

## 行业复苏+国潮深化，本土品牌崛起正当时

——纺服及时尚消费 2021 年度下半年投资策略

### 核心观点

- **2021 年上半年行业回顾：**(1) 纺织制造：国内生产经营回到正轨，服装成衣出口表现坚挺；东南亚疫情扰动当地产能，为订单回流中国创造有利条件。(2) 品牌服饰及时尚消费：低基数下，上半年同比增速亮眼；疫情进一步加快了线上渗透率的提升，电商格局正在发生大小切换；线下渠道发展日趋理性，优化迭代、提升单店质量成为重点；新疆棉事件进一步助推品牌本土化浪潮。
- **2021 年上半年板块二级市场表现：**板块否极泰来，春节以来行业指数跑赢沪深 300 与创业板指数，个股赚钱效应明显。上半年走出的牛股特征——(1) 高景气细分行业龙头，业绩与估值溢价双提升共同驱动强者愈强。(2) 小市值、低估值品种，短期向上拐点明确，高预期差之下带来股价大幅上涨。
- **2021 年下半年行业展望：**(1) **内容电商新平台崛起成为差异化竞争的突破口。**抖音电商在短期的爆发式增长，为品牌商提供了线上更多元、更多样化的发展路径，一方面，抖音用户较为宽泛，为品牌年轻化、目标客群更精准的营销投放提供了一个全新的平台；另一方面，传统电商流量红利接近尾声，非头部品牌空间被压缩，抖音为部分规模不大的品牌提供了一条差异化赛道，带动其电商收入的快速增长，甚至提供弯道超车的机会。在抖音、快手等直播社交类电商平台的增速成为今年行业以及各品牌电商销售增长的一大变量。(2) **民族自信+头部品牌夯实内功，开启本土品牌新机遇。**一系列国际贸易、政治、文化、制度等方面的摩擦，只会进一步推升 Z 世代对中国文化和本土元素的认同。同时本土龙头近年来背靠中国制造水平的提升和强大的产业配套能力，不断强化品牌建设、零售运营和供应链能力和数字化系统，向上突破寻求溢价，国内消费市场竞争格局正在潜移默化的迎来转折点。抓住这一轮消费观念、消费习惯、审美、购买渠道等各方面的升级，本土品牌有机会实现在国内市场竞争力的逆袭。

### 投资建议与投资标的

- 站在目前时点展望下半年，考虑到行业复苏和国潮深化的长期大趋势，同时叠加目前板块的低持仓和相对低估值，我们维持板块“看好”评级。子行业方面，我们首选依然是高景气的运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，其中运动服饰板块推荐申洲国际(02313，买入)、安踏体育(02020，买入)、李宁(02331，买入)等，同时建议关注特步国际(01368，增持)和滔搏(06110，增持)，大美容板块中长期看好珀莱雅(603605，买入)、丸美股份(603983，增持)，建议关注上海家化(600315，增持)、贝泰妮(300957，增持)、华熙生物(688363，未评级)和爱美客(300896，未评级)。同时我们建议中短期关注中报预期良好、相对低估值或高分红的服饰珠宝消费龙头如太平鸟(603877，买入)、森马服饰(002563，买入)、海澜之家(600398，买入)、波司登(03998，买入)、罗莱生活(002293，增持)、地素时尚(603587，买入)和比音勒芬(002832，未评级)等，黑马标的建议关注报喜鸟(002154，未评级)和浙江自然(605080，未评级)。

### 风险提示

- 疫情反复和宏观经济的波动影响、贸易摩擦风险、棉价和汇率波动对出口型企业的冲击、电商格局演变和流量再分配等对品牌公司的可能影响等。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

纺织服装行业

报告发布日期

2021 年 07 月 01 日

### 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888\*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

联系人

朱炎

021-63325888\*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

### 相关报告

李宁中期业绩大超预期有望点燃板块： 2021-06-28

5 月化妆品、运动服饰和黄金珠宝等品类延续高景气： 2021-06-20

续高景气：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

2021 年上半年行业形势回顾 .....	5
纺织制造：出口表现坚挺，订单回流有望持续 .....	5
品牌服饰及时尚消费：低基数下同比增速亮眼，复苏趋势明确 .....	6
2021 年上半年板块二级市场表现 .....	9
板块否极泰来，内部个股表现活跃 .....	9
2021 年下半年行业展望 .....	12
内容电商新平台崛起成为差异化竞争的突破口 .....	12
民族自信+龙头夯实内功，开启本土品牌新机遇 .....	14
2021 年下半年行业投资策略及关注标的 .....	15
看好运动服饰和大美容两条赛道 .....	15
1、运动服饰 .....	15
2、大美容（医美与化妆品） .....	19
关注标的 .....	23
1、高成长高溢价公司 .....	24
2、成熟领域的低估值高分红公司 .....	27
风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1: 人民币计价纺织纱线、织物及制品出口同比增速 .....	5
图 2: 人民币计价服装及衣着附件出口同比增速 .....	5
图 3: 2021 年以来印度、越南、柬埔寨每日新增感染人数 .....	6
图 4: 2021 年以来欧元区与美国消费者信心指数 .....	6
图 5: 2019 年以来社零与限额以上服装鞋帽、化妆品、金银珠宝零售增速 .....	7
图 6: 2017 年以来全国网上实物零售额月度增速 .....	8
图 7: 2019Q1-2021Q1 重点公司电商收入增速 .....	8
图 8: 2019Q1-2021Q1 重点公司电商收入占比 .....	8
图 9: Teenie Weenie 品牌抖音月销数据 (万元) .....	9
图 10: Teenie Weenie 品牌抖音 6 月日销数据 (万元) .....	9
图 11: 2021 年至今板块指数收益率 .....	10
图 12: 2021 年至今板块中部分龙头与黑马大幅跑赢指数 .....	11
图 13: 过去一年板块中部分白马股 PE 估值对比 .....	11
图 14: 纺织服装行业基金配置比例 .....	11
图 15: 纺织服装 (中信) 市盈率 TTM 变化 .....	12
图 16: 抖音电商发展历程 .....	13
图 17: 抖音兴趣电商生意逻辑 .....	13
图 18: 抖音电商货找人模式 .....	13
图 19: 国内运动服饰行业市场规模及增速 (十亿元) .....	16
图 20: 李宁登陆国际时装周概览 (2018 年 2 月至 2019 年 6 月) .....	17
图 21: 阿迪达斯原品牌架构 .....	18
图 22: 阿迪达斯调整后品牌架构 .....	18
图 23: 中国医美行业市场规模及增长率 (十亿元) .....	19
图 24: 各国医美项目渗透率比较 .....	20
图 25: 各国每千人医美诊疗次数对比 (2018) .....	20
图 26: 中国医美玻尿酸终端产品市场规模 (亿元) .....	20
图 27: 中国医疗美容玻尿酸品牌占比 (按销售金额计, 2016-2018 年) .....	21
图 28: 2019-2021 年 5 月国内化妆品增速 .....	22
图 29: 2017 与 2019 年亚洲护肤品市场精华渗透率对比 .....	22
图 30: 2019 年女性护肤需求占比 .....	22
图 31: 2014-2019 年国内皮肤学级护肤品市场容量与增速 .....	23
图 32: 2019 年主要市场皮肤学级护肤品占护肤品市场比较 .....	23
图 33: 重点公司盈利预测及估值情况 .....	30

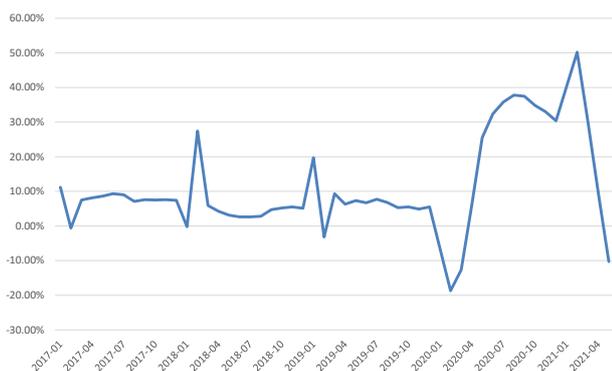
表 1：国内运动服饰市场头部品牌市占率变化（%） .....	16
表 2：李宁分季度流水表现 .....	17

## 2021 年上半年行业形势回顾

### 纺织制造：出口表现坚挺，订单回流有望持续

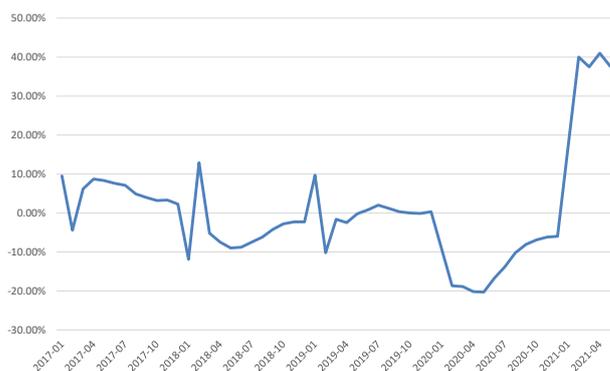
**(1) 国内生产经营回到正轨，服装成衣出口表现坚挺。**2020 年下半年开始随着国内疫情防控趋于平缓，纺织制造生产经营回到正轨，春节期间各地推行的就地过年激励政策，使得纺织制造企业在节后应对旺季的生产与招工用工的恢复节奏明显快于往年。从出口数据来看，今年 1-5 月国内服装及衣着附件出口以人民币计价同比增长 37.6%（以美元计价同比增长 48.3%），受去年口罩等防疫用品出口拉高基数以及海外疫情防控逐步放缓的影响，纺织纱线及织物出口以人民币计价同比下降 10.3%（以美元计价同比下降 3.1%）。

图 1：人民币计价纺织纱线、织物及制品出口同比增速



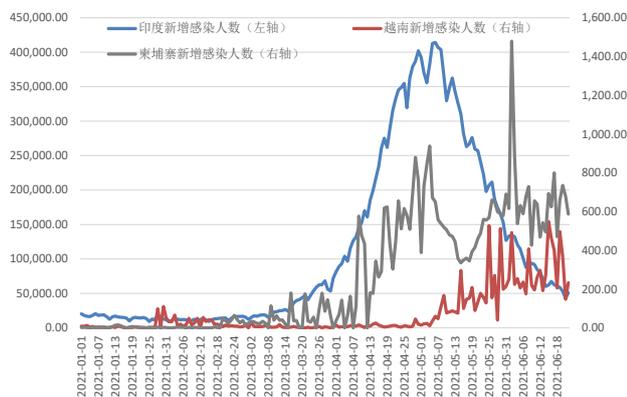
数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：人民币计价服装及衣着附件出口同比增速

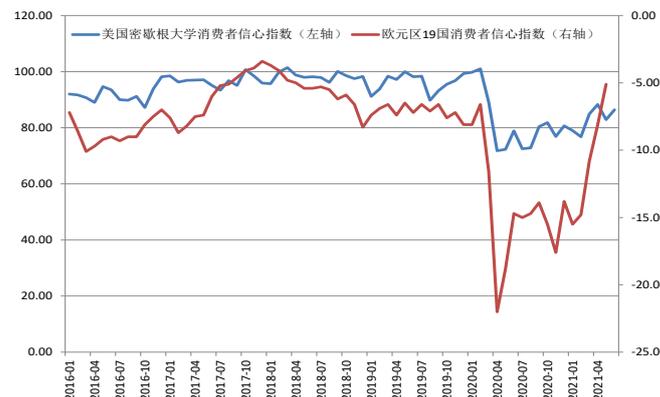


数据来源：wind，东方证券研究所

**(2) 东南亚疫情扰动当地产能。**二季度以来东南亚疫情开始恶化，传统纺织制造出口的主要国家如印度、越南、柬埔寨等经历了感染人数的明显增加，一方面工厂正常生产受到影响，另一方面当地政府针对疫情的严格隔离措施也在一定时间内限制了产能利用率，对海外产能布局相对比例较高的国内纺织制造龙头带来了一定的短期扰动。去年开始由于疫情因素出现的全球订单回流中国在今年得到延续，欧美疫情放缓后隔离措施逐步放松，叠加国内消费在经济回暖的情况下的持续改善，预计纺织制造整体将保持复苏态势，龙头公司在承接订单转移的同时，有望抓住机会实现产能扩张，在下游核心客户中获得份额的进一步提升。

