

关注高景气度的运动鞋服和景气度有望提升的黄金珠宝行业
纺织服装行业 2020 年度策略

投资建议： 中性

上次建议： 中性

投资要点：
2020年重点关注：

展望2020年，我们认为伴随着体育运动参与人次和人均体育消费的提升，运动鞋服行业将保持高景气度，也是纺织服装行业中景气度最高的细分领域。同时，在外围环境存在不确定性的背景下，黄金作为避险资产价格有望保持平稳上行，黄金珠宝行业有望受益于金价上行提升景气度。

运动鞋服行业空间广阔，受益于体育运动参与人次及人均消费提升。伴随体育产业的高速发展，居民收入提升、二三四线城市消费升级以及运动专业化细分化需求，运动鞋服行业有望保持高景气度。在服装各个子领域中，运动鞋服科技含量更高，研发费用占营业成本的占比较高。运动鞋服的龙头公司通过不断投入研发，构筑竞争壁垒。同时，相对服装其他细分领域，产品标准化程度相对较高，适合电商渠道，我们预计未来电商占比有望提升。

行业竞争格局清晰，龙头公司集中度提升，安踏体育和李宁受益。

全球运动鞋服行业呈现集中度稳健提升的趋势。中国运动鞋服行业集中度较全球市场更高，且集中度也呈稳步增长趋势。在Adidas和Nike保持领先优势的情况下，安踏和李宁能够在2013年后市占率稳中有升，主要由于其具备差异化竞争优势。一方面对大众消费者来说，国产品牌相对国际品牌性价比更高，另一方面，国产品牌对国内的渠道管控力更强，尤其是低线城市的渠道管控力优势明显，也更具备电商平台上的优势。

黄金珠宝行业短期有望受益金价平稳上涨，长期受益人均消费额提升。

黄金是中国珠宝首饰消费的主要类别，占据中国珠宝市场销售额的52%，在国内的首饰消费中占据不可替代的作用。长期来看，我国人均黄金珠宝消费额仍有较大提升空间。2015年我国珠宝首饰人均年消费额为54美元，日本和美国分别为180美元和307美元，分别是中国人均消费额的3.3倍和5.7倍。从历史数据来看，金价平稳上行有助于推动黄金珠宝首饰消费稳健提升。展望2020年，预计金价有望进入稳步上升通道，黄金珠宝消费也有望稳健提升。

竞争格局，国际知名品牌、港资品牌、内地品牌差异化竞争。周大福、老凤祥和周大生位列行业市占率前三。在居民收入提升，品牌意识增强的背景下，龙头公司凭借其良好的品牌知名度，精良的设计工艺以及较完善的渠道管理能力，加快市场下沉，提升市占率。周大福、老凤祥和周大生渠道数拓展快，目前均超过3000家门店，远高于位列其后的品牌。

风险提示

终端消费不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

一年内行业相对大盘走势


徐艺 分析师

执业证书编号：S0590515090003

电话：0510-85607875

邮箱：xuyi@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1.	前言	4
2.	运动鞋服行业空间广阔，受益于体育运动参与人次及人均消费提升	4
2.1.	体育产业蓬勃发展，参与人次增长，推动运动鞋服行业发展	4
2.2.	伴随收入提升、二三四线城市消费升级以及运动专业化细分化需求，人均运动鞋服消费有望增长	6
2.3.	运动鞋服行业研发要求高，更加标准化适合发展电商	8
2.4.	行业竞争格局清晰，龙头公司集中度提升	10
3.	黄金珠宝行业短期有望受益金价平稳上涨，长期受益人均消费额提升	14
3.1.	黄金珠宝行业规模稳健增长，人均消费额仍有提升空间	15
3.2.	金价平稳上涨有助于推动黄金珠宝首饰消费提升	16
3.3.	竞争格局：前三名优势明显	16
3.4.	行业集中度有望提升，利好龙头公司	17
4.	风险提示：	19

图表目录

图表 1:	中国运动鞋服市场规模 (亿元)	4
图表 2:	国家体育产业总产出 (万亿)	5
图表 3:	国家体育产业总产出拆分	5
图表 4:	国家体育产业增加值拆分	5
图表 5:	经常参加体育锻炼的人数规划	5
图表 6:	2007 和 2014 年中国经常参加锻炼人口比例	6
图表 7:	中国马拉松赛事场次及参赛人次	6
图表 8:	体育产业政策梳理	6
图表 9:	2015 年人均服装消费支出	7
图表 10:	城镇居民人均可支配收入 (元)	7
图表 11:	农村居民家庭人均纯收入 (元)	7
图表 12:	国内人均服装开支按城市等级划分 (元)	8
图表 13:	城市等级划分的服装市场规模 (十亿元)	8
图表 14:	Nike 男子滑板鞋	8
图表 15:	Nike 男子高尔夫球鞋	8
图表 16:	2018 年服装公司研发费用占销售成本比重	9
图表 17:	安踏历年研发费用占销售成本的比重	9
图表 18:	获 2017 红星奖的李宁超轻 13 代跑鞋	9
图表 19:	李宁 2007 年获奖半坡篮球鞋	9
图表 20:	李宁牌电商收入及增速	9
图表 21:	李宁电商收入占营收比重	9
图表 22:	NIKE 电商收入增速	10
图表 23:	NIKE 电商收入占直营收入比重	10
图表 24:	全球运动鞋服行业集中度	11
图表 25:	中国运动鞋服行业集中度	11
图表 26:	中国运动鞋服市场前十大品牌市占率	11
图表 27:	中国主要运动鞋服品牌男子跑鞋天猫商城价格区间 (元)	12
图表 28:	中国主要运动鞋服品牌男子羽绒服天猫商城价格区间 (元)	12
图表 29:	2014-2018 年中国运动鞋品牌力指数	12
图表 30:	2014-2018 年中国运动服装品牌力指数	13

图表 31: 百度搜索指数品牌排名	13
图表 32: 中国主要运动鞋服品牌渠道数对比	14
图表 33: 国外运动鞋服公司市值	14
图表 34: 国内运动鞋服公司市值	14
图表 35: 我国珠宝首饰行业产业链	15
图表 36: 我国珠宝首饰消费额	15
图表 37: 黄金是中国珠宝首饰消费的主要类别	15
图表 38: 我国珠宝首饰人均年消费额和国外对比 (美元)	16
图表 39: 中国黄金珠宝首饰消费需求与金价相关性	16
图表 40: 黄金珠宝行业品牌格局	17
图表 41: 我国珠宝行业主要参与者的品牌市占率	17
图表 42: 黄金珠宝各公司渠道数	17
图表 43: 2018 年各渠道净新开店情况 (家)	18

1. 前言

展望 2020 年,我们认为伴随着体育运动参与人次和人均体育消费的提升,运动鞋服行业将保持高景气度,也是纺织服装行业中景气度最高的细分领域。同时,在外围环境存在不确定性的背景下,黄金作为避险资产价格有望保持平稳上行,黄金珠宝行业有望受益于金价上行提升景气度。

