

2020年06月15日

# 纺织服装

# 行业中期策略

## 品牌承接声誉及复购，信任开启国货增长机遇

### 投资要点

◆ **上半年纺织服装零售行情回顾：**疫情影响下，前5月SW零售、SW纺织表现欠佳。其中商贸零售上涨6%，涨跌幅排名第7，纺织服装下跌9%。疫情推动口罩概念及超市行业表现，分别上涨51%、28%。另有日化上涨27%。由于疫情影响除超市行业外的行业业绩，典型消费板块估值均有所提升。

◆ **线上增速持续高于线下，线下依托高频品类支撑：**渠道方面，近年来国内社零增速有所放缓。2015年，国内社零当月增速保持在10%~11%，2019年，增速放缓至7%~8%。线上增速有所放缓，但持续高于线下增长。分品类看，服装、化妆品电商渠道快速增长，预计1/2的服装、1/4化妆品消费来自线上。展望未来，电商有望继续保持10%以上的增速。据凯度，国内快消品中，电商占比有望由截止2019年6月近19%提升至2025年的28%，年复合增速约11%。渠道对品牌竞争的结构性影响趋势仍将持续，电商占比较高的公司继续受益。

消费流量持续向线上倾斜，线下增长需要高频品类支撑。线下渠道追求增长，则需要与电商差异化的高频消费品类支撑。生鲜品类为较好的高频消费品类，据前瞻研究院数据，约69%消费者至少每周消费一次生鲜。永辉超市与家家悦是生鲜占比较高的公司，生鲜品类营收占比超40%，夯实线下客流基础，推动永辉超市及家家悦渠道扩张。

◆ **化妆品及运动为优势赛道，国产品牌品类地位提升：**品类方面，纺织服装中，运动服饰及童装为近年来较好的品类，不考虑疫情影响，国内运动服饰及童装增速持续高于服装整体增速。近年来国内品牌逐步提升产品品质，国产品牌地位持续提升，运动服饰中，李宁、安踏品牌分别增长约30%、15%，增速高于行业整体。化妆品是另一较快增长的行业，对比2009年，2018年国内大众化妆品、高端化妆品的增速已有明显提升，上市公司品牌珀莱雅、丸美持续取得高于行业的增速。

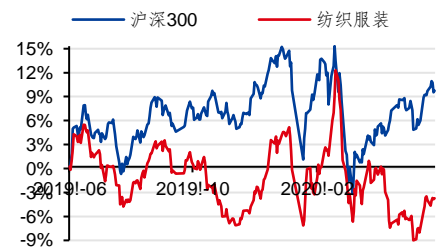
◆ **国产品牌竞争力逐步提升，从价格策略到品质策略：**近年来国产品牌持续提升品质，推升消费者认可度。据知萌咨询调查，2017年国内近87%消费者认为海外大品牌质量更好，而到2020年，该比例已快速下降至34%。而品牌管理层也更加认可国内品牌。据阿里研究院，过去5年间，从跨国企业跳槽到本土企业的高管比例，是反方向跳槽的5倍。从品牌发展来看，2017年，以完美日记为代表的化妆品品牌，依托电商渠道的价格竞争取胜。而到了2018年，以花西子为新创代表的品牌逐步提升档次，切入中端价格带。国产品牌的竞争力提升也反应在市占率的提升。童装中，巴拉巴拉市占率已由2017年的4.9%提升至2019年的6.9%。化妆品中，珀莱雅、丸美品牌市占率分别于2019年估计约0.6%、0.4%。运动品牌中，李宁市占率由5.2%提升至6.3%，另有安踏品牌市占率保持在11.1%左右。

◆ **电商及并购助力国产品牌，有望逐步发展为国际集团：**展望未来，国产品牌仍有较大增长空间。如化妆品品牌，整体市场分散。头部品牌巴黎欧莱雅在国内市

 投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票		评级
002127	南极电商	买入-B
002563	森马服饰	买入-A
600315	上海家化	买入-B
688363	华熙生物	增持-A
603605	珀莱雅	买入-B
603983	丸美股份	增持-A
601933	永辉超市	买入-A
603708	家家悦	增持-A

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.31	-7.48	-13.75
绝对收益	2.62	-4.72	-4.22

### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

### 相关报告

纺织服装：纺服零售社服二季度前瞻：预计消费客流逐步回升，必选或渐近常态  
 2020-05-03

纺织服装：赢家时尚（3709.HK）：全年营收符合预期，并表及双主品牌助力增长  
 2020-04-08

纺织服装：安踏体育（2020.HK）：安踏稳健，FILA 高增长，19 年业绩延续良好趋势  
 2020-03-25

纺织服装：春节黄金周消费氛围偏淡，必选消费预计好于可选消费  
 2020-02-03

纺织服装：温暖天气影响冬装消费，12 月纺服零售增速放缓  
 2020-01-20

占率已超 3%，对应约 150 亿的销售额。对比头部品牌，珀莱雅 27 亿元与丸美品牌 17 亿元的销售额仍有较大空间，有望在尚未固化的市场中凭借电商渠道及国产品牌机遇快速增长。反观运动服饰品类，海外品牌增长主要源于电商渠道高增长。近年来国内运动服饰品牌电商渠道占比提升，2019 年李宁等国内部分头部运动品牌电商占比已达 20% 左右。品质提升且逐步受消费者认可，叠加电商渠道较快增长趋势，未来或将延续较快增长。

- ◆ **线上消费已恢复常态，线下客流仍受影响：**疫情影响国内消费，近期消费持续恢复，5 月，国内社零及限额以上增速较 4 月进一步改善，社零降幅收窄，由 4 月的 -7.5% 收窄至 -2.8%。分渠道看，4 月线上消费已恢复 15%~20% 的常态增速，5 月增速进一步提升至 22%。疫情后消费情绪回落影响线下客流，米雅科技数据显示各渠道线下客流均有 8%~33% 的降幅。假日公共交通客流量可反应部分消费情绪，进入 6 月上旬，典型城市假日地铁客流进一步恢复至疫情前的约 70%，比例较 5 月的 64% 进一步提升。
- ◆ **消费券助力潜力释放，各地区有更大动力打造消费节：**疫情后国内出台多个纲领性促消费稳健，通过稳内需稳就业、稳经济。比如 2 月的商务部及发改委发文，延续历次促消费文件精神，推动国内消费潜力释放。在促消费纲领性稳健指导下，国内部分地区发放消费券促消费。以杭州 3 月 27 日消费券效果来看，人均 50 元的消费券促进人均近 125 元的额外消费。除消费券以外，国内部分地区有更大的动力打造消费节。比如上海 5 月举办五五购物节，促进消费回补，叠加五一节假日初步释放疫情抑制的消费情绪，5 月上海线上零售近千亿元，线下零售超 1400 亿元。另有各地的非遗购物节，促进非物质文化遗产类商品的线上消费。
- ◆ **投资建议：**根据以上渠道、品类、品牌逻辑，我们建议关注：（1）电商相关：南极电商。（2）童装品类：森马服饰；（1）运动品类：李宁、安踏体育；（3）羽绒龙头：波司登；（3）化妆品品类：上海家化、华熙生物、珀莱雅、丸美股份；（4）生鲜超市：永辉超市、家家悦。
- ◆ **风险提示：**（1）整体消费：疫情影响消费者信心；促消费政策或不及预期；中美贸易关系不稳定。（2）纺织服装：服装消费低频，更偏可选消费；疫情及暖冬带来行业去库存压力；行业竞争加剧或使公司处于保规模阶段；二季度纺织制造订单受较大影响。（3）商贸零售：线下客流恢复或不及预期；口罩降低在外消费时间；必选消费囤货影响减小。（4）日用化学品：海外品牌促销加剧行业竞争；营销转变或导致企业增收不增利。

