

# 时尚消费

## 静水流深

**时尚消费短期承压，巨大潜力尚待释放。**受宏观经济环境及 2018H1 高基数影响，我们判断 2019H1 时尚消费品销售增长将相对缓慢，其中化妆品易耗、有消费惯性且处于渗透率提升阶段，其增长保障度较高。长期来看，中国庞大的人口基数将为消费品成长奠定坚实基础。而 2017 年中国人均 GDP/可支配收入/消费分别为 9130/3975/2804 美元，仅相当于美国 1977/1971/1968 年的水平，城镇化率推进、政府减税等积极因素有望保持人均可支配收入稳步增长，而以 95 后为代表的年轻群体的超前消费意识将有效提升整体消费率水平。

**割裂的消费市场仍存共性，流量红利递减催生品牌时代到来。**中国不同层级经济水平的巨大差异导致时尚消费市场极度割裂（五线居民可支配收入 2226 元/月，为一线居民 4736 元/月的 47%），很难用消费升级/降级加以概括（18H1 开云 YOY24%VS 优衣库 YOY27%）。共性源于消费者对“好”和“又好又便宜”的产品需求是普遍的，前者代表品牌溢价、后者代表极致性价比。伴随互联网渠道流量增速放缓、各渠道流量红利渐尽，真正品牌时代得以到来，近几年优质品牌已逐步占据各品类各渠道排名前列。

**优质供应链得以整合，品牌获得溢价要求越发提高。**中国制造资源丰富，信息和数据迭代提速推动优质供应商资源得到整合，或如申洲国际绑定下游超大客户形成制造巨头、或被小米/拼多多/南极电商等整合形成网络生态。此趋势将使基础款品类大幅消减中间环节并降低产品加价倍率，最终有望形成类似“渠道商品牌”的商业巨头。与此相对，个性化/时尚化品类仍可获得品牌溢价，但构筑品牌壁垒的要求越发提高（产品创新/精准营销/渠道管理），本土品牌集团正逐步形成。

**首选化妆品和体育鞋服。**化妆品行业市场规模庞大（2017 年约 3600 亿+）但品牌集中度较低（TOP 护肤/彩妆品牌市占率分别为 30%/50%），将为“大而全”的集团和“小而美”的单品牌提供共存空间，集团化是行业长期发展趋势。随着消费者收入水平、化妆意识和使用渗透率的提升，化妆品市场将保持较高增速。运动鞋服行业市场规模超 2000 亿，预计 2018-2022 年复合增速达 8.4%，同时运动鞋服格局稳定，龙头市占率高（CR3 为 45%+）。优质龙头公司在强品牌力和渠道管控力下表现更优。

**投资策略：**时尚消费板块滞后于经济周期，短期运营承压，目前尚不具备明显的超额收益机会。我们建议长期首选化妆品、运动服饰龙头，以及质优服装公司；短期则侧重低估、高分红的安全边际。综合考量，核心推荐：上海家化、安踏体育、歌力思、九牧王、比音勒芬。

**风险提示：**宏观经济增速放缓风险；终端消费低迷风险。

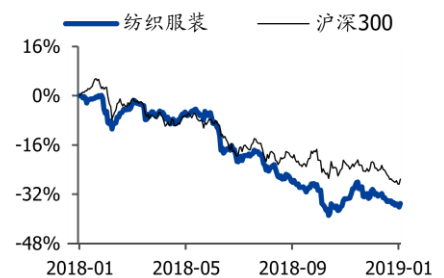
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600315	上海家化	买入	0.58	0.76	0.99	1.29	43	33	25	19
02020	安踏体育	买入	1.15	1.50	1.93	2.37	30	23	18	15
603808	歌力思	买入	0.90	1.12	1.41	1.75	17	14	11	9
601566	九牧王	买入	0.86	0.86	0.95	1.05	15	15	14	13
002832	比音勒芬	买入	0.99	1.44	1.99	2.71	31	22	16	11

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 刘畅

邮箱：liuchang@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

### 相关研究

1、《纺织服装：海澜之家推未来五年回购股份规划，行业当前寻稳定增长标的》2018-12-02

2、《纺织服装：消费承压，关注质优高端品牌服饰》2018-11-25

3、《纺织服装：10 月社会服装零售增长趋缓》2018-11-18



## 内容目录

消费趋势：短期承压长期无忧，割裂市场寻求共性.....	5
时尚消费短期承压.....	5
长期趋势：空间尚待挖潜.....	7
割裂的市场和消费的共性.....	9
商业模式：品牌化竞争的时代到来.....	13
流量红利递减催生品牌时代到来.....	13
品牌化竞争：优质供应链得以整合，品牌获得溢价要求越发提高.....	16
化妆品：高增长、强竞争的千亿市场.....	19
长尾效应下的市场呈现三大特点.....	19
两大因素刺激行业复苏.....	21
电商打破品牌竞争界线.....	24
核心观点：长期看好，三大趋势推动化妆品市场继续前行.....	24
品牌服饰：童装、体育赛道景气仍在持续.....	28
童装：全面收益生育政策，景气维持高位.....	29
体育：景气度延续上行，龙头优势集中.....	31
中高端品牌：消费个性化、运营集团化.....	32
大众休闲：积极全面革新，国牌优势逐渐显现.....	35
板块行情回顾.....	38
投资策略与核心推荐.....	40
投资策略.....	40
核心标的.....	41
风险提示.....	45

## 图表目录

图表 1: 分品类产品社零表现 (%).....	5
图表 2: 居民杠杆率持续上升.....	5
图表 3: 2018 年上证综指累计涨跌幅 (%).....	5
图表 4: 《个人所得税专项附加扣除暂行办法》精点摘要.....	6
图表 5: 三大时尚消费类别的可选属性分级.....	6
图表 6: 化妆品增速稳定性高于服装和珠宝 (%).....	6
图表 7: 化妆品零售额增长滞后于 GDP 增速 (%).....	7
图表 8: 中国经济增速仍然保持在平稳增长 (%).....	7
图表 9: 中国居民消费升级空间仍有潜力.....	8
图表 10: 乡村社零增速自 2012 年 4 月起持续高于城镇.....	8
图表 11: 乡村对总社零贡献度上升.....	8
图表 12: 拼多多活跃买家数 (亿人) 超过京东.....	9
图表 13: 用户等级分布: 拼多多低线用户最多 (%).....	9
图表 14: 不同年出生年份人群把花呗设为支付宝首选的支付方式占比.....	9
图表 15: 我国不同地域间经济实力有明显差异.....	10
图表 16: 国际奢侈品集团在亚太地区 (除去日本) 收入增速 (%).....	10
图表 17: 优衣库大中华 2022E 营收有望达 600+亿人民币.....	10
图表 18: 马斯洛需求与消费行为的变化.....	11
图表 19: 1980s 年至今高速增长品牌概览.....	12
图表 20: 国产非特殊用途化妆品备案: 以“安瓶精华”作为关键词.....	13

图表 21: 我国网上零售增速及社会零售增速 (%) .....	14
图表 22: 京东活跃客户数及增速 (亿, %) .....	14
图表 23: 品牌商双十一销售额及其增长率 (亿元, %) .....	15
图表 24: 上游供应商与品牌商的强强联合 .....	16
图表 25: 南极电商价值链条 .....	17
图表 26: 时尚品牌跨界合作 .....	18
图表 27: 时尚消费品牌客户维护 .....	18
图表 28: 典型集团化运营公司——欧莱雅 .....	19
图表 29: 品牌服饰多品牌建立情况 .....	19
图表 30: 肤质与肌肤问题的复杂多样导致护肤品基础需求多样 .....	19
图表 31: 美妆场合多样导致美妆产品需求多样 .....	19
图表 32: HomeFacialPro 产品图 .....	20
图表 33: 知名品牌月度销量领先单品一览 (天猫旗舰店 2018.12) .....	20
图表 34: 美妆集团通过收购“小而美”发展成为“大而全” .....	21
图表 35: 2017-2018 年化妆品零售额增速持续高于社零增速 .....	21
图表 36: 2012-2017 年线上渠道市占率提升明显 .....	22
图表 37: 化妆品主销渠道客流量切换示意图 .....	22
图表 38: 化妆品行业增速与渠道流量切换息息相关 .....	22
图表 39: 3000 余个美妆品牌已入驻天猫平台 .....	23
图表 40: 2017 彩妆各品类均具备高增速 .....	23
图表 41: 个性护肤方式渗透率仍有空间 .....	24
图表 42: 个性彩妆渗透率仍有空间 .....	24
图表 43: 当下各档次化妆品的主销渠道 .....	24
图表 44: 我国女性化妆品主力消费者年龄分布 .....	25
图表 45: 我国化妆品消费水按年龄分布呈“座钟型” .....	25
图表 46: 欧洲化妆品消费水平与年龄呈正相关 (2012 年数据/欧元) .....	25
图表 47: 我国化妆品市场规模变化方向 .....	25
图表 48: 2017 年分年龄段女性对护肤彩妆品类金额贡献 .....	26
图表 49: 巴黎欧莱雅疯狂收割新生代明星流量 .....	26
图表 50: 妙趣横生的联名款美妆产品 .....	26
图表 51: 女性学识眼界、自有收入能力、社会地位话语权均明显增强 .....	27
图表 52: 高端化妆品品牌聘请新生代明星作为代言人 .....	27
图表 53: 品牌服饰公司 2016~2018Q3 营收增速 .....	28
图表 54: 品牌服饰公司 2016~2018Q3 业绩增速 .....	28
图表 55: 人口出生率 (%，右轴) 与新增人口数 (万人) .....	29
图表 56: 0~14 岁年龄层人口数量 (万人) 及其占比 (%，右轴) .....	29
图表 57: 2013~2017 年我国童装 TOP10 市占率 (%) .....	30
图表 58: 2017 年各国童装 CR10 市占率 (%) .....	30
图表 59: TOP 前 30 童装海外品牌与中国品牌市占率 (%) .....	30
图表 60: TOP 前 30 童装专业品牌以及成人延伸品牌市占率 (%) .....	30
图表 61: 国内童装市场品牌分类 .....	30
图表 62: 全球主要上市运动鞋服公司规模 .....	31
图表 63: 体育鞋服公司研发费用绝对值 (亿元) .....	31
图表 64: 主要本土品牌同店增速 .....	32
图表 65: 主要本土品牌店效测算 (万/店/年) .....	32
图表 66: 主要体育品牌存货周转天数 (天) .....	32

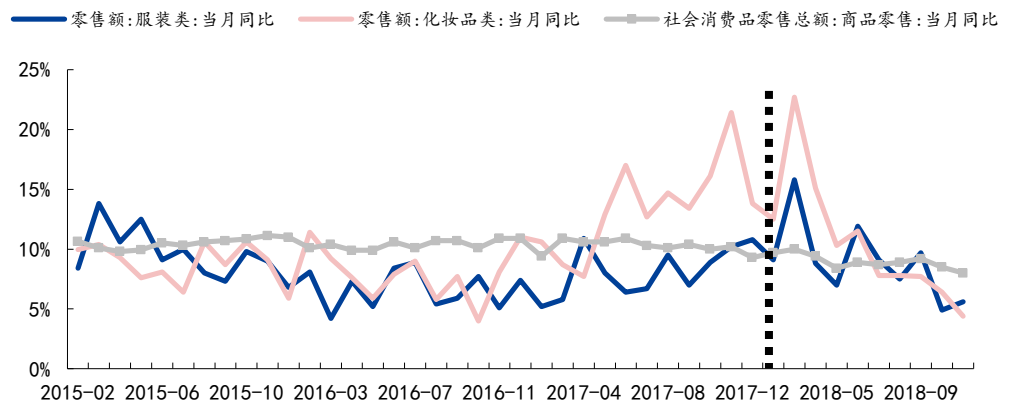
图表 67: 主要体育品牌应收账款周转天数 (天)	32
图表 68: LVMH、开云集团 VS COACH、MK 母公司收入变动表现	33
图表 69: LVMH、开云集团 VS COACH、MK 母公司业绩变动表现	33
图表 70: 2011~2018Q3 年我国中高端品牌收入情况	34
图表 71: 2011~2018Q3 年我国中高端品牌业绩情况	34
图表 72: 2017~2018Q3 年歌力思各品牌收入占比情况 (%)	34
图表 73: 2017~2018Q3 年安正时尚各品牌收入占比情况 (%)	34
图表 74: 2012~2017 年比音勒芬营收增速行业领先	35
图表 75: FY2014~FY2017 江南布衣营收情况 (百万)	35
图表 76: 居民杠杆率持续上升 (%)	36
图表 77: 2018 年我国/海外大众休闲品牌店数 (家)	36
图表 78: 2011~2018Q3 年我国大众休闲品牌收入情况	36
图表 79: 2011~2018Q3 年我国大众休闲品牌业绩情况	36
图表 80: 品牌服饰公司 2016~2018Q3 营收增速 (%)	37
图表 81: 大众品牌服饰公司从渠道端至供应链端发生的变化	37
图表 82: 2018 年板块涨跌幅排名: 品牌服饰和纺织制造累计跌幅 30.47%/30.74%	38
图表 83: 2018 年纺织服装板块公司涨跌幅 (%)	38
图表 84: 国际品牌 15 年历史 P/E TTM (分品类区间)	39
图表 85: 国际品牌 15 年历史 P/E TTM 趋势	39
图表 86: 高端服饰: 行业平均 18.1x vs 历史平均 27.7x	39
图表 87: 大众服饰: 行业平均 14.9x vs 历史平均 19.9x	39
图表 88: 运动服饰: 行业平均 18.2x vs 历史平均 14.5x	40
图表 89: 珠宝: 行业平均 14.9x vs 历史平均 17.9x	40
图表 90: 上海家化核心财务指标	42
图表 91: 歌力思核心财务指标	42
图表 92: 安踏体育核心财务指标	43
图表 93: 比音勒芬核心财务指标	44
图表 94: 九牧王核心财务指标	45

## 消费趋势：短期承压长期无忧，割裂市场寻求共性

### 时尚消费短期承压

**2018** 全年商品零售增长放缓，时尚消费类先扬后抑，服装累计同比增速小幅提升，化妆品增幅收窄仍有望以 **10%** 以上的较高增速收官。2018 年 1—11 月，社零商品零售总额累计同增 9.0%，增幅较 2017 年同期下降 1.2PCTs。分品类来看，化妆品表现优于服装/珠宝，化妆品/服装/珠宝限额以上零售额累计同增 10.5%/8.7%/8.1%，增幅同比变化-3PCTs/+1.1pcts/+1.9PCTs。

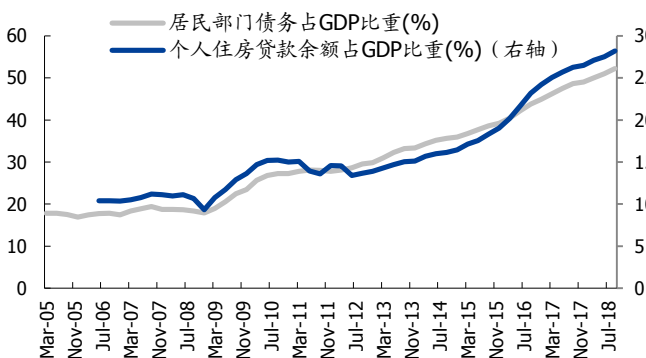
图表 1: 分品类产品社零表现 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

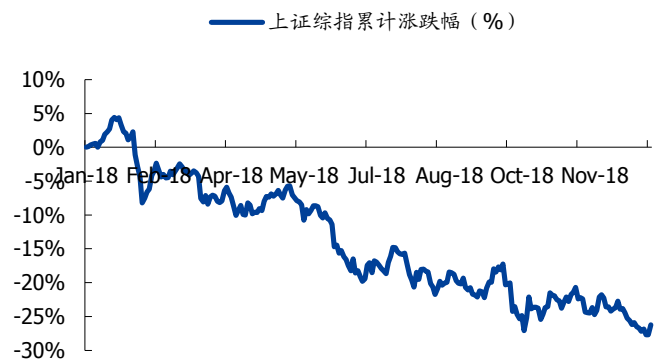
我们判断 2018 年消费增速放缓的原因包括: 1) 居民杠杆率提升, 消费能力受到挤压; 2) 股市表现不振带来的财富效应影响居民消费。

图表 2: 居民杠杆率持续上升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2018 年上证综指累计涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

结合当前增长相对平缓的消费环境，我们认为 **2019** 年中国消费整体将承受一定压力，但仍有积极因素提振消费增长。

- 消费环境承压叠加季度高基数，消费市场短期较难现拐点。2018 年受年初冷冬及元旦-春节筹备期较长等因素影响，消费品零售一季度增速处于高位，此后居



民消费动力受宏观经济环境影响而减弱，社零增速呈持续放缓态势。受宏观经济环境及 2018H1 较高基数影响，我们判断 2019H1 时尚消费品销售增长将相对缓慢。

- **个税改革政策出台，可提振消费意愿。**针对居民消费低谷期，财政部和国税局联合发布《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，本次个税改革主要涉及提高起征点、优化税率结构与增加专项扣除三项惠民政策。该办法于 2019 年 1 月 1 日起正式施行，有望减轻居民税收负担，增加可支配收入，进而提升居民消费意愿。

图表 4: 《个人所得税专项附加扣除暂行办法》精点摘要

个税改革要点	具体政策
提高个税起征点	从此前 3500 元/月提高到 5000 元/月
优化个税税率结构	扩大 3%、10%、20% 三档低税率的级距，缩小 25% 税率的级距
专项扣除政策	针对子女教育支出、继续教育支出、大病医疗支出、住房贷款利息和住房租金等专项附加扣除。

资料来源:《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，国盛证券研究所

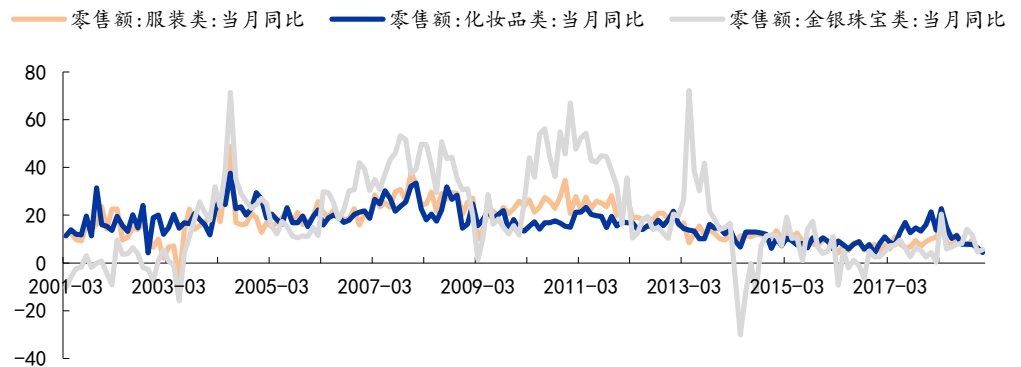
具体到时尚消费品类，首先明确时尚消费品属于可选消费领域，而在可选消费中又可划分可选属性的强弱。我们认为：**绝对价格较低、易耗度较高、消费持续性较高品类的可选属性较弱，其销售增速稳定性将较强。**化妆品相较于服饰、珠宝具有**绝对价格较低、易消耗、购买频次较高等特征，可选属性相对较弱，因此我们判断化妆品品类增长表现更趋稳定。**

图表 5: 三大时尚消费品类的可选属性分级

	易耗度	绝对价格	消费持续性	可选度
化妆品	★★★	★	★★★	★
服饰	★★	★★	★★	★★
珠宝	★	★★★	★	★★★

资料来源: 国盛证券研究所整理绘制

图表 6: 化妆品增速稳定性高于服装和珠宝 (%)

