行业触底，曙光渐现

——纺服及时尚消费行业 2023 年度投资策略

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 11 月 22 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
香港证监会牌照：BSW044

联系人
杨妍 yangyan3@orientsec.com.cn

相关报告
10 月社零表现疲弱，看好防疫政策优化下消费逐步改善 2022-11-21
双十一细分赛道龙头继续保持领先，防疫政策优化提振板块信心 2022-11-14
从三大龙头公司解读护肤领域医用敷料行业发展 2022-11-08

核心观点

- **2022 年行业形势回顾：（1）品牌端：整体疲弱，内部呈现分化。**3 月至今受国内疫情反复影响，社会消费呈现放缓态势，其中可选消费弱于必选。各行业上市公司表现也有所分化，总体来看，化妆品、医美>运动户外、中高端男装 >珠宝、家纺>中高端女装和大众休闲。**（2）制造端：**内销方面，全年表现弱势；外销方面，年中由强转弱，关注海外需求边际变化。**（3）二级市场表现回顾：**基金配置比例逐季下降，估值水平处于低点；年初至今，牧高笛、珀莱雅、伟星股份取得正增长。
- **未来重要跟踪变量：（1）品牌端：**国内疫情防控政策变化是影响行业的核心要素之一，此外我们还会关注消费者信心指数、双十一清库进度等指标。**（2）制造端：**我们判断未来“外需”是决定业绩变化的重要变量，短期内美国 CPI 月度数据已出现拐点，此外我们将重点跟踪欧美零售数据及结构变化、海外可选消费库存去化指标、全球龙头品牌业绩指引及拐点等。
- **可选消费中长期大趋势：（1）消费分层进一步加剧。**高端奢侈品牌韧性强，22Q3 爱马仕、开云集团亚太区环比明显改善；大众品牌消费呈现更高脆弱性，中档消费塌陷是大概率事件；未来“效率提升+品牌升级”将成为行业大方向。**（2）行业加速优胜劣汰，龙头强者更强。**疫情将加速行业渠道的出清，优质资源将进一步向头部品牌靠拢，这一点在偏标品的运动和中高端家纺等细分赛道预计更为突出，而本土头部品牌也正朝着供应链提速、全渠道布局等方向不断进化。**（3）国潮趋势进一步延续。**根据艾瑞咨询，消费者对于国潮产品的购买意愿和复购比例均较高，Z 世代成为核心消费人群，推动了本土元素审美的回归与国货的兴起；另一方面，中国制造水平提升，本土品牌不断向上突破获得更多机会。**（4）ESG 理念深入人心，绿色消费大势所趋。**国内众多纺织制造龙头已将 ESG 和绿色转型放在战略位置，在需求端，消费者对于品牌 ESG、环境保护、可持续发展等方面议题的重视程度也有所提升，在二十大报告的引领下，绿色消费更是未来大势所趋。
- **明年行业选股的考量标准：**鉴于最新出炉的国务院联防联控机制新二十条更加优化，也更为科学精准，未来对于消费场景的恢复、消费信心的提升和经济的复苏等都带来直接正面的影响，2023 年品牌服饰行业基本面将迎来逐步复苏的曙光。而伴随海外高通胀的逐步缓解和去库存的尾声，2023 年纺织服装制造行业也有望迎来订单的回暖。在行业基本面预计逐步复苏的背景下，落实到选股，品牌端更关注子行业长期空间、景气度和品牌势能是否提升；制造端更关注优质客户的稳定性及长期占比、产业链一体化和全球化布局情况以及工序的复杂程度和持续研发能力。

投资建议与投资标的

我们认为目前行业处于估值和基本面双触底的阶段，而政策优化的曙光已经出现，明年行业基本面将逐步迎来复苏。我们预计 2023 年行业整体特别是龙头企业有望跑赢大盘，对行业维持“看好”评级。在子行业排序上，我们更看好化妆品医美、运动户外等具备中长期高景气逻辑的赛道，对珠宝首饰、大众服饰、中高端男女装、家纺和纺服制造等子行业更多是个股的结构性机会。落实到个股，在化妆品医美领域，重点推荐珀莱雅(603605，买入)、贝泰妮(300957，增持)和爱美客(300896，买入)，建议关注华熙生物(688363，增持)。在运动服饰领域，推荐李宁(02331，买入)、安踏体育(02020，买入)，建议关注特步国际(01368，买入)。在户外露营领域，重点关注牧高笛(603908，买入)。纺服制造子行业，重点推荐伟星股份(002003，买入)、华利集团(300979，买入)、 申洲国际(02313，买入)和 浙江自然(605080，买入)。其他服饰领域，建议关注波司登(03998，买入)、报喜鸟(002154，买入)、比音勒芬(002832，买入) 和森马服饰(002563，增持)。珠宝首饰建议关注周大生(002867，增持)和潮宏基(002345，增持)。

风险提示：疫情反复影响终端消费、棉价和汇率波动变化、库存风险、渠道流量变革

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。开请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

2022 年行业形势回顾.....7
品牌端：整体疲弱，内部分化.....7
制造端：内销全年弱势，外销由强转弱.....8
二级市场表现回顾.....9
未来重要变量分析.....11
品牌端关注变量.....11
1、疫情防控政策的变化 11
2、消费者信心指数 12
3、双十一清库及冬装销售情况 13
制造端关注变量.....15
1、欧美零售数据及结构变化 15
2、海外可选消费库存去化指标 17
3、全球龙头品牌指引变化 17
可选消费中长期大趋势.....18
消费分层进一步加剧.....18
行业加速优胜劣汰，龙头强者更强.....20
国潮趋势进一步延续.....21
ESG 理念深入人心 绿色消费大势所趋.....22
行业选股标准.....25
品牌端：子行业长期空间、景气度和品牌势能是否提升为重要选择标准.....25
1、化妆品：行业分化继续显现，龙头强者恒强 25
2、医美：行业仍在高速增长阶段 强监管有利于行业和龙头可持续发展 31
3、运动服饰：服饰行业中最强细分赛道 31
4、户外露营：少数受益于疫情催化、渗透率低的高成长赛道 33
制造端：静待海外经济拐点，精选产业链中优质公司.....37
共性 1：优质客户长期稳定且保持较高收入占比 39
共性 2：产业链一体化、全球化布局较为完善 41
共性 3：上游工序有一定复杂度，持续研发投入夯实竞争优势 42
行业投资建议.....44

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 45

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。

图表目录

图 1：社零分品类：当月同比 7
图 2：社零分品类：累计同比 7
图 3：分行业收入/归母净利润增速（2022 年前三季度，港股公司为截至 22H1 数据） 7
图 4：中国纺织品出口金额同比增速转负 8
图 5：柯桥纺织：外贸景气指数 2022 年以来不断下滑 8
图 6：龙头制造公司 22Q3 收入增速环比下滑 9
图 7：龙头制造公司 22Q3 归母净利润增速环比下滑 9
图 8：行业（主要包含 SW 纺织服饰、SW 美容护理 145 只个股）基金配置比例 9
图 9：纺织服装市盈率 TTM 变化（申万） 10
图 10：代表公司年初至今涨跌幅（截至 11 月 18 日） 10
图 11：COVID-19 防疫“严格性”指数(Stringency Index)比较 11
图 12：国内疫情确诊图 11
图 13：近三个月国内新增本土和新增本土无症状病例数量 11
图 14：消费者对 2022 年收入预期明显持谨慎态度（2022 年 5 月） 12
图 15：国内消费者信心指数处于低位 12
图 16：消费信心指数-消费意愿也处于低位 12
图 17：22Q3 龙头服饰品牌存货周转天数分位数（最近 5 年） 13
图 18： 2021 年服装鞋帽、针、纺织品类分季度零售占比 13
图 19：化妆品医美公司 21Q4 收入占全年比重 13
图 20：双十一 GMV 增速放缓 14
图 21：双十一消费支出预期占比 14
图 22：美国 CPI 当月同比 15
图 23：美国消费者信心指数不断下滑 15
图 24：美国零售和食品服务销售额：服装店（2 年滚动 CAGR） 15
图 25：美国零售和食品服务销售额：鞋店（2 年滚动 CAGR） 16
图 26：美国零售和食品服务销售额：运动商品店（2 年滚动 CAGR） 16
图 27：欧盟 27 国：零售销售指数（当月同比） 16
图 28：日本商业零售额 16
图 29：美国零售和批发库存比持续上升 17
图 30：美国零售和批发零售商库存同比增长大于销售 17
图 31：代表性奢侈品品牌收入同比增长变化 18
图 32：未来 12 月富裕人群消费意愿基本不变（2022 年 5 月） 19
图 33：未来 12 月富裕人群储蓄意愿均有上升（2022 年 5 月） 19
图 34：未来 12 月预期刚需消费品的购买意愿持续提升（2022 年 5 月） 19

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。

图 35：消费者对国潮产品的购买意愿较强 21
图 36：消费者对国潮产品的复购比例超过 80% 21
图 37：社媒平台 ESG 相关内容品牌 Top 20 23
图 38：消费者对品牌方 ESG 方面的态度 24
图 39：化妆品行业整体规模（亿元）及增速 25
图 40：化妆品社零增速 26
图 41：国内化妆品龙头公司 2022 年分季度收入增速 26
图 42：国内化妆品龙头公司 2022 年分季度利润增速 26
图 43：珀莱雅大单品体系 28
图 44：国内医美行业增速较快 31
图 45：主要国家每千人医美次数（2020 年） 31
图 46：预计中国运动服饰市场在未来五年仍能保持双位数增长（亿元） 32
图 47：耐克女子系列产品增长更快 32
图 48：安踏携手谷爱凌布局女子市场 32
图 49：迪桑特门店数量变化 33
图 50：始祖鸟于 2020 年底签约刘雯为全球首位代言人 33
图 51：国内接待游客数及旅游总收入尚未恢复至 2019 年水平 34
图 52：2018 年户外运动人群年龄分布 34
图 53：2018 年户外运动人群性别分布：以男性为主 34
图 54：2021 年露营消费者年龄分布 35
图 55：2021 年露营消费者性别分布：以女性为主 35
图 56：日本露营人口变化（万人） 35
图 57：国内一线城市人均 GDP 与 1990 年代日本类似（美元） 36
图 58：国内许多城市汽车保有量（每百人）已超过 1990 年代日本 36
图 59：中国户外用品市场零售规模（亿元） 37
图 60：三菱汽车帕杰罗为当年爆款 37
图 61：耐克分季度存货周转天数 37
图 62：阿迪分季度存货周转天数 37
图 63：濡鸿月度收入增速 38
图 64：裕元集团月度收入增速月度收入增速 38
图 65：申洲国际上市以来股价涨幅（港币） 38
图 66：除申洲、华利外，其余龙头纺织制造企业市值仍然较小（亿元） 38
图 67：美国运动服饰同比增速高于服饰 39
图 68：德国运动服饰同比增速高于服饰 39
图 69：华利集团毛利率和净利率逐年上升，特别在 2021 年 41
图 70：越南鞋履出口同比增速 41
图 71：一体化的制衣企业毛利率大于制鞋企业 42
图 72：浙江自然毛利率高于非一体化同行供应商 42

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。

图 73：龙头纺织制造企业研发费用率比较 43

表 1：国内龙头运动品牌终端流水数据表现 8
表 2：22H1 主要运动品牌分品类增速 8
表 3：服饰龙头品牌四季度去库存 14
表 4：沃尔玛和塔吉特的季报中对于经济形势的表述 16
表 5：龙头海外服饰公司收入指引 17
表 6：2022 前三季度奢侈品集团在亚太区销售表现 18
表 7：龙头制造公司社会责任报告比较 22
表 8：2022 前三季度海外巨头在大中华区销售表现 26
表 9：化妆品行业细分赛道规模及增速（亿元） 27
表 10：2022 年 6 月以来抖音美妆品类销售额 TOP10 29
表 11：历年大促美妆品牌表现 30
表 12：运动赛道在服饰大行业中增速和市场集中度维度均保持领先 31
表 13：《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》六大主要任务 33
表 14：各国运动服饰行业增速和竞争格局 39
表 15：龙头品牌方对于供应商的考察内容 40
表 16：阿迪达斯核心供应商情况 40
表 17：越南抗击疫情回顾（2021H2） 41
表 18：申洲国际专利申请和创新成果转化数量逐年上升（个） 42
表 19：重点公司盈利预测及估值情况 44

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。

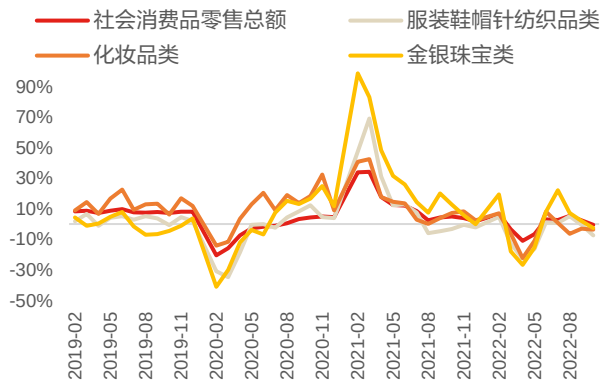
2022 年行业形势回顾

品牌端：整体疲弱，内部分化

2022 年 3 月至今，受国内疫情反复影响，社零明显放缓。2022 年 3 月起全国疫情反复，部分一线城市静默管理导致终端零售承压，下半年扩散至部分低线城市，叠加消费意愿的下降，社会消费品承压。1-10 月社会消费品零售总额同比增长 0.6%，其中 Q1/Q2/Q3 分别同比+3.3%/-4.6%/+3.5%，Q3 环比 Q2 增速有所改善，10 月受部分地区疫情反复影响线下表现偏弱，但随着防疫政策调整未来有望恢复。

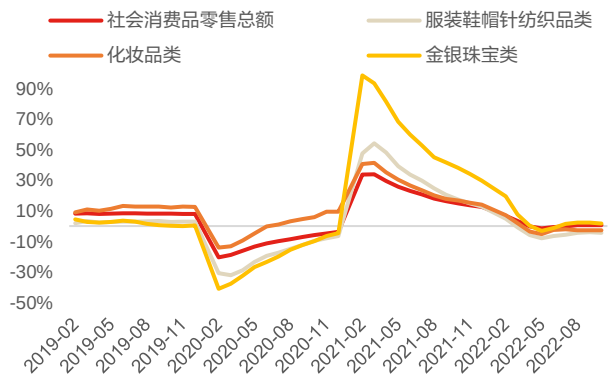
分品类看，粮油食品、饮料、日用品类等必选品类优于可选品类，多数可选消费品牌 4 月终端零售数据最弱，5 月下旬开始出现好转。1）服装鞋帽类：1-10 月累计同比-4.4%，Q1/Q2/Q3 分别-0.9%/-12.1%/1.7%，Q3 以来已呈现明显向好态势。2）化妆品类：1-10 月累计同比-2.8%，Q1/Q2/Q3 分别+1.8%/-6.6%/-3.2%，6 月传统销售旺季表现较好，实现同比 8.1%的正增长，随着双十一销售旺季到来，我们期待 Q4 行业表现。3）金银珠宝类：1-10 月累计同比+2.7%，Q1/Q2/Q3 分别+7.6%/-11.0%/+9.5%，Q3 恢复较快。

图 1：社零分品类：当月同比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 2：社零分品类：累计同比



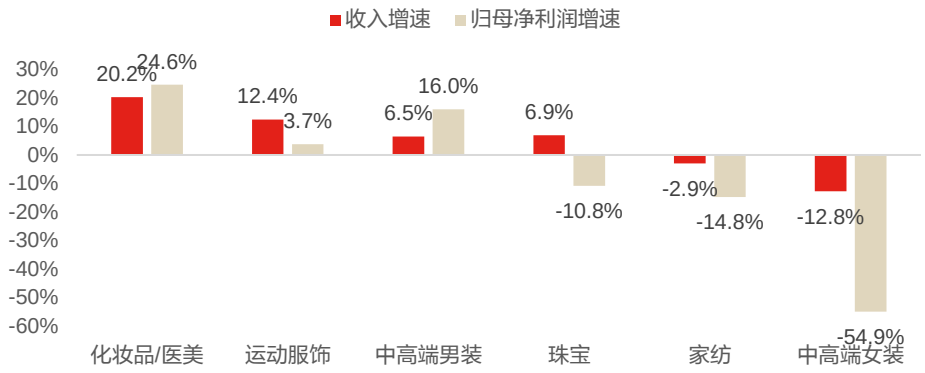
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

各子行业上市公司之间表现也有所分化，总体从经营业绩来看，化妆品、医美>运动户外、中高端男装 >珠宝、家纺>中高端女装和大众休闲。我们选取 23 家行业内代表性上市公司为样本，对不同行业上市公司经营业绩进行了分析，其中医美化妆品行业表现最优，以爱美客、珀莱雅、华熙生物、贝泰妮为的代表的上市公司在前三季度普遍实现快速增长；运动服饰和中高端男装表现次之，李宁、特步等国货龙头中报实现正增长，三季度虽然仍受到疫情扰动影响，但是经营数据环比改善；珠宝、家纺、中高端女装业绩承压，前三季度业绩下滑。

从结构来看，运动服饰子行业内部各品类表现也有所分化，鞋（功能性强）类表现普遍优于服装。在整体销售承压的背景下，鞋类表现出较强韧性，头部品牌强化专业运动品类效果明显。

图 3：分行业收入/归母净利润增速（2022 年前三季度，港股公司为截至 22H1 数据）

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。



数据来源：wind，东方证券研究所

表 1：国内龙头运动品牌终端流水数据表现

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
李宁	中单位数	10-20% 中段	80-90% 高段	90-100% 低段	40-50% 低段	50-60% 高端	20-30% 高段	10-20%低段 下降	10-20% 中段
安踏主品牌	低单位数	低单位数	40-45%	35-40%	10-20% 低段	10-20% 中段	10-20% 高段	中单跌幅	中单位数
FILA	20-25%	25-30%	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	中单位数	高单下滑	10-20% 低段
特步	中单位数	高单位数	55%	30-35%	中双位数	20-25%	30-35%	中双位数	20-25%
361 度	高单跌幅	低单位数	高双位数	15-20%	低双位数	高双位数	高双位数	低双位数	中双位数

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：22H1 主要运动品牌分品类增速

	李宁	安踏	特步	耐克大中华区
鞋类收入 YoY	47.1%	25.8%	29.8%	-6%
服装收入 YoY	-3.1%	6.1%	50.6%	-17%

数据来源：各公司公告，东方证券研究所

制造端：内销全年弱势，外销由强转弱

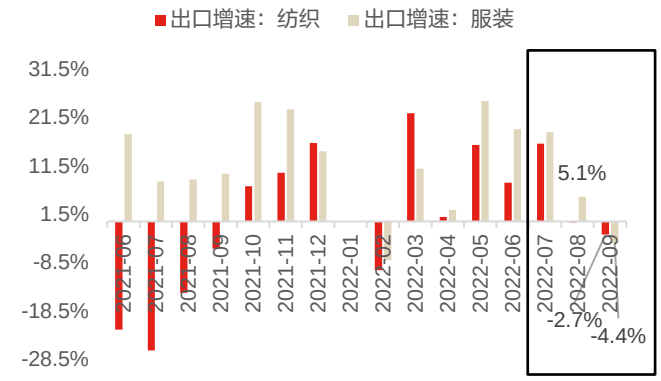
内销方面，全年表现弱势。我们认为核心原因在于疫情的反复，导致国内零售疲弱，进而造成国内龙头公司库存压力较大，补库需求较弱。