## 内容目录

一、上半年纺服零售行情回顾	6
(一) 前五个月商贸零售领先大市，口罩、超市、日化表现较好	6
(二) 前五个月行情可分为两大部分，疫情后多数品类指数回暖	6
二、渠道及品类影响公司增长，长期看声誉及复购由品牌承接	7
(一) 品类渠道影响公司增速，声誉及复购由品牌承接	7
(二) 线上增速持续高于线下，线下依托高频品类支撑	8
(三) 化妆品及运动等优势赛道，国产品牌品类地位提升	11
(四) 国产品牌竞争力逐步提升，从价格策略到品质策略	13
(五) 电商及并购助力国产品牌逐步扩张	16
三、疫情后线上已恢复常态，线下客流逐步回升	19
(一) 线上消费已恢复常态，线下客流仍受影响	19
(二) 消费券助力潜力释放，各地区有更大动力打造消费节	21
四、建议关注标的	24
(一) 南极电商：高性价比模式契合电商	25
(二) 森马服饰：国内童装龙头公司	25
(三) 安踏体育：国内运动服饰龙头	26
(四) 李宁：高速增长的国内运动品牌	27
(五) 波司登：提档升级的羽绒老牌	28
(六) 上海家化：国内化妆品龙头之一	29
(七) 华熙生物：透明质酸原料龙头	30
(八) 珀莱雅：主品牌受益电商高速增长	31
(九) 丸美股份：深耕眼部护理细分品类十五年	32
(十) 永辉超市：国内生鲜超市龙头	33
(十一) 家家悦：深耕胶东的区域龙头	34
五、风险提示	35

## 图表目录

图 1：2020 年 1 至 5 月申万一级行业涨跌幅情况	6
图 2：2020 年 1 至 5 月申万一级行业涨跌幅情况	6
图 3：2020 年 1 至 5 月申万一级行业涨跌幅情况	7
图 4：2010 年至 2020 年 5 月典型消费板块估值情况	7
图 5：消费品品牌关键要素梳理	8
图 6：国内社会消费品零售总额情况	8
图 7：国内线上线下零售渠道增长估计	8
图 8：国内服装市场及服装电商增长	9
图 9：国内化妆品市场及线上化妆品销售增长	9
图 10：国内快消品消费渠道变迁示意图	9
图 11：阿里巴巴未来发展计划示意图	9
图 12：淘宝直播带货规模示意图	10
图 13：部分国货品牌官方店铺 20 年前 2 月直播带货来源占比	10
图 14：国内消费者生鲜消费频次	10
图 15：国内生鲜消费渠道占比示意图	10

图 16: 2019 年国内典型超市公司生鲜销售占比	11
图 17: 2014-2019 年永辉超市&家家悦的渠道扩张	11
图 18: 国内超市渠道典型公司市占率估计	11
图 19: 国内服装市场及童装、运动子行业增速对比	12
图 20: 典型国产运动服饰品牌零售增速情况	12
图 21: 国内化妆品市场规模及其预测示意图	12
图 22: 国内化妆品市场中国内公司合计市占率示意图	12
图 23: 部分国产化妆品品牌零售增速情况	12
图 24: 中国李宁设计概念示意图	13
图 25: 波司登设计师及联名款示意图	13
图 26: 国产品牌品质设计示意图	13
图 27: “国外大品牌质量是否更好”的调查结果	14
图 28: “过去一年增加国货品牌消费的原因”的调查结果	14
图 29: 完美日记销售额估计及其增长	14
图 30: 2019 年前 11 月天猫平台部分彩妆品牌成交均价 (元/件)	14
图 31: 完美日记不同阶段的营销圈层策略	15
图 32: 花西子销售额估计及其增长	15
图 33: 花西子爆品雕花口红宣传示意图及品牌故事图	15
图 34: 天猫平台散粉品列典型品牌销售统计	15
图 35: 2017 年国内化妆品品牌市占率较为分散	17
图 36: 国内欧莱雅公司及巴黎欧莱雅品牌销售额估计	17
图 37: 欧莱雅营业收入及其增长	17
图 38: 欧莱雅品牌拓展示意图	18
图 39: 耐克大中华区直营渠道线上线下增速	19
图 40: 国内运动服饰品牌电商占比快速提升	19
图 41: 社会消费品零售及限额以上企业零售当月增速	20
图 42: 限额以上分品类零售当月增速	20
图 43: 疫情后实物商品网上零售增速已恢复	20
图 44: 疫情前后不同线下渠道客流量情况	20
图 45: 疫情前后不同线下渠道日均销售额情况	20
图 46: 全国 50 家重点零售企业 5 月降幅收窄	21
图 47: 典型城市疫情前后假日地铁客流对比	21
图 48: 杭州 3 月 27 日消费券发放前后消费情况对比示意图	23
图 49: 杭州 3 月 27 日及 4 月 3 日消费券刺激消费效果	23
图 50: 国内夜间消费量尚未恢复示意图	23
图 51: 南极电商营收净利及其增长	25
图 52: 南极电商全平台商品交易额情况 (百万元)	25
图 53: 南极电商激励计划考核目标	25
图 54: 森马服饰营收净利及其增长	26
图 55: 森马服饰分品类营业收入 (百万元)	26
图 56: 森马服饰占据童装市场龙头地位	26
图 57: 安踏体育营收净利及其增长	27
图 58: 安踏及 FILA 品牌门店数量 (家)	27
图 59: 安踏体育品牌单季度销售增长示意图	27
图 60: 李宁营收净利及其增长	28

