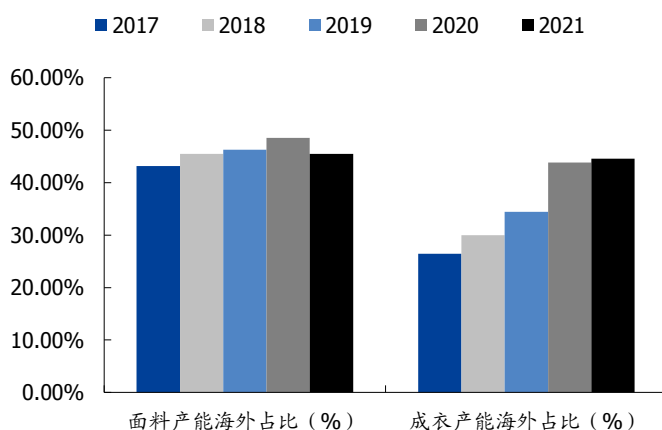
我国制造商于 21 世纪初起陆续在越南、柬埔寨、孟加拉国家投资生产基地，当前多数头部制造商已形成国内+海外多元化的产能布局。如：成衣制造龙头申洲国际于国内、越南、柬埔寨建设覆盖面料+成衣的独立一体化产能。鞋类制造商中，裕元国际越南/印尼/国内产量占比分别 35%/48%/12%（2021 年），华利集团当前主要产能分布于越南、另规划在印尼新建大型基地。丰泰企业 56% 的产量来自越南、其他分散于国内/印度/印尼等地区（2020 年）。

图表 35：裕元集团/丰泰集团/华利集团/产能分布（%）



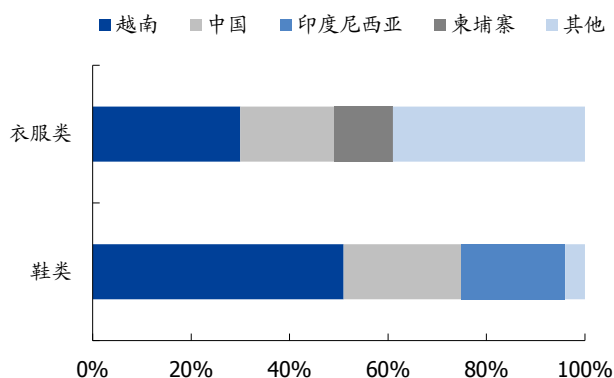
资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：裕元集团为 FY2021 数据，丰泰集团为 FY2020 数据，华利集团为 FY2019 数据。

图表 36：2017-2021 年申洲国际海外产能占比（%）



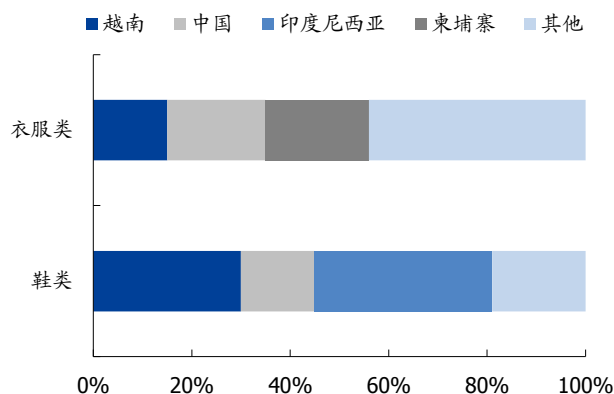
资料来源：国盛证券研究所测算
注：我们根据公司各地员工人数及过往产能规划估算

图表 37：FY2021 Nike 集团供应链分布（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 38：FY2021 Adidas 集团供应链分布（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

从近两年的情况可以看到，在面临疫情的波动时，相较于集中于国内而言，分散的产能结构在外部环境冲击下也表现相对更稳健。以申洲国际为例，2021 年越南等海外产能遭受疫情影响波及，而同期国内生产经营稳健、效率提升；2022 年初国内供应链物流受限且未来有面临波动的可能性，同期海外越南、柬埔寨生产稳健恢复。在此起彼伏的疫情波动中，“不把鸡蛋放在同一个篮子里”一定程度上弱化了波动。