外销方面，年中由强转弱，关注海外需求边际变化。回顾 22H1，受益于海外发达国家疫情防控措施的放松+去年下半年越南供应链扰动产生的补库需求等，国内制造板块表现较为强势。进入 22H2，欧美经济体受高通胀压力影响，需求大幅走弱，另一方面库存水平大幅攀升，消化仍需时间，从国内龙头制造企业来看，6 月以来陆续出现部分砍单、客户下单意愿趋弱等现象，欧美需求端的边际变化是目前重要关注指标。

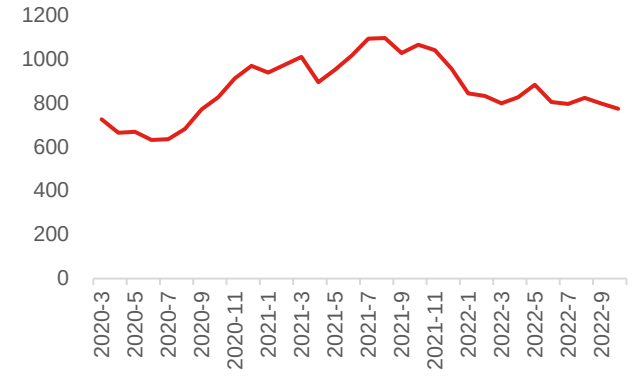
图 4：中国纺织品出口金额同比增速转负

图 5：柯桥纺织：外贸景气指数 2022 年以来不断下滑

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。

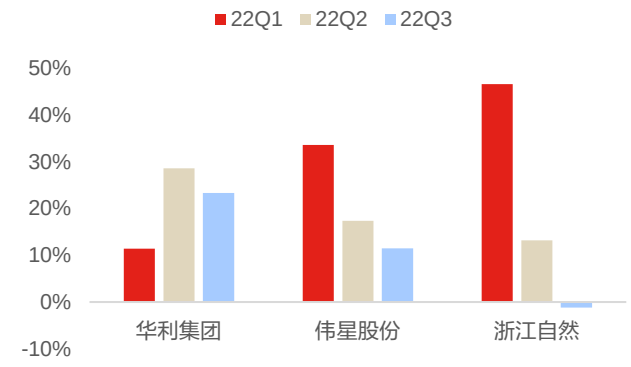


数据来源：wind，东方证券研究所



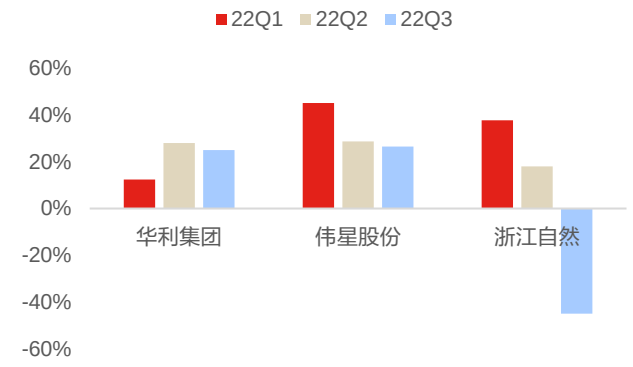
数据来源：wind，东方证券研究所

图 6：龙头制造公司 22Q3 收入增速环比下滑



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：龙头制造公司 22Q3 归母净利润增速环比下滑



数据来源：公司公告，东方证券研究所

另一方面，近三年的疫情反复，对全球制造业供应链都带来巨大挑战，中国纺织制造展现了更强的稳定性和性价比以及在细分领域中的全球竞争力。稳定、高质量的产业链与供货能力造就了国内制造龙头对出口订单更强的议价能力，智能制造、灵活营销、个性化开发等投入进一步强化了他们在细分领域的全球化优势，因此经过短期的波动，龙头公司的市场份额仍然有望在后续的竞争中进一步提升。

二级市场表现回顾

从机构配置来看，截至 2022 年 Q3，行业（主要包含 SW 纺织服饰、SW 美容护理 145 只个股）的基金配置为 1.5%。A 股机构持仓的重点公司主要聚焦于爱美客、比音勒芬、珀莱雅、伟星股份、牧高笛等头部公司。**从估值角度来看，**当前纺织服装板块/美容护理/钟表珠宝（申万）市盈率 TTM 约 21/41/22 倍左右，纺织服装板块估值处于历史估值低位。

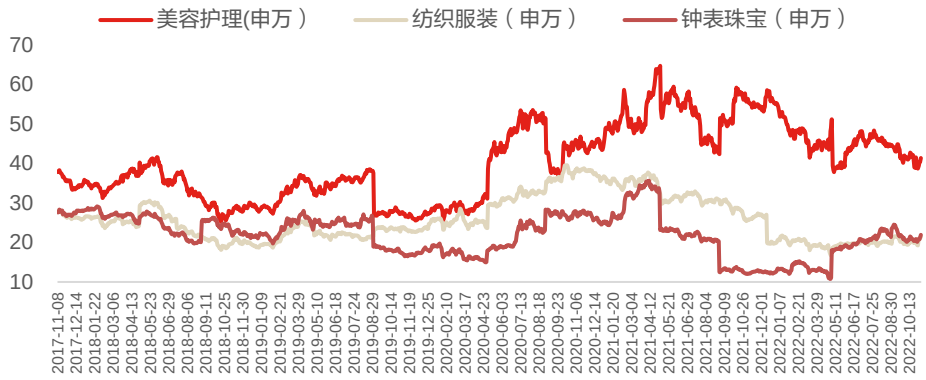
图 8：行业（主要包含 SW 纺织服饰、SW 美容护理 145 只个股）基金配置比例

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。



数据来源：wind，东方证券研究所

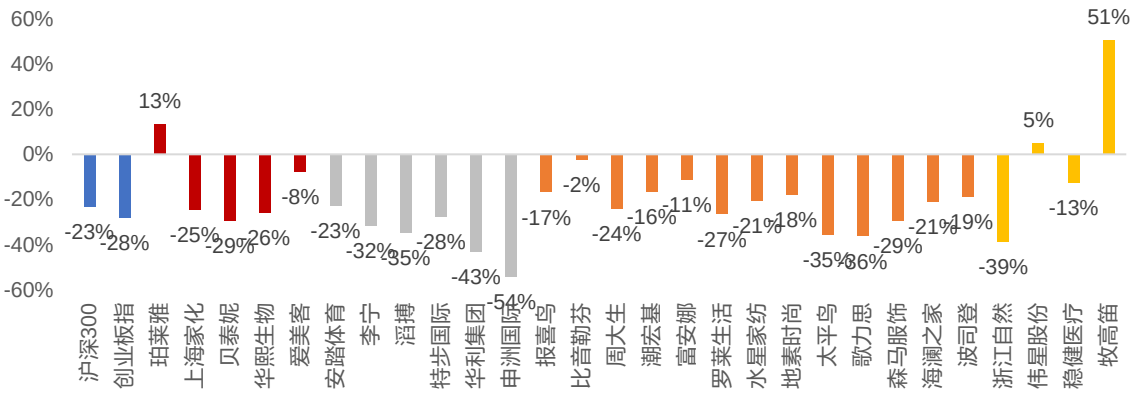
图 9：纺织服装市盈率 TTM 变化（申万）



数据来源：wind，东方证券研究所

年初至今，牧高笛、珀莱雅、伟星股份取得正增长。在整体低迷的市场环境下，医美化妆品板块公司表现整体优于行业表现，港股运动服饰品牌方受疫情冲击及港股大盘影响表现较弱整体承压；个股方面，牧高笛（+51%）、珀莱雅（+13%）、伟星股份（+5%）表现优异，取得正增长；比音勒芬、爱美客、富安娜、贝泰妮、稳健医疗、潮宏基和报喜鸟等细分领域龙头也在年初至今跑赢指数。

图 10：代表公司年初至今涨跌幅（截至 11 月 18 日）



数据来源：wind，东方证券研究所

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。

未来重要变量分析

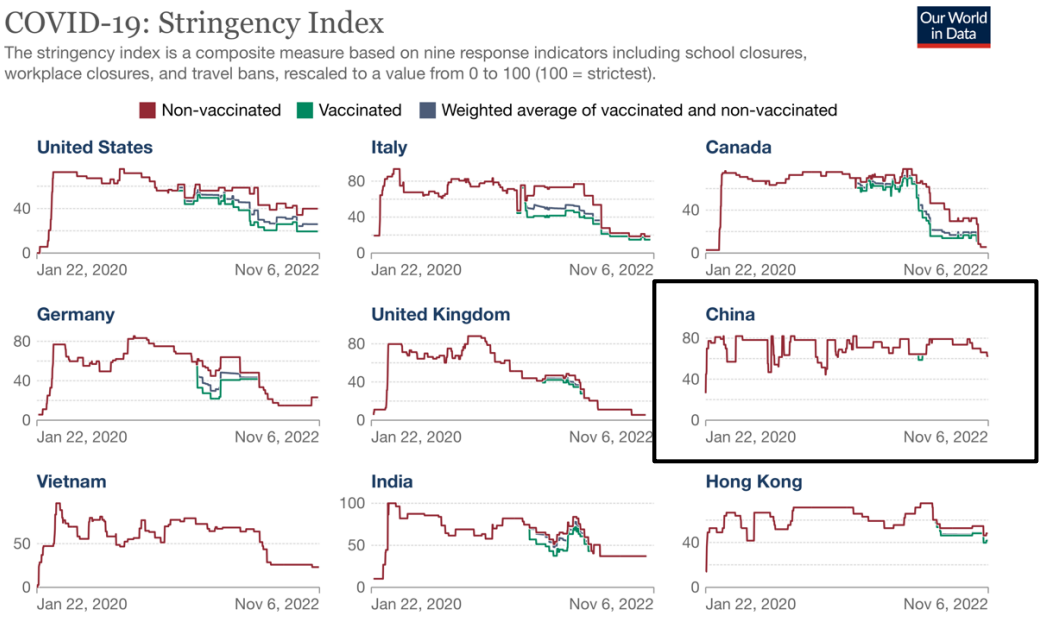
品牌端关注变量

1、疫情防控政策的变化

我们认为，未来防疫政策的变化是影响品牌线下零售复苏的核心要素之一。疫情反复给线下门店的经营带来较为严重影响，包括门店的营业时间、客流量等；线上销售受到冲击相对较小（仅包括物流中断等）。根据牛津大学发布的新冠疫情“严格性”指数(Stringency Index)，中国自 2020 年疫情发生以来，指数始终维持高位，对比而言，欧美、东南亚等国家采取逐步放开政策，从每日新增病例来看，国内 11 月后新增数量呈现快速增长态势。

根据最新政策，11 月 11 日，国务院联防联控机制发布新二十条疫情防控措施，主要变化包括：对密切接触者，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”，并且不再判定密接的密接，风险区由三类调整为高低两类等。整体防控政策更为科学精准，也更加优化。

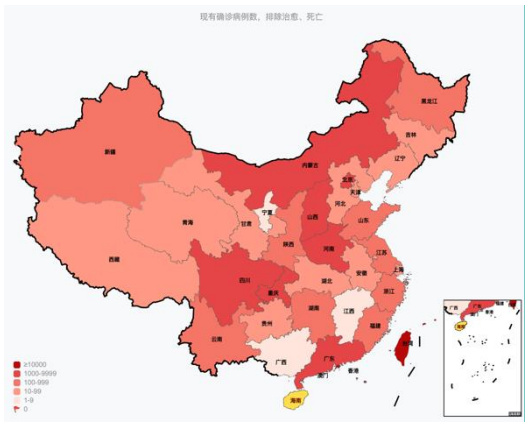
图 11：COVID-19 防疫“严格性”指数(Stringency Index)比较



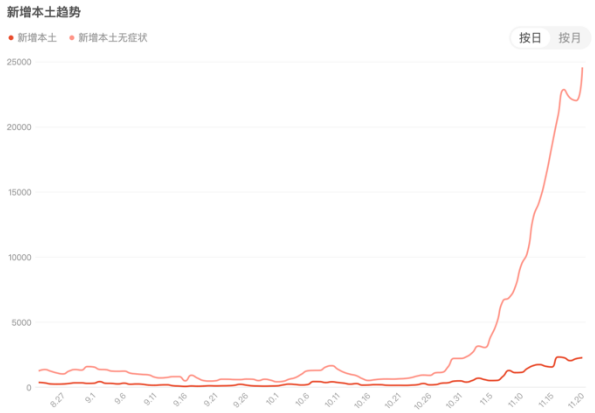
数据来源：Our World in Data，东方证券研究所

图 12：国内疫情确诊图

图 13：近三个月国内新增本土和新增本土无症状病例数量



数据来源：百度，东方证券研究所，注：截至 11 月 20 日

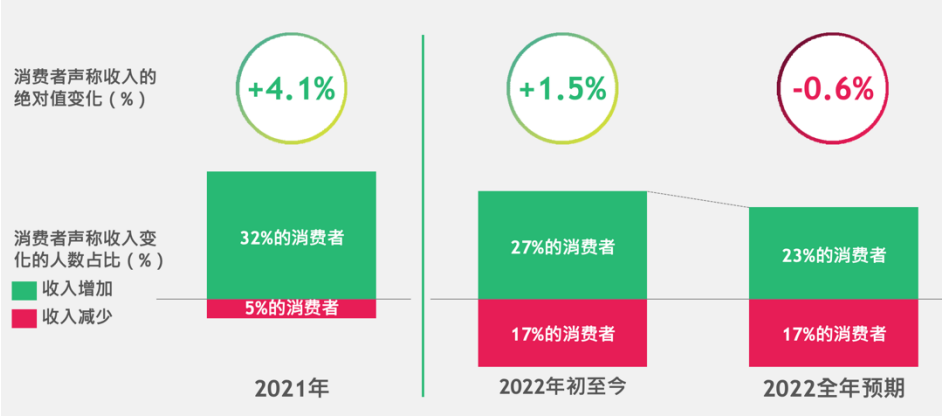


数据来源：百度，东方证券研究所，注：截至 11 月 20 日

2、消费者信心指数

根据 BCG 今年 5 月的调研数据，消费者对 2022 年收入预期明显持谨慎态度，17%的消费者声称收入减少，大幅高于 2021 年的 5%。另外根据国家统计局数据，自 2022 年 4 月以来，国内消费信心指数和消费意愿均处于低位。

图 14：消费者对 2022 年收入预期明显持谨慎态度（2022 年 5 月）



数据来源：BCG，东方证券研究所，注：BCG 消费者洞察智库后疫情时代中国消费者调研（调研时间 2021 年第一季度），样本量 N~3000； BCG 消费者洞察智库 2022 上半年中国消费者信心监测调研，样本量 N~2000

图 15：国内消费者信心指数处于低位

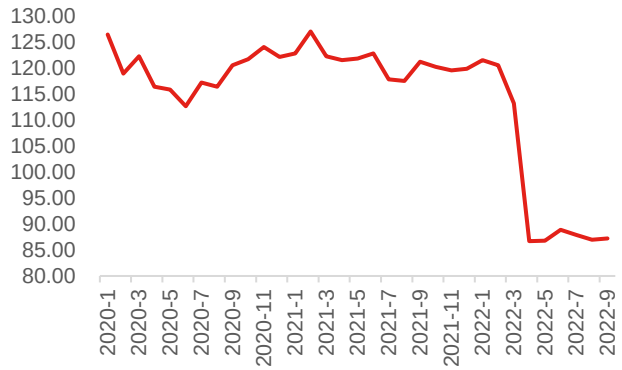
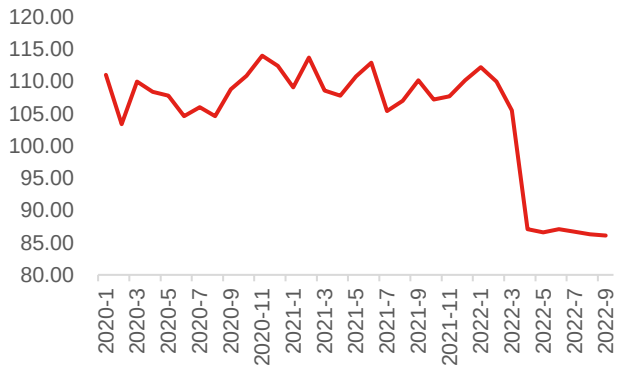


图 16：消费信心指数-消费意愿也处于低位



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。

数据来源：国家统计局，东方证券研究所

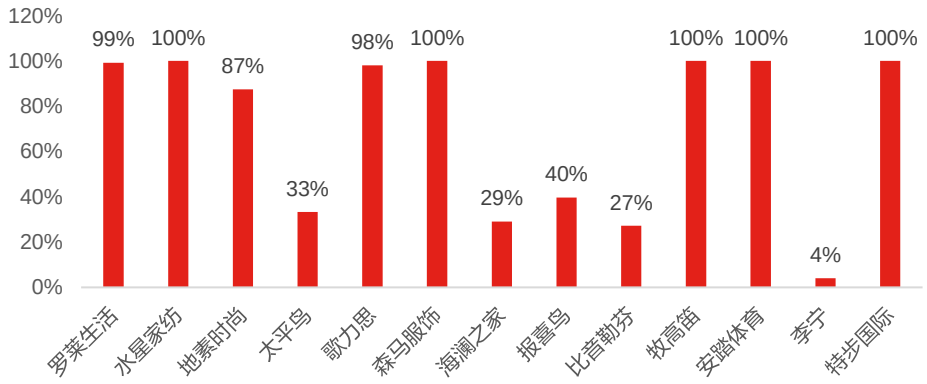
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

3、双十一清库及冬装销售情况

二三季度销售承压，目前服饰行业库存整体维持高位。如前所述，由于全国各地的疫情反复，服饰品牌短期多数面临较大库存压力，比较最近 5 年的三季报存货周转天数（港股选取中报数据），我们所跟踪的龙头公司中有较多企业在 2021 年库存水平位于高位，同时我们也看到李宁、比音勒芬等公司受益于较强的品牌力和精细化的库存管理能力，库存水平保持在健康水平。

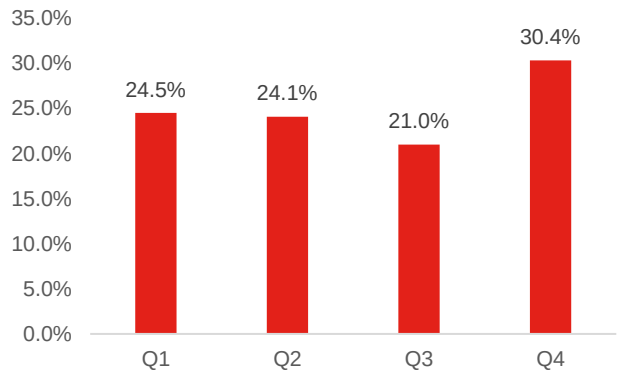
四季度占全年销售比重较高，因此双十一和冬装销售十分重要。一方面由于冬季产品销售价值较高，另一方面由于双十一作为传统大促销售占比高。根据国家统计局数据，2021 年服装鞋帽、针、纺织品类四季度销售占比超 30%。

图 17：22Q3 龙头服饰品牌存货周转天数分位数（最近 5 年）



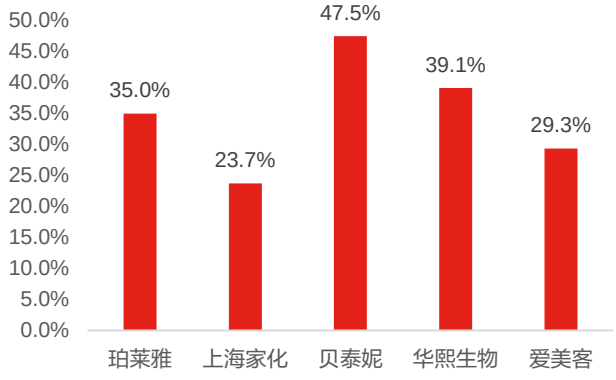
数据来源：wind，东方证券研究所，注：安踏、李宁和特步国际不披露三季报，用中报数据代替