**图 3：2021 年以来印度、越南、柬埔寨每日新增感染人数**


数据来源：Wind、东方证券研究所

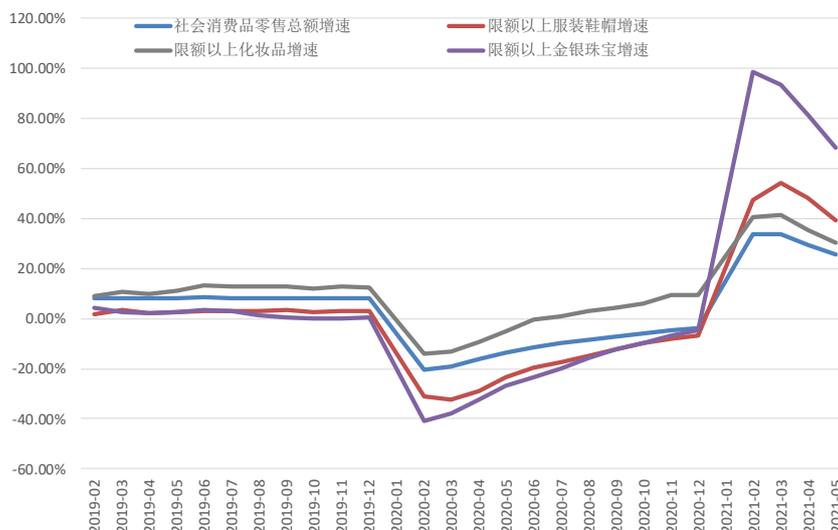
**图 4：2021 年以来欧元区与美国消费者信心指数**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**(3) 快反机制驱动下，订单更趋更多元化和高频化。**疫情加快了国内纺织供应链转型的步伐，一方面向要素成本更低、关税争端扰动更少的东南亚国家转移中低端产能仍是大势所趋，另一方面，从源头降低首单比例、增加订单频次的快反机制成为全行业共识，对上游制造环节提出了更大的流程管理、成本控制、反馈机制等方面的挑战。

## 品牌服饰及时尚消费：低基数下同比增速亮眼，复苏趋势明确

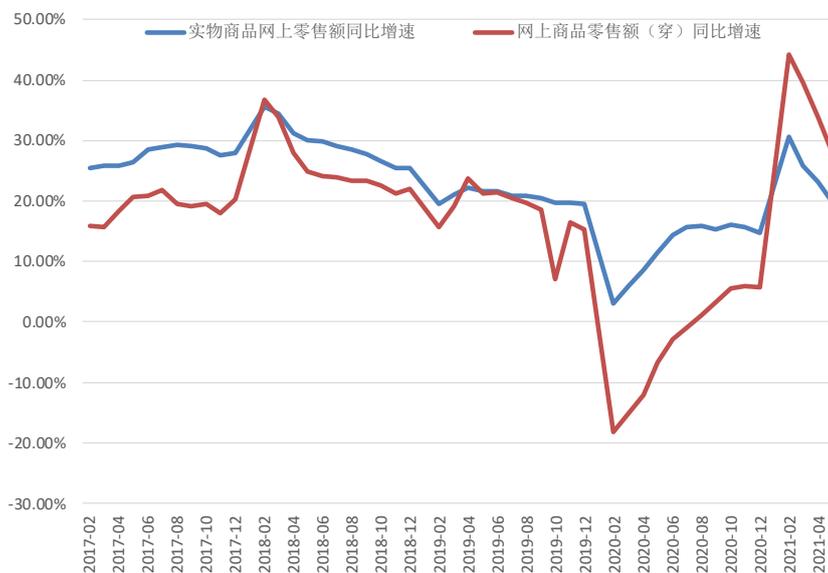
**(1) 低基数下，品牌服饰行业今年上半年同比增速亮眼。**从国家统计局披露的数据来看，由于 2020 年疫情造成的低基数（主要体现在 20 年上半年），2021 年 1-5 月社会消费品零售总额同比增长 25.7%，两年平均增速为 4.3%，剔除汽车消费数据后，社零同比增长 24.4%，从单月数据来看，前高后低的趋势明显。可选消费品中，多数品类同比增速亮眼，对比 19 年也有不错的增长，其中 1-5 月限额以上零售企业服装鞋帽零售额同比增长 39.1%，对比 19 年同期增长 6.41%，金银珠宝受益金价调整后的消费回补、海外消费回流、通胀保值预期等触发因素，1-5 月零售额同比增长 68.4%，对比 19 年也有 23.27% 的增长，景气度较高；化妆品在 20 年基数相对并不低的基础上，今年仍然保持了较快增长，1-5 月零售额同比增长 30.3%，对比 19 年增长 23.92%。总体来看，虽然国内仍有零散疫情扰动（对服务消费相对影响更大），但大部分地区的正常商业零售（特别是线下零售）已恢复常态，电商仍然是驱动大部分可选消费品增长的主要推动力，下半年可选消费有望维持复苏态势。

**图 5：2019 年以来社零与限额以上服装鞋帽、化妆品、金银珠宝零售增速**


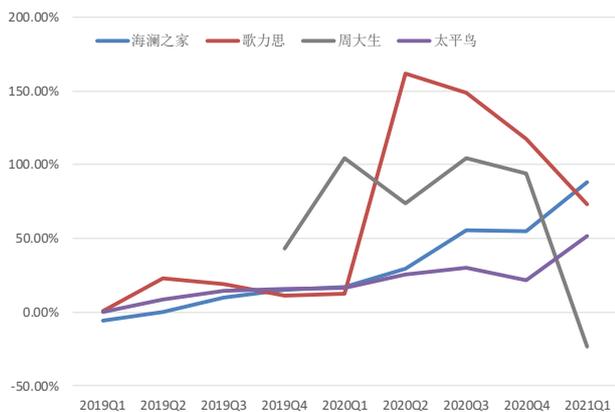
数据来源：Wind、东方证券研究所

从服饰细分品类来看今年虽然整体的改善趋势明确，但复苏过程中结构性分化依然明显：奢侈品与高端品牌在消费回流的影响下，国内零售仍然保持着高景气；服装细分品类中，运动服饰以及运动休闲风格的细分行业表现相对更强，新疆棉事件更是在短期内引爆了本土品牌的终端销售，龙头公司安踏、李宁等旗下主力品牌在今年保持着超预期的零售增速，品牌定位与设计风格具备明显差异化的中高端男女装相对更稳健，其中太平鸟旗下 PB 男女装、锦泓集团旗下 Teenie Weenie 等品牌表现突出，而以线下渠道为主的传统大众休闲、商务男装、鞋类等品类的零售表现相对更弱，存量竞争的态势明显。

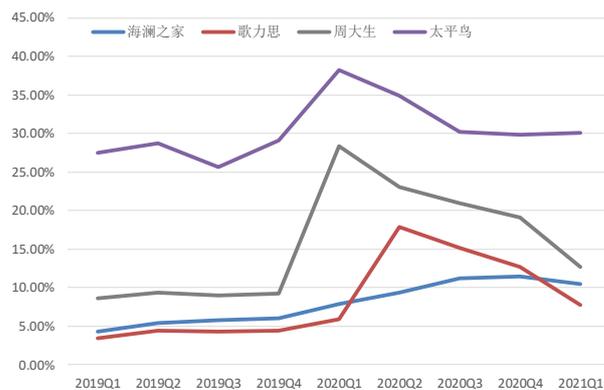
**(2) 疫情进一步加快了线上渗透率的提升，电商格局正在发生大小切换。**2020 年的疫情进一步加快了国内消费者线上购物习惯的培养，品牌方对电商渠道的增量需求、资源倾斜与投入产出比的诉求，也在推动电商平台格局的变化。2021 年 1-5 月全国网上实物商品实现零售额 3.94 万亿元，同比增长 19.9%，其中网上商品零售中穿着销售同比增长 28.2%。今年电商最大的变量来自抖音、快手等直播社交电商的崛起，以兴趣为导向进行流量分发，品牌服饰在抖音平台的销售反而呈现出对比天猫等传统平台更高的成交价，通过与代运营商的合作熟悉了解抖音平台流量规则，许多品牌在初期抖音商业化过程中，享受到更高的 ROI 与品牌曝光度，虽然目前直播社交电商仍有退货率相对较高（冲动消费占比高）的痛点，但为不少在线下与传统电商平台缺少机会的品牌带来了短期爆发式增长甚至弯道超车的机会，其中锦泓集团旗下 Teenie Weenie 品牌便是上半年在抖音平台跑出的黑马，从公司披露的数据来看，作为从 20 年三季度才开始尝试在抖音平台开展直播业务的品牌之一，Teenie Weenie 今年在抖音每月 GMV 保持在 8000 万元以上，21 年累计 GMV 超过品牌在天猫平台 GMV 的 80%以上，销售单价来看自 20Q3 至 21Q1，Teenie Weenie 在抖音平台平均销售单价为天猫平台的 81%、164%与 120%，逐步摆脱价格导向，为 Teenie Weenie 品牌的重塑与新客的获取带来了全新的机会。

**图 6：2017 年以来全国网上实物零售额月度增速**


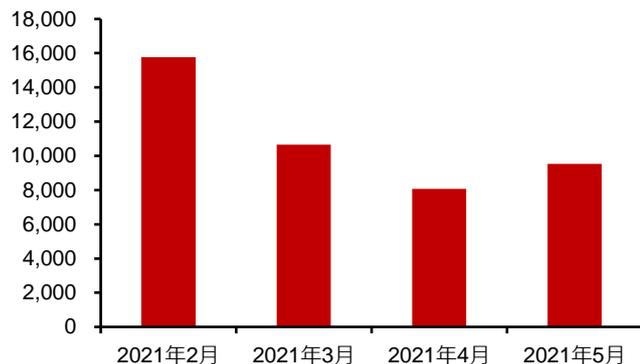
数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 7：2019Q1-2021Q1 重点公司电商收入增速**


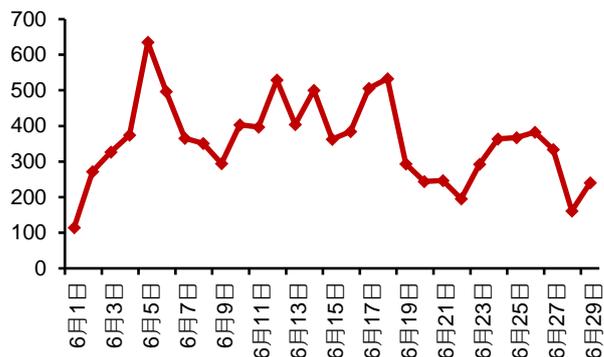
数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 8：2019Q1-2021Q1 重点公司电商收入占比**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 9：Teenie Weenie 品牌抖音月销数据（万元）**


