

纺织服装

行业增速平稳，品牌服饰表现分化

服装 2018 年行业增速前高后低，2019Q1 受高基数影响表现平平。2018 年年报与 2019 年一季报已披露完毕，整体来看 2018 年品牌服饰板块收入同增 11.70%，增速较上年同期下降 4.71pcts，其中 2018Q1/Q2/Q3/Q4 收入增速分别 17%/10%/7%/12%。2018 年 Q1 受冷冬及春节滞后的影响，增速处于全年高位，此后居民消费情绪受宏观经济环境影响而渐弱。2019 年在个税改革政策以及宏观经济形势等多重作用下，Q1 消费情绪有所复苏，但受制于上年高基数影响，增速相对平稳。

化妆品行业处于景气通道，进入者剧增带来更为激烈的品牌竞争格局。2018 年和 2019 年 Q1，化妆品行业分别增长 9.65%/10.90%，增速分别高于商品零售总额 3.99pcts/7.10pcts。近三年来化妆品销售渠道由线下向线上切换带动行业零售增速显著快于其他品类，且电商渠道在化妆品销售中的占比尚有继续扩大空间。进入者增多并涌向红利渠道，天猫美妆平台 2018 年新增加 2000 个化妆品品牌。在此行业背景下，我们认为①品牌营销转化率高、红利渠道运营有效的公司今年将维持快速增长；②品牌营销资源集中、红利渠道运营加码的公司今年将实现恢复性增长；③品类单调的化妆品企业在竞争加剧行业内易卷入单品类价格战。

品牌服饰公司在 2018 年有何变化？①存货受备货影响有所增加。2018 年平均存货绝对值同增 20%，主要系预期销售提升积极备货以及孵化新品牌提前备货影响所致，整体来看库存结构健康。考虑到 2019Q1 消费回暖及公司供应链管理、终端反应加强，判断存货处在相对健康的状态。②优化/调整渠道结构为主。具体表现为：线下调整不盈利/低效门店；加强购物中心、奥莱等新业态布局；线上销售占比加强。③持续提高产品力，加快多品牌/产品线布局，为后续增长蓄力。

展望 2019，龙头夯实，品牌分化。自上而看，我国 2019 年 1~3 月限上服装鞋帽销售额同比增长 3.3%，较 1~2 月环比增速提高 1.5pcts，在上年同期高增速（9.8%）的基础上仍保持提升，有所复苏。自下而上看，龙头企业的运营能力逐步得到认可，目前行业进入集中度提升的阶段，我们认为各品牌分化情况将进一步显现。

投资策略：短期来看，考虑到消费整体处于平稳增长阶段，关注在品牌竞争和分化中表现突出的质优公司，推荐关注①比音勒芬：定位运动时尚细分赛道，运营稳健，终端销售增长靓丽；②歌力思：低估值、低预期、具备成长潜力；③健盛集团：棉袜+内衣领先生产商，全年订单确定性强。全年来看，基于行业景气度及竞争格局，核心推荐化妆品及体育鞋服两大细分品类，核心推荐龙头安踏体育、上海家化。

风险提示：宏观经济增速放缓风险；终端消费低迷风险；各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。

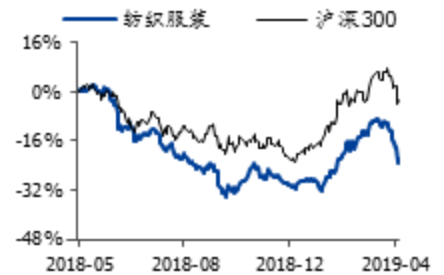
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
2020.HK	安踏体育	买入	1.53	1.87	2.30	2.75	25.5	20.8	16.9	14.2
002832	比音勒芬	买入	1.61	2.24	2.85	3.51	27.4	19.7	15.5	12.6
603808	歌力思	买入	1.08	1.30	1.58	1.93	14.8	12.4	10.2	8.3
600315	上海家化	买入	0.80	1.04	1.22	1.55	36.2	27.9	23.8	18.7

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 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 1、《时尚消费：静水流深》2019-01-08
- 2、《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
- 3、《纺织服装：消费承压，关注质优高端品牌服饰》2018-11-25



内容目录

2018年年报及2019年一季报综述.....	3
品牌服饰板块.....	3
化妆品板块.....	4
品牌服饰公司2018年在运营端有哪些变化?.....	6
存货受备货影响有所增加.....	6
优化/调整渠道结构为主.....	7
持续提高产品力,加快多品牌布局.....	9
展望2019,龙头夯实,品牌分化.....	10
公司盈利预测与调整.....	10
投资策略.....	13
风险提示.....	14

