

李宁中报表现亮眼，坚定看好高景气行业的国货龙头

核心观点

核心观点

- **行情回顾：** 全周沪深 300 指数上涨 0.82%，创业板指数上涨 0.27%，纺织服装行业指数上涨 2.58%，表现强于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 2.93%，品牌服饰板块上涨 2.26%。个股方面，我们覆盖的李宁、地素时尚和报喜鸟取得了正收益。
- **海外要闻：** (1) 二手奢侈品电商不断证伪。(2) 阿里巴巴一季度超预期。(3) 中国女装品牌 ICICLE 在东京开设第二家日本门店。
- **行业与公司重要信息：** (1) 朗姿股份：公司境外控股子公司阿卡邦 22H1 实现营业收入为 4.22 亿，上年同期为 4.23 亿同比减少 0.16%。净利润为 2232 万元，上年同期为 -1119 万元，同比增长 299.37%。(2) 浙江自然：公司 22H1 实现营业收入为 6.36 亿，上年同期为 4.95 亿，同比增长 28.37%。归属于上市公司股东的净利润为 1.74 亿，上年同期为 1.37 亿，同比增长 26.89%。(3) 牧高笛：公司 22H1 实现营业收入为 8.67 亿，上年同期为 5.37 亿，同比增长 61.34%。归属于上市公司股东的净利润为 1.13 亿，上年同期为 5.34 千万，实现同比增长 111.8%。(4) 水羊股份：公司 22H1 实现营业收入为 22 亿，上年同期为 21.2 亿，同比增长 3.89%。归属于上市公司股东的净利润为 8.3 千万，上年同期为 8.9 千万，同比减少 6.88%
- **本周建议板块组合：** 伟星股份、李宁、珀莱雅、浙江自然和报喜鸟。上周组合表现：伟星股份 4%、李宁 7%、珀莱雅-1%、浙江自然 4%和报喜鸟 4%。

投资建议与投资标的

- 上周五李宁披露 22 年中期财报，上半年公司营收与归母净利润分别同比增长 22%与 12%，在国内疫情扰动与去年同期高基数下仍然实现了较好的业绩表现，品牌与产品力的提升减轻了疫情对零售的不利影响，也充分体现了高景气细分行业龙头的竞争优势和经营韧性。从终端销售来看，7 月受国内疫情反复、消费意愿下降等因素影响，可选消费整体复苏较弱，其中运动鞋类、功能性服饰、中高端品牌的表现相对更强，结构性分化的趋势延续。从行业渗透率与消费特点来看，我们更看好医美、化妆品、运动服饰与黄金珠宝龙头下半年的持续改善。落实到行业本周策略，继续建议“制造龙头+高景气赛道龙头+复苏品牌服饰”的配置（具体见以上本周投资组合）。投资策略方面，我们建议一方面以部分优质出口制造龙头为底仓，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)。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)。另外品牌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)和牧高笛(603908, 未评级)。

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 08 月 14 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

7 月行业出口延续较快增速，出口制造韧性凸显 2022-08-07

深圳新政支持医美化妆品发展，继续看好高景气赛道疫后复苏机会 2022-08-01

Q2 公募基金增持李宁，高景气赛道+疫后复苏成为重点配置方向 2022-07-25

行情回顾

全周沪深 300 指数上涨 0.82%，创业板指数上涨 0.27%，纺织服装行业指数上涨 2.58%，表现强于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 2.93%，品牌服饰板块上涨 2.26%。个股方面，我们覆盖的李宁、地素时尚和报喜鸟取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	汇洁股份	红豆股份	梦洁家纺	三房巷	朗姿股份	棒杰股份	维科精华	李宁	地素时尚	星期六
幅度(%)	19.6	13.1	11.0	8.2	7.9	7.8	7.7	7.3	6.8	6.4
涨幅后 10 名	摩登大道	贵人鸟	珀莱雅	太平鸟	比音勒芬	锦泓集团	孚日股份	安踏体育	爱迪尔	凯瑞德
幅度(%)	-2.9	-2.5	-1.3	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

