光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

本土龙头加速崛起，疫后复苏弹性可期

——纺织服装及化妆品行业2023年年度投资策略

2022年12月13日

作者：孙未未 朱洁宇

证券研究报告

核心观点

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

纺织服装行业2023年度策略：

1）运动服饰长期景气：继续看好政策助力下运动服饰行业持续景气，我国运动项目正在走向多元化、细分化，新兴项目存发展潜力。当前国际龙头大中华区销售仍呈疲态，国内龙头锐意提升市场份额。

2）国潮崛起趋势延续：国潮崛起趋势依旧，国产运动龙头把握机遇，对渠道议价能力上升。

3）复苏弹性可期：复盘2020年疫情后品牌服饰各子行业的业绩表现，运动服饰、高端服饰、户外复苏较早、韧性较强。展望明年，线下以及购物中心占比高的公司将展现出更强的业绩复苏弹性；同时消费支持政策有望提振消费信心，利好大众消费。

4）纺织制造存需求扰动：纺织制造行业短期在内需不振、外需走弱的背景下或面临订单压力，但全球化布局的龙头长期竞争优势不改、期待度过波折继续稳健增长。

5）高股息类标的提供稳健回报：高股息率的股票具有一定防御属性、吸引力上升。

化妆品行业2023年度策略：

1）国货崛起，积极突围：我国化妆品行业维持稳健增长，根据欧睿，按零售额计，2021~2026年行业规模年复合增速预计为10.08%。疫情影响下1~10月化妆品零售额累计同比下滑2.80%。

2）监管趋严、走向规范：2020年以来行业监管趋严，国家政策从化妆品的原料、宣称、评价、标识等方面作出明确规定，利好头部合规经营企业。

3）产品为王，功效先行：大单品策略行之有效，传统国货积极焕新、破圈增长，并以技术带动产品革新、实现提价升级。功效护肤、纯净美妆兴起，且在“早C晚A”、“以油养肤”等护肤概念风靡时，国货有望抓住机遇顺风而上。同时消费升级下细分品类如防晒、美护发、香氛消费需求更加多元。

4）研发为核，保驾护航：核心成分/配方会在市场同质化竞争中起到越来越关键的作用，国内品牌商正在逐渐加强对基础研究的重视、搭建完整的产品研发体系，构筑品牌护城河。

5）线上主导，抖音高增：化妆品线上渠道占比逐渐提升，线下百货、超市等占比下降。线上渠道中抖音美妆强势增长，淘系美妆总体承压。

核心观点

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

投资建议与推荐标的

纺织服装行业：

品牌服饰方面，1）**推荐主线1：**从长期赛道景气度和品牌力的角度，推荐运动服饰龙头，包括**安踏体育、李宁、特步国际**；2）**推荐主线2：**在其他服装家纺领域，我们建议从品类的消费特性和品牌粘性出发，推荐高端运动时尚代表**比音勒芬**，羽绒服细分赛道龙头**波司登**，家纺龙头**罗莱生活**等。

上游纺织制造方面，短期海外经济和消费需求的不确定性仍存，但我们认为全球化布局的纺织制造细分行业龙头长期逻辑不会受到短期波动的干扰，长期继续推荐**华利集团、申洲国际、伟星股份**。

化妆品行业：

我们继续推荐，1）**珀莱雅：**积极提升产品力、运营能力强、已形成多个大单品系列、经营质量向好、多品类及多品牌战略布局清晰；2）**贝泰妮：**业绩高增长、细分赛道敏感肌护肤龙头地位稳固、积极拓展新品类和功效、多品牌布局发力；3）**上海家化：**老牌国货集团期待焕新，上半年受疫情影响较大、三季度业绩现拐点利空消化，长期受益行业监管趋严和研发合规导向。

风险提示：宏观经济增速下行，疫情反复或者极端天气致终端消费疲软，影响服装、化妆品等产品的消费需求；行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响；电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升，影响品牌商的盈利能力。

核心观点

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

表1：纺织服装行业重点推荐公司盈利预测与估值表

证券名称	证券代码	股价（元人民币）	市值（亿元人民币）	EPS（元）				PE				21~24年3年归母净利润CAGR	PEG	投资评级	
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			本次	变动
安踏体育	2020.HK	74.37	2018.10	2.86	3.03	3.86	4.85	26	25	19	15	19%	1.28	买入	维持
李宁	2331.HK	50.13	1315.13	1.53	1.74	2.17	2.61	33	29	23	19	19%	1.49	买入	维持
特步国际	1368.HK	7.29	192.10	0.34	0.41	0.49	0.64	21	18	15	11	23%	0.78	买入	维持
比音勒芬	002832.SZ	24.05	137.26	1.09	1.41	1.77	2.12	22	17	14	11	25%	0.69	买入	维持
罗莱生活	002293.SZ	9.83	82.56	0.85	0.76	0.94	1.09	12	13	10	9	9%	1.50	买入	维持
波司登	3998.HK	3.04	331.25	0.19	0.22	0.26	0.3	16	14	12	10	16%	0.84	买入	维持
华利集团	300979.SZ	46.20	539.15	2.37	2.84	3.31	3.9	19	16	14	12	18%	0.90	买入	维持
申洲国际	2313.HK	57.64	866.52	2.24	3.19	3.83	4.75	26	18	15	12	28%	0.63	买入	维持
伟星股份	002003.SZ	9.93	102.99	0.43	0.54	0.64	0.75	23	18	16	13	20%	0.90	买入	维持

注：上表中波司登EPS和PE对应的为2023~2025财年的盈利预测数据
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-28；汇率按1HKD=0.9164RMB换算

表2：化妆品行业覆盖公司盈利预测与估值表

公司名称	证券代码	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）				PE				21~24年3年归母净利润CAGR	PEG	投资评级	
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			本次	变动
珀莱雅	603605.SH	169.48	480.51	2.87	2.61	3.28	4.08	59	65	52	42	12%	5.22	买入	维持
贝泰妮	300957.SZ	129.42	548.22	2.04	2.81	3.71	4.80	63	46	35	27	33%	1.40	买入	维持
上海家化	600315.SH	28.40	192.80	0.96	0.83	1.12	1.29	30	34	25	22	10%	3.31	买入	维持
水羊股份	300740.SZ	11.63	45.23	0.61	0.63	0.92	1.15	19	18	13	10	24%	0.78	增持	维持
丸美股份	603983.SH	36.52	146.61	0.62	0.58	0.7	0.82	59	63	52	45	10%	6.45	增持	维持
青松股份	300132.SZ	7.34	37.92	-1.76	0.01	0.31	0.52	—	734	24	14	—	—	中性	维持
壹网壹创	300792.SZ	26.22	62.58	1.37	1.32	1.65	2.24	19	20	16	12	18%	1.12	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-28

目 录

1 纺织服装行业：拨云见日复苏可期，本土品牌提质增长

2 化妆品行业：竞争加剧、监管趋严，国货崛起、产品突围

3 投资策略与推荐标的

4 风险分析

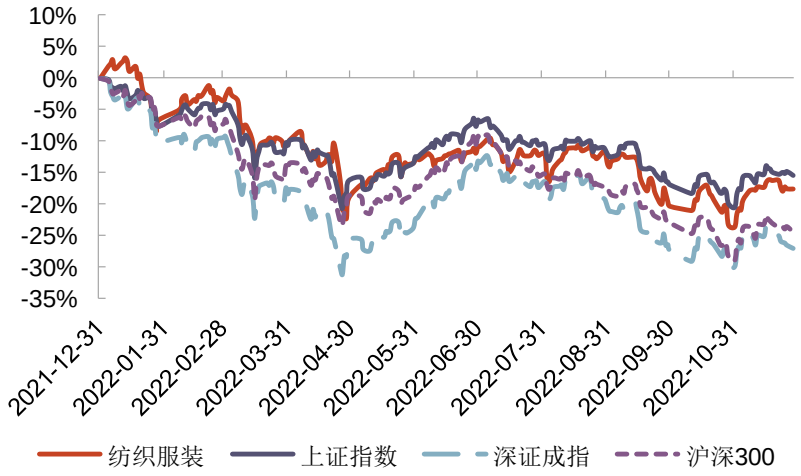
1.1 年初以来受疫情扰动纺服板块估值回调

纺织服装行业—A股

行情：2022年1月1日~11月28日A股纺织服装行业累计下跌17.67%，排名申万一级行业中的第17名、位居全行业中游，子行业中纺织制造和服装家纺分别-15.98%、-18.42%。

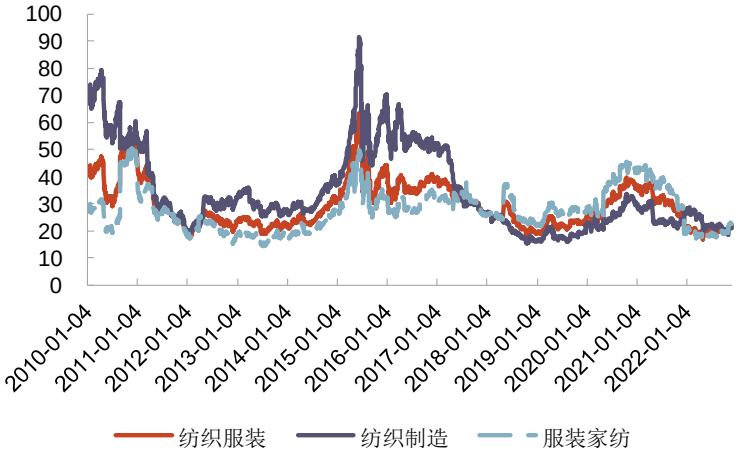
估值：截至2022年11月28日纺织服装PE（ttm）为22倍，子行业纺织制造、服装家纺分别为21倍、22倍，估值分位数分别为19.94%、15.48%、28.91%。

图1：2022年初至今纺织服装板块累计涨跌幅（%）



注：股价日期截至2022年11月28日，下同
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图2：2010年初至今纺织服装及子行业纺织制造、服装家纺PE估值走势（ttm）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

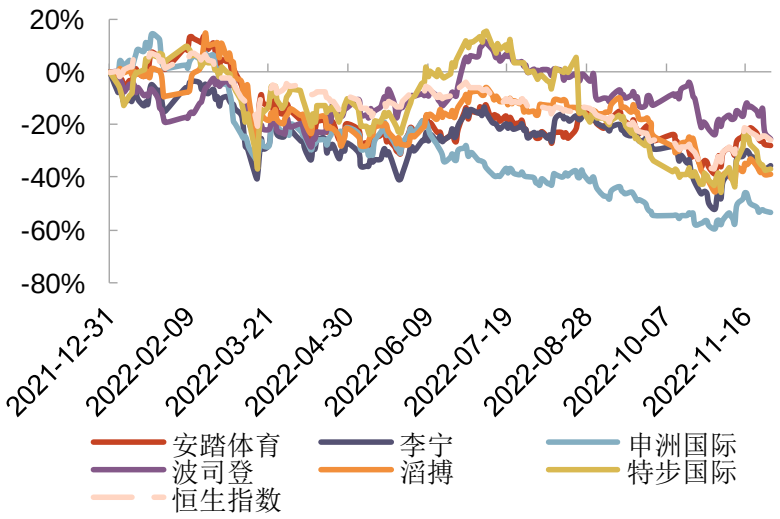
1.1 年初以来受疫情扰动纺服板块估值回调

纺织服装行业—港股

行情：2022年1月1日~11月28日港股纺织服装行业市值超千亿的龙头公司安踏体育、李宁跌幅分别为27.99%、35.48%，均跑输恒生指数同期累计涨跌幅（-25.68%），制造龙头申洲国际跌幅为53.56%。