图表目录

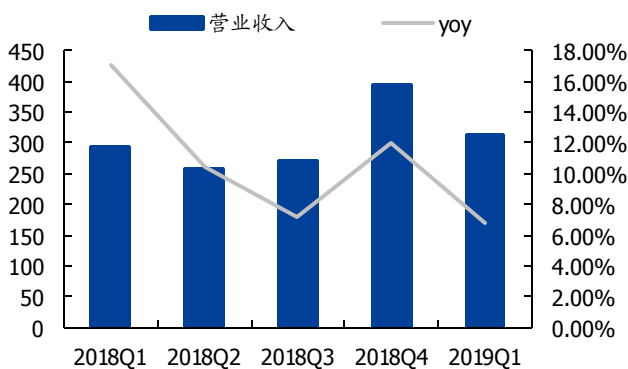
图表 1: 品牌服饰板块营收及增速(亿元,%).....	3
图表 2: 品牌服饰板块归母净利润及增速(亿元,%).....	3
图表 3: 2018年及2019Q1体育重点公司终端同店增速.....	3
图表 4: 2018年及2019Q1大众服饰重点公司营收及净利润增速.....	4
图表 5: 2018年及2019Q1中高端服饰重点公司营收及净利润增速.....	4
图表 6: 2018年及2019Q1家纺重点公司营收及净利润增速.....	4
图表 7: 2010-2019Q1限额以上企业零售额情况.....	5
图表 8: 重点化妆品类上市公司2018年和2019年Q1财务数据(亿元,%).....	5
图表 9: 品牌服饰板块平均存货及增速(亿元,%).....	6
图表 10: 品牌服饰公司平均存货周转天数(天).....	6
图表 11: 库龄结构情况.....	6
图表 12: 品牌服饰板块经营性现金流净额(亿元).....	7
图表 13: 品牌服饰经营性现金流/营业收入情况(%).....	7
图表 14: 品牌服饰公司2018年及2019Q1开店情况.....	8
图表 15: 2015年~2018年各品牌电商渠道收入贡献(%).....	9
图表 16: 2018年李宁、波司登时装周走秀.....	10
图表 17: 公司估值表.....	13

2018 年年报及 2019 年一季报综述

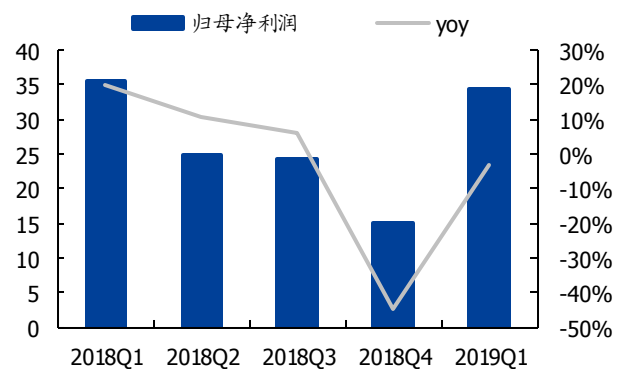
品牌服饰板块

2018 年品牌服装板块收入同增 11.70%，增速较上年同期下降 4.71pcts，其中 2018Q1/Q2/Q3/Q4 收入增速分别 17%/10%/7%/12%；2019Q1 收入同增 6.75%，增速较上年同期下降 10.24pcts。2018 年 Q1 受冷冬及春节滞后的影响，增速处于全年高位，此后居民消费情绪受宏观经济环境影响而渐弱。2019 年在个税改革政策以及宏观经济形势等多重作用下，Q1 消费情绪有所复苏，但受制于上年高基数影响，增速相对平稳。

图表 1: 品牌服饰板块营收及增速 (亿元, %)



图表 2: 品牌服饰板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 样本根据中信行业分类剔除经营异常公司)

资料来源: wind, 国盛证券研究所

分子行业来看，运动行业高景气度，大众与中高端服装公司均出现分化，质优公司在行业增速趋缓的背景下表现较优，运营能力体现。

- 运动行业维持高景气度，以安踏、李宁为代表的优质体育公司终端流水表现优异。根据多个运动服饰公司披露 2018 年年报以及 2019Q1 终端数据，增速均优于服装行业同期水平，同时库存周转水平良好。

图表 3: 2018 年及 2019Q1 体育重点公司终端同店增速

公司名称	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
安踏	20%~25%	低双位数	低双位数	中双位数	低双位数
FILA	80%~85%	90%~95%	90%~95%	85%~90%	70%+
李宁	低双位数	高单位数	低双位数	低双位数	中双位数
特步	低双位数	中双位数	中双位数	中双位数	低双位数

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 安踏和 FILA 为终端流水增速)

- 大众服饰整体受消费环境影响较大，收入增速放缓。而森马受强劲童装及休闲装改革红利释放表现亮眼，2018 年收入/净利润分别同增 30.71%/48.83%；2019Q1 收入/净利润分别同增 63.9%/11.06%。

图表 4: 2018 年及 2019Q1 大众服饰重点公司营收及净利润增速

公司名称	收入增速		净利润增速	
	2018 年	2019Q1	2018 年	2019Q1
森马服饰	30.71%	63.90%	48.83%	11.06%
太平鸟	7.78%	-4.46%	27.51%	-34.90%
海澜之家	4.89%	5.23%	3.78%	6.96%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

- 中高端品牌表现进一步分化, 质优公司表现可圈可点。比音勒芬定位运动时尚赛道, 注重产品力及终端运营能力, 同店增长行业领先; 歌力思多品牌协同效应逐渐显现; 地素时尚加强终端管理能力, 同店水平提高明显。

图表 5: 2018 年及 2019Q1 中高端服饰重点公司营收及净利润增速

公司名称	收入增速		净利润增速	
	2018 年	2019Q1	2018 年	2019Q1
比音勒芬	39.96%	27.37%	62.16%	52.91%
歌力思	18.66%	8.32%	20.74%	11.00%
九牧王	6.55%	7.20%	8.00%	40.12%
地素时尚	7.94%	13.53%	19.59%	32.58%
安正时尚	16.09%	41.46%	2.96%	10.51%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

