

# 品牌的四个阶段——“品牌力”究竟指什么， 投资中，要寻找怎样的消费品？

## ——消费品品牌理论深度研究框架（2）

本文作者：



**吴劲草**

东吴零售&教育  
首席证券分析师  
S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn



**阳靖**

东吴零售&教育  
研究助理  
yangjing@dwzq.com.cn

2021年8月25日

- **本篇报告围绕“品牌力是什么”而展开。**很多语境下，**品牌力实际指的是“定价、溢价、涨价能力”**，因为消费品品牌的定价很多时候不是成本加成的。对于产品的定价能力，反映了这个品牌的“品牌力”。
- 我们在2021年2月4日发布的本系列上篇报告《万元奢侈品包成本是多少？——深究“品牌溢价”的来源》中，研究了品牌影响力、品牌整体认知如何形成；本篇报告我们主要研究品牌力。我们认为，品牌是消费者认知的集合，每一个品牌动作（如销售、营销等），都能够通过长年累月的积淀，形成品牌影响力。而品牌力代表在文化、功能的堆叠下，在品牌影响力的基础之上，消费者愿意接受溢价的程度。
- **根据品牌定价能力从低到高，我们将品牌分成4个阶段：1.0“品牌即认知”，指品牌具备消费者认知背书，体现组织生产的能力，提高效率。2.0“品牌即优选”，指多品牌竞争下，消费者对其产生倾向性和文化认同，使得这些品牌拥有溢价。3.0“品牌即品类”，消费者提起某个品类就会联想到该品牌，品牌一定程度上和整个品类等同，品类里大部分自然流量倒流到这个品牌。4.0“品牌即身份”，品牌成为身份的象征，形成非常高且较稳定的溢价。**
- **我们认为消费品品牌增长有三大逻辑：1) 行业增长+渗透率提升，2) 品牌化程度+品牌集中度提升，3) 价格提升。**行业增长指的是消费人群增长或者人均消费增长，如医美行业（渗透率增长）；品牌化程度提升指行业原本较为分散，出现了品牌商整合资源，如连锁餐饮火锅等；品牌集中度提升指头部化和品牌市占率提升等；价格提升，指的是让消费者自愿自发地接受涨价，如茅台酒等。
- **与三大逻辑对应，我们要找的消费品公司——渗透率提升的，或集中度提升的，或价格持续提升的。**1) 渗透率提升：渗透率提升常常能带来市场规模的快速增长，但大部分传统消费品（衣食住行等）都已经度过了快速成长的阶段，渗透率的提升通常在新出现的消费品品类，如医美、电子烟等。2) 市占率提升：相对成熟品类主要看品牌化/品牌集中度提升和价格提升，包括品牌化程度提升（如火锅餐饮行业）；品牌市占率提升（如功能性服饰、功能性护肤品行业）。3) 价格提升：小部分消费品具备持续提升产品价格带的能力，如茅台、爱马仕等。
- **建议关注：三大逻辑兼具的功能性服饰行业：推荐安踏体育、波司登，建议关注李宁；功能性好赛道，市场规模+集中度不断提升的功能性护肤品行业：推荐贝泰妮、华熙生物；具备稀缺渗透率提升逻辑，行业规模处于快速增长期的医美行业：推荐爱美客、四环医药等。**
- **风险提示：疫情反弹，新产品不及预期，行业竞争加剧，获客成本上升，渠道变革，库存积压风险等。**



- 1. 品牌增长三逻辑：提渗透率、提市占率、提价格

---

- 2. 品牌经营目标：不仅是卖货，还有定价格带，这是两件不同的事

---

- 3. 品牌分级体系：1.0至4.0，提价能力逐级增强

---

- 4. 投资建议

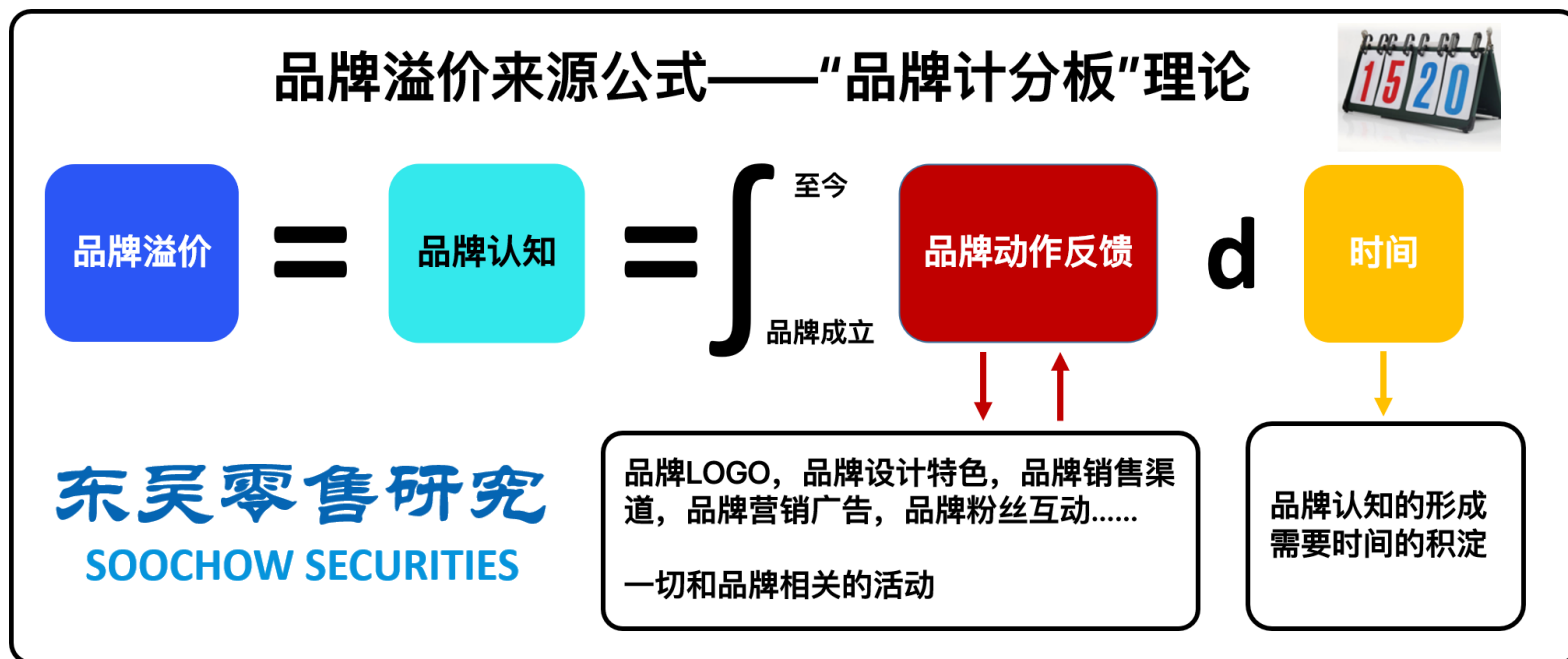
---

- 5. 风险提示

---

此前，我们在深度报告《万元奢侈品包成本是多少？——深究“品牌溢价”的来源》<sup>1</sup>中提出：

- **品牌本质上是一种信用契约**，“品牌核心竞争力”是长期认知的堆积，而不是“研发”、“设计”、“营销”等这些非常具体的东西。
- **品牌溢价来自“品牌认知”，“品牌认知”=品牌所有动作反馈在时间上的积分**。这个公式我们称为“品牌计分板”理论，有三层含义：①品牌不是由单个因素就能形成认知，而是一个综合认知影响；②品牌认知需要时间积淀产生；③要在对的时间做对的事，才能够得分，切忌刻舟求剑。



此前，我们在深度报告《万元奢侈品包成本是多少？——深究“品牌溢价”的来源》<sup>1</sup>中提出：

- **品牌**是消费者和商家间的一种**信用契约**
- **渠道**是消费者和商家间的一种**反馈机制**
- **产品**是商家对于消费者的一种**需求翻译**
- **信用契约的作用体现在：①赋予文化认同；②降低生产成本。**前者主要对应“悦己型”品牌，后者主要对应“省心型”品牌。不同类型品牌追求的进步方向是不同的，我们分析品牌是，要先去判断目标品牌是悦己型还是省心型。

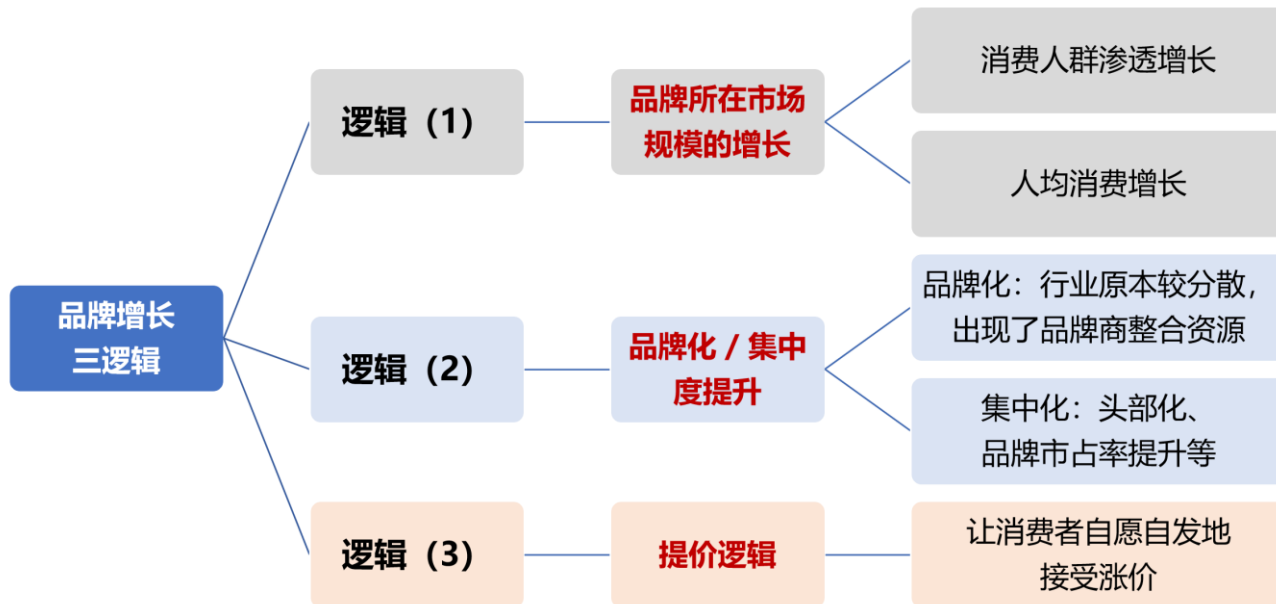


- 我们在此前的报告中，对“**品牌是什么**”、“**品牌影响力是什么**”行了探讨。本篇报告，我们将在此前报告的基础上继续完善我们的品牌研究体系，讨论“**品牌力是什么**”。
- 品牌的规模和市场反馈集合代表“**品牌影响力**”。本篇报告我们主要讨论“**品牌力**”。“**品牌力**”一般指的是品牌的“**定价能力、溢价能力、涨价能力**”，尤其是“**涨价能力**”。
- 我们认为，品牌经营的两大核心目标，是“**提升销量**”和“**提升价格带**”。但大多数品牌商对于这两件事情是分开来考虑的，如果在某些渠道以某些价格卖货会损害价格带，那么品牌商宁愿不卖。
- 本篇报告我们的主题是“**如何判断什么样的品牌具备更强的价值和潜力**”，“**品牌处于怎样的发展阶段**”，“**如何判断品牌的品牌力如何**”。

我们认为消费品品牌的发展，主要可以归结为三条逻辑：

- **1) 行业增长逻辑：**品牌所在行业的渗透率、人均消费等指标带动行业规模增长，品牌在行业增长的过程中保持其市场地位，从而实现增长。
- **2) 品牌集中度提升逻辑：**行业本身的规模没有明显增长，品牌的增速快于行业的增速。这可以是出现一个品牌，把原本分散的行业整合起来，使行业品牌化程度提升；也可以是头部品牌抢占市场份额，使行业的集中度提升。
- **3) 提价逻辑：**品牌拥有让消费者接受涨价的能力，在销售量不变的情况下通过单价提升实现增长。多数情况下体现为品牌产品线迭代、高端替代等。

图：品牌增长三逻辑：市场规模增长、品牌化/集中度提升、提价逻辑



## 我们要找的消费品公司：渗透率提升的，集中度提升的，价格持续提升的。

- ✓ **渗透率提升：**大部分传统消费品（衣食住行等）都已经度过了快速成长的阶段，渗透率的提升通常在新出现的消费品品类，如医美、电子烟等。

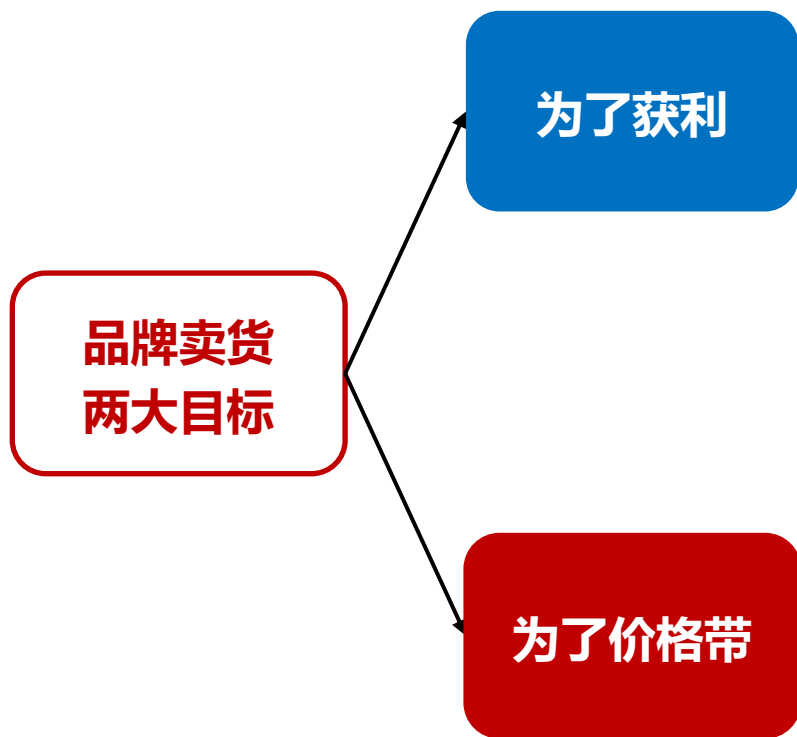
或：

- ✓ **市占率提升：**相对成熟品类主要看品牌化/品牌集中度提升和价格提升。1.品牌化程度提升（如火锅餐饮行业）；2.品牌市占率提升（如功能性服饰、功能性护肤品行业）。

或：

- ✓ **价格提升：**小部分消费品有持续提升产品价格带的能力，如茅台、爱马仕等。





- **盈利当然是很多品牌销售的终极目的。数量\*价格\*毛利率-销售管理费用（投放费用）=经营利润**
- 天猫，京东，拼多多，社区团购等平台，日常的销售通常最主要和最终极的目标，当然还是获利。但并不是所有销售的目的，都是获利。

- **但还有一种销售目的：“为了价格带”（品牌定位）的销售。天猫，京东，抖音等平台上的销售（包括线下体验店等）有时销售并不以获利为目的。**
- 如双十一/超头部主播带货等，这些销售本身可能并不盈利，卖的越多亏得越多，但商家还是会选择加大销售力度。因为塑造价格带可能比短期获利更重要，到达一定量以后，会让消费者认可“商品的原价是这个价格带”。

- ✓ 我们常常忽略会“卖价格带”这个目标，但这对于塑造品牌力非常关键。
- ✓ 有时“打几折出货”不是品牌商的目的，给销售种下“原价是多少”的印象才是目标
- ✓ 品牌到一定量以后，价格带的塑造，对品牌商来说，比单纯的起量更重要

- 我们认为，品牌的大多数营销、销售行为，核心目的都可以归结到“提升销量”或“提升售价”上。
- 我们提出一个“品牌分级体系”——从品牌 1.0 至品牌 4.0，内在逻辑是其“定价能力”的不断变高。



- **品牌 1.0** 属于“**省心型**”品牌，代表“**规模与认知**”起到组织生产、为消费者提供基础的质量保障等作用，代表基础质量和规模化。
- **品牌 2.0 - 4.0** 属于“**悦己型**”品牌，代表“**定价能力，溢价能力，涨价能力**”（在规模基础上）。溢价来源是“文化认同+功能性区隔”获得溢价。但溢价也要以规模为基础，不达到一定的规模，就谈不上有品牌。

## 品牌分级体系

### 省心型

代表“规模与认知”

品牌 1.0

品牌即认知，代表基础质量和规模化

品牌 2.0

品牌即优选，拥有溢价能力

### 悦己型

代表“定价能力、溢价能力、涨价能力”  
(在规模基础上)

品牌 3.0

品牌即品类，行业大部分自然流量导向该品牌

品牌 4.0

品牌即身份，拥有非常高的溢价

# 1. 品牌增长三逻辑：提渗透率、提市占率、提价格

## 品牌的成长有三大逻辑

- 1 行业增长+渗透率提升
- 2 品牌化程度提升+品牌集中度&市占率提升
- 3 价格提升

我们要找的消费品公司：渗透率提升的，集中度提升的，价格持续提升的。

✓ **渗透率提升**：大部分传统消费品（衣食住行等）都已经度过了快速成长的阶段，渗透率的提升通常在新出现的消费品品类，如医美、电子烟等。

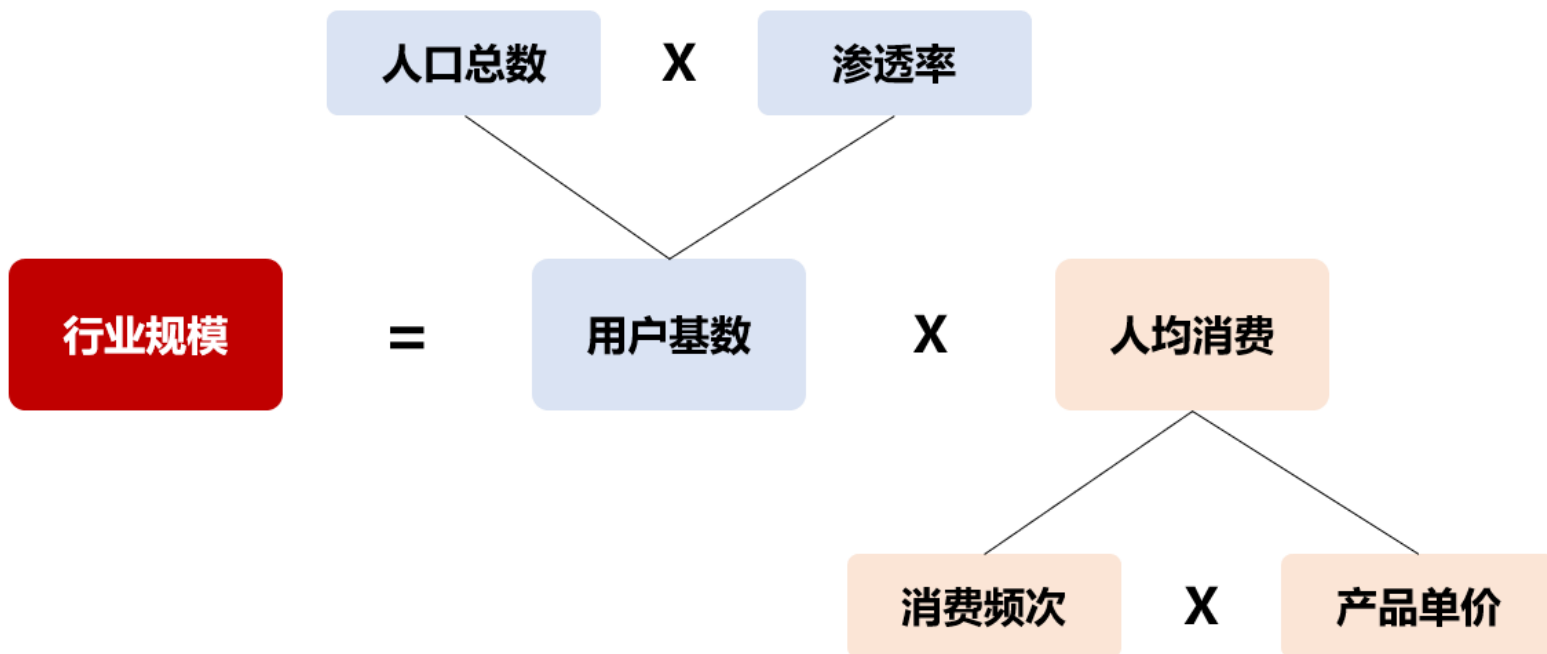
或：

✓ **市占率提升**：相对成熟品类主要看品牌化/品牌集中度提升和价格提升。1.品牌化程度提升（如火锅餐饮行业）；2.品牌市占率提升（如功能性服饰、功能性护肤品行业）。

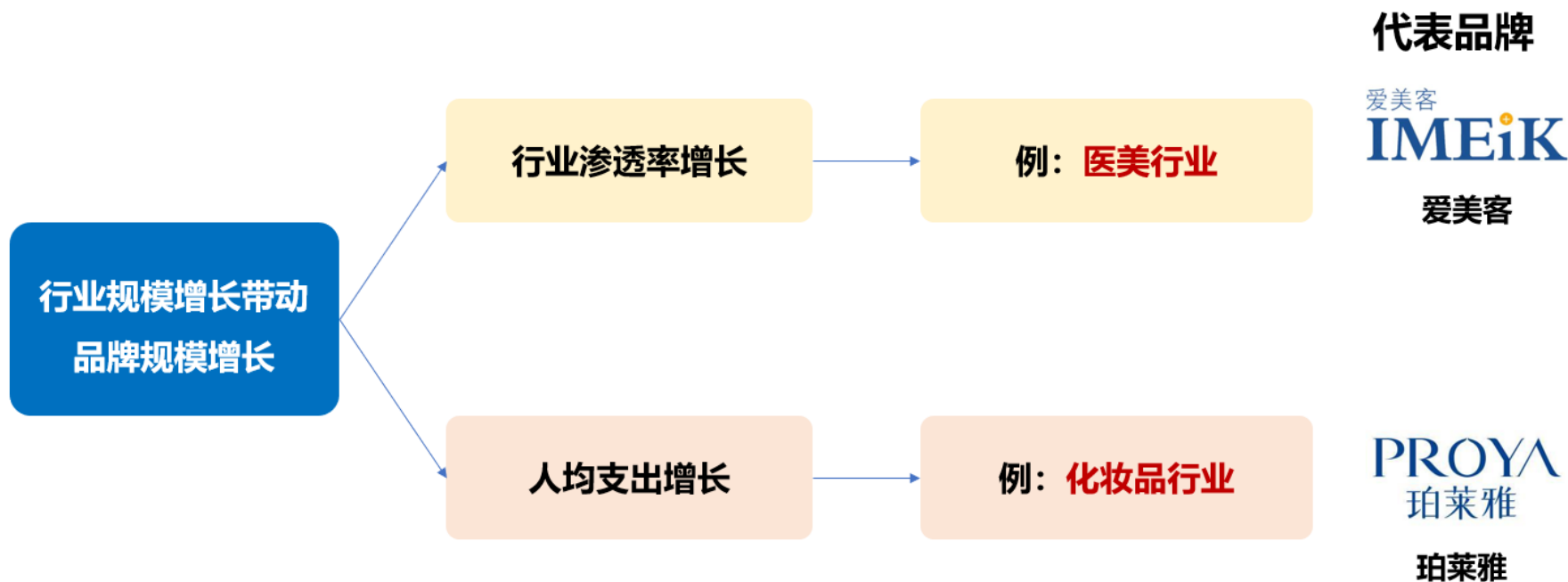
或：

✓ **价格提升**：小部分消费品有持续提升产品价格带的的能力，如茅台、爱马仕等。

- “品牌所处的行业规模增长”是一个非常常见的品牌增长逻辑。在行业规模增长的阶段，品牌只要能够保持其市场地位，就能够得到与行业增速相匹配的规模增速。行业规模增长可以拆分成：
  - **人群渗透率提升**：即消费人群占总人口的比例提升。现阶段大多数消费品市场已经进入成熟期，拥有渗透率提升逻辑的品类并不多。医美行业是一个典型的渗透率提升逻辑。
  - **人均消费量 / 消费频次的提升**：一个品类渗透率较高之后，常常通过用户消费频次的提升来继续获得增长。如餐饮行业，消费频次高的80、90后“新中产”人群逐渐成为消费主力军，这就是一个频次提升的增长逻辑。



