

纺织服装

2019 运动龙头表现佳，2020 “危”、“机”并存

2019 年运动鞋服高景气，品牌服饰表现分化，珠宝龙头好于行业平均水平。2019 年我国限额以上单位服装鞋帽和针纺织品零售额同比增速 2.9%，增速同比下降 5.1PCTs。A 股重点公司 2019 年整体收入/业绩分别同比 +8%/-16%，内部分化明显。运动鞋服行业延续 2017-2018 年的景气度，2019 年运动鞋服行业零售额实现 17% 的增长，港股四家国内运动鞋服公司 2019 年收入/归母净利润分别同增 33%/39%。2019 年珠宝行业收入端表现平淡，但金价上行给龙头公司带来盈利改善。

2020 年 Q1 疫情影响可选消费品终端销售。受新冠疫情冲击，2020Q1 服饰/黄金珠宝行业社零同比下滑 32.2%/37.7%，显著大于 2020Q1 社会消费品零售额同比下滑 19% 的降幅。运动鞋服龙头流水下滑幅度相对较小，安踏体育/李宁终端流水下滑幅度在 15%-20% 左右；品牌服饰重点公司整体收入同比下滑 29.8%，归母净利润同比下滑 78.6%；7 家 A 股珠宝公司 2020Q1 收入/业绩同比 -10.6%/-38.4%，龙头表现领先行业。

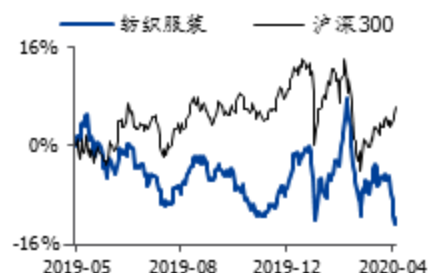
服饰行业修炼内功成关键，一体化加工制造龙头表现优异，黄金珠宝坚持产品升级+渠道下沉。疫情影响下服饰各品牌加速布局电商，拓展新零售业务，利用微商城、网络直播等方式，实现线下资源向线上引流。**运动鞋服龙头格局优化，零售能力表现领先：**2019 年竞争格局进一步优化（CR5 超过 70%），零售管理能力前期得到积累，电商渠道成为重要增长动力，2020Q1 安踏集团/李宁集团电商流水增速我们估算为 40%+/低双位数。**加工制造：**短期疫情考验供应商生产能力，2020 年 H1 订单基本稳定，2020H2 订单将出现高频、量小、快翻单的趋势，一体化的供应商竞争优势明显，因此长期客户订单有望向以申洲国际为代表的龙头公司集中。**黄金珠宝：龙头公司产品持续优化升级+渠道下沉。**老凤祥精品黄金占比（目前 25% 左右）持续提升，周大生非婚恋产品占比（目前 35% 左右）不断提高；同时三四线下沉持续发力。我们认为疫情对中小珠宝商冲击相对更大，龙头公司存在优胜劣汰的集中度提升机会。

投资建议。新冠疫情对可选消费影响较大，下半年有望有所恢复（需视疫情发展而定）。自上而下维持看好运动鞋服赛道，中长期体现出很好的成长空间和增长速度，短期亦在疫情阶段表现相对更佳。自下而上在外部需求波动环境中，品牌持续提升、渠道创新明显，以及管理能力强、现金流稳定的龙头公司为首选。综合考量，**核心推荐标的：安踏体育、波司登、申洲国际、李宁、地素时尚。**

风险提示：新冠疫情影响时间及范围超预期对公司业务造成不利影响；下游客户订单波动影响营业收入；海外业务拓展不及预期；棉价波动风险；外汇波动风险。

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

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服装：深度剖析运动鞋服行业库存现状》2020-04-23
- 2、《化妆品专题一：从护肤消费热点看行业成长阶段与机会》2020-02-19
- 3、《纺织服装：疫情短期冲击测算，关注长期景气的化妆品/运动赛道》2020-02-01

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
02020	安踏体育	买入	1.99	2.11	2.83	3.32	28.9	27.3	20.4	17.3
03998	波司登	买入	0.09	0.10	0.13	0.17	20.6	18.6	14.3	10.9
02313	申洲国际	买入	3.39	3.57	4.18	4.89	23.5	22.3	19.0	16.3
02331	李宁	买入	0.64	0.66	0.84	0.98	35.1	34.1	26.8	23.0
603587	地素时尚	买入	1.56	1.61	1.89	2.18	13.8	13.4	11.4	9.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

品牌服饰板块：行业承压，品牌分化	4
运动鞋服板块：2019 年高景气度，2020 积极迎战疫情	6
品牌服饰板块：2019 年表现分化，2020Q1 业绩承压	9
板块运营趋势：内功修炼成为关键	10
产品、品牌、供应链三大维度提升运营质量	10
渠道端提升效率，加强库存管理	10
加工制造板块：龙头公司一体化产业链稳定显优势	12
珠宝板块：疫情抑制需求，龙头领先行业	13
行业层面：金价震荡向上叠加疫情影响，金银珠宝消费承压	14
板块表现：疫情影响短期业绩，龙头表现优于行业	15
运营变化：产品优化+渠道下沉，疫情背后存集中度提升机会	15
投资策略	17
风险提示	18

图表目录

图表 1: 2017~2019 年品牌服饰板块收入及其增速 (亿元, %)	4
图表 2: 2017~2019 年品牌服饰板块归母净利润及其增速 (亿元, %)	4
图表 3: 2018Q1~2020Q1 品牌服饰板块收入及其增速 (亿元)	5
图表 4: 2018Q1~2020Q1 品牌服饰板块净利润及其增速 (亿元)	5
图表 5: 2018Q1~2020Q1 品牌服饰板块单季收入及其增速 (亿元)	5
图表 6: 2018Q1~2020Q1 品牌服饰板块单季归母净利润及其增速 (亿元)	5
图表 7: 2016~2019 品牌服饰板块毛利率及净利率	6
图表 8: 2018H1~2020Q1 品牌服饰板块平均存货及其增速 (亿元)	6
图表 9: 2007-2024 全球/中国运动鞋服市场规模	6
图表 10: 2011/2015/2019 年运动鞋服品牌 CR5/CR10 (%)	7
图表 11: 2010-2019 年国内市场运动品牌零售流水份额占比 (%)	7
图表 12: 运动鞋服公司总营业收入及增长 (亿元, %)	7
图表 13: 运动鞋服公司总归母净利润及增长 (亿元, %)	7
图表 14: 2018 年及 2019H1 体育重点公司营收及净利润增速	7
图表 15: 运动鞋服各品牌龙头单季度流水	8
图表 16: 运动公司毛利率水平 (%)	8
图表 17: 2019/2020Q1 中高端服饰重点公司营收及净利润增速	9
图表 18: 2019/2020Q1 中高端服饰重点公司毛利率/净利率	9
图表 19: 2019/2020Q1 大众服饰重点公司营收及净利润增速	9
图表 20: 2019/2020Q1 大众服饰重点公司毛利率/净利率	10
图表 21: 品牌服饰公司 2019 年及 2020Q1 开店情况	11
图表 22: 2015 年~2020Q1 年各品牌电商渠道收入贡献 (%)	12
图表 23: 2019/2020Q1 加工制造重点公司营收及净利润增速	13
图表 24: 2019/2020Q1 加工制造重点公司毛利率/净利率	13
图表 25: 申洲国际海外面料产能及海外成衣工人数量占比 (%)	13
图表 26: 2019 年以来国内黄金价格行情 (元/克)	14
图表 27: 2019 年以来珠宝社零表现弱于总体消费品	14
图表 28: 黄金首饰消费量 (吨, %)	14