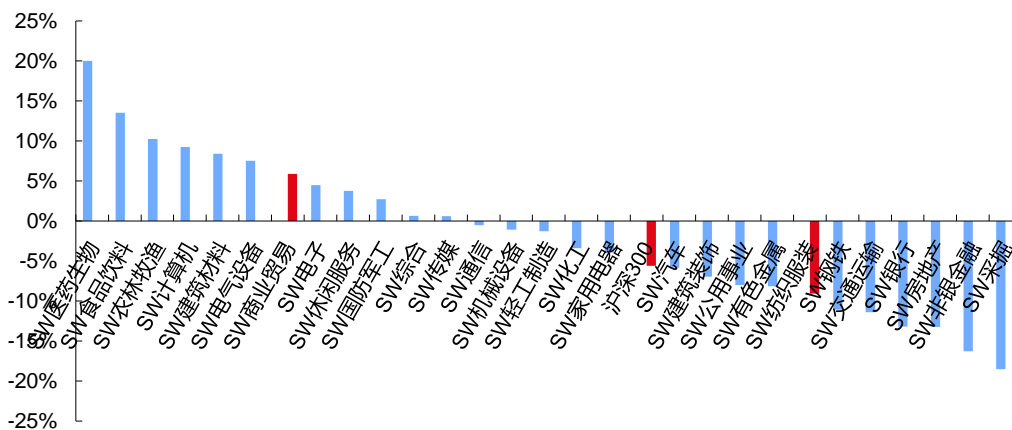
图 61: 李宁整体渠道销售增长示意图 .....	28
图 62: 李宁订货会销售增长示意图 .....	28
图 63: 波司登营收净利及其增长 .....	29
图 64: 波司登分业务营业收入 .....	29
图 65: 波司登分业务毛利率 .....	29
图 66: 上海家化营收净利及其增长 .....	30
图 67: 上海家化分品类季度销量增速 .....	30
图 68: 上海家化化妆品市占率情况 .....	30
图 69: 华熙生物营收净利及其增长 .....	31
图 70: 华熙生物分业务营业收入 (百万元) .....	31
图 71: 2018 年全球透明质酸原料销量市占率 .....	31
图 72: 珀莱雅营收净利及其增长 .....	32
图 73: 珀莱雅分品牌营业收入 (百万元) .....	32
图 74: 珀莱雅分渠道营业收入 (百万元) .....	32
图 75: 丸美股份营收净利及其增长 .....	33
图 76: 丸美股份分品牌营业收入 .....	33
图 77: 丸美股份市占率情况 .....	33
图 78: 永辉超市营收净利及其增长 .....	34
图 79: 永辉超市超市门店数量 .....	34
图 80: 2020 年一季度国内前十超市零售商年度市占率 .....	34
图 81: 家家悦营收净利及其增长 .....	35
图 82: 家家悦各业态面积 (万平方米) .....	35
图 83: 家家悦收购子公司净利润情况 (百万元) .....	35
表 1: 国内典型童装、化妆品、运动服装品牌市占率估计 .....	16
表 2: 典型国际化妆品、运动服饰、超市品牌规模及市值 .....	19
表 3: 国内促进消费纲领性政策 .....	21
表 4: 部分地区消费券计划统计 .....	22
表 5: 国内部分地方持续打造购物节 .....	23
表 6: 建议关注标的估值一览表 .....	24

## 一、上半年纺服零售行情回顾

### （一）前五个月商贸零售领先大市，口罩、超市、日化表现较好

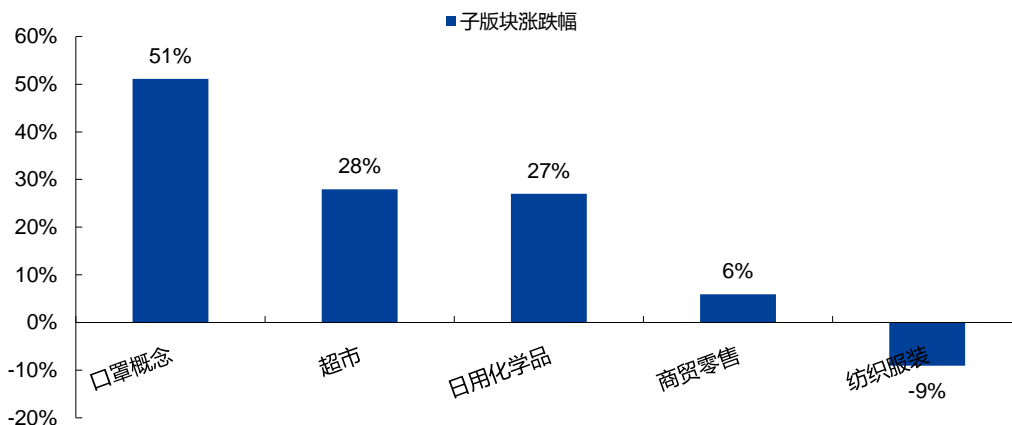
疫情影响下，前5月SW零售表现好于沪深300，SW纺服表现欠佳。其中商贸零售上涨6%，涨跌幅排名第7，纺织服装下跌9%。疫情推动口罩概念及超市行业表现，分别上涨51%、28%。另有日化上涨27%。

图1：2020年1至5月申万一级行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图2：2020年1至5月申万一级行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

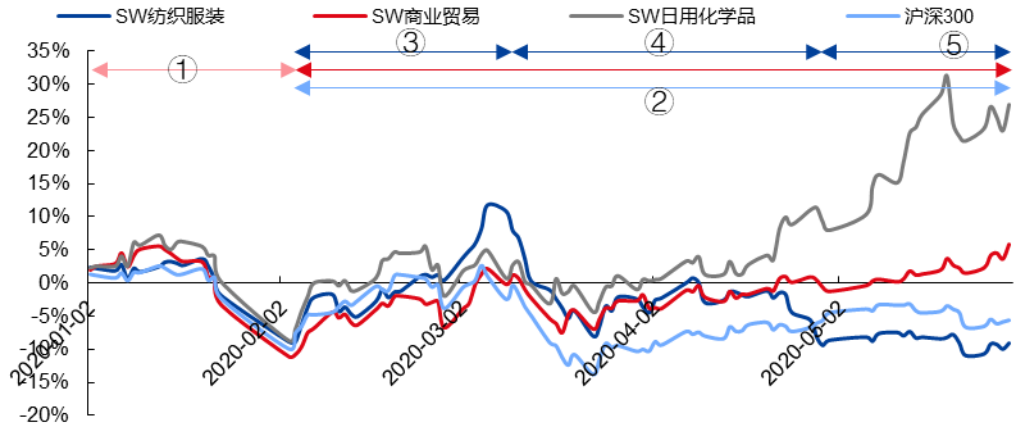
### （二）前五个月行情可分为两大部分，疫情后多数品类指数回暖

前5月行情可分为两个大的部分。第①部分为疫情前几疫情引发的恐慌，第②部分始于疫情后的情绪反转。对商贸零售及日用化学品，第②部分的反弹较为完整，并分别在线下超市渠道及线上电商渠道的推动下实现上涨。对纺织服装，第②部分可再次细分。其中纺织服装可分为③④

