



Research and  
Development Center

# 关注纺服优质品牌崛起，化妆品持续高景气

2020年5月9日

证券研究报告

行业研究

投资策略报告

纺织服装

投资评级 看好

上次评级 看好

汲肖飞 纺服&amp;轻工行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

邮箱: liyuanyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 关注纺服优质品牌崛起，化妆品持续高景气

2020年5月9日

## 本期内容提要:

- **纺织服装疫情影响修复，化妆品高景气持续。**2020年受新冠疫情影响，纺织服装行业收入同比下滑，2021年国内疫情有效控制，疫情影响改善，21Q1纺织服装上市公司实现收入619亿元、同增31%，实现净利49亿元、同增254%，低基数影响下业绩显著修复。化妆品行业景气度持续较高，2020年疫情影响下上市公司平均实现双位数增长，21Q1收入增速提升至40%以上，业绩增速同样提升。
- **纺织服装优质本土品牌有望迎来黄金发展期。**首先，从发达国家经验来看，人均GDP突破1万美元后本土消费品品牌将实现快速发展，供需层面变化有利于优质品牌崛起；其次，本次新冠肺炎疫情发生结合东西方国际关系变化，民族认同感提升，尤其新一代95后、00后逐渐成为消费主力，国货更加受到消费者认可；最后，新疆棉事件催化下国际品牌在营销、渠道等方面优势有所削弱，本土品牌有望缩短差距，推动收入增长，其中产品竞争力强、龙头地位明显的品牌显著受益。
- **化妆品行业高景气度，国货品牌追赶。**化妆品行业市场规模约5000亿元，09-19年复合增速约10%，成为消费板块景气度最高的子行业之一。对标全球成熟市场我国化妆品人均消费仍处于低位，2019年我国化妆品人均消费金额为51美元，同期美国、日本为282美元、320美元，新生代消费群体加入将持续拉高年均消费，长期空间较大。行业单品牌份额有瓶颈，本土品牌在大众化领域建立优势，2019年百雀羚、自然堂、韩束、一叶子、珀莱雅、韩后6大本土大众化定位化妆品品牌进入前20名，合计份额为14.1%，较15年提升3.6pct，对标全球成熟市场本土品牌集中度，国货品牌存在较大提升空间。
- **下半年持续关注纺织服装优质赛道投资机会：**1) 运动鞋服赛道优质龙头成长确定性较强，其中本土品牌管理团队优秀、品牌影响力强，显著受益于新疆棉事件带来国货成长机会，头部制造商品牌资源优势明显，有望扩张市场份额，建议关注安踏体育、李宁、华利集团、申洲国际、特步国际等。2) 直播电商渠道持续快速增长，渠道布局较早、抖音快手运营能力强的品牌收入弹性较大，直播电商MCN机构将持续受益，下半年业绩有望释放，建议关注星期六、锦鸿集团。3) 新疆棉事件后消费者对本土品牌认可度显著提升，长期看优秀本土品牌迎来发展机遇，建议关注安踏体育、李宁、森马服饰、比音勒芬、太平鸟等。
- **看好功效性护肤品赛道以及营销灵活性强品牌商，关注彩妆产业链。**2021年进入产品驱动大年，同时行业营销升级，对流量精细化运营提出更高要求，我们看好三条主线：1) 功效性护肤品赛道高景气度，14-19年复合增速为23.5%，高于护肤品同期10.1%的复合增速；本土品牌基于亚洲皮肤研究、专业渠道沉淀以及皮肤学原料研发实力具备强竞争力，格局远好于护肤品行业，建议关注贝泰妮、华熙生物；2) 线上持续高景气度，19年增速超过30%，品类线上渗透率未触天花板，

未来在内容电商及社群电商运营灵活的品牌商可抓取新一轮流量红利，建议关注珀莱雅、上海家化；3) 彩妆是化妆品行业中景气度较高的子行业，14-19年复合增速为18%，对标海外成熟市场化妆品结构，我国彩妆处于“低配”阶段，建议关注珀莱雅。

- **风险因素：**新冠肺炎疫情超预期、行业竞争加剧、汇率波动等风险。

## 目录

行业回顾：纺织服装疫情影响修复，化妆品高景气持续	6
纺织服装：行业进入成熟期，疫情影响收入波动	6
上市公司：疫情影响逐步修复，21Q1 业绩弹性较大	6
行情与估值：估值持续修复，龙头表现亮眼	7
化妆品行业：业绩增长稳健，股价表现优异	8
纺织服装：优质国货有望迎来黄金发展时期	9
服装行业：国际龙头占据优势地位，优质国货奋起直追	9
消费趋势：国产品牌有望迎来黄金发展阶段	10
新疆棉事件：加速催化本土品牌发展，头部将显著受益	12
化妆品行业：景气度无忧，本土品牌逐步强势	13
长期趋势：行业需求向上，长期景气度无忧	13
竞争格局：大众市场国货品牌占领市场，成熟市场本土品牌具备优势	14
优质赛道成长确定性强，关注下半年投资机会	15
运动赛道优质龙头成长确定性强、仍有布局机会	15
直播电商：渠道持续快速扩张，产业链企业有望受益	18
化妆品：关注功能性护肤品、线上品牌、彩妆投资机会	20
投资建议	23
风险因素	24

## 表目录

表 1：化妆品板块代表公司 2020 年及 21Q1 收入业绩情况（单位：亿元）	8
表 2：2019 年全球代表市场皮肤学护肤品竞争格局情况（单位：%）	21
表 3：化妆品行业新规对特定功效宣传要求	22
表 4：纺织服装、化妆品行业重点公司 EPS 及估值情况	24

## 图目录

图 1：近年来社会消费品零售额同比增速	6
图 2：近年来服装鞋帽零售额同比增速	6
图 3：近年来我国纺织行业营业收入及同比增速（亿元）	6
图 4：近年来我国棉花价格变化情况（元/吨）	6
图 5：近年来纺织服装上市公司总收入增长情况	7
图 6：近年来纺织服装上市公司净利增长情况	7
图 7：近年来纺织服装上市公司存货周转情况	7
图 8：近年来纺织服装上市公司经营性现金流情况	7
图 9：近年来纺织服装行业与大盘涨跌幅对比	8
图 10：2021 年以来各一级行业指数涨跌幅	8
图 11：近年来纺织服装行业市盈率变化情况（PE，TTM）	8
图 12：代表性公司市盈率变化情况（PE，TTM）	8
图 13：化妆品代表公司 2021 年至今涨跌幅	9
图 14：化妆品代表公司动态 PE 及变化	9
图 15：近年来我国鞋服行业消费市场规模及同比增速	10
图 16：近年来我国鞋服行业前 20 大品牌变化情况	10
图 17：我国鞋服行业前 20 大本土/国际品牌市占率变化	10
图 18：2020 年我国鞋服行业前 20 大品牌市占率	10
图 19：中产阶级崛起与本土消费品牌发展国际比较	11
图 20：2020 年中国消费者更加偏好本土品牌	11
图 21：2020 年我国大学生国货满意度调查	11
图 22：近年来本土服装品牌研发费用投入增长（百万元）	12

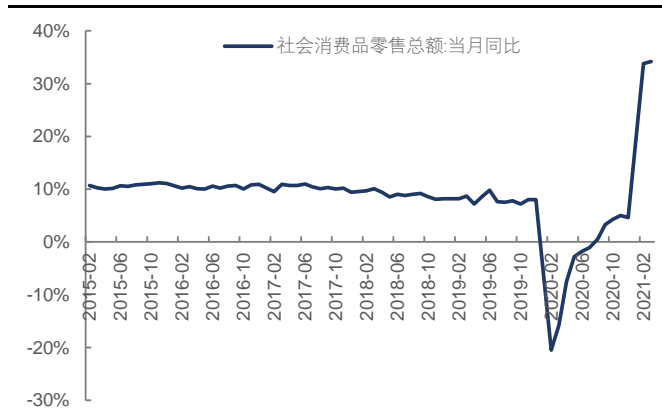
图 23: 中国李宁登上纽约时装周秀场 .....	12
图 24: 新疆棉事件前后国际品牌淘系销售情况 (万元) .....	12
图 25: 新疆棉事件前后本土品牌淘系销售情况 (万元) .....	12
图 26: 新疆棉事件后国内明星与涉事品牌解约 .....	13
图 27: 李宁宣布明星肖战作为全球代言人 .....	13
图 28: 化妆品行业近年来市场规模及增速 (单位: 亿元) .....	13
图 29: 化妆品行业 2001-2021Q1 限额社零增速情况 .....	13
图 30: 中国/日本/美国化妆品人均消费支出 (单位: 美元) .....	14
图 31: 中国/日本/美国人均消费支出占比人均 GDP .....	14
图 32: 2019 年中国护肤品市场 TOP20 品牌份额情况 (%) .....	14
图 33: 2019 年中国彩妆市场 TOP20 品牌份额情况 .....	14
图 34: 2019 年护肤品类目 TOP20 品牌份额对比 (%) .....	15
图 35: 2019 年护肤品类目 TOP20 本土品牌份额对比 (%) .....	15
图 36: 近年来我国运动鞋服市场规模保持增长趋势 .....	16
图 37: 近年来国际与本土运动品牌市占率变化情况 .....	16
图 38: 2021 年厦门马拉松 3 小时内选手跑鞋选择对比 .....	16
图 39: 2021 年厦门马拉松 3 小时内选手跑鞋品牌选择统计 .....	16
图 40: 李宁“悟道”系列登陆纽约时装周 .....	17
图 41: 近年来部分本土运动品牌线上收入增长情况 .....	17
图 42: 华利集团与品牌客户合作时间较早 .....	17
图 43: 华利集团成为多家品牌商第一大供应商 .....	17
图 44: 耐克通过 SMSI 指数体系评价供应商优劣 .....	18
图 45: 华利股份占 Puma 运动鞋采购比例不断提升 .....	18
图 46: 全球运动鞋服市场规模保持增长 .....	18
图 47: 全球头部运动品牌收入增长趋势 .....	18
图 48: 我国直播电商 GMV 保持快速增长 .....	19
图 49: 我国直播电商渗透率不断提升 .....	19
图 50: 淘宝直播主要用户特征分布 .....	19
图 51: 2021 年 1-4 月部分品牌抖音销售情况 .....	19
图 52: 政府部门加强直播电商行业监管 .....	20
图 53: 抖音电商建立 MCN 机构星光等级体系 .....	20
图 54: 遥望网络直播带货 GMV 快速增长 .....	20
图 55: 遥望网络打造主播矩阵 .....	20
图 56: 中国皮肤学护肤品市场规模及增速 .....	21
图 57: 全球重点市场皮肤学赛道渗透率对比情况 .....	21
图 58: 中国皮肤学护肤品占比护肤品市场份额变化 (%) .....	21
图 59: 2019 年代表国家品牌 CR5 份额对比情况 .....	21
图 60: 中国化妆品线上市场规模及增速 (单位: 亿元) .....	22
图 61: 不同消费类目线上渗透率对比 .....	22
图 62: 近年来中国彩妆市场规模及增速 (亿元, %) .....	23
图 63: 中国彩妆人群渗透率空间测算 .....	23
图 64: 2019 年中国彩妆人均消费额与成熟国家比较 (元) .....	23
图 65: 中国、美国、日本、韩国彩妆消费占比护肤品比重 .....	23

## 行业回顾：纺织服装疫情影响修复，化妆品高景气持续

### 纺织服装：行业进入成熟期，疫情影响收入波动

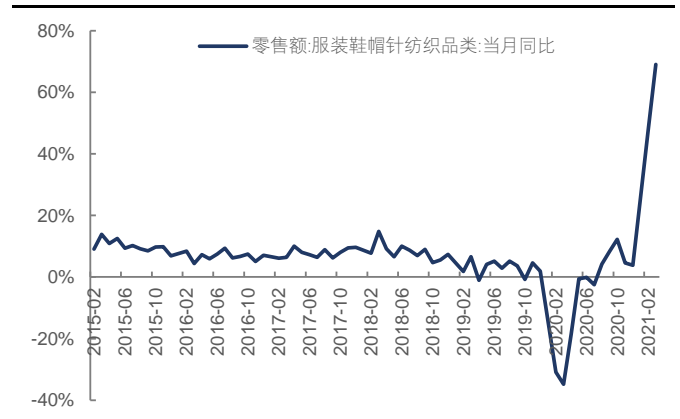
2020年受疫情影响，国内外零售环境恶化，我国纺织服装行业规模同比下滑。2021Q1疫情控制效果显著、经济稳定修复，我国消费市场复苏，2021年1-2月社会消费品零售额、服装鞋帽零售额同比增长33.8%、47.6%，较2019年同期增长6.4%、-3.0%，两年平均增长3.2%、-1.5%。服装为基础消费，2021Q1受低基数影响零售额弹性较大，但两年平均增速相对较低，行业进入较为成熟的低速增长阶段。