数据来源：飞瓜数据，东方证券研究所

**图 10：Teenie Weenie 品牌抖音 6 月日销数据（万元）**


数据来源：飞瓜数据，东方证券研究所

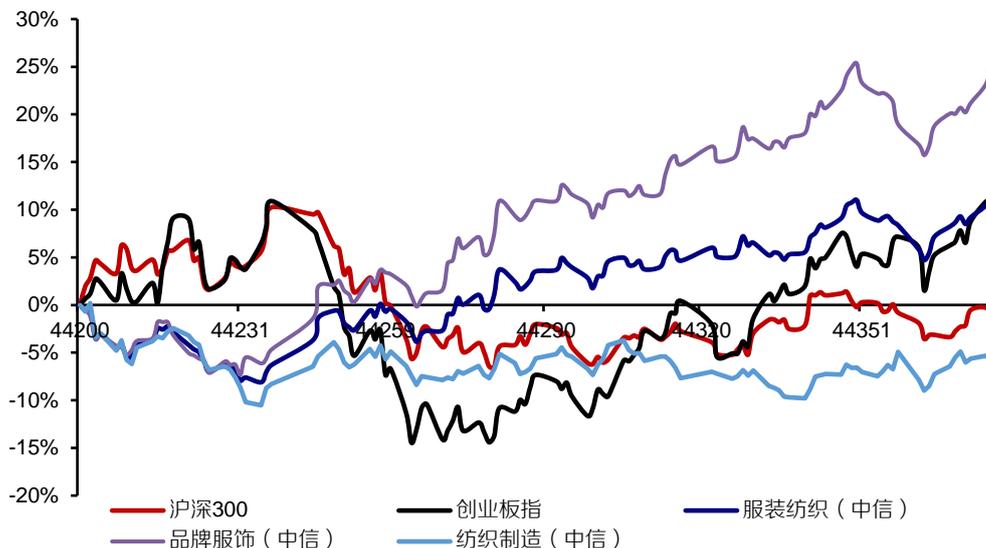
**(3) 与线上的突飞猛进相对应，线下渠道发展日趋理性，优化迭代、提升单店质量成为重点。**2020 年疫情也加速了线下渠道的优胜劣汰，在今年面临线下经营恢复常态，但流量线上化日益明显的情况下，多数品牌将线下渠道发展的重心从过去的门店数量的扩张、市场份额考核等调整为更理性的门店优化迭代与单店质量的提升，放缓开店规划或提升开店门槛，加快低效门店出清，结构上更多向流量集中的购物中心、奥莱等核心商圈延伸，原先单店效益并不出彩的品牌，也在通过终端零售精细化管理的推进，提升单店质量，推动未来线下销售收入与盈利更扎实的增长。

**(4) 新疆棉事件进一步助推品牌本土化浪潮。**从 2017 年概念初立至今，国潮已经成为中国时尚产业转型升级的最大风口之一，从早期的本土设计师原创产品到中国传统文化元素的跨界合作，国潮从一股时尚发展为一代人对本土品牌消费观念的转变，特别是在今年新疆棉事件催化下，许多海外品牌面临渠道、舆论、消费者口碑、品牌形象等各方面的负面冲击，进一步推升了 Z 世代对本土品牌的偏好，运动服饰行业中，本土品牌龙头安踏、李宁等终端零售自 4 月以来明显受益于这股本土化的风潮，取得了超预期的增长。近几年来随着国内制造业水平的提升，本土企业在营销方式上更灵活更接地气，外部争端频发，实际上在不断提升国人对民族品牌信心，长期来看竞争格局越好的赛道（运动服饰、童装等），本土品牌对海外品牌的替代越明显，市场份额的提升速度也会更快。

## 2021 年上半年板块二级市场表现

### 板块否极泰来，内部个股表现活跃

**板块否极泰来，春节以来行业指数跑赢沪深 300 与创业板指数。**随着业绩的回暖叠加市场风格的切换，2021 年纺织服装板块迎来复苏，2021 年至今（截止 6 月 29 日），沪深 300 指数下跌 1.5%，创业板指数上涨 10.7%，纺织服装板块指数（中信）上涨 11.6%（在中信 30 个子行业中名列第 11 位），表现优于大盘。特别是春节之后随着市场风险偏好下降，资金配置向低估值、业绩确定性等方向倾斜，纺服板块个股明显受益这种风格的切换（春节以来行业指数上涨 15.8%，跑赢沪深 300 指数-10%的跌幅与创业板指数 2.6%的涨幅）。分子板块来看，品牌服饰板块（+25.8%）表现好于纺织制造板块（-6%）。

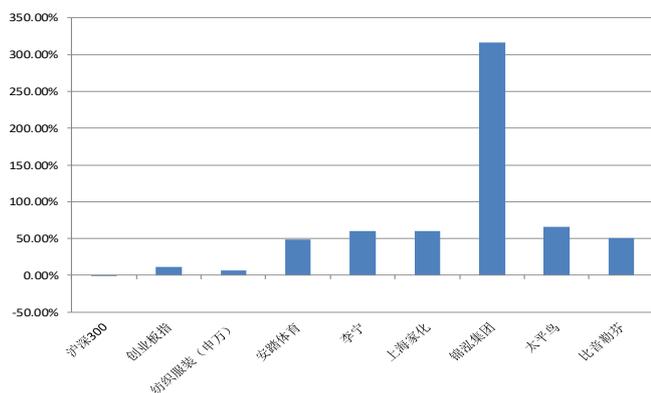
**图 11：2021 年至今板块指数收益率**


数据来源：Wind、东方证券研究所

板块热度提升的背景下，行业个股表现活跃，赚钱效应显著。上半年行业中有不少龙头与黑马股价表现优异，大幅跑赢指数，这些个股呈现出两种特征：

**(1) 高景气细分行业龙头，业绩与估值溢价双提升（戴维斯双击）共同驱动强者愈强。**港股运动服饰作为行业中增速最快的品类之一，上半年延续强势，其中安踏体育、李宁、特步国际在今年股价分别实现了 44%、50%与 244%的涨幅；大美容板块中上海家化作为预期反转的标的，今年股价涨幅达到 50%以上，华熙生物作为医美龙头，今年股价上涨超过 80%；以比音勒芬、太平鸟为代表的业绩高成长龙头，同样也跑赢了行业指数与沪深 300 指数。

**(2) 小市值、低估值品种，短期业绩拐点明确，高预期差带来股价大幅上涨。**锦泓集团、报喜鸟等作为行业中的代表性黑马标的在今年上半年同样大幅跑赢行业指数，归因来看，股价的上涨一方面来自短期业绩的超预期增长（锦泓集团 21Q1 收入与归母净利润对比 19Q1 分别增长 55.8%与 612.34%，报喜鸟 21Q1 收入与归母净利润对比 19Q1 分别增长 29.09%与 98.42%），另一方面差异化的发展路径一旦确认上升趋势，也会获得短期估值上的明显提升。

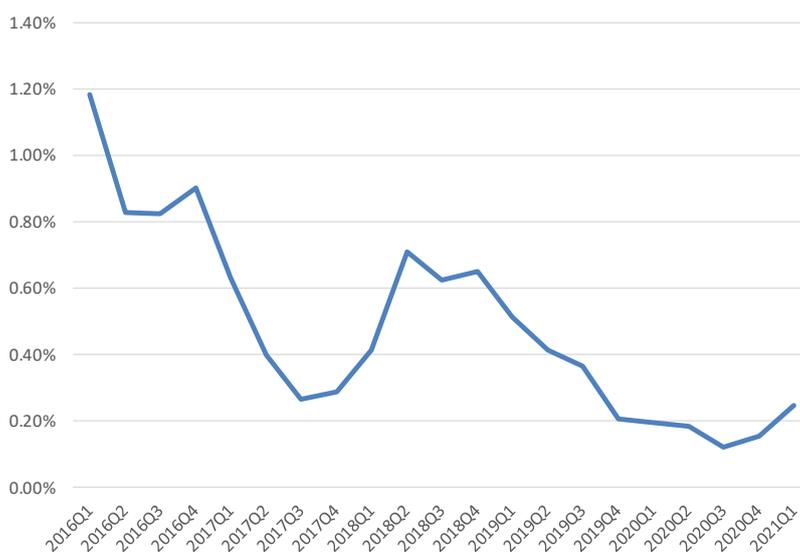
**图 12：2021 年至今板块中部分龙头与黑马大幅跑赢指数**


数据来源：Wind 东方证券研究所

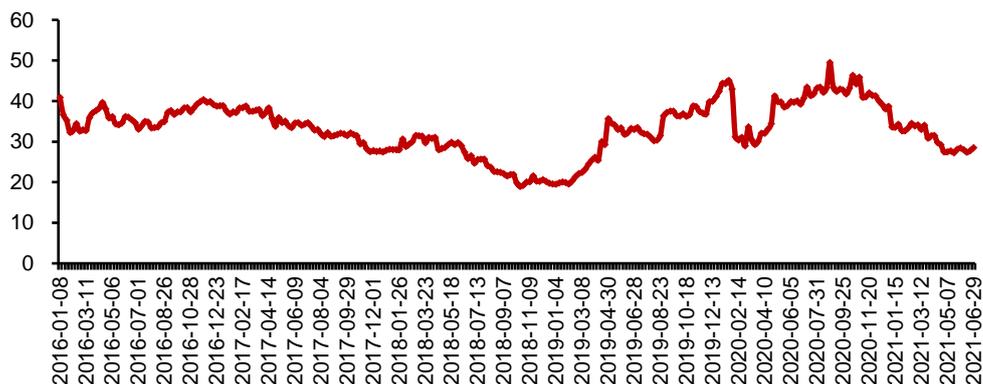
**图 13：过去一年板块中部分白马股 PE 估值对比**


数据来源：Wind、东方证券研究所

从机构配置来看，截至 2021 年一季度末，纺织服装行业的基金配置仅为 0.25%，对比 2020 年末有所提升，仍处于历史低位。A 股机构持仓的重点公司主要聚焦于森马服饰、珀莱雅、太平鸟、比音勒芬等头部公司。从估值角度来看，当前纺织服装板块（中信）市盈率 TTM 约 29 倍左右，位于历史估值的中部区间。

**图 14：纺织服装行业基金配置比例**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 15：纺织服装（中信）市盈率 TTM 变化**


数据来源：Wind、东方证券研究所

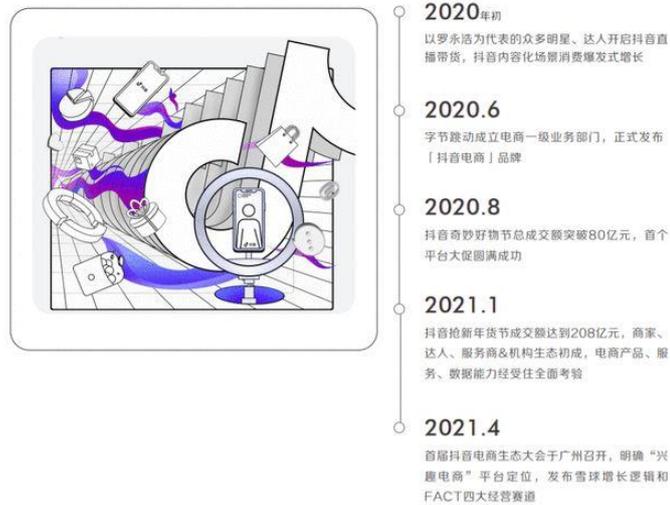
## 2021 年下半年行业展望

### 内容电商新平台崛起成为差异化竞争的突破口

直播电商在 2020 年成为线上消费最火热的场景之一，这种以激发兴趣为出发点，以可视化商品内容为核心，聚焦商品内容运营和兴趣内容推荐的形式，可以大大缩短消费链路，吸引更多的企业和消费者加入。从直播电商市场需求侧来看，电商类直播用户增速最快，据 CNNIC 数据，截至 2020 年末，电商类直播用户规模为 3.9 亿，占直播整体用户的 62.9%，较 2020 年 3 月增长 46.4%，是目前增长速度最快、增长规模最大的用户类型。2020 年国内直播电商交易规模超万亿元，年增速高达 142%，领跑电商大盘，目前直播电商的市场渗透率为 8.6%，未来仍存在巨大的增长空间。