图 18： 2021 年服装鞋帽、针、纺织品类分季度零售占比



数据来源：wind，东方证券研究所

图 19：化妆品医美公司 21Q4 收入占全年比重

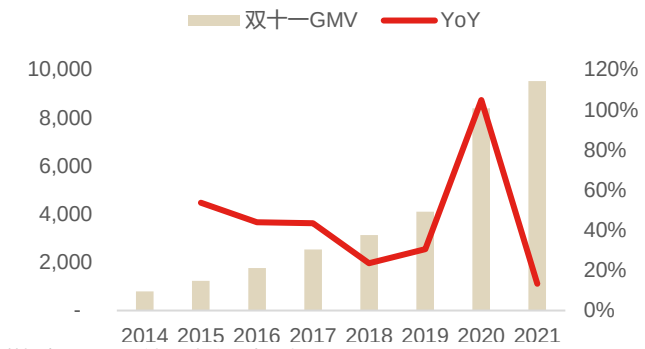


数据来源：wind，东方证券研究所

双十一大盘增长面临压力，龙头品牌预期放开折扣加速库存去化。我们认为，随着消费者短期消费意愿的低迷，叠加大促的常态化和密集化，预计 2022 年双十一增长将有所趋缓，根据今年 618 数据，总体 GMV 为 5,830 亿，同比增长仅 1%。另一方面，根据贝恩分析数据，2022 年预期减少双十一消费支出的消费者占比达 34%，同比去年大幅增加（去年仅 9%）。因此，今年的去库存压力和挑战将远大于 2020 年（2020 年双十一 GMV 增长高达 105%），多家龙头公司表示在销售流水与折扣力度的权衡中，更倾向于前者，通过加深折扣等方法加速库存去化。

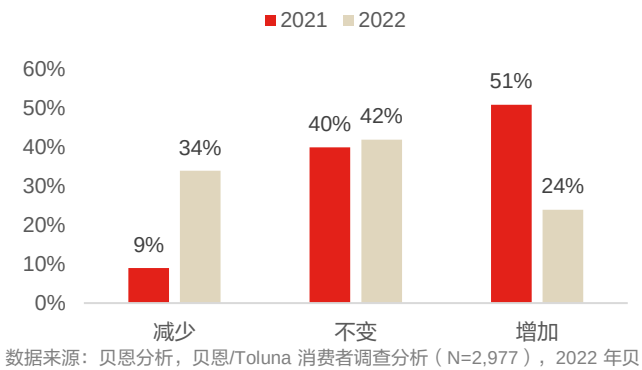
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 20：双十一 GMV（亿元）增速放缓



数据来源：贝恩分析，东方证券研究所

图 21：双十一消费支出预期占比



数据来源：贝恩分析，贝恩/Toluna 消费者调查分析（N=2,977），2022 年贝恩消费者调查（N=3,000），东方证券研究所

表 3：服饰龙头品牌四季度去库存表述

公司	三季度库存情况和关于四季度去库存的表述
李宁	◆ 重视库存管理，力求在库存和流水之间取得动态平衡，为公司整体绩效做综合考虑 ◆ 折扣环比略有增加，相比去年同期略有增加，但是总体深度不大，是低单位数折扣（同比口径）。从年底来说，目标是把库存降低到 4 个月以下
安踏	◆ 库存：主品牌安踏三季度库销比略超 5 倍，预计会把库存在 Q4 和年底回归到正常水平；FILA 库销比约 7-8 倍，年底也会努力恢复正常 ◆ 折扣：安踏大货零售折扣同比持平，儿童有 2%-3%的改善；FILA 综合折扣比去年高，在 74-75 折，正价店 85-86 折左右。四季度预计折扣会比较大，双十一今年库存比较重，所以流水今年会放在第一位，折扣力度会比往年大一点
特步	◆ 库存：三季度环比有一定增长；Q4 会重点清理库存，希望在年底库存可以达到正常的水平 ◆ 折扣：Q3 折扣和 Q2 基本持平，保持在较好水平；Q4 折扣可能会有压力，预计可以达到 7 折甚至以下的折扣，以保证清除相应库存
耐克	◆ 库存：库存运输时间长且产品流动中断，北美库存 FY23Q1 环比 FY22Q4 增长了 15%，存在库存压力 ◆ 折扣：FY23Q1 在北美增加了促销活动，FY23Q2 会继续增加促销活动，以销售多余的库存，并为新的季节性产品创造市场容量
阿迪	◆ 库存：22Q3 库存水平同增 63%，面临中华区疫情以及海外需求减弱等问题，库存水平有压力 ◆ 折扣：计划以促销手段清理积压产品库存，在大中华区考虑结合双 11 等电商购物节，加大打折力度
歌力思	◆ 库存：绝对额同比增多，但新开店多，认为整体库存规模匹配，库存压力没有提高；前三季度资产减值损失 887 万，主因去年同期库存较多。
海澜之家	◆ 三季末库存为 90 亿，去年同期库存为 92 亿，总体有所控制

数据来源：公司公告，东方证券研究所

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。

制造端关注变量

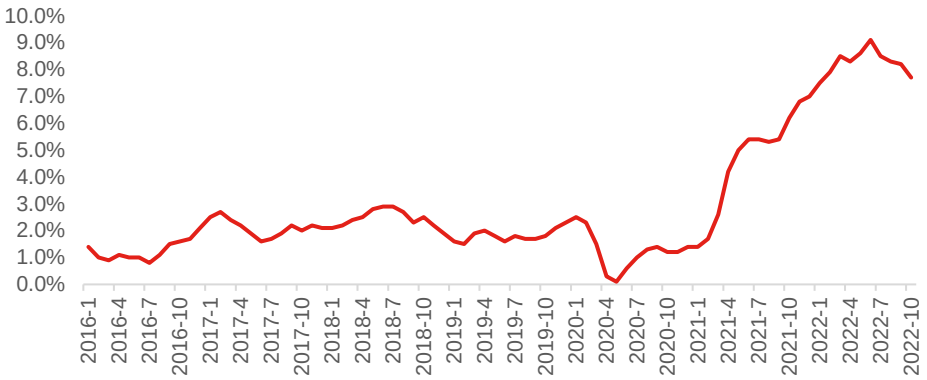
在国内防疫政策仍有不确定性的背景下，我们判断未来“外需”是决定业绩变化的核心变量，具体可跟踪指标为：

1、欧美零售数据及结构变化

美国、欧洲、日本等主要发达国家是外销市场的主要目的地，由于今年年中以来高通胀的影响，各国加大了货币紧缩的力度，消费者信心指数受到压制。零售端来看，我们跟踪的美国服装店、鞋店、运动商品店零售额复合增速在今年 6 月起已开始走弱，欧盟零售指数自 2020 和 2021 年疫情后又再次呈现负增长，日本商业零售额则保持相对稳定。

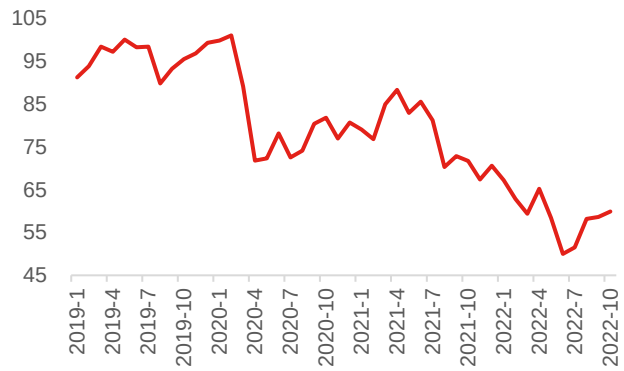
值得一提的是，最新美国 10 月 CPI 当月同比增长 7.7%，环比明显下滑，通胀势头得到一定缓解，如果该趋势延续，美国消费市场有望得到边际复苏。

图 22：美国 CPI 当月同比



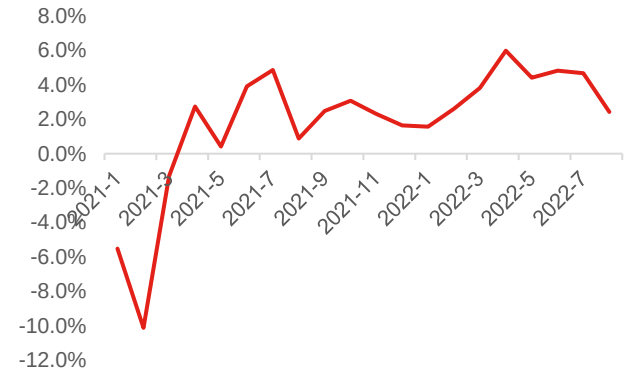
数据来源：wind，东方证券研究所

图 23：美国消费者信心指数不断下滑



数据来源：密歇根大学，东方证券研究所

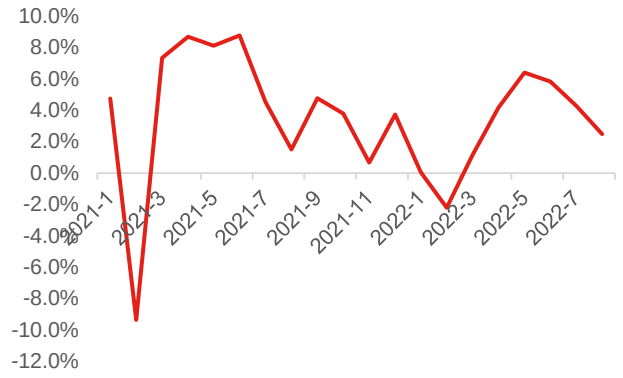
图 24：美国零售和食品服务销售额：服装店（2 年滚动 CAGR）



数据来源：美国商务部，东方证券研究所

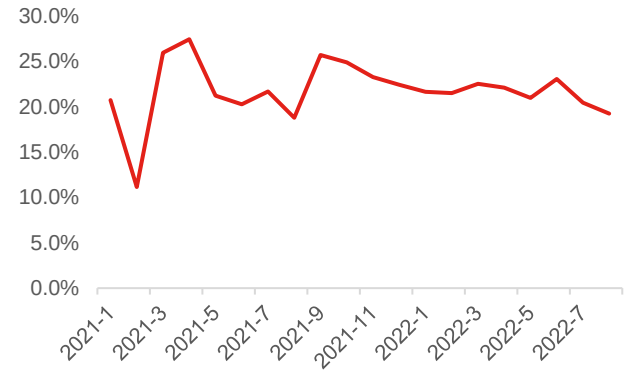
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 25：美国零售和食品服务销售额：鞋店（2 年滚动 CAGR）



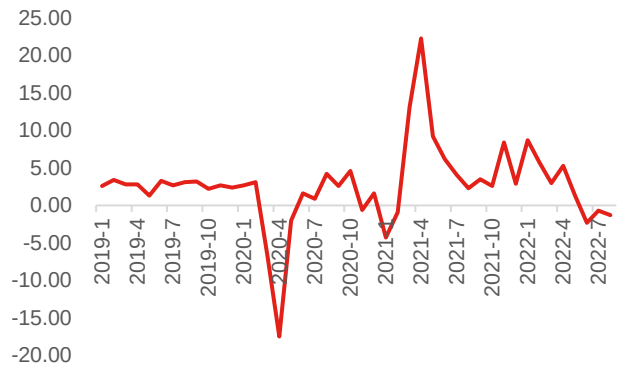
数据来源：美国商务部，东方证券研究所

图 26：美国零售和食品服务销售额：运动商品店（2 年滚动 CAGR）



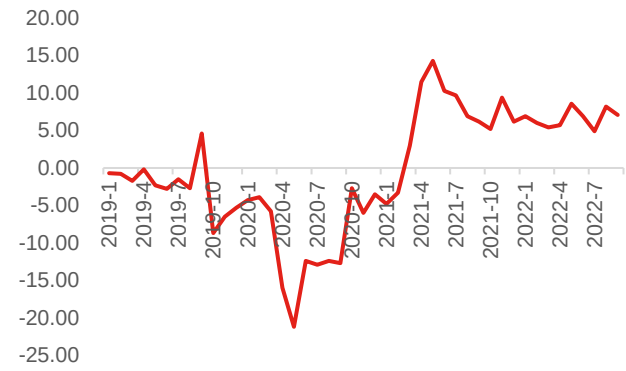
数据来源：美国商务部，东方证券研究所

图 27：欧盟 27 国：零售销售指数（当月同比，%）



数据来源：欧盟统计局，东方证券研究所

图 28：日本商业零售额总计同比（%）



数据来源：日本经济产业省，东方证券研究所

从结构上来看，海外可选消费表现也是明显弱于必选。根据沃尔玛和塔吉特近两期的财报交流显示，面临通胀压力，消费者普遍有缩减预算的打算，并更倾向于控制非必选品的支出，增加食品或家庭必需品的支出占比。

表 4：沃尔玛和塔吉特的季报中对于经济形势的表述

	22Q1	22Q2
沃尔玛	◆ 食品杂货销售强劲，物价的上涨导致消费者在购买鸡蛋、面包等利润较低的食品类产品时，控制了其他类别的支出，**使得服装、电子产品等利润较高的一般商品销售表现疲软**。 ◆ 在食品杂货类的支出上，消费者正在远离品牌商品并转向**更便宜的自有品牌商品**。 ◆ 在持续的通胀压力下，消费者正在**缩减非必要的购买**，并更加注意他们的预算。	◆ 和其他零售业公司一样面临供应链中断导致库存水平高于正常水平，以及高通胀影响成本的问题； ◆ 高通胀导致消费者预算日益紧张，更多消费者转向折扣店购买低价食品和必需品，**服装等较高利润的商品销售放缓**，必需品消费热度相应上升。
塔吉特	◆ 消费者需求发生明显转变，**不再喜欢交付期较长的非必需品**，导致这些领域的销售额低于预期，库存高于预期	◆ 消费者需求**从非必需品类别（服装和配饰、家居用品、耐用品、装饰）转移**，导致这些领域面临高库存问题，体现出非必需消费类别风险

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。

	◆ 电视和厨房用具等大件商品在本季度出现下滑	◆ 当前食品和家庭必需品等高频类别以及季节性商品等占比增加

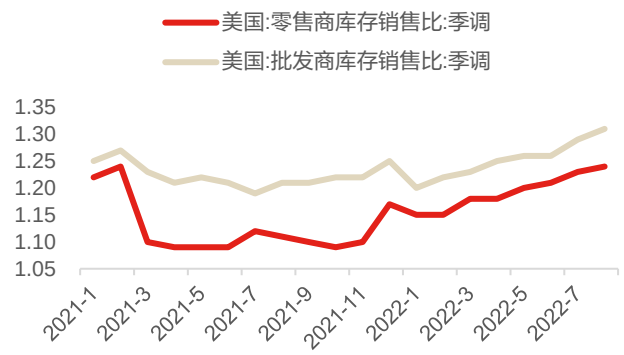
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2、海外可选消费库存去化指标

海外市场服装库存水平目前处于高位。由于 21H2 越南等海外国家的疫情爆发，导致全球供应链紧张，品牌方由于牛鞭效应加紧备库，导致 2022 年初库销比大幅高于同期。而 2022 年 5 月后，海外需求的疲弱导致库销比进一步上升（从库存 YoY-销售 YoY 大幅上升可验证）。

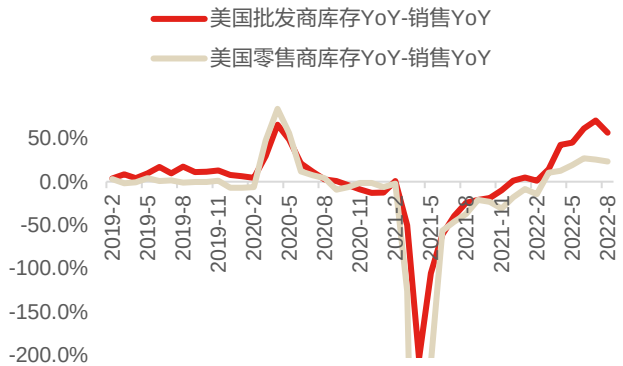
受制于国际海运延迟等原因，部分品牌方运输途中库存增加，也变相延长了库存消化的时间。以耐克为例，FY23Q1 公司库存为 96.6 亿美元，同比增长 44%，其中北美库存同比增长 65%，在途库存同比增长 85%，此外阿迪、露露柠檬、Deckers、UA 等也各自提到了供应链问题对产品交付带来的挑战。

图 29：美国零售和批发库存比持续上升



数据来源：密歇根大学，东方证券研究所

图 30：美国零售和批发零售商库存同比增长大于销售



数据来源：美国商务部，东方证券研究所

3、全球龙头品牌指引变化

我们选取了几家代表性的海外运动/休闲服饰龙头，从每季度的管理层对外发布的指引中，了解龙头公司对未来需求的判断，从而传导至制造商的订单预期。从目前披露的 22Q3 情况来看，各品牌龙头对未来销售整体预期保持谨慎乐观，静待拐点。

表 5：龙头海外服饰公司收入指引

	22Q1	22Q2	最新收入指引
预测区间：2022.6-2023.5			
耐克		低双位数增长	**维持**，低双位数增长
预测区间：2022.1-2022.12			
阿迪达斯	11-13%区间低段增长	**下调**，中高单位数增长	**下调**，中个位数增长
彪马	10%增长	**上调**，15%中双位数增长	**维持**，15%中双位数增长
预测区间：2022.2-2023.1			
露露柠檬	76.1-77.1 亿美元	**上调**，78.65-79.4 亿美元	**维持**，78.65-79.4 亿美元
预测区间：2021.10-2022.9			

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。

优衣库	3.1%增长	**上调**，5.5%增长	**维持**，5.5%增长
预测区间：2022.4-2023.3			
Deckers	34.5-35 亿美元	**维持**，34.5-35 亿美元	**维持**，增速 10-11%。
UA	5-7%增长	**维持**，5-7%增长	**维持**，5-7%增长
预测区间：2022.3-2022.6			
VF	超 7%增长	**下调**，5-6%增长	**维持**，5-6%增长

数据来源：各公司财报，东方证券研究所

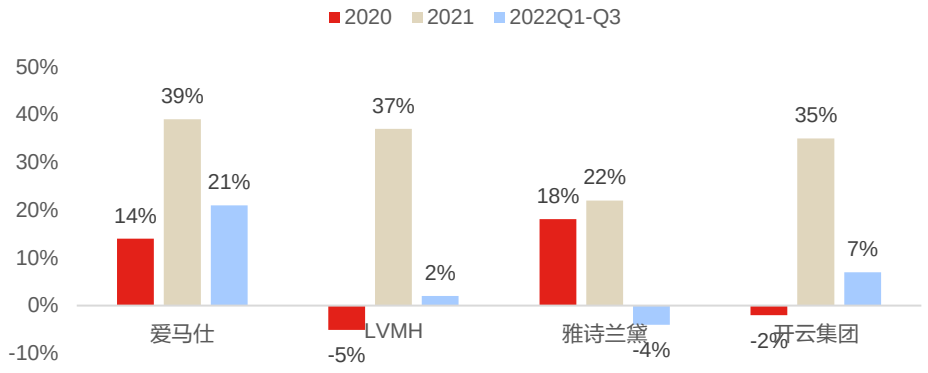
可选消费中长期大趋势

消费分层进一步加剧

高端特别是奢侈品消费韧性相对更强，受疫情和经济影响相对较小。尽管有疫情反复和经济减速等影响，海外高端及奢侈品牌在中国市场的销售仍呈现出较好的势头，经济低迷期其经营的防御性与韧性相对更高，我们认为核心原因包括：a）海外购物渠道受限；b）高端消费目标人群对宏观经济相对敏感度更低的因素有关，大环境的波动主要影响这部分高净值人群的消费信心和购买渠道，但并不影响实际消费能力与习惯；c）部分奢侈品通过提价来稳固自己的定价权，进一步剔除了对价格敏感的“入门级”用户。