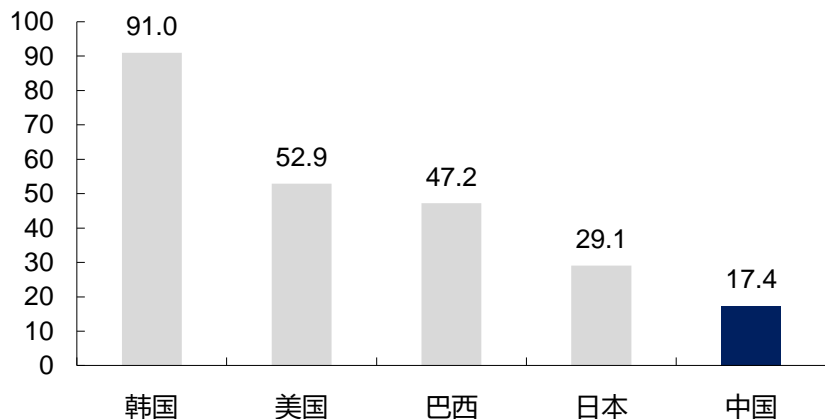
- 我们认为，国产化妆品龙头**珀莱雅**、医美龙头**爱美客**等品牌商，其业绩增长一定程度上受益于其所在市场的规模提升。
- 但二者的增长驱动有所不同。医美是渗透率驱动，而化妆品主要是由人均支出增长所驱动。



### 医美行业核心增长逻辑：用户人群渗透率提升

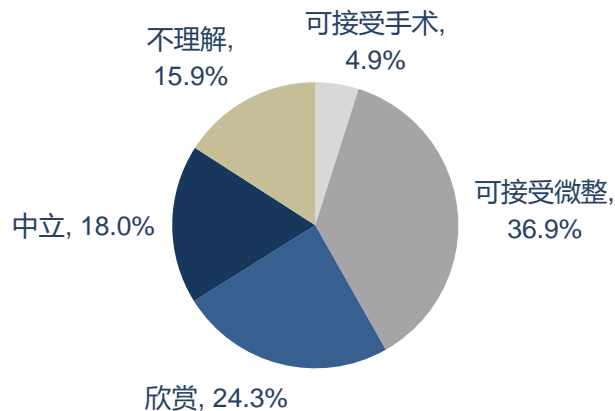
- ❑ **医美行业是“消费人群渗透率加深”的一个典例。**我们认为“人群渗透提升”逻辑下，行业规模更容易实现持续的高增长。但现阶段大多数消费品的渗透率已经趋于饱和，渗透提升逻辑存在一定的稀缺性。
- ❑ **对标海外，未来我国的医美渗透率仍然有较大提升空间，我们看好医美行业持续高增。**根据弗若斯特沙利文，2019年我国每千人医美次数仅为17.4，与韩国、美国、巴西、日本等主要国家相比，我国医美渗透率有较大提升空间。
- ❑ **渗透率提升的原因在于，大众对医美的接受度有所改善。**传统上我们认为“身体发肤受之父母”，对于医美的接受程度不高。而年轻一代对医美的接受程度有所提升，根据艾瑞咨询的调查，2018年有大约 2/3 的国内民众对医美的态度是“可接受”或者“欣赏”。另一方面，居民可支配收入的提升也是医美渗透率提升的一大原因。

图：2019年主要国家每千人医美次数



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图：2018年中国大众对医美的接受度调查



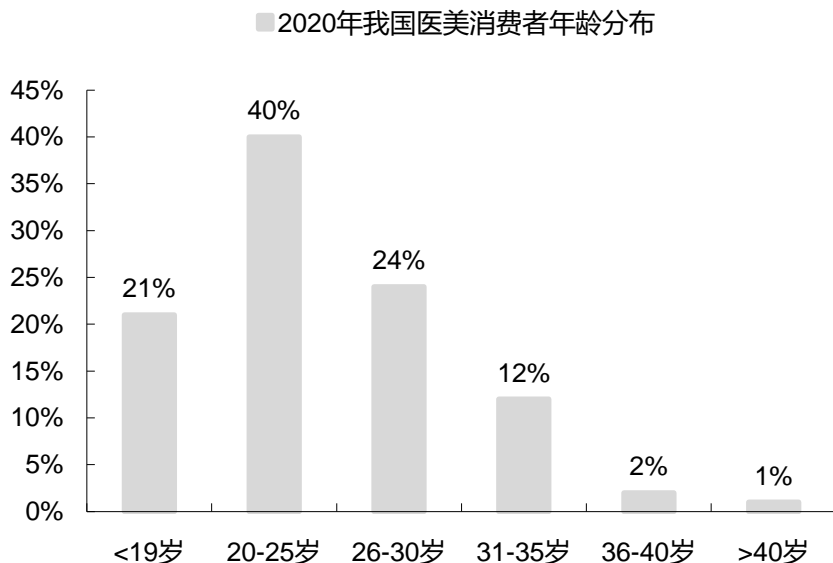
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所



### 医美行业核心增长逻辑：用户人群渗透率提升

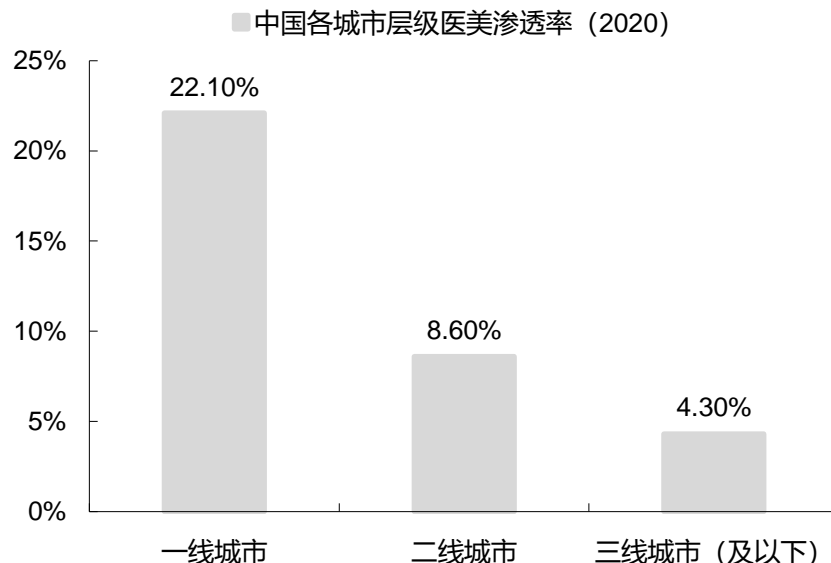
- 从医美行业的人群分布上看，未来低渗透群体渗透率有望加深，从而持续驱动医美行业规模的增长。
- 未来医美可向30岁以上人群渗透、向低线城市渗透，渗透率提升空间大。据弗若斯特沙利文，从城市分布看，2020年我国医美消费在一二线城市的渗透率相对更高，三线及以下城市的渗透率较低。从年龄分布看，2020年，30岁以下消费者占比超过80%；而医美消费可以伴随女性一生，未来医美群体扩充有望为行业注入长期驱动力。

图：2020年医美消费者人群分布



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图：2020年各城市层级医美渗透率

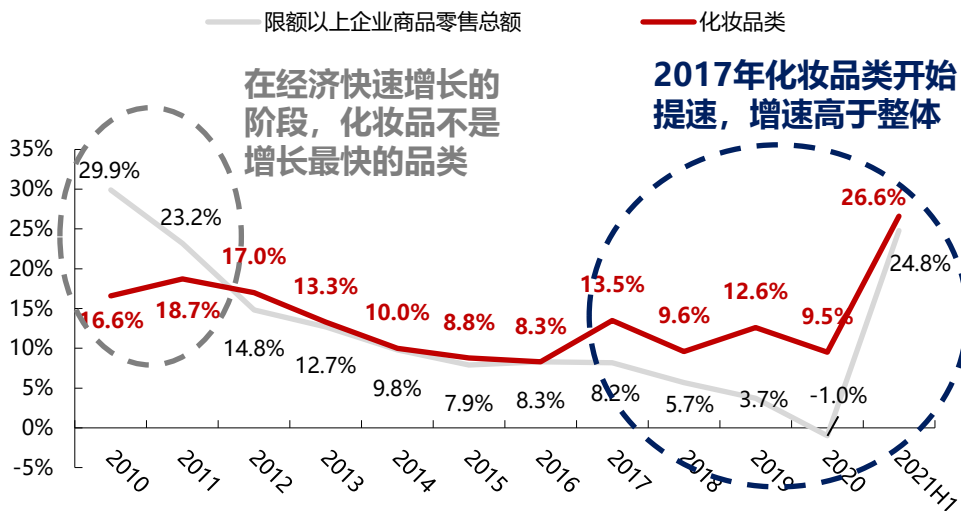


数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

## 化妆品：2017年后行业增长提速，主要由人均消费驱动

- ❑ **化妆品行业的市场规模增长提速，2017年之后行业增速快于整体。**对比限额以上企业零售总额与化妆品类零售总额的增速，2016年以前化妆品类的增速与整体相仿，但2017年化妆品开始加速增长，增速明显高于整体。在经济快速增长的阶段，化妆品不是增长最快的品类；而在经济增速放缓的时候，化妆品开始跑赢整体，所谓“口红效应”。
- ❑ **我们认为化妆品行业的高增长主要来自于人均消费的增长**，在消费频次、消费单价上均有所提升。频次方面，电商购物、社交平台种草、直播带货等新变革，使得“种草”无处不在，且下单更加方便，一定程度上提振化妆品的消费品频次。均价方面，国内中高端护肤品逐渐替代大众护肤品的趋势明显，使得人均单价有所提升。

图：2017-2021H1 我国化妆品增速快于整体



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图：线上种草、直播带货提振化妆品需求



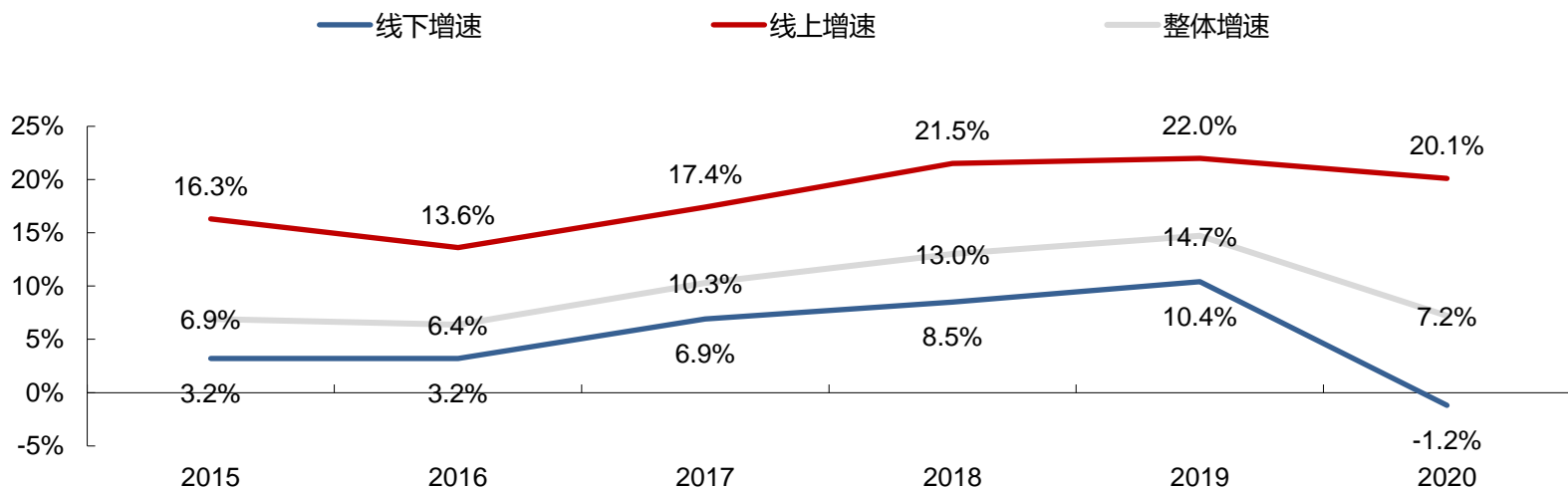
薇诺娜与李佳琦合作直播带货

数据来源：淘宝直播，东吴证券研究所

### 化妆品：2017年后行业增长提速，主要由人均消费驱动

- 2015年以来，我国化妆品线上渠道的增速明显快于线下渠道。Euromonitor数据显示，2017~2020年化妆品行业整体增速是很快的，2016~2020年CAGR为11.3%，而线上增速又明显快于线下。2018-2020年，我国化妆品线上渠道的市场规模均保持高于20%的同比增速。
- 高增长的化妆品线上渠道，有望诞生大量品牌崛起 / 品牌地位巩固的机会，这是国牌的发展机会。相比海外传统大品牌，国产化妆品品牌在对电商和互联网的熟悉程度、快速响应消费者需求等方面都有优势，这有利于它们藉由线上渠道实现高速增长。

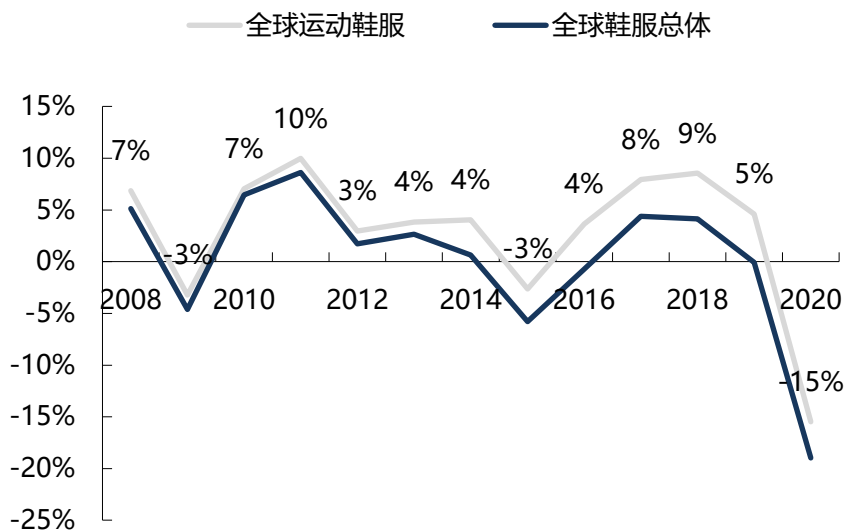
图：化妆品线上增速高于线下



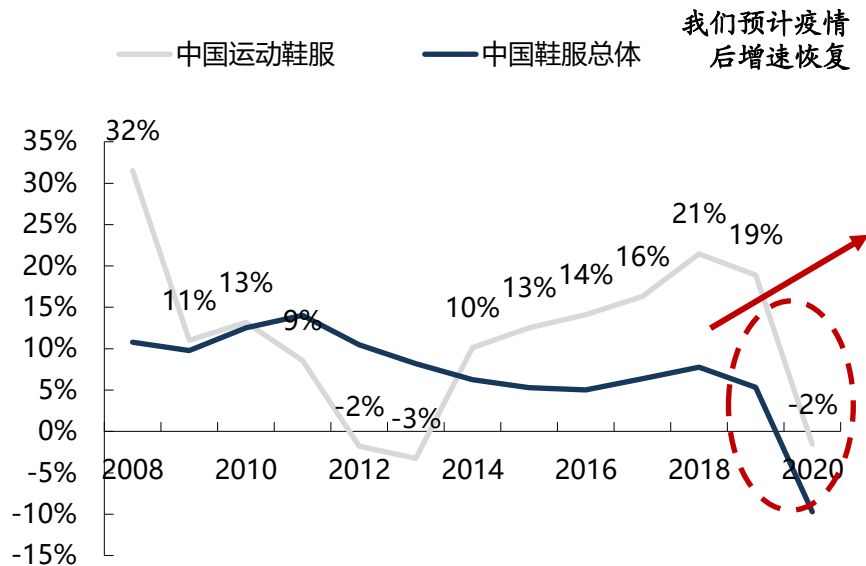
## 运动服饰：景气度高，具备行业规模提升逻辑

- ❑ 疫情之后纺织服装板块复苏趋势强劲。疫情结束后纺服行业经历了一轮消费反弹，行业景气度持续高涨。
- ❑ 运动鞋服赛道的增长优于鞋服总体：2008~2020年，全球运动鞋服增速优于全球鞋服总体增速，中国运动鞋服赛道经历了2011-2013年的低谷期后，增速回升且远超鞋服总体增速，运动鞋服赛道景气度高。
- ❑ 中国运动鞋服赛道的增速优于全球整体：2014-2019年，中国运动鞋服行业增速年均超过10%，远超全球增速。

图：2008-2020年全球鞋服及运动鞋服市场规模增速



图：2008-2020年中国鞋服及运动鞋服市场规模增速



### 品牌增长三逻辑

1

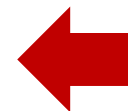
行业增长+渗透率提升

2

品牌化程度提升+品牌集中度&市占率提升

3

价格提升

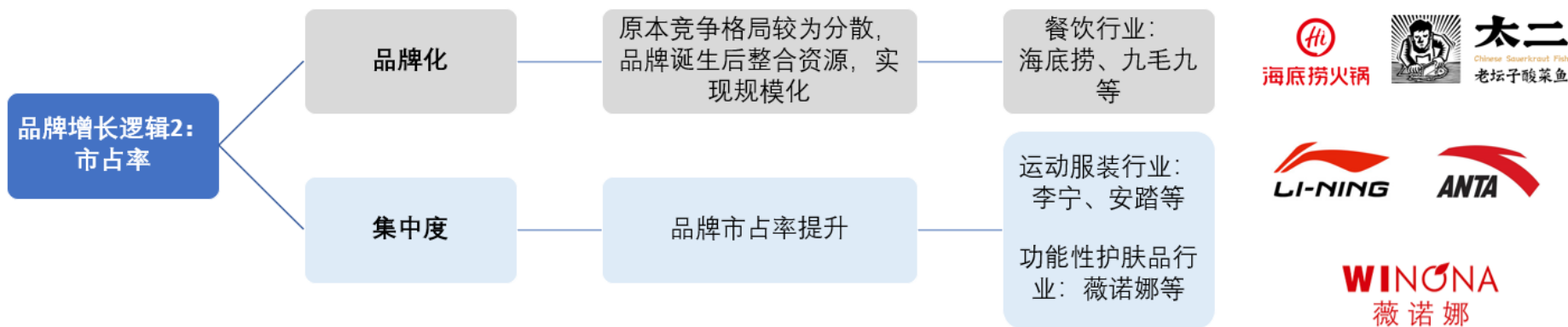


### 品牌化程度、品牌集中度提升逻辑，包含两个部分：

- **1.品牌化程度提升逻辑：**即原本分散/非品牌化的行业逐渐品牌化 / 集中化的过程，如火锅餐饮行业；
- **2.品牌市占率提升的逻辑：**部分品牌的市占率持续提升，整个品类的集中度提升，如运动服饰中的李宁、安踏等品牌。

- 我们认为品牌增长另一个主要逻辑是品牌化、集中度提升。拥有这条增长逻辑的品牌商，其规模增速通常快于行业整体。
- “品牌化”：如**餐饮行业**的海底捞、九毛九等。这类行业竞争格局整体上较为分散，成规模的企业较少。行业内的龙头品牌商通过资源整合，在生产、销售等各个环节实现规模化经营，降本提效，因此获得高增长。
- “集中度”：如**运动服饰行业**的李宁、安踏，**功能性护肤品行业**的薇诺娜等。这些品牌一方面受益于行业层面的龙头集中度提升，另一方面品牌在行业内的市占率排名也有上升趋势。

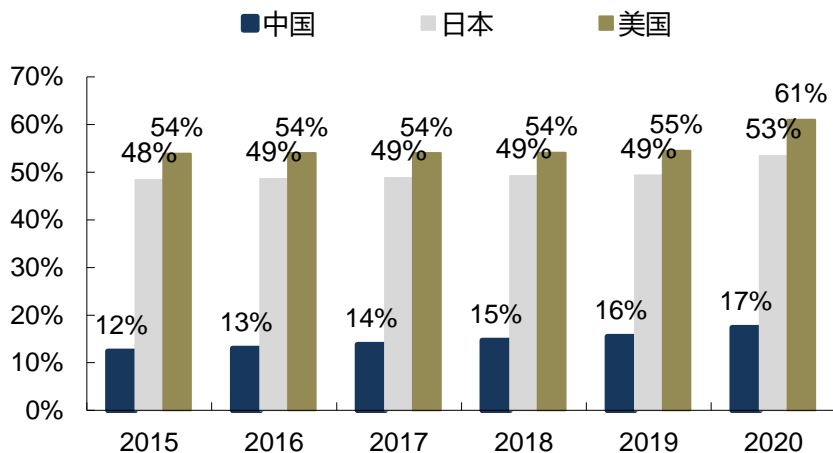
图：品牌增长的第二重逻辑是品牌市占率的提升



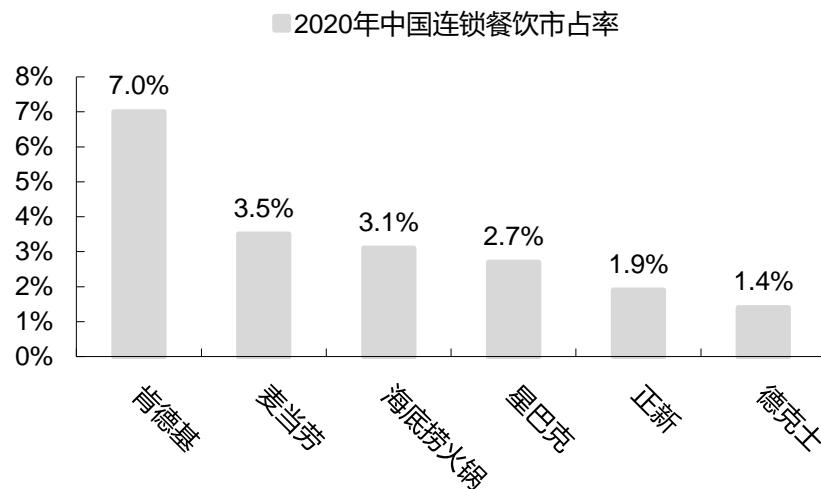
### 品牌化程度提升——连锁餐饮

- ❑ **以餐饮行业为例：连锁化率可以理解为“品牌化率”，我国餐饮连锁化率持续提升。**2015年至2020年，我国餐饮连锁化率从12%提升至17%。
- ❑ **对标海外，我国餐饮连锁化率仍有提升空间。**美国、日本的连锁化率都在48%以上。连锁餐饮拥有规模化、标准化等优势，在管理、食安、成本方面都有一定的优势，是未来的发展趋势。
- ❑ **而国内头部连锁餐厅的市占率也不高。**2020年，除了KFC之外，其余品牌的市占率均不足5%，且大多数是西餐、小吃等具备标准化属性的餐饮品类的连锁餐厅。TOP 5 中，仅海底捞一家中餐正餐餐厅。
- ❑ **海底捞的崛起，代表着“品牌化”的提升。**传统中餐的非标准性给品牌化（连锁化）带来了一定困难。火锅作为一个标准化程度较高的细分赛道，率先抛出全国化的餐饮品牌。

