

## 5月社零降幅有所收窄，618显示美妆露营等景气度高

### 核心观点

#### 核心观点

- **行情回顾：**全周沪深 300 指数上涨 1.65%，创业板指数上涨 3.94%，纺织服装行业指数上涨 0.44%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 0.09%，品牌服饰板块上涨 0.73%。个股方面，我们覆盖的上海家化、周大生和地素时尚等取得了正收益。
- **海外要闻：**（1）Stitch Fix 股价跌至历史新低。（2）Zara 等快时尚全线涨价。（3）周大福去年收入近千亿港元。
- **行业与公司重要信息：**（1）罗莱生活：公司决议对激励对象中离职的 9 人持有的尚未解锁的全部限制性股票进行回购注销处理，共 60 万股。（2）地素时尚：公司决议以集中竞价交易方式首次回购公司股份 2.6 万股，占总股本比例为 0.0054%，已支付总金额为人民币 40 万元。
- **本周建议板块组合：**伟星股份、李宁、珀莱雅、浙江自然和华利集团。上周组合表现：伟星股份 0%、李宁-3%、珀莱雅 1%、浙江自然-1%和华利集团 0%。

#### 投资建议与投资标的

- 周三统计局披露 5 月社零数据，5 月国内社会消费品零售总额同比下降 6.7%，除汽车以外的消费品零售额下降 5.6%，5 月较 4 月有所改善但仍处于下降状态。1-5 月实物商品网上零售同比增长 5.6%，其中穿类商品下降 1.6%。从结构来看，5 月正增长的主要是粮油食品、饮料等偏必需消费品类，我们覆盖的可选消费品中，金银珠宝 5 月同比下降 15.5%（4 月下降 26.7%），化妆品和服装鞋帽同比下降 11% 与 16.2%（4 月下降 22.3%与 22.8%），虽然同比仍下降，但环比降幅明显收窄。热闹的 618 刚刚落下帷幕，美妆和露营户外等龙头品牌销售亮眼，再次验证了相关子行业的高景气度。伴随疫情的有效控制和全国范围内复工复产的推进，预计 6 月将成为可选消费逐步复苏的起点。出口制造方面，之前海关公布的 5 月出口增长超预期，我们依然维持对细分出口龙头中长期竞争力看好的观点。鉴于目前行业整体估值和机构持仓均处于历史底部区间，且行业最困难时期已经过去，我们对行业维持“看好”评级。**落实到行业本周策略，建议继续维持“制造龙头+高景气赛道龙头”的均衡配置（具体见以上本周投资组合）。**落实到下半年的行业投资策略，我们建议一方面以部分优质出口制造龙头为盾，把握确定性机会，重点推荐伟星股份(002003, 买入)、浙江自然(605080, 买入)、华利集团(300979, 买入)和申洲国际(02313, 买入)，建议关注牧高笛(603908, 未评级)。另一方面也要积极布局具备弹性的品牌服饰龙头，尤其是我们中长期最看好的运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，推荐李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、珀莱雅(603605, 买入)、贝泰妮(300957, 增持)和爱美客(300896, 买入)，建议关注特步国际(01368, 买入)和华熙生物(688363, 增持)。另外中高端服饰建议关注波司登(03998, 买入)、报喜鸟(002154, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、比音勒芬(002832, 未评级)等公司。

#### 风险提示

- 国内外疫情的反复、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、通胀和人民币汇率波动等。

行业评级 **看好（维持）**

国家/地区 中国  
行业 纺织服装行业  
报告发布日期 2022 年 06 月 19 日



#### 证券分析师

施红梅 021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

赵越峰 021-63325888\*7507  
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513060001  
香港证监会牌照：BPU173

朱炎 021-63325888\*6107  
zhuyan3@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521070006

