

纺织服装

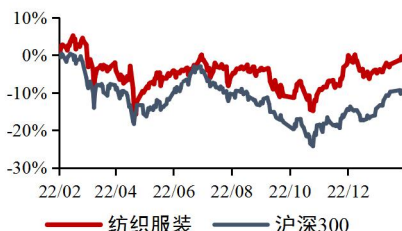
纺织服饰行业 2023 年度策略 领先大市-A(维持)

否极泰来终可期，消费复苏正当时

2023 年 2 月 5 日

行业研究/行业年度策略

纺织服装板块近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

首选股票		评级
300979.SZ	华利集团	买入-A
02313.HK	申洲国际	买入-A
02020.HK	安踏体育	买入-A
02331.HK	李宁	买入-A
03998.HK	波司登	买入-A
002867.SZ	周大生	买入-B

相关报告：

【山证纺织服装】12月线上渠道推动社零表现超预期，关注春节消费恢复-2022年12月社零数据点评 2023.1.17

【山证纺织服装】2022年我国纺织服装出口同增2.6%，周大福保持逆势拓店-纺服家居行业周报 2023.1.16

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

研究助理：

孙萌

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➢ **2022年纺织服饰板块跑赢大盘，饰品子板块表现相对领先。**2022年，SW纺织服饰板块累计下跌14.66%，跑赢沪深300指数7.0pct，其中SW纺织制造、SW服装家纺、SW饰品板块累计下跌分别为14.58%、15.24%、12.83%。整体来看，SW纺织服饰板块除1月在春节降温及北京冬奥会催化下，短暂逆势上涨以外，其它时间板块与大盘走势基本一致，截至12/31日，SW纺织服饰PE-TTM为22.77倍，较2022年初的20.24倍小幅上涨，处于2020年以来三年估值水平25%分位以上。

➢ **可选品类受国内疫情反复扰动，外需前强后弱静待库存拐点。**内需方面，2022年，我国社零反复受到疫情扰动，22Q1-Q4单季增速为3.3%、-4.6%、3.5%、-2.7%，22全年下滑0.2%，其中限上化妆品、纺织服装、金银珠宝同比下滑4.5%、6.5%、1.1%，相比疫情前（2019年），纺织服装零售额仍有收缩，金银珠宝和化妆品零售额均保持稳定增长。展望后续，线下消费场景恢复正常，但2022年4月至今消费者信心始终处于低位，后续仍需继续关注消费者信心恢复。外需方面，美国、欧盟、日本作为全球主要纺织服装进口地，2022年消费表现疲软，叠加渠道库存走高，对上游纺企订单形成压力。我国及越南纺织服装出口景气自22H2开始回落，增速均于22Q4转负。受到订单走弱、产能利用率下降、原材料价格上涨影响，纺企业绩承压，SW纺织制造板块22Q1-Q3单季归母净利润增速为15.3%、8.4%、-11.7%，单季毛利率同比提升1.0、下降0.1、下降1.5pct。

➢ **品牌服装：关注品牌去库存进度，长期看好运动及户外需求。**短期看，2022年疫情影响服装销售，SW服装家纺板块自21Q3开始存货周转天数上升，22Q3上升至239天，达到近五年新高，品牌端主动缩减采购，22H2行业产成品库存同比仍然继续增加，但增速明显放缓，2023元旦以来，线下客流快速回升，行业库存持续去化利于今年服装消费回升及服装企业盈利能力修复。中长期看，运动服饰仍为成长性最优品类，2022-2027年CAGR预计为8.7%。2021年3月疆棉事件引发我国运动服饰行业竞争格局的重塑，2020-2022年，耐克、阿迪达斯品牌市占率分别下滑3.1、5.4pct，而安踏、李宁、特步、361度品牌市占率提升2.4、3.6、1.7、0.4pct。2022年安踏集团市占率超过20%，接近耐克公司。在年轻消费群体对国产运动品牌更加青睐和国产运动公司自身产品研发力度不断加大背景下，国产运动公司市占率提升具有持续性。推荐安踏体育、李宁、波司登。

➢ **纺织制造：订单回暖带动盈利改善，优质制造龙头强者恒强。**截至22Q3末，海外品牌公司库存普遍达到近三年新高水平，品牌均处于去库存阶段，台湾主要纺织制造企业儒鸿、裕元集团月度营收增速逐步放缓或降幅扩大。耐克最新财报显示库存环比已出



现下降，随海外通胀水平持续下行，终端需求复苏推动品牌进入主动补库阶段，纺企订单预计逐步回暖，产能利用率恢复正常，对纺企盈利能力改善具有积极促进作用。中长期看，2016年开始至今虽然我国依旧是全球最大纺织服装出口国，但纺织服装出口占全球比重开始下滑，头部纺织制造企业产能都已经完成出海，越南、柬埔寨是针织服饰制造商申洲、儒鸿的主要成衣基地，越南、印尼、印度是鞋履制造商的主要生产基地。在品牌公司持续精简供应商，注重同核心供应商保持长期合作关系背景下，头部纺织制造企业依托和优质客户长期的深度合作，研发能力、生产效率、ESG理念不断提升，提升老品牌合作份额、新品牌拓展路径更通畅，优质供应链具备稀缺性。推荐华利集团、申洲国际。

➤ **黄金珠宝：需求反弹可期，龙头逆势拓店提升市占率。**复盘2003年SARS、2020年疫情、2022Q2疫情期间及疫情后社零整体和可选品类当月表现，黄金珠宝销售由于线下渠道占比高，受到疫情冲击更大，但疫后反弹程度同样最高。22Q4，国内消费市场再度走弱，社零总额同比下降2.7%，黄金珠宝下降5.3%，随线下客流恢复，春节元宵、情人节销售旺季、金价上涨催化，黄金珠宝需求反弹值得期待。中长期看，我国珠宝市场万亿规模空间，欧睿预计我国珠宝市场规模2022-2027年CAGR为4.5%，2027年有望达到10185亿元，品牌CR5从2016年的14.3%提升至24.5%，头部珠宝在2020-2022疫情三年逆势拓店，终端恢复后市占率有望加速提升。推荐周大生。

➤ **风险提示：**国内消费者信心恢复不及预期；海外品牌库存去化不及预期；金价大幅波动；原材料价格大幅波动。

目录

1. SW 纺织服饰板块回顾.....	7
1.1 2022 年 SW 纺织服饰板块下跌 15%，饰品表现相对领先.....	7
1.2 可选品类受国内疫情反复扰动，外需前强后弱静待库存拐点.....	7
2. 品牌服装：关注品牌去库存进度，长期看好运动及户外需求.....	11
2.1 行业当前仍面临库存压力，关注库存去化后品牌轻装上阵.....	11
2.2 我国运动服饰市场空间广阔，持续看好国产龙头市占率提升.....	12
2.3 建议关注标的.....	16
2.3.1 安踏体育：品牌矩阵丰富把握细分市场，安踏主品牌经营稳健.....	16
2.3.2 李宁：国潮运动品牌龙头，库存压力较行业更轻.....	17
2.3.3 波司登：国产羽绒服龙头，产品创新升级持续进行.....	17
3. 纺织制造：订单回暖带动盈利改善，优质制造龙头强者恒强.....	18
3.1 海外品牌处于去库存通道，订单回暖后纺企盈利改善确定性高.....	18
3.2 制造龙头产能相继完成出海，依托优质客户资源强者恒强.....	19
3.3 建议关注标的.....	22
3.3.1 华利集团：全球运动鞋履制造商龙头，耐克供应链份额提升空间广阔.....	22
3.3.2 申洲国际：纺织制造业典范，产能扩张及客户战略合作共筑长期成长.....	23
4. 黄金珠宝：需求反弹可期，龙头逆势拓店提升市占率.....	24
4.1 客流恢复+销售旺季+金价催化，黄金珠宝需求反弹值得期待.....	24
4.2 我国万亿珠宝市场空间，龙头逆势拓店提升市占率.....	26
4.3 建议关注标的.....	27
4.3.1 周大生：省代调整后渠道拓展有望加速，黄金品类持续发力.....	27
5. 风险提示.....	28

图表目录



图 1: SW 纺织服饰板块累计涨跌幅 (单位: %)	7
图 2: SW 纺织服饰板块估值 PE-TTM	7
图 3: 社零当月同比增速及分品类表现	8
图 4: 典型可选品类年度累计同比增速	8
图 5: 国内消费者信心	8
图 6: 商品零售分渠道当月同比增速	8
图 7: 2022.12 及 2023.1 月各地地铁客运量同比恢复情况	9
图 8: 2022 年 12 月北京市购物中心逐日场均日客流 (人次)	9
图 9: 2022 年 12 月广州市购物中心逐日场均日客流 (人次)	9
图 10: 2022 年 12 月成都市购物中心逐日场均日客流 (人次)	9
图 11: 美国、日本、欧盟 27 国零售月度变化趋势 (%)	10
图 12: 美国批发商服装及服装面料库存 (百万美元)	10
图 13: 越南纺织品和服装累计出口金额及累计同比	10
图 14: 我国服装及衣着附件累计出口金额及累计同比	10
图 15: 纺织服装行业营收及利润总额当月增速及产成品存货同比变化情况	11
图 16: SW 服装家纺板块存货周转天数	12
图 17: 李宁渠道存货库龄结构	12
图 18: 我国运动服饰市场规模及同比增速	13
图 19: 中国/日本/美国人均运动服饰消费 (美元)	13
图 20: 跑者“跑步专业性”的方式 TOP5	13
图 21: 中国年轻人群运动爱好多元化	13
图 22: 我国运动服饰市场品牌竞争格局	15

图 23: 我国运动服饰市场公司竞争格局 (2022 年)	15
图 24: 各运动企业研发费用及占收入比重.....	15
图 25: 中国年轻人购买运动品牌的倾向.....	15
图 26: 安踏体育品牌矩阵.....	16
图 27: 安踏品牌分渠道收入占比.....	16
图 28: 李宁零售流水占比 (2022H1)	17
图 29: 李宁 (含李宁 YOUNG) 门店数量.....	17
图 30: 波司登历年毛利率.....	18
图 31: 波司登各业务板块收入 (亿元)	18
图 32: 海外品牌公司存货周转天数.....	19
图 33: 台湾主要纺织制造企业月度营收增速.....	19
图 34: 我国纺织服装出口规模及占全球比重.....	19
图 35: 2021 年全球纺织服装出口国家/地区 10 强.....	19
图 36: 阿迪达斯供应商数量减少且合作年限增长.....	21
图 37: 华利集团可持续产品开发.....	21
图 38: 儒鸿快速打样中心 P.C.C.....	21
图 39: 华利集团产品销售均价提升空间大.....	22
图 40: 公司占客户鞋履采购比例 (估算)	22
图 41: 申洲国际毛利率.....	23
图 42: 申洲国际 2022H1 四大客户营收及同比增速.....	23
图 43: 黄金珠宝品类较其它可选品类需求弹性更大.....	24
图 44: 2020 年国内珠宝细分品类市场结构.....	26
图 45: 我国黄金首饰消费量及同比增速.....	26