2. 运动鞋服行业空间广阔,受益于体育运动参与人次及人均消费提升

运动鞋服行业在纺织服装行业中景气度较高,具备行业集中度高,竞争格局清晰,相对标准化,适合跨区域及线上销售,科技含量高以及成长性佳的特点。

运动鞋服行业在体育运动参与人次及人均消费的双重推动下呈现较高成长性,空间广阔。2017 年,中国运动鞋服市场规模达到 2121 亿元,同比增长 12.5%,在国内服装行业的各细分市场中,成长性较优。

图表 1: 中国运动鞋服市场规模 (亿元)



来源: 中国产业信息网, 国联证券研究所

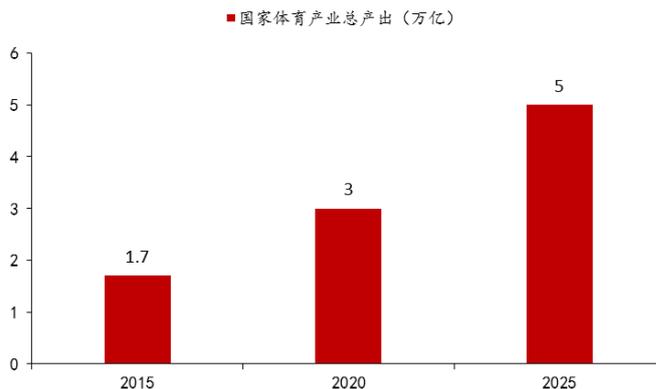
2.1. 体育产业蓬勃发展, 参与人次增长, 推动运动鞋服行业发展

体育产业未来有望保持较高速发展。根据《国家体育总局 国家统计局联合发布 2015 年国家体育产业规模及增加值数据的公告》。公告显示, 2015 年国家体育产业总产出(总规模)为 1.7 万亿元, 增加值为 5494 亿元, 占同期国内生产总值(GDP)的比重为 0.8%。中国 2015 年体育及相关产业总产出比 2014 年增长 26.02%, 产业增加值比 2014 年增长 35.97%, 产业增加值占 GDP 的比重由 2014 年的 0.64% 增长至 0.8%。

根据《体育发展“十三五”规划》, 到 2020 年全国体育产业总规模超过 3 万亿、经常参加锻炼人数达到 4.35 亿、人均体育场地面积达到 1.8 平方米。根据国务院下发的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》2025 年体育产业总规模将超过 5 万亿元, 经常参加体育锻炼的人口数将达到 5 亿人。

根据政策目标, 预计 2015-2025 年体育产业总产出年复合增速为 11.4%。

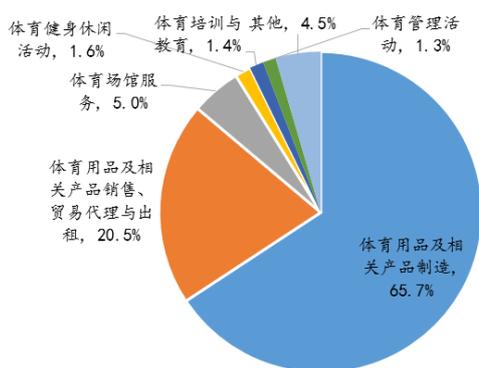
图表 2: 国家体育产业总产出 (万亿)



来源: 国家体育总局, 国家统计局, 国务院, 国联证券研究所

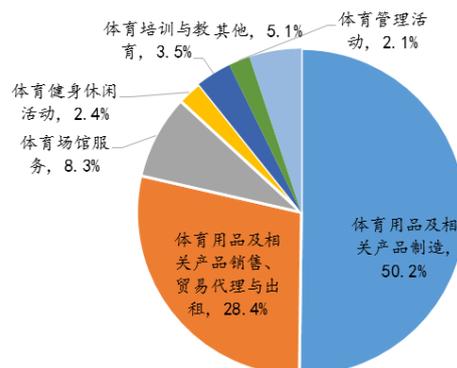
在我国体育产业结构中, 体育用品及相关产品制造和体育用品及相关产品销售、贸易代理与出租占比最大, 在国家体育产业总产出中占比分别为 65.7% 和 20.5%, 在国家体育产业增加值中占比分别为 50.2% 和 28.4%。

图表 3: 国家体育产业总产出拆分



来源: 国家体育总局, 国家统计局, 国联证券研究所

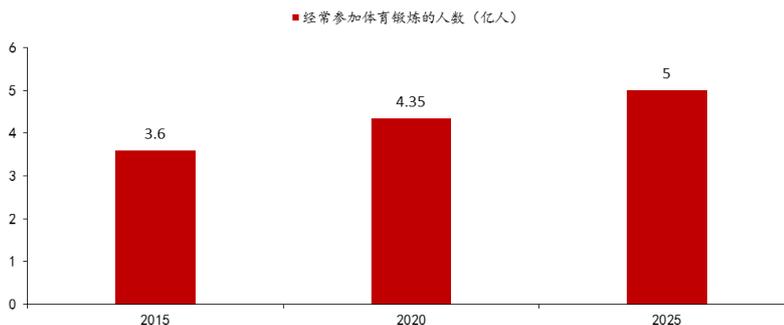
图表 4: 国家体育产业增加值拆分



来源: 国家体育总局, 国家统计局, 国联证券研究所

根据政策目标规划, 经常参加体育锻炼的人数也将由 2015 年的 3.6 亿人提升至 2020 年的 4.35 亿人和 2025 年的 5 亿人。

图表 5: 经常参加体育锻炼的人数规划

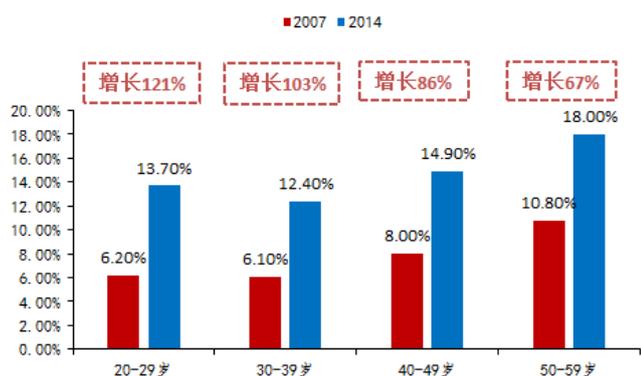


来源: 艾瑞咨询, 国联证券研究所

从经常参加锻炼的人数来看，各个年龄层人群运动参与比例上升，全民运动健身意识增强。根据2014年国家最新全民健身状况调查公报数据，相比2007年，整体全民运动健身的人群比例增长近8个百分点，各个年龄层比例均有提升，尤其是20-40岁人群，锻炼人群比例翻了一番。20-40岁人群具有较强的消费需求和能力，有望驱动运动用品行业增长。