图表 29: A 股珠宝板块总营业收入及增长 (亿元, %)	15
图表 30: A 股珠宝板块总归母净利润及增长 (亿元, %)	15
图表 31: 2019/2020Q1 珠宝重点公司营收及净利润增速	15
图表 32: 黄金珠宝消费需求构成 (%)	16
图表 33: 老凤祥个性化黄金珠宝饰品	16
图表 34: 板块重点公司门店数 (家)	16
图表 35: 板块重点公司净增门店数 (家)	16
图表 36: 龙头企业各线级门店数占比 (截至 5 月 1 日)	17
图表 37: 公司估值表	18

2019 年报&2020Q1 季报披露结束，我们以板块内的核心公司为样本，总结 2019 年-2020Q1 品牌服饰、珠宝企业的经营表现。

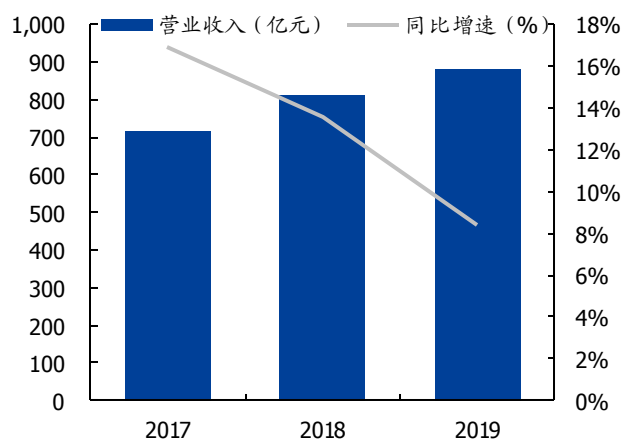
对于当下行业运行状态，我们认为：新冠疫情对可选消费影响较大，2020Q1 服饰&珠宝均现较大幅度下滑。我们判断对 Q2 仍存影响，下半年有望有所恢复（需视疫情发展而定）。业内公司采取的措施主要是合理制定折扣策略、通过供应链调整控制库存，并大力拓展电商业务、尤其私域流量等新兴的营销方式吸引线下流量。内功修炼到位的公司在疫情期间表现明显好于行业平均水平。

品牌服饰板块：行业承压，品牌分化

2019 年服装行业社零表现弱于消费品整体增速，且作为可选消费品，2020Q1 受疫情影响明显高于消费品平均水平。根据统计局数据，2019 年我国限额以上单位服装鞋帽和针纺织品零售额同比增速 2.9%，同比下降 5.1PCTs。2020Q1 同比增速-32.2%，同比下降 35.5PCTs。（2019 年/2020Q1 社会消费品零售额同比增长 8.0%/-19.0%。）

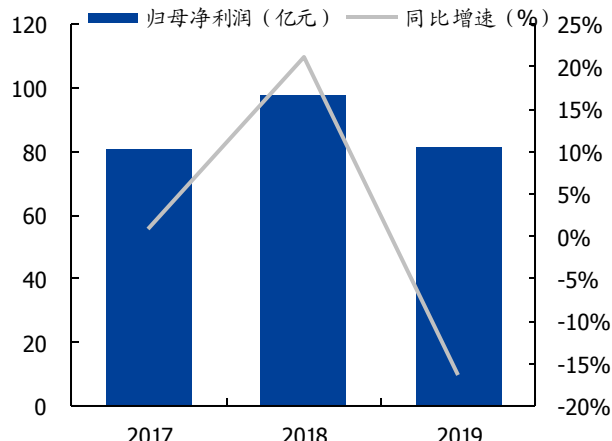
上市公司层面：2019 年重点品牌服饰公司收入同增 8.4%，归母净利润同减 16.3%，较 2018 年全年收入增速下降 5.2PCTs，归母净利润增速下降 4.9PCTs。2020Q1 受到新冠疫情的冲击，重点公司整体收入同比下滑 29.8%，归母净利润同比下滑 78.6%。从收入下滑幅度来看，2020Q1 重点公司收入表现略好于服装行业整体平均水平。

图表 1: 2017~2019 年品牌服饰板块收入及其增速（亿元，%）



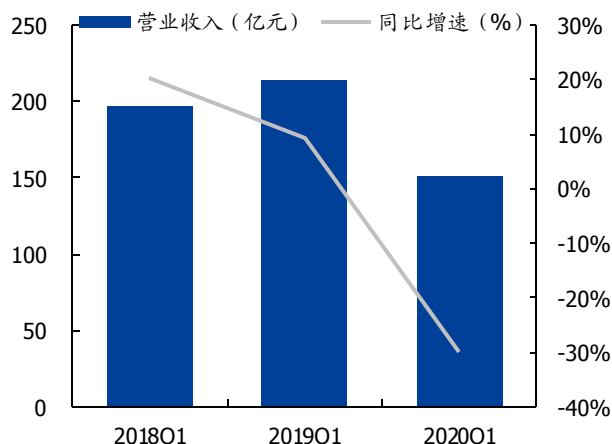
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2017~2019 年品牌服饰板块归母净利润及其增速（亿元，%）



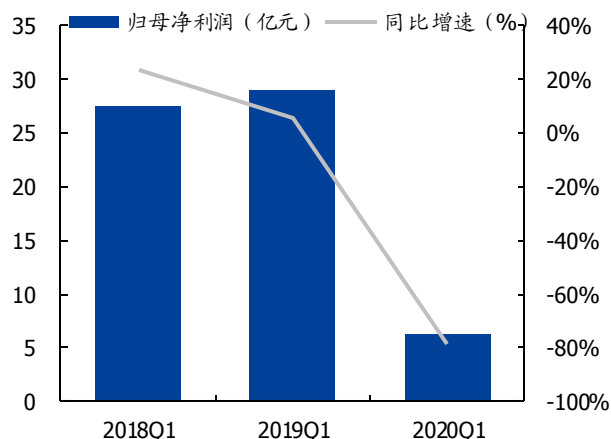
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2018Q1~2020Q1 品牌服饰板块收入及其增速 (亿元)



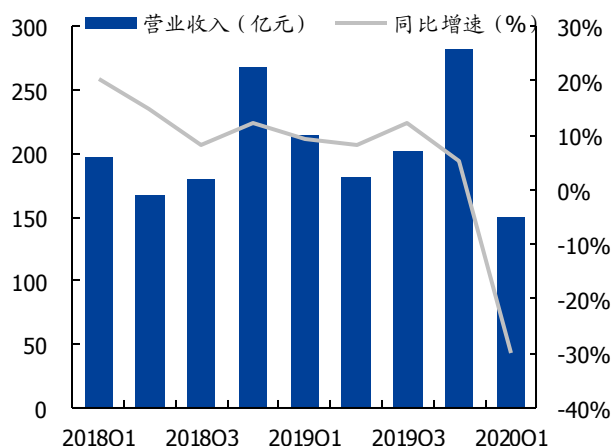
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2018Q1~2020Q1 品牌服饰板块净利润及其增速 (亿元)



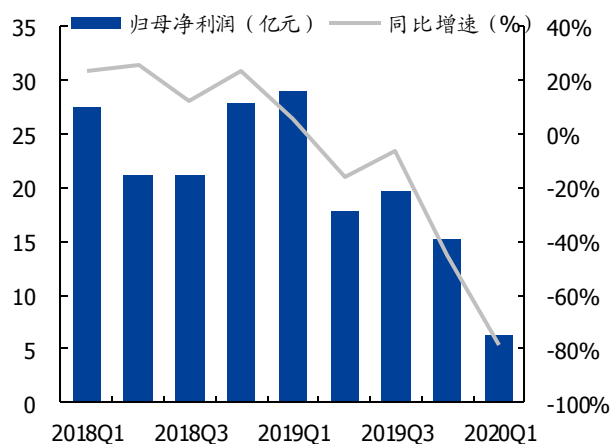
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2018Q1~2020Q1 品牌服饰板块单季收入及其增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2018Q1~2020Q1 品牌服饰板块单季归母净利润及其增速 (亿元)