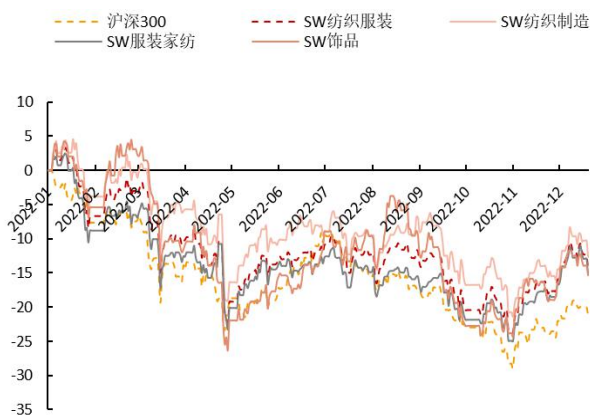
图 46: 限额以上金银珠宝类零售额月度变化与黄金价格走势对比.....	26
图 47: 我国珠宝市场规模及同比增速.....	27
图 48: 2022 年我国珠宝市场品牌竞争格局.....	27
图 49: 我国珠宝市场品牌 CR5 逐年变化.....	27
图 50: 头部珠宝品牌 2020-2022 年净开店数量 (家)	27
图 51: 周大生门店数量.....	28
图 52: 周大生口径加盟单店收入及同比增速.....	28
表 1: 运动品牌存货周转月.....	12
表 2: 体育产业相关政策.....	13
表 3: 国产运动企业品牌零售终端流水及国际运动品牌大中华区报表收入增速.....	14
表 4: 海外品牌公司各期末库存绝对额.....	18
表 5: 纺织制造企业产能布局对比 (员工人数单位: 人, 鞋履出货量单位: 万双)	20
表 6: 各运动鞋履制造企业产量及同比增速 (产量单位: 百万双)	22
表 7: 社零及可选品类同比增速.....	25

1. SW 纺织服饰板块回顾

1.1 2022 年 SW 纺织服饰板块下跌 15%，饰品表现相对领先

2022 年纺织服饰板块跑赢大盘，饰品子板块表现相对领先。2022 年，SW 纺织服饰板块累计下跌 14.66%，跑赢沪深 300 指数 7.0pct，其中 SW 纺织制造、SW 服装家纺、SW 饰品板块累计下跌分别为 14.58%、15.24%、12.83%。整体来看 SW 纺织服饰板块 2022 年走势，1 月在春节降温及北京冬奥会催化下，板块短暂逆势上涨，其它时间板块与大盘走势基本一致，截至 12/31 日，SW 纺织服饰 PE-TTM 为 22.77 倍，较 2022 年初的 20.24 倍小幅上涨，处于 2020 年以来三年估值水平 25%分位以上。

图 1：SW 纺织服饰板块累计涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：SW 纺织服饰板块估值 PE-TTM



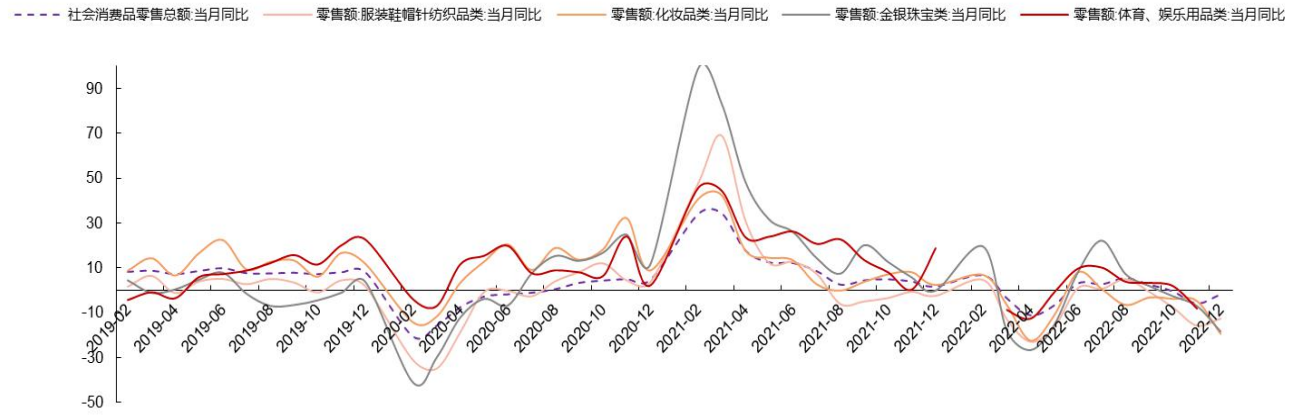
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 可选品类受国内疫情反复扰动，外需前强后弱静待库存拐点

国内消费市场受疫情反复扰动，关注线下场景回归常态后消费信心恢复。2022 年，国内实现社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.2%，国内消费规模较疫情前（2019 年）的 41.16 万亿元增长 6.8%，其中 22Q1-Q4 单季度社零同比增速分别为 3.3%、-4.6%、3.5%、-2.7%，22Q2 受到上海疫情封控、22Q4 受到 10-11 月疫情封控力度加大、12 月防疫政策放开后各地感染人数增加影响，单季社零增速均由正转负。分渠道看，在线下渠道受到疫情影响背景下，线上渠道表现持续优于线下，2022 年，实物商品网上零售额实现 11.96 万亿元，同比增长 6.2%，经历疫情三年，我国实物商品网上零售额规模持续扩大，2019-2022 年 CAGR 为 12.0%，快于同期商品零售的 2.7%，实物商品网上零售额占商品零售额比重由 2019 年的 23.4%提升到 2022 年的 30.2%。分品类看，典型可选消费品类受到疫情影响更大，2022 年，限额以上化妆品、纺织服装、金银珠宝零售额分别为 3936、13003、3014 亿元，同比分别下降 4.5%、6.5%、1.1%，2019-2022 年

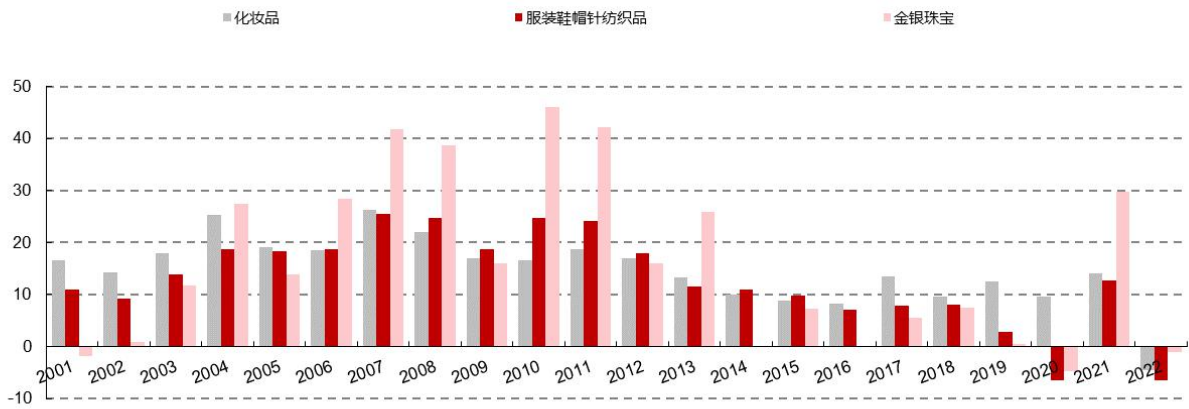
上述品类 CAGR 分别为-1.3%、9.6%、5.0%，纺织服装品类零售额较疫情前仍有收缩，金银珠宝和化妆品品类规模均保持稳定增长。

图 3：社零当月同比增速及分品类表现



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：典型可选品类年度累计同比增速



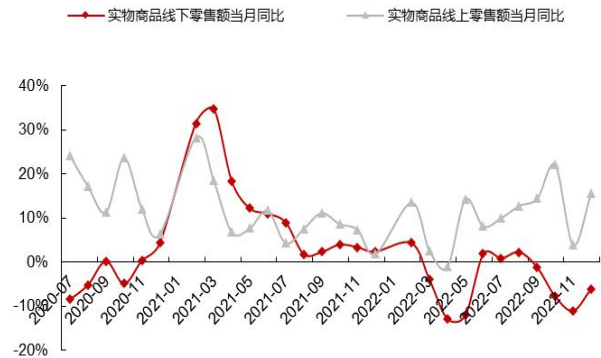
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：国内消费者信心

图 6：商品零售分渠道当月同比增速



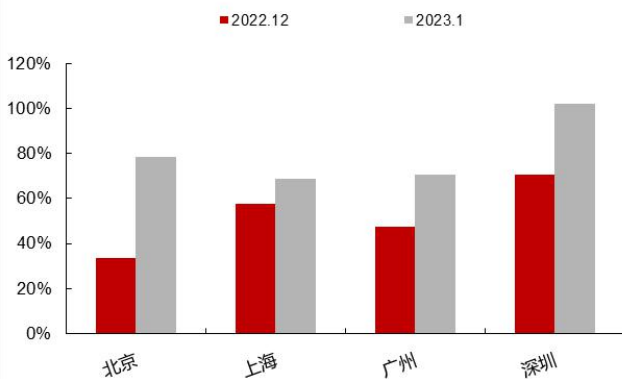
资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 实物商品线下零售额估算=商品零售-实物商品线上零售额)

线下消费场景回归正常, 关注后续消费信心修复。展望后续, 一方面随各地线下客流陆续恢复, 线下消费场景不再缺失, 根据汇客云, 北京、广州、成都市在 2022 年 12 月感染人数达峰后, 线下人流量回升明显。从 2022 年 12 月和 2023 年 1 月各地地铁客运量恢复情况看, 北京、上海、广州、深圳 2023 年 1 月的地铁日均客运量同比恢复情况均边际改善。另一方面自 2022 年 4 月至今我国消费者信心始终处于低位, 后续消费恢复的持续性仍需关注我国消费者信心的恢复。

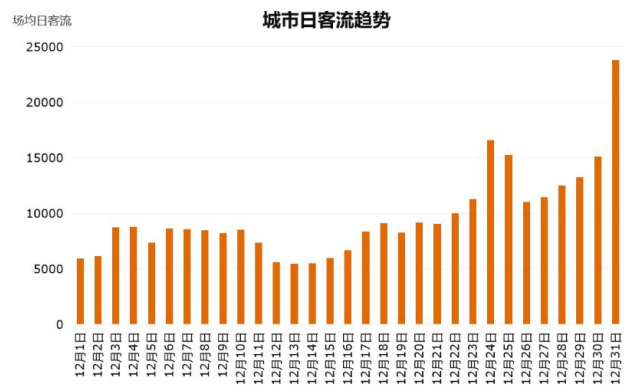
图 7: 2022.12 及 2023.1 月各地地铁客运量同比恢复情况



资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 2023.1 月截至 1 月 18 日)