- 家纺公司受到终端消费需求增长放缓的影响, 2018 年全年呈现收入增速逐步放缓的趋势, 其中罗莱生活及富安娜受到发货节奏影响导致收入端有所下降。

图表 6: 2018 年及 2019Q1 家纺重点公司营收及净利润增速

公司名称	收入增速		净利润增速	
	2018 年	2019Q1	2018 年	2019Q1
罗莱生活	3.24%	-2.33%	24.92%	-7.59%
富安娜	11.55%	-5.55%	10.11%	-16.32%
水星家纺	10.44%	0.75%	10.77%	4.22%
梦洁股份	19.35%	6.94%	64.61%	12.58%

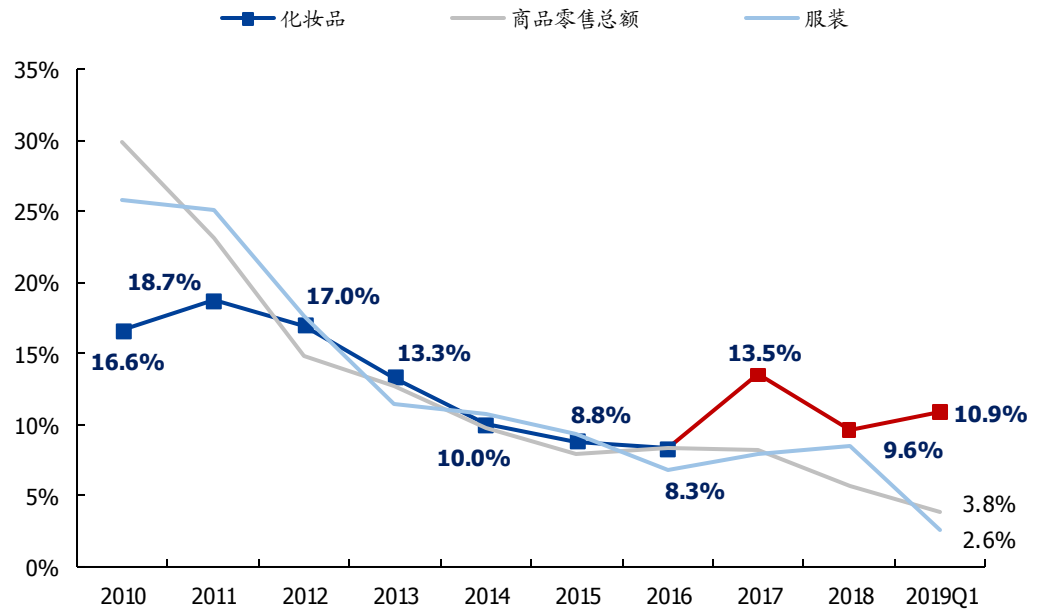
资料来源: wind, 国盛证券研究所

化妆品板块

根据国家统计局公布的限额以上企业零售数据, 2018 年和 2019 年 Q1, 化妆品行业分别增长 9.65%/10.90%, 增速分别高于商品零售总额 3.99pcts/7.10pcts。2019 年 3 月 4 日, 天猫美妆公布数据: 2018 年, 天猫美妆 GMV 增速高于 60%, 超过 3 亿在天猫购买过化妆品 (约占总网购人数的 50%); 并且根据《天猫 2019 颜值经济报告》所披露的美妆消费者画像数据, 美妆消费人口未来 5 年中将以 5% 左右的增速扩张。近三年来化妆品销售渠道由线下向线上切换带动行业零售增速显著快于其他品类, 且电商渠道在化妆品销售中的占比尚有继续扩大空间, 2017 年时该占比为 23.2% (Euromonitor), 我

们认为在未来较长时间内化妆品行业将持续处于景气赛道。

图表 7: 2010-2019Q1 限额以上企业零售额情况



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

微观行业内品牌竞争格局, 进入者纷沓而来致使竞争加剧, 例如农夫山泉的母公司养生堂跨界面膜、H&M 推出彩妆、网易严选/淘宝心选等渠道开发化妆品、以故宫口红、大白兔润唇、旺旺雪饼气垫等为代表的各行业积极与美妆行业跨界联名; 细分至渠道, 天猫 2018 年引入接近 2000 个化妆品品牌, 并计划 2019 年再引入 1000 个品牌且从中培育出 50 个年销售额过亿的品牌。

在此行业背景下, 我们认为 1) 品牌营销转化率高、红利渠道运营有效的公司今年将维持快速增长。珀莱雅 2018 年/2019 年 Q1 营收增速分别为 32.43%/27.59%, 业绩增速分别为 43.03%/30.36%, 公司 2018 年电商收入 10.28 亿元, 占比 43.57%, 同比增长 59.91%, 2019 年目标为扩大该占比至 50% 以上。2) 品牌营销资源集中、红利渠道运营加码的公司今年将实现恢复性增长。上海家化 2019 年 Q1 经过一轮降低百货开票去库存后, Q2 起将集中营销资源于夏冬两季打造明星产品“无防腐冻干面膜”和“新太极系列”, 从而带动终端零售增长, 同时加力发展电商渠道, 公司 2018 年/2019 年 Q1 营收增速分别为 10.01%/5.03%, 扣非净利润增速分别为 37.82%/6.69%, 预计全年在营销推动与渠道结构变化下, 收入可期实现双位数增长。3) 品类单调的化妆品企业在竞争加剧行业内易卷入单品类价格战。御家汇 2018 年/2019 年 Q1 营收增速分别为 36.38%/1.04%, 归母净利润分别下滑 17.53%/98.45%。