以马拉松赛事为例来看参与人次，从2011年的40万人次增长到2015年的150万人次，年复合增速为39%。

图表6：2007和2014年中国经常参加锻炼人口比例



来源：艾瑞咨询，国家体育总局，国联证券研究所

图表7：中国马拉松赛事场次及参赛人次



来源：艾瑞咨询，中国田径协会，国联证券研究所

体育产业政策支持力度大，推动体育运动行业健康发展。

图表8：体育产业政策梳理

时间	政策
2014年10月	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
2015年3月	《中国足球改革发展总体方案》
2016年4月	《中国足球中长期发展规划（2016-2050年）》
2016年5月	《关于强化学校体育促进学生身心健康全面发展的意见》
2016年6月	《全民健身计划（2016-2020）》
2016年7月	《体育产业发展“十三五”规划》
2016年9月	《青少年体育“十三五”规划》
2016年10月	《健康中国“2030”规划纲要》
2016年10月	《关于加快发展健康休闲产业的指导意见》
2016年11月	《冰雪运动发展计划（2016-2025年）》
2016年11月	《群众冬季运动推广普及计划（2016-2020年）》
2018年1月	《马拉松运动产业发展规划》

来源：国联证券研究所

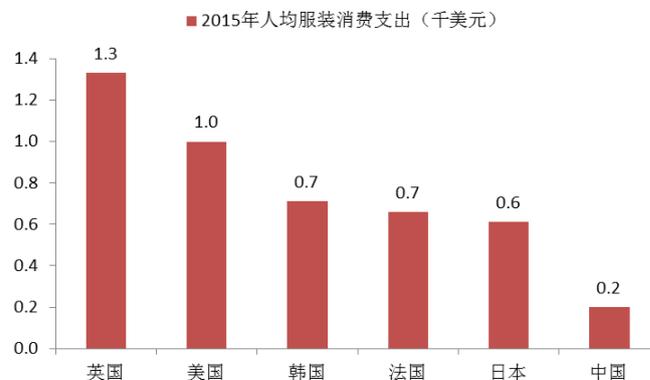
2.2. 伴随收入提升、二三四线城市消费升级以及运动专业化细分化需求，人均运动鞋服消费有望增长

2.2.1 人均可支配收入提升推动人均运动鞋服消费增长

与世界其他国家相比，我国人均服装消费支出仍有较大提升空间，随着我国人

均可支配收入的提升，预计人均服装消费支出也将逐步提升。英国人均服装消费支出 2015 年达到 1300 美元，美国达到 1000 美元，而中国仅 200 美元，仍有较大提升空间。

图表 9: 2015 年人均服装消费支出



来源: Wind, 国联证券研究所

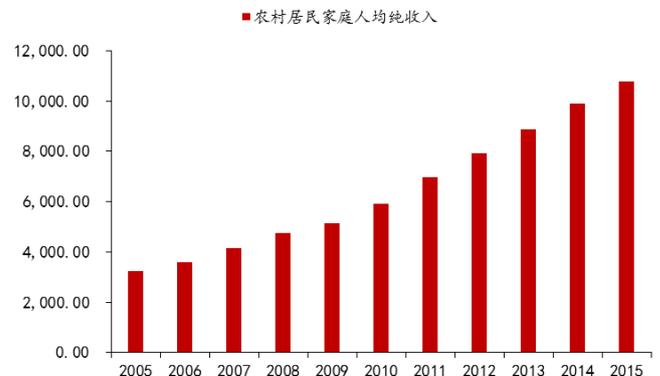
近年来，城镇居民和农村居民可支配收入及衣着支出均稳步提升，同时，农村居民的收入和衣着消费支出增速高于城镇居民，这也是未来服装行业的发展潜力。2005-2017 年，城镇居民人均可支配收入年复合增速为 10.9%，2005-2015 年，农村居民家庭人均纯收入年复合增速达到 12.7%。

图表 10: 城镇居民人均可支配收入 (元)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 农村居民家庭人均纯收入 (元)



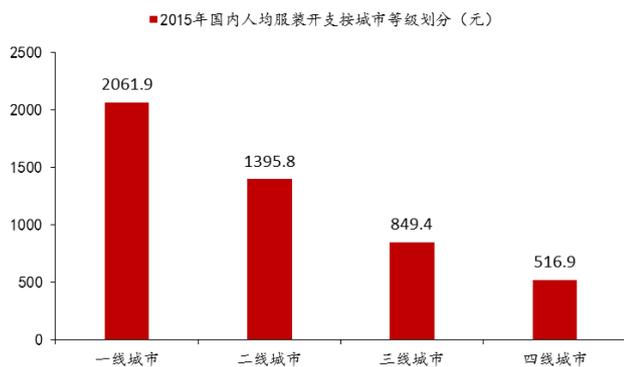
来源: Wind, 国联证券研究所

2.2.2 二三四线城市消费升级带动人均服装消费提升

与一线城市相比，二三四线城市人均服装支出仍有较大提升空间。2015 年，一线城市的人均服装开支为 2061.9 元，二线、三线和四线城市人均服装开支分别为 1395.8 元、849.4 元和 516.9 元，一线城市的人均服装开支分别为二线城市、三线城市和四线城市的 1.5 倍、2.4 倍和 4.0 倍。

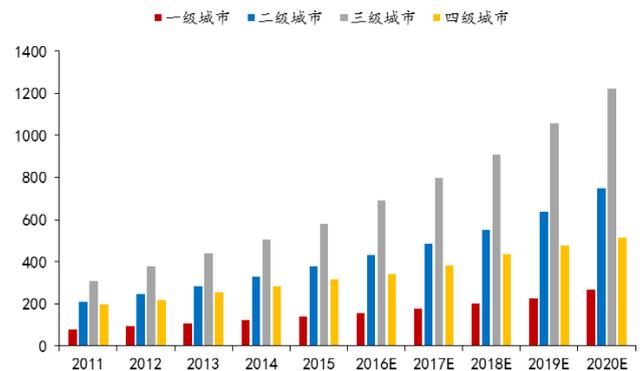
从服装市场规模的增速来看，二线城市和三线城市 2011-2015 年服装市场规模年复合增速较高，分别为 15.8% 和 17.2%，高于一线城市和四线城市的 15.1% 和 12.4%。据预测，2016-2020 年二线城市和三线城市年复合增速仍将保持较高水平，分别为 14.8% 和 15.4%，高于一线城市和四线城市的 14.4% 和 10.8%。

图表 12: 国内人均服装开支按城市等级划分 (元)



来源: 江南布衣招股书, CIC, 国联证券研究所

图表 13: 城市等级划分的服装市场规模 (十亿元)



来源: 江南布衣招股书, CIC, 国联证券研究所

2.2.3 对运动专业化和细分化的消费需求有望提升人均消费

伴随着消费升级和消费理念的日趋成熟, 消费者对运动鞋服的需求更加专业化和细分化。原先一双运动鞋和一套运动服就覆盖所有类型的运动, 现在对于不同的运动场景和类型将配备不同的装备。如跑步、瑜伽、足球、篮球、冰雪等运动将配备不同的专业装备和鞋服。