2021 年高端消费和奢侈品较快增长，2022 年 Q3 爱马仕、开云集团环比明显改善。2021 年爱马仕亚洲市场收入同比增长 45%（2020 年+14%），LVMH 亚洲市场收入同比增长 37%（2020 年-5%），雅诗兰黛 2021 财年亚太市场收入同比增长 22%（2020 财年+29%）。2022 年 Q1、Q2 受到高线级城市线下关店影响，出现明显下滑，不过爱马仕 6 月复苏后便实现了显著反弹。三季度看，爱马仕、LVMH、开云集团 Q3 亚太区均已恢复正增长，大中华区是其重要收入支撑，爱马仕实现同比 41%的增长，中国消费者需求高。

图 31：代表性奢侈品品牌收入同比增长变化



数据来源：wind，东方证券研究所

表 6：2022 前三季度奢侈品集团在亚太区销售表现

	爱马仕	LVMH	雅诗兰黛	开云集团

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。

22Q1	上涨 28%；中国今年多个城市疫情反复或是静态管理，上海各大商圈客流骤减，门店也陆续关停	上涨 16.4%；总部、线上仓库位于上海，门店客流和仓储物流同步受到影响	下滑 4%；线上 25%的增长，与线下实体店客流量因疫情相关限制措施骤减导致的下滑所抵消	下滑 6%；由于中国部分门店暂停营业，影响销售额
22Q2	上涨 15.9%；中国业务自北京和上海等城市 6 月复苏后便实现了显著反弹	下滑 8%；中国消费者的观念发生转变，消费态度更加谨慎	下滑 1%；中国离岛免税购物圣地海南的门店未能照常运营，销售额有所下滑	下滑 15%；中国 20%的门店无法正常营业
22Q3	上涨 41%；得益于中国以及日本和韩国的持续扩张与布局	上涨 6%；虽然中国情况较二季度有所改善，但门店客流量仍未恢复正常	下滑 15%；中国部分城市 8 月再度陷入停滞，但整体而言需求仍然非常强劲	上涨 7%；中国业务喜忧参半，中国虽然市场情况复杂，但亚太市场仍是主要来源

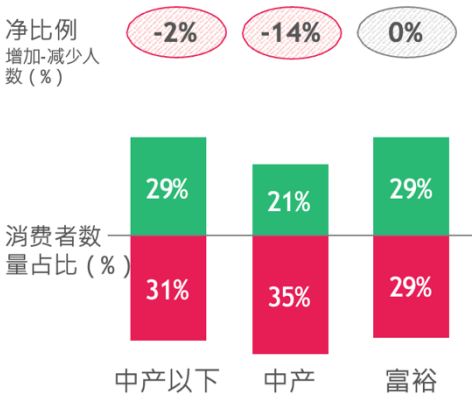
数据来源：各公司公告，东方证券研究所

大众品牌消费呈现更高脆弱性，中档消费塌陷是大概率事件。经过疫情的反复，特别是对服务业等行业的冲击，大众品牌的目标客群（中产阶级与中低收入群体）消费意愿和消费能力被进一步削弱，表现在零售端，2020 年疫情过后虽然大众消费整体也开始回暖，但复苏进程和力度明显弱于高端消费，并且在历次疫情中呈现出较高的脆弱性，内部打折促销的价格竞争频次也在增加。

未来疫情及防控常态化的情况下，大众消费受疫情和经济影响面临的压力相对更大，内部分化与竞争也会日益激烈，而同质化明显的中档品牌无论是市场份额还是销售和渠道规模，都将遇到一定的较大的挑战，**中档消费的塌陷（部分降级）将成为一个大概率趋势。**

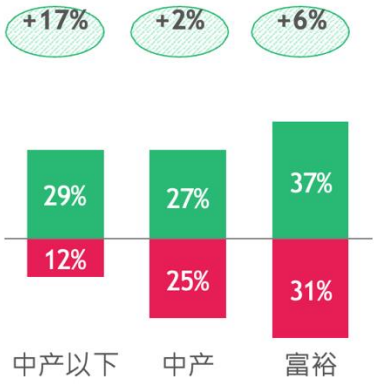
根据 BCG 分析数据（2022 年 5 月），未来 12 月各收入段人群储蓄意愿均有所上升，而消费意愿方面，除了富裕阶层持平，中产或中产以下人群消费意愿均有所下降。另一方面，未来 12 月预期刚需消费品的购买意愿持续提升，可选消费将继续承压。

图 32：未来 12 月富裕人群消费意愿基本不变（2022 年 5 月）



数据来源：BCG，东方证券研究所

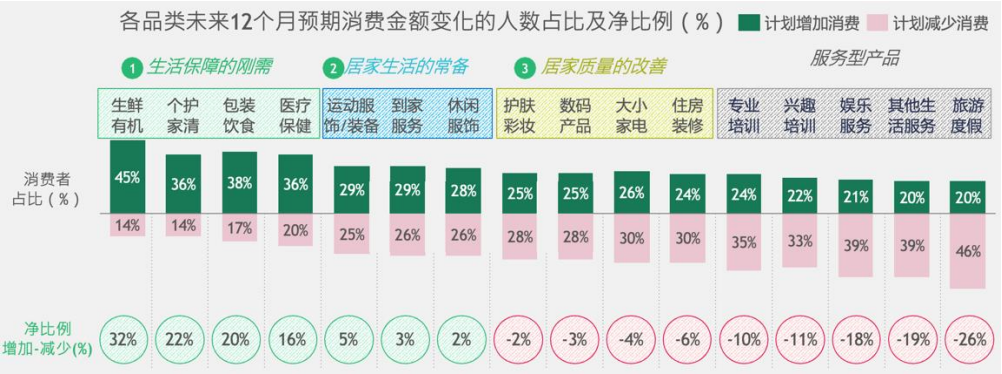
图 33：未来 12 月富裕人群储蓄意愿均有上升（2022 年 5 月）



数据来源：BCG，东方证券研究所

图 34：未来 12 月预期刚需消费品的购买意愿持续提升（2022 年 5 月）

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。



数据来源：BCG，东方证券研究所

“效率提升+品牌差异化升级”将成为行业大方向。面对消费的进一步分层，对于国内的大多数品牌服饰而言，都面临需求端的压力。众多在价格上定位中高端的本土品牌，由于无法真正实现高端化，正在面临边缘化的境地，只有少部分具备品牌沉淀、调性、通过持续的内在提升和外在整合强化的公司，能生存下来并更好分享到行业蛋糕和估值溢价。

1）效率提升：大量的本土大众品牌龙头，如果想要迈过行业增长困境，需要进一步提升效率，从而打破现有分散的竞争格局，在严格控制成本费用、提升流通效率及终端零售能力的基础上，通过产品性价比（兼具价格竞争力与品质卖点）来吸引目标客群，用效率的提升来稳定品牌与渠道的盈利能力（成本费用的把控、调整定价倍率等方式）。

2）品牌差异化升级：近几年来在主力客群代际切换与市场竞争的推动下，越来越多的本土品牌在产品设计、品牌调性、终端门店陈列、品牌营销上下功夫，其逐步提升的设计水平与产品时尚感，以及在面料功能性方面的丰富，吸引越来越多 95-00 后年轻消费者的关注和青睐。

这种在产品、渠道、营销等各方面的升级，一方面是本土品牌迎合国内市场消费升级的大趋势，避免品牌老化陷入单纯依赖价格战的白热化竞争困境的应对之策；另一方面在近几年原材料、人工、广告营销等费用成本继续上升的情况下，通过品牌和产品升级，适当提高定价倍率以及客单价来消化成本上涨压力，满足企业盈利诉求，也是本土龙头品牌实现年轻化、向上高端化的现实需求之一。

行业加速优胜劣汰，龙头强者更强

疫情将加速行业渠道的出清，优质资源将进一步向头部品牌靠拢。2020 年疫情期间大部分品牌都经历了一轮主动调整线下门店结构、提前关闭位置不佳或经营不善的店铺的过程，市场中的加盟商与品牌也经历了互相淘汰的过程。在今年疫情再次反复的大环境下，线下渠道面临客流放缓与经营时长双重不确定性，渠道优胜劣汰的趋势将进一步加快。

在未来线下能够逐步恢复完全正常运营的过程中，渠道盈利模式与现金流更稳定、品牌具备足够吸引力的头部品牌企业，有更多机会获得优质渠道与加盟商资源的靠拢。行业龙头的强者更强，是后疫情时代的重要变化之一，**这一点在偏标品的运动和中高端家纺等细分赛道预计更为突出。**

本土头部品牌正朝着数智化、全渠道布局等方向不断进化。在经历过疫情带来的市场洗礼之后，面临库存消化、渠道升级、客群迭代等行业新变化，头部品牌带领着行业不断升级进化。从供给

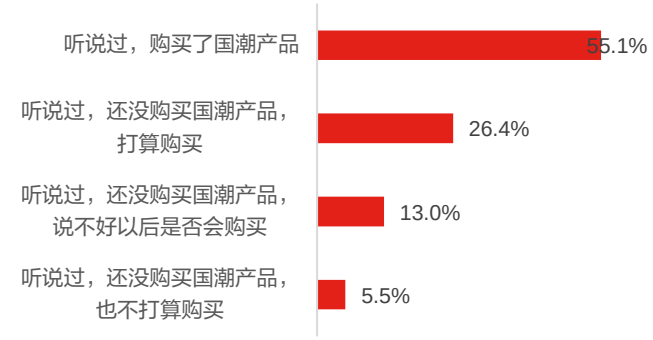
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

端看，本土各细分行业的龙头品牌在品牌建设、零售运营、供应链智能化和数字化系统建设等各个方面正在不断缩小与海外竞争对手的差距。

国潮趋势进一步延续

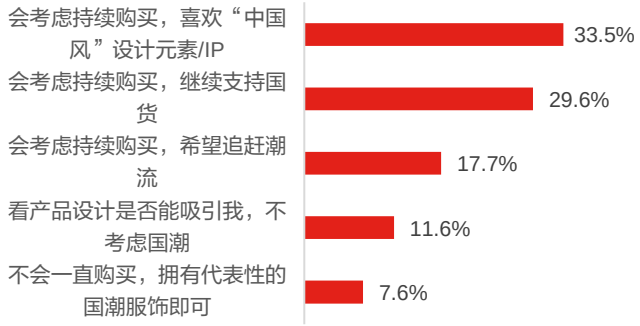
近几年伴随疫情的反复和地缘政治的动荡，在逆全球化的背景下，一系列内外部事件带来的越来越多非商业化的变量正在让国内消费市场本土与海外品牌竞争的天平开始倾斜：2021 年 3 月新疆棉事件后，以李宁、安踏为代表的本土运动品牌销售迅速爆发，全年销售增速大幅超越以 NIKE、ADIDAS 为代表的涉疆问题站队的外资品牌；21 年 7 月鸿星尔克在河南水灾捐助中迅速出圈，掀起了一股本土品牌的浪潮，短期天猫直播间与旗舰店销售额大幅增长，这种短期呈现的话题性与爆发式增长也从一个侧面反映了本土品牌巨大的潜力。

图 35：消费者对国潮产品的购买意愿较强



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 36：消费者对国潮产品的复购比例超过 80%



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

Z 世代成为核心消费人群，推动了本土元素审美的回归与国货的兴起。95-00 后 Z 世代接替 80-90 后成为主导消费市场的中坚力量，更强的自我意识、个性化的需求、愿意为喜好和品质付费的消费心理深刻影响着消费市场，近几年众多本土品牌通过认同感的积累快速获得市场青睐，典型的代表如喜茶、泡泡玛特、花西子、中国李宁等。成长于中国国力迅速提升（经济富足、民族自信）的时代，Z 世代价值观与上一代也有很大的差异，对国内外的差距有更客观的理解，对本土品牌的接受度更高，近几年来中国传统文化的回归以及大众对本土文化的认同感也在推动国潮的崛起，一系列国际贸易、政治、文化、制度等方面的冲突，进一步推升了他们对本土文化和本土元素的认同。

中国制造水平提升，本土品牌不断向上突破寻求溢价。过去在渠道为王的时代，本土品牌难以撼动海外品牌的市场地位与在消费者心中的影响力，但在个性化与社媒时代，本土品牌出彩的设计与产品更容易触达年轻消费者，品牌故事与内容也更容易触动目标客群。作为制造业大国，国内消费品制造水平也在不断拉近与海外先进制造的距离，这也是国内品牌能够积累口碑的一大基础。

国内消费市场品牌竞争格局正在潜移默化地迎来转折点，能够抓住这一轮消费观念、消费习惯、审美、购买渠道等各方面的升级的本土品牌，有机会实现在国内市场竞争力的逆袭。

近三年国内疫情的反复和经济的减速，某种程度上进一步强化了国人对更具性价比（品质不断提升）、设计创新更快、与消费者互动更加频密的本土品牌的好感，而消费分层带来的中产消费崩塌和部分降级也让更多更多国人选择越来越优秀的民族品牌。

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。

ESG 理念深入人心 绿色消费大势所趋

二十大报告中提出：“我们要加快发展方式绿色转型，实施全面节约战略，发展绿色低碳产业，倡导绿色消费，推动形成绿色低碳的生产方式和生活方式。”在我们覆盖的行业中，部分制造端的龙头公司已走在前列，将 ESG 和绿色转型放在战略位置，同时在需求端，消费者对于品牌 ESG、环境保护、可持续发展等方面议题的重视程度也在逐步提升，拆分来看：

制造端龙头已经走在 ESG 前列

随着中国“碳达峰、碳中和”目标的确立，纺织服装产业链上游制造行业的绿色改造升级长期来看会成为未来资本开支的战略方向，也是行业发展的新机遇。一方面持续的环保投入和更加重视 ESG 等发展理念有利于行业中长期可持续、高质量增长，也能更快适应全球品牌客户的需求；另一方面不管是行业上游还是下游，主动进行产业升级和前瞻投入的都是行业内的龙头企业，未来不符合双碳战略的中小企业将进一步加快出清，行业集中度进一步提升将为龙头带来更多的发展机会。

表 7：龙头制造公司社会责任报告比较

	华利集团	申洲国际	伟星股份
员工	重视男女平等，展现年龄结构，防止宗教等外因对就业的歧视；保障员工人权，关注女性员工权益，依法保障员工权利义务；重视培训和职业发展权力；开展娱乐、脱贫项目关爱员工身心；设置员工和管理层的沟通	展示员工年龄、性别结构、教育水平、种类等结构；提供一系列如春运、子女教育福利；设置员工沟通渠道；提供员工宿舍，改善工作环境；开展文化活动；依法确保员工劳动时间以及相应权利义务；关注女性员工保护；提供雇员、管理人员培训，注重职业发展	展示员工结构，尊重员工年龄、宗教，拒绝学历歧视，依法保障员工权利义务，建立股权激励；开展娱乐、脱贫项目关爱员工身心；重视培训和职业发展
安全	通过事故预防、培训、建设管理系统、危险源管理等实现零事故	关注员工身体健康安全，开展消防安全、急救知识等教育，注重职业操作标准培训，减少工伤	改善工作环境，注重安全培训
供应商管理	确保供应商材料质量、交期、安全、环保及商业伦理。	签订协议时要求供应商禁止使用强迫劳工童工，禁止歧视、骚扰和欺凌、反贪污、及时支付薪资，遵守职业健康、环保和安全标准并对其进行评估	完善采购体系，实现合作共赢，保证供应商权益
循环经济	使用环保材料研发产品，采购可持续材料，通过自身工长、供应商合作以及回收商三个渠道回收利用边料。采用绿色包装。	加入 C2C 闭环生态环保产品开发，采用 ISO 环保管理流程，实现清洁、安全生产	与供应商合作，回收再利用各类原材料
产品质量	保障产品质量，研发创新，展示了质量目标管理措施以及研发费用、创新案例。	质量控制证书，保障问题产品后续回收；注重产品创新	
环境方面	展示了环保投入，通过调整工艺节约用水降低每双鞋耗水量，采用 wwtp 进行 100%合规污水处理和排放，设置废弃物管理中心与只能电子秤系统 100%合规分类及	通过使用环保原材料、改善染色工艺、引进环保设备回收利用废水，降低用水量和污水排放；使用数码印花、臭氧水洗等环保工艺；实现化学品管控流程	开发生物基材料拉链，减少石化问题；采用低碳生产工艺，如 SAB 环保镀、原色原纱拉链、无水染色等，减少碳排放、耗水量及化学品消耗

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。

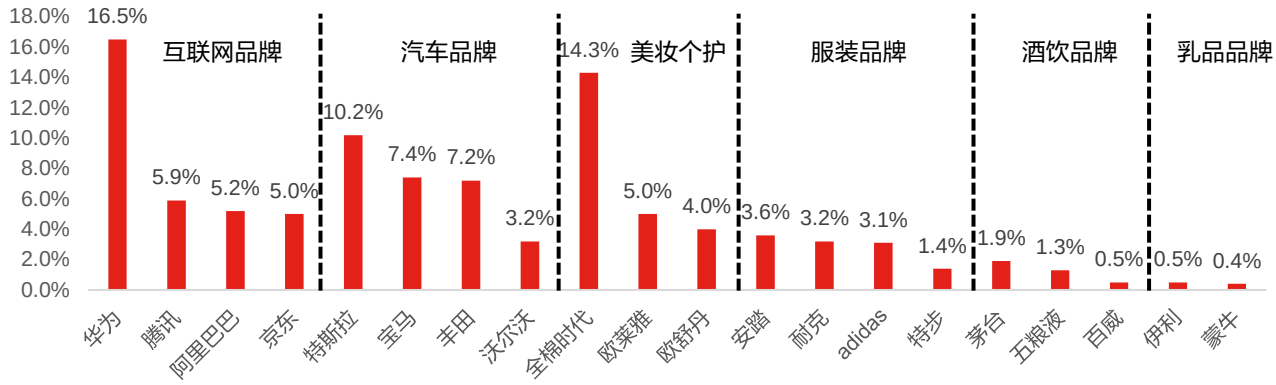
	处理废弃物，按照法规设置空气污染处理设备实现达标排放。		
节能减排	可再生能源比例 57.5%，投入诸如提升能源消耗率、空压机漏气管理、绿色运输等一系列节能减排项目	使用天然气、生物质燃料，减少大气污染，实现大部分工厂去煤化，展示运输工具 co2 排放量、电力、蒸汽消耗量；确保废水、废气、噪声、固废等污染物合规排放，展示来源及处理方式；增加绿植，制定节能减排相关项目时间计划表；优化能源结构	通过余热回收、中水回用等项目减少能源消耗，回收减排固废，实现废水回用
公共关系	开展志愿服务以及公益慈善活动，提倡环保宣传	鼓励员工参与社区福利服务，开展慈善捐款、无偿献血等活动；重视野生动物保护工作	依法经营，诚信纳税；提供就业岗位，开展无偿献血等公益活动

