

纺织服饰

服装消费，升级？降级？

在本篇报告中，我们以美国、日本服装消费的发展过程作为参考，讨论当下中国发展特点下服装消费的发展趋势。我们的主要观点如下：

1、美国：1）随经济稳健增长，服装等非耐用品消费占比降低。当下中国也有类似趋势，我们认为这是消费结构升级中的正常表现。2）美国服装消费中运动鞋服品类渗透率 2021 年高达 38%（VS 全球 21%/中国 13%）。疫情后居民健康重视度提升，运动品类恢复速度更快。

2、日本：20 世纪末消费衰退，简约实用主义兴起，MUJI、Uniqlo 得以发展。我们认为其后期的消费降级产生于长时间的经济停滞（2000 年以来 GDP 基本无增长）、催化于贫富差距的扩大、并在各大事件冲击下被进一步放大。而中国经济仍在稳健发展（2010 年以来 GDP 现价 CAGR 达 9.7%）、我们认为并不具备消费全面降级的环境条件。

中国的服装消费具体又表现出什么样的特征呢？未来发展趋势如何展望？

1、短期：行业消费 Q2 因疫情承压，后续 H2 反弹具备确定性。1）6 月服装行业社零同比增速转正（+1.2%），我们跟踪其中运动品牌因需求刚性、基数改善等原因改善趋势更快；Q2 安踏品牌/Fila/特步同比分别下滑中单位数/下滑高单位数/增长中双位数，我们跟踪估算李宁 6 月流水双位数增长，均好于服装行业整体水平。2）后续若疫情趋稳，2022H2 服装作为可选消费具备较大增长弹性。疫情后居民运动意愿持续提升，我们看好下半年运动鞋服终端销售复苏带来的机会。

2、中长期：1）回顾过去：服装行业稳步成长，增速慢于消费大盘。过去 5 年人均服装支出 GAGR 为 3.4%（VS 人均消费总支出 7.1%）。2）前瞻未来：服装消费有望随经济稳健增长，并呈现出多样、复杂的特征：

- **不同群体趋势分化：**①分城市层级来看：低线城市整体消费升级（具备中高端消费的潜力），高线城市消费分层。2019 年以来二~四线城市消费支出 CAGR 分别 8%/8%/6%，高于一线（1%）及新一线（5%）。②分年龄层来看：新一代年轻群体消费力更强，服装消费注重个性化与自我表达。
- **各品类表现有差异：**①功能性服装品类的品质升级更加明显，细分化、专业化驱动发展。②服装作为符号性消费特征凸显，李宁、安踏、特步、波司登等优质国产品牌崛起，自我 IP 化是中长期核心竞争力。

投资建议。1）中长期来看，对于品牌商而言，变化就意味着机会。在此过程中我们认为产品力依然是竞争最核心的聚焦点，优质的国牌在当前的环境下是享有优势的。2）短期来看，2022H2 服装消费反弹具备弹性，运动鞋服短期流水及中长期成长性更佳。3）我们综合推荐：①运动鞋服高成长赛道的优质国牌【李宁、安踏体育、特步国际】，对应 2023 年 PE 分别 26/22/21 倍；②品牌重塑有效的羽绒服龙头【波司登】，对应 FY2023 PE 为 18 倍；③运营稳健、具备差异化特色的中高端国牌【比音勒芬】，对应 2022 年 PE 为 15 倍。

风险提示：新冠疫情影响超预期；终端消费低迷风险；各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。

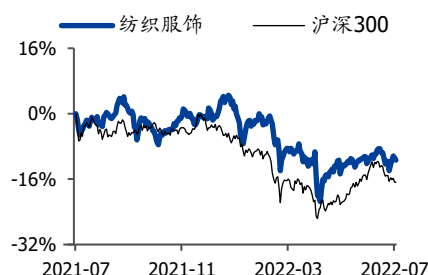
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
02331.HK	李宁	买入	1.53	1.81	2.23	2.71	37.4	31.6	25.6	21.1
02020.HK	安踏体育	买入	2.84	2.90	3.63	4.46	27.6	27.1	21.7	17.6
01368.HK	特步国际	买入	0.34	0.45	0.54	0.66	33.1	25.4	20.9	17.3
03998.HK	波司登	买入	0.16	0.19	0.23	0.27	26.2	21.7	18.0	15.1
002832.SZ	比音勒芬	买入	1.09	1.41	1.77	2.23	19.6	15.2	12.1	9.6

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：6 月社零发布，当月同比增速转正》2022-07-17
- 2、《纺织服饰：周专题：2022H1 行业中报前瞻》2022-07-03
- 3、《周专题：行业复苏在即，2022H2 展望》2022-06-26

内容目录

1. 以史为鉴：美国、日本服装消费如何发展？	4
1.1 美国：消费结构升级，服装支出占比下降	4
1.2 日本：经济滞缓，服装消费分层、降级	7
2. 中国服装消费未来趋势如何？	9
2.1 过去：服装行业稳步成长，增速慢于消费大盘	9
2.2 短期：2022Q2 因疫情承压，H2 反弹确定性高	11
2.3 中长期：多面性的消费升级仍然是整体趋势	13
2.3.1 人群趋势一：高线消费分层，低线消费升级	13
2.3.2 人群趋势二：年轻群体消费能力强，崇尚个性化	17
2.3.3 品类趋势一：品质需求提升，功能性鞋服升级	19
2.3.4 品类趋势二：偏好符号性消费，国潮品牌受欢迎	21
3. 投资策略	23
4. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 1960-2021 年中国/美国/日本人均 GDP 及服装消费变化情况 (%)	4
图表 2: 1989-2021 年美国 GDP 同比拉动率 (%)	5
图表 3: 1989-2021 年美国个人可支配收入及个人消费支出 (万亿美元)	5
图表 4: 1929-2021 年美国个人消费构成 (%)	5
图表 5: 1929-2021 年美国商品消费构成 (%)	5
图表 6: 1929-2021 年美国人均服装支出/个人消费支出 (%)	5
图表 7: 2008-2021 年美国服装市场规模及 GDP 增速 (%)	5
图表 8: 2007-2021 年美国/全球/中国运动鞋服渗透率 (%)	6
图表 9: 2007-2021 年全球运动鞋服市场规模 (亿美元)	6
图表 10: 2022 年 Q1 美国消费者的“居家经济”支出	6
图表 11: 疫情前后美国户外运动参与人数及参与度 (百万人, %)	6
图表 12: 2019 年至今美国服饰店零售额同比增速 (%)	7
图表 13: FY2019Q1-FY2022Q4 耐克集团收入增速 (%)	7
图表 14: 1955-2021 年日本 GDP 与私人消费发展 (十亿日元)	7
图表 15: 1982-2021 年日本实际 GDP 同比增长的拉动 (%)	7
图表 16: 中美人均 GDP/可支配收入/消费支出/衣着消费支出对比 (美元/年, 人民币/年, %)	9
图表 17: 2008-2021 年中国 GDP 及服装市场规模增速 (%)	9
图表 18: 1993-2021 年城镇居民/农村居民人均衣着支出 (元/人, 年)	9
图表 19: 1993-2021 年城镇居民/农村居民衣着支出占消费支出比 (%)	10
图表 20: 1993-2021 年城镇居民/农村居民衣着支出占收入比 (%)	10
图表 21: 2015-2021 年各类服装线上销售额 (亿元)	10
图表 22: 2015-2021 年各类服装线上销售单价 (元/件)	10
图表 23: 2020 年初至今服装类零售额及社零总额当月同比增速 (%)	11
图表 24: 2020/01-2022/07 国内重点 16 城地铁客流量 (万人次)	11
图表 25: 2020/01-2022/06 中国货运运输生产指数 (2010 年=100)	11
图表 26: 2022 年 3-6 月重点运动鞋服及大众服饰品牌流水增速 (%)	12
图表 27: 2002-2003 年非典时期社零同比增速 (%) 及消费者信心指数	12
图表 28: 2020/01-2022/05 国内消费者信心指数	12

图表 29: 2018 年中国各级市场人口占比 (%)	13
图表 30: 2013-2021 年农村居民人均可支配收入及消费支出 (元, %)	13
图表 31: 按家庭可支配收入等级划分中国城市人口数量 (百万)	14
图表 32: 2013-2021 年分层级城市人均消费支出占可支配收入比重 (%)	14
图表 33: 下沉市场倾向购买品牌商家的品类	15
图表 34: 下沉市场消费者对商品属性的重视程度	15
图表 35: 2016-2021 年拼多多营业总收入及 YOY (亿元, %)	15
图表 36: 下沉市场消费者查找商品/服务信息的方式偏好	15
图表 37: 2010-2020 年全球及中国国内奢侈品销售规模增速 (%)	16
图表 38: 1978-2021 年中国人群所占的财富份额分布 (%)	16
图表 39: 中国或亚太地区奢侈品及快消重点品牌收入同比增速 (%)	16
图表 40: 全国样本城市/样本一线城市商品住宅销售均价 (元/平)	17
图表 41: 疫情下不同收入群体工作稳定性指数	17
图表 42: 消费贷用户分年龄层人群占比 (%)	18
图表 43: 奢侈品消费支出分年龄层人群画像 (%)	18
图表 44: 不同年龄层人群新品偏好 TGI	18
图表 45: 90 后对联名款的偏好度	18
图表 46: 安踏品牌 X 苏州博物馆联名系列产品	18
图表 47: 太平鸟品牌联名 IP 系列	18
图表 48: 安踏品牌高端篮球鞋及训练鞋产品矩阵	19
图表 49: 李宁品牌高端篮球鞋产品矩阵	19
图表 50: 特步品牌跑鞋科技矩阵	19
图表 51: 特步品牌 160 X 3.0 跑鞋示例	19
图表 52: Lululemon 主要适用场景之一 (室内运动)	20
图表 53: 2017-2021 年迪桑特门店及流水变化情况 (家, 亿元)	20
图表 54: 游泳专业品牌 Speedo 鲨鱼皮科技产品系列	20
图表 55: 波司登登峰 2.0 系列产品示例	20
图表 56: 2021 年“双减”后儿童体育用品消费品牌选择	21
图表 57: 重点运动鞋服品牌儿童天猫旗舰店	21
图表 58: 安踏品牌绝绝紫系列冰丝短款女款防晒衣	21
图表 59: 女性消费者消费运动品牌时的附加动机	21
图表 60: 李宁品牌及中国李宁系列服装价格对比 (元)	22
图表 61: 太平鸟飞跃联名工装休闲外套	22
图表 62: 中国李宁 2021 年秋冬系列概念“悟创吾意”	22
图表 63: 国货美妆品牌毛戈平“气蕴东方”系列第四季产品	22
图表 64: 2017-2023E 中国直播电商市场规模 (亿元)	23
图表 65: 抖音短视频与直播对比	23
图表 66: 李宁估值表 (百万元, 元/股, %)	24
图表 67: 安踏体育估值表 (百万元, 元/股, %)	25
图表 68: 特步国际估值表 (百万元, 元/股, %)	25
图表 69: 波司登估值表 (百万元, 元/股, %)	26
图表 70: 比音勒芬估值表 (百万元, 元/股, %)	27

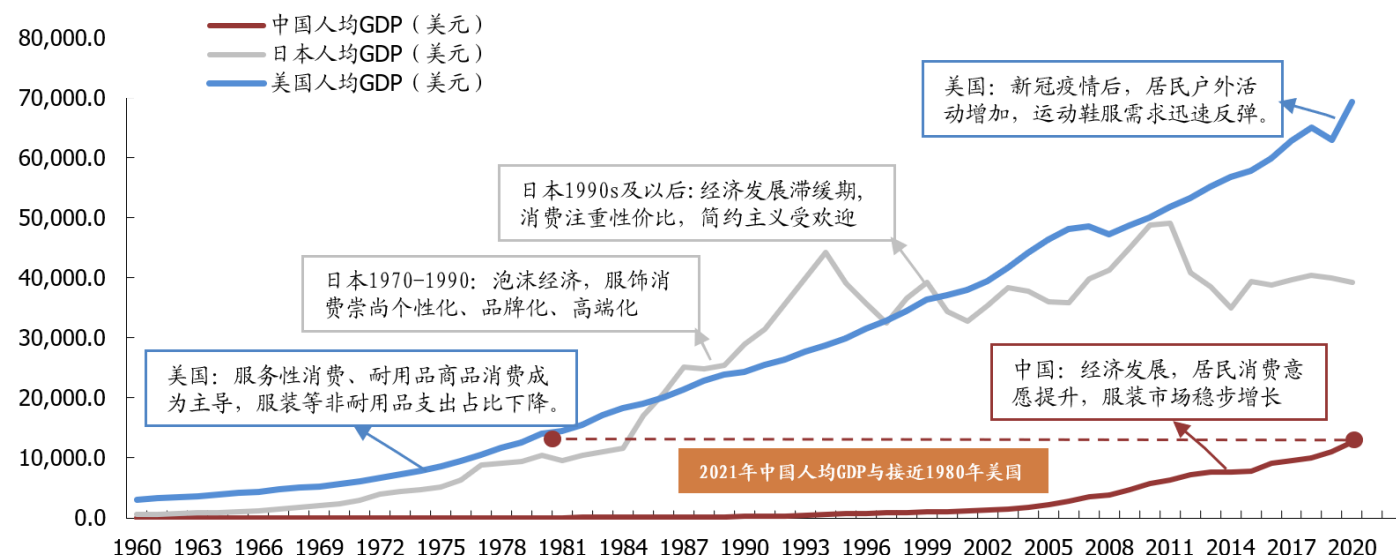
1. 以史为鉴：美国、日本服装消费如何发展？

我们首先以美国、日本服装消费的发展过程作为参考，讨论当下中国服装消费的发展阶段。近年中国消费仍处于稳健增长时期，人均 GDP 水平（12556 美元）及可支配收入增速（近 5 年 CAGR 为 8.1%）基本相当于 20 世纪 80 年代的美国。