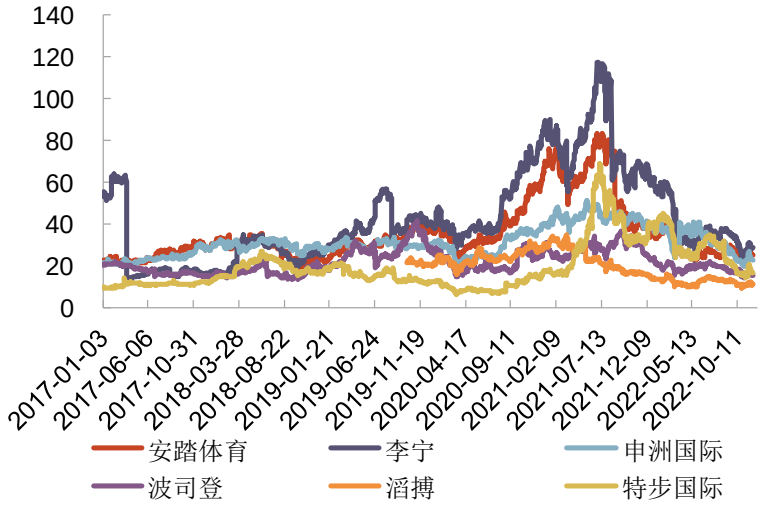
估值：代表公司中除特步国际外，其余公司安踏体育、李宁、申洲国际、波司登、滔搏11月28日估值均处于历史35%以下的分位数水平。

图3：港股代表纺织服装行业上市公司2022年初至今累计涨跌幅走势（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图4：港股代表纺织服装行业上市公司2017年初至今PE估值走势（ttm）



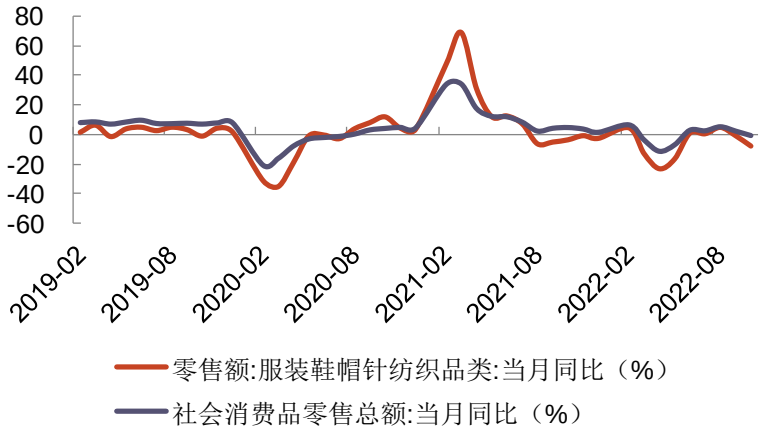
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.2 品牌服饰：疫情影响较大，Q3弱复苏

行业总览：疫情背景下，1~10月服装零售额累计同比-4.40%

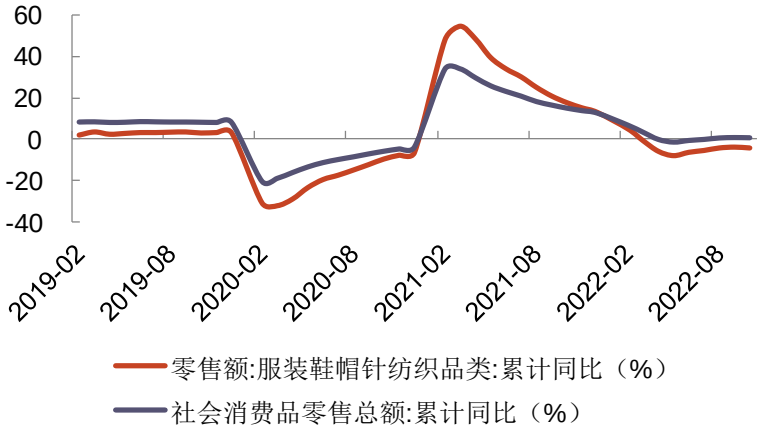
今年以来服装作为典型可选消费品类零售受疫情影响较大，1~10月服装零售额累计同比-4.40%。上半年3~5月受损最大，服装单月零售额同比-12.70%、-22.80%、-16.20%；6~8月疫情逐步受控、但高温天气和消费信心走弱亦带来不利影响，综合多因素下服装零售额同比增速呈现温和改善、弱复苏，单月同比+1.20%、+0.80%、+5.10%；9月、10月随着疫情反复，服装零售额增速转为下滑、单月同比-0.50%、-7.50%。

图5：19年1月~22年10月服装零售额单月同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图6：19年1月~22年10月服装零售额累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

1.2 品牌服饰：疫情影响较大，Q3弱复苏

业绩回顾：前三季度行业收入、归母净利润同比-6%、-50%

分属于10个子行业的A股合计34家公司：

- 前三季度合计收入、归母净利润同比-6.48%、-50.28%、降幅与上半年相比均有收窄。
- 22Q1~Q3收入同比-3.14%、-13.54%、-3.03%，归母净利润同比-35.91%、-84.93%、-27.54%。

22Q3收入及利润端同比均为下滑主要系疫情仍存在反复，且部分费用刚性致使利润端降幅大于收入端。但22Q3行业收入及利润端降幅环比均有收窄。

图7：19年~22年前三季度行业收入及增速

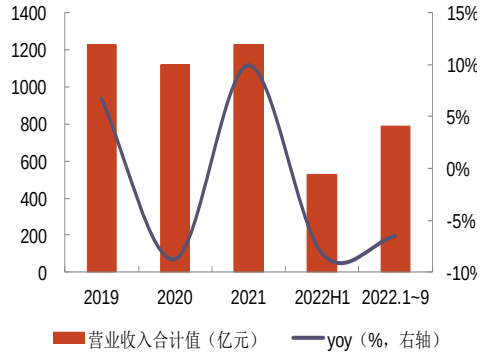


图8：19年~22年前三季度行业归母净利润及增速

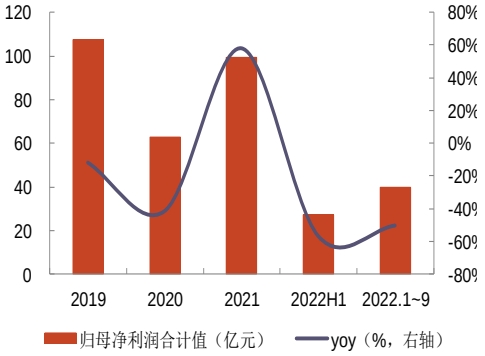


图9：21Q1~22Q3单季度行业收入及增速

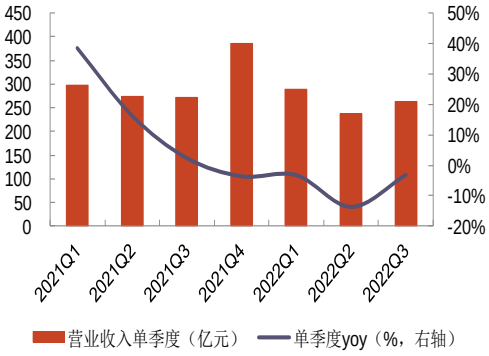
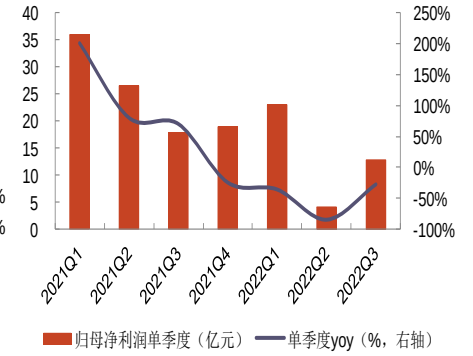


图10：21Q1~22Q3单季度行业归母净利润及增速



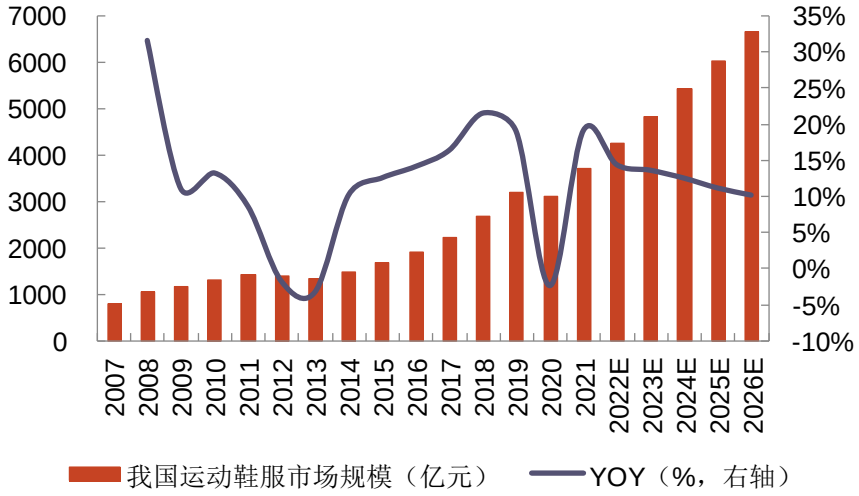
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

1.3.1 品牌服饰：运动服饰长期景气，国货加速崛起

运动服饰行业前景广阔，政策助推行业持续景气

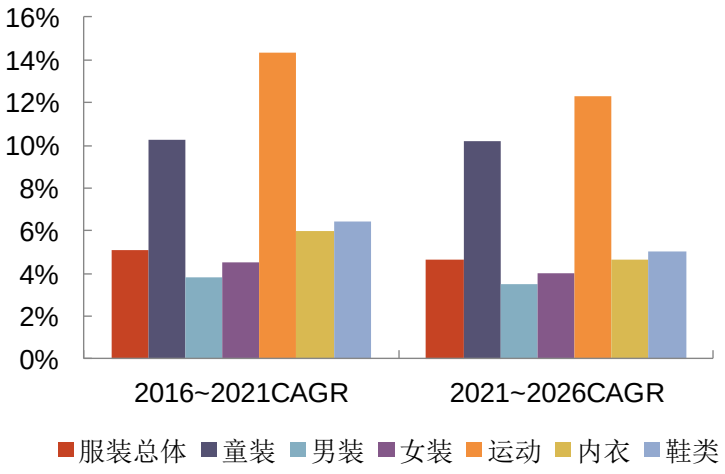
我国运动服饰行业是服装行业里增速最高、景气度最好的子行业。根据Euromonitor，按零售额计，2021年我国运动服饰行业规模为3718.20亿元，2016~2021年年复合增速为14.32%、明显高于服装行业总体的5.09%，2021~2026年年复合增速为12.31%（服装行业总体为4.66%）。近年来我国接连出台一系列体育产业相关政策、助推行业持续景气，如《全民健身计划（2021-2025年）》 、《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》等。