图表 8: 重点化妆品类上市公司 2018 年和 2019 年 Q1 财务数据 (亿元, %)

公司	收入增速		净利润增速		收入规模		估值	
	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2019PE	2019PS
上海家化	10.01%	5.03%	37.82%	6.69%	71.38	19.54	29.2	2.6
珀莱雅	32.43%	27.59%	43.03%	30.36%	23.61	6.42	30.3	4.0
御家汇	36.38%	1.04%	-17.53%	-98.45%	22.45	3.86	23.3	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 上海家化由于土地征收、会计政策变更等影响, 取扣非净利润增速; 御家汇估值为 Wind 一致预期

品牌服饰公司 2018 年在运营端有哪些变化？

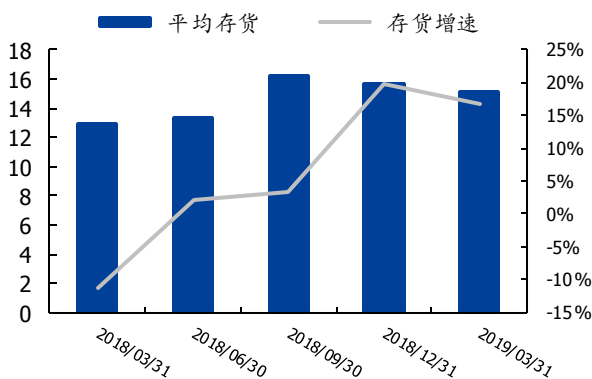
存货受备货影响有所增加

存货受积极备货影响有所增长，运营依旧稳健。根据选取的品牌服饰公司数据，2018 年平均存货绝对值同增 20%，主要系预期销售提升积极备货以及孵化新品牌提前备货影响所致，平均存货周转天数同比增加 13 天至 222 天（2017 年 209 天），整体库龄结构健康，业绩受资产减值影响较小。

分板块来看，中高端服饰公司备货积极性高于大众品牌。2018 年大众品牌平均存货同增 18%，其中森马服饰存货增长显著主要系 2018 年 10 月收购 KIDILIZ 公司并表所致（同增 85%），剔除森马异常波动影响，平均存货增幅约 6%。

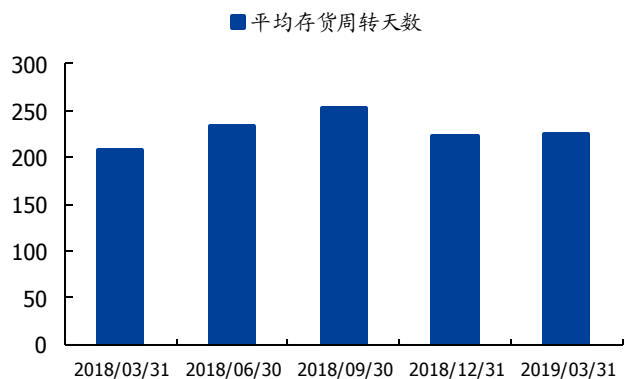
而中高端服饰公司平均存货同增 20% 左右。存货上升主要系：（1）计划 2019 年发展新品牌提前备货所致，比音勒芬计划于 2019 年分别推出威尼斯是，与主品牌错位竞争，有望成为增长的后续力量；歌力思推出亲民线，渗透三四线城市，与主品牌形成渠道错峰；（2）终端消费超预期。比音勒芬在直营一二线城市保持较高增速，三四线城市逐渐下渗发力，同店保持较高增速，因而备货策略积极。同时自有奥莱渠道可有效去化一年以上存货。

图表 9: 品牌服饰板块平均存货及增速（亿元，%）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 品牌服饰公司平均存货周转天数（天）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 库龄结构情况

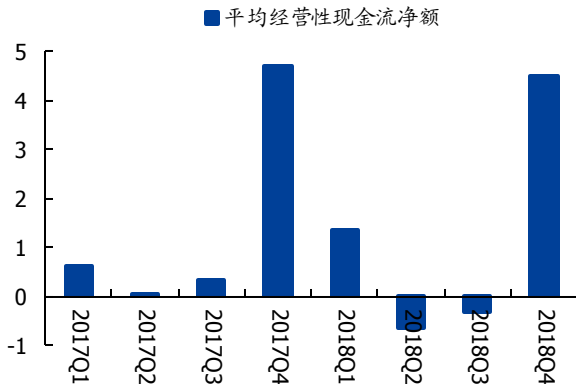
	2017 年			2018 年		
	一年以内	1~2 年	2 年以上	一年以内	1~2 年	2 年以上
海澜之家	80%	19%	1%	74%	24%	1%
太平鸟	51%	21%	28%	51%	26%	23%
地素时尚	60%	22%	18%	56%	28%	16%
安正时尚	57%	18%	26%	67%	18%	15%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从经营性现金流情况来看，由于各公司受积极备货影响整体经营性现金流水平较去年同