图 9: 2022 年 12 月广州市购物中心逐日场均日客流(人次)

图 8: 2022 年 12 月北京市购物中心逐日场均日客流(人次)

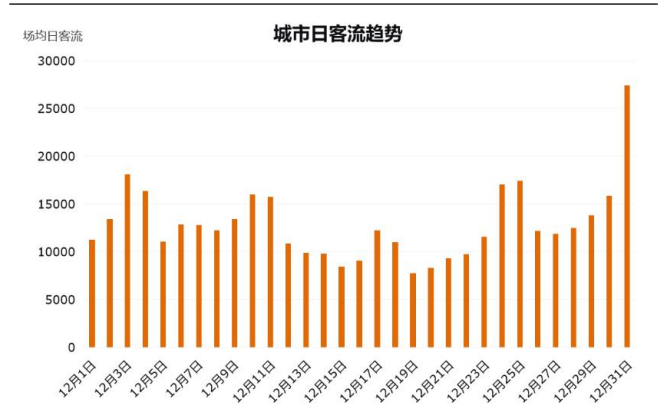


资料来源: 汇客云, 山西证券研究所

图 10: 2022 年 12 月成都市购物中心逐日场均日客流(人次)



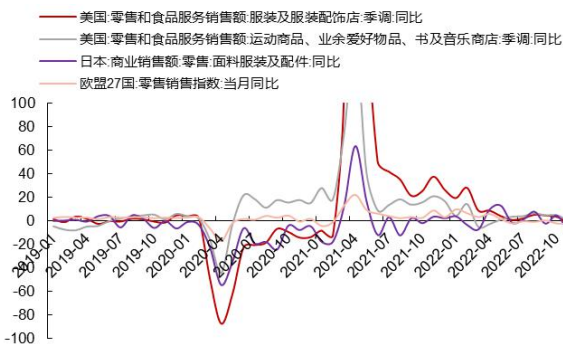
资料来源：汇客云，山西证券研究所



资料来源：汇客云，山西证券研究所

海外需求走弱叠加渠道库存压力，22H2 越南及我国服装出口景气回落。美国、欧盟、日本作为全球主要纺织服装进口国家及地区（根据 WTO，2021 年美国、欧盟、日本纺织品服装进口金额占全球比重为 15.1%、28.5%、3.7%），2022 年消费需求表现疲软，叠加渠道库存存在海运压力缓解和品牌提前备货情况下持续走高，美国批发商服装及服装面料库存自 2021 年 7 月以来触底上升，至 2022 年 11 月，美国批发商服装及服装面料库存已经升至 431.64 亿美元，仍未出现回落，对上游纺企订单形成压力。我国及越南纺织服装出口增速均于 22Q4 转负，22Q1-Q4，我国服装及衣着附件出口金额同比增速分别为 7.2%、16.4%、5.8%、-13.5%，越南纺织服装同比增速分别为 20.8%、21.5%、28.7%、-8.1%。22Q1-Q3，SW 纺织制造板块单季营收增速分别为 13.7%、7.6%、7.8%。受到订单走弱、产能利用率下降、原材料价格上涨影响，纺织制造企业业绩承压，SW 纺织制造板块 22Q1-Q3 单季归母净利润增速分别为 15.3%、8.4%、-11.7%，单季毛利率同比分别提升 1.0、下降 0.1、下降 1.5pct。

图 11：美国、日本、欧盟 27 国零售月度变化趋势（%）



资料来源：Wind，美国商务部，日本经济产业省，欧盟统计局，山西证券研究所

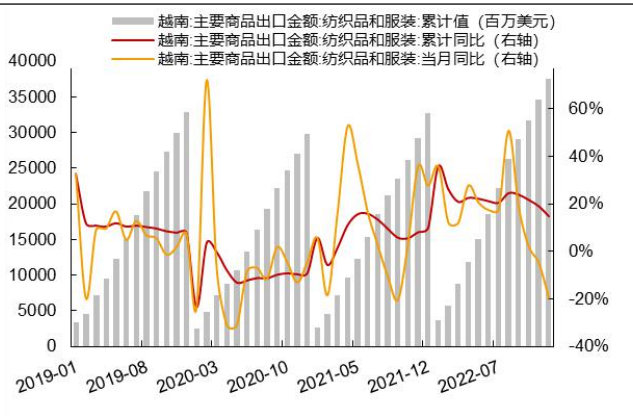
图 13：越南纺织品和服装累计出口金额及累计同比

图 12：美国批发商服装及服装面料库存（百万美元）

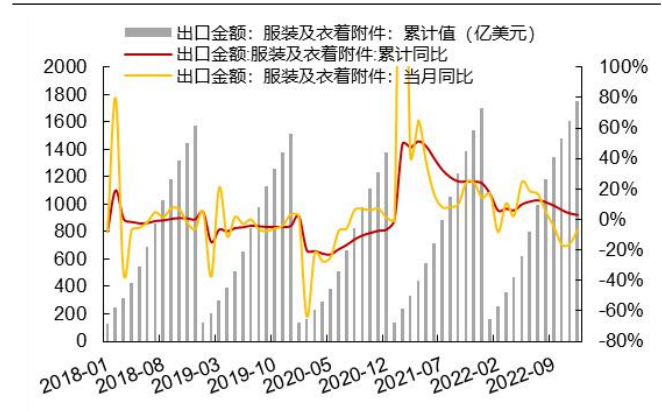


资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：我国服装及衣着附件累计出口金额及累计同比



资料来源：Wind，越南统计局，山西证券研究所



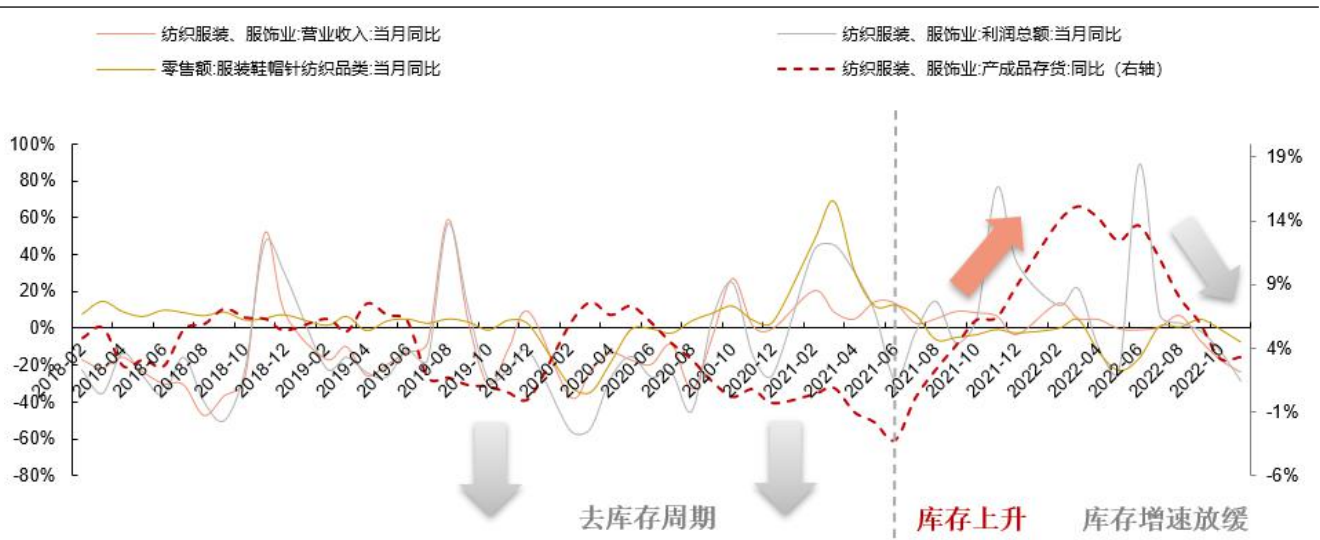
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 品牌服装：关注品牌去库存进度，长期看好运动及户外需求

2.1 行业当前仍面临库存压力，关注库存去化后品牌轻装上阵

2018年以来的去库存周期在21H2结束，22H2服装产成品库存同比增速放缓。2018年以来，行业产成品库存处于去库存阶段，2020年疫情影响库存小幅上升，随后继续消化库存。2021年上半年服装消费的反弹，市场对于后续需求判断过于乐观，库存上升开启。2022年疫情再次影响服装销售，增加库存问题，22H2行业产成品库存同比仍然继续增加，但增速明显放缓，我们认为行业库存持续去化利于2023年服装消费回升及服装企业盈利能力修复。

图 15：纺织服装行业营收及利润总额当月增速及产成品存货同比变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

当前品牌服装企业库存压力仍然较大，李宁品牌库存较行业更优。从SW服装家纺板块存货周转天数来看，21Q3板块存货周转天数开始上升，到22Q3上升至239天，达到近五年新高水平。从国内运动品牌

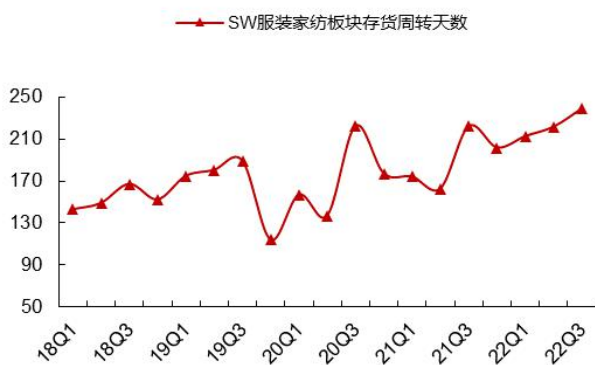
库销比情况看，截至 22Q4，安踏品牌库销比在 5 个月以上，环比持平，FILA 品牌库销比仍高于 7 个月，环比有所改善，李宁品牌整体存货周转高于 4 个月，处于公司可控范围但未明显改善，特步品牌零售渠道库存拉长至 5.5 个月，环比有所恶化。整体而言，在疫情反复扰动终端零售环境背景下，截至 2022 年末，服装行业仍面临库存压力，零售折扣难以获得改善。2023 元旦假期以来，线下终端客流复苏，助力品牌库存去化。

表 1：运动品牌存货周转月

存货周转月	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
安踏品牌	5	5	5	<5	5	5+	5+	5+
FILA 品牌	6	6	6-7	6-7	6-7	7-8	7-8	7-8
李宁品牌		3.1		3.9	4	3.6	4+	4+
特步品牌	4.5	4	4	4	4	4.5	4.5-5	5.5