图11：按零售额计2007年~2026E我国运动服饰行业市场规模及增速



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

图12：我国服装及子行业规模年复合增速



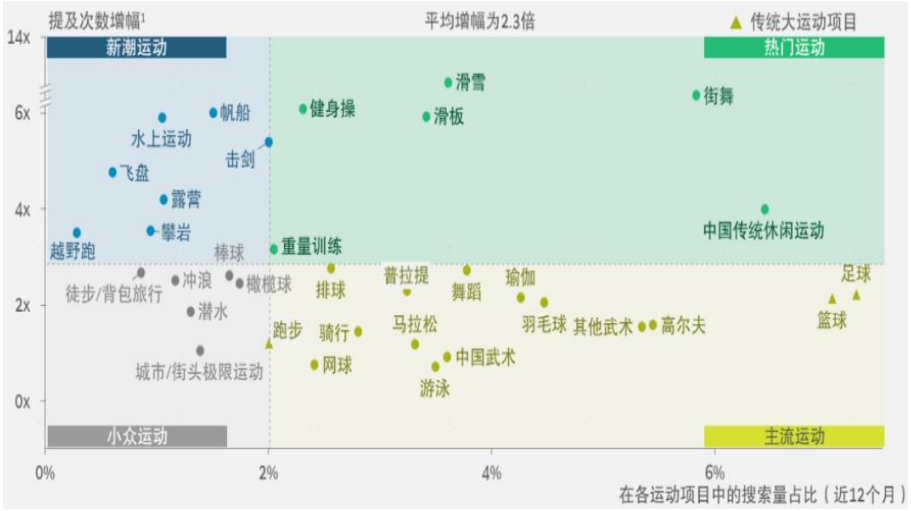
资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

1.3.1 品牌服饰：运动服饰长期景气，国货加速崛起

运动项目走向多元化、细分化，新兴项目存发展潜力

随着居民收入水平的增加、体育消费升级以及体育项目多元化发展，**越来越多的年轻消费者开始投入到更加细分的新兴体育运动中，例如瑜伽、普拉提、攀岩、冰雪运动、露营等。**同时户外运动产业发展规划亦在带动行业走向多元化发展、丰富增长极。根据波士顿咨询，目前足球、篮球仍为市场主流运动项目，但滑雪、街舞、健身操、帆船、滑板、水上运动、露营等项目在社交媒体上提及次数增幅较高。

图13：社交媒体声量较高的运动项目以及提及次数增幅（2018年VS近12个月）



注：近12个月为2021年8月~2022年8月；增幅为近12个月的社交媒体提及次数/2018年的社交媒体提及次数

资料来源：波士顿咨询

图14：我国年轻人群运动爱好发展趋势



资料来源：波士顿咨询

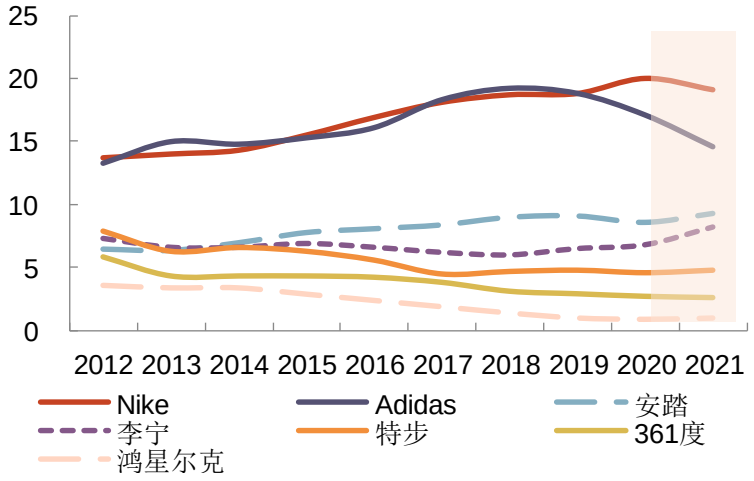
1.3.2 品牌服饰：国潮崛起趋势延续，国货焕新升级

国际龙头销售表现疲弱，国内龙头锐意提升市场份额

一方面，我们看到部分优秀国产品牌的份额提升。自2021年新疆棉事件以来，Nike和Adidas大中华区销售表现较为低迷，而国产品牌锐意进取、提升市场份额。按零售额计，国产龙头安踏、李宁、特步品牌份额2021年分别同比提升0.7、1.4、0.2PCT，而国际龙头Nike、Adidas分别同比下降0.9、2.5PCT。

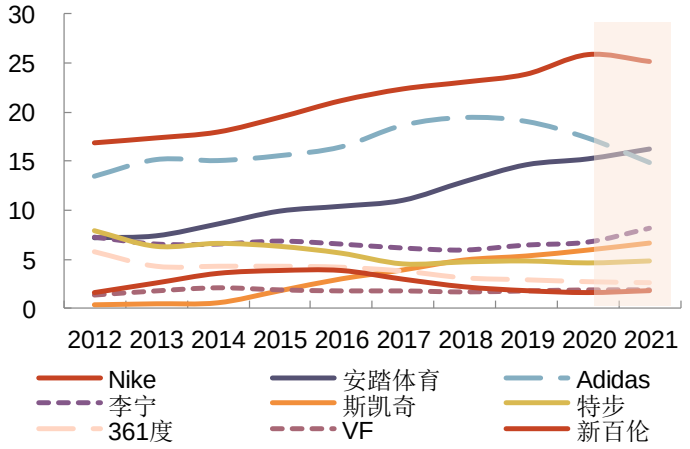
另一方面，国产运动服饰公司积极布局多品牌、拓展第二增长曲线、覆盖多个细分市场，提升整体的公司份额。按零售额计，安踏体育在多品牌战略推动下2021年超越Adidas成为我国运动服饰市场第二大公司、市占率达16.2%，仅次于Nike。

图15：2012~2021年按零售额计我国运动服饰市场各品牌份额情况（%）



注：上图总均指品牌份额
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图16：2012~2021年按零售额计我国运动服饰市场各公司份额情况（%）



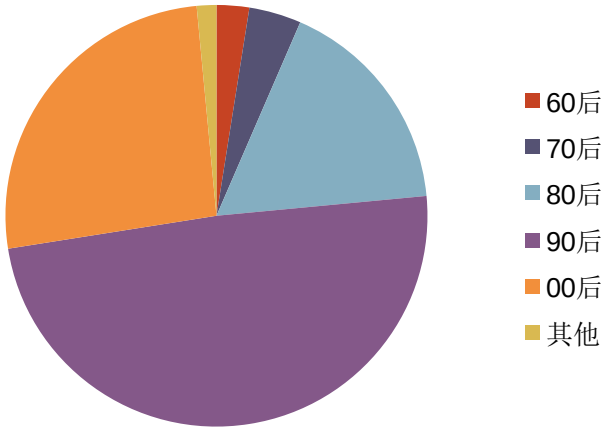
注：上图中均指各公司总份额，如安踏体育为多品牌集团，此处表示其公司总体份额
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

1.3.2 品牌服饰：国潮崛起趋势延续，国货焕新升级

国潮崛起趋势延续，国货品牌把握机遇、焕新升级

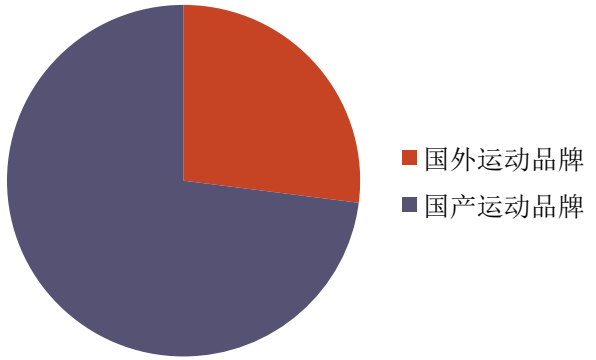
当前Z世代逐渐成为消费主力，其民族自信心更强、对“国潮”的关注度更高，国潮品牌的渗透率将得到提升。在消费偏好方面，根据艾瑞咨询调研显示，我国约73%的年轻人群在购买运动装备时更加偏好国产运动品牌，其中李宁、安踏、鸿星尔克、特步等主流国潮品牌受到年轻人群的欢迎；从消费者的角度来看，我国年轻人群认为国潮运动品牌具备产品质量好、蕴含中华文化价值观、专业、具有创新精神、潮流感十足等特点。

图17：2021年“国潮”关注群体年龄分布情况



资料来源：观潮新消费《2021国潮新消费产业洞察报告》

图18：中国年轻人群购买运动品牌的倾向



注：样本量共计3271人，于2022年2月通过消费者在线调研获得；资料来源：艾瑞咨询《2022年中国年轻人群运动发展白皮书》

1.3.3 品牌服饰：后疫情时代，期待复苏弹性

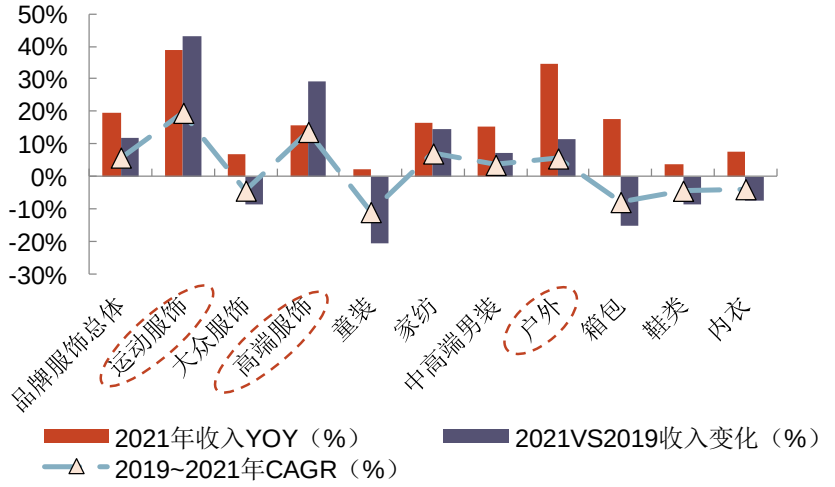
多维度看2023年行业复苏节奏

✓复盘2020年以来疫情后的业绩表现，**运动服饰、高端服饰、户外**2021年收入和归母净利润同比增速展现出较快的反弹幅度。

✓高线城市2022年前三季度受疫情影响较大，相比于下沉市场，高线城市的购物中心具备庞大且稳固的消费基本盘，客流韧性更强，**线下、购物中心占比较高的品牌疫情后的复苏弹性相对较大**。

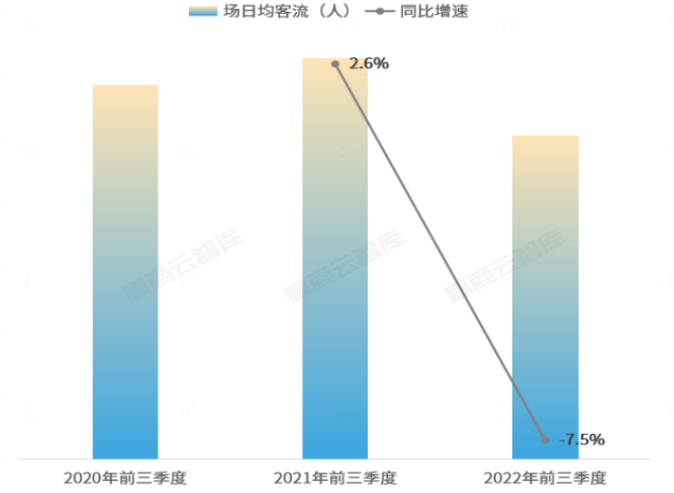
✓今年以来各地政府通过发放消费券的形式刺激消费需求，**消费相关提振政策有望带动消费热情、利好大众消费市场**。此外，消费者青睐理性消费、趋于选择更具性价比的品牌。