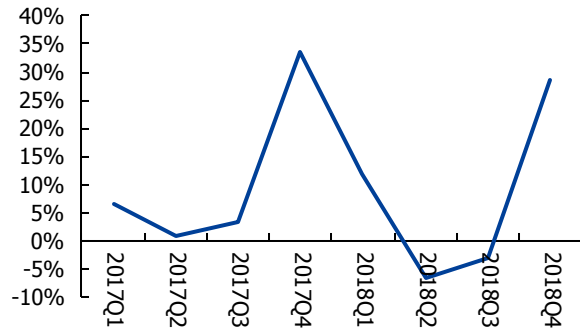
期有所下滑。

图表 12: 品牌服饰板块经营性现金流净额 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 品牌服饰经营性现金流/营业收入情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

结合 2019Q1 消费数据回暖, 以及质优品牌公司在供应链管理方面、终端反应能力的加强、奥莱渠道的布局等, 均说明其具备一定的快速反应与及时处理存货能力, 因而判断存货还处在相对健康的状态。

优化/调整渠道结构为主

渠道作为直接连接消费者的媒介影响公司运营效率、库存周转等, 随着消费者偏好及商业业态的巨大变化, 品牌服饰公司近年以调整终端店铺提高单店效率为主。具体表现为:

(1) 线下调整不盈利/效率低下门店, 强化同店增速; (2) 加强购物中心、奥莱等新业态布局; (3) 线上销售占比加强。

➤ **线下方面**, 2018 年店铺调整基本到位, 大众服饰品牌呈现相对较快开店趋势, 其中森马服饰旗下巴拉巴拉净开店 498 家, 休闲装剔除女装影响实现净开店 500 家左右。而中高端服饰品牌更注重高效店布局, 开店节奏谨慎, 部分品牌处于净关店尾声。九牧王主品牌净关店 25 家, 歌力思主品牌净关店 10 家, 维格娜丝主品牌净关店 9 家, 旗下 TEENIEWEENIE 净关店 54 家。2019Q1 行业普遍对低效店加以调整, 预计下半年开店加速, 全年有望实现净开店状态。

优化渠道结构, 积极布局购物中心及奥莱渠道。购物中心成为新客流聚集地, 同时奥莱这一业态被普及, 消费者在选择打折产品时第一联想奥莱渠道, 因而品牌商布局奥莱门店一方面可以集中处理过季库存, 另一方面有助于维护正价门店形象。2018 年太平鸟购物中心门店总数突破 1700 家, 净增长 343 家, 零售额同比增长 20%; 奥莱渠道零售规模突破 3 亿元, 同增 70%。森马成功构建了商业街专卖店、商超百货、奥特莱斯、购物中心体验店的格局。中高端服饰中, 地素时尚重视奥莱渠道及购物中心多品牌体验店培育; 比音勒芬保持奥莱门店数与正价门店数 1:10 的比例布局。

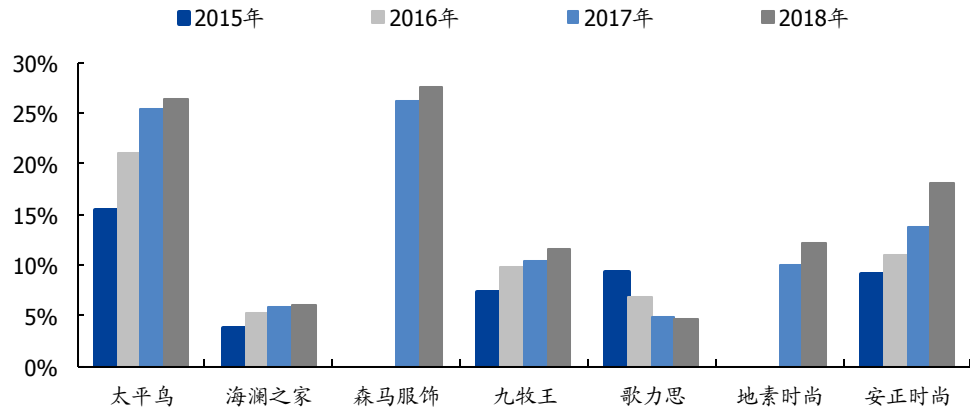
图表 14: 品牌服饰公司 2018 年及 2019Q1 开店情况

		2017 年末	2018 年末	2018 净开店	2019Q1	2019Q1 净开店
太平鸟	PB 女装	1526	1551	25		
	PB 男装	1226	1322	96		
	乐町	591	616	25		
	MiniPeace	761	867	106		
海澜之家	海澜之家	4503	5097	594	5369	72
	爱居兔	1050	1281	231	1263	-18
森马服饰	森马	3628	3830	202		
	巴拉巴拉	4795	6075	1,280		
比音勒芬		652	764	112		
九牧王	JOEONE	2462	2411	-51	2393	-18
	FUN	130	207	77	209	2
歌力思	ELLASSAY	322	312	-10	307	-5
	EdHardy	148	181	33	180	-1
	Laurel	30	37	7	39	2
	IRO	33	49	16	51	2
	Vivienne Tam	0	13	13	14	1
	VGRASS	162	153	-9	152	-1
维格娜丝	TEENIEWEENIE	1286	1232	-54	1228	-4
	玖姿	691	692	1	694	2
安正时尚	尹默	90	103	13	100	-3
	安正男装	36	46	10	46	0
	摩萨克	15	31	16	31	0
	斐娜晨	85	98	13	83	-15
	DA	614	613	-1	600	-13
地素时尚	DM	46	53	7	53	0
	DZ	368	383	15	384	1
	RA	10	13	3	11	-2
安踏体育	安踏	9467	10057	590		
	FILA	1086	1652	566		
李宁	李宁	6262	6344	82		
	李宁 YOUNG	173	793	620		
特步国际	特步	6000	6230	230		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **线上方面**, 电商占比不断提高, 主要系: (1) 电商渠道从清库存为主逐渐转换成专款专用的模式, 吸引新消费者, 歌力思、太平鸟、九牧王等纷纷推出线上专供款系列; (2) 电商渠道可以直接渗入各线城市, 不受地理限制, 同时双十一、618 等电商大促节日带动消费。截至 2018 年, 太平鸟/森马服饰的电商占比 25% 左右, 中高端服饰品牌电商占比也逐年攀升。