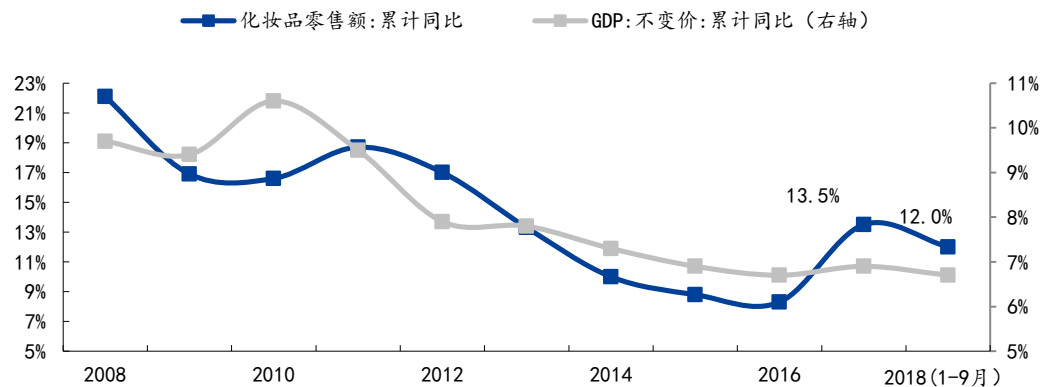


资料来源: wind, 国盛证券研究所

尽管消费品零售额增速无可避免地会受到整体经济环境的影响，历史数据依然在一定程度上支撑了著名的“口红效应”。社零数据显示，中国市场近 10 年化妆品零售额的增速

在追随整体经济环境变化的同时，呈现出较明显的拐点滞后性，且在经济下行初期优于整体经济环境表现。

图表 7: 化妆品零售额增长滞后于 GDP 增速 (%)



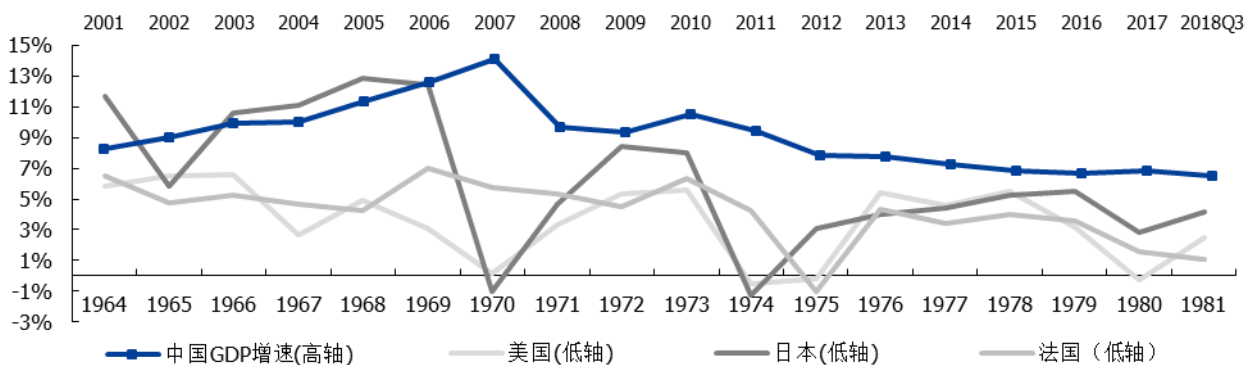
资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 长期趋势: 空间尚待挖潜

#### 我国消费能力仍有增长空间

中国 2017 年人均 GDP 为 6.0 万元 (约合 9130 美元), 基本相当于发达国家 1976-1980 年的水平: 美 (1976-1977)、法 (1977-1978 年)、日 (1979-1980 年)。回溯时间轴, 发达经济体彼时增速基本位于 2.8%-5.5%, 低于当前中国经济增长预期, 其中原因我们认为主要包括人口红利 (2017 年中国总人口 13.9 亿)、及以城镇化为核心驱动的人均收入持续提高 (2017 年中国城镇化率 58.52%, 近 20 年平均每年提高 1.3PCTs)。而上述两点因素中, 人口红利虽受出生率下降而有所衰减, 但绝对的基数仍是消费品诞生与崛起的坚实基础; 而城镇化的持续推进则有望成为支持经济增长的主要力量。

图表 8: 中国经济增速仍然保持在平稳增长 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

见贤思齐焉, 作为 GDP 总值世界第二的大国, 中国的消费离发达国家还有多远? 虽然中国 2017 年人均 GDP 水平约当于美国 1977 年, 但人均可支配收入仅相当于美国 1971 年、人均消费支出水平仅相当于美国 1968 年。中国 2017 年消费率 (人均消费支出/可支配收入) 为 71%, 低于美国 1971 年水平 84%。而消费率的提高, 一方面来自于居民收入伴随经济增长而提高, 同时配合政府减税等政策; 另一方面则取决于消费者意愿, 消费

意愿影响因素众多，但人群结构本身影响颇大。

图表 9: 中国居民消费升级空间仍有潜力

	中国 2017	美国 1971	美国 1977	美国 2017
	RMB/USD	USD	USD	USD
人均 GDP	59,660/9,130	5,609	9,450	59,774
可支配收入	25,974/3,975	3,998	6,613	44,110
消费支出	18,322/2,804	3,370	5,783	40,865
占 GDP (%)	<b>30.7%</b>	<b>60.1%</b>	<b>61.2%</b>	<b>68.4%</b>
占可支配收入 (%)	70.5%	84.3%	87.4%	92.6%
衣着消费支出	1,238	236	360	1,165
占可支配收入 (%)	4.8%	5.9%	5.4%	2.6%

资料来源: Wind, 国家统计局, 美国经济分析局 BEA, 国盛证券研究所

### 新消费人群成为未来消费成长推动力

在消费人群上，我们认为低线城市及乡村居民、95 后年轻群体会成为新消费背景下的重要贡献人群，消费需求跟随消费人群的变化而改变。

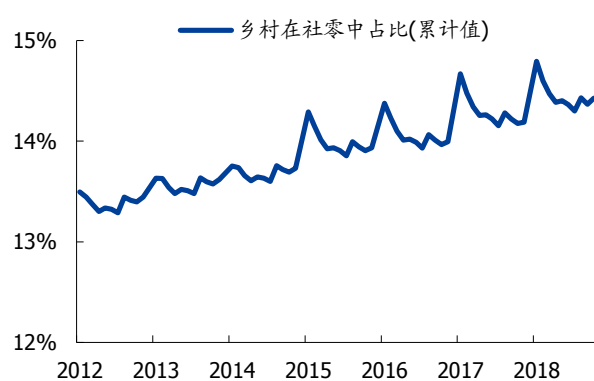
- 低线城市及乡村居民是促进消费增长的重要潜动力。乡村的社零增速自 2012 年 4 月起持续高于城镇水平。2018 年 1-11 月，乡村社零累计增速达 10.2%，高出城镇 1.3PCTs。同时，乡村对累计社零的贡献度从 2012 年初的 13.5% 上升到 2018 年 11 月底的 14.4%。

图表 10: 乡村社零增速自 2012 年 4 月起持续高于城镇



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 11: 乡村对总社零贡献度上升

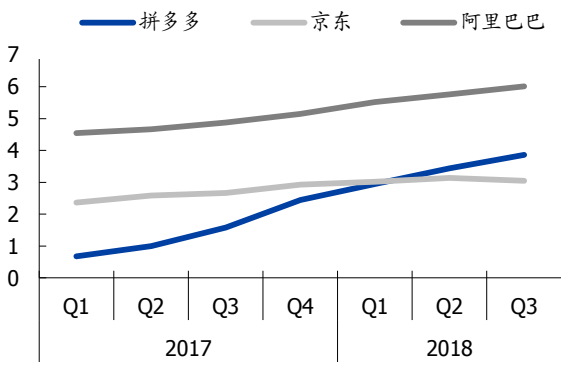


资料来源: wind, 国盛证券研究所

拼多多的快速崛起受益于低线城市人群推动。拼多多 2018Q3 财报显示，拼多多活跃买家数（过去 12 个月有消费行为）达 3.9 亿，同增 144%；移动端平均月活用户数为 2.3 亿（当月登陆手机 APP 浏览商品页面），同增 226%；平台年交易额超过 3448 亿元，同增 386%，一跃成为中国第三大电商平台。

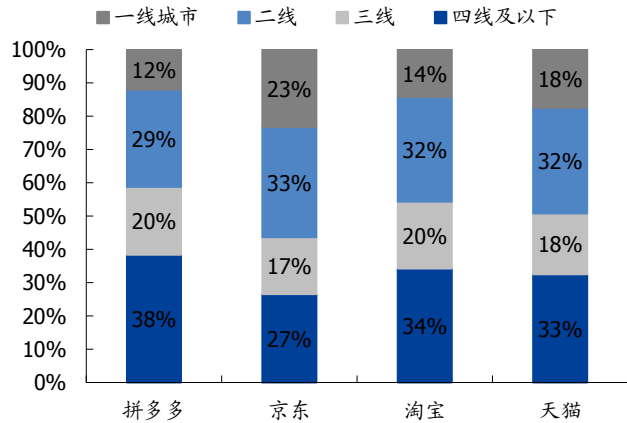


图表 12: 拼多多活跃买家数 (亿人) 超过京东



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 用户等级分布: 拼多多低线城市用户最多 (%)

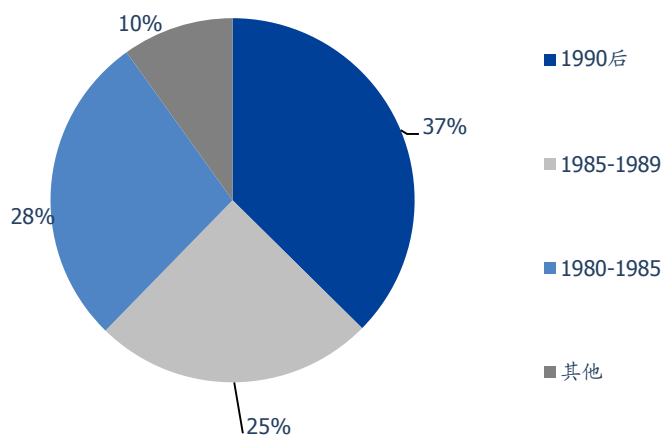


资料来源: 资料来源: 企鹅智酷 (2018/3), 国盛证券研究所

- **95 后人群个性化需求彰显, 消费意愿强。**虽然目前的消费主力人群是“千禧一代”, 但是随着“Z 世代”(欧美流行用语 Centennials, 指代 95 后年轻人群)进入职场拥有独立收入, 他们将成为品牌的重点客流招新对象。2019 年, 年纪最大的 Z 世代也仅是职场新人, 收入较少且购买力较低, 但其对消费市场的影响力正与日俱增。生于较富裕社会的“Z 世代”的时代标签是追求并坚持自己的个性/身份/想法, 并且拥有更高的消费意愿, 中国青少年研究中心数据表明 74% 的 90 后/95 后没有存款。

年轻消费群体超前消费的观念更为明显, 消费金融在年轻群体中的普及刺激年轻消费者消费意愿和消费支出的提升。代表性消费金融产品——蚂蚁花呗和京东白条所具有的低门槛(无年龄、收入限制), 申请便捷(APP 内开通), 服务场景化(依托淘宝和京东)的特征推动了短期消费信贷普及化。根据花呗公布的年轻人消费生活报告, 90 后在花呗用户中占比 47.25%, 37% 的 90 后使用者把花呗设为支付宝首选的支付方式, 比 85 前用户高出 11PCTs。

图表 14: 不同年出生年份人群把花呗设为支付宝首选的支付方式占比



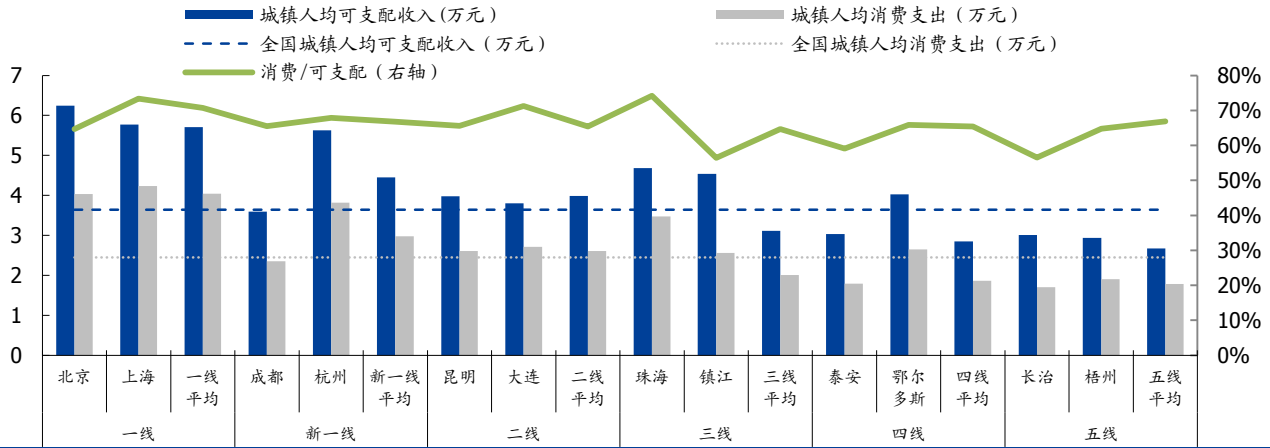
资料来源: 花呗 2017 年轻人消费生活报告, 国盛证券研究所

## 割裂的市场和消费的共性

消费“升/降级”均不足以概括中国消费市场的割裂

中国各线城市在经济发展水平、人均收入水平和人均消费支出方面差距较大。平均三线及以下城市的城镇人均可支配收入和消费支出均低于全国城镇人均水平，平均五线城市城镇人均可支配收入和消费支出分别为平均一线城市的47%/45%。消费能力的差距决定了人口庞大的中国消费者处于不同的消费阶段：**1）较低消费能力者仍处于追求品牌产品的阶段；2）较高消费能力者已经进入精致化、个性化需求越来越高的阶段。**

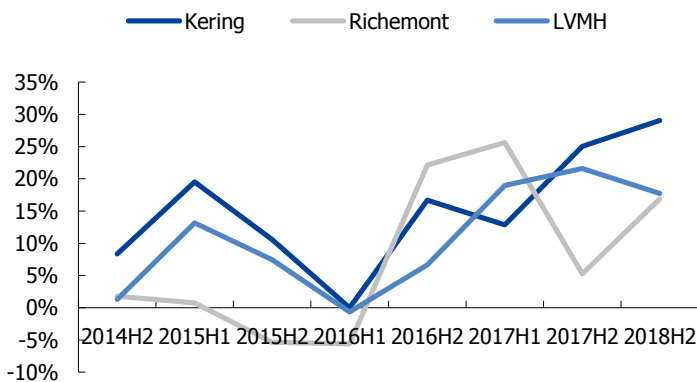
图表 15: 我国不同地域间经济实力有明显差异



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

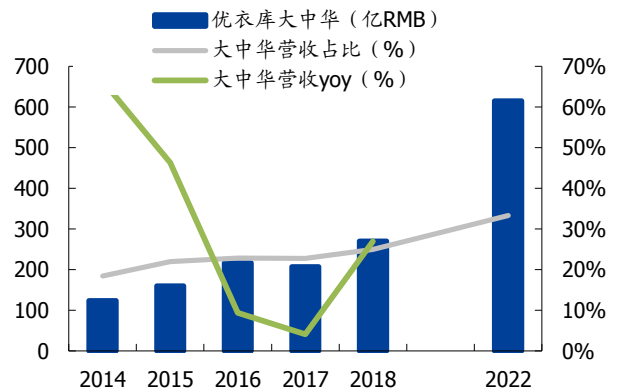
考虑到中国人均收入差距难以在短期平滑, 未来中国的时尚消费会长期处于相对割裂, 多重趋势并存的状态。具体表现为不同定位的品牌在中国市场的销售均处于不断增长的阶段: 1) 国际高端奢侈品牌在我国的营收增速自 2016 年以来呈现上升趋势, 2018 上半年世界三大奢侈品牌集团开云、LVMH、历峰在亚太地区 (除去日本) 收入增速分别为 29%/18%/17%; 2) 以优衣库为代表的提供定位大众、高性价比产品的公司发展势头良好, 截至 2018 年 8 月, 优衣库在大中华区 (中国大陆、香港、台湾) 开店约 750 家, 营收 4398 亿日元 (约合 271 亿元), 同增 27.0%。管理层表示未来将维持每年开 100 家店, 预计到 2022 年, 优衣库大中华区营收达 10000 亿日元 (约合 615 亿元), 预计未来四年 CAGR 为 23%。

图表 16: 国际奢侈品集团在亚太地区 (除去日本) 收入增速 (%)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 17: 优衣库大中华 2022E 营收有望达 600+亿人民币



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所注: 会计年度截至为每年的 8 月 31 日。2022 年数据为迅销管理层预测。

对“好”、及“又好又便宜”的追求是永恒的

马斯洛需求金字塔从低到高是: 生存, 安全、社交、尊重、自我实现。随着消费者可支配收入的增长, 居民需求的变化会带动其消费行为从底层的实用性 (生存、安全) 过渡

为社会属性（社交、尊重），从而实现消费的升级。

- **第一阶段从实用性阶段集体向上跨入社会性阶段，从基础“白牌”到品牌需求，带动新的品类需求。**如从基础的“白牌”服饰到细化的男装/女装，再到更具体的商务男装/少淑女装/高端女装/运动鞋服等。
- **第二阶段开始对品牌的追求普及化：标配生活。**在这一阶段的消费者追求“别人有的我也要有”，购买一件商品从个人消费行为演变成了社交行为，消费某一品牌成为一个人步入特定社会群体的通行证。名牌，特别是国际品牌成为大众消费者的心头好，追逐品牌成就了消费升级。
- **第三阶段，消费者需求个性化、精致化产品，同时青睐极致性价比产品：**随着经济水平的进步，我国居民在物质和精神生活水平的改善，消费者对于差异化的需求越来越高。设计师品牌、定制化珠宝成为了消费者展现个性的最佳载体。

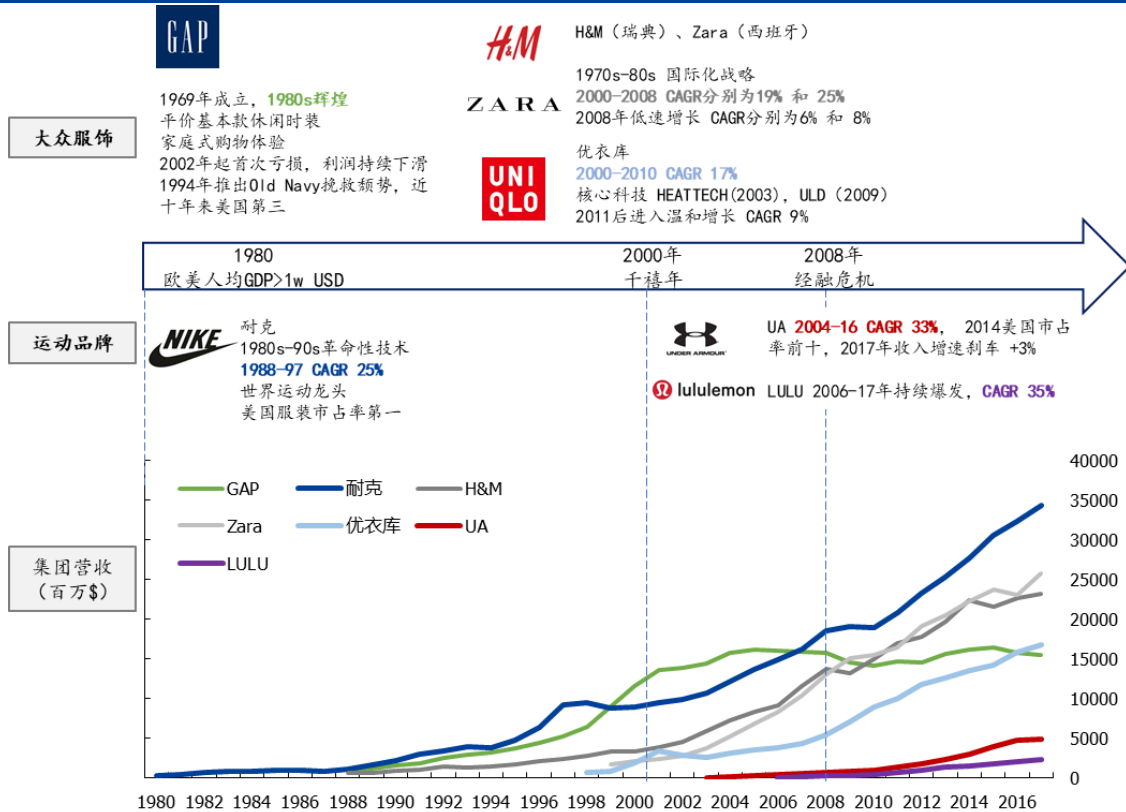
图表 18: 马斯洛需求与消费行为的变化



资料来源: 国盛证券研究所

通过研究发展进程领先于我国的欧美市场，我们发现消费者在品牌意识提升，个性化需求日益明显的过程，欧美市场孕育了一批高速增长的品牌公司，以服装行业为例，我们复盘了近 30 年内世界上主要服装零售商的发家史，认为这些品牌具有共通的特性：**1）**通过高效率供应链带来的极致性价比的大众品牌，包括 H&M、优衣库等、ZARA；**2）**细分领域个性化/专业化品牌，包括耐克、UA、lululemon 等；**3）**集团化运作的多品牌公司。