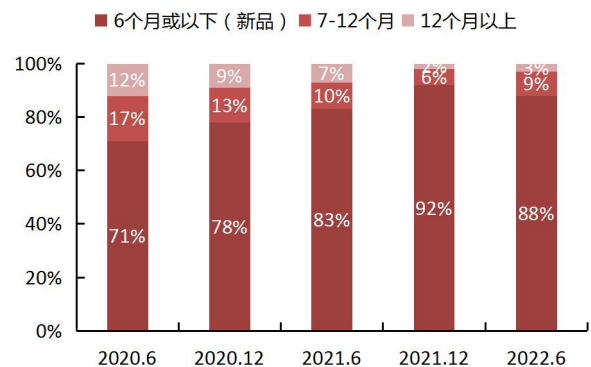
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 16：SW 服装家纺板块存货周转天数



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：李宁渠道存货库龄结构



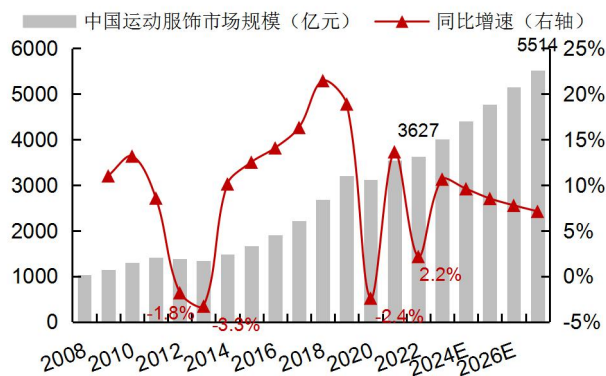
资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.2 我国运动服饰市场空间广阔，持续看好国产龙头市占率提升

运动服饰仍为未来五年我国服装市场成长性最优品类，自带社交属性的小众运动不断升温。根据欧睿国际，2022 年我国运动服饰市场规模为 3627 亿元，同比增长 2.2%，预计 2027 年将达到 5514 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 8.7%。推动我国运动市场不断扩容的主要因素为：1) 我国人均运动服饰消费在国民收入稳步增加、运动意识强化、对运动相关服饰及设备重视程度提升的推动下，有望继续增长，2020 年我国运动服饰人均消费从 2014 年的 15.7 美元提升到 32.4 美元，但仅为日本的 29.7% 和美国的 10.5%。根据人民数据研究院，60.7% 的跑者会购买专业舒适的运动鞋服来提升自己的跑步专业性，以购买跑鞋为例，质量、性价比、产品的专业性是跑者最看重的三个因素。2) 小众户外运动如露营、飞盘、冰雪等因自带社交属性，在小红

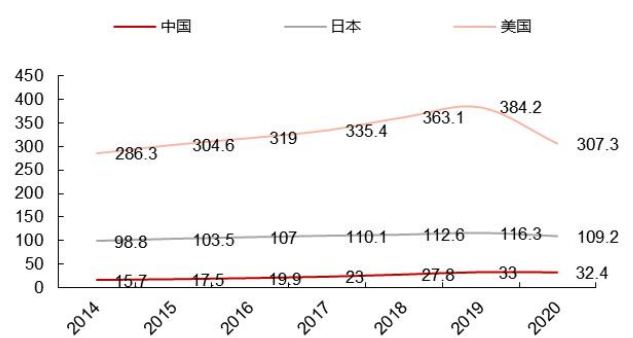
书等新媒体的快速传播下，受到年轻人群喜爱，随着群众对体育项目欣赏和参与多元化需求的不断增加，小众户外运动发展可期。3) 2022年，我国体育产业支持政策持续颁布，预计2025年我国经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，人均体育场地面积2.6平方米，全国体育产业总规模达到5万亿元，体育产业增加值占国内生产总值比重达到2%。预计到2035年，我国经常参加体育锻炼人数比例达到45%以上，体育健身和运动休闲成为普遍生活方式，人民身体素养和健康水平居于世界前列。

图 18：我国运动服饰市场规模及同比增速



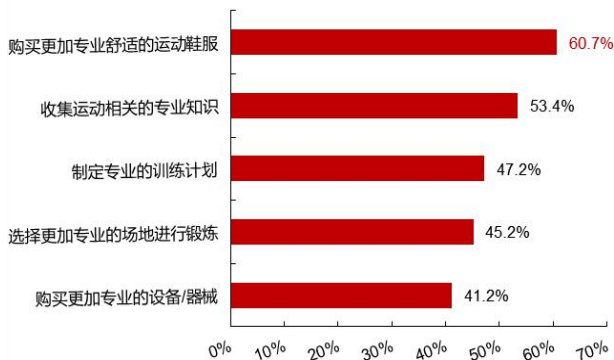
资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 19：中国/日本/美国人均运动服饰消费（美元）



资料来源：欧睿国际，华经产业研究院整理，山西证券研究所

图 20：跑者“跑步专业性”的方式 TOP5



资料来源：人民数据研究院《运动健康行业：2022 全民跑步，运动健康报告》，山西证券研究所

图 21：中国年轻人群运动爱好多元化



资料来源：艾瑞咨询《体育产业：中国年轻人群运动发展白皮书》，山西证券研究所

表 2：体育产业相关政策

发布时间	发布部门	政策名称	主要目标
2021 年 8 月	国务院	《全民健身计划（2021—2025 年）》	到 2025 年，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，县（市、区）、乡镇（街道）、行政村（社区）三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员

发布时间	发布部门	政策名称	主要目标
			2.16 名，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。
2021 年 10 月	体育总局	《“十四五”体育发展规划》	全民健身水平达到新高度（人均体育场地面积 2.6 平方米），体育产业发展形成新成果（体育产业增加值占国内生产总值比重达到 2%，居民体育消费规模超过 2.8 万亿元）；
2022 年 3 月	中共中央办公厅、国务院	《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	到 2035 年，经常参加体育锻炼人数比例达到 45% 以上，体育健身和运动休闲成为普遍生活方式，人民身体素养和健康水平居于世界前列。
2022 年 11 月	国家体育总局、国家发展改革委等八部门	《户外运动产业发展规划（2022-2025 年）》	到 2025 年，户外运动产业总规模超过 3 万亿元。到 2035 年，户外运动产业规模更大、质量更优、动力更强、活力更足、发展更安全，成为促进人民群众身心健康、提升获得感和幸福感、推进体育产业高质量发展和体育强国建设的重要力量。
2022 年 11 月	文化和旅游部等 14 部门	《关于推动露营旅游休闲健康有序发展的指导意见》	推动公共营地建设，扩大公共营地规模，提升服务质量。鼓励支持经营性营地规范建设，提高露营产品品质。增强人民群众文明露营意识，推广“无痕露营”。

资料来源：中国政府网，山西证券研究所

新疆棉事件引发行业竞争格局重塑，国产运动龙头夯实核心竞争力保障市占率持续提升。2021 年 3 月新疆棉事件引发我国运动服饰行业竞争格局的重塑，2022 年，耐克和阿迪达斯虽然仍为我国运动服饰市场前两大品牌，但二者较新疆棉事件前的市场份额均有下滑，2020-2022 年，耐克、阿迪达斯品牌市占率分别下滑 3.1、5.4pct，耐克大中华区收入自 21Q4 起连续 5 个季度负增长，阿迪达斯大中华区收入自 21Q2 起连续 6 个季度负增长，而安踏、李宁、特步、361 度品牌市占率提升 2.4、3.6、1.7、0.4pct。从公司市占率角度看，2022 年安踏集团市占率超过 20%，继续超过阿迪达斯，且与耐克差距缩小。我们认为国产运动公司市占率提升具有持续性，一方面年轻消费群体对国产运动品牌更加青睐，根据艾瑞咨询，中国年轻人群中 73% 倾向于购买国产运动品牌，另一方面国产运动公司自身在产品研发方面的持续投入，使得产品专业性不断提升，2021 年安踏体育研发费用规模为 11.3 亿元，占收入比重 2.3%，超过同期阿迪达斯的 9.9 亿元及 0.6%。

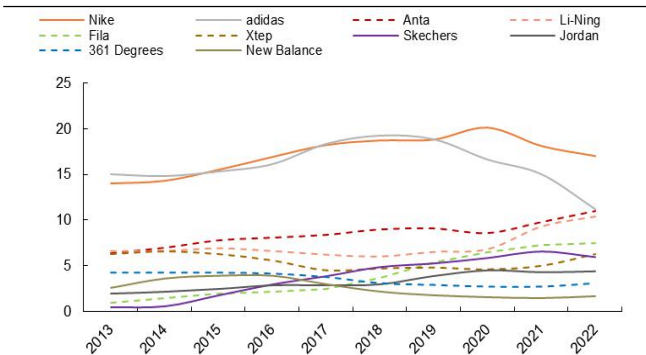
表 3：国产运动企业品牌零售终端流水及国际运动品牌大中华区报表收入增速

品牌	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
安踏体育								
安踏品牌	40%-45%正增	35%-40%正增	10-20%低段正增	10%-20%中段正增	10%-20%高段正增	中单负增	中单正增	高单负增
FILA 品牌	75%-80%正增	30%-35%正增	中单正增	高单正增	中单正增	高单负增	10%-20%低段正增	10%-20%低段负增
所有其它品牌	115%-120%正增	70%-75%正增	35%-40%正增	30%-35%正增	40%-45%正增	20%-25%正增	40%-45%正增	10%-20%低段正增
李宁								
直营零售	90%-100%低段	80%-90%高段	30%-40%中段	20%-30%高段	30%-40%中段	高单负增	20%-30%低段	

品牌	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
	正增	正增	正增	正增	正增		正增	
批发经销商	80%-90% 低段 正增	90%-100% 低段 正增	30%-40% 高段 正增	20%-30% 高段 正增	20%-30% 低段 正增	高单负增	10%-20% 低段 正增	
电子商务	100%正增	90%-100% 高段 正增	50%-60% 中段 正增	40%-50% 低段 正增	30%-40% 中段 正增	中单正增	20%-30% 中段 正增	
特步主品牌								
特步品牌	55%正增	30%-35%正增	中双正增	20%-25%正增	30%-35%正增	中双正增	20%-25%正增	高单负增
361度								
主品牌	高双正增	15%-20%正增	低双正增	高双正增	高双正增	低双正增	中双正增	大致持平
童装品牌	20%-30% 低段 正增	30%-35%正增	15%-20% 正增	25%-30%正增	20%-25%正增	20%-25% 正增	20%-25%正增	低单正增
电子商务				35%-40%正增	50%正增	40%正增	45%正增	25%正增
阿迪达斯	151.10%	-16.30%	-11.00%	-19.40%	-28.40%	-28.30%	-18.90%	
耐克	51.33%	17.36%	11.35%	-19.76%	-5.22%	-19.24%	-16.45%	-3.04%