图：我国餐饮连锁化率与海外部分国家有较大差距



图：我国连锁餐饮市场中的头部企业，市占率也不高





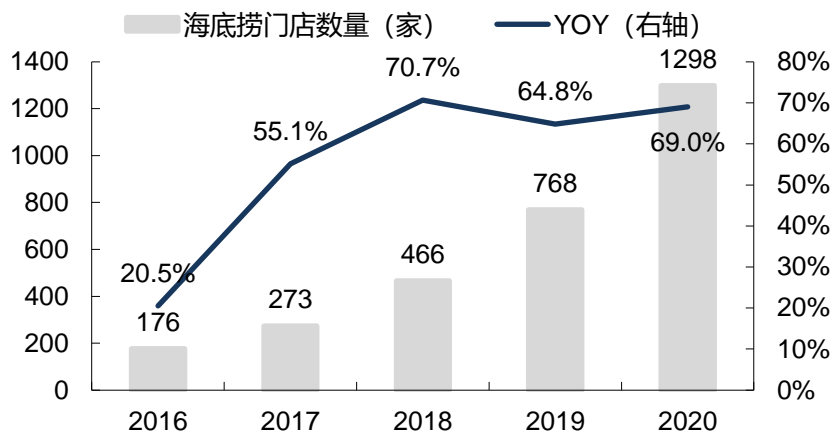
### 品牌化程度提升——连锁餐饮

#### 餐饮的品牌化路径：

- ❑ ①家中自制火锅（没有产生餐饮消费需求）
- ❑ ②非连锁火锅餐厅（产生餐饮消费需求，餐饮行业规模提升但没有品牌化）
- ❑ ③连锁火锅企业诞生（开始实现品牌化、规模化）

海底捞2020年底，全球门店总量已经达1298家，具备较高的规模化水平。门店数量的提升是海底捞规模化程度的集中体现。

图：海底捞门店的不断扩张，体现其品牌规模化过程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：火锅行业的品牌化增长路径



**家中自制火锅**

(不产生餐饮消费需求)



**非连锁火锅**

(产生餐饮需求，但基本没有规模化)



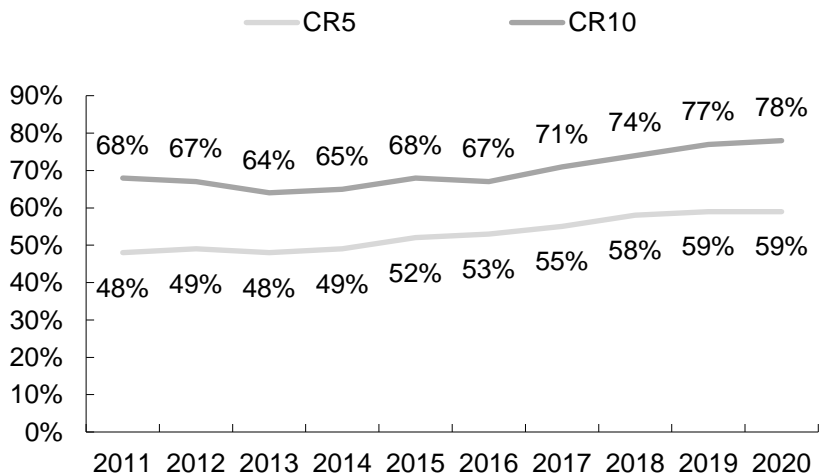
**连锁火锅品牌**

(形成品牌，实现规模化)

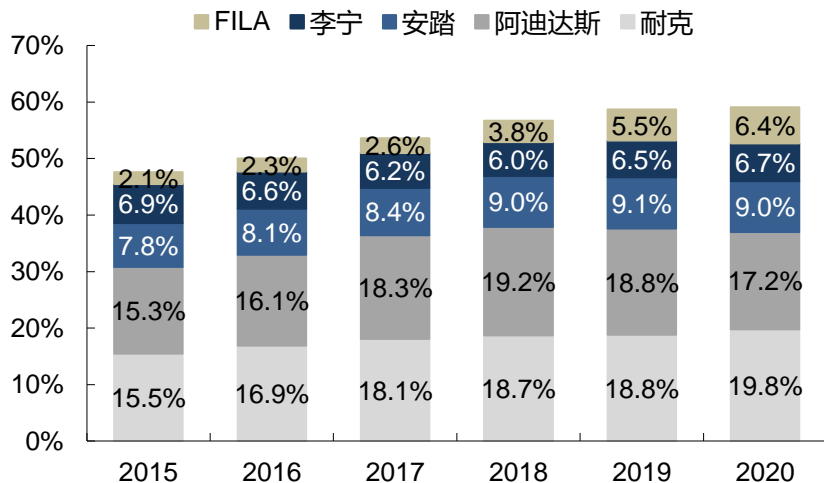
### 品牌集中度提升——功能性服装（李宁、安踏、波司登等），功能性护肤品（贝泰妮等）。服装方面：

- 以销售额计，我国运动服饰市场的CR5持续提升。2011~2020年，我国运动服装市场的CR5由48%提升至59%，头部化趋势显著。行业龙头企业在这轮头部化的过程中受益显著。
- 国产运动品牌市场地位有显著提升的趋势。
  - 其一，2021年上半年的“新疆棉”事件在一定程度上激发消费情怀，国货服装品牌迎来重要崛起契机，在随后不久的618大促中，FILA、李宁跻身阿里全网运动服装销售额 TOP 3，耐克&阿迪霸榜的现象不复存在。
  - 其二，我们一直认为国产品牌整体上在互联网运营方面相较国外品牌存在一定的优势，随着线上渠道的重要性与日俱增，这一优势在未来或持续放大。

图：以销售额计，我国运动鞋服市场集中度呈上升趋势



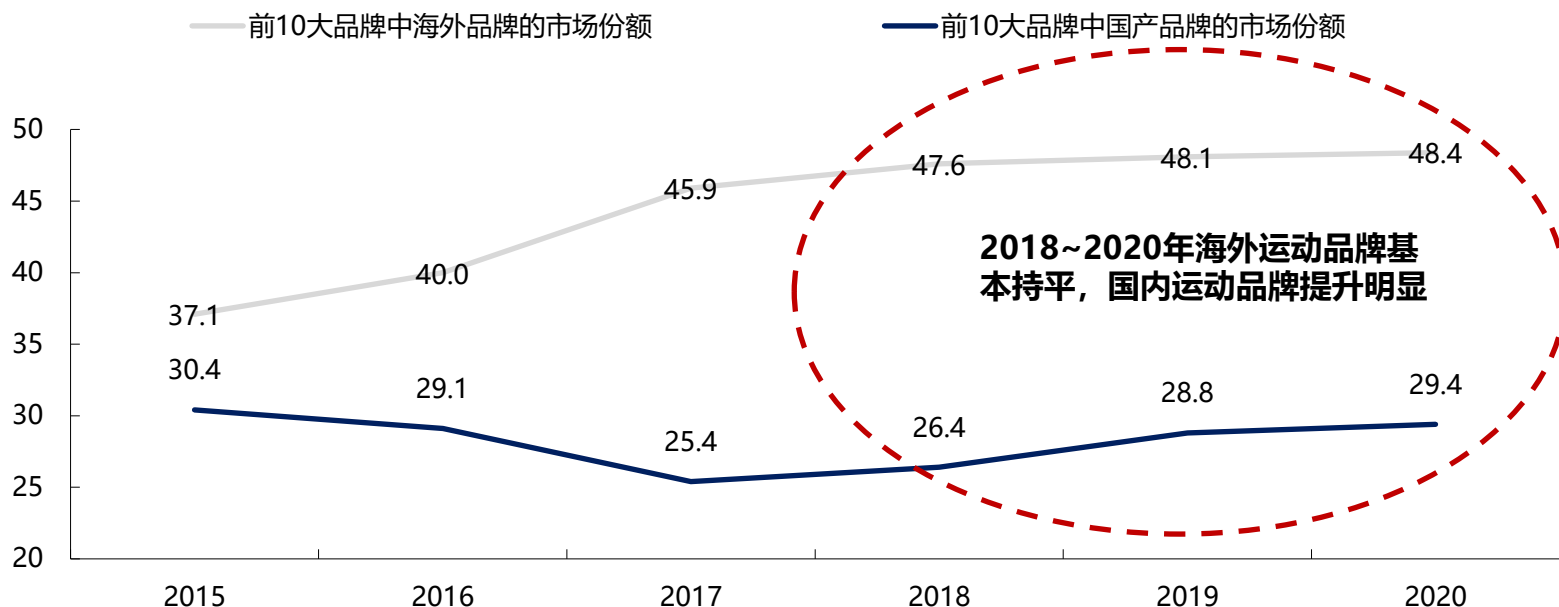
图：部分运动品牌中国市场占有率（以销售额计）



### 品牌集中度提升——运动服饰

- 2018~2020年，TOP10国内运动品牌市占率提升趋势明显，而TOP10海外品牌市占率基本持平。
- **经营角度**：2015-2017年，大部分国产运动品牌由于自身在过去几年扩张较为粗放，积累的一定库存问题，因此丢失市场份额。但从2017年开始，国产运动品牌经历了一轮洗牌后，陆续走出了之前的困境，开始全面反弹，市场份额不断提升。
- **文化自信**：文化自信是国潮崛起的底层原因之一，“国牌一点都不比国外大牌差，价格还更实惠”正在逐渐成为共识。2021年上半年的“新疆棉”事件，又进一步加速了这个进程。

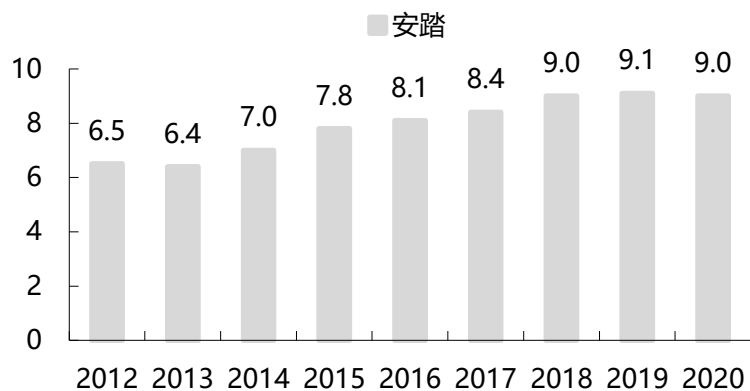
图：国内运动品牌前10大中国品牌份额自2017年触底后开始反弹（销售额%）



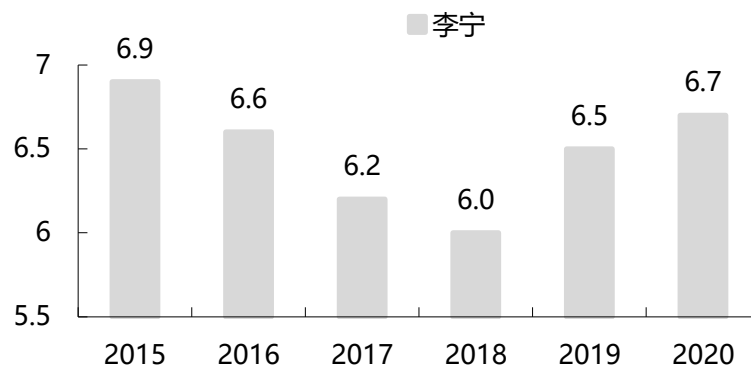
### 品牌集中度提升——运动服饰

- 安踏主品牌较快梳理好了库存问题，从2013年开始就逐步扩大市场领先地位，李宁从2018年开始触底反弹，FILA自2009年被安踏集团收购起便一直保持强劲的增长势头，特步自2017年触底后也开始企稳反弹。

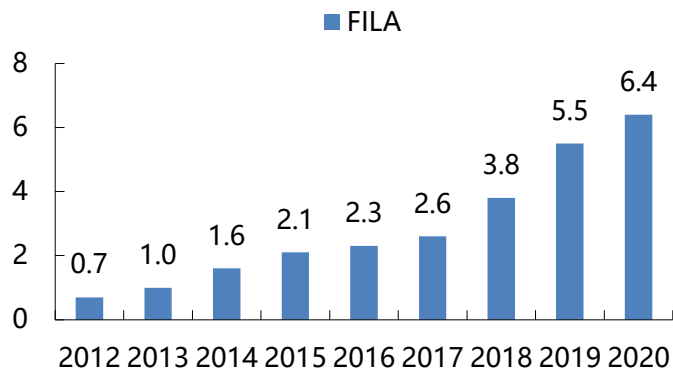
#### 安踏主品牌市场份额（销售额%）



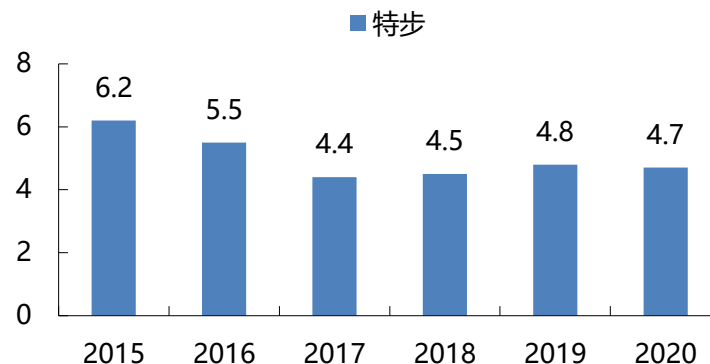
#### 李宁市场份额（销售额%）



#### FILA市场份额（销售额%）



#### 特步主品牌市场份额（销售额%）



### 品牌集中度提升——运动服饰

- 从阿里平台销售额排名来看，2020下半年国货品牌进一步崛起。而2021年的“新疆棉”事件加速了这个进程。
- 据淘数据，2020年11月至2021年7月，李宁、安踏等国产运动休闲服饰品牌在阿里全网的销售额排名呈上升趋势。
- 据淘数据，2021年618，李宁、FILA（安踏旗下）跻身运动服/休闲服装阿里全网销售额TOP 3，阿迪达斯掉出前3。

图：2020M10至2021M7 阿里全网运动/休闲服饰品牌销售额排名

排名	Oct-20	Nov-20	Dec-20	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21
1	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	李宁	李宁	李宁	FILA	李宁
2	耐克	耐克	FILA	FILA	耐克	阿迪达斯	安踏	安踏	耐克	安踏
3	李宁	李宁	耐克	耐克	李宁	耐克	FILA	FILA	李宁	FILA
4	安踏	FILA	李宁	李宁	FILA	FILA	阿迪达斯	耐克	阿迪达斯	耐克
5	彪马	安踏	彪马	彪马	安踏	安踏	耐克	阿迪达斯	安德玛	阿迪达斯
6	FILA	彪马	安德玛	安踏	彪马	彪马	安德玛	安德玛	安踏	鸿星尔克
7	安德玛	迪桑特	安踏	迪桑特	MLB	安德玛	露露乐檬	特步	迪桑特	安德玛
8	MLB	安德玛	迪桑特	特步	露露乐檬	露露乐檬	彪马	彪马	特步	迪卡侬

数据来源：淘数据，东吴证券研究所整理

图：2021年618大促期间（6月1-18日）运动服饰&运动鞋品牌阿里全网销售额排行

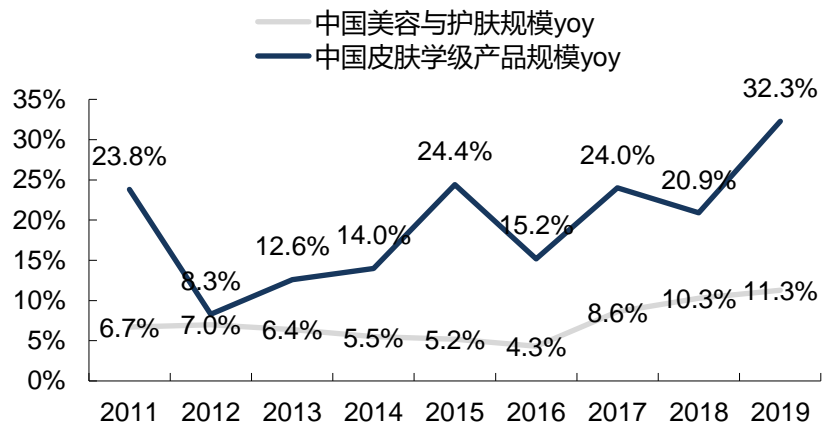
行业	排名	变动	品牌	6月1日-18日销售额（亿元）	行业	排名	变动	品牌	6月1日-18日销售额（亿元）
运动服/休闲服装	1	↑2	斐乐	2.48	运动鞋	1	0	耐克	6.66
	2	0	耐克	2.25		2	0	阿迪达斯	5.69
	3	↑1	李宁	1.92		3	0	安踏	4.17
	4	↓3	阿迪达斯	1.73		4	↑3	vans	3.59
	5	↑1	安德玛	1.50		5	↓1	李宁	3.25
	6	↓1	安踏	1.36		6	↑5	斐乐	2.55
	7	↑8	迪桑特	0.54		7	↑2	new balance	1.90
	8	0	露露乐檬	0.46		8	↑6	sketchers	1.83
	9	↓2	puma	0.45		9	↓4	jordan	1.54
	10	↓1	特步	0.41		10	↓4	匡威	1.48

数据来源：淘数据，东吴证券研究所整理

### 品牌集中度提升——功能性护肤品赛道

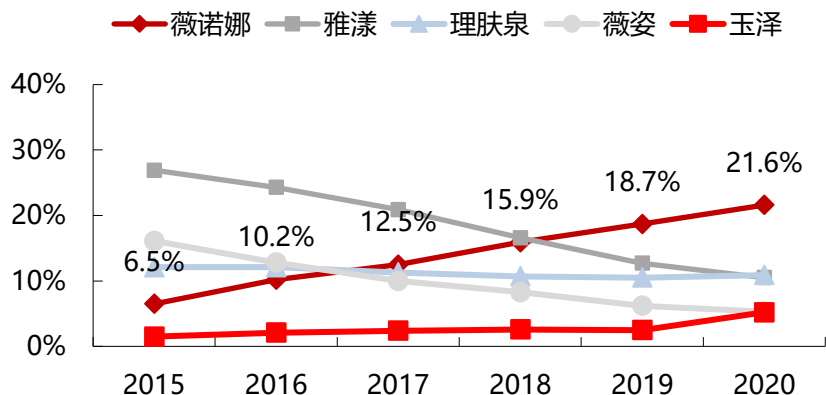
- ❑ **功能性护肤品是美容护肤行业的热门赛道，增速持续高于整体。** 主要原因：①消费者护肤意识和消费意愿提升，②对产品了解程度加深，“成分党”崛起等。
- ❑ **以销售额计，国产功能性护肤品品牌的市占率不断提升。** 原因包括国货品牌更熟悉本土皮肤问题及消费倾向，可通过医研共创积累较好口碑等。
- ❑ **功能性护肤品龙头品牌的市场份额通常更为集中。** 据 Euromonitor，2020年海外主要国家功能性护肤品龙头品牌市占率高于护肤品大类龙头，市占率可达到约15-30%，或一定程度上由“功能性”定位所决定。

图：我国皮肤学级产品规模增速快于美容护肤整体



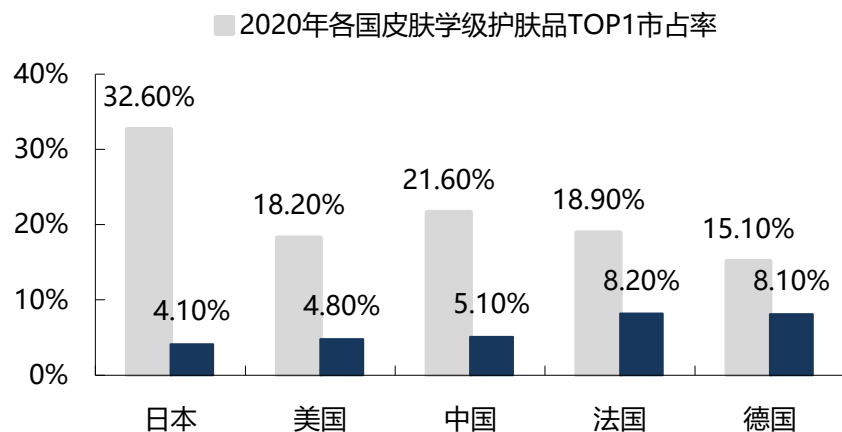
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所，注：销售额%

图：2015-2020年贝泰妮旗下薇诺娜品牌市占率快速提升



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所，注：销售额%

图：皮肤学级护肤品龙头品牌市占率高于化妆品整体



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所，注：销售额%

### 品牌增长三逻辑

1

行业增长+渗透率提升

2

品牌化程度提升+品牌集中度&市占率提升

3

价格提升



- **提价能力是一个稀缺属性，溢价能力≠涨价能力。**拥有溢价的品牌很多，但拥有持续提价能力的品牌很少。
- 具备“**彰显个性**”和“**社交属性**”特征的消费品赛道，更容易出现具备持续提价能力的品牌商。
- **拥有提价能力的品牌理应享有更高估值。**提价能力代表永续增长能力，根据戈登模型  $PE = 1/(r-g)$ ，永续增长率越高的标的，合理估值越高。
- 对于大多数品牌而言，提价主要通过产品迭代完成，在原有产品上直接涨价的案例不多。



- **提价逻辑很好理解，但这其实是个较为稀缺的能力。提价≠溢价，只有少数品牌具备提价能力。**绝大多数品牌都或多或少具备一定的品牌溢价，但这并不意味着这些品牌具备“让消费者自愿接受涨价”的能力。
- **具备提价能力的品牌往往具备成为“核心资产”的潜力。**在消费量趋于饱和的情况下，这类品牌还具备通过提升售价而实现永续增长的能力。而根据戈登增长模型“ $PE = 1 / (r-g)$ ”，此类具备较高的永续增长确定性的品牌，往往也应当给予更高的估值。