图19：2021年品牌服饰子行业收入同比增速及相较2019年的增幅



注：统计品牌服饰行业分属于10个子行业的A股及H股合计45家上市公司；资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图20：2020~2022年前三季度购物中心场日均客流变化及同比增速



注：上图纵轴无刻度，此处主要简单观察不同年份、不同城市客流对比

资料来源：赢商大数据《2022年三季度客流报告》

1.4 纺织制造：Q3收入增长放缓，需求走弱

业绩回顾：前三季度行业收入、归母净利润同比+10%、+1%

统计了行业分属于10个子行业的A股合计53家公司：

- 前三季度行业收入、归母净利润同比+9.95%、+1.46%。
- 22Q1~Q3行业收入同比+11.46%、+10.54%、+8.05%，归母净利润同比+3.87%、+13.19%、-13.89%。22Q3环比Q2业绩增速放缓与外需走弱、疫情影响下内需不振有关。

图21：19年~22年前三季度行业收入及增速

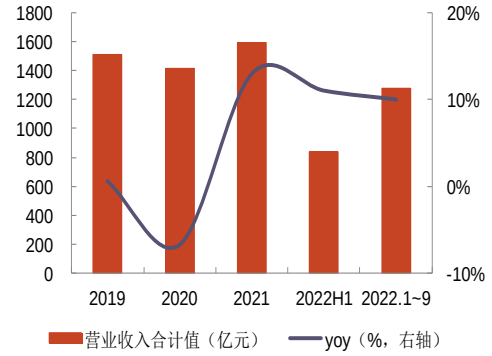


图22：19年~22年前三季度行业归母净利润及增速

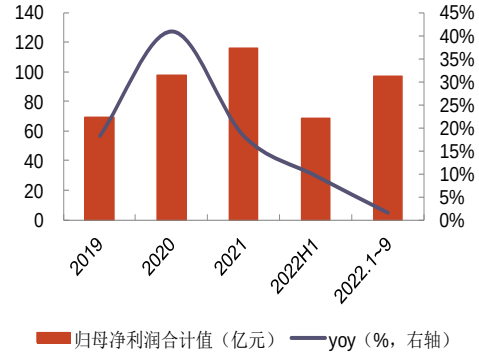


图23：21Q1~22Q3单季度行业收入及增速

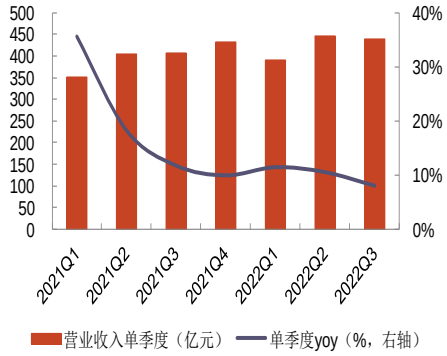
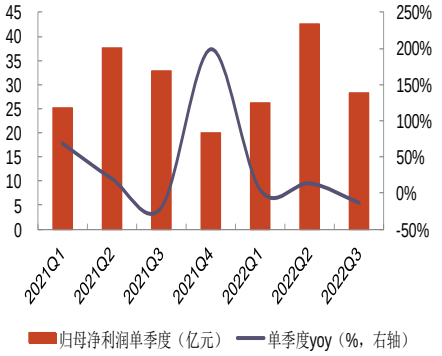


图24：21Q1~22Q3单季度行业归母净利润及增速



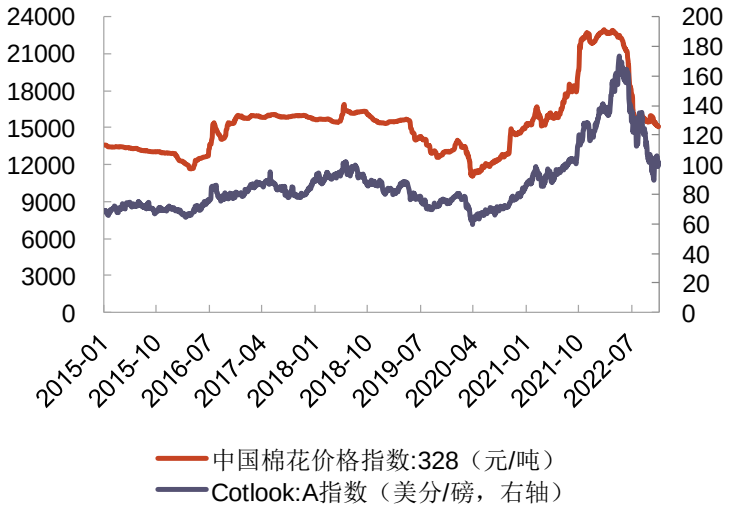
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

1.4 纺织制造：短期存外需扰动，长期龙头优势不改

上半年内外棉高位震荡，6月以来棉价呈回落

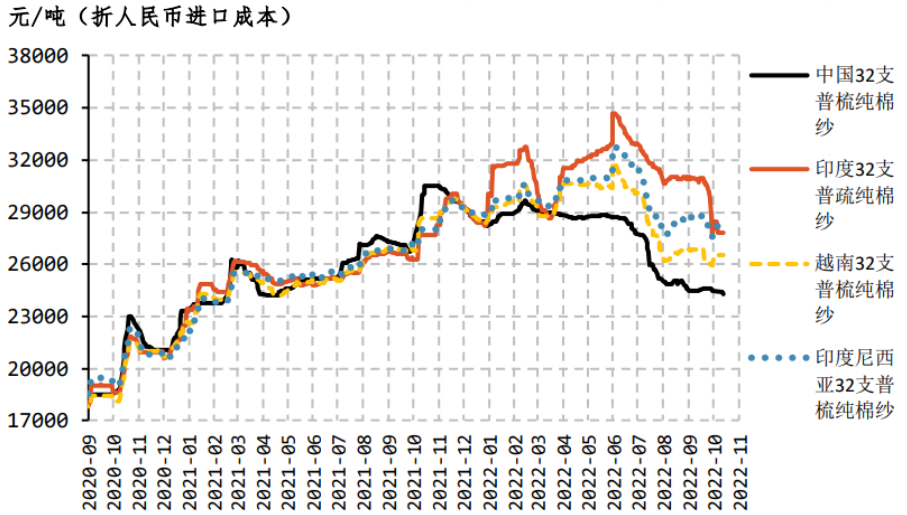
棉花价格方面，2022年1~5月国内外棉价呈高位震荡趋势，6月以来受供需关系影响有所回落。截至2022年11月25日国内328价格指数、国外Cotlook A价格指数同比分别-33.36%、-20.38%，较年初分别-32.03%、-18.95%。2022年11月25日国内328价格指数、国外Cotlook A价格指数分别为1.51万元/吨、101.35美分/磅。与此同时，2022年6月以来我国棉纱、坯布价格亦有所回落。

图25：2015年以来国内外棉花价格走势



注：统计时间截至2022-11-25
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图26：2020年以来国内外棉纱价格走势图



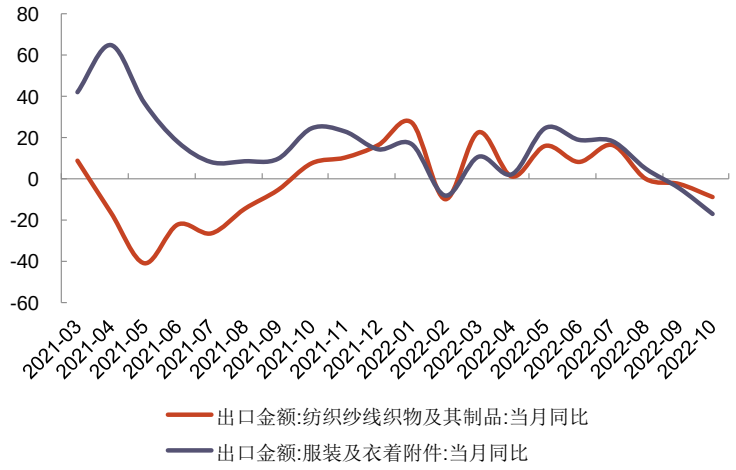
注：统计时间截至2022年10月
资料来源：中国棉花网

1.4 纺织制造：短期存外需扰动，长期龙头优势不改

上半年出口增长平稳，下半年随外需回落增速放缓

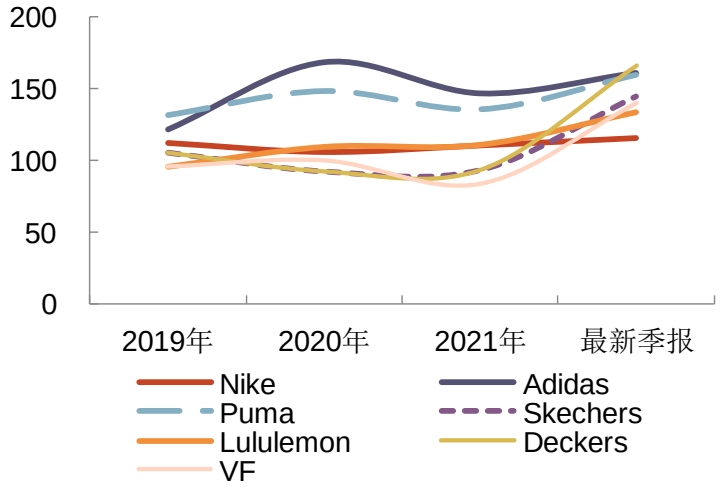
纺织服装出口势头出现回落。2022年1~10月纺织品、服装出口额累计分别同比增长6.90%、6.40%，其中1~7月我国纺织制造出口额整体呈稳健增长趋势，8~10月纺织品出口额单月同比增速逐月走弱，10月纺织品、服装出口额分别同比下滑9.05%、16.93%。**此外，随着海外需求走弱，多数国际运动服饰公司近期销售表现平淡，库存高企、存货周转天数提升。**

图27：2021年3月~2022年10月纺织服装出口额单月同比增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图28：国际运动服饰公司近年来库存周转天数



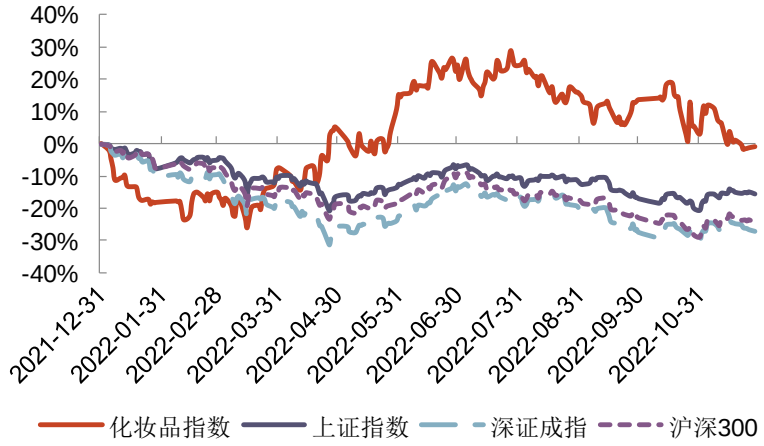
注：各公司财年区间不完全相同，选取接近图中横坐标轴的年度数据进行匹配；最新季报时间方面，Nike为FY23Q1、Adidas为FY22Q3、Puma为FY22Q3、Skechers为FY22Q3、Lululemon、Deckers、VF均为FY23Q2；资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