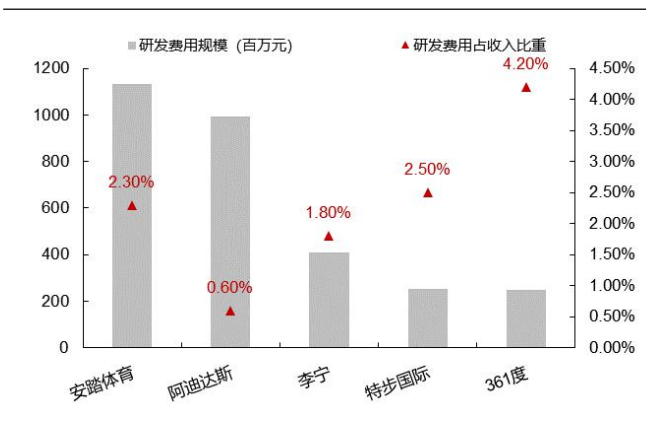
资料来源：公司公告，山西证券研究所（注：阿迪达斯和耐克均为大中华区收入）

图 22：我国运动服饰市场品牌竞争格局



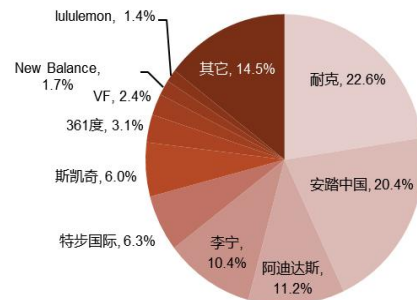
资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 24：各运动企业研发费用及占收入比重



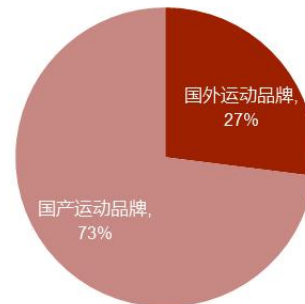
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 23：我国运动服饰市场公司竞争格局（2022 年）



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 25：中国年轻人购买运动品牌的倾向



资料来源：艾瑞咨询《体育产业：中国年轻人群运动发展白

皮书》，山西证券研究所（注：N=3271，2022年2月通过14-30岁消费者在线调研获得）

2.3 建议关注标的

2.3.1 安踏体育：品牌矩阵丰富把握细分市场，安踏主品牌经营稳健

基本情况：2022年上半年，安踏体育实现营收259.65亿元，同比增长13.8%，其中安踏品牌、FILA品牌、所有其它品牌营收同比增长26.3%、-0.5%、29.9%。22Q3全部品牌流水同比恢复增长，22Q4再度受到疫情影响，安踏品牌流水同比下滑高单位数，FILA品牌同比下滑10%-20%低段，所有其它品牌同比增长10%-20%低段，但安踏品牌库销比环比保持稳定，FILA品牌库销比环比有所改善。

核心观点：安踏体育旗下拥有定位专业运动的安踏品牌、定位时尚运动的FILA品牌、定位户外运动的迪桑特、可隆品牌，以及通过合营公司拥有始祖鸟等品牌，品牌矩阵完善，利于公司充分把握细分运动市场。安踏品牌于2020H2启动DTC模式，截至2022H1，52%的安踏品牌门店由公司直营，48%的门店由加盟商按照公司运营标准经营，DTC模式下门店店效与商品效率持续提升。目前PE-TTM为36.30倍，处于公司近三年均值水平附近。

盈利预测与估值：预计公司2022-2024年EPS分别为2.75\3.40\4.24元，公司2月3日收盘价对应2022-2024年PE分别为36.5\29.5\23.7倍，维持“买入-A”评级。

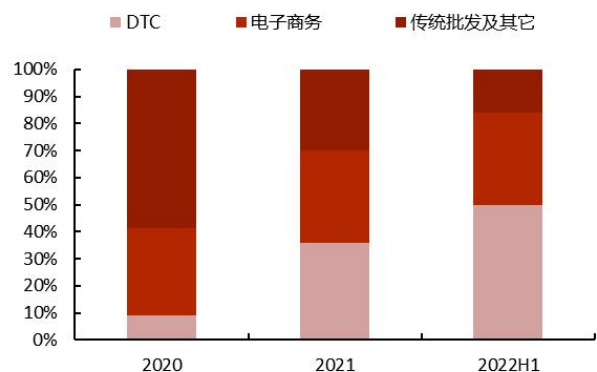
风险提示：消费者信心恢复不及预期；国际运动品牌零售折扣加深；安踏品牌中高价位产品拓展不及预期。

图 26：安踏体育品牌矩阵



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 27：安踏品牌分渠道收入占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.3.2 李宁：国潮运动品牌龙头，库存压力较行业更轻

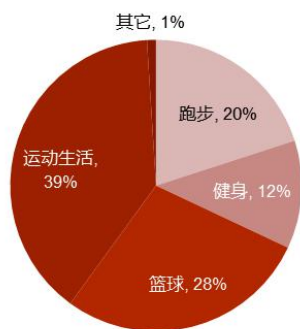
基本情况：2022年上半年，李宁实现营收124.09亿元，同比增长21.7%，营收增长受益于批发渠道拉动、电商渠道积极进行直播业务、线下终端门店效率提升。22Q3李宁（不含李宁YOUNG）全平台零售流水同比增长10%-20%中段，零售折扣同比加深低单位数，库销比同比略有增加但处于健康状态，且优于行业水平。2022年上半年，公司毛利率同比下滑5.9pct至50.0%，实现归母净利润21.89亿元，同比增长11.6%。

核心观点：公司持续优化“单品牌、多品类、多渠道”策略，2022H1，零售流水同比增长8%，篮球、跑步品类流水同比增长30%、10%，公司聚焦产品科技升级，篮球、跑步产品持续创新。截至2022Q3，李宁（不含李宁YOUNG）门店数量合计6101家，较年初净增加166家，李宁YOUNG门店共1238家，较年初净增加36家。公司以优化渠道数量和提升渠道效率为核心，持续升级店铺形象，提升门店成交率及产品连带率。目前PE-TTM为40.83倍，处于公司近三年均值以下水平。

盈利预测与估值：预计公司2022-2024年EPS分别为1.80\2.25\2.78元，公司2月3日收盘价对应2022-2024年PE分别为36.6\29.3\23.7倍，维持“买入-A”评级。

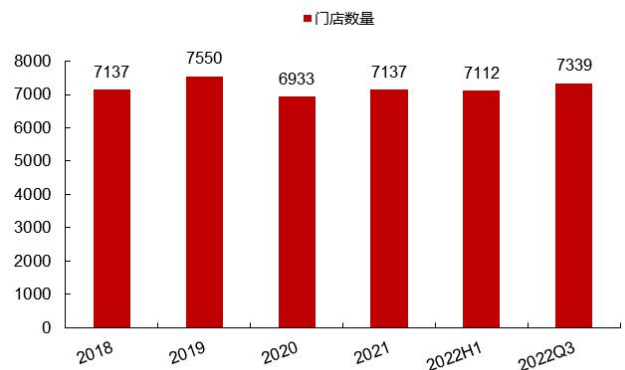
风险提示：核心人才流失风险；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨。

图 28：李宁零售流水占比（2022H1）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 29：李宁（含李宁 YOUNG）门店数量



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.3.3 波司登：国产羽绒服龙头，产品创新升级持续进行

基本情况：2022/23 上半财年，公司实现营收 61.81 亿元，同比增长 14.1%，其中品牌羽绒服业务、贴牌加工管理业务、女装业务、多元化服装业务分别增长 10.2%、32.7%、-18.3%、22.2%。波司登品牌羽绒服实现营收 35.22 亿元，同比增长 8.2%，2022 年冬季，公司发布新一代轻薄羽绒服产品，同时官宣谷爱凌、易烊千玺作为品牌代言人。2022/23 上半财年，公司毛利率同比下滑 0.7pct 至 50.0%，但品牌羽绒服业务毛

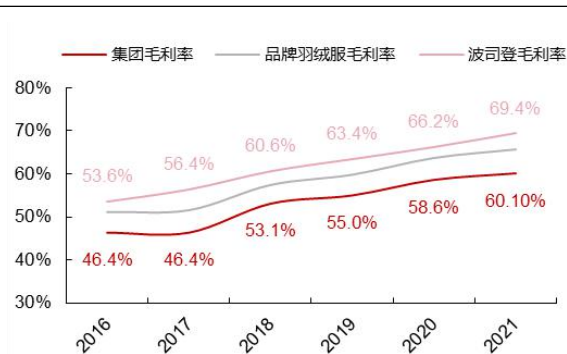
利率同比提升 2.2pct 至 63.6%，波司登品牌羽绒服毛利率提升 3.9pct 至 66.5%，实现归母净利润 7.34 亿元，同比增长 15.0%。

核心观点：公司作为国产羽绒服龙头，产品持续创新升级，品牌羽绒服业务及波司登品牌盈利能力持续提升。贴牌加工业务保持稳健增长，2016-2021 年贴牌加工业务营业收入 CAGR 为 19.6%。公司供应链管理灵活，首订比例保持 40% 以内，在销售旺季实行滚动下单、拉式补货，保证经营质量，提升公司在外部环境不佳时的经营韧性。目前 PE-TTM 为 19.96 倍，处于公司近三年均值以下水平。

盈利预测与估值：预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.22\0.26\0.31 元，公司 2 月 3 日收盘价对应 2022-2024 年 PE 分别为 16.8\14.2\12.0 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：冰洁品牌发展不及预期；代工业务订单不及预期；原材料价格大幅上涨。

图 30：波司登历年毛利率



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 31：波司登各业务板块收入（亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

3. 纺织制造：订单回暖带动盈利改善，优质制造龙头强者恒强

3.1 海外品牌处于去库存通道，订单回暖后纺企盈利改善确定性强

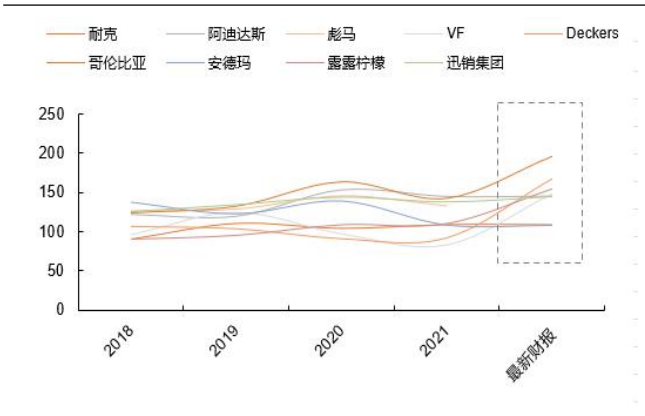
海外品牌库存水平仍处高位，耐克最新季度末库存初现拐点。从品牌库存来看，截至 22Q3 末，海外品牌公司库存普遍达到近三年新高水平，品牌均处于去库存阶段。从台湾主要纺织制造企业月度营收增速看，品牌主动缩减采购，制造商月度营收增速逐步放缓，22Q4，针织服饰一体化制造商儒鸿单月营收降幅逐步扩大，全球最大的运动鞋履制造商裕元集团 12 月营收增速由正转负。耐克最新财报显示库存环比已出现下降，随着海外通胀水平持续下行，终端需求复苏推动品牌库存去化，进入主动补库阶段，纺织制造企业订单有望逐步回暖，产能利用率恢复正常后，对纺企盈利能力改善确定性具有积极促进作用。