图表 15: 2015年~2018年各品牌电商渠道收入贡献 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 歌力思电商渠道占比下降主要系唯颂电商品牌所致)

持续提高产品力，加快多品牌布局

功能性与时尚性相互渗透，提升产品力。2018年国内品牌在“老牌新型”的道路上进一步深入，在重申品牌文化积淀的同时强化产品设计/创新力。波司登加大产品设计力度，于2018年冬推出设计师联名款、漫威系列、迪士尼系列等，同时延伸至专业领域，加入高科技元素，极寒系列与户外系列颇受欢迎。李宁推出全新功能科技平台，提出李宁轻弹科技，采用长碳链聚硫胺弹性体PEBAX材料，具备低密度、高回弹、低温不硬化等特点。2018年2月/6月出战纽约/巴黎时装周，“国潮”、“中国骄傲”等关键词刷屏各大媒体与社交网络，旗下潮牌中国李宁集中在一二线城市，2018年店效水平达60~80万/月。

孕育推出新品牌/产品线，后续增长蓄力。大部分品牌服饰企业在“跑马圈地”阶段后，主品牌渠道布局基本完善，现阶段主要以调整渠道结构、提高单店运营效率为主。而推出差异定位新品牌/副线无疑是公司业绩增长的后续力量。2018年10月森马收购法国童装KID ILIZ集团，针对其旗下优质品牌进行孵育培养，目前已有The Children's Place等品牌开店运营。比音勒芬推出度假旅游系列威尼斯品牌试运营店，经过产品定位、价位等方面调整正式推出。歌力思计划延伸亲民线系列，以相同的设计理念、较低的加价倍率推出，一二线城市陈列于主品牌门店销售，以丰富产品多样性；三四线城市开设专营店，与主品牌错峰竞争。

图表 16: 2018 年李宁、波司登时装周走秀



资料来源: 各品牌官方平台, 国盛证券研究所

展望 2019，龙头夯实，品牌分化

根据统计局数据，我国 2019 年 1~3 月限额以上单位的服装鞋帽和针纺织品销售额同比增长 3.3%，较 1~2 月环比增速提高 1.5pcts，在上年同期高增速（9.8%）的基础上仍保持提升，复苏迹象显现。

在细分品类中，优选体育鞋服与化妆品行业。体育鞋服景气度延续，龙头公司市占率高，竞争格局稳定，优质公司在强品牌力与渠道管控力下表现出色。化妆品行业市场规模庞大但品牌集中度低，随着消费者收入水平、化妆意识和渗透率的提升，化妆品市场仍将保持较高增速。

在消费增速趋缓过程中，龙头企业的运营能力逐步得到认可，目前行业进入集中度提升的阶段，我们认为在 2019 年，各品牌分化情况将进一步显现，原有有三：（1）质优公司在原有细分领域已具备话语权等诸多优势，收购/延伸新品牌则在规模效应下有所协同，构建出品牌护城河，市占率不断上升；（2）质优公司渠道调整基本到位，在高效店以及净开店的作用下，收入增速较快；（3）通过提高终端信息化建设、供应链的快反能力、全渠道布局等措施，使质优公司在未来发展中能较好面对终端突发情况，从而保证运营稳健，营收增速高于行业平均水平。

公司盈利预测与调整

➤ 安踏体育：FILA 超预期增长，全球化业务推进

安踏体育作为国内龙头竞争优势明显，国际化集团管理顺利开展。2018 年公司营收/业绩增速分别为 44.4%/32.9%，至 241 亿/41 亿元，增长超预期。19Q1 主品牌流水实现 10%-20% 低段增长，其他品牌（FILA 为主）流水增速为 65%-70%。

公司核心竞争优势在于“单聚焦、多品牌、全渠道”战略下打造持续接替增长的品

牌矩阵、持续研发投入带来产品创新、核心营销资源打造品牌效应。公司收购事项进展顺利，要约人目前收购股份占 Amer Sports 全部股份比例为 98.1%。将在未来向芬兰商会赎回委员会提出申请启动强制赎回程序。

我们预计公司 2019-2021 年净利润为 51.2/62.9/76.2 亿元（未含 Amer 并购），对应 19 年 PE30 倍，维持“买入”评级。

➤ **李宁：终端流水高增长，童装外延进行中**

创始人李宁回归，以其本人为核心，重新梳理管理架构，提出“单品牌，多品类，多渠道”的经营策略，2018 年营业收入创新高高达 105 亿元，净利率从上年的 5.8% 提升至 6.8%，但相较 2010 年的 11.9% 的净利率仍较低。