➤ **展望 2022 年，从上文对于国内外供应链形势的复盘我们判断：短期越南等海外地区的产能稳健性相对更好、国内产能则有可能面临疫情波动带来的生产脆弱性。**

中长期来看，制造商国际化产能布局在与其国际化业务销售达成协同效应的同时，亦有助于形成成本、税收、管理等优势。

➤ 服装供应链往东南亚等地区迁徙是产业大势所趋，背后驱动力包括国内与东南亚国家的人力成本差异、资源成本差异及贸易环境差异等。据中国统计局、越南统计局数据我们估算，当前越南人力成本仅为国内的 1/3，越南水电费用、土地租金亦低于国内水平，在所得税、关税方面亦有一定程度的优惠。

➤ 国内头部制造商多于 21 世纪初陆续进行海外产能投资，以实现生产与销售的布局协同，同时其经验成熟的管理模式与技术水平有助于协助拓展产能、建立竞争优势。

图表 39：中越生产成本对比一览表

	中国	越南
月平均工资	6899 元（2020 年制造业城镇单位就业人员平均工资）	2157 元（2020 年国企人员平均工资）
三年工资复合增速	7.16%	4.38%
15-64 岁人口数	77133 万人（2019 年数据）	6711 万人
15-64 岁人口占比	70.64%	68.94%
土地租金	600-800 元/平米	200-300 元/平米；土地租金优惠项目：租用 A 区土地最长减免 15 年；B 区最长减免 11 年。
工业用水	约 3.22 元/吨	约 4.1 元/吨
工业用电	约 0.7 元/度	约 0.5 元/度

资料来源：中国国家统计局，中国商务部，越南国家统计局，Wind，国盛证券研究所

图表 40：中越出口关税及所得税汇率对比一览表

	中国	越南
出口关税	日本：10.90% 美国：7.50% 欧盟：12%	日本：免征关税 美国：免征关税 欧盟：免征关税
所得税	25%（对小微企业、高新企业有优惠条款，但服装企业一般较难达到标准）	20%（服装、纺织品等制造业工业产品的新投资项目可以受到所得税优惠）优惠。 具体：如特别鼓励投资项目所得税率为 10%，减免期限为 4-15 年；鼓励投资项目所得税率为 15%，减免期限为 2-10 年；所有优惠税率最长不超过 15 年，过优惠期后按普通税率征税；普通投资项目所得税率为 20%，减免期限为 2 年。对于投资额达到 3 亿美元，或年销售额达到 5 亿美元，或提供就业岗位 3000 个以上的企业，越南政府给予所得税“四免九减半”的特殊优惠。

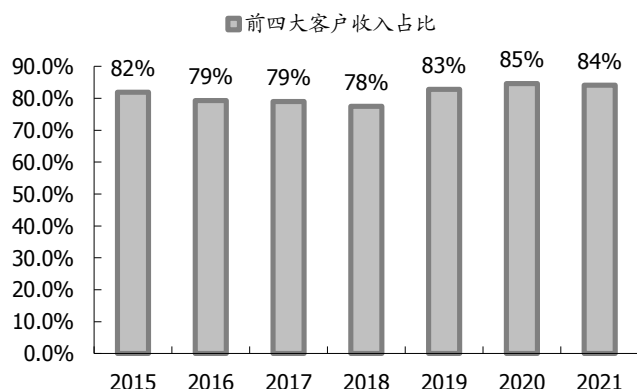
资料来源：中国国家统计局，中国商务部，越南国家统计局，Wind，国盛证券研究所

2、订单：深度、长期、稳定的客户关系有助于订单稳健性。头部品牌商的供应链准入门槛严格，同时须经历较为长期的考核和验厂流程，而各地疫情频发使得业务往来受到限制，新的合作关系推进速度或受到影响。因此，较为稳定牢固的客户关系在当前环境下成为订单需求稳健及可持续性的保障之一。