数据来源：公司公告，东方证券研究所

品牌端美妆个护与服装品牌 ESG 热度较高

随着消费者责任意识的提升，越来越多消费者愿意为开展 ESG 营销、承担 ESG 责任的品牌买单。根据艺恩数据，我们覆盖的美妆个护和服装品牌的内容热度较高，美妆个护品类包括全棉时代、欧莱雅和欧舒丹进入了 Top 20，服装品牌主要以运动品牌为主，包括安踏、耐克、阿迪和特步。

图 37：社媒平台 ESG 相关内容品牌 Top 20

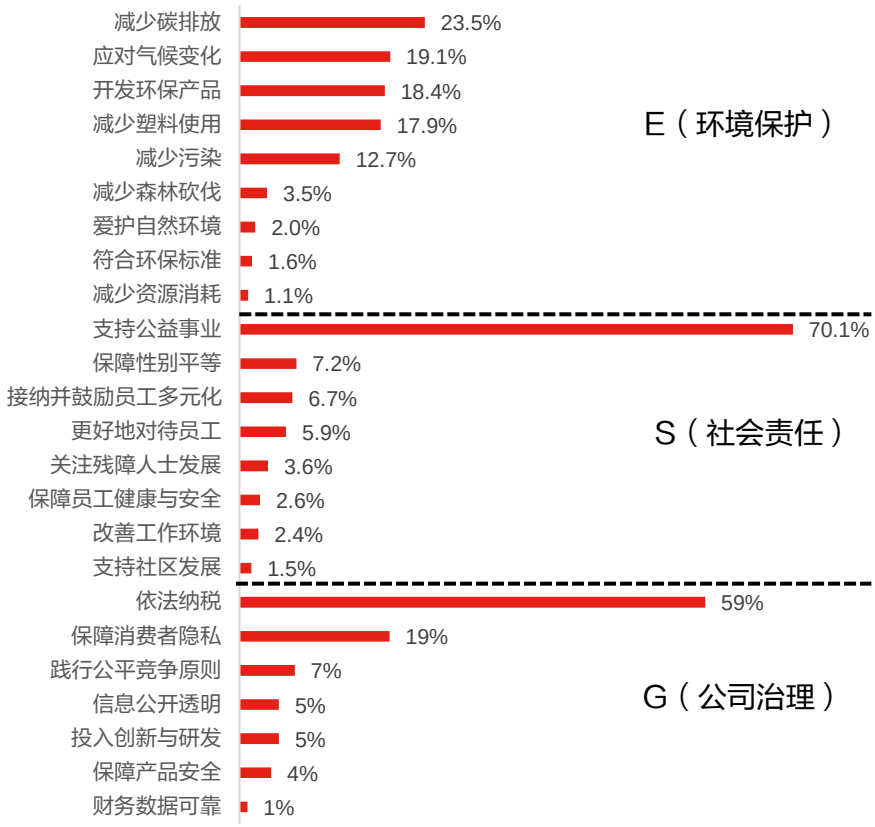


数据来源：艺恩数据，东方证券研究所

拆分来看：

- **E（环境保护）：消费者对品牌减少碳排放、应对气候变化与开发环保产品的关注度较高。**以特步为例，通过制订企业“10 年可持续发展计划”推出旗下多品牌的环保产品，其中包括 100%聚乳酸含量的环保风衣，未来还将陆续推出“再生化纤”和“有机棉”，并将于防护科技平台跨平台合作“无氟”防护科技。
- **S（社会责任）：消费者对品牌支持公益事业的关注度较高。**以珀莱雅为例，今年三八国际妇女节再次推出#性别不是边界线 偏见才是#的核心洞察，从社会、教育、广告等各个维度破圈，在持续对“性别偏见”进行细致洞察的同时，更引发大众对破解“性别平等”的深度思考和方法论探讨
- **G（公司治理）：消费者对品牌依法纳税和保障消费者隐私的关注度最高**

图 38：消费者对品牌方 ESG 方面的态度



数据来源：艺恩营销智库，东方证券研究所，注：监测范围：微博、抖音、快手、B 站等短视频平台、长视频平台、小红书等

行业选股标准

我们认为，未来防疫政策的预期变化是可选消费能否快速复苏的重要前提之一，而最新出炉的国务院联防联控机制新二十条更加优化，也更为科学精准，未来对于消费场景的恢复、消费信心的提升和经济的复苏等都带来直接正面的影响，2023 年品牌服饰行业基本面将迎来逐步复苏的曙光。而伴随海外高通胀的逐步缓解和去库存的尾声，2023 年纺织服装制造行业也有望迎来订单的回暖。

在2023年纺服时尚消费行业基本面预计逐步复苏的背景下，如何选股，我们还是分品牌和服饰两个板块考虑。

品牌端：子行业长期空间、景气度和品牌势能是否提升为重要选择标准

在行业弱复苏预期之下，子行业长期空间、景气度和品牌势能是否能够持续提升为重要选择标准，一方面能较好验证公司的成长韧性和抗风险能力，另一方面也保障中长期的可持续发展。以下为我们总结的重要观测指标：1）**行业景气度：**可关注过去五年行业复合增速、渗透率等，也是行业中能否出现牛股的重要前提之一。2）**全渠道运营能力：**线下密切关注净开店或门店面积是否能持续提升，存货和应收款周转，线上核心关注多平台的运营能力，尤其是抖音和快手等新兴渠道。3）**产品力：**紧贴消费者需求，持续推出大单品和爆品的能力，密切关注 ASP 和盈利能力是否能够持续提升。**结合上述筛选标准， 2023 年我们持续看好化妆品和医美、运动服饰和户外露营赛道，其他子行业比如珠宝首饰、大众服饰、中高端男女装和家纺更多建议关注个股机会。具体如下：**

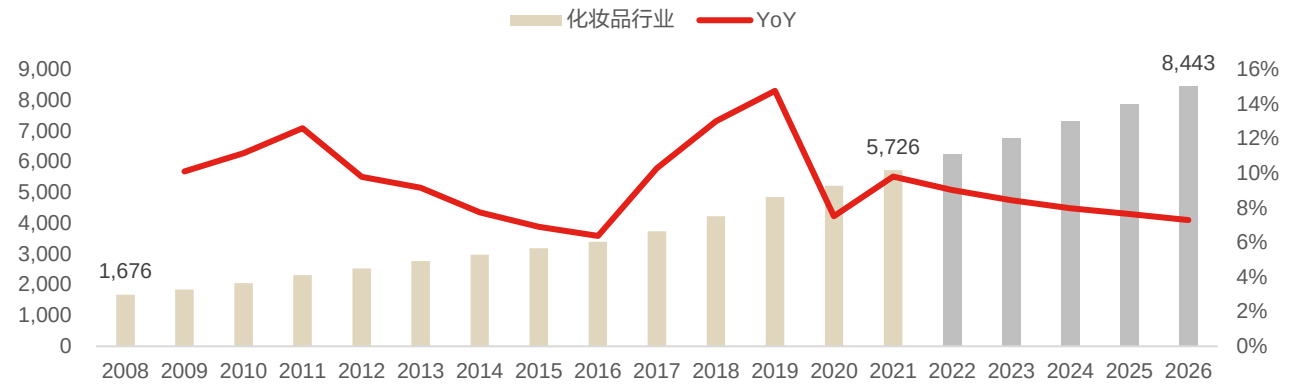
1、化妆品：行业分化继续显现，龙头强者恒强

可选消费中的黄金赛道，2022 年受疫情影响短期承压。根据前瞻产业研究院数据，2021 年中国化妆品行业整体市场规模为 5,726 亿元，同比增长 9.8%。2022 年以来，受疫情反复影响化妆品行业承压，1-10 月累计同比-2.8%，其中 Q1/Q2/Q3 分别+1.8%/-6.6%/-3.2%，弱于社零总体表现；3 月（-6.3%）起受疫情小幅影响，4 月受线下关店、物流受阻等因素影响冲击最大，单月同比下滑 22.3%，5 月降幅环比收窄，6 月传统销售旺季表现较好，实现同比 8.1%的正增长；7-9 月部分地区疫情反复，行业整体表现较弱。Q4 历来是化妆品销售旺季，我们期待 Q4 行业表现。

在行业整体表现较弱的背景下，前三季度以珀莱雅、贝泰妮、华熙生物为代表的行业龙头收入端逆势取得 20%以上增速。国货龙头品牌在女王节、618 等传统旺季销售表现优异（多渠道运营能力+明星单品带动），因而带动整体业绩表现。

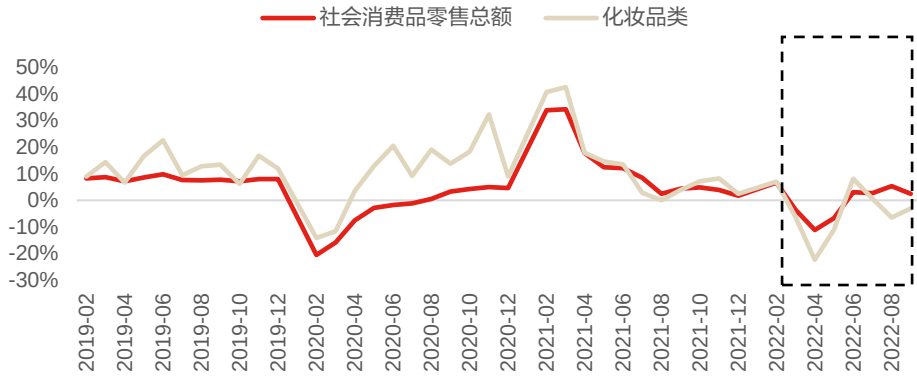
海外巨头大中华区二季度和三季度表现弱于国货龙头。海外巨头线下渠道占比相对高于国货龙头，Q2/Q3 国内疫情有所反复影响线下销售，Q2 以来海南疫情，免税渠道也受到一定影响，总体表现弱于国货龙头。

图 39：化妆品行业整体规模（亿元）及增速



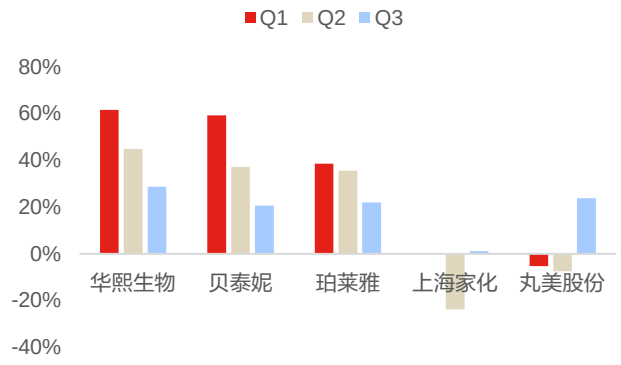
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 40：化妆品社零增速



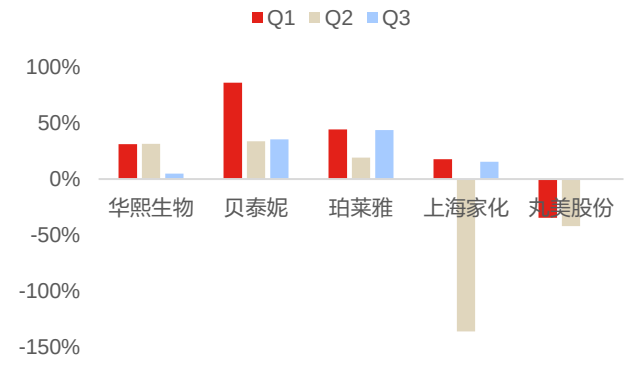
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 41：国内化妆品龙头公司 2022 年分季度收入增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 42：国内化妆品龙头公司 2022 年分季度利润增速



数据来源：wind，东方证券研究所

表 8：2022 前三季度海外巨头在大中华区销售表现

	欧莱雅	雅诗兰黛	爱茉莉太平洋	资生堂

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。

22Q1	两位数上涨； 1）春节、情人节、女王节销售较好； 2）线上较快增长； 3）海南免税回暖；	下滑 4%； 线上 25%的增长，与线下实体店客流量因疫情相关限制措施骤减导致的下滑所抵消	下滑 10%；多个城市门店因新冠疫情而暂时关闭	下滑 20.6%； 1）上海疫情线下顾客减少，部分店铺关闭； 2）上海仓发货暂停。
22Q2	上升 12%； 1）在中国较早布局多分销中心、工厂和研发中心 2）领先一步多品牌布局 3）“618”大促电商平台优势明显	下滑 1%； 中国离岛免税购物圣地海南的门店未能照常运营，销售额有所下滑	下滑 39%； 中国疫情反复，上海封锁影响免税销售	下滑 14%； 上海等地疫情影响，中国市场销售短期承压
22Q3	上升 0.3%； 1）美妆消费大环境疲软；	下滑 15%； 中国部分城市 8 月再度陷入停止，但整体而言需求仍然非常强劲	下滑 22%； 中国防疫导致销售收缩	下滑 9.9%； 中国由于疫情相关封锁政策影响，市场表现不佳

数据来源：公司公告，东方证券研究所

从细分赛道看，彩妆、皮肤学级护肤品、防晒、香水等细分赛道增速更快，2015-2021 年 CAGR 分别达 18.4%、29.6%、11.9%、17.3%，在行业整体增速放缓的背景下，我们看好优质细分赛道中的投资机会。

表 9：化妆品行业细分赛道规模及增速（亿元）

	2021 年品类规模	2021 年品类占比	2014-2019 CAGR	2019-2021 CAGR	2021-2026 CAGR	2021 年 YoY
化妆品	5726	-	10.2%	8.7%	8.1%	9.8%
细分赛道						
护肤	2938	51.3%	10.2%	9.5%	7.3%	8.8%
彩妆	**697**	**12.2%**	**21.1%**	**8.4%**	**12.0%**	**16.8%**
洗发护发	650	11.4%	4.3%	6.7%	5.3%	9.1%
口腔	522	9.1%	10.2%	4.8%	5.4%	4.6%
婴童用品	323	5.6%	13.6%	11.7%	10.0%	14.4%
皮肤学级	**283**	**4.9%**	**31.2%**	**23.9%**	**-**	**18.2%**
洗浴	252	4.4%	3.8%	3.7%	4.3%	0.0%
防晒	**167**	**2.9%**	**11.6%**	**11.1%**	**9.6%**	**15.8%**
男士	165	2.9%	6.9%	2.7%	6.5%	6.9%
香水	**141**	**2.5%**	**13.2%**	**19.7%**	**21.4%**	**29.7%**
除臭	11	0.2%	5.9%	-0.2%	2.7%	2.1%
脱毛	6	0.1%	7.6%	4.0%	7.1%	8.7%

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

展望 2023 年，我们认为龙头公司有望继续跑赢大盘，核心在于以下两点：

1、大单品的成功打造；

我们认为大单品对化妆品品牌的重要性体现在以下三方面：

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。

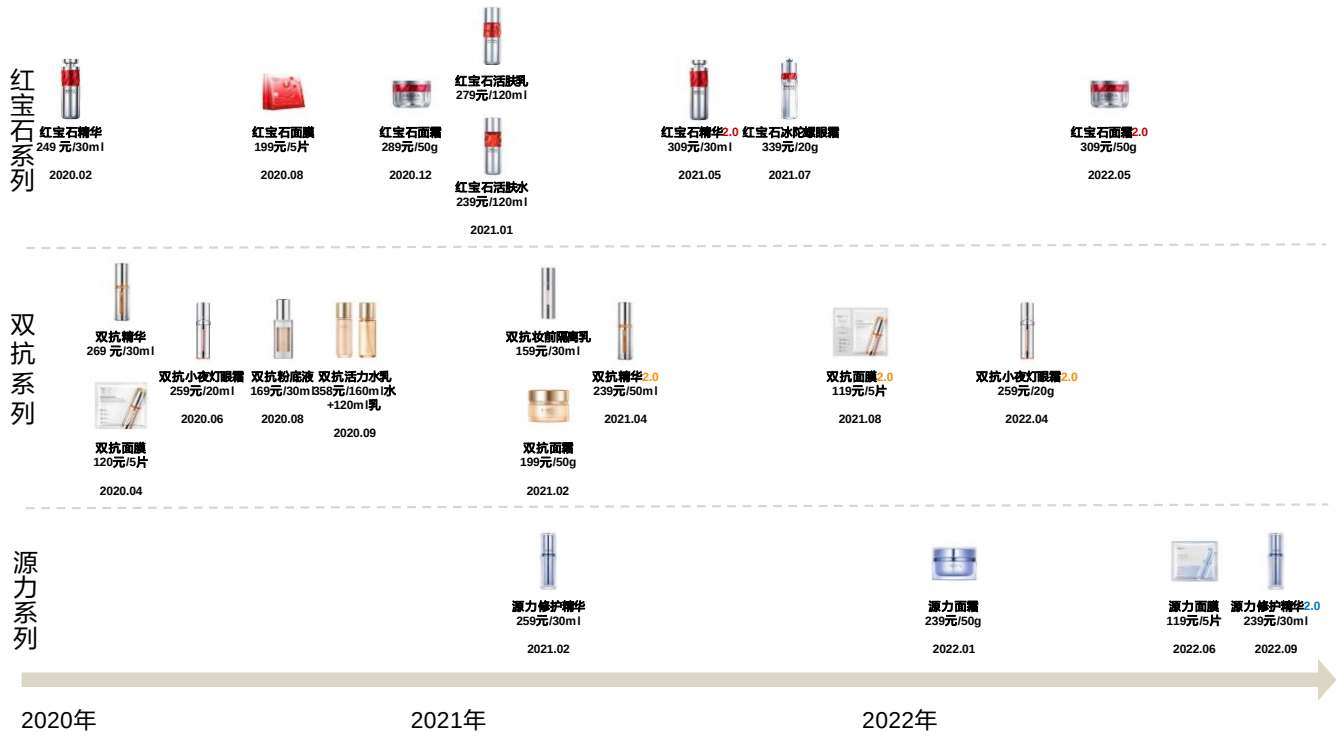
- **复购相对稳定，可以形成稳定的现金流。**大单品产品功效有效性强，消费者通常会在使用后复购，因此可以为公司提供稳定的现金流。龙头品牌方大单品系列在收入中占比通常在 40%以上（雅诗兰黛小棕瓶系列在品牌收入占比超过 50%；珀莱雅双抗和红宝石系列在天猫旗舰店收入占比约 60%）。
- **有助于持续提升品牌形象。**通过社媒渠道推广，明星单品被潜在用户发现概率大，消费者基数有望持续扩大，形成正向循环。一旦成为细分赛道明星大单品，头部地位将较难撼动，形成先发优势。
- **有望实现从单品到系列的有效延伸。**在完成细分品类大单品打造后，品牌口碑提升，消费者尝试公司其他产品意愿增强，品牌方可以从单品延伸到整个系列，打造出多条增长曲线。小棕瓶系列、兰蔻菁纯系列、珀莱雅的双抗和红宝石系列、薇诺娜的舒敏保湿系列均是优秀的案例代表。

