

纺织服装

一文总结时尚消费 2019 中报

Q2 较 Q1 增速有所放缓，品牌服饰表现分化。 2019 年 1~7 月限额以上单位的服装鞋帽和针纺织品销售额同比增速 3%，呈缓慢增长趋势，较 2018 年同期放缓 6.2PCTs。根据重点服装公司统计，2019H1 收入同增 9%，净利润同增-3%，较 2018H1 收入下降 9PCTs，净利润下降 28PCTs。分季度来看，Q1/Q2 营业收入分别同增 9%，环比呈下滑趋势，但是质优公司在这一过程中表现分化。

体育行业持续高景气度，公司运营优化。 居民参与提高、体育赛事盛行、运动时尚（FILA 品牌/中国李宁快速增长）兴起，使得该细分市场正享受着极高景气度。港股四家国内运动鞋服公司 2019H1 收入/归母净利润分别同增 32%/44%（vs 2018 年收入/归母净利润增速 29%/33%）。行业竞争格局稳固，龙头公司由于其在产品/渠道运营端优势更佳表现更佳，安踏体育、李宁业绩分别同增 27%/167%，超出市场预期。

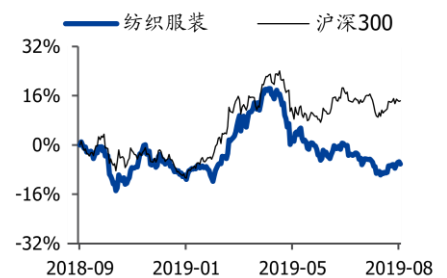
化妆品：经销为重的行业处于产品与渠道高速成长期。 2019 年上半年限额以上化妆品零售额同比累计增长 13.2%，超过总体 8.4pcts，其中电商活动力度较大的 3 月及 6 月的当月同比增速分别高达 14.4%/22.5%。电商渠道为化妆品公司创造了可实现高速增长零售环境。2019 上半年，珀莱雅/丸美股份/上海家化的电商占各自总销售收入的比重分别为接近 50%/超过 40%/超过 20%，同比增长 48.08%/10%+/25%+。化妆品企业普遍经销占比超过 80%，渠道覆盖面以及新品发售频率将对当期销售产生较大影响。上海家化与丸美股份上半年的新品发售集中在 Q2，珀莱雅两个季度共推出四大类新系列并同多款新产品，推动公司全渠道销售收入快速增长。发展电商及打造新品爆款将成为行业本阶段主旋律，下半年板块内重点公司均有新品发行及较大力度的电商活动规划。

投资策略：品牌服饰增速相对平稳，我们判断细分品类中景气度较高的为运动鞋服、化妆品板块。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安踏体育：FILA 超预期，全球化业务推进；③李宁：终端流水高增长。④申洲国际：全球最大纵向一体化生产商。⑤珀莱雅：受益于新品铺货和电商红利，公司正处于高速增长期。同时维持推荐上海家化，建议关注森马服饰，丸美股份、以及科创板已过会的华熙生物。

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。

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

分析师 刘畅

执业证书编号：S0680519070002

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：运动鞋服：风景独好，龙头对话》

2019-08-16

2、《时尚消费 2019 中期策略：优选赛道，关注经营》

2019-05-13

3、《纺织服装：行业增速平稳，品牌服饰表现分化》

2019-05-08

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
002832	比音勒芬	买入	0.95	1.32	1.67	2.07	25.04	18.02	14.25	11.53
02020	安踏体育	买入	1.53	2.1	2.64	3.23	42.48	28.09	22.35	18.27
02331	李宁	买入	0.31	0.54	0.61	0.72	74.68	39.93	35.34	29.94
02313	申洲国际	买入	3	3.5	4.1	4.8	32.73	28.03	23.93	20.44
603605	珀莱雅	增持	1.43	1.92	2.52	3.31	56.08	41.77	31.83	24.23
600315	上海家化	买入	0.8	1.0	1.0	1.3	42.55	34.04	34.04	26.18

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

品牌服饰：行业承压，品牌分化.....	3
子板块：运动鞋服高景气，质优公司表现较优.....	4
运营趋势：.....	6
运营端：门店强管控，运营更高效.....	6
产品端：专业与时尚兼具，产品扩充种类.....	7
渠道端：渠道红利呈集中趋势.....	7
化妆品：经销为重的行业处于产品与渠道高速增长期.....	9
化妆品板块公司上半年经营对比.....	9
电商渠道销售占比提升带来行业繁荣期.....	10
产品策略不一而同，推新积极度影响短期增长幅度.....	11
公司盈利预测与调整.....	12
投资策略.....	15
风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 2017H1~2019H1 品牌服饰板块收入及其增速 (亿元).....	3
图表 2: 2017H1~2019H1 品牌服饰板块净利润及其增速 (亿元).....	3
图表 3: 2017Q1~2019Q2 品牌服饰板块单季收入及其增速 (亿元).....	3
图表 4: 2017Q1~2019Q2 品牌服饰板块单季净利润及其增速 (亿元).....	3
图表 5: 2017H1~2019H1 品牌服饰板块毛利率及净利率.....	4
图表 6: 2018Q1~2019H1 品牌服饰板块平均存货及其增速 (亿元).....	4
图表 7: 2007-2023 中国运动鞋服市场规模.....	4
图表 8: 运动鞋服公司总营业收入及增长 (亿元, %).....	5
图表 9: 运动鞋服公司总归母净利润及增长 (亿元, %).....	5
图表 10: 2018 年及 2019H1 体育重点公司营收及净利润增速.....	5
图表 11: 运动公司毛利率水平 (%).....	5
图表 12: 2019Q1/Q2 中高端服饰重点公司营收及净利润增速.....	6
图表 13: 2019Q1/Q2 大众服饰重点公司营收及净利润增速.....	6
图表 14: 安踏集团旗下 FILA 品牌.....	7
图表 15: 中国李宁走秀款.....	7
图表 16: 各品牌终端同店 (流水) 增速, %.....	7
图表 17: 品牌服饰公司 2018 年及 2019H1 开店情况.....	8
图表 18: 2015 年~2019H1 年各品牌电商渠道收入贡献 (%).....	9
图表 19: 2019Q1/Q2 化妆品重点公司营收及净利润增速.....	9
图表 20: 2019H1 化妆品重点公司盈利能力对比.....	10
图表 21: 限额以上企业分品类零售额增速& 化妆品零售电商渠道销售占比.....	10
图表 22: 公司估值表.....	15