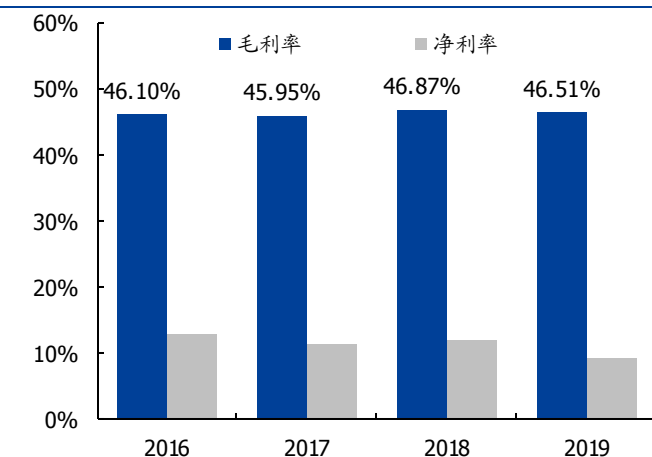


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从盈利水平来看，2020Q1 净利率较上年同期下滑较大。2019 年重点公司毛利率/净利率水平分别为 46.5%/9.2%，其中毛利率同比略有下降，净利率同比下降 2.8PCTs。2020Q1 重点公司毛利率/净利率分别为 47.4%/4.1%，毛利率同比下降 3.3PCTs，净利率同比下降 9.5PCTs，主要由于 2020Q1 期间销售明显下滑，且终端折扣有所放松，疫情期间费用相对刚性所致。

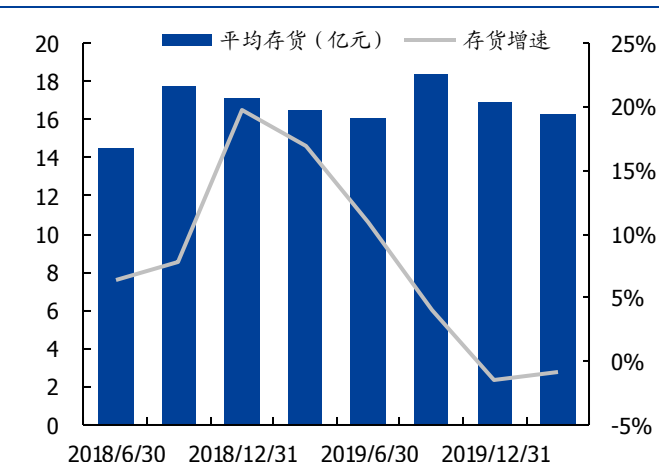
从存货角度来看，绝对额呈下降趋势，周转有所放缓。2019Q4 重点公司存货绝对额同比下降 1.48%，较 2019Q3 环比下降 8.3%。2020Q1 存货绝对额较同比下降-0.8%，较 2019Q4 环比下降 3.4%。我们认为 2019 年重点公司加强库存管理带来绝对额的优化，2020 年受销售下滑导致库存周转天数有所放缓(2020 年 Q1 库存周转天数为 283.8 天，同比 2019 年 Q1 上升 69.7 天)。

图表 7: 2016~2019 品牌服饰板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2018H1~2020Q1 品牌服饰板块平均存货及其增速 (亿元)

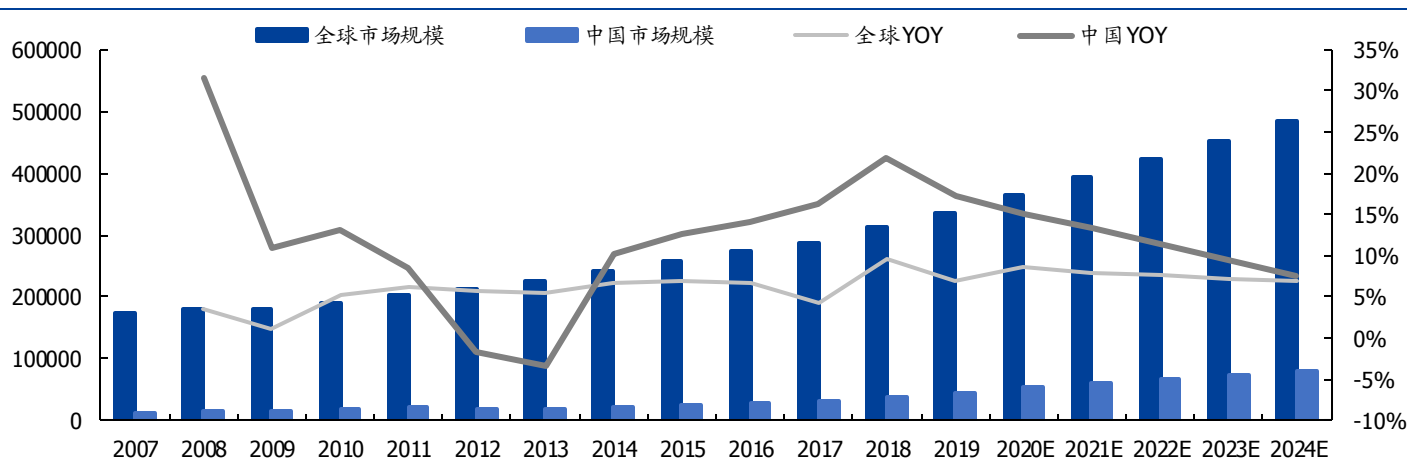


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

运动鞋服板块: 2019 年高景气度, 2020 积极迎战疫情

运动鞋服行业经历了 2012-2016 年的调整阶段, 2017-2018 年行业规模进入迅速成长的阶段, 2019 年延续了前两年的高景气度。根据欧睿数据, 2019 年国内运动鞋服市场增速达 17% (VS 全球运动鞋服市场 7% 的增速)。

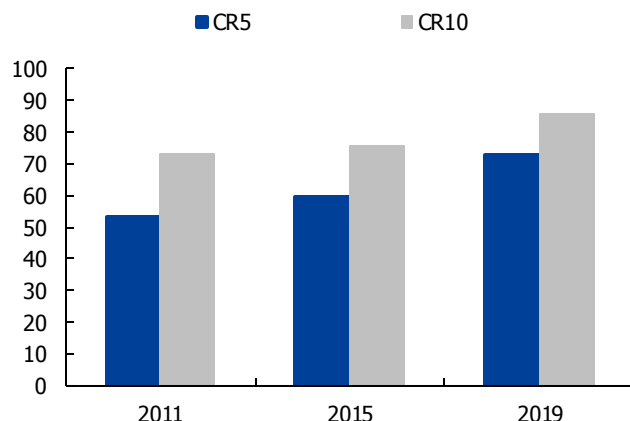
图表 9: 2007-2024 全球/中国运动鞋服市场规模



资料来源: 欧睿数据库, 国盛证券研究所

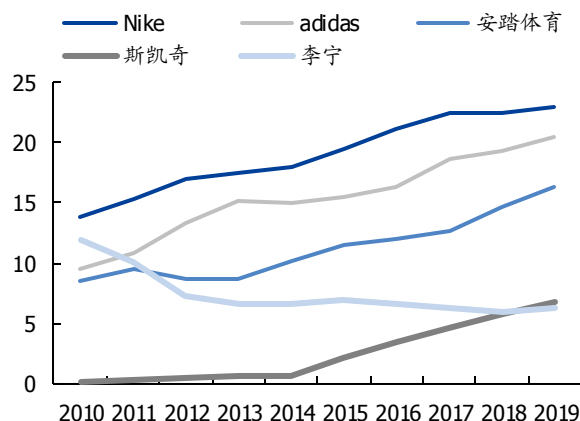
从竞争格局来看, 运动鞋服头部公司的市占率进一步提升, 当前 CR5 达到 72.8% (2018 年为 69%), 安踏集团/李宁集团市占率分别达到 16.4%/6.3%。

图表 10: 2011/2015/2019 年运动鞋服品牌 CR5/CR10 (%)



资料来源: 欧睿数据库, 国盛证券研究所

图表 11: 2010-2019 年国内市场运动品牌零售流水份额占比 (%)