图 1：近年来社会消费品零售额同比增速



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

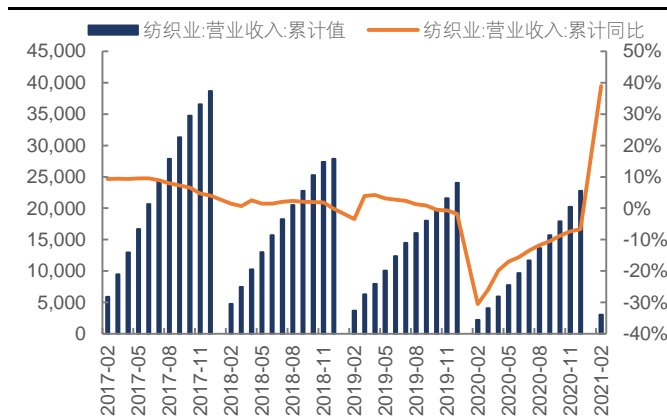
图 2：近年来服装鞋帽零售额同比增速



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

我国纺织行业进入成熟发展期，疫情导致行业增长出现波动。2020年受疫情影响，我国纺织行业收入同比下滑，其中2020年3月后下游需求逐步修复，且防疫物资出口同比增加，纺织行业收入降幅持续收窄。2021年疫情逐步控制、下游服装需求回升，其中1-2月纺织行业收入3075.50亿元、同比增长38.90%，受低基数影响增速较高。2020年10月后纺织产业链需求修复，棉价出现快速上涨，但目前全球棉花库存仍处于较高水平，且新疆棉事件影响国内棉花需求，短期内棉价预计保持平稳。

图 3：近年来我国纺织行业营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：近年来我国棉花价格变化情况（元/吨）



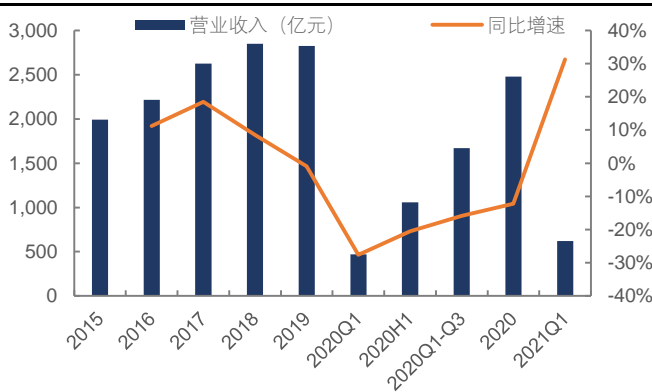
资料来源：全国棉花交易市场，信达证券研发中心

### 上市公司：疫情影响逐步修复，21Q1 业绩弹性较大

从上市公司表现来看，2016-18年纺织服装行业收入同比保持增长，受行业消费持续低迷影响2018年后收入增速持续放缓。2020Q1受疫情影响纺服上市公司收入同比下滑幅度较大，20Q2-Q4疫情影响逐步改善、上市公司销售恢复，收入增速逐季度提升。2021Q1受低基数影响，上市公司合计收入619.29亿元、同增31.27%，增速显著提升。净利方面，2018年后上市公司合计净利持续下滑，主要由于下游消费低迷、公司去库存等导致净利

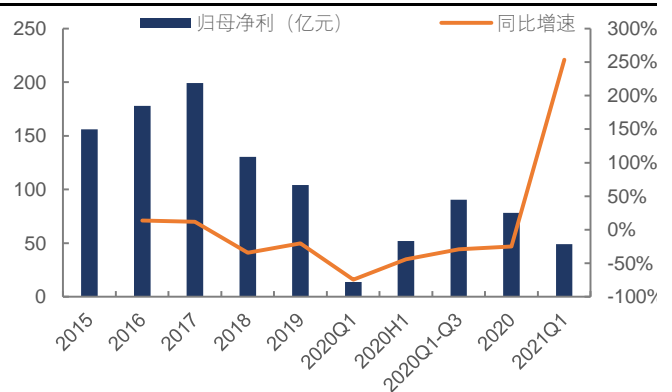
减少。20Q1 受疫情影响净利同比降幅较大，20Q2-Q3 净利降幅有所收窄，20Q4 部分公司受疫情影响计提大额商誉、存货等减值。21Q1 上市公司合计净利 48.96 亿元、同增 253.52%，恢复正常水平。

图 5：近年来纺织服装上市公司总收入增长情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：近年来纺织服装上市公司净利增长情况

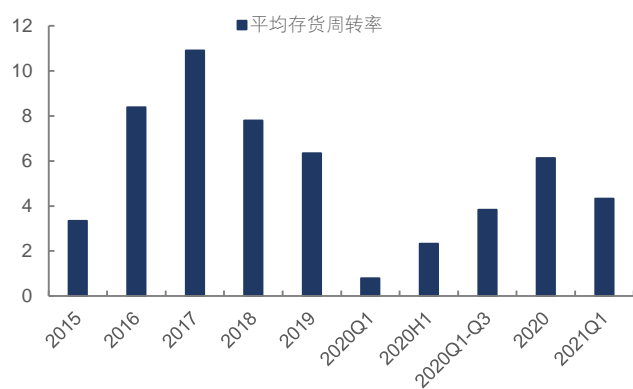


资料来源：Wind，信达证券研发中心

从存货周转表现来看，2017 年后上市公司周转速度持续下滑，主要由于收入增速放缓、行业进入去库存阶段。20Q1 后疫情影响逐步改善，行业库存周转速度提升，经过多年清理优化目前行业库存处于低位，优质龙头公司存在补库存预期。

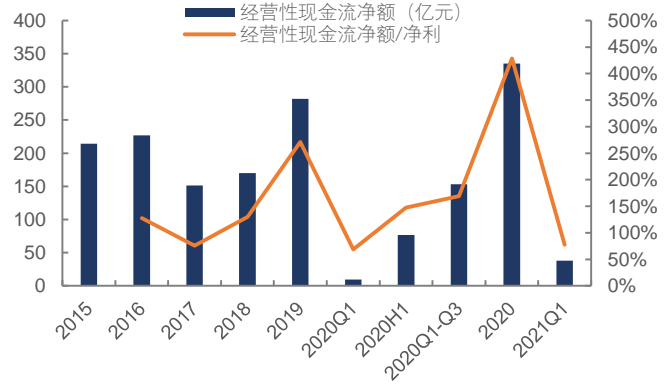
从经营现金流来看，2017-19 年行业经营性现金流金额同比持续增长，且多数时间高于净利，现金流质量较好。2020Q1 疫情影响下服装公司增加经销商退货、经营性现金流处于低位，此后逐步恢复，2020 年上市公司经营现金流同比恢复增长、且显著优于净利，主要由于计提折旧、商誉减值影响净利。

图 7：近年来纺织服装上市公司存货周转情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

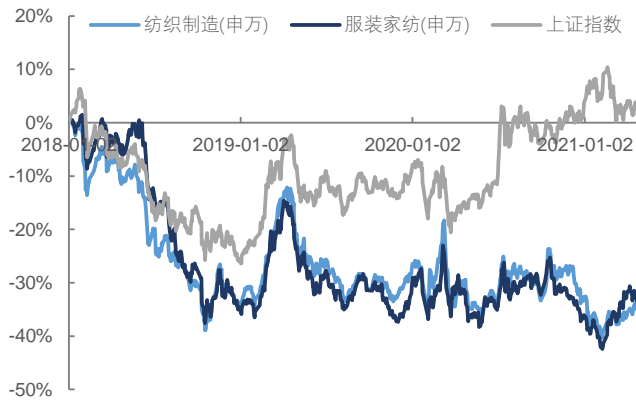
图 8：近年来纺织服装上市公司经营性现金流情况



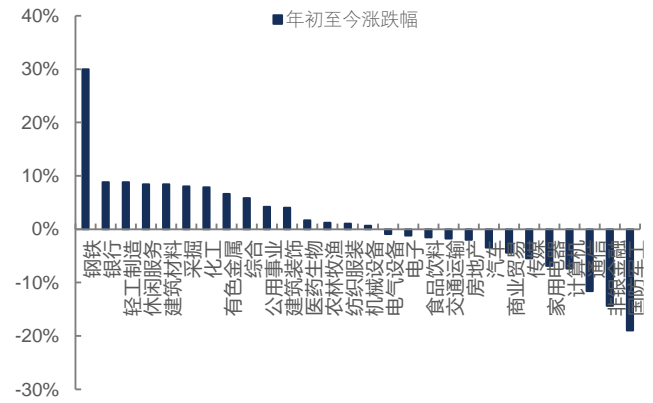
资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 行情与估值：估值持续修复，龙头表现亮眼

从指数表现来看，2018 年以来纺服行业股价表现持续弱于大盘，主要由于消费环境较为疲软、中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等影响，多数公司业绩表现低迷，股价进入调整阶段。2021 年以来大盘有所波动，在申万所有一级行业中纺织服装涨跌幅位居中等水平，年初至今涨跌幅为 2.59%，其中纺织织造、服装家纺涨跌幅为 -5.68%、7.28%，疫情影响控制后可选消费复苏较为明显，优质服装公司股价上涨。

**图 9：近年来纺织服装行业与大盘涨跌幅对比**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 10：2021 年以来各一级行业指数涨跌幅**


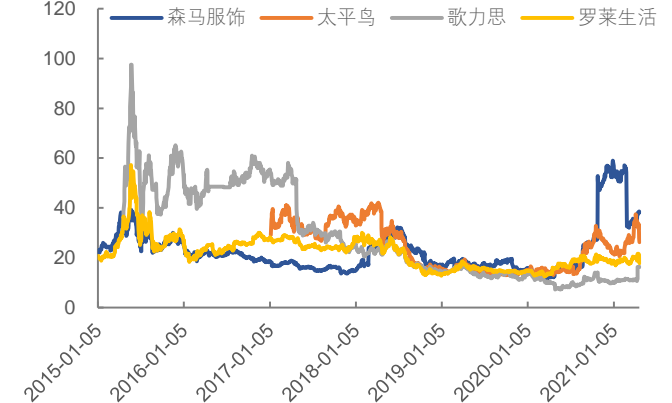
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2016 年后受业绩表现低迷、市场风格变化等影响，纺织服装行业市盈率持续下滑，2020Q1 受疫情影响估值处于低位。2020Q2 后疫情影响改善，服装行业去库存逐步到位后业绩出现改善，纺织板块受益于内外需回暖、棉价上涨等因素，估值均持续修复。目前纺织服装、纺织制造、服装家纺行业平均 PE 为 35.7、29.4、40.1 倍，对比历史平均为 31.6、35.1、31.3 倍。

从龙头公司表现来看，2018 年后服装公司业绩表现低迷、PE 估值持续下降，2020Q1 受疫情影响公司估值水平处于历史低位，此后逐步恢复。2021Q1 服装上市公司收入、利润显著回升，龙头公司在设计、渠道、营销等方面不断升级，且出现新疆棉等事件催化，估值逐步修复至历史平均水平。

**图 11：近年来纺织服装行业市盈率变化情况 (PE, TTM)**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

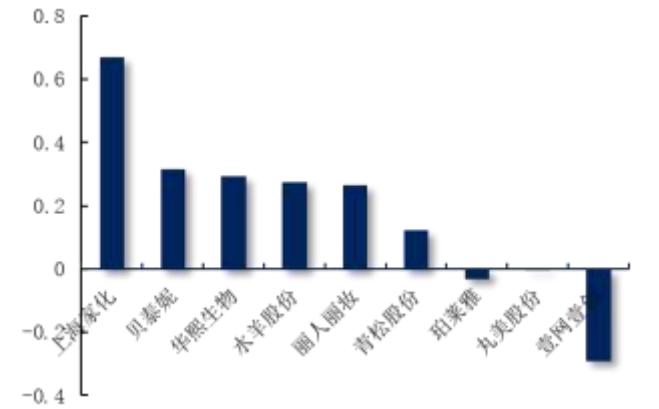
**图 12：代表性公司市盈率变化情况 (PE, TTM)**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