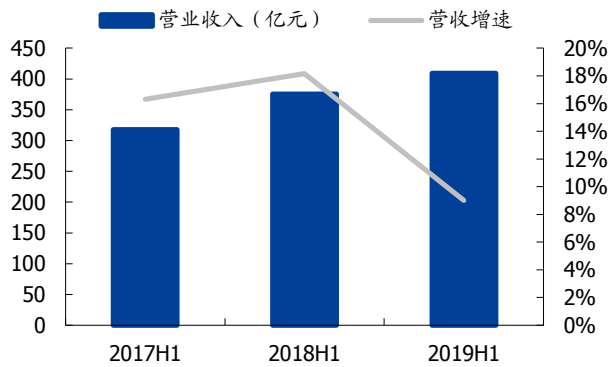
2019年中报披露结束，我们以板块内的核心公司为样板，总结2019上半年品牌服饰、化妆品企业的经营表现。

品牌服饰：行业承压，品牌分化

2019上半年重点服装公司收入同增9%，净利润同增-3%，较2018H1收入下降9PCTs，净利润下降28PCTs。分季度来看，Q1/Q2营业收入分别同增9%，环比呈下滑趋势。

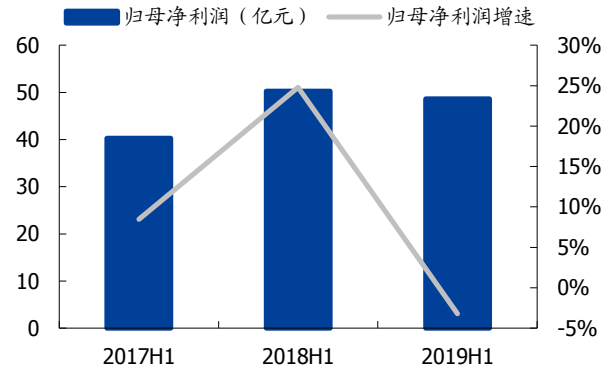
根据统计局数据，我国2019年1~7月限额以上单位的服装鞋帽和针纺织品销售额同比增速3%，呈缓慢增长趋势，较2018年同期放缓6.2PCTs。品牌服饰公司受整体消费环境影响及2018H1高基数影响，整体呈增速平稳趋势，但是质优公司在这一过程中表现分化。

图表 1: 2017H1~2019H1 品牌服饰板块收入及其增速 (亿元)



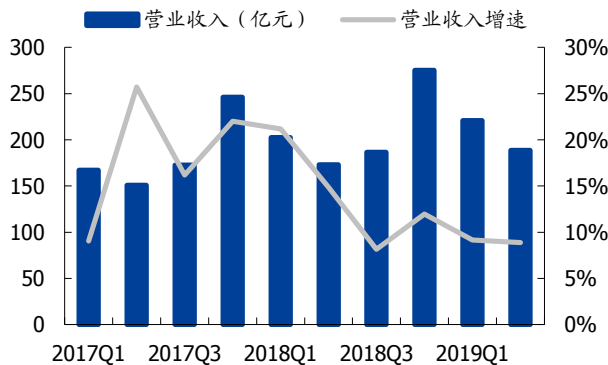
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2017H1~2019H1 品牌服饰板块净利润及其增速 (亿元)



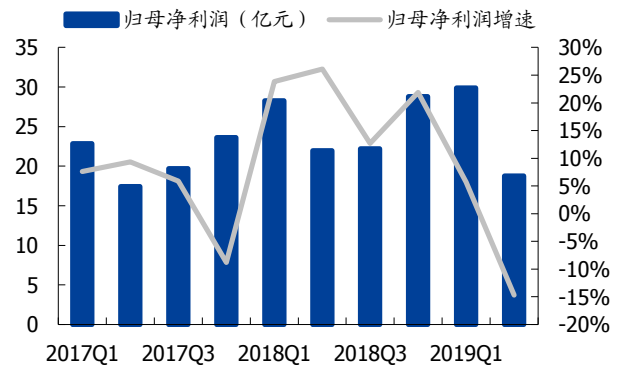
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2017Q1~2019Q2 品牌服饰板块单季收入及其增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2017Q1~2019Q2 品牌服饰板块单季净利润及其增速 (亿元)

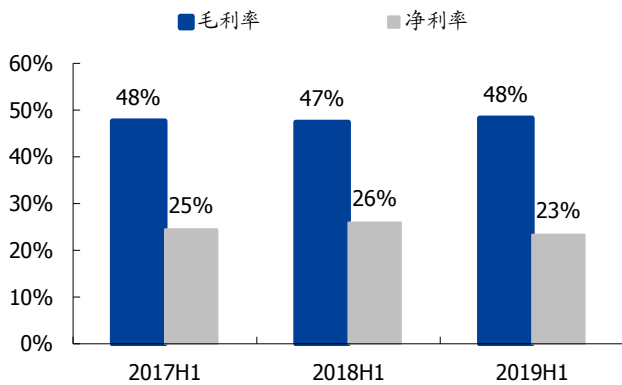


资料来源: wind, 国盛证券研究所

从盈利水平来看，较去年同期有所下滑。2019H1重点公司毛利率/净利率水平分别为48%/23%，其中毛利率较上年有所提高，而净利率同比下降3PCTs。

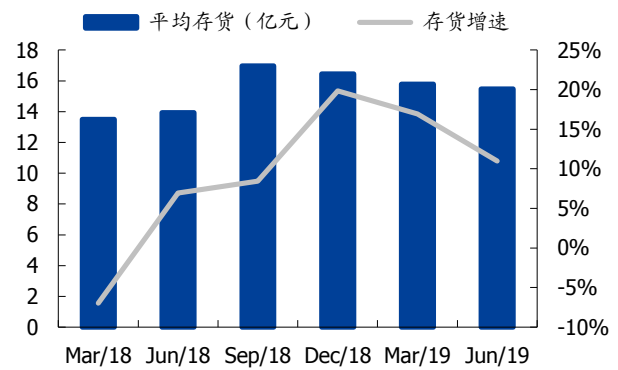
从存货角度来看，环比呈下降趋势。2019H1重点公司存货绝对额较上年同期上升11%，较2019Q1环比下降2%。

图表 5: 2017H1~2019H1 品牌服饰板块毛利率及净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2018Q1~2019H1 品牌服饰板块平均存货及其增速 (亿元)