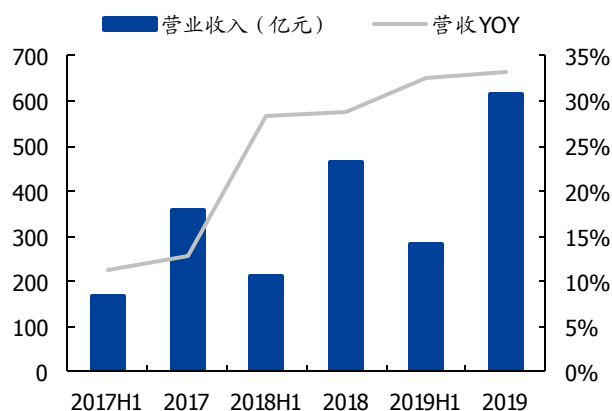


资料来源: 欧睿数据库, 国盛证券研究所

行业高景气度的背景下, 各运动鞋服公司 2019 年均交出了不错的业绩答卷, 且运营状态健康。

- 收入、业绩均快速增长, 龙头公司表现更佳。港股四家国内运动鞋服公司 2019 年收入/归母净利润分别同增 33%/39%, 龙头公司安踏体育/李宁收入端表现优异, 2019H2 收入在 H1 基础上提速。

图表 12: 运动鞋服公司总营业收入及增长 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 运动鞋服公司总归母净利润及增长 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2018 年及 2019H1 体育重点公司营收及净利润增速

公司名称	收入增速		归母净利润增速	
	2019 年 H1	2019 年	2019 年 H1	2019 年
安踏体育	42.14%	40.65%	27.66%	30.25%
李宁	32.63%	31.85%	196.01%	109.59%
特步国际	22.49%	28.31%	23.42%	10.84%
361 度	6.70%	8.21%	9.66%	42.39%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020 年 Q1 受到疫情冲击, 各个品牌流水均有所下滑, 龙头品牌下滑幅度小于服饰行业平均的下滑水平。安踏品牌/FILA 品牌/李宁流水下滑幅度分别为 20%-25%/中单位数/15%-20%。各个品牌在 2020 年 Q1 加强电商渠道运营, 电商表现相对较好。

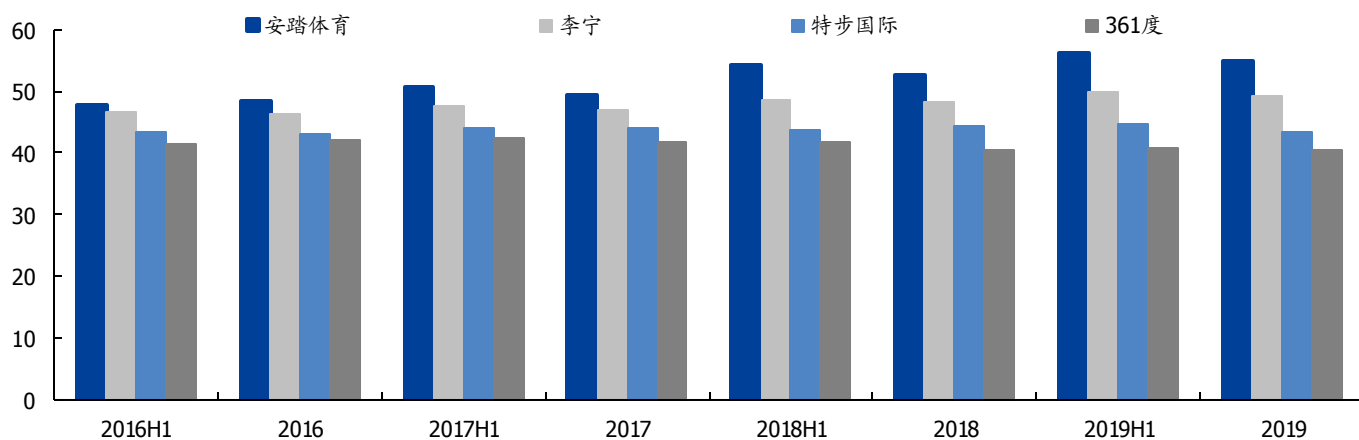
图表 15: 运动鞋服各品牌龙头单季度流水

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
安踏整体	低双位数	中双位数	中双位数	高双位数	20-25%下滑
安踏大货	高单位数	低双位数	低双位数	高单位数	20%+下滑
安踏儿童	20%+	30%+	25%+	25%+	25%左右下滑
安踏电商	中双位数	25%	30%-35%	40%+	中单位数增长
FILA 整体	70%	近 60%	50-55%	50-55%	中单位数下滑
FILA CLASSIC	50%+	45%+	40%	40%	20%+下滑
FILA KIDS	70%	70%+	70%+	70%+	低单位数下滑
FILA Fusion	6 倍	3 倍	2 倍	1 倍	中单位数增长
FILA 电商	100%+	80%+	80%+	70%+	1.6 倍增长
安踏集团其他	-	-	30%-35%	25-30%	高单位数下滑
李宁流水	20%-30%低段	20%- 30%低段	30%-40%低段	30%-40%中段	10%-20% 高段下滑
李宁线下	10%-20%高段	20%-30%低段	20%-30% 高段	30%-40%中段	20%-30%低段下滑
李宁零售	10%-20%低段	高单位数	10%-20%中段	10%-20%高段	30%-40%中段下滑
李宁批发	20%-30%低段	20%-30%中段	30%-40%中段	40%-50%低段	10%-20%高段下滑
李宁电商	40%-50%低段	20%-30%高段	50%-60%低段	40%-50%低段	10%-20%低段增长
特步	低双位数增长	低双位数增长	约 10%增长	低双位数增长	20-25%下降
361 度	低单位数增长	低单位数增长	低单位数增长	低单位数增长	25%-30%下降

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ 各家运动鞋服公司 2019 年毛利率呈现稳中有升的态势, 其中安踏体育、李宁毛利率提升明显。2019 安踏体育/李宁/特步国际/361 度分别为 55%/49%/43%/40%。

图表 16: 运动公司毛利率水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

品牌服饰板块：2019 年表现分化，2020Q1 业绩承压

➤ 中高端服饰板块：疫情蔓延下质优公司表现领先行业

2019 年中高端公司表现分化，2020Q1 受疫情影响，收入业绩普遍下滑，收入和业绩下滑的幅度趋同。比音勒芬定位运动时尚赛道，注重产品竞争力及终端运营能力提升，19 年同店增长行业领先。歌力思子品牌拖累 19 年业绩，20Q1 出让部分百秋股权拉动业绩增长，剔除该因素后，业绩下滑，表现低于预期。地素时尚着力提升终端运营质量，但在疫情暴发下，线下终端销售仍难以幸免，电商渠道则快速成长。安正时尚电商代运营业务持续推进。

图表 17: 2019/2020Q1 中高端服饰重点公司营收及净利润增速

公司名称	收入增速		归母净利润增速	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1
比音勒芬	23.70%	-22.34%	39.13%	-25.27%
歌力思	7.24%	-34.11%	-2.31%	173.26%
地素时尚	13.23%	-30.14%	8.75%	-37.44%
安正时尚	47.83%	2.91%	7.67%	-23.85%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 2019/2020Q1 中高端服饰重点公司毛利率/净利率

公司名称	毛利率		净利率	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1
比音勒芬	67.78%	60.83%	22.27%	26.49%
歌力思	65.87%	66.51%	15.63%	59.05% (主业亏损)
地素时尚	75.00%	74.76%	26.25%	29.95%
安正时尚	52.97%	49.60%	13.44%	17.16%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 歌力思净利率异常主要由于出售子公司百秋股权带来 3 亿左右投资收益。