在此前发布的专题报告《运动鞋服：变局中成长》中我们说到，**头部制造商多数匹配下游龙头品牌商，客户结构好、合作关系稳固，因而在疫情下订单资源相对更稳定。**如申洲国际的主要客户包括 NIKE、Adidas、优衣库、Puma 等知名品牌，前四大客户占比在 80% 左右。鞋类制造商丰泰企业与 Nike 合作已有四十余年之久，近 90% (2020 年: 88%) 产品销向第一大客户 Nike，华利集团主要客户包括 Nike、VF、Deckers、Puma、UA，2021 年前 5 大客户占比超过 90%。

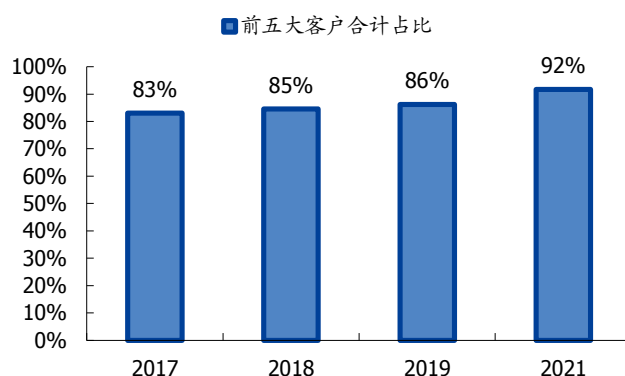
我们认为，与头部大客户形成长期、深度合作关系的头部制造商，有望在疫情下获得更优质的订单资源，并凭借一体化供应链的稳定、灵活等优势，深化所占重要客户的份额。据我们跟踪判断，2021 年以来申洲国际/华利集团客户订单需求均处于旺盛状态。

图表 41: 2015-2021 年申洲国际前四大客户销售占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 42: 2017-2021 年华利集团前五大客户销售占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

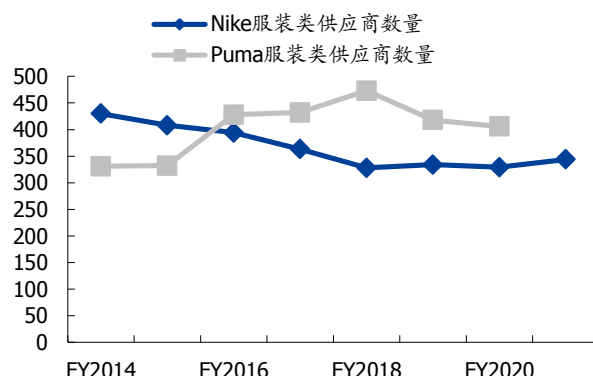
中长期来看，行业资源向头部集中，龙头制造商在产业整合的过程中有望进一步受益。品牌商对稳定强大的供应链的需求是具备确定性的，与此同时头部制造商的差异化优势和壁垒在逐步凸显，因而我们认为对于供应链的优化精简是行业方向趋势。据公司公告，NIKE 的服装类供应商从 2014 财年 430 家下降到 2021 财年 344 家，PUMA 供应商从 2018 年 473 家下降到 2020 年 406 家。

图表 43: 运动鞋服上下游产业链龙头公司



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 44: FY2014-FY2021 Nike&Puma 供应商数量 (个)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.3 基本面确定性强的公司有哪些？

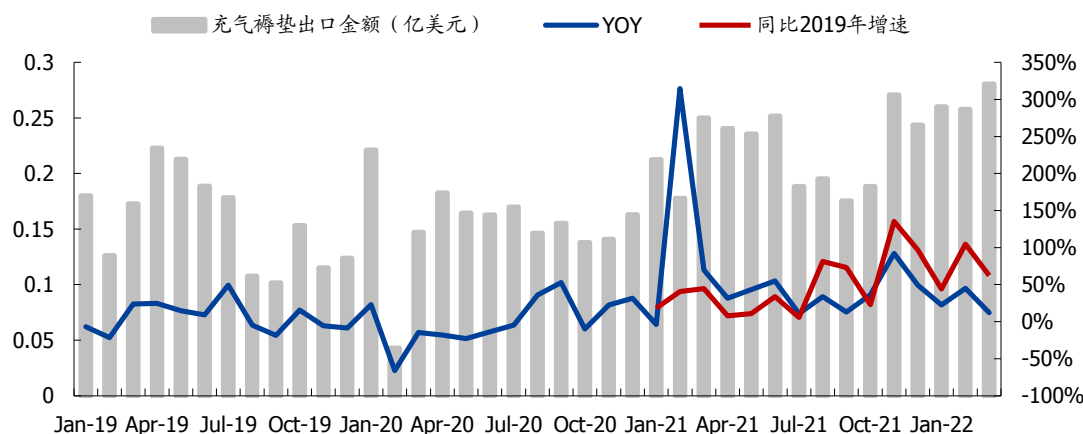
基于以上情况，我们综合考虑制造商中期订单需求情况及其产能稳健性，优选短期内基本面确定性高、中长期成长性及竞争壁垒清晰的优质公司：