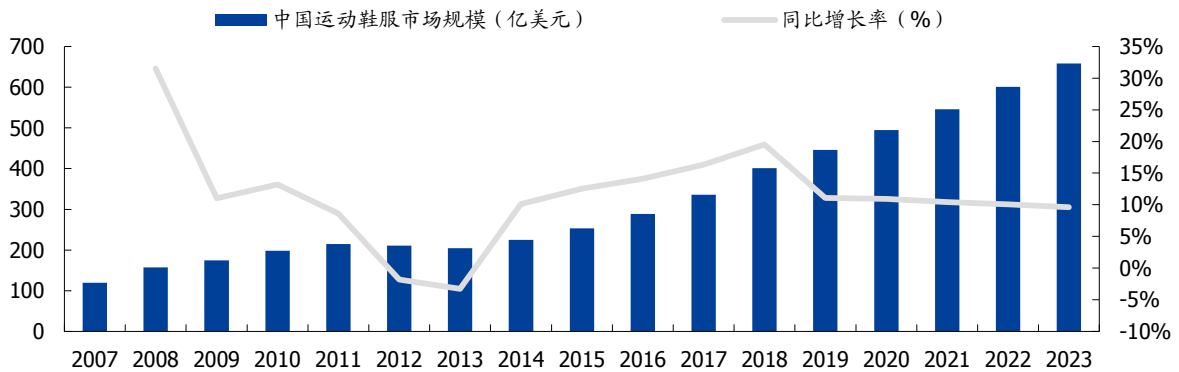
资料来源: wind, 国盛证券研究所

子板块: 运动鞋服高景气, 质优公司表现较优

➤ 体育鞋服板块: 高景气度+运营质量提升

运动鞋服行业经历了 2012-2016 年的调整阶段, 2017-2018 年行业规模进入迅速成长的阶段, 2019 上半年仍处于高景气度状态, 而我们预计行业未来 5 年时间仍然维持 9%-10% 的增速增长。

图表 7: 2007-2023 中国运动鞋服市场规模



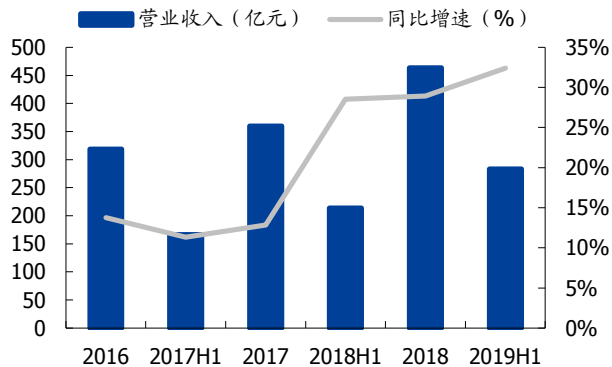
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

长期角度来看运动行业具备成长空间。我国运动鞋服的人均消费支出从 2014 年 16.4 美元/人增长至 2018 年 28.8 美元/人, 相较于日本和欧美国家仍有较大差距。长期发展因素来自于: 1) 国家政策支持。2016 年-2019 年国家先后公布《全民健身计划 2016-2020》、《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》等文件发表倡导健康的政策意见。2) 运动理念推广。健康成为了现在人们新的财富, 全民参与健身(快走、慢跑、甚至广场舞等)成为趋势。运动休闲服饰正逐渐演变成一种生活习惯, 成为消费者的刚性需求。3) 2022 年北京冬奥会有望成为冰雪运动发展的重要催化。2019 年 3 月 31 日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》, 旨在以北京冬奥会为契机, 提升我国冰雪运动的普及程度, 未来冰雪运动市场有望扩大。

短期来看，行业高景气度的背景下，各运动鞋服公司 2019H1 业绩的相对快速增长，且运营状态健康。

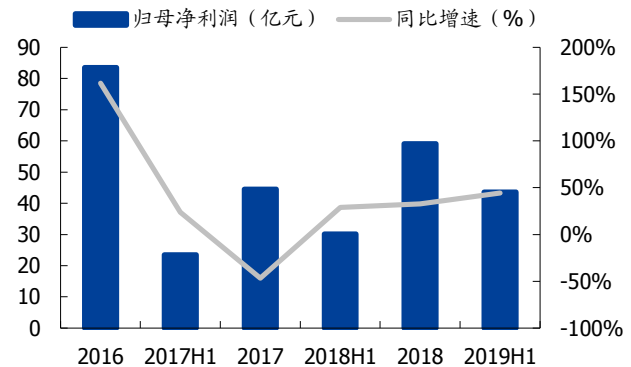
- 收入、业绩均快速增长，龙头公司表现更佳。港股四家国内运动鞋服公司 2019H1 收入/归母净利润分别同增 32%/44%，在 2018 年的基础上加速增长（2018 年收入/归母净利润增速分别为 29%/33%）。看内部各公司表现情况，2019H1 安踏体育、李宁两大龙头公司取得了高于行业平均水平的业绩增长。

图表 8: 运动鞋服公司总营业收入及增长 (亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 运动鞋服公司总归母净利润及增长 (亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

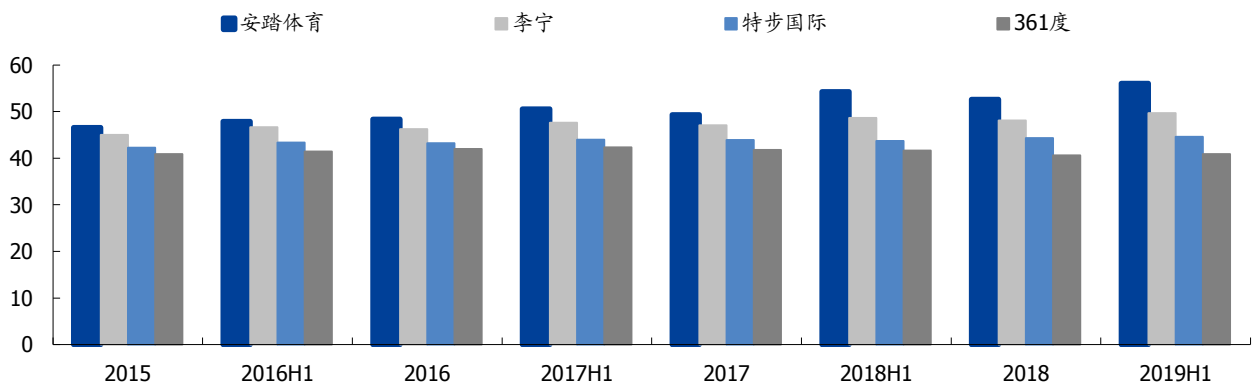
图表 10: 2018 年及 2019H1 体育重点公司营收及净利润增速

公司名称	收入增速		净利润增速	
	2018 年	2019H1	2018 年	2019H1
安踏体育	44.50%	42.14%	32.87%	27.66%
李宁	18.41%	32.63%	38.84%	196.01%
特步国际	24.81%	22.49%	60.86%	23.42%
361 度	0.26%	6.70%	-33.51%	9.66%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

- 各家运动鞋服公司毛利率呈现稳中有升的态势，其中安踏体育、李宁毛利率提升明显。2019H1 安踏体育/李宁/特步国际/361 度分别为 56%/50%/45%/21%。