➤ 大众休闲服饰板块：业务拓展+发力营销致短期承压

2019 年大众服饰表现平稳，2020Q1 在疫情冲击及放松终端折扣的情况下，收入业绩下滑严重。太平鸟多品牌全渠道发展，收入连续 3 年增加，19 年由于营销费用支出上升，净利润略有下滑。森马服饰拓展童装业务，并表 KIDLIZ 带来 3 亿元亏损，剔除该因素后，19 年收入业绩均实现 10% 左右增长。海澜之家聚焦主品牌，对非核心品牌进行战略优化，19 年收入表现良好，但由于剥离爱居兔、收购新童装品牌等多种一次性因素导致净利润下滑。考虑到该板块目标消费人群价格敏感性强，用户粘性低，疫情暴发后各公司加大营销力度，毛利率受损致 Q1 净利润相比收入下滑更为严重。

图表 19: 2019/2020Q1 大众服饰重点公司营收及净利润增速

公司名称	收入增速		净利润增速	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1
太平鸟	2.80%	-16.66%	-3.50%	-89.89%
海澜之家	15.09%	-36.80%	-7.07%	-75.59%
森马服饰	23.01%	-33.51%	-8.52%	-94.96%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 2019/2020Q1 大众服饰重点公司毛利率/净利率

公司名称	毛利率		净利率	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1
太平鸟	53.19%	51.89%	6.85%	0.53%
海澜之家	39.46%	34.48%	14.42%	7.45%
森马服饰	42.53%	41.11%	7.93%	0.56%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块运营趋势: 内功修炼成为关键

产品、品牌、供应链三大维度提升运营质量

- 各运动品牌强调其专业性的同时, 运动时尚风潮的兴起给予众多新兴品牌崛起发展的机会。运动品牌品牌线划分更加清晰, 安踏品牌/李宁品牌强调专业性能提升, 时尚运动方面安踏集团旗下 FILA 品牌 (于 2009 年收购) 2014 年-2019 年流水增速 CARG 达到 65%+ 远高于行业平均增速水平。李宁集团于 2018 年推出主打国潮的“中国李宁”系列, 连续登上纽约时装周和巴黎时装周, 为李宁主品牌吸引大量的年轻消费者群体, 2019 年李宁品牌实现同店双位数增长。
- 中高端服饰集团, 多品牌运营能力+VIP 维护能力成为关键。中高端服饰由于品牌面对群体相对小众, 因此多品牌运营能力及其 VIP 的贡献度成为公司收入保持稳定增长的关键因素。该子板块中地素时尚/比音勒芬表现较为优异, 根据我们跟踪, 两个公司重视线下门店销售培训, 加强与老顾客的互动交流, 会员贡献力度能够达到 60%-70%。地素时尚会员数量 2019 年和 2020Q1 均在不断攀升, 我们估计 2020 年 Q1 会员数量达到 50 万人左右。
- 大众服饰产品优化的同时提升供应链运作效率。2019 年终端消费相对平稳, 2020 年 Q1 大幅下滑, 更加考验大众服饰公司对产品的规划和对供应链管理能力。以太平鸟为例, 太平鸟 2016 年启动“云仓”布局, 截至目前公司近 3000 家覆盖门店库存完全云共享, 店铺库存就近派货解决了疫情期间物流停滞难题, 为公司在疫情期间持续创造收入。波司登也是供应链管理的优秀代表, 公司自产比例较高, 订货阶段仅下单 40% 左右, 供应链快速反应进行“拉式”补货, 最大程度的控制库存。

渠道端提升效率, 加强库存管理

宏观经济的波动、新业态的兴起、流行风潮的变迁无一不影响消费者消费习惯的变化, 而渠道作为直接连接消费者的媒介影响公司运营效率。近来我们看到渠道端不断经历洗牌, 在高效店赢得更大面积、更好店铺位置的同时部分销售滞后的品牌门店则逐渐被出清, 渠道红利呈集中趋势。

- 线下方面, 2019 全年及 2020Q1 行业普遍以低效店调整为主, 各品牌多为净关店状态。歌力思主品牌净关店 7 家, 地素时尚主品牌净关店 7 家, 安正时尚主品牌净关店 75 家。比音勒芬凭借高增速的终端销售持续拓店, 2019 全年净开店 130 家, 同时老店则在“调位置扩面积”下店效不断提升。波司登公司持续对渠道进行梳理, 加强零售管理, 过去两个财年公司门店调整数量达到数千家, 预计 FY20/21 依然会进行渠道革新工作, 但涉及数量相对较少。同时当前租金成本相对较低, 预计在费用端能够进行有效控制。

积极布局购物中心及奥莱渠道。购物中心成为新客流聚集地，但对于入驻店铺的牌力、品牌定位等具有一定要求。同时奥莱这一业态被普及，一方面可以集中处理过季库存，另一方面有助于维护正价门店形象。森马成功构建了商业街专卖店、商超百货、奥特莱斯、购物中心体验店的格局。中高端服饰中，地素时尚重视奥莱渠道及购物中心多品牌体验店培育；比音勒芬保持奥莱门店数与正价门店数 1:10 的比例布局。

图表 21: 品牌服饰公司 2019 年及 2020Q1 开店情况

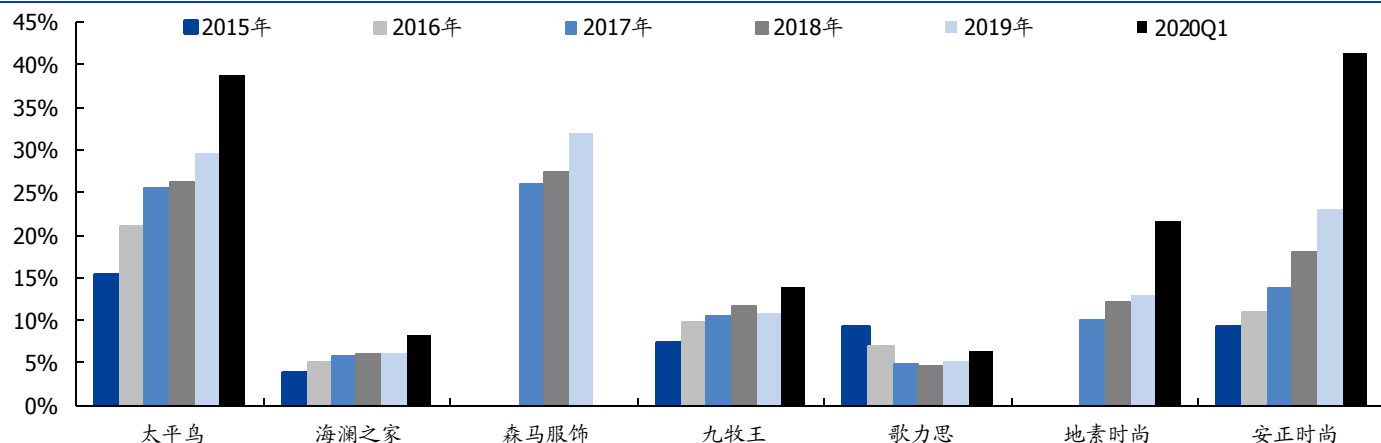
		2019	2019 净开店	2020Q1	2020Q1 净开店
太平鸟	PB 女装	1,538	-13	4447 (所有品牌)	-49 (所有品牌)
	PB 男装	1,367	45		
	乐町	592	-24		
	MiniPeace	809	-58		
海澜之家	海澜之家	5598	501	5602	4
森马服饰	成人装	3766	-64		
	童装	5790	-285		
比音勒芬	比音勒芬	894	130		
九牧王	JOEONE	2501	90	2471	-30
	FUN	139	-68	140	1
歌力思	ELLASSAY	306	-6	305	-1
	EdHardy	169	-12	158	-11
	Laurel	52	15	52	0
	IRO	58	9	60	2
	Vivienne Tam	13	0	12	-1
安正时尚	玖姿	673	-19	617	-56
	尹默	82	-21	79	-3
	安正男装	31	-15	31	0
	摩萨克	35	4	33	-2
	斐娜晨	79	-19	76	-3
地素时尚	DA	605	-8	606	1
	DM	55	2	53	-2
	DZ	435	52	438	3
	RA	9	-4	9	0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **线上方面, 电商占比不断提高。**截至 2019 年, 太平鸟/森马服饰的电商占比 25%+, 中高端服饰品牌电商占比也逐年攀升。主要系: (1) 电商渠道的功能转变。从清库存为主逐渐转换引流为主, 歌力思、太平鸟、九牧王等纷纷推出线上专供款系列, 比音勒芬、地素时尚等中高端服装品牌通过线上销售加强 VIP 维护; (2) 电商代运营业务。安正时尚收购的礼尚信息 (代运营母婴产业), 线上业绩维持较高增速, 并能与主业互补。