⑤段。第③段为口罩行情带动下的快速反弹，第④段为监管密集问询口罩以及海外疫情冲击，第⑤段为年报一季报后的暖冬影响业绩的反映。

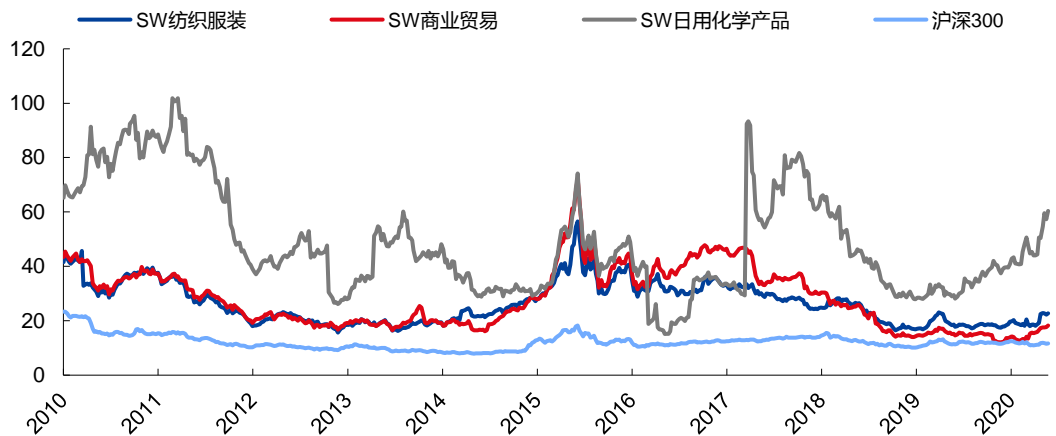
由于疫情影响除超市行业外的行业业绩，典型消费板块估值均有所提升。

图 3：2020 年 1 至 5 月申万一级行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：2010 年至 2020 年 5 月典型消费板块估值情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

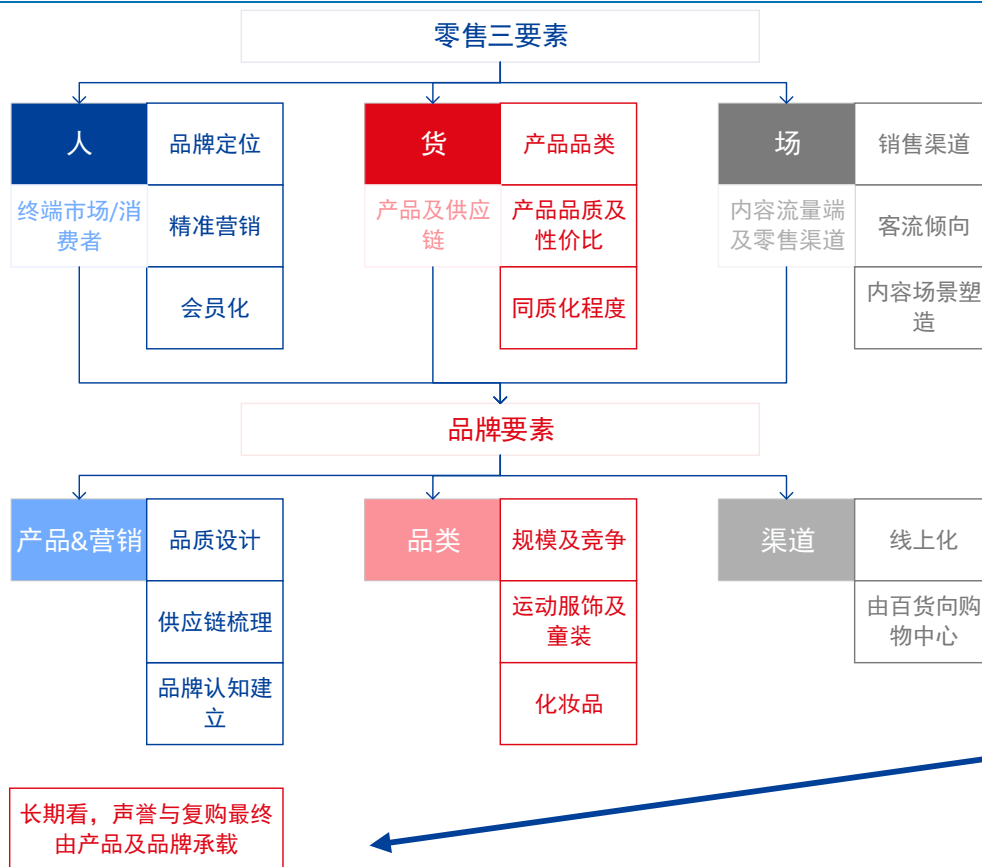
注：采用 PE (TTM，整体法，剔除负值)。

## 二、渠道及品类影响公司增长，长期看声誉及复购由品牌承接

### (一) 品类渠道影响公司增速，声誉及复购由品牌承接

零售三要素为人货场，对应目标市场和消费者、产品和供应链、流量及渠道端。对应品牌要素，可拆分为产品及营销、品类、渠道三方面。近年来由于不同渠道及品类的增速差异较大，渠道和品类对品牌的影响较大。但长期来看，品牌的声誉和消费者复购最终需要由品牌的产品及品牌承载。

图 5：消费品品牌关键要素梳理

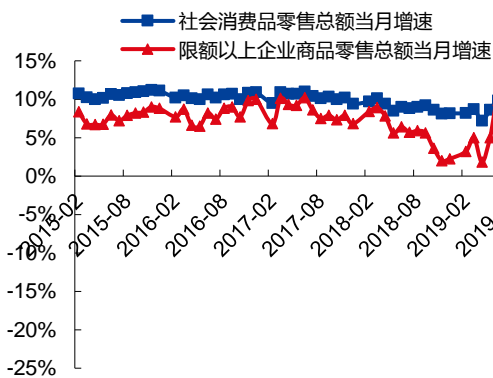


资料来源：华金证券研究所整理

## (二) 线上增速持续高于线下，线下依托高频品类支撑

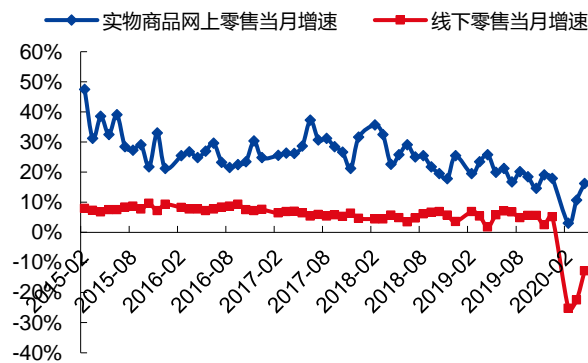
渠道方面，近年来国内社零增速有所放缓。2015 年，国内社零当月增速保持在 10%~11%，2019 年，增速放缓至 7%~8%。线上增速有所放缓，但持续高于线下增长。2015~2018 年上半年，国内线上实物商品零售增速持续高于 20%，2019 年下半年该增速放缓至 15%~20%。线上用户量红利期接近尾声，但受线上更少的中间环节推动，电商增速持续高于线下的 5%~10% 左右增长。

图 6：国内社会消费品零售总额情况



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 7：国内线上线下零售渠道增长估计



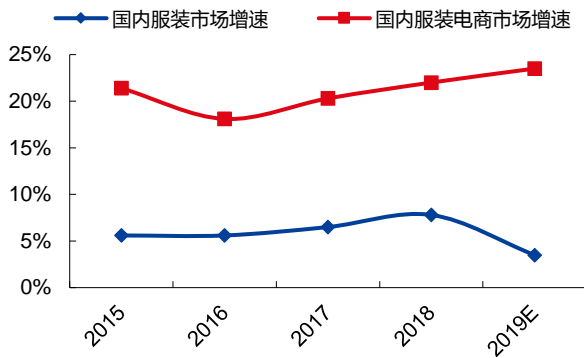
资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所