1、华利集团：客户资源好，产能仍处于规模化扩张阶段。订单饱满：公司高效稳定的供给能力在疫情下受客户高度认可并得到订单倾斜，据公司公告，客户预期订单需求强劲。产能快速扩张：据公司公告，于 2021 年投产的 3 个越南新工厂产能爬坡迅速、2022 年有望贡献放量。同时基于越南北部新工厂、印尼基地建设继续推进建设。2022Q1 公司收入+11.4%/业绩+12.4%，我们跟踪并判断：Q1 增速放缓系短期疫情波动影响员工出勤率，3 月中旬以来已经恢复正常，预计全年公司收入增长 20%左右/业绩增长 20%+。

2、申洲国际：环境因素改善，海外产能稳定性增强，全年业绩在低基数下有望快速增长。过去一段时间公司业绩受到环境影响，2021 年业绩有下滑。我们跟踪判断当下环境因素边际改善：①疫情负面影响在减弱。1 月宁波疫情致使公司宁波工厂停工 2 周左右，后续公司迅速复产并弥补产能损失，我们判断当前公司国内工厂运营稳定、估算 Q1 全公司产出有望同比持平；②原材料价格后续有望逐渐传导顺畅；③外汇影响因素有望减弱。我们估算疫情可控下，2022 年产量有望增长 10%~15%，净利率较 2021 年有望明显修复，业绩有望大幅增长，增速预计前低后高。

3、浙江自然：直接受益于细分户外赛道的景气，订单需求旺盛。疫情以来户外行业景气度明显提升，在海外欧美地区及国内市场均有体现，带动国内上游制造订单。从相关产品出口情况可以直接看到，2021 年我国充气褥垫类产品出口金额同比增长 43%，2022Q1 同比增长 25%。作为户外充气床垫赛道龙头，公司 2021 年收入/业绩实现高速增长，分别+45%/+38%。我们跟踪行业情况并判断：公司客户需求旺盛、在手订单充足，综合产能稳健扩张，业绩增长确定性较高。我们预计公司 2022 全年收入/业绩均有望快速增长 30%+。

图表 45：2019 年至今我国充气褥垫出口金额及增速（亿美元，%）



资料来源：中国海关，国盛证券研究所

注：充气褥垫品类对应海关 HS 编码为 630640。

图表 3: 2021 年制造重点公司收入增速/归母净利增速/毛利率/净利率 (%)

公司名称	2021		毛利率		净利率	
	收入增速	业绩增速	同比	毛利率	同比	净利率
华利集团	25%	47%	+2.4 pcts	27%	+2.4 pcts	16%
申洲国际	4%	-34%	-7.0 pcts	24%	-7.9 pcts	14%
浙江自然	45%	38%	-1.9 pcts	39%	-1.4 pcts	26%
牧高笛	44%	71%	-0.7 pcts	25%	+1.4 pcts	9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2022Q1 制造重点公司收入增速/归母净利增速/毛利率/净利率 (%)

公司名称	2022Q1		毛利率		净利率	
	收入增速	业绩增速	同比	毛利率	同比	净利率
华利集团	11%	12%	-3.7 pcts	26%	+0.1 pcts	16%
浙江自然	47%	38%	-4.7 pcts	36%	-1.1 pcts	26%
牧高笛	56%	73%	-0.4 pcts	25%	+1.1 pcts	11%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 我们应该做怎样的投资决策？