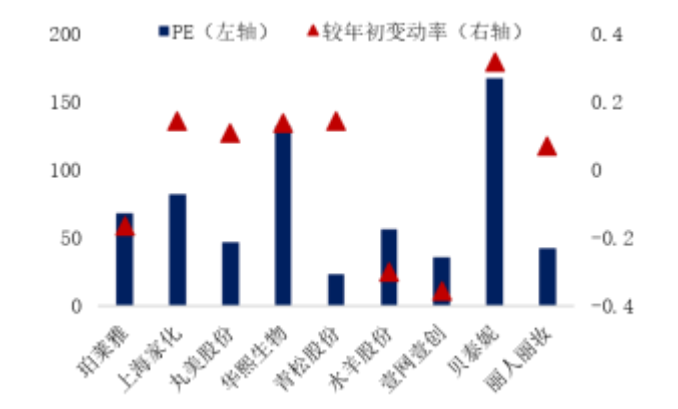
## 化妆品行业：业绩增长稳健，股价表现优异

年初至今化妆品行业重点标的涨幅可观，估值较年初基本有所回升。化妆品行业重点标的在春节后消费板块回撤压力下较年初仍有所上涨，主要受益于良好的基本面支撑；截止 2021 年 4 月 23 日，上海家化、水羊股份、贝泰妮、丽人丽妆、青松股份、华熙生物、珀莱雅、丸美股份、壹网壹创较年初上涨分别为 43%、42%、40%、31%、30%、30%、9%、5%、-24%；动态 PE 分别为 78 倍、387 倍、178 倍、28 倍、142 倍、99 倍、43 倍、55 倍，板块估值存在分化，除壹网壹创其他标的估值较年初有所回升。



**图 13：化妆品代表公司 2021 年至今涨跌幅**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 14：化妆品代表公司动态 PE 及变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

板块基本面良好, 疫情冲击下 20 年仍保持双位数收入增长, 21Q1 恢复至 40% 以上收入增速。2020 年板块代表标的 (如表 1 所列示) 实现平均收入与净利润增速分别为 15.89%、11.26%, 平均净利率为 12.20%, 疫情冲击下板块仍实现双位数以上增长; 21Q1 板块代表标的 (同上) 实现平均收入与净利润增速分别为 35.70%、27.22%, 平均净利率为 11.29%, 得益于疫情改善及需求高景气度, 板块复苏显著, 净利率基本维持稳定。

**表 1：化妆品板块代表公司 2020 年及 21Q1 收入业绩情况 (单位: 亿元)**

	2020 年					21Q1				
	收入	增速	净利润	增速	净利率	收入	增速	净利润	增速	净利率
珀莱雅	37.52	20.13%	4.52	23.27%	12.05%	9.05	48.88%	1.07	39.21%	11.82%
上海家化	70.32	-7.43%	4.30	-22.78%	6.11%	21.15	27.04%	1.70	41.92%	8.04%
丸美股份	17.45	-3.10%	4.63	-9.64%	26.53%	4.04	9.12%	0.99	-16.81%	24.50%
水羊股份	37.15	54.02%	1.38	443.95%	3.71%	8.17	58.03%	0.30	1658.62%	3.67%
青松股份	38.65	32.90%	4.69	-1.16%	12.13%	8.56	20.69%	0.91	5.58%	10.63%
华熙生物	26.33	39.63%	6.45	10.33%	24.50%	7.77	111.12%	1.52	41.08%	19.56%
壹网壹创	12.99	-10.49%	3.45	57.67%	26.56%	2.23	4.20%	0.59	24.59%	26.46%
丽人丽妆	46.00	18.72%	3.38	18.74%	7.35%	7.55	15.51%	0.44	8.38%	5.83%
贝泰妮	26.92	35.64%	5.44	31.64%	20.21%	5.07	59.32%	0.79	46.46%	15.58%
<b>平均值</b>	<b>34.81</b>	<b>15.89%</b>	<b>4.25</b>	<b>11.26%</b>	<b>12.20%</b>	<b>8.18</b>	<b>35.70%</b>	<b>0.92</b>	<b>27.22%</b>	<b>11.29%</b>

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

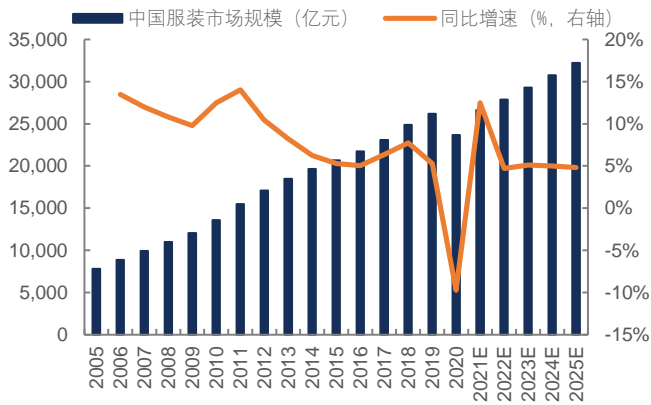
## 纺织服装：优质国货有望迎来黄金发展时期

我们认为：服装行业进入本土品牌崛起的黄金阶段, 2021 年 3 月新疆棉事件有望催化这一进程。首先, 从发达国家经验来看, 人均 GDP 突破 1 万美元后本土消费品品牌将实现快速发展, 供需层面变化有利于优质品牌崛起; 其次, 本次新冠肺炎疫情发生结合东西方国际关系变化, 民族认同感提升, 尤其新一代 95 后、00 后逐渐成为消费主力, 国货更加受到消费者认可; 最后, 新疆棉事件催化下国际服装品牌在营销、渠道等方面优势有所削弱, 本土品牌有望缩短差距, 推动收入增长。但是并非所有本土品牌受益, 买方市场下消费者对服装品牌更为挑剔, 自身产品竞争力强、龙头地位明显的品牌才会享受国产品牌崛起的红利。

### 服装行业：国际龙头占据优势地位, 优质国货奋起直追

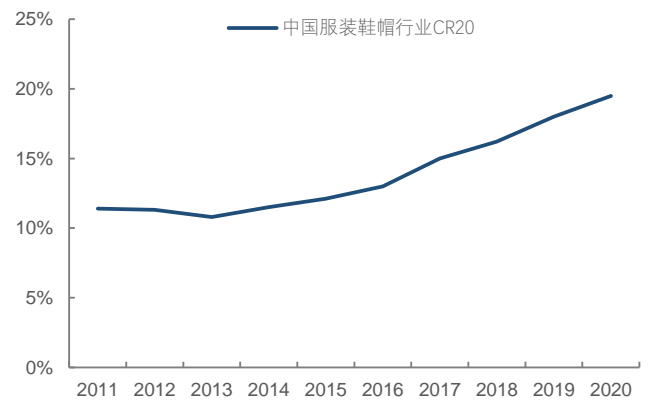
服装行业发展逐步成熟，进入低速增长的买方市场阶段，未来品牌进入存量市场竞争。欧睿数据显示，2020 年受新冠肺炎疫情疫情影响，我国服装鞋帽行业零售额为 23659 亿元，同比下降 9.72%，2021 年疫情影响改善，服装消费恢复正常、增速相对较高，2022 年后服装鞋帽行业市场规模增速预计在 5% 左右。行业增速逐渐放缓背景下头部鞋服品牌竞争优势显现，逐步提升市场份额，2011-20 年前 20 大品牌市占率由 11.4% 增至 19.5%，尤其 2016 年后服装需求增速放缓、集中度提升加快。未来中国居民消费持续向高阶需求升级，服装行业市场规模进入低速增长阶段，品牌面临存量竞争更为激烈的市场环境。

图 15：近年来我国鞋服行业消费市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

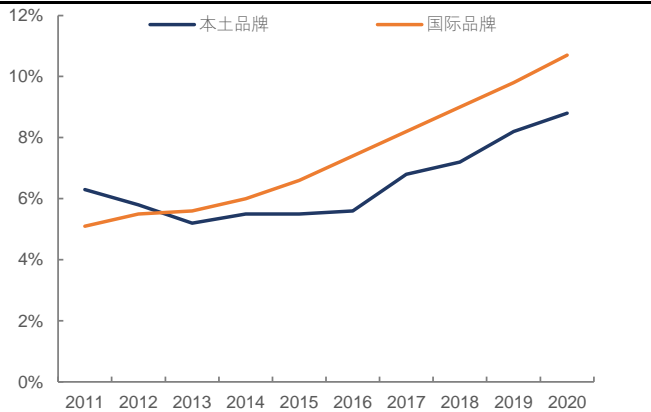
图 16：近年来我国鞋服行业前 20 大品牌变化情况



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

从行业格局来看，由于国际服装品牌发展时间较长、品牌影响力较大，近年来占据行业优势地位，且市场份额保持提升趋势。欧睿数据显示，2020 年中国鞋服市场前 20 大品牌中国际品牌共有 9 个，市占率合计为 10.7%，本土品牌 11 个，市占率合计为 8.8%，国际鞋服品牌市场竞争力更强，受到国内消费者认可。2011-2020 年 Nike、Adidas、迅销集团、斯凯奇等国际品牌在中国服装行业市占率保持增长趋势，多数本土头部品牌市占率提升有限，仅安踏体育、森马服饰、太平鸟等本土服装集团市占率明显提升，李宁、波司登等品牌经过优化调整 2015 年后市场份额同样恢复增长。

图 17：我国鞋服行业前 20 大本土/国际品牌市占率变化



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 18：2020 年我国鞋服行业前 20 大品牌市占率

2020 年中国鞋服市场占有率					
1	Nike (Nike、Converse)	3.4%	11	波司登 (波司登、雪中飞等)	0.7%
2	Adidas (Adidas、Reebok)	2.3%	12	特步国际	0.6%
3	安踏体育 (安踏、FILA 等)	2.1%	13	百丽集团	0.5%
4	迅销集团 (Uniqlo 等)	1.3%	14	太平鸟	0.5%
5	森马服饰 (森马、巴拉巴拉)	1.3%	15	LVMH 集团	0.5%
6	海澜之家	1.2%	16	赫基集团 (Ochirly 等)	0.4%
7	凌致集团 (Only、Vero Moda)	1.2%	17	361 度	0.3%
8	李宁	0.9%	18	New Balance	0.3%
9	Skechers	0.7%	19	H&M	0.3%
10	Inditex (ZARA 等)	0.7%	20	马克华菲	0.3%

资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

## 消费趋势：国产品牌有望迎来黄金发展阶段

目前国际服装品牌占据市场优势地位，但我们认为本土品牌崛起的时代已经到来：首先，从发达国家经验来看，在人均 GDP 突破 1 万美元后，中产阶级快速崛起，供需层面变化推动优秀本土消费品牌涌现。其次，近年来国际环境发生变化，尤其新冠肺炎疫情后更多国内消费者民族认同感、自豪感提升，更愿意接受本土品牌。最后，服装行业本土品牌不断提升竞争力，提供更为优质的产品，迎合消费者需求。

从美国、日本等发达国家经验来看，中产阶级崛起对应优秀本土消费品牌的涌现。底层逻辑为：需求端消费者生

活水平改善后民族自信心提升，对本土品牌更为认可，此外中产阶级在消费理念升级后通常更加注重性价比（尤其基础消费），而本土消费品牌更具有价格优势。供给端本土品牌经过多年研发、设计、生产、营销等积累，产品竞争力不断提升，逐步追赶甚至超过国际品牌，从而获得本土消费者认可。因此美国在 1900 年后诞生了吉利、雅诗兰黛、星巴克等本土品牌，日本在 20 世纪 60 年代后出现了资生堂、无印良品、花王、优衣库等优质品牌。2015 年后中国过亿级的中产阶级崛起，华为、格力、李宁等优秀本土品牌成长起来，未来发展空间巨大。