图表 19: 1980s 年至今高速增长品牌概览

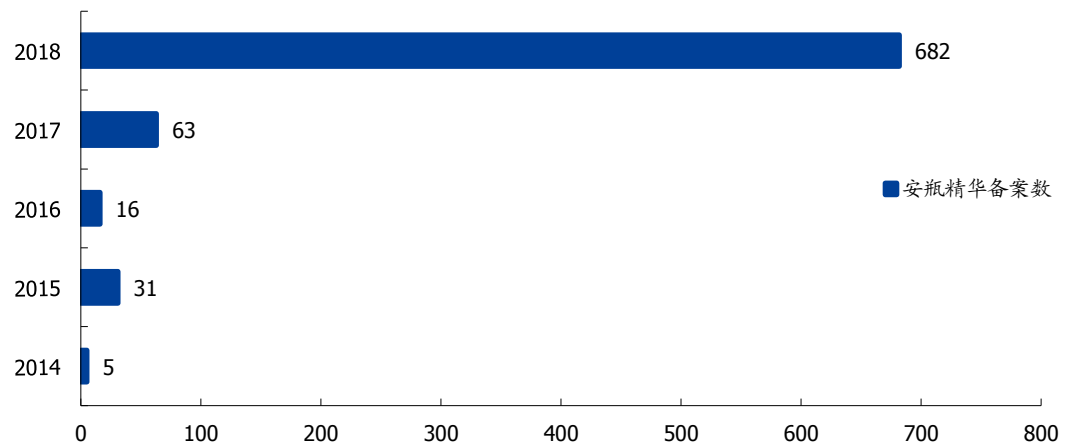


资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所

随着居民消费水平和消费需求的提升, 趋于理性的消费者一方面提出精致化、个性化的需求, 愿意为优质品牌付出溢价, 而同时也青睐高性价比的产品。

- 回归理性的消费者对平价化的基础品牌仍有大量需求。面对更加精明的消费者, 低价已经不再是核心吸引力, 高性价比才是消费者的追求, 因此大众品牌需要通过提高供应链效率, 提供平价且高质的产品来吸引顾客。以优衣库为例, 其主流价位在500人民币以下, 然而需要注意的是, 优衣库在推出低价策略的同时, 为消费者提供了更高质量的产品。
- 随着人均可支配收入的增加, 消费者的个性化需求被不断放大, 追求差异化产品的消费者对其中意的细分领域往往有精致的要求。以化妆品为例, 近两年“成分流”备受消费者青睐, “x% (浓度) + 活性成分 (VC、左旋, 乙基)”的说明标签让消费者能最直观地了解产品的成分和其主要解决的肌肤问题。例如, 安瓶是近年来美妆界的新贵, 作为一种不含防腐剂、无菌真空包装、看起来像注射针剂的护肤品, 因其浓度较高, 可以让肌肤在短时间内达到最佳状态。根据药监局官网公布的国产非特殊用途化妆品备案表明, 自2014年8月至2018年12月19日, 共有1850条和“安瓶”相关的备案和693条“安瓶精华”备案。

图表 20: 国产非特殊用途化妆品备案: 以“安瓶精华”作为关键词



资料来源: 药监局, 国盛证券研究所

## 商业模式: 品牌化竞争的时代到来

### 流量红利递减催生品牌时代到来

中国消费市场过去二十年一直经历着剧烈的商业业态变化, 电商平台作为近几年的新兴渠道快速崛起, 流量迅速增长, 成为时尚消费零售增长的重要引擎, 而当前时尚消费品的渠道业态涵盖了线上平台及线下(街店/百货/商超/购物中心), 布局已经完善, 新增流量减少。

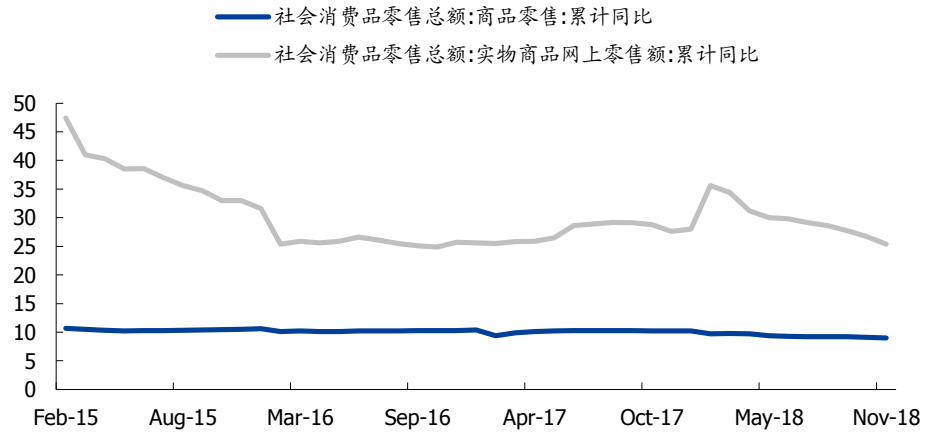
渠道流量红利增长趋缓背景下, 优质品牌的强引流能力使其话语权逐渐增强, 流量向头部品牌集中, 因而品牌崛起的时代来临。

### 电商渠道: 流量向头部集中

电商渠道经过前期快速的增长, 目前已经进入红利增长趋缓阶段, 但是线上渠道的销售仍然是时尚消费品的主要增长引擎。从国家统计局披露的社会消费品零售数据来看, 网上零售额增速趋缓, 但仍然明显高于线下渠道增速。2018年1-11月社会网上商品零售累计增速为 25.4%, 社会商品零售整体增速则仅为 9.1%。我们判断品牌的引流能力成为其电商渠道发展的核心竞争力。



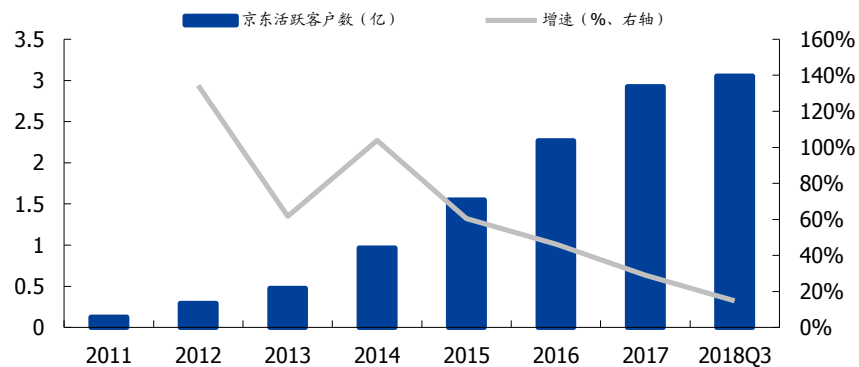
图表 21: 我国网上零售增速及社会零售增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

随着流量红利增长趋缓, 主流电商平台获客成本提升, 强引流能力品牌成为电商平台的支持对象。以国内 B2C 巨头京东为例, 其 2018Q3 活跃客户增长率为 14.74%, 远低于同期增速。

图表 22: 京东活跃客户数及增速 (亿, %)



资料来源: 赢商网, 国盛证券研究所

- 对于电商平台而言, 需要扶持能够引流的强势品牌应对流量增长趋缓: 1) 通过增加新品牌来扩大消费者的选择范围, 包括引进线下强势时尚品牌、奢侈品品牌; 2) 其次是提升平台的支付转化率, 主要通过提高开店门槛和扶持支付转化率较高的品牌店铺来集聚流量。
- 对于品牌商而言, 传统线下强势品牌在线上拥有的强竞争力主要有以下几点: 1) 从广阔的线下渠道积累来的品牌认知度和流量基础; 2) 产品力、供应链响应能力及电商运营管理能力成为分化的重要影响因素。传统优势品牌在其规模效应下有能力强对接多个供应商, 具备把控供应链快速反应的能力以此应对线上消费者需求的多样化, 同时对营销投入相对较高进而获取较好的营销效果。3) 传统优势品牌布局电商渠道较早, 对电商渠道运营管理能力积累早, 超强的电商运营管理能力是保证其增长的主要因素。

对比 2013 年和 2018 年双十一的男装/女装/化妆品品类的销售表现来看: 各子品类销售规模排名靠前的品牌均为传统优势品牌, 淘品牌逐步退出榜单。

图表 7: 2013/2018 天猫双十一销售排名

男装		女装		化妆品	
2013	2018	2013	2018	2013	2018
杰克琼斯	优衣库	茵曼	优衣库	阿芙精油	兰蔻
七匹狼	GXG	韩都衣舍	only	美即	玉兰油
GXG	太平鸟	Artka	Verymoda	御泥坊	欧莱雅
罗蒙	森马	裂帛	波司登	欧莱雅	雅诗兰黛
马克华菲	杰克琼斯	欧时力	伊芙丽	牛尔	SK-II
太平鸟	马克华菲	波司登	韩都衣舍	百雀羚	百雀羚
劲霸	波司登	ONLY	乐町	玉兰油	自然堂
战地吉普	七匹狼	歌莉娅	太平鸟	膜法世家	HFP
骆驼	美特斯邦威	Vero Moda	Teenie	雅诗兰黛	薇诺娜
美特斯邦威	思莱德	初语	Weenie	相宜本草	悦诗风吟
			ZARA		

资料来源: 亿邦动力网, 天下网商, 国盛证券研究所

图表 23: 品牌商双十一销售额及其增长率 (亿元, %)

		2015	2016	2017	2018
大众服饰	海澜之家		0.95	4.1	2.0+(估)
	同比增速			332%	-50%
	森马服饰	3.96	6.5	8.2	11.42
	同比增速		64%	26%	39%
	太平鸟*	3.85	6.2	8.08	8.18
	同比增速		61%	30%	1%
	韩都衣舍	2.85	3.62	5.16	
	同比增速		27%	43%	
	拉夏贝尔	2.03	3.17	4.38	6.22
	同比增速		56%	38%	42%
中高端服饰	波司登			2.4	5.6+
	同比增速				133%
	朗姿*		0.11	0.28	0.42
	同比增速			151.0%	47.9%
运动鞋服	安正时尚		0.14	0.58	0.86
	同比增速			308.5%	47.9%
	李宁*		1.78	2.15	3.6
	同比增速		42.5%	20.8%	67.4%
家纺	安踏体育*	1.72	4.04	6.7	11.3
	同比增速		135%	66%	69%
	罗莱生活	1.91	2.1	2.56	2.52
	同比增速		10%	22%	-2%
家纺	水星家纺			2.29	2.38
	同比增速				4%

资料来源: 亿邦动力网, 品牌官方微信公众号/微博 注: \*为天猫渠道数据, 其余为全网数据, 海澜之家国盛服装团队预估数据

线下渠道中, 购物中心成为流量增速最快渠道, 百货、街铺等传统线下销售渠道则规模收窄。而购物中心的进入门槛较高, 布局较早且拥有高认知度品牌更具优势。

- 购物中心数量的增加的过程中成为汇集人群的销售渠道，因此购物中心店对于品牌商而言不仅是普通的销售渠道，更具备营销性质，购物中心成为时尚品牌的必争之地。
- 我们认为购物中心是典型具备消费层级化的商业业态，引入品牌门槛鲜明，与以往街铺显著不同。1) 购物中心集购物和体验于一体，购物中心需要衡量不同类型的店铺的组合，体验类型占比呈现提升状态，零售购物店铺更为分散，知名度较小的品牌难以在购物中心生存。2) 购物中心数量的增加带来购物中心之间的竞争日益激烈，购物中心的租金收入需要靠客流量支撑，购物中心也需要优质品牌为其引流，因而会给予高引流能力的品牌更好的店铺位置、租金条件。

### 品牌化竞争：优质供应链得以整合，品牌获得溢价要求越发提高

渠道流量红利增长趋缓的背景下给优质品牌的崛起创造了条件，在品牌竞争的过程中，优质供应链得以整合，获得溢价要求越发提高。

#### 供应链整合打造渠道商品牌

中国制造资源丰富，信息和数据迭代提速推动优质供应商资源得到整合，或如申洲国际绑定下游超大客户形成制造巨头、或被小米/拼多多/南极电商等整合形成网络生态。此趋势将使基础款品类大幅消减中间环节并降低产品加价倍率，最终有望形成类似“渠道商品牌”的商业巨头。

- 在时尚产业发展的过程中，生产商的研发和生产能力逐步积累，而随着信息化设备的普及和大数据的应用，为龙头生产商进行供应链整合提供了客观条件。随着供给侧改革推进，环保管理趋严，尾部生产商出清客观上倒逼供应链整合。整合后大的龙头生产商与龙头品牌形成长期稳定的合作，稳定的工厂资源和生产体系能够对品牌端的产品品质进行保证，继而保证其订单的增长。

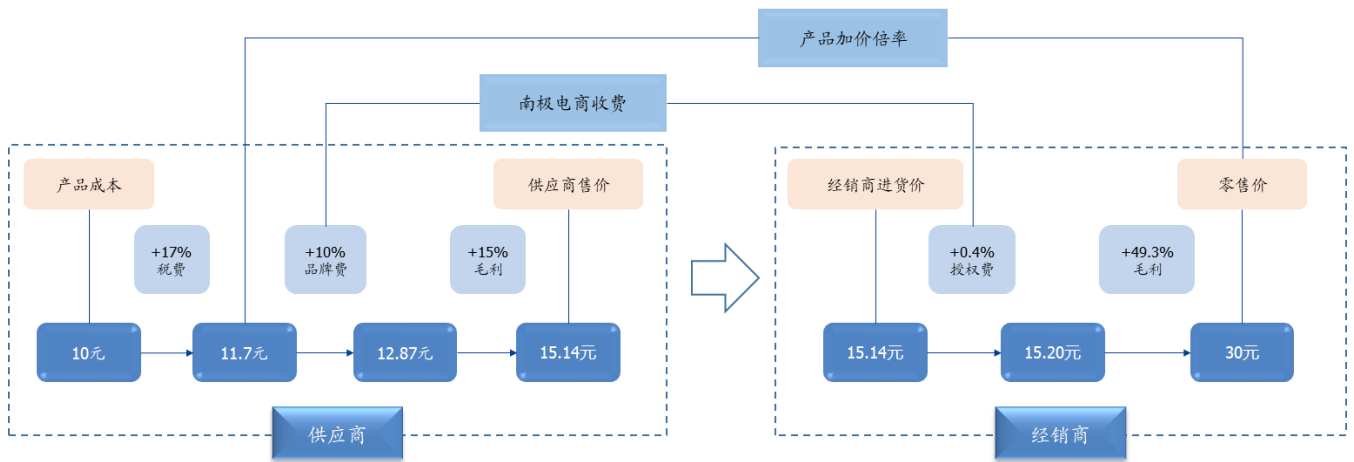
图表 24: 上游供应商与品牌商的强强联合

	上游供应商	品牌商
面料	超盈国际	维密、爱慕、黛安芬等
	联发股份	GAP、CELIO、H&M、
	申洲国际	优衣库、阿迪达斯、耐克、安踏、李宁等
成衣	江苏国泰	ZARA（亚洲）、GAP、H&M
	维珍妮	维密、UA、阿迪达斯

资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理

- 以小米生态链/南极电商为代表的新零售业态的崛起，利用自身的品牌高效对接上游供应商与下游渠道打造高效供应链的网络生态，而小米、南极电商等自身成为渠道品牌，产品多以基础款品类为主。在该生态中，1) 生产端由于渠道品牌商直接对接优质供应链，效率更高且能够实现强产品管控；2) 直接对接销售渠道砍掉产品的品牌溢价得到更优的价格，实现产品的高性价比；3) 精简 SKU，以提供基础款产品为主，增设平台预先把关选款的环节，降低了消费者的决策成本。

图表 25: 南极电商价值链条



资料来源: 国盛证券研究所绘制

在供应链整合背景下, 渠道商品牌逐渐形成, 而基础款品类的品牌溢价不断压缩, 而高效运作的供应链生态成为企业的核心竞争力。

### 集团化运营

个性化/时尚化品类仍可获得品牌溢价, 但构筑品牌壁垒、获得溢价的要求越发提高(产品创新/精准营销/渠道管理), 本土品牌集团正逐步形成。

消费者个性化需求的日益提升给与了个性化品牌发展的机会, 独具特色的“小而美”品牌走进消费者的视野。以化妆品领域为例, 主打特色为包装简约和成分流的化妆品品牌 HomeFacialPro (简称 HFP) 的崛起。服装领域内以江南布衣为代表设计师品牌涌现, 由于设计师品牌的消费者注重设计、风格及独特的购物体验, 因此对价格的敏感度较低, 品牌具有较强的溢价能力。

个性化品牌面对新消费群体, 品牌溢价的获取壁垒提升, 而提升品牌竞争力, 通过精准营销、强化渠道管理才能使个性化品牌立足于市场。

- 品牌往往通过独特的品牌故事进行内容营销, 达到迎合年轻消费群体个性化需求的目的。在当前信息的爆炸时代, 有用的信息的曝光度被稀释, 造成了消费者的选择成本提高。“有内容”和“有价值”的营销手段才能真正年轻消费者产生影响。为此品牌商的营销手段也从传统的广告营销转变为以内容为核心的多元化营销, 跨界合作等新营销方式由此推广。

图表 26: 时尚品牌跨界合作

太平鸟 X 可口可乐



六神 X 锐澳鸡尾酒



美加净 X 大白兔



资料来源: 品牌官方旗舰店, 国盛证券研究所

- 优质的差异化购物服务是消费者青睐个性化品牌的原因之一，VIP 客户维护重要性不言而喻。品牌公司探索出行之有效的 VIP 管理系统：1) 在管理系统方面，根据客户消费水平进行分级，提供差异性服务。2) 在销售服务方面，建立客户数据库，针对每个客户的购买习惯、消费倾向形成客户侧写，有针对性的对客户进行推荐，提供舒心服务，达成较高成功率。3) 在线上互动方面，利用微信等平台积极与会员进行互动，跟进品牌状况的同时，提高顾客粘性。

图表 27: 时尚消费品牌客户维护

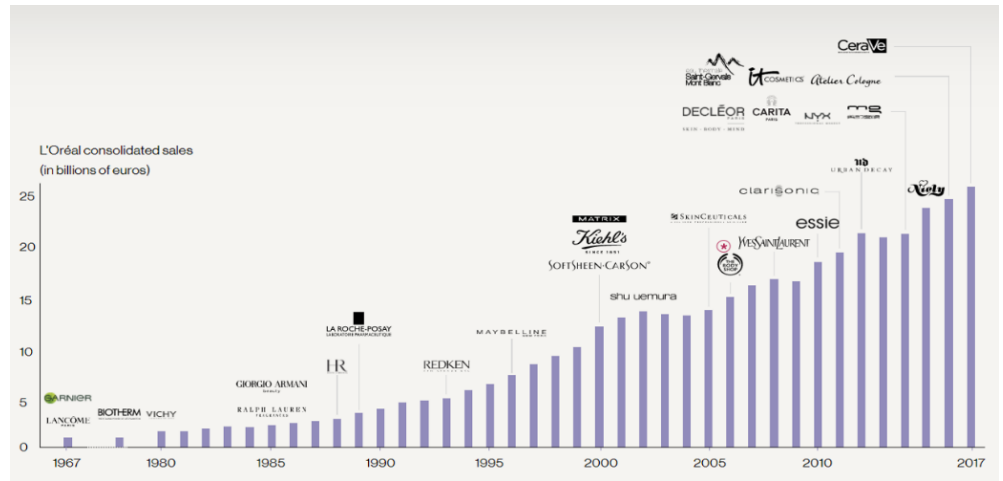
品牌	比音勒芬	歌力思
顾客管理	1) 建立详细客户资料库，方便服装顾问准确了解客户消费习惯、穿衣风格、应用场景等，提供定制化服务； 2) 建立告知系统，不断深化品牌形象，定期向 VIP 传递时尚资讯、公司新品、流行趋势等信息。	1) 主品牌 Ellassay 门店有成熟的数字化管理系统，记录顾客消费偏好；2) 歌力思对店长的素质要求高，为客户提供量身定制的衣橱打理服务；3) 公司通过对各部门共同管理策划每月一次的 VIP 活动。
VIP 体系	优雅级：消费即入会，60%VIP 属于优雅级； 翡翠级：个人年消费超过 1 万元，会员年龄跨度大； 钻石级：个人年累计消费超过 10 万元，主要集中于 30-40 岁之间，年轻化趋势明显。	金卡：累计消费 1 万元以上，积分兑换生日福利； 铂金卡：累计消费 1-10 万元，积分兑换生日福利，节日甄选高端沙龙； 钻石卡：累计消费 10 万元以上，积分兑换生日福利，节日甄选高端沙龙，私人服务。