图：拥有涨价能力的品牌价值重估的一个理论基础——戈登模型

### 戈登模型： $PE = 1 / (r - g)$

- ✓ r 为贴现率，可理解为g 为永续增长率
- ✓ g 不会高于 r，否则模型发散

由戈登模型得到的PE市盈率 (r为贴现率, g为永续增长率)	r=6%	r=5%	r=4%	r=3%
g=5%	100	不存在	不存在	不存在
g=4.5%	67	200	不存在	不存在
g=4%	50	100	不存在	不存在
g=3%	33	50	100	不存在
g=2%	25	33	50	100

### 戈登模型告诉我们：

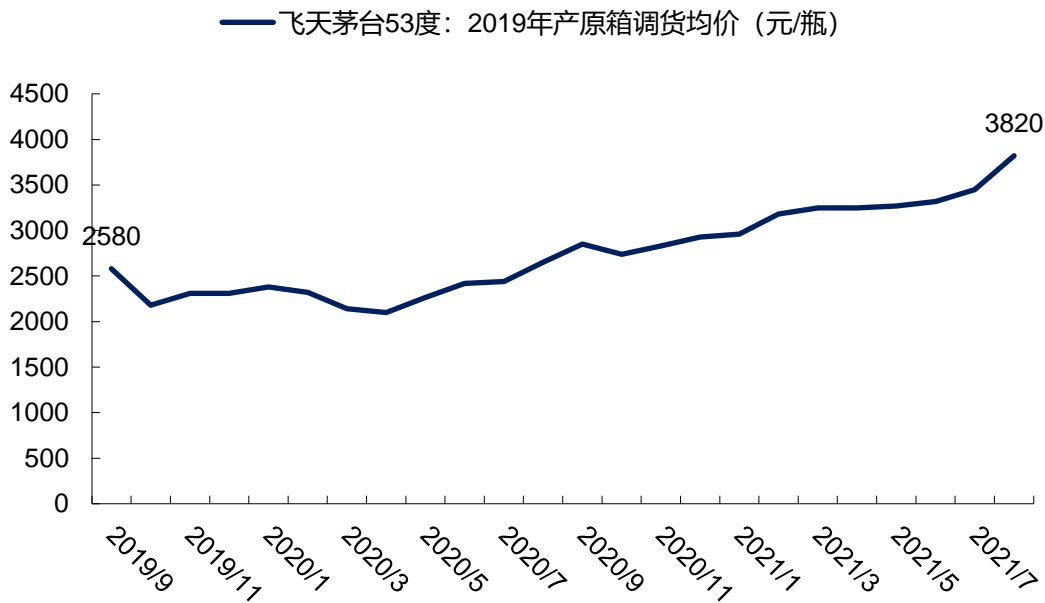
- **具备涨价能力和涨价预期的公司，理论上应当享有更高估值。**持续涨价能力是一个很长久的增长驱动，在戈登模型中可体现为高 g 值。而当 r 不变，g 越高，PE越高。
- **戈登模型给出的 PE 估值范围较大，具备涨价能力的标的，可以贵出许多。**当 r=5%，g=3% 对应的估值比 g=2% 对应的估值高出50%。
- **当 r 下降，具备涨价能力的标的合理估值增长弹性更大，因此具备成为“核心资产”的潜力。**当 r 从 5% 下降至 4%，g=3% 的标的合理估值上升100%（从 50x 到 100x），而 g=2% 的标的合理估值上升50%（从 33x 到 50x）。

- ❑ **茅台就是一个以提价为核心增长逻辑的品牌。**经过多年持续涨价，其核心产品“飞天茅台53度”的批发价已经大幅高于建议零售价。根据国茅行情公众号抓取的经销商调货价格，2021年8月，2019年原箱飞天茅台53度的调货价格高达3820元/瓶，是建议零售价1499元的两倍以上。
- ❑ **提价逻辑的核心在于，消费者能够接受涨价。**比如茅台这类涨价就是由市场行为决定的，背后的核心原因在于“有大量的消费者愿意支付高价购买茅台酒”。

图：飞天茅台53度建议零售价仅1499

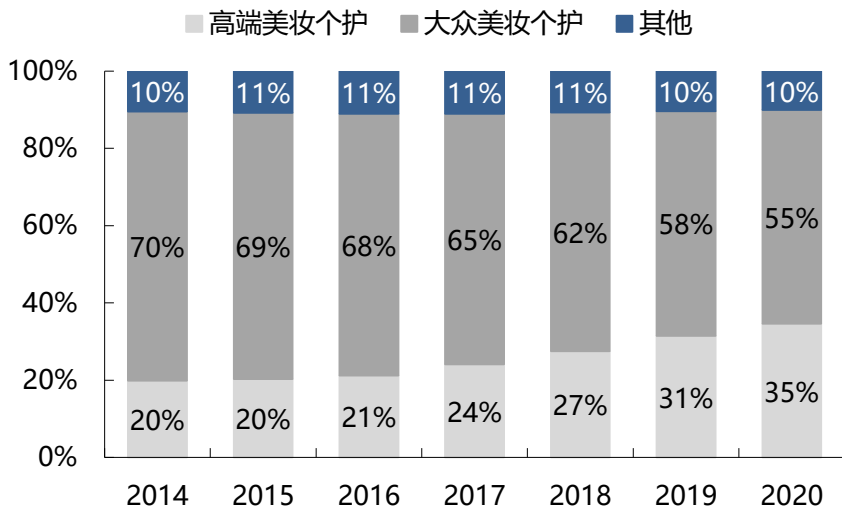


图：飞天茅台53度经销商调货价持续上升，2021年8月高达3820元



- ❑ **“提价逻辑”更多体现在高价产品替代低价产品，而非直接涨价。** 在消费领域，直接通过涨价来提升价格带，是比较困难的，因为涨价会一定程度上引发消费者“亏损厌恶”的心理，从而压制消费需求。类似于53度飞天茅台这样的持续涨价，在整个消费品里是较为罕见的。
- ❑ **化妆品行业整体、波司登均通过产品高端化迭代实现价格提升。**
  - 2014-2020年，高端美妆个护持续蚕食大众美妆个护的市场份额。据Euromonitor，高端美妆个护产品的市场份额从2015年的20%提升至2020年的35%，而大众美妆护肤的产品份额从2015年的69%下降至2020年的55%。
  - 波司登2018年完成品牌升级，主力产品从传统“面包”羽绒服迭代至“极寒”系列、“高端户外”系列中高端羽绒服。“面包”羽绒服售价大多低于1000元，而中高端系列的羽绒服售价可达2000元以上，在面料、工艺、绒毛材质方面均有所升级。2017~2018年，波司登千元以下产品销量占比从47.5%下降至12.5%。

图：我国高端个护产品的市占率逐年提升（销售额%）



图：波司登通过高端替代完成主力产品的价格带提升



“面包” 羽绒服

售价 ¥ 689

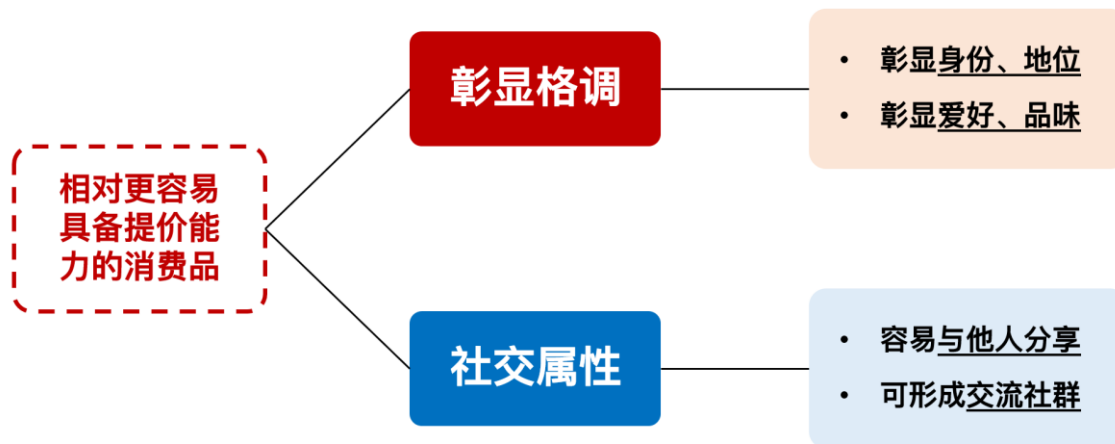
主力 “极寒” 系列

售价 ¥ 2359

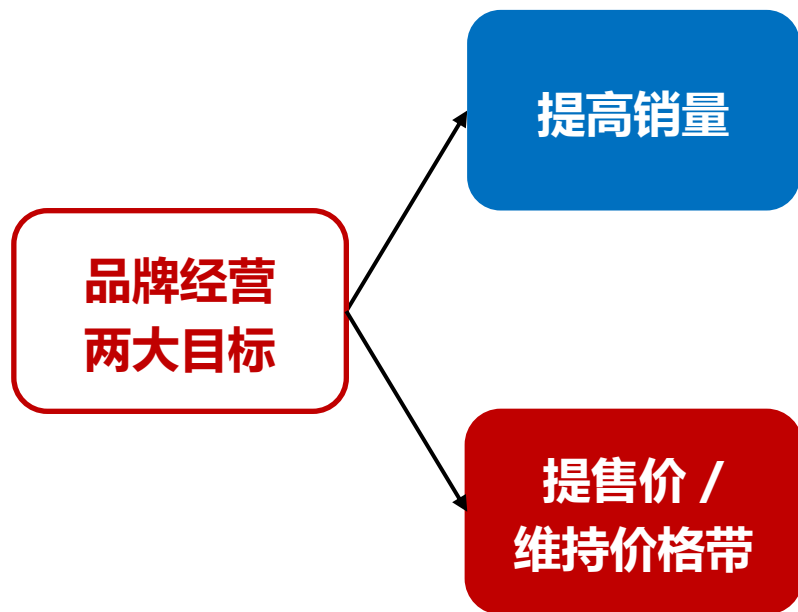
波司登主力产品价格带提升至约2000元  
最高端“登峰”系列售价可达万元以上

- 我们认为，能够“彰显格调”、具备“社交属性”的产品，相对更容易具备进入高价格带的能力，以及持续提价的潜力。上文我们提到，具备提价的消费品是较为稀缺的。这是因为消费者对高价格的接受程度是有限制的，当商品涨价到一定程度之后，必定会伴随需求量的急剧下降。而能够彰显格调、具备社交属性的商品，都更容易产生高价。
- 如，飞天茅台53度作为高端宴席用酒，茅台的历史底蕴和产品的高售价能够起到彰显格调作用；而宴会本身就是一种社交行为。AJ球鞋有彰显爱好、品味的作用，也很方便与同好者进行分享，球鞋和篮球爱好者的广大圈子为球鞋藏品提供广阔的社交分享空间。这两类具备持续涨价能力的消费品，都同时具备“彰显格调”和“社交属性”特性。

图：能够“彰显格调”、具备“社交属性”的产品，相对更容易具备持续提升价格带的能力



**2. 品牌经营目标：不仅是卖货，还有定价格带，  
这是两件不同的事**



- 销量是品牌的**生存基础**
- 品牌建立在销售规模之上，不达到一定的规模，就很难被称为“品牌”
  
- **价格带常常比销量更重要**
- 如果以某些价格卖货会损害价格带，那么品牌商宁可**不卖**——尤其是在品牌没有面临生存问题的时候

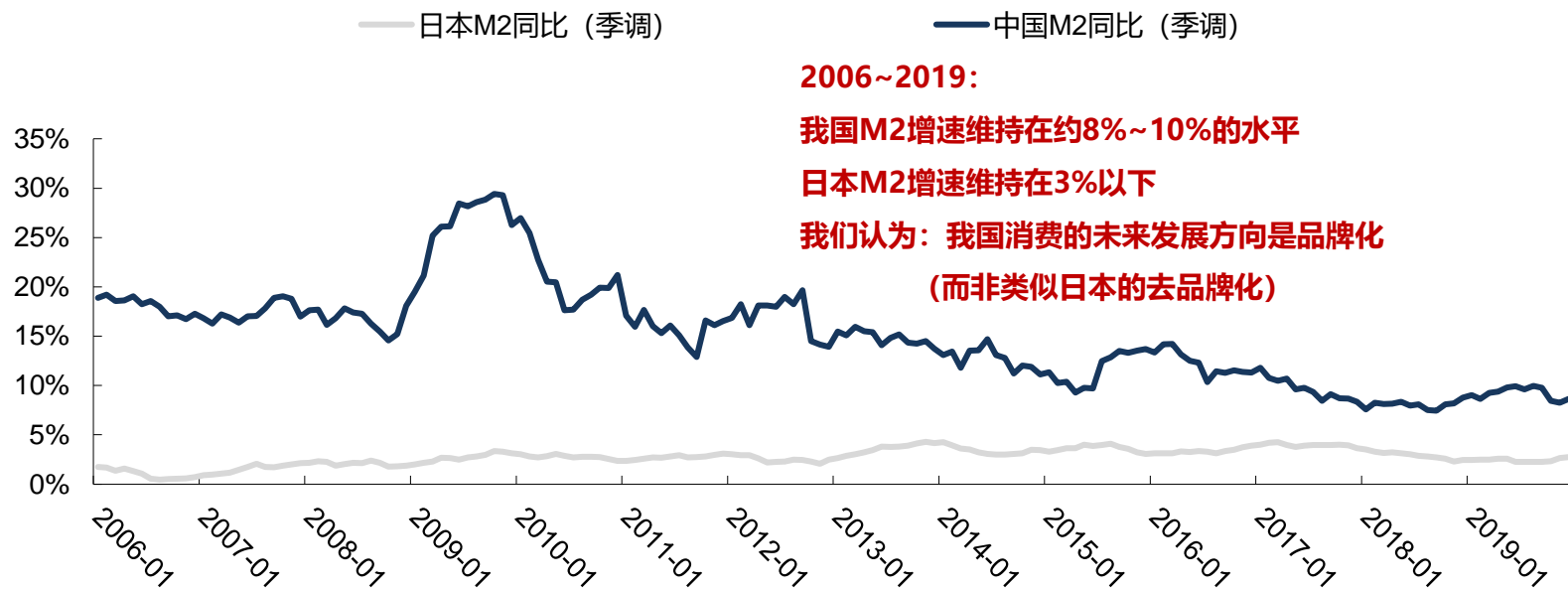
相应地，品牌商卖货也有两大目的：

- ①**提升销量获利**；
- ②**通过卖货锚定价格 / 冲排名换知名度**。

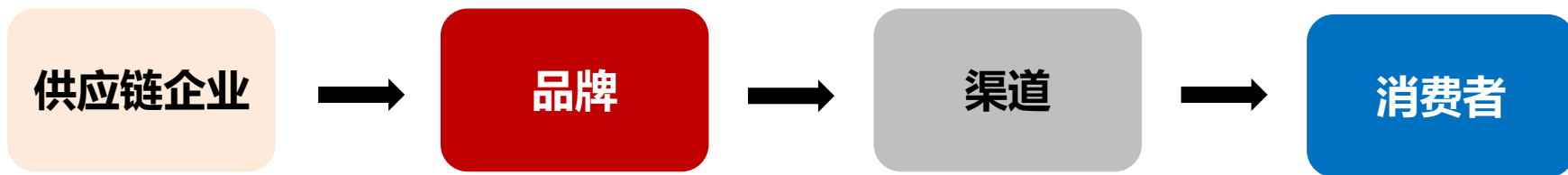
我们认为，我国消费未来的发展方向是**品牌化**（而非去品牌化）。

- 我国M2仍维持一定的增速，货币整体呈宽松状态。我国消费未来的发展方向是品牌化，而非日本等国家的去品牌化。日本等发达国家的消费品曾经历“去品牌化”的过程，我们认为这建立在M2增长缓慢、消费品价格增长缓慢的背景之下。但我国的情况和日本不同，我国经济持续高速发展，货币相对宽松，M2同比增速仍维持在8%~10%的较高水平，未来消费品的整体价格或有上升空间。因此我们认为拥有定价、溢价、涨价能力的品牌商品未来表现会更好，品牌化、国牌崛起是消费行业未来的重要投资方向。

图：中国、日本M2同比增速对比



图：消费产业链大致可分为“供应链、品牌、渠道”三个环节

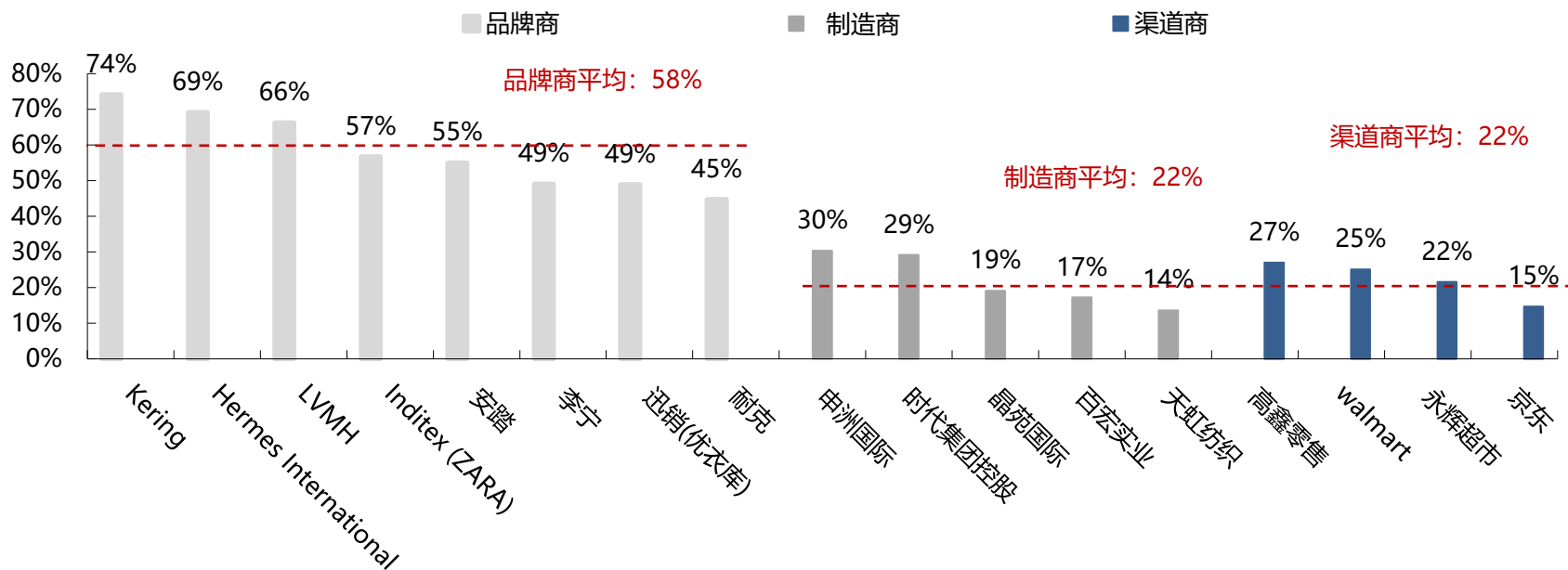




## 2.1 品牌两大经营目标：不仅是卖货，还有定价格带

- 我们认为，品牌商经营的两大目标是：①提升销量，②保持/提升价格带。
- 制造/品牌/渠道三个环节中，品牌商的毛利率最高，这是品牌定价能力的体现。制造商、渠道商的定价取决于其成本，而品牌商的定价取决于品牌力，这是品牌商溢价高的原因。
- 保持/提升价格带：如果起量会损害品牌定价能力，那么品牌商宁愿不卖货。定价能力取决于品牌力，是常年累月累积而成，一旦被损坏将需要很长时间回复。因此，对于品牌而言，如果卖货破坏了价格带损害了品牌力，那么通常是得不偿失的事情。

图：2019年部分品牌商、制造商、渠道商加价率（毛利率）对比



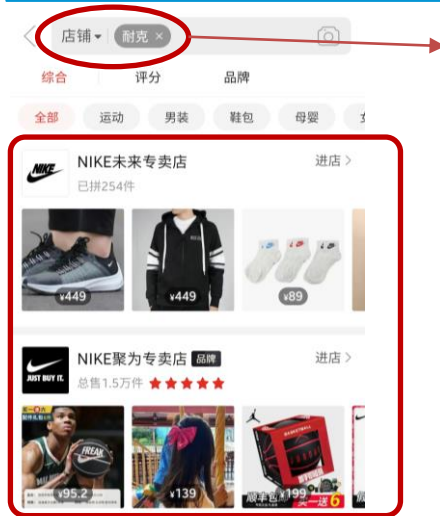
- ❑ **品牌商对于“卖货”和“定价格带”，一定程度上是分开来考虑的。**“卖货”关乎品牌的生存和短期的业绩表现，“定价格带”关乎品牌长期的定位于形象。
- ❑ **对于品牌商，有时“维系价格带”的重要程度，会高于“提升销量”。**拥有一定的销量是品牌生存的必要条件，但在销量达到一定水平之后，保持/提升价格带的优先程度会高于起量。我们常常会发现一些大品牌会抵触某些新渠道，这反映的是“定价权>销售额”，如果起量会损害价格带，那么很多大品牌宁愿不卖。
- ❑ **比如在拼多多和社区团购上，大品牌并不多。**为何一部分大品牌选择不去进驻这些快速成长的新渠道呢？
- ❑ **——核心在于，社区团购和早期拼多多上尽管能卖货，但是对于品牌定价可能产生负面影响。**这些渠道里，品牌商需要和白牌在价格方面展开白刃战，有打乱定价体系的风险。因此已经产生清晰价格带、并拥有较成熟经销体系的品牌，会对进入这些渠道有所顾忌；拼多多、社区团购体内一直在价格战中绞杀的小品牌，也很难冲出平台成长为大品牌。