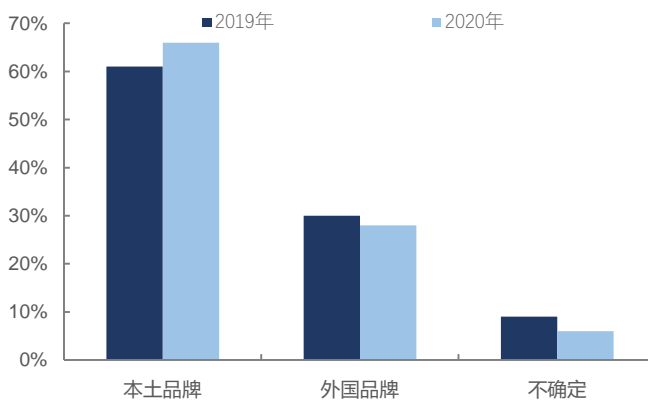
图 19：中产阶级崛起与本土消费品牌发展国际比较



资料来源：阿里研究院，信达证券研发中心

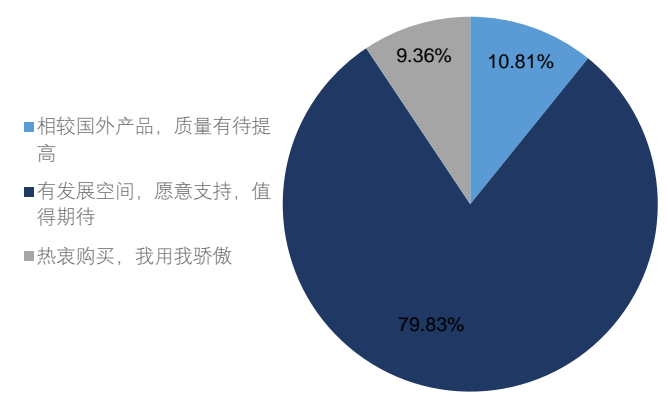
其次，近年来国际环境出现对立，中美贸易关系频生波折，消费领域民族主义趋势显现。2020 年新冠肺炎疫情蔓延后国内外防控能力的差距进一步提升国内消费者民族认同感、自豪感，尤其年轻消费群体对集体主义、规则遵守、民族文化等认知更为深刻，中国消费者更倾向于选择本土品牌。2020 年 10 月国际咨询公司 AlixPartners 数据显示，57% 的消费者计划购买美国商品，其中 62% 的消费者表示主要由于爱国情怀（同比增加 11PCT）。中国青年报 2020 年调查显示，Z 世代群体对国货支持力度较强，79.83% 的受访大学生愿意支持国货。

图 20：2020 年中国消费者更加偏好本土品牌



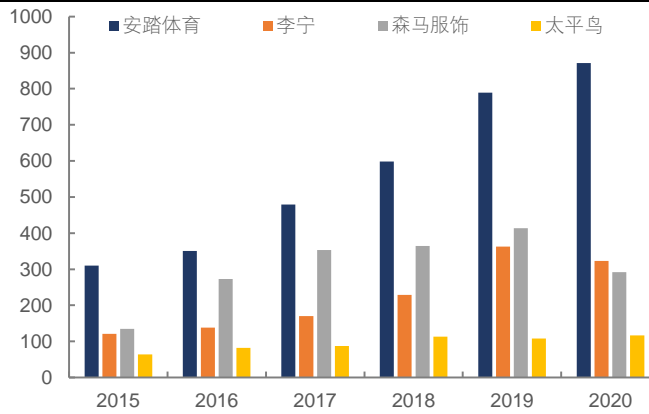
资料来源：AlixPartners，信达证券研发中心

图 21：2020 年我国大学生国货满意度调查



资料来源：中国青年报，信达证券研发中心

在服装行业中，近年来本土优质品牌不断优化升级，在研发、设计、营销等层面加大投入，缩短与国际品牌差距，迎合消费需求变化。研发方面，近年来国内头部品牌研发费用持续增长，推出科技含量高、具有竞争力的产品，例如安踏推出使用中底科技“C37”的软跑鞋，李宁推出自行研发的“䨻”中底科技并研发“飞电”、“天马”等顶级跑鞋。设计方面，本土品牌不断优化设计水平，近年来李宁、波司登等品牌升级设计团队、设计理念，或寻求与国际知名设计师合作，推出年轻化、设计感、高颜值产品。营销方面，本土品牌注重年轻消费群体，签约流量明星，频繁登上国际秀场，与知名 IP、KOL 合作制造话题，通过各种手段提升品牌影响力。

**图 22：近年来本土服装品牌研发费用投入增长（百万元）**


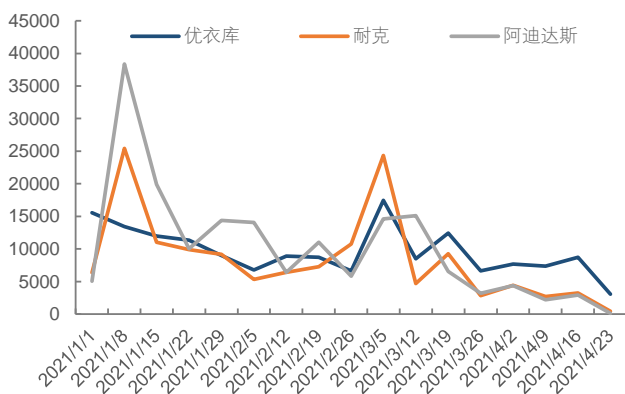
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 23：中国李宁登上纽约时装周秀场**

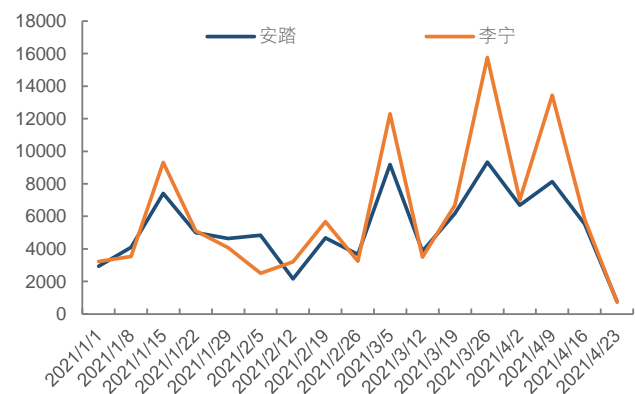

资料来源：搜狐新闻，信达证券研发中心

## 新疆棉事件：加速催化本土品牌发展，头部将显著受益

2021年3月后新疆棉花事件催化，以H&M、优衣库、耐克、阿迪达斯等为代表的国际服装品牌罔顾事实、宣布禁用新疆棉，从而被中国消费者抵制，国内明星纷纷宣布与涉事品牌解约，天猫、京东等电商平台下架部分品牌。目前中国服装市场国际头部品牌占据优势地位，消费者偏好本土品牌为长期趋势，短期尚未改变行业格局，新疆棉事件进一步催化消费者支持本土品牌，带来优质品牌发展机会。淘数据监控数据显示，2021年3月底耐克、阿迪达斯等国际品牌淘系平台收入下滑，安踏、李宁等品牌淘系收入增长显著。

**图 24：新疆棉事件前后国际品牌淘系销售情况（万元）**


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

**图 25：新疆棉事件前后本土品牌淘系销售情况（万元）**


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

从整体来看，服装本土品牌与国际品牌相比，在供应链、价格等方面差距不大甚至存在优势，但在设计、品牌营销、渠道布局等方面具有差距。国际服装品牌发展时间长，设计、营销、管理等方面经验积累丰富，能绑定国内头部营销资源，占据优势的渠道位置，在消费者心中影响力较强。新疆棉事件将在营销、渠道两大方面弱化国际品牌优势，为本土品牌赶超提供机会。

营销方面，新疆棉事件发生后，据不完全统计有50余位国内明星快速与相关品牌解约，不再代言其产品，例如王一博、谭松韵宣布与耐克品牌解约，杨幂、陈奕迅、易烊千玺等明星与阿迪达斯解约。与此同时，本土优质品牌近年来设计改善、营销投入加大、形象不断提升，因此有机会与头部明星签约，例如2020年3月底李宁宣布顶级流量明星肖战作为全球代言人，同款商品快速售罄，安踏与顶级流量明星王一博合作推广“冬奥国旗款”，也受到市场追捧。而国际品牌的负面标签将影响明星形象，因此我们预计未来本土明星、营销资源将减少向国际品牌倾斜，未来本土品牌影响力将逐步提升。

渠道方面，国际头部品牌在进入中国后受到消费者认可，可以占据购物中心等渠道优势位置，并因为坪效较高而获得租金等优惠，从而享受购物中心流量红利快速发展。新疆棉事件后消费者对相关品牌认可度显著下降，线上

销售额明显下滑，天猫、京东等渠道关停 H&M 官方旗舰店，线下渠道客流量同样出现减少，消费者“用脚投票”后国际品牌坪效预计将会下降，商场、购物中心等渠道可能会调整店铺位置。因此我们判断未来优质本土品牌有望承接更多优质渠道资源，推动品牌影响力、竞争力提升。

图 26：新疆棉事件后国内明星与涉事品牌解约

品牌	解约明星
H&M	黄轩、宋茜、辣目洋子
NIKE	王一博、谭松韵、易烊千玺
匡威	张艺兴、白敬亭、欧阳娜娜
Adidas	杨幂、迪丽热巴、易烊千玺、邓伦、王嘉尔、陈立农、Angelababy、彭于晏、陈奕迅、宋妍霏、丁禹兮、任敏、赵露思、张钧甯、彭昱畅、刘亦菲
优衣库	井柏然、倪妮、雷佳音、王源
PUMA	李现、杨洋、刘昊然、刘雯、古力娜扎、许光汉
Burberry	周冬雨、宋威龙
New Balance	孟美岐、张子枫
Lacoste 鳄鱼	黄子韬
Under Armour 安德玛	韩庚

资料来源：搜狐，信达证券研发中心

图 27：李宁宣布明星肖战作为全球代言人



资料来源：新浪微博，信达证券研发中心

本土品牌崛起本质是供给端不断优化升级，消费者追求国潮以理性为基础，而不会为“华而不实”的产品买单。从家电、手机、食品饮料等领域品牌发展历程我们看到，优秀的企业提供有竞争力的产品是成长根本。因此新疆棉事件不会带来本土品牌成长的“普适性”机会，仅有少数持续升级产品、品牌不断优化的企业有机会迎合消费者需求，在营销、渠道、设计等方面缩短与国际品牌差距，打造服装行业的成长股。

## 化妆品行业：景气度无忧，本土品牌逐步强势

### 长期趋势：行业需求向上，长期景气度无忧

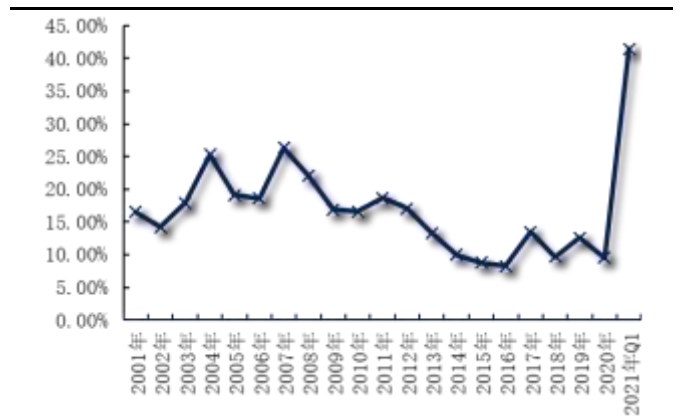
化妆品行业市场规模近 5000 亿，CACR (10) 为 10% 左右，成为消费领域景气度最高的子板块之一。根据欧睿数据，2019 年化妆品行业市场规模 4777 亿，增速提升至 13.8%，CACR (10) 为 10.0%，近 5 年呈现加速增长态势，保持较高景气度；预计 2020-2024 年，我国化妆品市场将维持 13% 的复合增速。根据限额社零数据，化妆品行业 2020 年在疫情冲击下仍然保持 9.5% 的增速，21Q1 增速恢复至 41.4%，成为消费品领域中景气度较高的子行业之一。

图 28：化妆品行业近年来市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 29：化妆品行业 2001-2021Q1 限额社零增速情况

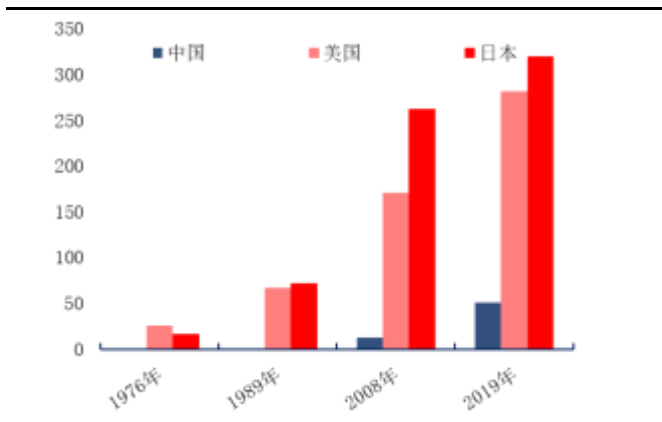


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

对标全球成熟市场我国化妆品人均消费仍处于低位，新生代消费群体加入将持续拉高年均消费。根据欧睿咨询，2019 年中国化妆品人均消费金额 51 美元/年，美国 2019 年化妆品人均消费金额为 282 美元/年，日本 2019 年