图表 11: 运动公司毛利率水平 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

► 中高端服饰板块：质优公司表现出众

从趋势上来看，中高端服装公司 Q2 表现优于 Q1，根据 2019 年前低后高的趋势判断，下半年增速有望提高。公司表现出现分化，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 12: 2019Q1/Q2 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	
	2019Q1	2019Q2	2019Q1	2019Q2
比音勒芬	27.37%	22.45%	52.91%	17.32%
歌力思	8.32%	27.05%	11.00%	24.72%
地素时尚	13.53%	15.41%	32.58%	-23.51%
安正时尚	41.46%	58.20%	10.51%	28.55%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

► 大众休闲服饰板块：改革效果逐步显现

2019H1 大众服饰经历了前期对供应链端、渠道端、产品端、营销端的优化，成效逐渐显现。森马服饰休闲装业务已调整到位，终端销售及开店情况进一步优化，童装持续保持龙头地位，电商业务收入维持较高增长。海澜之家主品牌运营稳健，积极适应新消费趋势，精准定位、提高产品品质感，持续优化店铺形象；多品牌在集团的规模效用下有望提升运营能力。

图表 13: 2019Q1/Q2 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	
	2019Q1	2019Q2	2019Q1	2019Q2
森马服饰	63.90%	35.81%	11.06%	5.68%
太平鸟	-4.46%	1.99%	-34.90%	-29.24%
海澜之家	5.23%	9.58%	6.96%	-2.08%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

运营趋势:

运营端：门店强管控，运营更高效

终端强管控，数据均打通。公司数字化管理布局陆续完善，对终端销售做到及时把控调节，对加盟商进行指导订货有效提高销售效率。以森马为例，公司根据店铺面积指导各货品订货比例及门店布局，通过数字化管理提高订货——发货——销售效率。地素时尚积极对经销商做直营化管理，从订货到陈列做系统性指导。

值得一提的是，运动鞋服公司零售管理相较之前更加精耕细作。2008 年后运动鞋服行业进入低谷，此后安踏体育、李宁等公司均进行零售改革，加强对渠道的管控。以安踏为例：

- 公司主品牌由批发转向零售模式，建立零售导向思维和考核系统，使得零售阶段更加贴近消费者需求。1) 订货阶段，公司在销售数据分享和分析的基础上，对经销商进行精准订货指导，有助于管理终端产品陈列和库存控制的同时使得商品规划和生产更加高效。2) 加强对店铺陈设、销售策略和销售人员的管控。

- 就订货的精准指导而言：公司根据店铺所处城市、所处商圈、以及店铺的店效和面积等维度对 7000 多个店铺进行分级。订货中针对不同级别的店铺会有对应的商品组合推荐，每个经销商在该商品组合的基础上进行小部分的调整（占比 20%左右）。

产品端：专业与时尚兼具，产品扩充种类

拓展周边产品，提高销售连带率。终端渠道流量分化明显，品牌商通过提高服饰周边产品布局以提高销售连带率，从而提高单店店效。比音勒芬主打运动休闲服饰，搭配销售箱包鞋类，销售连带率高；森马服饰在休闲装门店加入“美背系列”、袜子内衣等产品，在巴拉巴拉童装加入饰品等类目，颇受欢迎；地素时尚计划将旗下 RAZZLE 品牌打造成综合品牌，销售时尚男女装及周边物件等。

各运动品牌强调其专业性的同时，运动时尚风潮的兴起给予众多新兴品牌崛起发展的机会。运动时尚服饰巧妙的将运动服饰的专业度与时尚的潮流时尚融为一体，在舒适度的基础上融合个性化的时尚需求，引起了消费者的关注。运动时尚风潮兴起成为当前市场的重要趋势，也成为各个品牌商的必争之地。

图表 14：安踏集团旗下 FILA 品牌



资料来源：FILA 官网，国盛证券研究所

图表 15：中国李宁走秀款



资料来源：李宁官网，国盛证券研究所测算

安踏集团旗下 FILA 品牌（于 2009 年收购）2014 年-2018 年流水增速 CARG 达到 70% 远高于行业平均增速水平，2019H1 该品牌实现了近 80% 的收入和经营利润增速（流水增速达到 60%+）。李宁集团于 2018 年推出主打国潮的“中国李宁”系列，连续登上纽约时装周和巴黎时装周，为李宁主品牌吸引大量的年轻消费者群体，2019H1 李宁品牌实现同店双位数增长。

图表 16：各品牌终端同店（流水）增速，%

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
安踏	20%~25%	低双位数	低双位数	中双位数	低双位数	低双位数
FILA	80%~85%	90%~95%	90%~95%	85%~90%	70%+	50%+
李宁	低双位数	高单位数	低双位数	低双位数	中双位数	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	中双位数

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：安踏及 FILA 品牌为流水增速，其余为同店增速

渠道端：渠道红利呈集中趋势

宏观经济的波动、新业态的兴起、流行风潮的变迁无一不影响消费者消费习惯的变化，而渠道作为直接连接消费者的媒介影响公司运营效率。近来我们看到渠道端不断经历洗牌，在高效店赢得更大面积、更好店铺位置的同时部分销售滞后的品牌门店则逐渐被出清，渠道红利呈集中趋势。

➤ **线下方面，2019上半年行业普遍以低效店调整为主，下半年开店有望加快，全年有望实现净开店状态。**大众服饰品牌在2018年左右渠道逐步调整到位，呈较快开店趋势，2019上半年则对部分门店进行调整。而中高端服饰品牌更注重高效店布局，开店节奏谨慎，歌力思主品牌净关店16家，地素时尚主品牌净关店17家，安正时尚主品牌净关店3家。比音勒芬凭借高增速的终端销售持续拓店，2019H1净开店34家，同时老店则在“调位置扩面积”下店效不断提升。

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，但对于入驻店铺的品牌力、品牌定位等具有一定要求。同时奥莱这一业态被普及，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。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。

