

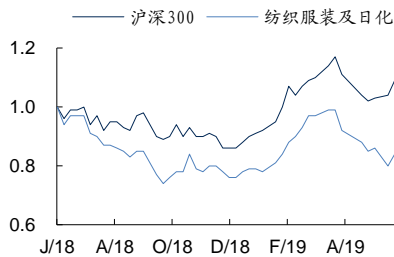
纺织服装及日化

纺织服装及日化 2019 年中期投资策略

中性

2019 年 06 月 27 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《纺织服装行业 6 月投资策略: 关注优质细分赛道, 精选低估值品牌龙头》——2019-06-10
 《纺织服装行业 6 月投资策略: 关注优质细分赛道, 精选低估值品牌龙头》——2019-06-10
 《2018 年年报暨 2019 年一季报总结: 板块增速逐季放缓, 龙头优势逐步凸显》——2019-05-21
 《纺织服装行业 4 月投资策略: 基本面有望筑底, 优选板块细分龙头》——2019-04-12
 《纺织服装行业 3 月投资策略: 从成长弹性及估值修复角度优选个股》——2019-03-11

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

联系人: 冯思捷

电话: 15219481534
 E-MAIL: fengsijie@guosen.com

行业投资策略

优选赛道, 精选龙头

● 行业回顾: 上半年整体表现平淡, 全年有望逐季改善

1) 品牌服饰: 行业整体表现相对平淡, 服装类社零 1-5 月增长 2.6%, 较去年同期放缓明显, 主要受高基数及 Q1 春节提前、天气等因素影响, 同时细分行业分化明显, 体育、童装及新模式板块表现优异。2) 化妆品: 1-5 月社零中化妆品行业增速达 11.3%, 维持高景气度, 未来有望在消费升级下的客单价提升以及居民美妆习惯养成带来的渗透率提升双重推动下, 迎来进一步增长契机。3) 上游制造: 今年以来上游制造企业表现相对稳健, 去产能下龙头企业基本面相对好转。且中美贸易纠纷加剧背景下, 龙头企业通过海外产能布局正有效规避相关影响。

● 优选赛道: 从符合当前消费趋势以及格局优化角度优选细分赛道

1) 从经济新常态下消费趋势变化角度: 随着经济进入发展新常态, 消费环境也在发生深刻变化: 城市中产偏向理性消费, 低线需求得到进一步释放, 对此一是关注化妆品行业, 作为口红效应的消费品代表, 具备一定抗周期韧性, 看好珀莱雅和上海家化。二是关注以南极及开润为代表的新模式企业, 通过模式创新打造极致性价比的大众消费品, 符合当前消费偏好。2) 从行业空间及竞争格局优化来看: 关注体育用品及童装, 两者自身行业空间大且处于快速增长中, 且竞争格局良好龙头具备集中度提升趋势, 在过去一年消费整体景气度低迷下, 仍有极为优异表现。重点关注体育服饰标的比音勒芬、安踏和李宁, 童装龙头森马服饰。

● 精选龙头: 具备较强运营能力龙头兼具防御性及估值修复契机

过去一年行业弱势下龙头公司仍有稳步增长, 估值水平已处历史区间底部, 低估值龙头一方面具有较好防御性, 同时下半年也有望在基本面逐步复苏过程中实现估值修复。1) 从品牌服饰角度来看, 重点看好品牌龙头公司通过过去几年内在品牌、产品、渠道等方面积极提效后中长期改革红利的释放。关注歌力思, 海澜, 波司登; 2) 从上游优质制造企业来看, 龙头企业主要受益长期的产业链强强联合趋势以及短期贸易纠纷背景海外产能转移加速。重点关注申洲, 健盛, 百隆等。

● 风险提示: 消费环境持续低迷, 行业竞争格局恶化, 龙头公司业绩不达预期

● 投资策略: 把握行业大势, 精选细分龙头

全年来看, 随着促销费及减税等政策的落地, 以及进入下半年行业高基数影响的消除, 整体基本面仍有望实现稳步复苏, 对于下半年我们建议一是积极布局处在优质赛道, 同时具备集中度提升能力的成长型企业, 二是关注基本面在近期有较为明显积极变化但估值处于历史区间相对底部的品牌龙头兼具防御及估值修复机会, 综合考虑重点推荐: 珀莱雅、森马服饰、歌力思、比音勒芬、南极电商等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
603605	珀莱雅	买入	58.61	124.40	1.97	2.65	29.8	22.1
002563	森马服饰	买入	10.32	289.15	0.71	0.82	14.5	12.6
603808	歌力思	买入	14.10	48.35	1.29	1.52	10.9	9.3
002832	比音勒芬	买入	47.31	85.79	2.27	3.08	20.8	15.4
002127	南极电商	增持	10.39	255.06	0.50	0.64	14.6	12.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

优选赛道：从符合当前消费趋势以及格局优化角度优选细分赛道

1) 从经济新常态下消费趋势变化角度：一是关注化妆品行业作为口红效应的消费品代表，具备一定抗经济周期韧性，重点关注珀莱雅和上海家化。二是关注以南极及开润为代表的新模式企业，通过模式创新打造极致性价比的大众消费品，符合当前时期消费者消费偏好。

2) 从行业空间及竞争格局优化来看：关注体育用品及童装，两者一是自身行业空间大且在处于快速增长中，二是竞争格局良好龙头具备集中度提升趋势，在过去一年消费整体景气度相对低迷下，仍取得了极为优异的表现。重点关注体育服饰标的比音勒芬、安踏和李宁，童装龙头森马服饰。

精选龙头：具备较强运营能力龙头兼具防御性及估值修复契机

过去一年行业弱势下龙头公司仍有稳步增长，估值水平已处历史区间底部，低估值龙头一方面具有较好防御性，同时下半年也有望在基本面逐步复苏过程中实现估值修复。1) 从品牌服饰角度来看，重点看好品牌龙头公司通过过去几年内在品牌、产品、渠道等方面积极提效后中长期改革红利的释放。关注歌力思，海澜，波司登；2) 从上游优质制造来看，龙头企业主要受益长期来看的产业链强强联合趋势以及短期贸易纠纷背景海外产能转移加速。重点关注申洲，健盛，百隆等。

核心假设或逻辑

- 1、在行业处于分化过程中，龙头公司通过几年的渠道优化，供应链提效以及品牌建设等方面的内功修炼，有望实现强者恒强；
- 2、随着经济进入发展新常态，消费环境也在发生深刻变化：城市中产更加偏向理性消费，低线需求正得到进一步释放，符合相应消费趋势变化的细分行业有望迎来发展；

与市场预期不同之处

市场认为今年在经济下行背景下，消费仍将承压明显，在行业前景不明朗的前提下，对整体板块的投资机会感到担忧，但是我们认为，一方面身处优质赛道具备集中度提升能力的成长型企业仍有较大成长机会。去年下半年以来虽然行业整体经历零售环境不佳的影响，但化妆品，童装及体育用品等优质细分行业实现了持续的高速增长，三者属于行业本身空间大增速快，同时竞争格局具备进一步优化和龙头集中度提升的趋势，另一方面，龙头公司基本面在近期有较为明显积极变化，同时股价前期调整相对充分，业务稳定但动态估值处于历史区间相对底部，未来兼具防御性同时有望在基本面复苏过程中实现估值修复。

股价变化的催化因素

- 1、板块龙头公司后续业绩持续释放并超预期表现；
- 2、大众高性价比市场持续稳健增长，低线下沉市场快速扩大逻辑得到印证；
- 3、企业供应链提效效果明显；
- 4、上游产业整合和升级加速。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、经济形势恶化，消费数据不达预期，行业景气度下行；
- 2、行业竞争格局恶化，龙头公司业绩不达预期。

内容目录

行业复盘：上半年整体表现平淡，全年有望逐季改善	6
品牌服饰行业：行业整体稳步复苏，运动及童装仍有靓丽表现	6
日化行业：行业景气度稳步攀升，抗经济周期韧性有望显现	10
上游制造行业：产能集中度提升加速，原材料及汇率释放短期业绩	13
板块业绩及行情回顾：基本面延续平淡趋势，行情表现相对平淡	14
展望一：从消费趋势及行业格局角度优选赛道	17
从消费趋势新常态角度：重点关注化妆品及新模式企业	17
从行业格局角度：关注行业空间大，集中度提升的体育用品及童装行业	24
展望二：运营能力稳步提升龙头具备估值修复契机	32
品牌服饰：重视运营能力提升，品牌渠道产品多维度向好	32
上游制造：强强联合优化产业链，贸易纠纷下海外产能布局凸显价值	37
19年投资策略：把握行业大势，精选细分龙头	41
国信证券投资评级	44
分析师承诺	44
风险提示	44
证券投资咨询业务的说明	44

图表目录

图 1: 社零服装鞋帽、针、纺织品类增速变化情况	6
图 2: 社零服装零售额增速变化情况	6
图 3: 城乡社零增速变化情况	6
图 4: 实物商品网上零售额当月值及同比增速	6
图 5: 运动服饰行业增速情况	7
图 6: 1-5 月主要国产品牌线上淘系销售额对比 (亿元)	8
图 7: 1-5 月主要国产品牌线上淘系销售额同比增速 (%)	8
图 8: 我国童装市场规模及增速 %	8
图 9: 我国童鞋市场规模及增速 %	8
图 10: 森马童装营收/万元及增速 %	9
图 11: 安奈儿童装营收/万元及增速 %	9
图 12: 新模式重点公司分季度营收及增速对比	9
图 13: 新模式重点公司分季度业绩及增速对比	9
图 14: 南极电商 2019 年 GMV 增速变化	10
图 15: 化妆品零售额当月值及同比增速 (%)	10
图 16: 我国化妆品行业历年零售额 (百万元) 及增速 %	10
图 17: 我国护肤品行业 CR3 及 CR10 %	11
图 18: 我国护肤品彩妆行业历年零售额 (百万元) 及增速 %	11
图 19: 618 本土美妆新锐品牌高速增长	12
图 20: 618 个别本土美妆新锐品牌增速 %	12
图 21: 2019 年头条美妆品类热度	12
图 22: 2018 年细分品类零售额增长 %	12
图 23: 2015 年以来年规模以上纺织企业主营收入增长情况	13
图 24: 2015 年以来年规模以上纺织企业利润总额增长情况	13
图 25: 1-4 月国内纺织品出口累计金额微增 0.92%	14
图 26: 1-4 月国内服装出口累计金额下降 7.94%	14
图 27: 2019 年 Q1 纺服日化板块营收同比增长 9.20%	14
图 28: 2019 年 Q1 纺服日化板块业绩同比增长 2.62%	14
图 29: 分季度分板块营收增速 %	15
图 30: 分季度分板块业绩增速 %	15
图 31: 纺服日化板块及子版块今年以来走势	15
图 32: 纺服板块估值情况	15
图 33: 纺服日化行业重点公司今年以来涨跌幅 (%)	16
图 34: 城镇居民人均可支配收入增速	17
图 35: 中国居民消费占可支配收入比重较低且趋势向下	17
图 36: 2010 年以来居民债务偿还负担日趋加重	18
图 37: 我国医疗教育社保财政支出占居民可支配收入比例	18
图 38: 城镇和农村居民人均可支配收入、支出同比增速 (%)	19
图 39: 个税调整对农村衣着支出更为明显	19
图 40: 资生堂&花王集团市值变化	20
图 41: 资生堂&花王集团营业收入增速 (%)	20
图 42: 大众护肤品行业增速情况	21
图 43: 各线市场美妆销售增速	21
图 44: 南极电商转中后营收快速增长	22
图 45: 南极电商转型库存变化	22
图 46: 规模以上快递业务量呈下滑趋势	23
图 47: 南极电商优势品类优势极为明显	23
图 48: 从竞争格局以及行业增速角度看待当前各细分赛道发展情况	24
图 49: 2018 年人均运动鞋服消费支出的国际对比。	25
图 50: 经常参加体育锻炼的人数 (亿)	25
图 51: 2018 国内运动者购买运动鞋服时的考虑因素	25
图 52: 1980 年举办冬奥会前美国滑雪人次快速增长	26
图 53: 2018 年国内前 10 运动品牌零售市场份额 (%)	27
图 54: 15-18 年运动品牌行业集中度趋势 (%)	27
图 55: 童装的细分市场规规模及增速	28
图 56: 儿童鞋服人均消费	28
图 57: 0-14 岁儿童的数量及人口占比	29
图 58: 我国历史出生率	29

图 59: 不同年龄段消费者的月均育儿支出1%	29
图 60: 2017-2022E 童装的购买单价和购买数量的增长	29
图 61: 消费者婴童用品品牌的重视度区分	30
图 62: 各国童装市场集中度对比	31
图 63: 各国童鞋市场集中度对比	31
图 64: 龙头品牌顺应大势的发展战略	33
图 65: 不同世代的消费增速1%	34
图 66: 年轻一代消费者对本土品牌的态度正日益开放	34
图 67: 不同媒介近年来广告投入增长情况	34
图 68: 新形势下的营销形式变革	34
图 69: 品牌服饰产品方面的改革转型	35
图 70: 供应链流程	36
图 71: 波司登上海南京东路门店形象	37
图 72: 波司登品牌自营/加盟渠道数量占比1%	37
图 73: 服装生产过程及相关龙头公司	38
图 74: 服装生产过程及相关龙头公司	38
图 75: Q1 美国从各国进口纺织服装份额占比	39
图 76: Q1 美国对中国周边国家进口纺服金额增速对比	39
图 77: 1-4 月国内纺织品出口累计金额微增 0.92%	40
图 78: 1-4 月国内服装出口累计金额下降 7.94%	40
表 1: 2019 年以来行业主要公司基本面情况	7
表 2: 护肤品品牌 CR20 市占率1%	11
表 3: 上市化妆品公司 2019 年一季报情况	13
表 4: 日本四大消费社会分类	19
表 5: 各种平台下沉拉新为未来主要战略	23
表 6: 近年来部分体育相关政策文件	26
表 7: 体育用品公司市值及主品牌收入比较	27
表 8: 国内体育鞋服市场定位比较—以篮球鞋为例	27
表 9: 童装和童鞋品牌的市占率	30
表 10: 行业龙头公司估值情况一览	32
表 11: 我国“新世代”和“上一代”对比	33
表 12: 龙头公司旗下品牌及定位	35
表 13: 纺织制造板块重点公司对东南亚国家投资进展	41

行业复盘：上半年整体表现平淡，全年有望逐季改善

品牌服饰行业：行业整体稳步复苏，运动及童装仍有靓丽表现

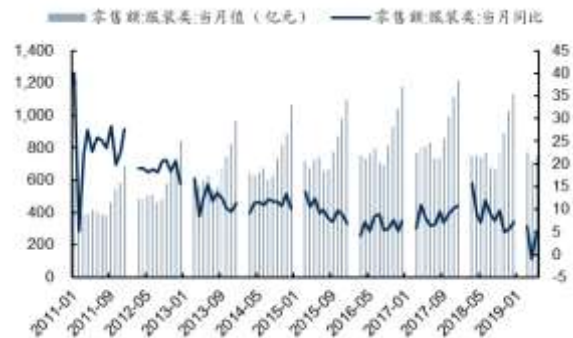
2019年1-5月限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额达5459亿元，同比增长2.6%，而去年同期增速9.1%，同时1-5月社会消费品零售总额同比增长8.1%，因此无论在整体消费品类中还是与去年相比，服装行业今年以来基本面相对平淡。具体来看，增速的放缓主要源于去年基数相对较高，而今年以来特别是1-2月服装行业数据因春节提前，天气总体状况不利等，导致基本面增速相对低迷。全年来看，随着促销费及减税等政策的落地，以及进入下半年行业高基数影响的消除，整体基本面仍有望实现稳步复苏。

图 1：社零服装鞋帽、针、纺织品类增速变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

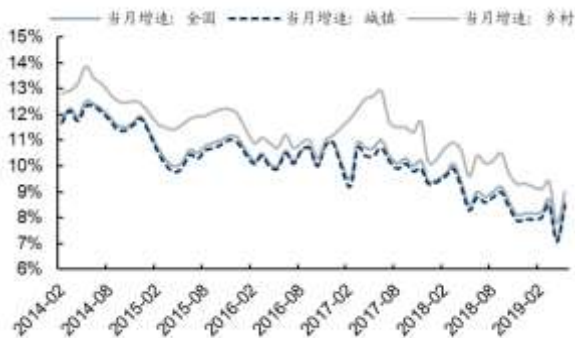
图 2：社零服装零售额增速变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

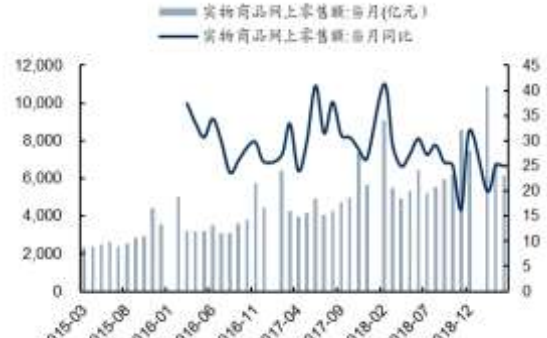
进一步来看，1-5月实物商品网上零售额增长21.7%，渗透率为18.9%，其中穿类商品增速21.2%，线上渠道增速虽同样有所放缓但仍大幅高于社零整体水平；同时从城乡结构来看，乡村增速仍高于城镇增速但差距有所收窄，全年来看，一方面今年电商平台以加速下沉低线，获取新客为首要策略下，另一方面本身低线城市容群的消费理念在不断升级，整体低线消费仍具活力。

图 3：城乡社零增速变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 4：实物商品网上零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

从板块细分行业的表现来看，不同细分行业间也存在明显分化，体育用品、童装、新模式相对仍有着较高的景气度，其中的品牌龙头在行业弱势期间通过自身运营效率的提升，不仅充分享受了所处细分赛道快速增长的红利，同时也通过有效提升自身市占率水平，受益于所处行业集中度提升趋势。

➤ 运动服饰：体育用品仍是纺服板块中增速最快且竞争格局相对最优赛道

国内运动服饰行业近年来一直保持较高增长速度。根据欧瑞数据，2014年起行业整体收入每年增速均超10%，并呈逐年加速增长态势，领跑各服装子行业。

2018年，运动服饰行业整体零售额达到2647.6亿元的历史记录，增速则达到19.6%的近年高点，其中运动鞋类同比增长22.21%，近5年CAGR达15.4%，增速相对更快，运动服装类18年同比增长14.0%，近5年CAGR为7.0%，且皆呈现逐年加速趋势。