1、从美国服装消费发展情况得见，在其经济发展、消费结构升级的过程中，服装消费占社会消费大盘的比重有所下降（2020 年仅 2.6%），服务性消费、耐用品商品消费成为主导。当下中国服装消费也呈现出类似的趋势，衣着支出占总消费支出比重略有下降，我们认为这是国内消费环境逐渐丰富和发展成熟下的正常表现。

2、日本的消费在 20 世纪经历了早期消费升级、中期膨胀、后期衰退的过程。我们认为日本后期的消费降级趋势产生于长时间的经济停滞（2000 年以来 GDP 基本无增长），催化于贫富差距的进一步扩大，并在各类大事件冲击下被进一步放大。但中国经济与消费中长期仍然在稳健发展，我们判断国内暂时不具备导致全社会消费降级的经济环境。

图表 1：1960-2021 年中国/美国/日本人均 GDP 及服装消费变化情况（%）

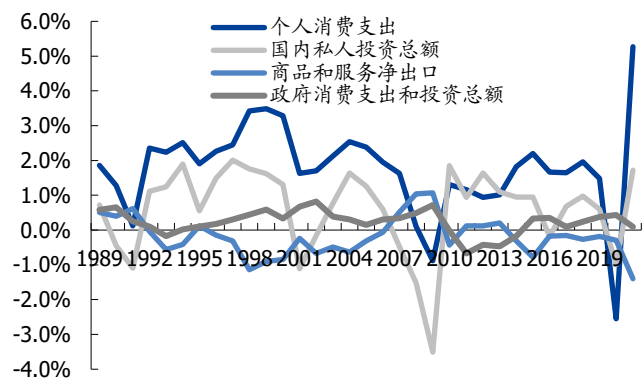


资料来源：世界银行，美国经济分析局，国盛证券研究所

1.1 美国：消费结构升级，服装支出占比下降

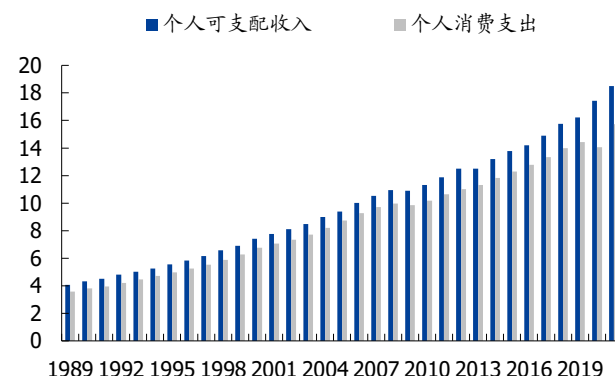
美国是“消费社会”，个人消费是经济增长的主要动力。1)美国是全球重要的消费市场，人均收入水平高、人群体量相对大、且消费意愿强。过去美国个人消费支出随 GDP 稳健增长，人均 GDP 从 1989 年以来以 3.5% 的 CAGR 增长至 2021 年的 69221 美元，支撑个人消费支出以 3.8% 的 CAGR 增长至 47384 亿美元。2)消费支出增长速度略高于 GDP，对 GDP 的同比拉动率也整体保持高于其他因素，仅期间经历数次严重的经济危机之时有短期变化（包括次贷危机、新冠疫情等）。也就是说，在过去的一个世纪里，中长期消费是美国经济增长的主要动力，经济波动则会短期打乱这一节奏。

图表 2: 1989-2021 年美国 GDP 同比拉动率 (%)



资料来源: 美国经济分析局, Wind, 国盛证券研究所

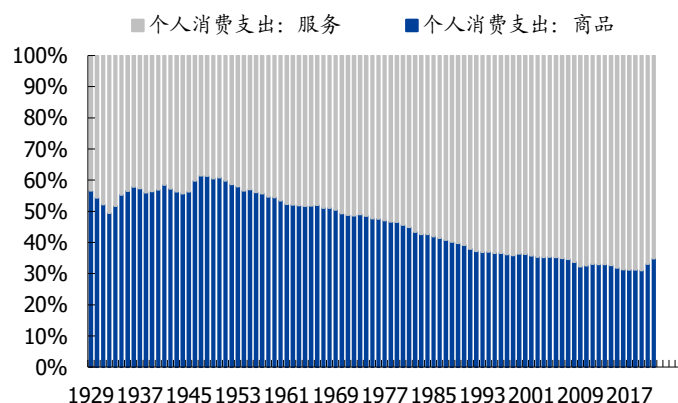
图表 3: 1989-2021 年美国个人可支配收入及个人消费支出 (万亿美元)



资料来源: 美国经济分析局, Wind, 国盛证券研究所

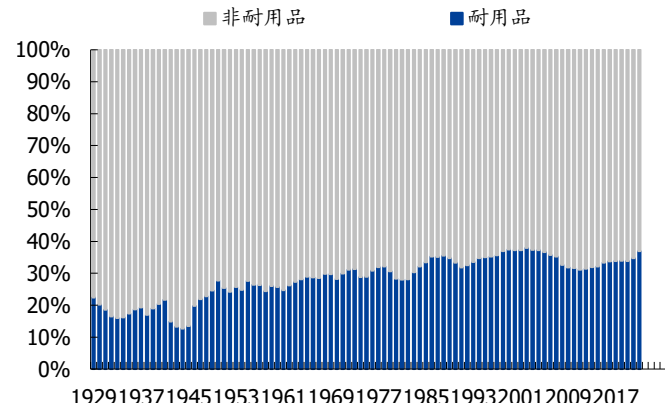
过去数十年中, 伴随着经济的发展, 美国个人消费出现明显的结构升级, 服务性消费、耐用品商品消费成为主导, 服装等非耐用品支出占比下降。1) 在美国经济稳健增长的同时, 个人消费结构表现出商品消费占比持续下降的趋势, 逐渐发展成为以服务消费为主的消费结构。2021 年个人消费中商品型消费占比下降至 35% (1960 年为 53%)。2) 同时, 商品个人消费构成中耐用品比重逐步增加, 1990 年以来在 30% 上下波动。我们认为这两点是经济体在发展成熟过程中消费结构变化升级的正常表现: 服务消费较商品消费能为消费者提供更好、更高层次的消费体验; 耐用品消费增加则一定程度上表明了消费者消费能力和质量的提升。

图表 4: 1929-2021 年美国个人消费构成 (%)



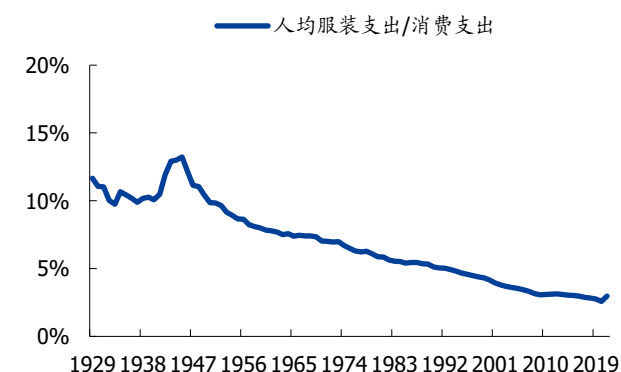
资料来源: 美国经济分析局, Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 1929-2021 年美国商品消费构成 (%)



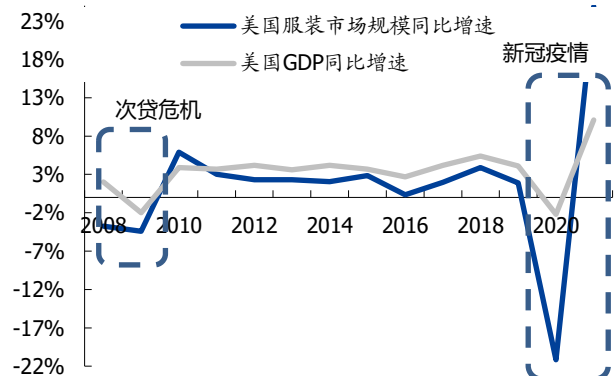
资料来源: 美国经济分析局, Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 1929-2021 年美国人均服装支出/个人消费支出 (%)



资料来源: 美国经济分析局, Wind, 国盛证券研究所

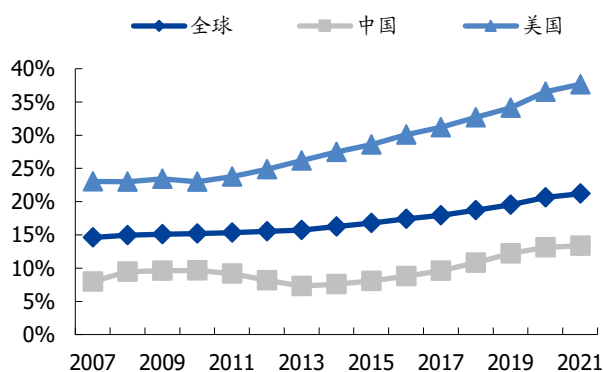
图表 7: 2008-2021 年美国服装市场规模及 GDP 增速 (%)



资料来源: 美国经济分析局, Bloomberg, 国盛证券研究所

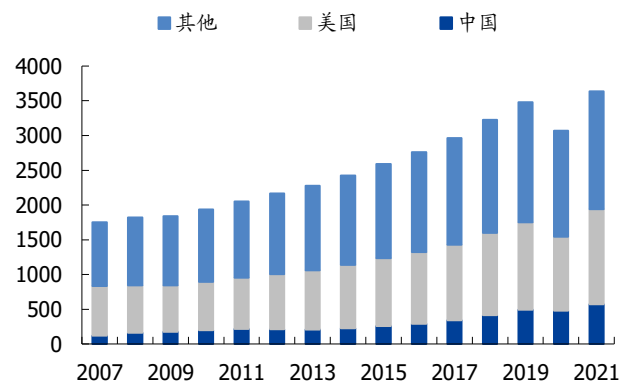
由于社会文化、生活习惯等原因，在美国的服装消费中，运动鞋服品类占比高达 **38%**。美国教育崇尚体育文化，居民运动习惯性强，这一点在服装消费上亦有明显体现——运动鞋服是美国服装市场的重要品类构成，占据将近四成江山。据 Bloomberg 数据，2021 年美国服装消费市场规模约 3600 亿美元，其中运动鞋服市场规模达近 1400 亿美元，运动鞋服品类渗透率达 38%（同期全球 21%；中国 13%）。在全球的运动鞋服市场中，美国地区市场贡献占比超过 35%。

图表 8: 2007-2021 年美国/全球/中国运动鞋服渗透率 (%)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

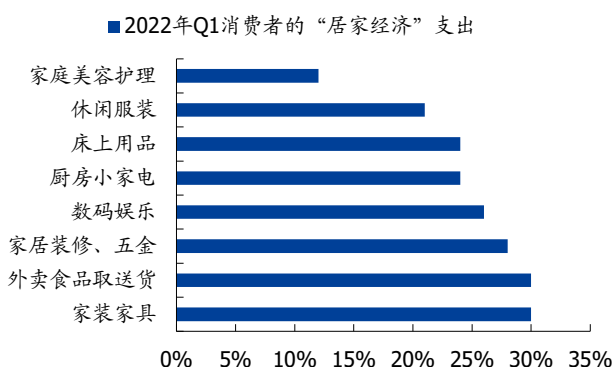
图表 9: 2007-2021 年全球运动鞋服市场规模 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

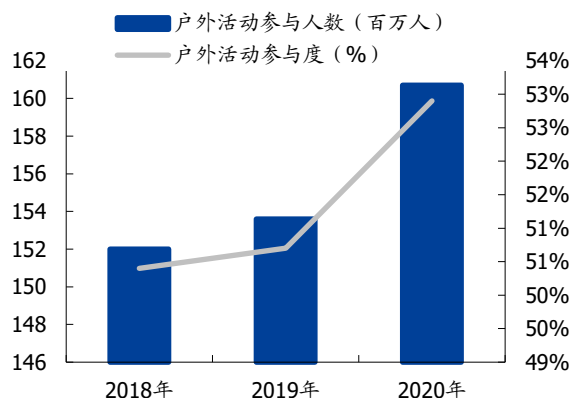
新冠疫情后，美国居民户外活动参与度、健康度重视度进一步提升，同时伴随着防疫政策的逐步放开，运动鞋服需求稳步增长。根据牧高笛公告的美国野营协会 (Kampgrounds) 数据，2020 年北美有 4820 万户家庭至少露营一次，较 2019 年增速达到了 15%。其中，首次露营家庭数量达到了 1010 万户，较上年增长了五倍。据中国体育用品业联合会引用的美国户外基金会数据也显示，2020 年美国户外运动参与人数增长了 710 万人，其中大部分参与者表示未来会继续参与户外运动。