2020Q1, 受疫情暴发影响, 各品牌加速布局电商, 拓展新零售业务, 利用微商城、网络直播等方式, 实现线下资源向线上引流。其中太平鸟/安正时尚 2020Q1 电商占比高达 40% 左右。

图表 22: 2015 年~2020Q1 年各品牌电商渠道收入贡献 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 歌力思电商渠道占比下降主要系唯颂电商品牌所致)

疫情影响下, 导致终端流水下滑, 客观存在库存压力。从今年的现实情况看, 受疫情影响较严重的时间段为 2-3 月, 主要为 2020 年春款销售季节, 在 Q1 中 2 月的销售额占比相对较小, 同时各个公司均采取了积极的应对措施。1) 安踏等品牌积极推动全员零售, 上线微信商城等方式将线下流量引入线上渠道; 2) 部分品牌减少了小部分订单, 并提高加盟商退货比例或者进行库存回购等工作来帮助加盟商度过难关。自 3 月以来, 终端流水也出现了明显的恢复。

运动鞋服龙头零售管理能力显著提升, 消化渠道多样化。经过了 2008-2012 年的行业低谷后, 龙头品牌公司进行了批发向零售模式的转型, 直营比例有所提升, 且加强了对加盟商的零售指导, 应对危机更加从容。且当前库存处理方式更加多元化。1) 与 2008 年相比, 运动服饰电商渠道收入占比明显提升, 电商渠道的库存消化能力更强, 安踏体育/李宁的电商渠道贡献收入比例均在 20% 左右。2) 当下奥莱渠道发展成熟, 成为众多品牌清理库存的重要渠道。

加工制造板块: 龙头公司一体化产业链稳定显优势

对于加工制造公司而言, 2019 年随着产能的扩张和终端需求的拉动, 收入业绩实现了平稳增长。2019 年在运动品牌快速发展的带动下, 以申洲为代表的针织服饰供应商龙头获得了相对理想的增长。2020 年 Q1 新冠疫情对于制造类公司的影响体现在两方面: 1) 国内疫情暴发阶段, 影响各工厂复工时间 (我们预计延迟复工 1-2 周左右); 2) 后续海外疫情暴发, 海外订单存在一定的不确定性。

申洲国际 2019 年实现收入高单位数增长、利润低双位数增长, 目前短期受疫情冲击, 长期来看稳定供应链有望带来 2020 全年收入平稳。健盛集团具备全生产链延伸优势, 2019 年盈利表现良好, 2017-2019 年俏尔婷婷扣非后业绩合计 2.9 亿元超额完成承诺。开润股份 2019 业绩增长强劲, 全年收入/归母净利润同比增速超 30%, 2020Q1 疫情影响下业绩下滑。

图表 23: 2019/2020Q1 加工制造重点公司营收及净利润增速

公司名称	收入增速		净利润增速	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1
健盛集团	12.86%	-7.79%	32.39%	-20.51%
开润股份	31.58%	-10.30%	30.09%	-29.79%
申洲国际	8.21%	-	12.22%	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2019/2020Q1 加工制造重点公司毛利率/净利率

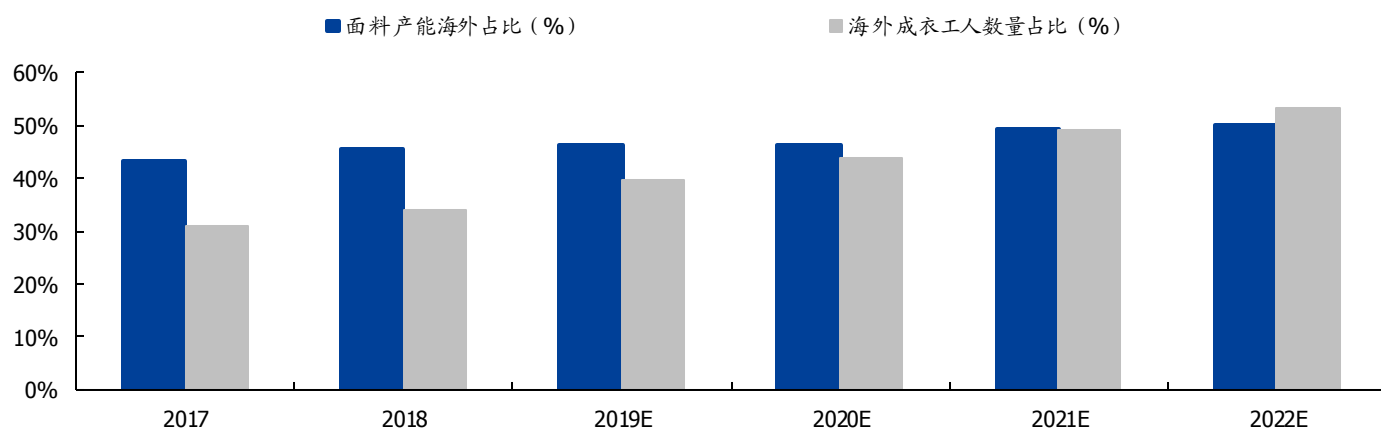
公司名称	毛利率		净利率	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1
健盛集团	29.19%	24.47%	15.30%	14.68%
开润股份	27.78%	31.49%	8.79%	6.25%
申洲国际	30.34%	-	21.86%	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们认为，短期疫情考验供应商生产能力，2020 年 H1 订单基本稳定，2020H2 订单将出现高频、量小、快翻单的趋势，一体化的供应商竞争优势明显，因此长期客户订单有望向以申洲国际为代表的龙头公司集中。

申洲的产业链稳定性独树一帜。1) 申洲国际拥有集研发设计、织布、染整、印绣花、裁剪及缝制等完整工序于一体的垂直化生产链，节省中间物流运输以及订单衔接时间，加上较高的自动化水平使得公司交期较短。2) 公司在全球共拥有五大生产基地，国内产能布局在宁波、安庆、衢州等地，海外分别在柬埔寨、越南布局产能。其中，面料产能我们估计 55% 在国内，45% 在海外，成衣产能则有超过 30% 的部分布局在海外。在疫情在国内暴发阶段，公司海外产能正常开展，当下国内产能也大范围恢复，供应稳定。

图表 25: 申洲国际海外面料产能及海外成衣工人数量占比 (%)



资料来源: 公司公告。国盛证券研究所估算

珠宝板块：疫情抑制需求，龙头领先行业

行业层面：金价震荡向上叠加疫情影响，金银珠宝消费承压

黄金价格震荡向上，珠宝消费承压。金价与黄金珠宝消费之间并非简单线性关系：1) 金价暴涨催生回跌预期，抑制消费；2) 稳步上涨催生向上预期，促进消费；3) 短期暴跌引发抄底，短期促进消费；4) 持续阴跌致使抑制消费。2019年以来，受国际负利率影响，5月-9月金价暴涨近30%，随后持续高位震荡。2020年以来，受新冠疫情和石油价格暴跌影响，黄金价格进一步震荡向上创历史新高。受金价暴涨影响，2019年金银珠宝消费明显承压，2019Q2以来，黄金首饰消费量加速下滑，全年同比-8.2%；黄金珠宝社零表现也弱于整体消费品，2019同比+0.4%基本持平。