分品类看，服装、化妆品电商渠道快速增长。2015 年来国内服装市场增速位于 5%左右，服装电商渠道持续 20%左右增速。同期限额以上化妆品增速保持在 10%左右，化妆品线上销售额增速持续高于 20%。

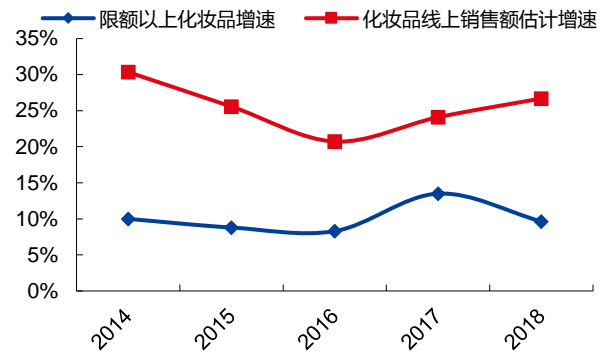
1/2 的服装、1/4 化妆品消费来自线上。服装电商渠道占比已由 2015 年的约 25%提升至 2019 年的约 47%。化妆品电商渠道占比由 19%提升至 27%。

图 8：国内服装市场及服装电商增长



资料来源：新浪网，艾媒咨询，Euromonitor，华金证券研究所

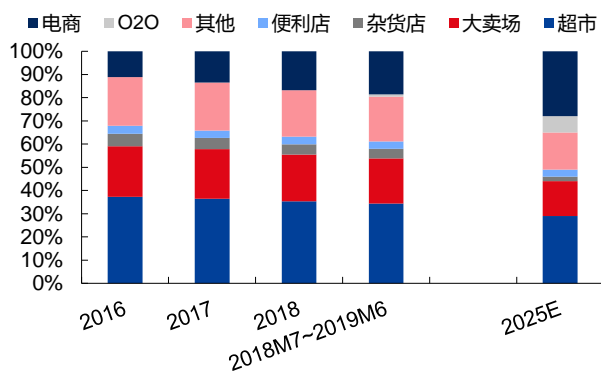
图 9：国内化妆品市场及线上化妆品销售增长



资料来源：Wind，国家统计局，EMIS，Euromonitor，华金证券研究所

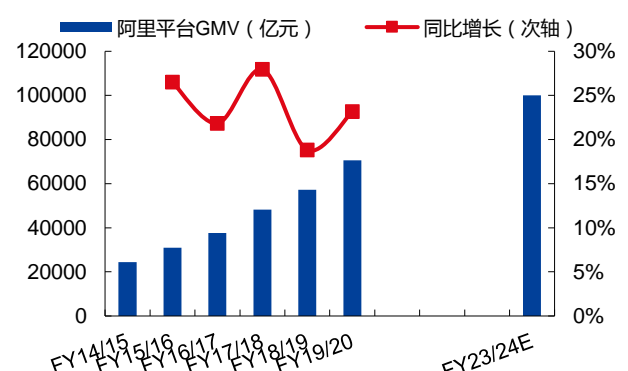
展望未来，电商有望继续保持 10%以上的增速。虽然互联网用户量红利趋近尾声，但电商渠道渗透仍在进行，电商渠道品类扩张仍在继续。据凯度，国内快消品中，电商占比有望由截止 2019 年 6 月近 19%提升至 2025 年的 28%，年复合增速约 11%。另外 2019 年下半年阿里巴巴计划到 23/24 财年实现超 10 万亿元的 GMV，年复合增速约为 12%。渠道对品牌竞争的结构影响趋势仍将持续，电商占比较高的公司继续受益。

图 10：国内快消品消费渠道变迁示意图



资料来源：凯度，36 氪，新消费内参，华金证券研究所

图 11：阿里巴巴未来发展计划示意图

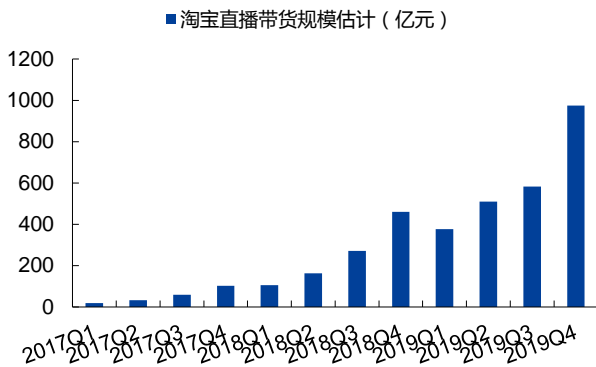


资料来源：阿里巴巴官网及公告，华金证券研究所

线上渠道中，近期直播带货规模快速增长。由于直播渠道能够更多的提升线上购物体验，直播渠道正快速增长。据淘榜单，淘宝直播 2018 年带货规模达千亿元，预计 2019 年带货规模超 2400 亿元，同比增长约 140%。

头部主播推动品牌销售。直播推动品牌线上渠道快速增长，运用直播较好的品牌收获规模红利。数据威数据显示，2020 年 1~2 月，国内化妆品品牌完美日记、花西子、玉泽直播带货来源中，约 16%、40%、85%直播带货来源于李佳琪。

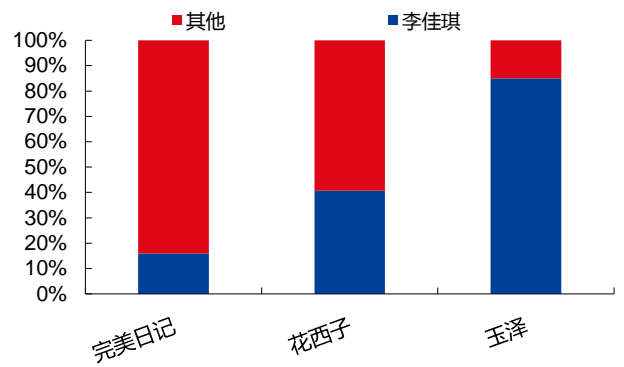
图 12: 淘宝直播带货规模示意图



资料来源: 搜狐网, 亿邦动力网, 淘榜单, 华金证券研究所

注: 以 2018 年千亿规模及各季度规模占比进行估计。

图 13: 部分国货品牌官方店铺 20 年前 2 月直播带货来源占比

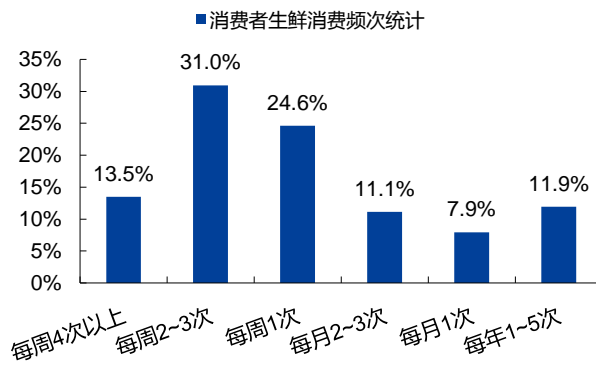


资料来源: 百度百家号, 数据威, 华金证券研究所

**消费流量持续向线上倾斜, 线下增长需要高频品类支撑。**消费流量持续向线上转移的背景下, 线下渠道追求增长, 则需要与电商差异化的高频消费品类支撑。生鲜品类为较好的高频消费品类, 据前瞻研究院数据, 约 69% 消费者至少每周消费一次生鲜。