2.1 化妆品：年初以来板块估值下行

行情回顾

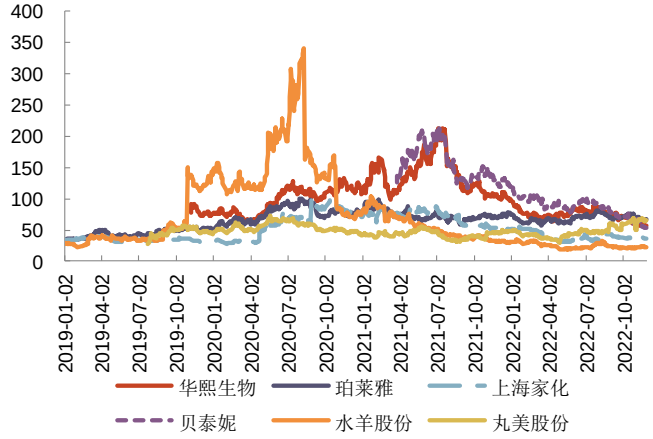
化妆品行业2022年1月1日~11月28日累计下跌0.97%、跑赢沪深300指数23.46PCT。估值方面，2022年以来行业代表公司估值均呈现下行。分子行业来看，当前（2022年11月28日）美妆公司、代运营商估值水平（PE TTM）分别为50倍、32倍，估值均低于2019年以来的历史平均水平，估值分位数分别为20.36%、35.46%；个护公司、原料及制造商当前PE TTM为负值。

图29：2022年初至今化妆品行业和上证指数累计涨跌幅走势



注：为光大证券研究所构建的化妆品行业指数，样本包括13家A股上市公司，以自由流通市值为权重计算。下同。股价日期截至2022年11月28日，下同；资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图30：2019年初至今化妆品品牌商PE估值走势（ttm）



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

2.2 化妆品：前三季度美妆品牌商表现亮眼

业绩回顾：前三季度行业收入、归母净利润同比+9%、-30%

统计了行业分属于4个子行业的12家上市公司：

前三季度行业收入、归母净利润分别同比+8.77%、-30.44%。

22Q1~Q3行业收入同比+15.03%、+1.59%、+11.40%，归母净利润同比-8.97%、-31.87%、-57.45%。

22Q3行业收入同比增速加快，主要系随着疫情逐步受控，各公司生产及销售端转好贡献；归母净利润同比降幅有所扩大，主要系青松股份等公司出现亏损所致。

图31：19年~22年前三季度行业收入及增速

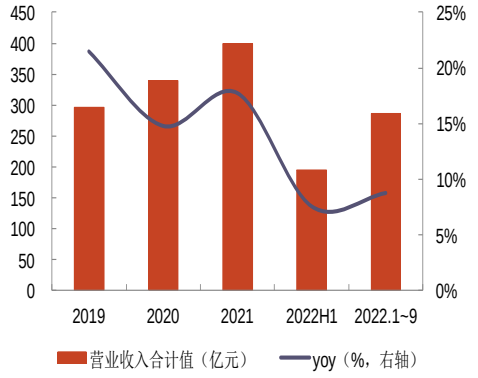


图32：19年~22年前三季度行业归母净利润及增速

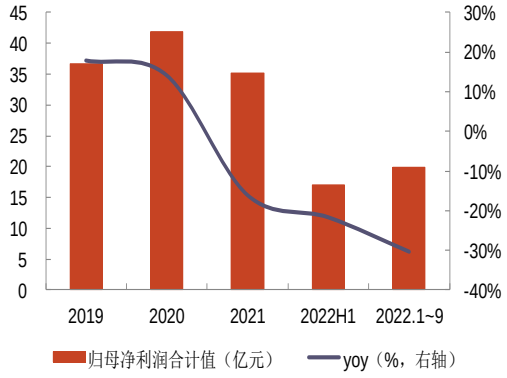


图33：21Q1~22Q3单季度行业收入及增速

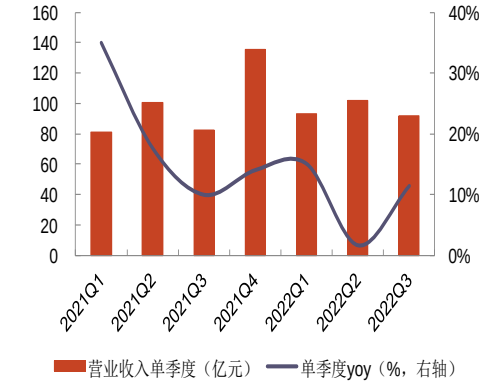
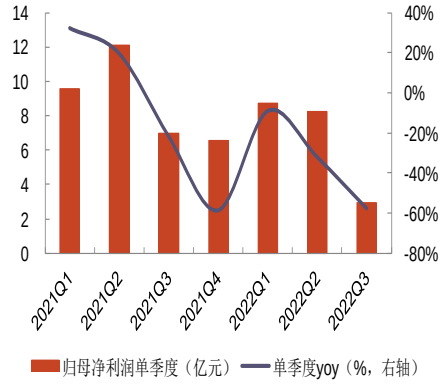


图34：21Q1~22Q3单季度行业归母净利润及增速



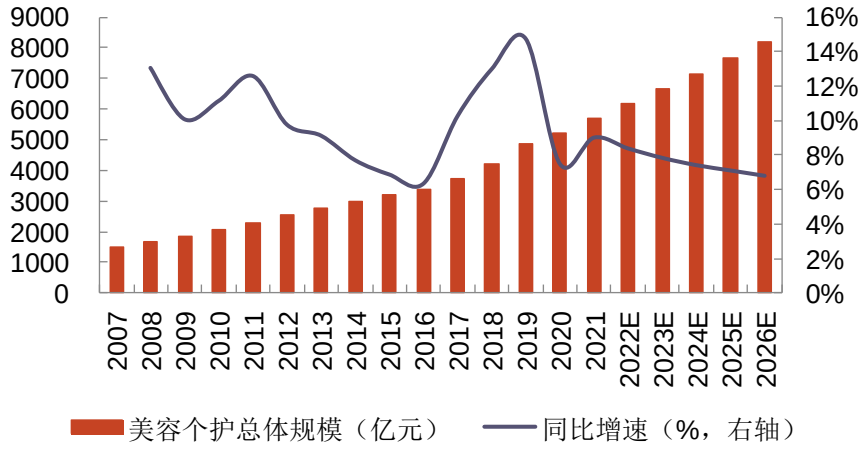
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

2.3 行业现状：疫情扰动，总体稳健

疫情扰动销售表现，行业维持稳健增长

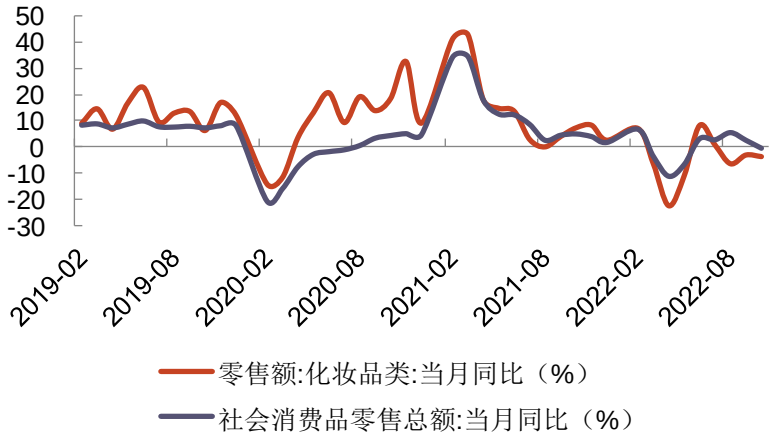
我国化妆品行业总体维持稳健增长，根据Euromonitor，按零售额计，2021年我国化妆品行业市场规模为5686.05亿元、2007~2021年年复合增速为10.08%，2021~2026年年复合增速预计为10.08%。细分子行业中，部分子行业基数较小，处于发展初期、成长势头较快，如皮肤学级护肤品、香水、彩妆、婴童用品、防晒景气度相对较高。此外，2022年以来化妆品零售额受到疫情扰动，1~10月累计同比下滑2.80%。

图35：按零售额计2007年~2026E我国化妆品行业市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所统计

图36：2019年1月~2022年10月化妆品零售额单月同比增速



注：社零数据1~2月合并统计，下同
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.3 行业现状：疫情扰动，总体稳健

“双11”总体平淡、部分国产美妆品牌表现出众

“双11”行业总体表现平淡，据魔镜数据，淘系护肤、彩妆类目累计成交额分别同比下滑8%、25%。从榜单排名来看，按成交额排名，**天猫平台方面，**美妆类目TOP10仍以国际美妆品牌居多，其中欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、玉兰油位居前4名，国产品牌中珀莱雅、薇诺娜分别位列第5、6名，与去年榜单相比，珀莱雅为新上榜品牌、薇诺娜排名不变，上榜国货今年新增1席；**抖音平台方面，**美妆个护类目中后、雅诗兰黛、欧莱雅位列前3名，花西子、自然堂位列第9、10名。

表3：按成交额排名，天猫及抖音平台“双11”期间化妆品销售TOP10品牌

排名	天猫			抖音
	美妆类目总体	美容/护肤/美体精油	彩妆/香水/美妆工具	美妆个护
1	欧莱雅	欧莱雅	YSL	后
2	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻	3CE	欧莱雅
4	玉兰油	玉兰油	魅可	海蓝之谜
5	珀莱雅（新上榜）	珀莱雅	花西子	SK-II
6	薇诺娜	海蓝之谜	兰蔻	兰蔻
7	海蓝之谜	薇诺娜	阿玛尼	玉兰油
8	SK-II	SK-II	NARS	赫莲娜
9	赫莲娜	赫莲娜	CPB	花西子
10	资生堂	资生堂	玫珂菲	自然堂