2020 年 6 月，字节跳动成立电商一级业务部门，正式发布“抖音电商”品牌。2021 年 4 月首届抖音电商生态大会在广州召开，抖音首次明确了“兴趣电商”的平台定位，发布商家自播、达人矩阵、营销活动、头部大 V 的四大经营赛道。根据财联社的数据，2020 年抖音电商 GMV 超过 5000 亿元，2021 年 GMV 目标为 1 万亿元。

图 16: 抖音电商发展历程

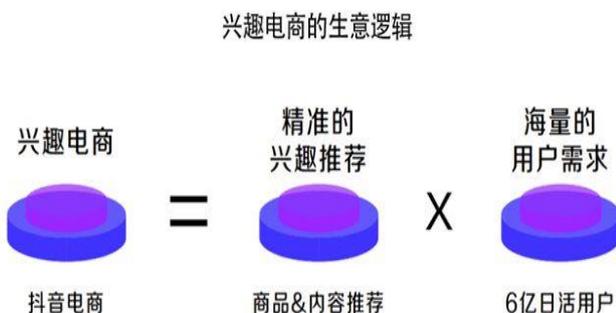


数据来源：《2021 抖音电商生态发展报告》、东方证券研究所

对比传统电商以搜索和价格为主导的“人找货”的流量推送逻辑，抖音电商基于推荐技术将商品通过内容主动的推荐给更多潜在兴趣人群，并且通过转化和沉淀的优化，还能够将内容推荐给更多潜在消费者，获取新一轮更精准的流量注入，这种“货找人”的新逻辑，让流量、转化、沉淀源源不断，带来消费新人群和生意新增长。在短视频和直播中，商品信息融入内容场景，卖点和品牌信息得到充分展示，平台的流量分发规则可以针对用户对内容和商品产生的关注、互动、加粉、购买等一系列动作，将商品精准的推送给更多拥有相同兴趣的用户，实现更有效率的成交与反馈。

从用户特征来看，抖音直播和淘宝直播也有所差异：年龄来看，抖音直播的用户更年轻化，主要分布在 18-40 岁，80/90 后年轻用户占绝对优势，95 后增速最高，淘宝直播用户主要集中在 26-40 岁；从区域来看，淘宝直播主要集中在东部经济发达地区，抖音直播用户则相对更分散。

图 17: 抖音兴趣电商生意逻辑



数据来源：《2021 抖音电商生态发展报告》、东方证券研究所

图 18: 抖音电商货找人模式



数据来源：《2021 抖音电商生态发展报告》、东方证券研究所

抖音电商在短期的爆发式增长，为品牌商提供了线上更多元、更多样化的发展路径，一方面，抖音用户较为宽泛，既有都市白领，也有学生与初入职场的新人，90-00 后新一代消费者的占比也在快速提升（今年 618 好物节抖音平台新增用户最多的群体是 00 后，同比增加 392%，其次是 90 后，

同比增加 226%)，为品牌年轻化、目标客群更精准的营销投放提供了一个全新的平台；另一方面，传统电商在经历过去 10 年的高速发展阶段后，流量红利接近尾声，意味着商户面临获客成本不断增加的现状，在比拼投入规模和平台资源获取的过程中，许多非头部品牌的空间被压缩，抖音为这些规模不大的品牌提供了一条差异化赛道，在字节跳动加码电商业务的过程中，越早重视抖音运营的品牌享受到了平台资源支持以及短期极高的 ROI，一定程度上带动了电商收入的快速增长，甚至弯道超车的机会。在今年天猫、京东、唯品会等传统平台增速趋于平稳的背景下，在抖音、快手等直播社交类电商平台的增速成为今年行业以及各品牌电商销售增长的一大变量。

## 民族自信+龙头夯实内功，开启本土品牌新机遇

对消费品企业来说，宏观环境（经济与收入增长预期）对消费需求的影响是全社会参与者共同的挑战，但人口结构的长期变化以及各产业不同的成长周期酝酿了消费行业层出不穷的投资机会。从第七次全国人口普查披露的数据来看，老龄化、家庭结构的小型化、城市化、出生率下降等，是过去 10 年以来中国人口结构最大的特点。

一方面，老龄化加剧蕴育银发经济的潜力，中国 60 岁以上老年人口达到 2.64 亿，占总人口的比例 18.7%，随着 1960-1970 年代出生共和国第二代婴儿潮将在未来 20 年逐步进入退休年龄，老龄人口数量与占比都将快速提升，预计到 2040 年老龄人口总数将达到 4 亿人。老年人口在身体条件允许的情况下，会更多寻求体验消费，对吃、穿等物质消费的需求下降，对旅游、养生、健康、医疗等服务需求上升；60-70 年代出生的消费群体基本上享受到了改革开放以来的制度红利与人口红利，无论在收入水平、储蓄、社会保障制度还是在教育水平、消费能力上都高于上一代，意味着未来中国的银发经济将面临一个量价齐升（老年人口增加+人均消费提升）的趋势。

另一方面，Z 世代成为核心消费人群推动了国潮的兴起和深化。95-00 后 Z 世代接替 80-90 后逐渐成为主导消费市场的中间力量，虽然 Z 世代在人口数量上不及 80-90 后，但他们更强的自我意识、个性化的需求、愿意为喜好和品质付费的消费心理等特征深刻影响着消费市场，一方面众多小而美的品牌通过认同感的积累快速获得市场青睐，典型的代表如喜茶、奈雪、泡泡玛特、完美日记的兴起，形成对传统品牌的冲击，另一方面 Z 世代形成的特有的消费习惯（渠道、品类、营销模式等）同样也在影响着上一代的消费决策。对 Z 世代来说，成长于中国国力迅速提升（经济富足、民族自信）的时代，他们的价值观与上一代也有很大的差异，对国内外的差距有更客观的理解，对本土品牌的接受度更高，近几年来中国传统文化的回归以及大众对本土文化的强烈认同感也在推动着国潮的崛起，一系列国际贸易、政治、文化、制度等方面的冲突，只会进一步推升他们对本土文化和本土元素的认同感。

从需求端看，人口迭代和 Z 世代主导消费是国潮兴起、演进的主要力量，而从供给端看，以本土各细分龙头为主的本土品牌公司近年来也在不断夯实内功，从品牌建设、零售运营、供应链能力和数字化系统建设等各个方面不断缩小与海外竞争对手的差距，不断地契合和引领着国潮的深化。经历了过去 10 年以来的库存消化、渠道升级、客群迭代等行业变化，本土头部品牌正在朝着经营效率提升的方向不断进化：（1）在库存管理方面，多数品牌企业（包括经销商）出于终端健康经营的考虑，主动下调订货比例、增加补货占比，在制定货品生产计划上趋于谨慎，从源头上控制渠道库存的积压，即使在 2020 年面临疫情重大突发事件冲击的情况下，多数头部公司在当前零售环境下，库存也已经恢复到合理水平。（2）随着上游采购的全球化、国内优秀的制造企业经营效率的提升以及渠道扁平化的普及，供应链效率的提升已经逐渐成为本土品牌更长远更普遍的变革方向，一方

面吸引更优秀的供应商进入采购体系，在产品研发、企划、数据标准化、周转速度等方面提升供应链效率，在采购端通过规模效应进一步降低成本，压缩“企划—生产—配送”时间周期，为适应终端需求的快速反应打下基础，另一方面通过直营化、缩减经销层级、收购经销商股权等方式完成渠道扁平化调整，提升对零售终端的敏感度；在渠道上，线上线下进一步融合切换，线下渠道向核心的购物中心、奥莱等新兴渠道切换。（3）创新和年轻化是本土品牌最显性化的优势之一，越来越多的本土品牌在产品的设计、品牌调性、终端门店陈列、品牌营销上大下功夫，其逐步提升的设计水平与产品时尚感以及逐渐提高的性价比正在潜移默化地吸引越来越多年轻消费者。从产品制造、设计开发、渠道结构、营销投放、经营管理等一系列质的变化，最终将体现在消费者的回归与销量的逐渐攀升，这也为本土龙头品牌的成长壮大提供了良好的前提条件。

国货的崛起，背后是国力的强大、人口结构的变化、文化的自信，也是中国制造水平逐步提升下，本土品牌不断向上突破寻求溢价的主动作为。过去在渠道为王的时代，本土品牌难以撼动海外品牌的市场地位与在消费者心中的影响力，在个性化与社媒时代，本土品牌出彩的设计与产品更容易触达年轻消费者，品牌故事与内容也更容易触动目标客群，在这种趋势下，国内消费市场品牌竞争格局正在潜移默化的迎来转折点。抓住这一轮消费观念、消费习惯、审美、购买渠道等各方面的升级，本土品牌有机会实现在国内市场竞争力的逆袭。

## 2021 年下半年行业投资策略及关注标的

站在目前时点展望下半年，考虑到行业复苏和国潮深化的长期大趋势，同时叠加目前板块的低持仓和相对低估值，我们维持板块“看好”评级。子行业方面，我们首选依然是高景气的运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，其中运动服饰板块推荐申洲国际(02313, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、李宁(02331, 买入)等，同时建议关注特步国际(01368, 增持)和滔搏(06110, 增持)，大美容板块中长期看好珀莱雅(603605, 买入)、丸美股份(603983, 增持)，建议关注上海家化(600315, 增持)、贝泰妮(300957, 增持)、华熙生物(688363, 未评级)和爱美客(300896, 未评级)。同时我们建议中短期关注中报预期良好、相对低估值或高分红的服饰珠宝消费龙头，比如太平鸟(603877, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、海澜之家(600398, 买入)、波司登(03998, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、地素时尚(603587, 买入)和比音勒芬(002832, 未评级)等，黑马标的建议关注报喜鸟和浙江自然。

## 看好运动服饰和大美容两条赛道

### 1、运动服饰

复盘国内运动服饰行业发展历程，我们总结出两大主要特点：

**1) 行业增速快**，根据前瞻产业研究院数据，国内运动服饰行业 2015-2020 年的复合增速高达 14%，若扣除 2020 年疫情影响，2015-2019 年复合增速高达 18%，在服饰行业中保持绝对领先，未来 4 年的复合增速也高达 15%，高景气度有望延续。

**2) 竞争格局向好，市场集中度不断提升**，横向比较来看，运动服饰行业头部品牌集中度较高，2020 年品牌 CR6 高达 65%，相比 2015 年的 49%提升幅度高达 15%，表明龙头企业正在逐年巩固其竞争优势。

**图 19：国内运动服饰行业市场规模及增速（十亿元）**


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

**表 1：国内运动服饰市场头部品牌市占率变化（%）**

品牌	2015	2018	2020	市占率提升幅度
阿迪达斯	15.5	18.7	19.8	4.3
耐克	15.3	19.2	17.2	1.9
安踏	7.8	9	9	1.2
李宁	6.9	6	6.7	-0.2
FILA	2.1	3.8	6.4	4.3
斯凯奇	1.8	4.9	5.6	3.8
其他	50.6	38.4	35.3	-15.3