#### 联系人

杨妍 yangyan3@orientsec.com.cn

#### 相关报告

高景气赛道龙头维持强势，下半年看好内需品牌消费的复苏 2022-06-12

制造龙头延续高景气，内需品牌拐点将至：——纺服及时尚消费 2022 年中期策略报告 2022-06-10

消费大环境有望改善，品牌龙头复苏弹性大 2022-06-05

## 行情回顾

全周沪深 300 指数上涨 1.65%，创业板指数上涨 3.94%，纺织服装行业指数上涨 0.44%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 0.09%，品牌服饰板块上涨 0.73%。个股方面，我们覆盖的上海家化、周大生和地素时尚等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	奥特佳	星期六	上海家化	兴业科技	贵人鸟	美尔雅	天创时尚	中银绒业	梦洁家纺	健盛集团
幅度(%)	16.4	14.7	14.0	13.9	12.8	10.7	10.6	10.5	10.3	6.0
涨幅后 10 名	美盛文化	申洲国际	凯瑞德	摩登大道	安踏体育	南极电商	百隆东方	波司登	诺邦股份	华升股份
幅度(%)	-20.7	-13.6	-9.3	-9.1	-8.0	-5.6	-5.5	-5.2	-4.8	-4.6

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

**Stitch Fix 股价跌至历史新低，订阅电商泡沫破灭。** Stitch Fix Inc. (NASDAQ: SFIX) 在业绩后股价跌至历史新低，显示市场对时尚订阅电商的商业模式已经绝望。

截至 4 月 30 日的 2022 财年三季度公司收入 4.929 亿美元同比下滑 8.0%；活跃用户按年下滑 5% 至 390.7 万。

首席执行官 Elizabeth Spaulding 在业绩声明中表示收入下滑和活跃用户数量下滑在公司预期内，并号称在改善整体客户体验方面取得了进展，坚信通过增加按需扩张战略是，为消费者解决完整、连续的个性化购物需求和创新能力将继续推动业务向前发展。

**Zara 等快时尚全线涨价，母公司 Inditex 印地坊集团首季度盈利增长八成。** 交付超预期的一季度业绩后，以“爱特思”名称在中国运营，但习惯被称为印地坊集团的全球最大服装集团 Inditex SA (ITX.MC)（下简称印地坊）周三股价大涨 6%。

截至 4 月 30 日的一季度，西班牙巨头收入录得 67.42 亿欧元，远超过 Refinitiv 预期的 62 亿欧元，较 2021 年同期 49.42 亿欧元增加 36.4%；净利润期内飙升 80.5% 至 7.60 亿欧元。期内公司为俄罗斯和乌克兰的暂停运营拨备 2.14 亿欧元，经调整后首季度盈利 9.40 亿欧元，Refinitiv 预期西班牙公司一季度盈利 8.12 亿欧元。

自 2 月 24 日和 3 月 5 日印地坊分别暂停了在乌克兰和俄罗斯的业务，报告期内中国市场有 67 间门店因疫情临时关店。印地坊此前在俄罗斯运营间 502 间门店及网上业务，占集团 5% 份额。

截至一季度末公司共运营 6,423 间门店同比减少 335 间。

**周大福去年收入近千亿港元。** 周大福珠宝集团有限公司(1929.HK)去年销售接近 1,000 亿港元，但公司香港业务的低迷导致增收不增利，盈利增幅远低于收入增长。

截至 3 月底的 2022 财年该珠宝巨头收入增加 41.0% 至 989.38 亿港元，固定汇率增幅 33.7%；同期净利润则仅录得 11.4% 至 67.12 亿港元。

按产品分类，黄金首饰及产品全年收入增加 52.5%，主要受益于期内在内地净增加 1,361 个周大福珠宝零售点，该业务去年占比增加 550 个基点至 73.7%，其中定价黄金产品占比提高 80 个基点至 7.9%。珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰营业额同比增长 19.1%；钟表业务收入增幅 9.7%，主要因上年高基数和供应短缺。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