我们认为，部分国内龙头品牌对于大单品的打造已初步形成可复制的模型：

- **贝泰妮：基于敏感肌，先后打造了舒敏保湿特护霜、清透防晒乳、动感面膜等明星单品。1）舒敏保湿特护霜：**薇诺娜舒敏保湿特护霜是公司第一款明星单品，产品有效性得到消费者充分认可，凭借舒敏保湿特护霜，公司敏感肌品牌形象深入人心。公司舒敏保湿特护霜在敏感肌修护乳液领域已经构筑竞争优势，短期内其他品牌难以撼动，2021 年双十一公司舒敏保湿特护霜全网销售量超过 400 万瓶。**2）清透防晒喷雾：**公司 2019 年推出清透防晒乳，随着产品推广市场影响力持续增强，受到消费者认可，2021 年多月位居防晒品类 NO.1。**3）冻干面膜：**2021 年公司黑马产品，双十一全网销售量达 200 万盒。2021 年全年公司舒敏保湿系列在产品收入占比中约为 40%，防晒品类在收入占比中约为 20%。
- **珀莱雅：大单品带动公司品牌形象不断升级，日益获得年轻消费者认可。**公司 2020 年初相继推出珀莱雅红宝石、双抗精华系列，较公司早期 CS 渠道产品定位全面升级、价格也有明显提升；公司又在 2021 年初对红宝石和双抗精华进行产品成分升级，推出 2.0 系列，随着产品推广和品牌形象定位更为明确，公司产品受到消费者认可，2022 年女王节公司早 C 晚 A 套餐销售件数超 7.8 万支，品牌位居天猫国货美妆 TOP1。2021 年公司大单品在其天猫平台销售额占比达 60%左右；2022 前三季珀莱雅大单品全渠道/天猫/抖音/京东占比分别为 35%/65%/50%/40%，天猫平台红宝石/双抗/源力系列占比分别为 23%+/30%+/9%。

图 43：珀莱雅大单品体系

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。



数据来源：珀莱雅官方旗舰店，东方证券研究所

2、全渠道的运营能力

我们判断 2021-2022 年已经进入线上渠道变革的尾声，行业红利逐步消退，但是结构性机会仍然明显存在，具体观察如下：

1）线上渠道收入占比提升幅度已明显放缓。根据前瞻产业研究院数据，2021 年化妆品电商销售渠道占比进一步提升，较 2020 年提升 1.1pct 至 38.7%，但提升速度较 2020 年的 6.6pct 有所降低，我们认为主要受淘系渠道增速放缓拖累，另一方面，2021 年 12 月，国家对天猫超头主播监管力度加大，也在一定程度上对阿里平台流量造成影响，根据淘数据，2021 年阿里护肤/彩妆行业整体口径持平或小幅下降。

2）以抖音为代表的淘外渠道增长迅速，贡献重要增量。抖音渠道作为兴趣电商，在需求端可以满足年轻消费者碎片化浏览，迎合消费需求；在供给端，2021 年初抖音官方开始扶植品牌自播，给予入驻品牌流量扶植。根据抖音电商新锐美妆白皮书，2021 年 3 月-2021 年 12 月抖音电商美妆 GMV 同比增加四倍。

国内龙头品牌在抖音渠道表现更好，海外龙头开始加大布局力度，正在逐步缩小差距。国内品牌组织架构上多采用灵活的事业部制，能够较早捕捉到渠道流量变迁和用户画像变化，因此布局兴趣电商较早，抖音小店 GMV 靠前的店铺也以国内品牌为主。根据飞瓜数据，珀莱雅、欧诗漫、薇诺娜等国货品牌连续多月位居抖音小店销售额 TOP10。从结果看，抖音渠道也在 2021 年为国货品牌贡献重要增量，2021 年抖音渠道在珀莱雅线上销售收入占比中超 15%。**2022 年以来，以欧莱雅为代表的海外品牌也开始加大对抖音渠道的布局，加码自播，雅诗兰黛则更多采用达人播。**

表 10：2022 年 6 月以来抖音美妆品类销售额 TOP10

	2022.6	销售额	2022.7	销售额	2022.8	销售额	2022.9	销售额	2022.10	销售额
1	后	1-2.5 亿	珀莱雅	1-2.5 亿	欧诗漫	1-2.5 亿	珀莱雅	1-2.5 亿	珀莱雅	1-2.5 亿

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。

2	雅诗兰黛	1-2.5 亿	SK-II	1-2.5 亿	欧莱雅	1-2.5 亿	欧莱雅	1-2.5 亿	雅诗兰黛	1-2.5 亿
3	SK-II	1-2.5 亿	肌先知	0.75-1 亿	珀莱雅	1-2.5 亿	欧诗漫	1-2.5 亿	欧诗漫	1-2.5 亿
4	珀莱雅	1-2.5 亿	欧诗漫	0.75-1 亿	SK-II	1-2.5 亿	雅诗兰黛	1-2.5 亿	欧莱雅	1-2.5 亿
5	欧莱雅	1-2.5 亿	欧莱雅	0.5-0.75 亿	后	0.75-1 亿	SK-II	0.75-1 亿	韩束	1-2.5 亿
6	肌先知	1-2.5 亿	仁和匠心	0.5-0.75 亿	自然堂	0.75-1 亿	薇诺娜	0.75-1 亿	CASSIEY cosmetics	1-2.5 亿
7	润百颜	0.75-1 亿	纯妆	0.5-0.75 亿	玉兰油	0.75-1 亿	HBN	0.75-1 亿	玉兰油	1-2.5 亿
8	欧诗漫	0.75-1 亿	薇诺娜	0.5-0.75 亿	HBN	0.75-1 亿	可复美	0.5-0.75	自然堂	1-2.5 亿
9	兰蔻	0.75-1 亿	德玛贝尔	0.5-0.75 亿	仁和匠心	0.75-1 亿	后	0.5-0.75	薇诺娜	0.75-1 亿
10	赫莲娜	0.75-1 亿	HBN	0.25-0.5 亿	可复美	0.75-1 亿	谷雨	0.5-0.75	HBN	0.75-1 亿

数据来源：飞瓜数据，东方证券研究所

双十一是美妆品类重要销售节点，2022 年双十一于 10.24 正式开始，持续时间较往年缩短，规则也更简单，注重消费者体验，国货龙头品牌珀莱雅、薇诺娜在大促期间表现优秀。

折扣：各平台折扣力度与 2021 年双十一、2022 年 618 相比总体持平或略有加大。具体来看：天猫双十一满减优惠（每满 300 元减 50 元）与 618 持平，较去年（每满 200 元减 30 元）有所加大；抖音同比持平，满减优惠为每满 200 元减 30 元；京东为每满 299 减 50 元，与 618 持平，较 2021 年双十一加大。**品牌折扣：海外品牌折扣放开力度大于国货品牌。**

国货龙头珀莱雅、薇诺娜在整个销售周期表现亮眼。珀莱雅/薇诺娜/夸迪分别上架 8 款/8 款/6 款产品，在预热阶段表现优异。整个大促期间，天猫美妆品类 TOP10 品牌分别为欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、Olay、珀莱雅、薇诺娜、Lamer、SK-II、HR 赫莲娜、资生堂。国货品牌来看，珀莱雅旗下多品牌亮眼，主品牌珀莱雅位居天猫美妆 TOP5 创历史最优战绩；薇诺娜位居天猫美妆 TOP6，连续 5 年蝉联天猫美容护肤 TOP10；华熙生物旗下多品牌表现优异，夸迪位居美妆品类前 20；巨子生物旗下可复美全渠道同比增长超 130%。

表 11：历年大促美妆品牌表现

	2020 年 618	2020 年双十一	2021 年 618	2021 年双十一	2022 年 618	2022 年双十一
1	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
2	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	Olay	雅诗兰黛
3	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	兰蔻
4	玉兰油	后	玉兰油	后	兰蔻	Olay
5	SK-II	玉兰油	资生堂	资生堂	珀莱雅	珀莱雅
6	资生堂	SK-II	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜	薇诺娜
7	赫莲娜	雪花秀	SK-II	玉兰油	薇诺娜	LAMER
8	后	资生堂	珀莱雅	SK-II	资生堂	SK-II
9	海蓝之谜	薇诺娜	海蓝之谜	海蓝之谜	修丽可	赫莲娜
10	HFP	海蓝之谜	修丽可	赫莲娜	科颜氏	资生堂

数据来源：亿邦动力网，魔镜，天猫大美妆，东方证券研究所

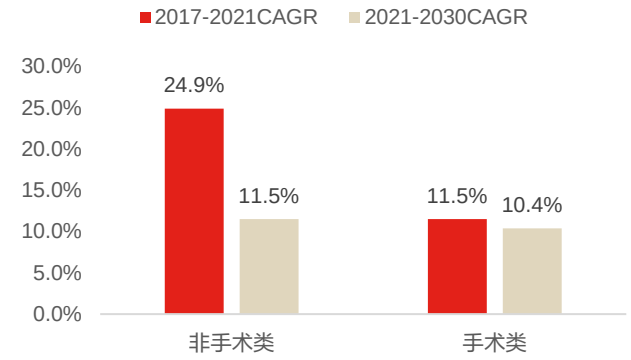
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2、医美：行业仍在高速增长阶段 强监管有利于行业和龙头可持续发展

国内医美市场处于高速成长阶段。根据弗若斯特沙利文报告，2017-2021 年，非手术类和手术类医美复合增速分别为 24.9%和 17.5%，行业景气度高，2021-2030 年仍然将维持超过 10%的复合增速。**另一方面，国内医美渗透率仍然较低**，中国每千人医美次数为 20.8，远低于韩国、美国、巴西、日本等海外国家。

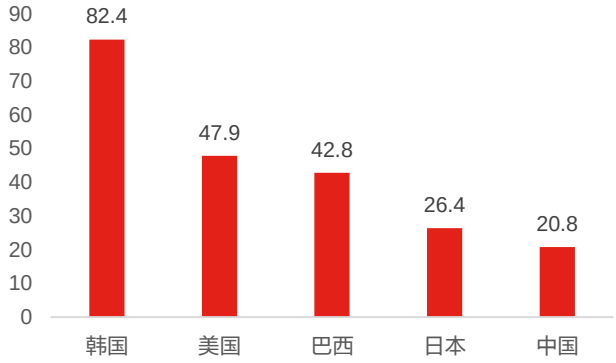
行业的高速增长有多方面的原因，主要包括：1）人均可支配收入增加，消费能力提升，特别是 90 后为主的核心人群对“悦己”和社交的更加重视；2）监管趋严，行业规范性增强，消费意愿提升；3）线上医美平台的兴起，加快了医美文化在年轻人中的传播和分享。

图 44：国内医美行业增速较快



数据来源：弗若斯特沙利文报告，东方证券研究所

图 45：主要国家每千人医美次数（2020 年）



数据来源：弗若斯特沙利文报告，东方证券研究所

我们判断，未来行业强监管仍将持续较长时间，强监管的短期影响在资本市场会带来估值和业绩的波动，但从中长期看，监管有利于行业行稳致远，也有利于龙头强者愈强。医美产业链中，中游医疗美容机构受疫情防控的冲击最为直接，无论是区域静态管理与风险等级提升等形式，都会影响医美机构的客流与营业时间。总体来看，在疫情反复之下，医美机构是面临最大经营不确定性的子行业，相对重资产的经营模式和强监管的态势，也使得医美机构板块的吸引力相对一般。而对于上游医美产品销售企业而言，短期疫情影响会有所滞后但也会带来业绩的扰动，中长期看经营相对更为规范、具备持续研发能力和营销能力的上游产品龙头将充分受益于行业渗透率的提升。

3、运动服饰：服饰行业中最强细分赛道

根据前瞻产业研究院数据，2021 年中国运动服饰市场零售规模为 3,718 亿元，同比增长 19.1%（有部分 2020 年疫情同期基数较低的因素），2019-2021 CAGR 为 7.8%。从市场成长性和集中度两个维度来看，国内运动服饰赛道在服饰大行业中均保持领先，具体如下：

- **市场成长性：**我们按时间维度划分为疫情前（2013-2019）、疫情中（2019-2021）和疫情后（2021-2026E），每个阶段中运动赛道的增速都保持领先，特别在疫情中阶段，运动赛道展现了更好的增长韧性。
- **市场集中度：**2021 年运动服饰赛道 CR5 为 58.1%，其中 CR5 分别为耐克、阿迪、安踏、李宁和 FILA 品牌，竞争格局明显优于其他赛道。

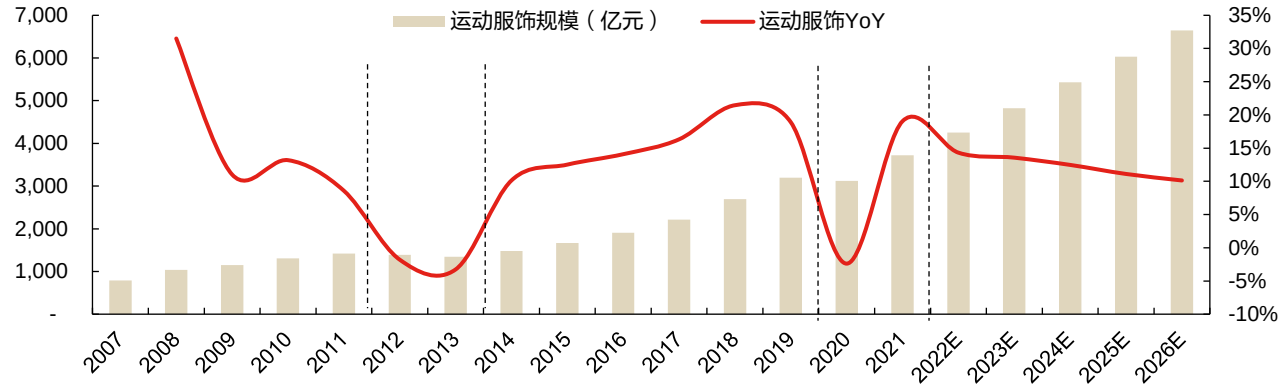
表 12：运动赛道在服饰大行业中增速和市场集中度维度均保持领先

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。

	2013-2019 CAGR	2019-2021 CAGR	2021-2026E CAGR	2021 CR5
运动服饰	15.5%	7.8%	12.3%	58.1%
男装	4.6%	1.9%	3.5%	12.0%
女装	6.2%	2.3%	4.0%	4.9%
童装	12.8%	3.5%	10.2%	12.1%

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 46：预计中国运动服饰市场在未来五年仍能保持双位数增长（亿元）

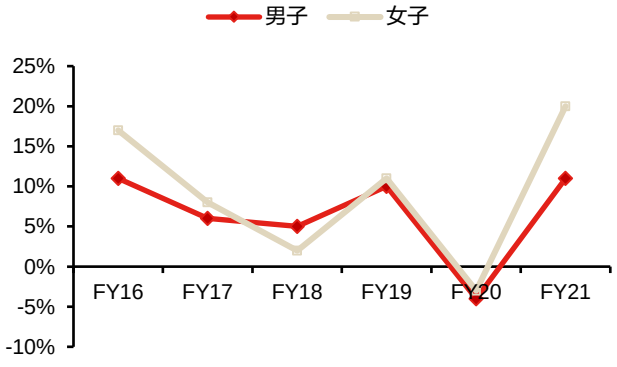


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

展望 2022Q4 和 2023 年，结合头部龙头品牌未来规划，我们继续看好女性产品和户外品类发展。

女性产品：我们认为，随着现代女性独立意识、经济水平的提升，以及对于健康美的天然追求，未来将不断提升在运动鞋服领域的话语权，影响产品的设计风向。除了露露柠檬这样以女性产品起家的公司之外，其他各大国际龙头近年已经开始加快布局，包括：1）耐克：FY16-21，女子系列产品增速在大多数年份均高于男子系列产品，FY21 女子产品同比增长 20%，大幅高于男子产品的 11%。2）阿迪达斯：2021 年发布“掌控全场”战略中明确提出要吸引更多女性消费群体，目标在 2021-2025 年女性品类复合增速达到中双；**本土品牌李宁安踏也开始强化布局：**1）李宁：2021 年 10 月底宣布配售 1.2 亿股股份，筹资 105 亿港元，加强女性品类的布局也是方向之一，2）安踏：2021 年 7 月发布的品牌重塑计划也将女子作为核心的突破品类，打造“科技+颜值”的新运动美学女子品类，并且携手品牌代言人谷爱凌全力布局女子市场。

图 47：耐克女子系列产品增长更快



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 48：安踏携手谷爱凌布局女子市场

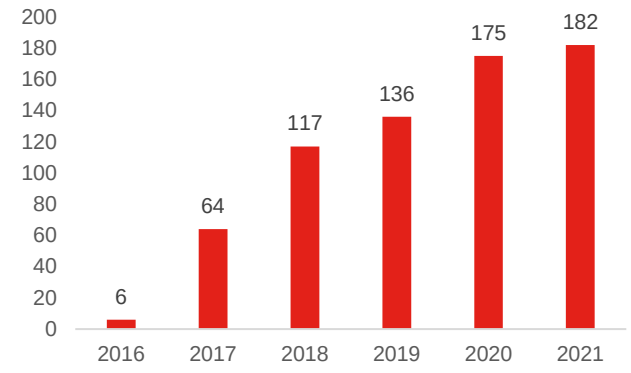


数据来源：公司公告，东方证券研究所

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。

泛户外品类：我们认为，户外品类在 2022 年起有望实现更快速增长，主要原因包括：1）2022 年北京冬奥会的催化；2）近年来政府多次出台的支持户外行业发展的政策；3）依照欧美经验，随着人均收入水平的提高，消费者对于户外运动需求将大幅提升。安踏集团旗下户外品牌迪桑特近年来表现亮眼，截至 2021 底门店数为 182 家；始祖鸟在被安踏收购之后，通过签约首位女性代言人、渠道和产品结构调整等方式，打造更多“亿元店”，预期 2022 年会有更好的表现。

图 49：迪桑特门店数量变化



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 50：始祖鸟于 2020 年底签约刘雯为全球首位代言人



数据来源：公司公告，东方证券研究所

4、户外露营：少数受益于疫情催化、渗透率低的高成长赛道

户外产业规划力度空前，露营行业直接受益。2022 年 11 月 7 日，国家体育总局、发改委、工信部、文旅部等八部门共同印发《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》，规划中明确提到了国内户外运动发展的主要目标：到 2025 年，户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，产业总规模超过 3 万亿元。此外规划还提到了六大主要任务，并配套五大工程指明行业增长路径，我们认为，该规划有望加速行业成长，品牌及制造的龙头企业将直接受益。

表 13：《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》六大主要任务

主要任务	具体描述
优化产业发展环境	♦ 推动自然资源向户外运动开放 ♦ 推进户外运动装备器材便利化运输 ♦ 搭建户外运动产业发展平台
完善产业发展布局	♦ 促进区域户外运动产业协调发展 ♦ 优化重点项目空间布局 ♦ 加强户外运动场地设施建设
优化产业结构	♦ 推进户外运动服务业提质增效 ♦ 加快户外运动用品制造业转型升级 ♦ 推动户外运动与其他行业融合发展
丰富产品供给	♦ 提升户外赛事与节庆活动品质 ♦ 丰富户外健身休闲产品 ♦ 优化露营产品供给 ♦ 培育户外运动市场主体

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。

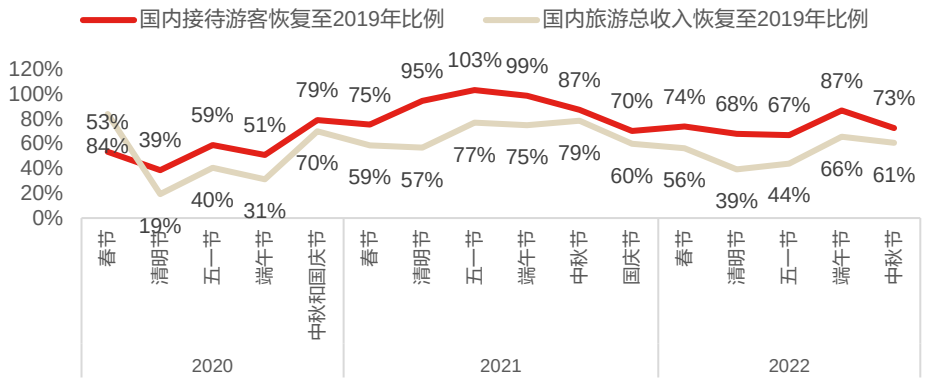
释放消费潜力	♦ 加强户外运动技能培训 ♦ 完善户外运动消费政策 ♦ 创新户外运动消费新场景、新模式、新业态
强化服务支持	♦ 推进户外运动人才培养 ♦ 加强户外运动安全防控 ♦ 健全户外运动救援体系 ♦ 建立户外运动产业统计制度与标准体系

