

板块结构分化，把握高景气赛道和超跌板块机会

——纺服及时尚消费行业 2023 年中期投资策略报告

核心观点

- **2023H1 行业形势回顾：**1) 品牌端基本面：表现分化，黄金珠宝/中高端男装板块表现较好。2) 制造端基本面：23H1 订单承压延续，龙头逐季或略有改善。3) 二级市场表现：23Q1 基金配置比例环比低于 22Q4；股价表现来看，年初至今黄金珠宝、部分 A 股服饰板块表现优异，医美化妆品板块回调，港股运动服饰表现偏弱。
- **黄金珠宝行业：**回顾 23H1，我们认为主要有四大因素驱动行业景气度提升，包括金价持续向好、国潮带动下的年轻消费群体持续扩容、婚庆需求的短期回补和保值避险需求上升。通过回顾老凤祥和周大福的历史估值，我们得到结论如下：1) 历史上估值提升的核心驱动因素为渠道快速扩张带来的业绩增长中枢的提升；2) 由于结婚对数下降导致的婚庆需求下降，自 2013 年起就已是压制估值的主要因素之一，市场对此反应已较为充分；3) 金价的上涨和下跌对短期估值有影响，但不是核心驱动因素。展望未来，我们认为，龙头渠道扩张的逻辑依然存在，同时伴随品牌和产品差异化的形成和拉大将进一步带来行业集中度提升，行业有望突破原有的估值逻辑，呈现盈利和估值双升的态势。
- **品牌服饰：**1) **中高端时尚男装：**我们看好赛道未来景气度的持续提升，原因包括：a) 2016 年起中高端收入客群购买力上升；b) 中高端男性人群价格敏感度低，品牌粘性强；c) 竞争格局改善，男装 CR10 自 2013 年起持续提升。另一方面，我们认为国内品牌在与国际品牌的竞争中将不落下风，主要体现在本土化的设计、服务、以及文化自信等为国内优质品牌带来的利好。2) **运动服饰：**受多重因素影响，龙头运动企业 5 月股价有所下滑，但从估值角度性价比已显现。从中长期纬度，我们依然坚持看好运动服饰赛道的成长性、增长韧性和竞争格局，建议关注滑雪、高尔夫等高端细分运动板块的增长机遇。
- **化妆品/医美：**1) **化妆品：**受多重因素影响，1-4 月美妆行业整体两年复合增速表现弱于社零大盘，在行业整体低迷的背景下，国货龙头修炼内功蓄力未来增长，包括大单品升级、多品牌搭建和扩展医美领域布局等，看好未来优质龙头的估值修复，此外建议关注母婴品类和彩妆等优质细分赛道。2) **医美：**在监管趋严和消费弱复苏的背景下，板块高估值下持续调整。我们仍然看好行业的中长期发展，特别是一直坚持规范发展、具备核心竞争力的上游产品龙头。
- **纺织制造行业：**库存去化仍在进行中，下半年将迎来拐点。从三个维度具体分析：1) 欧美宏观环境：通胀问题缓解，但零售数据疲弱；2) 库存：品牌方报表库存存在不断消化，渠道库存仍有压力；3) 部分龙头对未来业绩的展望季度环比有所上调。

投资建议与投资标的

- 我们认为，在经济弱复苏的大背景下，下半年行业预计仍将延续结构性行情，预计黄金珠宝、中高端男装等细分赛道的高景气度将延续，其他板块如运动时尚、化妆品、医美等赛道的估值性价比逐步显现，建议积极配置真正具备中长期核心竞争力的龙头。此外，纺织制造行业下半年有望迎来订单拐点，龙头股价有望具备较好弹性。我们对行业维持“看好”评级。落实到具体标的，重点推荐报喜鸟(002154，买入)、比音勒芬(002832，买入)、潮宏基(002345，增持)、老凤祥(600612，买入)和周大生(002867，增持)和波司登(03998，买入)。从中长期角度，我们看好运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，推荐安踏体育(02020，买入)、李宁(02331，买入)、珀莱雅(603605，买入)和巨子生物(02367，买入)、建议关注爱美客(300896，买入)、贝泰妮(300957，买入)、特步国际(01368，买入)等。对于部分优质制造龙头的长期增长韧性我们依然看好，重点公司如华利集团(300979，买入)、申洲国际(02313，买入)、伟星股份(002003，买入)等，建议关注新澳股份(603889，未评级)。考虑到市场风格，对于部分“基本面确定性改善+高分红收益率预期”公司也可以积极关注，如海澜之家(600398，增持)、富安娜(002327，增持)、罗莱生活(002293，增持)、森马服饰(002563，增持)等。

风险提示：棉价和汇率波动、库存去化风险、渠道流量变革和疫情的短期扰动等

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

2023 年 06 月 13 日



证券分析师

证券分析师 施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070006

香港证监会牌照：BSW044

证券分析师 杨妍

yangyan3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860523030001

相关报告

- | | |
|-----------------------------------|------------|
| 市场企稳反弹，继续看好中高端服饰与黄金珠宝龙头的表现 | 2023-06-04 |
| 短期继续关注黄金珠宝和中高端细分服饰龙头调整后的机会 | 2023-05-28 |
| 低基数上 4 月社零提速，弱预期下中高端品牌与黄金珠宝有望继续强势 | 2023-05-21 |

目 录

23 H1 行业形势回顾.....	6
品牌端基本面：表现分化，黄金珠宝/中高端男装板块表现较好	6
制造端基本面：23H1 订单承压延续 龙头逐季或略有改善	7
二级市场表现回顾	9
分子行业策略	10
黄金珠宝行业	10
四大因素驱动行业景气度提升	10
未来板块估值仍有提升空间	15
品牌服饰：	18
中高端时尚男装景气提升 持续好于行业增速	18
运动服饰短期虽有扰动，看好中长期发展和细分赛道高增机会	22
化妆品/医美：	29
化妆品行业减速+内部分化，看好母婴/彩妆等赛道景气度提升	29
医美强监管延续，板块高估值逐步消化	33
纺织制造行业：库存去化仍在进行中，下半年有望迎来拐点	34
行业投资建议	38
风险提示	39

图表目录

图 1：23Q1 分行业收入/归母净利润增速	6
图 2：国内纺织纱线出口金额同比增速	7
图 3：国内服装出口金额同比增速	7
图 4：越南纺织品出口金额及同比增速	8
图 5：越南鞋类出口金额及同比增速	8
图 6：濡鸿月度收入增速	8
图 7：裕元集团月度收入增速	8
图 8：龙头制造公司 22Q4 以来收入承压（同比增速）	8
图 9：龙头制造公司 22Q4 以来经营利润承压（同比增速）	8
图 10：行业（主要包含 SW 纺织服饰、SW 美容护理 148 只个股）基金配置比例	9
图 11：纺织服装市盈率 TTM 变化（申万）	9
图 12：代表公司年初至今涨跌幅（截至 5 月 25 日）	10
图 13：与前几年相比，黄金在各类珠宝消费场景中的受欢迎程度都出现了明显提升（各首饰类别在消费场景中显著增长）	10
图 14：零售商对金饰的未来充满信心（未来 1-2 年对不同品类的增长预期）	10
图 15：COMEX 黄金自 2022 年 9 月起大幅上涨（单位：美元/金衡盎司）	11
图 16：美元指数自 2022 年 10 月起开始下滑	11
图 17：人民币自年初起开始贬值（USD/CNY）	11
图 18：预计未来五年全球央行美元储备占比情况	12
图 19：2022 年全球央行购金量突破历史记录（吨）	12
图 20：2021 年零售商黄金产品库存中的各类金饰比重(按价值计算)	12
图 21：“自戴”已成为最重要的首饰消费场景	13
图 22：具有金饰购买意向的年轻消费者比例高于其他年龄段	13
图 23：婚礼纪平台显示 2023 年后国内婚庆需求有望回补	13
图 24：美国 2021 年后结婚对数出现明显反弹（万对）	13
图 25：日本 2022 年后结婚对数出现修复（万对）	13
图 26：周大生 23Q1 素金类产品增速大幅领先镶嵌类	14
图 27：周大福 23Q1 黄金首饰及产品增速领先	14
图 28：消费者收入增长放缓，储蓄倾向大幅上升	14
图 29：消费者在互联网上提到“金饰”时，他们最关心什么？	14
图 30：老凤祥股价和 PE（预测值）回顾	15
图 31：SGE 黄金 T+D 走势（元）	16
图 32：我国结婚登记对数自 2013 年开始下降（万对）	16
图 33：老凤祥净开店自 2020 年起明显加速	16

图 34：周大福股价（港元）和 PE（预测值）回顾.....	17
图 35：周大福大陆地区净开店数量自 2019 年起大幅增长.....	17
图 36：周大福同店增长变化.....	17
图 37：部分黄金珠宝公司门店数量变化.....	18
图 38：中国服务业商业活动指数已在高位.....	19
图 39：美国服务业 PMI 指数.....	19
图 40：鲁泰 A 2021 年后收入快速增长（亿元）.....	19
图 41：Hugo Boss 品牌收入快速增长（百万欧元）.....	19
图 42：中国男装市场规模及增速（十亿元）.....	19
图 43：男装分档次市场份额占比变化.....	19
图 44：中国服饰中高端及以上价格带增速将更快.....	20
图 45：城镇居民家庭可支配收入中位数 YoY-平均值 YoY.....	21
图 46：男装 CR10 高于女装且持续提升.....	21
图 47：李宁 PE（预测值）.....	22
图 48：安踏体育 PE（预测值）.....	22
图 49：特步 PE（预测值）.....	22
图 50：恒生消费指数自 1 月中旬后持续下滑（HSCGSI）.....	22
图 51：预计中国运动服饰市场在未来五年仍能保持近双位数增长（百万元）.....	23
图 52：国内滑雪运动参与人次（万人）.....	24
图 53：各国滑雪运动渗透率.....	24
图 54：2022 年春节期间中国冰雪运动类商品同比增幅.....	25
图 55：国内已投入运营的室内滑雪场数量统计.....	26
图 56：室内滑雪场 2018 至 2021 年滑雪人次复合增速最高.....	26
图 57：中国高尔夫行业市场规模（亿元）.....	28
图 58：中国高尔夫行业发展仍在初级阶段（万人）.....	28
图 59：1-4 月社零数据分板块两年复合增速比较.....	29
图 60：化妆品公司线上销售占比（2022 年）.....	29
图 61：国内化妆品龙头公司分季度收入增速.....	29
图 62：国内化妆品龙头公司分季度利润增速.....	29
图 63：珀莱雅大单品产品升级.....	30
图 64：可复美胶乳.....	30
图 65：香氛、防晒、儿童护理、彩妆未来有望复合增速靠前.....	31
图 66：天猫彩妆 618 开门红首日店铺成绩单.....	32
图 67：彩棠 2023 年 618 表现优异.....	32
图 68：2022 年医美监管政策.....	33
图 69：国内医美行业增速较快.....	34
图 70：主要国家每千人医美次数（2020 年）.....	34
图 71：美国 CPI 当月同比.....	34

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 72：美国:零售和食品服务销售额:总计:季调:同比.....	35
图 73：美国:零售和食品服务销售额:服装店:同比.....	35
图 74：美国:零售和食品服务销售额:鞋店:同比.....	35
图 75：美国:零售和食品服务销售额:运动商品店:同比.....	35
图 76：美国零售和批发库销比持续上升.....	36
图 77：美国零售和批发零售商库存同比增长大于销售.....	36
表 1：社零分品类单月同比增速.....	6
表 2：国内龙头运动品牌终端流水数据表现.....	7
表 3：比音勒芬面料供应商介绍（不完全统计）.....	21
表 4：运动赛道在行业增速和市场集中度维度均保持领先.....	23
表 5：国内滑雪场投核心目标可群分类.....	24
表 6：2016 年来冬奥申办成功以来国家对冰雪运动的支持政策.....	25
表 7：全球室内滑雪场雪区面积排名（Top 10）.....	26
表 8：海外知名滑雪品牌进入中国情况（元）.....	26
表 9：十三五和十四五规划涉及高尔夫运动内容.....	27
表 10：运动和休闲时尚服饰对高尔夫品类的扩展.....	28
表 11：母婴护理品 TOP10 品牌市占率变化.....	31
表 12：2023 年医美监管政策.....	33
表 13：海外主流运动和休闲龙头企业对库存的描述.....	36
表 14：海外主要运动和休闲龙头对未来收入指引.....	36
表 15：重点公司盈利预测及估值情况.....	38

23 H1 行业形势回顾

品牌端基本面：表现分化，黄金珠宝/中高端男装板块表现较好

社零同比稳步复苏，但两年复合增速角度看环比下滑。2023 年社会消费品零售总额 1-2 月/3 月/4 月同比增速分别为 3.5%/10.6%/18.4%，4 月在低基数下同比实现较快增长。从两年 CAGR 看，同比分别增长 5.1%/3.3%/2.6%，保持复苏态势，但增速环比有所放缓。分品类看，黄金珠宝表现较好，服装弱复苏，化妆品表现相对较弱。2023 年 4 月金银珠宝类/服装鞋帽/化妆品同比增速分别为 44.7%/32.4%/24.3%，从复合增速看，两年 CAGR 分别为 3.0%/1.1%/-1.7%，珠宝品类表现优于社零整体。

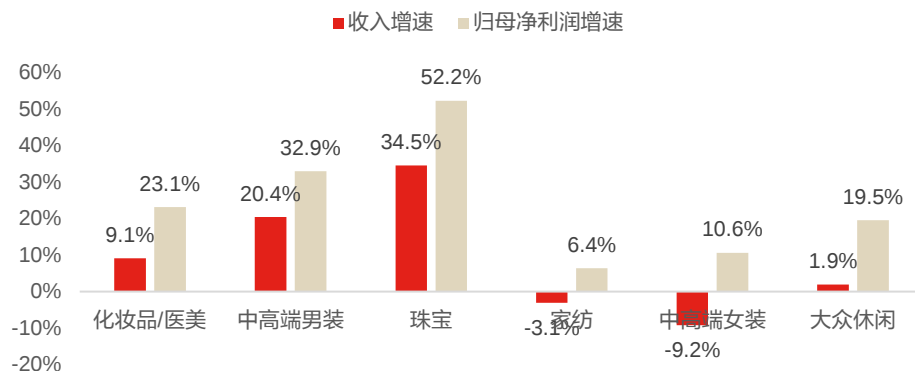
表 1：社零分品类单月同比增速

	2022 年					2023 年			1-2 月	3 月	4 月
	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1-2 月	3 月	4 月	两年 CAGR	两年 CAGR	两年 CAGR
社会消费品零售总额	5.4%	2.5%	-0.5%	-5.9%	-1.8%	3.5%	10.6%	18.4%	5.1%	3.3%	2.6%
服装鞋帽针纺织品类	5.1%	-0.5%	-7.5%	-15.6%	-12.5%	5.4%	17.7%	32.4%	5.1%	1.4%	1.1%
化妆品类	-6.4%	-3.1%	-3.7%	-4.6%	-19.3%	3.8%	9.6%	24.3%	5.4%	1.3%	-1.7%
金银珠宝类	7.2%	1.9%	-2.7%	-7.0%	-18.4%	5.9%	37.4%	44.7%	12.5%	6.2%	3.0%
粮油、食品类	8.1%	8.5%	8.3%	3.9%	10.5%	9.0%	4.4%	1.0%	8.4%	8.4%	5.4%
饮料类	5.8%	4.9%	4.1%	-6.2%	5.5%	5.2%	-5.1%	-3.4%	8.3%	3.4%	1.2%
烟酒类	8.0%	-8.8%	-0.7%	-2.0%	-7.3%	6.1%	9.0%	14.9%	9.8%	8.1%	3.4%
家用电器和音像器材类	3.4%	-6.1%	-14.1%	-17.3%	-13.1%	-1.9%	-1.4%	4.7%	5.1%	-2.9%	-1.9%
家具类	-8.1%	-7.3%	-6.6%	-4.0%	-5.8%	5.2%	3.5%	3.4%	-0.6%	-2.8%	-5.7%
中西药品类	9.1%	9.3%	8.9%	8.3%	39.8%	19.3%	11.7%	3.7%	13.2%	11.8%	5.8%
文化办公用品类	6.2%	8.7%	-2.1%	-1.7%	-0.3%	-1.1%	-1.9%	-4.9%	4.8%	3.8%	-4.9%