如 Nike 的男子运动鞋就分为休闲、跑步、篮球、足球、健身/训练、美式橄榄球、棒球/垒球、高尔夫、滑板、网球、田径等系列。

图表 14: Nike 男子滑板鞋



来源: Nike 官网, 国联证券研究所

图表 15: Nike 男子高尔夫球鞋



来源: Nike 官网, 国联证券研究所

2.3. 运动鞋服行业研发要求高, 更加标准化适合发展电商

运动鞋服行业相较服装行业的其他细分子行业科技含量更高, 对研发要求更高, 同时产品更加标准化, 适合发展电商。

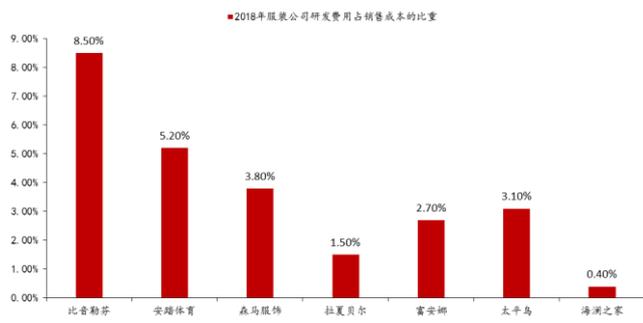
2.3.1 运动鞋服行业科技含量更高, 对研发要求高

在服装各个子领域中, 运动鞋服科技含量更高, 对研发要求高, 研发费用占营业成本的占比较高。运动鞋服的龙头公司通过不断投入研发, 构筑竞争壁垒。

在服装上市公司中, 比音勒芬和安踏体育属于运动服饰领域, 研发费用占销售成本的比重较高, 2018 年分别为 8.5%和 5.2%, 高于男装、女装、童装和家纺类上市公司。

以安踏体育为例，安踏体育 2007-2018 年研发费用占营业成本的比重呈长期增长趋势，由 2007 年的 2.5% 提升至 2018 年的 5.2%，研发投入力度不断加大。

图表 16: 2018 年服装公司研发费用占销售成本比重



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 安踏历年研发费用占销售成本的比重



来源: 公司公告, 国联证券研究所

国内另一运动服饰龙头李宁也很重视产品研发创新，公司是国内第一家集齐德国 IF、美国 IDEA、德国红点、红星奖四大设计奖项的运动品牌，获奖鞋款包括飞甲、翔羽、半坡、年轮、龙鳞、太极、猫爪、化石、锐劲、轻云、超轻。

图表 18: 获 2017 红星奖的李宁超轻 13 代跑鞋



来源: 互联网, 国联证券研究所

图表 19: 李宁 2007 年获奖半坡篮球鞋



来源: 互联网, 国联证券研究所

作为全球运动鞋服的龙头，NIKE 也非常注重研发和创新，Nike 拥有生物力学，化学，运动生理学，工程学，工业设计，可持续发展等相关领域的专家团队，如 NIKE Air, Lunar, Zoom, Free, Flywire, Dri-Fit, Flyknit, Flyweave, Zoom X, React 等都充分证明了 Nike 的设计创新实力。

2.3.2. 产品标准化程度相对较高，未来电商占比有望提升。

运动鞋服行业相对服装其他细分子领域，产品标准化程度相对较高，适合电商渠道，我们预计未来电商占比有望提升。

李宁电商收入绝对值和占营收的比重逐年提升，2014-2018 年李宁牌电商收入年复合增速达 66%，李宁牌电商收入占总营收比重在 2018 年达到 21%。

图表 20: 李宁牌电商收入及增速

图表 21: 李宁电商收入占营收比重



来源：公司公告，国联证券研究所



来源：公司公告，国联证券研究所

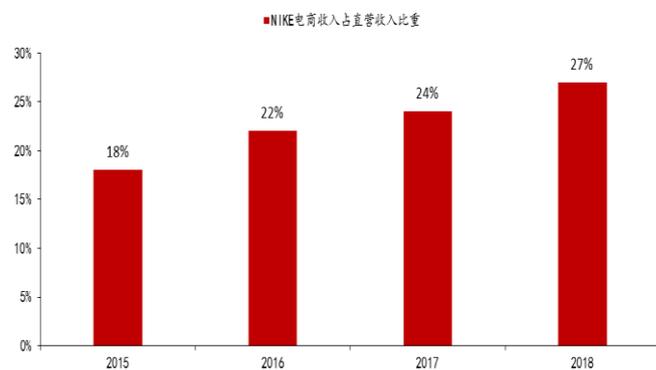
全球运动鞋服龙头 NIKE 电商收入也保持较高增长，同时，电商收入占直营收入比重逐年提升。2018 年电商收入占直营收入比重达到 27%。

图表 22: NIKE 电商收入增速



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 23: NIKE 电商收入占直营收入比重



来源：公司公告，国联证券研究所

2.4. 行业竞争格局清晰，龙头公司集中度提升

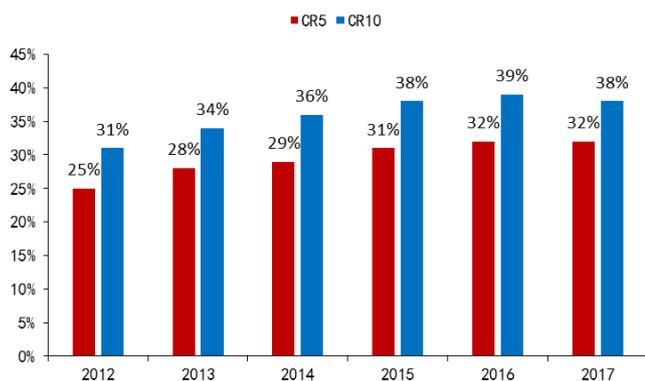
2.4.1 行业集中度稳步提升

全球运动鞋服行业呈现集中度稳健提升的趋势。在全球运动鞋服市场，排名第一的为 NIKE，最新年报显示营收 391.17 亿美元，排名第二的是 ADIDAS，最新年报营收 250.57 亿美元。

在全球运动鞋服市场中，前五大品牌行业集中度由 2012 年的 25% 提升至 2017 年的 32%，前十大品牌行业集中度由 2012 年的 31% 提升至 2017 年的 38%。

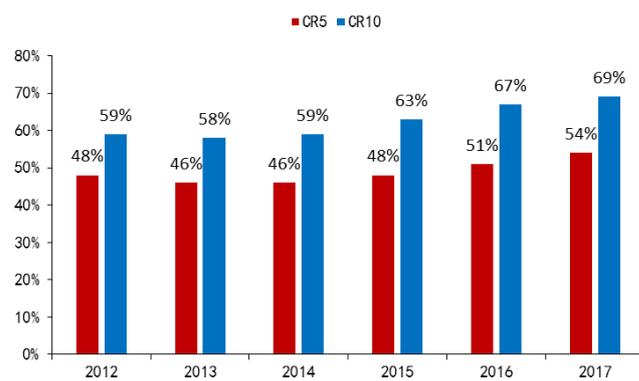
中国运动鞋服行业集中度较全球市场更高，且集中度也呈稳步增长趋势。前五大品牌行业集中度由 2012 年的 48% 提升至 2017 年的 54%，前十大品牌行业集中度由 2012 年的 59% 提升至 2017 年的 69%。