二手奢侈品电商不断证伪。顶着二手奢侈品电商独角兽上市的全球最大奢侈品在线转卖平台 The RealReal Inc. (NASDAQ:REAL) 几乎一文不值。

2019 年登陆美股时公司市值一度达 30 亿美元，但伴随盈利无望，增长主要靠一手产品销售，二手奢侈品电商的商业模式再度被证伪。

二季度该集团收入 1.544 亿美元按年增加 47.2%，略超市场预期，每股亏损 0.56 美元，经调整后亏损 0.40 美元，同样略超市场要求的每股亏损 0.43 美元。

不过该公司下调全年业绩展望令投资者失望，早盘股价一度挫逾一成，但随着美股三大股指强劲反弹，公司股价周三收盘由跌转升，反弹 1.46%。

6 月初接替遭遇压力从董事会主席和首席执行官职位下台后的集团创始人 Julie Wainwright 担任联席临时首席执行官的集团总裁兼首席运营官 Rati Sahi Levesque 评论业绩时表示，二季度劳动力短缺和供应链中断为公司继续带来阻力，导致 GMV 表现不如预期。

另一名副联席临时首席执行官、首席财务官 Robert Julian 则表示二季度继续看到业务需求强劲增长，特别是对女装、鞋和手袋需求。和许多公司一样，集团也在监测更广泛的经济状况，并采取积极措施来管理成本和现金流，包括减少可自由支配支出和放缓招聘。

二季度集团 GMV 增幅 29.8%至 4.542 亿美元，低于公司预期的 4.60 亿美元。集团现将全年 GMV 预期由 20.00-21.00 亿美元下调至 18.50-19.00 亿美元；收入预期由 6.35-6.65 亿美元下调至 6.15-6.35 亿美元；经调整后 EBITDA 亏损由 0.80-1.00 亿美元下调至 1.00-1.10 亿美元。

首席运营官 Rati Sahi Levesque 在业绩会表示二季度销售人员短缺以及消费者需求变化都对业务造成一定影响，消费者正从更高价值的珠宝和手表转向服装和配件。

二季度集团 AOV 录得五个季度来最低，486 美元同比下滑 6.5%，唯活跃用户由上年二季度的 73.0 万增加至 88.9 万。不过佣金率则按年提高 160 个基点至 36.1%创新高。Rati Sahi Levesque 在业绩会上指出，主要因期内对 100 美元以下的无品牌珠宝的商品进行了佣金调整，而当前季度将继续对 50 美元以下的商品进行了佣金调整。

截止季度末公司库存 7,403.0 万美元按年增加 25.2%，库销比由一季度的 30%降至不足 28%，其中自营业务库销比与整体相若。Robert Julian 指出会在四季度将自营业务库销比降低至 20%，并最终回到疫情前 15-20%的水平。。

阿里巴巴一季度超预期。尽管二季度零售业和物流行业遭遇疫情严重冲击，但中国电商巨头 Alibaba Group Holding Ltd. (NYSE:BABA)(9988.HK)阿里巴巴依靠直营、云业务避免整体收入下滑，但核心的客户管理业务则首次负增长。

2023 财年一季度阿里巴巴收入 2,055.55 亿元基本持平于 2022 财年同期的 2,057.40 亿元，好于市场预期的 2,040 亿元。报告期内，净利润由 451.41 亿元或每股 ADS 16.38 元降至 227.39 亿元或每股 ADS 8.51 元，经调整后每股 ADS 由 16.60 元降至 11.73 元，跌幅近三成，但仍好于 Refinitiv 预期的 10.39 元。

首席执行官 Daniel Zhang 张勇在业绩声明中表示，过去一个季度公司积极应对宏观环境变化，通过持续加强为客户创造价值的能力，始终聚焦长期战略，虽然在 4、5 月份增速相对放缓，但进入 6 月看到向好迹象，基于拥有高质量消费群体以及满足不同需求的多元化业务所呈现的韧性，公司对未来长期增长充满信心。

由于疫情反复，以及美国经济衰退可能带来的全球影响，投资者对后市普遍谨慎，业绩公布后，Alibaba Group Holding Ltd. (NYSE:BABA)阿里巴巴周四在美股高开 7%后收盘涨幅收窄至不足 2%，周五更大跌 5%完全抹平财报推动的涨幅。