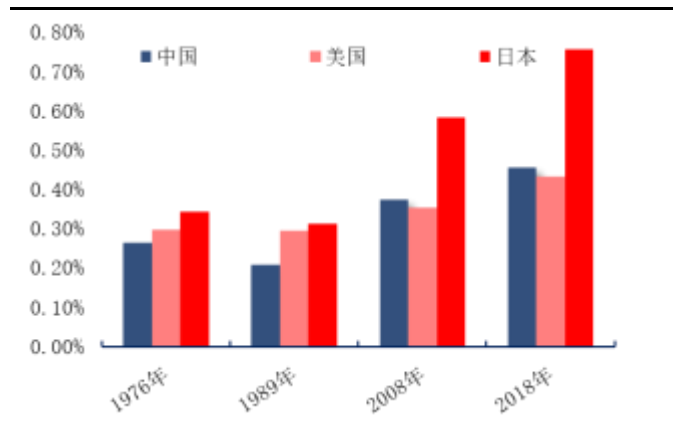
化妆品人均消费金额为 320 美元/年。截止 2018 年，我国化妆品消费支出处于日本及美国 1989 年之前消费水平，化妆品消费支出占比 GDP 处于日本 1989-2008 年之间，美妆消费支出占比将进一步提升。伴随未来经济水平的发展，美妆消费支出提升大有可为。

图 30：中国/日本/美国化妆品人均消费支出（单位：美元）



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 31：中国/日本/美国人均消费支出占比人均 GDP

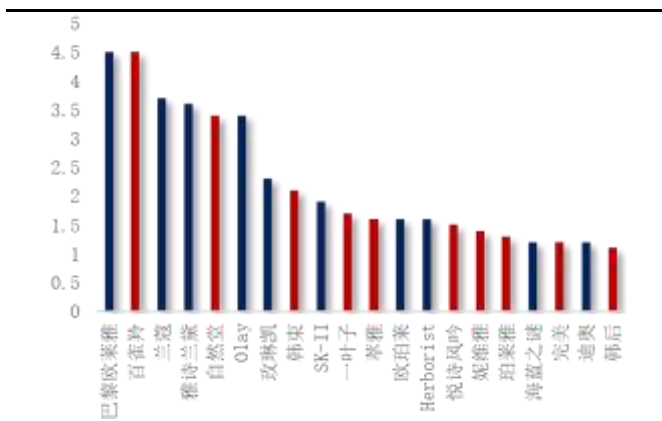


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

### 竞争格局：大众市场国货品牌占领市场，成熟市场本土品牌具备优势

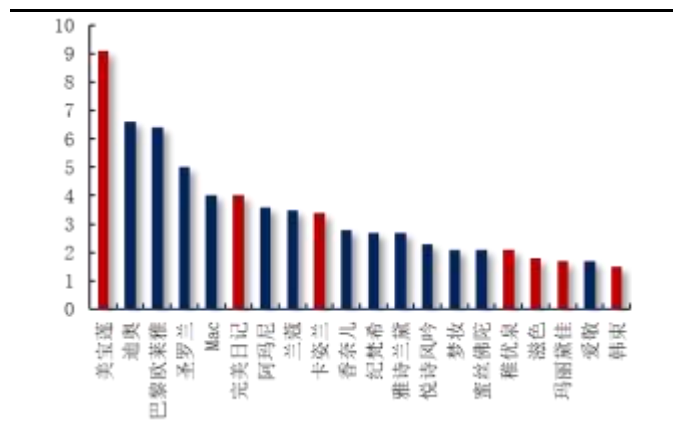
美妆单品牌份额有瓶颈，本土品牌在大众化领域建立优势。根据欧睿咨询数据，2019 年中国化妆品行业两大重点子类目护肤品、彩妆前 20 大品牌集中度分别为 44.8%、69.1%，较 2015 年分别提升 2.5pct、12.4pct；其中护肤品类目龙头品牌份额为 4.5%，彩妆类目龙头品牌份额为 9.1%，近五年内份额提升趋势不显著。2019 年百雀羚、自然堂、韩束、一叶子、珀莱雅、韩后 6 大本土大众化定位化妆品品牌进入前 20 名，合计份额为 14.1%，较 15 年提升 3.6pct，2019 年完美日记、卡姿兰、稚优泉、滋色、玛丽黛佳、韩束 6 大本土大众化定位化妆品品牌进入前 20 名，合计份额为 11.1%，较 15 年提升 5.8pct，伴随国货品牌不断提升产品力及营销力，在大众化领域已然建立一定优势。

图 32：2019 年中国护肤品市场 TOP20 品牌份额 (%)



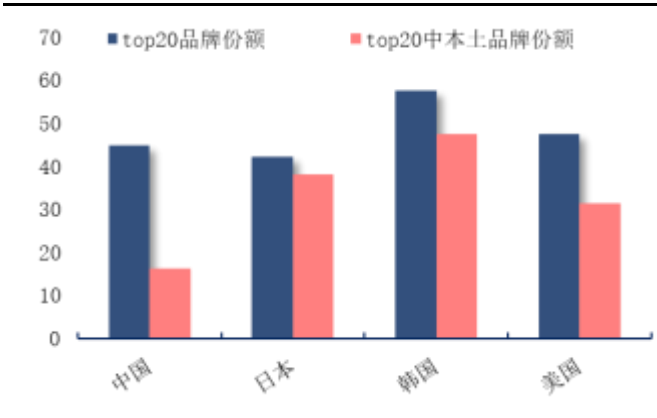
资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心；注：标红为大众化定位品牌

图 33：2019 年中国彩妆市场 TOP20 品牌份额情况 (%)

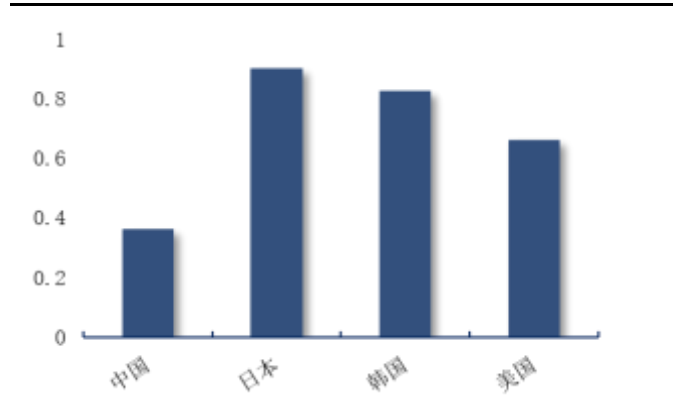


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心；注：标红为大众化定位品牌

全球成熟市场本土化妆品占领优势，国货品牌未来可期。从全球经验看，2019 年护肤品日本、韩国、美国、中国市场 TOP20 品牌中本土品牌份额分别为 38.0%、47.4%、31.5%、16.2%，占比 TOP20 品牌份额比重占比分别为 90%、82.4%、66.2%、36.2%，中国市场本土品牌在国内竞争力与海外市场存在较大差异，伴随国产品牌产品实力提升，运营能力强化，未来国货品牌将提升竞争力。

**图 34：2019 年护肤品类目 TOP20 品牌份额对比 (%)**


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

**图 35：2019 年护肤品类目 TOP20 本土品牌份额 (%)**


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

## 优质赛道成长确定性强，关注下半年投资机会

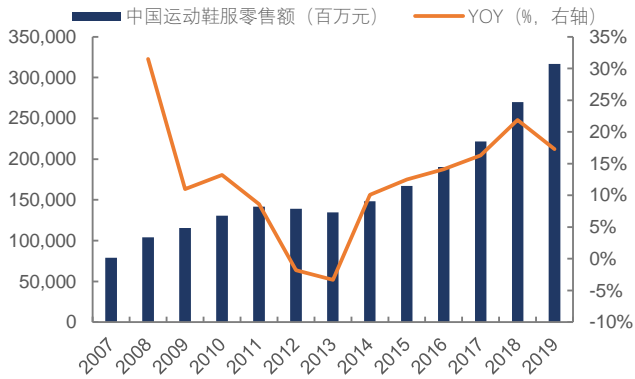
### 运动赛道优质龙头成长确定性强、仍有布局机会

近年来运动鞋服行业景气度持续较高，优秀制造企业（如申洲国际、华利集团等）以及优秀品牌商（如安踏体育、李宁、特步等）快速崛起，目前已成长为大市值龙头公司。站在当前时点，我们认为运动赛道仍有投资机会，一方面，本土头部品牌管理团队优秀，运营能力、品牌影响力强，未来将最受益于新疆棉事件带来的本土品牌崛起，不断追赶甚至超过国际运动品牌；另一方面，运动行业优质品牌多数收入增速仍较高，头部制造商与优质品牌关系紧密，且相对同行具有较强竞争优势，未来成长确定性较强，有望进一步扩张市场份额。

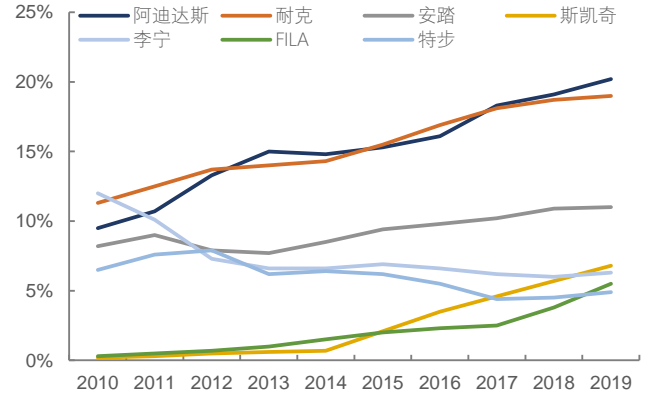
#### 1. 本土运动品牌持续优化，有望赶超国际品牌

目前我国服装行业崛起的品牌主要集中在运动鞋服赛道，我们认为原因是消费者主要看重运动鞋服的功能属性，中国具有强大的供应链优势，为本土运动品牌发展奠定基础。优秀品牌在功能性满足消费需求的同时，近年来不断优化零售、设计、营销，推动品牌影响力提升，获得更多消费者认可。

近年来我国运动鞋服需求景气度较高，终端消费保持稳定增长，其中国际头部品牌市占率提升更为明显。欧睿数据显示，2019 年中国运动鞋服市场规模为 3165.96 亿元，同增 17.3%，2010-19 年行业复合年均增速为 10.34%，其中耐克、阿迪达斯、斯凯奇等国际品牌市场份额提升更为显著，国际品牌产品质量领先、营销资源丰富，消费者更加认可，相比之下本土品牌由于早期管理模式粗放、品牌影响力较弱，市占率多数下滑。近年来安踏、李宁、特步等优秀本土品牌不断缩小差距，叠加国潮趋势渐显、消费者对本土品牌认可度提升，市占率恢复持续增长。

**图 36：近年来我国运动鞋服市场规模保持增长趋势**


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

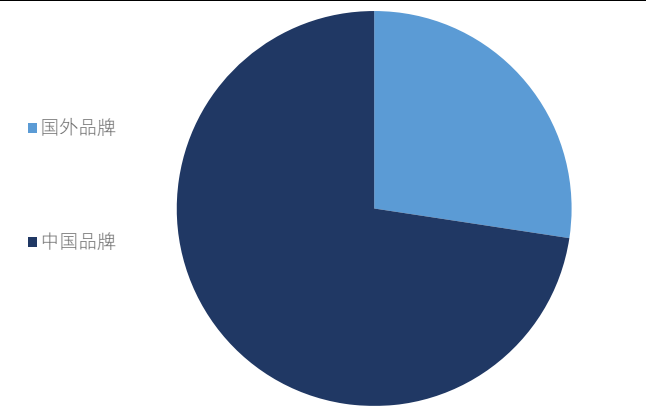
**图 37：近年来国际与本土运动品牌市占率变化情况**


资料来源：Euromobitor，信达证券研发中心

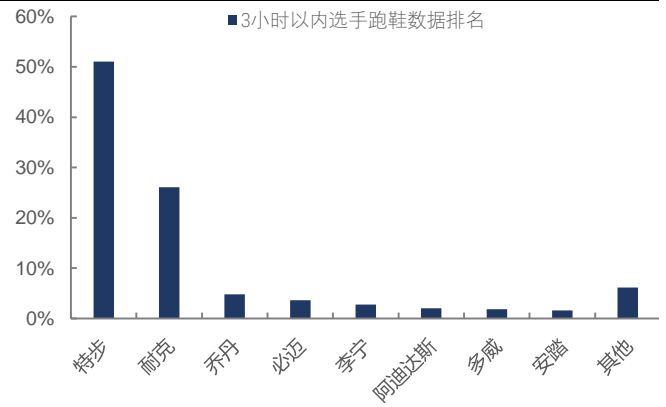
我们认为运动鞋服行业国际品牌“呼风唤雨”的阶段已经结束，未来头部本土品牌有望崛起、市占率超过国际品牌，主要驱动力包括：不断追赶甚至超越的产品性能、设计研发等方面不断升级、新疆棉事件带来的营销资源及消费者认可度提升等。从手机、家电等行业发展来看，消费品行业的“国产替代”需要供需环节的共振，消费者偏好国产品牌的同时需要优秀的本土企业提供有竞争力的产品。我们看到运动鞋服行业类似的改变正在发生，本土品牌迎来发展的黄金时代。