图表 24: 全球运动鞋服行业集中度



来源: Euromonitor, 国联证券研究所

图表 25: 中国运动鞋服行业集中度

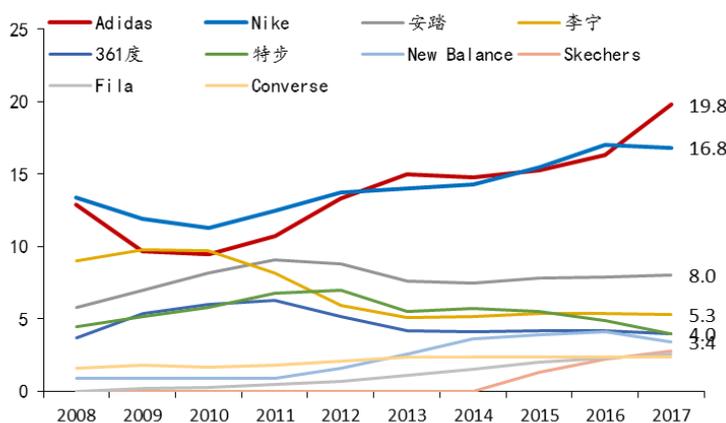


来源: Euromonitor, 国联证券研究所

在中国运动鞋服行业中, Adidas 和 Nike 占据第一梯队, 2017 年市占率分别为 19.8% 和 16.8%, 安踏和李宁占据第二梯队, 市占率分别为 8.0% 和 5.3%。361 度、特步、New Balance、Skechers、Fila、Converse 分别位列第 4-10 位, 市占率均不超过 4%。

从市占率变化趋势可以看出, 2010-2011 年起, 李宁和安踏进入调整期, 市占率下滑, Adidas 和 Nike 市占率自 2010 年起开始呈明显提升趋势, 经过几年的调整期, 李宁和安踏自 2013 年起市占率逐步回升。

图表 26: 中国运动鞋服市场前十大品牌市占率



来源: Euromonitor, 国联证券研究所

在 Adidas 和 Nike 保持领先优势的情况下, 安踏和李宁能够在 2013 年后市占率稳中有升, 主要由于其具备差异化竞争优势。

一方面, 国产品牌相对国际品牌价格更低, 对于大众消费者来说性价比更高。另一方面, 国产品牌对国内的渠道管控力更强, 尤其是低线城市的渠道管控力优势明显, 也更具备电商平台上的优势。由于国产品牌的价格优势以及渠道管控力, 更容易向低线城市渗透, 享受低线城市的消费升级红利。

以天猫商城销售情况来看, Adidas 和 Nike 的价格带较安踏、李宁的定价高出较多, 国际品牌和国内品牌具备差异化竞争。如男子跑鞋, Adidas 和 Nike 月销量最高

的产品价格分别为 539 元和 499 元，安踏和李宁月销量最高的产品价格分别为 159 元和 138 元。男子羽绒服也存在类似情况，Adidas 和 Nike 月销量最高的产品价格分别为 1099 元和 1499 元，安踏和李宁月销量最高的产品价格分别为 299 元和 399 元。在月销量最高产品的月销量数据上，安踏和李宁销售数据也表现较好，国产品牌在电商上优势明显。（截至 11 月 20 日数据）

图表 27：中国主要运动鞋服品牌男子跑鞋天猫商城价格区间（元）

男子跑鞋	最低价	最高价	月销量最高产品价格	月销量最高产品月销量
NIKE	349	2099	539	25000+
Adidas	289	2499	499	45000+
安踏	159	799	169	70000+
李宁	138	1299	179	10000+

来源：天猫商城，国联证券研究所

图表 28：中国主要运动鞋服品牌男子羽绒服天猫商城价格区间（元）

男子羽绒服	最低价	最高价	销量最高产品价格	销量最高产品月销量
NIKE	1099	2399	1099	1842
Adidas	699	2999	1499	10000+
安踏	299	1799	299	10000+
李宁	198	2999	399	8500+

来源：天猫商城，国联证券研究所

2.4.2. NIKE、ADIDAS、李宁、安踏稳居行业品牌力前四

2014-2018 年中国运动鞋品牌力指数排行榜中，耐克、阿迪达斯、李宁、安踏稳居行业前四，充分显示出其品牌力的优势。

图表 29：2014-2018 年中国运动鞋品牌力指数

2018		2017		2016		2015		2014	
排名	品牌								
1	耐克	1	耐克	1	阿迪达斯	1	耐克	1	耐克
2	阿迪达斯	2	阿迪达斯	2	耐克	2	阿迪达斯	2	李宁
3	李宁	3	李宁	3	李宁	3	李宁	3	阿迪达斯
4	安踏								
5	361 度	5	乔丹	5	361 度	5	361 度	5	361 度
6	乔丹	6	361 度	6	乔丹	6	乔丹	6	乔丹
7	特步								
8	Kappa								
9	新百伦	9	匡威	9	鸿星尔克	9	双星	9	匹克
10	匡威	10	彪马	10	匡威	10	鸿星尔克	10	鸿星尔克

来源：Chnbrand，国联证券研究所

2014-2018 年中国运动服装品牌力指数排行榜中，耐克、阿迪达斯、李宁、361 度稳居行业前四，5-10 名品牌变动较大。

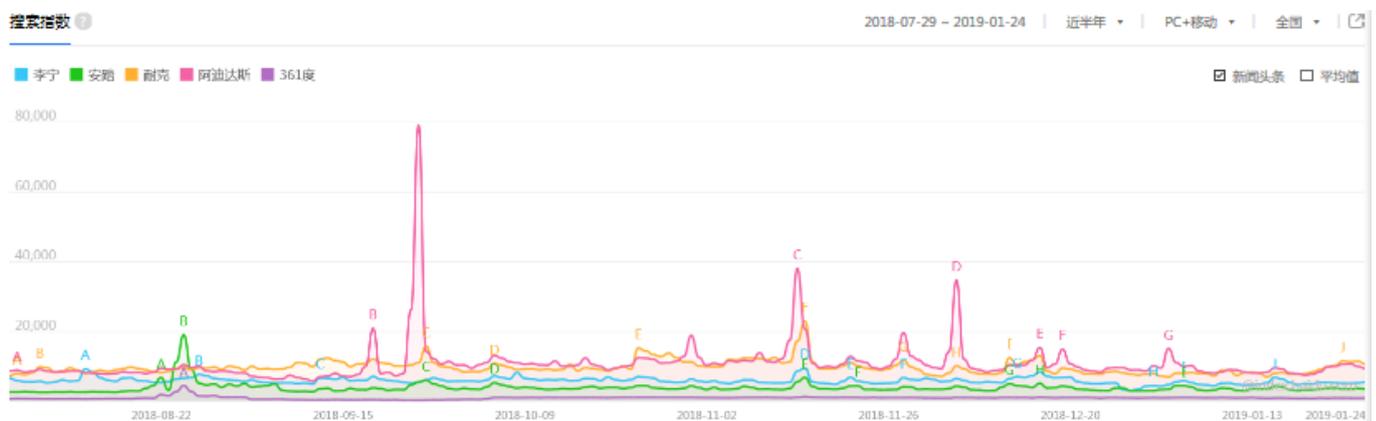
图表 30: 2014-2018 年中国运动服装品牌力指数

2018		2017		2016		2015		2014	
排名	品牌								
1	耐克	1	李宁	1	阿迪达斯	1	阿迪达斯	1	耐克
2	李宁	2	耐克	2	耐克	2	李宁	2	李宁
3	阿迪达斯	3	阿迪达斯	3	李宁	3	耐克	3	阿迪达斯
4	361 度								
5	乔丹	5	Kappa	5	乔丹	5	安踏	5	Kappa
6	安踏	6	乔丹	6	Kappa	6	乔丹	6	乔丹
7	特步	7	安踏	7	安踏	7	Kappa	7	安踏
8	Kappa	8	特步	8	特步	8	特步	8	特步
9	鸿星尔克								
10	三叶草	10	彪马	10	匹克	10	贵人鸟	10	贵人鸟