数据来源：国家统计局，东方证券研究所

从一季报情况来看，黄金珠宝、中高端男装等板块龙头公司业绩表现优异。我们选取 18 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，其中珠宝行业表现最优，以老凤祥、潮宏基、周大生为代表的上市公司实现快速增长，收入/归母净利润分别增长 52.2%/34.5%；以报喜鸟、比音勒芬为代表的中高端男装复苏态势好，收入/归母净利润分别增长 20.4%/32.9%，其次为化妆品/医美、大众休闲、家纺和中高端女装行业。运动服饰板块标的由于在港股上市，并未披露一季报，但龙头企业 23Q1 流水环比 22Q4 也呈现复苏态势。

图 1：23Q1 分行业收入/归母净利润增速



数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：国内龙头运动品牌终端流水数据表现

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
李宁	80-90% 高段	90-100% 低段	40-50% 低段	50-60% 高段	20-30% 高段	10-20% 低段下降	10-20% 中段	10%-20% 低段下降	中单位数
安踏主品牌	40-45%	35-40%	10-20% 低段	10-20% 中段	10-20% 高段	中单跌幅	中单位数	高单下滑	中单位数
FILA	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	中单位数	高单下滑	10-20% 低段	10%-20% 低段下降	高单位数
特步	55%	30-35%	中双位数	20-25%	30-35%	中双位数	20-25%	高单下滑	20%
361度	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	大致持平	低双位数

数据来源：公司公告，东方证券研究所

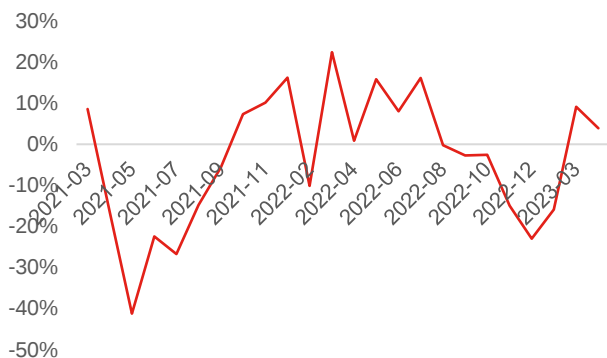
制造端基本面：23H1 订单承压延续 龙头逐季或略有改善

自 22H2 以来，欧美经济体受高通胀压力影响，需求大幅走弱；与此同时，库存水平攀升，客户下单意愿趋弱，纺织制造端整体承压。

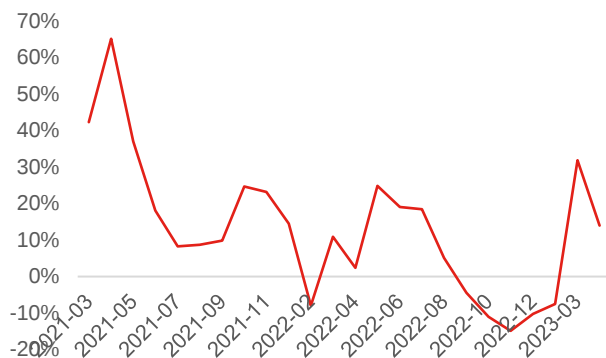
- 1) 国内出口数据：2023 年 1-2 月为负增长，3 月略有反弹，但从 4 月起数据环比再次走弱。
- 2) 越南出口数据：随着我国纺织制造行业 and 主要龙头公司产能不断向越南等地转移，越南出口数据对于出口景气度也具有一定代表性，自 2023 开年来越南纺织品和鞋类持续表现低迷，纺织品/鞋类 1-4 月累计同比分别为-19.3%/-16.3%，其中单 4 月同比分别-22.6%/-12.2%。
- 3) 从濡鸿、裕元披露的月度高频数据来看，年初至今销售始终为负增长。从 A 股上市公司业绩看，龙头制造公司业绩自 22Q3 以来承压，仅伟星股份、浙江自然 23Q1 盈利端环比改善。

图 2：国内纺织纱线出口金额同比增速

图 3：国内服装出口金额同比增速

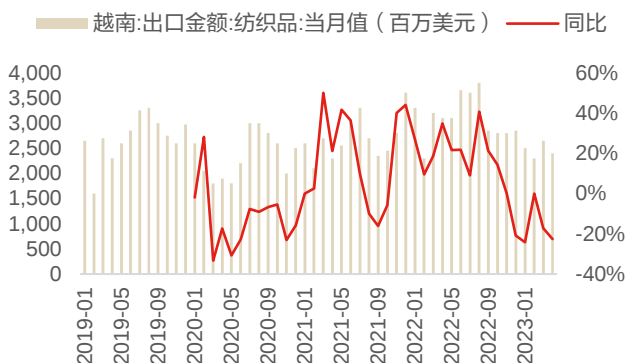


数据来源：海关总署，东方证券研究所



数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 4：越南纺织品出口金额及同比增速



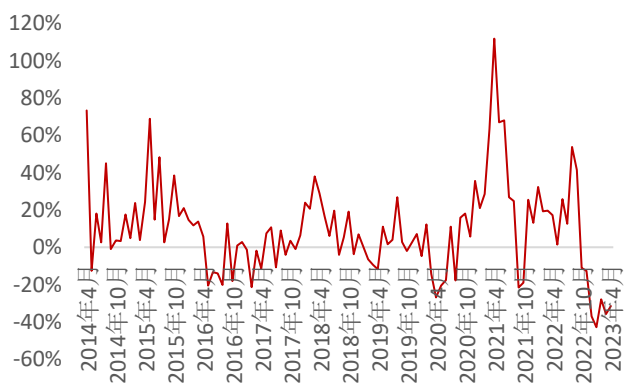
数据来源：wind，东方证券研究所

图 5：越南鞋类出口金额及同比增速



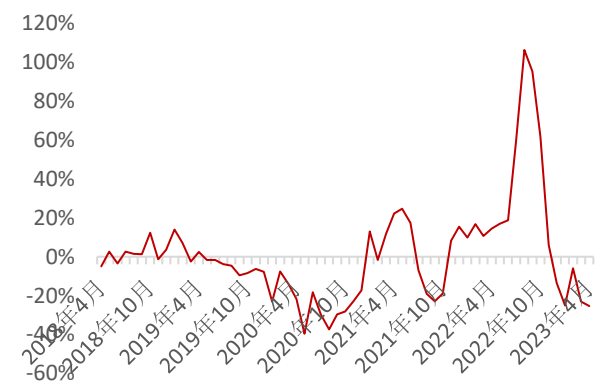
数据来源：wind，东方证券研究所

图 6：濡鸿月度收入增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

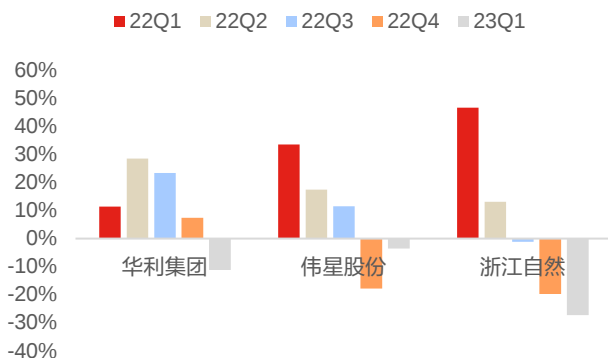
图 7：裕元集团月度收入增速



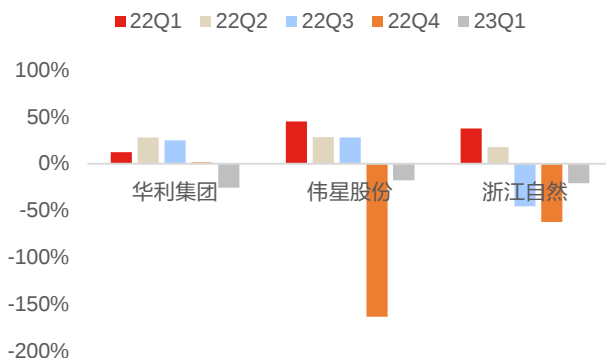
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：龙头制造公司 22Q4 以来收入承压（同比增速）

图 9：龙头制造公司 22Q4 以来经营利润承压（同比增速）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

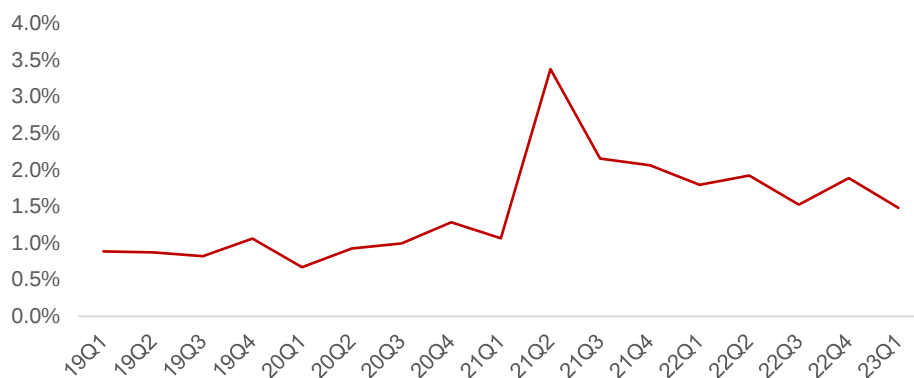


数据来源：公司公告，东方证券研究所

二级市场表现回顾

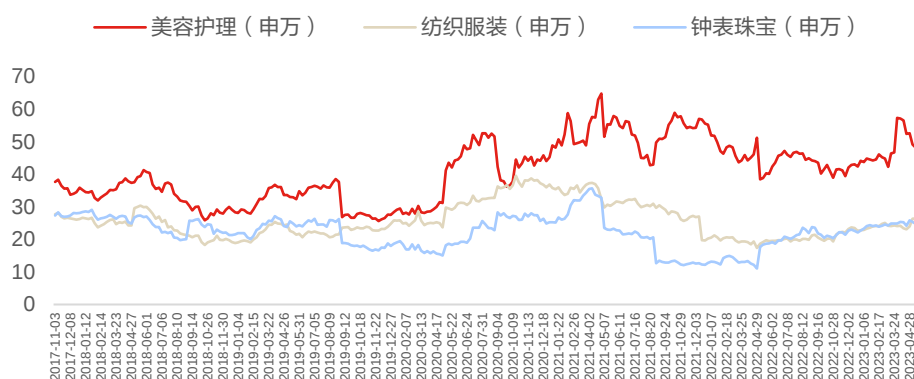
从机构配置来看，截至 2023Q1，行业（主要包含 SW 纺织服饰、SW 美容护理 148 只个股）的基金配置为 1.5%。A 股机构持仓的重点公司主要聚焦于爱美客、华利集团、比音勒芬、珀莱雅、贝泰妮等头部公司。从估值角度来看，当前纺织服装板块/美容护理/钟表珠宝（申万）市盈率 TTM 约 25/47/24 倍左右。

图 10：行业（主要包含 SW 纺织服饰、SW 美容护理 148 只个股）基金配置比例



数据来源：wind，东方证券研究所（板块成分股截至 2023 年 5 月 25 日）

图 11：纺织服装市盈率 TTM 变化（申万）

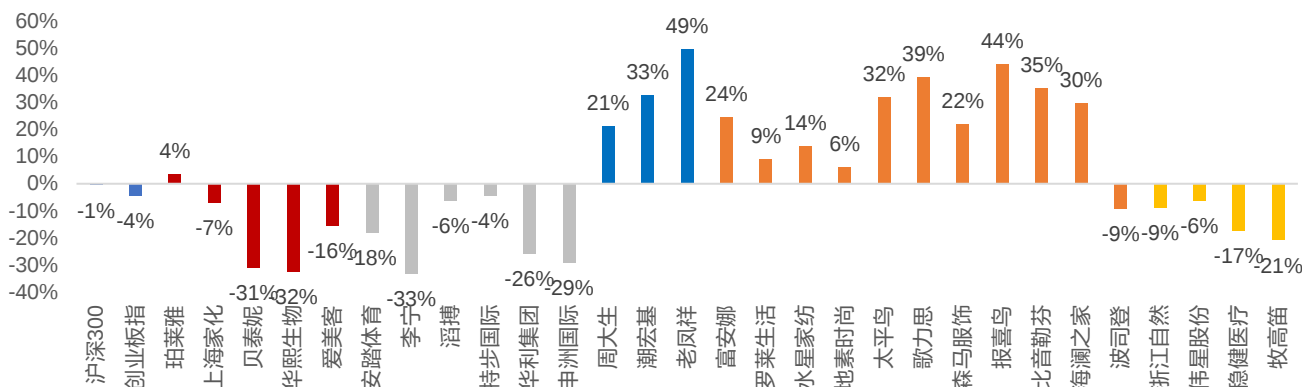


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：wind，东方证券研究所

年初至今，黄金珠宝、部分 A 股服饰板块表现优异，医美化妆品板块回调。黄金珠宝板块股价表现亮眼，老凤祥/潮宏基/周大生年初至今涨幅分别为 49%/33%/21%；A 股部分品牌服饰和家纺板块受益于一季报业绩超预期表现叠加去年股价持续的调整 and 年报普遍较高的分红预期，也实现较好的收益水平，其余板块包括医美、化妆品、纺织制造、港股运动服饰等龙头公司股价均有所调整。

图 12：代表公司年初至今涨跌幅（截至 5 月 25 日）



数据来源：wind，东方证券研究所

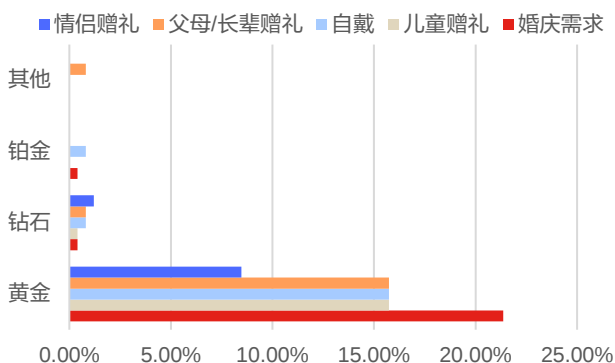
分子行业策略

黄金珠宝行业

四大因素驱动行业景气度提升

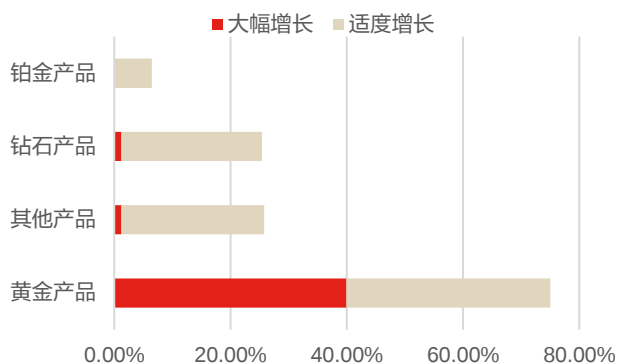
根据世界黄金协会 2022 年的报告，与前几年相比，黄金在各类珠宝消费场景中的受欢迎程度都出现了明显提升；此外根据零售商的调研数据，未来一两年内，零售商对黄金产品的增长预期最高，大幅领先钻石、铂金等其他品类。

图 13：与前几年相比，黄金在各类珠宝消费场景中的受欢迎程度都出现了明显提升（各首饰类别在消费场景中显著增长）



数据来源：中国黄金报社，世界黄金协会，东方证券研究所

图 14：零售商对金饰的未来充满信心（未来 1-2 年对不同品类的增长预期）



数据来源：中国黄金报社，世界黄金协会，东方证券研究所

回顾 23H1，我们认为主要有三大因素驱动行业景气度提升：

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

1、金价持续向好

受多重外部因素影响，黄金价格自 2022 年 9 月起震荡上升。2022 年 9 月后，市场预期美联储加息步伐放缓，美元指数自高点出现大幅下滑，期间黄金价格快速提升；进入至 2023 年 3 月，欧美金融体系流动性问题+美国商业银行破产风险引发市场恐慌，金价再度上行；5 月后市场开始担心美元债务上限问题，美债违约风险上升；5 月 27 日，美国白宫与共和党就债务上限达成初步协议，期间金价小幅震荡下行。

此外，人民币从年初起开始快速贬值，放大黄金投资收益。年初至今人民币汇率最高点为 1 月 13 日的 6.7099，此后人民币进入贬值通道，截止 5 月 26 日为 7.0547，同比增长 5.14%。