图：社区团购平台、拼多多上有不少区域型品牌的商品



数据来源：多多买菜小程序（2021.04），拼多多APP（2021.08），东吴证券研究所

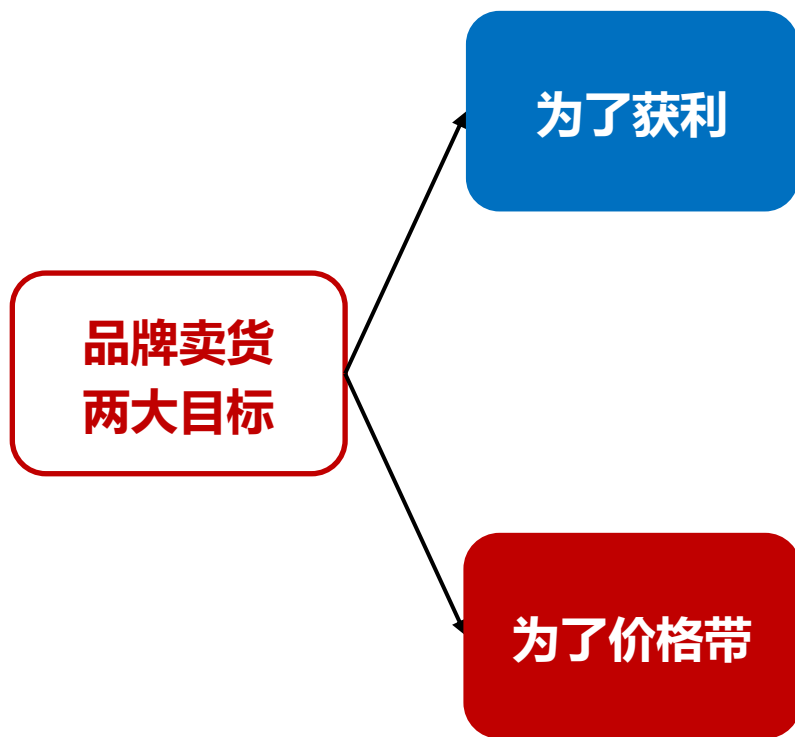
图：部分品牌在拼多多上没有官方直营店



在拼多多上搜索“耐克”店铺

搜索结果均为经销商店铺，没有品牌旗舰店

数据来源：拼多多APP，东吴证券研究所整理，截取自2021年8月

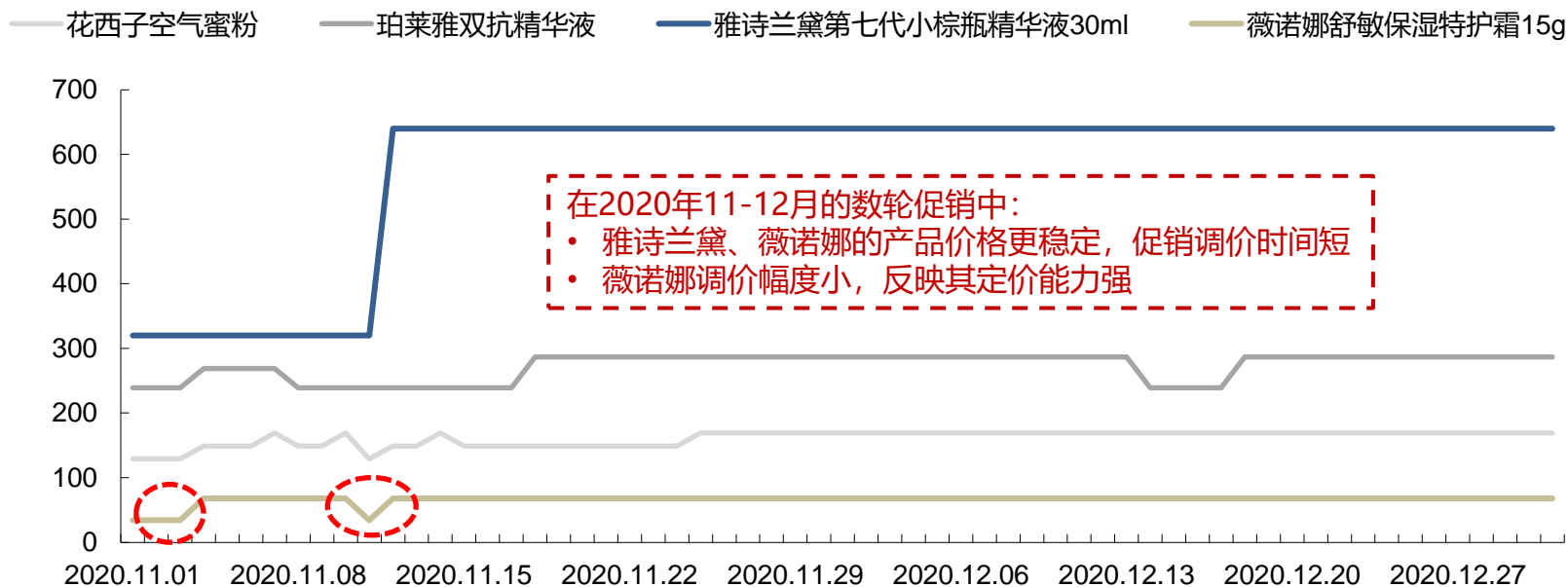


- **盈利当然是很多品牌销售的终极目的。数量\*价格\*毛利率-销售管理费用（投放费用）=经营利润**
- 天猫，京东，拼多多，社区团购等平台，日常的销售通常最主要和最终极的目标，当然还是获利。但并不是所有销售的目的，都是获利。
- **但还有一种销售目的：“为了价格带”（品牌定位）的销售。天猫，京东，抖音等平台上的销售（包括线下体验店等）有时销售并不以获利为目的。**
- 如双十一/超头部主播带货等，这些销售本身可能并不盈利，卖的越多亏得越多，但商家还是会选择加大销售力度。因为塑造价格带可能比短期获利更重要，到达一定量以后，会让消费者认可“商品的原价是这个价格带”。

- ✓ 我们常常忽略会“卖价格带”这个目标，但这对于塑造品牌力非常关键。
- ✓ 有时“打几折出货”不是品牌商的目的，给销售种下“原价是多少”的印象才是目标
- ✓ 品牌到一定量以后，价格带的塑造，对品牌商来说，比单纯的起量更重要

- **定价能力可体现在品牌方能否维系产品的价格。**销售有时会 and 顾客说“我们家产品从来不打折”，意思就是“我们这个品牌很牛，定价能力强”。我们认为，如果一个品牌能持续维系产品的销售价格，代表它有较强的定价能力；反之若产品上市一段时间后，总会通过大幅折扣来出货，则体现产品定价能力不足。
- **以薇诺娜为例，其产品上线之后基本上不打折，反映公司拥有能够给产品定出价格带的能力。**我们对部分国内外知名品牌大单品2020年11月-12月天猫旗舰店价格进行对比分析得出，薇诺娜在大促期间调价时间最短、调价次数较少（仅在11月1-3日和10日降价），且调价幅度不高于国际品牌雅诗兰黛，在几个国内外知名品牌中价格锚定水平较好，反映品牌定价能力强。

图：部分国内外美妆护肤品牌大单品2020年11-12月天猫旗舰店价格



### ◆ 国牌崛起的两条经典路径：功能性or效率性

□ 化妆品和服装类似的可选消费品品牌主要有两大崛起路径，分别是功能性和效率性。

- ✓ (1) **功能性品牌**：强调某种具有标签性的功能，品牌黏性强，通常自身具有供应链和研发背景，代表品牌例如薇诺娜、玉泽、夸迪、创尔美、创福康、安踏、李宁和波司登等；
- ✓ (2) **效率性品牌**：强调快反与迭代，强大的捕捉市场变化的能力和组织效率，代表品牌例如优衣库、ZARA、名创优品、珀莱雅、完美日记、花西子等。

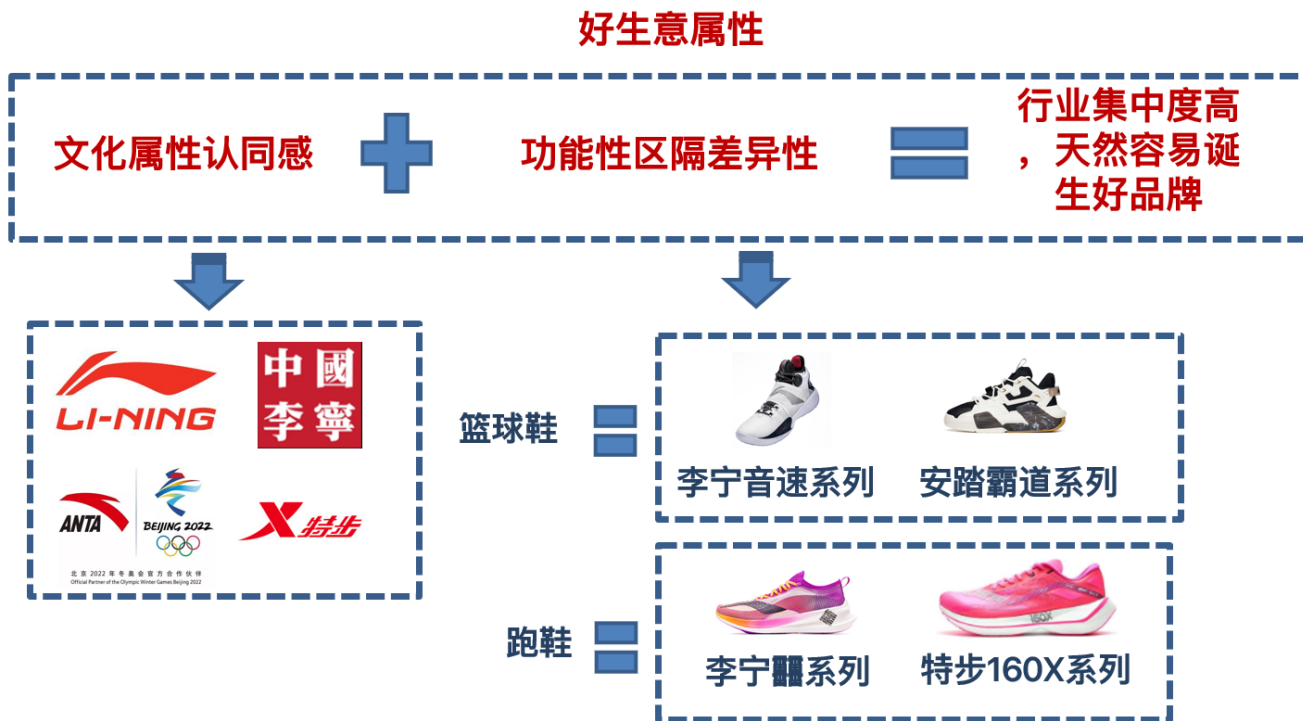
### 国牌崛起的两条典型道路



我们认为，产品的溢价可以归结为“文化属性认同感”和“功能性区隔差异”两点。

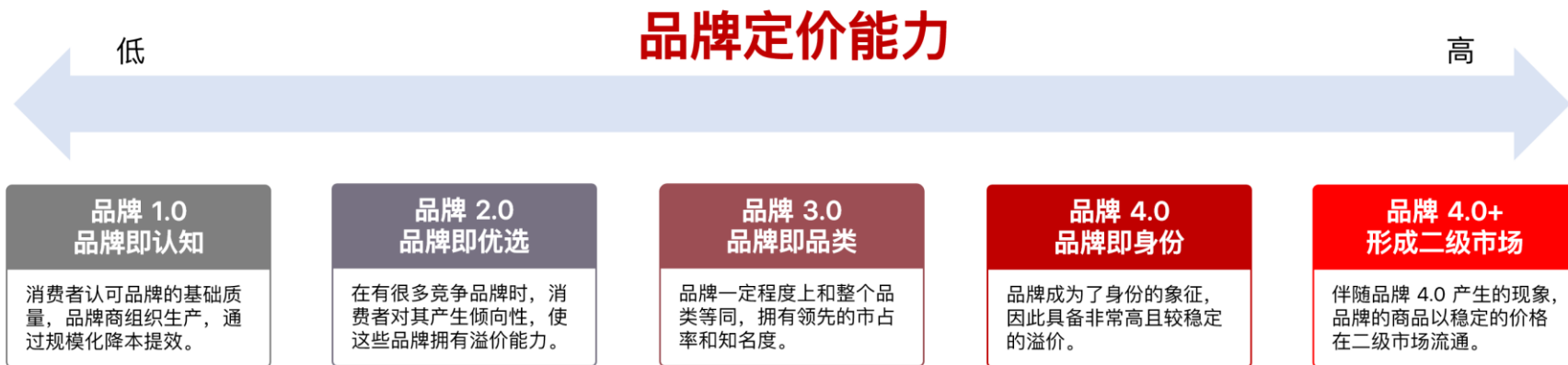
- **文化属性认同感**：代表用户认可品牌背后所蕴含的文化和格调。有时消费者自称“XX品牌忠粉”，或者认为“XX品牌才能与我的身份相匹配”，这都属于文化属性认同感。
- **功能性区隔差异**：代表“品牌和品类一一对应”，品牌贴上了品类标签。比如“波司登做羽绒服更专业”的认知，就是一种典型的功能性区隔差异。

图：好生意 = 文化属性认同感+功能性区隔差异性



根据定价能力，我们将品牌分成4个阶段：①品牌即认知，②品牌即优选，③品牌即品类，④品牌即身份。

- 处于越靠后阶段的品牌，拥有着越高的定价权。定价权高低决定品牌是否能够主动选择价格带，并最终反映在产品的售价上，以及价格的稳定程度上。
- 从品牌1.0至4.0阶段，品牌的定价权不断变强。处于1.0阶段的品牌通常没有明显的溢价，但处于4.0阶段的品牌，品牌本身就是溢价的理由。
- 下文，我们将从详细阐述品牌1.0到4.0的定义和意义，并进行举例分析。



### 3. 品牌分级体系：1.0至4.0，提价能力逐级增强



### 3. 品牌分级体系：1.0至4.0，提价能力逐级增强

品牌分级体系：从品牌 1.0 至品牌 4.0，内在逻辑是其“定价能力”的不断变高。



## 品牌分级体系

省心型

品牌 1.0

品牌即认知，代表基础质量和规模化



悦己型

品牌 2.0

品牌即优选，拥有溢价能力

品牌 3.0

品牌即品类，行业大部分自然流量导向该品牌

品牌 4.0

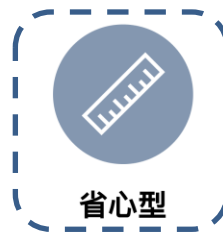
品牌即身份，拥有非常高的溢价

- “品牌即认知”代表着品牌有一定的背书能力，对应“省心型”消费需求。我们在本系列上篇报告<sup>1</sup>中曾提到，品牌可大致分成“省心型”和“悦己型”，对应不同的消费需求。这个阶段的品牌主要满足“省心型”消费需求，起到“降低搜索成本”的作用。
- 这类品牌的核心价值，可理解为在生产、销售等环节实现规模化，降本提效。其一，提供基础质量背书降低消费者搜索成本，实现销售和运营环节的规模化；其二，通过规模化采购和生产，而实现生产和管理环节的规模化。



悦己型

V.S.



省心型

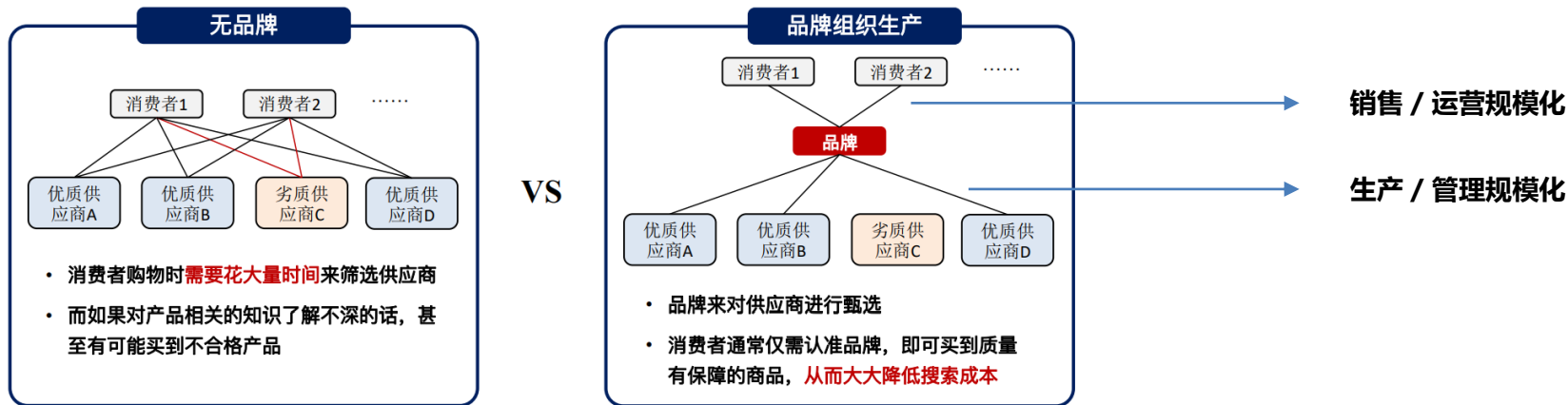
品牌1.0

具备基础认知的品牌，提供基本的信用背书，满足“省心型”需求

买东西是为了 <b>开心</b>	买东西是为了 <b>用</b>
<b>体验感</b> 是最重要的	<b>便利性和基础质量</b> 是最重要的
品牌功能： <b>划分群体，彰显格调，文化认同枢纽</b>	品牌功能： <b>组织生产，提高效率，减少搜索成本</b>

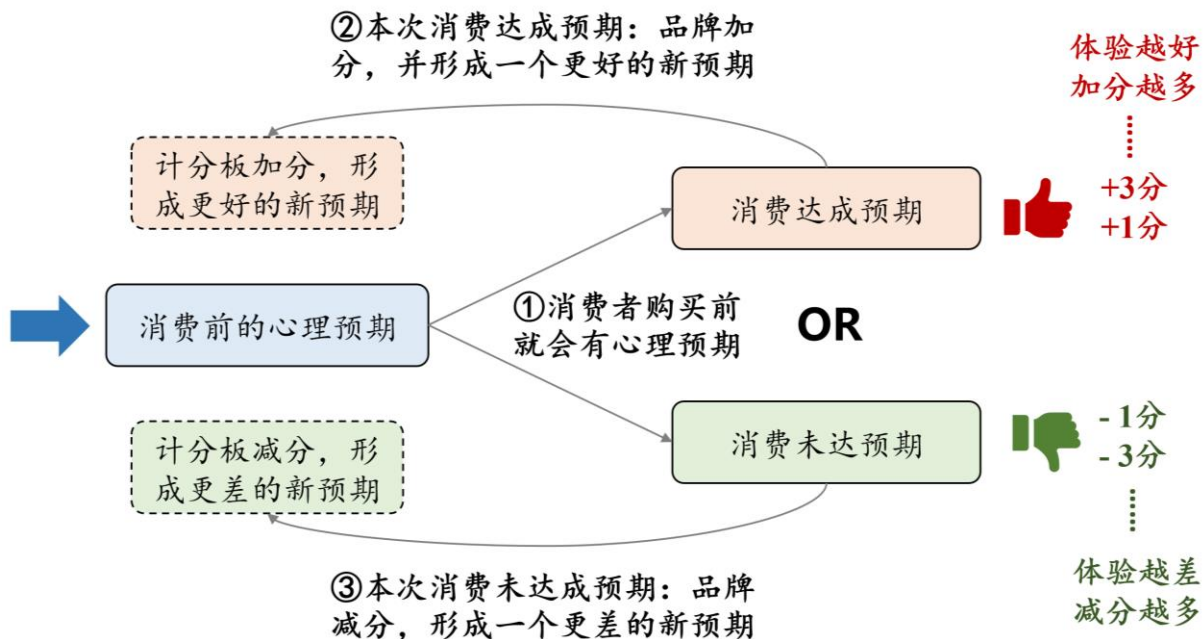
数据来源：东吴证券研究所绘制

图：具备基础认知的品牌，可通过规模化生产、规模化销售实现降本提效



- 我们身边有很多的“认知”型品牌，其产品的溢价并不高，但都具备较高的普及率和知名度。如，优衣库的衣服、怡宝的矿泉水等等。
- 聚沙成塔，此类品牌也可拥有深厚壁垒。消费者对于认知型品牌的信任，是在常年累月的一次次不断消费、互动中积累起来的。如果产品不达预期，那么消费者的信任度会逐步降低。
- “认知”型品牌面向主流消费群体，可以做到相当大的体量。我国14亿人口带来了巨量的消费需求，但人均可支配收入并不算高。因此物美价廉的“认知”型品牌，面向的是我国最广大的消费群体，如优衣库、怡宝，都是销售体量很大的品牌。这类品牌的核心增长点主要在于“销量提升”。

图：“认知”型品牌具备壁垒，消费者对其信任度在一次次消费中产生



我们以优衣库为例：

- **优衣库是一个较为典型的“省心型”品牌。**价格上，优衣库定位亲民价位，产品价格整体上不算高；品类上，优衣库覆盖与“穿”有关的大多数品类，从内衣到西装，从背包到棉拖鞋，都能在优衣库买到；网点覆盖上，截至2020年8月，优衣库全国门店数量达到767家，大量线下门店保证触达。
- **优衣库将数百家代工厂组织起来，形成广泛认知的品牌，体现品牌组织生产、提高生产运营效率的能力。**根据优衣库公布的供应商列表，截至2021年3月，公司从333家（以工厂个数计）核心供应商采购商品，其中有167家位于中国大陆。从大量供应商手中采购不同的商品，并保证质量和库存，体现了优衣库作为一个“省心”品牌所起到的组织生产功能。

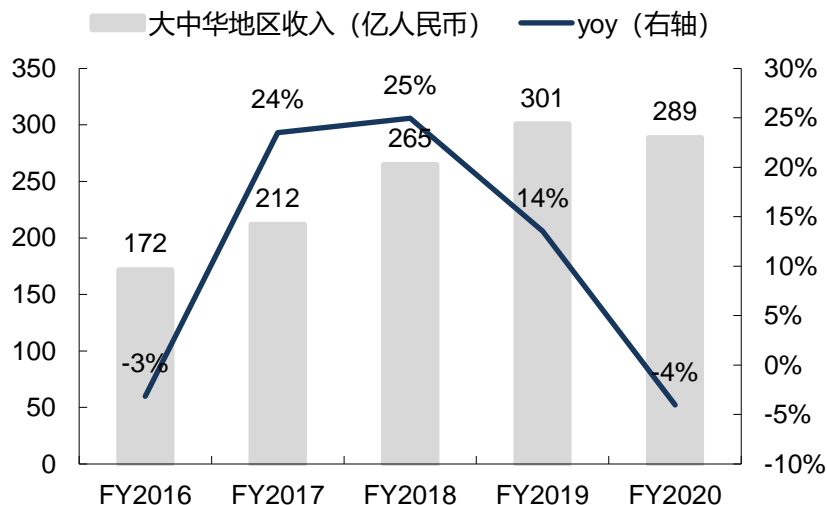
图：部分优衣库部分核心代工厂

供应商	简介
晶苑国际	港股上市公司，服装制造业行业龙头，H&M、Gap、李维斯、安德玛等代工厂
申洲国际	A股上市公司，针织成衣制造巨头，耐克、阿迪达斯、彪马等品牌的稳定供应合作伙伴
即发集团	国内大型纺织服装企业东丽、迪卡侬、安德玛等代工厂
晨风集团	中国纺织业龙头企业，Champion、Theory、亚瑟士等供应商
南旋控股	港股上市公司，针织毛衣龙头，TommyHilfiger、Land’sEnd等代工厂
维珍妮国际	港股上市公司，龙头文胸制造商，主要客户包括维密、华歌尔、爱慕、曼妮芬等
东丽	日本上市公司，全球最大的功能性纤维产品供应商，GAP、PRADA、YSL等供应商
凯喜雅	中国真丝绸商品出口龙头企业