来源: Chnbrand, 国联证券研究所

百度搜索指数中, 耐克、阿迪达斯、李宁、安踏、361 度的排名也与品牌力指数一致。

图表 31: 百度搜索指数品牌排名



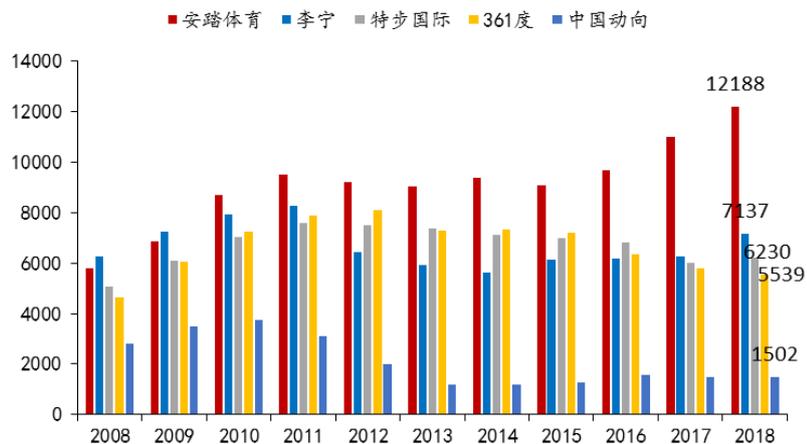
来源: 百度搜索指数, 国联证券研究所

2.4.3. 安踏和李宁在国产品牌中渠道位列前两位

国内运动鞋服行业在经历了 2008-2011 年渠道快速扩张期后, 2011-2014 年进入渠道收缩和调整期, 2015-2018 年安踏体育和李宁的渠道均已恢复增长, 其他国内品牌仍处于调整中。2018 年安踏国际所有品牌店铺数共计 12188 家, 其中中国安踏店 (包括安踏儿童独立店) 10057 家, 中国、香港、澳门、新加坡的 FILA 专卖店 (包括 FILA KIDS 独立店) 1652 家, 中国的 DESCENTE 店 117 家, 中国的 KOLON SPORT 店 181 家, KINGKOW 店共 77 家, 中国的 SPRANDI 店 104 家, 位列国内品牌渠道数第一。

李宁 2018 年店铺总数为 7137 家, 位列国内品牌第二位, 特步国际和 361 度分别以 6000 家门店和 5808 家门店位列三四位。

图表 32: 中国主要运动鞋服品牌渠道数对比

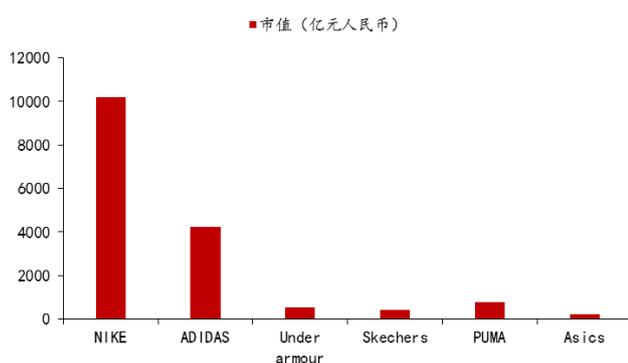


来源: 公司公告, 国联证券研究所

从全球市场来看, 运动鞋服行业是能够诞生大公司的。当前国内运动鞋服公司的市值与国外公司相比仍存在较大的差距, 这也是国内公司的成长空间。NIKE 和 ADIDAS 的市值分别在 10000 亿和 4000 亿人民币以上。

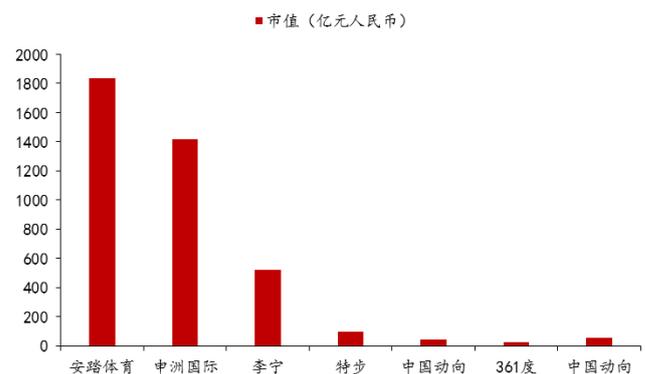
国内运动鞋服行业中, 市值最大的是安踏体育, 其次是申洲国际, 李宁、特步国际、中国动向和 361 度的市值相对仍比较低。安踏体育的市值已达到 1800 亿人民币, 申洲国际的主要客户包括运动品牌的 NIKE、ADIDAS、PUMA、安踏等, 其业绩和市值的增长与国内外运动鞋服龙头公司相关度高, 目前市值达到 1400 亿人民币, 李宁目前的市值达 500 亿人民币, 特步国际、中国动向和 361 度均在 100 亿市值以下(以 2019 年 11 月 18 日收盘价计)。