数据来源：国家体育总局，东方证券研究所

国内疫情反复造成跨省游、出国游受限。根据国家文旅部数据，从国内假期接待人数和旅游总收入两个维度来看，受疫情影响，2020 年后尚未恢复至 2019 年的同期水平，其中 2020 年受到影响最大，其次为 2022 和 2021 年，国内疫情的反复导致跨省旅游和出国游受限，更多消费者倾向选择本地游。

露营是本地游的最佳方案之一，2020 年以来迅速出圈。在疫情影响下，小红书数据显示，2020-2022 年五一期间，“露营”搜索量同比分别增长 290%/230%/746%；百度指数也显示，2022 年“露营野餐”相关内容搜索热度同比上涨 121%； 2022 年五一期间，飞猪的露营订单量环比上月增长超 350%，携程的露营搜索热度环比上周增长 90%，同城的露营相关旅游搜索热度环比上涨 117%，马蜂窝的各地露营相关搜索热度平均涨幅超过 130%。

图 51：国内接待游客数及旅游总收入尚未恢复至 2019 年水平

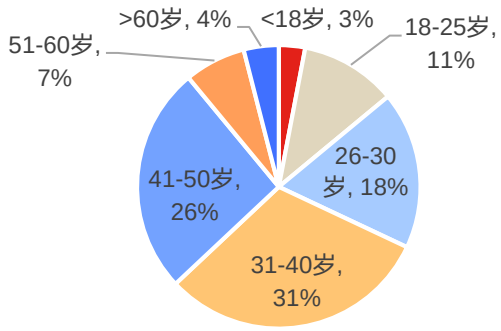


数据来源：文旅部，东方证券研究所

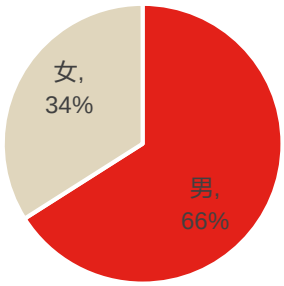
另一方面，消费人群的代际切换进一步催热露营需求。95 后/00 后等年轻群体占比快速提升（尤其是女性群体），助力行业增长。根据《2018 中国户外用品市场报告》，户外运动人群以 25-50 岁为主，男性占比约为 2/3，他们更注重户外产品消费的功能性和实用性。2020 年疫情之后，根据马蜂窝《2022 露营品质研究报告》，女性在露营人群中占比达到 64%，80 后亲子人群和 90 后、00 后年轻人群占比达到 80%以上，这部分年轻消费者更注重露营的舒适度、露营产品的颜值等，露营呈现“精致化”趋势。

图 52：2018 年户外运动人群年龄分布

图 53：2018 年户外运动人群性别分布：以男性为主

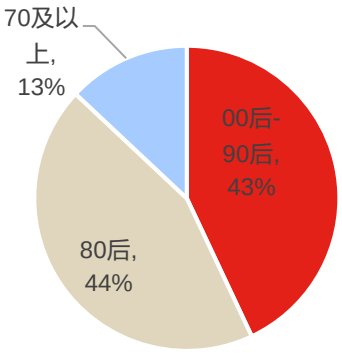


数据来源：《2018 中国户外用品市场报告》，东方证券研究所



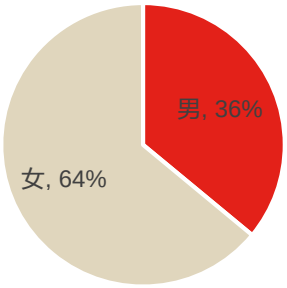
数据来源：《2018 中国户外用品市场报告》，东方证券研究所

图 54：2021 年露营消费者年龄分布



数据来源：马蜂窝《2022 露营品质研究报告》，东方证券研究所

图 55：2021 年露营消费者性别分布：以女性为主

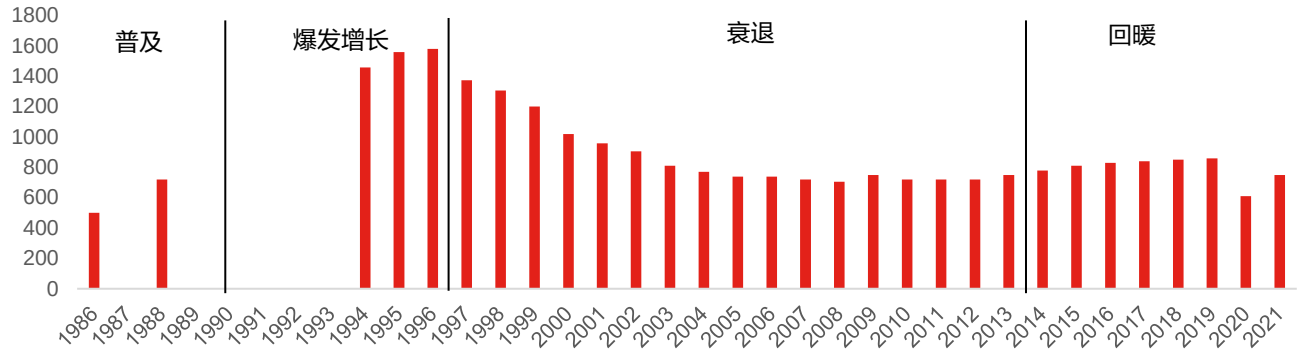


数据来源：马蜂窝《2022 露营品质研究报告》，东方证券研究所

考虑到中国的城市人口密度、自然景观以及亚洲文化特点，我们认为日本是中国露营行业发展较好的参照对象，回顾日本 1990 至 2019 年发展历程，可分成 4 个阶段：

- **普及阶段（1960-1990）：**日本露营诞生于 1960 年代，正值日本经济高速增长时期，期间日本露营协会、日本汽车露营协会先后成立，露营作为欧美文化的载体被越来越多日本消费者接受。
- **爆发增长阶段（1990-1996）：**我们认为，1990 年代日本露营行业的爆发，是多种要素综合作用的结果，核心包括：1）日本婴儿潮二代家庭团建的需求，由于日本当时经济高速增长，家庭中父亲工作繁忙，对孩童陪伴较少，户外露营成为当时最佳选择。2）汽车行业的快速发展；3）婴儿潮二代对时尚、潮流和个性化消费体验的追逐，1996 年以露营为主题的电影《7 月 7 日，晴天》上映，配合 Dreams Come True 的主题曲，把露营热推向了巅峰。4）双休制度的强制落实，主要源于 1988 年的劳动基本法改革。
- **衰退阶段：（1997-2013）：**核心原因包括：1）90 年代后不少露营参与者以“尝鲜”为主，等热潮褪去后再次尝试的意愿下降；2）其他户外运动例如登山、自行车、划艇运动热潮对露营活动的挤压；3）当时日本营地缺少系统化管理和优质内容。
- **回暖阶段（2014-2019）：**2014 年后，日本露营行业开始回暖，主要原因包括：1）步入 40 岁的消费群体为核心客群，这批人在年少时有和父母一起露营的经历（对应于 20 世纪 90 年代爆发增长阶段）；2）年轻人的 Solo camping 热潮，独自一人去户外体验露营，受到年轻消费者广泛欢迎。3）露营活动配合户外音乐节、露营杂志等载体，活动内涵更丰富。

图 56：日本露营人口变化（万人）



数据来源：日本汽车露营协会，东方证券研究所

我们认为，日本露营产业发展对于中国露营发展来说，有两个重要的借鉴意义

1）露营行业在发展初期，较有可能呈现周期性特点：由于露营在中日两国都属于外来文化，从渗透率角度来看必然会先吸引部分特定人群，比如日本的婴儿潮二代，中国的 95/00 后，因此在发展前期较有可能呈现强周期的特点。国内户外运动市场已经历过一波周期调整，2002-2012 年是国内户外运动发展的黄金十年，在此期间户外用品市场零售规模复合增速高达 47.4%，而 2013 年后增速迅速下滑，2013-2020 年复合增速仅为 4%。

2）目前高线城市的发展阶段与 1990 年代的日本类似，已充分具备户外露营行业快速发展的基础。主要体现在：

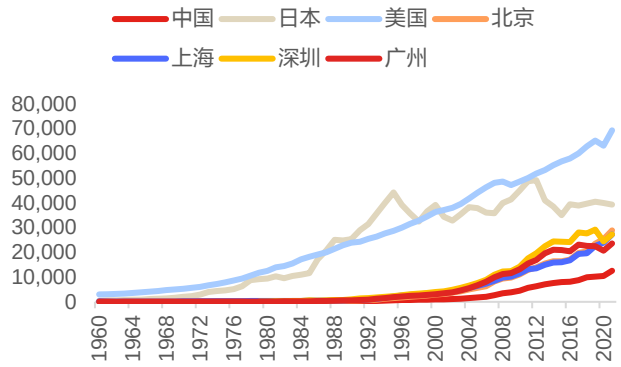
- 一线城市人均 GDP 已达到日本 1990 年代水平：复盘发达国家历史可见，户外运动的普及与人均 GDP 相关性较高，2021 年国内一线城市北上深的人均 GDP 均在 2.7-2.9 万美元，与日本 1991 年类似。
- 国内许多城市汽车保有量已超过 1990 年代日本，我们认为，私家车的普及对露营有较大促进作用，1990 年代日本三菱汽车的帕杰罗成为最爆款的车型，SUV 销售占到了日本汽车销售台数的 10%以上，为日本家庭户外露营打好了基础，目前国内汽车行业的发展也有类似的特点，根据汽车工业协会数据，2021 年全国 SUV 销量占比高达 38.44%。
- 国内经济增速放缓，年轻人在双休日有更多放松时间。
- 国内 95 后/00 后更关注体验式消费。
- 国内营地建设在过去两年呈现快速发展。

我们预计，国内露营行业未来发展爆发性将强于日本 1990 年代。主要有两个方面的原因：1）国内露营销售线上销售占比高，客户触达效率在初期更快。2）社交媒体、影视作品等更丰富便捷，传播力度更强。

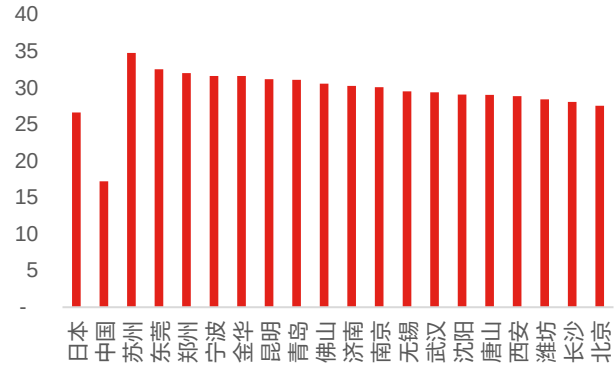
图 57：国内一线城市人均 GDP 与 1990 年代日本类似（美元）

图 58：国内许多城市汽车保有量（每百人）已超过 1990 年代日本

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。

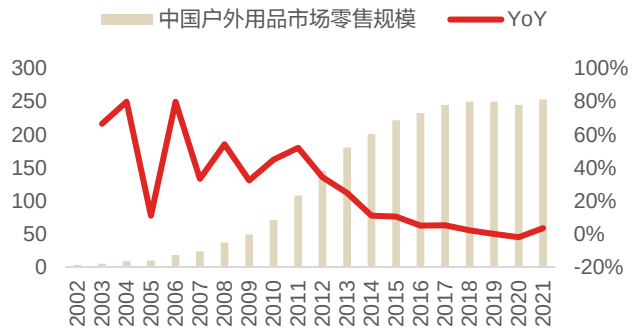


数据来源：世界银行，东方证券研究所



数据来源：wind，东方证券研究所，注：日本计算时点为 1990 年，中国的城市计算时点为 2020 年

图 59：中国户外用品市场零售规模（亿元）



数据来源：COCA，东方证券研究所

图 60：三菱汽车帕杰罗为当年爆款



数据来源：华丽志，东方证券研究所

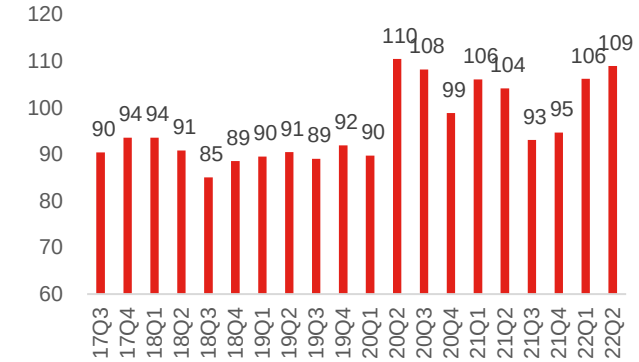
制造端：静待海外经济拐点，精选产业链中优质公司

我们判断制造端拐点最快可能于 23Q2 左右到来。复盘历史，海外品牌通常需要 2-3 个季度左右时间消化库存，同样制造端也需要 3 个季度左右时间恢复收入增速，因此乐观估计 22Q2 制造板块业绩触底，另一方面，考虑到此次欧美通胀的超预期发展+在途库存比重高，业绩拐点可能延后至 23H2。

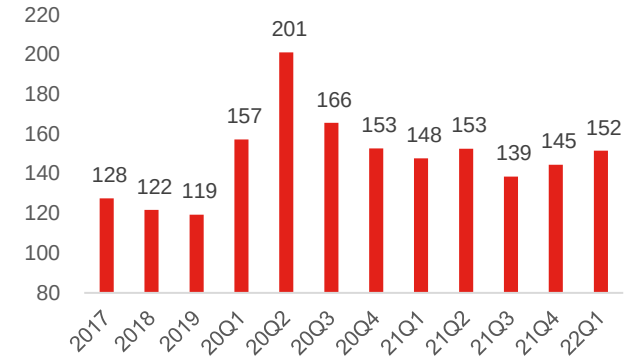
图 61：耐克分季度存货周转天数

图 62：阿迪分季度存货周转天数

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。

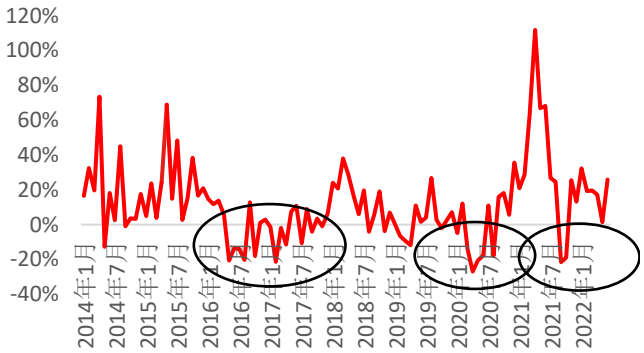


数据来源：公司公告，东方证券研究所



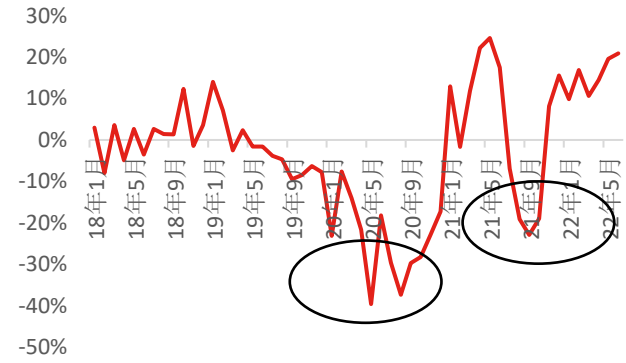
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 63：濡鸿月度收入增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

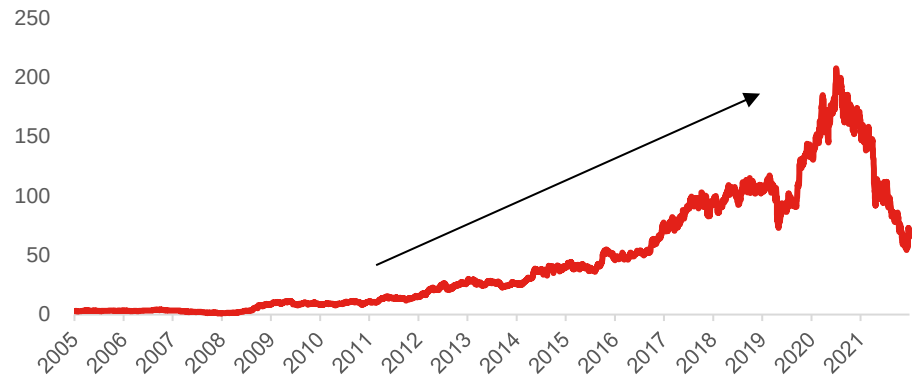
图 64：裕元集团月度收入增速月度收入增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

近三年的疫情反复，对全球制造业供应链都带来巨大挑战，也正是疫情凸显了中国纺织制造供应链（全球化）的优势。我们看到部分优质龙头企业顶住压力，凭借稳定的交期、过硬的产品质量以及灵活的资源调配能力脱颖而出。通过梳理总结，我们认为这些企业包括以下三个共性特点。

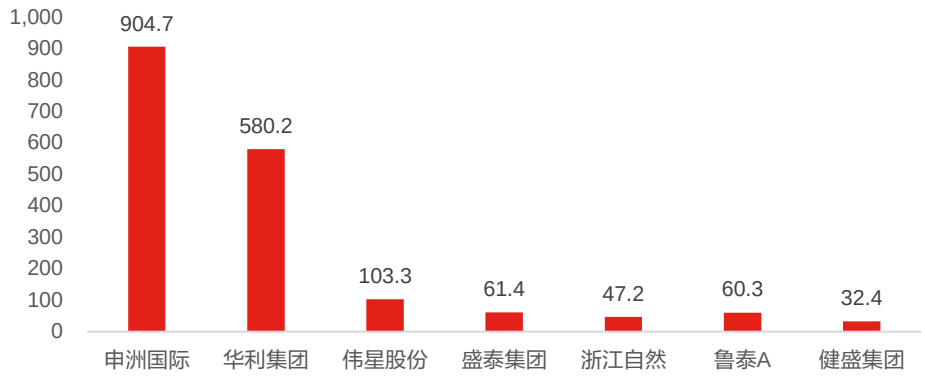
图 65：申洲国际上市以来股价涨幅（港币）



数据来源：wind，东方证券研究所（收盘价截至 11 月 21 日）

图 66：除申洲、华利外，其余龙头纺织制造企业市值仍然较小（亿元）

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。



数据来源：wind，东方证券研究所，注：1 人民币=1.09 港币，市值选取日期为 2022 年 11 月 21 日

共性 1：优质客户长期稳定且保持较高收入占比

我们认为，优质客户的构成要素主要包括：1）客户所处细分赛道景气度高，未来预期增速快；2）客户自身是细分赛道的龙头企业。

从细分赛道来看，运动板块（包括户外）预计将长期维持较高景气度。我们认为，客户所在行业的景气度将直接决定供应商的未来订单预期。从纺服行业来看，运动板块（包括户外）无论在行业成长性还是在竞争格局方面都优于其他细分子行业，根据前瞻产业数据，2021-2026 年，中国、美国、德国和日本运动服饰行业预计 CAGR 分别为 12.3%、6.8%、3.3%和 3.9%。