图表 10: 2022 年 Q1 美国消费者的“居家经济”支出



资料来源: Jungle Scout, 国盛证券研究所

图表 11: 疫情前后美国户外运动参与人数及参与度 (百万人, %)



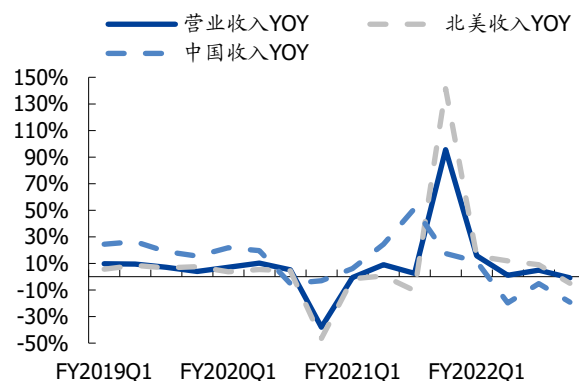
资料来源: 数据来源: outdoor foundation
注: 户外活动参与人数统计样本为 6 岁以上美国人

图表 12: 2019 年至今美国服饰店零售额同比增速 (%)



资料来源: 美国商务部普查局, 国盛证券研究所

图表 13: FY2019Q1-FY2022Q4 耐克集团收入增速 (%)

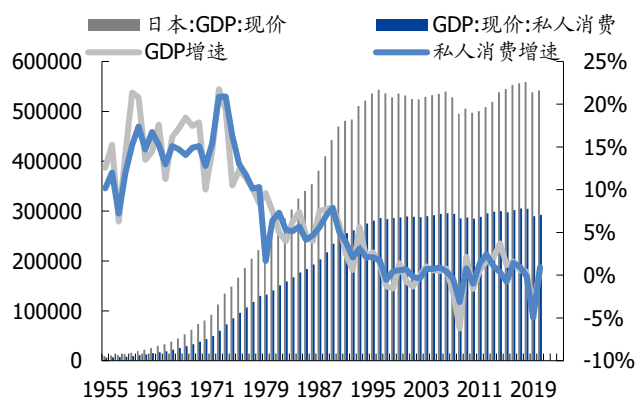


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 日本: 经济滞缓, 服装消费分层、降级

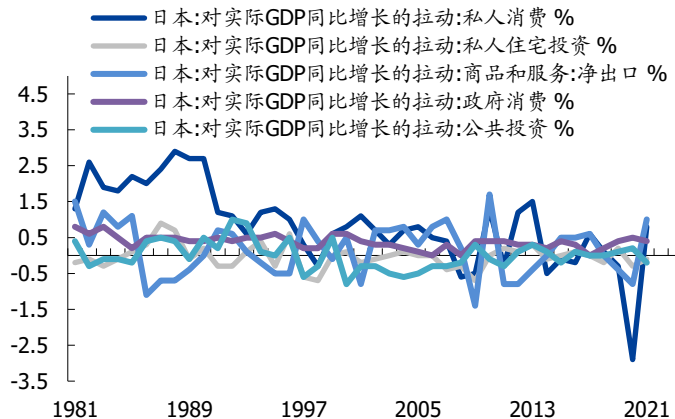
日本的服装消费在 20 世纪先后经历了早期消费升级、中期膨胀、后期衰退的过程。1) 在日本经济迅速发展的早期阶段, 中产阶级人群规模快速扩张, 带动社会消费高速增长。20 世纪 10 年代-70 年代, 随科技进步带动工业化、城市化进程加速, 日本经济腾飞, 人均 GDP 从 400 美元上升到 4000 美元, 个人消费随之发展。2) 70 年代开始日本进入泡沫经济时期, 全球动荡、日本经济发展滞缓, 此时主力消费群体多是刚成年的“新人类一代”, 服饰消费崇尚个性化、品牌化、高端化, 奢侈品消费盛行, 潮牌 Stussy 诞生。

图表 14: 1955-2021 年日本 GDP 与私人消费发展 (十亿日元)



资料来源: 日本内阁府, Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 1982-2021 年日本实际 GDP 同比增长的拉动 (%)



资料来源: 日本内阁府, Wind, 国盛证券研究所

随着老龄化加剧、经济长期增长乏力, 加上地震、全球经济危机等大事件冲击, 90 年代消费逐渐显现颓势。1990 年左右起, 日本 GDP 发展缓慢, 同时出生率进一步下降、老龄化加剧, 经济缺乏增长动力; 且 2008-2009 年受到全球次贷危机风波波及、后又在 2011 年之后又受到“3.11 大地震”冲击。个人消费在长期经济增长乏力的情况下显现颓势, 消费者开始追求简约实用、高性价比。

体现在服装消费层面则是：在这一阶段，消费者逐渐开始注重性价比，去标签化、简约主义受欢迎，MUJI 和优衣库等平价快时尚在这个时候得以发展。1) 从需求层面来看，在经济长期不景气的背景下，消费者不再一味追求高端奢侈，逐渐转而开始注重性价比，“去标签化”浪潮盛行。2) 从品牌层面来看，典型的服饰及日用品牌 MUJI、优衣库因为包装简单、货品实用、价格实惠在此时受到消费者青睐，便利店业态也得到迅速发展，同时养老地产、宠物经济、单身经济等多种形态应运而生。

图表 8: 优衣库营收及其增速（十亿日元，%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 优衣库部分商品示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

总结来看：对比日本而言，我们认为当前中国部分地区（主要是高线城市）或开始呈现消费分层的部分趋势，但中长期并不具备全社会整体消费降级的条件。1) 我们认为日本后期的消费降级趋势产生于长时间的经济停滞（2000 年至今 GDP 基本无增长）、催化于贫富差距的进一步扩大、并在各类大事件冲击下被进一步放大。2) 但中国经济与消费中长期仍然在稳健发展（2010 年以来 GDP 现价 CAGR 达 9.7%），我们认为国内暂时不具备导致全社会消费降级的经济环境、仍处于稳健升级的状态之中。

2. 中国服装消费未来趋势如何？

回望国内情形，当前中国的服装消费环境位于什么节点？如何看待其未来的发展走势？中长期国内消费市场是延续消费升级、还是因疫情走入消费降级？我们复盘过去，并从短期、中长期两个维度去展望未来：

2.1 过去：服装行业稳步成长，增速慢于消费大盘

我国经济当前仍处于稳健增长时期，人均 GDP 水平及收入复合增速相当于 20 世纪 80 年代的美国，仍有较大发展空间。1) 据世界银行及美国经济分析局数据，2021 年中国人均 GDP 为 12556 美元，基本等同于 20 世纪 80 年代美国人均 GDP 水平（不考虑通货膨胀及购买力等因素），我们认为仍有较大的发展空间。2) 从增速上来看，我国当前整体上仍然处于稳健增长时期，过去 5 年人均可支配收入增速达 8.1%。

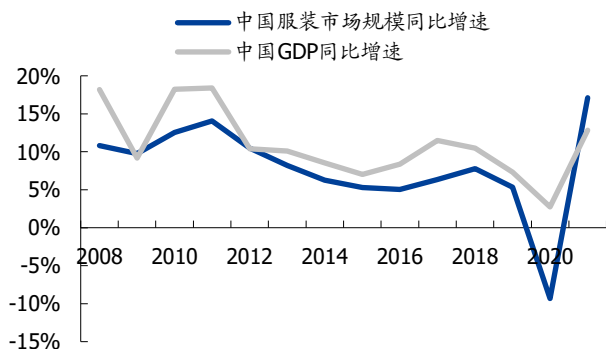
图表 16：中美人均 GDP/可支配收入/消费支出/衣着消费支出对比（美元/年，人民币/年，%）

	人均 GDP	可支配收入	可支配收入过去 5 年 CAGR	消费支出	消费支出占可 支配收入 (%)	衣着消费支出	衣着占消费支 出比例 (%)
中国 2021	\$12,556	¥35128/\$5510	8.1%	¥24100/\$3780	68.6%	¥1419/\$223	5.9%
中国城镇 2021	-	¥47412/\$7436	7.1%	¥30307/\$4754	63.9%	¥1843/\$289	6.1%
中国农村 2021	-	¥18931/\$2969	8.9%	¥15916/\$2496	84.1%	¥859/\$135	5.4%
美国 1980	\$12,547	\$8,888	9.5%	\$7,688	86.5%	\$452	5.9%
美国 2000	\$36,300	\$26,274	4.8%	\$23,963	91.2%	\$994	4.1%
美国 2020	\$63,285	\$52,544	4.2%	\$42,342	80.6%	\$1,092	2.6%

资料来源：Wind，国家统计局，世界银行，美国经济分析局，国盛证券研究所
注：\$为美元单位，¥为人民币单位；中国农村居民收入为人均纯收入。

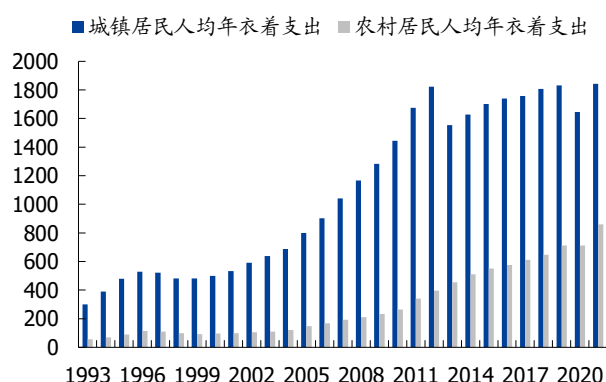
同日本、美国早期情况类似。在我国国民收入改善的前期，居民服装消费意愿有明显提升的机会。1) 服装行业相对成熟，市场规模随经济体稳步发展，据 Bloomberg 数据，当前我国服装市场规模约 2.5 万亿元，过去以中单位数的稳健增速平稳增长，略慢于 GDP 增速。2) 在居民收入和生活水平改善的初期，服装类消费增速较快。2000-2012 年间我国居民可支配收入随着经济整体发展有所提升，与此同时衣着支出也快速增长，城镇/农村居民人均衣着 CGAR 分别 11%/13%。

图表 17：2008-2021 年中国 GDP 及服装市场规模增速 (%)



资料来源：国家统计局，Bloomberg，Wind，国盛证券研究所

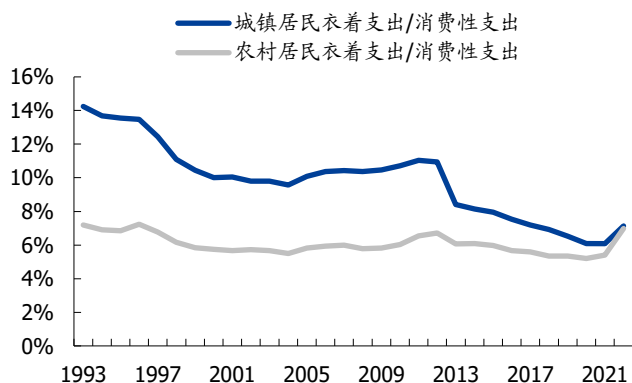
图表 18：1993-2021 年城镇居民/农村居民人均衣着支出 (元/人，年)



资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

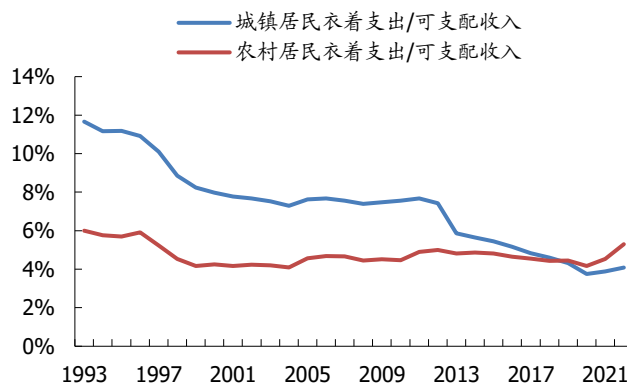
后续随着经济环境进一步发展，人们的消费迎来多样化升级，服装支出每年仍在提升、但增速有所放缓。1) 据国家统计局数据，2021 年城镇居民人均年衣着支出为 1843 元；农村居民人均年衣着支出增速相对更快，2021 年达到 859 元。2) 2015 年以来我国 GDP 增速较此前有所放缓，经济体从高速增长过渡到高质量发展的阶段。从服装消费占比来看，衣着消费所占消费整体支出的占比较此前稳定有降（2021 年 6% 左右），我们认为这是国内消费环境逐渐丰富和发展成熟下的正常表现。

图表 19: 1993-2021 年城镇居民/农村居民衣着支出占消费支出比 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

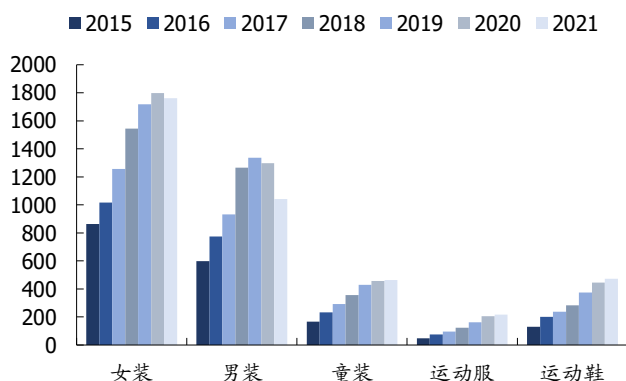
图表 20: 1993-2021 年城镇居民/农村居民衣着支出占收入比 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