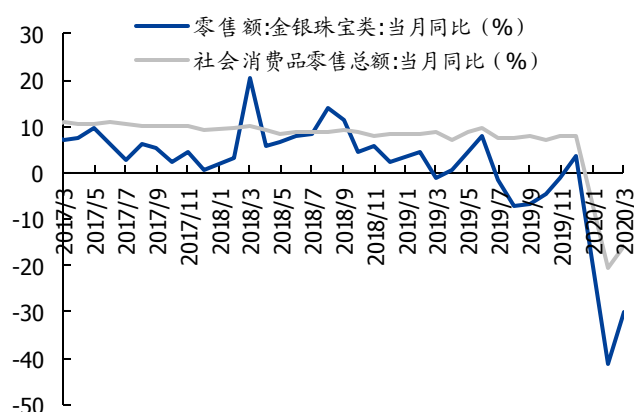
疫情抑制终端消费，Q1需求大幅下滑。由于珠宝消费重视实际体验，当前行业90%+消费在线下产生。受新冠疫情影响，2020Q1线下门店大规模闭店，行业消费大幅下滑。同时，金银珠宝的非必需属性，也使得行业受疫情影响较整体消费品更大。据中国黄金协会和国家统计局统计，2020Q1黄金首饰消费量同比-51%，金银珠宝社零同比-38%（总体消费品社零-19%）。2019年限额以上单位金银珠宝零售额同比增速0.4%，同比下降7.1PCTs。2020Q1同比增速-37.7%，同比下降40.3PCTs。

图表 26：2019年以来国内黄金价格行情（元/克）



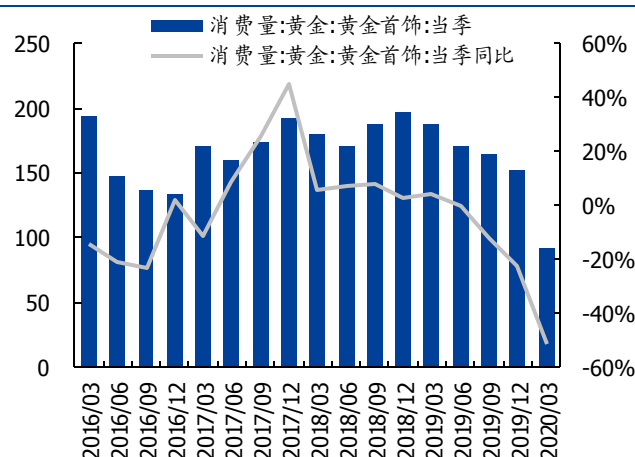
资料来源：中国黄金交易所，国盛证券研究所

图表 27：2019年以来珠宝社零表现弱于总体消费品



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 28：黄金首饰消费量（吨，%）

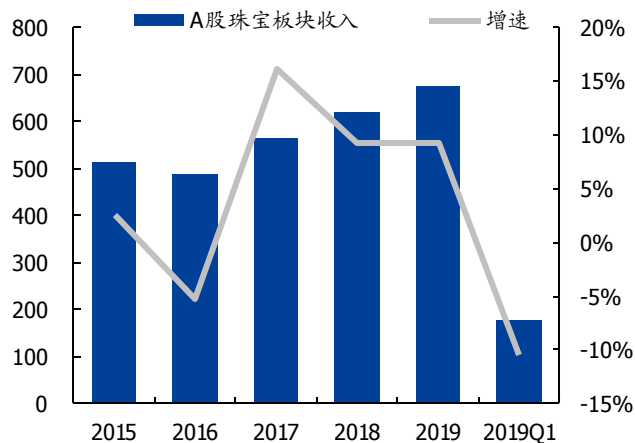


资料来源：中国黄金协会，国盛证券研究所

板块表现：疫情影响短期业绩，龙头表现优于行业

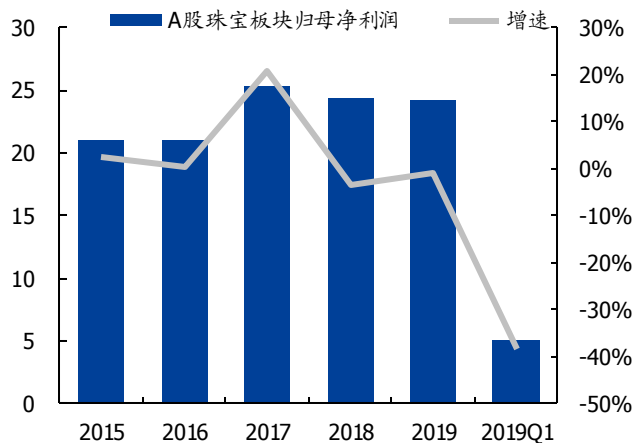
珠宝板块收入、业绩表现优于行业。2019 年珠宝行业板块收入、业绩持续增长，2020Q1 受疫情影响，收入业绩普遍下滑但优于行业。7 家 A 股珠宝公司 2020Q1 实现收入/业绩合计 176.4/5.0 亿元，同比下滑 10.6%/38.4%，小于金银珠宝类社零 38% 下滑。

图表 29: A 股珠宝板块总营业收入及增长 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (包括老凤祥、周大生、明牌珠宝、潮宏基、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵)

图表 30: A 股珠宝板块总归母净利润及增长 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (包括老凤祥、周大生、明牌珠宝、潮宏基、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵)

2019 年珠宝公司稳健增长，2020Q1 受疫情影响，收入业绩普遍下滑。老凤祥以黄金首饰为主，受金价上行催化，2019 收入、业绩增长提速，同比分别+13.4%/+16.9%，2020Q1 下滑 3.4%/0.6%，表现优于行业；周大生以镶嵌业务为主，金价上涨的消费抑制作用更明显，2019 收入/业绩同增 11.7%/23.0%，2020Q1 疫情对公司业绩影响较大，收入/业绩同比下滑 38.25%/48.15%。

图表 31: 2019/2020Q1 珠宝重点公司营收及净利润增速

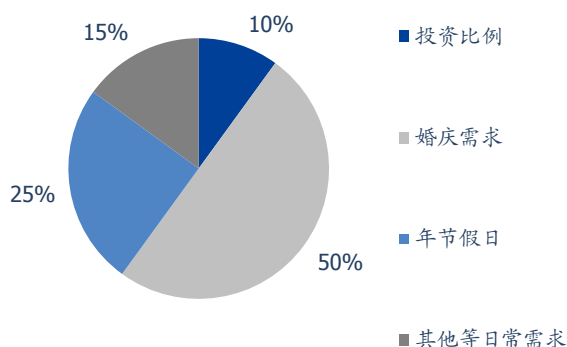
公司名称	收入增速		归母净利润增速	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1
老凤祥	13.35%	-3.44%	16.89%	-0.56%
周大生	11.69%	-38.25%	22.99%	-48.15%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

运营变化：产品优化+渠道下沉，疫情背后存集中度提升机会

产品：婚恋属性弱化，产品向精细化、时尚化转型。传统的对于黄金珠宝的需求主要在于其含金量，当前消费更多的则以婚庆嫁娶的刚性需求为主（占比 50% 左右）。且当下黄金消费属性体现出多样化特征，年轻消费者对时尚及个性的诉求提升，年长消费者则开始追求精细化黄金珠宝。为迎合消费者偏好转变，行业龙头公司产品不断优化，老凤祥依托百年历史工艺，加大精品黄金占比（目前约 25% 左右），同时推出个性化黄金珠宝饰品迎合年轻消费者需求；周大生则不断提升非婚恋产品占比（目前约 35% 左右），推出情景风格珠宝、IP 联名款珠宝和时尚硬金珠宝抓住年轻消费者需求。

图表 32: 黄金珠宝消费需求构成 (%)