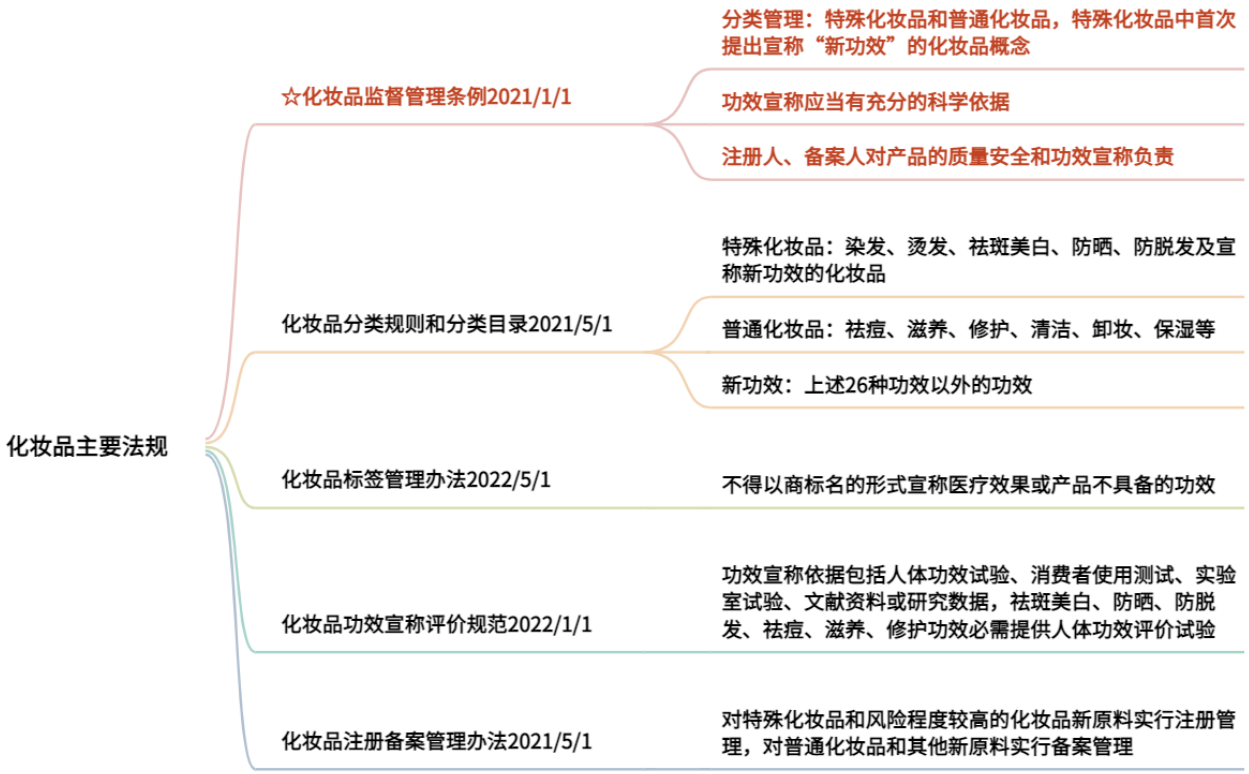
注：浅底色标出的为国产品牌；资料来源：天猫美妆类目总体榜单来自天下网商、细分类目护肤和彩妆的榜单来自解数咨询，抖音榜单来自商指针，光大证券研究所整理

2.4 政策趋势：监管趋严，走向规范

化妆品监管体系日趋完善，行业逐步走向规范化发展

2020年以来我国化妆品行业监管趋严，国家政策从化妆品的原料、宣称、评价、标识等方面作出明确规定，在政策推动下我国化妆品将走向规范化发展。随着化妆品审核门槛变高，新规实施之后新品备案数量减少，从竞争格局而言利好产品力强、研发和合规体系建设相对更为完善的头部企业。

图37：化妆品主要法规内容梳理



资料来源：国务院、国家药监局官网，光大证券研究所整理

2.5 品牌趋势：国货焕新，升级破圈

大单品战略行之有效，助力国货实现突围

近年来国货品牌在通过大单品战略实现品牌破圈，国产品牌可以先建立起大单品护城河、再进一步强化品牌形象。例如，珀莱雅自2020年以来推出了红宝石精华、双抗精华、源力精华等多款大单品，2022年10月三款精华分别为珀莱雅天猫旗舰店贡献了约5%、10%、5%的销售额，优秀的大单品能够帮助提升消费者的粘性与复购率。

图38：代表美妆品牌旗下大单品分析

珀莱雅		薇诺娜		雅诗兰黛		巴黎欧莱雅	
红宝石精华		舒敏保湿特护霜		第七代小棕瓶精华液		紫熨斗眼霜	
	占比：5% 功效：抗皱抗衰老 成分：维A醇、六胜肽-1 单价：279/30ml		占比：5% 功效：舒敏修护 成分：马齿苋、β-葡聚糖 单价：248/50ml		占比：7% 功效：维稳修护 成分：二裂酵母、律波肽 单价：660/30ml		*占比：17%* 功效：淡化眼纹 成分：玻色因PRO 单价：359/30ml
双抗精华		清透防晒乳		第五代小棕瓶抗蓝光熬夜眼霜		小金管防晒霜	
	*占比：10%* 功效：抗氧化抗衰老 成分：虾青素、麦角硫因 单价：239/30ml		*占比：12%* 功效：防晒 成分：马齿苋、红没药醇 单价：188/50ml		*占比：14%* 功效：淡化黑眼圈、眼纹 成分：二裂酵母、维生素E 单价：540/15ml		占比：5% 功效：防晒 成分：MEXORYL防晒科技 单价：179/30ml
源力精华		舒缓保湿特护精华液		胶原霜		第三代黑精华	
	占比：5% 功效：修护维稳 成分：神经酰胺、二裂酵母 单价：239/30ml		*占比：10%* 功效：精准修护 成分：马齿苋、青刺果 单价：278/30ml		*占比：11%* 功效：紧致淡纹 成分：黄金I型胶原 单价：820/50ml		占比：5% 功效：修护、抗初老 成分：二裂酵母、S.F.E发酵精粹 单价：279/30ml

注：表格中“占比”表示该单品10月天猫旗舰店销售额占其品牌合计天猫旗舰店销售额的比重；产品单价统计时间为2022-10-05，售价考虑优惠活动等情况

资料来源：天猫官方旗舰店、久谦咨询，光大证券研究所整理

2.5 品牌趋势：国货焕新，升级破圈

传统国货旧貌换新颜，国货提价升级、布局高端

伴随着国潮崛起趋势，老牌国货凭借长期的研发积淀、积极焕新突围。今年“双十一”大促期间，部分老牌国货表现亮眼，如相宜本草天猫旗舰店GMV同比增长超88%、自然堂第五代小紫瓶精华累计售出23万瓶、欧诗漫美白淡斑面膜销量超20万件。

国货品牌通过技术驱动产品价格带上移、比肩国际品牌。以面霜品类为例，部分国货品牌面霜单品价格已与国际品牌接近。例如，国产品牌三式宝塔面霜、雏菊的天空白檀面霜、HBN超A晚霜价格带均上探至400元左右，其产品定价已超出国际知名美妆品牌如欧莱雅、科颜氏的面霜价格。

图39：老牌国货相宜本草、自然堂、欧诗漫“双十一”畅销品



相宜本草红景天精华
双11销量超30万瓶



自然堂第五代小紫瓶精华
双11销量达23万瓶



欧诗漫美白淡斑面膜
双11销量超20万件

注：上图中相宜本草及欧诗漫销量数据均指天猫旗舰店
资料来源：天猫官方旗舰店、各品牌战报，光大证券研究所整理

图40：国内与国际品牌代表面霜单品售价对比

国内品牌单品	售价（元）	国际品牌单品	售价（元）
三式宝塔面霜	468/50g	资生堂鲜润赋活透润霜	480/50g
雏菊的天空白檀面霜	438/50g	城野医生377美白淡斑面霜	420/50g
HBN超A晚霜	419/50g	Olay超红瓶面霜	389/50g
珀莱雅红宝石面霜	309/50g	科颜氏高保湿面霜	330/50g
优时颜黑引力面霜	290/50g	欧莱雅小蜜罐面霜	308/50g

注：单价统计时间为2022-11-18，售价考虑优惠活动等情况
资料来源：各品牌天猫旗舰店，光大证券研究所整理

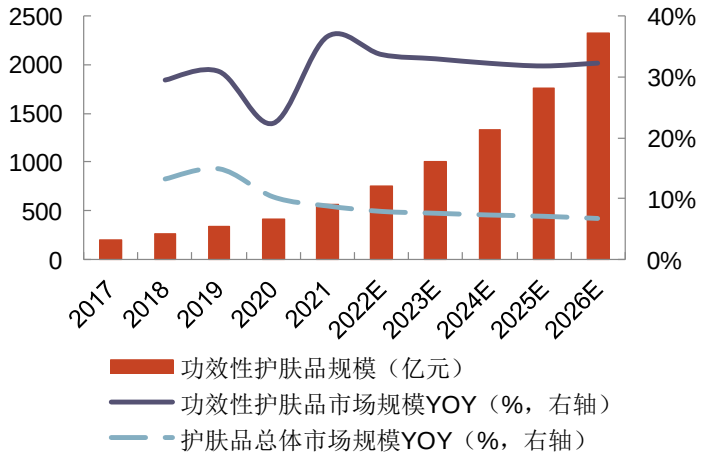
2.6 产品趋势：产品为王，功效先行

功效护肤赛道景气，纯净美妆概念兴起

功效护肤增速快于护肤市场总体水平。根据Frost&Sullivan，按零售额计，我国功效性护肤品2017~2021年规模的年复合增速为29.76%，2021年市场规模达到567亿元，预计2021~2026年市场规模年复合增速为32.60%、而护肤品市场总体增速为7.31%。

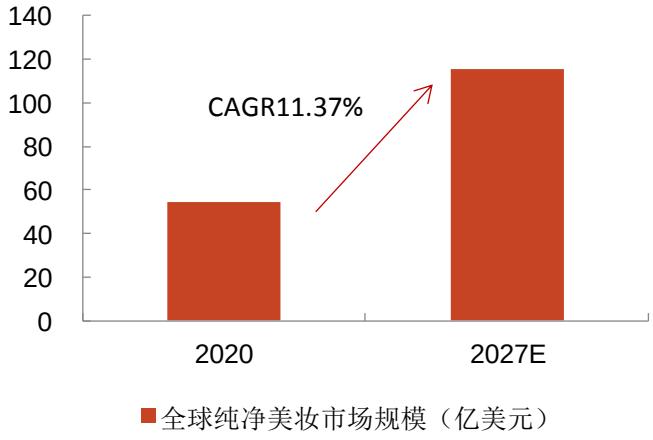
纯净美妆概念兴起、品牌商纷纷入局纯净美妆赛道。国内代表品牌包括花皙蔻、浔意、馥碧诗、OnTop、素幸等。根据美业颜究院，2020年全球纯净美妆市场规模约为54.49亿美元，预计2020~2027年年复合增速为11.37%

图41：按零售额计2017年~2026E我国功效性护肤品市场规模及同比增速



资料来源：巨子生物招股说明书、Frost&Sullivan预测、Euromonitor预测，光大证券研究所整理

图42：2020年和2027E全球纯净美妆市场规模



资料来源：美业颜究院《2021纯净美容趋势分析及预测》，光大证券研究所整理

2.6 产品趋势：产品为王，功效先行

“早C晚A”等护肤概念风靡，防晒消费需求进阶

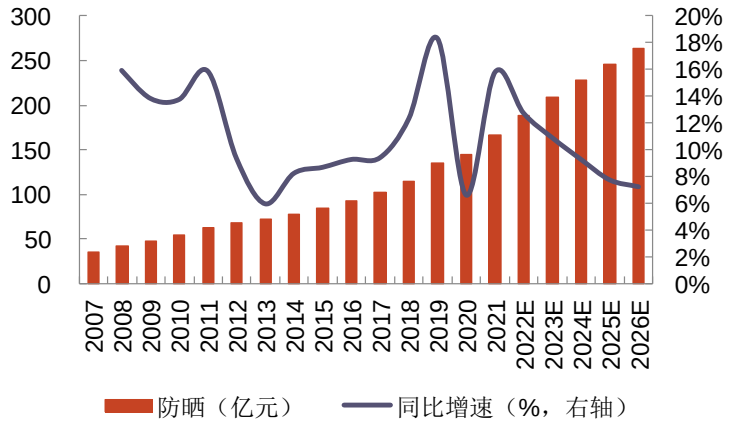
消费者护肤意识走向成熟，各类护肤概念兴起。近年来“早C晚A”、“以油养肤”、“刷酸”、“精简护肤”等护肤概念兴起，根据百度统计，2021年上述护肤概念热度分别上升41倍、5倍、4倍、2倍。消费者护肤意识不断增强、对护肤品的选择亦趋于理性，成分、配方、功效成为影响他们购买决策的重要因素。