首先，运动鞋服消费者关注的核心在于功能性，过去国际品牌凭借多年研发积累在足球、篮球、跑步、训练等品类业内领先，产品得到体育明星、体育爱好者等专业人士认可，本土品牌多数从代工起家，产品性能上存在一定差距。经过多年研发投入以及中国作为供应链中心的积累优势，本土运动品牌在部分品类的性能上已经追赶甚至超越国际品牌，尤其是跑步、篮球、训练等品类。本土运动鞋服的性能差距缩小为市场份额赶超提供基础。

例如在跑鞋领域，供给方面，本土品牌推出多项核心技术，如李宁云、李宁弓、李宁䨻等缓震科技，安踏推出闪能科技，特步打造碳板跑鞋技术等，李宁的赤兔、飞电系列，安踏的闪能系列，特步竞速 160X 系列等产品也成为代表性跑鞋产品。在需求方面，悦跑圈数据显示，2020 年上海、广州马拉松中，3 小时以内选手穿着耐克的比率为 78.5%、36.9%，本土品牌推出更多优势产品、消费者认可度提升，2021 年厦门马拉松中 72% 以上选手选择本土品牌，其中 3 小时以内选手穿着特步的比例为 51%、位居第一，耐克降为第二。优质产品提供后消费者愿意支持本土品牌。

**图 38：2021 年厦门马拉松 3 小时内选手跑鞋选择对比**


资料来源：厦门马拉松，信达证券研发中心

**图 39：2021 年厦门马拉松 3 小时内选手跑鞋品牌选择统计**


资料来源：悦跑圈，信达证券研发中心

其次，在功能性的基础上，本土运动品牌不断提升设计、营销等方面，强化产品竞争力。近年来消费者除运动场景外，在日常生活场景中增加运动鞋服穿着，因此更加注重设计、舒适、品牌形象等方面，运动品牌也相应增加相关投入，FILA、李宁、安踏等品牌设计水平明显提升，获得更多消费者认可。



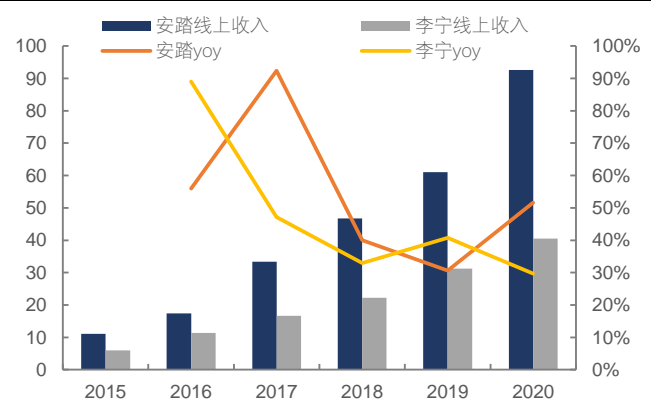
最后，如前文所述，新疆棉事件进一步催化消费者对国产品牌的热爱，但仅有少数优质品牌有望受益，其中运动领域品牌具有功能性研发基础，且设计、营销不断升级，最为受到消费者认可。此外在营销端，本土运动品牌已优先和顶级明星资源签约合作，其他服装品牌难以竞争，在渠道端，本土部分运动品牌线下店效处于较高水平，有机会优化升级渠道位置，且线上收入实现较快增长。因此未来本土品牌有望进一步缩短与国际品牌差距甚至完成赶超。

图 40：李宁“悟道”系列登陆纽约时装周



资料来源：搜狐新闻，信达证券研发中心

图 41：近年来头部本土运动品牌线上收入增长（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 2. 优质运动供应链成长确定性强，未来仍有发展空间

运动制造方面，中国作为纺织大国孕育了申洲国际、华利股份等优秀制造龙头，收入、市值、客户结构等处于领先水平。我们认为头部制造商与品牌商关系紧密，相对其他竞争对手优势明显，且下游客户业绩增速较快，未来成长确定性较强。

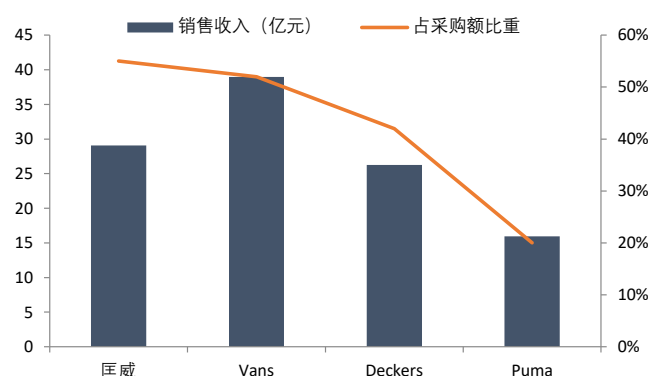
运动鞋服优秀头部制造商通常与头部品牌商合作多年，成长为客户第一或排名靠前的供应商，建立稳固、长期的合作关系，并形成稳固的品牌壁垒。例如申洲国际 2006-08 年拓展耐克、阿迪达斯等品牌，目前已成长为对方第一大运动服装供应商。华利股份 1995 年与 Converse 合作、2004 年与 Vans 合作、2012 年为耐克供货，均成为长期代工的合作品牌，并成为多数品牌第一大运动鞋供应商。优秀制造商与头部品牌关系深度绑定，打造长期成长基础。

图 42：华利集团与品牌客户合作时间较早



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 43：华利集团成为多家品牌商第一大供应商



资料来源：Wind，信达证券研发中心

在长期合作基础上，优秀运动鞋服制造商建立起相对一般竞争对手的竞争优势，从而可以持续扩张市场份额。从下游来看，品牌商主要看重供应链成本、质量、交期、可持续发展四大方面，制造企业需要打造核心竞争优势，例如申洲国际打造面料+制衣产业链一体化模式，长期投入积累较强研发优势，规模扩大后成本优势明显，建立完善的国内外产能布局，对于品牌商而言具有难以替代的竞争优势。华利股份品牌、品类战略下规模效应明显，

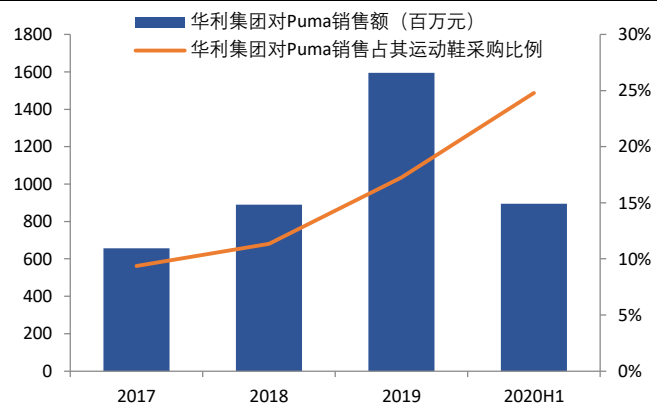
劳动力成本低，具有强大的成本优势，且在交期、产能分布等方面契合品牌商需求，从而持续提升市场份额。

**图 44：耐克通过 SMSI 指数体系评价供应商优劣**

关注点	权重	5个等级				
		RED	YELLOW	BRONZE	SILVER	GOLD
产品质量	25%	<60% (观察待 淘汰)	60%-69% (需要被 整治从而 符合要求)	70%-84% (符合标 准并有望 提高精益 生产能力)	85%-94% (富有创 新精神的 行业领先 制造公司)	95%- 100% (富有创 新精神的 全球z领先 制造公司)
产品交付的及时性	25%					
采购成本	25%					
可持续性 (节能减 排/社会 责任)	25%					

资料来源：Nike Sustainable Business Report, 信达证券研发中心

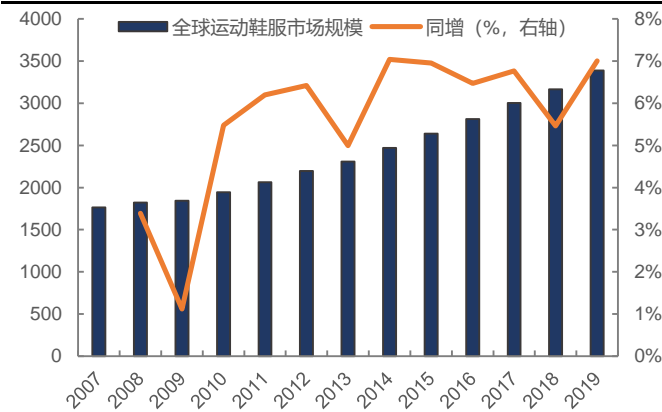
**图 45：华利股份占 Puma 运动鞋采购比例不断提升**



资料来源：公司公告, 信达证券研发中心

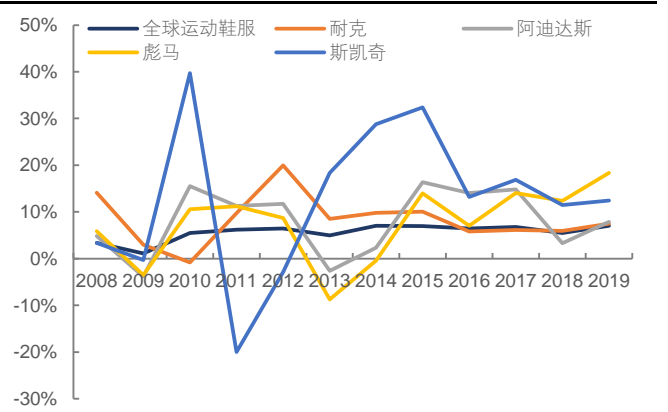
近年来全球运动鞋服消费保持增长，消费者健康意识提升、运动爱好人群不断扩大，对运动用品的需求不断增加。据欧睿数据，2019 年全球运动鞋服市场规模为 3387 亿美元、同比增长 7%。头部运动品牌拥有全球销售渠道，市场影响力更强，消费者认可度高，收入增速多数高于行业平均水平，集中度不断提升。我们认为未来全球运动鞋服需求成长确定性高，其中头部品牌业绩有望持续增长，对应优秀供应商的收入预计保持增长。

**图 46：全球运动鞋服市场规模保持增长**



资料来源：Euromonitor, 信达证券研发中心

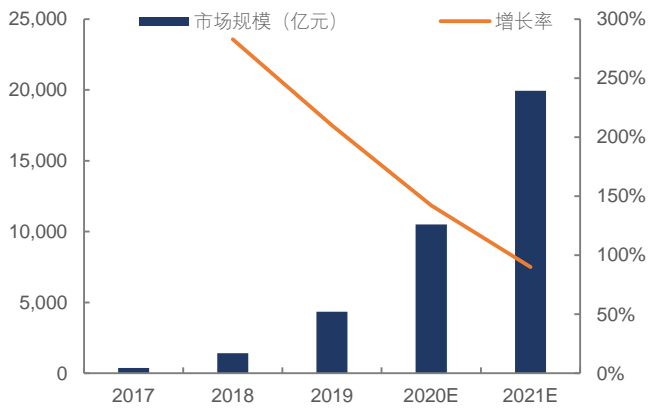
**图 47：全球头部运动品牌收入增长趋势**



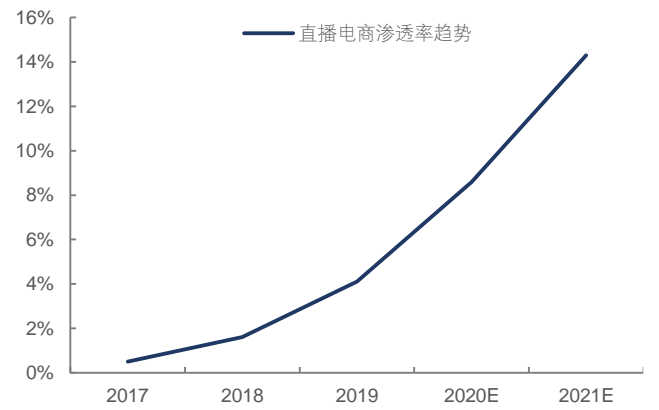
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