资料来源: 香港贸发局, 国盛证券研究所

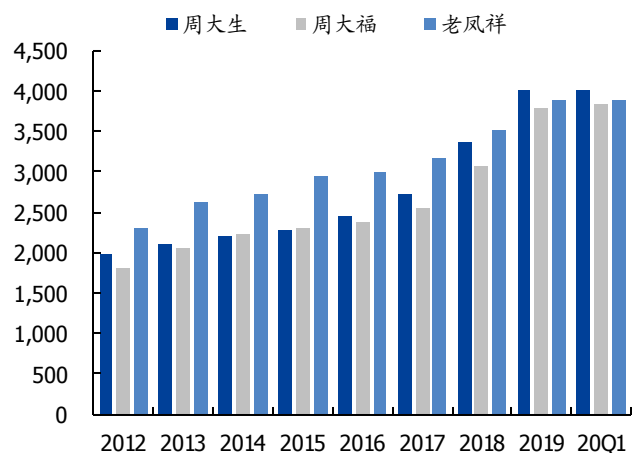
图表 33: 老凤祥个性化黄金珠宝首饰品



资料来源: 老凤祥官网, 国盛证券研究所

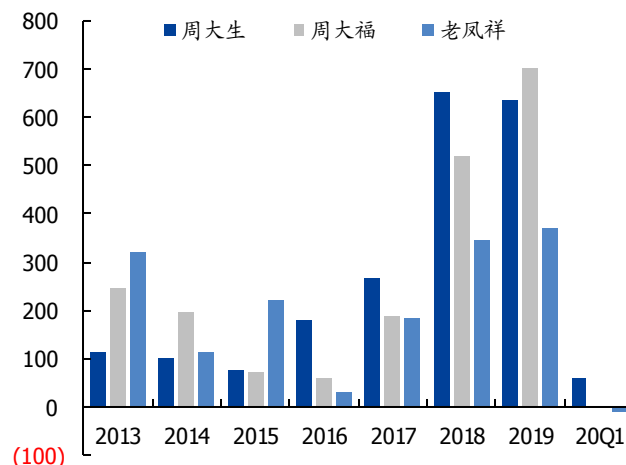
渠道: 疫情制约短期开店, 龙头企业加速渠道下沉。2019 年周大生/老凤祥/周大福分别净开店 636/372/704 家, 2020Q1 受疫情影响开店受阻, 但我们认为当下珠宝行业仍处于渠道为王阶段, 疫情稳定后龙头公司渠道扩张大方向不变。同时, 为满足三、四线城市不断扩张的珠宝消费需求, 龙头公司纷纷加快三、四线城市渠道下沉步伐。我们根据百度地图数据测算, 截至 2020 年 5 月 1 日, 周大福/老凤祥/周大生三至五线城市门店数量占比分别 40%/56%/59%, 占比较 2019 年底均有所提升。

图表 34: 板块重点公司门店数 (家)



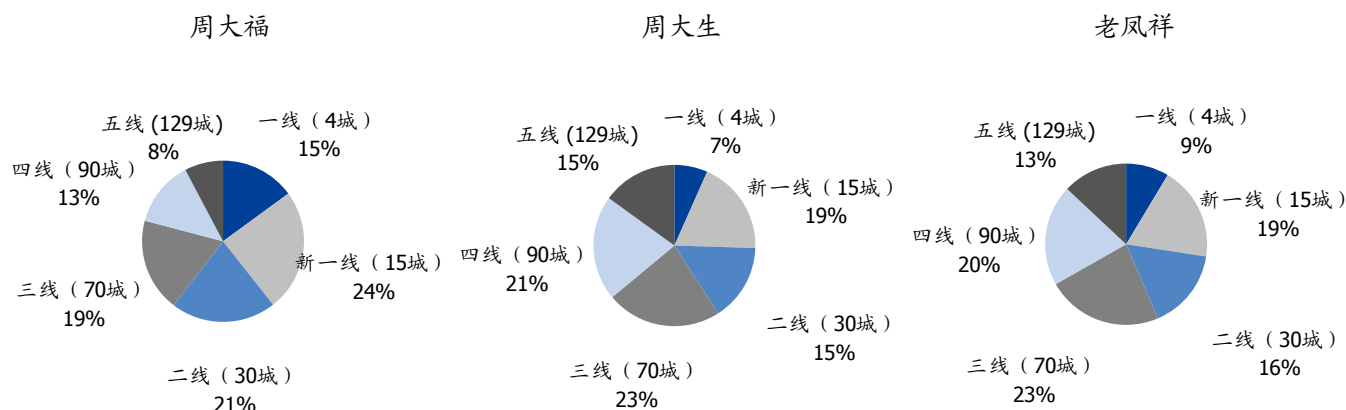
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 板块重点公司净增门店数 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 龙头企业各线级门店数占比 (截至 5 月 1 日)



资料来源: 百度地图, 国盛证券研究所测算

多举措应对疫情挑战, 危机背后存集中度提升机会。虽然疫情对珠宝板块 2020Q1 造成较大影响, 但随着疫情缓和, 我们估计当前老凤祥和周大生为代表的珠宝龙头公司线下零售已恢复 60% 左右。且龙头公司多举措应对疫情挑战, 周大生加快线上布局和数字化营销, 我们预期公司 Q2 营销力度将大大增强; 老凤祥有望引入直播卖货模式, 我们预计 Q2 也将通过促销活动刺激消费。向前看, 我们认为疫情对中小珠宝商冲击相对更大, 龙头公司具备更高的安全边际, 疫情背后存在优胜劣汰的集中度提升机会。龙头公司凭借优于行业的表现, 也有望进一步抢占市场份额。

投资策略

新冠疫情对可选消费影响较大, 2020Q1 服饰&珠宝均现较大幅度下滑。我们判断对 Q2 仍存影响, 下半年有望有所恢复 (需视疫情发展而定)。业内公司采取的措施主要是合理制定折扣策略、通过供应链调整控制库存, 并大力拓展电商业务、尤其私域流量等新兴的营销方式吸引线下流量, 内功修炼到位的公司在疫情期间表现明显好于行业平均水平。

自上而下维持看好运动鞋服赛道, 中长期体现出很好的成长空间和增长速度, 短期亦在疫情阶段表现相对更佳。自下而上在外部需求波动环境中, 品牌持续提升、渠道创新明显, 以及管理能力强、现金流稳定的龙头公司为首选。**综合考量, 核心推荐标的: 安踏体育、波司登、申洲国际、李宁、地素时尚。**

图表 37: 公司估值表

	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)	评级
		19 (A)	20 (E)	21 (E)	19 (A)	20 (E)	21 (E)		
安踏体育	65.45	1.98	2.10	2.81	29	27	20	1768.43	买入
李宁	24.45	0.61	0.62	0.80	35	35	27	601.92	买入
滔搏	9.74	0.35	0.45	0.55	24	19	16	604.00	买入
比音勒芬	20.97	1.32	1.52	1.88	16	14	11	64.65	买入
歌力思	11.15	1.07	1.68	1.16	10	7	10	37.08	增持
地素时尚	21.55	1.56	1.61	1.89	14	13	11	86.42	买入
太平鸟	14.28	1.17	1.19	1.36	12	12	10	68.38	增持
森马服饰	7.14	0.57	0.42	0.49	12	17	15	192.68	增持
波司登	2.11	0.09	0.10	0.13	20	18	14	226.41	买入
申洲国际	90.35	3.39	3.57	4.18	23	22	19	1358.16	买入
健盛集团	8.25	0.66	0.75	0.93	13	11	9	34.35	买入
开润股份	25.80	1.04	1.17	1.53	25	22	17	56.09	增持

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 收盘价截至 2020 年 4 月 30 日, 安踏体育、李宁、波司登股价及市值单位为港元, 波司登 19A 为 19/20 财年)

风险提示

新冠疫情影响时间及范围超预期对公司业务造成不利影响; 下游客户订单波动影响营业收入; 海外业务拓展不及预期; 棉价波动风险; 外汇波动风险。

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所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

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

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：021-38934111

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