“防晒+”概念热度抬升，防晒消费需求进阶。根据Euromonitor，2021年我国防晒市场规模为167.14亿元，预计2021~2026年年复合增速为9.59%。防晒产品的消费人群更加细分，此外，敏感肌、修护、清爽、清薄水感为防晒主流属性，舒缓、养肤、玻尿酸为高潜力属性，而喷雾、隔离等属性逐渐过时。

图43：护肤新概念变化趋势



图44：按零售额计2007年~2026E我国防晒市场规模及同比增速



注：统计时间为2021年1月至2021年12月
资料来源：《2021百度护肤行业报告》

资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

2.6 产品趋势：产品为王，功效先行

美护发产品需求提升，香氛品类未来前景广阔

随着生活压力提升、频繁染发、烫发等，消费者发质受到损害。根据巨量引擎，社交媒体上关于“防脱发”、“头发稀少”以及“头发毛躁”等关键词的搜索量2022年10月分别同比增长470%、197%、101%。伴随着消费升级以及美妆品类日益细分化，美护发产品需求提升。

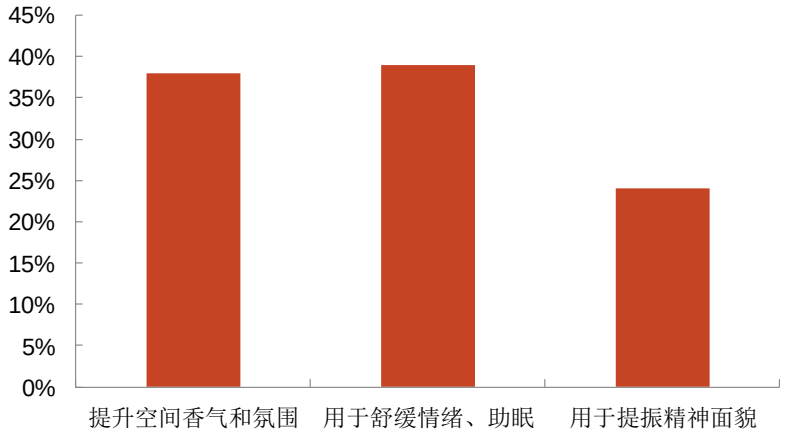
香氛品类具有调节心情等功能，应用场景多元。近年来在疫情影响下，消费者居家时间增长，叠加生活及工作压力，越来越多的消费者开始使用香氛来帮助调整心情。根据Euromonitor，按零售额计，2021年我国香氛市场规模为140.93亿元，预计2021~2026年年复合增速为21.38%。

图45：2022年10月社交媒体上头发相关的关键词搜索量同比变化



资料来源：巨量引擎、《美力引领未来——2022丝芙兰中国高端美妆白皮书》

图46：消费者使用香氛的场景



注：样本量为1857人
资料来源：《美力引领未来——2022丝芙兰中国高端美妆白皮书》

2.7 研发趋势：核心壁垒，保驾护航

国内企业正在加强基础研究，夯实品牌的产品力

随着监管趋严、消费者护肤心智逐渐成熟，核心成分/配方会在市场同质化竞争中起到越来越关键的作用。梳理来看，目前市场上畅销的功效性护肤品均有其主打的成分或配方作为卖点，品牌商一般多通过自主研究或与上游的原料厂商合作共创核心成分或配方。

国际美妆龙头在标志性成分的打造上走在前列，国内公司亦在跟随国际美妆龙头的脚步，自主研发原料、申请独家专利，并不断深耕，以此来夯实品牌的产品力，如至本天然维A活性成分已在英国药理学杂志发表论文，并提交了专利申请。

图47：市场上畅销的功效性护肤品的成分/配方

品牌	明星单品	主打成分/配方	成分/配方来源：自研专利/与上游厂商合作
PROYA 珀莱雅		20%双效六胜肽-1	与西班牙原料厂商胜肽世家“Lipotrue”合作
WINONA 薇诺娜		马齿苋精粹、青刺果油	自主研发的专利成分、专注云南特色植物研究
夸迪		5D玻尿酸	华熙生物专利成分、透明质酸原料龙头
HR HELENA RUBINSTEIN		30%玻色因溶液	欧莱雅专利抗衰成分
SK-II		90%Pitera	SK-II专利成分
OLAY		烟酰胺+SDL色淡林	Olay专利淡斑配方

资料来源：各品牌官网，光大证券研究所整理

图48：至本品牌天然维A活性成分在英国药理学杂志发表的论文



资料来源：至本小红书官方账号

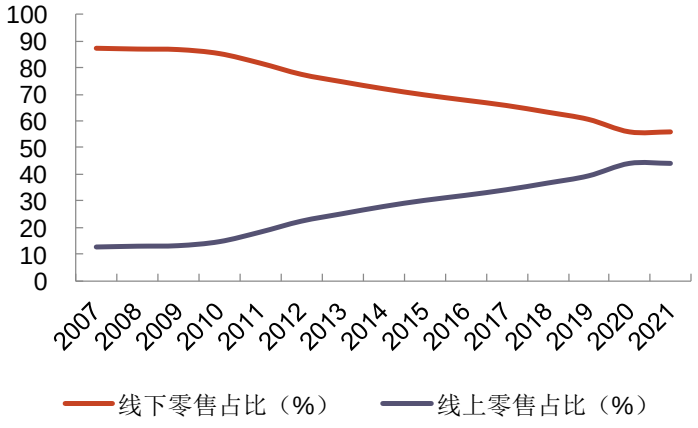
2.8 渠道趋势：线上主导，抖音高增

线上占比逐渐提升，抖音美妆增长强势

化妆品线上渠道占比逐渐提升，线下百货、超市等占比下降。根据Euromonitor，按零售额计，2021年我国化妆品市场线上渠道占比为43.90%、相较于2007年提升31.40PCT，线下渠道占比则下降至56.00%。

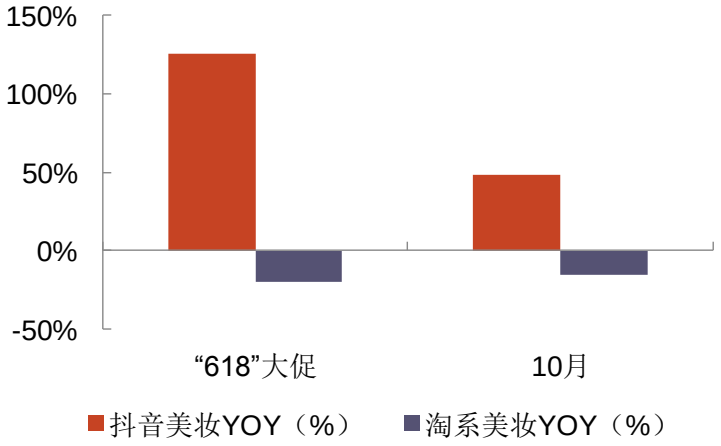
线上渠道中抖音美妆强势增长，淘系美妆总体承压。2022年以来淘系美妆销售额增速呈放缓趋势，1~10月销售额累计同比下滑12.12%。此外，今年“618”大促期间，根据星图数据，全网美妆销售额（天猫+京东+拼多多）同比下降19.92%，而抖音美妆呈逆势增长，根据飞瓜数据，抖音美妆同比增长126%。

图49：按零售额计2007~2021年我国化妆品行业线上和线下渠道占比



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图50：2022年淘系与抖音平台销售额同比增速对比



注：淘系美妆“618”大促增速用星图数据统计的天猫、京东、拼多多三个平台数据合计表示
资料来源：星图数据、飞瓜数据、萝卜投资，光大证券研究所整理

纺织服装行业

下游品牌服饰方面，10月社零数据走弱，近期各地疫情形势仍较严峻、阻挡了线下客流和消费意愿的恢复进度，正值四季度冬装销售旺季，结合刚落幕的“双11”电商大促情况，预计近期零售端仍较为疲软，期待在疫情防控逐步显效的背景下行业销售进一步修复、盈利能力和库存亦得到改善，2023年我们认为服装作为典型可选品类将迎来需求反弹、同时在2022年低基数的背景下业绩端亦有望迎来较大幅度的修复。我们继续建议从长期赛道和品牌力的角度，推荐运动服饰龙头，包括**安踏体育、李宁、特步国际**，同时在其他服装家纺领域我们推荐高端运动时尚代表**比音勒芬**、羽绒服龙头**波司登**、家纺龙头**罗莱生活**等。

短期受国内疫情反复影响内需压力仍存，外需方面出口数据10月走弱，海外经济和消费需求的不确定性仍存，但我们认为全球化布局的纺织制造细分行业龙头长期逻辑不会受到短期波动的干扰，长期推荐**华利集团、申洲国际、伟星股份**。再者从股息回报的角度建议关注纺服高股息率、低估值的稳健型标的。

化妆品行业

从10月社零数据和“双十一”大促表现来看，虽然总体化妆品需求局面亦偏弱，但品牌层面仍有尖子生跑赢行业大盘，部分国产品牌如珀莱雅等表现亮眼。投资标的方面，我们维持前期观点，继续推荐积极提升产品力、运营能力强、已形成多个大单品系列、经营质量向好、多品类及多品牌战略布局清晰的**珀莱雅，**业绩高增长、细分龙头地位稳固、积极拓展新品类和功效、多品牌布局发力的敏感肌护肤龙头**贝泰妮**，另外推荐疫情影响的利空消化、短期销售日渐复苏、长期受益于行业监管趋严和研发合规导向的老牌国货集团**上海家化。**

3.2.1 推荐标的——安踏体育（2020.HK）

公司为国产运动鞋服品牌龙头，旗下拥有主品牌安踏、FILA、SPRANDI、DESCENTE、KOLON SPORT等品牌，2022年上半年安踏品牌、FILA、其他品牌收入各占52%、42%、7%。另外其亦通过合营公司持有Amer sports、拥有始祖鸟、Salomon等品牌。

2022年上半年实现营业收入259.65亿元人民币、同比增长13.8%，归母净利润（包括合营公司AMER影响）35.88亿元、同比下滑6.6%，不包括合营公司影响的归母净利润为37.66亿元、同比下滑10.0%。零售流水方面，2022年单三季度公司旗下各品牌零售表现相较二季度均有改善，单三季度安踏主品牌、FILA、其他品牌（迪桑特、可隆等）零售流水端分别同比录得中单位数增长、10~15%增长、40~45%增长。

我们继续看好公司作为国产多品牌体育用品龙头于逆境下彰显经营的稳健性和抗风险能力，长期战略明确、多品牌多点发力，维持公司22~24年EPS分别为3.03、3.86、4.85元人民币的预测，22、23年PE分别为25倍、19倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情影响超预期致终端零售持续疲软或线下客流恢复不及预期；库存积压；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用投入不当、小品牌培育或者AMER盈利改善不及预期。