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

我们认为，行业在 2021 年将呈现两大变化：

#### 变化 1：国潮继续加速深化

2021 年 3 月的新疆棉事件是行业内的里程碑事件，李宁作为国潮代表成为最大受益者。国潮趋势的源头可追溯至 2018 年中国李宁在巴黎时装周上的亮相，使得更多的年轻人关注到了国内品牌在产品设计和质量上的长足进步，也奠定了李宁作为国潮品牌代表的群众基础。2020 年的新疆棉事件加速了国潮的进程，头部国产品牌吸引了众多原本只购买国际品牌的消费群体，产品认可度得到大幅提升。值得一提的是，李宁凭借“中国李宁”品牌在和产品上的多年积淀，叠加肖战代言人的加持，2021Q1 流水实现 80%-90% 的高段增长。展望未来，我们认为新疆棉带来的国潮热度有望贯穿 2021 全年。

**图 20：李宁登陆国际时装周概览（2018 年 2 月至 2019 年 6 月）**


数据来源：网络图片，东方证券研究所

**表 2：李宁分季度流水表现**

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
李宁合计	10%-20%高段下滑	中单下滑	中单增长	10%-20%中段增长	80%-90%高段增长
线下	20%-30%低段下滑	10%-20%低段下滑	低单下滑	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长
零售	30%-40%中段下滑	10%-20%低段下滑	持平	中单增长	90%-100%低段增长
批发	10%-20%高段下滑	高单下滑	低单下滑	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长
电商	10%-20%低段增长	20%-30%高段增长	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	约 100%增长

数据来源：公司公告，东方证券研究所

线上渠道中，国内品牌对国际大牌的挤压更加明显。由于线上消费群体相比线下年龄偏低，对国潮趋势的响应和反馈更为直接，从淘数据跟踪情况来看，国际品牌如耐克和阿迪的天猫旗舰店在 4 月和 5 月都出现了大幅的负增长，国内品牌则实现高速增长，承接了国际品牌大量市场份额。

**图 21：4 月天猫旗舰店分品牌零售额（亿元）**

单位：亿元	2021年4月	2020年4月	vs.2020	2019年4月	vs.2019
<b>大盘</b>					
运动鞋	19.4	22.8	-15%		
运动服装	10.7	11.9	-10%		
<b>国内重点品牌</b>					
安踏	2.9	1.9	51%	1.5	90%
Fila	2.0	1.3	54%	0.7	199%
李宁	3.2	1.9	72%	1.6	103%
特步	0.7	0.7	-11%	0.7	-4%
探路者	0.1	0.1	34%	0.1	-3%
<b>国外重点品牌</b>					
Adidas	1.2	5.6	-79%	1.9	-38%
Nike	1.4	3.5	-59%	2.3	-36%
Lululemon	0.9	0.8	14%	0.3	203%

数据来源：淘数据，东方证券研究所

**图 22：5 月天猫旗舰店分品牌零售额（亿元）**

单位：亿元	2021年5月	2020年5月	vs.2020	2019年5月	vs.2019
<b>大盘</b>					
运动鞋	20.8	22.8	-9%		
运动服装	11.9	13.0	-8%		
<b>国内重点品牌</b>					
安踏	2.8	2.5	14%	1.5	95%
Fila	2.5	1.5	62%	1.1	119%
李宁	2.3	1.9	25%	1.2	96%
特步	1.2	0.8	43%	0.8	48%
探路者	0.1	0.1	8%	0.1	18%
<b>国外重点品牌</b>					
Adidas	1.4	4.0	-65%	2.0	-29%
Nike	2.5	4.1	-39%	3.1	-20%
Lululemon	0.7	0.5	35%	0.3	130%

数据来源：淘数据，东方证券研究所

**变化 2：各品牌将加快 DTC（Direct to customer）布局**

阿迪达斯在 2021 年提出“掌控全场”战略，首次公开提出 DTC 导向的销售模式，考虑到另一运动巨头耐克早在 2017 年就提出相似概念，并在 2020 年 6 月提出 Consumer Direct Acceleration initiatives（直面消费者加速计划），加速 DTC 的布局进程。我们认为，在国际市场上，DTC 的模式已逐步成为运动服饰行业的主流销售模式。

阿迪达斯的“掌控全场”战略具体如下：

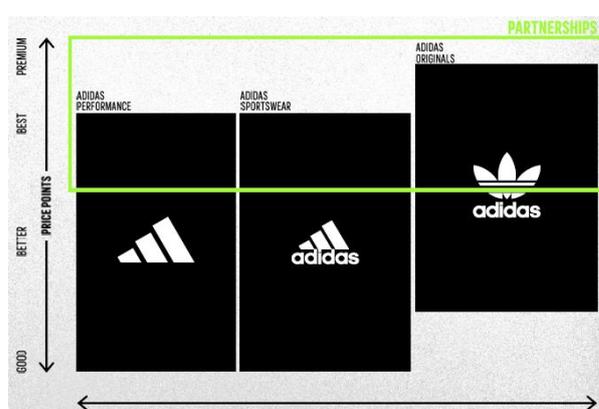
- ◆ 品牌信誉度：1) 明确五大战略品类：足球、跑步、训练、户外四大运动品类及运动生活品类，预计在 2025 年将贡献 95% 以上的销售增长；2) 吸引更多女性消费群体：2021-2025 年女性品类复合增速预计将达中双；3) 三叶草（Originals）系列：拆分出一个细分市场，引入运动休闲定位的 Sportswear 产品线，原三叶草（Originals）系列将扩展至高端品类，增加各品牌间的区分度。

图 21：阿迪达斯原品牌架构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：阿迪达斯调整后品牌架构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

- ◆ 消费者体验：1) 加强会员体系。从过去的以电商平台为主，区域性较强的会员体系，转变成能够提供独特消费体验、跨越所有消费者接触点的平台，在线上 and 线下提供无缝的会员体验，会员人数预计从目前的 1.5 亿人增长至 5 亿人。2) 通过发展电商和直营门店，强化 DTC 导向的销售模式。直营门店方面，光环商店（Halo stores）将翻倍，减少概念店，增加工厂店。另一方面，经销商方面将更重视联盟合作伙伴，减少直接客户，并为 80% 以上的消费者提供数字化的自助销售工具。此外，公司还将帮助经销商扩大规模，优化库存水平。电商方面，收入规模预计从目前的 40 亿欧元增长至 80 亿-90 亿欧元，加强产品的故事性，利用数据和分析识别未来趋势和机会、测试新的产品，把线上打造为球鞋爱好者的家园。3) 扩大核心城市范围，从 6 大城市扩展至 12 大城市，原 6 大城市为东京、上海、巴黎、伦敦、纽约和洛杉矶，新增城市包括墨西哥、柏林、莫斯科、迪拜、北京和首尔。
- ◆ 可持续性发展：阿迪达斯希望将可持续材料比例从 60% 提升至 90%，截至 2025 年每件产品碳足迹下降 15%。

国内企业中，安踏走在市场前列，2021Q1 已经完成第一阶段 DTC 转型。2020 年 8 月安踏发布公告，主品牌进行 DTC 转型，将原本线下分销商运营的门店（约 35%）转型为直营模式。具体范围为中国 11 个地区，包括长春、长沙、成都、重庆、广东、昆明、南京、上海、武汉、西安及浙江开展混合运营模式，终止与地区经销商的合作，合计涉及门店约 3,500 家，约占 35%，整个 DTC 改革自 2020Q3 开始，到 2021Q1 已阶段性结束。

安踏预期利用 DTC 转型达成以下目标，包括：1) 与现有业务协同，实现集团赋能；2) 打通“人、货、场”即消费者、产品和分销渠道，进一步提升运营管理效率；3) 渠道架构更精简，效率更高，同时也将增加大店投入。此外，安踏将在 2021 年 7 月的投资者日提出主品牌的品牌重塑计划，预计会对 DTC 战略做出进一步的细化和部署，我们认为，在目前年轻消费者需求更细分、偏好更多样的背景下，品牌方需要通过 DTC 和消费者直接对话，从而突破增长瓶颈。未来随着安踏 DTC 的顺利推进，有望在国内行业中树立标杆，促使更多的国产品牌跟进和效仿。

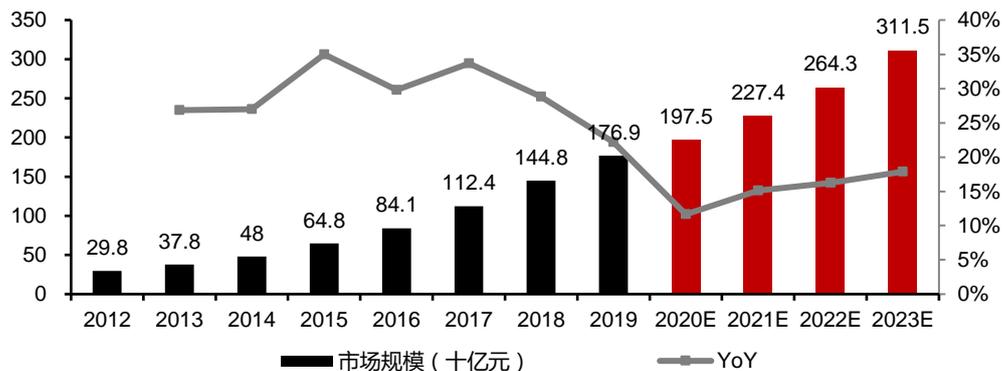
## 2、大美容（医美与化妆品）

### （1）医美

国内医美市场处于高速成长阶段。根据艾瑞咨询数据，2019 年，中国整形与医疗美容市场规模为 1,769 亿元，12-19 年复合增速为 29%，考虑到疫情影响，预计 2019-2023 年增速仍将突破 15%，2023 年市场规模将达到 3,115 亿元。

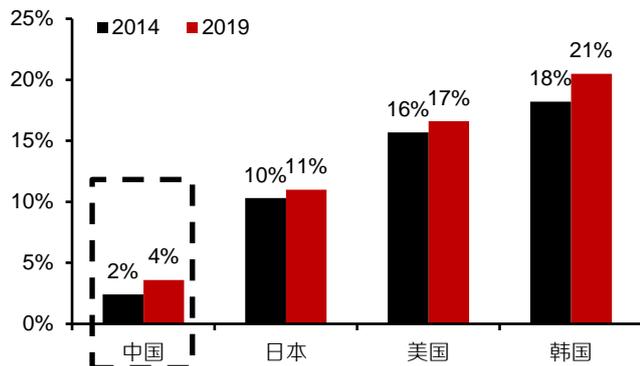
行业的高速增长有多方面的原因，主要包括：1) 人均可支配收入增加，消费能力提升，特别是 90 后为主的核心人群对“悦己”和社交的更加重视；2) 监管趋严，行业规范性增强，消费意愿提升；3) 线上医美平台的兴起，加快了医美文化在年轻人中的传播和分享。另一方面，无论从医美渗透率还是从每千人诊疗次数对比来看，中国市场和海外发达国家相比仍然有较大的成长空间，行业仍处于新一轮红利的释放阶段，产业链上下游企业都将受益。

图 23：中国医美行业市场规模及增长率（十亿元）



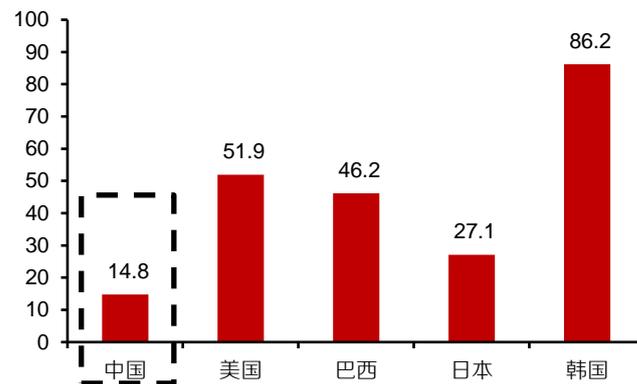
数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 24：各国医美项目渗透率比较