图 5: 运动服饰行业增速情况



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

短期来看高增长、高集中度的行业趋势仍然十分明朗且在不断延续之中

今年以来，国内运动服饰行业基本面表现依然靓丽，整体收入增速预计保持在15-20%以上。从各大主要品牌公司公开的资料情况来看，两巨头中 Adidas 大中华区 Q1 增速在 16% 以上，而 Nike 在其包含 1-2 月数据的最新财报季度中录得 25% 的高增速，领跑所有区域并连续 19 个季度双位数增长。此外，份额相对较小的其他两个知名国际运动品牌 Under Armour 和 PUMA 今年 Q1 在亚太区则均录得 30% 左右高增速，而中国市场为带动高增速的重要因素。

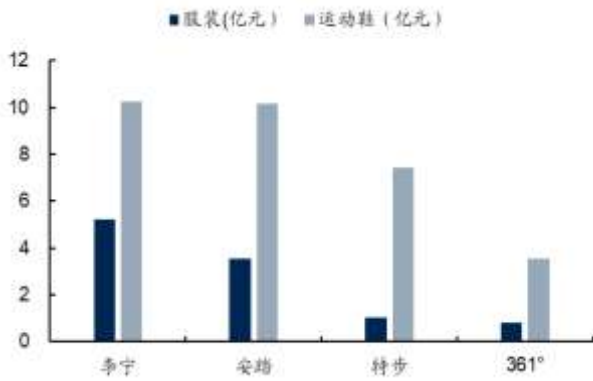
表 1: 2019 年以来行业主要公司基本面情况

公司	国内基本面情况
Adidas	Q1 中国市场销售额表现优异，同比增长 16%
Nike	截至到 2 月 28 日的 18/19 财年第三季度，大中华区销售额同比增长 24% (剔除汇率因素) 领跑所有区域，连续 19 个季度实现双位数增长。
Under Armour	Q1 亚太地区销售同比增长 25%，不计汇率影响同比增长 30%
PUMA	Q1 亚太地区增速达 32.5%，剔除汇率因素 28.6%，中国市场是地区大涨的主要原因
安踏	主品牌零售金额同比 10%-20% 的低段增长，其他品牌零售金额 65%-70% 增长
李宁	全平台 (除童装) 零售流水 20-30% 低段增长，同店 10-20% 中段增长，19 年 Q4 订货会 10-20% 中段增长
特步	零售额增长 20% 以上，同店增长低双位数
361 度	零售额同比低单位数增长，童装低单位数增长

资料来源: 公司公告, 华丽志, 国信证券经济研究所整理

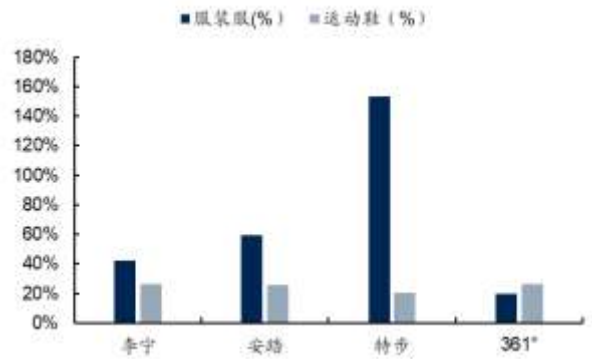
从国产主要运动品牌运营情况来看，Q1 零售额总体保持以较快速度增长，内部有所分化：安踏旗下其他品牌（主要为 fila）增速高达 65-70%，同时李宁、特步增速相对较高均在 20% 以上，而安踏主品牌录得低双位数增长，361 度则表现相对较弱，仅低单位数增长。从线上情况来看，根据淘数据显示，1-5 月各主要国产品牌线上均保持较高增速，其中服装类线上增速相对靓丽，李宁、安踏、和特步均有 40% 以上高增速，而鞋类增长则均在 20% 左右，增速较快。

图 6: 1-5 月主要国产品牌线上淘系销售额对比 (亿元)



资料来源: 淘数据, 国信证券经济研究所整理

图 7: 1-5 月主要国产品牌线上淘系销售额同比增速 (%)



资料来源: 淘数据, 国信证券经济研究所整理

➤ 童装: 行业规模仍在快速扩张, 消费升级下客单价提升趋势明显

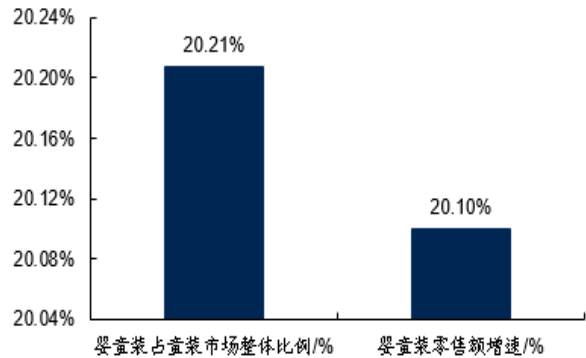
2018 年我国童装市场零售规模约为 2674.52 亿元, 同比增长 14.70%。具体来看, 其中大童装市场规模为 2090.96 亿元, 同比增长 16.2%, 达到自 2005 年以来的最高增速; 其中婴童装市场零售规模约为 422.53 亿元, 同比增长 20.1%, 在出生率下降的背景下, 婴童装市场的高增长预计主要受童装领域消费升级趋势下客单价的提升带动。

图 8: 我国童装市场规模及增速 %



资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

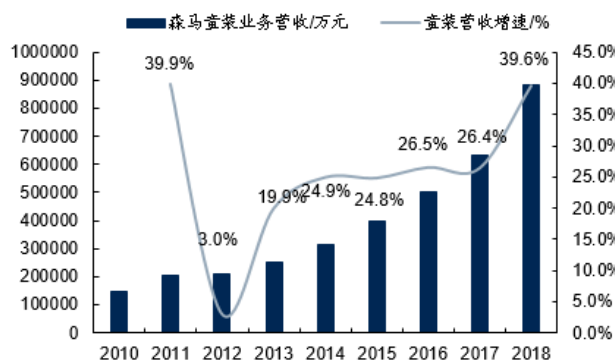
图 9: 我国童鞋市场规模及增速 %



资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

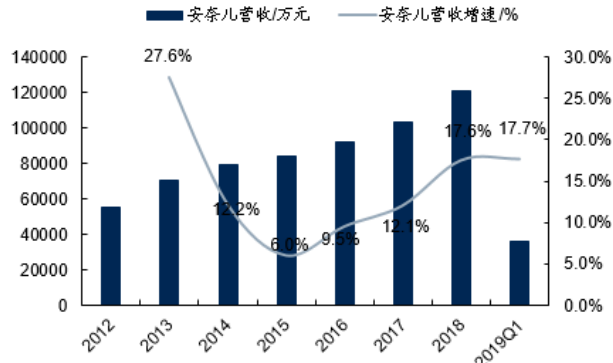
目前 A 股主营童装的上市公司有三家, 分别是森马服饰、安奈儿和金发拉比, 其中森马服饰旗下巴拉巴拉是目前童装行业市占率第一品牌, 2018 年公司通过收购法国童装公司 kidiliz, 其童装规模达到 88.25 亿元。根据三家上市公司的过去营收情况来看, 森马的童装业务和安奈儿均表现较为良好的态势, 森马的童装业务营收自 2012 年开始保持加速上升的趋势, 安奈儿的营收在 2015 年开始保持持续上升的趋势。其中从最新的情况来看, 2019 年一季度, 森马服饰旗下的巴拉巴拉童装品牌营收预计同比增长 30% 以上, 安奈儿实现营收 3.58 亿元, 同比增长 17.71%。两者在今年 Q1 零售行业景气度不高的背景下仍取得了稳健高增长。

图 10: 森马童装营收/万元及增速/%



资料来源: Wind、国信证券研究所整理

图 11: 安奈儿童装营收/万元及增速 /%



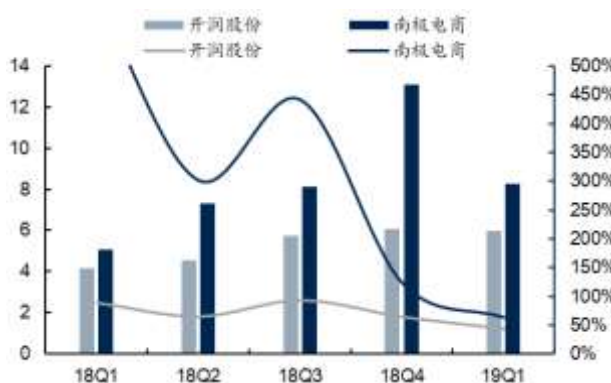
资料来源: Wind、国信证券研究所整理

➤ 新模式: 紧握手大众高性价比消费趋势, 模式创新红利下的爆发式增长

板块内新模式企业主要是指紧握手大众消费广阔赛道, 利用流量优势切入高频化、标品化消费产品, 打造极致性价比商业模式的企业。目前来看, 此类企业增速远高于行业平均水平, 且未受零售环境变化影响仍处于上行通道中。我们认为, 一方面, 传统电商流量增长陷入瓶颈, 以获取新客为主要目的的平台下沉策略在今年各大电商平台中上升到更高的战略高度。因此能够匹配低线消费人群购买力水平同时满足其品质升级的需求的高性价比新品预计将显著受益此次平台下沉政策。另一方面, 国内上游多年积累的优质生产资源近年来出现较大面积的中小产能过剩, 这部分订单机制灵活、工艺相对优良的中小厂商给下游渠道品牌提供了持续扩大优质品类的基础。

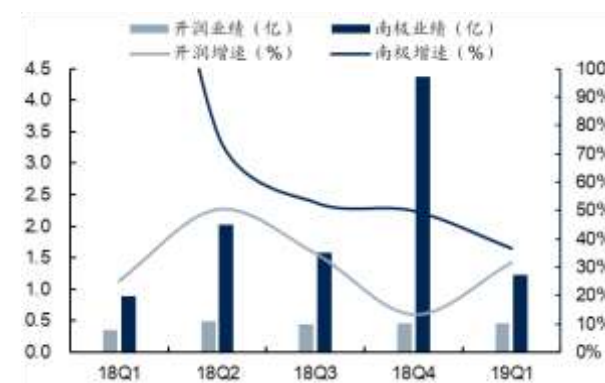
新模式企业中我们主要关注南极电商以及开润股份。南极电商 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 123.88/63.40%至 13.08/8.24 亿元, 进入 19 年后并表影响消除, GMV 保持快速增长同时货币化率企稳提高 0.04pct, 时间互联增速接近 70%; 开润股份 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 64.32/43.99%至 6.06/5.99 亿元, 在业务持续高速扩张下, 规模效应有望显现, 2B 端 19 年 2 月正式并表印尼工厂, 进入 NIKE 供应商体系, 2-3 月收入贡献约 4000 万左右, 而 2C 端估计仍保持高增长水平。

图 12: 新模式重点公司分季度营收及增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 新模式重点公司分季度业绩及增速对比

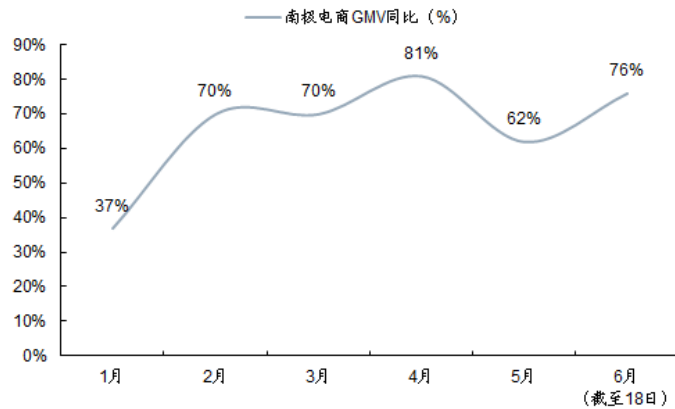


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从最新经营情况来看, 南极电商本部主业品牌授权服务新业务模式仍有巨大潜力, GMV 增速保持强劲, 截止 6 月中旬 GMV 突破 100 亿, 较去年同期增长约 60%, 且今年 618 当天实现 GMV1.55 亿元, 同比 103%。同时公司 Q1 货币化

率稳中有升，未来线上平台占有率的提高和优质供应商客户集团的打造相辅相成，强马太效应不断体现，大众新快消龙头步步成型。而开润股份旗下 90 分行李箱 2018 年国内销量已超越新秀丽，凭借高性价比的产品，未来在出海、非米系渠道的发力值得关注。

图 14: 南极电商 2019 年 GMV 增速变化

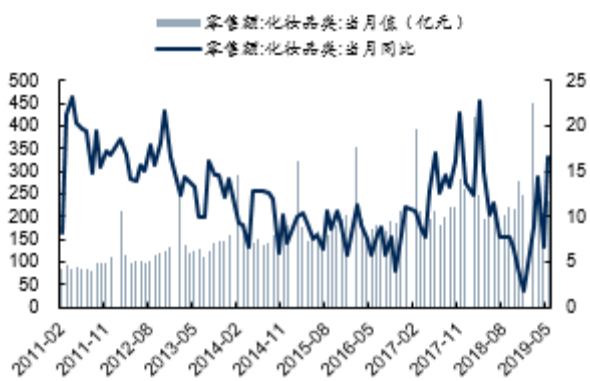


资料来源:国信证券经济研究所整理

日化行业: 行业景气度稳步攀升, 抗经济周期韧性有望显现

根据国家统计局数据显示, 1-5 月限额以上化妆品零售额为 234 亿元, 同比增长 11.3%, 虽然较去年同期 (+14.8%) 略有放缓, 但在所有消费品类中位居第二, 景气度表现依旧极为突出。同时, 根据最新欧睿数据显示, 2018 年我国化妆品行业零售规模达到 4102.34 亿元, 同比增长 12.3%, 达到自 2012 年来最高水平。在日化行业中, 护肤品、头发护理、彩妆、口腔护理和洗沐用品分别占比 50.49%、12.72%、10.18%、9.89%和 5.45%。

图 15: 化妆品零售额当月值及同比增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

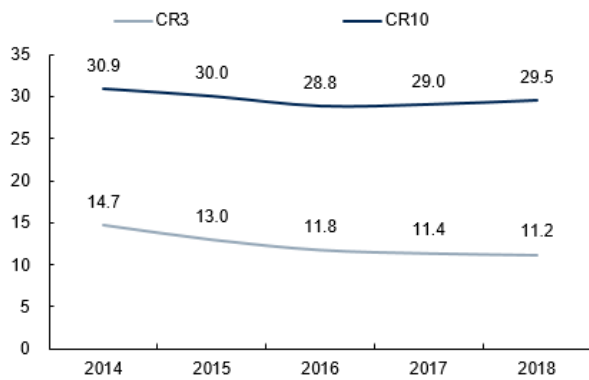
图 16: 我国化妆品行业历年零售额 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

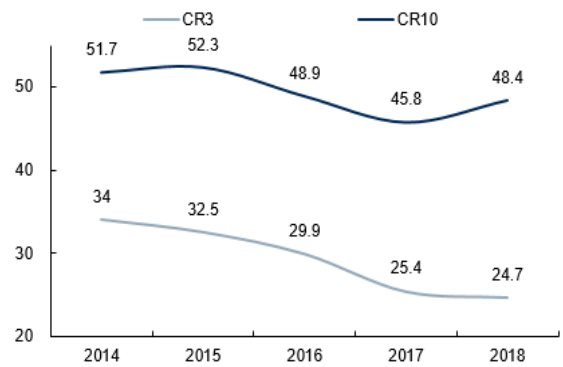
从竞争格局变化来看, 护肤品和彩妆的 CR3 均呈现逐年下降的趋势, 主要系外资大众化妆品品牌在国内的市占率开始不断下降。而 CR10 开始有所提升, 主要系其中中高端化妆品品牌的市占率不断上升。

图 17: 我国护肤品行业 CR3 及 CR10/%



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

图 18: 我国护肤品彩妆行业历年零售额 (百万元) 及增速/%



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

具体从护肤品行业来看, 首先从外资护肤品品牌来看, 巴黎欧莱雅和 Olay 两大巨头的市占率在 2018 年止住下滑的趋势, 其中 Olay 复苏明显, 市占率提升了 0.3pct; 本土护肤品品牌表现较为分化, 百雀羚以 4.5% 的市占率居于第一位, 市占率保持稳定, 自然堂表现优异, 市占率提升了 0.3pct, 一叶子和珀莱雅市占率均表现优异, 市占率提升了 0.1pct, 而本土品牌韩束、佰草集、韩后、雅姿和相宜本草市占率均有下降。

表 2: 护肤品品牌 CR20 市占率/%

品牌	所属公司	2014	2015	2016	2017	2018
百雀羚	上海百雀羚日化有限公司	2.6	3.4	4.0	4.5	4.5
自然堂	珈蓝集团有限公司	2.3	2.5	2.8	3.1	3.4
巴黎欧莱雅	欧莱雅中国有限公司	4.7	4.1	3.7	3.3	3.3
Olay	宝洁 (广州) 有限公司	4.6	3.9	3.2	2.8	3.1
兰蔻	欧莱雅中国有限公司	2.1	2.1	2.1	2.5	3.0
玫琳凯	杭州玫琳凯有限公司	5.4	5.0	4.1	3.6	2.9
雅诗兰黛	雅诗兰黛 (上海) 商贸有限公司	2.0	2.1	2.0	2.5	2.9
韩束	上海上美化妆品有限公司	1.6	2.4	2.7	2.6	2.3
一叶子	上海上美化妆品有限公司	-	0.9	1.3	2.0	2.1
萃雅	无限极 (中国) 有限公司	1.5	1.7	2.1	2.1	2.0
珀莱雅	珀莱雅化妆品有限公司	2.2	2.1	1.9	1.8	1.9
佰草集	上海家化联合有限公司	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7
欧珀莱	资生堂中国有限公司	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6
悦诗风吟	爱茉莉太平洋化妆品 (上海) 有限公司	0.4	0.9	1.4	1.5	1.6
完美	完美 (中国) 有限公司	2.3	2.3	2.1	1.8	1.5
SK-II	宝洁 (广州) 有限公司	0.6	0.6	0.7	1.0	1.5
韩后	韩后化妆品有限公司	0.7	1.0	1.3	1.6	1.4
御泥坊	湖南御家汇互联网有限公司	0.4	0.7	1.0	1.0	1.3
雅姿	安利 (中国) 有限公司	2.5	2.2	1.8	1.5	1.3
相宜本草	上海相宜本草化妆品有限公司	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