我们基于基本面确定性及估值水平的双重考虑进行标的推荐：

短期推荐基本面确定性增强的制造商：1) 东南亚疫情状况当下趋于稳定、当地政策放开，我们判断制造商海外产能情况稳定性较好。2) 3 月以来美元对人民币汇率（直接汇率）震荡上行，以出口为主的制造公司或将受益。3) 同时细分户外赛道热度持续，有望驱动上游户外制造公司订单快速增长。综上，推荐【华利集团、浙江自然、申洲国际】，对应 2022 年 PE 分别为 27/26/28 倍。

品牌商在疫情影响下流水波动，后若疫情恢复终端增长具备弹性，中长期看好运动鞋服赛道。近期上海等地逐步推动复商复市，购物中心、百货等有望逐步有序恢复营业。我们认为若客流逐步回归正常，服饰品牌商有望迎来一定程度的恢复。其中，我们看好运动品类赛道成长+国内龙头市占率有望提升有望带来的中长期投资机会。核心推荐【李宁、安踏体育、比音勒芬、特步国际】，对应 22 年 PE 分别 28/24/18/20 倍。

图表 46: 重点公司估值表

板块	公司	评级	股价 (元)	EPS			PE			市值 (亿元)
				21A	22E	23E	21A	22E	23E	
运动鞋服	安踏体育	买入	84.00	2.84	3.01	3.77	25.5	24.1	19.2	2279.4
	李宁	买入	59.60	1.53	1.81	2.23	33.5	28.3	23.0	1559.9
	特步国际	买入	10.78	0.35	0.45	0.55	26.9	20.7	17.0	283.5
	滔搏	买入	5.95	0.45	0.43	0.51	11.5	11.9	10.0	369.0
中高端服饰	波司登	买入	4.29	0.16	0.19	0.23	23.5	19.9	16.2	467.0
	比音勒芬	买入	24.70	1.09	1.41	1.77	22.6	17.5	14.0	141.0
	地素时尚	买入	15.00	1.43	1.69	1.92	10.5	8.9	7.8	72.2
	歌力思	增持	9.99	0.82	0.97	1.12	12.1	10.3	8.9	36.9
大众服饰	海澜之家	增持	5.16	0.58	0.61	0.70	8.9	8.4	7.3	222.9
	太平鸟	买入	19.46	1.42	1.66	1.97	13.7	11.7	9.9	92.8
	森马服饰	买入	5.65	0.55	0.55	0.67	10.3	10.2	8.4	152.2
个护	稳健医疗	买入	61.20	2.91	3.28	3.80	21.1	18.7	16.1	261.0
制造	申洲国际	买入	105.40	2.24	3.21	3.81	40.5	28.3	23.8	1584.4
	华利集团	买入	78.15	2.37	2.93	3.64	33.0	26.7	21.5	912.0
	健盛集团	买入	11.12	0.43	0.75	0.92	26.1	14.9	12.1	43.7
	浙江自然	买入	76.13	2.17	2.93	3.67	35.1	26.0	20.8	77.0
珠宝	老凤祥	买入	39.30	3.59	3.30	3.66	11.0	11.9	10.8	169.1
	迪阿股份	增持	63.61	3.25	3.82	5.06	19.5	16.7	12.6	254.4
	周大生	增持	13.62	1.12	1.24	1.40	12.2	11.0	9.7	149.3
	周大福	买入	13.44	0.60	0.70	0.85	22.3	19.2	15.8	1344.0
家纺	罗莱生活	买入	12.16	0.85	0.94	1.10	14.3	12.9	11.1	101.9

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所测算

注 1: A 股收盘价截至 2022 年 5 月 20 日，H 股收盘价截至 2022 年 5 月 20 日。

注 2: 安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际、周大福股价及市值单位港元。周大福 EPS 单位为港元/股。

风险提示

新冠疫情影响超预期。新冠疫情对于行业终端销售有较大影响，倘若其持续时间及影响超过预期，会给业内公司经营带来一定风险。

汇率波动风险。部分服饰制造公司及品牌公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对公司财务表现造成影响。

门店扩张不及预期。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com