数据来源：德勤，东方证券研究所

图 25：各国每千人医美诊疗次数对比（2018）

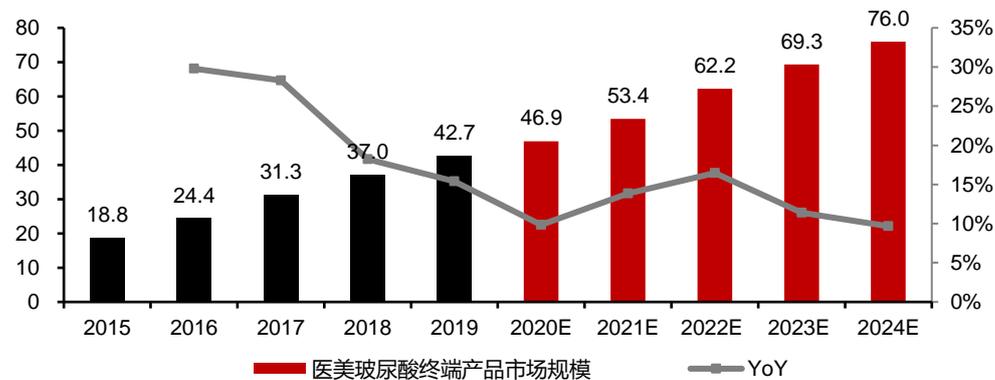


数据来源：Frost&amp;Sullivan，东方证券研究所

从市场结构来看，中国医美市场非手术医美项目占比不断提升。相比于手术类整形，以注射类为代表的非手术类微创医美恢复时间快、价格及风险相对较低，因此市场接受度较高，此外，由于大部分项目维持时间基本在 1 年以内，因此消费者复购率和成瘾性均较高。根据 Frost&Sullivan 数据，中国医美非手术类市场增速高于手术类，占比也逐年上升，从 2015 年内的 39% 上升至 2019 年的 42%。

注射类项目为非手术医美中最重要的组成部分，其中玻尿酸和肉毒素应用最为广泛。根据新氧发布的《2019 医美行业白皮书》显示，我国注射医美分布中，玻尿酸和肉毒素占据大头，2018 年收入占比分别为 66.6% 和 32.7%，同比增速分别为 53.1% 和 90.6%。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年中国医美玻尿酸终端产品市场规模为 42.7 亿元，预计 2019-2024E 复合增速为 12.2%。

图 26：中国医美玻尿酸终端产品市场规模（亿元）

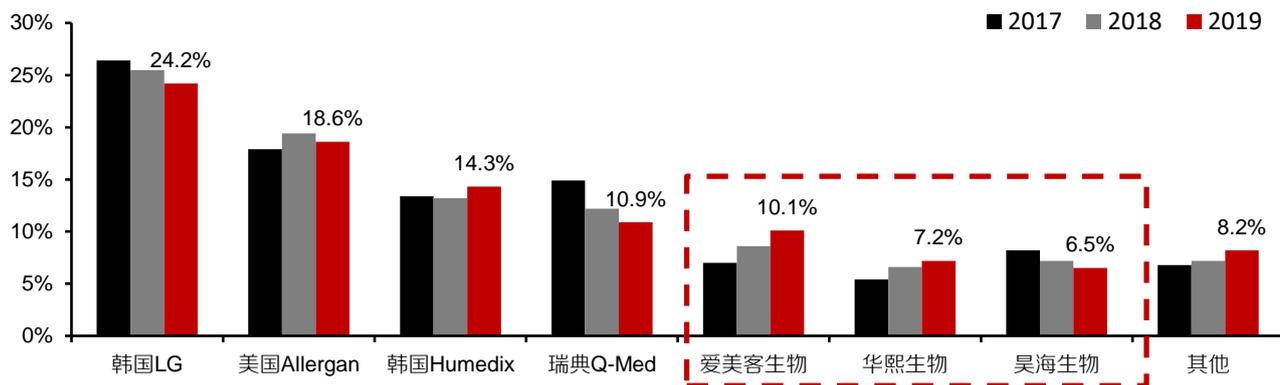


数据来源：Frost&amp;Sullivan，东方证券研究所

竞争格局方面，从销售金额占比来看，2019 年国外企业占据前四，分别为韩国 LG (24.2%)、美国 Allergan (18.6%)、韩国 Humedix (14.3%) 和瑞典 Q-Med (10.9%)，CR4 达到 68%，由于进入国内市场较早、再加消费者的心理因素、海外品牌早期培训管理的规范性、能给经销商的盈利空间相对更大等因素，再叠加部分海外品牌产品在塑形、持续性方面具有相对优势，目前海外玻尿酸品牌仍占据主导地位，特别是在中高端产品领域。近年来随着国内品牌质量的提升及技术的创新，再加上消费者的日益理性，本土龙头品牌的销售占比正在逐步提升，2019 年国内品牌爱美客 (10.1%)、华熙生物 (7.2%) 和昊海生物 (6.5%)，合计份额为 23.8%，从销量来看，2018 年

国内品牌昊海生物（18.4%）、爱美客（12.5%）和华熙生物（11.5%）分别占据第二、第四和第五名，不亚于国际品牌，根据 Frost&Sullivan 预测，2022 年本土品牌占比有望超过 30%。

图 27：中国医疗美容玻尿酸品牌占比（按销售金额计，2016-2018 年）



数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

需求带动下，下游医疗美容机构随着资本的持续介入，同样也在经历持续扩张整合的过程，从资质来看，民营资本主导的医美机构目前仍然存在较多的无资质经营和越级经营的情况，2021 年 6 月 10 日八部委出台非法医美专项整治政策，打击非法医疗美容和制售药品器械行为，规范相关服务与互联网广告信息。近几年来行业规模提升过程中，监管的持续对行业未来发展带来深远影响，具体来看：1) 下游：将重点打击非法场所，加速行业出清，利好资质齐全、规范经营的头部机构。2) 上游：2019 年我国医美行业针剂中正规针剂仅占 33%，水货和假货仍然是市场的主要组成部分，本次专项整治将严格打击未取得相关资质的产品，预计将有效提升合规持证产品的使用比例。

## （2）化妆品

在 2020 年同期基数并不低的基础上，今年国内化妆品行业仍然保持着较快的增长，1-5 月限额以上零售企业化妆品零售额增长 30.3%，对比 19 年同期增长 23.92%，疫情后化妆品市场零售复苏明显领先于其他可选消费品，电商的高增长对线下渠道的弥补以及全行业的增长起到了关键作用。

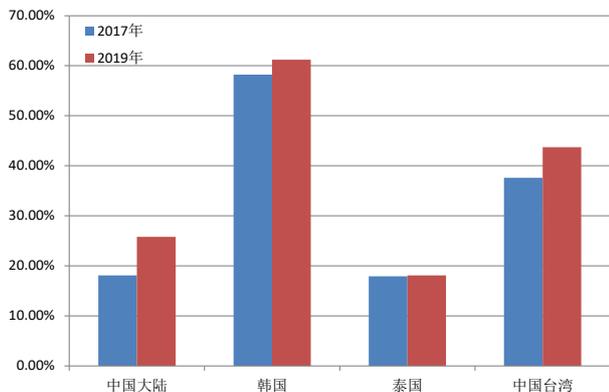
图 28：2019-2021 年 5 月国内化妆品增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

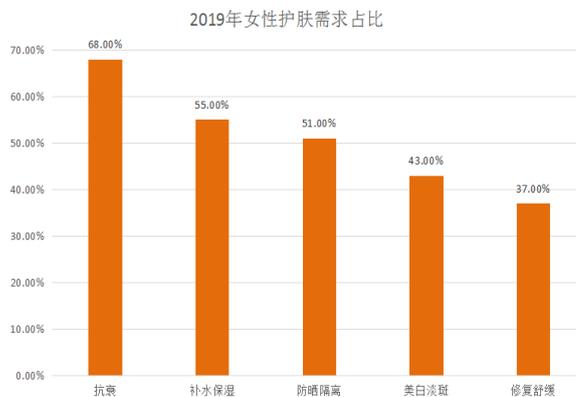
化妆品核心人群与低线城市消费的持续扩容升级成为国内化妆品市场快速增长的核心驱动力之一。美妆的日常使用习惯在颜值派的 90-00 后年轻人中较早的普及，使得化妆品显现出越来越明显的必需消费品的属性，行业基础消费群体不断累计扩大，未来市场消费重心也会随着这部分核心客群的升级而进一步上移。经历品牌与社媒普及，越来越多的低线消费者经历美妆使用“0”到“1”的过程，本土品牌满足平价需求，海外高端品牌更受益于低线城市核心客群的美妆消费升级需求。

图 29：2017 与 2019 年亚洲护肤品市场精华渗透率对比



数据来源：凯度、东方证券研究所

图 30：2019 年女性护肤需求占比



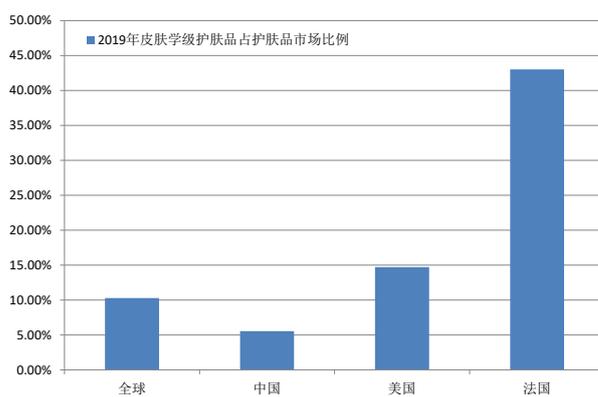
数据来源：360 化妆品网、东方证券研究所

功能性护肤和彩妆是行业最亮眼的细分赛道，同时呈现出不同特征和投资机会。（1）护肤品市场在近几年快速增长的同时呈现出典型的结构分化，高端护肤品引领行业增长，功能性护肤品与成分党应运而生，从品类渗透率来看，2019 年国内皮肤学级护肤品占护肤品市场比例仅为 5.5%，大大低于全球 10.3%的水平，也远低于成熟的美国和法国市场 14.7%与 43%占比，潜在的发展空间仍然很大。在功能性护肤领域，本土企业立足差异化定位、借助“医研结合+电商红利+明星系列打

造”，市场话语权不断加强，部分实现了对海外品牌的弯道超车，越来越多的成功案例也吸引了传统的国内美妆集团通过多品牌布局等方式切入功能性护肤市场。

**图 31：2014-2019 年国内皮肤学级护肤品市场容量与增速**


数据来源：前瞻产业、东方证券研究所

**图 32：2019 年主要市场皮肤学级护肤品占护肤品市场比较**


数据来源：前瞻产业、东方证券研究所

(2) 彩妆短期虽然受到疫情影响，但不改低基数之下，渗透率持续提升带来的高增长趋势。对比进入成熟市场的美国化妆品行业结构来看，相较于中国市场护肤品类一枝独秀的占比（2019 年护肤品占化妆品市场 51.16% 的份额，彩妆占 11.55%），美国化妆品市场护肤品与彩妆平分秋色，分别占 20.2% 与 18.5%。行业目标客群的低龄化与多元化（渗透率提升）与消费场景的增加依然是驱动国内彩妆市场进一步提升的主要驱动力，从品类发展来看，彩妆的相对低进入壁垒和低基数也为本土品牌提供了良好的成长土壤。