行业特征一: 平台扶持+美妆理念更新, 本土新锐品牌开始涌现

今年以来本土的新锐品牌正在不断的涌现。根据智通财经的数据显示, 天猫 618 中 589 个国货美妆品牌成交同比增长 100% 以上, 并且 183 个国货美妆品牌增速突破了 1000%。具体从 618 榜单来看, 与以往的双十一数据不同, 新锐品牌完美日记、Home facial Pro、花西子、稚优泉等本土新锐品牌表现优异, 而老牌的本土日化巨头品牌百雀羚和自然堂等表现一般。

图 19: 618 本土美妆新锐品牌高速增长



资料来源: 智通财经, 国信证券经济研究所整理

图 20: 618 个别本土美妆新锐品牌增速/%



资料来源: 智通财经, 国信证券经济研究所整理

新锐品牌的快速发展一是源于当前消费者的美妆消费理念不断迭代出新, 新概念层出不穷为新锐品牌孕育了大量机会: 对比韩国的美妆历史来看, 韩国经历了基础护肤-此安装-高功能护肤 (药妆和精华类产品)-微整形的历程, 当前我国正迅速从基础护肤转换到彩妆和高功能护肤。

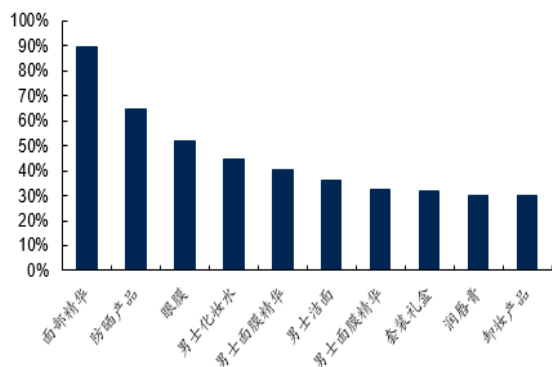
根据头条指数的数据显示, 2019 年 Q1 彩妆的热度超过护肤品, 是细分品类中热度最高的品类。同时, 根据欧睿《美妆行业洞察报告》显示, 2018 年面部精华是增长最快的护肤品类, 而 home facial pro 和薇诺娜等以高功能性和药妆成分为主打的品牌的崛起也正是印证了这一趋势。总体来看, 我们认为 2019 年彩妆和高功能性护肤品仍将保持高速增长。

图 21: 2019 年头条美妆品类热度



资料来源: 头条指数, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2018 年细分品类零售额增长/%



资料来源: 欧睿《美妆行业洞察报告》, 国信证券经济研究所整理

新锐品牌发展同时也离不开电商平台的支持: 进入 19 年, 随着国际品牌面临高基数下不可避免的增速放缓, 天猫美妆要想完成原计划的 50% 以上增长目标, 离不开对国产新锐品牌的扶持。因此我们也从天猫官方年度规划表述关键词的变化中看到, 已从 18 年的“打造美妆 10 亿俱乐部”来到 19 年的“大力扶持近 1000 个小众美妆品牌, 批量孵化超过 50 个年销售额过亿元的单品”在此背景下, 部分优质的国产美妆新锐品牌有望继续受益平台渠道支持得到快速发展。

行业特征二: 高端化趋势持续, 欧美日巨头表现优异, 韩国化妆品表现不佳

从外资化妆品巨头公司的财报来看, 欧莱雅、雅诗兰黛和资生堂集团均延续了 2018 年的优异表现, 主要的增长动力仍来自于中国的高端化妆品的高速增长, 其中欧莱雅集团亚太地区营收同比增长 23.2%, 资生堂集团在中国营收同比增长 19.2%, 其中高端化妆品品牌保持 40% 以上的增长。但是韩国巨头爱茉莉太

平洋 2019 年 Q1 表现不容乐观,这背后折射出整体韩国化妆品在中国目前的境遇,韩国化妆品品牌在中国最早以营销制胜,但是近年来本土品牌在营销上不断追赶,同时加之本土化妆品的研发及营销更迭迅速,而韩国化妆品品牌无法更上快速变化的美妆趋势,导致其在中国表现较为不佳。

同时,我们也注意到,以雅诗兰黛为代表的公司在中国正在通过一定程度的降价以扩大市场份额,2017 年 1 月 5 日起,雅诗兰黛公司下调了旗下品牌包括雅诗兰黛、倩碧、魅可、芭比波朗、祖·玛珑、Tom Ford 和 Michael Kors 等部分彩妆和香氛产品的建议零售价格;2018 年 3 月,雅诗兰黛集团再次在中国区下调了旗下 300 多个护肤、彩妆和香氛产品的建议零售价;今年 5 月 1 日,雅诗兰黛公司下调了旗下全线品牌的部分护肤、彩妆和香氛产品建议零售价。根据雅诗兰黛集团 2019 财年前三季度的报表显示,其毛利率下滑了 1.9 个百分点,预计与其快速增长的中国地区的价格的调有关。

表 3: 上市化妆品公司 2019 年一季报情况

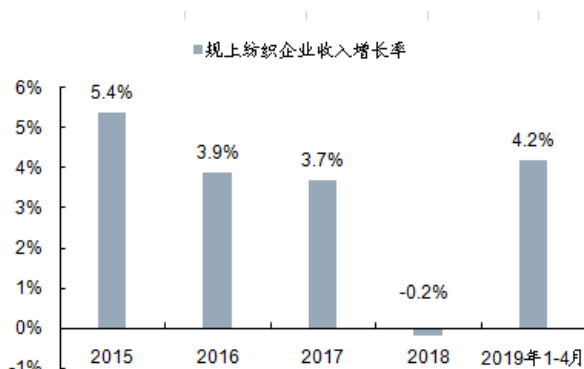
公司	2019 年一季报情况
欧莱雅	整体来看,欧莱雅集团实现营收 75.5 亿欧元(约 572 亿元),同比增长 7.7%。分市场来看,亚太的表现尤为亮眼,营收同比增长 23.2%,跃居集团第一大区域市场;分部门来看,奢侈品部门和活性健康化妆品部门增长强劲,分别增长 14.2%和 13%;分品牌来看,兰蔻、圣罗兰美妆、阿玛尼美妆、科颜氏四大品牌一马当先,均实现超过 15%的增长。
雅诗兰黛 (截至 2019 年 3 月 31 日的三个季度)	整体来看,2019 财年的前三季度雅诗兰黛集团营收同比增长 11%。分区域来看,大中华区营收同比增长 25%,是其增速最快的区域,其中中国区的营收增长有所加速;分业务来看,护肤品业务营收同比增长 21%,彩妆营收同比增长 5%。
资生堂	整体来看,资生堂集团实现营收 2736 亿日元(约),同比增长 3.7%,按照固定汇率计算,同比增长 5.5%。分部门来看,高端化妆品部门仍是增长的主要引擎,同比增长 8%,大众化妆品部门仅同比增长 1%;分地区来看,中国业务在期内实现销售额 525 亿日元,同比增长 19%,占比仅次于日本本国市场的 41.7%,中国已成为其最大的海外市场,具体来看,中国市场的高端化妆品品牌仍高速增长,达到 40%以上(资生堂品牌 40%以上,CPB30%以上),大众化妆品品牌保持稳健增长,中国的线上渠道同比增长 30%以上。
爱茉莉太平洋集团	整体来看,集团实现销售额 16412 亿韩元(约合人民币 95.36 亿元),同比下降 1.3%,其中化妆品业务营收同比下降 0.4%,其中主要经营中高端品牌(雪花秀等)的子公司实现营收 14513 亿韩元(约合人民币 84.32 亿元),同比增长 1%,悦诗风吟和伊蒂之屋两大大众化妆品品牌所属子公司营收分别实现 1546 亿韩元(约合人民币 8.98 亿元)和 501 亿韩元(约合人民币 2.91 亿元),营收分别同比下滑 5%和 23%。
珀莱雅	2019 年 Q1 营收同比增长 27.6%,增速较 2018 年 Q4 有所放缓。线上渠道延续去年高速增长趋势,在电商销售淡季中继续保持 60%左右的增长;线下预计高单位数增长,相对去年全年有所放缓,主要系 Q1 春节因素导致优资莱开店速度放缓所致
上海家化	2019 年 Q1 营收同比增长 5.03%,增速较 2018 年 Q4 有所放缓。

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

上游制造行业:产能集中度提升加速,原材料及汇率释放短期业绩

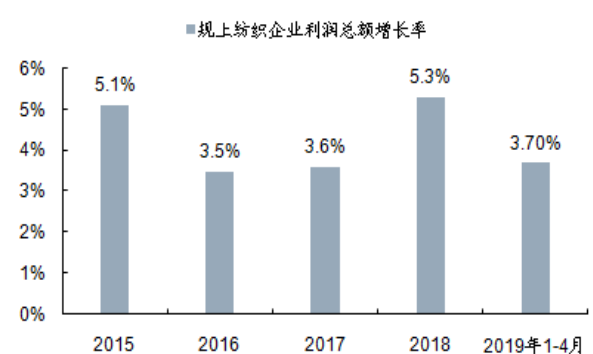
从年初至今上游企业的经营情况来看,截至 4 月,国内规模以上纺织企业主营收入同比增长 4.2%,较去年全年加速 1.7pct,在连续放缓多年后出现一定企稳迹象。而在盈利方面,国内规模以上纺织企业截至 4 月的利润总额同比增长 3.7%,较去年全年提升 2.7pct。整体来看今年以来上游制造企业表现相对稳健,预计与多年环保去产能后,龙头企业基本面相对好转有关。

图 23: 2015 年以来年规模以上纺织企业主营收入增长情况



资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 24: 2015 年以来年规模以上纺织企业利润总额增长情况



资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

从进出口数据来看,1-4 月我们纺织品出口累计金额微增 0.92%,国内服装出

口金额下降 7.94%。其中受贸易纠纷影响，1-4 月我国纺织品类产品对美累计出口增速不断下滑，Q1 出口总额同比下滑 3.5%，2 月及 3 月份当月出口额同比分别下滑 5.3/15.8%，同时，服装类产品 Q1 对美出口总额 2.6%，其中 2 月及 3 月份当月出口增速分别同比下滑 4.6/14.7%。

图 25: 1-4 月国内纺织品出口累计金额微增 0.92%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 1-4 月国内服装出口累计金额下降 7.94%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

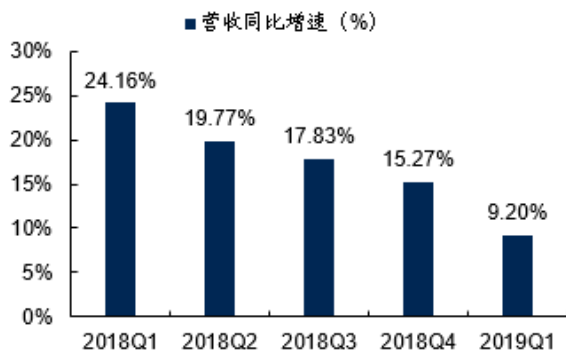
但与之相对应的则是东南亚国家对美国出口数据在今年以来不断加速。根据美国商务部数据，今年 Q1 越南纺服产品对美出口金额达 34.35 亿美元，同比增长 14.2%，增速较往年加快 8.4pct，其中服装类和非服装类同比增长 13.5%，印度出口金额为 21.50 亿美元，同比增长 9.6%，增速较往年加快 11.0pct，服装类增长 12.1%，孟加拉国出口金额 16.29 亿美元，同比增长 15.1%，较往年加快 16.2pct，其中占主要的服装类产品同比增长 17.2%。因此，我们认为在关税政策对国内制造企业越发不利的情况下，通过海外产能布局，绕道东南亚国家进行出口业务，正成为国内企业应对中美关税提高的实质影响和不确定性风险的主要途径。

板块业绩及行情回顾：基本面延续平淡趋势，行情表现相对平淡

业绩回顾：Q1 板块基本受行业承压延续放缓趋势

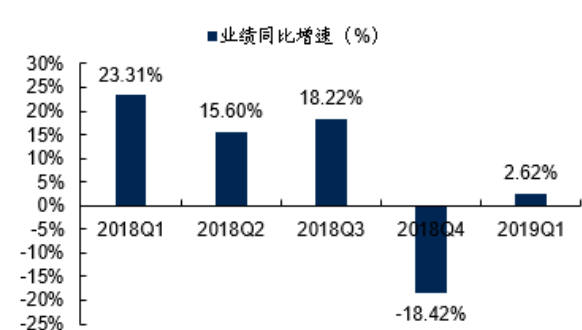
国信纺服日化板块 2019 年 Q1 实现营收 496.92 亿元，同比增长 9.20%，较去年增速有所下降；实现业绩 50.87 亿元，同比增长 2.62%，较 2017 年的增速有所提升；扣非后业绩下降 5.99%，较去年同期略有提升。19Q1 板块营收与行业表现较为一致，在春节因素及高基数等影响下，板块增速相对承压。

图 27: 2019 年 Q1 纺服日化板块营收同比增长 9.20%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 2019 年 Q1 纺服日化板块业绩同比增长 2.62%

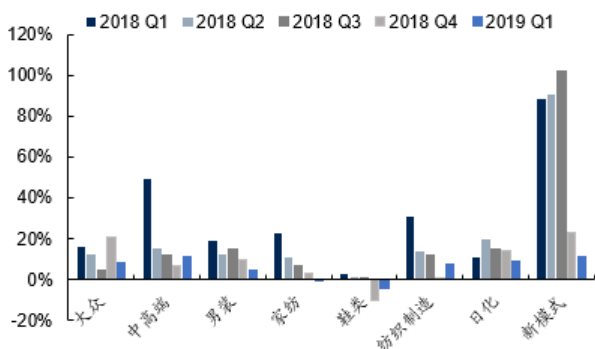


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

分板块来看，从营收增速来看，2019 年 Q1 中高端 (11.53%)>新模式 10.90%>日化 (8.88%)>大众休闲 (8.15%)>纺织制造 (7.64%)>男装 (4.87%)>家纺 (-0.62%)>鞋类 (-4.17%)，从四家港股体育用品披露的一季报经营情况

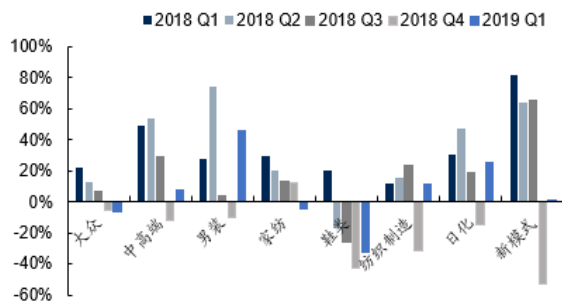
来看，安踏、李宁和特步的零售都获得了较高的增长；从业绩增速来看，男装（45.32%）>日化（25.36%）>纺织制造（11.47%）>中高端（7.32%）>新模式（0.90%）>家纺（-4.84%）>大众（-6.09%）>鞋类（-32.18%）。19Q1 各板块营收表现基本与 18 年全年较为一致，其中中高端服饰的相对表现较为突出，体现具备较强品牌力龙头企业在行业复苏过程中的韧性较强。

图 29: 分季度分板块营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 分季度分板块业绩增速/%



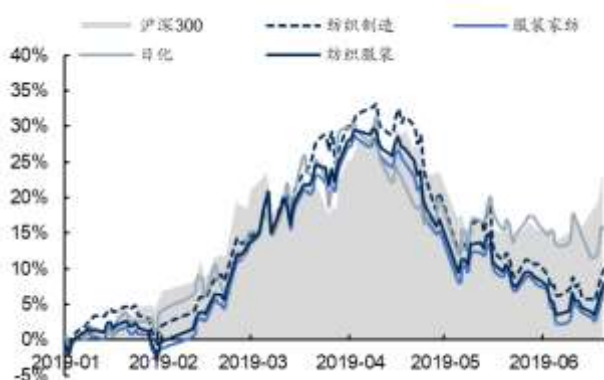
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行情回顾: 今年以来纺服板块跑输大盘 15.30 个点，日化表现相对较好

今年初至 6 月 21 日，SW 纺织服装板块上涨 8.09%，沪深 300 上涨 23.39%，跑输大盘 15.30 个点，其中 SW 纺织制造板块上涨 9.99%，跑输大盘 13.40 个百分点，SW 服装家纺板块上涨 7.35%，跑输大盘 16.05 个百分点，日化板块上涨 15.67%，跑输大盘 7.73 个点，表现相对较好。整体来看，在经历了 Q1 的板块普涨之后，自 Q2 以来，市场风格有所切换，部分龙头白马公司表现仍相对稳健，而中小市值标的回调极为明显。

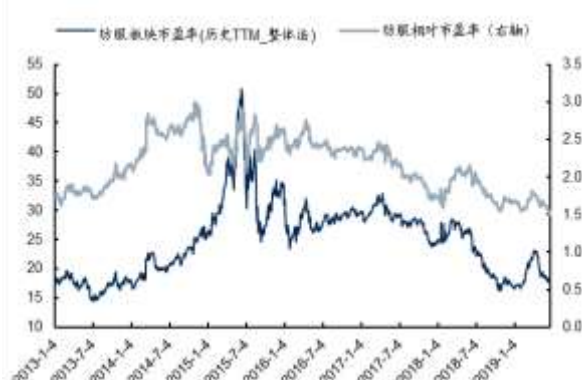
从估值来看，2005 年 1 月 4 日至 2019 年 6 月 21 日，SW 纺服板块 TTM 市盈率均值为 25.60 倍，波动区间为【11.50，57.27】。截至 6 月 21 日，纺服板块整体 TTM 市盈率为 18.58 倍，处于历史区间的下限。相对估值方面，SW 纺服板块相对市盈率（沪深 300，TTM 市盈率）均值为 1.77 倍，波动区间为【0.69，2.99】。截至 6 月 21 日，纺服板块相对市盈率为 1.52 倍，环比继续回落，与历史均值差距拉大。