资料来源: 各品牌官方商城, 国盛证券研究所

我们认为，个性化小众品牌可以通过集团化运营来平滑单品牌成长波动，实现资源多方面协同，未来集团化也会成为个性品牌商的重要运营模式。由个性化需求催生的小众品牌在移动化新营销、信息传播速度多元化的时代背景下，成长更为迅速，而同样的，品牌迭代周期的缩短，长期品牌力的缺失会成为品牌商可持续发展的掣肘。回顾化妆品公司欧莱雅的成长历程我们可以看出该公司的收入/净利润的扩张是伴随着不同细分品类、品牌的收购，最终形成集团化运营的形势。



图表 28: 典型集团化运营公司——欧莱雅



资料来源: 欧莱雅官方网站, 国盛证券研究所

图表 29: 品牌服饰多品牌建立情况

公司	多品牌策略	主品牌	多品牌
歌力思	培育各类风格迥异的服饰品牌	Ellassay	Ed Hardy、IRO、Laurel、Vivienne Tam
太平鸟	衍生不同年龄层段的服饰品牌	PEACEBIRD	乐町、Mini Peace、Material Girl
海澜之家	布局不同价位段的服饰品牌	HLA	OVV、爱居兔、AEX 等
安正时尚	布局不同风格及年龄段服饰品牌	玖姿	尹默、安正、斐娜晨、摩萨克、安娜蔻

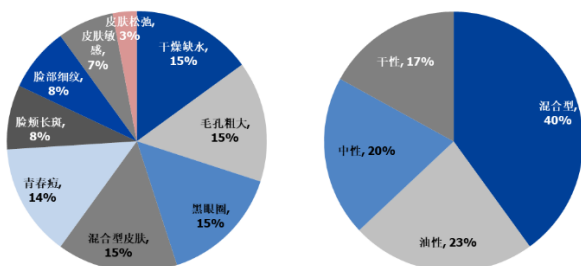
资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

## 化妆品: 高增长、强竞争的千亿市场

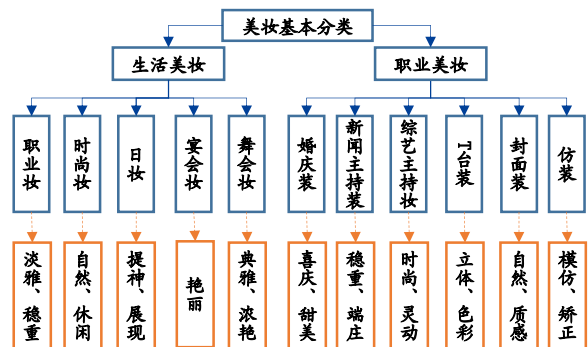
### 长尾效应下的市场呈现三大特点

化妆品市场规模庞大, 且集中度较低。2017 年中国化妆品产业总值 3616 亿元, 其中“护肤+彩妆”市场 2209 亿元, 然而前十大护肤品牌市占率和前十大彩妆品牌市占率分别不足 30%和 50%。中国化妆品消费者的肤质可分为四种、彩妆消费按场景划分的妆容有十余种, 因此, 化妆品市场较低的市场集中度是由消费者需求多样性而非发展阶段所决定的。庞大的市场规模叠加较低集中度使化妆品市场呈现出“长尾效应”。

图表 30: 肤质与肌肤问题的复杂多样导致护肤品基础需求多样



图表 31: 美妆场合多样导致美妆产品需求多样



资料来源: 2017 中国女性皮肤问题研究报告、国盛证券研究所 注: 样本为美图收回的 150 万份调查问卷

资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

- **特点一：“小而美”的品牌有了出线机会。**例如创立品牌仅 2 年的 HomeFacialPro（简称 HFP），主打特色是包装简约风与产品成分流，创始人曾供职于宝洁集团（SK-II 与 OLAY 的母公司）中国市场研究部 8 年，该品牌凭借强势内容营销和“成分党”背书，2018 年销售额预计突破 10 亿元，双十一天猫美妆类全排名第 8、国产排名第 3。

图表 32: HomeFacialPro 产品图



资料来源: HomeFacialPro 官网、国盛证券研究所

- **特点二：各品牌需有王牌品类或明星单品作为立足之本。**目前在国内市场，除巴黎欧莱雅和直销品牌玫琳凯之外，鲜有“十项全能”的品牌同时跻身各细分市场前十之列。例如百雀羚主打护肤、美宝莲深耕彩妆、再有欧舒丹等以护手霜单品类，安耐晒等以防晒霜单品类而闻名，据我们统计，多家美妆品牌天猫旗舰店月销量前 2 名的销量占比基本在 40%-60% 不等。

图表 33: 知名品牌月度销量领先单品一览（天猫旗舰店 2018.12）

品牌	前二商品销量占比
一叶子	60%+（面膜品类销量占比 50%+）
HomeFacialPro	50%+
珀莱雅	45%+
OLAY	40%+
玉泽	40%+
美加净	接近 40%（护手霜品类销量占比 15%+）

资料来源: 天猫旗舰店、国盛证券研究所整理

- **特点三：经营者依靠“集团化”扩展市场份额。**价值数千亿的化妆品市场具备孕育大市值集团的基本条件，而较低的集中度和复杂的消费者需求促使大集团不断收购细分领域的“小而美”向“大而全”进化。在海外市场中，颇具特色的美妆小品牌选择被集团合并是一种常态。

图表 34: 美妆集团通过收购“小而美”发展成为“大而全”

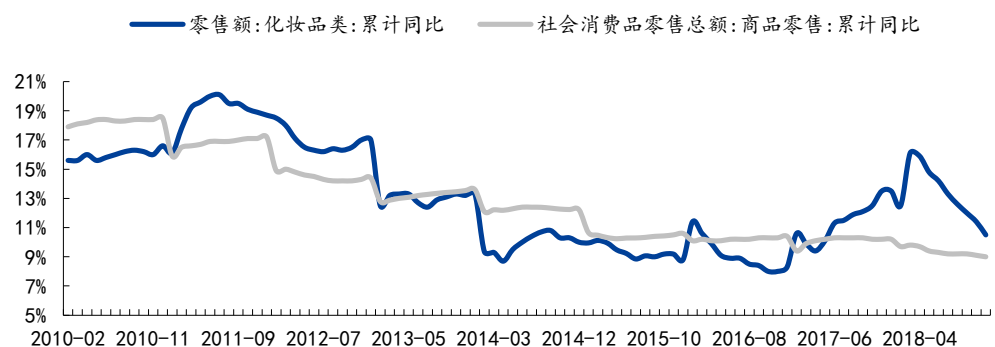
雅诗兰黛			
收购时间	品牌	优势品类	被收购品牌营收
2015	GLAMGLOW	泥面膜	1 亿美元 (2013 年)
2016	By Kilian	香水	250 万美元 (2015 年)
2016	Too Faced	彩妆	2.7 亿美元 (2016 年)
2016	BECCA	彩妆 (修容类)	8000 万美元 (2016 年)
欧莱雅			
收购时间	品牌	优势品类	被收购品牌营收
2013	Urban Decay	彩妆 (眼影盘)	1.3 亿美元 (2014 年)
2014	美即面膜	贴片面膜	10 亿元人民币 (2012 年)
2014	NYX	彩妆	9300 万美元 (2014 年)
2015	Niely	染发护发	1.3 亿欧元 (2013 年)
2016	欧珑	香水	6000 万美元 (2015 年)
2016	It Cosmetics	彩妆 (养肤型)	4 亿美元 (2016 年)
2017	CeraVe	药妆 (敏感肌)	
2017	AcneFree	药妆 (祛痘)	1.68 亿美元 (2016 年)
2017	Ambi	药妆 (祛斑)	

资料来源: 公司公告、互联网公开资料、国盛证券研究所

## 两大因素刺激行业复苏

在经历了四年的缓慢增长后期后, 从 2017 年 5 月开始, 限额以上企业化妆品零售额连续 14 个月增速超过 10%。

图表 35: 2017-2018 年化妆品零售额增速持续高于社零增速



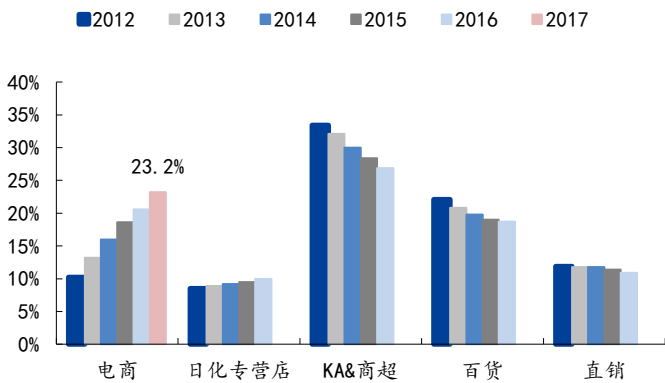
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

中国化妆品市场 2017-2018 年的快速增长有赖于两大因素:

- **因素一: 主销渠道切换带来的渠道红利。** 商超&KA、百货商场、直销、日化专营店和电商是化妆品在中国的五大主销渠道。就客流大环境而言, 零售业依然处于线上收割线下流量的过程中, 而同为线下渠道, 集购物、娱乐等功能于一身的购物中心也在吸收其他线下渠道的客流量; 就化妆品本身属性而言, 其产品相对于服装鞋包等时尚消费品更加标准化, 且绝对价格较低保证了较低的试错成本, 与电商渠道相得益彰。数据显示国内化妆品销售的电商渠道占比逐年攀升至 2017 年的 23.2%, 部分国产品牌如珀莱雅的电商渠道销售占比超过 40%; 欧莱雅集团 2017 年大中华

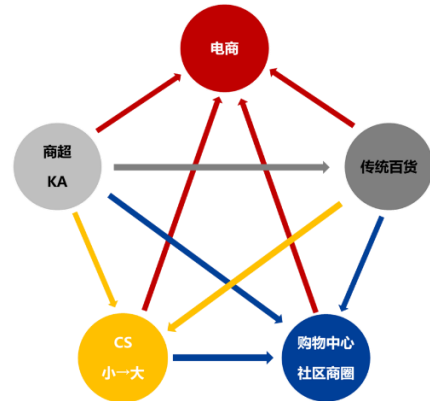
区电商销售占比超过25%，2017年其中国电商销售额较2012年增长10倍（5年复合增长率接近60%）。

图表 36: 2012-2017 年线上渠道市占率提升明显



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

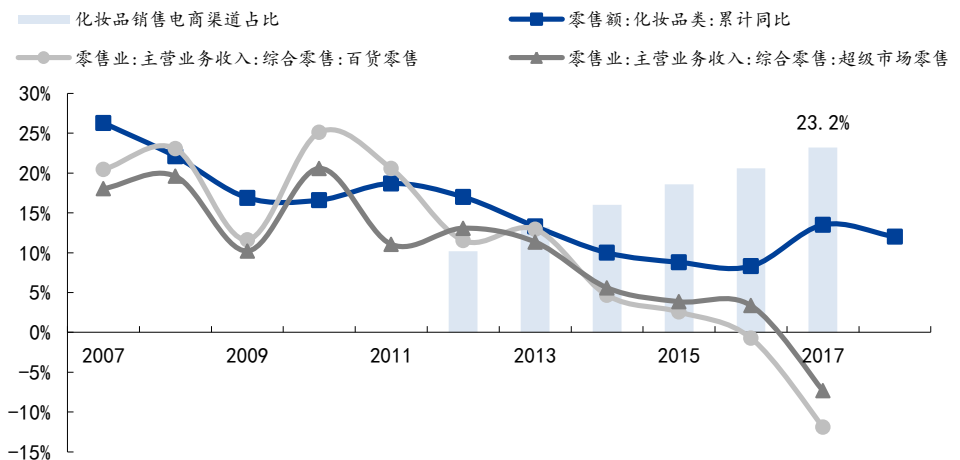
图表 37: 化妆品主销渠道客流量切换示意图



资料来源: 国盛证券研究所整理绘制

化妆品原本占比最大的 2 个销售渠道是商超&KA 和百货（2012 年时合计占比 55.6%）。以 2010 年淘宝商城上线为里程碑，电商购物开始冲击线下零售，化妆品零售额增速的下滑也紧随起主销渠道的下滑。随着越来越多的品牌进驻电商渠道，且化妆品属性与该渠道较为共鸣，从 2014 年起，化妆品零售逐年摆脱线下渠道客流下滑的拖累。

图表 38: 化妆品行业增速与渠道流量切换息息相关



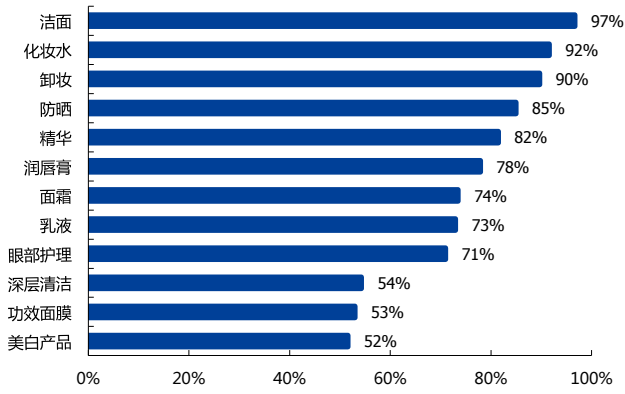
资料来源: 国家统计局、Euromonitor、国盛证券研究所

目前在化妆品线上销售渠道中占比最大的天猫平台（约 40%-50%）已入驻 3000 多个美妆品牌，涵盖全球各大美妆个护集团旗下超过 8 成的品牌。



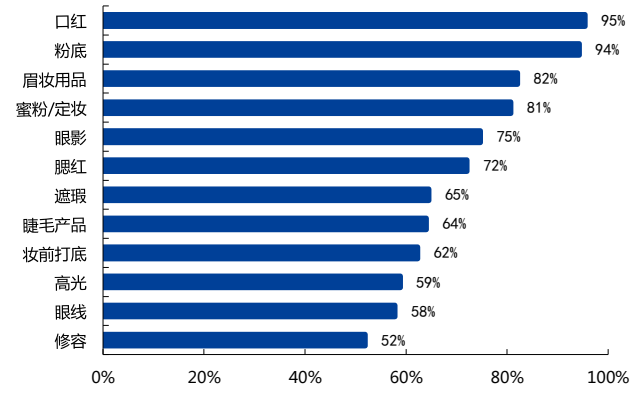


图表 41: 个性护肤方式渗透率仍有空间



资料来源: 2017 美妆赏调研数据、国盛证券研究所 注: 美妆赏调研样本人数为 8543 人

图表 42: 个性彩妆渗透率仍有空间



资料来源: 2017 美妆赏调研数据、国盛证券研究所 注: 美妆赏调研样本人数为 8543 人

### 电商打破品牌竞争界线

电商渠道的快速发展打破国产品牌与国际品牌的竞争界线, 加大市场竞争度。2010 年以前, 化妆品销售以实体渠道流通为主, 国际高端品牌和国内品牌市场拓展均受到一定程度的限制, 各自拥有优势渠道和适配消费人群, 正面竞争较小。国际高端品牌占据一二线城市高档百货渠道并逐渐形成集团军优势, 但在高端消费人群密度较小的低线城市则较难下沉。

2010 年淘宝商城面世后, 化妆品的电商渠道快速发展并打破了原本较固定的竞争格局, 国际品牌通过互联网教育开发低线城市潜在客户并借助电商平台完成消费者触达, 而国产品牌则有机会通过互联网内容营销、爆品战略等获取新流量。

图表 43: 当下各档次化妆品的主销渠道

	线上	百货	CS	KA&商超
廉价	√	/	小型 CS	货架
中档国产	√	少量且单兵作战	连锁 CS 为主	以背柜为主
中档海外	√	随母公司旗下高端品牌打包进入	部分品牌专供版	背柜
高档	√	主阵地	丝芙兰等高端 CS	/

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

2017 年, 国际品牌依然把控中国高端化妆品市场, 高端市场市占率前五的集团为欧莱雅 (15.20%)、雅诗兰黛 (10.80%)、LVMH (7.10%)、资生堂 (5.30%) 以及安利 (5.30%)。与此同时, 国产品牌在大众市场 TOP20 中的占比继续提升, 由 2013 年的 14.4% 增长至 2017 年的 20.9%。

### 核心观点: 长期看好, 三大趋势推动化妆品市场继续前行

作为一种十分“现代洋气”的可选消费品, 化妆品行业的提速发展直到 1996 年我国恩格尔系数降至小康水平 (50%) 方才姗姗来迟, 彼时 20 多岁的“70 后”成为第一批具备较清晰意识与购买能力的化妆品消费者, 而越来越多的“95 后、00 后”明星开始代言化妆品则昭示了中国最年轻群体正在加入化妆大军。我们对各年龄段的女性进行化妆品消费相关维度的打分, 列表显示,

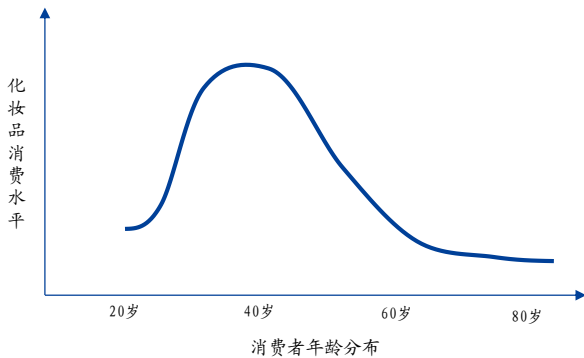
图表 44: 我国女性化妆品主力消费者年龄分布

女性消费者	0-15岁	15-20岁	20-25岁	25-35岁	35-45岁	45-55岁	55岁以上
出生	2003-2018	1998-2003	1993-1998	1983-1993	1973-1983	1963-1973	1963之前
代称	00后	95后	90后	80后	70后	60后	60前
初接触时点	2013至今	2008-2013	2008-2013	2003-2008	1993-1998	1983-1988	1988之前
初接触年龄	10-15岁	10-15岁	15-20岁	20-25岁	20-25岁	20-25岁	20-25岁
收入水平	☆	★	★★	★★★	★★★★	★★★★★	★
化妆消费(增长)	★	★★	★★★	★★★★	★★★★★	★★★★	☆
化妆需求(惯性)	★	★★★	★★★★	★★★★★	★★★★	★★	☆
化妆知识(积累)	★★	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★	★★	☆
人口占比	17%	5%	6%	17%	14%	17%	23%

资料来源: 世界银行、国家统计局、国盛证券研究所 注: 55岁为职业女性法定退休年龄

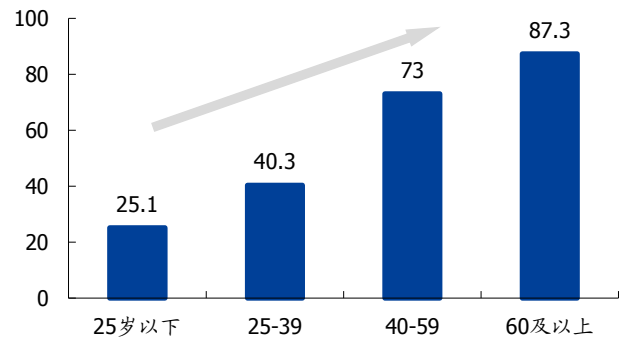
模拟上表结果, 我们得到中国化妆品消费水平-年龄分布的“座钟型”示意图, “60前”与“00后”受限于化妆意识与化妆需求, 对化妆品的消费金额较小, “70后-90后”是当前的化妆品核心消费人群。而在发展较早的欧洲市场, 化妆意识普及度搞, 其人均化妆品消费金额与年龄分布成线性正相关。