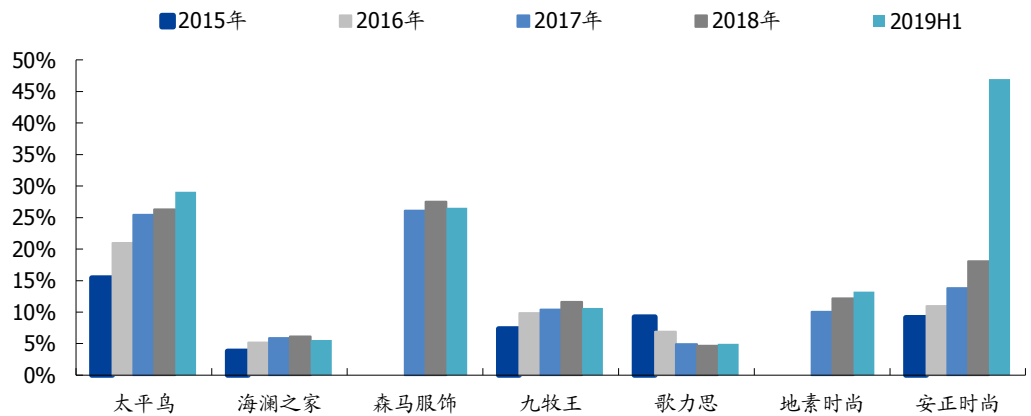
图表 17: 品牌服饰公司 2018 年及 2019H1 开店情况

		2018 年末	2019Q1	2019H1	2019H1 净开店
太平鸟	PB 女装	1551			
	PB 男装	1322			
	乐町	616	4508	4427	-167
	MiniPeace	867			
海澜之家	海澜之家	5097	5369	5449	
	爱居兔	1281	1263	1241	-40
森马服饰	森马	3830		3858	28
	巴拉巴拉	6075		5546	-529
比音勒芬		764		798	34
九牧王	JOEONE	2411	2393	2410	-1
	FUN	207	209	207	0
歌力思	ELLASSAY	312	307	296	-16
	EdHardy	181	180	174	-7
	Laurel	37	39	40	3
	IRO	49	51	53	4
	Vivienne Tam	13	14	14	1
	玖姿	692	694	689	-3
	尹默	103	100	97	-6
安正时尚	安正男装	46	46	42	-4
	摩萨克	31	31	29	-2
	斐娜晨	98	83	78	-20
地素时尚	DA	613	600	596	-17
	DM	53	53	54	1
	DZ	383	384	393	10
	RA	13	11	7	-6

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, 截至 2019H1 年, 太平鸟/森马服饰的电商占比 25%+, 中高端服饰品牌电商占比也逐年攀升。主要系: (1) 电商渠道的功能转变。从清库存为主逐渐转换引流为主, 歌力思、太平鸟、九牧王等纷纷推出线上专供款系列, 比音勒芬、地素时尚等中高端服装品牌通过线上销售加强 VIP 维护; (2) 电商代运营业务。安正时尚收购的礼尚信息 (代运营母婴产业)、歌力思收购的百秋电商 (代运营时尚品牌) 业绩均维持较高增速, 并能与主业有所互补。

图表 18: 2015 年~2019H1 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)

化妆品: 经销为重的行业处于产品与渠道高速增长期

化妆品板块公司上半年经营对比

上海家化 Q1 对重点品牌佰草集进行渠道库存消化, Q2 增速回升, 上半年取得营业收入 39.23 亿元 (YOY+7.02%), 实现归属净利润 4.44 亿元 (YOY+40.12%), 其中工厂拆迁处置收益、平安基金公允价值变动等非经常性损益共计 1.83 亿元, 扣非净利润 2.61 亿元 (YOY+9.52%)。

珀莱雅 上半年凭借强劲的电商运营能力和积极的新品策略, 取得营业收入 13.28 亿元 (YOY+27.48%), 实现归属净利润 1.73 亿元 (YOY+34.49%), 其中主品牌珀莱雅贡献了 88.50% 的销售收入 (YOY+26.28%)。

丸美股份 上半年百货表现强劲, 其他渠道稳健经营, 录得营业收入 8.15 亿元 (YOY+11.85%), 归母净利润 2.56 亿元 (YOY+31.57%), 扣非净利润 2.17 亿元 (YOY+19.75%, 主要为政府补助影响)。

图表 19: 2019Q1/Q2 化妆品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		扣非净利润	
	2019Q1	2019Q2	2019Q1	2019Q2	2019Q1	2019Q2
上海家化	5.03%	9.08%	54.84%	26.77%	6.69%	14.39%
珀莱雅	27.59%	27.39%	30.36%	39.39%	35.38%	44.31%
丸美股份	8.88%	14.38%	25.27%	37.66%	24.01%	14.97%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

从盈利能力和经营质量来看，丸美股份凭借主打眼霜的品类结构和精简的管理架构获得明显较高的毛利率及净利率水平，珀莱雅净利率水平稳定，上海家化仍处于追赶行业正常水平的过程中。从经营质量来看，上海家化/珀莱雅/丸美股份的净现比（经营性现金流净额/归母净利润）分别为1.22/-0.34/0.75，上海家化的经营质量较高，珀莱雅受上半年支付去年递延税费、购买商品及接受劳务支付现金、京东平台账期等因素影响，2019Q1和Q2经营性现金流净额均为负向流出。

图表 20: 2019H1 化妆品重点公司盈利能力对比

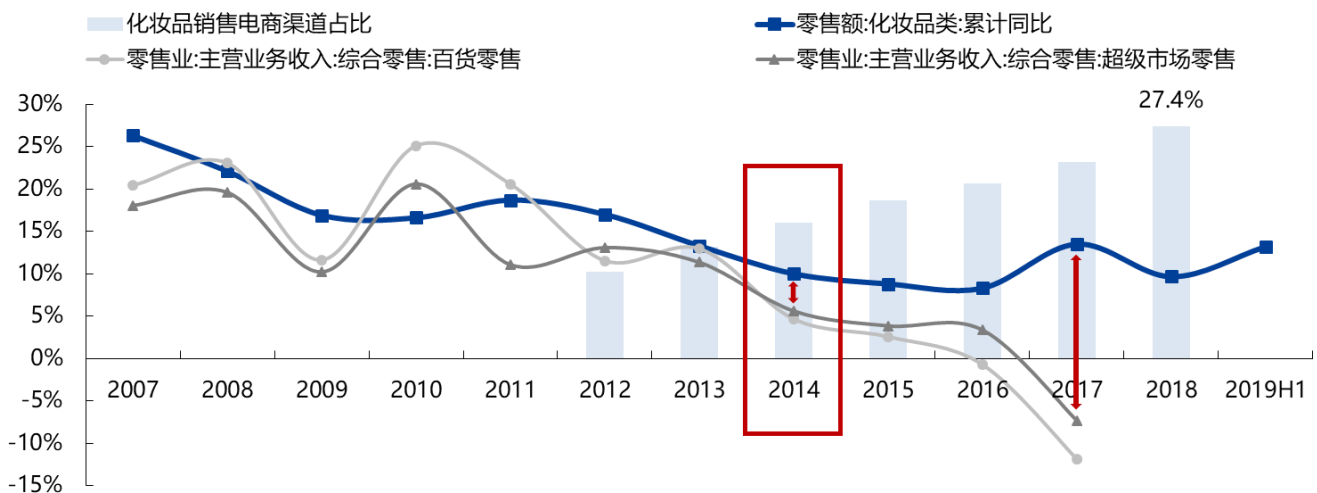
公司名称	毛利率	扣非净利率	销售费用率	管理+研发费用率	净现比
上海家化	61.94%	6.65%	43.50%	12.64%	1.22
珀莱雅	65.78%	12.85%	39.40%	8.90%	-0.34
丸美股份	68.42%	26.66%	29.22%	6.72%	0.75