公司拟派 0.28 港元末期息，全年派息 0.50 港元按年增加 25%。宣布全年业绩的同时周大福宣布拟回购 10% 普通股。

受疫情影响进入新财年 2022 年 4 月 1 日-5 月 31 日的 2023 财年一季度前两个月公司零售值下滑 13.0%，其中占比近九成的内地市场零售值跌幅 12.8%，同店销售销售狂泻 28.2%；而香港和澳门特区及其他市场零售值跌幅 14.2%，同店销售小幅下滑 5.9%。

集团主席郑家纯在业绩声明中表示，尽管市场持续弥漫不确定因素，但眼前危机无阻几经历练的周大福逆流前行，抱着稳中求进的积极态度，谋求质量兼备的业务发展，化危为机，进一步拓展零售网络及加快智慧零售布局。

绩后多家大行继续唱多该珠宝巨头，美银重申“买入”评级，并上调目标价由 21.0 港元至 22.1 港元；富瑞同样上调周大福目标价由 17.21 港元升至 18.00 港元，维持“买入”评级，认为其消费板块首选个股。

两间大行认为周大福下半年表现胜预期，加速扩张零售网点有利于推动长远增长。

受内地业务不断扩大以及黄金珠宝比例销售占比上升，周大福上年毛利率重挫 600 个基点至 22.6%，经调整后跌幅 480 个基点至 23.4%；营业利润率 10.1%按年大跌 220 个基点。

集团解释称 2021 财年受益黄金价格飙升，推动公司全年毛利率高于正常水平，导致高基数。但凭借有效控制成本及行政开支，全年营业利润按年增加 15.9%至 100.02 亿港元。

中国内地市场全年收入增加 45.6%至 869.32 亿港元，固定汇率增幅 37.0%，占比 87.9%，上半年财年和下半年财年分别增幅 81.7%和 25.7%。

期内智慧零售零售值按年增加 62.7%，销量增幅 17.5%，占内地零售值 8.6%按年提高 140 个基点，其中电商销售增幅 5.2%按年提高 90 个基点、零售科技应用占比 3.4%。智慧零售渠道平均售价 2,400 港元同比较轻微下滑 100 港元，其中电商渠道平均售价 1,800 港元，零售科技应用平均售价 5,400 港元。

内地市场在四季度同店销售下滑 11.1%的情况下全年仍录得 11.1%的增幅，其中黄金首饰及产品同店销售增幅 19.3%，珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰和钟表同店销售分别下滑 3.3%和 0.4%，三项业务平均同店销量分别增加 16.8%和下滑 13.0%和 12.2%。

黄金首饰及产品平均单价由 5,400 港元增加至 5,500 港元，珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰同店平均售价由 7,500 港元增加至 7,800 港元。

受新增销售点推动，内地批发业务去年收入飙升 79.9%，占比提高 940 个基点至 49.6%；零售业务收入增幅 22.4%。

尽管销售飙升，但内地业务经调整后毛利率按年下滑 490 个基点至 23.1%；营业利润率跌幅 280 个基点至 11.0%。

SG&A 销售及行政开支期内增加 25.6%，但费率则改善 200 个基点至 12.9%。其中人工成本期内增加 19.1%至 197.10 亿港元，费率则大幅改善 110 个基点至 4.7%；专柜分成增加 18.8%，费率改善 60 个基点至 2.7%。

截至 3 月底集团于内地设有 4,014 个周大福珠宝加盟零售点，集团在零售消费者完成销售交易前保留存货拥有权，交易完成后确认批发收入，此类加盟点占内地批发营业额约 60%。

香港、澳门及其他市场 2022 财年收入受益低基数增加 14.7%，其中上半年增幅 63.0%，下半财年则因疫情影响倒跌 9.1%，其中零售渠道收入增加 10.9%，受益海南免税渠道表现，批发业务增幅 40.9%。期内，香港及澳门市场同店销售增幅 24.7%，主要受益于澳门市场 96.9%的增幅，香港市场在疫情影响下增幅 7.0%。

港澳零售点客流量按年 9.6%，主要在澳门市场复苏带动下，港澳市场以中国银联、支付宝、微信支付或人民币结算零售值占比由 2021 财年的 18.2%上升至 32.4%。