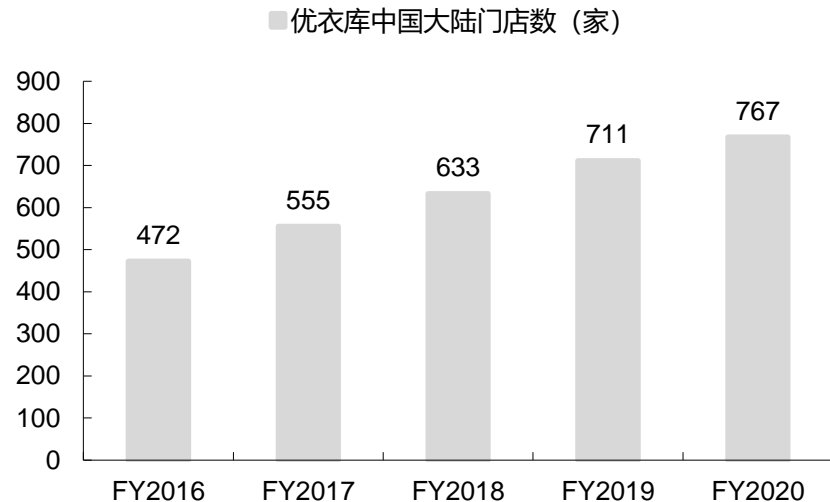
#### 优衣库FY2017-2019中国区高速增长的背后，体现的是公司组织生产的能力

- ❑ **优衣库FY2017 - FY2019在大中华地区快速增长。**公司大中华地区的销售收入从FY2016（2016年8月）的约172亿元增长至FY2019的301亿元人民币，FY2016-2019的CAGR高达21%；中国大陆门店数量从2016年8月底的472家增长至2020年8月底的767家。可见，优衣库在中国市场的增长是非常迅速的。
- ❑ **我们认为优衣库实现高速扩张的原因在于卖得快、卖得多。**优衣库是一个相对更懂中国市场的海外品牌，实现高速增长是公司受益于中国快时尚行业分化的一个结果，而产生这个结果的原因——高周转、高曝光、高性价比。在这“三高”背后，凝聚的是优衣库调动数百家优质供应商快速迭代产品，组织生产并实现规模化的能力。

图：迅销（优衣库）大中华地区收入及增速



图：迅销（优衣库）中国大陆门店数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（财期0831，披露货币为日元，FY2015-2020分别以日元：人民币=19.4/16.3/16.6/16.7/15.8：1的汇率换算成人民币

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 品牌分级体系

省心型

品牌 1.0

品牌即认知，代表基础质量和规模化

悦己型

品牌 2.0

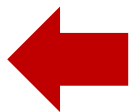
品牌即优选，拥有溢价能力

品牌 3.0

品牌即品类，行业大部分自然流量导向该品牌

品牌 4.0

品牌即身份，拥有非常高的溢价



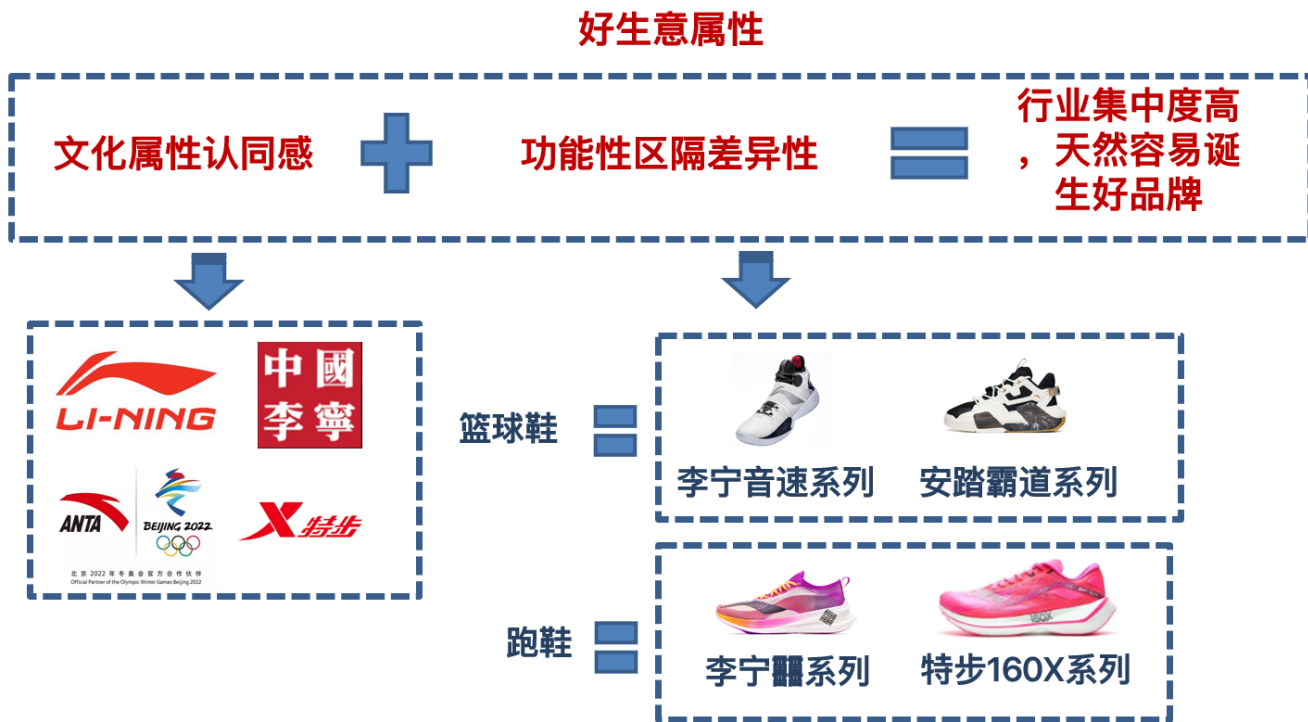
- ❑ **“品牌即优选”**意味着在多品牌竞争下，消费者对其产生一定的倾向性，愿意为该品牌的商品支付一定的溢价。
- ❑ **“优选”**关键在于**“拥有溢价”**。当然，在品牌具备一定销量，拥有整体认知的基础上，溢价才有意义。
- ❑ 我们认为，2.0及以上品牌**“溢价”**的来源品牌传达了**“文化属性认同感” + “功能性区隔差异性”**，因此消费者愿意支付额外溢价。
- ❑ 溢价来自于品牌的定价能力，而非**“成本加成法”**。



我们认为，产品的溢价可以归结为“文化属性认同感”和“功能性区隔差异”两点。

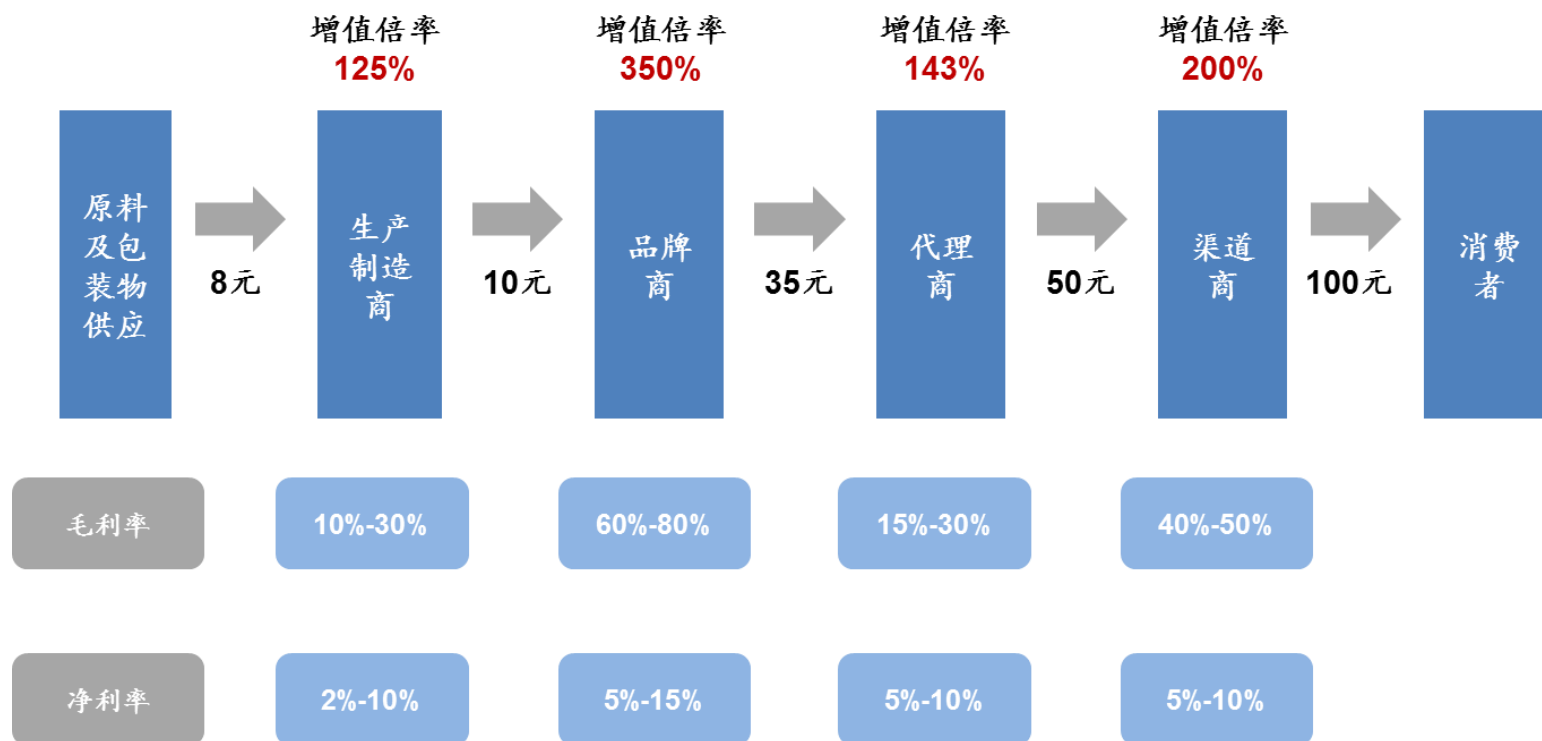
- **文化属性认同感**：代表用户认可品牌背后所蕴含的文化和格调。有时消费者自称“XX品牌忠粉”，或者认为“XX品牌才能与我的身份相匹配”，这都属于文化属性认同感。
- **功能性区隔差异**：代表“品牌和品类一一对应”，品牌贴上了品类标签。比如“波司登做羽绒服更专业”的认知，就是一种典型的功能性区隔差异。

图：好生意 = 文化属性认同感+功能性区隔差异性

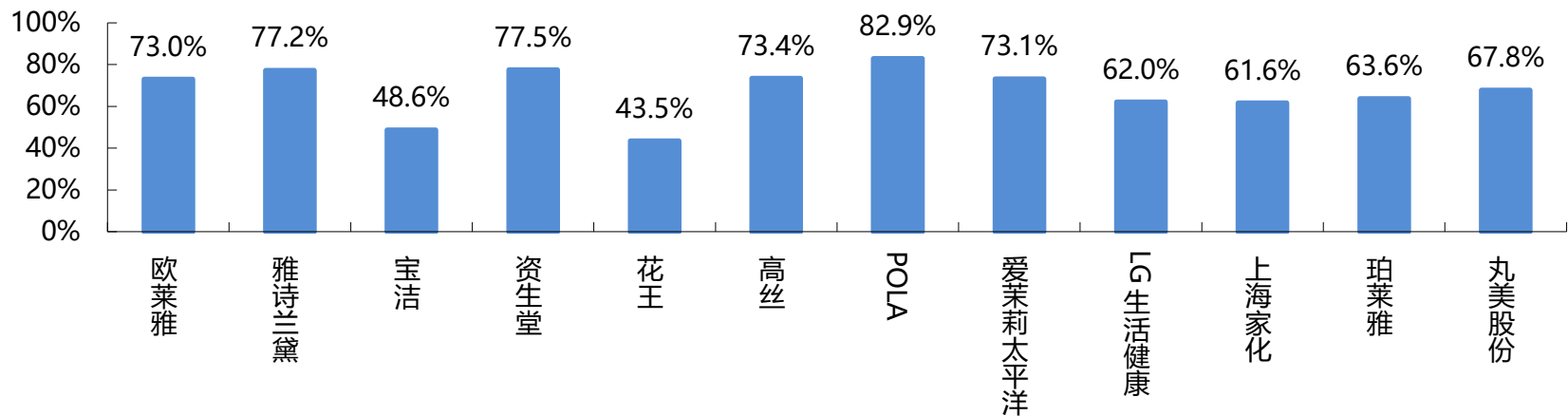


- **2.0及以上层级品牌定价，是由品牌的定价能力决定的，而非“成本加成法”。**以化妆品为例，其产品的平均物料成本通常不足终端售价的10%，费用也主要集中在销售费用上（而非研发费用）。我们认为这说明了——部分消费品的定价不是由“成本加成法”决定，而是由品牌方的定价能力决定。
- 从图中我们亦可知，化妆品行业整体毛利率较高。据此我们认为，**大多数化妆品企业都期望拥有一定的溢价能力，并至少做到品牌2.0层级。**

图：化妆品产业链加价率

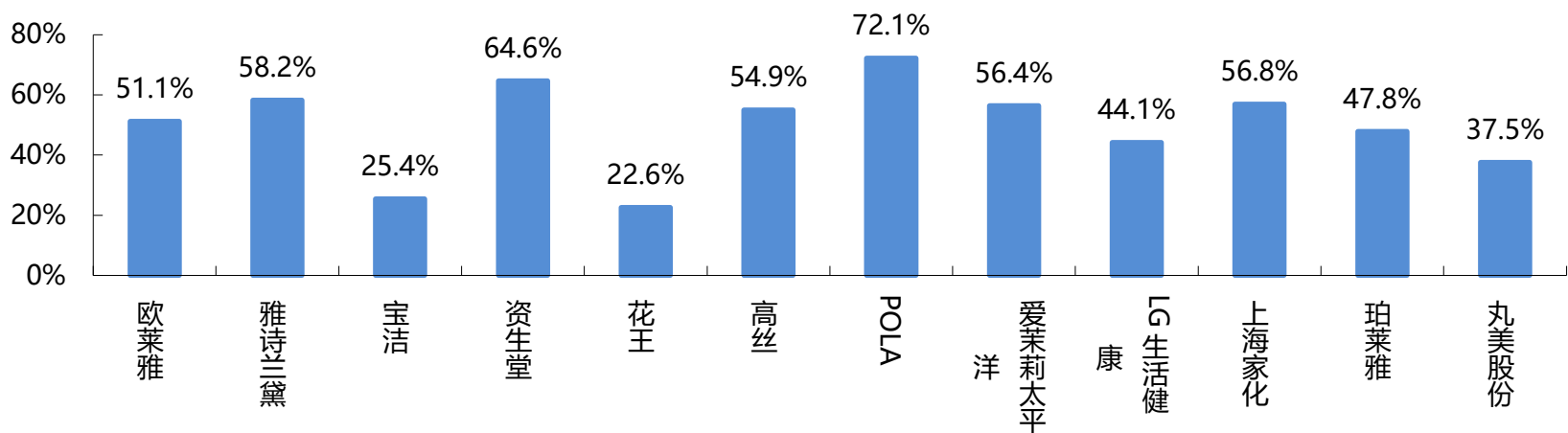


图：部分化妆品品牌商FY2019毛利率



资料来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

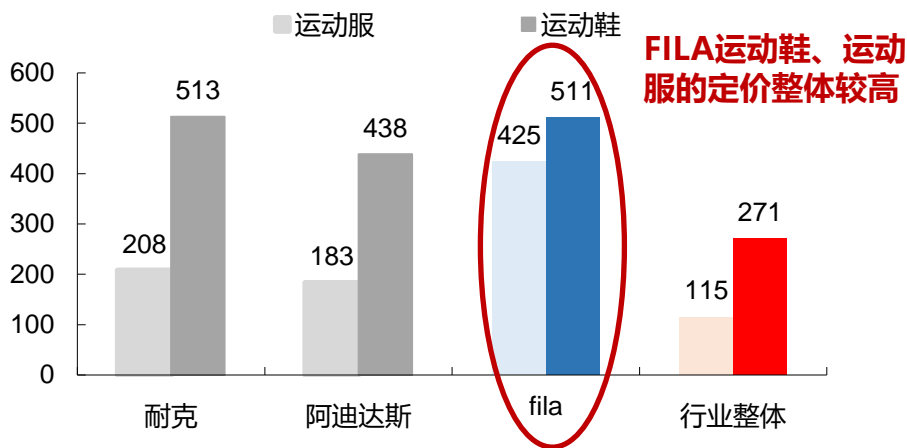
图：部分化妆品品牌商FY2019 SG&A费用率



资料来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

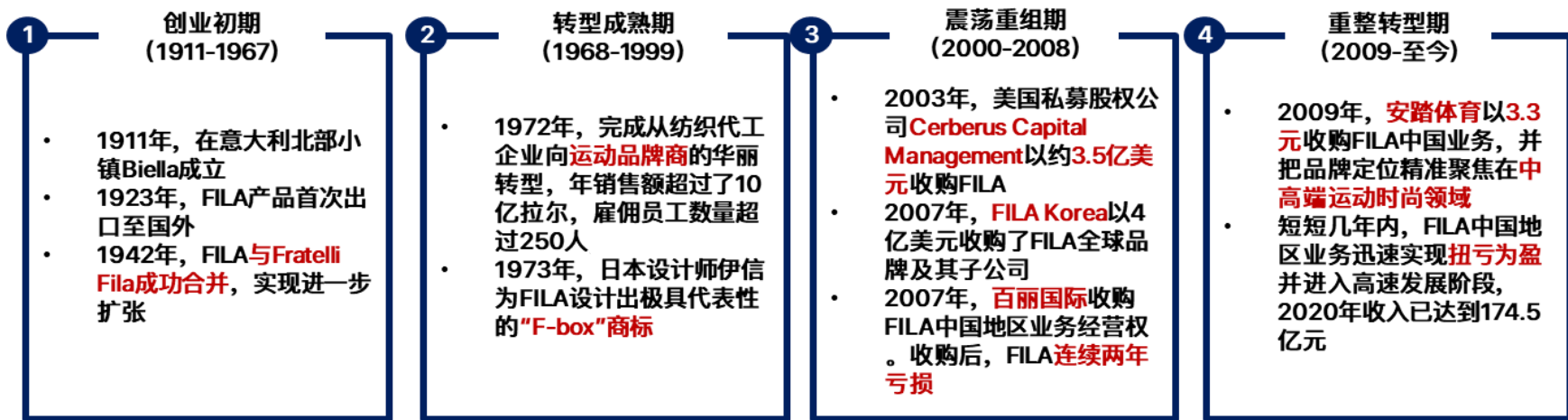
- 安踏旗下的FILA品牌，就是一个“优选”层级的品牌，其整体价格带领先于行业平均水平。根据淘数据，2021年7月，FILA运动服/运动鞋在阿里全网的单价为425 / 511元，远高于行业平均值（115 / 271元）。FILA的整体定价与Nike、Adidas等国外大牌接近。
- FILA在销量领先的同时有一定溢价，意味着其具备成为“优选”层级品牌的条件。规模方面，2020年FILA收入达到174.5亿元，是个不折不扣的大品牌。价格方面，安踏将FILA精准聚焦于中高端运动时尚领域，高均价是FILA品牌高定位的体现。

图：2021.07阿里运动服（左）、运动鞋（右）单价（元）



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图：FILA品牌发展历程



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

- 例如，安克创新在美国亚马逊的充电类中，也已经是一个进入了“优选”阶段的品牌。这体现在：①销量方面，安克创新的评论数是部分竞品的5-10倍之多；②售价方面，安克创新的产品较可比商品高大约30-50%以上。在价格高的同时还能够做到销量领先，这说明Anker品牌在美国亚马逊的充电类产品里，已经具备相当的定价能力。

图：美国亚马逊2020年9月“充电宝”关键词排名前三产品——Anker定价高的同时评论数领先



Anker Portable Charger, PowerCore Essential 20000mAh Power Bank with PowerIQ Technology and USB-C (Input Only), High-Capacity External Battery Pack Compatible with iPhone, Samsung, iPad, and More.

★★★★★ < 10,396

\$42<sup>97</sup>

Ships to Singapore

**第一位：Anker 品牌，10,396 评论**



INIU Portable Charger, LED Display 20000mAh Power Bank, 18W PD 3.0 QC 4.0 USB C Battery Pack with Flashlight Compatible with iPhone 11 Pro XS X 8 7 Samsung Galaxy S20 Note 10 iPad Google AirPods etc.

★★★★★ < 3,813

\$24<sup>99</sup>

Ships to Singapore

Only 11 left in stock - order soon.