图 31: 纺服日化板块及子版块今年以来走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 纺服板块估值情况

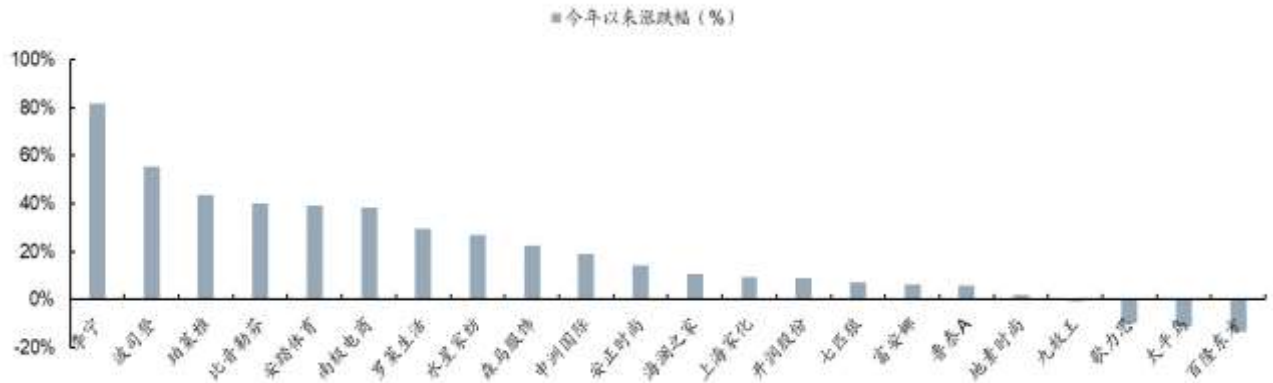


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同时，从我们关注的 22 家重点公司方面，今年以来平均上涨 19.32%，明显强于板块整体。具体来看，重点个股之间表现分化仍然较大，但走势与其业绩基本面表现基本吻合，同时也与其行业内龙头竞争地位有较强相关性，龙头公司的确定性溢价正在显现。其中，李宁、波司登、珀莱雅今年以来涨幅分别为

81.74%、55.41%、43.49%排名前三，分别为国产运动鞋服、羽绒服及化妆品等优质赛道的龙头公司，并具备靓丽的业绩支撑。此外同样属于上述优质赛道并具备较好基本面支撑的高端运动休闲服饰龙头比音勒芬(+40.15%)，国产运动鞋服龙头安踏体育(+39.11%)，新模式大众快消品龙头南极电商(+38.43%)，以及童装龙头森马服饰(+22.55%)均有远高于行业平均的优异股价表现。

图 33: 纺服日化行业重点公司今年以来涨跌幅(%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

展望一:从消费趋势及行业格局角度优选赛道

从消费趋势新常态角度: 重点关注化妆品及新模式企业

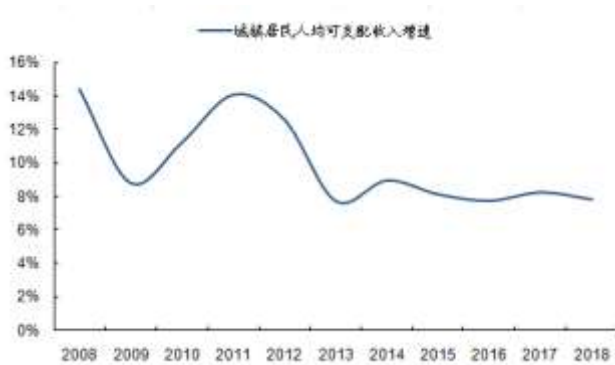
随着经济进入发展新常态, 消费环境也在发生深刻变化, 居民消费能力的变化是消费趋势变化的根本因素, 同时消费者品质消费习惯的养成也对促进理性消费升级产生深远影响: 一方面一二线中产更加偏向理性消费, 注重品牌的同时更关注品质, 另一方面三四线城市需求随着电商渠道下沉推动下正得到进一步释放, 与其消费能力匹配的高性价比产品得到广泛关注。

► 新时期宏观形势推动下, 城市中产步入理性消费时代

经济新常态下, 国民消费偏好及消费意愿在逐年降低

整体来看, 一方面, 当前我国经济环境整体依旧承压, 人均 GDP 增速逐年放缓, 同时人口红利开始衰减, 这些都最终对居民消费能力产生重大影响, 另一方面城镇居民可支配收入水平增速相对平稳, 但城镇居民人均消费性支出占人均可支配收入的比重为 67%, 远远低于美国 93% 的水平, 且 90 年底以后一直处于持续下降的趋势中, 表明国民消费偏好及消费意愿在逐年降低。

图 34: 城镇居民人均可支配收入增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 中国居民消费占可支配收入比重较低且趋势向下



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 中国数据为城镇居民人均消费性支出 ÷ 人均可支配收入

居住、医疗和教育等挤占消费要素, 进一步分化中高层消费能力

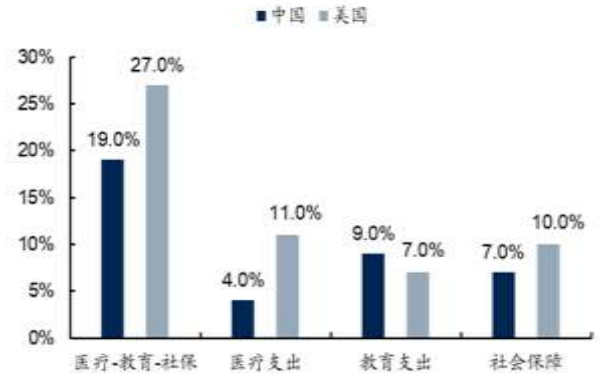
在经济大环境压力较大的同事, 居民消费同时也受到了一部分挤占因素的影响, 导致最终消费意愿的降低。根据国信证券策略研究小组的分析, 挤占居民可选性消费的是居住、医疗和教育, 城市的中产阶级的高杠杆水平和预防性储蓄需求的提升, 会在财富效应和挤出效应上进一步分化中产阶级的消费购买能力, 中产阶级的消费从而受到抑制。

图 36: 2010 年以来居民债务偿还负担日趋加重



资料来源: 国信策略研究, 国信证券经济研究所整理

图 37: 我国医疗教育社保财政支出占居民可支配收入比例



资料来源: 国信策略研究, 国信证券经济研究所整理

国际经验来看, 经济新常态下将逐步迈入理性、品质消费时代

从日本经验来看, 日本消费者的消费特点随着经济结构转变偏好先后经历大众、个性、理性、简约四大阶段。在经济增速放缓, 人口红利衰竭且老龄化问题突显之际, 整个社会的消费进入到理性消费阶段, 消费中对于个性化的彰显以及品质的追求越发强化。

表 4：日本四大消费社会分类

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日和战争胜利至中日战争。 以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生。	从战败、复兴、经济高度增长期开始至石油危机。 大量生产、大量消费，全国一亿人口中产阶级化。	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产小泉改革。 阶级差距拉大。	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少。 人口减少导致消费市场缩小。
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5	5→2	2→1.3-1.4	1.3-1.4
老年人比例	5%	5-6%	6-20%	20-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	(1)西洋化 (2)大城市倾向	(1)大量消费 (2)大的就是好的 (3)大城市倾向 (4)美式倾向	(1)个性化 (2)多样化 (3)差别化 (4)品牌倾向 (5)大城市倾向 (6)欧式倾向	(1)无品牌倾向 (2)朴素倾向 (3)休闲倾向 (4)日本倾向 (5)本土倾向
消费主题	文化时尚	每人一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

资料来源：《第四消费时代》，国信证券经济研究所整理

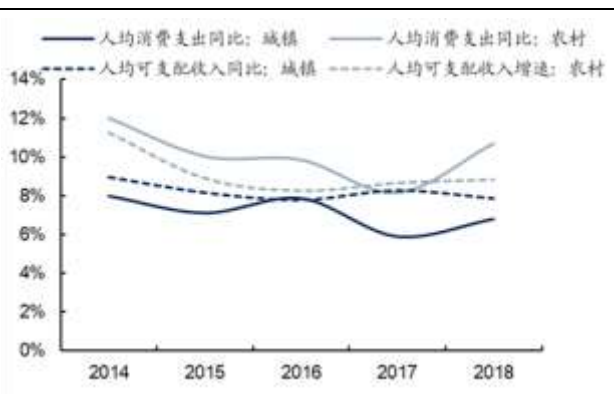
而从我国目前情况来看，正在经历着从第二消费社会向第三消费社会的过渡阶段，步入品质消费时期，对应纺服日化相关产品来看：**低端消费市场在过去几年的洗牌中，极致高性价比的不断标品涌现。**在过去几年，消费品市场的透明化程度迅速提高，那些有着高效供应链优势，低成本的同时保持品质的品牌商崛起。此外，**新兴中产消费者对质量和口味的要求较高，消费过程更是一种个性化的展示，并愿意为此付出溢价。**

➤ 渠道需求下沉趋势凸显，高性价比产品匹配消费力及消费升级需求

减税，扶贫等刺激政策，对低线居民边际改善作用更为明显

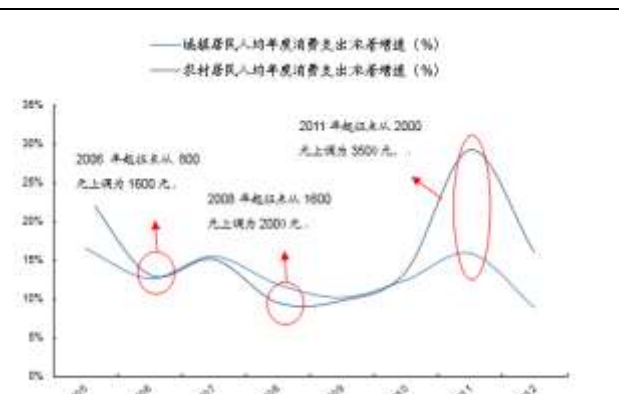
一方面几年的城镇化，经济稳步发展以及国家产业政策支持为低线乡镇居民带来了一定收入基础，因此我们看到，农村居民可支配收入年复合增长率达**9.45%**，人均消费支出年复合增长率达**10.61%**，其增速一直高于城镇居民支出增速。而随着国家促消费及扶贫工作的不断推进、农村供给侧改革的逐渐深入，低线乡镇居民消费信心将进一步提高，消费意愿也进一步提高。同时与一二线城市相比较低的住房压力让这些低线居民面对更小的生活压力，可以将更多地购买优质商品。

图 38：城镇和农村居民人均可支配收入、支出同比增速（%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 39：个税调整对农村衣着支出更为明显



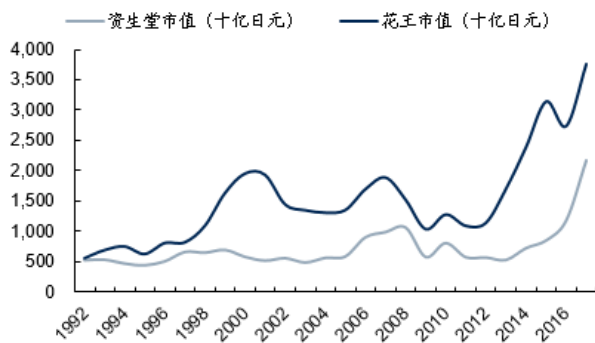
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

另一方面，精准扶贫、个税调整等政策推动下低线城市居民的可支配收入正不断得到提升，在短期内也有这较为明显的提升。而与中产阶层相比，今年的个税政策调整对于低线居民的收入边际改善更为显著：而我们从我国最近三次的个税调整过程来看，前两次个税的调整对服装消费支出均起到了一定的推动作用，且对于农村消费的边际改善相对更为明显。

投资方向一：“口红经济”的代表化妆品行业

在国内经济进入新常态时期，化妆品行业作为口红效应的消费品代表，具备一定抗经济周期韧性。以日本为例，日本经济在二战之后的初期经历了高速发展之后，逐步开始放缓，并在90年代开始进入停滞期，1992年至今，GDP增长徘徊在正负3%之间。但这期间仍然诞生了万亿市值的化妆品龙头企业。从日本经济开始陷入衰退的92年至今，资生堂以及花王集团的营收取得了稳健向上的营收增长，股票市值则分别增长了4.2倍和6.8倍。一方面，化妆品作为悦己型商品的典型代表，并未像其他炫耀型的奢侈品一般在消费压力增加之时被日本国民放弃，而是在其消费习惯逐步养成后实现了量价齐升。另一方面也与四大品牌自身的运营有关，不仅顶住了来自国际品牌的竞争压力，同时也实现了自身的对外扩张和全球化布局。

图 40：资生堂&花王集团市值变化



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 41：资生堂&花王集团营业收入增速（%）

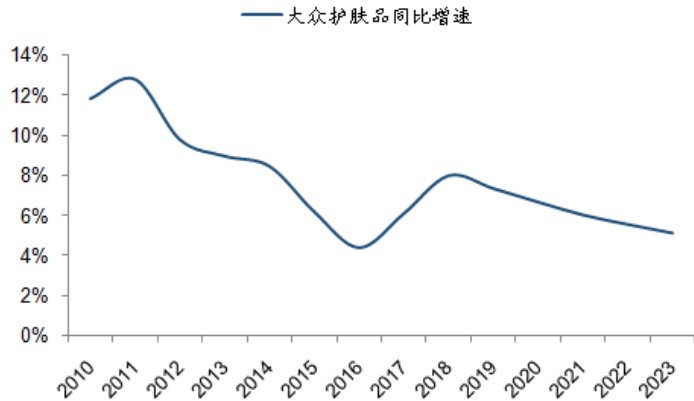


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

渠道+产品+资本助力，本土大众美妆品牌仍存超车机会

从国内上市的国产大众美妆品牌角度，我们认为未来在三个方向存在机会：低线城市的护肤理念的崛起，年轻化护肤人群持续扩大以及社交电商等新兴渠道爆发。2017年，大众护肤品品销售额增速逆转持续5年的下滑态势开始上升，2018年继续快速增长。根据欧睿数据的预测显示，2018-2022年我国大众护肤品仍将保持5%以上的增速，显示我国大众护肤品市场仍有一定上升空间。

图 42: 大众护肤品行业增速情况

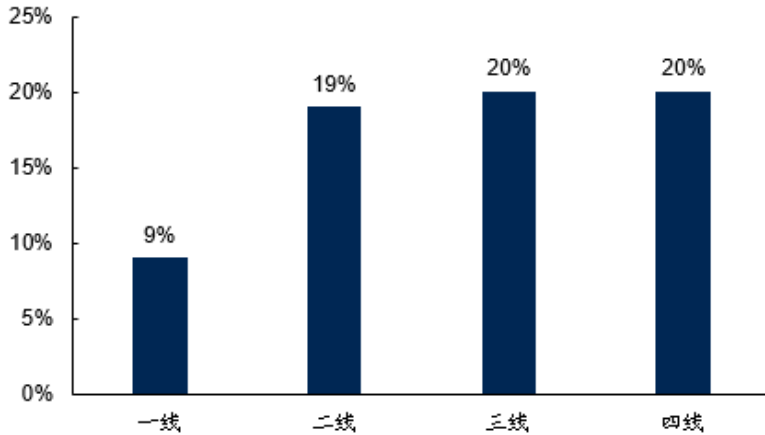


资料来源: 欧睿咨询, 国信证券经济研究所整理

我们看到本土化妆品在大众美妆市场中具备较为显著的竞争优势, 在行业整体仍在快速发展过程中, 龙头品牌有望借力实现快速发展:

1) 从渠道来看: 国产化妆品品牌主要发力于低线城市中低端市场, 渠道下沉较为充分, 同时, 近年来随着新兴电商渠道的崛起, 借力优质流量品牌, 国产品牌有望打开新的快速发展空间。

图 43: 各线市场美妆销售增速



资料来源: 凯度咨询, 国信证券经济研究所整理

2) 从产品定位来看: 国产品牌本身在产品定价较低, 与欧美高端品牌形成一定差异化竞争, 同时, 近年来国产品牌不断加大研发投入, 产品品质及性价比快速提升, 在价格敏感性较高的学生以及三四线客群中进一步提升了产品粘性。

3) 从品牌营销来看: 虽然一直以来品牌力是国产品牌的薄弱之处, 且短期提升难度较大, 需要长时间培育的过程, 但随着社交媒体营销的流行, 以及年轻中产对于品牌选择多元化的追求, 国内品牌通过针对性的品牌营销, 在部分爆款产品的打造中同样有望取得一定弯道超车优势。

4) 国产化妆品公司的纷纷上市, 借助资本的力量, 有望通过外延并购等方式补足产业短板, 不断丰富产品品类并推动多品牌发展。如珀莱雅两度公告参与发起设立的投资基金完成私募投资基金备案等。

从个股来看, 我们重点关注的珀莱雅以及上海家化

珀莱雅: 主品牌在持续的新品推出以及品牌形象升级的推动下仍具活力, 单品店优资莱有望在 Q2 恢复快速扩张后持续贡献营收增量; 电商渠道 Q2 表现稳健, 在此基础上公司中报稳定高增长有望延续; 长期来看公司身处大众美妆优质赛道, 具备板块稀缺性, 多品牌布局推进下具备较强外延预期。

上海家化: 2019 年公司目标力争营收实现双位数的增长。其中美容护肤和个护目标为两位数以上的增速, 而作为 19 年工作重点的佰草集品牌在品牌定位和发展战略梳理完善后恢复正增长可期。考虑公司品牌矩阵丰富, 平台运营能力强大, 原品牌调整结束后业绩增长仍具较强稳定性, 且内生外延下长期具备多品牌扩张预期。

投资方向二: 定位大众高性价比的新模式龙头

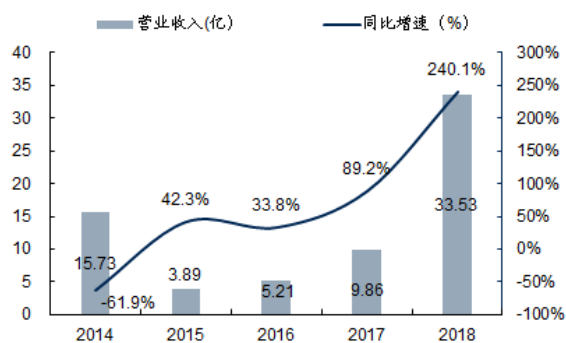
以南极电商以及开润股份为代表的新模式企业, 在产品上通过整合国内优质中小产能, 打造极致性价比的大众消费品, 符合当前潜力巨大的低线消费市场的消费偏好; 在渠道上, 借力当前电商渠道向低线城市下沉趋势的加强, 通过新品快速迭代进一步扩大自身用户规模基础。