按类别，港澳及其他市场黄金首饰及产品、珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰和钟表业务去年同店销售分别录得 53.9%、-6.0%和 6.4%的增幅，同店销售增幅分别 72.3%、6.9%和 14.3%。珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰平均售价轻微下跌 2.5%，由 15,700 港元跌至 15,300 港元；黄金首饰及产品均售价则由 5,500 港元跌至 4,900 港元，大跌 11.0%。

港澳市场经调整后毛利率按年下滑 370 个基点至 25.7%；营业利润率跌幅 40 个基点至 3.5%。SG&A 销售及行政开支期内轻微下滑 6.5%，费率大幅改善 500 个基点至 23.1%。其中人工成本期内增加 0.6%至 10.50 亿港元，费率改善 90 个基点至 10.9%，员工总数下滑 8.5%至 2,790 人；租金开支降低 22.9%至 5.97 亿港元，费率改善 250 个基点至 5.8%。

截至 3 月底，香港市场净关闭 6 个零售点，主要位于尖沙咀、旺角等旅游旺区。

## A 股行业与公司重要信息

【罗莱生活】公司决议对激励对象中离职的 9 人持有的尚未解锁的全部限制性股票进行回购注销处理，共 60 万股。

【地素时尚】公司决议以集中竞价交易方式首次回购公司股份 2.6 万股，占总股本比例为 0.0054%，已支付总金额为人民币 40 万元。

## 本周建议板块组合

本周建议组合：伟星股份、李宁、珀莱雅、浙江自然和华利集团。

上周组合表现：伟星股份 0%、李宁-3%、珀莱雅 1%、浙江自然-1%和华利集团 0%。

## 投资建议和投资标的

周三统计局披露 5 月社零数据，5 月国内社会消费品零售总额同比下降 6.7%，除汽车以外的消费品零售额下降 5.6%，5 月较 4 月有所改善但仍处于下降状态。1-5 月实物商品网上零售同比增长 5.6%，其中穿类商品下降 1.6%。从结构来看，5 月正增长的主要是粮油食品、饮料等必需消费品类，我们覆盖的可选消费品中，金银珠宝 5 月同比下降 15.5%（4 月下降 26.7%），化妆品和服装鞋帽同比下降 11%与 16.2%（4 月下降 22.3%与 22.8%），虽然同比仍下降，但环比降幅明显收窄。热闹的 618 刚刚落下帷幕，美妆和露营户外等龙头品牌销售亮眼，再次验证了相关子行业的高景气度。伴随疫情的有效控制和全国范围内复工复产的推进，预计 6 月将成为可选消费逐步复苏的起点。出口制造方面，之前海关公布的 5 月出口增长超预期，我们依然维持

对细分出口龙头中长期竞争力看好的观点。鉴于目前行业整体估值和机构持仓均处于历史底部区间，且行业最困难时期已经过去，我们对行业维持“看好”评级。**落实到行业本周策略，建议继续维持“制造龙头+高景气赛道龙头”的均衡配置（具体见以上本周投资组合）。**落实到下半年的行业投资策略，我们建议一方面以部分优质出口制造龙头为盾，把握确定性机会，重点推荐伟星股份(002003，买入)、浙江自然(605080，买入)、华利集团(300979，买入)和申洲国际(02313，买入)，建议关注牧高笛(603908，未评级)。另一方面也要积极布局具备弹性的品牌服饰龙头，尤其是我们中长期最看好的运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，推荐李宁(02331，买入)、安踏体育(02020，买入)、珀莱雅(603605，买入)、贝泰妮(300957，增持)和爱美容(300896，买入)，建议关注 特步国际(01368，买入)和华熙生物(688363，增持)。另外中高端服饰建议关注波司登(03998，买入)、报喜鸟(002154，买入)、罗莱生活(002293，增持)、比音勒芬(002832，未评级)等公司。

## 风险提示

行业投资风险主要来自于国内外疫情的反复、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、通胀和人民币汇率波动等。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有报喜鸟（002154）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)