未来展望：1) 核心品牌复苏增长。线下渠道产品力提升带动店效增长，电商仍然处于高速发展阶段，综合测算 2019-2021 年集团收入复合增速 14% 左右；2) 集团产品毛利率的恢复及费用利用效率的提升有望带来未来 3 年净利率 2PCTs 左右的提升。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 9.5/12.0/14.3 亿元（增速 32.8%/26.5%/19.2%），对应 19 年 PE 为 35 倍，维持“增持”评级。

➤ **比音勒芬：单店效率提升，拉动业绩高增速**

公司定位运动时尚细分市场，产品坚持“三高一新”，客户回购率高；渠道“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；重视员工福利，终端店员多为资深销售。2018 年收入同增 40%，税前利润增长 48%，归母净利润同增 62%。2019Q1 收入同增 27.37%，税前利润同增 32.74%，净利同增 52.91%，延续高增速水平。单店效率提升是业绩驱动力，根据我们测算 2018 年公司同店增速 25% 左右，2019Q1 同店增长 15%+。

展望 2019，公司主品牌比音勒芬稳步发展同时拓展新品牌威尼斯。威尼斯定位中端度假旅游系列（加价倍率 4~6 倍），2018 年试运营门店 40 家左右，市场反应较好，我们判断 2019 年主品牌拓店速度与 2018 年相当，威尼斯开店 30~40 余家。

基于 2018 年超预期业绩及 2019 年主品牌的出色表现，上调 2019/2020/2021 年净利润至 4.08/5.16/6.38 亿元，对应 19 年 PE20 倍，维持“买入”评级。

➤ **森马服饰：原业务高增长，新业务待发展**

公司 2018 年收入/业绩同增 31%/49% 至 157.2/16.9 亿元。其中 Kidiliz 于 2018Q4 并表带来 7.95 亿元营业收入、3555 万元的亏损，及一次性收益 1.9 亿元，因此森马自身主业收入/业绩增速分别为 24%/32%。

森马主业休闲装/童装收入分别同增 21%/27%，童装亮眼。休闲装线下收入增速为 15%-20%，我们判断同店单位数增长。童装线下增速接近 25%，测算同店保持双位数增长。森马电商渠道收入同增 31%，当前占比超过 30%，成为森马自身业务的重要增长引擎。

预计公司 2019-2021 年实现净利润 19.0/21.6/25.5 亿元，对应 19 年 PE15 倍。维持“增持”评级。

➤ **歌力思：IRO/百秋亮眼，其他表现平淡**

2018 年各品牌运营稳健，收入/净利润同增 18.66%/20.74%。主品牌同店增长稳健，多品牌持续发力，陆续贡献收入。VT 收购一年开店 8 家，2018 年 9 月以 800 万收购新设计师品牌 JPK，均说明公司多品牌运营能力逐步得到验证。

百秋为公司业绩又一亮点。目前百秋电商签约 40 余个知名品牌，未来业务将从电商代运营拓展至物流、数据服务等共计 8 项业务，2018 年 GMV 实现 30 亿+，创

利 6005.45 万元，考虑并表因素后贡献业绩 4500 万元，2019 有望保持高速增长。

展望 2019，主品牌推出亲民线，多品牌竞相绽放。2019 年主品牌歌力思推出中档产品亲民线，将于三四线城市独立开店，一二线城市陈列于主门店的形式推出，我们预计主品牌拓店 30 家左右，亲民线 10 家左右；EdHardy 在公司的支持下顺利衍生出 X 系列，2019 年 EdHardyX 是品牌发展重点。Laurel 已实现盈利，我们预计 2019 新开店 10+家；VT 与诺特仍处于孵化阶段。

预计 2019/2020/2021 年净利润预期至 4.37/5.32/6.51 亿元，对应 2019 年估值 12 倍，维持“买入”评级。

➤ **上海家化：佰草集加速调整，预期全年收入呼应终端恢复节奏**

集团多品牌良性发展，佰草集加快复苏进程。2019 年 Q1，六神维持双位数增长，汤美星全球高单位数增长，高夫个位数增长，美加净有所下滑，启初增长超过 20%，新锐品牌玉泽/家安/片仔癀增长 50%+；一季度系化妆品销售淡季，随着 Q2 各品牌新品陆续上架，全年表现将逐季增强。佰草集 Q1 通过降低开票收入消化社会库存周转天数 1 个多月，距良性目标还有约 3 个月的差距；Q2 起恢复开票，将通过集中有效的营销活动带动终端销售。佰草集一季度全渠道开票收入下滑，终端零售持平，其中百货渠道下滑，CS 渠道增速超过 15%，品牌线上 GMV 增速接近 10%。预计在 5 月营销期的到来及“618 购物节”推动下，佰草集 Q2 的线上开票收入增长将快于 GMV 增长。佰草集今年将在夏冬两季分别聚焦冻干面膜与太极系列，通过集中营销资源打造明星单品，完成品牌复苏。