表4：安踏体育盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	35,512	49,328	56,767	68,531	80,996
营业收入增长率	4.7%	38.9%	15.1%	20.7%	18.2%
净利润（百万元）	5,162	7,720	8,209	10,468	13,167
净利润增长率	-3.4%	49.6%	6.3%	27.5%	25.8%
EPS（元）	1.91	2.86	3.03	3.86	4.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.5%	26.7%	24.6%	27.0%	29.0%
P/E	39	26	25	19	15
P/B	7.8	6.3	5.5	4.7	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28，港币汇率采用 11 月 28 日 1HKD=0.9164RMB 计算

3.2.2 推荐标的——李宁（2331.HK）

公司为国产运动鞋服龙头品牌，采取“单品牌、多品类、多渠道”的发展策略，聚焦篮球、跑步、健身、羽毛球及运动生活五大核心品类。2022年上半年公司经销、直营店、电商收入各占48%、23%、29%。2022年上半年公司实现营业收入124.09亿元人民币、同比增长21.7%，归母净利润21.89亿元、同比增长11.6%。零售流水方面，2022年单三季度总零售流水（不含李宁Young）同比增长10~20%中段、各渠道环比二季度表现均有改善。

我们长期继续看好公司作为我国运动鞋服龙头，受益于政策推动以及国潮消费趋势和高景气运动鞋服赛道，持续深耕各品类的专业产品、强化市场份额。下半年目前虽然疫情和整体消费环境仍不明朗、但期待需求端逐步好转、消费信心修复，同时公司面临的高基数效应将减弱。公司将继续坚持稳健的经营策略，着眼长期、重视库存管理和各环节的可持续发展。我们维持公司22~24年EPS1.74、2.17、2.61元的预测，22年、23年PE分别为29倍、23倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期致终端零售持续疲软；渠道库存恶化；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用管控不当。

表5：李宁盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,457	22,572	26,613	31,874	37,633
营业收入增长率	4.2%	56.1%	17.9%	19.8%	18.1%
净利润（百万元）	1,698	4,011	4,552	5,705	6,838
净利润增长率	13.3%	136.1%	13.5%	25.3%	19.9%
EPS（元）	0.65	1.53	1.74	2.17	2.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.9%	25.2%	23.7%	24.5%	24.2%
P/E	77	33	29	23	19
P/B	14.4	5.9	4.9	4.0	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28，港币汇率采用 11 月 28 日 1HKD=0.9164RMB 计算

3.2.3 推荐标的——比音勒芬（002832.SZ）

公司坚持高端时尚运动鞋服品牌定位，实施多品牌发展战略，目前旗下拥有比音勒芬品牌定位于高尔夫运动和时尚休闲生活相结合的细分市场，威尼斯狂欢节品牌定位于度假旅游服饰蓝海市场。

2022年前三季度公司实现营业收入22.25亿元、同比增长13.02%，归母净利润5.73亿元、同比增长24.93%。

公司作为高端运动时尚休闲龙头、所处赛道景气度较高，定位精英人群，客群黏性高、需求受疫情影响相对较小，整体经营韧性突出。回顾2020年，一季度疫情影响较严重，但公司于20Q2收入便恢复了27%的快速增长；22年从三季报来看，公司亦呈现了较早且强劲的复苏势头。

公司品牌力突出、业绩韧性强，在渠道中的议价能力亦有望增强、提高渠道质量。另外，公司在机场及高铁站均有门店布局，随着疫后出行逐步修复，线下销售仍可期待进一步复苏。我们维持公司22~24年EPS预测分别为1.41、1.77、2.12元，22、23年PE分别为17倍、14倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期致终端消费疲软、存货积压、行业竞争加剧、费用管控不当。

表6：比音勒芬盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2303	2720	3239	3991	4724
营业收入增长率	26.17%	18.09%	19.09%	23.20%	18.38%
净利润（百万元）	499	625	806	1009	1209
净利润增长率	22.68%	25.20%	29.07%	25.13%	19.85%
EPS（元）	0.87	1.09	1.41	1.77	2.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.64%	19.24%	19.27%	20.27%	20.45%
P/E	28	22	17	14	11
P/B	5.2	4.1	3.3	2.8	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

3.2.4 推荐标的——珀莱雅（603605.SH）

公司为国产化妆品品牌代表，旗下拥有珀莱雅、悦芙媞、彩棠、INSBAHA、CORRECTORS等品牌，覆盖护肤、彩妆、高功效护肤等美妆领域。2022年前三季度公司实现营业收入39.62亿元、同比增长31.53%，归母净利润4.95亿元、同比增长35.96%，扣非净利润4.77亿元、同比增长33.84%。公司单季度收入同比增22.07%，归母净利润同比增43.55%。

“双十一”大促期间公司交出优异答卷，主品牌珀莱雅天猫、抖音、京东成交额同比增120%+、120%+、110%+；彩棠天猫、抖音成交额同比增80%+、380%+；悦芙媞天猫、抖音成交额同比增520%、130%。主品牌珀莱雅在天猫平台美妆类目中今年进入前十名榜单、位列天猫美妆第5名以及天猫国货美妆第1名。

长期我们继续看好公司作为国产美妆代表品牌继续夯实产品、深化研发，多品类、多品牌持续发力。我们维持公司22~24年EPS预测分别为2.61、3.28、4.08元，22、23年PE分别为65倍、52倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内疫情影响超预期致终端消费疲软；渠道拓展、营销投放效果、新品推出效果不及预期；小品牌培育效果不及预期；对行业趋势变化把握不当；费用控制不当。

表7：珀莱雅盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,752	4,633	5,899	7,331	8,957
营业收入增长率	20.13%	23.47%	27.31%	24.29%	22.18%
净利润（百万元）	476	576	741	931	1,157
净利润增长率	21.22%	21.03%	28.54%	25.66%	24.34%
EPS（元）	2.37	2.87	2.61	3.28	4.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.90%	20.03%	21.50%	22.47%	23.12%
P/E	72	59	65	52	42
P/B	14.3	11.8	13.9	11.6	9.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

3.2.5 推荐标的——贝泰妮（300957.SZ）

公司是以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤，以线上销售为主导，2022年上半年线上收入占比为80%。2022年前三季度公司实现营业收入28.95亿元、同比增长37.05%，归母净利润5.17亿元、同比增长45.62%。22Q3公司单季度收入同比增20.65%，归母净利润同比增35.49%。

“双十一”大促期间，主品牌薇诺娜按成交额排名连续五年蝉联天猫美容护肤类目前10名、今年位列第6名，此外薇诺娜今年亦位列京东美妆国货第2名、抖音美妆第7名，根据魔镜数据，其淘系成交额同比增近30%。

未来我们看好公司立足敏感肌龙头地位，逐步向敏感性皮肤的防晒、美白、抗老以及功效底妆等“敏感性皮肤PLUS”产品线发展，薇诺娜宝贝、aoxmed培育稳步推进，多品牌集聚发力。我们维持公司22~24年EPS预测分别为2.81、3.71、4.80元，22年、23年PE分别为46倍、35倍，维持“买入”评级。

风险提示：线上渠道增速放缓，或者行业竞争加剧；国内疫情影响供应链端致销售无法达成；销售平台相对集中；获客成本持续提升；主品牌、产品系列相对集中；新品牌拓展不及预期。

表8：贝泰妮盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,636	4,022	5,577	7,427	9,669
营业收入增长率	35.64%	52.57%	38.66%	33.15%	30.20%
净利润（百万元）	544	863	1,189	1,571	2,034
净利润增长率	31.94%	58.77%	37.78%	32.16%	29.43%
EPS（元）	1.28	2.04	2.81	3.71	4.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	45.33%	18.15%	21.37%	23.18%	24.39%
P/E	101	64	46	35	27
P/B	38.9	11.5	9.9	8.1	6.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

3.2.6 推荐标的——上海家化（600315.SH）

公司主要从事护肤、个护家清、母婴产品的研发、生产和销售，主要品牌包括佰草集、玉泽、高夫、美加净、典萃、双妹、启初、汤美星、六神、家安等，以及合作品牌包括片仔癀（口腔护理）、艾禾美、芳芯、碧缇丝。2022年前三季度公司实现营业收入53.54亿元、同比-8.17%，归母净利润3.13亿元、同比-25.51%，扣非净利润3.68亿元、同比-22.34%。

分季度来看，22Q1~22Q3公司单季度收入分别同比+0.11%、-23.75%、+1.17%，归母净利润分别同比+17.81%、-135.75%、+15.55%。剔除汇率影响，22Q3收入同比+3.54%。

四季度公司争取达成下半年收入双位数增长、利润增长超过收入的目标，整体继续向股权激励目标迈进。我们长期继续看好公司作为老牌国货集团研发积淀深厚、实力突出，多品类、多品牌集聚发力，维持公司22~24年EPS预测分别为0.83、1.12、1.29元，22、23年的PE分别为34倍、25倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情影响超预期致需求持续疲软、线下客流持续减少，或者物流发货受阻；新品推广和销售不及预期；行业竞争加剧；渠道调整不及预期；控费不当或者投放效果不及预期。

表9：上海家化盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,032	7,646	7,666	9,436	10,590
营业收入增长率	-7.43%	8.73%	0.26%	23.09%	12.23%
净利润（百万元）	430	649	560	757	874
净利润增长率	-22.78%	50.92%	-13.67%	35.06%	15.47%
EPS（元）	0.63	0.96	0.83	1.12	1.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.62%	9.32%	7.65%	9.57%	10.22%
P/E	45	30	34	25	22
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

4 风险分析

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- 宏观经济增速下行，疫情反复或极端天气致终端消费疲软，影响服装及化妆品产品的消费需求
- 行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响
- 电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升，影响品牌商的盈利能力
- 劳动力成本、能源成本持续上升影响纺织制造企业利润
- 原材料棉花等价格或者人民币汇率大幅波动
- 中美贸易争端的处理进展不及预期，国内外疫情不及预期影响正常生产开工或运输等

附录

表10：纺织服装行业近三年平均股息率排名前20的个股

代码	证券简称	近三年平均股息率	近一年股息率	22年PE
3306.HK	江南布衣	12.93	13.11	—
1234.HK	中国利郎	12.23	9.24	7
6110.HK	滔搏	11.17	11.22	10
002563.SZ	森马服饰	9.65	9.98	18
2678.HK	天虹纺织	8.64	15.40	3
603001.SH	奥康国际	7.90	7.90	283
002293.SZ	罗莱生活	7.80	6.09	13
002327.SZ	富安娜	7.73	8.70	10
603839.SH	安正时尚	7.67	7.15	—
600398.SH	海澜之家	7.29	10.67	9
601566.SH	九牧王	6.74	6.13	168
603587.SH	地素时尚	6.39	6.83	13
600177.SH	雅戈尔	6.27	7.83	6
002763.SZ	汇洁股份	6.20	0.00	—
2232.HK	晶苑国际	6.10	6.76	—
002394.SZ	联发股份	5.14	0.00	43
603365.SH	水星家纺	4.91	3.86	10
601339.SH	百隆东方	4.74	9.18	6
0551.HK	裕元集团	4.73	6.55	6
603116.SH	红蜻蜓	4.47	4.79	—

注：股价日期为2022年11月28日，近三年平均股息率为2019~2021年三年平均股息率，22年PE为Wind一致预测

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

衷心感谢

光大证券研究所



纺织服装和化妆品研究团队

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

电话：021-52523672

邮件：sunww@ebscn.com

联系人：朱洁宇

电话：021-52523842

邮件：zhujieyu@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。