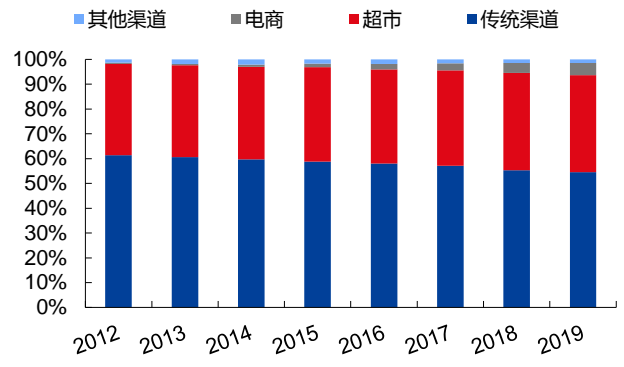
**超市渠道生鲜消费平稳微增, 生鲜夯实超市流量基础。**近年来生鲜消费由传统渠道持续向超市、电商转移。Euromonitor 数据显示超市渠道销售占比微增, 生鲜消费有望继续夯实超市渠道客流。

图 14: 国内消费者生鲜消费频次



资料来源: 搜狐网, 前瞻研究院, 华金证券研究所

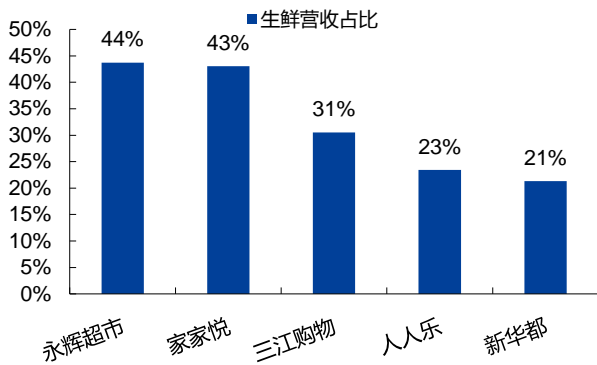
图 15: 国内生鲜消费渠道占比示意图



资料来源: EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

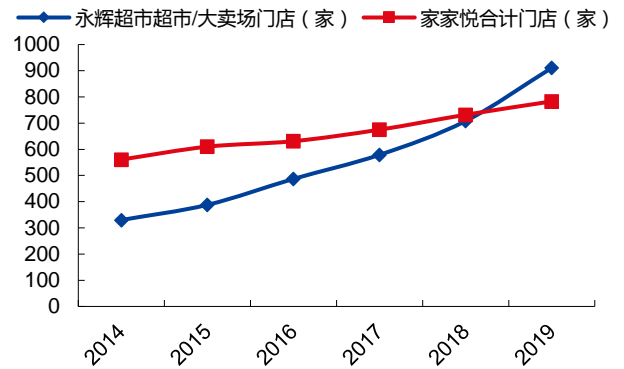
**永辉超市及家家悦立足生鲜品类, 近年来渠道持续扩张。**永辉超市与家家悦是生鲜占比较高的公司, 生鲜品类营收占比超 40%, 夯实线下客流基础, 推动永辉超市及家家悦渠道扩张。截止 2019 年, 永辉超市超市及大卖场已超 900 家。**渠道扩张推动永辉超市市占率快速提升。**凯度调查数据显示, 近年来永辉超市市占率快速提升。2020 年一季度, 永辉超市在国内超市渠道市占率已达 4.8%, 持平沃尔玛, 并列行业排名第三。

图 16：2019 年国内典型超市公司生鲜销售占比



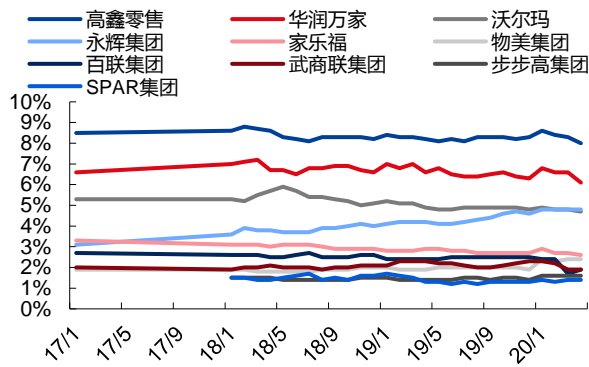
资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 17：2014-2019 年永辉超市&家家悦的渠道扩张



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 18：国内超市渠道典型公司市占率估计



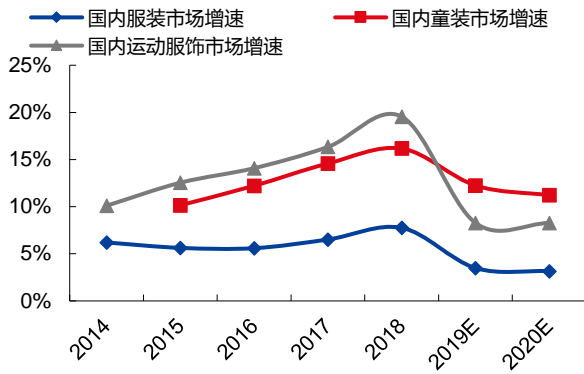
资料来源：凯度，华金证券研究所

### （三）化妆品及运动等优势赛道，国产品牌品类地位提升

品类方面，运动服饰及童装为近年来较好的品类，预计 2020 年仍将较快增长。Euromonitor 数据显示，2014 年至 2020 年，不考虑疫情影响，国内运动服饰及童装增速持续高于服装整体增速。

近年来国内品牌逐步提升产品品质，国产品牌地位持续提升。其中纺织服装的优势赛道运动服饰中，国产头部运动品牌快速增长。Euromonitor 预计，2019 年国内运动市场高个位数增长。其中李宁、安踏品牌分别增长约 30%、15%，增速高于行业整体。