图表 45: 我国化妆品消费水平按年龄分布呈“座钟型”



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

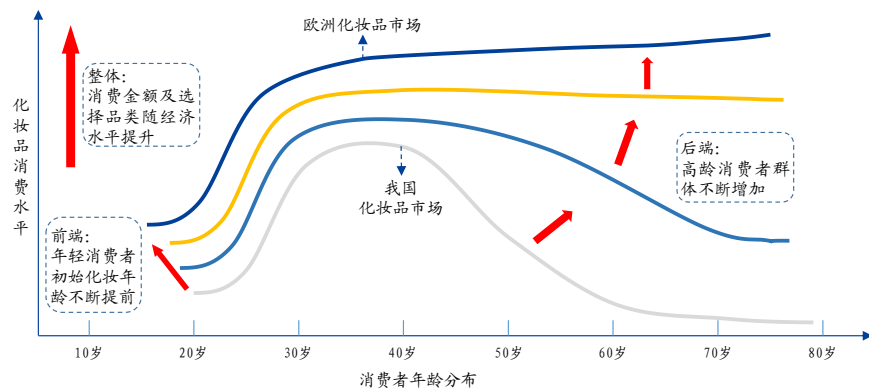
图表 46: 欧洲化妆品消费水平与年龄呈正相关(2012年数据/欧元)



资料来源: TNS Worldpanel France 咨询、国盛证券研究所

我们认为, 化妆品相关认知具有可积累性、化妆需求具有惯性、化妆消费力将随收入水平水涨船高, 化妆人口的起始年龄与用户性别也将随着化妆品普及渗透率的提升而不断延展, 故而, 中国化妆品市场尚有较大增长空间。长期来看, 中国化妆品市场的消费结构有望从“座钟型”进化为欧洲市场的“射线型”。

图表 47: 我国化妆品市场规模变化方向

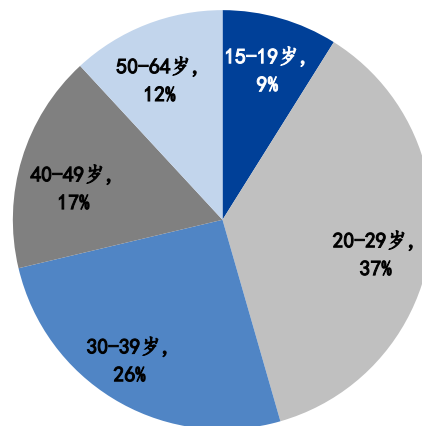


资料来源: 国盛证券研究所整理绘制

基于我们对未来化妆品市场消费结构长期变化的预判，我们认为行业发展将呈现3大趋势：年轻化、高端化、专业化。

- **化妆意识觉醒年龄提前将呈现年轻化趋势。** JDND 消费指数发布数据显示：18~25岁用户使用美容仪的比例从2015年的17.6%逐渐上升至2017年的25.9%；同时这群年轻的“90后”已开始努力挽留青春，占据了抗老产品用户的14.8%。凯度消费者指数则发布分年龄段女性对护肤彩妆品类消费金额占比，数据显示30岁以下的年轻人贡献了近50%的市场份额，且在未来10年仍将是美妆消费的主流群体。

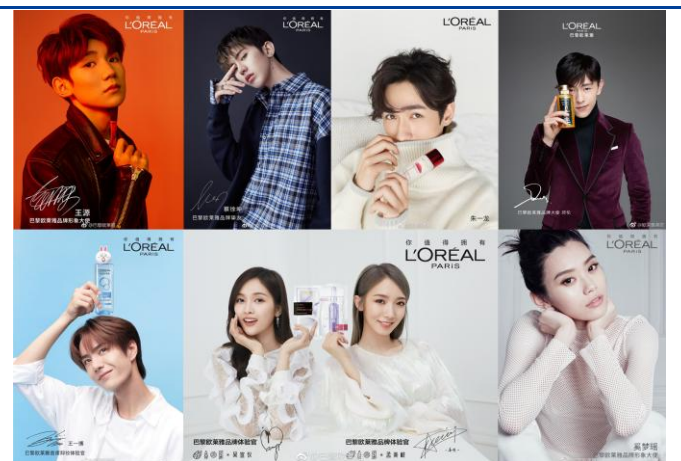
图表 48: 2017 年分年龄段女性对护肤彩妆品类金额贡献



资料来源：凯度消费者指数，国盛证券研究所

坐拥高毛利的美妆品牌商通常不吝于品牌营销，并不约而同地在近两年投入到如火如荼的年轻化战略中。资金实力雄厚的国际品牌擅用“明星代言”，通过短期签约新生代流量明星吸纳新客和冲高销量，例如巴黎欧莱雅仅2018年就马不停蹄地签约了8位流量新贵。国产品牌则更青睐玩趣活泼的“跨界联名”形式，例如美加净×大白兔奶糖润唇膏、自然堂×旺旺雪饼气垫粉底、润百颜×故宫彩妆等营销方案十分夺人眼球且均上线短期内即售罄。

图表 49: 巴黎欧莱雅疯狂收割新生代明星流量



资料来源：巴黎欧莱雅新浪官微、国盛证券研究所

图表 50: 妙趣横生的联名款美妆产品

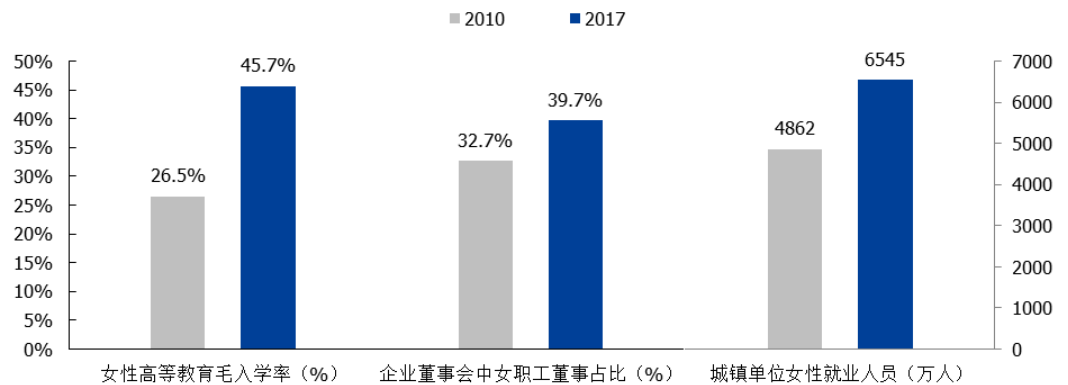


资料来源：各品牌天猫旗舰店/新浪官微、国盛证券研究所

- **消费能力的提升结合日益精细化的化妆需求将催生高端化趋势。** 国家统计局发布数据显示，相较于2010年，2017年女性受教育程度、就业及社会地位均有较大幅度提升，其中女性高等教育毛入学率和企业董事会中女董事占比分别提升19.2Pcts/7Pcts，城镇单位女性就业人员增长1683万人。作为核心化妆人群的女性学识眼界、创收能力及社会地位的不断提升，将提高其美妆消费意识和购买力。2017

年高端品牌吸引新用户数量同增 10.7 倍，而新用户给品牌带来的平均消费额同增 11.1 倍（JDND 数据），强大的纳新能力彰显了高端化妆品牌活跃的生命力。

图表 51: 女性学识眼界、自有收入能力、社会地位话语权均明显增强



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

Gfk 的数据显示, 一二线城市/三线城市 Top10 护肤品牌 2018 (1-9 月) 的百货渠道销售额增速分别为 14.2%/13.5%, 主要系高端和超高端品牌的拉动作用。线上数据则显示, 兰蔻、雅诗兰黛、SK-II 三大高端化妆品牌连续 2 年 (2017-2018 年) 跻身天猫美妆双十一榜单前五。

中国的年轻消费者亦显示出对高端品牌的偏爱, 90 后在高端化妆品牌用户中的比例较其在全站比例高出 10.5Pcts (JDND 数据)。因此, 高端美妆品牌通过进驻更符合年轻人消费习惯的电商渠道、聘请新生代明星代言等方式拥抱这些年轻的美妆潜在消费者。

图表 52: 高端化妆品牌聘请新生代明星作为代言人



资料来源: 兰蔻官微, SK-II 官微, 国盛证券研究所

- **化妆知识的普及与积累促进行业专业化趋势。**“种草”是一个当下流行的网络用词, 泛指“把一样事物推荐给另一个人, 让另一个人喜欢这样事物”的过程, 源起于 Web 时代的各类大小美妆论坛与社区, 直到移动互联网时代又大量扩散到微博、微信等社交媒体平台。艾媒数据显示, 68.0% 的用户会接受种草, 其中对于被种草的商品, 70.7% 的用户会选择根据实际情况购买, 26.2% 的用户几乎都会购买, 仅 3.1% 的用户“种草免疫”。随着互联网电商的发展, 消费者对于商品的选择性越来越多样

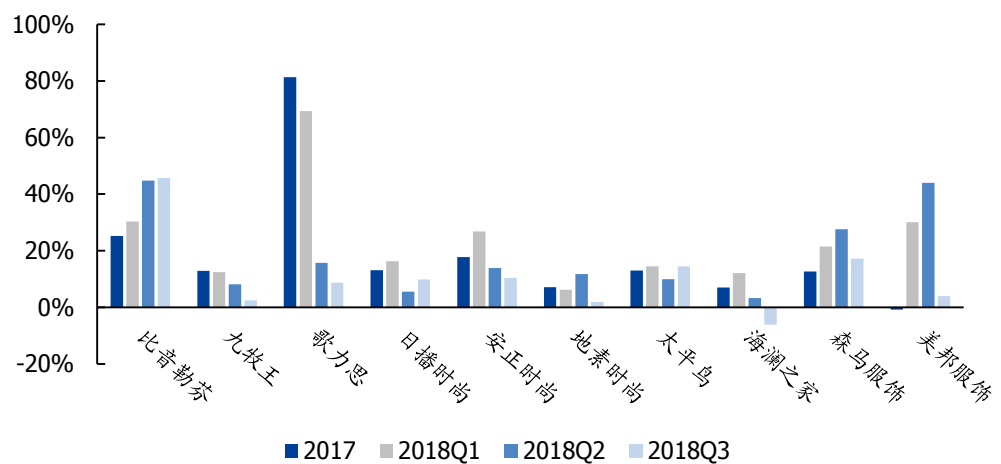


化，且种草分享化的潮流一定程度上打破了品牌与消费者之间的信息不对称，使消费者更加专业化。这种趋势逐步加深了化妆品消费者对产品成分的理解，“成分党”应运而生。例如，OLAY 凭借主打“烟酰胺”成分的小白瓶在中国市场获得高双位数增长；欧莱雅集团的最新季报显示，其药妆部门全部品牌在各国市场均强劲增长。

## 品牌服饰：童装、体育赛道景气仍在持续

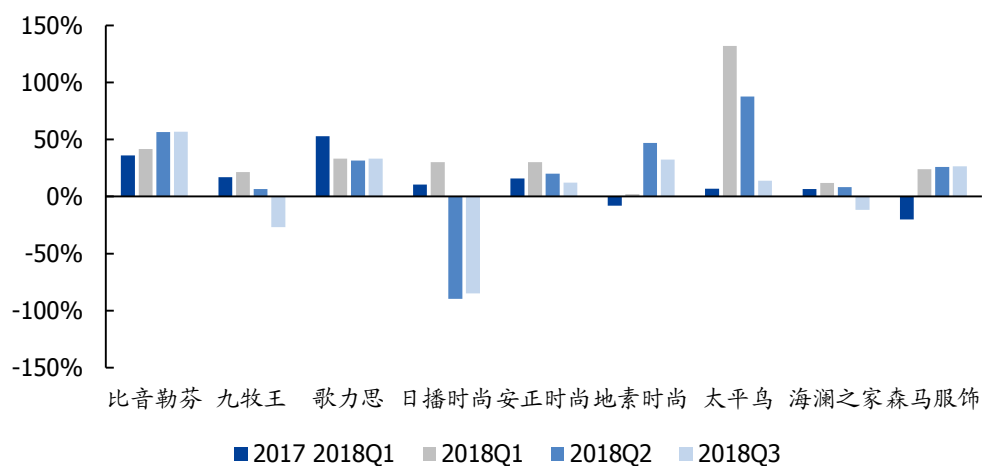
经济增速放缓及基数效应将使行业继续承压，服装类属可选消费科目，对于经济波动具有一定滞后反应，2018年品牌服饰公司收入/业绩由Q1的快速增长到Q2/Q3逐步放缓。就行业发展阶段而言，服饰行业已从外延扩张式为主的快速发展期步入内生优化为主的发展阶段，品牌化竞争时代真正到来。

图表 53: 品牌服饰公司 2016~2018Q3 营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 品牌服饰公司 2016~2018Q3 业绩增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从各细分领域的来看，童装优于成人装，体育景气仍在持续。童装受二胎政策影响需求上升；运动体育已成为现代人生活的一部分，具备明显研发、资源壁垒，更易提高集中度。根据 Euromonitor 统计数据显示，2013~2017 年，我国运动/童装/女装/男装行业市



场规模年复合增速分别为12%/11.5%/6.0%/4.2%，2018~2022年，相应行业市场规模预测年复合增速为10.7%/12%/3.9%/3.6%，其中，童装与体育板块以两位数增速领先。

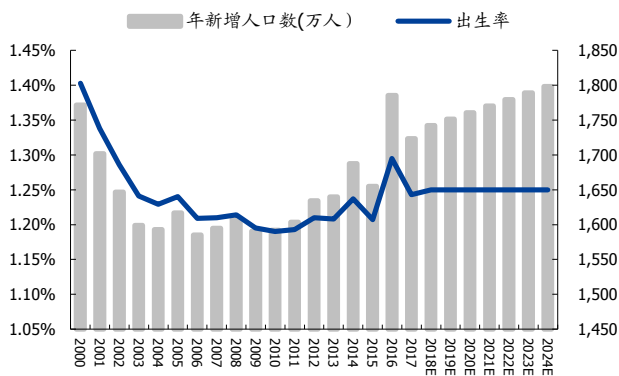
**优选商业模式突出、具备核心竞争力的公司。**我国服装市场（特别是成人装）经历行业调整后，服装消费市场已完成初步筛选，优质龙头本身在前期调整过程中实现竞争力的质变：围绕消费者需求在产品、品牌及渠道管理进行优化。

## 童装：全面收益生育政策，景气维持高位

### 行业特征：人口增长+消费意识带动下的红利市场

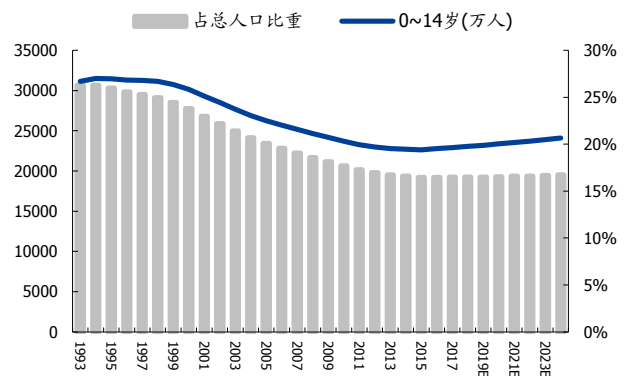
- **生育政策推动人口出生率，童装潜在需求提升。**通过梳理近年来的生育政策，2011年11月实施双独二胎政策；2013年11月实施单独二胎政策；2016年全面开放二胎，由此催化生育率上升，我们推测后续出生人口依旧呈平稳向上态势，童装市场率先受益。
- **新生代父母带动婴童消费升级。**80、90后父母成长环境优越，普遍受到良好教育，注重优生优育以及孩童消费，价格敏感性相对低。从年龄段可以划分为：0~3岁婴童时期，以质量安全、孩童健康为第一需求，长期拥有优质口碑的品牌具备竞争壁垒；3~14岁童装逐渐展示个性差异，快速成长高频消费下进一步助推童装需求。

图表 55：人口出生率（%，右轴）与新增人口数（万人）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 56：0~14岁年龄层人口数量（万人）及其占比（%，右轴）

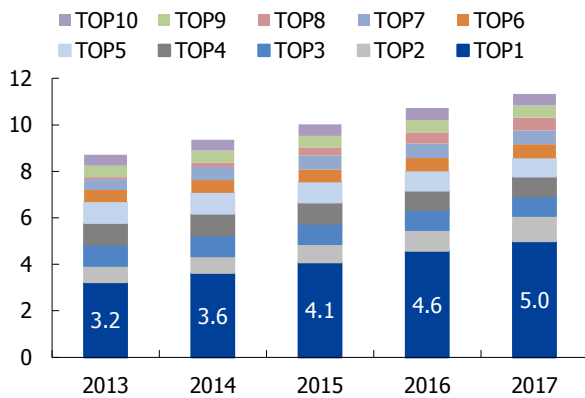


资料来源：wind、国盛证券研究所

### 竞争格局：集中度逐渐提升，专业童装与成人装延伸品类共生

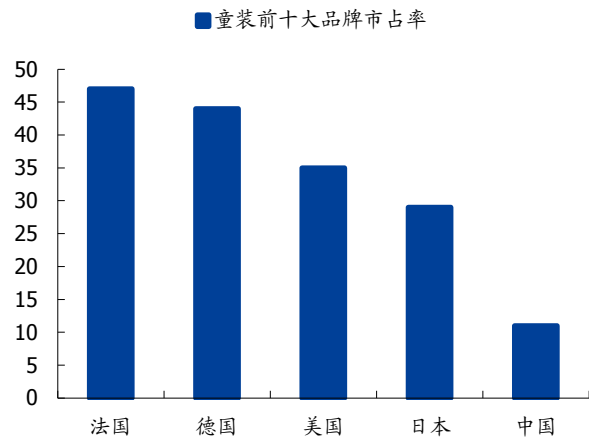
目前我国童装市场逐渐呈现出“1+N”的竞争格局。以巴拉巴拉为首的龙头童装具有较高市占率（2017年市占率高达5%，远高于第二名Adidas Kids市占率1.1%），童装CR10从2013年8.7%上升至2017年11.3%，虽然集中度有所提升，但相较法国、美国、日本等国家仍有提升空间。

图表 57: 2013~2017 年我国童装 TOP10 市占率 (%)



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

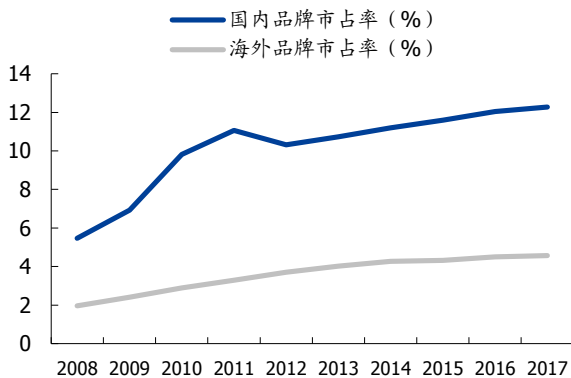
图表 58: 2017 年各国童装 CR10 市占率 (%)



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

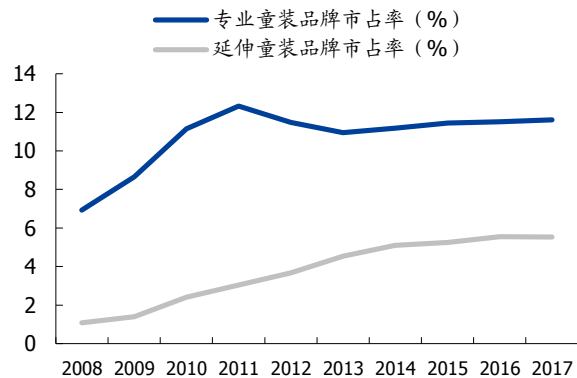
专业童装品牌与成人装的延伸品类(品牌)发展并存,表现出专业童装影响力优于成人装衍生品牌,国内品牌偏好性高于海外品牌。其本质原因在于:①童装实际需求者与购买者不统一,因而口碑与消费惯性是主要衡量标准,品牌积淀较长的专业童装品牌具有优势;②分析现代育儿家庭结构(6+1),虽然年轻父母初步具备海外品牌消费认知,但外祖母辈消费依旧以国牌为主,因而国产品牌在这一赛道更具优势。