资料来源: wind, 国盛证券研究所

电商渠道销售占比提升带来行业繁荣期

在经历三年线上零售对线下零售环境侵蚀的寒冬期后，原本以线下为主销售渠道的化妆品行业中的品牌纷纷向线上谋求新的发展机会，根据 Euromonitor 数据，化妆品行业整体电商销售占比由 2012 年的 10.2% 提升至 2018 年的 27.4%。化妆品板块自 2017 年起呈现出行业整体增长提速，2019 年上半年限额以上化妆品零售额同比累计增长 13.2%，超过限额以上总零售额增速 8.4pcts，其中电商活动力度较大的 3 月（女神节）及 6 月（618）的当月同比增速分别高达 14.4%/22.5%。

图表 21: 限额以上企业分品类零售额增速& 化妆品零售电商渠道销售占比



资料来源: Euromonitor, 国家统计局, 国盛证券研究所

电商渠道为化妆品公司创造了可实现高速增长零售环境。2019 上半年，A 股上市公司中，珀莱雅电商渠道销售收入同比增长 48.08%，电商销售占比同比提升 6.42pcts 至 46.01%；上海家化在 Q1 消化唯品会库存的影响下，上半年电商渠道销售收入（不含特渠）同比增长超过 25%；丸美股份上半年电商渠道销售收入整体同比增长超过 10%，其中天猫直营旗舰店和重点线上经销商（贡献超过 60% 线上经销收入）销售同比增长超过 20%。目前珀莱雅/丸美股份/上海家化的电商占各自总销售收入的比重分别为接近 50%/超过 40%/超过 20%，其中上海家化作为多品牌集团，同时覆盖护肤、个护、家居护理品类，佰草集/高夫/玉泽三大护肤品牌的电商销售占比分别为 30%+/60%+/70%+。

各公司其他渠道 2019 上半年回款情况:

- **上海家化:** 特渠恢复性增长 60%+, 商超/母婴/CS 渠道个位数增长, 百货渠道双位数下滑 (Q1 大幅消化渠道库存, Q2 正向增长)。
- **珀莱雅:** 受益于新品铺货拉动, 商超渠道 9500 万元 (YOY+13.10%), CS 渠道 5.25 亿元 (YOY+11.70%)。
- **丸美股份:** 受益于新品铺货和“MARUBI TOKYO”高端线推广客单价提升, 百货渠道销售同比增长超过 30%; 美容院渠道客单价提升, 继续维持 20%+的稳定较快增长趋势; CS 渠道实现 10%+的平稳增长。

产品策略不一而同, 推新积极度影响短期增长幅度

大单品策略

- **上海家化:** 佰草集上半年精简全渠道 SKU 数量, 并且全年营销资源集中投放 Q2 的大单品“新七白冻干面膜”和 Q4 的大单品“太极日月精华”。家化集团其他重点品牌均有较成熟的大单品, 例如六神的花露水、美加净的银耳珍珠霜和护手霜、玉泽的皮肤屏障修护乳等。
- **丸美股份:** 公司自 2007 年来持续投入“弹力蛋白眼精华系列”, 该系列 2018 年已推出第五代产品。2018-2019H1, 丸美开启高端系列拓展, “MARUBI TOKYO”继 2018 年 1 月的首个“日本酒御龄冰肌系列”后, 2019 年 5 月上市第二个“日本花弹润娇嫩系列”。

大众潮流策略

- **珀莱雅:** 公司上半年重点营销的产品覆盖精华类、面膜类、彩妆类、面部水乳类, 紧跟市场风向。珀莱雅上半年以推新为主, 7 月份打造了爆款产品“泡泡面膜”, 预期对下半年销售收入贡献较大。

化妆品企业普遍经销占比较大, 一般超过 80%, 渠道覆盖面以及新品发售频率将对当期销售产生较大影响。上海家化: 上半年佰草集 Q1 消化渠道库存并将全渠道 SKU 数量由 300 多个精简至 200 个左右, Q2 随着大单品冻干面膜的铺货以及渠道库存压力减轻, 经销商回款恢复增长; 六神加大对沐浴露品类的投入; 高夫上半年拓展控油产品线; 美加净尝试洁面和防晒品类; 玉泽增加祛痘产品线等。珀莱雅: 上半年推出精华、原液、面膜、彩妆四大类新品系列并同多款新产品, 推动公司全渠道销售收入快速增长。丸美股份: 上半年推出“MARUBI TOKYO”的第二系列, 维持对“弹力蛋白眼精华第五代产品”的重点营销, 同时加大对精华品类的投入, 推出“玻尿酸、烟酰胺、蛋白肽”三款肌能产品。

发展电商及打造新品爆款将成为行业本阶段主旋律。上海家化: 未来 3 年的电商占比目标为 50%, 2019 年下半年多个品牌有产品推新规划。佰草集将推出全新太极系列、六神将发力秋冬季滋润及香氛沐浴露系列、高夫将加强对 2019 年新增控油产品线的营销造势、美加净将推出顺应消费升级的大师清香气氛手霜系列、启初将推出聚焦润肤品类的三个新系列、玉泽在强化“修护皮肤屏障”的差异化品牌定位基础上, 拓展祛痘产品线、家安下半年将重点突破酵素织物清洁系列。珀莱雅: 7 月成功打造爆款产品“泡泡面膜”, 8 月推出新品“V 脸霜”, 预期公司强劲的自主电商运营能力, 配合下半年的国庆、双十一、双十二、双旦等密集的电商活动排布, 预期公司的电商销售能力将得到进一步放大。丸美股份: 积极拓展精华品类, 并将借助“丸美眼霜节”(9 月 20 日-10 月 7 日, 9 月初预热)和“双 11、双 12 及双旦前夕”发力公司此前力量较薄弱, 但实际线上流量汇集度最高的天猫平台。

公司盈利预测与调整

➤ 安踏体育：高歌猛进，再超预期

2019H1 公司收入/归母净利润同增 40%/28%至 148 亿/25 亿元，其中经营利润同增 58%达 43 亿元（与净利润增速差距主要由于收购 Amer 集团带来的一次性费用及亏损 4.9 亿元）。其中安踏品牌 2019H1 收入 75.9 亿元（占集团收入 51%），同增 18.3%。FILA 品牌 2019H1 收入 64.4 亿元（占集团收入 44%），同增 79.9%，大幅超出市场预期。其他品牌尤其是“迪桑特”实现翻倍增长，并进入盈利状态；KOLON、小笑牛等品牌仍处于孵化阶段。

考虑 Amer Sports 主要盈利季在秋冬，历史上 Q2 多为亏损，加上收购的一次性费用，此次收购给集团 2019H1 报表带来 4.9 亿负面影响，但全年来看仍有望给集团贡献微量利润。目前 Amer 集团整合推进，安踏已接手部分中国区业务并为其制定 5 年期发展规划，未来整合后的 Amer 集团有望推动集团发展进入新阶段。