**第二位：INIU 品牌，3,813 评论**



Portable Charger Anker PowerCore 20100mAh - Ultra High Capacity Power Bank with 4.8A Output and PowerIQ Technology, External Battery Pack for iPhone, iPad & Samsung Galaxy & More (Black)

★★★★★ < 35,377

\$49<sup>99</sup>

Ships to Singapore

More Buying Choices

\$29.74 (3 used & new offers)

**第三位：Anker 品牌，35,377 评论**

## 品牌分级体系

省心型

品牌 1.0

品牌即认知，代表基础质量和规模化

品牌 2.0

品牌即优选，拥有溢价能力

悦己型

品牌 3.0

品牌即品类，行业大部分自然流量导向该品牌

品牌 4.0

品牌即身份，拥有非常高的溢价



- ❑ **品牌即品类——核心在于对行业的统治力。**到了这个阶段，品牌一定程度上和整个品类等同。换言之，如果消费者想到某个品类时，就会自然而然地联想起某个品牌，那么这个品牌就到了3.0“品牌即品类”阶段。
- ❑ **品牌即品类的意义在于：一个品类里的大部分自然流量都会给到这个品牌。**3.0品牌中凝聚的用户认知又大幅高于2.0阶段的频偏。手握海量自然流量，3.0品牌在产业内能拥有非常高的话语权，并成为品牌溢价能力的支撑。
- ❑ **3.0品牌的威力在于：通过“功能性区隔差异性”换取溢价空间。**空有市占率但没有涨价空间的品牌不属于3.0层级，这类品牌很可能会陷入“价格涨不动，市占率已经饱和，但行业规模没有什么扩张空间”的增长瓶颈。

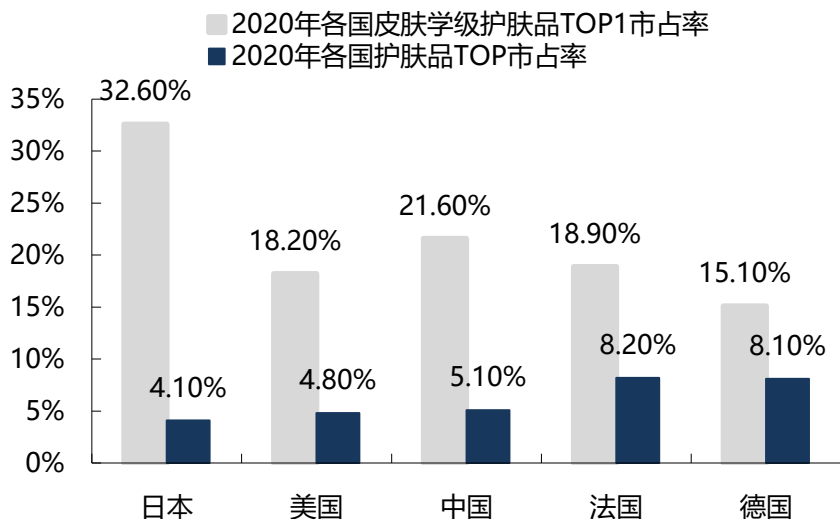
图：品牌即品类——品牌一定程度上和某个品类等同



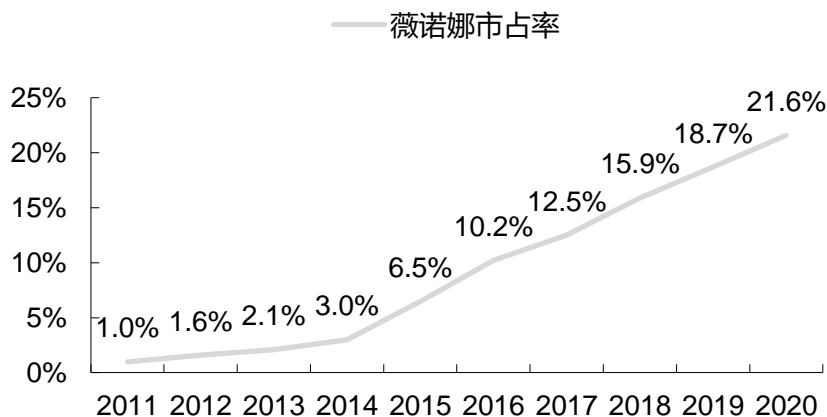
#### 功能性赛道更容易产生“品牌即品类”现象。如功能性护肤品、功能性服饰。

- 原因在于：功能性产品往往代表某种特殊需求，这时“专业”的品牌通常更容易得到用户青睐，因此头部品牌更容易和某种需求绑定。如，面向敏感肌的功能性护肤品，极寒天气穿的羽绒服，以及运动服饰等。
- **功能性护肤品是一个能够产生“3.0品牌”的赛道。**2020年海外国家龙头（以销售额计市占率 TOP 1）功能性护肤品品牌的市占率均较高，可达约15-30%水平，且明显高于化妆品大类龙头的市占率。
- **我国功能性护肤品龙头品牌薇诺娜（贝泰妮旗下），现已牢牢占据国内功能性护肤品市场份额第一的地位，其品牌也一定程度上代表针对敏感肌的功能性护肤品品类。**根据欧睿数据，2020年薇诺娜在国内的市场份额高达21.6%，领先第二名5pct以上。

图：皮肤学级护肤品头部品牌市占率高于化妆品整体



图：薇诺娜市占率持续提升，现已具备相当认知





#### 贝泰妮：绑定敏感肌，打上“敏感肌=贝泰妮”标签

- 我国皮肤学级护肤品，国货产品市占率进步明显，2020年薇诺娜市占率位列第一。2011年，我国排名靠前的皮肤学级护肤品牌主要为通过药店渠道较早进入中国的法系品牌和个别德国、日本品牌。2020年，我国皮肤学级护肤市场包含更多产地的品牌、且涉及敏感肌修复、婴童皮肤护理、抗光老化等多类型，不少品牌通过线上渠道实现较快的增长。从市场份额角度，国货品牌进步较为明显，薇诺娜、比度克、玉泽份额均有所提升，其中薇诺娜提升最快，由1.2%提升至21.6%，一跃成为皮肤学级产品份额第一的品牌。

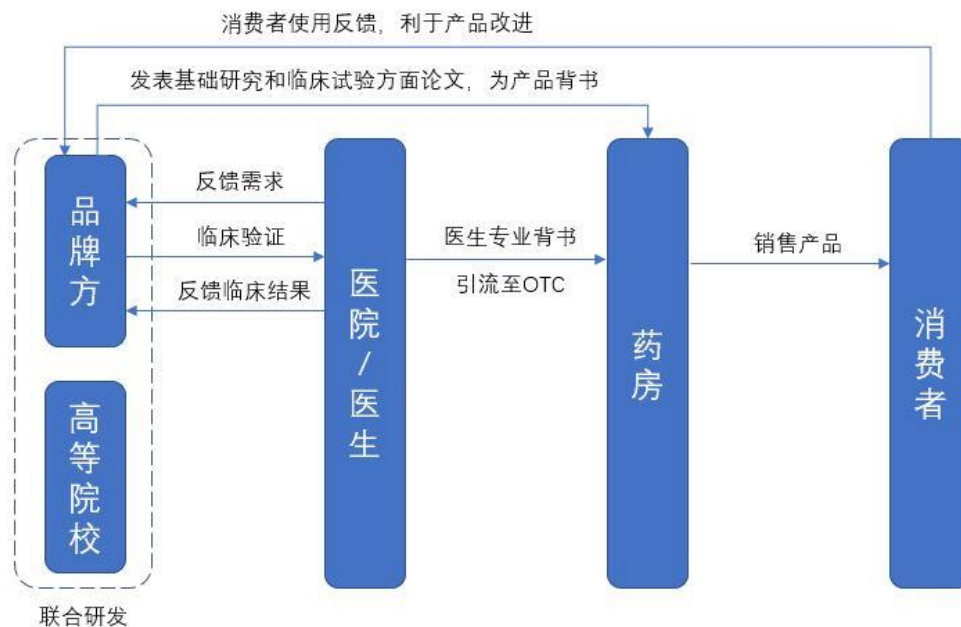
表：2011年和2020年中国皮肤学级产品零售额排名及市占率对比（销售额%）

年度	2011				2020			
	排名	品牌	零售额（百万人民币）	国别	市占率（%）	品牌	零售额（百万人民币）	国别
1	雅漾	970.4	法国	28.3	薇诺娜	4083.8	中国	21.6↑
2	薇姿	960	法国	28.0	理肤泉	2068.2	法国	10.9↓
3	理肤泉	412.8	法国	12.0	雅漾	1982.1	法国	10.5↓
4	施巴	326.7	德国	9.5	贝德玛	1216.4	法国	6.4↑
5	欧树	255.1	法国	7.4	修丽可	1132.5	美国	6.0↑
6	芙丽芳丝	237.5	日本	6.9	芙丽芳丝	1099.8	日本	5.8↓
7	丝塔芙	80	法国	2.3	薇姿	1003.2	法国	5.3↓
8	比度克	78.6	中国	2.3	玉泽	976.0	中国	5.2↑
9	薇诺娜	40.5	中国	1.2	艾维诺	700.3	美国	4.0↑
10	欧缦丽	23.8	法国	0.7	比度克	571.7	中国	3.0↑
11	玉泽	22.9	中国	0.7	怡思丁	552.5	中国	2.9↑
12	贝德玛	9.8	法国	0.3	施巴	533.4	德国	2.8↓
13	妙乐	9	法国	0.3	丝塔芙	452.6	法国	2.4↓

#### 贝泰妮：绑定敏感肌，打上“敏感肌=薇诺娜”标签

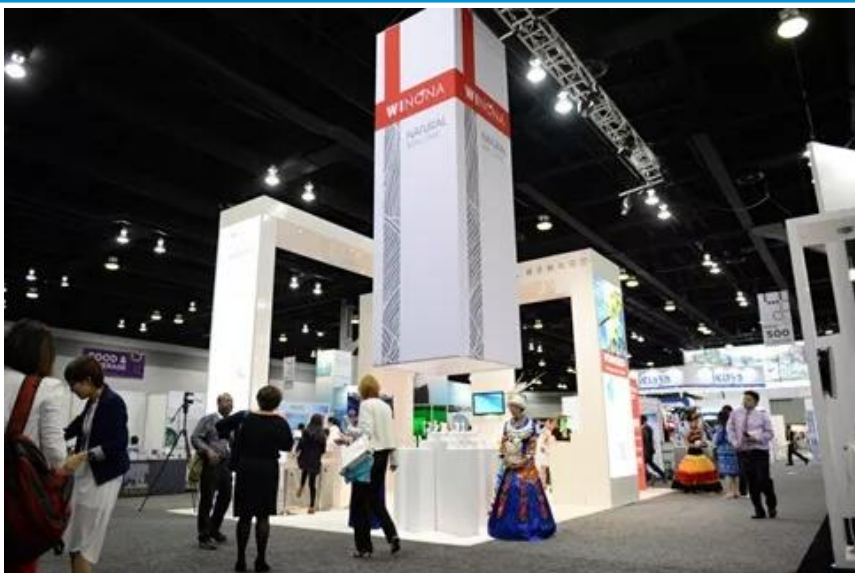
- 贝泰妮市占率持续提升只是结果，核心原因在于薇诺娜品牌通过各种方式绑定“敏感肌”这个功能性需求。给消费者留下“敏感肌=薇诺娜”的印象之后，品牌市占率提升只是一个自然而然的结果。
- 绑定方式：坚持“产学研”合作机制，通过医生背书绑定敏感肌群体。贝泰妮在产品开发中坚持产学研合作，其大单品的诞生经历了这样的过程：先是由合作医院的医生提出临床中的需求方向，贝泰妮作为品牌方联合当地高校共同研发新品，新品诞生后由全国合作的医院用于临床辅助治疗，最终结合临床反馈的产品推出市场，并经由医生的背书和引流，通过药店OTC渠道销售给消费者。

图：贝泰妮的“产学研”合作机制



- 薇诺娜通过每年举办各类敏感肌峰会、发布相应的学术论文，不断获取在功能性护肤品专业的话语权，不断彰显其专业性，从而打造功能性区隔。

图：薇诺娜参加第23届世界皮肤科大会



数据来源：薇诺娜官网，东吴证券研究所

图：薇诺娜“红宝书”+发布会



数据来源：薇诺娜官网，东吴证券研究所

- 薇诺娜进驻OTC药房、DP药房等渠道，形成更强的品牌专业性认知。药房不是薇诺娜主要的销售渠道，在公司收入中占比不高，但进驻药房有助于形成更专业的品牌认知，利于品牌的长期定位。

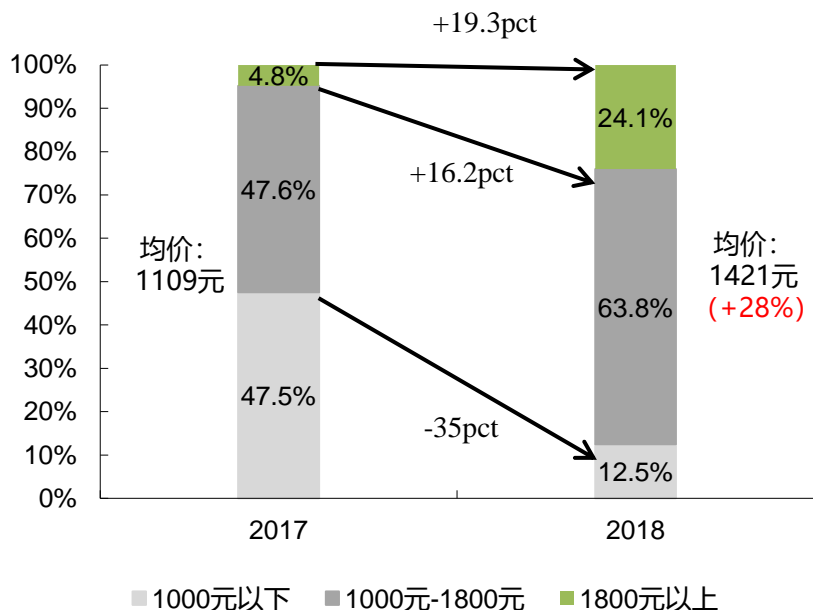
图：薇诺娜由“药”到“妆”过程，经历线下圈粉、线上复购



#### 波司登：绑定羽绒服，打上“羽绒服=波司登”标签

- 波司登多年来深耕羽绒服赛道，在消费者心中留下“专业羽绒服 = 波司登”的印象，达到“品牌即品类”的效果。波司登始于1976年，一直深耕羽绒服赛道，与品类深深绑定，让消费者提起羽绒服就想到波司登。
- 提价方面，2018年波司登完成品牌升级，产品均价显著提升。波司登多年前就开始不断尝试提升羽绒服的样式和性能。近期的关键节点在品牌完成高端化迭代的2018年：波司登1000元以下的产品销量占比从2017年的47.5%下降至2018年的12.5%，1800元以上羽绒服销量占比从2017年的4.8%提升至24.1%；整体上看，2018年波司登产品均价提升至1421元，同比+28%。

图：波司登2018年完成品牌升级，均价同比+28%



图：波司登通过产品升级提升羽绒服价格带



**“面包” 羽绒服**

售价 ¥ 689

➔



**主力“极寒”系列**

售价 ¥ 2359

波司登主力产品价格带提升至约2000元  
最高端“登峰”系列售价可达万元以上

## 品牌分级体系

省心型

品牌 1.0

品牌即认知，代表基础质量和规模化

品牌 2.0

品牌即优选，拥有溢价能力

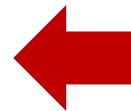
品牌 3.0

品牌即品类，行业大部分自然流量导向该品牌

品牌 4.0

品牌即身份，拥有非常高的溢价

悦己型





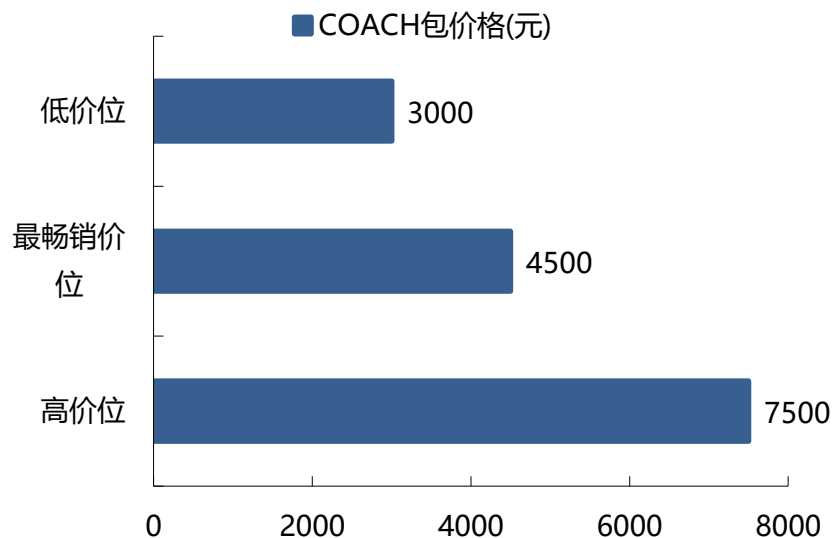
- **品牌4.0**：到了这个阶段，仅拥有或者使用品牌的某些商品，就能够成为身份的象征，因此我们称之为“品牌即身份”。如拥有AJ球鞋是资深球迷&球鞋收藏家的象征，喝飞天茅台一定程度上是高端宴席的象征。
- **到了这个阶段的品牌**，通常拥有非常高的溢价，相关商品往往是该品类里最贵的一档。奢侈品包，高端白酒，名贵手表，都是品牌4.0的代表性例子。

图：世界各国的奢侈品品牌，这些都是“品牌即身份”的范例



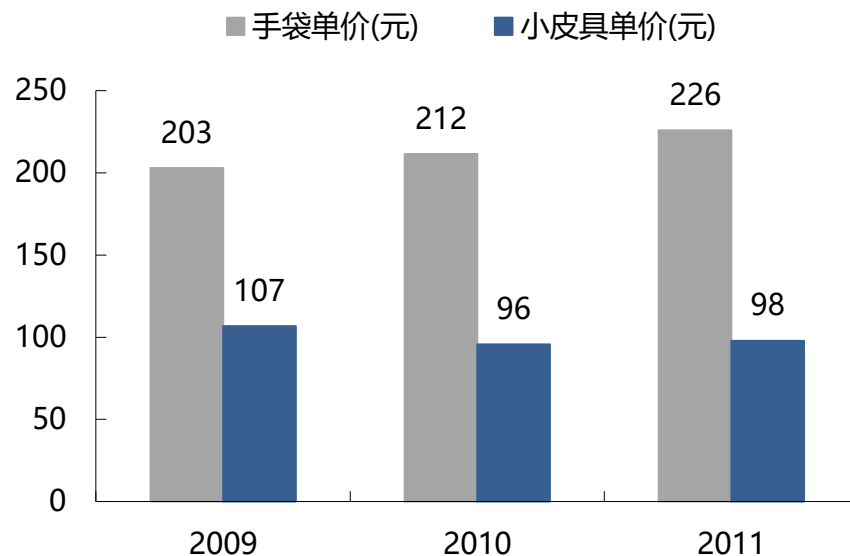
- ❑ **4.0品牌定价高的原因，并不是产品的成本高、工艺难、设计难、亦或者是技术含量高等等，而更多是品牌定价能力的集中体现。**全球最大奢侈品包代工厂时代集团控股的皮包出厂价仅数百元，奢侈品品牌往往能将这些皮包卖到上万元。
- ❑ **消费品的定价权在品牌，而不再上游代工厂。**很多类似时代集团控股的企业，具备设计、生产的全套能力，但无法卖出改价，因为品牌终端的定价权主要不在上游代工厂，而是在品牌方长期的品牌沉淀和文化输出。即，终端的定价权往往在品牌方手上，品牌最重要的壁垒就是品牌本身，这是品牌长期积累沉淀形成的。
- ❑ 如下图，时代集团的最大客户是COACH集团，2011年占总营收比为53.2%。COACH皮包均价数千元，但时代集团皮具的出厂均价仅约200元。

图：COACH品牌皮具的价格带



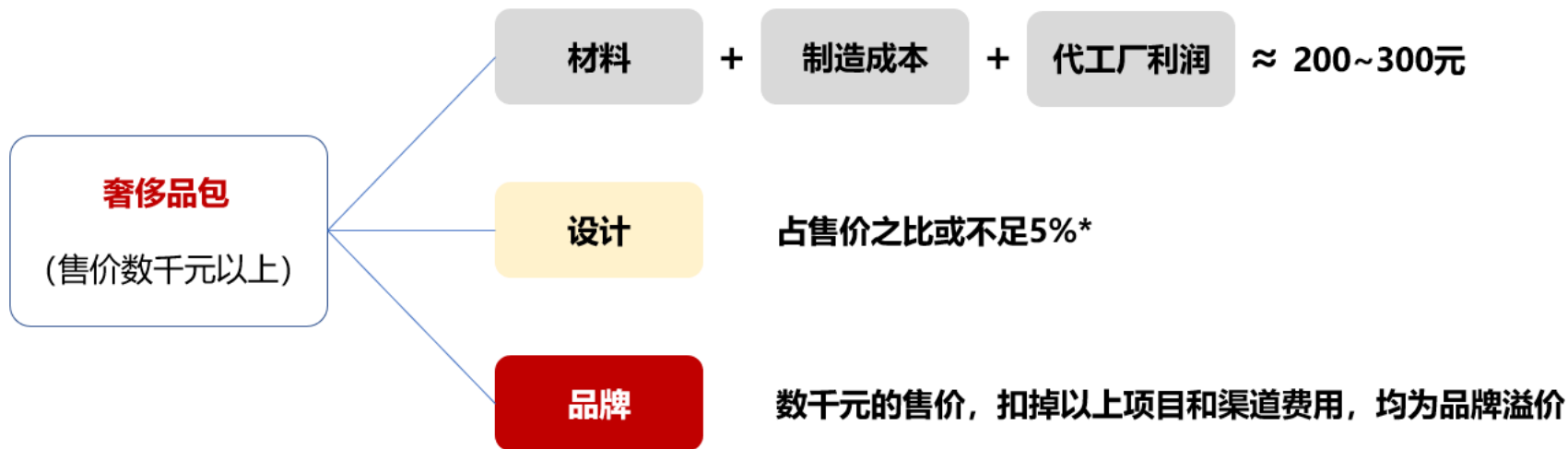
数据来源：根据COACH官网定价整理，东吴证券研究所

图：时代集团控股生产的皮具出厂价仅约200元



数据来源：时代集团控股招股书，东吴证券研究所



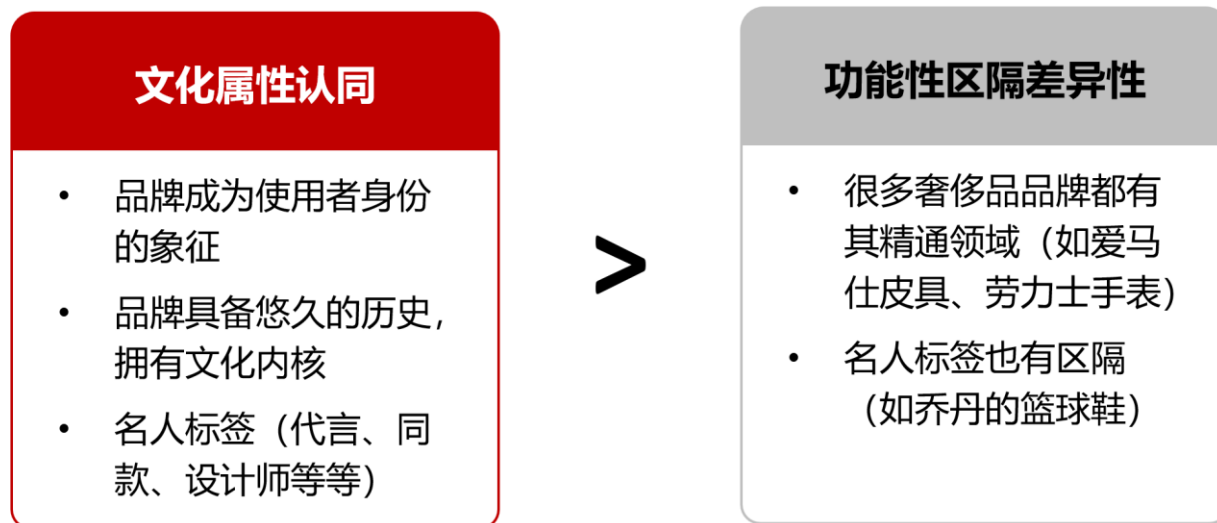


——奢侈品的定价不是“成本加成法”，产品能买多少钱，主要取决于品牌的定价能力。

- 要到达品牌即身份阶段，“文化属性认同”因素相比“功能性区隔差异”更为重要。我们发现拥有极高溢价的品类，往往集合了“社交属性”和“彰显格调能力”两个因素，因为具备这两个因素的产品，更容易形成文化属性认同。
- 当然大多数4.0品牌，仍然拥有“功能性区隔差异”。如很多奢侈品品牌都有其精通的领域，比如爱马仕之于皮具，劳力士之于手表，巴宝莉之于大衣等等。“功能性区隔差异”一定程度上也是品牌打造“文化属性认同”的一个基础条件。