图表 59: TOP 前 30 童装海外品牌与中国品牌市占率 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 60: TOP 前 30 童装专业品牌以及成人延伸品牌市占率 (%)



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

图表 61: 国内童装市场品牌分类

专业品牌			延伸品牌		
公司	品牌	2017 营收 (万)	公司	品牌	2017 营收 (万)
森马服饰	balabala 等	632,154	江南布衣	jnbybyJNBY	39,420
金发拉比	拉比	11,803	太平鸟	蓬马	3,924
	下一代		安踏体育	MiniPeace	70,912
安奈儿	Annil	102,790		anta kids	(根据测算)22 亿

资料来源: wind、国盛证券研究所

对比两类公司的运营模式,专业童装品牌往往立足于专业性,通过拓宽年龄段及婴童用

品品类来丰盈业务。以森马旗下的 balabala 童装为例，创立于 2002 年，定位 0~14 岁的专业、时尚童装，① 研发持续投入确保专业性，针对儿童好动、成长快等特点设计袖口、关节部位；② 产品线丰富，涵盖婴幼儿童、大中童、童鞋、内衣、配饰等数十余品类。

成人装品牌延伸童装系列/品牌往往更注重品牌调性的一贯而成。成人装市场增速相对放缓，布局多品牌集团化是必经之路，增加童装线可扩宽潜在消费者。以 GAP 为例，立足于家庭品牌的根基，推出的童装依然以牛仔衬衣、大 logo 休闲衫为主，自 2010 年进入中国市场以来，成人装的市占率维持在 0.1% 左右，而童装的市占率于 2017 年已达到 0.4%，增速颇快。

## 体育：景气度延续上行，龙头优势集中

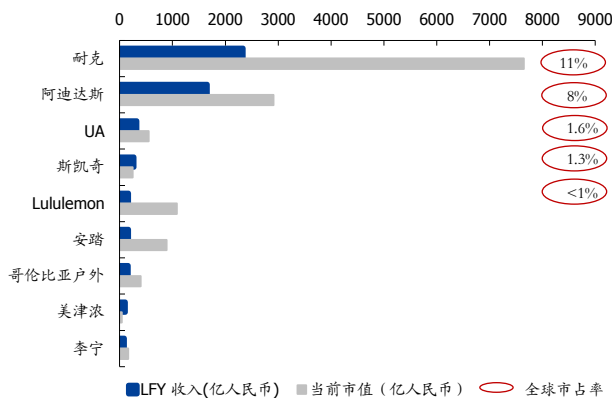
### 行业特征：较具壁垒，强者更强

**市场高集中度，强者更强，“双超多强”是现阶段国际体育行业的格局。**运动鞋服行业总体呈现出品牌壁垒代替市场壁垒、国界线日渐淡化的趋势，2008 年运动鞋服 CR5 市占率 48%，截至 2017 年 CR5 市占率上升至 61%，集中度进一步提升。耐克和阿迪达斯牢牢占据主要运动鞋服市场的两大交易椅，两者共占全球约 19% 的市场份额。而安德玛、威富 (VF Corp, 旗下拥有 NorthFace, Timberland, Vans 万)、斯凯奇、New Balance 等也积极探索国际化布局。

**科技打造核心竞争力，龙头公司拥有研发优势。**行业呈现龙头公司确立行业标准 (维持高额科技&赞助投入，全品类覆盖)，其他公司跟随的趋势 (力所能及的科技投入，定位细分市场或核心品类)。区别于其他鞋服市场，革命性的技术创新是运动鞋服品牌得以在竞争中突围的最强之矛，耐克的 Air 技术奠定了其三十余年的霸主地位，而 2015 年改良的 Boost 技术使阿迪达斯重拾两位数的收入增长。安踏从 2015 年开始加速研发投入，至今已经拥有 A-Jelly、A-Loop、A-Strata 及 A-Web 等自主科技。2017 年，安踏在研发上投入了 4.8 亿，占营收的 3.4%，在绝对金额 (等于其他三家本土品牌投入之和) 和营收占比方面都处于本土领先水平。

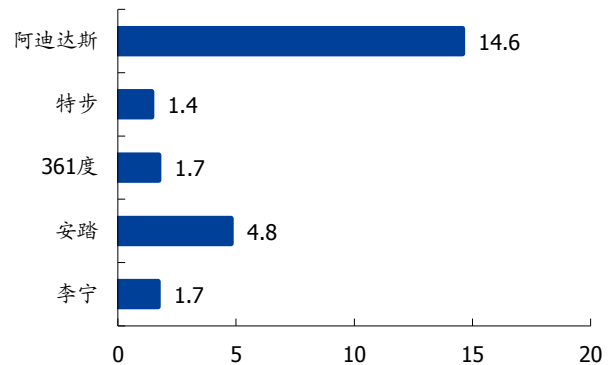
**体育赛事/明星稀缺性，龙头公司更具竞争壁垒。**在体育赛事中曝光对运动品牌的形象塑造至关重要，明星运动员身着赞助商提供的比赛装备一定程度上直接决定了品牌专业度及业界认可度，因此获取体育赛事的赞助资源能力是其营销效果的决定性因素之一。

图表 62: 全球主要上市运动鞋服公司规模



资料来源: wind, Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 63: 体育鞋服公司研发费用绝对值 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我国体育行业：景气度延续上行，龙头优势明显

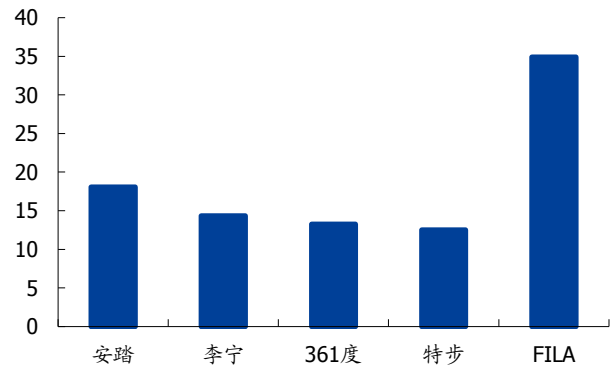
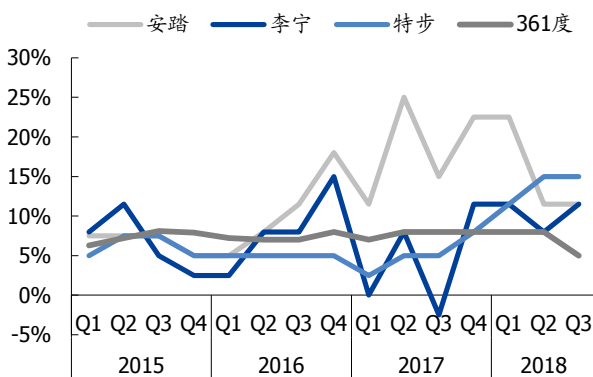
景气度延续上行，品牌为王。经过奥运时代体育行业的高歌猛进到后来的行业洗牌，中国本土企业积极寻求出路，将重点放在打造品牌综合实力上。安踏率先复苏，从“批发转零售”的3.0时代成功步入“单聚焦、多品牌、全渠道”的4.0时代。李宁聚焦主品牌，互联网+客户体验的战略。其核心都是打造品牌力量，强化市场话语权。

同店保持高单位数增长，各公司表现出现分化。2018Q1~Q3 体育品牌公司同店普遍延续2017年的较高增速，存货周转及应收账款也控制在合理范围。安踏体育的平均店效行业领先，旗下FILA单月平均店效达60万的水平。公司经过前期渠道整合、零售转型等优化，存货周转天数与应收账款周转天数都处于行业低位。

目前我们认为体育行业出现分化，安踏体育作为本土运动鞋服龙头，多品牌错峰竞争，各居细分领域之尖；规模效应下产品力、营销力及供应端优势明显。公司已经成长为可孕育多品牌的平台型体育集团，未来随着全球化战略的开展将迈向更高台阶。

图表 64：主要本土品牌同店增速

图表 65：主要本土品牌店效测算（万/店/年）

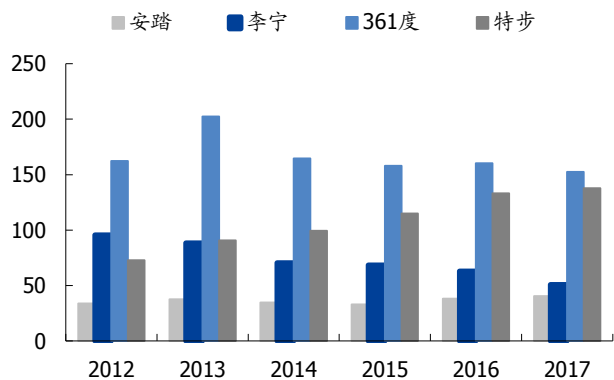
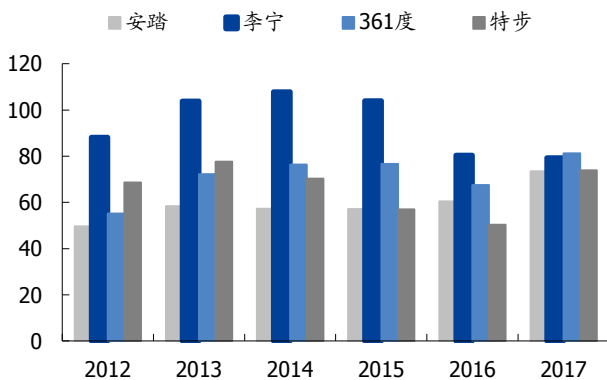


资料来源：Wind，国盛证券研究所注：安踏2016年起为销售数据，不含FILA，后者2018 1-9m 增速>85%。361度2017Q2起为销售数据。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

图表 66：主要体育品牌存货周转天数（天）

图表 67：主要体育品牌应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：wind，国盛证券研究所测算

中高端品牌：消费个性化、运营集团化

行业特征：单品牌扩张空间有限，多品牌集团化是必经之路

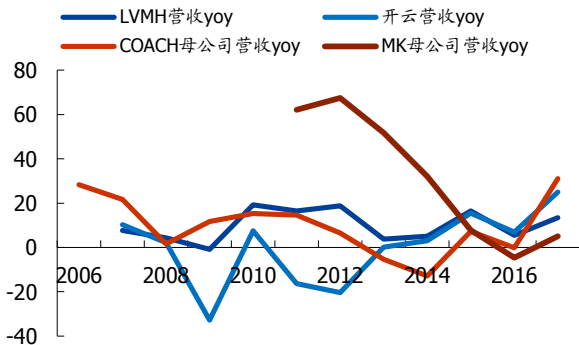
千禧一代消费者愿意为品牌故事/设计理念/高品质等支付额外附加值。随着年轻一代消费群体知识水平和收入水平的提高，社交媒体推动潮流资讯普及，对服装的功能性需求弱化而转向追求多样性、个性化、品质感等。以LV、Burberry为代表的海外奢侈品品牌年轻化转型，CanadaGoose、Supreme为代表的街头潮牌崛起，王大仁、江南布衣等风格独特的设计师品牌大受欢迎。由此可以看出个性多元化下的高端消费有所支撑。

单一中高端品牌面临受众群体小、天花板明显等问题，因而多品牌、多品类发展是突破成长空间的核心策略。①从时尚属性来说，设计新颖、更迭加快是保持竞争力的关键。以轻奢品牌MK为例，2011~2014年受益于天才创始人的设计才能以及新媒体营销手段，期间收入/业绩复合增速达54%/87%，而2015年起消费者对品牌单一设计产生审美疲劳，销售增速放缓至8%。2016年起公司陆续收购Jimmy Choo和Versace两大品牌实现集团化运营。根据彭博社，Versace借助于MK的资金和渠道支持有望大幅提高销售额。②从开店空间来看，中高端品牌选址不仅需要考虑到入驻同等高端档次的百货/购物广场，还需要衡量周边入驻的品牌定位是否相符，符合这类要求的渠道数量相对有限。

多品牌集团化运营能够有效抚平单品牌经营波动，同时在供应链/渠道/营销等方面实现协同效应。对比海外成熟多品牌奢侈品集团以及美国轻奢品牌Coach、MichaelKors的业绩表现可以看出，多品牌集团的稳定性优于单品牌。

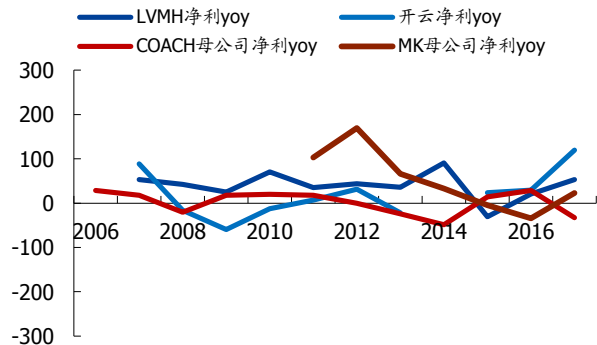
设计端：可针对品牌进行有效定位错位，全面布局。运营端：从内部统一管理到订购原材料加工制造均能提升运营效率。渠道端：多品牌可以集团为单位向商场百货、购物中心进行谈判，降低驻店租金或扣点，从而提升经营利润率。

图表 68: LVMH、开云集团 VS COACH、MK 母公司收入变动表现



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 69: LVMH、开云集团 VS COACH、MK 母公司业绩变动表现



资料来源: wind、国盛证券研究所

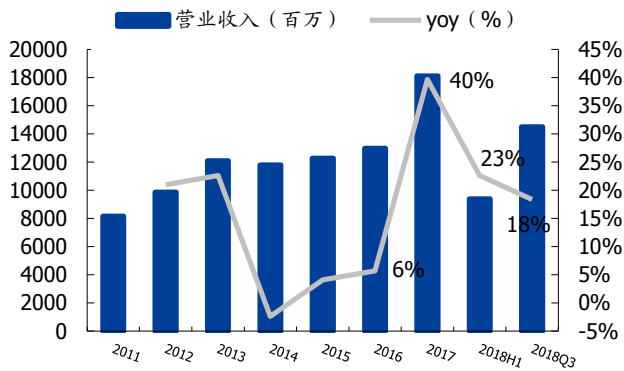
### 我国中高端市场：集团化运营/个性化定位受益

中高端品牌回暖始于2016年Q4，2017年以来在渠道调整接收尾的基础上，中高端品牌同店增长拉动业绩改善，2018年Q1营收增速较高，Q2-Q3相对放缓，但好于大众品类。

我们判断这主要受益于：1) 高端品牌消费人群相较大众消费人群注重消费精致化，追求追求个性/品味/自我认知，愿意为高辨识度的产品与精致服务付出较高的品牌溢价，因而忠诚度高。2) 多品牌运营的集团可以通过不断并购/自我孵化优质品牌搭建梯队，实现全品类和多级消费群体的覆盖，陆续拓宽品牌矩阵突破单一品牌天花板。3) 从终端管理来看，精细化VIP管理叠加高素质店员是销售的有力保障。

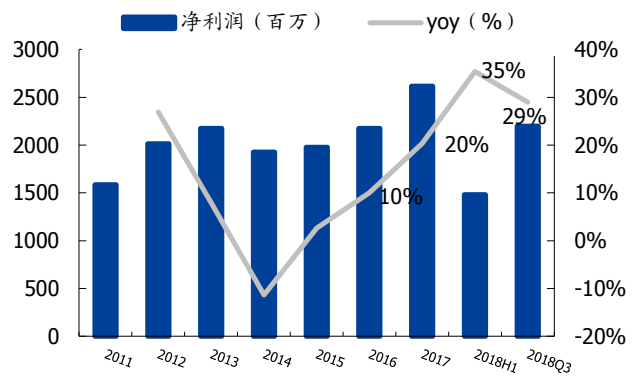


图表 70: 2011~2018Q3 年我国中高端品牌收入情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

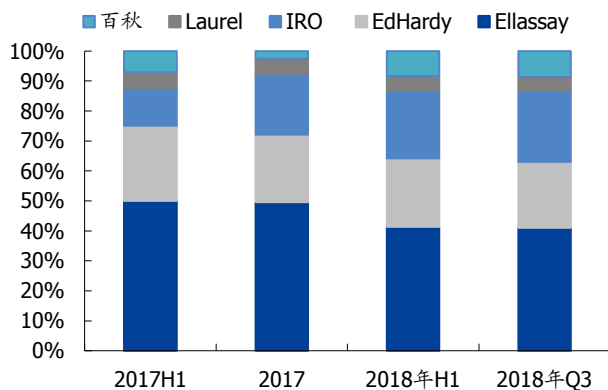
图表 71: 2011~2018Q3 年我国中高端品牌业绩情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

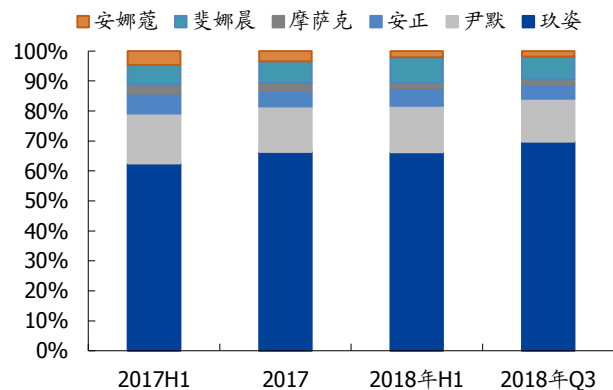
**多品牌集团化是中高端品牌突破天花板，实现规模性增长的主要战略。**目前，我国中高端市场已经衍生出两种集团化模式，一种是以歌力思为代表，通过外延并购式完成对海外优质品牌的收购，除了主品牌 Ellassay 以外已成功收购 4 个品牌；另一种是以安正时尚为代表，通过自我孵化不同风格、不同定位的新品牌，以实现集团化发展，目前除主品牌玖姿以外已成功推出尹默、安正男装等 5 个品牌。多品牌均在不同程度上增厚了公司收入，2018 年 Q1-Q3，歌力思主品牌收入 7.11 亿元，多品牌贡献收入 8.75 亿元（除百货电商），占比 50%；安正时尚主品牌（玖姿）收入 8.05 亿元，多品牌贡献收入 3.55 亿元，占比 30%。

图表 72: 2017~2018Q3 年歌力思各品牌收入占比情况 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

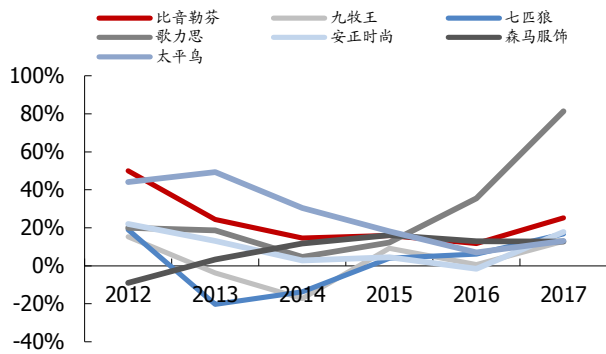
图表 73: 2017~2018Q3 年安正时尚各品牌收入占比情况 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

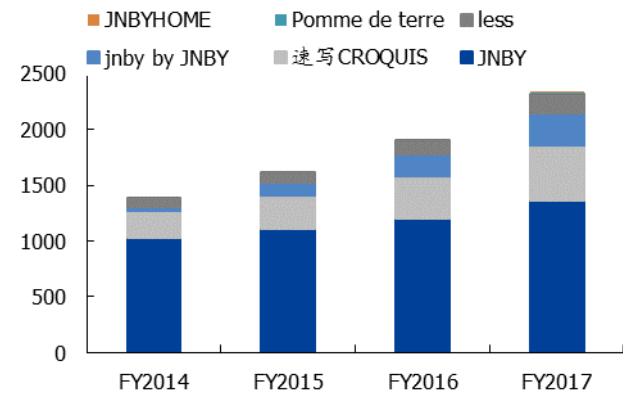
**定位细分赛道，产品高识别度尤为重要。**不同于大众休闲服饰，消费者愿意承担较高品牌溢价的原因之一在于产品的独特性与服务上的优待感，因而对于中高端品牌主动为消费者提供差异化风格的服饰比被动跟随时尚潮流更为重要。以比音勒芬、江南布衣为例，1) 比音勒芬自 2003 年成立以来率先切入高尔夫服饰领域，基于高品质、高科技的运动基因融入休闲时尚元素，在中高端男装市场上风格独秀一枝，享乘更多流量，在 2011~2013 行业业绩增速放缓的背景下依旧保持领先增速。2017 年中旬又推出度假旅游系列并计划于 2019 年以“威尼斯”新品牌独立推出，率先成为度假旅行领域第一联想品牌。2) 江南布衣作为定位小众的设计师品牌，拥有忠实的粉丝群体，其深化的多品牌均延续“江南布衣风”，共推公司业绩不断攀升。