图 15: COMEX 黄金自 2022 年 9 月起大幅上涨（单位：美元/金衡盎司）



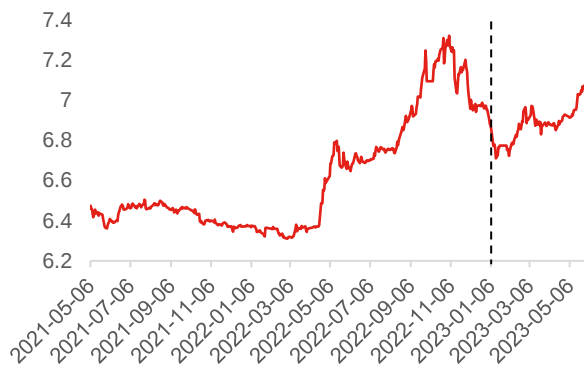
数据来源：wind，东方证券研究所

图 16: 美元指数自 2022 年 10 月起开始下滑



数据来源：wind，东方证券研究所

图 17: 人民币自年初起开始贬值（USD/CNY）



数据来源：wind，东方证券研究所

黄金价格虽然已创阶段新高，但未来多因素利好依然存在，主要包括以下方面因素：

a) “去美元化”趋势是黄金上涨的重要背景和支撑，根据《2022 年央行黄金储备调查》，42% 的受访央行预计 5 年后美元在其总储备中的比例将会下降。其中，新兴经济体国家央行对美元的未来占比更不乐观，有 45% 预计美元比例会下降，而发达国家央行为 31%。

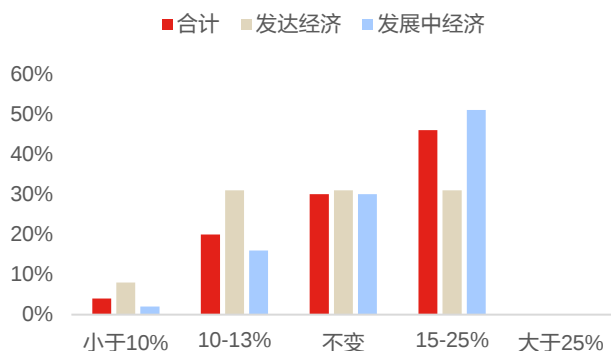
b) 各国央行储备黄金拉动需求。根据世界黄金协会，全球央行在 2022 年净购金达创纪录的 1,136 吨，2023 年央行购金趋势延续，具体包括：1-2 月新加坡金融管理局购入了 51.8 吨黄金；截止 3 月底，我国央行已连续五个月增持黄金，2023 年一季度共增储 58 吨，俄罗斯、土耳其、印度等国家也延续了购金步伐。

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

c) 受多变的地缘政治形势+美国银行业危机的发酵等因素推动，投资者避险情绪仍然较为高涨，也将支撑黄金价格继续上行。

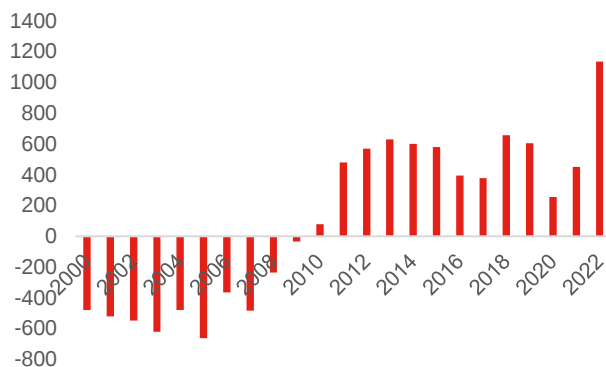
回归到国内需求端情况：我们认为，如果金价出现短期暴涨，将对终端消费有所抑制，但如果金价维持震荡向上趋势，消费者的购买需求有望持续释放，经销商的拿货信心也将更为充足。

图 18：预计未来五年全球央行美元储备占比情况



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

图 19：2022 年全球央行购金量突破历史记录（吨）



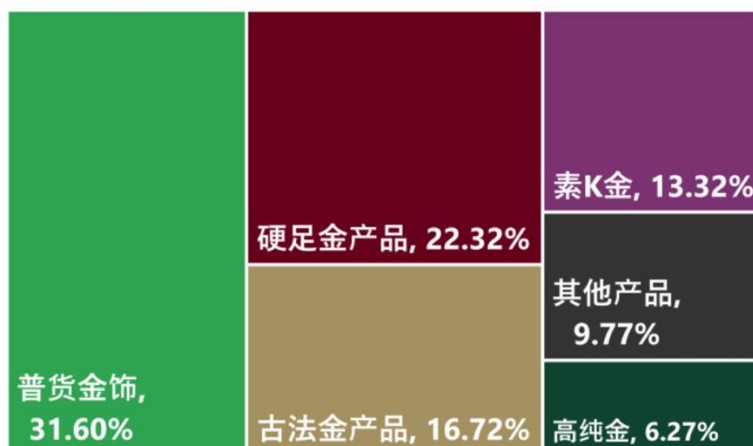
数据来源：金属聚焦，世界黄金协会，东方证券研究所

2、国潮深化下的消费群体扩容

近年来随着黄金工艺的持续升级，黄金饰品的形态更加多元化，可塑性更强，因此也能更好匹配新一代年轻消费者需求，例如过去流行的第四代 3D 硬金、第五代 5G 黄金，近两年行业迭代至古法金加工工艺，利用现代科技发展助力传统工艺进一步改进和升级，更好地呈现东方雅韵、古风之美。

而伴随经济发展和文化自信带来的国潮深化也在消费领域全面开花，有越来越多年轻人键入到黄金饰品的购买大军，“自戴”成为首饰消费最重要的场景。再加上小红书等社媒的推广，黄金珠宝已经成为年轻一族“悦己”和犒劳自己的首选产品之一。根据《2019 年中国金饰零售洞察》，具有金饰购买意向的年轻消费者比例高于其他年龄段，我们认为该趋势将延续；2）消费者对于自戴、悦己等需求将大幅上升，填补婚庆需求减少的空白；3）年轻消费者对产品设计、品牌故事等方面提出更高要求。

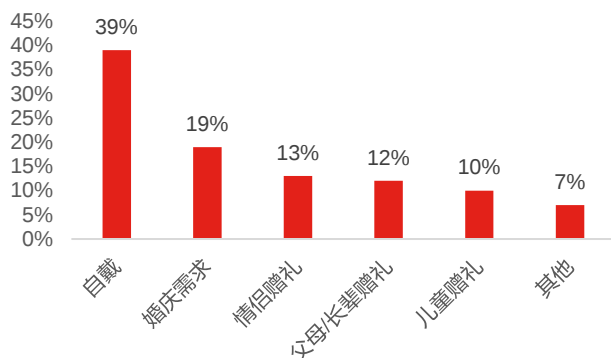
图 20：2021 年零售商黄金产品库存中的各类金饰比重(按价值计算)



数据来源：中国黄金报社，世界黄金协会，东方证券研究所

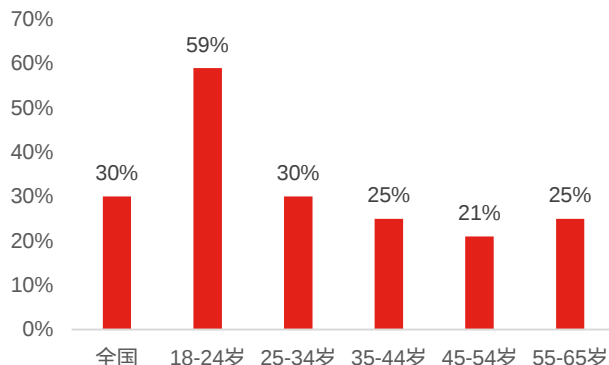
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 21：“自戴”已成为最重要的首饰消费场景



数据来源：中国黄金报社，世界黄金协会，东方证券研究所

图 22：具有金饰购买意向的年轻消费者比例高于其他年龄段

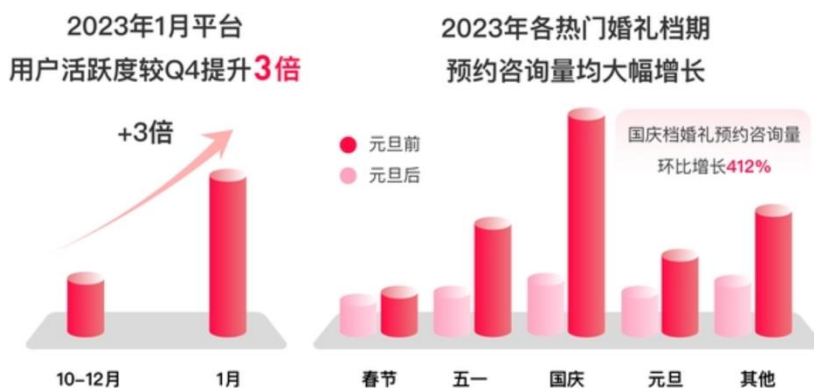


数据来源：《2019 年中国金饰零售洞察》，世界黄金协会，东方证券研究所

3、婚庆需求的短期回补

受 2020 年起疫情影响，线下婚礼举办受到较大限制，结婚对数出现超额下滑，2023 年婚庆需求有望出现回补。根据婚礼纪数据，2023 年 1 月平台的用户活跃度较 2022 年 Q4 提升 3 倍，2023 年春节、五一、国庆、元旦等热门档期预约咨询量均呈现大幅增长，其中“国庆婚礼档期”预约咨询量环比增长 412%。黄金饰品作为中国婚庆传统购买项目，有望充分受益于此趋势。

图 23：婚礼纪平台显示 2023 年后国内婚庆需求有望回补



数据来源：婚礼纪，东方证券研究所

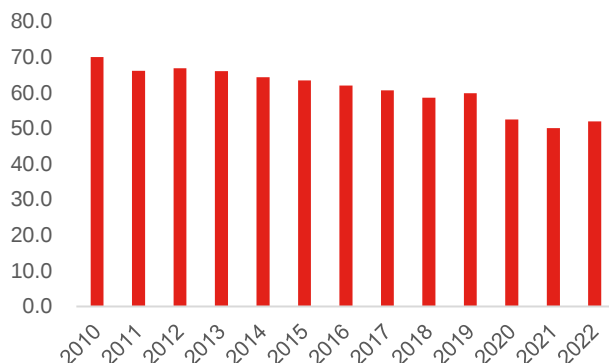
参考海外经验，美国、日本等国家在 2020 年后的结婚对数均出现明显修复。根据美国 CDC-NCHS 数据，2021 年结婚对数同比 2020 年低点提升 18.4%，达到 198.6 万对，接近疫情前水平。根据日本国家统计局数据，2022 年日本结婚对数为 52 万对，相比 2021 年低点回升 3.7%。

图 24：美国 2021 年后结婚对数出现明显反弹（万对）

图 25：日本 2022 年后结婚对数出现修复（万对）



数据来源：CDC-NCHS，东方证券研究所

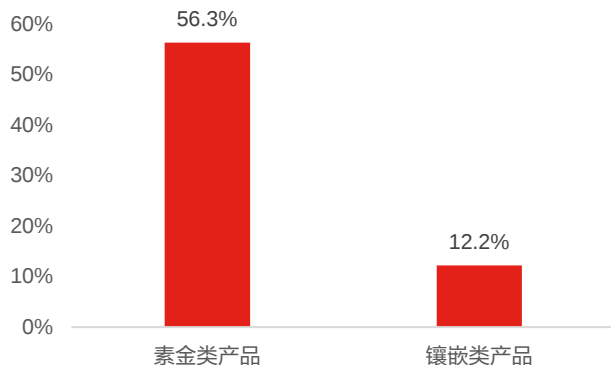


数据来源：日本国家统计局，东方证券研究所

4、保值避险需求上升

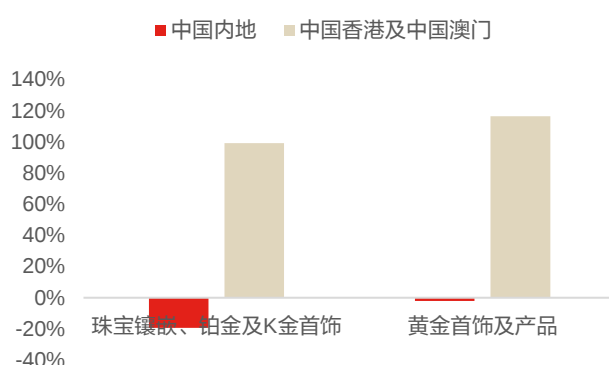
在本轮黄金珠宝的高景气中，品类间表现发生分化，黄金类品类表现大幅超越非黄金品类。根据周大生 2023Q1 财报，素金类产品收入同比增长 56.3%，大幅超越镶嵌类产品的 12.2%，周大福的财报中也看到类似的趋势。

图 26：周大生 23Q1 素金类产品增速大幅领先镶嵌类



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 27：周大福 23Q1 黄金首饰及产品增速领先

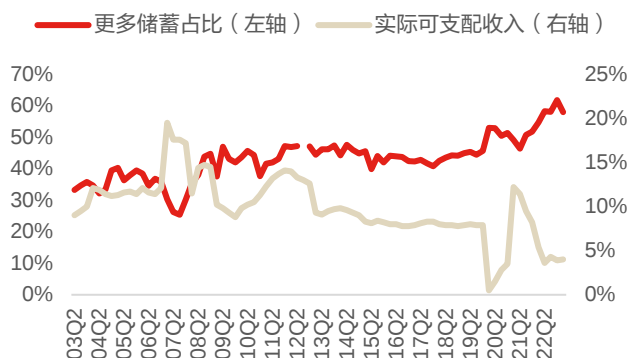


数据来源：公司年报，东方证券研究所

我们认为背后的核心原因为：与疫情前相比，经济增长不确定性大幅上升，消费者更倾向于保值属性较强的黄金类产品。根据国家统计局数据，受疫情等因素影响，国内实际可支配收入自 21Q1 大幅下降，而为了应对未来经济及收入的不确定性，消费者的储蓄倾向大幅上升，因此，日益增长的保值需求已成为消费者购买金饰的重要动力。另一方面，从世界黄金协会与清博大数据合作开展的社交聆听结果也可以看到，当消费者在各种社交平台上提及“金饰”时，他们也会密切关注“金价”、“价值储存”和“安全”等关键词。

图 28：消费者收入增长放缓，储蓄倾向大幅上升

图 29：消费者在互联网上提到“金饰”时，他们最关心什么？



数据来源：国家统计局，世界黄金协会，东方证券研究所



数据来源：清博大数据，东方证券研究所

未来板块估值仍有提升空间

我们选取行业中代表性较强的老凤祥和周大福为例，解析 2023 年前国内珠宝龙头企业的估值逻辑。

老凤祥

上市以来，老凤祥估值变化可大致分为三个阶段：

- 1) 2006-2011 年（渠道扩张+金价上涨）：期间老凤祥的收入和归母净利润 CAGR 分别为 38% 和 50%，处于公司上市后的高速增长阶段，估值除 2008 年略有波动外，始终维持在 20X（当年预测值）以上的较高水平。此外金价也呈现较好的成长性（老凤祥黄金收入占比最高，是行业内最受益于金价上涨的标的之一），根据 SGE 黄金 T+D 数据，金价最高上涨至 2011 年 9 月的 395 元左右。
- 2) 2012-2019 年（金价下跌+婚庆需求减弱+国企改革预期）：期间老凤祥的收入和归母净利润 CAGR 下降至 10% 和 13%，公司增长中枢放缓，估值也从 20X 左右逐年下滑。从外部环境来看，国内登记结婚对数也从 2013 年高点开始下滑，市场开始担心婚庆需求的下滑影响公司长期成长性，此外金价表现在此期间也有所调整。但值得一提的是，公司估值分别在 2014 年和 2018 年短期向上反弹，主要系公司国企改革预期加强所致。
- 3) 2020-2022 年（疫情扰动+金价）：线下疫情变化为老凤祥在此期间影响股价的最大变量，估值水平在大部分时间维持在 15X 以下，仅在 2020 年 4 月-9 月有小幅反弹，核心原因为金价上涨以及对疫情改善的乐观预期，后续随着金价企稳+疫情反复，估值水平逐步下滑。

图 30：老凤祥股价和 PE（预测值）回顾



数据来源：wind，东方证券研究所

图 31: SGE 黄金 T+D 走势 (元)



数据来源：wind，东方证券研究所

图 32: 我国结婚登记对数自 2013 年开始下降 (万对)