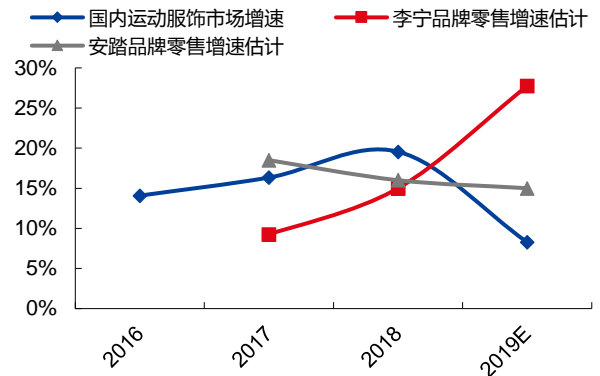
图 19: 国内服装市场及童装、运动子行业增速对比



资料来源: 新浪网, 搜狐网, Euromonitor, 华金证券研究所

注: 未考虑疫情影响。

图 20: 典型国产运动服饰品牌零售增速情况

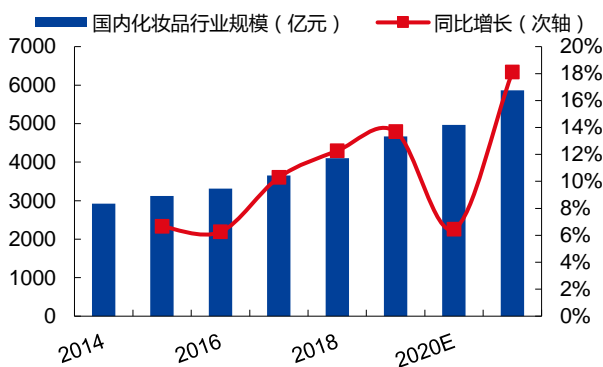


资料来源: 各公司公告, 新浪网, 搜狐网, Euromonitor, 华金证券研究所

注: 李宁及安踏零售增速按照区间中值进行估计, 年度增速按照各季度增速平均值进行估计。

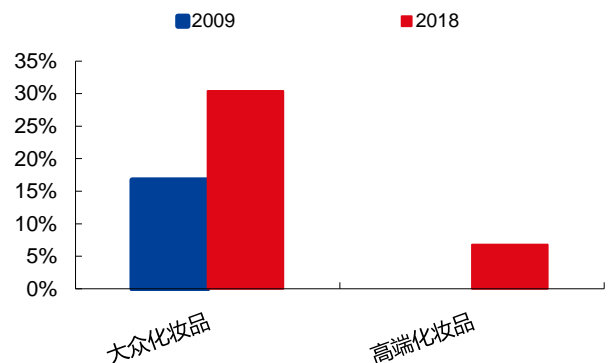
化妆品是另一较快增长的行业。Euromonitor 预计, 2020 年国内化妆品市场有望在疫情影响下有望实现个位数增长, 并且增速有望于 2021 年快速反弹。国产化妆品品牌地位持续提升。对比 2009 年, 2018 年国内大众化妆品、高端化妆品的增速已有明显提升。国内上市公司品牌珀莱雅、丸美持续取得高于行业的增速。

图 21: 国内化妆品市场规模及其预测示意图



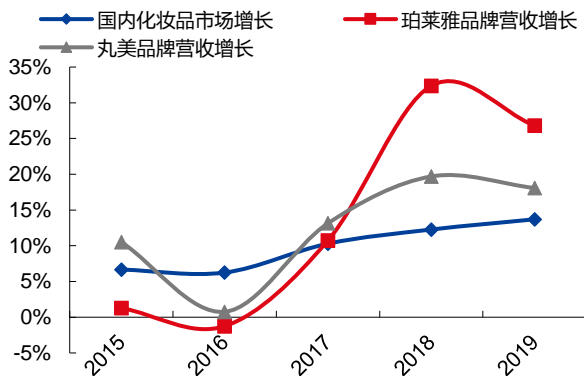
资料来源: 前瞻研究院, EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

图 22: 国内化妆品市场中国内公司合计市占率示意图



资料来源: 中国产业经济信息网, 华金证券研究所

图 23: 部分国产化妆品品牌零售增速情况



资料来源: 各公司公告, 前瞻研究院, EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

## （四）国产品牌竞争力逐步提升，从价格策略到品质策略

长期来看，商品的复购及品牌的声誉仍然由产品和品牌承载。

国产品牌竞争力提升已有质的变化。比如中国李宁系列出现，展现中国设计文化及国潮元素。波司登持续寻找国际知名设计师，近年来也能够请到时尚顽童 Gaultier 这样的设计界名人进行合作。国内品牌从产品品质、产品设计感、店铺环境均有较大提升。

图 24：中国李宁设计概念示意图



资料来源：搜狐网，华金证券研究所

图 25：波司登设计师及联名款示意图



资料来源：新浪网，华金证券研究所

图 26：国产品牌品质设计示意图

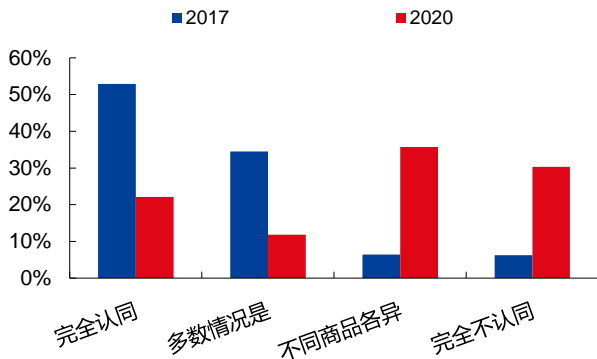


资料来源：各品牌天猫旗舰店，百度百家号，华金证券研究所

近年来国产品牌持续提升品质，推升消费者认可度。据知萌咨询调查，2017 年国内近 87% 消费者认为海外大品牌质量更好，而到 2020 年，该比例已快速下降至 34%。而推动消费者更多购买国货的前三原因，分别为国家强大、国货品质提升、国产品牌的全球影响力提升。