表 4：海外品牌公司各期末库存绝对额

品牌公司	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
耐克	58	74	67	61	67	69	67	65	77	84	97	93
阿迪达斯	43	52	47	44	39	41	37	40	45	55	60	
彪马	11	13	12	11	12	14	14	15	16	20	24	
VF	13	14	14	11	11	12	15	13	14	23	28	
Deckers	3	4	5	3	3	5	6	6	5	8	9	
哥伦比亚	6	8	8	6	5	7	7	7	7	10	11	
安德玛	9	12	11	9	9	9	8	8	8	10	11	
露露柠檬	6	7	8	7	7	8	9	10	13	15	17	
迅销集团	3539	3807	4175	4041	3546	3447	3949	4051	3504	3517	4859	5703

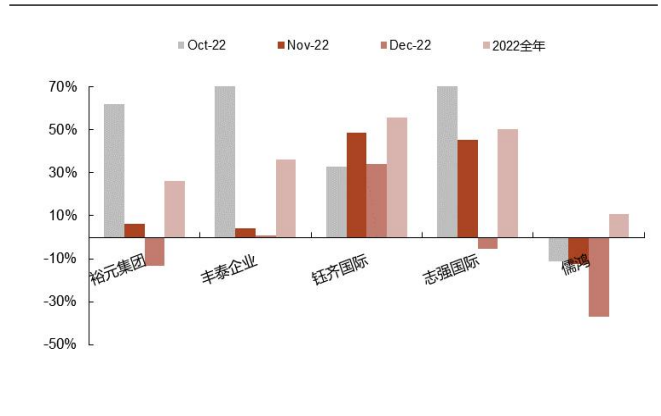
资料来源：公司公告，山西证券研究所（注：阿迪达斯与彪马存货单位为亿欧元，迅销集团为亿日元，其它为亿美元）

图 32：海外品牌公司存货周转天数



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 33：台湾主要纺织制造企业月度营收增速



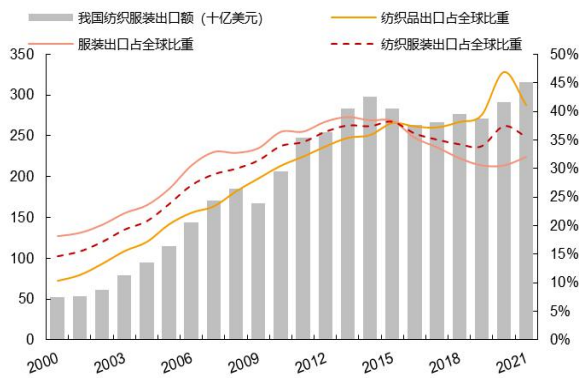
资料来源：各公司官网，Wind，山西证券研究所（注：裕元集团统计制造业务）

3.2 制造龙头产能相继完成出海，依托优质客户资源强者恒强

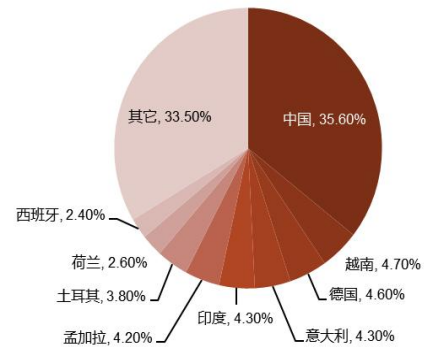
我国纺织服装出口占全球比重成下降趋势，头部纺企产能相继完成出海。从现代纺织业于 18 世纪诞生于英国开始，世界纺织业共发生四次大的产业转移，分别是 20 世纪初从英国转移到美国、20 世纪 60 年代从美国转移至日本、20 世纪 70-80 年代从日本转移至“亚洲四小龙”国家、20 世纪 90 年代初向中国大陆转移。随着我国 2001 年加入 WTO，我国纺织产业产能得到释放，我国纺织服装出口占全球比重从 2000 年的 12.2% 快速上升到 2015 年的 38.3%，由于贸易摩擦相伴而生、我国沿海地区劳动力和原材料成本上升带来的招工难问题、品牌发展东南亚市场诉求，全球纺织业开始向越南、柬埔寨、印度尼西亚为代表的东南亚国家转移，2016 年开始至今虽然我国依旧是全球最大纺织服装出口大国，但纺织服装出口占全球比重开始下滑。但我国头部纺织制造企业产能都已经完成出海，越南、柬埔寨是针织服饰制造商申洲、儒鸿的主要成衣基地，越南、印尼、印度是鞋履制造商的主要生产基地。

图 34：我国纺织服装出口规模及占全球比重

图 35：2021 年全球纺织服装出口国家/地区 10 强



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: WTO, 山西证券研究所

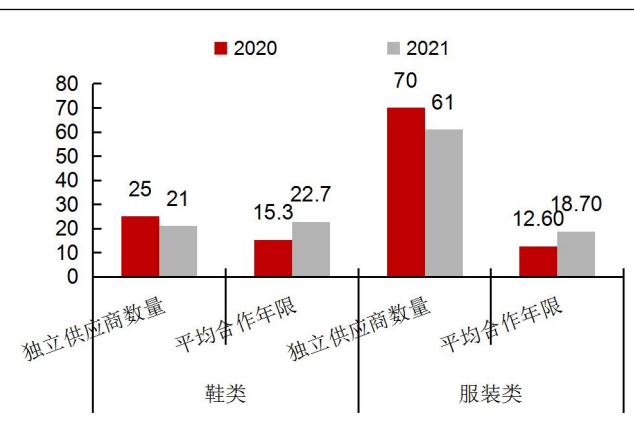
表 5: 纺织制造企业产能布局对比 (员工人数单位: 人, 鞋履出货量单位: 万双)

企业名称		中国	越南	印尼	印度	其他	合计	产能出海历程
申洲国际 (2021)	员工人数	47222	28124			20474	95820	2005 年柬埔寨成衣工厂投产; 2014 年越南面料工厂投产; 2016 年越南世通成衣工厂投产
	占比	49%	29%			21%		
	成衣产能	55%	22%			23%		
	占比							
儒鸿 (2021)	员工人数	1741	11424	1012		1627	15804	2006 年越南成衣工厂量产; 2008 年设立越南面料工厂; 2019 年投资印尼成衣工厂
	占比	11%	72%	6%		10%		
裕元集团 (2021)	员工人数	23008	126544	120792		17256	287600	1992 年印尼设立生产基地, 1994 年越南, 1998 年墨西哥, 2002 年中国内地, 2009 年柬埔寨和孟加拉, 2015 年缅甸
	占比	8%	44%	42%		6%		
	鞋履出货量	2860	8341	11438		1192	23830	
	占比	12%	35%	48%		5%		
丰泰企业 (2021)	员工人数	14700	70200	18000	34500		137400	1992 年在印尼设立生产基地, 2003 年越南, 2006 年印度
	占比	11%	51%	13%	25%			
	鞋履出货量	1300	5000	1800	3000		11100	
	占比	12%	45%	16%	27%			
钰齐国际 (2021)	鞋履出货量							2003 年越南兴安, 2013 年在柬埔寨干拉省设立生产基地, 2015、2021 年越南海防、越南河南
	占比	31%	50%			19%		
华利集团 (2019)	员工人数	300	109400			1800	111500	2005 年在越南设立生产基地, 2014 年多米尼加, 2018 年缅甸, 2021 年印度尼西亚
	占比	0%	98%			2%		
	鞋履出货量		18284			278	18561	
	占比		99%			2%		

资料来源: 各公司公告, 招股说明书, 山西证券研究所 (注: 裕元集团其他包含: 孟加拉、柬埔寨、缅甸等; 华利集团其他为多米尼加; 钰齐国际、申洲国际、儒鸿其他为柬埔寨)

品牌商强化与核心供应商合作，优质制造龙头强者恒强。品牌公司持续精简供应商，注重同核心供应商保持长期合作关系，以阿迪达斯为例，所有潜在的新供应商都由集团 SEA（社会与环境事务团队）进行评估，确保新供应商符合集团标准，截至 2021 年底，所有新工厂的首次拒绝率为 34%，2021 年阿迪达斯拥有 21 家鞋履产品独立供应商，平均合作年限为 22.7 年，拥有 61 家服装产品供应商，平均合作年限为 18.7 年，品牌商供应商数量持续精简，与供应商合作年限不断拉长。中长期看，头部纺织制造企业依托和优质客户长期的深度合作，研发能力、生产效率、ESG 理念不断提升，提升老品牌合作份额、新品牌拓展路径更通畅，优质供应链具备稀缺性。

图 36：阿迪达斯供应商数量减少且合作年限增长



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 37：华利集团可持续产品开发



资料来源：华利集团可持续发展报告，山西证券研究所

图 38：儒鸿快速打样中心 P.C.C



资料来源：公司官网，山西证券研究所

3.3 建议关注标的

3.3.1 华利集团：全球运动鞋履制造商龙头，耐克供应链份额提升空间广阔

基本情况：2022 年前三季度，公司实现营收 153.74 亿元，同比增长 21.68%，其中鞋履销售量同比增长 10%，美元计产品均价增长超过 7%，叠加美元升值因素，人民币计产品均价增长约 10%。公司毛利率同比下滑 2.0pct 至 25.9%，主要由于新工厂仍处于产能爬坡阶段，以及 22Q1 越南疫情导致员工出勤率不足，公司实现归母净利润 24.46 亿元，同比增长 22.46%。

核心观点：与台湾主要运动鞋履制造企业相比，公司产能规模大且扩张速度更快，印尼与缅甸生产基地后续陆续投产，支撑公司在 Nike 等核心客户中份额提升与合作 On Running、New Balance、Rebook 等新品牌。公司产品销售均价与友商相比存在较大提升空间，伴随承接更多复杂鞋型订单，均价与盈利能力逐步提升存在空间。目前 PE-TTM 为 22.44 倍，处于公司上市以来均值水平以下位置。

盈利预测与估值：预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.86\3.42\4.09 元，公司 2 月 3 日收盘价对应 2022-2024 年 PE 分别为 21.6\18.1\15.2 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：品牌订单恢复不及预期；生产基地投产不及预期；原材料价格大幅上涨。