➤ **积极整合优质中小优质产能, 打造高性价比产品**

结合当前我国大部分纺服小企业仍面临产能过剩的问题, 集群化和规模化能够更好的帮助解决产能过剩的问题。同时, 借助电商平台和互联网的发展红利, 一些服装品牌在经营方式和策略上进行了重大变革, 从自产自销产品的传统经营模式向面向厂商的综合品牌服务平台模式转变, 这类具备一定流量资源的品牌商可以根据渠道数据的集合对供应商在产品生产、供应链服务上予以支持和赋能, 并为大量的中小供应商找到流量入口。

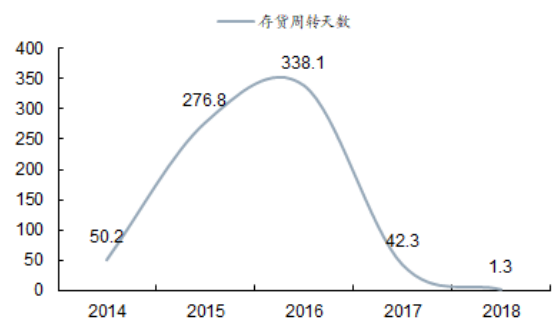
具体来看, 南极电商正是借助线上运营数字化大幅降低品牌授权业务的运营难度的背景下, 利用自身品牌知名度建立了完整的品牌授权生态体系, 实现快速扩张。同时, 开润股份也是将自身优质供应链对接小米渠道, 两年时间迅速扩张成为全网旅行箱品类第一。在这样的去中心化的模式下, 两者实际上由生产型企业转变成了 2B 的服务型企业。同时产品品类的选择方面, 均瞄准了高消费频次的标准化商品, 可以做到边产边销, 最大程度压缩厂商的生产成本和自身库存压力的基础上打造高性价比产品以匹配下沉市场消费需求。

图 44: 南极电商转中后营收快速增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 45: 南极电商转型库存变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ **流量下沉渐成主流, 已具用户规模及新品打造基础品牌具备优势**

整体来看, 电商渠道仍然是零售市场中增速相对最高的渠道之一, 但近年来由于流量红利的消退, 整体进入边际放缓的趋势。根据电子商务研究中心的数据显示, 中国网络零售市场的交易规模增速从 2014 年以来呈现持续放缓的趋势。社零数据中 Q1 线上增速约 21%, 较去年同期 34% 有较为明显的放缓, 同时,

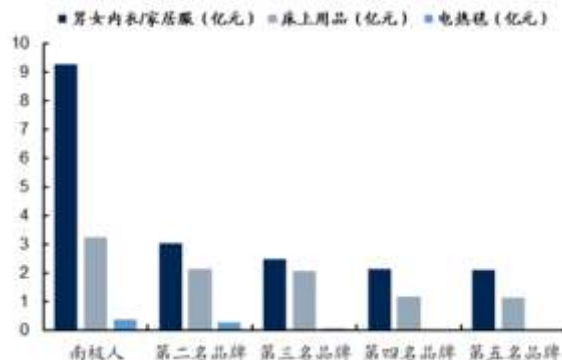
规模以上快递业务量自 2016 年 3 月以来增速也呈现逐步放缓的趋势。

图 46: 规模以上快递业务量呈下滑趋势



资料来源: 电子商务研究中心, 国信证券经济研究所整理

图 47: 南极电商优势品类优势极为明显



资料来源: 淘数据, 国信证券经济研究所整理

为了应对流量红利衰竭, 增速放缓趋势, 主流今年以来纷纷以低线下沉为主要策略, 以达到新客获取的最终目的。这一策略也会平台带来了新的增量, 根据阿里巴巴最新财报显示, 淘宝天猫在过去一财年的新增用户超 1 亿, 77%都来自下沉市场。

表 5: 各种平台下沉拉新为未来主要战略

平台	下沉措施
阿里	新客战略: 包括平台新客、品类新客和品牌新客, 618 重启聚划算承诺全网最高优惠, 最低定价; 新品战略: 未来三年将品牌完成 1 亿次新品首发, 孵化 100 个 10 亿品牌。
京东	618 以获取新用户为第一目标, 下半年将在微信平台上线全新的针对下沉市场的产品
拼多多	19 年将继续联合超过 100 个知名大品牌, 定向直补不低于 5 亿元, 以促进“品牌下乡”和农村消费市场升级”。

资料来源: 亿邦动力网, 国信证券经济研究所整理

而对于今年以来的平台新政, 南极电商以及开润股份均有望明显受益:

一方面, 流量的获取离不开优质新品的快速推陈出新, 以吸引新的客群。而南极以及开润已经在优质产能的整合上具备较强的经验基础, 达到了极致的成本效率与周转速度, 新进品类也可以迅速与赛道内原有企业成倍拉开销售差距, 同时目前通过品控、设计等增值服务方面的大力投入, 能够进一步帮助品牌在各个品类中的销量和市占率快速提高, 并且可以在短时间里打造“爆款”产品。

另一方面, 低线消费人群近年来对于品牌的认知度在不断提升, 目前线上马太效应凸显, 品牌集中化趋势开始凸显。从近年的趋势来看, 由于服装在线上的渗透率已经较高, 逐渐步入流量的存量竞争时代, 服装品牌的线上线下融合趋势明显, 大品牌流量优势明显, 而淘品牌在流量红利消逝的大背景下颓势尽显。

未来我们建议继续重点关注板块新模式龙头南极电商以及开润股份:

南极电商: 上半年公司基本面仍有高速增长, 截止 6 月中旬公司 GMV 突破百亿, 较同期增长 60%; 公司商业模式独特, 紧握大众消费广阔赛道, 利用流量优势切入高频化、标品化消费产品, 打造极致性价比商品符合当前消费趋势; 受益淘宝流量新规则, 主品牌核心类目优势不断加强, 新品类开拓可期, 长期来看增长动力持久。

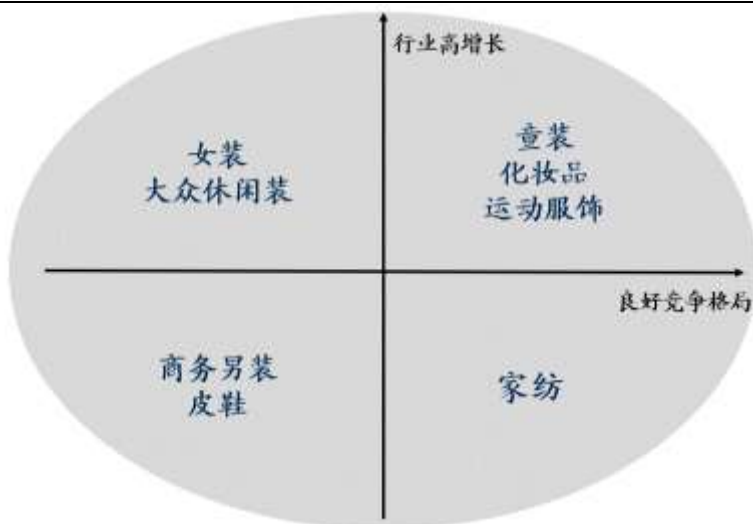
开润股份: 公司近年全面转型智能出行提供商, 在小米生态加持下成功打造旅行箱“90”分品牌, 实现爆发式增长。近期公司继续在 C/B 两线并行发力, 2C 方面将持续丰富产品品类, 增添新品牌, 并加大自有渠道拓展力度, 有望在保持相对较高增速情况下, 逐步提升盈利能力; 2B 方面, 随着印尼收购原耐克三大供应商之一落地, 除直接订单收益外, 更有望获得强大的背书效应, 吸引更多国际顶级 B 端客户。我们认为公司主业经历前期的爆发式增长已开始具备一

定规模，向高质高速阶段迈进，中长期高增长确定性较高。

从行业格局角度：关注行业空间大，集中度提升的体育用品及童装行业

我们在此前对消费牛股复牌中总结过，一个能孕育优势消费龙头的赛道必须满足两个条件，首先自身行业空间足够大且在快速增长中，其次是竞争格局良好龙头具备集中度提升趋势；从当前品牌服饰的细分行业来看，童装以及运动服饰最为符合上述两大特征，而两者也在过去一年消费整体景气度相对低迷的背景，仍然取得了极为优异的表现。

图 48: 从竞争格局以及行业增速角度看待当前各细分赛道发展情况



资料来源:国信证券经济研究所整理

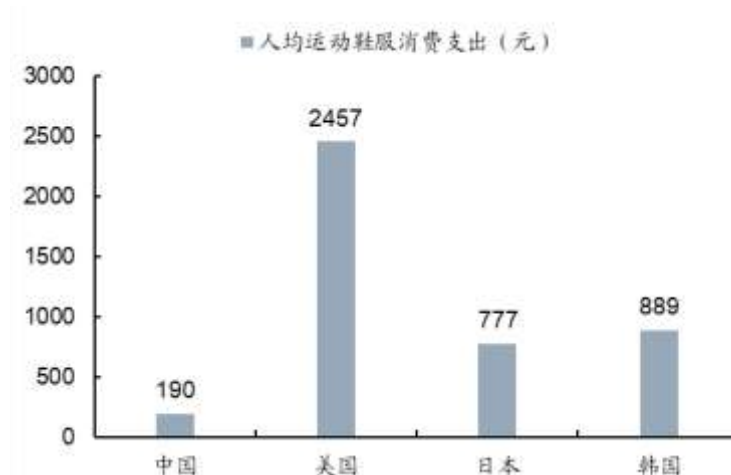
投资方向三：运动服饰行业，国产品牌崛起

➤ **产品特征结合专业功能及休闲时尚，单一品牌发展空间潜力巨大**

首先从行业空间来看，在服装行业的各个子行业中，运动服饰凭借独特的产品特质具备较广阔的可覆盖客群：一方面，主流运动项目本身的标准化和各类人群对体育锻炼及体育娱乐的无差异追求，使得消费者覆盖几乎所有年龄、性别、职业、及收入等层面人群；另一方面，运动服饰的价格定位本身不高，因此在低线消费升级背景下，产品能够顺利实现市场的下沉，通过加速覆盖低线消费群体扩大整体规模。

从数据来看，根据欧睿国际数据，国内人均体育鞋服年消费额已经由 2007 年的 59.8 元提高至 2018 年的 189.8 元，增幅较两倍还多，但与发达国家对比来看，国内体育鞋服消费水平有很大提升空间，与中国相邻的日本与韩国 2018 年人均体育鞋服年消费额分别达到了 777 和 889 元，而在综合体育相对领先的美国则高达 2457 元。表明韩各样未来空间依旧广阔。

图 49: 2018 年人均运动鞋服消费支出的国际对比。



资料来源:欧睿, 国信证券经济研究所整理

➤ 行业前景: 体育消费升级进行时, 量价有望持续齐升

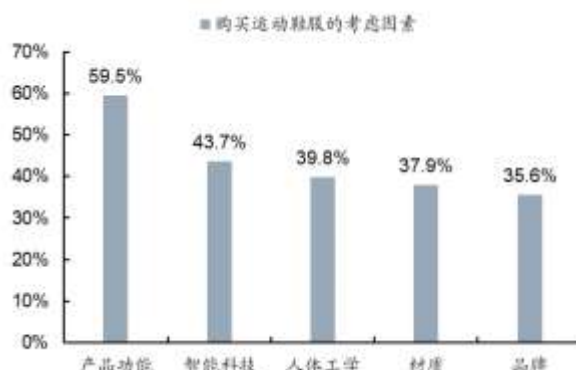
居民体育锻炼意识的崛起是体育用品消费基石, 总体来看, 当前世界主流的运动项目都已进入中国多年, 整体成熟程度不断提高, 而根本的表现为大众爱好者数量达到相当比例, 运动频次较高, 整体专业度水平提升。

图 50: 经常参加体育锻炼的人数 (亿)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 51: 2018 国内运动者购买运动鞋服时的考虑因素



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

在这一过程中, 消费者对运动装备, 尤其是运动鞋服的专业功能性需求也有显著提升。根据艾瑞咨询报告, 2018 年对鞋服的功能性有中等以上要求的国内运动者占比已经达到 67.8%, 而运动者在购买运动鞋服时, 近 60% 的人考虑产品功能性, 高居所有考虑因素榜首, 相比之下仅 35.6% 的人将品牌列入了考虑因素。因此, 就跑步运动来看, 2017 年国内跑者在购买跑鞋和购买服装配件方面的花费为 2036 和 2099 元, 较上年分别提高了 386 元和 788 元, 这一方面由于专业功能性更强的鞋服价格会更为昂贵, 另一方面, 功能性要求提升也会导致累计跑步超过一定距离后跑鞋更换频率的提高。

体育政策鼓励加码, 冬奥会有望成为契机

自 2015 年以来体育行业政策力度一直处于较高的水平, 政策致力于全面完善的体育产业体系, 培养一批有影响力的高质量体育品牌和企业。体育用品及服饰行业作为我国体育产业中的主要部分, 将直接受益于政策对行业整体和细分市场的发展推动。

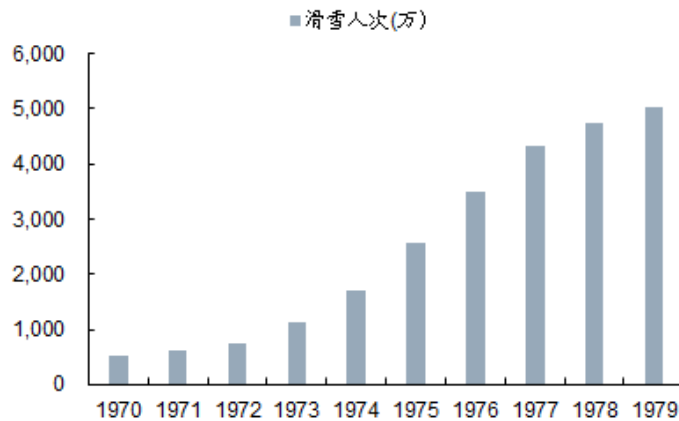
表 6: 近年来部分体育相关重要政策文件

时间	政策文件	部门	关键内容
2014.10	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国务院	到 2025 年,基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系,体育产业总规模超过 5 万亿元,经常参加体育锻炼人数达到 5 亿。
2016.05	《体育发展“十三五”规划》	体育总局	到 2020 年全国体育产业总规模超过 3 万亿,在国内生产总值中的比重达到 1%,体育服务业增加值占比超过 30%。体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%。经常参加锻炼人数达到 4.35 亿、人均体育场地面积达到 1.8 平方米。
2016.06	《全民健身计划 2016-2020》	国务院	每周参加 1 次及以上体育锻炼的人数达到 7 亿,经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿,体育消费总规模达到 1.5 万亿元,全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源。
2016.09	《青少年体育“十三五”规划》	体育总局	到 2020 年青少年体育活动更加广泛,训练基础更加坚实,基本公共体育服务更加协调,每 2 万名青少年拥有一个青少年体育俱乐部,认定国家高水平体育后备人才基地 380 个左右,国家级体育传统项目学校达到 500 所,常年在体育传统项目学校训练的运动队达到 3 万个以上。
2016.11	《冰雪运动发展计划(2016-2025 年)》	体育总局	以筹办 2022 年冬奥会为契机,在京津冀地区建设一批能承办高水平、综合性国际冰雪赛事的场馆,并积极普及冰雪运动项目,大力发展冰雪健身休闲业、高水平竞赛表演业和冰雪旅游业,带动全国冰雪运动发展。建设一批国家冰雪产业示范企业,2025 年达到 20 个;
2017.08	《全民健身指南》	体育总局	提出了不同体育活动方式的健身效果、运动能力测试与评价方法、体育健身活动原则、体育活动方案要素案等内容。涵盖了青少年、成年人、老年人等健康人群的运动健身指南和不同慢病人群的运动处方。
2018.01	《马拉松运动产业规划》	体育总局、发改委、工信部、科技部、旅游局等 11 部委	(1)到 2020 年,马拉松运动产业规模将达到 1200 亿元,出现十大品牌赛事运营公司和 10 家品牌马拉松运动产业技术服务装备商;全国马拉松赛场次(800 人以上规模)达到 1900 场,中国田径协会认证赛事达到 350 场,各类路跑赛事参赛人数超过 1000 万人次。
	《自行车运动产业规划》		(2)到 2020 年,自行车运动产业总规模力争达到 1500 亿元,各级各类自行车赛事活动达到 5000 场。
	《击剑运动产业规划》		(3)到 2020 年,基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的击剑运动产业体系,全国参与击剑运动的人数规模达到 20 万,形成 700 家以上具备高水准的击剑运动俱乐部。
2018.12	《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》	国务院	到 2025 年,建设若干体育竞赛城市和体育竞赛表演产业集聚区,推出 100 项体育精品赛事,打造 100 个体育竞赛表演品牌,培育一批具有较强市场竞争力的体育竞赛表演企业,体育竞赛表演产业总规模达到 2 万亿元

资料来源:本门官网,国信证券经济研究所整理

另一方面,2022 年北京冬奥会将成为促进我国冰雪相关产业快速发展的重要动力。从政策方面,国家提出以冬奥会为契机大力发展并普及冰雪项目,以点带面向全国推广,而从国际经验看,冬奥会的筹办和举行对于冰雪项目在该国大众群体中的推广有着较大的推动作用,以美国为例,冬奥会举办前十年间滑雪参与人次翻了近 10 倍之多,其中出现连续三年出现了 50% 的高速增长。

图 52: 1980 年举办冬奥会前美国滑雪人次快速增长



资料来源: ISPO, 国信证券经济研究所整理

➤ 竞争格局: 行业竞争格局持续优化, 龙头企业产品升级步入快车道

从竞争格局来看,运动服饰于世界范围内都具备龙头集中度相对较高的特征,存在 Nike 这样体量巨大的单一品牌。而作为全球巨头的 Nike 和 Adidas 公司市值分别高达 9000 亿和 4000 亿人民币,国产龙头安踏近期市值也已达到 1200 亿人民币。综合来看,运动服饰行业能够孕育出大体量单一品牌和大市值公司。