**电商是化妆品行业增长的最大风口。**疫情驱动下，海外中高端品牌与本土品牌纷纷加码电商投入。其中，本土品牌逐步形成了一套线上打造爆款的方法论，通过目标客群的画像、行业数据、消费者反馈等各种要素形成新品的特点与可量化的卖点，通过流量明星代言、KOL 与 KOC 组合的精准投放、电商直播、短视频等多种形式与社交媒体平台来迅速扩大产品的营销声量，构建产品口碑与话题度，通过先电商后线下实现产品销量的逐步放大，可量化的投放 ROI 为下一波产品的营销提供数据测算支持。海外品牌主要依托主流渠道与社媒的新品与营销投放，叠加价格方面的弹性不断释放线上的增长空间。

从所处的成长阶段以及细分品类的渗透率来看，化妆品行业是国内为数不多的在未来 3-5 年仍将处于确定性的中高速增长的可选消费赛道之一。从竞争格局来看，本土龙头品牌公司在大众美妆市场通过不断开发更符合本土消费者偏好的产品、主打年轻消费者的营销方式和电商渠道的“方法论”已经获得了越来越多青睐国货的消费者的信任票，与国际品牌的竞争中逐渐树立并巩固特有的优势，同时不少本土品牌也在通过投资并购、代理合资等各种方式尝试向中高端市场延伸。国内化妆品市场的高景气度与本土品牌的百花齐放造就了资本市场对化妆品赛道的青睐。随着行业新趋势和新变化的演进，更多本土化妆品产业链相关企业的上市也将为二级市场创造更多的投资机会，同时进一步提升本土品牌的话语权与市场地位。

## 关注标的

## 1、高成长高溢价公司

### (1) 运动休闲

#### 安踏体育

安踏集团发布 20H1 盈利惊喜公告，预计公司收入同比增长 50%+ (vs19 年 48.6%+)，营业利润同比增长 55%+ (vs19 年 31.2%+)，净利润同比增长 110%+ (vs19 年 49.9%+)，若扣除 Amer 亏损影响净利润同比增长 65%+ (vs19 年 31.9%+)。

新疆棉等多重因素促进收入高增，Amer 减亏明显。20H1 收入同比增长 50%，主要原因为：1) 新疆棉事件持续发酵，国内品牌受益国潮景气度高；2) 安踏主品牌 DTC 转型带来收入增厚；3) 官宣王一博新代言人对年轻群体拉动明显；2) FILA、迪桑特、可隆等品牌的持续高增。上半年 Amer 亏损 4.4 亿，相比 2020 年上半年 7.19 亿大幅减亏，随着欧美疫苗接种率的上升+冬季销售旺季，预计下半年将贡献正利润 (20H2 盈利 1.2 亿)。

折扣率大幅改善，上调安踏主品牌全年流水指引。安踏品牌折扣率已回到历史最好水平，接近 8 折，FILA 也已回到疫情前健康水平。公司上调安踏主品牌全年流水指引至 20%+ (原 15-20%)，FILA 流水指引暂时维持 30%+ 不变。此外，公司将在 7 月初发布安踏品牌重塑计划，配合 DTC 变革对商品流转、物流管理、渠道结构等方面的提升，我们预计安踏主品牌将迈向增长新台阶。

坚定看好集团多品牌战略的中长期发展。我们看好安踏主品牌 DTC 变革后对整体运营效率的提升，同时对品牌重塑计划充满期待；FILA 品牌也有望在 Q3 巩固增长势头，不排除全年流水超预期的可能；其他品牌如迪桑特、可隆、以及 Amer 旗下始祖鸟等品牌在中国区仍然保持较好增长趋势。

我们维持对公司 2021-2023 年每股收益分别为 2.98 元、3.85 元和 4.78 元的预测，维持公司“买入”评级。

#### 李宁

李宁发布 21H1 盈利惊喜，预计上半年收入增长超过 60%，净利润增长超过 163% (对应 18 亿元)，大超市场预期。

新疆棉事件+肖战代言+产品力持续提升等因素催化，推动上半年收入远超行业增速。21 年 3 月的新疆棉事件激发了消费者的爱国主义热潮，作为国潮领军品牌的李宁迎来了历史性的发展机遇，21Q1 李宁的零售流水增长高达 80%-90% 高段，4-6 月国潮势能延续，根据淘数据，耐克阿迪等国际品牌在 4-5 月实现负增长，李宁等国内品牌大幅承接流失客群；明星代言方面，4 月肖战代言推动李宁客群进一步年轻化和销售高增长；产品力方面，李宁的专业运动线 (䨻和弜两大科技平台支撑) 和时尚运动线 (中国李宁等) 均持续领跑国内品牌，近年来在消费者心中的认可度不断提升。

上半年净利率提升至 18%，创出历史新高。除了收入增长外，我们认为，净利率超预期的核心原因在于经营效率的大幅改善，推测如下：1) 折扣回收幅度好于预期，推动直营渠道毛利率回升；2) 线下直营门店受益于经营杠杆，费用率大幅下滑；3) 高利润率的电商和中国李宁产品占比提升；4) 管理层对于供应链整合、零售效率提升等方面做出的持续努力。

耐克的最新财报表现也大超市场预期，佐证全球运动赛道经历疫情后快速回复，目前整体处于较高景气度。截至 5 月 31 日，FY21Q4 收入同比增长 96% 至 123.4 亿美元，净利润达 15.1 亿美元，

实现扭亏。其中大中华区增速为 17%，受制于新疆棉事件增速明显低于其他区域，但从流水表现来看，6 月零售表现已同比持平，相比于 4 月和 5 月实现大幅改善。

我们维持对公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.44、1.74 和 2.14 元的预测，维持公司“买入”评级。

### 申洲国际

近期东南亚疫情的持续发酵，引发了市场对申洲海外生产基地的担忧。从公司最新跟踪看，越南工厂目前运营正常、柬埔寨工厂经历 4 月短暂停工后已恢复至 85%+。从股价表现来看，5 月涨幅超过 17%，并创出历史新高。我们认为，公司作为第一运动服饰代工龙头具备超越行业的产能稳定性和稀缺性，目前疫情的走向并未对公司未来发展和长期优势造成实质性影响。

越南地区工厂仍然正常运营。4 月越南北部地区疫情加重，导致鸿海集团、立讯精密等工厂停产，但包括申洲等大部分服饰代工厂位于越南南部，因此影响有限。5 月 31 日，胡志明市发布社交隔离限制，但并未涉及附近工厂。越南目前虽然还没有明确的疫苗接种计划，但是公司在每个工厂都有良好的检测和管理措施。鉴于越南的体制优势和公司在行业内领先的防控力度，我们对未来疫情影响保持谨慎乐观。

柬埔寨地区工厂在 4 月短暂停工后，已恢复至 85%+。自 4 月 15 日起 14 天内，为配合政府在金边地区封锁政策，公司柬埔寨地区生产基地暂停运营，若剔除新年和周末影响，实际影响少于 9 天，中国和越南产区的支援调度将弥补柬埔寨产区产能缺口（2020 年柬埔寨产能占比约 16%），我们预计对全年影响较小。此外，申洲的柬埔寨员工疫苗接种率已高达 95%。

之前市场传闻的公司配售计划已被明确辟谣，公司创始人和管理团队全力投身于公司发展，体现出对公司的长期信心。公司未来将加强科技属性，加大对新材料研发，数字化赋能、供应链效率和自动化提升等方面的投入力度，进一步提升其在全球产业链上的核心竞争力。尽管近期扰动因素较多（例如新疆棉、海外疫情、人民币升值等），我们依旧坚定看好公司中长期发展。

我们维持对公司 2021-2023 年每股收益分别为 4.31 元、5.08 元和 5.93 元的预测，维持公司“买入”评级。

### 太平鸟

品牌年轻化调整逐步完成，20 年女装发力，21 年男装有望提供新惊喜，童装未来也有较大潜力。15 年以来公司一直在打造定位中国时尚青年的品牌内核，PB 男女装先后开始新一轮年轻化转型，PB 女装已基本完成了向 95-00 后目标客群的迭代，19Q4 增速反转向后；PB 男装经过 3 年左右风格调整，从 20 年下半年开始企稳向上；童装 Mini Peace 重新聚焦更擅长的时尚童装赛道，契合国内童装个性化、时尚化的趋势，预计也将回到增长轨道。

从快反到全面数字化，未来经营效率将不断提升。17 年开始公司率先在男装推行 TOC，后延伸至女装并取得良好效果。我们认为，在线上动销加快、捕捉畅销款能力得到验证的基础上，未来公司线上反哺线下将推动存货周转持续加快，并将拉动线下同店店效。21 年公司将通过转债发行全面投入数字化转型，通过与目标客群的有效连接，进一步提升盈利能力和质量。

渠道布局进一步优化，带来更多的盈利增量。19 年开始、并在 20 年进一步加快的以“渠道优化、提升盈利能力”为主的变革正在产生深远的影响。公司渠道加快向盈利更强的加盟和战略优势更明显的线上拓展；同时强化对盈利水平较弱的直营门店拓展约束，更加侧重单店效益。2020 年疫情之下公司收入逆势增长，扣非盈利增速高达 59%左右。

展望未来 2-3 年，我们认为公司仍然处于提质增效的改革红利释放期。在销售收入稳步增加的趋势下，盈利有望呈现更高的弹性。同时考虑到公司相对同行业更优的公司治理和受益后疫情时代行业进一步头部化的趋势，未来不排除业绩超预期的可能。

我们维持对公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.99 元、2.51 元和 3.13 元的预测，维持公司“买入”评级。

## 大美容

### 珀莱雅

主品牌爆款的打造与电商渠道的快速增长，叠加新品类、新品牌的增量贡献，是公司之前保持业绩继续快速增长的核心基础。18 年以来珀莱雅在新产品开发、品牌营销方面加速向年轻化靠拢，新品迎合成分党与彩妆需求，营销上紧抓流量红利（KOL、流量明星、直播、短视频等），逐步形成了一套线上爆款的打法，今年公司持续推出红宝石精华、双抗精华、小夜灯眼霜等新品并取得较好效果，逐步在年轻消费者与低线市场中提升自身的品牌形象与竞争优势，为后续核心产品系列的打造奠定基础。

2020 年开始公司产品驱动升级成效显著，大单品策略提升品牌形象，也带动了客单价和毛利率的增加。孵化品牌方面，彩妆品牌彩棠 20 年实现收入 1.21 亿，今年将陆续有新品推出；CORRECTORS 科瑞肤定位高端功能性护肤，对标修丽可，今年 2 月上线天猫旗舰店，有望成为公司中期的潜在增长点。

上市以来公司充分享受了美妆行业增长与电商红利，灵活的运营机制与激励方式保障了公司人才梯度建设和长期健康的可持续发展。19 年至今公司多品牌矩阵和大单品运营日益娴熟，为更长期的规模增长打开空间。

我们维持对公司 2021-2023 年每股收益为 2.97 元、3.70 元与 4.58 元的预测，维持公司“买入”评级。

### 华熙生物

公司深耕透明质酸产业链领域 20 多年，业务以透明质酸微生物发酵生产技术为核心，其透明质酸产业化规模位居国际前列，目前已经建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品的全产业链业务体系，服务于全球医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。2021 年一季度公司收入和归母净利润分别同比增长 111.12%与 41.05%，对比 19 年一季度分别增长 118.5%与 42.14%。

作为行业龙头，华熙围绕玻尿酸等核心原料的板块布局不断完善，其中核心业务功能性护肤品继续保持快速增长，润百颜、夸迪等核心品牌通过精准营销、差异化竞争，发力线上打造爆款；作为全球第一的透明质酸原料供应商，公司上游原料业务保持稳健发展；医美板块从今年开始聚焦强化中