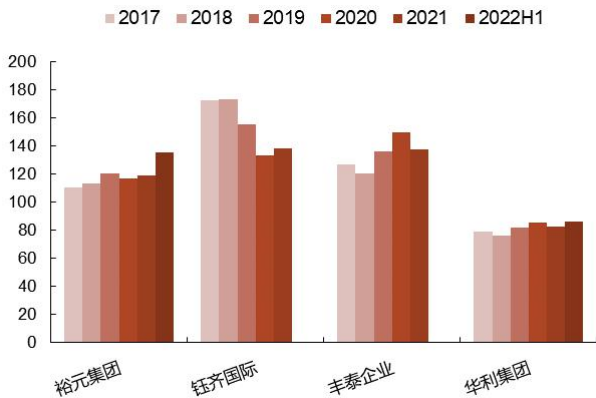
表 6：各运动鞋履制造企业产量及同比增速（产量单位：百万双）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	22H1
裕元集团									
产量	307	318	322	325	326	322	244	238	144
YOY		3.4%	1.4%	0.8%	0.4%	-1.1%	-24.2%	-2.5%	5.6%
丰泰企业									
产量	80	88	96	102	114	120	112	111	
YOY		10.0%	8.3%	7.0%	11.3%	5.3%	-6.7%	-0.9%	
钰齐国际									
产量	13	11	11	13	13	20	20	25	
YOY		-16.0%	2.7%	12.0%	4.7%	48.0%	3.6%	24.0%	
华利集团									
产量				128	167	187	164	210	110
YOY					32.6%	11.1%	-11.6%	27.8%	13.1%

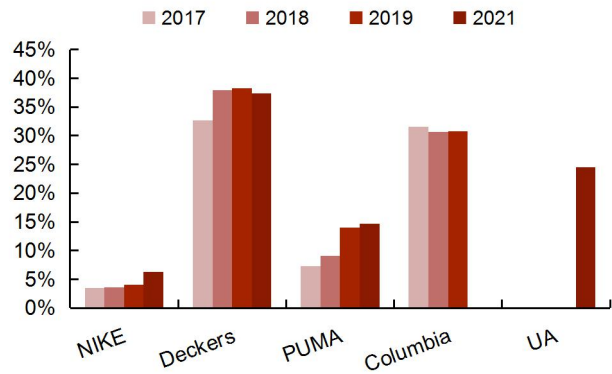
资料来源：各公司年报，山西证券研究所

图 39：华利集团产品销售均价提升空间大

图 40：公司占客户鞋履采购比例（估算）



资料来源：各公司公告，山西证券研究所（注：裕元集团披露美元计价口径，钰齐国际、丰泰企业披露新台币计价口径，均按历史汇率折算为人民币）



资料来源：各公司公告，招股说明书，山西证券研究所

3.3.2 申洲国际：纺织制造业典范，产能扩张及客户战略合作共筑长期成长

基本情况：2022 年上半年，公司实现收入 135.93 亿元，同比增长 19.6%，其中美元计产品均价增长 6%，人民币计产品均价增长 6.6%，销售数量增长 13.0%。公司毛利率同比下滑 7.1pct 至 22.6%，公司实现归母净利润 23.67 亿元，同比增长 6.3%，剔除政府补助和汇兑收益，归母净利润下滑 25.5%，主要由于：1）毛利率受宁波停产和原材料价格上涨影响而产生下滑；2）宁波停产期间防疫支出增加；3）汇兑收益带来税收增加约 1 亿元。当前时点，公司订单压力仍然存在，预计 22Q4 国内产能利用率在 80%-85% 区间，海外产能利用率约为 95%，需继续观察核心品牌客户去库存情况。

核心观点：今明两年，公司柬埔寨、越南成衣产能扩张具备基础，海外产能占比预计持续提升，品牌订单恢复后，盈利能力向上改善空间大。公司深度四大核心客户，制定五年规划，依托核心客户成长，同时积极合作新品牌如 Lululemon、李宁、安踏、特步，降低客户集中风险，2022H1，国内运动品牌客户安踏收入增长 1.3 倍，李宁增长超过 90%。目前 PE-TTM 为 36.55 倍，处于近三年均值水平附近。

盈利预测与估值：预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.00\3.89\4.98 元，公司 2 月 3 日收盘价对应 2022-2024 年 PE 分别为 28.6\22.1\17.2 倍，维持“买入-A”评级。

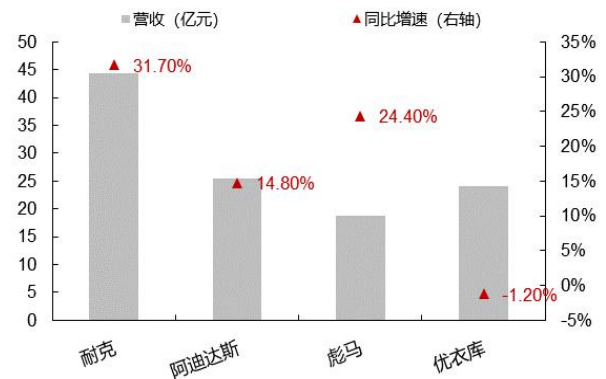
风险提示：国际运动品牌库存去化不及预期；员工流失风险；新品牌拓展不及预期。

图 41：申洲国际毛利率

图 42：申洲国际 2022H1 四大客户营收及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所



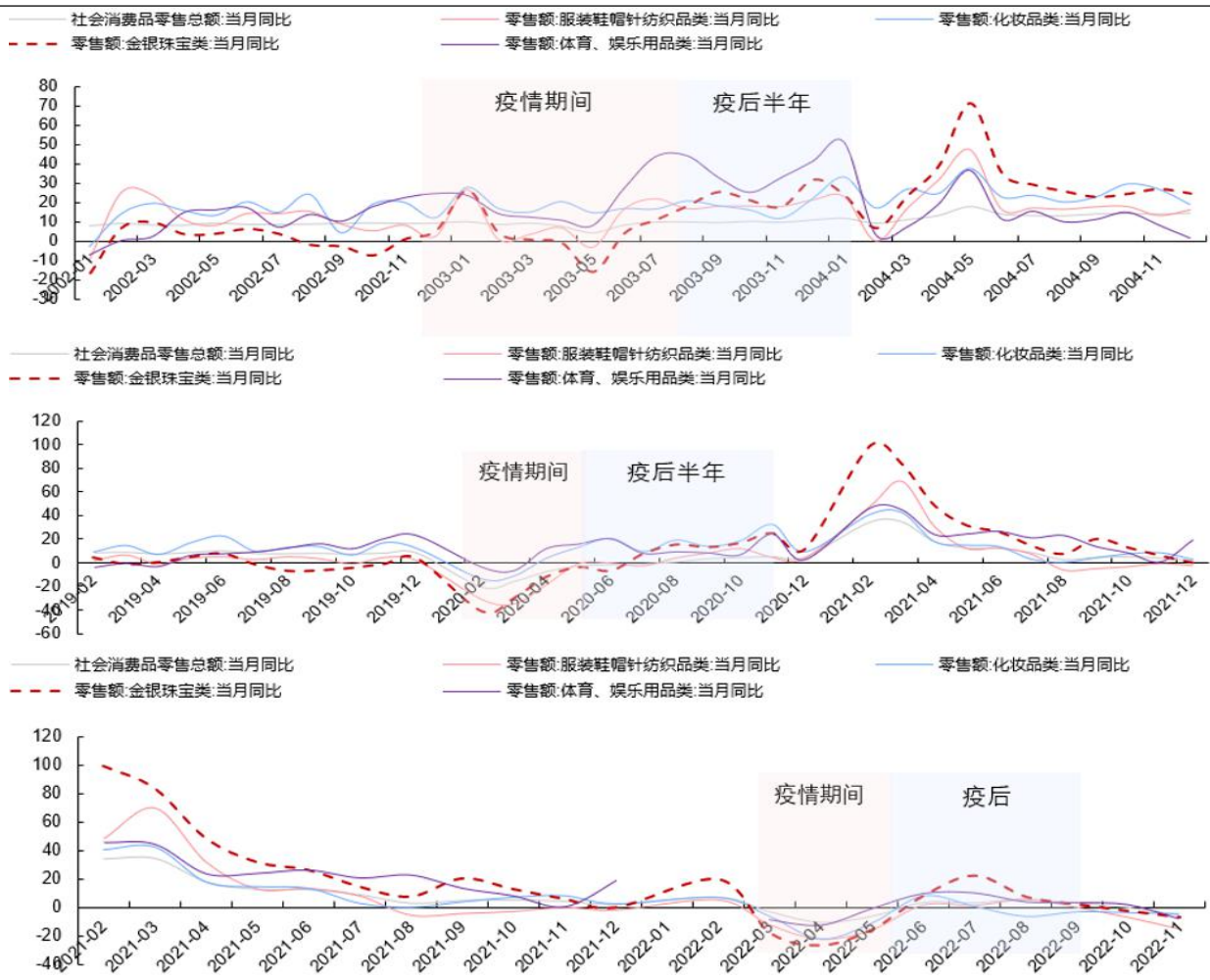
资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

4. 黄金珠宝：需求反弹可期，龙头逆势拓店提升市占率

4.1 客流恢复+销售旺季+金价催化，黄金珠宝需求反弹值得期待

黄金珠宝疫后修复弹性大于其它可选消费品类。复盘 2003 年 SARS、2020 年疫情、2022Q2 疫情期间及疫情后社零整体和可选品类当月表现，黄金珠宝销售由于线下渠道占比高，受到疫情冲击更大，但疫后反弹程度同样最高。22Q4，受到疫情封控及防疫政策放开后感染人数增加影响，国内消费市场再度走弱，社零总额同比下降 2.7%，黄金珠宝品类下降 5.3%，根据中国黄金协会，22Q4 我国黄金首饰消费 132.17 吨，同比下降 27.5%。随线下客流恢复，及春节元宵、情人节销售旺季催化，黄金珠宝需求反弹值得期待，根据京东 1 月 27 日发布的《2023 春节假期消费趋势》显示，“兔”年主题珠宝首饰销量同比增长超 10 倍，礼盒类商品整体销量同比增长超 50%。