预期随着 Q2 起集中营销活动的次第开展，公司营业收入将逐季攀升，全年实现两位数增长；费用控制平稳下，扣非净利润增长略高于收入。根据一季度运营，我们预测 2019/2020/2021 年收入为 78.64/89.44/102.38 亿元，同比增长 10.2%/13.7%/14.5%；归母净利润 6.95/8.16/10.38 亿元，同比增长 28.7%/17.4%/27.2%，对应 EPS1.0/1.2/1.5 元，对应 19 年 PE31 倍，维持“买入”评级。

➤ **珀莱雅：大众国妆品牌的鉴机识变**

主品牌借助电商高速增长，优资莱单品牌店快速复制。公司通过与天猫、唯品、京东、云集、拼多多等传统/新兴电商平台积极合作，2018 年电商销售收入同增 59.91%，占比 43.57%，其中直营网店增速超过 90%（占主营业务收入的 20%）。受到电商渠道优秀表现提振，2018 年/2019 年 Q1 公司营业收入分别同增 32.43%/27.59%，归母净利润分别同增 43.03%/30.36%。在线下传统渠道增速放缓且主品牌对 CS 渠道已较深覆盖之际，第二品牌“优资莱”2017 年 11 月开启单品牌店策略，2018 年实开 500 余家门店，单店盈利模式易复制，每家门店年回款约为 20-25 万元。

品牌营销活泼且实现有效导流，品类覆盖均衡及第二品牌梯队快速成长抗风险。公司决策灵活且对美妆行业在新媒体时代的营销推广玩法成熟，从珀莱雅天猫旗舰店粉丝数来看，2019 年 3 月和 4 月分别增长 5.8 万人和 2.2 万人，在国货品牌中表现较优。从公司主营来看，尽管主品牌目前占比接近 90%，但主品牌珀莱雅系覆盖品类多元均衡的综合性品牌，受市场单一品类竞争冲击较小。第二品牌梯队中的优资莱和韩雅分别凭借线下单品牌店策略和线上“超级单品”策略迅速成长，优资莱 2018 年品牌营收 1.33 亿，占比 5.63%，同期增长 41.46%；韩雅天猫旗舰店月销 GMV 目前接近 500 万元。

预期公司未来两年将维持高速增长并受益于减税政策，2019-2021 年收入为 31.24/40.88/53.24 亿元，同增 32.3%/30.8%/30.3%；净利润分别为 3.87/5.08/6.67 亿元，同增 34.7%/31.3%/31.4%，对应 EPS1.92/2.52/3.31 元，对应 19 年 PE31 倍，维持“增持”评级。

➤ **健盛集团：产能扩张+俏尔婷婷高增长，业绩持续释放**

公司是中国最大棉袜生产商，定位中高端产品，全产业链延伸，解决染色瓶颈。已成为 PUMA、优衣库、UA、迪卡侬等品牌直接供应商，提高产业链溢价能力。布局越南产能，切入无缝内衣市场丰厚业绩。

预计 2019 年收入中低双位数增长，越南产能释放与俏尔婷婷增加业绩弹性。2019 年公司计划争取完成越南清华工业园 9000 万双棉袜项目，国内产能扩张谨慎，主要提升自动化为主，综合预计棉袜产能释放 10% 左右。同时加强设计研发能力，2019 年初公司已在日本东京成立设计开发公司，保持技术领先水平，与下游客户保持紧密协同效应。

公司具备全产业链延伸、越南产能布局优势，未来随着越南产能进一步扩张订单有望随之增长，增速可期。预测 2019/2020/2021 年净利润分别达到 2.68/3.30/3.96 亿元，对应 19 年估值 16 倍，维持“买入”评级。

图表 17: 公司估值表

	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)	评级
		18 (A)	19 (E)	20 (E)	18 (A)	19 (E)	20 (E)		
安踏体育	55.9	1.53	1.87	2.3	37	30	24	1501	买入
比音勒芬	44.2	1.61	2.25	2.85	27	20	16	80.2	买入
歌力思	16.04	1.1	1.31	1.6	15	12	10	53.4	买入
地素时尚	23.58	1.43	1.62	1.91	16	15	12	94.6	增持
九牧王	13.55	0.93	0.96	1.06	15	14	13	77.9	买入
上海家化	30.2	0.81	0.99	1.26	37	31	24	202.72	买入
珀莱雅	62.85	1.43	1.92	2.52	44	33	25	126.56	增持
太平鸟	16.98	1.19	1.43	1.67	14	12	10	81.6	增持
森马服饰	10.82	0.63	0.7	0.8	17	15	14	292	增持
海澜之家	9.13	0.77	0.81	0.84	12	11	11	410	买入
健盛集团	10.07	0.5	0.64	0.79	20	16	13	41.9	买入
罗莱生活	10.73	0.71	0.84	0.96	15	13	11	80.9	增持

资料来源: wind, 国盛证券研究所

投资策略

短期：考虑到消费整体处于平稳增长阶段，关注在品牌竞争和分化中表现突出的质优公司：1)【比音勒芬】终端销售增长靓丽，高于行业平均水平，19 全年业绩预期上调，估值具备吸引力；2) 同时建议关注“低估值、低预期、具备成长潜力”的标的【歌力思】；3) 一季报超预期，预计全年订单增长稳健，推荐【健盛集团】。

全年来看，基于行业景气度及竞争格局，核心推荐【化妆品】及【体育鞋服】两大细分品类，核心推荐【安踏体育】、【上海家化】。

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。
各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。

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所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