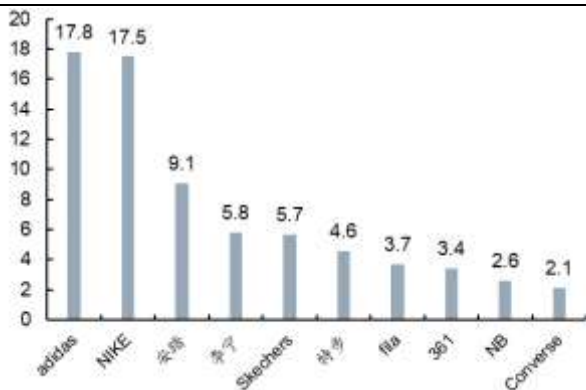
表 7: 体育用品公司市值及主品牌收入比较

公司	近期市值 (亿元)	主品牌最新年报收入 (亿元)
Nike	9078	2389 (含 Jordan 品牌)
Adidas	4007	1538
Lululemon	1593	228
Under Armour	748	360
安踏	1212	160 (估计)
李宁	294	105

资料来源:wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

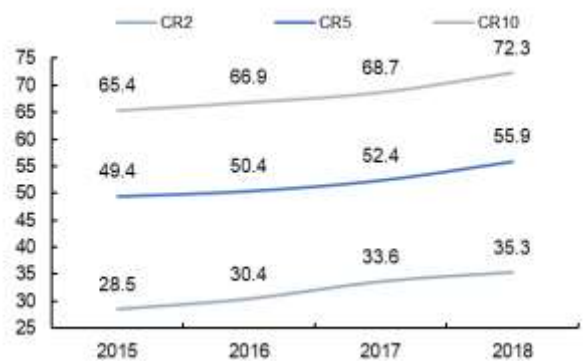
与国际一般情况相一致, 运动服饰行业在国内的所有服装子行业中表现出了最高的集中度, 甚至高于世界整体水平, 并在过去数年稳步提升。按单品牌(童装品牌单独计算)看, 2018 年行业两大国际巨头 Adidas 和 Nike 市占率分别为 17.8%和 17.5%, 合计市占率在 10/15/18 年分别为 22.9/ 28.3/35.3%, 提升明显; 随后的安踏、李宁、和 Skechers 三大品牌 2018 年市占率分别为 9.1%、5.8%、和 5.7%, 因此行业 CR5 高达 55.9%, 在 15-18 年间提升 6.1pct, CR10 则高达 72.3%, 提升 6.9pct。若按公司计算, 则去年行业 CR2/5/10 分别为 42.6/69.3/83.7%, 行业高度集中表现更为明显。

图 53: 2018 年国内前 10 运动品牌零售市场份额 (%)



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

图 54: 15-18 年运动品牌行业集中度趋势 (%)



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

从目前国内运动鞋服市场竞争格局来看, 大体分为以 Nike、adidas 为首的国际品牌、以安踏、李宁等为代表的国产龙头公司和其他非上市国产品牌三类, 这三类品牌的主要价格定位较为分明: 国际品牌雄踞高端和中高端市场, 国产龙头公司主打中端和中低端市场, 而其他国产品牌主要在低端和部分中低端市场。这样的格局的形成, 综合体现为品牌力的差异, 但本质差异在于产品力, 核心依然是专业功能性和时尚设计性。

表 8: 国内体育鞋服市场定位比较—以篮球鞋为例

品牌组	知名国际品牌	国内龙头公司	其他国产品牌
代表	Nike、Adidas、Under Armour 等	安踏、李宁等	鸿星尔克等
-产品定位-			
当季、上季	高端	中端、中低端	低端、中低端
过季、工厂店	高端、中高端	中端、中低端	低端
-篮球鞋主要价位-			
当季、上季	900-1500	300-700	100-300
过季、工厂店	600-1000	150-400	<200

资料来源: 天猫商城、线下调研, 国信证券经济研究所整理

板块内我们建议重点关注比音勒芬、李宁和安踏体育:

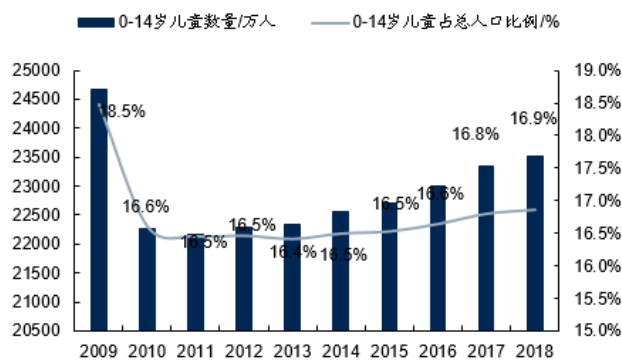
2014年后行业整体调整结束并快速恢复10%以上增速，但行业格局发生重大变化，两级分化明显。一方面，国际品牌因较强的产品及品牌力而受到需求升级同时购买力提升的消费者青睐，充分享受红利而高速增长，引领行业整体。另一方面，因产品力较差而缺乏核心竞争优势的非头部品牌公司市占率显著下滑，逐步退出市场，同时，即使一些具有一定名气的头部品牌公司，在变化了的环境中，也因丧失了竞争优势最终倒闭破产。

总体而言，历经调整后的国内运动鞋服行业更加成熟，集中表现为很强的马太效应，龙头公司强者恒强。包括李宁和安踏在内的运动服饰龙头，首先不断通过研发投入及对外合作提高自身技术以及时尚设计水平，为产品力的提升打下支撑，并具备了价和量方面的提升空间。在此基础上国产龙头一是加速巩固了自己在中端及中低端市场中的地位，能够在持续提高新品价格、减少折扣率的情况下增加销量，扩大份额，另一方面也能够通过顶级产品向利润更高的中高端甚至高端市场进行渗透，强化自身调性及品牌力。此外，在一些具备较大潜力和特色的体育服饰细分领域，也存在优势明显的龙头公司，其中比音勒芬深耕中高高尔夫运动，打造出一些列专业比赛服和高尔夫风格休闲服，在中高端服饰领域将运动功能性与休闲时尚良好结合，形成了独特的品牌优势，具备较大成长空间。

投资方向四：童装行业景气度维持高位，头部品牌市占率逐年提升

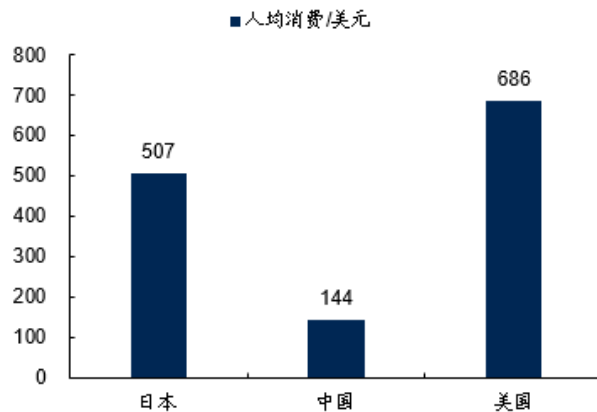
对比发达国家美国和日本来看，我国的童装的人均消费（童装市场整体的零售额/0-14岁儿童数量）相较于发达国家的人均消费仍有一定的提升空间（欧睿的数据），2017年，我国童装的人均消费为144美元，而同期日本和美国童装人均消费为507美元和686美元。

图 55: 童装的细分市场规模及增速



资料来源：Euromonitor、国信证券研究所整理

图 56: 儿童鞋服人均消费



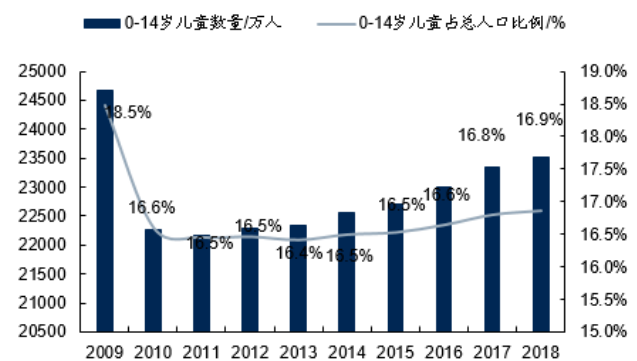
资料来源：Euromonitor、国信证券研究所整理

行业驱动：消费频率以及消费均价的提升更值得关注

具体来看，首先儿童数量以及出生率直接决定着童装市场的容量，但是消费频率以及价格提升带来的市场规模的提升更值得关注。虽然近年来出生人口下降对整体的童装市场造成了一定的承压，但是“全面二孩”的政策效果有望持续显现，对童装市场有望起到增益的效果。具体来看，2015年国家决定全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策后，2016年和2017年我国出生人口和出生率有大幅提高。虽然2018年我国出生人口和出生率比2017年有所下降，但根据国家统计局的数据显示，育龄妇女的生育水平看仍高于“单独两孩”和“全面两孩”政策实施前的水平；从生育孩次看，出生人口中二孩及以上出生人数和比重也明显高于一孩。这显示“全面两孩”政策对促进生育水平起到了积极作用，

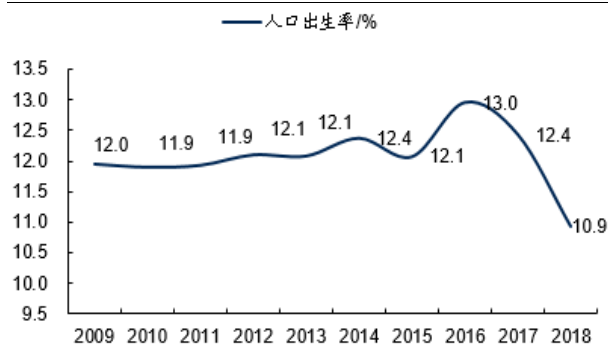
二孩出生数量在很大程度上缓解了一孩出生数量减少的影响。

图 57: 0-14 岁儿童的数量及人口占比



资料来源：国家统计局、国信证券研究所整理

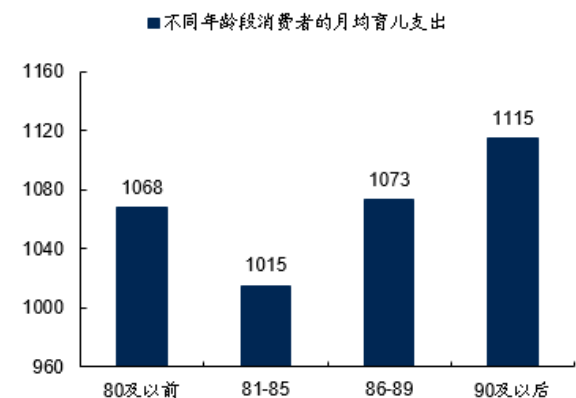
图 58: 我国历史出生率



资料来源：国家统计局、国信证券研究所整理

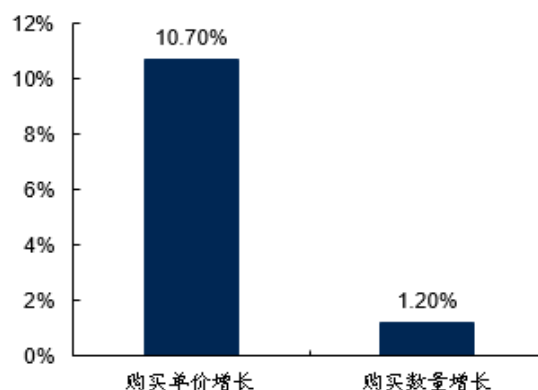
由于童装的使用者儿童没有经济能力，消费主体是其父母和抚养人，所以其抚养人的育儿观念对童装的消费有较大的影响：当前，一方面晚婚晚育以及少生使得儿童俘获了整个社会与家庭前所未有的高度重视，儿童消费在家庭中的占比也不断的提升。另一方面，随着 80/90 后进入生育期，他们较为先进的消费观念使得其育儿质量明显提升，相应对子女衣物的开支有所增加。2010 年左右，以 80 后为主的人群开始进入结婚生育期，出生人口并没有大幅增长，但是童装行业开始高速增长。根据 CMBE 发布的《2017 中国孕婴童消费市场调查报告》显示，当前 90 后的月均育儿支出为 1115 元，高于 80 及以前的消费者。

图 59: 不同年龄段消费者的月均育儿支出/%



资料来源：CMBE、国信证券研究所整理

图 60: 2017-2022E 童装的购买单价和购买数量的增长



资料来源：罗兰贝格、国信证券研究所整理

消费习惯的变化对于童装消费的量价均有显著影响，根据罗兰贝格的预测显示，预计 2017-2022E 儿童鞋服购买单价年复合增速为 10.79%，购买数量的年复合增速为 1.20%。从量来看，童装需求本身偏向刚需且高频，家庭穿旧衣的习惯减少使得童装替换频率不断提升；从价来看，童装本身的客单价相对要较低且 90/95 后对于价格较为不敏感，同时，儿童的个性和颜值越来越被重视，童装市场也由满足基本穿着的实用型向追求时尚美观的品牌化转变。根据 CMBE 发布的《2017 中国孕婴童消费市场调查报告》显示，消费者对于婴童服装的品牌重视程度并不高，未来品质化、品牌化和时尚化消费将推动了客单价的提升。

图 61: 消费者婴童用品品牌的重视度区分

哪些类别的产品消费者更看重品牌 (按不同年龄消费者)



资料来源: CMBE 报告、国信证券研究所整理

市场竞争格局: 国内竞争格局持续优化, 未来具备集中度进一步提升空间

首先从童装的市场竞争格局来看, 目前森马服饰旗下巴拉巴拉的市占率最高, 达到 5.6%, CR3 为 8.3%, CR10 为 12.9%。由于消费者对于童装的诉求主要是以安全舒适为主, 个性化的元素相对较小, 目前美国、日本的童装市场集中度均较高, 美国最大的童装品牌市占率为 9.4%, CR3 达到 20.4%, CR10 为 38.4%; 日本最大的童装品牌的市占率为 8.0%, CR3 达到 19.9%, CR10 为 31.5%。同时, 由于目前美国和日本的童装公司多品牌运作较为成熟, 公司的市占率相对更高, 美国市占率最大的童装公司 Carter's 的市占率为 10.8%, 日本市占率最大的童装公司 Shimamura 市占率为 9.5%。

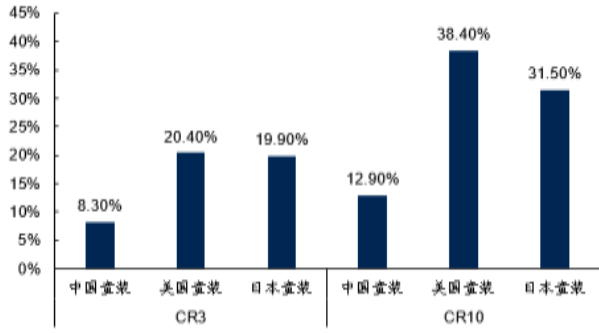
表 9: 童装和童鞋品牌的市占率

童装品牌	童装市占率/%	童鞋品牌	童鞋市占率/%
巴拉巴拉	5.6	耐克儿童	4.9
安踏儿童	1.5	安踏儿童	3.6
阿迪达斯儿童	1.2	ABC	3.6
小猪班纳	0.8	阿迪达斯儿童	3.1
安奈儿	0.8	七波辉	2.5
嗒嘀嗒	0.7	斯凯奇	2.4
迪士尼	0.6	巴布豆	1.6
迷你太平鸟	0.6	卡丁	1.3
耐克儿童	0.6	巴拉巴拉	1.3
ABC	0.5	斯乃纳	1.1

资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

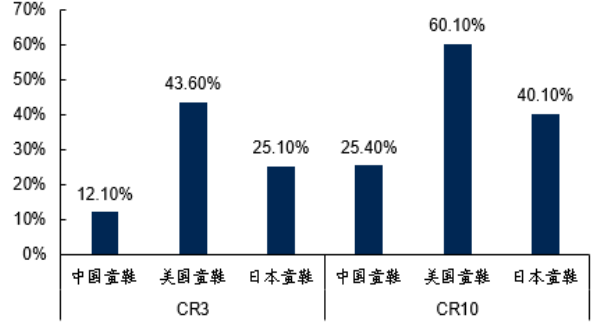
目前我国童鞋的市场竞争度要比童装的市场集中度更高, 且以运动品牌为主导, 这主要是由于童鞋的品类较为单一且消费者的诉求更加集中在舒适性上。目前耐克儿童的市占率最高, 达到 4.9%, 安踏儿童以 3.6% 的市占率居于第二位。CR3 为 12.1%, CR10 为 25.4%。从海外对比来看, 美国童鞋市场 CR3 为 43.6%, CR10 为 60.10%, 日本童鞋市场 CR3 为 25.1%, CR10 为 40.10%, 且美国和日本市占率前三均为运动品牌。

图 62: 各国童装市场集中度对比



资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

图 63: 各国童鞋市场集中度对比



资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

从公司角度,我们建议积极关注童装龙头**森马服饰**:公司儿童服饰巴拉巴拉品牌市场占有率持续位居国内儿童服饰行业第一,领导地位稳固,且在18年行业竞争加剧背景下仍有提升;此外公司多品牌矩阵初显,一方面收购法国 Kidliz 集团,同时代理引入了美国知名童装品牌 The Children's Place,目前公司童装业务已实现全品类、全年龄段、各消费层次的全面覆盖,龙头地位越发稳固,随着公司对 kidliz 全球设计资源及供应链的整合,公司童装的竞争壁垒不断加深;此外,休闲装业务仍有望在存货出清背景下轻装上阵,在产品创新、营销力提升及运营效率提升的推动下将有望保持稳健增长。

展望二：运营能力稳步提升龙头具备估值修复契机

如前文所提到的，在去年下半年以来板块行情整体受基本面的变化出现较为充分的调整，但从公司业绩情况来看，18年Q4以及19年Q1虽然板块内上市公司整体基本面放缓明显，但龙头公司仍有着明显好于行业平均水平的增速，并且我们在3月份以来的企业微观情况了解来看，板块内的龙头公司整体在3月以后有着更为明显的积极变化，但整体动态估值仍处于历史区间相对底部，在此背景下我们认为业务经营优异，基本面稳健的龙头公司一方面具有较好防御性，同时在下半年也有望在基本面逐步复苏的过程中逐步实现估值修复。