基于上半年运营再超预期，我们认为集团全年业绩有望再提速，上调 2019/2020/2021 年净利润预测至 56.3/70.5/86.7 亿元（原为 50.2/61.8/73.8 亿元）。考虑业绩超预期及估值切换，我们给予公司一年期目标价 82 港元（对应市值 2200 亿港元），对应 2020 年 PE 28 倍，维持“买入”评级。

➤ 李宁：2019 年 H1 实现业绩大幅增长

2019H1 公司实现收入/归母净利润 62.55/7.95 亿元，同比增速分别为 33%/196%。一次性非经营性利润（主要来自投资收益）贡献 2.35 亿增量，扣非净利润同增 109%至 5.6 亿元。

李宁集团 H1 收入达 62.55 亿元，同增 33%：1）线上电商收入持续高增长，增速 38%；2）线下方面，直营/加盟收入分别为 12%/45%，其中同店增速为 10%+，渠道端主品牌净增 78 家门店（增速 12%）达 6422 家，童装净增 79 至 872 家。加盟增速高于直营主要在于部分直营门店转加盟同时加盟拿货折扣提升。

基于李宁的品牌积淀和消费者对其认可度的复苏，我们长期看好集团销售端的改善和盈利能力的提升。我们预计公司 2019-2021 年净利润为 12.5/14.3/17.0 亿元，增速 75.5%/13.6%/17.0%，现市值 554 亿港元，对应 19 年 PE 为 39 倍，维持“买入”评级。

➤ 申洲国际：业绩符合预期，产能扩张顺利

公司 2019 年 H1 实现收入 102.79 亿元，同增 12.2%，其中 OEM 业务增长 14%；净利润 24.16 亿元，同增 10.9%，剔除零售业务（亏损 8294 万元）和捐款（4000 万）影响后，OEM 业务归母净利润同增 14.7%，符合预期。

内生效率提升&产能有序扩张驱动产量平稳增长。①OEM 业务：越南新工厂已建成并招 2000 名员工，下半年陆续投产；柬埔寨新工厂建设进展优于预期，计划于 2020 上半年投产。2019 年为公司产能建设期，预计产能增长 10%左右，2020~2021 年新建厂房逐渐释放产能，扩产完成后产能有望提升 40%左右。国内目前主要以提升自动化为主。②零售业务：预计下半年仍呈收缩趋势，将于 2020 年初调整结束。

维持 FY2019~FY2021 年净利润分别为 52.59/61.38/72.30 亿元预测，同增 15.8%/16.7%/17.8%，对应 EPS 3.5/4.1/4.8 元，对应 2019 年 PE 28 倍，维持“买入”评级。

➤ **比音勒芬：终端靓丽，下半年业绩有望提速**

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。2019年H1实现收入/归母净利润 8.46/1.74 亿元，同增 25.15%/42.01%，剔除股权激励费用扣非净利润同增 54.55%。虽受激励费用影响，业绩依旧靓丽。

预计下半年业绩提速，①同店延续增长趋势；②预计下半年拓店 80 家左右；③近日国务院印发《意见》旨在推动旅游消费潜力，威尼斯定位旅游服饰市场有望率先受益。同时，我们判断下半年无激励费用影响，考虑销售费用确认节奏和规模效应体现进而业绩增速有望提速。

基于 2018 年起预期业绩及 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 PE 18 倍，维持“买入”评级。

➤ **森马服饰：主业业绩增速佳，并购业务仍待调整**

2019 年 H1 收入同增 48.6% 至 82.2 亿元，归母净利润同增 8.2% 至 7.2 亿元，其中 Kidiliz 并表带来 14.8 亿元营业收入和 1.1 亿元的亏损，森马服饰自身收入/业绩增速分别为 20%/24%。

森马休闲装贡献收入 29.4 亿元，同比增长 12.2%。我们判断其线下增速为 10% 左右（单 Q2 增速小个位数）增长主要来自于次新店贡献，同店表现平稳。巴拉巴拉童装贡献收入 37.3 亿元，同增 30.0%。我们判断巴拉巴拉线下收入增速超过 25%（单 Q2 增速近 15%）。电商成为重要增长引擎。公司线上/线下收入同增 54%/35% 至 21.7/60.5 亿元，剔除并表影响森马线上/线下收入分别同增 30%/18%。

考虑到 KIDILIZ 集团整合仍需一定时间，我们调整公司 2019-2021 年业绩预测至 18.6/21.0/24.7 亿元（原为 19.0/21.6/25.5 亿元），维持“增持”评级。

➤ **歌力思：业绩好于预期，多品牌协同效应显现**

公司 2019 年 H1 收入同增 17.09% 至 12.66 亿元，归母净利润同增 17.90% 至 1.90 亿元，好于预期。主品牌上半年收入同增 7%，公司继续优化渠道（净关 16 家至 296 家）；EdHardy 调整店铺至 174 家，收入同降 6%，主要系终端销售略有压力，公司主动调整经销商存货所致。其余多品牌陆续贡献利润。

百秋电商业务拓张，业绩贡献高增长。目前百秋已签约 50 余个国际时尚品牌，积极拓展在新零售领域的探索，同时加快海外市场布局，未来有望形成遍及中国、菲律宾、马来西亚等国的整体电商服务体系。2019H1 百秋电商净利润 2575.39 万元，同增 19%，考虑并表后贡献净利润约 1931 万元，预计 2019 年有望保持高速增长。

展望 2019，主品牌多品牌竞相绽放。2019 年我们预计主品牌拓店 30 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 预计 2019 新开店 10+ 家；IRO 持续发力；VT 与诺特仍处于孵化阶段。

公司内生外延，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 2019/2020/2021 年净利润分别为 4.37/5.32/6.51 亿元，对应 EPS1.32/1.60/1.96 元，对应估值 11/9/7 倍，维持“买入”评级。

➤ **上海家化：运营符合中期预测，下半年新品推广密集**

公司 2019 上半年录得营业收入 39.23 亿元（YOY+7.02%），毛利率 61.94%，实现归属净利润 4.44 亿元（YOY+40.12%）。其中工厂拆迁处置收益、平安基金公允价值变动等非经常性损益共计 1.83 亿元，扣非净利润 2.61 亿元（YOY+9.52%）。

Q2 单季度收入同增 9.08%、扣非净利润同增 14.39%，较 Q1 有所提高。公司累计现金分红率 35.79%。

分品牌来看，佰草集微跌、六神个位数增长、高夫微跌、美加净个位数下滑、启初增长 25%+、家安/玉泽/片仔癀同比增长 35%-55%。分渠道来看，电商增长 25%+、特渠增长 60%+、商超/母婴/CS 渠道个位数增长、百货渠道双位数下滑。佰草集 Q2 成功打造冻干面膜爆款产品，达成全网 14 亿+总曝光和 800 万+总互动的营销效果，产品传播期 ROI 高达 2.5 倍（业内较高水平）。