图表 33: 国外运动鞋服公司市值



来源: Bloomberg, Wind, 国联证券研究所

图表 34: 国内运动鞋服公司市值



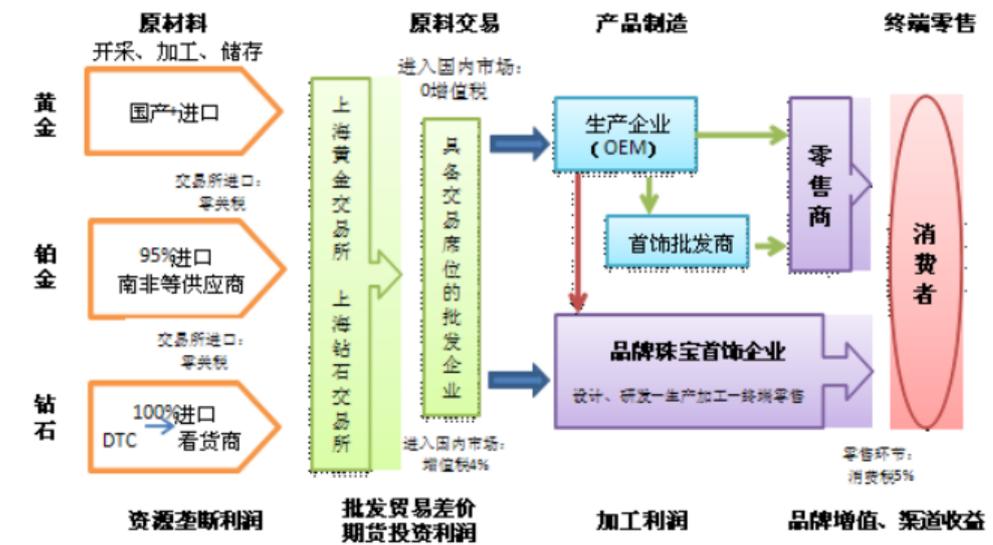
来源: Bloomberg, Wind, 国联证券研究所

3. 黄金珠宝行业短期有望受益金价平稳上涨, 长期受益人均消费额提升

珠宝首饰行业的产业链较长, 包括矿石开采、加工、储存、原料交易、产品制造和终端零售等环节, 各个环节的增值率呈哑铃型分布。整体行业利润向零售环节集中,

零售渠道和上下游资源整合能力成为珠宝首饰企业的主要竞争力。

图表 35：我国珠宝首饰行业产业链



来源：周大生招股书，国联证券研究所

3.1. 黄金珠宝行业规模稳健增长, 人均消费额仍有提升空间

我国珠宝首饰行业 2004-2017 年年复合增速为 12.5%，保持稳健增长。根据 Euromonitor 统计, 我国珠宝首饰行业 2018 年行业规模达到 6965 亿元, 同比增长 6.7%。从行业增速来看, 2013 年增速较高主要由于 2013 年抢金潮的发生, 并同时透支了其后的消费, 因此, 2014-2016 年增速较低, 2017 年起恢复稳健增长。

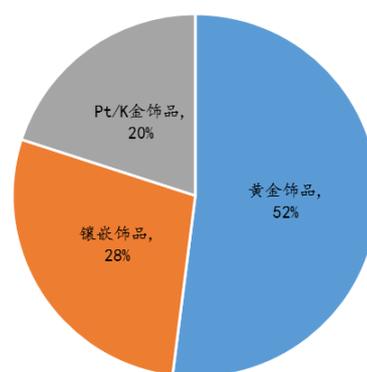
黄金是中国珠宝首饰消费的主要类别, 在国内的首饰消费中占据不可替代的作用。根据中国玉石珠宝首饰协会的统计, 黄金饰品占据中国珠宝市场销售额的 52%, 镶嵌饰品和 Pt/K 金饰品分别占据 28% 和 20%。

图表 36：我国珠宝首饰消费额



来源：Euromonitor，国联证券研究所

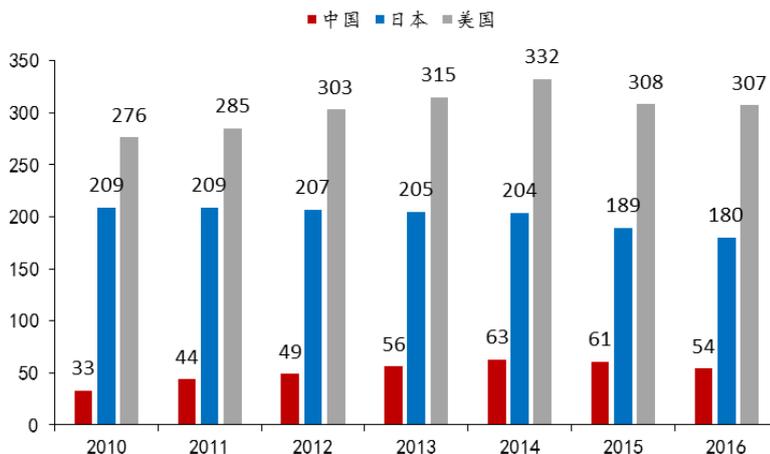
图表 37：黄金是中国珠宝首饰消费的主要类别



来源：中国玉石珠宝首饰协会，国联证券研究所

从人均黄金珠宝消费额来看, 我国仍有较大提升空间。根据智研咨询的统计, 2015 年我国珠宝首饰人均年消费额为 54 美元, 日本和美国分别为 180 美元和 307 美元, 分别是中国人均消费额的 3.3 倍和 5.7 倍。

图表 38: 我国珠宝首饰人均年消费额和国外对比 (美元)

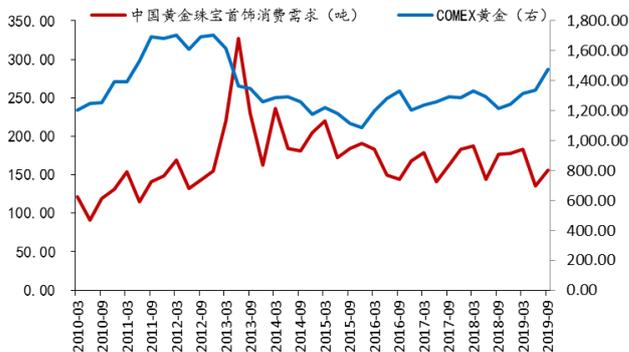


来源: 智研咨询, 国联证券研究所

3.2. 金价平稳上涨有助于推动黄金珠宝首饰消费提升

从历史数据来看, 金价平稳上行有助于推动黄金珠宝首饰消费稳健提升。如 2010-2012 年间金价和黄金珠宝首饰均稳步提升。2013 年金价大幅下跌发生抢金潮, 同时透支了其后的黄金消费量。展望 2020 年, 预计在外围环境存在不确定性的情况下, 黄金作为相对稳定的“避险资产”, 金价有望进入稳步上升通道, 黄金珠宝首饰消费也有望稳健提升。

图表 39: 中国黄金珠宝首饰消费需求与金价相关性



来源: Wind, 国联证券研究所

3.3. 竞争格局: 前三名优势明显

国际知名品牌、港资品牌、内地品牌差异化竞争。目前国内高端市场主要被 Tiffany、Cartier、Bvlgari、Van Cleef&Arpels 等国际知名珠宝首饰品牌垄断。而占据市场主要份额的中高端市场则竞争激烈, 主要竞争品牌有港资品牌的周大福、周生生等和内地品牌老凤祥、周大生、潮宏基、明牌珠宝等。

图表 40: 黄金珠宝行业品牌格局

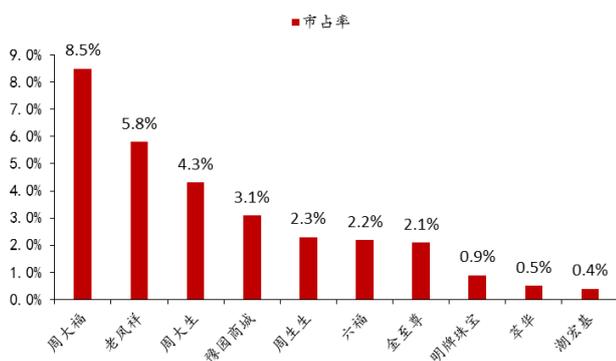
分类	品牌	定位	渠道
国际知名品牌	Tiffany Cartier Bvlgar Van Cleef&Arpels	定位奢华、高端，品牌文化悠久，设计和产品质量是其核心优势	渠道覆盖有限，仅局限一、二线城市
港资品牌	周大福 周大生 六福珠宝 谢瑞麟	中高端市场领先品牌，产品设计时尚	中高端市场偏向一二线城市，产品设计时尚
内地品牌	老凤祥 周大生 明牌珠宝 潮宏基	品牌定位中高端，以大众化定位为主	中高端市场，一二线城市展示品牌，并向三四线城市下沉，产品设计时尚