图表 74: 2012~2017 年比音勒芬营收增速行业领先



资料来源: wind、国盛证券研究所 (注: 歌力思受到并表影响)

图表 75: FY2014~FY2017 江南布衣营收情况 (百万)



资料来源: wind、国盛证券研究所

**优质会员管理是业绩稳定的保证。**中高端品牌(主要以女装为主)品牌繁多,竞争激烈,因而客户体验、会员管理至关重要。据我们判断,歌力思VIP贡献收入90%以上,比音勒芬会员贡献率70%左右,会员消费是销售收入的重要贡献源。中高端品牌对会员精细化管理能力主要来源于:①直营店数占比高于大众服饰品牌,中高端品牌直营门店占比约50%以上,远高于大众服饰品牌30%以下的比重,对终端客户把控力强;②率先布局数字化管理系统,歌力思的会员管理系统可以做到“千人千面”,精准营销;③有效的终端激励使店长店员权责对等。

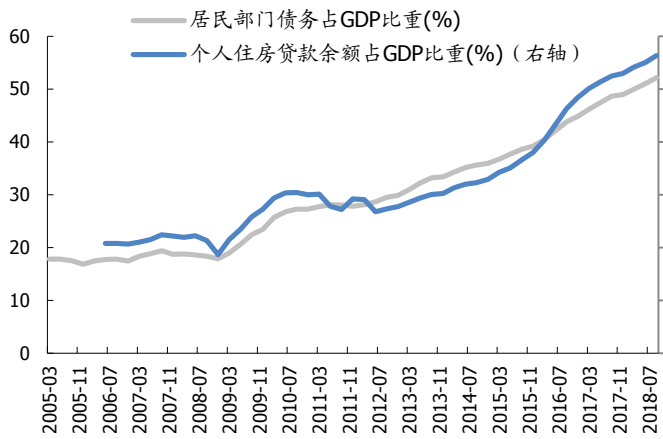
目前我们看到中高端品牌的集团化布局已初步完成,各公司在品牌定位、产品研发、会员管理等方面已逐渐拉开差距,未来我们判断优质公司将协同化效应凸显,成本率下降,渠道资源向其倾斜,二八效应更加明显。

## 大众休闲: 积极全面革新, 国牌优势逐渐显现

### 行业特征: 空间广阔但竞争激烈

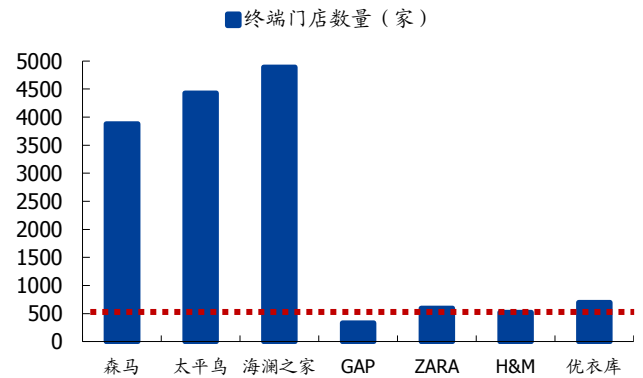
**大众休闲服饰行业发展空间广阔但竞争激烈。**就发展空间而言,受众群体广泛,开店空间大。①消费者:一二线居民在高杠杆率的压力下可支配收入被动减少,消费逐渐回归理性;三四线居民更注重产品的实用性与性价比。②渠道端:截至2018Q3海澜之家主品牌4891家门店,太平鸟4431家门店,根据经验,3000家门店基本可以覆盖国内80%以上的县级行政区域。海外大众品牌在中国开店数高于大多中高端品牌,如优衣库拥有终端540家,H&M 438家,ZARA店593家等。竞争格局上,国内成人装(尤其是女装)竞争格局分散,叠加海外快时尚品牌入侵,电商挤压线下流量,导致竞争越发激烈。

图表 76: 居民杠杆率持续上升 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 77: 2018 年我国/海外大众休闲品牌店数 (家)



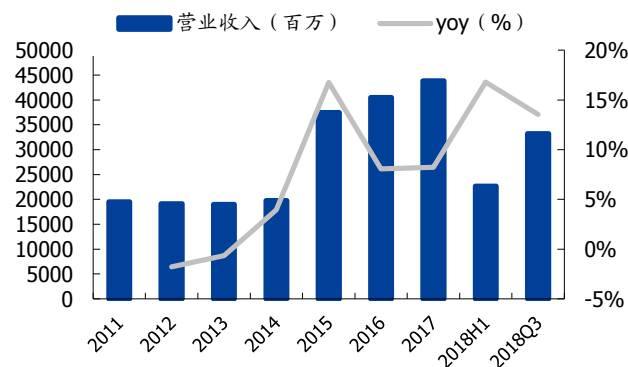
资料来源: 互联网、wind、国盛证券研究所

**效率优势是核心竞争力。**大众品牌需提供高性价比产品, 通过打造规模化及快速反应的高效供应链加强投入产出比是其核心竞争力。1) 在规模化方面, 如优衣库通过数字化运营, 策略分层产品类型选择加工商, 垂直一体化的生产管理, 在有效降低成本的同时打造高质属性。2) 供应链快速反应方面, 以 ZARA 为例一周两次上新保证店内客流不断。ZARA 母公司 Inditex 利用快反模式, 两至三周即可做到设计—>打板—>制作—>上架这一流程, 同时约有 45% 的服装生产都集中在总部西班牙附近, 以缩短配送的空间距离。

### 我国大众服饰市场: 积极全面革新, 国牌优势逐渐显现

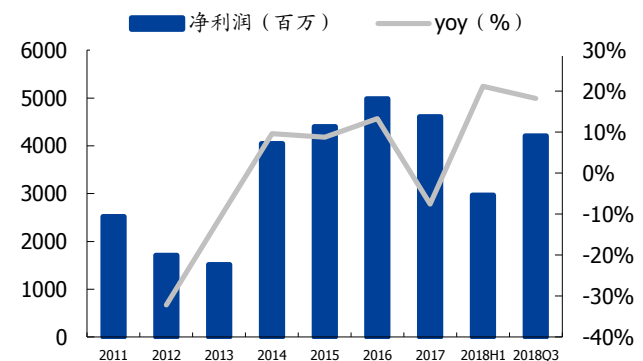
我国大众休闲服饰经过前期的行业调整后, 龙头公司在渠道、产品、物流、供应链管理等方面有了明显的提升。但大众消费受到经济环境波动影响明显, 2017 年下半年至 2018 年 Q1 收入/净利润增速提升, Q2-Q3 有所放缓。

图表 78: 2011~2018Q3 年我国大众休闲品牌收入情况



资料来源: wind、国盛证券研究所 (注: 海澜之家 2014 年借壳上市, 同比增速已剔除其波动影响)

图表 79: 2011~2018Q3 年我国大众休闲品牌业绩情况

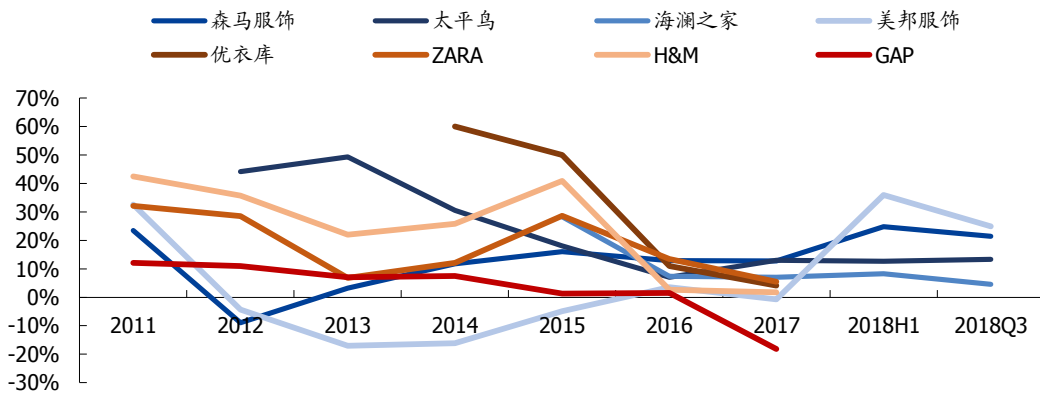


资料来源: wind、国盛证券研究所 (注: 海澜之家 2014 年借壳上市, 同比增速已剔除其波动影响)

本土品牌销售增速有望优于海外品牌。从 2007 年前后海外快时尚品牌陆续登录中国市

场，凭借设计时尚、上新迅速、性价比高等优势快速俘获一批消费者，本土品牌受到挤压，2011~2016年以优衣库、ZARA、H&M为首的海外快时尚品牌在中国区营收增速显著高于本土品牌，但是从2017年起海外快时尚品牌的销售增速逐渐触探瓶颈，本土品牌逐渐显示优势，后续增速有望超过海外快时尚品牌。主要系①国际品牌难以下沉至低线城市，渠道扩张受制，而本土品牌在低线城市的覆盖率明显高（一线包括新一线、二线、三线及以下城市人口占比分别为17%、15%、67%）；②优质大众龙头公司在产品研发设计、渠道整合、供应链管理以及生产效率上发生了质变，国产品牌的偏好度有所提升。

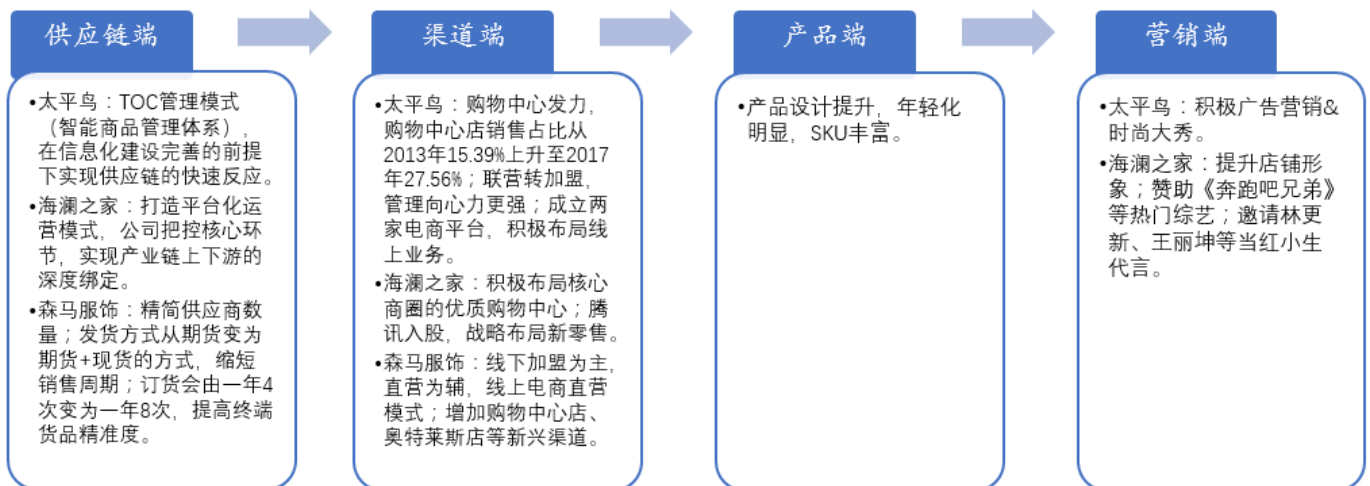
图表 80: 品牌服饰公司 2016~2018Q3 营收增速 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所 (注: ZARA、GAP 为亚洲区营收增速)

**全方位优化商品链，本土品牌改善显著。**渠道端多元化，从之前百货/街边店为主拓展至大型购物中心、时尚百货、街边店、电商等多种业态并存；供应端通过提高订货数量或推出 TOC 管理模式以提高货品精准性，减少库存压力；产品端设计提升并推进年轻化转型，吸引年轻消费者。

图表 81: 大众品牌服饰公司从渠道端至供应链端发生的变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

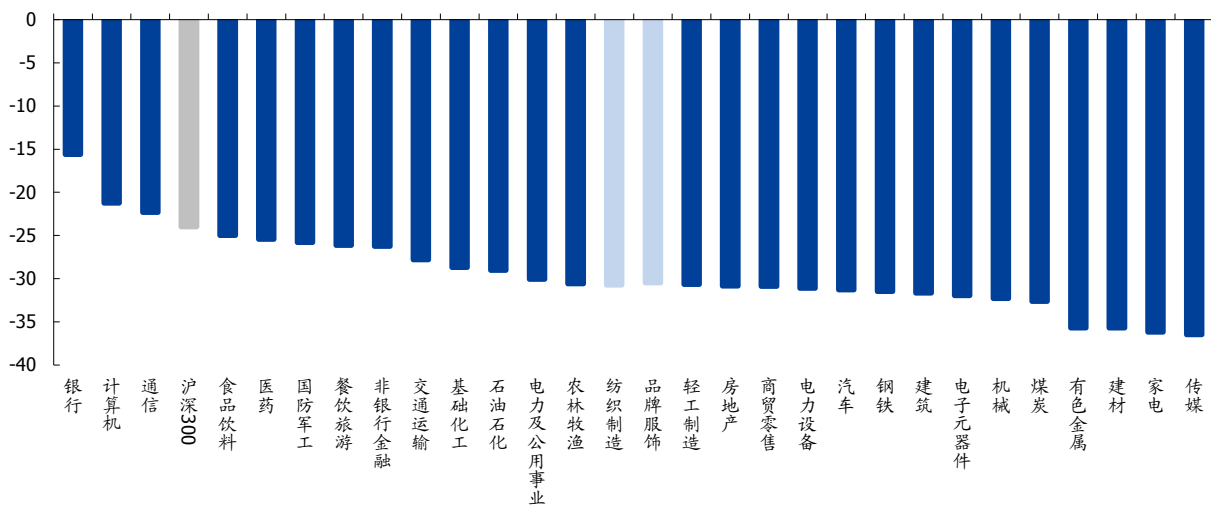
考虑到大众消费者品牌粘性较弱，因而在经济放缓的背景下易受到波动影响，叠加2018年上半年高基数效应影响，大众服饰销售短期内仍有压力。在行业调整阶段优化，公司核心竞争力出现分化，优质龙头公司通过提供打造供应链高、提供高性价比产品、完善渠道布局与管理，有望抢占更多客流，形成其长期核心竞争力。

## 板块行情回顾

2018年纺织服饰板块的历经先扬后抑，年内品牌服饰板块和纺织制造板块分别累计下跌30.74%/30.47%，位列各板块第十五/十六位。板块估值也处于历史中低位置，目前品牌服饰/纺织制造板块2018PE分别为18X/21X倍。

从基本面看，服装行业从外延渠道的快速发展阶段步入内生优化的调整阶段，各品牌表现出现分化，优质公司已实现在产品端、品牌运营策略以及渠道布局上竞争力的质变。随着互联网巨头涉足服装行业的新零售产业布局，引起对优质服装龙头企业在品牌、供应链、渠道端的价值重估。

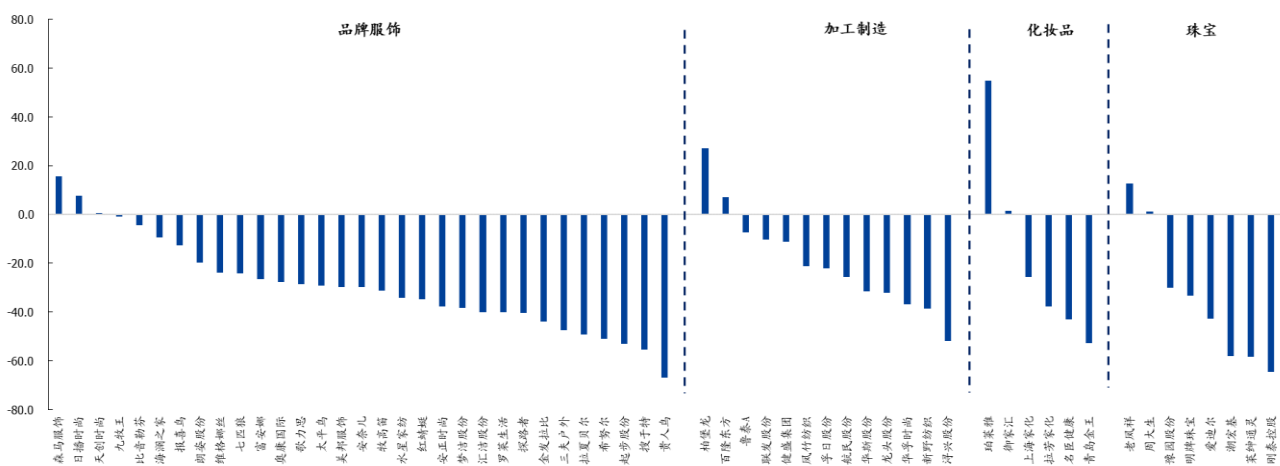
图表 82: 2018 年板块涨跌幅排名: 品牌服饰和纺织制造累计跌幅 30.47%/30.74%



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 截至 2018 年 12 月 28 日)

个股方面，品牌服饰板块，森马服饰 (15.7%)、日播时尚 (7.6%)、天创时尚 (0.57%) 涨幅居前；化妆品板块，珀莱雅 (54.8%)、御家汇 (1.42%) 涨幅居前。

图表 83: 2018 年纺织服装板块公司涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 截至 2018 年 12 月 28 日)

**估值层面:** 我们归纳了国际主要时尚消费品牌共 26 家，分为奢侈品 (LVMH 等 5 家)、运动鞋服 (耐克等 6 家)、轻奢 (Coach 等 6 家) 及大众服饰 (H&M 等 9 家)。2008 年经济危机之后，轻奢和大众服饰估值稳定在 20x 左右，而奢侈品和运动鞋服得益于其



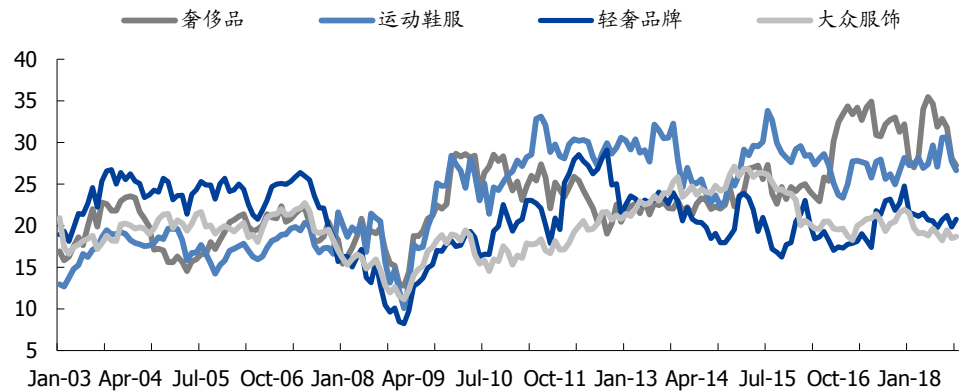
行业的集中性和品牌的稀缺性，一直处于上扬状态：PE估值从23x上涨到30x左右。

图表 84: 国际品牌 15 年历史 P/E TTM (分品类区间)

	15 年以来历史			5 年以来			2018 年初以来		
	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低
奢侈品	23x	36x	14x	28x	38x	20x	31x	42x	25x
运动鞋服	23x	33x	16x	27x	36x	19x	28x	40x	17x
轻奢品牌	21x	29x	14x	20x	29x	12x	21x	29x	14x
大众服饰	20x	31x	13x	22x	38x	13x	19x	36x	10x
<b>算术平均</b>	<b>22x</b>	<b>32x</b>	<b>14x</b>	<b>24x</b>	<b>35x</b>	<b>16x</b>	<b>25x</b>	<b>37x</b>	<b>17x</b>

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所注: 历史 P/E 的计算剔除了处于亏损中的阶段 (P/E<0) 和估值异常的阶段 (P/E>50x)