图 43：黄金珠宝品类较其它可选品类需求弹性更大



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 7：社零及可选品类同比增速

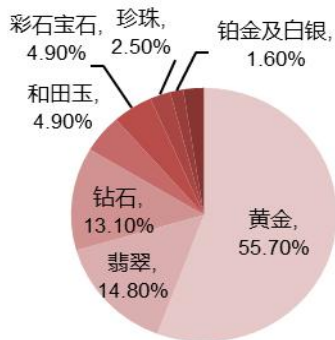
同比增速	2002	2003	2004	2002-2004CAGR	2019	2020	2021	2019-2021CAGR	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
社零总额	8.8%	9.1%	13.3%	14.8%	8.0%	-3.9%	12.5%	3.5%	3.3%	-4.6%	3.5%	-2.7%
服装鞋帽 针织品	9.3%	13.8%	18.7%	16.7%	2.9%	-6.6%	12.7%	1.2%	-3.4%	-10.2%	3.0%	-11.2%
金银珠宝	0.9%	11.7%	27.5%	19.8%	0.4%	-4.7%	29.8%	8.0%	3.2%	-10.1%	8.7%	-5.3%
化妆品	14.2%	17.9%	25.3%	22.1%	12.6%	9.5%	14.0%	16.0%	1.7%	-2.9%	0.3%	-6.5%
体育、 娱乐用品	11.0%	26.0%	15.3%	20.8%	8.0%	8.4%	22.0%	23.6%	-2.3%	5.3%	14.5%	

资料来源：Wind，山西证券研究所

黄金价格或催化珠宝需求加速释放。我国珠宝市场以黄金品类为主，根据中宝协，2020年黄金品类占我国珠宝市场的55.7%，其次为翡翠、钻石占比分别为14.8%、13.1%。2022年，全国黄金消费量1001.74吨，与2021年同期相比下降10.63%。其中黄金首饰654.32吨，同比下降8.01%。2022年，黄金首饰消费在年初经历了强劲复苏，此后受国内疫情多点散发影响，黄金首饰消费明显下滑。黄金珠宝零售与金价相

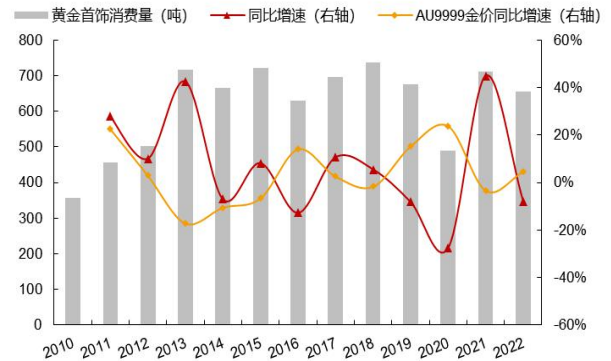
关性较高，金价上涨通常带动零售额上升，略有滞后，20年疫情期间珠宝价格上涨，疫情影响线下珠宝消费在疫情后期有回补。目前，金价处于高位且有上升趋势，珠宝需求有望在线下客流量复苏后反弹。

图 44：2020 年国内珠宝细分品类市场结构



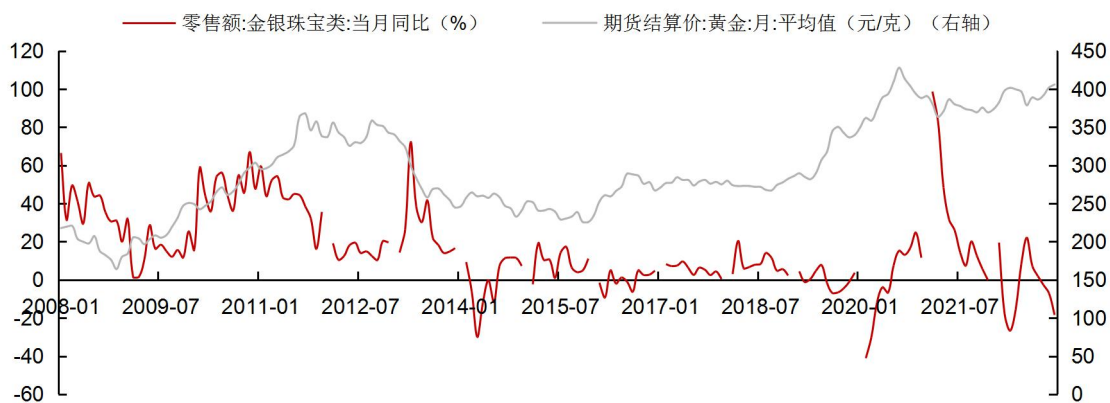
资料来源：中宝协，上钻所，山西证券研究所

图 45：我国黄金首饰消费量及同比增速



资料来源：中国黄金协会，山西证券研究所

图 46：限额以上金银珠宝类零售额月度变化与黄金价格走势对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 我国万亿珠宝市场空间，龙头逆势拓店提升市占率

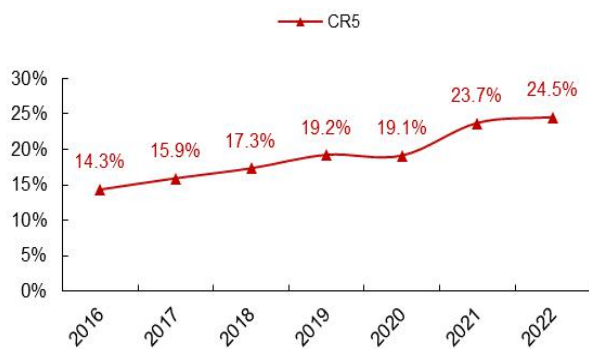
我国珠宝市场集中度水平仍然较低，头部珠宝品牌疫情期间逆势拓店。根据欧睿国际，2022 年我国珠宝市场规模为 8159 亿元，同比增长 6.8%，预计 2022-2027 年我国珠宝市场规模 CAGR 为 4.5%，2027 年市场规模有望达到 10185 亿元。我国珠宝市场以中高端品牌为主，2022 年，周大福、老凤祥、老庙（豫园股份旗下）、周大生、周生生品牌市占率分别为 9.3%、7.9%、3.7%、1.9%、1.7%，品牌 CR5 从 2016 年的 14.3% 提升至 24.5%，市场集中度持续提升但与美国、日本、中国香港珠宝市场相比，仍处于较低水平。头部珠宝品牌在 2020-2022 疫情三年逆势拓店，终端恢复后市占率有望加速提升。

图 47：我国珠宝市场规模及同比增速



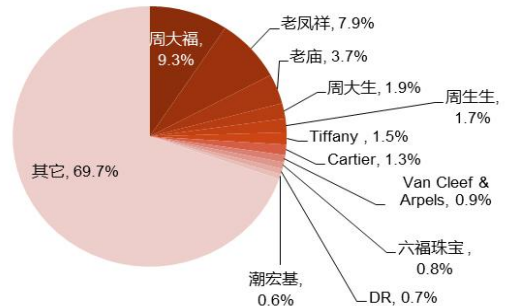
资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 49：我国珠宝市场品牌 CR5 逐年变化



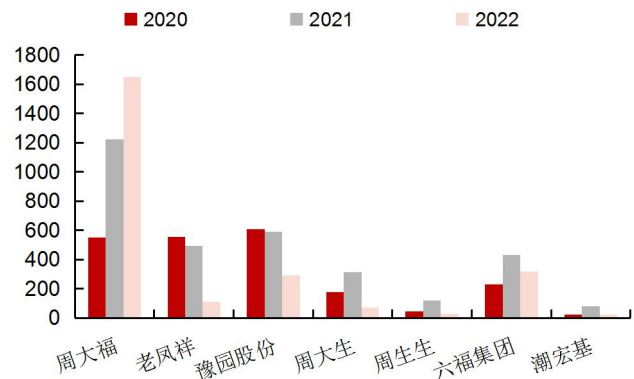
资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 48：2022 年我国珠宝市场品牌竞争格局



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 50：头部珠宝品牌 2020-2022 年净开店数量（家）



资料来源：公司公告，山西证券研究所（老凤祥、豫园股份、潮宏基、周生生 2022 为 1.1-6.30 日数据，周大生 2022 为 1.1-9.30 日数据，周大福、六福集团 2022 为 1.1-12.31 日数据）

4.3 建议关注标的

4.3.1 周大生：省代调整后渠道拓展有望加速，黄金品类持续发力

基本情况：2022 年前三季度，公司实现营业收入 89.37 亿元，同比增长 38.05%，其中线下自营、线下加盟、线上渠道收入同比增长-6.06%、51.08%、20.97%。截至 22Q3 末，公司线下门店合计 4573 家，22Q1-Q3 分别净增门店 2、21、48 家，2022H1 直营单店同店同比下滑 9.3%，加盟单店出货同比增长 124.3%。2022 年前三季度，公司毛利率同比下滑 9.1pct 至 20.33%，实现归母净利润 9.31 亿元，同比下降 7.48%。

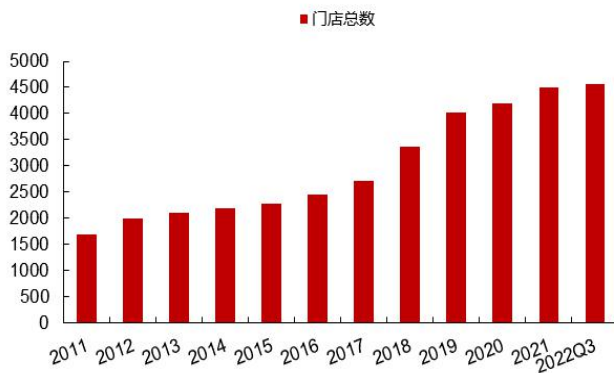
核心观点：渠道方面，21H2 引入省代模式进行渠道改革，22Q3 推出针对黄金产品的“周大生经典店”

新店型，目前全国省代调整基本完毕，看好公司今年拓店提速，参考周大福 7000 余家门店规模，公司拓店空间仍然较大。产品方面，2021 年以来，公司陆续推出“非凡国潮”、“国家宝藏”等文创 IP 产品，黄金品类不断发力，叠加黄金配货模型今年有望落地，有望充分享受黄金品类景气持续红利。目前公司 PE-TTM 为 14.07 倍，处于近三年均值以下水平。

盈利预测与估值：预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.13\1.35\1.65 元，公司 2 月 3 日收盘价对应 2022-2024 年 PE 分别为 13.2\11.1\9.1 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：金价大幅波动；门店拓展不及预期；终端消费不及预期。

图 51：周大生门店数量



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 52：周大生口径加盟单店收入及同比增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

5. 风险提示

国内消费者信心恢复不及预期。

疫情三年对消费能力及消费意愿均产生负面影响，若后续国内消费者信心恢复不及预期，将对可选消费品类需求恢复持续性及恢复高度带来不确定性。

海外品牌库存去化不及预期。

纺织制造企业订单恢复与下游品牌库存去化密切相关，若核心客户库存去化不及预期，将对纺织制造企业的收入与盈利能力造成负面影响。

金价大幅波动。

黄金首饰同时具备投资属性和消费属性，金价的大幅波动或将抑制消费者短期购金需求，同时将对黄金珠宝企业的营收及盈利能力带来不确定性。

原材料价格大幅波动。

原材料价格大幅波动，若中游制造企业价格传导滞后，将对自身盈利能力造成负面影响；若品牌商终端提价，或将抑制消费需求。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