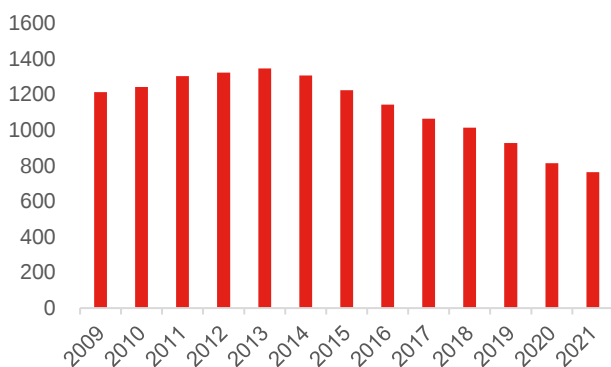
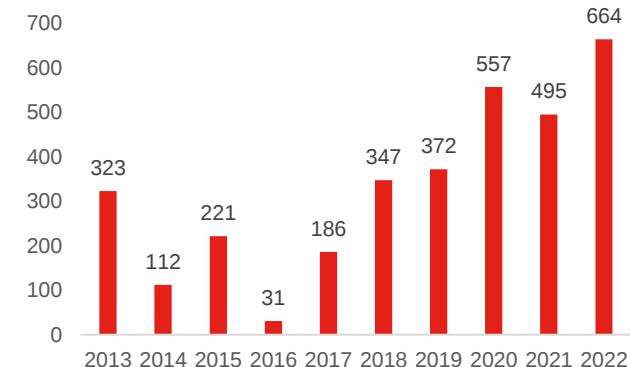


图 33: 老凤祥净开店自 2020 年起明显加速



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

数据来源：公司年报，东方证券研究所

周大福

2020 年后周大福的股价和估值均大幅上涨，其中估值从之前的 10X 中枢提升至 15X 以上，我们核心原因为 2019 年开始以加盟为主的渠道快速下沉扩张带来的高成长预期，无论从开店数量和同

店增长均有优异表现，市场对公司未来成长空间保持乐观。与老凤祥不同的是，此时国内疫情对周大福估值并非核心影响因素。

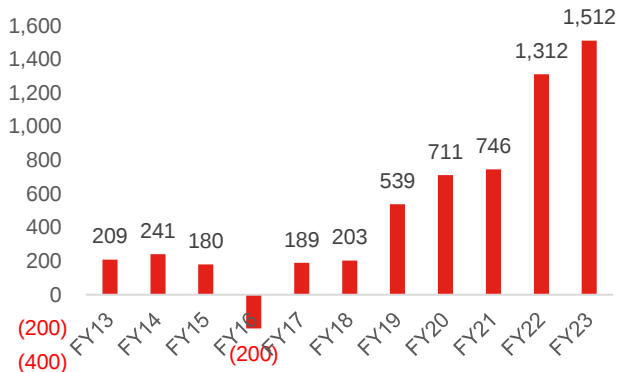
2021 年 6 月后，公司估值有所消化，主要系市场担心同店基数上升，未来增长可能面临压力。2023 年 3 月后，公司管理层变动引发市场担心（陈世昌辞任公司执行董事及董事总经理），估值出现小幅下滑。

图 34：周大福股价（港元）和 PE（预测值）回顾



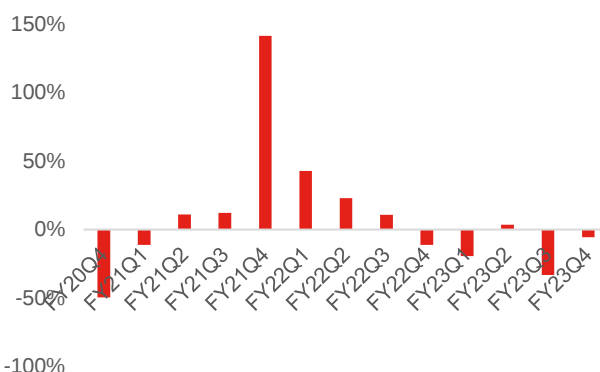
数据来源：wind，东方证券研究所

图 35：周大福大陆地区净开店数量自 2019 年起大幅增长



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 36：周大福同店增长变化



数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们得到的结论如下：

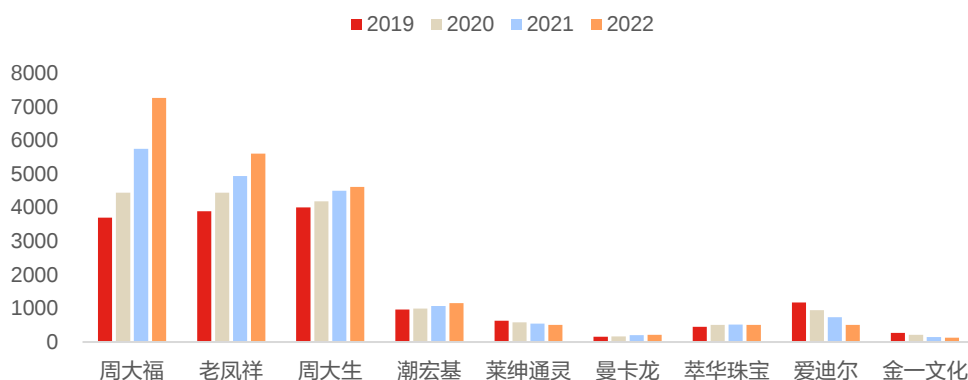
- 1) 复盘来看，老凤祥和周大福的估值分别在 2006-2011 年和 2020 年后呈现大幅提升，我们认为**核心驱动因素之一仍然为渠道的快速扩张带来的业绩增长中枢提升**。此外，老凤祥在 2014 和 2018 年的估值小幅反弹主要系国企改革预期，偏短期催化。
- 2) 我们认为，由于结婚对数下降导致的婚庆需求下降，自 2013 年起就已是压制估值的主要因素之一，市场对其的反应已较为充分。从目前需求拆分来看，“自戴”已成为最重要的首饰消费场景。
- 3) 金价的上涨和下跌对短期估值有影响，但不是核心驱动因素，我们认为金价的变化更多影响的是市场对公司短期业绩增长的预期。

我们认为，从中期看，未来黄金珠宝板块除了基本面有望保持较高景气度之外，板块整体估值也有提升空间。

（1）多数国内龙头的渠道外延扩张仍有潜力

以周大福目前 7000 多家的渠道布局，老凤祥、周大生、潮宏基等品牌的渠道仍有不小的外延空间。而且伴随优质省代、加盟商、渠道向优质品牌的进一步集中，龙头在全国范围内的扩张将更有优势。

图 37：部分黄金珠宝公司门店数量变化



数据来源：公司年报，东方证券研究所（周大福截至次年 3 月）

（2）品牌和产品差异化的形成、拉大也将推动龙头估值进一步提升

与服饰、美妆等其他可选消费品牌相比，国内黄金珠宝品牌的产品差异度、品牌运营能力和精细化管理能力仍有很大提升空间，目前更多呈现产品同质化程度高的渠道品牌特征。但近年来以周大福、老凤祥、潮宏基和周大生等龙头为代表的公司已经开始强化产品的差异化和品牌标签，同时在终端精细化管理和数字化运营等方面也逐步赋能品牌运营，这方面比较突出的品牌是周大福和潮宏基。我们认为伴随品牌和产品差异化的形成和逐步拉大，黄金珠宝板块将进一步向真正的品牌消费品行业靠拢，相应的品牌护城河和估值也应得到进一步提升。

（3）年轻悦己消费的深化将进一步推动行业消费的持续扩容

如上文所述，近年来黄金珠宝的消费已经跳出了传统的婚庆和送礼的范畴，表现出更多的悦己和日常消费特征，我们认为这将是行业中长期增长的一个新逻辑动力。悦己和日常消费将推动行业消费频次的明显提升，也将推动行业同店的持续稳健增长，进而带动行业的持续扩容。

综上，我们认为，中短期看黄金珠宝龙头渠道扩张的逻辑依然存在，同时伴随品牌和产品差异化的形成和拉大将进一步带来行业集中度提升，行业有望突破原有的估值逻辑，呈现盈利和估值双升的态势。

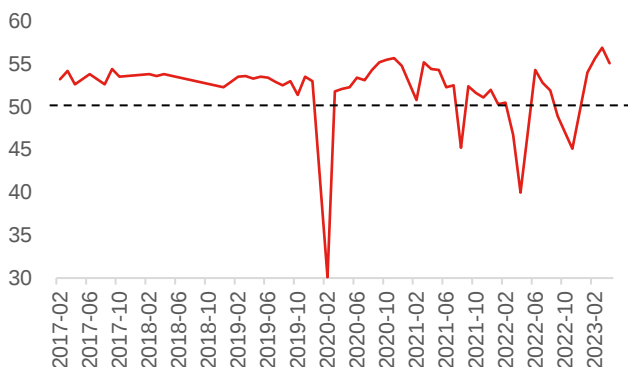
品牌服饰：

中高端时尚男装景气提升 持续好于行业增速

年初至今男装赛道景气提升，比音勒芬、报喜鸟、海澜之家等股票取得较可观涨幅。**我们认为核心原因是商务类相关活动的复苏和中高端时尚服饰需求的韧性，具体来看：**

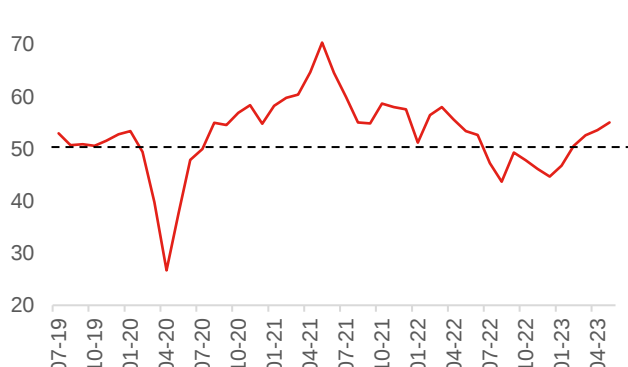
- 1) 2023 年后随着线下商务办公、宴请消费的复苏，对男装（尤其是正装和商务男装）需求大幅上升。根据国家统计局数据，国内服务业商业活动指数在 2023 年后迅速反弹，持续位于 50 以上的扩张区间。
- 2) 参考美国市场，受 2020 年疫情影响，服务业 PMI（商业指数）明显受损，但在 20H2 推动复工复产后，PMI 指数反弹至 50 以上的区间长达 2 年。从上市公司业绩也能得以验证，鲁泰 A 作为国际商务衬衫制造商，在 21Q3 后收入增速曾一度迅速反弹，另一方面，Hugo Boos 品牌收入也在 21Q2 后出现持续高增，国内市场也有望走出类似走势。

图 38：中国服务业商业活动指数已在高位



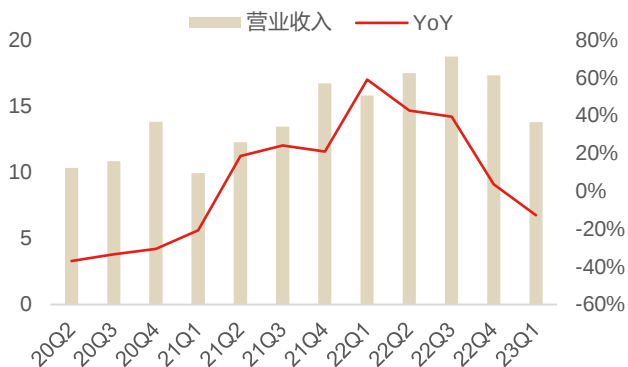
数据来源：wind，东方证券研究所

图 39：美国服务业 PMI 指数



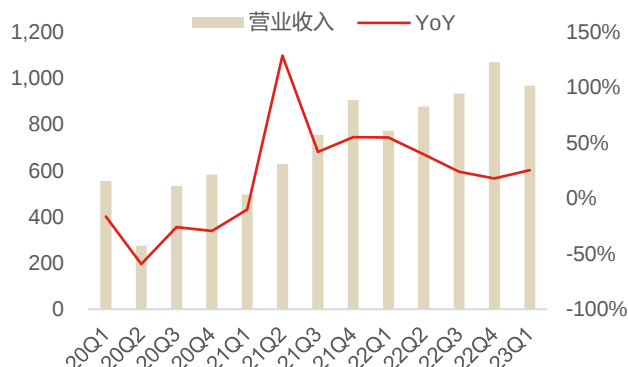
数据来源：wind，东方证券研究所

图 40：鲁泰 A 2021 年后收入快速增长（亿元）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 41：Hugo Boss 品牌收入快速增长（百万欧元）

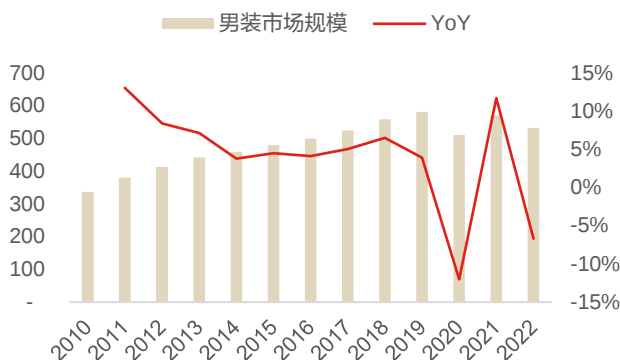


数据来源：公司年报，东方证券研究所

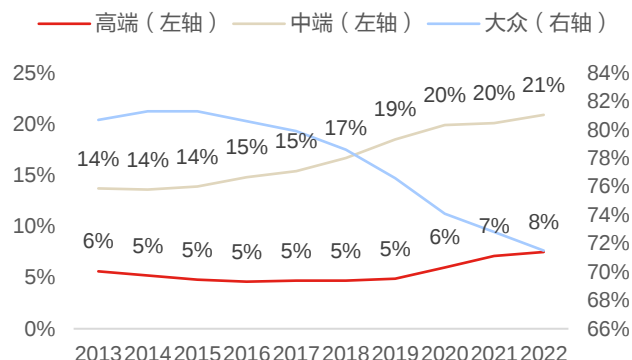
从大盘来看，增长稳健、行业处于成熟阶段是国内男装行业的典型特征。根据欧睿数据，2022 年国内男装市场规模为 5,323 亿元，同比下滑 7%，2010-2022 年复合增速为 3.9%。**但从价格段拆分来看：中高端>大众。**根据欧睿数据，2013 年后大众男装市场份额持续下滑，从 2013 年的 81% 下降至 2022 年的 72%，中高端男装合计占比从 2013 年的 20% 上升至 2022 年的 28%。

图 42：中国男装市场规模及增速（十亿元）

图 43：男装分档次市场份额占比变化



数据来源：欧睿，东方证券研究所



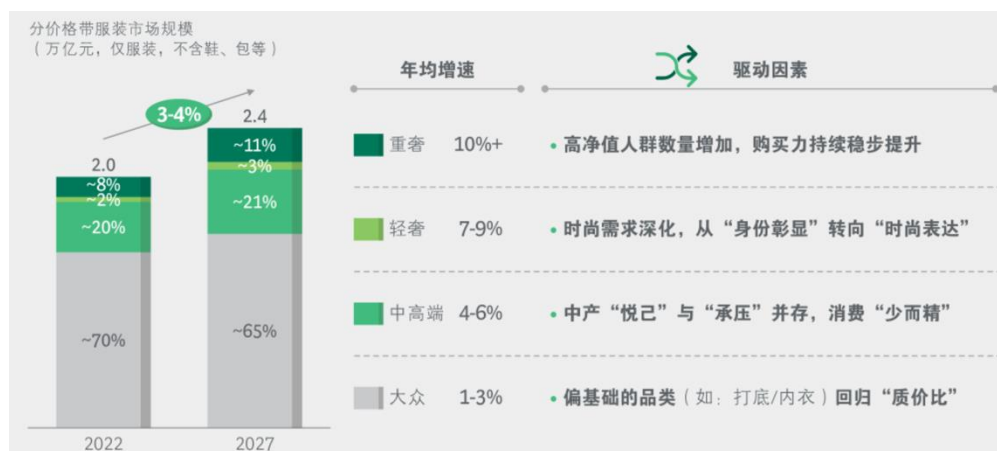
数据来源：欧睿，东方证券研究所

综上所述，若剔除运动品类（下文将单独讨论），我们认为，中高端时尚男装赛道未来景气度有望持续，核心原因如下：

- 1) 2016 年起中高端收入客群购买力上升，根据国家统计局数据，城镇居民家庭可支配收入中位数 YoY-平均值 YoY 自 2016 年起均为正值，2021 年达到高点，收入分化持续加剧。另外 2020 年后疫情对中高端人群收入冲击也相对较小。根据 BCG 报告预测，2022-2027 年，中国服饰中高端及以上价格带增速将更快。
- 2) 中高端男性人群价格敏感度低，品牌粘性相对更强。相比于女装，男装的时尚和潮流属性偏弱，存货减值压力相对较低，同时男性由于其消费特点，品牌忠诚度更高，一旦认定某品牌后消费粘性较强。
- 3) 竞争格局改善，男装 CR10 自 2013 年起持续提升，集中度也始终高于女装。