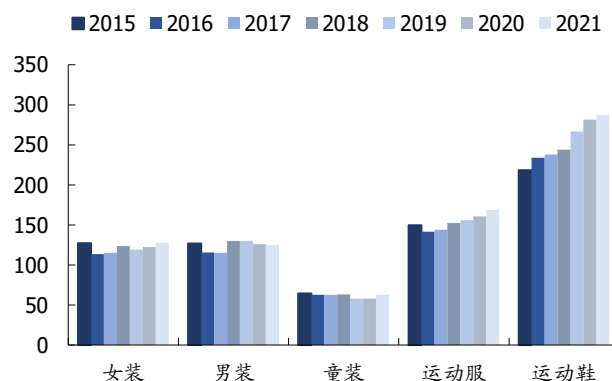
分品类来看，服装消费增长的驱动因素在不同品类之间表现分化：以线上市场为例，男女装主要为量提升驱动，功能性运动鞋服则是量+价均有提升。1) 据数据威数据，我国女装/男装/童装品类 2015-2021 年线上销售额 CAGR 分别为 12.6%/9.7%/18.7%，增长驱动主要来自于销售量的提升，销售单价则基本上保持稳定。2) 具备功能性的运动服和运动鞋的增长则来自于量价齐升，2015-2021 年线上销售额 CAGR 分别高达 28.2%/24.1%，其中单价增长贡献个位数左右，剩下为销售量增长带动。

图表 21: 2015-2021 年各类服装线上销售额 (亿元)



资料来源: 数据威, Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2015-2021 年各类服装线上销售单价 (元/件)



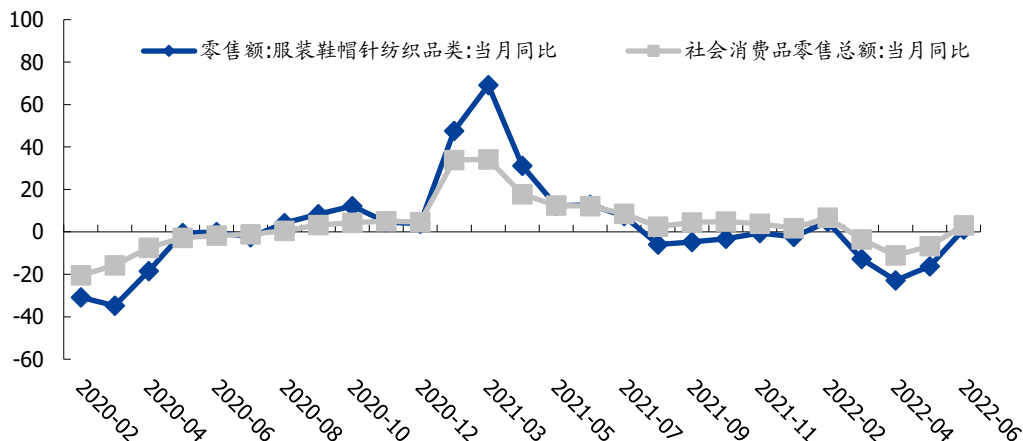
资料来源: 数据威, Wind, 国盛证券研究所

2.2 短期：2022Q2 因疫情承压，H2 反弹确定性高

2022Q2 服装消费因疫情受到明显冲击，核心原因是出行减少带来的短期服装消费需求降低+渠道销售受阻，后续若疫情趋稳，伴随着客流及物流的恢复，我们认为 2022H2 服装消费终端的反弹是具备较强确定性的。

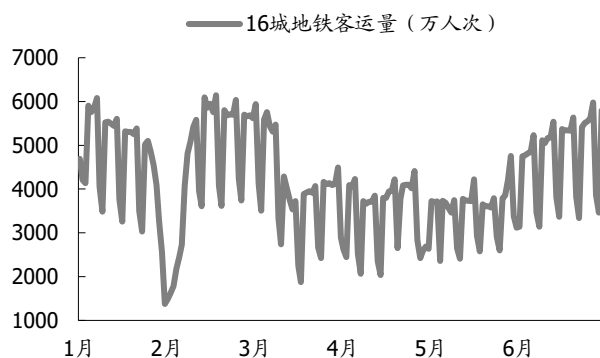
3-5 月服装消费受疫情冲击，当前已有明显恢复，后续环比改善确定性高、弹性大。6 月起国内疫情明显缓和，物流、客流恢复，行业零售出现明显恢复，后续有望继续复苏，服装作为典型的可选消费品，我们认为后续 H2 弹性更大。据国家统计局数据，6 月社零总额同比增长 3.1%/服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长 1.2%，同比增速均转正。

图表 23：2020 年初至今服装类零售额及社零总额当月同比增速（%）



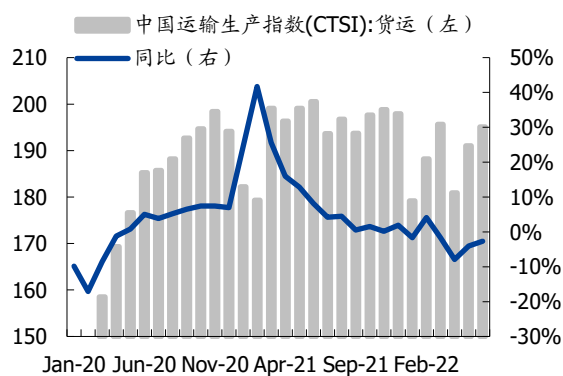
资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

图表 24：2020/01-2022/07 国内重点 16 城地铁客运量（万人次）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 25：2020/01-2022/06 中国货运运输生产指数（2010 年=100）



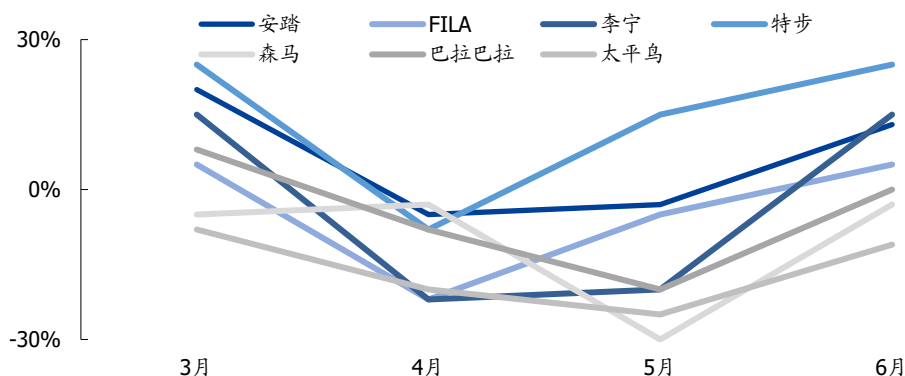
资料来源：交通部，Wind，国盛证券研究所

分品类来看：运动鞋服因短期需求刚性、基数改善等原因改善趋势更快。据我们跟踪，6-7 月以来服装消费环境趋稳，品牌商终端流水持续环比改善，其中：

- **运动鞋服好于行业整体水平：**1) Q2 整体来看：安踏品牌/Fila 品牌/特步品牌同比分别下滑中单位数/下滑高单位数/增长中双位数，我们跟踪估算李宁 6 月流水双位数增长，均好于服装行业整体水平。2) 逐月来看：因短期需求刚性、基数逐渐改善等原因，运动鞋服在 5-6 月以来的环比改善更加明显，我们判断 7 月趋势有望维持。3) 疫情后居民运动意愿持续提升，我们看好下半年运动鞋服终端销售复苏弹性。

- **时尚服饰板块稳健恢复。**1) 随疫情趋稳,时尚服饰消费终端在稳健复苏:由于常态化的防控措施、居民出行习惯的改变等原因,服装行业整体终端的恢复表现出阶段性、逐渐变化的特征。2) Q2 服装公司业绩因刚性费用、终端销售不佳等原因表现较弱,据公司公告,太平鸟/森马服饰 H1 业绩均出现大幅下滑。我们认为相关标的业绩底部将出现在 Q2, 后续环比有望呈现明显改善。

图表 26: 2022 年 3-6 月重点运动鞋服及大众服饰品牌流水增速 (%)

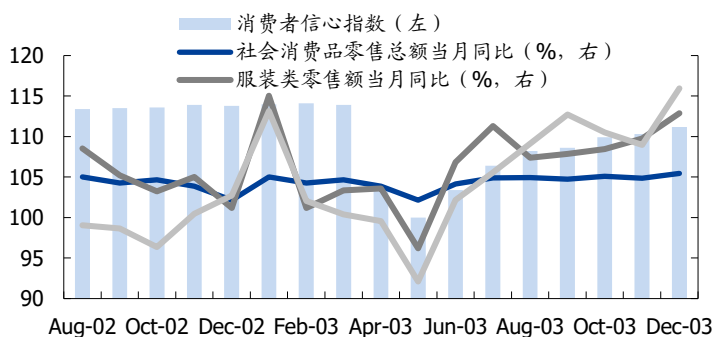


资料来源: 国盛证券研究所测算
注: 蓝色为运动品牌, 灰色为大众休闲品牌

我们认为当前消费信心和意愿的低迷主要还是来自短期疫情的影响, 后续有望反弹、带动行业终端恢复。

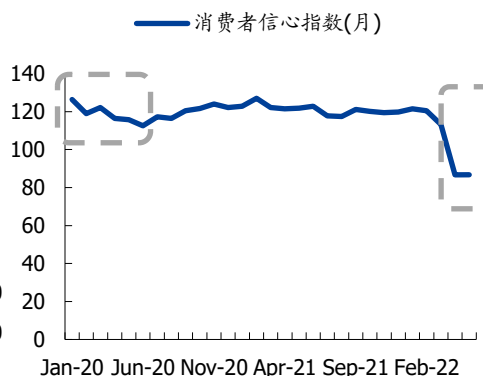
- 回顾 2003 年非典时期, 2003 年 4-5 月消费者信心指数也因大范围流行病学出现明显下降, 后续逐月稳健上升恢复。
- 近年我国消费者信心指数过去长期走势坚挺, 仅在 2020 年上半年、2022 年 4 月分别因全国性的疫情出现下滑 (2022 年 4 月下探至 86.7, 较 3 月出现明显下滑)。疫情的反复波动影响消费者信心, 短中期内或对消费有抑制作用。但我们认为当下消费意愿及信心的低迷主要系短期疫情波动带来的不确定性的影响, 后续随着消费者对于未来收入预期趋于稳定、居民消费信心有望逐渐反弹恢复。

图表 27: 2002-2003 年非典时期社零同比增速 (%) 及消费者信心指数



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2020/01-2022/05 国内消费者信心指数



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

2.3 中长期：多面性的消费升级仍然是整体趋势

在此前我们说到：国内服装消费市场需求变化呈现出多样、复杂的特征，我们观察并分析认为，服装消费在不同群体的分化中呈现出多样化的消费生态。包括但不限于：

在市场需求层面，不同群体表现有所差异：1) 分城市层级来看：高低线城市发展趋势不同。低线城市整体仍处于消费升级的过程中，高线城市不同收入群体消费分化。2) 分年龄层来看：新一代年轻消费群体消费力更强，服装消费注重个性化与自我表达。

在品牌层面，品类及品牌表现分化：1) 运动鞋服品类升级趋势更明显。功能性产品的品质升级更加显性，消费需求的量与质的提升驱动增长。2) 服装的符号性消费特征凸显，在此背景下优质国产品牌崛起是长期趋势。

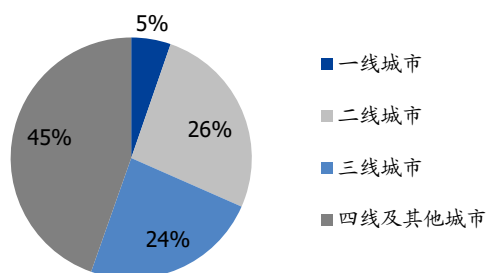
2.3.1 人群趋势一：高线消费分层，低线消费升级

我国城乡之间、高低线城市之间的经济发展存在差距，对应的消费环境的发展阶段也存在较大差异：高线城市早已进入并经历了居民收入提升、经济快速增长带来的消费升级初期阶段，当前步入多样化分化的时期；而低线城市的消费扩大与升级才刚开始不久。

1、我们认为低线城市消费当前整体仍处于升级之中，且升级和消费规模扩大的逻辑同时存在。一方面，低线城市人群收入及购买力的提升给消费的升级带来经济实力基础。另一方面，电商渠道的全面发展，使得低线城市消费者的多样化、个性化需求得以满足。