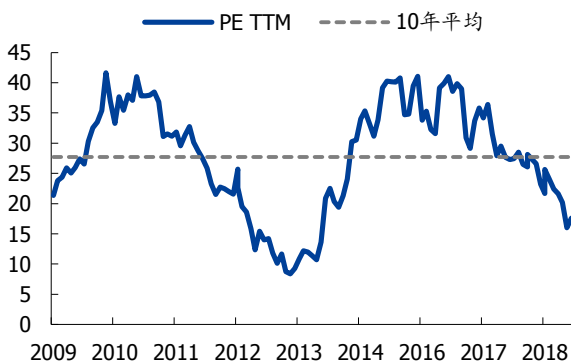
图表 85: 国际品牌 15 年历史 P/E TTM 趋势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所注: 历史 P/E 的计算剔除了处于亏损中的阶段 (P/E<0) 和估值异常的阶段 (P/E>50x)

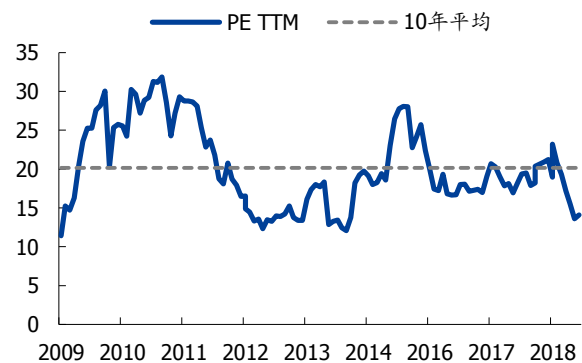
对标国际&国内，我国的时尚消费品标的相对估值较低：除了行业集中度高运动鞋服行业，时尚消费品的其他各子行业都相对处于历史低位。

图表 86: 高端服饰: 行业平均 18.1x vs 历史平均 27.7x



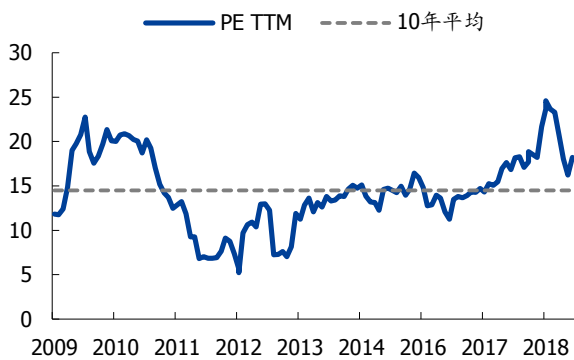
资料来源: Wind, 国盛证券研究所标的: 地素时尚、江南布衣、七匹狼、歌力思、安正时尚、比音勒芬、维格娜丝、报喜鸟。

图表 87: 大众服饰: 行业平均 14.9x vs 历史平均 19.9x



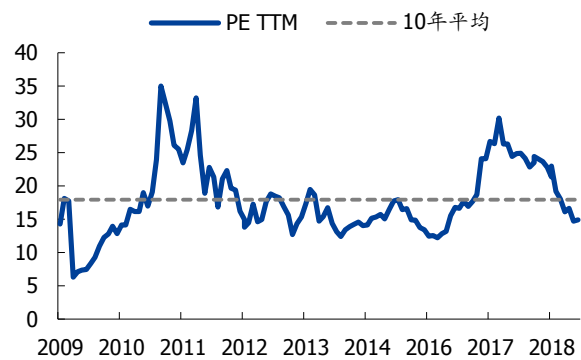
资料来源: Wind, 国盛证券研究所标的: 中国利郎、太平鸟、拉夏贝尔、森马服饰、九牧王、波司登、海澜之家。

图表 88: 运动服饰: 行业平均 18.2x vs 历史平均 14.5x



资料来源: Wind, 国盛证券研究所。标的: 安踏体育、李宁、361度、特步国际。

图表 89: 珠宝: 行业平均 14.9x vs 历史平均 17.9x



资料来源: Wind, 国盛证券研究所。标的: 周大生、老凤祥、菜绅通灵、周大福、周生生。

## 投资策略与核心推荐

### 投资策略

中期判断: 渠道业态红利减弱, 品牌化竞争时代真正到来。品牌的护城河更多源自: 增强的供应链所带来的性价比或科技含量提升、专注细分市场/人群的独特定位、符合新兴时代的营销推广。在此基础上, 全球化与集团化将逐步展开。

短期判断: 经济增速放缓及基数效应将使行业继续承压, 作为可选消费属性, 上述压力并不直接与定位所关联。

看好品类: 运动服饰 (格局明晰强者恒强)、化妆品 (享受更高速的增长)。

投资层面: 消费板块滞后于周期, 不具备明显的超额收益机会。结合相对谨慎的短期基本面判断, 我们建议在优质质地的基础上, 首选低估值、低预期标的, 核心推荐: 上海家化、安踏体育、歌力思、九牧王、比音勒芬。

图表 5: 时尚消费公司估值表

	股价 (元)	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)	评级
			18E	19E	20E	18E	19E	20E		
化妆品	上海家化	27.00	0.78	1.06	1.42	35	25	19	181.24	买入
	珀莱雅	44.35	1.34	1.75	2.34	33	25	19	89.30	/
中高端 服饰	比音勒芬	31.09	1.44	1.99	2.71	22	16	11	56.38	买入
	歌力思	15.61	1.12	1.41	1.75	14	11	9	52.61	买入
	九牧王	13.08	0.86	0.95	1.05	15	14	13	58.98	买入
体育	安踏体育	34.70	1.50	1.93	2.37	20	16	13	931.66	买入
大众 服饰	太平鸟	18.30	1.30	1.61	2.00	14	11	9	87.98	买入
	海澜之家	8.21	0.79	0.84	0.91	10	10	9	368.86	买入
家纺	罗莱生活	8.68	0.70	0.84	0.96	12	10	9	65.48	增持

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 收盘价截至 2019 年 1 月 7 日, 安踏体育股价和市值单位为港元, 珀莱雅盈利预测采用 wind 一致预期

图表 84: 国际时尚消费品公司估值表

分类	公司	市值 (亿美元)	净利润 (亿美元)			PE		
			18E	19E	20E	18E	19E	20E
集团化	LVMH	1415.2	60.6	73.8	80.4	23	19	18
	Kering	560.9	24.3	32.4	36.1	23	17	16
	Richemont	360.7	20.7	21.2	22.5	17	17	16
	Estee Lauder	478.7	16.7	18.0	19.8	29	27	24
	L'oreal	1272.7	46.7	44.9	48.0	27	28	27
单一品牌	NIKE	1176.2	38.5	42.5	49.0	31	28	24
	ADIDAS	416.3	16.9	19.3	21.8	25	22	19
	Canada Goose	48.1	0.6	1.0	1.4	83	46	35
	Lululemon	163.3	3.5	4.9	5.7	47	33	28
	Tiffany	99.7	5.1	5.9	6.3	20	17	16
供应链	ZARA	791.6	41.1	39.9	43.7	19	20	18
	H&M	237.2	20.0	14.8	15.2	12	16	16
	UNIQLO	555.0	12.8	15.6	17.5	44	36	32

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## 核心标的

### 上海家化: 渠道梳理通顺, 佰草集王牌单品进行时

百货渠道因地制宜求破局, 商超渠道多品牌导流逆势增长。佰草集新开门店选址从纯百货向购物中心转移, 在国际品牌盘踞的一二线城市试点柜台集中升级, 在市占率较高的三四线城市着力位置增强。此外, 公司在购物中心和社区商圈大力拓展附带体验的“养美空间”。公司 2018 年前三季度商超渠道双位数增长, 主要系六神品牌维持强势市场地位, 以及集团不同品牌、不同品类的产品互相导流。

化妆品专营店与母婴店渠道处拓展阶段, 高速增长。典萃计划以每年 30% 的速度拓展门店, 估计其 2018 年在 CS 渠道的市场份额将翻倍。高夫 2018 上半年在 CS 渠道单位数增长, 系产品系列梳理及市场价格较乱所致, 目前已推出新的替代产品线, 并将对品牌执行严格控价, 提高经销商拓展积极性。截至 2018 年三季度末, 启初入驻 3500 多家母婴店, 成为中国市场上婴儿护肤和婴儿沐浴品类第二大品牌, 2019 年将继续拓展终端。

线上渠道梳理完毕、整装待发。2018 年 8 月, 公司更换唯品会经销商, 新经销商平台运作能力较强, 且拥有品牌定位较为接近的资生堂代理经验。同时, 特渠团队以平安 40 多个机构为单位的团购推广效果较好。2017 年初至今, 家化基本完成对线上重点渠道天猫、京东、唯品、特渠的梳理, 目前, 公司几乎所有品牌的增速在京东均高于平台美妆个护类目平均增速; 2018 年双十一天猫全品牌销售破 2 亿, 同增 30%+, 其中, 玉泽/启初/美加净/六神双十一销售分别增长约 137%/118%/50%/20%。

佰草集 2019 年全力打造王牌单品。佰草集品牌焕活计划分三步走: (1) 升级高端系列: 2017 年家化上市高端系列御、凝、润和太极, 件单价增长 15% 左右。(2) 迭代中端系列: 2018 年更新升级新瓷意、新玉润、新七白系列, 吸引占比最大的中端消费者。(3)

打造爆款。目前，前两步已基本完成，2019年将倾力打造王牌单品。

投资建议：我们预计公司2018-2020年营业收入为71.83/80.86/92.39亿元、净利润为5.25/7.11/9.53亿元，对应EPS 0.8/1.1/1.4元。对应2018-2020年PE为34/25/19倍，此前平安集团要约增持及管理层激励成本分别为38元/股和35.57元/股。考虑到公司处于净利率恢复上行阶段，延用PS估值方法，目标价36.15元（2019年3倍PS），给予“买入”评级。

图表 90: 上海家化核心财务指标

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5962	6488	7183	8086	9239
增长率 yoy（%）	2.0	8.8	10.7	12.6	14.3
归母净利润（百万元）	201	390	525	711	953
增长率 yoy（%）	-90.9	93.9	34.7	35.5	34.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.3	0.6	0.8	1.1	1.4
净资产收益率（%）	3.8	7.3	9.1	11.1	13.2
P/E（倍）	88.6	45.7	33.9	25.0	18.7
P/B（倍）	3.4	3.3	3.1	2.8	2.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 歌力思：多品牌集团化运营日渐成型

在深耕主品牌 Ellassay 的同时，放眼于海外优质标的，致力于打造“具有国际竞争力的高级时装品牌集团”旗下拥有 Laurel、EdHardy、IRO、Vivienne Tam 四家风格迥异的时装品牌，以及国内互联网电商代运营翘楚百秋，集团运营日渐成型并将继续深化。

公司运营稳健，具备多品牌运营能力。1) 主品牌产品持续年轻化，分主题多波段上新快速，同店保持行业领先水平；终端把控力强，千人千面的会员管理系统精准营销，复购率高居。2) 多品牌均开始贡献利润，下半年继续开店。其中潮牌 EdHardyX 培育成功，IRO、Laurel 等小而美品牌落地迅速，协同效应凸显。3) 以 800 万新收比利时设计师品牌 JPK 足以说明公司多品牌管理能力逐步得到认可，议价能力强。主品牌 11 月直营同店同增 12%，多品牌发展如期推进，百秋今年陆续新收大牌，表现亮眼。

内生外延，业绩稳固提升，多品牌开始发力，优质品牌梯队加之创新化集团管理模式，看好后续成长性。预计 2018-2020 年净利润为 3.77/4.76/5.9 亿元，对应 2018-2020 年 PE14/11/9 倍，“买入”评级。

图表 91: 歌力思核心财务指标

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1132	2,053	2713	3446	4239
增长率 yoy（%）	35.5	81.4	32.2	27.0	23.0
归母净利润（百万元）	198.0	302	377	476	590
增长率 yoy（%）	23.8	52.7	24.8	26.1	24.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.59	0.90	1.12	1.41	1.75
净资产收益率（%）	12.3	14.9	15.8	17.1	17.9
P/E（倍）	26.9	17.6	14.1	11.2	9.0
P/B（倍）	2.9	2.2	2.0	1.7	1.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 安踏体育：叩响全球体育市场之门

作为本土运动鞋服龙头，安踏体育集团以 200 亿+收入（2018E）、10%+市占率，仅次于 Nike/Adidas 而傲视中国运动鞋服市场。在单聚焦（运动赛道）、多品牌（ANTA/FILA/DESCENTE 等）、全渠道（11316 家门店涵盖街铺/商场/电商等）的 4.0 战略指引下，迈入全球成为安踏远期发展的必然选择。Amer Sports 拥有 Arc'teryx/Salomon/Wilson/Suunto 等细分市场顶级品牌和全球分销网络，对其控股收购于安踏的战略方向、愿景目标和本土优势具极高匹配。

体育无国界，中国大市场。中国是世界第二大运动鞋服市场（占比 10%），巨大的蛋糕（2000 亿+）及快速的增长（2018-2022ECAGR 8.4% vs 其他市场 3%）成为孕育本土品牌的优质土壤。全球及各国运动鞋服格局基本均呈现“双超多强”的态势，构建强势品牌矩阵、提升科技竞争壁垒、以及笼络全球顶级营销资源和分销体系，将是远期体育鞋服公司参与全球品牌同台竞技的必备要素。

平台型架构，运营优势明显。2009 年安踏收购的 Fila 发展至今 70 亿+营收体量，推动安踏集团成为一个可供多品牌发展的平台型公司。完善的品牌矩阵/持续创新的产品/零售导向的渠道管理/高效供应链成为核心壁垒。

现有矩阵内生外延，Amer 品牌线中国落地望加速。安踏大货内生增长稳定、儿童品牌外延扩张和店效提升的双重驱动下有望高增长，预计 2018-2020 年安踏主品牌收入 CAGR12%；FILA 多条系列线延展仍处于高速增长通道，预计 2018-2020 年 CAGR38%；其他品牌则通过外延扩张盈亏平衡。若收购达成，Amer Sports 短期不并表，测算 2019 年通过投资收益增厚安踏 995 万欧元净利润，其中 Arc'teryx/Salomon 望契合 2022 年冬奥会在中国率先发力。

盈利预测：预计公司 2018-20 年净利润为 40.2/51.8/63.7 亿元（未含 Amer 并购），同增 32%/29%/23%。给与目标价 50.12-54.47 港币，对应 2019 年 PE23-25 倍，给与“买入”评级。

图表 92：安踏体育核心财务指标

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	13,346	16,692	22,332	28,175	34,240
增长率 yoy（%）	20.0	25.1	33.8	26.2	21.5
归母净利润（百万元）	2,386	3,088	4,018	5,179	6,368
增长率 yoy（%）	16.9	29.4	30.1	28.9	23.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.89	1.15	1.50	1.93	2.37
净资产收益率（%）	24.7	22.0	25.5	28.7	30.7
P/E（倍）	36.2	27.9	21.5	16.7	13.5
P/B（倍）	8.7	6.0	5.3	4.7	4.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 比音勒芬：精准定位、差异竞争、高速增长

公司公告拟以集中竞价交易方式回购股份。回购金额 5000 万元至 1 亿元，回购股份上限为 2,380,952 股（占公司当前总股本的 1.31%），回购期限自股东大会审议通过之日起 12 个月内。回购金额占目前市值的比重为 0.8%至 1.7%，回购价格不超过 42 元/股，高于目前 31.62 元/股的收盘价，且回购股份用于员工持股或股权激励等方式，彰显了公司对未来发展的高度认可。公司运营稳健，业绩增速行业领先（Q1 收入 30%，净利 42%；



Q2 收入 45%，净利 56%；Q3 收入 45.7%，业绩 56.72%）。根据三季报指引预计 2018 年业绩同增 40%~50%。

产品“三高一新”，营销立体多元。公司产品一直秉承“高品质、高品位、高科技和坚持创新”的理念，以顶级面料、活泼花型辅以立体剪裁工艺，充分诠释了“高尔夫”这一高品位的品牌基因。营销方面，精英杂志、赛事活动及国家队赞助将品牌形象显著提升，并锁定目标受众。辅以当红明星如杨烁、江一燕等进行有效流量转化。产品与营销相得益彰共筑极高品牌附加值

从内生来看，公司坚持“调位置扩面积”的策略，在单店成本相对稳定的基础上同店大幅提高，辅助精细化终端管理以及营销策略，业绩持续靓丽。从外延来看，公司将于 2019 年推出威尼斯新品牌，定位广受欢迎的时尚休闲/度假旅游系列，有望成为后续增长的规模力量。

我们预测 2018/2019/2020 年净利润至 2.60/3.61/4.92 亿元，对应 EPS 1.44/1.99/2.71 元。给予 2018 年 PE35 倍估值，维持“买入”评级。

图表 93: 比音勒芬核心财务指标

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	842	1054	1449	1932	2473
增长率 yoy (%)	11.7	25.2	37.4	33.3	28.0
归母净利润 (百万元)	133	180	263	366	498
增长率 yoy (%)	7.6	35.9	46.2	38.8	36.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.73	0.99	1.45	2.02	2.75
净资产收益率 (%)	10.3	12.5	15.4	17.6	19.4
P/E (倍)	42.6	31.3	21.4	15.4	11.3
P/B (倍)	4.40	3.91	3.31	2.72	2.20

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 九牧王: 投资收益增厚业绩, 高分红值得期待。

主营业务增速放缓。2018 年前三季度公司实现收入 19.2 亿元, 同增 7.7%; 归母净利润同增 1.86%至 3.5 亿元, 单 Q3 收入同增 2.53%至 6.6 亿元。就收入构成来看, 主品牌九牧王贡献收入占比 90%左右, 单 Q3 收入下滑 2.9%至 5.9 亿元; FUN 增速较快, 收入同增 65%至 4794 万元; ZIOZIA 三季度纳入合并报表, 实现收入 1410 万元, 在中国市场发展潜力待发掘; NASTYPALM 自替换 J1 起仍处于孵化阶段。我们判断, 10 月以来主品牌终端同店中单位数下滑, FUN 品牌增速也有所放缓。

出售财通证券部分股权, 增加投资收益。2014 年公司以自有现金参股财通证券 6200 万股, 占总股本 1.73%, 2018 年 10 月 24 日起可解禁出售。截至目前, 公司累计出售 2504 万股, 扣除成本及相关税费后实现投资净收益 9559 万元。目前还持有财通证券 3596 万股, 占比 1.03%, 按最新公允价值计算对应市值 2.84 亿元, 浮盈 1.72 亿元。

分红稳定且收益丰厚。截至 2018 年 Q3 公司账上可支配现金 3.82 亿元, 可供出售金融资产 20.14 亿元, 经营性现金流稳定。公司提出了 2017~2019 年的股东回报计划, 承诺期间每年分红比例不低于可分配利润的 70%。其 2016/2017 两年分红比例分别高达 136%/116%, 按除权除息日股价算收益率分别为 5.9%/6.4%。按最新收盘价、预测业绩以及 70%的最低比例, 保守预测公司 2018 年分红收益率将超过 5%。

投资建议。公司奠定优质男装品牌形象, 主品牌稳健运营, 打造三大服装平台迎合各类

消费者偏好，为公司增长带来新动力。短期终端消费走弱，预计公司 2018/2019/2020 营业收入为 26.89/29.76/32.75 亿元，同增 4.8%/10.7%/10%；预计 2018/2019/2020 年主业净利润 4.96/5.45/6.01 亿元。考虑到 2018 年已实现的 9559 万投资收益，预计 2018 年归母净利润 6.01 亿元。2018/2019/2020 年对应 EPS 1.05/0.96/1.06 元，现价 13.83 元，对应 PE13.6/14.8/13.4 倍，维持“买入”评级。

图表 94: 九牧王核心财务指标

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2271	2565	2689	2976	3275
增长率 yoy (%)	0.7	12.9	4.8	10.7	10.0
归母净利润 (百万元)	423	494	496	545	601
增长率 yoy (%)	4.6	16.8	0.5	9.7	10.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.74	0.86	0.86	0.95	1.05
净资产收益率 (%)	9.5	9.2	9.4	10.4	10.8
P/E (倍)	19.3	16.5	16.4	14.0	13.0
P/B (倍)	1.8	1.5	1.6	1.6	1.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济增速放缓风险。**经济增速下行影响居民可支配收入, 削弱消费升级驱动力。
- **终端消费低迷风险。**消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com