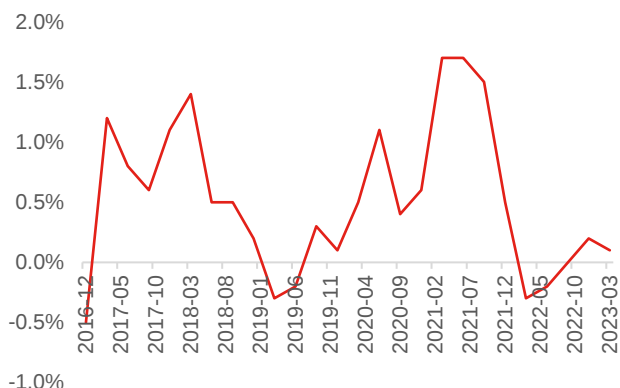
另一方面，我们认为国内品牌在与国际品牌的竞争中不落井下风，主要体现在：1) 国内品牌能更好结合中年成功人士穿着和身材特点，满足他们对于品质、面料等方面的诉求，更懂国内消费者，例如比音勒芬通过强调面料、版型和设计带来的“高级感”和附加值，锁定忠实用户。2) 2021 年后的新疆棉事件等进一步强化了消费领域的文化自信，逐步扭转了消费者对国内品牌的刻板印象，在品牌选择上较以前更为开放。

图 44：中国服饰中高端及以上价格带增速将更快



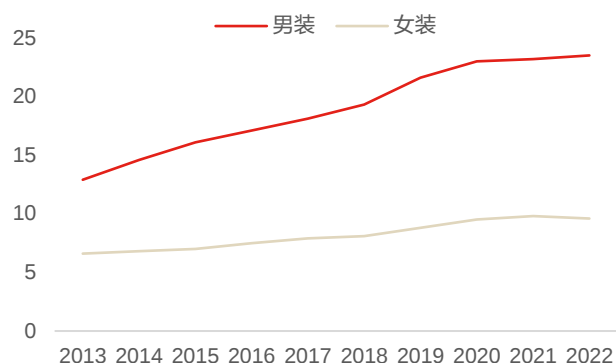
数据来源：BCG，东方证券研究所

图 45：城镇居民家庭可支配收入中位数 YoY-平均值 YoY



数据来源：wind，东方证券研究所

图 46：男装 CR10 高于女装且持续提升



数据来源：欧睿，东方证券研究所

表 3：比音勒芬面料供应商介绍（不完全统计）

供应商名称	国家	成立时间	简介	面料	主要客户
POLARTECLC	美国	1906 年	美国 PolartecLLC 公司，是抓绒的发明者，也是美国军方面料供应商，致力于研发最完整分层体系的功能面料，使 POLARTECLLC 相比普通抓绒更加柔软暖和，有弹性	Polartec 热力宝、Polartec 阿尔法棉等重点面料	耐克，Adidas，始祖鸟，Supreme 等
戈尔公司	美国	1958 年	戈尔公司的 GORE-TEX 被称为“世界之布”，其面料在宇航、军事、医疗等方面被广泛运用，被美国“财富”杂志列为世界上最好的一百个美国产品之一	Gore-Tex	始祖鸟，耐克，波司登，Supreme，TheNorthFace 等
ITOCHU	日本	1858 年	日本 ITOCHU 是世界 500 强企业，将纺织与人体力学相结合，创造出了“会呼吸”的舒适面料，是国际一线奢侈品牌的面料供应商。	会呼吸的舒适面料	GUCCI,BURBERRY,迪桑特等
CANCLINI	意大利	1925 年	CANCLINI 的衬衣面料闻名于世，高品质纱线与意大利艺术完美结合，充分展示了面料是服装的灵魂。		Armani，HUGOBOSS，zegna 等
OUTLAST	美国	1990 年	由权威航空航天局 NASA 研发，从上世纪至今，仍在不断测试与概念以提高用途的效能和安全性，目前 Outlast 已有超 96 项与调温材料相关专利。	OUTLAST 空调纤维、OUTLAST 凉感布	Adidas,AdamSells,Sunwin,ASRV 等
TOYOBO 东洋纺	日本	1882 年	日本首家民间大型纺织公司，创业至今约有 130 年，在广泛领域上不断拓展提供了大量技术，目前，正在通过提供薄膜、汽车用材料、环境关联材料、生物和医药等大量高机能产品，朝着“高功能产品制造商”目标前进。	黛奥兰抗菌纤维	Goldwin，蕉内等
CARVICO	意大利	1962 年	CARVICO 公司，意大利知名布料商，世界经纬编面料制造领域领头羊，拥有高超纺织工艺，纱线精选优质尼龙		Nike，Adidas，HugoBoss，CalvinKlein 等
EUROJERSEY	意大利	1960 年	意大利针织面料供应商，主要从事经编面料的设计开发、生产制造和销售。1989 年时，公司旗下最知名的专	欧怡 SENSITIVE 面料	Celine,Prada,DG,Dior 等

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。

			利面料 SensitiveFabrics 问世，并逐渐为泳衣、内衣及运动服饰等产品所用且衍生出各种功能性高科技面料		
--	--	--	---	--	--

数据来源：公司官网，微信公众号，东方证券研究所

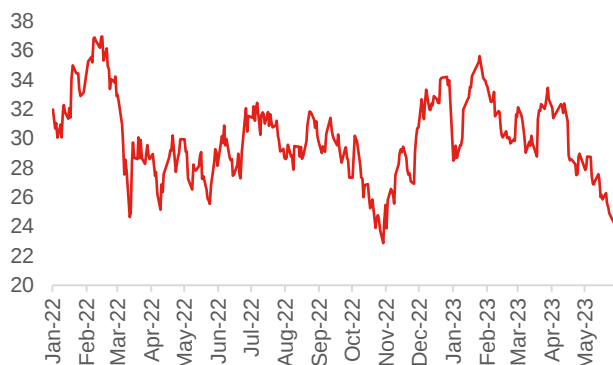
运动服饰短期虽有扰动，看好中长期发展和细分赛道高增机会

受多重因素影响，龙头运动企业 5 月股价有所下滑，李宁/安踏/特步股价当月分别下跌 24.8%/17.4%/13.5%。我们认为可能的原因包括：

- 1) 市场担心 5 月数据相比 4 月边际趋弱，而进入 6 月后同期基数升高（上海及华东地区疫情趋缓），增长压力逐步显现。
- 2) 外资对中国消费和经济前景趋于谨慎，港股消费板块整体回调。
- 3) 新疆棉事件逐步淡化，耐克阿迪等外资品牌营销活动回归正常，竞争环境将有所变化。

我们认为，尽管有上述短期不利因素，但从估值角度性价比已显现。根据 wind 数据，5 月龙头公司估值水平加速下滑，截至 5 月 31 日，李宁/安踏/特步 2023 年 PE（预测值）分别为 22.6/23.9/17.8。已基本回落至 2022 年 10 月水平，甚至跌破 2022 年 3 月上海地区疫情封控时的市场情绪低点。从国内龙头公司角度来看，尽管新疆棉事件的逐步淡化，但国潮对年轻消费者影响深远，未来竞争也有望回归经营本质（包括产品、渠道、营销、品牌等），近年来国内品牌奋起直追，竞争已不落下风。

图 47：李宁 PE（预测值）



数据来源：wind，东方证券研究所

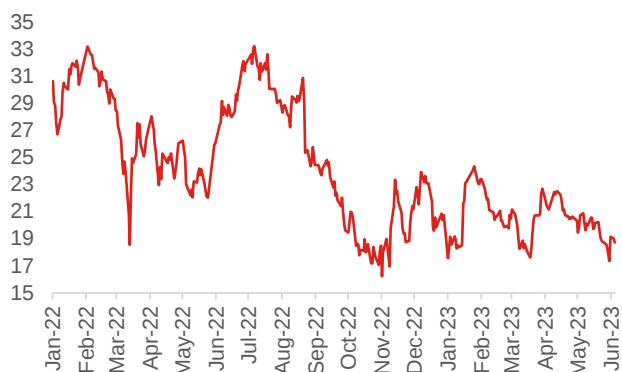
图 48：安踏体育 PE（预测值）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 49：特步 PE（预测值）

图 50：恒生消费指数自 1 月中旬后持续下滑（HSCGSI）



数据来源：wind，东方证券研究所



数据来源：wind，东方证券研究所

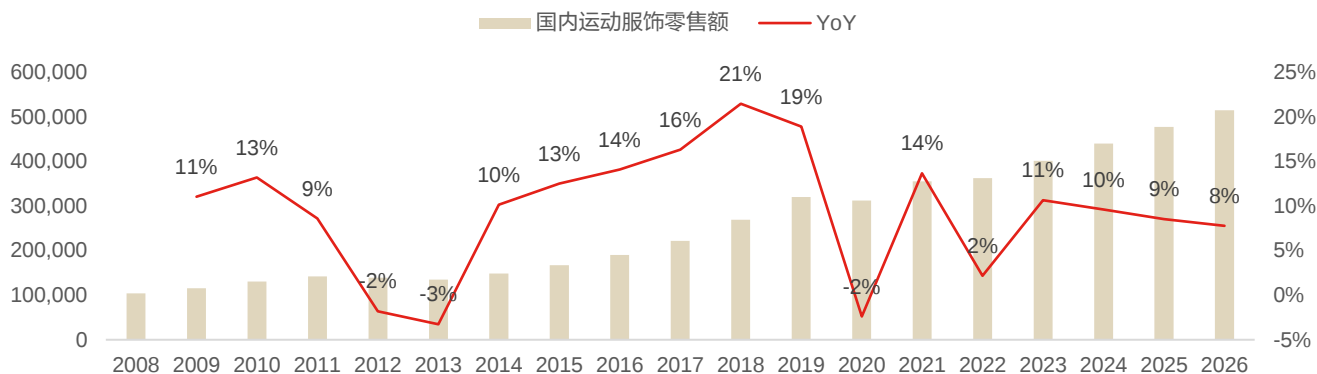
从中长期维度，我们依然坚持看好运动服饰赛道的成长性、增长韧性和竞争格局。

成长性：根据欧睿数据，2022年国内运动服饰零售额为3,627亿元，同比增长2.2%。展望未来，2022-2027年运动服饰零售额复合增速为9.1%，领跑男装、女装和童装赛道（分别为4.6%、5.1%和9%）。

增长韧性：疫情三年运动赛道复合增速依然为正，2019-2022 CAGR为4.3%，大幅领先男装、女装和童装赛道的-2.9%、-2.4%和-0.2%）。

竞争格局：2022年运动服饰行业CR5为70.9%，大幅领先男装、女装和童装赛道的15.8%、6.2%和14%）。

图 51：预计中国运动服饰市场在未来五年仍能保持近双位数增长（百万元）



数据来源：欧睿，东方证券研究所

表 4：运动赛道在行业增速和市场集中度维度均保持领先

	2008-2019CAGR	2019-2022CAGR	2022-2027E CAGR	CR5
运动服饰	10.8%	4.3%	9.1%	70.9%
男装	7.2%	-2.9%	4.6%	15.8%
女装	8.6%	-2.4%	5.1%	6.2%
童装	11.5%	-0.2%	9%	14%

数据来源：欧睿，东方证券研究所

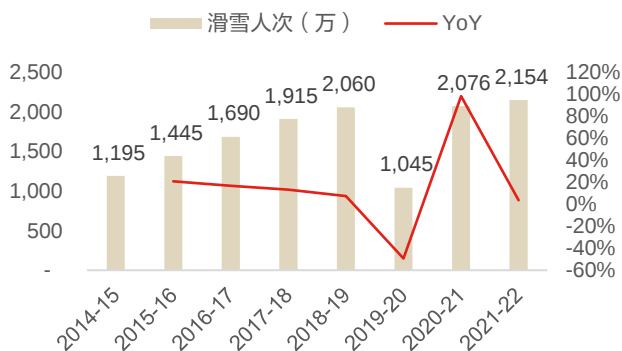
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

另一方面，我们认为，滑雪、高尔夫等细分运动板块也孕育高增长机遇。高端消费目标人群对宏观经济相对敏感度更低，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。另一方面，依照欧美经验，随着人均收入水平的提高，消费者对于户外、滑雪运动的需求将大幅提升。

滑雪：

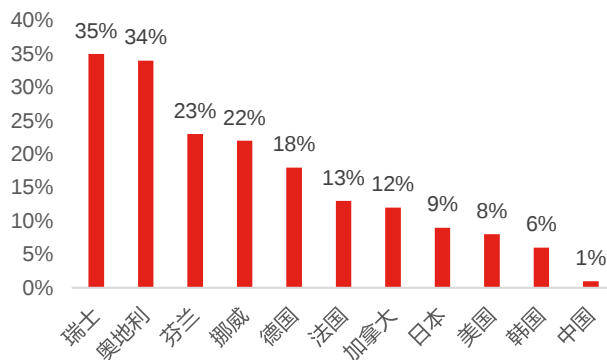
滑雪人次在疫情期间仍然实现逆势增长。根据《2021-2022 中国滑雪产业白皮书》数据，按雪季财年划分，受疫情影响，2019-2020 雪季（2019 年 5 月 1 日-2020 年 4 月 30 日），滑雪人次同比下滑 49%，而 2020-2021 雪季已初步恢复至疫情前水平；2021-2022 雪季，在北京冬奥会的带动下，虽有局部疫情影响，但滑雪人次已达 2,154 万人，同比增长 4%，已高于疫情前水平。

图 52：国内滑雪运动参与人次（万人）



数据来源：《2021-2022 中国滑雪产业白皮书》，东方证券研究所，注：按雪季财年 5 月 1 日-次年 4 月 30 日统计

图 53：各国滑雪运动渗透率



数据来源：《2019 全球滑雪市场报告》，东方证券研究所

表 5：国内滑雪场按核心目标客群分类

滑雪场类型	数量占比	客群定位	主要体现滑雪属性	雪场特征	客群特征
旅游体验型	77.60%	旅游观光客	旅游属性	设施简单，只有初级道。位置一般在旅游景区或城郊。	90%以上为一次性体验客户，客人平均停留时间 2 小时
城郊学习型	18.79%	本地居民	运动属性 旅游属性	山体落差小，位于城市郊区，开发有初、中、高级雪道	本地自驾客人占比很大，平均停留时间为 3-4 小时
目的地度假型	3.61%	度假人群	度假属性 运动属性 旅游属性	山体有一定规模，除有齐全的雪道产品外，还有住宿等设施的配套	过夜消费占比较大，客人平均停留时间在 1 天以上

数据来源：《2021-2022 中国滑雪产业白皮书》，东方证券研究所

我们判断，未来滑雪运动景气度有望快速提升，核心原因包括：1）2022 年北京冬奥会顺利举办，国内多部门借此契机，接连出台冰雪运动相关激励政策，目标“带动三亿人参与冰雪运动”；2）

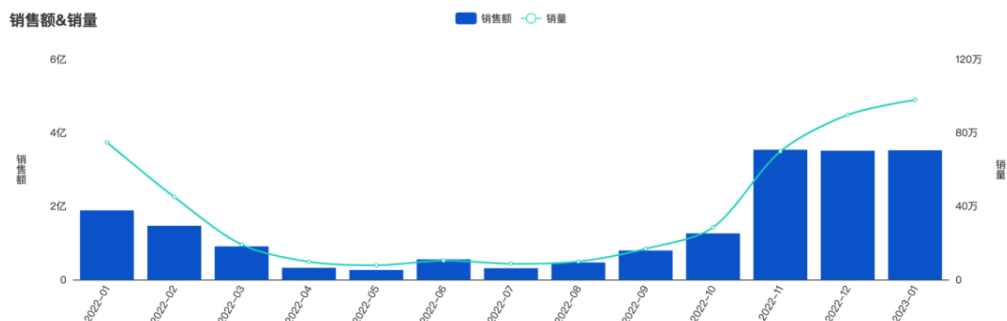
国内人均可支配收入持续增加，带动滑雪等专业细分运动的需求提升。3）从渗透率角度，国内目前滑雪渗透率仅 1%，与发达国家相比仍有巨大提升空间。