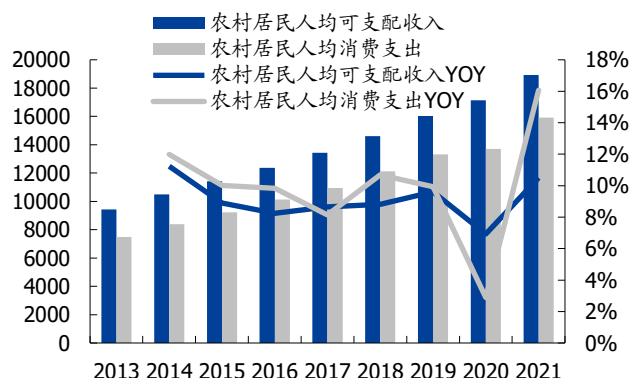
我国三线及以下市场人口占比近 70%，是相当庞大的消费市场。1) 我们将三线及以下城市及农村市场称之为低线市场，据艾瑞咨询整理的国家统计局数据，2018 年我国人口分布中，一线城市/二线城市人口占比分别仅 5%/26%，三线/四线及其他分别占 26%/45%，可见三四线及以下是一个相当庞大的市场。2) 近年来，我国居民收入及消费水平稳步提升，2021 年农村居民人均可支配收入/消费支出分别为 18931/15916 元。

图表 29: 2018 年中国各级市场人口占比 (%)



资料来源：艾瑞咨询，国家统计局，国盛证券研究所

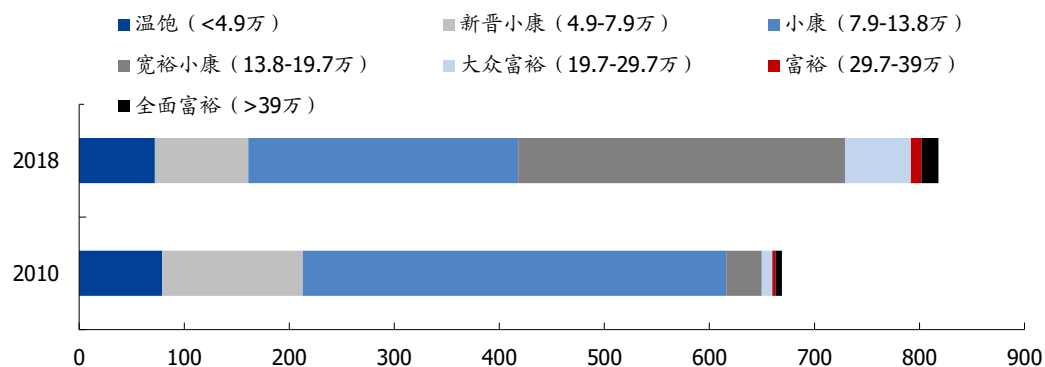
图表 30: 2013-2021 年农村居民人均可支配收入及消费支出 (元, %)



资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所

➤ 近年来低线城市中产迅速增加，居民收入的提升推动低线消费能力的提升。近年三四线城市中产阶级消费者数量快速增长。据麦肯锡数据，2010-2018 年三四线城市中，年可支配收入达到 14 万至 30 万元人民币的家庭数量 CAGR 达到 38% (同期一二线城市 23%)，这些较富裕家庭当前占到三四线城市人口的 34% 以上，由于低线城市生活压力小、物价房价水平相对较低，这部分收入提升的低线消费人群存在较强的购买潜力。

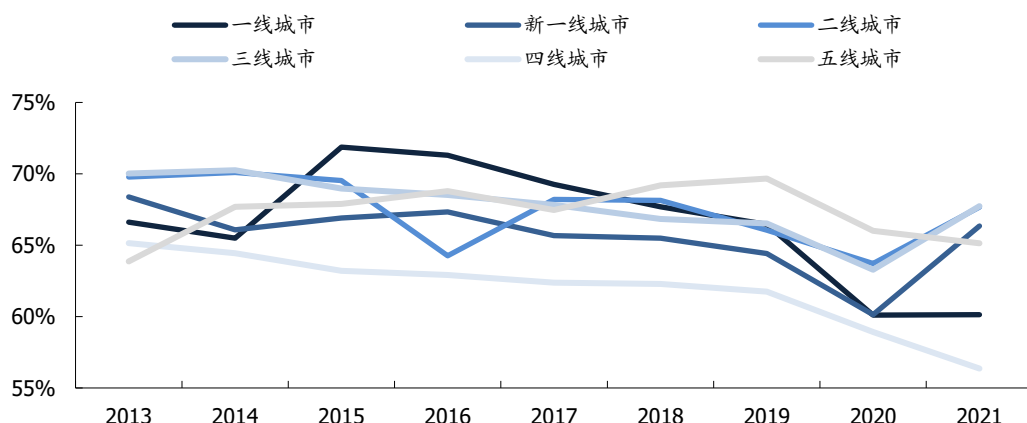
图表 31: 按家庭可支配收入等级划分中国城市人口数量 (百万)



资料来源: 麦肯锡研究院, 国盛证券研究所

- **低线城市生活压力小, 我们认为居民消费意愿更为乐观。**1) 近 10 年来随着全国居民收入的快速提升, 消费支出占可支配收入的比例略有下降, 而在其中, 低线城市的表现好于高线城市, 我们认为这是低线城市消费意愿相对改善的表现之一。2) 据国家统计局数据, 2015-2017 年一线城市居民消费占支出比例在 70% 上下、高于低层级市场。而 2019-2021 年则是三线、四线、五线城市这一比例较高 (60% 高段上下), 明显高于同一时期的一线城市及新一线城市。

图表 32: 2013-2021 年分线城市人均消费支出占可支配收入比重 (%)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所整理

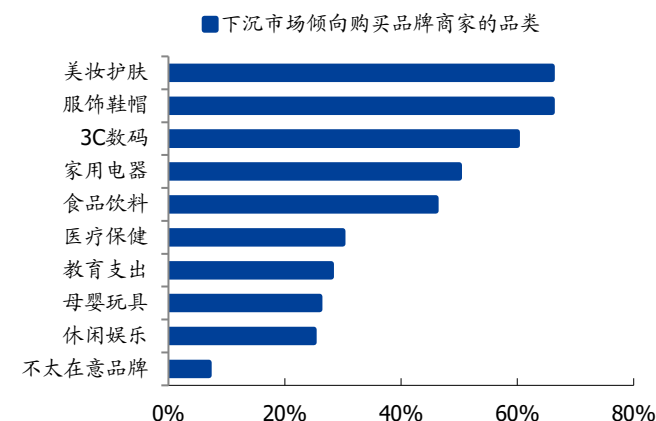
注: 三线、四线、五线城市样本为我们选取的具备代表性的城市数据, 仅供参考。

基于提升物质生活水平的诉求, 低线城市消费表现有所升级, 消费者对于产品的品质和品牌的重视程度均在增加。

- **品牌意识明显提升。**据麦肯锡研究院统计, 下沉市场中, 对于美妆类、服装类产品的消费升级偏好较强, 有 66% 的下沉市场消费者倾向于在美妆护肤、服饰鞋帽类产品中购买具备品牌附加值的产品, 较食品饮料、休闲娱乐等品类更高。究其原因, 一是因为良好品牌给产品的品质带来一定程度的背书, 二是在于, 服装产品除了其穿着使用价值之外, 具备装饰性、符号性消费的特征, 而美妆护肤类产品则具备一定的功能性、消费者对品牌的信赖相对更强。
- **对于产品品质的追求在升级。**品牌意识的提升与对产品品质的重视度提升并不冲突, 在倾向于选择品牌商家的同时, 低线的消费者也相当注重产品的品质及实用性、注

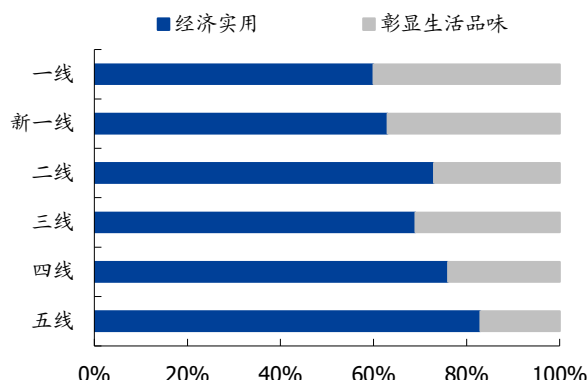
意力回归到产品本身。据麦肯锡研究院统计，超过70%的下沉市场消费者选择产品时更注重经济适用而非彰显生活品味。

图表 33: 下沉市场倾向购买品牌商家的品类



资料来源: 麦肯锡研究院, 国盛证券研究所

图表 34: 下沉市场消费者对商品属性的重视程度



资料来源: 麦肯锡研究院, 国盛证券研究所

与此同时，中国数字经济的发展助力了低线的消费的扩大，个性化、小众化的需求被不断满足。数字经济的发展打破了消费的空间限制，撮合了分散在全国各地的供应链供给与消费需求，在低线市场表现得尤为明显。据麦肯锡研究院调研数据，往往越是下沉市场越偏好线上，低线市场超过62%的消费者倾向于在电商平台查询商品及服务信息，高于一二线城市57%。

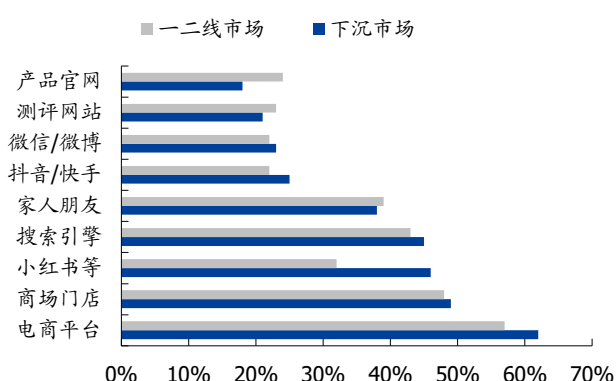
我国电子商务市场以第三方电商平台形式交易为主，当前已形成了以阿里、京东等多平台为主的生态。其中近年凭借低线消费需求崛起的“黑马”之一拼多多，一手衔接下沉市场不断扩大的消费需求，一手衔接国内众多“白牌”供应链，瞄准低线城市消费人群对高性价比产品的需求，同时借助裂变式的社交分享模式，业务规模近年高速扩张，短短几年内收入从2016年的5亿元快速扩张至2021年939亿元。

图表 35: 2016-2021 年拼多多营业总收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 下沉市场消费者查找商品/服务信息的方式偏好



资料来源: 麦肯锡研究院, 国盛证券研究所

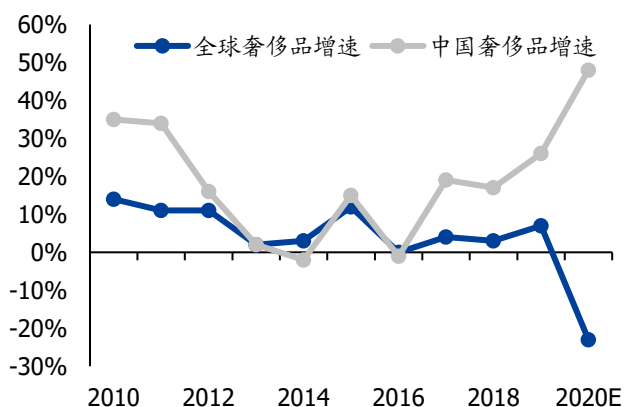
2、高线城市消费分层的现象加剧：一二线城市贫富差距大，消费变化趋势表现出分化。

我们认为，当前高线城市消费生态已经度过了经济发展早期会出现的普遍消费升级的过程，转而步入下一阶段的消费分化。近年来虽然我国居民收入分配的不平等有所减弱，但财富分配的差异进一步扩大，据世界银行数据，2021年我国前1%人群占据的财富份额超过30%，前10%人群占据的财富份额达68%。

一方面，由于财富效应，头部人群持有资产的增多催使消费意愿增强。

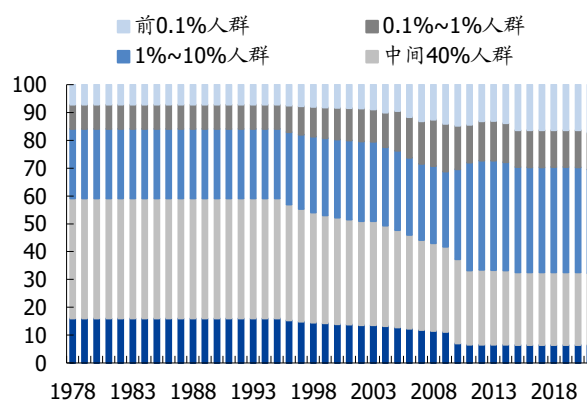
- 疫情下海外高端消费回流，本土奢侈品市场火热。据贝恩及前瞻产业研究院数据，2020年4月中国奢侈品市场出现快速回暖，并于全年估算实现48%的增长（全球奢侈品市场当年估算出现20%+下滑），明显好于全球奢侈品市场表现。

图表 37: 2010-2020 年全球及中国国内奢侈品销售规模增速 (%)