## 直播电商：渠道持续快速扩张，产业链企业有望受益

近年来纺织服装行业下游销售渠道持续升级，直播电商作为电商行业的“后浪”，在出现后实现快速增长。2020 年疫情催化下直播电商进入井喷期，CNNIC 数据显示截止 2020 年 12 月电商直播用户规模 3.9 亿、占直播用户的 62.9%，2020 年淘宝、快手、抖音直播电商 GMV 约为 4000 亿+、3812 亿、1000 亿+，直播电商在电商行业渗透率为 8.6%。我们看好直播电商渠道未来保持高速增长，阿里研究院预计 2021 年我国直播电商 GMV 可达 2.00 亿元、同比增长 90.0%，渗透率提升至 14.3%。

**图 48：我国直播电商 GMV 保持快速增长**


资料来源：巨量引擎，信达证券研发中心

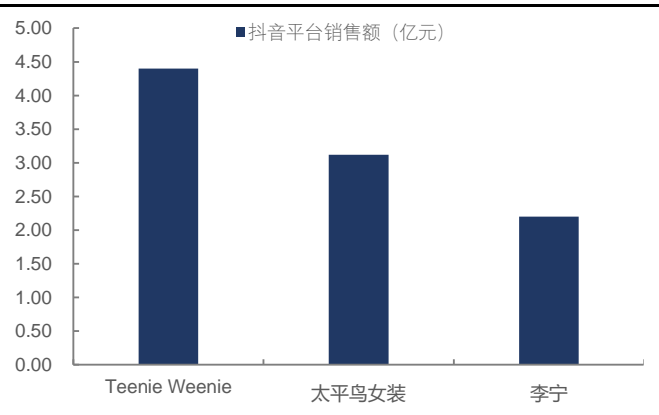
**图 49：我国直播电商渗透率不断提升**


资料来源：2021 抖音电商生态发展报告，信达证券研发中心

直播电商红利一方面催化品牌商快速增长，直播间成为品牌的核心销售场景之一，较早布局的品牌显著受益。淘宝直播及抖音发布报告显示，直播电商主要用户为 80/90 后女性，以一二线城市和五六线城市为主，消费能力普遍较强。品牌商入驻将快速与渠道的内容、人群、流量优势结合，推动收入增长并实现品牌营销推广、新品发布等功能，尤其新兴品牌在新渠道的布局更为大胆、领先，据淘宝直播统计，新品牌在淘宝开播的比例超过 9 成，2020 年新品牌在直播间的成交增幅达到 329%。抖音数据显示，2020 年 1-11 月抖音电商新增开店商家数量增长 17.3 倍，已入驻品牌 GMV 大幅增长，2021 年 1-4 月 Teenie Weenie、太平鸟女装、李宁等品牌实现 GMV 约 4.4 亿元、3.12 亿元、2.2 亿元，销售显著放量。

**图 50：淘宝直播主要用户特征分布**


资料来源：淘宝直播，淘榜单，信达证券研发中心

**图 51：2021 年 1-4 月部分品牌抖音销售情况**


资料来源：抖查查，信达证券研发中心

直播电商赛道另一方面带动头部 MCN 机构快速成长。直播电商 MCN 机构承担主播孵化、内容产出、选品发货、平台对接等功能，在行业发展带动下 MCN 数量也显著增加，2020 年全国 MCN 机构超过 2 万家。行业高速发展阶段鱼龙混杂，直播电商领域也出现大量不规范现象，随着政府加强行业监管、平台扶持优质 MCN、规模效应显现，头部机构优势逐步显现，未来成长性及盈利能力有望快速提升。

首先，各地监管部门不断加强对直播电商行业管理，规范主播、MCN 机构带货行为。2020 年 11 月市场监管总局发布《关于加强网络直播营销活动的指导意见》，严格规范直播带货并明确要依法查处的 8 种网络直播营销行为，此后国信办、广电总局、广州市政府等相继发布多项规定，强化网络平台、商品经营者、网络直播者的责任。整体来看头部机构资金实力较为雄厚，运作更加规范，监管加强后将更为受益。

其次，平台强化扶持 MCN 机构，尤其头部机构更有助于直播电商业务规模扩张。抖音根据机构成交额、达人数量等维度对 MCN 进行分层的星级评级，并对不同层级的机构给予不同程度的权益激励，对 MCN 机构进行精细运营和服务，2021 年抖音电商计划完成 100 家星级合作机构和 100 家成长快速机构的认证。快手 MCN 合作计划同样对 MCN 进行分级管理，扶持更为优质的机构。

**图 52：政府部门加强直播电商行业监管**


资料来源：淘宝直播，淘榜单，信达证券研发中心

**图 53：抖音电商建立 MCN 机构星光等级体系**

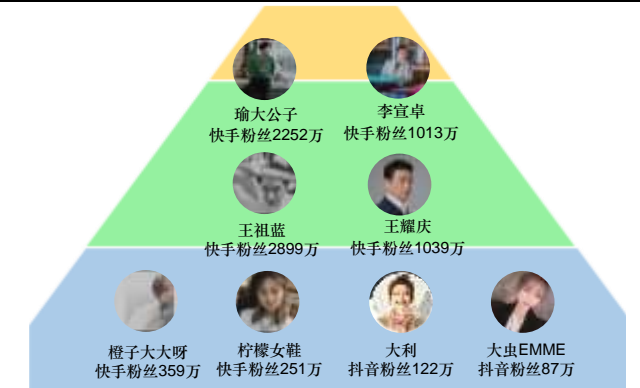
级别	定义
1星机构	绑定5个以上达人
2星机构	月联盟GMV≥20万、绑定5个以上达人
3星机构	月联盟GMV≥100万，旗下L4+等级达人超过2位，绑定5个以上达人

资料来源：《2021 抖音电商生态白皮书》，信达证券研发中心

最后，头部 MCN 机构借助优势地位快速扩张主播矩阵、品牌数量、带货 GMV，有望提升市场份额、强化盈利能力。直播电商行业具有一定的规模效应，头部主播能够触达更多用户、获取更多品牌资源、议价能力更强，对应的头部 MCN 能够不断提升产业链议价能力和市场份额。例如遥望网络作为快手头部 MCN，孵化出瑜大公子、李宣卓等头部主播，并签约王祖蓝、王耀庆等明星主播，2020 年实现带货 GMV 约 43 亿元，初步建立规模优势，2021 年公司凭借头部地位加快签约外部主播，进一步提升销售规模，且 GMV 扩大后盈利能力有望提升，下半年利润预计将会释放。

**图 54：遥望网络直播带货 GMV 快速增长**


资料来源：飞瓜数据，信达证券研发中心

**图 55：遥望网络打造主播矩阵**


资料来源：快手，抖音，信达证券研发中心

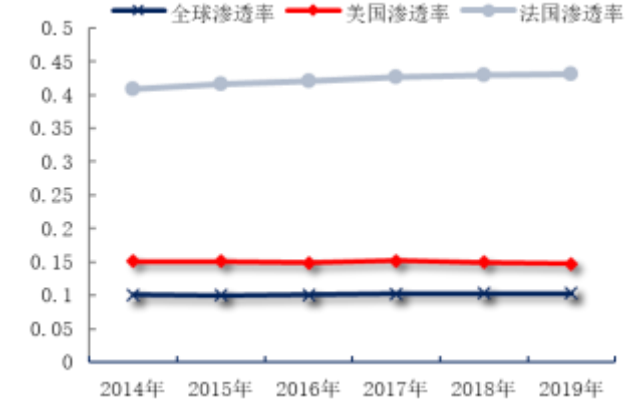
## 化妆品：关注功能性护肤品、线上品牌、彩妆投资机会

### 1. 功效性护肤品赛道高景气度，国货品牌具备强竞争力

皮肤学护肤品市场规模 135 亿元，占比护肤品市场比重为 5.5%，对标全球皮肤学化妆品 10% 的渗透率，国内市场大有可为。根据欧睿咨询，2019 年皮肤级别护肤品市场规模达 135 亿元，增长 33%，2014-2019 年复合增速为 23.5%，远高于护肤品大类同期 10.1% 的复合增速。截止 2019 年，皮肤级别护肤品占比护肤品市场规模的 5.53%，相比于去年提升 0.75%，是近五年以来渗透率提升最快的一年。成熟欧美发达市场皮肤学护肤品渗透率更高，2019 年法国、美国两大化妆品消费成熟市场皮肤学护肤品渗透率分别为 43.0%、14.7%，皮肤学护肤品作为精准护肤需求，欧美成熟市场更为流行。国内市场从满足基础护肤需求向精致护肤需求升级，皮肤学护肤品市场大有可为。

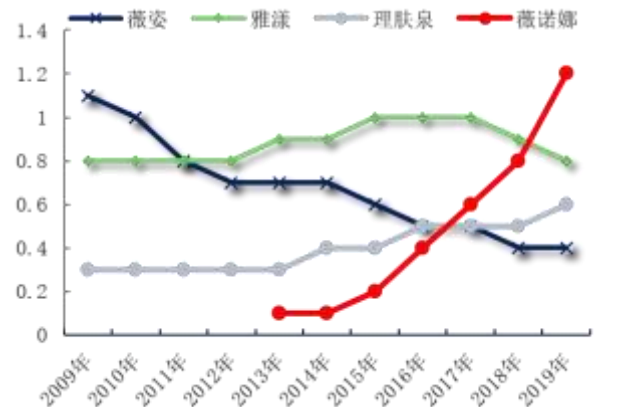
**图 56: 中国皮肤学护肤品市场规模及增速**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

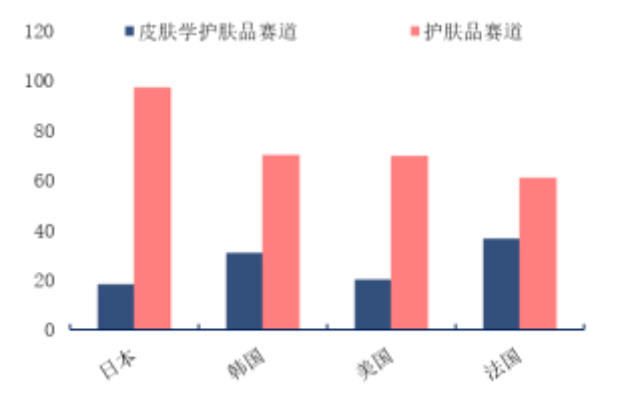
**图 57: 全球重点市场皮肤学赛道渗透率对比情况**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

皮肤学护肤品竞争格局优于护肤品，本土品牌占优。从全球经验看，日本、韩国、美国、法国市场本土品牌占据细分市场龙头地位，2019年前五大品牌中本土品牌分别占据5席、3席、2席、1席，本土品牌竞争力突出。同时，皮肤学护肤品赛道竞争格局优于护肤品行业，2019年日本、美国、韩国、法国市场细分市场前五大品牌市场集中度分别为97%、70%、70%、61%，而同期护肤品行业前五大品牌对应集中度分别为18%、20%、31%、37%。2019年中国市场皮肤学护肤品龙头品牌份额为20.5%，本土品牌对本地区问题肌肤形成机制了解更具优势、专业渠道更有沉淀以及皮肤学原料研发实力不断突破，未来本土品牌将持续占领优势。

**图 58: 中国皮肤学护肤品占比护肤品市场份额变化 (%)**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**图 59: 2019 年代表国家品牌 CR5 份额对比情况**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**表 2: 2019 年全球代表市场皮肤学护肤品竞争格局情况 (单位: %)**

	日本			韩国			美国			法国		
	品牌	份额	所属国	品牌	份额	所属国	品牌	份额	所属国	品牌	份额	所属国
TOP1	城野医生	31.1	美国 (原日本)	希恩派	27	韩国	艾惟诺	20.7	美国	雅漾	20.1	法国
TOP2	花王	27.1	日本	霏丝佳	12.1	英国	高伦雅芙	20.3	瑞士	理肤泉	17.8	法国
TOP3	d program	13.9	日本	爱多康	12.1	韩国	丝塔芙	13.1	法国	贝德玛	12.3	法国
TOP4	雅漾	13.1	法国	艾惟诺	10	美国	CeraVe	10.2	法国	欧缦丽	5.9	法国
TOP5	高伦雅芙	12.1	瑞士	雅漾	9.1	法国	优色林	5.5	德国	欧树	5	法国
CR5	97.3			70.3			69.8			61.1		