润致品牌的打造，不断提升消费者口碑，填充类玻尿酸产品销额在国内玻尿酸企业中排第三；功能性食品是 2021 年公司重点发力方向，1 月和 3 月分别推出玻尿酸食品品牌“黑零”与玻尿酸饮用水品牌“水肌泉”，预计后续将有更多玻尿酸食品推出，不断完善功能性食品业务的产品矩阵与增长点。

### 爱美客

公司是深耕玻尿酸市场的国内医美行业龙头，已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，2021 年一季度公司收入和归母净利润分别同比增长 227.52%与 296.5%，伴随终端需求高增长，公司差异化产品布局的优势逐渐体现，短期嗨体支撑快速增长，中长期肉毒素、利拉鲁肽等产品落地将支持公司更长线的发展。

2021 年上半年公司围绕国际化、产品等方面布局不断：（1）启动 H 股发行筹备，为公司未来全球化、国际化的战略布局做铺垫。5 月公司股东大会审议通过《关于授权公司管理层启动公司发行境外上市外资股（H 股）并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作的议案》，授权有效期为董事会审议通过之日起 12 个月。（2）6 月公司公告拟出资 8.86 亿元收购韩国医美公司 HuonsBio25.4%股权，加强双方在肉毒素等方面的研发、销售协同。（3）6 月 24 日公司申请的“左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶”（童颜针）获得国家药监局批准上市，成为国内第二款获批上市的国产童颜针。

## 2、成熟领域的低估值高分红公司

### 波司登

波司登发布 FY2021 年报，公司实现营业收入 135.2 亿元，同比增长 10.9%，实现净利润 17.1 亿元，同比增长 42.1%，经营活动现金流净额为 31.5 亿元，同比增长 155.5%，略超市场预期。

羽绒服业务继续强势，OEM 和女装业务好于预期。分业务来看：1）羽绒服业务：FY21 实现收入 108.9 亿元，同比增长 14.5%，占比 81%，其中波司登主品牌实现收入 99.9 亿元，同比增长 18.9%，根据益普索数据，目前波司登品牌认知及第一提及率均处于中国服装行业领先地位；2）女装业务：FY21 实现收入 9.47 亿元，同比下滑 3.7%，占比 7%；3）OEM 业务：FY21 实现收入 15.36 亿元，同比下滑 4.7%，占比 11%；下半财年明显改善 4）多元化服装业务：FY21 实现收入 1.45 亿元，同比增长 72.7%，占比 1%。

主品牌升级重塑，毛利率再创新高。FY21 公司实现毛利率 58.6%，同比提升 3.6 pcts，主要由羽绒服业务拉动，其中波司登主品牌实现毛利率 66.2%，同比提升 2.8 pcts，我们认为原因主要如下：1）直营比例大幅提升（同比提升 16.5 pcts 至 75.6%）；2）疫情后集团加大对原材料成本的控制；3）波司登品牌势能提升，消费者更青睐购买高单价产品，以线上为例，FY21 件单价超过 1,800 元的销售收入占比达 31.8%，同比提升 4.3 pcts。

积极探索数字化运营模式。公司利用阿里数据中台技术，重点围绕零售、商品两个领域开展数字化探索工作，主要包括：1）建立会员标签体系；2）重构线下门店商品自动补货体系；3）尝试精准

营销。新零售方面，FY21 实现新增企业微信好友超 930 万人，微信公众号粉丝累计超 670 万人，波司登品牌天猫平台拥有注册会员超 476 万人，同比增长 160%。

我们维持对公司 FY22-24 年每股收益为 0.20、0.25 和 0.31 元的预测，维持公司“买入”评级。

### 地素时尚

公司是国内知名的中高端女装企业之一，旗下拥有三大核心女装品牌，DAZZLE、DIAMOND DAZZLE 和 d'zzit，定位于 19-45 岁这一服装消费能力最强的女性消费群体，从中端、中高端到高端进行了全覆盖，形成了对女装市场多维度和多层次的渗透。

**相对于其他同行，地素在中高端女装行业中具备鲜明特点：**（1）设计能力强，产品特色与差异化明显。（2）自主培育多品牌道路初步得到验证，市场接受度高。（3）零售端管理能力逐渐增强，随着终端精细化管理的加强，公司单店销售提升的逻辑逐步兑现。（4）财务质地优良，ROE 领跑竞争对手，持续的高比例现金分红。优良的财务指标背后体现了公司坚持轻资产运营以及对库存和经营一贯的稳健思路。

公司 2020 年实现收入 25.64 亿元，同比增长 7.8%，实现净利润 6.3 亿元，同比增长 0.9%，2021 年一季度收入和净利润分别同比增长 61%和 60%，相比 19 年一季度同比分别增长 13%和 0%。各品牌持续复苏，Q4 恢复开店，主品牌 DA 疫情下展现韧性。

上市后首推管权激励计划，绑定核心员工实现共同发展。公司拟以 10 元/股价格授予 101 名核心骨干合计 510 万股股票，占公司总股本比例为 1.06%，业绩考核目标为：1）收入：2021-2023 相对 2020 年增长不低于 15%、35%和 62%（CAGR 17%）或 2）净利润（剔除激励费用）相对于 2020 年增长不低于 10%、22%和 40%（CAGR 12%），体现了公司对长远发展的信心。

我们维持对公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.52 元、1.75 元和 2.01 元的预测，维持公司“买入”评级。

### 森马服饰

童装板块：市场认可度高，细分赛道第一龙头的地位无可撼动。核心品牌巴拉巴拉先发优势明显，多品牌矩阵更充分享受行业与渠道红利。站在当下，我们认为公司童装板块的优势体现在：（1）全渠道布局，触达所有潜在的消费者。（2）供应链资源与采购规模奠定产品性价比优势。（3）核心团队专业稳定，培育体系完善。（4）以马卡乐、迷你巴拉为代表的多品牌孵化初见成效。

休闲装板块：调整到位，变革中迎来更好机会。我们认为森马休闲装业务在疫情考验下已经见底，2021 年期在低基数上有望迎来收入与盈利的较大反弹，中长期行业头部化和公司自我变革带来更大空间：（1）疫情加速了行业库存和渠道的调整出清。（2）品牌负责人落定，调整优化持续落地推进。（3）海外快时尚与国内中小品牌加快退出，竞争格局逐步改善。

公司治理不断优化完善。公司已经基本完成“家族持股+职业经理人负责具体经营”治理体系。18 年以来公司通过控股股东股份转让、员工持股计划、高管增持等多种形式不断强化职业经理人与公司股东利益的紧密一致，有利于公司的中长期发展。另外随着创始人家族更多行使控股股东角色，我们认为在后续经营保持稳定的趋势下，公司高比例的现金分红政策将得到延续

我们维持对公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.61 元、0.71 元和 0.82 元的预测，维持公司“买入”评级。

### 海澜之家

公司 2020 年实现收入 179.6 亿元，同比下滑 18.26%，实现净利润 17.8 亿元，同比下滑 44.4%。2021 年一季度公司收入和净利润分别同比增长 42.8%和 185.3%，相比 19 年一季度同比分别下滑 10%和 31%。

主品牌逐步复苏，新品牌快速成长。1) 主品牌：2020 年实现营业收入 137.7 亿，同比下滑 21%，毛利率同比下滑 4.4 pct 至 36%，21Q1 同比增长 45.5%，继续复苏（相比 19Q1 仍有所下降），新增品牌代言人周杰伦，进一步强化以 90 后为主体的年轻群体对品牌的认同感，产品上更加注重对功能性面料产品的研发。2) 圣凯诺：2020 年实现营业收入 20.7 亿，同比下滑 4.5%，毛利率同比增长 2.81 pct 至 52.7%，21Q1 同比增长 20.5%。3) 新品牌中 OVV 和优选突出，2020 年 OVV 收入增幅分别超过 65%和 71%。

公司未来将继续推进集团化战略，在主品牌稳健增长的机场上，通过积极完善旗下品牌矩阵，将各品牌打造为各自细分领域的头部品牌，计划 3-5 年内在新品牌线下零售终端、线上电商打造两个百亿。此外，我们也看到 2020 年公司在产品端、营销端等方面的积极变化，认为公司中长期发展值得期待。

我们维持对公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.68 元、0.78 元和 0.90 元的预测，维持公司“买入”评级。

**图 33：重点公司盈利预测及估值情况**

	股票代码	公司名称	评级	股价	每股收益				市盈率			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
家纺	002327	富安娜	增持	7.7	0.6	0.7	0.8	0.9	12	11	10	9
	002293	罗莱生活	增持	13.6	0.7	0.8	1.0	1.1	19	16	14	12
	603365	水星家纺	增持	14.6	1.0	1.3	1.4	1.7	14	12	10	9
化妆品	603605	珀莱雅	买入	199.9	2.4	3.0	3.7	4.6	84	67	54	44
	600315	上海家化	增持	62.0	0.6	0.7	1.0	1.4	98	86	60	44
	603983	丸美股份	增持	53.0	1.2	1.4	1.6	1.9	46	39	33	28
	300957	贝泰妮	增持	271.3	1.3	1.9	2.8	3.8	212	144	97	71
女装	603587	地素时尚	买入	24.6	1.3	1.5	1.8	2.0	19	16	14	12
	603877	太平鸟	买入	53.3	1.5	2.0	2.5	3.1	36	27	21	17
	603808	歌力思	增持	16.1	1.3	1.1	1.3	1.5	12	15	13	11
黄金珠宝	600612	老凤祥	买入	53.2	3.0	3.9	4.1	4.7	18	14	13	11
	002867	周大生	增持	20.0	1.4	1.8	2.1	2.5	14	11	9	8
休闲服饰	002563	森马服饰	买入	12.3	0.3	0.6	0.7	0.8	41	20	17	15
	600398	海澜之家	买入	7.7	0.4	0.7	0.8	0.9	19	11	10	9
	3998.HK	波司登	买入	4.8	0.2	0.2	0.3	0.3	30	24	19	16
运动服饰	2020.HK	安踏体育	买入	158.3	1.9	3.0	3.9	4.8	83	53	41	33
	2331.HK	李宁	买入	80.2	0.7	1.4	1.7	2.1	118	56	46	37
	6110.HK	滔搏	增持	10.8	0.4	0.4	0.5	0.6	29	29	23	19
	1368.HK	特步国际	增持	12.1	0.2	0.3	0.3	0.4	60	48	40	35
制造	2313.HK	申洲国际	买入	166.9	3.4	4.3	5.1	5.9	49	39	33	28
	002003	伟星股份	增持	6.3	0.5	0.5	0.5	0.6	12	14	12	11
	300979	华利集团	增持	114.0	1.6	2.2	2.7	3.2	71	53	42	35
其他	300888	稳健医疗	增持	125.2	8.9	4.6	5.7	6.9	14	27	22	18

数据来源：Wind、东方证券研究所（收盘价截止 6 月 29 日）

## 风险提示

- 1、疫情反复和宏观经济波动对可选消费终端的影响。
- 2、中美贸易摩擦不确定性对纺织服装出口的影响。我国纺织制造类企业大部分为出口型企业，贸易摩擦将直接影响产品出口销售。
- 3、棉价和汇率波动对出口制造公司经营的影响。棉花为纺织制造企业最大的成本来源，棉价的波动直接影响产品销售的利润率，汇率则对出口产品的收入有直接影响。
- 4、电商竞争格局演变和流量再分配等对龙头公司电商业务短期的可能影响。电商已经成为行业内品牌服饰类公司的重要销售渠道，线上竞争格局的变化对相关公司短期的业务增长可能会造成波动。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)