表 6：2016 年来冬奥申办成功以来国家对冰雪运动的支持政策

年份	政策	发布者	核心内容
2016	《冰雪运动发展规划(2016—2025 年)》	国家发展改革委、国家体育总局、教育部、国家旅游局	加快推动冰雪健身休闲业、竞赛表演业、装备制造业。构建中国北方冰雪旅游推广联盟，创立“北国冰雪”国际旅游品牌。 到 2025 年，建立 5 个大产业规模的国家冰雪产业示范基地，20 个高知名度和影响力的国家冰雪产业示范企业和国家冰雪产业示范项目。
2016	《全国冰雪场地设施建设规划(2016—2022 年)》	国家体育总局	到 2022 年，全国滑冰馆数量不少于 650 座，滑雪场数量达 800 座，雪道面积达 10000 万平方米，雪道长度达 3500 千米。京津冀地区以冬奥会为契机，建设综合性国际冰雪赛事的场馆。
2016	《群众冬季运动推广普及计划（2016-2020 年）》	国家体育总局、发展改革委、教育部等 23 部门	大力普及冬季运动文化，加大冬季运动场地设施供给，充分发挥冬季运动社会组织的作用，广泛开展冬季项目赛事活动，突出青少年学生重点，加强冬季运动推广普及人才队伍，努力推动实现“三亿人参与冰雪运动”的目标。
2019	《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	全力推进北京冬奥会、冬残奥会备战工作，大力普及群众性冰雪运动，广泛开展青少年冰雪运动，加快发展冰雪产业。
2021	《冰雪旅游发展行动计划（2021-2023 年）》	文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局	到 2023 年，冰雪旅游形成较为合理的空间布局和较为均衡的产业结构，扩大冰雪旅游优质产品供给，深挖冰雪旅游消费潜力，推动冰雪旅游与相关行业融合，提升冰雪旅游公共服务。

数据来源：政府官网，东方证券研究所

图 54：2022 年春节期间中国冰雪运动类商品同比增幅



数据来源：魔镜市场情报，东方证券研究所

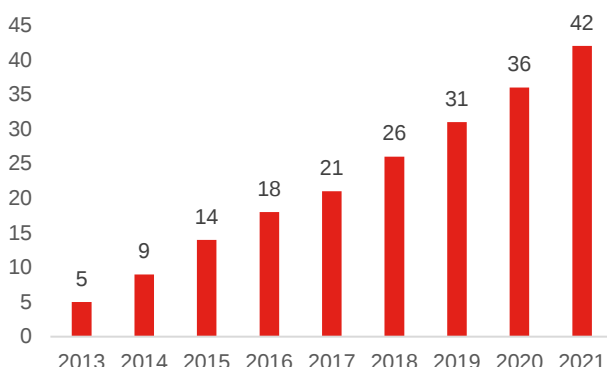
此外室内滑雪场的快速发展，将给户外冰雪运动带来新一轮增长动能，解决华东、华南等经济发达地区的需求瓶颈，也大幅降低了滑雪运动的进入门槛。根据《2021-2022 中国滑雪产业白皮书》，2021 年国内投入运营室内滑雪场为 42 家，过去几年数量稳步提升，从滑雪人次来看，室

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。

内滑雪场在 2018-2021 年的复合增速为 27.4%，远高于室外滑雪场，贡献了过去几年主要的人群增量。

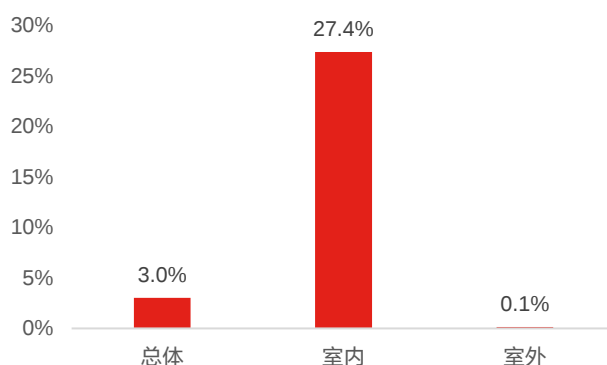
目前国内的室内雪场发展已领先全球。按雪区面积大小排名，全球前十位的室内滑雪场中，中国已经占据了半数。同时，雪区面积排名前三的室内滑雪场全部在中国。同时，从新建室内滑雪场的趋势看，建设数量和整体建设规模均有加速的迹象。例如目前在建的苏州苏州首座室内滑雪场“雪世界”，覆雪面积 1 万平方米。其中，滑雪区面积 8,800 平方米，娱雪区面积约 900 平方米，准备区面积约 300 平方米，冷区瞬时最大容量约 610 人，全天可接待游客约 2,100 人。

图 55：国内已投入运营的室内滑雪场数量统计



数据来源：《2021-2022 中国滑雪产业白皮书》，东方证券研究所

图 56：室内滑雪场 2018 至 2021 年滑雪人次复合增速最高



数据来源：《2021-2022 中国滑雪产业白皮书》，东方证券研究所

表 7：全球室内滑雪场雪区面积排名（Top 10）

排名	名称	国家	雪区面积(平方米)
1	哈尔滨融创雪世界	中国	65,000
2	广州融创雪世界	中国	55,700
3	成都融创雪世界	中国	55,000
4	SnowWorldLandgraaf	荷兰	35,000
5	AlpincenterHamburg-Wittenburg	德国	30,000
5	长沙湘江欢乐城欢乐雪域	中国	30,000
7	SkiDubai	阿联酋	27,870
8	SNORASSnowArena	立陶宛	25,000
9	Xanadu	西班牙	24,000
10	昆明融创雪世界	中国	22,000

数据来源：《2021-2022 中国滑雪产业白皮书》，东方证券研究所

众多海外滑雪品牌跑步进入中国市场，看好未来发展前景。2015 年，中国成功申办北京冬奥会后，众多海外知名滑雪品牌采取合资或者合作的方式，密集进入中国市场。从覆盖价位段来看，滑雪服以 3,000 元以上的中高价位段为主，同时也不乏部分性价比产品，表明外资品牌对国内市场发展的看好。

表 8：海外知名滑雪品牌进入中国情况（元）

品牌名称	成立时间	国家	进入中国时间	合作对象	价位段
BOGNER (博格纳)	1932 年	德国	2018 年	波司登	15,000~23,000
Burton (伯顿)	1977 年	美国	2002 年	高瓴资本	1,500~6,000
DESCENTE (迪桑特)	1935 年	日本	2016 年	安踏集团	2,990-15,000
Fusalp	1952 年	法国	2019 年		4,000~10,000
HEAD (海德)	1950 年	奥地利	2016 年	边城体育	1,500~5,000
HellyHansen	1877 年	挪威	2012 年	雅戈尔	4,000~18,000
KJUS	2000 年	瑞士	2019 年	边城体育	6,000~12,000
PeakPerformance	1986 年	瑞典	2013 年		2,800~4,200
Phenix (菲尼克斯)	1952 年	日本	2008 年	中国动向	1,000~5,000
ROSSIGNOL (金鸡)	1907 年	法国	2018 年	IDG 资本	1,500~7,500
Spyder	1978 年	美国	2019 年	连亚集团	1,000~8,000
Salomon (萨洛蒙)	1947 年	法国	2008 年	安踏集团	1,000~3,500
Templa	2017 年	比利时	2020 年		7,000~15,000
VOLCOM (钻石)	1991 年	美国	2015 年	华鼎集团	1,500~5,000

数据来源：各公司官网，东方证券研究所；价位段来源：选取的是滑雪服品类主流线上渠道的价格区间

高尔夫：

针对行业乱象，2017 年前国内高尔夫行业面临长期整治状态。2017 年整治完成后，行业进入历史发展新阶段，逐步普及化（渗透率提升）和年轻化。

- ✓ 2017 年 3 月，中国高尔夫球协会发布《高尔夫球运动发展“十三五”规划》（征求意见稿），系统回顾了近年来高尔夫运动的发展情况。规划中明确提出：国家有关部门对于高尔夫球场的综合清理整治基本完成，为行业规范发展打下基础。
- ✓ 冯珊珊、李昊桐、窦泽成、张新军等国内运动员在国际赛场上捷报频传，推动行业普及化、年轻化的发展进程。尤其是冯珊珊继 2016 年里约奥运会夺得中国高尔夫历史上的首枚奥运奖牌之后，2017 年又成为历史上第一位摘得世界高尔夫第一头衔的中国内地高尔夫球员。

表 9：十三五和十四五规划涉及高尔夫运动内容

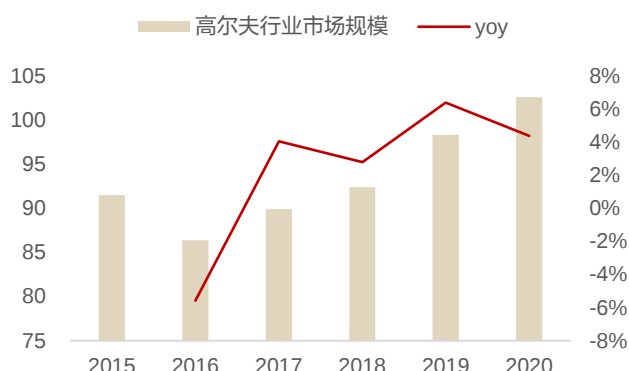
	十三五规划（2017 年）	十四五规划（2022 年）
发展现状	✓ 高尔夫球运动竞技水平迅速提高，人才梯队建设逐步完善； ✓ 群众高尔夫球运动蓬勃开展，全国高尔夫球人口接近 500 万，并逐渐从高收入阶层向社会中间阶层延展； ✓ 高尔夫球运动产业初步兴起。	✓ 高尔夫球运动竞技水平迅速提高、佳绩频传，赛事体系日趋完善； ✓ 推出“大众高尔夫”战略，让高尔夫球运动成为全民健身体系的一部分； ✓ 高尔夫球运动文化宣传全面开展，产业发展更具活力。
面临的问题	✓ 高尔夫球运动的参与门槛仍然很高，竞技高尔夫球运动的发展方式亟待转型升级； ✓ 高尔夫产业总体规模较小，与教育、文化、旅游等产业融合度较浅。	✓ 高尔夫球文化建设、公共服务体系建设薄弱，高尔夫球场的数量和布局依然受到政策限制，群众运动与竞技运动发展不均衡。

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。

发展机遇	✓ 国家有关部门对于高尔夫球场的综合清理整治基本完成，为行业规范发展打下基础； ✓ 高尔夫运动有适合全人群、全生命周期开展的特点，能够满足人民群众多样化的体育文化需求。	✓ 高尔夫运动积累了一定的球迷和爱好者，人才队伍日渐壮大，高尔夫球所具备的户外运动、休闲运动和社交活动的综合功能为进一步普及提供良好的基础。
发展目标	✓ 到 2020 年，初步形成以场地设施经营为基础、以大众休闲健身为核心，以职业巡回赛为动力、以专业人才培养为支撑、以球具服装装备制造为龙头、以旅游度假为带动、以产业融合为延展的高尔夫产业体系。	✓ 继续提高竞技水平，建设完备的赛事体系、服务体系、人才培养体系； ✓ 通过室内模拟器、综合练习场、迷你高尔夫等多种形式，开展丰富多样的高尔夫球主题全民健身活动； ✓ 推进高尔夫运动与旅游、互联网+等领域融合，创新发展模式加快产业链转型升级。

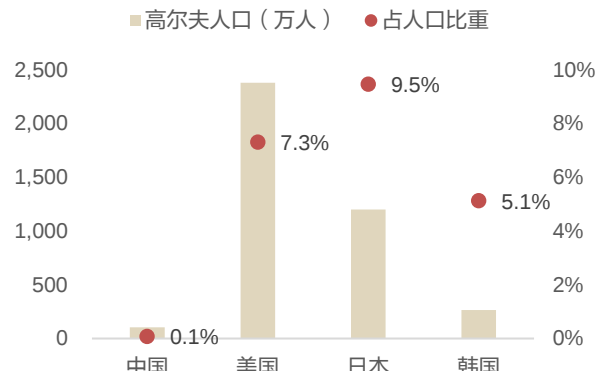
数据来源：政府官网，东方证券研究所

图 57：中国高尔夫行业市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询，东方证券研究所

图 58：中国高尔夫行业发展仍在初级阶段（万人）



数据来源：朝向管理集团，美国 NGF，韩国 Golfzon，东方证券研究所

众多时尚品牌也在积极拓展高尔夫品类，赛道景气度提升。

- ✓ **国际玩家：**2022 年露露柠檬推出首个男士高尔夫球系列，涵盖运动衫、运动裤等产品。牛仔品牌李以“让高尔夫更轻松，更休闲”为主题，推出高尔夫系列，将品牌工作服的细节与舒适、轻松的运动版型相结合。耐克、安德玛旗下均长期布局高尔夫服饰和用品。
- ✓ **国内玩家：**安踏旗下的迪桑特于 2020 年正式宣布签约中国高尔夫领军运动员李昊桐，并独立开设迪桑特高尔夫门店，加大投入。报喜鸟旗下哈吉斯品牌也将于 2022 年开始布局高尔夫品类。2022 年上半年，TEENIEWEENIE 高尔夫作为独立品牌正式登场，以品牌经典 IP 熊形象为基础，将品质、专业、时尚融入高尔夫运动场景，为高尔夫运动爱好者，提供舒适兼具时尚的运动体验。

表 10：运动和休闲时尚服饰对高尔夫品类的扩展

类别	品牌名称	国家	门店数	成立时间	介绍
运动服饰	法国公鸡/乐卡克	法国	445	1882 年	法国运动品牌，旗下 LecoqsportifGolf 经营高尔夫服饰。2004 年成立宁波乐卡克，进入中国市场。
	迪桑特	日本	21 (高尔夫独立门店)	1935 年	日本运动品牌，旗下 DESCENTEGOLF 经营高尔夫服饰。安踏体育拥有大中华区经营权。

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声明。

	美津浓	日本	133	1906 年	品牌覆盖几乎所有运动品类，1931 年开始销售高尔夫球具，1933 年开始生产高尔夫球具，产品以科技为基础，注重舒适
	露露乐檬	加拿大	102	1998 年	品牌以瑜伽运动为特色，近期秉持“触感科学”的设计理念，推出首个男士高尔夫球系列。
	耐克	美国		1972 年	1984 年开发首款高尔夫球系列，1986 年正式发表 Nike 首批高尔夫服饰。
休闲时尚	哈吉斯	英国	449	2000 年	2007 年进入中国市场，2021 年推出高尔夫系列 HAZZYSGOLF。
	李	美国		1889 年	美国知名牛仔裤品牌，以“让高尔夫更轻松，更休闲”为主题，推出高尔夫系列。
	TEENIEWEENIE	中国		1997 年	2017 年品牌被锦泓时装集团全资收购，2022 年上半年，甜维尼高尔夫作为独立品牌正式登场。

数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所，注：门店数截至 2022 年 7 月

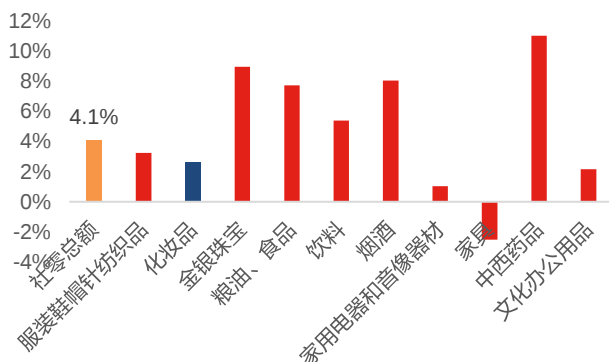
化妆品/医美：

化妆品行业减速+内部分化，看好母婴/彩妆等赛道景气度提升

受多重因素影响，1-4 月美妆行业整体两年复合增速表现弱于社零大盘。2023 年 1-4 月化妆品社零两年复合增速为 2.6%，而社零总体两年复合增速为 4.1%，行业表现偏弱。我们认为主要源于行业整体线上渗透率较高（疫情三年以来线上基数较高，头部化妆品公司线上渠道销售占比普遍已经超过 70%）消费者在大型线上购物节的囤货仍在消化过程中；与此同时，行业线上促销力度有所减弱，平台和品牌方更注重线上渠道的盈利能力，也在一定程度上造成需求相对疲软。

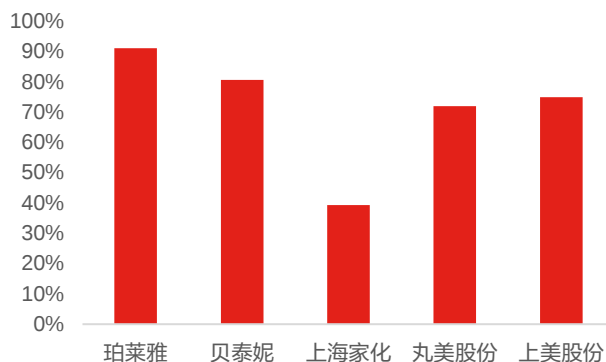
在行业表现偏弱的背景下，以珀莱雅为代表的少数龙头企业业绩端持续表现优异。珀莱雅在多渠道运营能力、明星单品和多品牌矩阵的带动下，女王节表现亮眼，Q1 收入/利润同比分别 +29.3%/+31.3%，单 Q1 表现明显优于行业。