资料来源：贝恩，国盛证券研究所

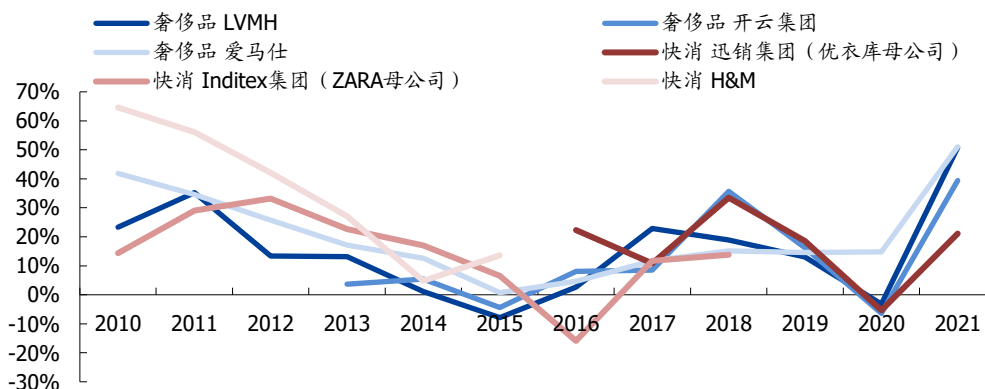
图表 38: 1978-2021 年中国人群所占的财富份额分布 (%)



资料来源：世界银行，国盛证券研究所

- 从具体品牌在中国/亚太区的表现也可以看到，疫情后奢侈品消费反弹迅速。国际奢侈品品牌在亚太/亚洲地区（除日本以外）销售在2017-2019年增速在10%~35%之间，2020年初期销售因新冠疫情受到影响（但仍好于优衣库等快消平价品牌），2021年迅速反弹回升，年销售同比增长在40%~50%之间。

图表 39: 中国或亚太地区奢侈品及快消重点品牌收入同比增速 (%)



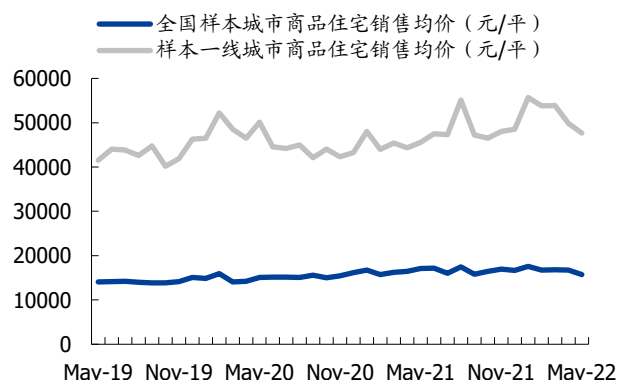
资料来源：公司公告，Bloomberg，国盛证券研究所

注：LVMH、开云集团、爱马仕集团数据口径为除日本之外的亚太 or 亚洲地区；Inditex 集团数据口径为亚洲及其他地区，迅销集团、H&M 数据口径为中国地区。

另一方面，对于高线城市的中低收入群体而言，房价、物价居高不下，我们认为“房奴效应”、较高的租房成本等生活支出可能会带来对消费的挤出，疫情带来的收入预期波动使这一现象更加明显。

- 我们认为 2022Q2 以来于高线城市暴发的一轮疫情或影响中低收入群体对于未来收入的预期，进而影响全年消费能力和消费意愿。据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心发布的报告《疫情后时代中国家庭的财富变动趋势--中国家庭财富指数调研报告（2022Q1）》数据，在疫情反复下，工作收入水平较低的家庭稳定性指数较低、波动相对较大。

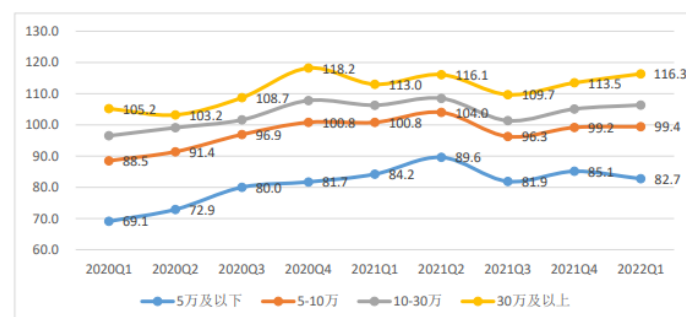
图表 40: 全国样本城市/样本一线城市商品住宅销售均价（元/平）



资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

注：一线城市样本为北京、上海、广州、深圳，全国城市样本包括南京、杭州等重点 30 城。

图表 41: 疫情下不同收入群体工作稳定性指数



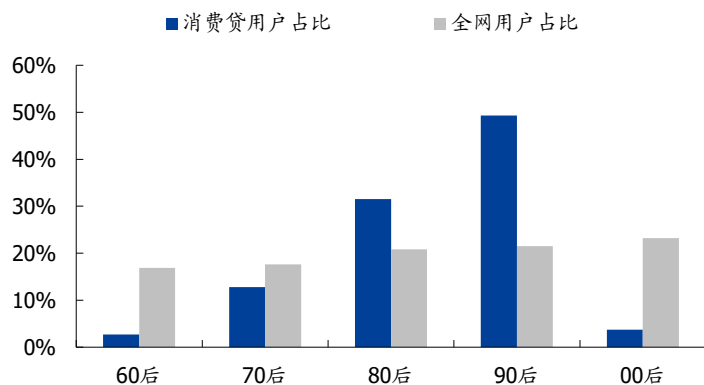
资料来源：西南财经大学金融调查与研究中心《疫情后时代中国家庭的财富变动趋势--中国家庭财富指数调研报告（2022Q1）》，国盛证券研究所

- 对于高线城市中低收入人群来说，在购买力受限时，优先选择性价比高的产品、优质的品牌。谚语云：由俭入奢易，由奢入俭难。我们认为消费者习惯短期难以发生较大的改变，在收入预期的短期波动下，这部分消费人群的变化用“降级”一次去概括或许并不精准，更多的体现为对产品品质及性价比的追求高于对品牌调性的追求，也就是变得更加“挑剔”和“精明”，不再单纯的为品牌效应支付溢价，而是只为优质产品及品牌买单。

2.3.2 人群趋势二：年轻群体消费能力强，崇尚个性化

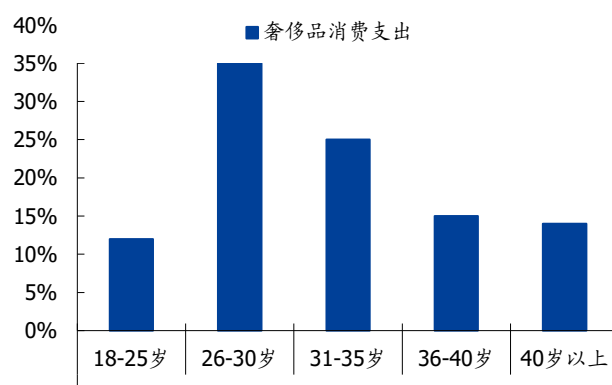
新一代流量消费力强，超前消费、轻奢消费的意愿相对更普遍。1) 千禧一代、Z世代新流量相继入场，并逐渐接替成为主力消费群体。据联合国预测，2020 年中国“90 后”、“00 后”人群占总人口比重达 24.4%。2) 我们认为这一代年轻群体消费态度更乐观、消费潜力更大，热爱电商购物、热爱接收新鲜事物，据京东大数据研究院报告数据显示，2020 年消费贷用户中“90 后”群体占比高达 49%，远高于这部分人群在全网用户中的占比。据 TMI 腾讯营销调查及 BCG 联合报告数据，90 后相对更热衷于奢侈品的购买，在中国奢侈品消费中 35%由 26-30 岁消费人群贡献。

图表 42: 消费贷用户分年龄层人群占比 (%)



资料来源: 京东大数据, 国盛证券研究所

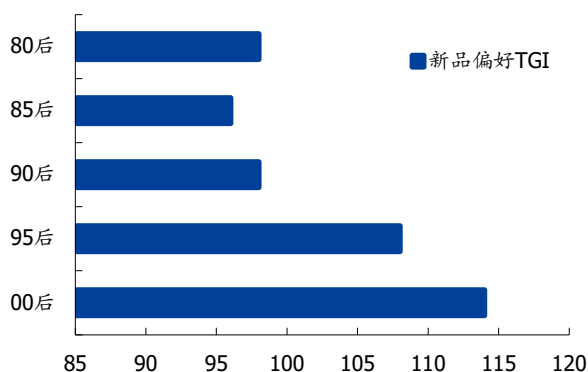
图表 43: 奢侈品消费支出分年龄层人群画像 (%)



资料来源: BCG, 腾讯, 国盛证券研究所

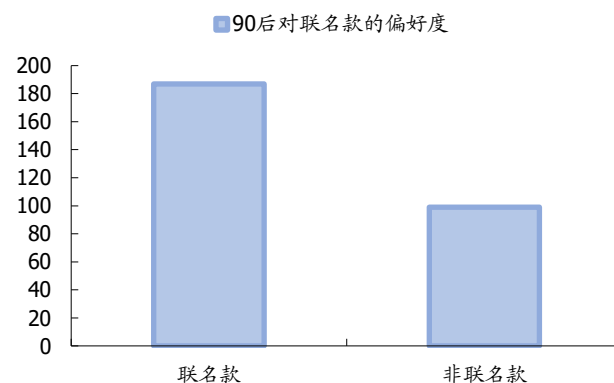
年轻群体崇尚个性化、时尚化诉求, 体现在服装消费上, 小众 IP 联名、差异化的设计受到新流量青睐。1) 年轻消费人群对于个性化的诉求提升, 相较于追逐流行而言更加注重彰显自我, 同时也更加注重产品背后所代表的内容属性, 据京东大数据, 90 后对联名款的偏好 TGI 达到 187, 显著高于非联名款的 99。2) 随需求而生的是, 服装市场流行起各类跨界 IP 联名及国潮款式。例如, 安踏品牌携手苏州博物馆推出相关系列鞋类及服装产品, 获得客群喜爱; 太平鸟此前携手“初音未来”、“瑞克和莫蒂”等二次元 IP 推出系列服装, 挖掘相关兴趣人群销售潜力。

图表 44: 不同年龄层人群新品偏好 TGI



资料来源: 京东大数据, 国盛证券研究所

图表 45: 90 后对联名款的偏好度



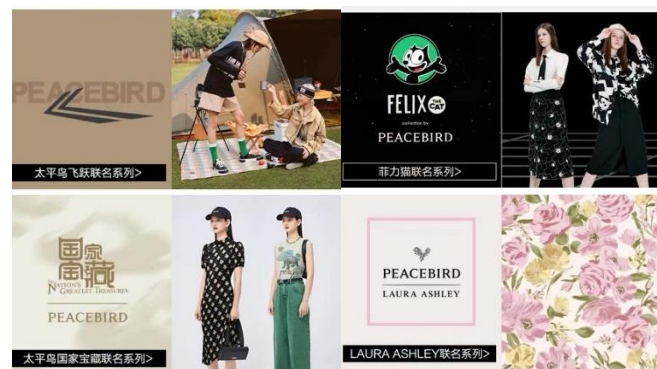
资料来源: 京东大数据, 国盛证券研究所

图表 46: 安踏品牌 X 苏州博物馆联名系列产品



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 47: 太平鸟品牌联名 IP 系列



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

2.3.3 品类趋势一：品质需求提升，功能性鞋服升级

当目光聚焦在某一类具体消费者的服装消费趋势时，我们可能首先要思考：什么是服装消费的升级？——首先我们需要明确，对于服装消费而言，升级并不能与单纯的产品价格的提升画上等号，服装消费的升级首先是品质的升级。

功能性品类的品质升级相对更加明显，表现为专业性能的升级和细分化。1) 服装本身是一个技术门槛相对不高的品类。中国上游棉花产能充足、中游纺织技术完善、下游成衣制造供给充沛。随着服饰制造供应链的成熟和升级，普通的“质量好”（包括耐穿、舒适度高、品控稳定等方面）已经不再是服装产品品质比拼的重点。2) 在服装品类中，功能性相对较强的品类包括运动鞋服、羽绒服、内衣等，对于生产技术及工艺有一定的要求。我们认为对于功能性较强的品类，消费者对品质的需求提升更加显性，以运动鞋服为例，主要体现在以下几个部分：

1、科技在升级、功能属性在强化。品牌商和制造商持续研发迭代技术及科技，以升级版的产品推动消费者需求的更迭。例如：安踏品牌推出搭载中底科技氮科技的一系列篮球鞋及跑鞋；李宁专业运动䨻科技进一步推广运用，同时时尚运动系列也持续推新升级，共同拉动产品 ASP 提升；特步品牌主打专业跑步，打造动力巢等科技，市场认可度进一步提升，160X PRO、160X 2.0、160X 3.0 等多款跑鞋获得马拉松专业跑者高度认可。

图表 48：安踏品牌高端篮球鞋及训练鞋产品矩阵

篮球鞋+训练鞋		
型号		重要科技
星标系列篮球鞋 1099		氮科技
海沃德系列篮球鞋 699		ALTI-FLASH科技 SmartSam智能分子吸震科技
奥运领奖鞋 699		氮科技 SmartSam智能分子吸震科技
力量训练鞋 649		A-FORM足弓支撑科技 TALOON抱紧系统

资料来源：天猫，国盛证券研究所

图表 49：李宁品牌高端篮球鞋产品矩阵

篮球鞋		
型号		重要科技
韦德之道 9 1299+		中底：全掌䨻、全掌Lightfoam、全掌碳板
驭帅 XIV 高帮 1299		中底：全掌䨻、全掌Lightfoam、Y字形碳板
驭帅 XIII LOW 1099		中底：全掌䨻、内嵌碳板
CJ-1 999		中底：全掌䨻、全掌Lightfoam、全掌碳板