一季度淘宝和天猫 GMV 录得公司上市来首次下滑，跌幅中个位数，主要因疫情原因以及 4、5 月份供应链和物流中断。不过阿里巴巴表示，5 月下旬开始，随着物流运力正常化，GMV 正在恢复，“618”已经实现了支付正增长，其中 88VIP 用户购买力强劲。业绩会上张勇表示 7 月份复苏态势延续，料表现好于 6 月。

因 GMV 下滑，阿里巴巴一季度核心的中国零售业务收入下滑 2%至 1,369.77 亿元，其中公司客户管理收入同比下滑 10%至 722.63 亿元，显示商户在销售低迷环境下对营销投资方面的谨慎。期内大力发展的直营业务收入增幅亦进一步放缓至 8%，647.14 亿元的季度收入已经非常接近佣金和广告收入。

集团首席财务官 Toby Xu 徐宏在业绩会上透露一季度佣金收录得 15%的下滑，疫情影响下退订增加，广告收入降速则轻微高于 GMV 下滑速度。

在宏观逆境下，来自新晋竞争对手 ByteDance Ltd. 字节跳动和快手(1024.HK)等直播平台的压力加剧。在近期阿里巴巴平台的国际大商家的业绩会上，直播以及字节跳动旗下抖音的提及率骤增，掩盖了过去五年天猫的提及率。

张勇在业绩会上也表示“意识到正经历各种电子商务模式之间日益激烈的竞争”，4-6 月淘宝、天猫商品交易总额的整体增长低于中国零售销售额的增长。但他表示，阿里巴巴战略明确，会在高度不确定的市场环境下重点服务消费能力较高的消费群体，同时针对不同的用户群体提供具有多元化价值主张的消费产品矩阵。

对于分析师消费者信心（消费支出占可支配收入下滑）下滑尤其是城市消费者信心下滑的提问，张勇表示相信商家推动销售的热情，特别是在当前环境，商家都希望利用阿里巴巴的优势来克服挑战，推动销售。

张勇同时向分析师鼓吹阿里巴巴在中国消费市场的“心智份额”和 10 亿用户，可以不用花钱营销就获得巨大流量，并让消费者重新回归。

对于国内分析师关于消费者花费越来越多时间观看“短视频”对电商的影响。张勇“教育”分析师称，短视频是一种模式，电商是一个行业，并表示过去几年阿里巴巴商家的产品展示短视频模式已经达到 50%，而消费作为娱乐的一种，阿里巴巴也可以说身处娱乐行业，但专注于娱乐旗下的消费和购物子类，公司也会发展短视频，但相信短视频不是终结技术，新技术将继续提高消费者体验，但理解什么是主菜，什么是甜点很重要。。

中国女装品牌 ICICLE 在东京开设第二家日本门店。8 月 3 日，之禾卡纷集团（ICCF Group）旗下高端服装品牌 ICICLE 开设首家东京门店。

这家门店位于东京伊势丹新宿店的 4 层。门店开设当日起，同楼层开设了一家展示品牌代表性外套产品的快闪店“EARTH COAT”，活动时间截至 8 月 16 日。

快闪店内部陈列有品牌无染色系列的美丽奴羊毛混纺双面大衣、美丽奴羊毛双面大衣、工坊系列的外套等，以及全新种子包系列（SEED BAG SLING）等。

这也是品牌在日本的第二家门店。2021 年 9 月 1 日，品牌首家日本门店在大阪的阪急百货店梅田总店开业。当时，品牌希望以这家门店为起点将进一步扩展日本市场，未来三年内的日本门店数量能够增长至五家。

A 股行业与公司重要信息

【朗姿股份】公司发布关于境外控股子公司发布 2022 年半年度业绩的提示性公告：营业收入为 4.22 亿，上年同期为 4.23 亿同比减少 0.16%。净利润为 2232 万元，上年同期为-1119 万元，同比增长 299.37%。

【水羊股份】公司发布 2022 年半年度报告：营业收入为 22 亿，上年同期为 21.2 亿，同比增长 3.89%。归属于上市公司股东的净利润为 8.3 千万，上年同期为 8.9 千万，同比减少 6.88%。

【丸美股份】公司发布关于首次公开发行部分限售股上市流通公告：经中国证券监督管理委员会核准，广东丸美生物技术股份有限公司，向社会公众首次公开发行人民币普通股（A 股）股票 41,000,000 股于 2019 年 7 月 25 日在上海证券交易所挂牌上市。本次上市流通的限售股为公司首次公开发行限售股，涉及的股东为孙怀庆、王晓蒲，锁定期为公司股票上市之日起 36 个月。现锁定期届满，该部分限售股共计 324,000,000 股，占公司当前总股本的 80.71%，将于 2022 年 8 月 18 日起上市流通。