图 59：1-4 月社零数据分板块两年复合增速比较



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

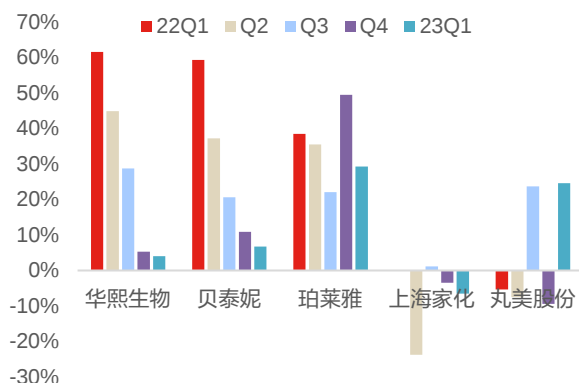
图 60：化妆品公司线上销售占比（2022 年）



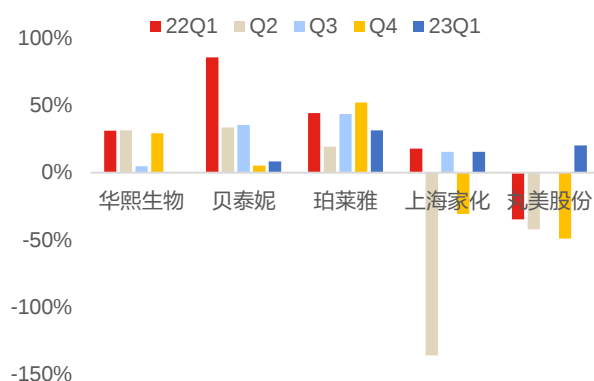
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 61：国内化妆品龙头公司分季度收入增速

图 62：国内化妆品龙头公司分季度利润增速



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

在行业调整阶段，国货龙头修炼内功蓄力未来增长，主要包括以下三个方面：

1) 巩固大单品体系，持续产品升级。珀莱雅 2022 年大单品在天猫平台销售额占比达到 75%+，销售额占比较 2021 年继续提升约 15%；公司 2023 年以来将红宝石面膜、红宝石水乳分别升级至 2.0，双抗精华升级至 3.0，升级主要围绕功效、成分等方面，致力于消费体验提升，2023 年 618 李佳琦预售日早 C 晚 A 精华和双抗精华 3.0 均售罄。可复美也对大单品体系持续拓展，2023 年推出重磅新品可复美胶原乳，功效主要围绕御力修护、舒缓韧肤展开，产品受消费者欢迎。

2) 逐步搭建多品牌矩阵，获取更多成长空间。在持续巩固大单品的基础上，龙头公司也在积极搭建和完善差异化的品牌矩阵，以获取行业内更多的成长空间。以珀莱雅为例，以“主品牌珀莱雅+彩棠+OR”为主的第一阶段品牌矩阵已经初步成熟，为公司中短期的增长提供了坚实支撑，同时公司储备中的品牌悦芙媞和科瑞肤等又为公司长期发展提供了更大空间。以华熙生物为例，公司围绕“聚焦和突破”进行品牌建设，润百颜升级品牌定位，提出“玻尿酸科技修护美学”的理念，并以“修护”作为核心功效；夸迪定位抗初老，米蓓尔强化敏感肌定位、BM 肌活突出年轻群体定位。正是定位差异化明显了多品牌策略为公司不同阶段提供了增长动力。纵观海外化妆品巨头的成长历史，多品牌也是公司做大做强的核心策略之一。

3) 拓展医美领域布局，打开新增长曲线。贝泰妮 2023 年在医疗器械领域积极布局，截至 2023 年 4 月，公司注射类医疗器械注册样品获得，启动 7 款注射用Ⅲ类医疗器械产品申报流程，完成型式检和进入临床试验；完成 5 款Ⅱ类医疗器械的研发及注册，完成三款Ⅲ类医疗器械临床观察及体系审核；公司未来也将积极开展新型医用再生材料医疗器械研发及申报。丸美股份也积极布局医美领域，截至 2022 年底，公司成立了第四期产业基金，新增投资了科技再生材料注射类（三类医疗器械）美容公司“摩漾生物”，未来在医美领域有望持续拓展。

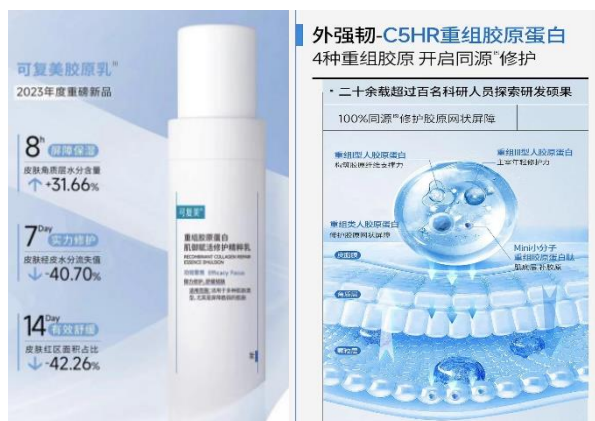
我们认为，短期来看化妆品板块估值中枢有所调整，但中长期行业仍将呈现“容量大+稳健增长”的优势，伴随结构分化，后期真正具备长期竞争力的龙头仍将获得较高的估值溢价。

图 63: 珀莱雅大单品产品升级

图 64: 可复美胶原乳



数据来源：珀莱雅官方公众号，东方证券研究所

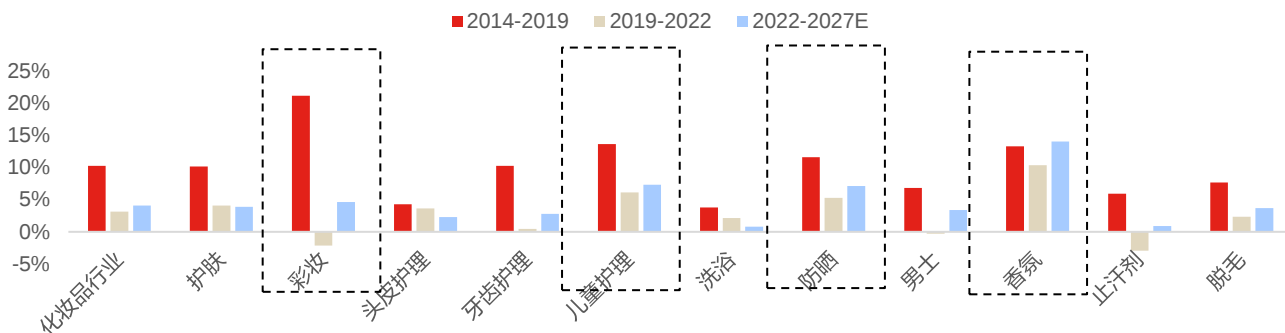


数据来源：可复美天猫官方旗舰店，东方证券研究所

建议关注未来 2-3 年高景气的母婴护肤、彩妆等优质细分赛道

根据欧睿的预测，2022-2027 年国内化妆品行业仍有望保持稳健的复合增速，其中香氛、儿童护理（母婴护肤）和彩妆等细分领域相对表现突出。

图 65：香氛、防晒、儿童护理、彩妆未来有望复合增速靠前



数据来源：欧睿，东方证券研究所

1) 母婴护肤：赛道景气度高，看好龙头品牌市占率提升

赛道景气度高（如图 65），与国外相比有较大成长空间。根据涵盖产品范围不同，我国母婴护理品 2021 年市场规模在 300 亿-500 亿元之间，增速领先于化妆品其他细分领域，2021-2026 年预期增速有望继续领跑。相对成人而言，婴幼儿皮肤具有结构尚未完善、更新速度更快、含水量更高、屏障功能不全等特点，因此婴幼儿护肤也与成人护肤有所差异。从需求端讲，婴童护肤品的购买决策者通常是妈妈，试错成本较高，产品肤感、功效和成分安全为重要考量因素。参照海外看，我国人均婴童用品消费提升空间大，未来我国龙头品牌具备较大成长空间。

从竞争格局上看，格局持续改善，外资第一龙头衰落背景下，以红色小象、启初为代表的国货品牌市占率总体呈现上升态势，2022 年红色小象、启初市占率分别为 3.9%/2.5%，参照海外国家头部品牌均以本土品牌为主，我国国货品牌具备较大发展空间。

表 11：母婴护理品 TOP10 品牌市占率变化

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
强生	10.6%	9.2%	7.8%	6.6%	5.8%	5.1%	4.1%

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

红色小象	1.5%	2.7%	3.8%	3.4%	4.5%	4.7%	3.9%
戴可思		-	0.0%	0.1%	0.4%	1.7%	2.8%
艾维诺	0.3%	0.7%	1.3%	2.1%	2.5%	2.7%	2.8%
贝亲	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%	2.8%	3.0%	2.7%
启初	1.2%	2.1%	2.6%	3.2%	2.5%	2.6%	2.5%
青蛙王子	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%	3.7%	2.4%	2.1%
郁美净	2.9%	2.9%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%	1.8%
皮皮狗	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
孩儿面	2.8%	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%

数据来源：欧睿，东方证券研究所

2) 彩妆：彩妆行业景气度有望探底回升，未来成长空间大。

行业层面：根据欧睿数据，2022 年我国彩妆市场规模为 555.3 亿元（-15%），随着疫情后社交场景的恢复，彩妆品类景气度有望探底回升，2022-2026E 复合增速有望达 7.3%，领先于行业整体。竞争格局上看，通过抓住渠道红利+顺应消费者，国货品牌实现快速崛起。2022 年花西子单品牌以 6.2% 的份额位居我国彩妆销售第一。近年来国内品牌在大众价格带份额提升明显，中高端价格带海外大牌销售态势好，未来国货品牌提升空间大。

2023 年 618 购物节表现看，开门红首日彩妆品类 NARS、MAC、YSL 分别位居销售额 TOP3，国货品牌中花西子、彩棠、毛戈平分别位居成交额第五/九/十二名。彩棠作为新锐彩妆品牌，2023 年购物节表现亮眼，天猫平台 GMV 同比增长超 100%，抖音位居彩妆行业销售额 TOP1，GMV 同比去年增长超 80%。以线下渠道为主的毛戈平在线上表现亮眼。

展望未来，国内品牌有望通过差异化竞争实现突围。一方面，彩妆可以把握新兴渠道增长红利：2021 年抖音渠道崛起，孕育着新的成长机会，新锐彩妆品牌借助抖音渠道快速崛起；与此同时，线下是彩妆重要体验场景，随着疫情复苏，线下渠道也将迎来修复，建议关注疫后复苏带来的线下成长机会，特别是美妆集合店渠道，调色师 2023 年 1 月单店 GMV 同比增速超 40%。另一方面，营销+产品方面，国货品牌重视国潮趋势，可以利用细分产品实现突围。除此之外，彩妆师品牌在彩妆赛道具独特优势。相较于传统彩妆品牌，化妆师品牌优势在于创始人艺术成就高、对时尚把控能力强、行业经验和资源丰富，产品力值得信赖，以上优势可以为品牌带来品牌溢价，增强和消费者的黏性，国内代表品牌为毛戈平和彩棠。

图 66：天猫彩妆 618 开门红首日店铺成绩单



数据来源：天猫大美妆，东方证券研究所

图 67：彩棠 2023 年 618 表现优异

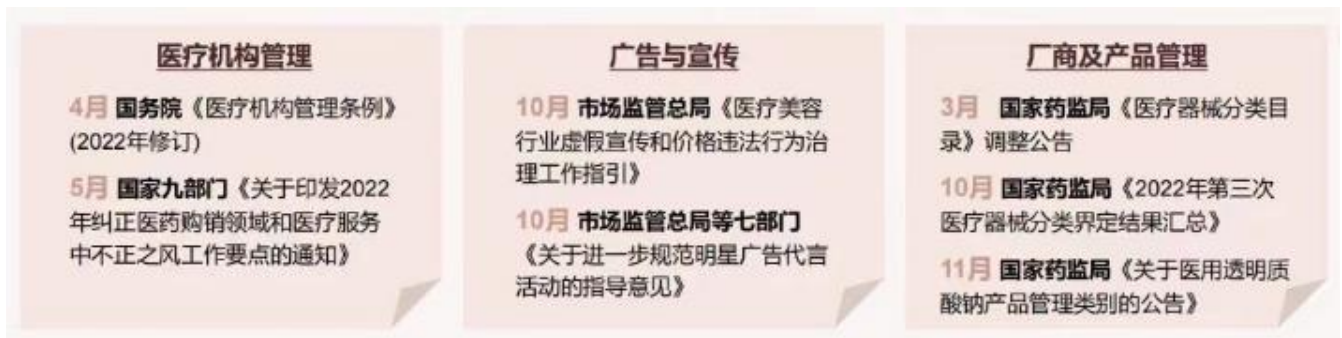


数据来源：珀莱雅官方公众号，东方证券研究所

医美强监管延续，板块高估值逐步消化

在监管趋严和消费弱复苏的背景下，板块高估值持续调整。近年医美行业监管政策相继发布，推动行业规范化发展。根据德勤《艾尔建美学与德勤管理咨询分析》，2022 年医美行业政策主要围绕医疗机构管理、广告与宣传、厂商及产品管理展开；2023 年 5 月国家市场监管总局等十一部门《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，主要围绕医疗美容行业准入管理、医美“导购”行为、加强医美培训并区分生美和医美边界三方面展开，医美行业监管政策再升级。

图 68：2022 年医美监管政策



数据来源：艾尔建美学与德勤管理咨询分析，东方证券研究所

表 12：2023 年医美监管政策

日期	部门/地方	法规名称	内容
2023 年 2 月	国家药监局	《关于开展 2023 年医疗器械质量安全专项整治工作的通知》	本次专项整治围绕十个方面重点任务，涵盖疫情防控医疗器械、集中带量采购中选医疗器械、无菌和植入性医疗器械等重点产品，医疗器械注册人委托生产、创新医疗器械企业、生产经营重大变化企业等重点企业，特定人群使用医疗器械、网络销售等重点环节和医疗美容医疗器械以及严查违法违规行为等重点领域，要求以点带面、点面结合，有针对性开展整治和加强监管。
2023 年 2 月	国家市场监管总局	《医疗美容消费服务合同（示范文本）》	为引导规范医疗美容机构服务行为，切实保护消费者合法权益，根据《中华人民共和国民法典》《中华人民共和国消费者权益保护法》《医疗机构管理条例》《医疗美容服务管理办法》等有关法律法规，市场监管总局制定印发了《医疗美容消费服务合同（示范文本）》。
2023 年 3 月	国家卫健委	《关于印发 2023 年国家随机监督抽查计划的通知》	通知要求 2023 年持续巩固医疗美容行业突出问题专项治理，抽检比例:医疗美容机构 50%，内设医疗美容科室的医疗机构 20%。
2023 年 3 月	国家药监局	《2023 年第一次医疗器械分类界定结果汇总》	本次医疗器械标准管理中心汇总的 2022 年 10 月-2023 年 1 月医疗器械产品分类界定结果共 230 个，建议按照Ⅲ类医疗器械管理的产品 52 个；建议按照Ⅱ类医疗器械管理的产品 87 个；建议按照Ⅰ类医疗器械管理的产品 31 个；建议不作为医疗器械管理的产品 30 个。此外还有建议按照药械组合产品判定程序界定管理属性的产品、建议不单独作为医疗器械管理的产品等。

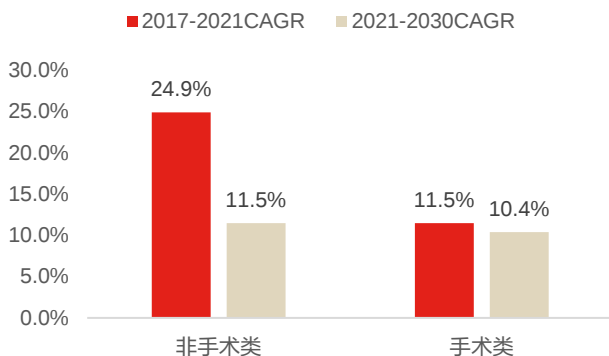
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2023 年 3 月	云南	《关于印发云南省深化质量提升三年行动方案(2023—2025 年)的通知》	加强医疗质控体系建设，建立完善省、州市、县三级医疗质控网络，不断提升医疗质量管理水平。加强医疗美容综合监管和突出问题专项治理。
2023 年 5 月	国家市场监管总局等十一部门	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	就进一步加强医疗美容行业监管工作，规范和促进医疗美容行业发展提出一系列针对性举措。