资料来源：天猫，国盛证券研究所

图表 50：特步品牌跑鞋科技矩阵

部位	科技名称	推出时间	主要涉及款式	描述
中底材料	动力巢ETPSIU	2021.12	RC260 减震旋PRO	作为动力巢X科技的第二代，使用超临界发泡技术对ETPSIU材料进行发泡制成，回弹性能与耐久性都得到提升。
	动力巢PB	2020.1	160X系列	使用尼龙颗粒通过超临界发泡技术制成，与ETPU相比重量轻50%，同时回弹力高出80%，服务于最高端产品线。
	动力巢X	2018.6	动力巢系列 腾跃系列	以纯TPU发泡为材料制成，作为特步的墨水产品，该中底密度更高，鞋底更具弹性。
	Featherfoam	2019.3	竞速系列跑鞋 全系列篮球鞋	以多种材质通过超临界发泡技术制成，具有轻质，耐压性能好的特点，与传统EVA相比轻35%，同时回弹系数达到65%
中底结构	尼龙势能板	2021.1	RC260	采用尼龙材料制成，兼具抗扭性与推进力，减小趾关节弯曲幅度，提升肌肉发力效果，提升奔跑效率。
	中底碳板	2019.3	160X系列 林书豪系列篮球鞋	根据不同产品线需求主要分为X型碳板与全掌碳板，内置于中底弹性材料，用于提供更强的回弹力与抗扭性能。
外底	CPU防滑大底	2021.3	160X系列 RC260 减震旋pro等	采用新型复合材质与X形颗粒设计，抓地性强，耐磨性能较普通橡胶材料提升4.5倍，且防滑效果提升35%以上
鞋面	MONO纱鞋面	2018.4	除160X外全系列跑步鞋	晶莹剔透，轻薄透气，提供精致外观的同时也为跑鞋提供了支撑性。

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 51：特步品牌 160X 3.0 跑鞋示例

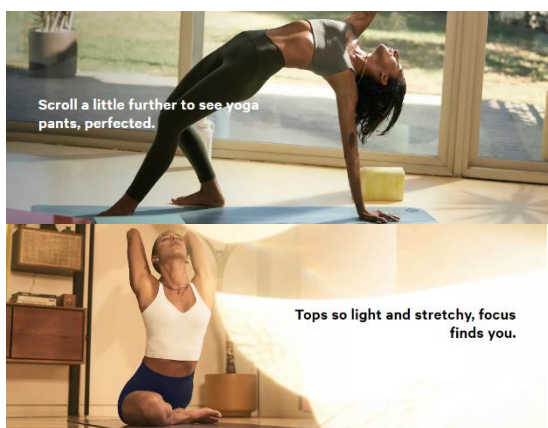


资料来源：天猫，国盛证券研究所

2、不同运动领域需求有差异：消费者更加注重专业性能的细分化与匹配性。消费者的习惯从在进行体育活动时有意愿的穿着专门的运动鞋服产品，转换升级到在室内运动、跑步、滑雪、户外等不同细分运动场景选择细分专业化的产品。

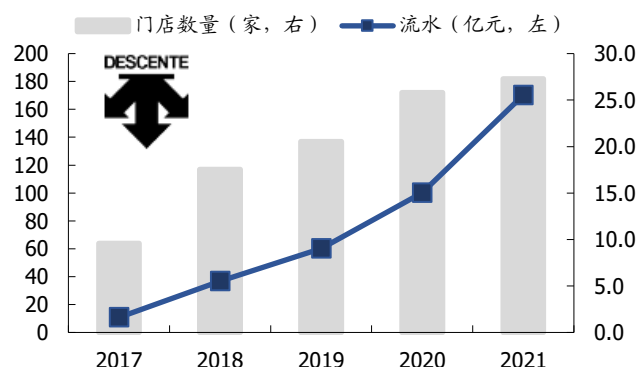
可以看到，近年迎合了细分领域需求的运动品牌凭借差异化特色与“细分领域专家”的概念火热发展。譬如以瑜伽等室内运动为主要穿着场景的 Lululemon、专业游泳用品品牌 Speedo、以滑雪为核心品牌基因的迪桑特在中国市场近年均表现亮眼，据我们估算 2021 年迪桑特流水已达 180 亿上下。再如羽绒服国民品牌波司登，围绕御寒功能性+高时尚度兼具的品牌定位进行产品升级，“登峰”系列在专业保暖性方面占领消费者心智，上一财年波司登品牌销售收入超过 110 亿元。

图表 52: Lululemon 主要适用场景之一（室内运动）



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 53: 2017-2021 年迪桑特门店及流水变化情况（家，亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：流水根据经营情况公告预计。

图表 54: 游泳专业品牌 Speedo 鲨鱼皮科技产品系列



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 55: 波司登登峰 2.0 系列产品示例

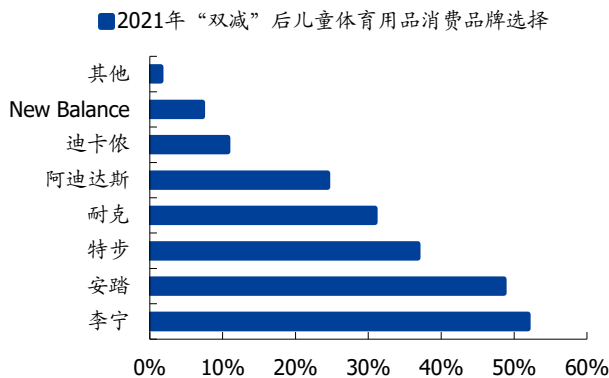


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3、不同性别及年龄段人群需求有差异：运动鞋服进一步细化和多样化，女性运动、儿童运动等子市场逐渐成熟。

➤ 利好政策频出，儿童运动成为运动品牌重点发力的领域之一。1) 近日新修订的体育法表决通过，推行全民健身计划，其中重点发展青少年和学校体育。据艾媒咨询调研数据显示，2021 年“双减”政策推出后，消费者在儿童体育用品消费中对国牌偏好更强，李宁、安踏等品牌的选择倾向明显高于 Nike 等国际品牌。2) 针对这一市场机遇，安踏品牌早在 2008 年创立子品牌安踏儿童 (ANTA KIDS)，并研发儿童专属科技“犇弹”，推出首款青少年竞速碳板跑鞋“骇浪”。FILA、李宁等旗下亦有专门开设的儿童品牌及产品系列。

图表 56: 2021 年“双减”后儿童体育用品消费品牌选择



资料来源: 艾媒咨询, 草莓派数据调查与计算系统 (样本量: N=500; 调研时间: 2021 年 9 月), 国盛证券研究所

图表 57: 重点运动鞋服品牌儿童天猫旗舰店



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

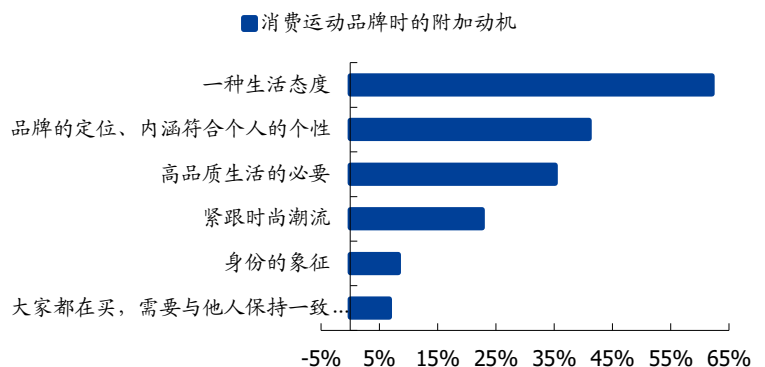
- 女性群体参与运动人数增加, 其强消费力、看重颜值等特征为运动市场带来细分增长动力。1) 女性更偏好瑜伽、慢跑等提升身体形态的运动, 这给新品类、新产品、新品牌带来成长机遇。例如安踏品牌针对女性消费群体推出轻量款跑鞋、“绝紫”系列女款防晒衣等。2) 除了在进行体育活动穿着之外, 运动时尚风潮的流行也使得运动鞋服成为彰显个人调性的时尚单品。相较于男性而言, 女性服装消费更加注重产品“颜值”, 也相对更加“装备党”。据懒熊体育数据调查显示, 在女性消费群体购买运动品牌时, 超过 60% 的人有“表达一种生活态度”的附加动机。

图表 58: 安踏品牌绝紫系列冰丝短款女款防晒衣



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 59: 女性消费者消费运动品牌时的附加动机



资料来源: 懒熊体育 (N=500) 国盛证券研究所, 国盛证券研究所

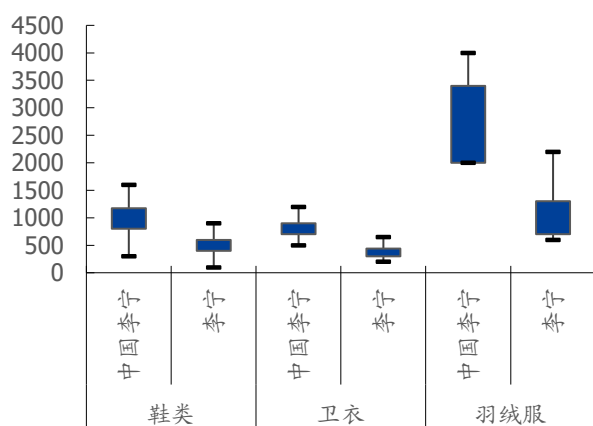
2.3.4 品类趋势二: 偏好符号性消费, 国潮品牌受欢迎

从消费需求特征上来看: 当前服装消费需求的侧重点在逐渐变化, 从“实用型消费”到“符号型消费”, 而在民族自信心提升的背景下, 这一需求特征变化上助力了优质国牌的崛起。

当前服装作为符号性消费、内容性消费特征更加明显。服装最早是作为基本生活需要“衣食住行”中的“衣”出现。而当下, 在除了基本的蔽体、保暖作用之外, 服装及饰品很大一部分程度上也作为彰显个性、表达自我的载体, 我们认为这是服装消费需求层面升级的一种体现。

在品类丰富的同时, 产品设计蕴含的内容属性受到看重。产品的设计除了基础的剪裁得当、丰富多样化的外观、潮流风格的元素之外, 还包括其所蕴含的文化和内容的属性。我们认为当前消费者 (尤其是 Z 世代年轻群体) 为这些内容化的东西付费的意愿较高, 也就是说乐于为“文化归属感”付费。

图表 60: 李宁品牌及中国李宁系列服装价格对比 (元)



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 61: 太平鸟飞跃联名工装休闲外套



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

在“符号性”服装消费特征更加明显的背景下, 国内消费者文化与民族自信提升, 驱动具备内容属性的国牌盛行, 本土品牌消费占比提升。1) 中国经济的快速崛起带来强烈的民族自我认同意识与民族自豪感, 反映在消费行业, 民众对于国产品牌的支持力度与日俱增。2) 国牌在品质质量提升的同时, 相对而言仍具备较强性价比, 也契合了消费者更加理性和务实的需求变化。3) 在符号性消费+性价比的助推下, 以国潮品牌形象广为人知的李宁 (尤其是旗下中国李宁系列) 及国货美妆毛戈平等优质的国产品牌崛起。

“国潮”是长期趋势而非短期风潮, 品牌的自我 IP 化是中长期核心竞争力。1) 对于服饰品牌而言, 所谓“国潮”包括从中国传统文化元素的融入到主题系列产品的推出, 再到国产品牌属性的强化与形象的打造。2) 我们观察近年来消费人群对于带有中国传统文化内容属性的产品的偏好明显, 但与之相对应的是, 无数国潮概念、相关联名产品涌现, 我们认为有效实现自我 IP 化的服装品牌 (如李宁、波司登) 有望在竞争加剧的环境中树立起差异化的优势、中长期得以享受国牌崛起的趋势红利。

图表 62: 中国李宁 2021 年秋冬系列概念“悟创吾意”



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

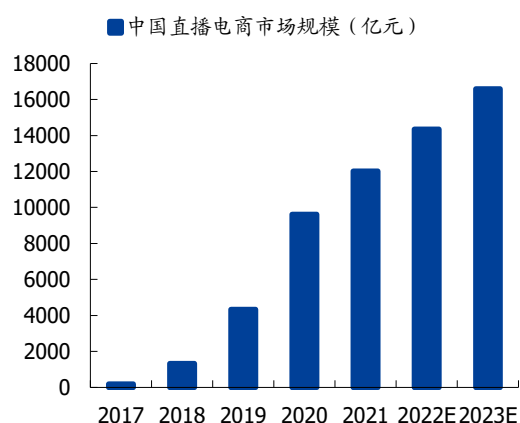
图表 63: 国货美妆品牌毛戈平“气蕴东方”系列第四季产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