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

新规提升准入门槛，有利于竞争格局优化。2021年5月1日，化妆品行业新规将开始实施，新规规定：1) 对于

宣称祛斑美白、祛痘、修护、滋养等特定功能的产品必须经过人体功效评价试验；2) 对于抗皱、紧致、舒缓、控油、去角质、保湿等功效的产品需要在人体功效试验、消费者使用测试、实验室试验中三选一进行试验，同时可搭配文献资料及研究数据。新规提升行业准入门槛，不利于研发实力及产品功效理论基础薄弱的品牌商发展，将大力推动未来品牌商格局优化。

**表 3：化妆品行业新规对特定功效宣传要求**

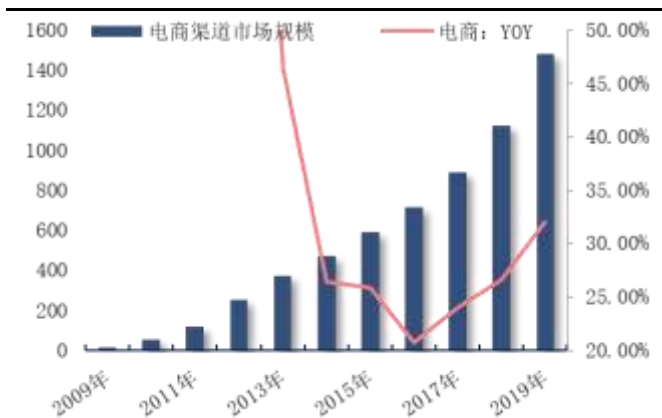
	人体功效评价试验	消费者使用测试	实验室试验	文献资料或研究数据
祛斑美白、祛痘、修护、滋养	必做			
抗皱、紧致、舒缓、控油、去角质、保湿	三选一		可搭配项目，配合使用	
特定宣称（原料功效）	四选一			
宣称温和（无刺激）	三选一		可搭配项目，配合使用	

资料来源：国家药监局，信达证券研发中心

## 2. 线上高景气度，新媒体新营销助力国货品牌追赶

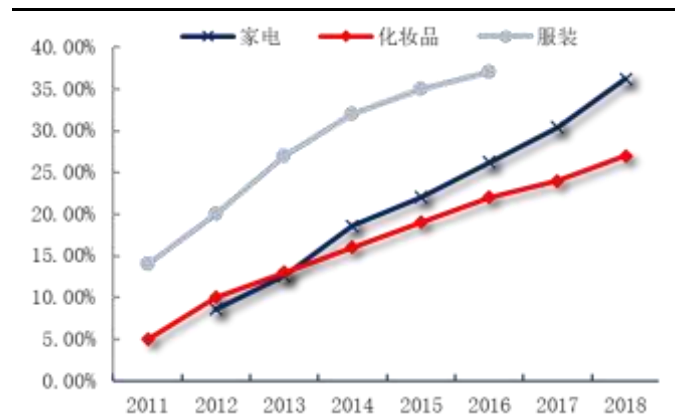
线上依然是化妆品行业增长重要推动力，渗透率提升存在空间。根据欧睿咨询 2019 年化妆品线上市场规模突破 1484 亿元，同增 32%，线上渗透率为 31.1%；2016 年化妆品线上增速触底之后行业加速增长，主要推动力在于：1) 高端品牌持续入驻及投入提升整体 ARPU 值；2) 线上美妆人群不断扩容，尤其是年轻化流量为板块带来新消费力量。相比于服装、家电近 40% 的渗透率，化妆品具备标品属性以及网购便捷性，线上渗透率未触及天花板，线上依然具备良好增长潜力。

**图 60：中国化妆品线上市场规模及增速（单位：亿元）**



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

**图 61：不同消费类目线上渗透率对比**



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

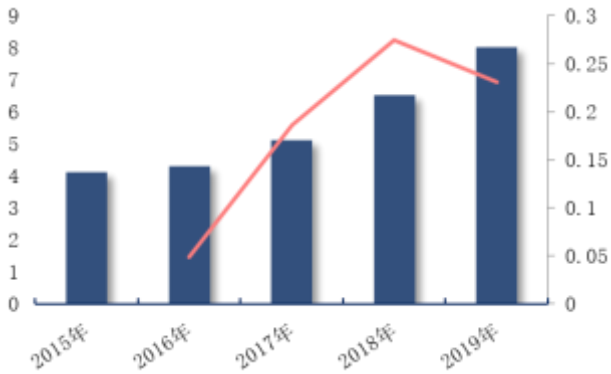
新环境下两微一抖小红书等平台具备良好流量基础，为品牌持续赋能。化妆品线上化发展下半程，内容电商及社群电商成为新风口。根据蓝鲨信息，抖音 2020 年电商全年 gmV 超过 5000 亿，较 2019 年翻 3 倍以上，2021 年有望翻倍；美妆类目为抖音平台的重点类目，20 年下半年开始美妆品牌商纷纷布局抖音小店，抢占流量。根据聚美丽，2020 年美妆护肤行业迎来私域生意新局面，美妆行业私域 GMV 较 19 年增长 3.2 倍。新兴线上渠道的兴起为品牌商提供新的流量入口，为具备灵活营销能力的品牌提供新增长契机。

## 3. 彩妆势头正当时，关注产业链投资机会

彩妆是化妆品行业中景气度较高的子行业，目前仍处于低配阶段，未来存在较大提升空间。根据 CIC 数据，2019 年中国彩妆行业市场规模约 800 亿左右，15-19 年复合增速为 18%，高于化妆品行业平均增速，是化妆品行业中景气度较高的子行业。从人群基数角度，未来十年内彩妆女性人群可超过 2 亿人（15 岁-44 岁），较当前人群或存在 30% 左右提升空间；从人均消费水平看，我国一线城市与发达市场平均水平存在 1.8 倍差距。对标海外成

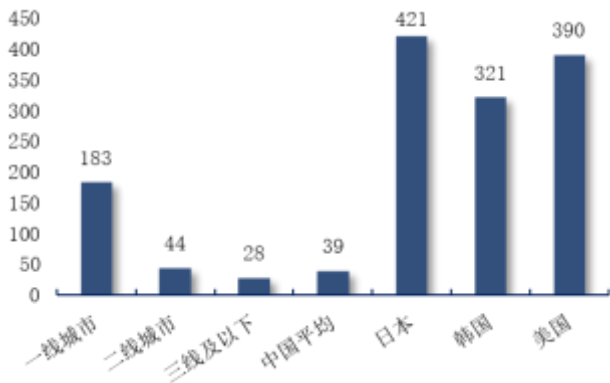
熟市场化妆品结构，我国彩妆处于“低配”阶段。根据欧睿统计，19年美国、日本、韩国等发达欧美国家彩妆占比护肤品规模比重分别为85%/41%/39%，中国仅有23%，品类成长性高。

图 62：近年来中国彩妆市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：CIC，信达证券研发中心

图 64：2019 年中国彩妆人均消费额与成熟国家比较（元）



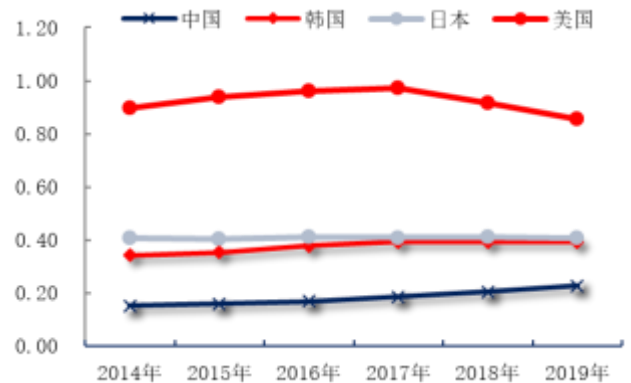
资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 63：中国彩妆人群渗透率空间测算

	15-19岁	20-24岁	25-29岁	30-34岁	35-39岁	40-44岁	合计
2019年	3264	3669	5050	5971	4910	4827	27691
假设覆盖率	20%	80%	80%	80%	35%	35%	57%
彩妆人口	653	2935	4040	4776	1719	1689	15812
2029E	3571	3488	3264	3669	5050	5971	25013
假设覆盖率	20%	90%	100%	100%	85%	85%	81%
彩妆人口	714	3139	3264	3669	4292	5075	20153

资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 65：中国、美国、日本、韩国彩妆消费占比护肤品比重



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

## 投资建议

综上，2021H2 纺织服装板块我们看好以下投资机会：1) 运动赛道持续高景气，看好本土头部品牌不断提升竞争力，追赶甚至超越国际品牌，头部制造企业成长确定性较强，未来仍有较大成长空间，建议关注安踏体育、李宁、华利集团、申洲国际、特步国际等；2) 直播电商渠道快速增长，渠道布局较早、抖音快手运营能力强的品牌收入弹性较大，直播电商 MCN 机构将持续受益、下半年业绩有望释放，建议关注星期六、锦鸿集团；3) 新疆棉事件后消费者对本土品牌认可度显著提升，长期来看优秀本土品牌迎来发展机遇，建议关注安踏体育、李宁、森马服饰、比音勒芬、太平鸟等。

2021H2 化妆品行业进入产品驱动大年，同时行业营销升级，对流量精细化运营提出更高要求，我们看好三条主线：1) 功效性护肤品赛道高景气度，14-19 年复合增速为 23.5%，高于护肤品同期 10.1%的复合增速；本土品牌基于亚洲皮肤研究、专业渠道沉淀以及皮肤学原料研发实力具备强竞争力，格局远好于护肤品行业，建议关注贝泰妮、华熙生物；2) 线上持续高景气度，19 年增速超过 30%，品类线上渗透率未触天花板，未来在内容电商及社群电商运营灵活的品牌商可抓取新一轮流量红利，建议关注珀莱雅、上海家化；3) 彩妆是化妆品行业中景气度较高的子行业，14-19 年复合增速为 18%，对标海外成熟市场化妆品结构，我国彩妆处于“低配”阶段，建议关注珀莱雅。

**表 4：纺织服装、化妆品行业重点公司 EPS 及估值情况**

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值(亿 元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
2020.HK	安踏体育	120.05	3,245.33	63.52	41.54	32.80	26.98	1.89	2.89	3.66	4.45
2331.HK	李宁	57.03	1,422.15	83.87	61.32	47.92	38.28	0.68	0.93	1.19	1.49
300979.SZ	华利集团	88.23	1,029.64	54.80	40.29	31.51	26.50	1.61	2.19	2.8	3.33
2313.HK	申洲国际	147.61	2,218.84	43.41	34.41	29.46	25.45	3.4	4.29	5.01	5.8
002291.SZ	星期六	18.03	134.11	601.00	23.72	14.09	9.64	0.03	0.76	1.28	1.87
002563.SZ	森马服饰	12.68	342.05	42.27	21.13	16.68	14.09	0.3	0.6	0.76	0.9
300957.SZ	贝泰妮	214.00	906.50	167.19	113.83	78.68	58.95	1.28	1.88	2.72	3.63
688363.SH	华熙生物	189.15	907.92	140.11	109.97	83.69	64.78	1.35	1.72	2.26	2.92
603605.SH	珀莱雅	172.20	346.32	72.66	57.98	46.79	38.44	2.37	2.97	3.68	4.48
600315.SH	上海家化	58.00	393.22	92.06	78.38	50.00	36.25	0.63	0.74	1.16	1.6

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价，安踏体育、李宁、申洲国际 EPS 为 Wind 一致预期

## 风险因素

**新冠肺炎疫情超预期风险：**2021 年国内新冠肺炎疫情得到有效控制，但全球疫情防控难度仍较大，未来如果疫情控制低于预期，国内线下销售将受到影响，导致服装公司收入增长低于预期。

**行业竞争加剧风险：**纺织服装行业进入门槛较低，如果未来行业新进入者增加、国际品牌加大中国市场投入，将导致行业竞争加剧，纺织服装公司业绩增长低于预期。

**汇率波动风险：**近期人民币汇率波动较大影响上游纺织行业利润表现，如果未来汇率波动导致我国纺织企业竞争优势削弱，将导致利润表现不达预期。



## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。