数据来源：国安药监局，国家卫健委，东方证券研究所

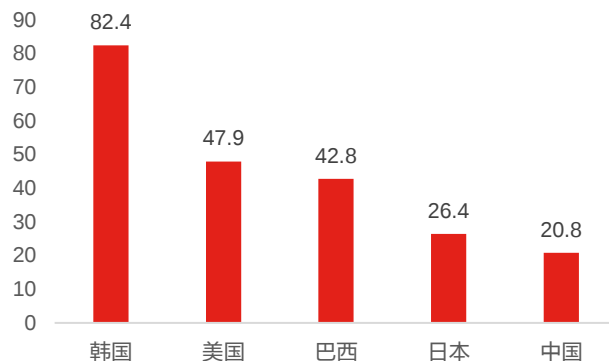
中期看行业景气度仍然较高，建议关注胶原蛋白和再生医美等新兴领域。根据弗若斯特沙利文报告，2017-2021 年，非手术类和手术类医美复合增速分别为 24.9%和 17.5%，行业景气度高，2021-2030 年仍然将维持超过 10%的复合增速。另一方面，国内医美渗透率仍然较低，中国每千人医美次数为 20.8，远低于韩国、美国、巴西、日本等海外国家。此外胶原蛋白和再生医美领域增速较快，建议积极关注。落实到个股，我们认为强监管有利于一直坚持规范发展的行业龙头，特别在研发端具备核心竞争力的上游产品龙头。

图 69：国内医美行业增速较快



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 70：主要国家每千人医美次数（2020 年）



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

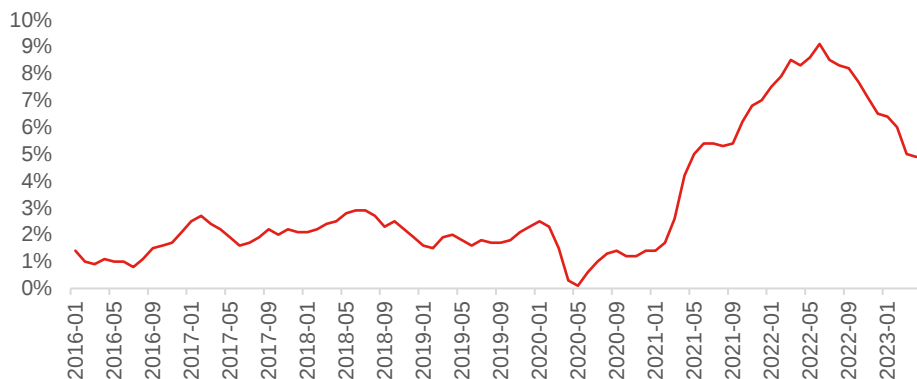
纺织制造行业：库存去化仍在进行中，下半年有望迎来拐点

正如我们在 2023 年投资策略报告中提到的，“外需”是决定纺织制造业业绩变化的核心变量，展望未来，我们仍然维持此观点，本次报告中我们将从三个维度来具体分析：

1）欧美宏观环境：通胀问题缓解，但商品零售数据疲弱

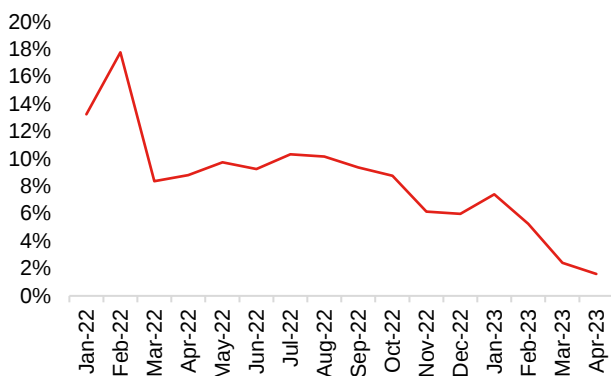
首先从美国 CPI 角度，最新美国 4 月当月 CPI 增幅为 4.9%，自去年 5 月高点后持续下滑，通胀问题已得到逐步缓解。另一方面，从商品零售数据角度，美国年初至今表现一般，4 月零售和食品服务销售额同比（季调）增长 1.6%，低于市场预期，从细项数据来看，服装店、鞋店和运动商品店同比增速在今年 1 月后均有所下滑。

图 71：美国 CPI 当月同比



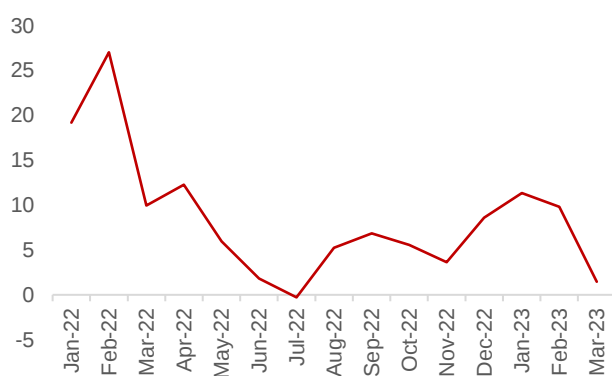
数据来源：wind，东方证券研究所

图 72：美国:零售和食品服务销售额:总计:季调:同比



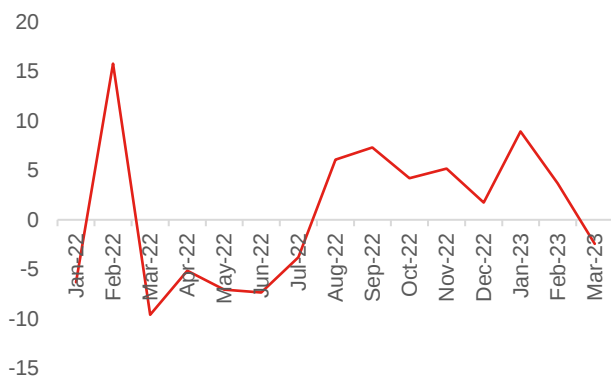
数据来源：wind，东方证券研究所

图 73：美国:零售和食品服务销售额:服装店:同比



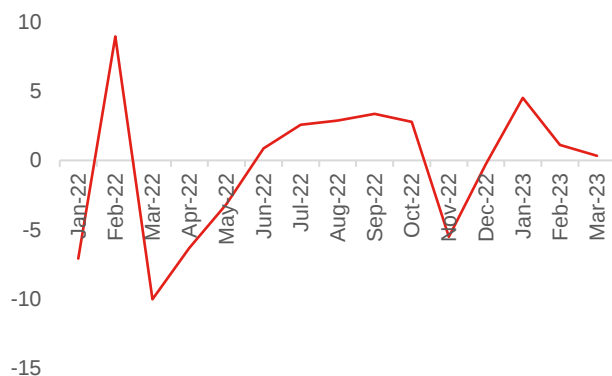
数据来源：wind，东方证券研究所

图 74：美国:零售和食品服务销售额:鞋店:同比



数据来源：wind，东方证券研究所

图 75：美国:零售和食品服务销售额:运动商品店:同比



数据来源：wind，东方证券研究所

2）库存：品牌方报表库存在不断消化，渠道库存仍然有压力

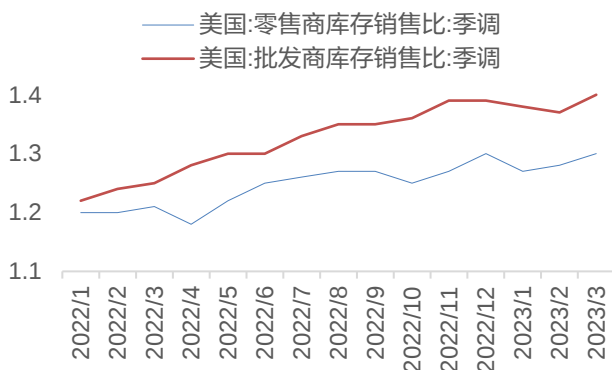
从龙头企业的表述中可以看到，报表库存大多在年初达到高位，目前在去库消化过程中。但从宏观来看，美国零售和批发库销比仍在持续上升，此外库存增速仍然高于销售增速，表明美国库存问题（报表+渠道库存）仍未实现实质性好转，推测主要问题集中在渠道库存方面。

表 13：海外主流运动和休闲龙头企业对库存的描述

品牌	发布时间	对库存问题的表述
耐克	23 年 3 月	截止 2 月末库存 89 亿美元，同比增长 16%，增长主要系生产以及运输成本的上涨影响，环比 2022 年 11 月末减少 5%。分地区看，北美地区库存金额同比增长 14%，大中华区库存金额同比下降 4%。
阿迪达斯	23 年 5 月	库存环比改善，管理层预期库存（除北美）将于 3Q23 恢复正常
彪马	23 年 4 月	Q1 库存同比+32.7%（环比-4.4%），已逐步度过库存高点。
露露柠檬	23 年 6 月	一季度库存同比增长 24%好于预期；二季度库存增长预计约 20%，下半年将与收入增长保持一致
优衣库	23 年 4 月	库存同比增加 25%，大中华区库存预计将于 2023 年冬季恢复正常。
Deckers	23 年 5 月	截至三月底存货同比增 5.1%，环比下滑 26.3%
UA	23 年 5 月	存货 11.90 亿美元，环比下滑 2.3%，库存拐点出现
VF	23 年 5 月	库存同比增长 61.59%，环比下滑 11.54%

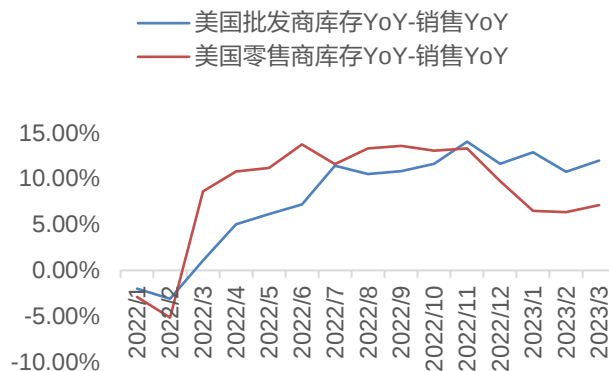
数据来源：各公司公告，东方证券研究所

图 76：美国零售和批发库销比持续上升



数据来源：密歇根大学，东方证券研究所

图 77：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）龙头公司对未来的业绩展望：谨慎乐观，环比有所改善

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。从目前披露的最新指引情况来看，各品牌龙头对未来销售整体预期保持谨慎乐观，部分龙头的预期已经呈现季度环比上调的趋势。

表 14：海外主要运动和休闲龙头对未来收入指引

	上季度	最新收入指引
预测区间：2022.6-2023.5		
耐克	中个位数增长	上调，高个位数增长
预测区间：2023.1-2023.12		

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

阿迪达斯	高个位数下降	维持，高个位数下降
彪马	中高单位数增长	维持，中高单位数增长
预测区间：2023.3-2024.1		
露露柠檬	15%增长	上调，16-17%增长
预测区间：2022.9-2023.8		
优衣库	15%增长	上调，16%增长
预测区间：2023.4-2024.3		
Deckers	FY23 营收 35.0-35.3 亿美元，同增 11.1%~12.1%	FY24 增长 8.9%
UA	FY23 低个位数增长	FY24 与 FY23 持平或略有上升

数据来源：公司年报，东方证券研究所

行业投资建议

我们认为，在经济弱复苏的大背景下，下半年行业预计仍将延续结构性行情，预计黄金珠宝、中高端男装等细分赛道的高景气度将延续，其他板块如运动时尚、化妆品、医美等赛道的估值性价比逐步显现，建议积极配置真正具备中长期核心竞争力的龙头。此外，纺织制造行业下半年有望迎来订单拐点，龙头股价有望具备较好弹性。我们对行业维持“看好”评级。落实到具体标的，重点推荐报喜鸟(002154，买入)、比音勒芬(002832，买入)、潮宏基(002345，增持)、老凤祥(600612，买入)和周大生(002867，增持)和波司登(03998，买入)。从中长期角度，我们看好运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，推荐安踏体育(02020，买入)、李宁(02331，买入)、珀莱雅(603605，买入)和巨子生物(02367，买入)、建议关注爱美客(300896，买入)、贝泰妮(300957，买入)、特步国际(01368，买入)等。对于部分优质制造龙头的长期增长韧性我们依然看好，重点公司如 华利集团(300979，买入)、申洲国际(02313，买入)、伟星股份(002003，买入)等，建议关注新澳股份(603889，未评级)。考虑到市场风格，对于部分“基本面确定性改善+高分红收益率预期”公司也可以积极关注，如海澜之家(600398，增持)、富安娜(002327，增持)、罗莱生活(002293，增持)、森马服饰(002563，增持)等。

表 15：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			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
家纺	002327.SZ	富安娜	增持	9.07	0.64	0.72	0.80	0.90	14	13	11	10
	002293.SZ	罗莱生活	增持	11.65	0.68	0.85	0.97	1.10	17	14	12	11
	603365.SH	水星家纺	增持	14.54	1.04	1.36	1.57	1.79	14	11	9	8
化妆品/医美	603605.SH	珀莱雅	买入	116.27	2.88	2.75	3.59	4.56	40	42	32	26
	600315.SH	上海家化	增持	28.32	0.70	1.18	1.36	1.52	40	24	21	19
	300957.SZ	贝泰妮	买入	86.88	2.48	3.15	4.02	5.06	35	28	22	17
	688363.SH	华熙生物	增持	86.87	2.02	2.66	3.56	4.58	43	33	24	19
	300896.SZ	爱美客	买入	433.29	5.84	8.80	12.20	16.39	74	49	36	26
	2367.HK	巨子生物	买入	31.47	0.98	1.28	1.60	-	32	25	20	-
女装	603587.SH	地素时尚	买入	15.01	0.80	1.19	1.40	1.63	19	13	11	9
	603877.SH	太平鸟	增持	23.98	0.39	1.45	1.73	2.03	61	17	14	12
	603808.SH	歌力思	增持	12.68	0.06	0.81	1.09	1.38	211	16	12	9
珠宝	002867.SZ	周大生	增持	16.27	1.00	1.21	1.43	1.66	16	13	11	10
	600612.SH	老凤祥	买入	61.47	3.25	4.22	5.02	5.92	19	15	12	10
	002345.SZ	潮宏基	增持	6.94	0.22	0.48	0.58	0.70	32	14	12	10
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	增持	6.31	0.24	0.36	0.49	0.58	26	18	13	11
	600398.SH	海澜之家	增持	6.55	0.50	0.61	0.73	0.83	13	11	9	8
	3998.HK	波司登	买入	3.26	0.19	0.22	0.26	0.31	17	15	13	11
	002832.SZ	比音勒芬	买入	32.55	1.27	1.69	2.05	2.44	26	19	16	13
	002154.SZ	报喜鸟	买入	5.70	0.31	0.42	0.52	0.63	18	14	11	9
运动服饰	2020.HK	安踏体育	买入	75.44	2.80	3.55	4.33	5.15	27	21	17	15
	2331.HK	李宁	买入	42.17	1.54	1.87	2.26	2.64	27	23	19	16
	6110.HK	滔搏	增持	5.96	0.30	0.38	0.45	0.52	20	16	13	11
	1368.HK	特步国际	买入	7.45	0.35	0.44	0.54	0.66	21	17	14	11
	300979.SZ	华利集团	买入	41.05	2.77	3.00	3.47	3.92	15	14	12	10
	2313.HK	申洲国际	买入	61.12	3.04	3.22	4.00	4.86	20	19	15	13
制造	605080.SH	浙江自然	买入	40.26	2.11	2.35	2.85	3.41	19	17	14	12
	002003.SZ	伟星股份	买入	8.85	0.47	0.52	0.61	0.71	19	17	15	12
其他	300888.SZ	稳健医疗	增持	42.71	3.87	4.12	4.59	5.17	11	10	9	8
户外	603908.SH	牧高笛	买入	44.52	2.11	2.34	2.99	3.71	21	19	15	12

数据来源：Wind、东方证券研究所（收盘价截至 6 月 8 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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

风险提示

- 1、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，棉价的短期波动直接影响产品销售的利润率，同时汇率则对出口公司的收入、盈利能力及汇兑损益等都有直接影响。
- 2、库存去化风险。服装行业部分品牌方目前仍在去库过程中，特别是下半年普遍存在消化去年秋冬的压力，未来若进展不顺利，将影响零售端表现和经销商后续拿货信心。
- 3、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。
- 4、疫情的短期扰动。疫情的短期扰动对零售端、生产、物流等产业各环节都会产生影响。

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。