表 10：行业龙头公司估值情况一览

公司	总市值	PE-19E	业绩增速-19E	PE-20E	业绩增速-20E	动态 PE-历史均值	动态史 PE-历史最小	动态 PE-历史最大
-大众休闲-								
海澜之家	390	10.5	7.64%	9.7	7.8%	16.3	9.7	30.4
森马服饰	270	14.1	13.8%	12.0	16.7%	24.5	11.6	124.4
太平鸟	74	10.9	19.4%	9.4	19.4%	24.3	10.6	45.5
-中高端服饰-								
比音勒芬	81	19.9	39.5%	15.4	29.6%	28.6	13.7	48.8
歌力思	46	10.5	21.3%	8.7	20.3%	31.8	10.2	87.4
地素时尚	85	12.9	13.5%	11.4	13.4%	17.2	12.7	32.1
-男装-								
九牧王	69	12.0	8.05%	11.9	0.6%	19.8	11.7	53.5
七匹狼	49	12.8	11.0%	11.5	11.2%	27.1	12.1	86.4
-家纺-								
罗莱生活	79	13.2	12.1%	11.7	11.9%	26.1	11.6	144.9
水星家纺	51	15.5	14.0%	13.6	14.6%	18.1	11.6	31.8
富安娜	64	10.3	13.9%	9.2	12.4%	22.9	10.1	54.9
-新模式-								
南极电商	252	20.5	37.8%	15.6	32.4%	41.8	14.4	112.0
开润股份	71	30.1	35.2%	22.3	35.1%	53.5	22.4	101.3
-日化-								
珀莱雅	123	32.0	34.3%	24.3	31.1%	27.3	16.0	39.0
上海家化	196	30.1	20.1%	24.9	21.3%	43.6	9.7	117.8
-纺织制造-								
健盛集团	36	13.9	26.4%	11.3	22.8%	60.3	13.4	199.5
百隆东方	69	12.1	31.2%	10.5	15.0%	22.2	11.1	130.9
鲁泰 A	96	9.7	10.6%	8.9	9.0%	16.3	6.3	85.2

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

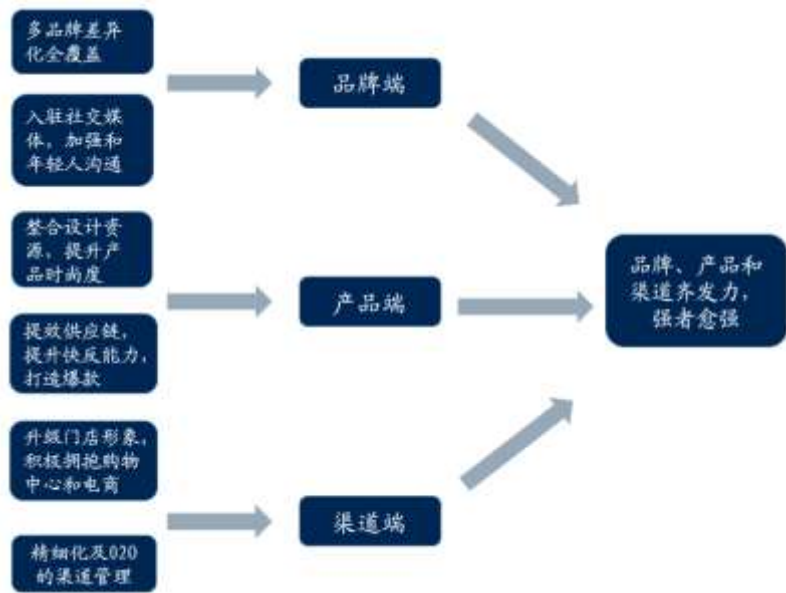
注: 历史 PE 剔除了负值和极端值

龙头公司在行业相对弱势期间仍有着较好的基本面表现，主要来自其在过去几年内通过积极的内部提效所支撑的。我们在 2019 年年度策略提到，如今国内消费已经呈现整体升级、内部分层和代际变迁的特点，背后共同反映的是经济发展到一定程度后，消费进入存量市场，这对服装品牌在主动满足消费者偏好的速度和能力方面提出了更高的要求，产品的品质、供应链的优化、经营效率的提高已成为竞争的关键。

品牌服饰：重视运营能力提升，品牌渠道产品多维度向好

如前文所述，品牌服饰今年以来行业整体仍实现了平稳增长，但企业间分化也在加速显现。长期来看，品牌龙头企业在经历了行业低谷期后，近年来通过产品升级、营销革新和渠道优化等方面的改善，未来市场份额有望加速向优质龙头品牌集中，实现强者愈强。

图 64: 龙头品牌顺应大势的发展战略



资料来源:公开资料、国信证券经济研究所整理

品牌端：新一代消费者消费偏好变化较快，品牌需顺应大势进行升级重塑

从当前消费的大背景来看，我国消费市场的发展与当前人口结构变化同样有着较为明显的联系，呈现出复杂多样化的特征。由于不同年龄段的人群在成长背景、教育背景和所处的人生阶段有很大的差异，导致不同年龄段人群的消费方式和消费习惯均有一定的差异。

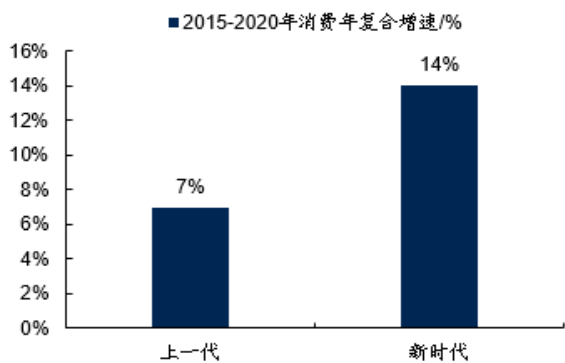
表 11: 我国“新世代”和“上一代”对比

各阶段人群	新时代	上一代
成长背景	独立、开放、物质丰富时代	闭塞、物质匮乏时代
教育背景	接受高等教育占比较高（25%），具有国际化视野	接受高等教育占比较低（3%）
消费意识	消费意识超前，善用消费贷等方式提前透支消费	高储蓄、低消费，消费的增长没有跟上财富增长的步伐
品牌认知度	品牌认知度很强	有一定的品牌认知，但远低于新世代

资料来源:波士顿咨询、国信证券经济研究所整理

根据波士顿咨询显示，出生在 1980 年以后的中国人即将成为推动全球第二大经济体从投资驱动增长向消费驱动增长转变的主要力量。预计 2015-2020 年中国平均的消费额年复合增速为 9%，其中“上一代”消费者消费的年复合增速为 7%，而同期“新世代”消费者的消费的年复合增速为 14%。目前，成熟的新世代消费者（15-35 岁）在中国城镇 15-70 岁人口中占比 40%，这一比例在 2020 年将达到 46%，新世代的消费占比将从现在的 45% 激增至 2020 年的 53%。他们较上一代更为强劲和多样化的消费需求，让本土消费市场发生深刻变革。

图 65: 不同世代的消费增速/%



资料来源: 波士顿咨询, 国信证券经济研究所整理

图 66: 年轻一代消费者对本土品牌的态度正日益开放



资料来源: 波士顿咨询, 国信证券经济研究所整理

随着新世代消费的高增长, 他们的消费特点和习惯将引领品牌的变革, 在这场变革中, 本土品牌的机遇和挑战并存, 只有从新世代消费者的需求出发的品牌才能在这场变革中取得长盛不衰。

面对新一代消费群体, 龙头品牌通过年轻化转型及多品牌发展保障持续增长

1) 企业在品牌营销方式上须有针对性对当前新媒体形式作出改变: 当前, 形式多样、内容丰富、互动性强的互联网等新媒体正在不断崛起, 这些媒介的主要受众也主要为 80、90 后消费群体。从目前的整体营销媒介变化趋势来看, 如下图所示, 传统媒体渠道仍在下行趋势之中, 而网络等新兴媒介处于稳步提升当中。同时, 营销也随着媒体渠道变迁也经历了从传统的电视报刊杂志, 到网络社交媒体的转变, 在形式上也从简单的明星代言, 进阶到内容营销。

图 67: 不同媒介近年来广告投入增长情况



资料来源: CTR、国信证券研究所整理

图 68: 新形势下的营销形式变革



资料来源: 搜狐网、国信证券研究所整理

拥有长久历史的波司登正通过年轻化的营销方式和新一代消费者沟通。去年以来多家品牌服饰公司开始积极运用小红书、抖音等社交媒体传播等渠道, 实现了营销内容植入场景和热门综艺热点直追, 对品牌的年轻化、时尚化、并具有功能性定位认知起到了良好的推动作用。

2) 企业需丰富旗下品牌矩阵, 多品牌的运营将实现对消费者全方位覆盖。并平缓单一品牌在市场波动所受影响, 通过多品牌的布局能够捕获更多的消费者, 同时也能够通过多品牌迭代成长实现基本面稳步向好。如下表所示, 太平鸟、海澜之家、森马和歌力思等龙头品牌服饰正在逐步扩大品牌矩阵, 培育新的增长点。

表 12: 龙头公司旗下品牌及定位

公司	旗下品牌	性别定位	年龄定位	品牌风格定位
太平鸟	PEACEBIRD WOMAN 太平鸟女装	女	25-30 岁 都市女性	时尚、优雅、亚洲
	PEACEBIRD MAN 太平鸟男装	男	25-30 岁 都市男性	风格“时尚、活力、亚洲”；“活出我的闪耀”的品牌精髓，热衷于表达自由，自信的都市男性形象
	LEDIN 乐町	女	18-25 岁 都市少女装	风格“甜美、优雅、活力”；“欢乐、趣味、分享”为核心价值，崇尚以趣味时尚的单品混搭不同造型，妆点不同心境
	MATERIAL GIRL	女	18-25 岁 新时代潮流少女装	“都市、明星、音乐”；时尚音乐，流行天后风采，自信独立大胆前卫
	Mini Peace	男、女	2-10 岁 童装	时尚、活泼
海澜之家	海澜之家	男	成人	商务、时尚、休闲的大众平价优质男装
	爱居兔	女	成人	时尚、休闲风格的都市女装
	圣凯诺	男、女	成人	量身定制的商务职业装
森马服饰	森马 Semir	男、女	16-30 岁 时尚、潮流年轻人	年轻、时尚、活力、高性价比的大众休闲服饰
	巴拉巴拉 Balabala	男、女	0-14 岁 童装	时尚、品类丰富、覆盖年龄范围广泛的大众休闲童装
	Kidiliz	男、女	童装	时尚，定位中高端的童装品牌
歌力思	ELLASSAY 歌力思	女	25-45 岁	优雅、时尚及完美品质的现代都市风格
	LAUREL	女	年轻女性	欣赏、感知和热爱为品牌宗旨，面向严谨、积极、自信的女性客群
	Ed Hardy	男、女	年轻群体	轻奢潮流品牌
	IRO	男、女	年轻女性	追求街头情怀的法式简约风格，主打时尚女装产
	VIVIENNE TAM 薇薇安谭	女	年轻女性	以中国元素为创作灵感，通过时间、空间的转换将都市与古典，唯美与摩登完美融汇

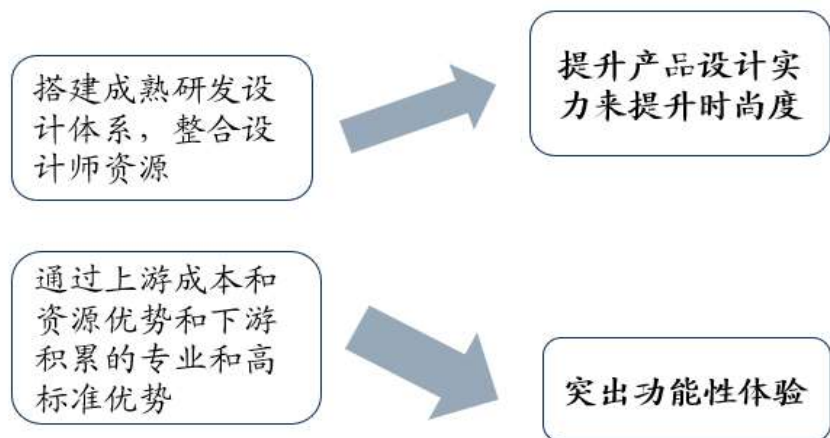
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产品端：把握市场风口推陈出新，供应链优化提升爆品打造能力

1) 积极增强研发设计能力，为客单价提升打下基础

产品力的提升是运营能力提升的基础，在行业消费升级的背景下品牌服饰的产品端升级从显性来看主要体现在一是时尚度以及舒适度两方面，即一是通过提升产品设计实力来提升时尚度，二是通过其不断累计的专业和高标准的生产优势突出其功能性和舒适度的体验，从而打造差异化的锚点。两者结合的背景下通过符合年轻化及消费升级趋势，从而实现新品迭代提升了客单价水平。

图 69: 品牌服饰产品方面的改革转型



资料来源:国信证券研究所整理

目前品牌服饰龙头普遍已经搭建了较为完善的研发设计体系，如近年积极时尚化转型的太平鸟拥有超过 500 人的设计团队，平均年龄在 28 至 29 岁之间，年设计量可以达到 8000 款产品，功能性服饰龙头波司登在上海设立了产品研发中心主要负责一些高势能款的设计开发。另一方面，各大公司也积极整合国内外设计师资源，与知名 IP 进行跨界合作。

2) 供应链升级正当时，快反模式力促新品快速迭代

企业在产品供应链上试水快反模式，拥有具有小批量和快出货的生产体系，以便快速推陈出新，紧跟时尚潮流，不同于传统的订货会模式，即公司需要提前预测未来时尚流行趋势，由于市场流行趋势快速变化，消费者喜好快速更迭，难以实现准确预测，从而出现畅销款断货、平销款积压的库存问题。“以销定量，以销定产”的快速反应模式下，服装企业采用“多品种，小批量”的生产销售模式，增加 SKU 整体数量，减少单个 SKU 产量，得以快速推陈出新，紧跟时尚潮流，并最终取得了商品货期缩短、产品售罄率提升、库存压力减少以及运营效率的提升，但这一模式的实现离不开对上游供应链的升级整合。

具体来看，目前本土大众休闲品牌已经开始整合上游的生产制造商，如森马在 14 年开始进行供应链改革，价格 500-600 家供应商缩减至 300 家，核心供应商只有 100 家，从而提升了供应商的质量；同时，公司在 16 年开始为适应快反需求，在原有供应商的基础上，开始寻找快反能力较高的供应商，公司对上游的提效已经基本完成。

图 70：供应链流程



资料来源:国信证券研究所整理

渠道端：流量向新兴渠道加速转移，传统渠道面临收缩

1) 首先近年渠道流量集中度正在加速提升，且获客成本也在加速提升。

从线下来看，购物中心渠道仍是流量的主要聚集地，一方面多年的城市化建设使得年轻群体不断向城市聚集，随着居住环境的改善、家庭结构的变化，城市购物中心正成为主流消费群体生活购物休闲的集中地，其聚合能力以及成熟简便的综合管理对于家庭消费有着较大的吸引力。但相应的购物中心租金相对传统百货更高，主要具备一定品牌引流能力，产品品类丰富，具备规模优势企业才能实现较高的坪效，并通过强大的议价能力，抢占流量最佳的位置。

同时，从线上来看，如前文所述，随着电商平台自身发展进入品牌化阶段，各个行业在淘系全网上的店铺数量比去年同期均有较大幅度的下降，这显示出线上正出清杂牌和小品牌，聚合大品牌。我们认为，淘品牌对于本土大众休闲服饰的冲击已逐步减弱，未来大平台的品牌化趋势仍将加速，头部商家集中度不断上升。因此，面对渠道变迁，品牌企业一方面需要适时进行渠道调整，提升流量获取能力，并通过提升品牌力提升对优质渠道的议价能力。

2) 营销和渠道边界打破，渠道体验将有效传达品牌升级效果

升级的产品必须配合升级的门店体验，才能传达品牌升级的效果。此外，当前产品销售渠道和营销的边界越来越模糊化，无论是线下门店还是线上服务都是建立消费者联系，加强品牌形象的重要渠道。

如波司登近年来为了推进品牌提档，波司登的渠道进行了结构性的升级。一方面公司通过提升自营渠道占比强化公司与消费者之间的直接联系，并能够快速针对消费者需求进行产品结构改变，以更好的推进品牌转型。同时也积极对门

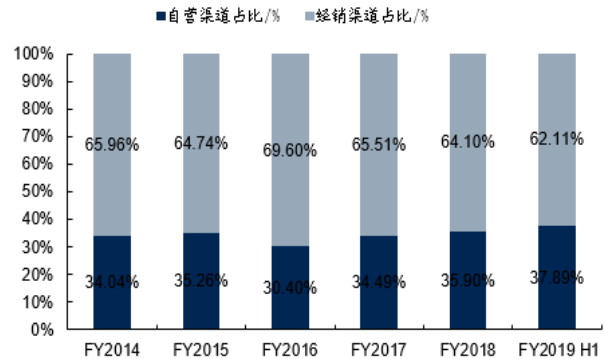
店进行升级改造，截至 2018 年 9 月 30 日，波司登品牌在全国拥有 3431 家门店，2019 财年公司对其中 1200 多家部分门店进行翻新装修，提升品牌形象，也带来了新一代消费者年轻化、时尚化的体验。

图 71: 波司登上海南京东路门店形象



资料来源: 公司公告、国信证券研究所整理

图 72: 波司登品牌自营/加盟渠道数量占比/%



资料来源: Wind、公司公告、国信证券研究所整理

对于投资标的我们建议从估值低估以及基本面改善明显的角度重点推荐: 歌力思, 海澜之家, 波司登等

歌力思: 百货渠道中中高端服饰行业有所回暖, 公司近三个月主品牌同店数据稳中向好, Q2 公司业绩有望迎来环比改善, 此外下半年公司主品牌有望通过推出亲民线产品开启针对三四线的下沉扩张, 新品牌 IRO 对标 SMCP 的品牌, 仍有较大的空间。预计全年基本面在前期基数原因消除后, 有望实现加速复苏。