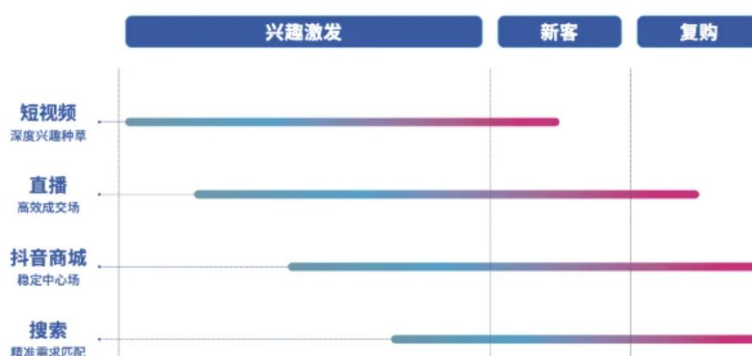
这一消费需求的变化与升级在渠道层面亦有体现: 内容化、精细化的兴趣电商更受欢迎。1) 线上内容电商、直播电商火热, 相比之下传统电商稍显颓势, 我们认为这一变化本质上体现了消费者的需求变化: 从“产品”到“内容”, 从“我需要什么”到“我想要什么”。2) 以抖音为例, 抖音早期主打短视频, 后逐步拓展直播与电商业务。通过全方位的消费者互动, 使得消费流量在该类平台上停留的时间加长, 进而实现兴趣激发并达成消费购买。据艾媒数据, 2017 年以来我国直播电商市场规模急速扩张至 12012 亿元, 预计 2022 年市场规模将接近 15000 亿元。

图表 64: 2017-2023E 中国直播电商市场规模 (亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

图表 65: 抖音短视频与直播对比



资料来源: 《抖音电商: 2022FACT+全域经营方法论白皮书》, 国盛证券研究所

3. 投资策略

通过以上讨论我们可以看到, 国内服装消费需求变化呈现出多样、复杂的特征, 在不同群体的分化中呈现出多样化的消费生态。整体来看, 我们观点如下:

- 1、短期: 服装消费在二季度承受较大压力, 后续若疫情趋稳, 随着客流、物流、消费信心的反弹恢复, 我们认为下半年行业环比改善确定性高、且弹性大。
- 2、中长期: 国内服装消费仍处于稳健升级的阶段, 但不同品类及群体表现可能有分化: 低线城市及年轻化群体消费潜力大; 运动鞋服等功能性品类的消费升级和扩大的趋势更明显; 服装的符号性消费特征增强, 助推中长期的国牌崛起趋势。

而对于品牌商而言, 变化意味着机会。不同人群的不同需求出现分化, 品牌商运营的重点在于就其瞄准的用户客群需求特征进行针对的优化, 在此过程中产品力依然是竞争最核心的聚焦点, 优质的国牌在当前的环境下是享有优势的。基于此, 我们推荐:

- 1、推荐短期流水反弹迅速、中长期升级成长性好的运动鞋服赛道。其中推荐品牌具备优质基因的【李宁】、多品牌集团龙头【安踏体育】、分跑步领头羊【特步国际】对应 2023 年 PE 分别 26/22/21 倍。
- 2、推荐品牌重塑有效的羽绒服龙头【波司登】, 对应 FY2023 PE 为 18 倍;
- 3、推荐短期运营稳健、全年业绩确定高、中长期品牌具备差异化特色的中高端国牌【比音勒芬】, 对应 2022 年 PE 为 15 倍。

➤ 李宁：短期表现向好，长期零售效率持续提升

近期跟踪：1) 根据我们跟踪，6 月以来李宁品牌终端流水增长双位数。销售受阻致使库存承压，但我们估算整体库存仍在 4-5 个月之间的健康范围。由于公司渠道存货以新品为主，因此整体折扣压力并不大。2) 上半年来看我们预计公司收入增长双位数，业绩持平；全年来看我们预计公司收入/业绩增长高双位数。

中长期：品牌基因具备调性，零售效率持续提升。我们认为目前李宁品牌市场认可度、品牌美誉度均较高。同时通过高效的零售管理策略带动品牌穿越周期。2021 年公司门店库存周转为 3.2 个月，渠道（含门店以及仓库）库存周转为 3.9 个月，渠道库存中新品占比 92%，表现优异领先行业。

盈利预测与投资建议：基于行业高热度、李宁强劲的产品/品牌力及商品、零售与渠道策略，我们看好公司未来增长，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 47.49/58.49/70.94 亿元，现价对应 2023 年 PE 为 26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：局部地区疫情反复影响终端销售；盈利能力提升速度不达预期；管理层变动带来的运营变化。

图表 66：李宁估值表（百万元，元/股，%）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,457	22,572	26,842	32,682	39,074
增长率 YoY(%)	4.2	56.1	18.9	21.8	19.6
净利润(百万元)	1,698	4,011	4,749	5,849	7,094
增长率 YoY(%)	13.3	136.1	18.4	23.2	21.3
EPS(元)	0.65	1.53	1.81	2.23	2.71
净资产收益率(%)	19.5	19.0	18.4	18.5	18.3
P/E(倍)	88.3	37.4	31.6	25.6	21.1
P/B(倍)	17.3	7.1	5.8	4.7	3.9

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测，收盘价截至 2022 年 7 月 22 日

➤ 安踏体育：短期流水表现优于预期，品牌升级效果显著

近期跟踪：近日公司披露 Q2 及 H1 经营情况公告：1) Q2 安踏/Fila/其他品牌流水同比下滑中单位数/高单位数/增长 20-20%，在疫情波动下公司整体流水仍然取得了优于预期的表现。库存与折扣方面，根据我们跟踪预计，安踏大货目前渠道库存 5 个多月，终端折扣 75 折同比环比均有所改善；Fila 大货目前渠道库存在 7 个多月较 Q1 末有所延长，正价门店折扣变动不大。2) H1 我们预计公司收入增长低单位数，业绩下滑 20% 左右，全年我们预计公司收入增长 10% 左右，业绩持平微增。

中长期：1) 安踏品牌：根据我们跟踪自赢领计划推出以来，各方面进展顺利，当前安踏品牌健康的折扣表现证明了产品与品牌影响力的提升，2020 年下半年主品牌开始 DTC 转型以及提升终端掌控力，更好的洞察消费者，根据我们跟踪目前终端零售效率较此前提升明显。2) **Fila 品牌：**仍将继续聚焦长期发展，推进产品结构调整，提升专业运动与鞋类产品的占比以推动流水增长；同时渠道端延续提质增效原则，降低低效店铺比例。

盈利预测和投资建议：公司作为全球运动鞋服龙头之一，旗下多品牌布局成果显著，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润预测为 78.61/98.42/121 亿元，现价对应 2023 年 PE 为 22 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续的范围及时间超过预期；终端需求下滑；多品牌及海外业务开展不顺；人民币汇率变动带来业绩波动。

图表 67: 安踏体育估值表 (百万元, 元/股, %)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35,512	49,328	54,639	65,660	77,988
增长率 YoY(%)	4.7	38.9	10.8	20.2	18.8
净利润(百万元)	5,162	7,720	7,861	9,842	12,100
增长率 YoY(%)	-3.4	49.6	1.8	25.2	22.9
EPS(元)	1.90	2.84	2.90	3.63	4.46
净资产收益率(%)	21.6	26.0	22.7	24.4	25.6
P/E(倍)	41.3	27.6	27.1	21.7	17.6
P/B(倍)	8.3	6.7	5.8	5.0	4.2

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测，收盘价截至 2022 年 7 月 22 日

➤ 特步国际：跑步领域领头羊，流水增长亮眼，库存健康

近期跟踪：近日公司披露 Q2 经营情况公告以及 H1 盈喜公告，Q2 主品牌流水同比增长中双位数 (H1 流水增长 20-25%)，H1 公司预计收入/业绩均有望增长 35%+，我们预计全年公司收入/业绩增长 25%+。

中长期：主品牌认可度提升，增长动力足。1) 产品销售表现优异：高端跑鞋影响力提升带动大众价位跑鞋销售增长，同时公司推出 XDNA 系列进军运动时尚领域，2) 渠道采取类直营管理：所有门店均接入公司的 ERP 系统，新开店方面公司加大购物中心门店占比。3) 会员管理方面，目前特步已经建立了国内最大的跑步生态圈，据公司公告，特跑族会员数量达到 130W+，该生态圈目前已成为品牌在专业跑步领域的护城河。

盈利预测与投资建议：公司主品牌专注于专业跑步领域并在细分行业具有领先优势，多品牌布局稳步推进，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 11.82/14.34/17.39 亿元，对应 2023 年 PE 为 21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品牌拓展不及预期；全球疫情反复；娱乐营销影响主品牌专业形象。

图表 68: 特步国际估值表 (百万元, 元/股, %)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,172	10,013	12,649	15,211	18,085
增长率 YoY(%)	-0.1	22.5	26.3	20.3	18.9
净利润(百万元)	513	908	1,182	1,434	1,739
增长率 YoY(%)	-29.5	77.1	30.1	21.3	21.3
EPS(元)	0.19	0.34	0.45	0.54	0.66
净资产收益率(%)	6.9	11.1	12.7	13.3	13.9
P/E(倍)	58.5	33.1	25.4	20.9	17.3
P/B(倍)	4.1	3.8	3.3	2.8	2.5

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测，收盘价截至 2022 年 7 月 22 日

➤ 波司登：羽绒服领军者，品牌再升级

近期跟踪：公司发布 FY2022 收入/业绩分别增长 20%/21% 至 162.2/20.6 亿元。3-6 月是公司销售淡季，我们判断全年销售受疫情影响较小，FY2023 收入有望稳健增长 15%+/业绩有望增长 20%左右。

中长期：品牌升级有成效，竞争力再进阶。1) 产品：专业+时尚并举，产品力提升推动单价提升，FY2022 毛利率 60.1% 在创新历史新高；2) 渠道：未来开大店、关小店持续，注重单店盈利质量与精细化运营，预计 FY2023 加盟/直营有望鑫开 250+/80+ 左右。3) 供应链：供应链效率加强，首次订单比例维持 40% 比例，旺季快反由 14 天加速至 7 天。

盈利预测与投资建议：羽绒服第一品牌，长期看品牌升级、产品迭代、渠道优化，盈利增长有望持续。我们预计 FY2023~2025 归母净利润分别 24.9/29.7/35.4 亿元。2) 品牌转型成效受市场认可，公司估值中枢较此前有明显提升。当前对应 FY2023 PE 为 18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期，宏观经济疲软；冷暖冬影响终端销售情况；主品牌升级效果不达预期。

图表 69：波司登估值表（百万元，元/股，%）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,517	16,214	19,009	22,437	26,540
增长率 YoY(%)	10.9	20.0	17.2	18.0	18.3
净利润(百万元)	1,710	2,062	2,485	2,972	3,540
增长率 YoY(%)	42.1	20.6	20.5	19.6	19.1
EPS(元)	0.16	0.19	0.23	0.27	0.33
净资产收益率(%)	15.2	16.8	18.7	19.5	20.1
P/E(倍)	26.2	21.7	18.0	15.1	12.6
P/B(倍)	4.0	3.7	3.4	3.0	2.5

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测，收盘价截至 2022 年 7 月 22 日

➤ 比音勒芬：运营稳健，全年业绩确定性高，品牌具备差异化特色

短期跟踪：1) 据我们跟踪，4-5 月疫情下公司表现稳健，后续 6-7 月随疫情趋稳、终端流水快速增长。公司私域流量维护有效、客群粘性高，我们估算疫情影响相对较小。2) 我们预计公司 Q2 收入有望个位数增长/业绩有望双位数增长，表现优于行业。展望 2022 全年我们预计公司收入/业绩有望增长 20%~30%。

中长期：针对客群打出产品、营销组合拳，渠道仍在快速扩张阶段。1) 产品：聚焦 T 恤品类优势，功能性面料、故宫联名设计系列迭代。2) 营销：赞助国家队奥运赛事，登录权威媒体，打造品牌辨识度与公信力。3) 渠道：展店持续。我们预计 2022 年开店有望加速、全年公司门店总数有望净开 180 家左右。同时公司注重运营提效，销售培训及考核激励体系完善，叠加品牌力提升、产品推新驱动终端，我们判断店效有望持续提升。

盈利预测与投资建议：我们预计 2022~2024 年公司归母净利润 8.1/10.1/12.7 亿元，当前价对应 2022 年 PE 为 15 倍，估值具备吸引力。目标市值 194 亿，对应 2022 年 PE 为 24 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续超预期；宏观经济疲软；威尼斯品牌孵化不达预期；运动休闲消费市场景气度回落。

图表 70: 比音勒芬估值表 (百万元, 元/股, %)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,434	4,303	5,359
增长率 YoY(%)	26.2	18.1	26.3	25.3	24.6
净利润(百万元)	499	625	805	1,009	1,270
增长率 YoY(%)	22.7	25.2	28.9	25.3	25.8
EPS(元)	0.87	1.09	1.41	1.77	2.23
净资产收益率(%)	20.6	19.2	19.9	19.9	20.1
P/E(倍)	24.5	19.6	15.2	12.1	9.6
P/B(倍)	5.2	3.8	3.0	2.4	1.9

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测, 收盘价截至 2022 年 7 月 22 日

4. 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。

终端消费低迷风险。消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期, 造成公司营业收入及利润增速不及预期。

各公司门店扩张不及预期, 新业务开展不顺利等。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

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：021-38124100

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