【浙江自然】1.公司发布 2022 年半年度报告：营业收入为 6.36 亿，上年同期为 4.95 亿，同比增长 28.37%。归属于上市公司股东的净利润为 1.74 亿，上年同期为 1.37 亿，同比增长 26.89%。
2.公司发布关于投资建设户外用品智能化生产基地项目（二期）的公告：拟在天台县经济开发区投资建设“户外用品智能化生产基地项目（二期）”，占地约 125 亩，总投资约 4.35 亿元，固定资产投资约 4.25 亿元，建筑面积约 120,000 平方米，整体建设周期预计 3-5 年。

【牧高笛】1、公司发布关于控股股东减持比例超过 1%的提示性公告：宁波大牧投资有限公司持有公司股份的比例自公司上市之日起的 53.14%减少至 52.00%，宁波大牧投资有限公司及其一致行动人浙江嘉拓投资管理有限公司合计持有公司股份比例由 63.14%减少至 62.00%。共计减持股

数 7.6 万股。2、公司发布 2022 半年度报告：营业收入为 8.67 亿，上年同期为 5.37 亿，同比增长 61.34%。归属于上市公司股东的净利润为 1.13 亿，上年同期为 5.34 千万，实现同比增长 111.8%。

【海澜之家】公司发布关于不向下修正“海澜转债”转股价格的公告：截至 2022 年 8 月 10 日，股票已经出现在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价 低于当期转股价格的 85%，触及“海澜转债”转股价格向下修正条款。经审议通过，公司董事会决定本次不 行使“海澜转债”的转股价格向下修正的权利，且在未来三个月内（即 2022 年 8 月 11 日至 2022 年 11 月 10 日），如再次触及可转债的转股价格向下修正条款，亦不提出向下修正方案。从 2022 年 11 月 11 日开始重新起算，若再次 触发“海澜转债”的转股价格向下修正条款，届时公司董事会将再次召开会议 决定是否行使“海澜转债”的转股价格向下修正权利。目前“海澜转债”的转股价格为 6.53 元/股。

【地素时尚】公司决议对激励对象中离职的 2 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 7 万股。同时结合激励对象个人层面的绩效考核要求决定对 3 名首次授予激励对象持有的未达到第一个解除限售期解除限售条件所对应的 2,400 股限制性股票予以回购注销。上述拟回购注销的限制性股票合计合计 72,400 股。

【老凤祥】公司发布关于境内上市外资股转换上市地以介绍方式 在香港联合交易所有限公司主板上市及挂牌交易 现金选择权现金对价调整的公告。2022 年 7 月 30 日公司公告了实施 2021 年度分红派息方案后由 3.24 美元/股调整为 3.024 美元/股。

本周建议板块组合

本周建议组合：伟星股份、李宁、珀莱雅、浙江自然和报喜鸟。

上周组合表现：伟星股份 4%、李宁 7%、珀莱雅-1%、浙江自然 4%和报喜鸟 4%。

投资建议和投资标的

上周五李宁披露 22 年中期财报，上半年公司营收与归母净利润分别同比增长 22%与 12%，在国内疫情扰动与去年同期高基数下仍然实现了较好的业绩表现，品牌与产品力的提升减轻了疫情对零售的不利影响，也充分体现了高景气细分行业龙头的竞争优势和经营韧性。从终端销售来看，7 月受国内疫情反复、消费意愿下降等因素影响，可选消费整体复苏较弱，其中运动鞋类、功能性服饰、中高端品牌的表现相对更强，结构性分化的趋势延续。从行业渗透率与消费特点来看，我们更看好医美、化妆品、运动服饰与黄金珠宝龙头下半年的持续改善。落实到行业本周策略，继续建议“制造龙头+高景气赛道龙头+复苏品牌服饰”的配置（具体见以上本周投资组合）。投资策略方面，我们建议一方面以部分优质出口制造龙头为底仓，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)。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)。另外品牌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)和牧高笛(603908，未评级)。

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申明。

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。

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