表 14：各国运动服饰行业增速和竞争格局

	2013-2019 CAGR	2019-2021 CAGR	2021-2026E CAGR	2021 CR5
中国	15.5%	7.8%	12.3%	58.1%
美国	6.8%	4.3%	6.8%	31.8%
德国	2.8%	-0.4%	3.3%	29.5%
日本	3.4%	-7.2%	3.9%	43.6%
全球	4.3%	2.5%	7.5%	32.0%

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 67：美国运动服饰同比增速高于服饰

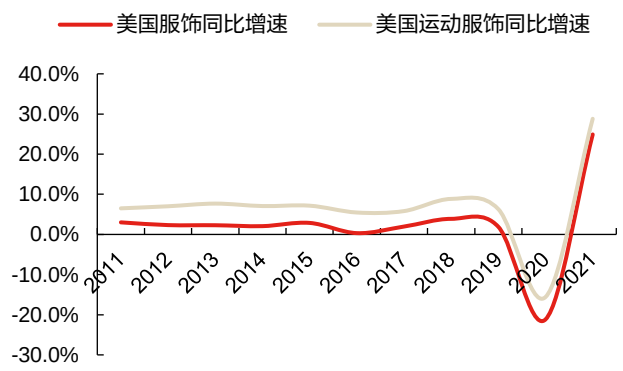
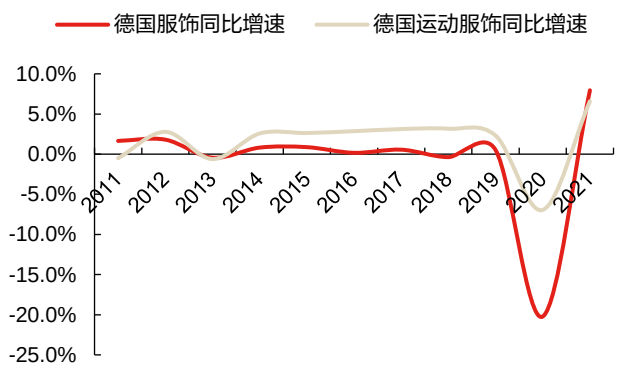


图 68：德国运动服饰同比增速高于服饰



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。

数据来源：中研网，东方证券研究所

数据来源：中研网，东方证券研究所

我们认为，如果来自于优质品牌客户的收入长期占比高，则表明：

1）与优质品牌客户能保持长期稳定合作关系

龙头品牌对于供应商的选择较为谨慎，有一套复杂、严格的认证流程，因此一旦认证合格，双方通常会保持长期稳定的合作关系，举例来看，根据 2019 年报披露，阿迪达斯核心供应商合作年限均超过 15 年。另一方面，品牌方也会通过年终考评等方式，对供应商逐年提出更高要求，帮助供应商成长，这也为行业新进入者设立了更高门槛。

表 15：龙头品牌方对于供应商的考察内容

供应商名称	类别	品牌方具体考察项目
华利集团	综合考察	产能与规模、劳动力、人权环保、社会责任、与其他品牌合作历史、业务水平与行业经验
	开发能力考察	开发人员与素质、开发设备、开发周期、历史开发成就等
	生产能力考察	质量控制流程、供应链管理能力、应急交付能力、生产设备、工艺与技术精益生产能力等
浙江自然	具体要求	对供应商的要求包括：供应商生产规模、生产流程、品质管理、研发设计、全球业务支持和售后服务能力，同时对其劳工保护、生产安全、环保措施等有严格标准。
	认证时间	1-2 年或更久
盛泰集团	具体要求	研发能力、采购管理、生产管理、质量管理、物流管理、客户服务等多方面进行严格考察，并加以认证，供应商进入其供应链后，则将与其维持相对长期的合作关系。

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 16：阿迪达斯核心供应商情况

类别	核心鞋类供应商	核心服饰供应商	硬件
核心战略合作伙伴数量	11	22	12
平均合作年限	**16.8**	**16.2**	**18.6**
产量占比	92%	88%	93%
生产金额占比	90%	88%	93%
合作年限小于 10 年	27%	14%	8%
合作年限位于 10-20 年	36%	59%	42%
合作年限超过 20 年	36%	27%	50%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2）订单稳定性更高

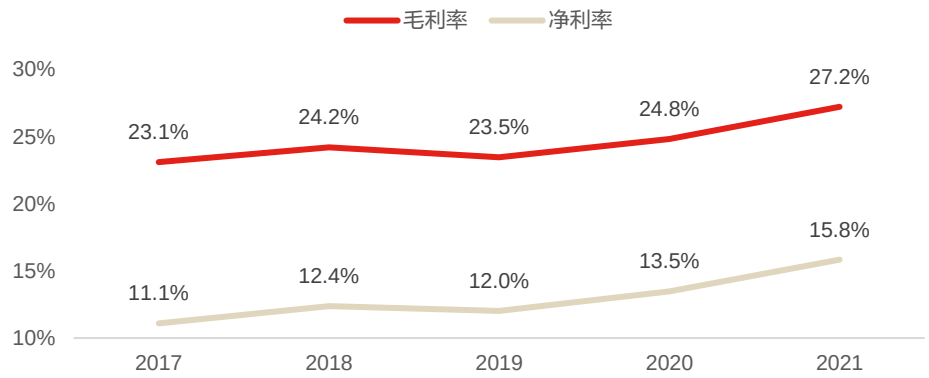
龙头品牌通常更加关注订单交付的稳定性，因此通常会在前一年年底，确定至少半年或全年订单计划，给供应商充分的时间准备上游原材料、安排生产计划。中长期角度，品牌方也会结合自身的销售目标，给供应商 3-5 年维度的远期订单规划，保障长期订单的稳定性。

3）更容易获得其他中小品牌客户优质订单

中小品牌客户受制于收入体量，无法像龙头品牌那样，对供应商做出如此细致、综合的考核认证，因此它们更倾向于选择有龙头品牌背书的供应商。对于供应商而言，一方面降低了综合获客成本，另一方面，在产能受限的前提下，供应商也能在排产方面保持主动，例如挑选盈利能力更强的订单。

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。

图 69：华利集团毛利率和净利率逐年上升，特别在 2021 年

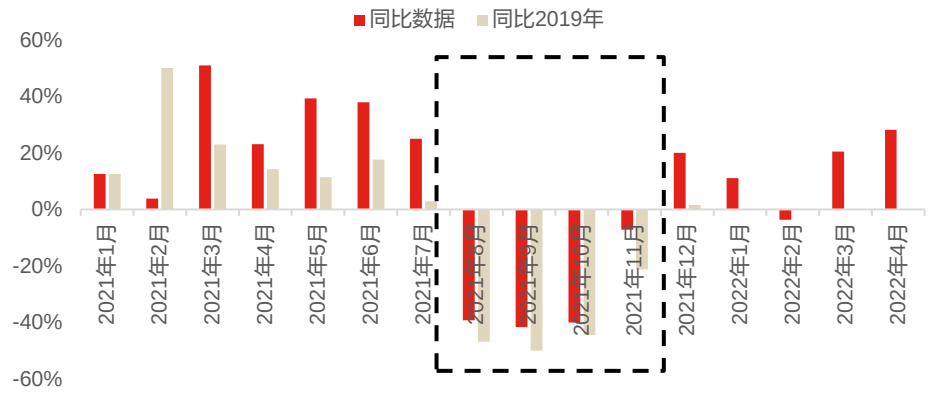


数据来源：wind，东方证券研究所

共性 2：产业链一体化、全球化布局较为完善

供应链一旦受损后恢复速度较慢，对订单交付稳定性造成较大影响。受疫情影响，东南亚各国在 2020-2021 年陆续出现了停工停产现象，对跨国物流和供应链造成了较大冲击。鉴于供应链的内生复杂性和关联性，我们观察供应链从受损到完全恢复需要较长时间，以越南鞋履出口为例，自 2021 年 7 月胡志明市周边管控力度增强后，鞋履出口增速出现大幅度下滑，随后随着防疫政策的放松，直到 2021 年底鞋履出口才逐步恢复正常增长。

图 70：越南鞋履出口同比增速



数据来源：wind，东方证券研究所

表 17：越南抗击疫情回顾（2021H2）

日期	大事件
2021 年 6 月 12 日	越南累计新冠确诊达 10,000 例
2021 年 7 月 9 日	**胡志明市开始实施 15 天社交距离措施**
2021 年 7 月 10 日	越南启动为全国 18 岁以上民众接种疫苗计划
2021 年 7 月 19 日	**胡志明市与南方 18 个省市按照第 16 号指示，实施社交距离措施**
2021 年 9 月 29 日	由于疫情影响，越南预计 2021 年三季度 GDP 同比下降 6.17%
2021/10 月初	越南 2.5 万医护人员和 13.5 万战士驰援胡志明市

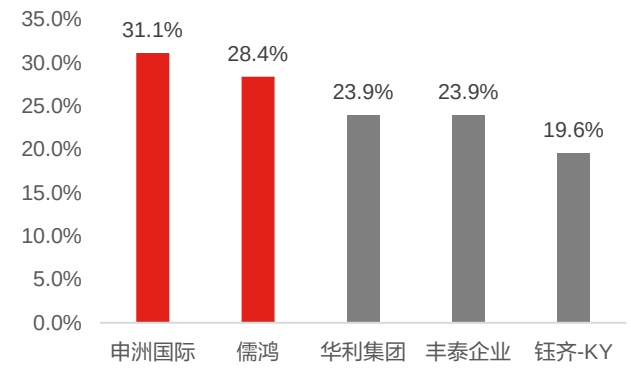
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2021 年 10 月 12 日	越南颁发有关暂时“安全、灵活地适应并有效控制新冠疫情”的规定
2021 年 11 月 1 日	越南开展为 12-17 岁青少年人群接种两剂新冠疫苗计划
2021 年 11 月 11 日	越南接收在获审批紧急使用的 8 种疫苗的 2 亿剂疫苗
2021 年 11 月 12 日	越南累计确诊新冠病例超过 100 万
2021 年 11 月 12 日	时隔两年，越南迎来首批国外游客
2021 年 12 月 1 日	越南正式启动第三剂新冠疫苗接种工作
2021 年 12 月 18 日	越南累计死亡病例超过 3 万例
2021 年 12 月 18 日	**越南已基本实现群体免疫**

数据来源：越南政府新闻网，东方证券研究所

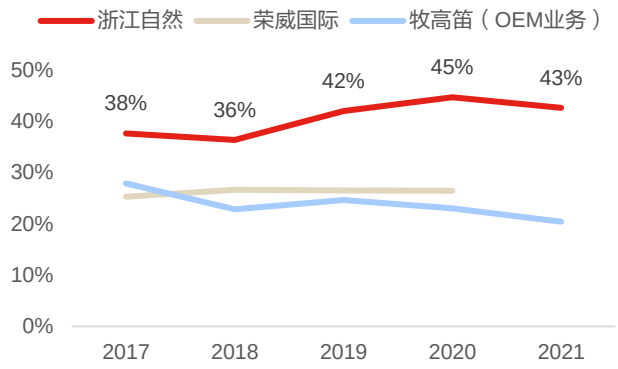
品牌方更偏好垂直一体化和全球化的供应商。对于品牌方而言（特别是国际大牌），订单交付的稳定性通常比单纯的价格更为重要，而垂直一体化布局的企业由于整合了上下游关键生产步骤和工序，对供应链的把控力度更强。在疫情波动和国际政治动荡的背景下，产能全球化布局也能在最大程度上保障订单交付。另一方面，由于业务链条更长，一体化布局的企业通常能享有更好的毛利率水平。最后，通过把控产业链上游（通常为资本密集型工序），企业在新品研发、质量控制等方面的竞争优势也更强，也更利于企业未来的产业升级。

图 71：一体化的制衣企业毛利率大于制鞋企业



数据来源：wind，东方证券研究所，注：2017-2020 平均毛利率

图 72：浙江自然毛利率高于非一体化同行供应商



数据来源：wind，东方证券研究所

共性 3：上游工序有一定复杂度，持续研发投入夯实竞争优势

对国内纺服制造龙头而言，上游面辅料研发、产品创新等资本密集型的产业环节，是公司获取超额盈利的重要来源（前文共性 2 中已详细阐述），同时也是公司维持竞争优势、提升与客户粘性的重要因素之一。

举例来看，对于单一面料环节企业而言，由于无法直接接触到品牌客户，因此面辅料创新、研发的动力较弱，而对于类似申洲、浙江自然等一体化企业，更有动力主动推进上游面辅料和原材料的革新，快速应用到新产品中（新产品通常盈利能力也较好），实现与客户的深入绑定。

表 18：申洲国际专利申请和创新成果转化数量逐年上升（个）

	2017	2018	2019	2020	2021
合计专利申请		**76**	**101**	**125**	**111**
实用新型专利	60	55	70	87	79

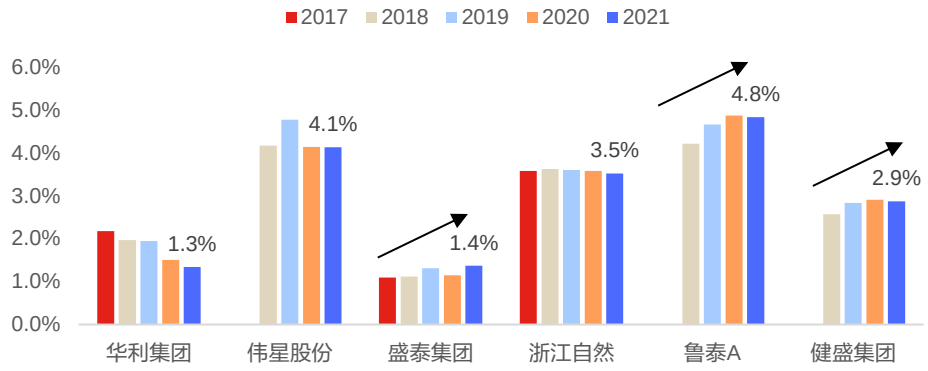
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

发明专利		21	31	38	32
主要创新成果转化					
系列	25	33		34	42
产品	625	825		850	近千余个

数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为行业内较为成功的龙头企业，上游工序通常有一定的复杂度（最好是资本密集型领域），并且通过持续进行研发投入，能够形成较深的护城河或壁垒。通过对子行业进行梳理，我们认为运动服、定制辅料、运动鞋、部分功能性产品具备较好的发展前景，具体上市公司包括：1）运动服：申洲国际、盛泰集团；2）服装辅料：伟星股份；3）运动鞋：华利集团；4）细分功能性产品：浙江自然、牧高笛、鲁泰 A、健盛等。

图 73：龙头纺织制造企业研发费用率比较



数据来源：wind，东方证券研究所

行业投资建议

综合以上分析，我们认为目前行业处于估值和基本面双触底的阶段，而政策优化的曙光已经出现，明年行业基本面将逐步迎来复苏。我们预计 2023 年行业整体特别是龙头企业有望跑赢大盘，对行业维持“看好”评级。在子行业排序上，我们更看好化妆品医美、运动户外等具备中长期高景气逻辑的赛道，对珠宝首饰、大众服饰、中高端男女装、家纺和纺服制造等子行业更多是个股的结构性机会。落实到个股，在化妆品医美领域，重点推荐珀莱雅(603605，买入)、贝泰妮(300957，增持)和爱美客(300896，买入)，建议关注华熙生物(688363，增持)。在运动服饰领域，推荐李宁(02331，买入)、安踏体育(02020，买入)，建议关注特步国际(01368，买入)。在户外露营领域，重点关注牧高笛(603908，买入)。纺服制造子行业，重点推荐伟星股份(002003，买入)、华利集团(300979，买入)、 申洲国际(02313，买入)和 浙江自然(605080，买入)。其他服饰领域，建议关注波司登(03998，买入)、报喜鸟(002154，买入)、比音勒芬(002832，买入) 和森马服饰(002563，增持)。珠宝首饰建议关注周大生(002867，增持)和潮宏基(002345，增持)。

表 19：重点公司盈利预测及估值情况

	股票代码	公司名称	评级	股价	每股收益				市盈率			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
家纺	002327.SZ	富安娜	增持	6.97	0.66	0.70	0.79	0.91	11	10	9	8
	002293.SZ	罗莱生活	增持	9.95	0.85	0.74	0.87	1.00	12	13	11	10
	603365.SH	水星家纺	增持	12.88	1.45	1.32	1.55	1.80	9	10	8	7
化妆品/医美	603605.SH	珀莱雅	买入	168.28	2.03	2.70	3.54	4.48	83	62	48	38
	600315.SH	上海家化	增持	29.11	0.96	0.83	1.10	1.35	30	35	26	22
	300957.SZ	贝泰妮	买入	135.09	2.04	2.77	3.74	4.84	66	49	36	28
	688363.SH	华熙生物	增持	110.17	1.63	2.04	2.75	3.64	68	54	40	30
	300896.SZ	爱美客	买入	458.80	4.43	6.65	9.59	12.66	104	69	48	36
女装	603587.SH	地素时尚	买入	14.62	1.43	1.05	1.29	1.53	10	14	11	10
	603877.SH	太平鸟	增持	17.40	1.42	1.09	1.51	1.85	12	16	12	9
	603808.SH	歌力思	增持	9.01	0.82	0.55	0.95	1.22	11	16	9	7
珠宝	002867.SZ	周大生	增持	12.75	1.12	1.13	1.34	1.55	11	11	10	8
	002345.SZ	潮宏基	增持	4.36	0.39	0.36	0.45	0.56	11	12	10	8
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	增持	5.00	0.55	0.27	0.39	0.53	9	19	13	9
	600398.SH	海澜之家	增持	4.50	0.58	0.51	0.61	0.71	8	9	7	6
	3998.HK	波司登	买入	3.48	0.16	0.19	0.23	0.27	22	18	15	13
	002154.SZ	报喜鸟	买入	3.69	0.32	0.36	0.43	0.53	12	10	9	7
运动服饰	2020.HK	安踏体育	买入	79.36	2.84	2.97	3.66	4.50	28	27	22	18
	2331.HK	李宁	买入	51.97	1.53	1.79	2.25	2.75	34	29	23	19
	6110.HK	滔搏	增持	4.29	0.45	0.39	0.36	0.42	10	11	12	10
	1368.HK	特步国际	买入	8.10	0.34	0.43	0.51	0.65	24	19	16	12
	300979.SZ	华利集团	买入	49.72	2.37	2.89	3.52	4.30	21	17	14	12
	2313.HK	申洲国际	买入	60.18	2.24	3.08	3.79	4.75	27	20	16	13
制造	605080.SH	浙江自然	买入	46.70	2.17	2.48	3.09	3.79	22	19	15	12
	002003.SZ	伟星股份	买入	9.96	0.43	0.55	0.68	0.83	23	18	15	12
其他	300888.SZ	稳健医疗	增持	69.16	2.91	3.65	4.06	4.47	24	19	17	15
户外	603908.SH	牧高笛	买入	68.18	1.18	2.31	3.49	4.84	58	30	20	14

数据来源：Wind、东方证券研究所（EPS 来自于东方证券预测，港股标的股价和 EPS 单位已换算至人民币，收盘价截至 11 月 21 日）

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

1、 部分地区疫情反复，对可选消费终端的影响。

2、 棉价和汇率波动对出口制造公司经营的影响。棉花为纺织制造企业最大的成本来源，棉价的波动直接影响产品销售的利润率，汇率则对出口产品的收入有直接影响。

3、 库存风险。服装行业部分品牌方库存水平较高，若四季度去库存不及预期，将影响品牌方未来折扣和上游制造端订单。

4、 渠道变化、电商格局演变、超头变动及流量再分配对品牌公司的可能影响。

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。

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。

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。

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。