海澜之家: 19 年改善主品牌在产品端继续通过与知名 IP 跨界合作等方式进行年轻化及个性化升级, 新品牌布局进入开拓期, 预期将逐步贡献更多收入及业绩, 预计全年整体收入仍有高单位数增长, 中长期来看公司作为行业龙头业务稳定性较强, 上市以来稳定高分红, 且 5 年股份回购规划彰显中长期发展信心。

波司登: 在需求升级供给出清推动行业集中度稳步提升趋势下, 波司登通过多年来积累的研发生产和品牌资源, 以产品升级及供应链优化为抓手, 大力推进品牌重塑有效把握年轻化消费升级趋势, 有望持续实现基本面复苏。集团行业龙头地位稳固, 品牌改革红利有望持续释放。

上游制造: 强强联合优化产业链, 贸易纠纷下海外产能布局凸显价值

从上游制造企业来看, 龙头企业主要受益长期来看的产业链强强联合趋势以及短期贸易纠纷背景海外产能转移加速两方面。

优质产能集中度加速提升, 龙头企业“强强联合”

首先, 在我国成熟而庞大的“世界工厂”体系里, 产业链各环节中的龙头厂商和数量众多的中小厂商并存, 而近年“抓环境”、“调结构”的内环境及东南亚诸国的外竞争使得成本日渐高涨同时订单不断减少, 产能过剩问题日益凸显。在这样的背景下, 纺服产业链上下游龙头企业之间合作日渐紧密, 使得双方在规模、成本、效率等方面的优势更加突出, “强强联手”的强稳定性龙头产业链逐渐形成。

从生产过程来看, 品牌服饰从最初的纤维原材料(棉、麻、化纤等)开始要经历多个环节的加工制造才能完成。国内纺织制造业发展多年, 不仅产业链十分完整, 而且在各个环节都已出现规模较大、生产技术较为领先、实力较为雄厚的龙头型企业。这些企业陆续完成了从手工为主的劳动密集型生产向机械化为主的资本密集型生产的转变, 部分企业也完成了充分的纵向一体化, 掌握了相关的多个环节来降低成本、提高生产效率、扩大规模优势。因此, 产业整体面

临的内外压力不仅加速这些企业龙头优势的展现，而且龙头企业之间，以及龙头企业与顶部品牌之间也开始出现“强强联合”，进一步巩固自身优势。

图 73: 服装生产过程及相关龙头公司

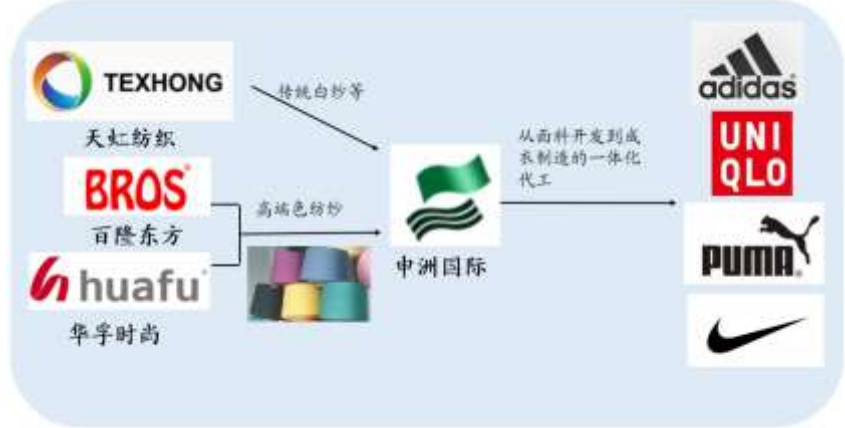


资料来源:国信证券经济研究所整理

制造企业之间及制造企业与终端品牌的“强强联合”可以带来明显的效率优势。一方面，上游制造业企业可以凭借自身在产能、技术等方面的雄厚实力完全满足下游企业或终端品牌在数量、品质等方面的较高要求，节省了下游企业为搜寻多家合格供应商而可能产生的成本，反过来，这也为上游制造企业提供了大额订单，以充分发挥其规模化成本优势，并节省了交易成本。此外，上游企业还可以在下游较高要求的推动下不断升级领先的设备和技术，实现持续共赢。

举例来看，以申洲国际为中心的针织龙头产业链：成衣巨头申洲国际是国内最具规模的纵向一体化针织制造商，2017 年营业收入达 181 亿元，目前市值约 1300 亿元人民币左右。申洲国际从面料的生产研发开始为客户代工制造成衣。在品牌端方面，申洲是 NIKE、adidas、PUMA、优衣库等国际顶部运动服饰和大众服饰品牌的最主要供应商，除此之外也是安踏等国内一线品牌的主要供应商。在供应商方面，申洲国际最主要的生产原料是纱线，包括传统白纱和技术含量较高的色纺纱。申洲的主要白纱供应商为国内纱线巨头天虹纺织，而色纺纱的供应商为国内高端色纺双寡头百隆东方和华孚时尚。此外，跟据我们的调研情况，申洲在越南工厂的大部分纱线都由百隆东方供应，双方不仅在越南的工厂相邻，而且土地储备和扩产计划也与对方同步，实现了高度的协同。

图 74: 服装生产过程及相关龙头公司



资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

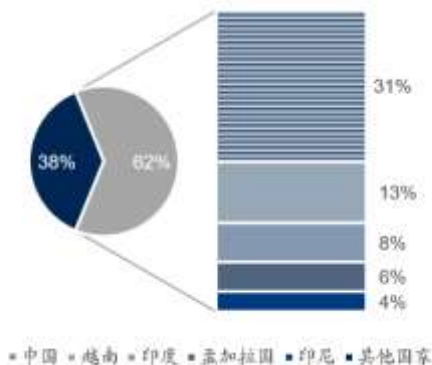
贸易纠纷加剧推动海外产能转移加速，龙头纺企海外布局具备先发优势

年初美国政府宣布从 5 月 10 日起将价值 2000 亿美元的中国商品关税税率由 10% 增加至 25%。作为反制，中方也于 6 月 1 日起对原产于美国约 600 亿美元进口商品清单中的部分商品，分别实施加征 25%、20%、10% 的关税。对之前加征 5% 关税的税目商品，仍实施加征 5% 的关税。

对纺服行业的影响方面，在目前被提高关税的 2000 亿中国商品清单中，涉及纺服产品的金额逾 40 亿美元，包括绝大部分种类的纺织纱线、织物、针织、产业用制成品及部分家用纺织品和纺织机械产品，因此目前受到实质波及的主要为纺服行业中偏上游的纱线、坯布等企业。这部分输美商品在上游纺织品年出口金额中占比并不大，估计在 3% 左右。但若未来贸易纠纷持续深化，中美余下的 3250 亿美元商品清单中将包含全部的服装、家纺等纺织产品，年出口美国的金额逾 400 亿美元，而服装类产品出口美国金额比例预计在 25% 以上。

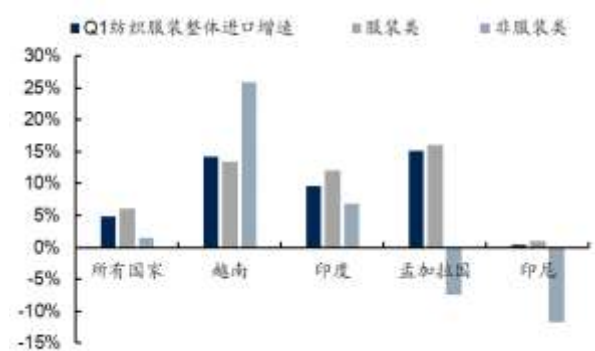
因此，如若未来关税加征全面施行，国内纺织服装制造行业将在短期内势必受到一定程度的冲击，这种影响也将会沿产业链快速向下传导。目前贸易战对行业需求、国内经济乃至全球经济造成的负面冲击和不确定性影响致使悲观预期在业内快速扩散，企业投资避险情绪也一定程度上有所加重。

图 75: Q1 美国从各国进口纺织服装份额占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 76: Q1 美国对中国周边国家进口纺服金额增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

同时，对于国内纺织龙头企业而言，除了近期的贸易纠纷背景下不断加剧的关税因素，更深层次来看，以越南、孟加拉国、印度为代表的这些周边国家，人口众多且平均年龄较小，存在大量的廉价劳动力，在劳动密集型产业方面具备不可比拟的成本优势。因此，这些国家近年来纺织制造业发展十分迅速，根据 2018 年 WTO 报告，孟加拉国、越南、印度、印尼和柬埔寨皆已是世界服装出口金额排名前十的国家，而印度、朝鲜、巴基斯坦和越南则为纺织品出口前十的国家。在成本优势的推动下，目前全球纺服订单正不断从中国向亚洲这些其他主要出口国转移。

图 77: 1-4 月国内纺织品出口累计金额微增 0.92%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 78: 1-4 月国内服装出口累计金额下降 7.94%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

根据纺织工业联合会资料, 2017 年中国在越南累计投资已超过 120 亿美元, 以纺织服装为代表的制造业占据相当比例; 柬埔寨全国的 1522 家企业中, 67.7% 的企业为制衣制鞋企业, 其中中国投资企业半壁江山; 孟加拉国中资纺企数量近年也在快速增加当中, 目前数量在 100 家左右。在蜂拥而至的海外产能布局过程中, 所在国的投资成本在近几年不断被抬升, 隐性政策优惠也在逐步收紧, 同时新进入企业面临与当地员工磨合及政商关系处理的问题, 管理成本优化需要一定时间, 因此布局较早的国内纺服龙头企业在近期逐步体现出了较强的先发优势。

就 A 股上市的纺服公司情况来看, 部分公司在越南等周边国家早已进行了投资扩产。这些公司一般为产业链上或细分领域的龙头公司, 大部分布局较早, 投资规模较大, 目前已经实现了相当规模的投产。随着投资效益逐渐显现, 加之国际贸易环境日渐不利, 这些公司凭借前期已有产能扩张布局, 有望在短期内的国内外竞争中取得更大优势。与此同时, 资金实力相对较弱, 又无技术优势的部分中小企业将在竞争中承受更高的成本及订单压力, 最终将在行业调整中被迫退出。因此, 我们认为贸易局势不稳将成为纺服制造行业调整的重要催化剂, 长期来看助推集中度提升, 有利于业内优质制造龙头公司如健盛集团, 百隆东方, 华孚时尚等企业。

表 13: 纺织制造板块重点公司对东南亚国家投资进展

重点公司	投资国家	启动年份	项目计划投资金额	投资概况	项目进展情况
百隆东方	越南	2012 年	7 亿美元	于越南西宁设立百隆(越南)公司, 投建 100 万锭色纺纱项目。	A 区 50 万锭产能全部建成, 2015 年起实现盈利, B 区已完成 20 万锭厂房建设及安装, 预计 2019 年投产; 2020 上半年 B 区预计全面建成投产, 届时在越南产能将占总产能的 60%。
华孚时尚	越南	2014 年	2.1 亿美元	设立华孚(越南)公司, 位于越南隆安, 投建 16 万锭色纺纱项目。	一期 12 万锭已于 16 年投产, 二期 16 万锭基本完成建造。 正通过发行可转债方式募集其中 1.8 亿元资金。
		2019 年	2.5 亿元	华孚(越南) 50 万锭新型纱线项目。	
鲁泰 A	柬埔寨	2013 年	2000 万美元	设立鲁泰(柬埔寨)公司, 投建衬衫加工厂, 设计产量年 600 万件。	已于 2016 年投产
	缅甸	2014 年	1000 万美元	设立鲁泰(缅甸)公司, 投建衬衫加工厂, 设计产量年 300 万件。	
	越南	2015 年	预计 3.5 亿美元	(1) 设立鲁泰(越南)公司, 投建 13.6 万锭纱线及 7000 万米色织面料生产线, (2) 设立鲁泰安成衣公司, 投建年产 900 万件衬衣生产线。	(1) 一期 6 万锭纺纱和年产 3000 万米色织面料生产线已于 17 年投产, 二期 7.6 万锭和年产 4000 万米色织面料扩产项目建设中 (2) 一期 600 万件衬衣项目已完成, 二期 300 万件衬衣项目建设中。
		2018 年	6000 万美元	设立鲁泰(新洲)公司, 投建 14.4 万锭纺纱及气流纺 3000 头项目。	筹建中
健盛集团	越南	2013 年	39020 万元	于越南海防, 设立健盛越南公司, 投建 (1) 16500 万双中高档棉袜生产线项目 (2) 年产 2000 吨氨纶、橡胶线项目。 于兴安设立越南印染公司, 投建 (1) 年产 6500 万双高档袜子 (2) 15000 吨染色产品新建项目。 (3) 18 年, 新增年产 1800 万件无缝针织运动服饰新建项目。	海防基地 18 年袜子产量超 1 亿双, 同比增长 40%, 新建成第四工厂; 19 年重点做好越南清化棉袜项目和越南兴安无缝内衣项目的建设工作, 确保 19 年底前实现两个项目的投产; 19 年越南袜子产能目标 1.5 亿双, 无缝内衣板块争取未来三年基本实现产能翻番。
		2015/18 年	37500/25000 万元		
		2018 年	20010 万元	于清化设立健盛越南清化公司, 投建 9000 万双中高档棉袜生产线项目。	
联发股份	柬埔寨	2014 年	8,411,292 元人民币	增资取得 AMM 制衣(柬埔寨)公司经营控制权, 主要业务为衬衣制作。	当年完成投产
		2014 年	30,962,590 元人民币	投资设立联发恒宇(柬埔寨)制衣有限公司, 主要业务为衬衣制作。	取得净利润 457,765 元(2017 年)
		2012 年	160 万美元(转让前)	收购取得金城制衣有限公司控制权, 主要业务。	已转让
开润股份	印尼	2018 年	2280 万美元	收购印尼箱包制造公司, 收购标的为 Nike 全球三大供应商之一。	已完成交割, 开始运营管理对接。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

19 年投资策略: 把握行业大势, 精选细分龙头

行业回顾: 上半年整体表现平淡, 全年有望逐季改善

首先回顾 2019 年上半年情况, 分别来看: 1) 品牌服饰: 行业整体表现相对平淡, 服装类社零 1-5 月增长 2.6%, 较去年同期放缓明显, 预计主要受高基数及 Q1 春节提前、天气扰动等因素影响, 同时细分行业分化明显, 体育用品、童装及新模式板块表现优异。2) 化妆品: 1-5 月社零中化妆品行业增速达 11.3%, 位居所有消费品类最前列, 经济下行期行业较强的抗周期韧性开始显现, 未来有望在消费升级下的客单价提升以及居民美妆习惯养成带来的渗透率提升双重推动下, 迎来进一步增长契机。3) 上游制造: 今年以来上游制造企业表现相对稳健, 去产能下龙头企业基本面相对好转。且中美贸易纠纷加剧背景下, 龙头企业通过海外产能布局正有效规避相关影响。

对于下半年我们建议: 一是, 积极布局处在优质赛道, 同时具备集中度提升能力的成长型企业。去年下半年以来虽然行业整体经历零售环境不佳的影响, 但符合当前消费趋势以及行业本身空间大增速快, 同时竞争格局逐步优化的细分赛道仍具高景气度, 如化妆品, 童装, 体育用品及新模式八块等优质细分行业; 二是, 关注基本面在近期有较为明显积极变化的品牌龙头, 同时股价前期调整相对充分, 业务稳定

但动态估值处于历史区间相对底部，未来有望在基本面逐步复苏的过程中实现估值修复的细分龙头。

➤ **优选赛道：从符合当前消费趋势以及格局优化角度优选细分赛道**

1) 从经济新常态下消费趋势变化角度：随着经济进入发展新常态，消费环境也在发生深刻变化：城市中产更加偏向理性消费，低线需求正得到进一步释放，从细分行业来看一是关注化妆品行业作为口红效应的消费品代表，具备一定抗经济周期韧性，重点关注珀莱雅和上海家化。二是关注以南极及开润为代表的新模式企业，通过模式创新打造极致性价比的大众消费品，符合当前时期消费偏好。

2) 从行业空间及竞争格局优化来看：关注行业空间大，集中度提升明显的体育用品及童装，两者一是自身行业空间大且在处于快速增长中，二是竞争格局良好龙头具备集中度提升趋势，在过去一年消费整体景气度相对低迷下，仍取得了极为优异的表现。重点关注体育服饰龙头安踏体育以及李宁，童装龙头森马服饰。

➤ **精选龙头：具备较强运营能力龙头兼具防御性及估值修复契机**

过去一年行业弱势下龙头公司仍有稳步增长，估值水平已处历史区间底部，低估值龙头一方面具有较好防御性，同时下半年也有望在基本面逐步复苏过程中实现估值修复。1) 从品牌服饰角度来看，重点看好品牌龙头公司通过过去几年内在品牌、产品、渠道等方面积极提效后中长期改革红利的释放。关注歌力思，海澜，波司登；2) 从上游优质制造来看，龙头企业主要受益长期来看的产业链强强联合趋势以及短期贸易纠纷背景海外产能转移加速。重点关注申洲，健盛，百隆等。

综合上述分析，我们下半年重点推荐组合为：**珀莱雅、森马服饰、歌力思、比音勒芬、南极电商**等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
603605	珀莱雅	买入	58.61	1.43	1.97	2.65	40.99	29.75	22.12	3.9
002127	南极电商	增持	10.39	0.36	0.5	0.64	16.49	14.63	12.67	6.6
603808	歌力思	买入	14.1	1.08	1.29	1.52	13.06	10.93	9.28	3.7
002563	森马服饰	买入	10.32	0.63	0.71	0.82	16.38	14.54	12.59	2.1
002832	比音勒芬	买入	47.31	1.61	2.27	3.08	29.39	20.84	15.36	4.5
603365	水星家纺	增持	19.16	1.07	1.2	1.35	17.91	15.97	14.19	3.0
603877	太平鸟	买入	15.41	1.19	1.45	1.69	12.95	10.63	9.12	3.9
600398	海澜之家	买入	8.54	0.81	0.85	0.94	10.54	10.05	9.09	3.9
002293	罗莱生活	买入	9.8	0.71	0.8	0.9	13.80	12.25	10.89	3.5
603839	安正时尚	增持	11.83	0.7	0.94	1.1	16.90	12.59	10.75	2.8

数据来源：wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032