判断新产品推广将拉升集团收入增长，但新工厂投产及品牌推广对下半年利润增速有所影响。预期全年毛利率水平较同期将有所下滑。配合下半年多品牌新品推广计划以及电商渠道发展投入，公司全年销售费用率预期将同比持平。根据中报情况及对下半年经营策略，我们维持收入预测 2019-2021 年收入 78.64/89.44/102.38 亿元、将盈利预测由归属净利润 6.95/8.16/10.38 亿元下调至 6.49/6.68/8.73 亿元、对应 EPS1.0/1.0/1.3 元，公司现价 34.04 元，对应 2019/2020/2021 年 PE 为 35/34/26 倍，维持“买入”评级。

➤ **珀莱雅：高速增长，新品驱动叠加电商红利**

公司上半年录得营业收入 13.28 亿元（YOY+27.48%），实现归属净利润 1.73 亿元（YOY+34.49%），其中主品牌珀莱雅贡献了 88.50% 的销售收入（YOY+26.28%）。受益于主销渠道向中间环节精简的电商切换，上半年毛利率提升 3.60pcts 至 65.78%；配合新品发布，销售费用率提升 1.77pcts 至 39.40%；股权激励摊销增加，管理费用率提升 0.73pcts 至 6.72%；净利率同比提升 0.68pcts 至 13.06%。公司营运能力稳定，存货周转天数和应收账款周转天数分别为 97 天/17 天。

收入快速增长源于电商渠道红利、新品驱动和新品牌增加。CS 和商超渠道销售收入分别增长 11.70%/13.10%，电商渠道增长 48.08%，第二品牌优资莱发展不达预期，门店数量进入调整期，上半年增长 10.42%。

受益于新品铺货和电商红利，我们认为公司正处于高速增长期，同时公司在费用率控制方面比较稳定。预计 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。公司现价 80.20 元，对应 PE 为 42/32/24 倍，维持“增持”评级。

➤ **丸美股份：稳健经营，电商潜力待挖掘**

公司上半年录得营业收入 8.15 亿元（YOY+11.85%），归母净利润 2.56 亿元（YOY+31.57%），扣非净利润 2.17 亿元（YOY+19.75%，主要为政府补助影响）；Q2 单季度收入和归母净利润分别增长 14.38%/37.67%。公司 2019H1 毛利率 68.42%（-0.36pcts），销售费用率 29.22%（-0.84pcts），管理和研发费用率 6.72%（-0.49pcts），整体财务指标同比较稳定，扣非净利率同比提升 1.76pcts 至 26.66%。

分品牌：上半年主品牌丸美贡献了 91.92% 的销售收入，春纪和恋火两个小品牌依然处于调整期。**分渠道：**百货渠道销售同比增长超过 30%；美容院维持 20%+ 的稳定较快增长趋势；CS 渠道实现 10%+ 的平稳增长；线上直营和重点经销商美妮美雅部分稳速增长，实现上半年连续 6 个月天猫眼部护理套装类目丸美旗舰店排名第一，京东眼霜类目丸美品牌排名前三、国货第一，唯品会 618 丸美品牌排名美妆第二、国货第一。从上半年公司品牌相关淘系店铺数量变化来看，淘分销拓展受阻，电商整体对收入贡献占比略有缩减。

公司上半年百货强劲增长，CS、美容院及直营电商渠道稳健运营，但淘分销的拓展遇到一定阻碍，下半年公司将借助眼霜节、双十一等一系列电商活动发力天猫平台。

根据上半年公司实际运营情况及下半年经营规划，将营业收入预测由 2019-2021 年 18.60/22.95/28.43 亿元调整至 18.17/21.90/26.37 亿元，将归母净利润预测由 4.97/6.25/7.69 亿元调整至 4.95/6.00/7.23 亿元，对应 EPS1.23/1.50/1.80 元。公司现价 49.91 元，对应 PE 为 40/33/28 倍，给予“增持”评级。

图表 22: 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	65.00	1.52	1.86	2.29	38	31	25	1755.81	买入
李宁	23.15	0.31	0.54	0.62	66	38	33	534.51	买入
比音勒芬	23.79	0.95	1.32	1.67	25	18	14	73.34	买入
歌力思	14.19	1.10	1.31	1.60	13	11	9	47.18	买入
地素时尚	21.80	1.43	1.62	1.91	15	13	11	87.42	增持
九牧王	11.30	0.93	0.96	1.06	12	12	11	64.93	买入
上海家化	34.04	0.81	0.99	1.26	42	34	27	228.49	买入
丸美股份	49.91	1.04	1.23	1.50	48	40	33	200.14	增持
珀莱雅	80.20	1.43	1.92	2.52	56	42	32	161.43	增持
太平鸟	13.80	1.19	1.43	1.67	12	10	8	66.34	增持
森马服饰	12.03	0.63	0.70	0.80	19	17	15	324.63	增持
海澜之家	8.41	0.78	0.82	0.86	11	10	10	371.72	买入
波司登	2.69	0.06	0.08	0.11	41	28	22	288.17	增持
申洲国际	106.50	3.02	3.50	4.08	31	27	23	1600.93	买入
健盛集团	8.35	0.50	0.64	0.79	17	13	11	34.77	买入
罗莱生活	9.20	0.64	0.76	0.87	14	12	11	76.47	增持

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 收盘价截至 2019 年 8 月 30 日, 安踏体育、李宁、波司登股价及市值单位为港元, 波司登 19E 为 19/20 财年)

投资策略

当前运动鞋服行业正处高景气阶段，且未来空间广阔。产业链各环节竞争格局稳定、强者恒强。自上而下看好整条产业链，核心推荐：强研发能力、一体化产业链的制造龙头申洲国际；产品研发、品牌营销、渠道管控具备明显优势的品牌龙头安踏体育、李宁；差异化定位的运动休闲公司比音勒芬；建议关注滔搏国际（即将上市）。

受益于化妆人口增长、化妆习惯深度发掘和电商渠道加持，整体化妆品行业高速增长。A 股中化妆品板块标的稀缺性较高，建议关注多品类布局成熟、底部品牌价值积淀较厚的国产化妆品龙头集团上海家化；电商渠道及新媒体营销具备较强自主运营能力的珀莱雅；品牌特色鲜明、直营电商成长空间较大的新股丸美股份；卡位功能性护肤品风口的华熙生物（已过会）。

同时维持推荐上海家化，建议关注森马服饰，丸美股份、以及科创板已过会的华熙生物。

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com