图：品牌4.0中的溢价构成，文化属性认同要大于功能性区隔差异

#### 品牌4.0中的溢价成分



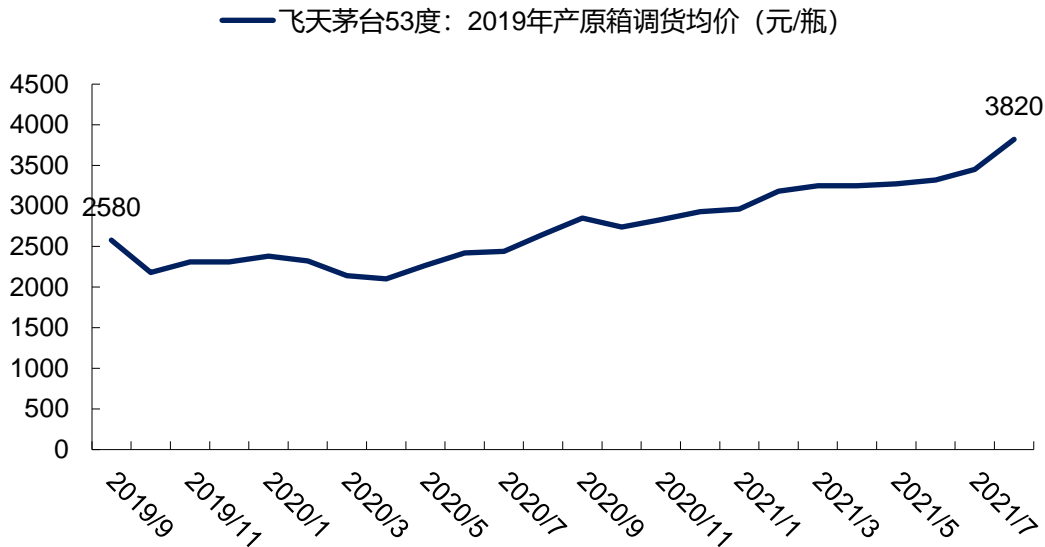
- **“品牌4.0+”是一种现象，多产生在品牌力强的品牌中。这些品牌的产品产生了广泛流通的二级市场，意味着产品具备了一定的“通货”属性。**
- **随着时间的推移，这些产品在二手交易市场上的流通价格，甚至有可能超过产品的原始定价。**
- **如：飞天茅台53度等。**

- ❑ **品牌4.0+意味着品牌价值被市场广泛认同。**形成二级市场是一个相对比较高的要求，不但要求售价较为稳定，且还要拥有一定的成交量，“有价无市”的情况当然不在此列。如果达到这个阶段，那么就意味着——市场给产品的定价高出品牌商的锚定。这意味着品牌溢价被市场广泛认可。
- ❑ **品牌4.0+的经典例子仍然是飞天茅台53度。**其定价1499元，但批发商调货价格已经接近4000元，是厂商指导价格的2倍以上。

图：飞天茅台53度建议零售价仅1499



图：飞天茅台53度经销商调货价持续上升，2021年8月高达3820元



**国潮运动鞋开始出现“品牌4.0+”现象，意味着品牌价值正在得到越来越广泛的认同。**

- 如，李宁跑鞋在二手平台上的溢价幅度可高达100%以上。李宁运动鞋中发售价最高的产品为䨻系列跑鞋，定价1699元。我们在得物平台上发现，共有21款1700元以上的运动鞋付款人数在1000人以上，其中溢价最高的“绝影䨻”，二手交易价格达到的4099元，较品牌方定价高出141%。
- 高溢价、高流通的二手国潮跑鞋市场背后，反映的是国潮品牌的品牌价值正在得到越来越多人的认同。这个认同是“文化”+“功能”双方面的影响，是多年沉淀后量变产生质变，是一个大趋势。

#### 得物二手交易平台运动鞋成交价格榜单（李宁）

 <p>LiNing李宁 绝影 䨻 减震跑鞋 棉花糖白</p> <p>¥4099      1122人付款</p>	 <p>LiNing李宁 驭帅14 䨻 蓝灰</p> <p>¥2999      1559人付款</p>	 <p>LiNing李宁 韦德之道6 晨曦粉黑</p> <p>¥2889      1086人付款</p>	 <p>LiNing李宁 韦德之道9 Infinity 黑白宣告</p> <p>¥2589      1634人付款</p>	 <p>LiNing李宁 盘古 樱花限定女款 粉</p> <p>¥2589      3136人付款</p>
 <p>LiNing李宁 驭帅13 䨻 白红</p> <p>¥2409      1487人付款</p>	 <p>LiNing李宁 驭帅14 䨻 北极白</p> <p>¥2289      5780人付款</p>	 <p>LiNing李宁 驭帅13 䨻 Low "玫瑰之城" 焰红色</p> <p>¥2089      1127人付款</p>	 <p>LiNing李宁 驭帅13 䨻 Low RJ 海豚蓝</p> <p>¥2069      1699人付款</p>	 <p>LiNing李宁 韦德之道8 305 白色</p> <p>¥1999      1031人付款</p>

国潮运动鞋开始出现“品牌4.0+”现象，意味着品牌价值正在得到越来越广泛的认同。

- 安踏部分鞋款二级市场溢价幅度超100%：安踏天猫旗舰店运动鞋中最高发售价为999元。得物平台安踏品牌成交价1000元以上、付款人数在1000人以上的鞋子共有8款，有如下特征：均为篮球鞋，且全部为克莱汤普森代言的KT系列；二手售价最高的为KT5本草纲目特别款。2020年KT迭代到第六代，上代产品KT5本草纲目较KT6的官网统一价869元溢价108%。

#### 得物二手交易平台运动鞋成交价格榜单（安踏）



Anta安踏 汤普森 KT5 本草纲目 妙手回春 特殊鞋盒

¥1809 3834人付款



East Bay Times x Anta安踏 KT4 联名 报答 报纸 汤

¥1659 6201人付款



Anta安踏 汤普森 KT6系列 "山水觉" 白黑 实战篮球鞋

¥1569 1867人付款



Anta安踏 KT4 ALL STAR 全明星配色 魔术贴 特殊鞋

¥1459 1029人付款



Anta安踏 KT5 Pro 六神联名限量款 白蓝 实战篮球鞋

¥1399 1141人付款



Anta安踏 KT4 汤普森四代 静水鸳鸯 限量套装 实战篮

¥1369 1333人付款



Anta安踏 KT4 ALL STAR 全明星配色 魔术贴 实战篮

¥1169 23325人付款



Anta安踏 汤普森 KT2 全明星配色 黑蓝白

¥1159 3950人付款

## 二手交易平台交易界面

### 李宁 绝影

39	39.5	40	41
¥5759	¥--	¥6009	¥7289
41.5	42	43	43.5
¥4929	¥4629	¥4689	¥4099
44	45	45.5	46
¥4799	¥--	¥--	¥--

交易模式: 求购

尺码推荐即将上线, 请您完善个人尺码信息

¥4099 | 约3天到 | ¥4099 | 约6天到 | ¥3439 | 约8天到

### 李宁 驭帅14

39	39.5	40	41
¥--	¥2899	¥4999	¥3929
41.5	42	43	43.5
¥3949	¥4499	¥4939	¥4999
44	45	45.5	46
¥4949	¥4479	¥--	¥3589
47	¥--		

交易模式: 求购

尺码推荐即将上线, 请您完善个人尺码信息

¥2899 | 约6天到

### 安踏 KT5

39	40	41	42
¥2099	¥1889	¥1809	¥1889
42.5	43	44.5	45
¥1999	¥1869	¥2269	¥2479

交易模式: 求购

尺码推荐即将上线, 请您完善个人尺码信息

¥2199 | 约2天到 | ¥1809 | 约6天到 | ¥1599 | 约8天到

## 4. 投资建议



### 我们要找的消费品公司：渗透率提升的，集中度提升的，价格持续提升的。

- ✓ **渗透率提升：**大部分传统消费品（衣食住行等）都已经度过了快速成长的阶段，渗透率的提升通常在新出现的消费品品类，如医美、电子烟等。

或：

- ✓ **市占率提升：**相对成熟品类主要看品牌化/品牌集中度提升和价格提升。1.品牌化程度提升（如火锅餐饮行业）；2.品牌市占率提升（如功能性服饰、功能性护肤品行业）。

或：

- ✓ **价格提升：**小部分消费品有持续提升产品价格带的能力，如茅台、爱马仕等。

### 功能性服装：行业增长、品牌集中度增长、价格提升三大消费品增长逻辑均具备，重点关注。

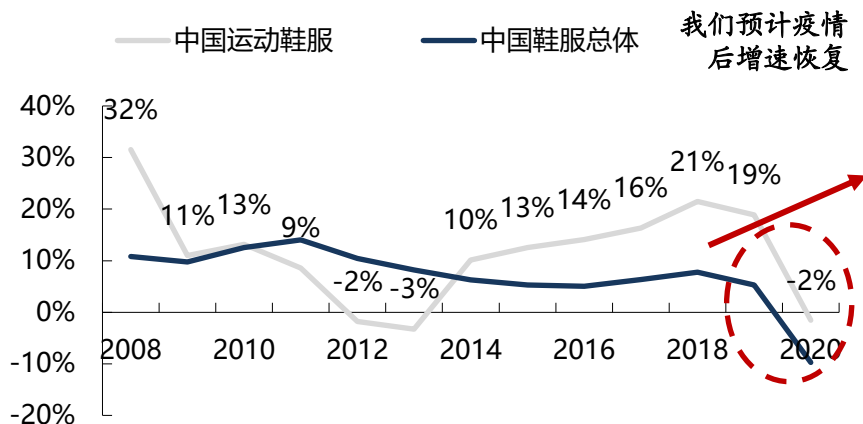
- 功能性服装指的是羽绒服、运动服饰这类具有一定针对性的服饰。我们认为，国产运动服饰品牌三大逻辑均具备，值得重点关注。
- **逻辑①行业增长：疫情后复苏强劲，运动服饰等功能性服装赛道持续高增。**据国家统计局，限额以上服装鞋帽针纺品类商品零售额的同比增速在疫情之后有所反弹，服装行业疫情后呈现复苏势头；根据Euromonitor，2013-2019年中国运动鞋服市场规模 CAGR 为 16%，是增速和增长持续性都比较好的赛道。
- **逻辑②品牌集中度增长：中国运动品牌航行业集中度不断提升，国货龙头品牌市占率持续增长。**根据Euromonitor，从整体上看，我国运动服饰品牌集中程度提升明显。以销售额计，CR5从2011年的48%提升至2020年的59%。而国产品牌的市占率提升幅度更大：2018-2020年，TOP 10 海外运动品牌市占率从47.6%提升至48.4%；国货运动品牌市占率从26.4%提升至29.4%。经营优化、文化自信等因素，都是国牌崛起的主要原因。
- **逻辑③价格提升：店效提升是核心增长驱动；部分产品开始出现二级交易市场，具备涨价潜力。**店效提升是过往功能性服饰增长的核心驱动，未来店效增长仍有空间。在“得物”等二手交易平台上，我们发现部分国货潮鞋的成交价格 是标价的100%以上，意味着头部品牌的尖货已经具备进一步涨价的潜力。

### 功能性服装标的：推荐安踏体育、波司登，建议关注李宁。

- **安踏：多品牌矩阵集团，管理运营能力强。**安踏主品牌，FILA和迪桑特等仍有望保持高速增长。
- **波司登：打造“专业羽绒服=波司登”标签，品牌势能持续提升。**公司产品价格带持续提升，经营效率不断改善，FY2022 PE约25倍，估值性价比高。
- **李宁：潮鞋形成二级市场，具备涨价潜力。**李宁品牌在国内具备领先的 品牌认知，也是国潮元素的直接代表，产品力强，盈利能力改善。

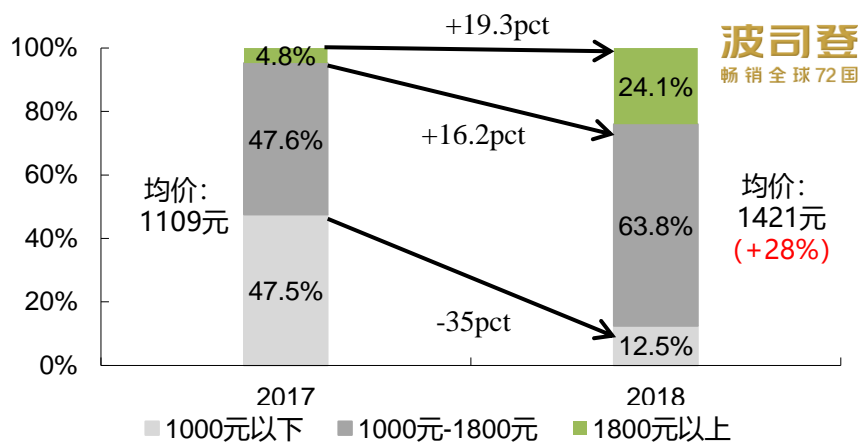
# 4.1 功能性服装：三大消费品增长逻辑兼具，重点关注

图：2008-2020年中国鞋服及运动鞋服市场规模增速



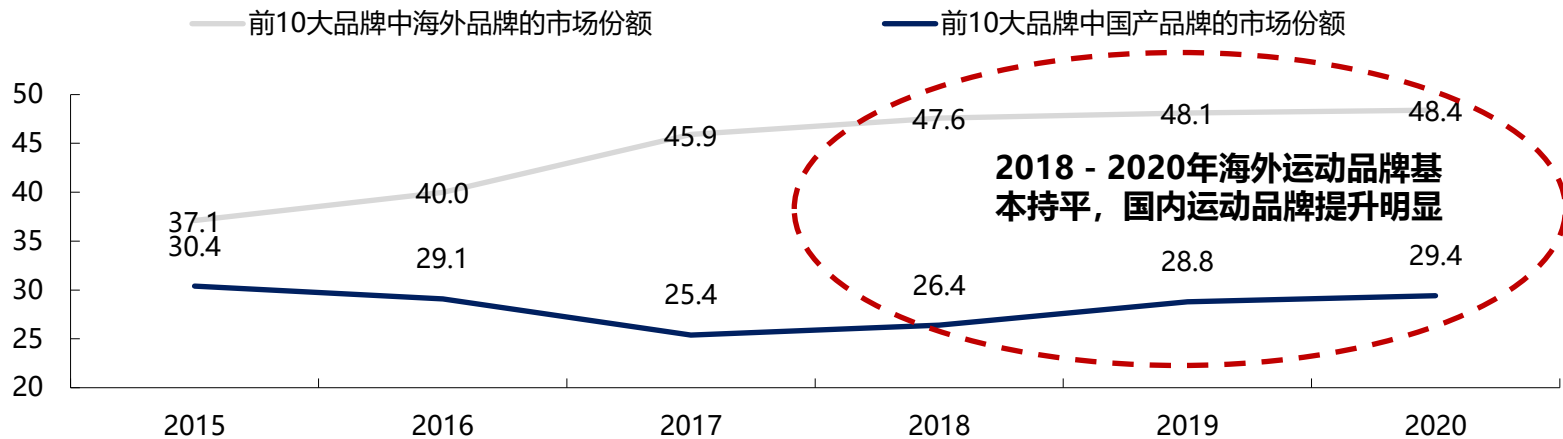
数据来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

图：波司登通过产品迭代实现价格带提升



数据来源：公司公告, 东吴证券研究所

图：国内运动品牌前10大中国品牌份额自2017年触底后开始反弹（销售额%）



数据来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

### 功能性护肤品：规模快速增长、能出好品牌的好赛道

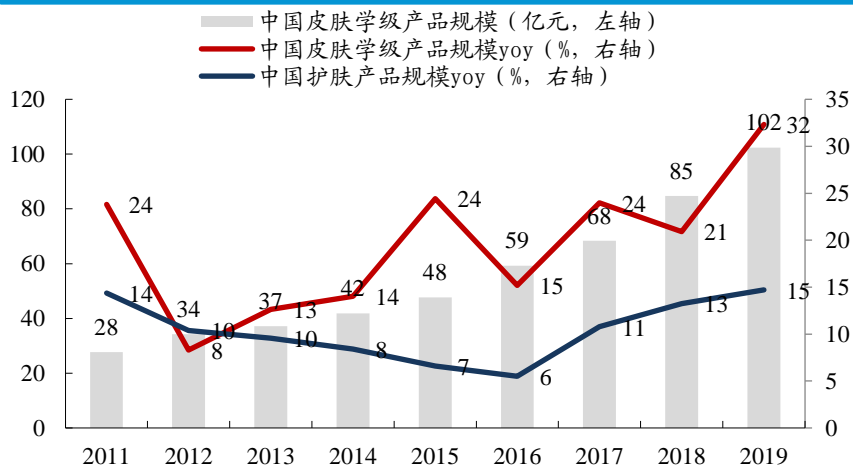
- ❑ **逻辑①：市场规模快速增长。**功能性护肤品是化妆品里增速较快的赛道。根据Euromonitor，2016-2019年，我国功能性护肤品CAGR为25.7%，远高于护肤品整体的12.9%。
- ❑ **逻辑②：“功能性”好赛道，品牌市占率有望持续提升。**我们认为“功能性区隔”使得功能性产品的赛道不但容易产生市场份额高的大品牌，还能够产生一定的溢价，因此功能性护肤品是个好赛道。从全球来看，功能性护肤品TOP 1品牌的市占率（以销售额计）远远高于护肤品TOP 1品牌的市占率。国内，国货功能性护肤品品牌市占率提升趋势显著。

### 推荐标的：贝泰妮、华熙生物等。

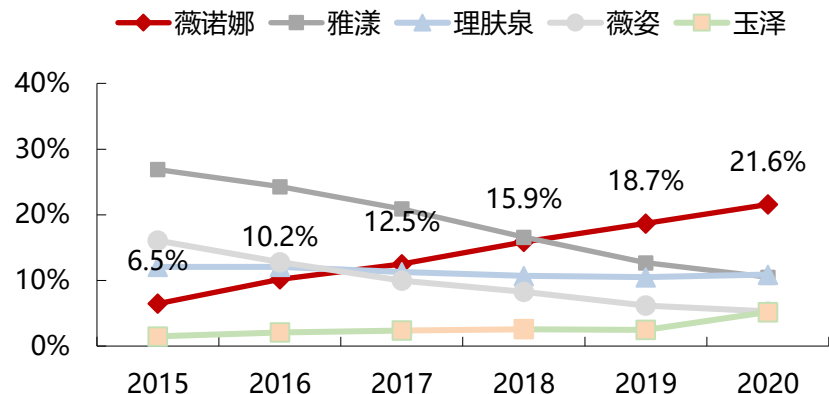
- ❑ **贝泰妮：功能性护肤龙头，打造“敏感肌=贝泰妮”标签。**短期受益于化妆品新规落地、行业壁垒提升，长期通过内延外展构建平台型公司，天花板不断提升。
- ❑ **华熙生物：医美和功能性护肤双龙头。**功能性护肤多品牌持续高成长，医美年内开始发力、推出正规水光针双子针，长期天花板较高。

## 4.2 功能性护肤品：规模快速增长、能出好品牌的好赛道

图：2010-2019年中国皮肤学级产品规模及增速



图：2015-2020年贝泰妮旗下薇诺娜品牌市占率快速提升



表：2011年和2020年中国皮肤学级产品零售额排名及市占率对比

年度	2011				2020			
	排名	品牌	零售额 (百万人民币)	市占率 (%)	品牌	零售额 (百万人民币)	国别	市占率 (%)
	1	雅漾	970.4	28.3	薇诺娜	4083.8	中国	21.6↑
	2	薇姿	960	28.0	理肤泉	2068.2	法国	10.9↓
	3	理肤泉	412.8	12.0	雅漾	1982.1	法国	10.5↓
	4	施巴	326.7	9.5	贝德玛	1216.4	法国	6.4↑
	5	欧树	255.1	7.4	修丽可	1132.5	美国	6.0↑
	6	芙丽芳丝	237.5	6.9	芙丽芳丝	1099.8	日本	5.8↓
	7	丝塔芙	80	2.3	薇姿	1003.2	法国	5.3↓
	8	比度克	78.6	2.3	玉泽	976.0	中国	5.2↑
	9	薇诺娜	40.5	1.2	艾维诺	700.3	美国	4.0↑
	10	欧缦丽	23.8	0.7	比度克	571.7	中国	3.0↑
	11	玉泽	22.9	0.7	怡思丁	552.5	中国	2.9↑

### 医美行业：具备渗透率提升逻辑，有望持续高增

- ❑ **行业规模持续高增。**根据艾瑞咨询，2014-2019年间，我国医美的市场规模从480亿元增长至1769亿元，2014-2019年CAGR 达到 29.8%；预计2020E-2025E的CAGR为16.4%。
- ❑ **渗透率提升为行业增长的核心驱动**，根据弗若斯特沙利文，2019年我国每千人医美次数明显低于韩国、日本、美国等世界主要国家。从每千人医美次数上看，我国医美渗透率未来有较大提升空间。
- ❑ **渗透率提升是一个相对稀缺的逻辑。**大部分传统消费品（衣食住行等）都已经度过了快速成长的阶段，渗透率的提升通常在新出现的消费品品类，如医美、电子烟等。
- ❑ **医美渗透率提升未来仍有望驱动行业持续增长。**我国大众对医美接受程度的不断改善是医美渗透率提升的一大原因，2020年，30岁以上年龄段、中底线城市的医美渗透率仍不高，这些人群有望为未来医美的群体扩充注入长期驱动力。

### 推荐标的：爱美客、四环医药等。

- ❑ **爱美客：医美上游龙头**，嗨体系列持续放量，最新一代童颜针上市推广较为顺利，长期管线丰富、营销能力强。
- ❑ **四环医药：稀缺肉毒素批证**，壁垒较高，且医美管线较为丰富，估值相对较低。
- ❑ **华熙生物：医美和功能性护肤双龙头。**功能性护肤多品牌持续高成长，医美2021年内发力、推出正规水光针双子针，长期天花板较高。

图：相关标的估值表（截至8月24日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
2020.HK	安踏体育	3,841	171.20	51.62	78.75	101.94	74	49	38	买入
3998.HK	波司登	514	5.72	17.10	20.73	25.40	30	25	20	买入
2331.HK	李宁	1,983	95.75	16.98	34.28	43.07	117	58	46	未评级
300957.SZ	贝泰妮	858	202.49	5.44	8.15	11.42	158	105	75	买入
300896.SZ	爱美客	1,272	588.05	4.40	8.79	12.91	289	145	99	买入
688363.SH	华熙生物	947	197.39	6.46	7.91	9.96	147	120	95	买入
0460.HK	四环医药	183	2.33	4.73	12.02	17.39	39	15	11	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所。

注1：归母净利润已覆盖标的为东吴预测，未覆盖标的来自wind一致预测。

注2：总市值、归母净利润为人民币口径，收盘价为原始货币；港股的市值/PE以港币：人民币=1:0.83换算。

注3：波司登 20A-22E 对应 FY21A-FY23E。

## 5. 风险提示



- **疫情反弹：**Delta疫情零星反弹或对线下消费、快递物流产生不利影响。
- **新产品不及预期：**造成品牌增长不及预期、价格带提升不及预期等。
- **行业竞争加剧：**医美、功能性护肤品等快速增长的赛道存在行业竞争加剧的风险，可能会影响企业盈利水平。
- **获客成本上升：**获客成本上升将影响品牌的盈利能力和增长速度。
- **渠道变革：**目前服装、化妆品等领域的消费公司，渠道构成已经相对成熟。若渠道变革，则可能对现有品牌的地位造成冲击，应对不佳的品牌有衰落的风险，而应对良好的品牌则有望迎来加速增长。
- **库存积压风险：**服装品牌库存积压或拖累盈利能力的和品牌战略规划。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园