来源：周大生招股书，国联证券研究所

周大福、老凤祥和周大生位列行业市占率前三。根据水贝·中国珠宝指数网统计，2015 年我国珠宝行业主要参与者的品牌市场占有率中，周大福、老凤祥和周大生位列前三，分别为 8.5%、5.8%和 4.3%，其后为豫园商城、周生生、六福、金至尊、明牌珠宝、萃华、潮宏基。

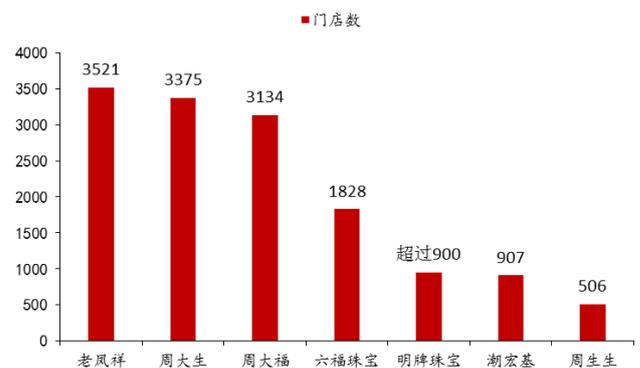
从渠道数来看，老凤祥、周大福、周大生渠道数位列前三名，优势明显，均超过 3000 家门店，远高于位列第四名的六福珠宝。

图表 41: 我国珠宝行业主要参与者的品牌市占率



来源：水贝·中国珠宝指数网，国联证券研究所

图表 42: 黄金珠宝各公司渠道数



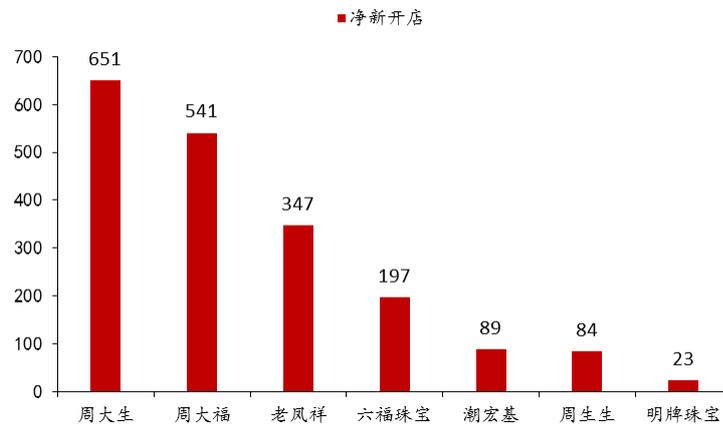
来源：公司公告，国联证券研究所

3.4. 行业集中度有望提升，利好龙头公司

行业排名前列的公司渠道数拓展快，有望加快市占率的提升。从 2018 年各品牌渠道增加情况来看，周大生和周大福净新开店最多，分别为 651 家和 541 家，较上年年末增速分别达到 24%和 21%，渠道增速也位列各品牌前两位。

我们认为在居民收入提升，品牌意识增强的背景下，龙头公司凭借其良好的品牌知名度，精良的设计工艺以及较完善的渠道管理能力，也在加快市场下沉，提升市占率。

图表 43: 2018 年各渠道净新开店情况 (家)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

老凤祥:

具备品牌优势的老字号。老凤祥品牌创始于 1848 年的上海, 延续至今已有 171 年, 是中国珠宝首饰和民族企业品牌中稀有的“百年金字招牌”, 具备悠久的历史和丰富的品牌内涵。

渠道布局具备领先优势。截至 2019 年上半年公司网点总数达到 3589 家, 公司近年来加快渠道下沉, 叠加行业景气度较高, 加盟商加盟意愿强。

国企改革有望释放活力。2018 年公司启动混改, 引入战略投资者央地融合(上海)工艺美术股权投资中心, 部分解决了核心员工股权退出和激励问题。

2019 年以来金价上行和产品加大研发创新推动业绩增长提速。2019Q3 单季公司营收同比增长 24.6%, 创下 2014 年以来单季度营收增速新高。研发了 5G 的手镯、吊坠和项链等产品, 这些产品具备足金高成色高保值与 K 金款式时尚轻奢的优点, 引起了客户的高度关注。提升“古法金”工艺, 色泽、光泽、纹理都有了明显改善。

周大生:

公司轻资产运营模式有助于加快市场拓展速度, 分享三四线城市消费升级红利。公司 2018 年净新开店 651 家, 位居各品牌之首。2019 年 1-6 月净新开店 224 家, 门店总数持续增长, 2019 年 6 月底门店总数达到 3599 家, 其中加盟门店 3304 家, 自营门店 295 家。公司采用轻资产运营的形式, 有助于公司快速提升市占率, 分享三四线城市消费升级红利。

公司产品定位时尚年轻化, 有助于获得年轻消费者的青睐。为了适应品牌的定位、地域消费需求的差异性, 公司根据不同的设计风格和主题, 制订标志款、人气款、配套款相结合的款式风格组合, 建立了多维度的产品款式库。公司产品款式库由核心款(包括标志款)、畅销款、配套款、区域特色款和新秀款构成。公司根据区域特点、商圈特点、投资额度和产品组合, 划分为十余组店铺配货模型, 在满足消费群体差异化需求的同时, 实现产品的标准化管理。

虽然钻石镶嵌类产品消费偏好下降, 但黄金类产品销售有所回暖, 推动公司 2019

年前三季度自营单店毛利有所提升。

周大福：

公司是市占率第一的黄金珠宝零售商，品牌知名度高，已建立了多品牌矩阵。除了主品牌周大福以外，还拥有精湛切割及打磨工艺的高级钻石品牌 HEARTS ON FIRE，在相对成熟的市场以店中店及店内专柜形式经营。独有具可追溯性的专属钻石品牌 T MARK 以店内专柜形式运营于中国内地市场。SOINLOVE 及 MONOLOGUE 是针对千禧一代的特定需求，以线上和线下渠道融合发展。

公司加快渠道下沉，三线城市及其他零售值增速高。中国内地营业额占公司总体营业额比重超过 60%，2019 财年公司提高低线城市的市场渗透率，加盟零售店数量增加，推动批发营业额增长 37.9%。三线及其他城市在 2019 财年对零售值的贡献由 2018 财年的 23.0% 提升至 2019 财年的 24.3%。

4. 风险提示：

终端消费不及预期的风险：

行业竞争加剧的风险。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856