品牌管理层也更加认可国内品牌。据阿里研究院，过去5年间，从跨国企业跳槽到本土企业的高管比例，是反方向跳槽的5倍。

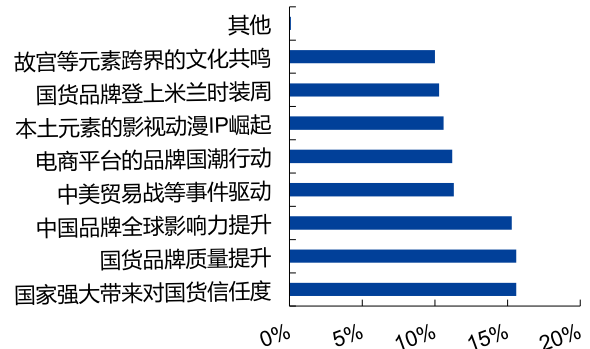
图 27：“国外大品牌质量是否更好”的调查结果



资料来源：百度百家号，知萌咨询，华金证券研究所

注：510 品牌日调查，覆盖一至四线城市共 1500 个样本。

图 28：“过去一年增加国货品牌消费的原因”的调查结果

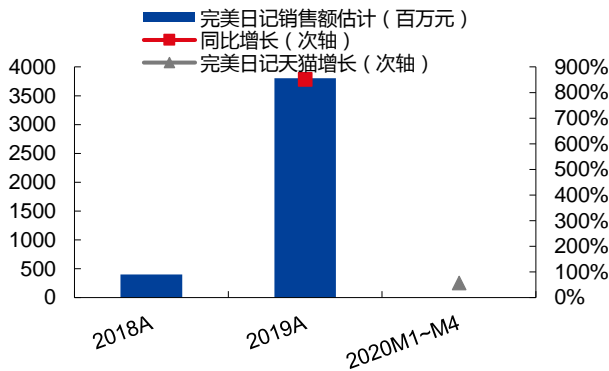


资料来源：百度百家号，知萌咨询，华金证券研究所

注：510 品牌日调查，覆盖一至四线城市共 1500 个样本。

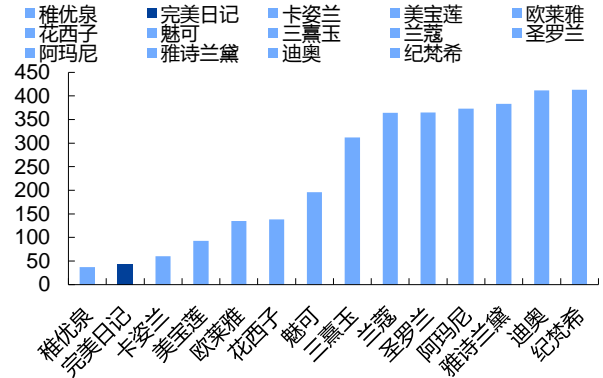
从品牌发展来看，2017 年，以完美日记为代表的化妆品品牌，依托电商渠道的价格竞争取胜。完美日记 2019 年销售规模预计达 38 亿元，2020 年前 4 月天猫销售增速达 57%。完美日记的成功，一方面依托电商渠道进行价格竞争策略，凭借远低于美宝莲、欧莱雅等品牌的价格取得电商优势；另一方面在于在不同阶段选择不同圈层营销，持续获取高营销声量。

图 29：完美日记销售额估计及其增长



资料来源：搜狐网，腾讯网，数据威，华金证券研究所

图 30：2019 年前 11 月天猫平台部分彩妆品牌成交均价 (元/件)



资料来源：中国美妆网，数据威，华金证券研究所

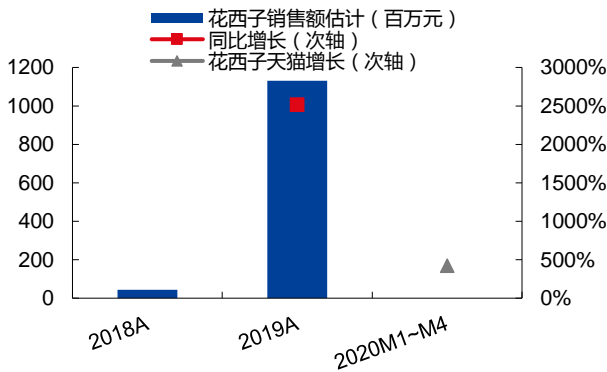
图 31：完美日记不同阶段的营销圈层策略



资料来源：中国广告AD网，数说故事，华金证券研究所

2018年，以花西子为新创代表的品牌逐步提升档次，切入中端价格带。花西子品牌2019年销售规模预计超11亿元，2020年1~4月继续于天猫平台实现逾4倍的增长。花西子以国内古风为主，取名、包装色调均包含较多的古风风格。其爆款口红创意性的将雕花运用在口红上，受到消费者的青睐。从价格上看，比如散粉品类中，花西子并不是价格最低的，但通过品牌品质和国风概念的打造，成功成为市场销量领先品牌。

图 32：花西子销售额估计及其增长



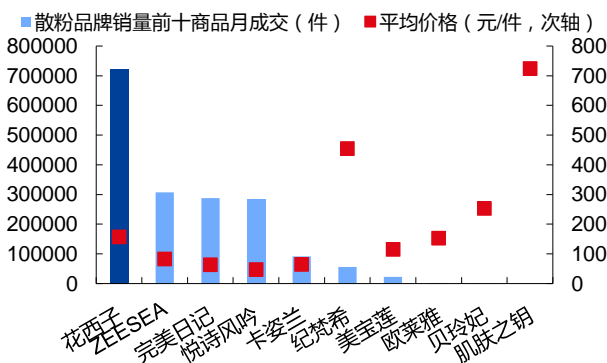
资料来源：艾瑞咨询，魔镜市场情报，腾讯网，数据威，华金证券研究所

图 33：花西子爆品雕花口红宣传示意图及品牌故事图



资料来源：百度百家号，数据威，天猫花西子旗舰店，华金证券研究所

图 34：天猫平台散粉品列典型品牌销售统计



资料来源：天猫，2020/6/3，华金证券研究所

注：统计各品牌销量前五商品；由天猫平台销量进行模糊化处理，存在偏差。

国产品牌的竞争力提升也反应在市占率的提升。随着国产头部品牌品质提升、消费者逐步认可国产品牌，童装、化妆品、运动服装这样较好赛道的头部品牌市占率均有提升趋势。童装中，巴拉巴拉市占率已由2017年的4.9%提升至2019年的6.9%。化妆品中，珀莱雅、丸美品牌市占率分别于2019年估计约0.6%、0.4%。运动品牌中，李宁市占率由5.2%提升至6.3%，另有安踏品牌市占率保持在11.1%左右。

表1：国内典型童装、化妆品、运动服装品牌市占率估计

公司或品牌	指标	2017	2018	2019
森马服饰国内	营收（百万元）	12026	14921	16307
	服装市占率估计	0.6%	0.7%	0.8%
森马国内童装	营收（百万元）	6322	8047	9694
	童装市占率估计	4.9%	5.6%	6.9%
珀莱雅	营收（百万元）	1783	2361	3124
	化妆品市占率估计	0.5%	0.6%	0.7%
珀莱雅品牌	营收（百万元）	1582	2094	2656
	化妆品市占率估计	0.4%	0.5%	0.6%
丸美股份	营收（百万元）	1352	1576	1801
	化妆品市占率估计	0.4%	0.4%	0.4%
丸美品牌	营收（百万元）	1174	1405	1659
	化妆品市占率估计	0.3%	0.3%	0.4%
李宁	营收（百万元）	8890	10527	13880
	运动服饰市占率估计	5.2%	6.1%	6.3%
安踏体育	营收（百万元）	16692	24121	33926
	服装市占率估计	0.9%	1.2%	1.6%
安踏品牌	营收（百万元）	0	14327	17450
	运动服饰市占率估计	0.0%	11.1%	11.1%
FILA 品牌	营收（百万元）	0	8492	14770
	运动服饰市占率估计	0.0%	3.8%	5.5%

资料来源：各公司公告，新浪网，搜狐网，前瞻研究院，EMIS，Euromonitor，华金证券研究所

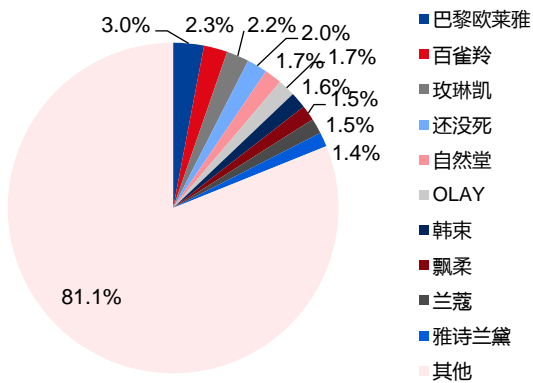
## （五）电商及并购助力国产品牌逐步扩张

展望未来，国产品牌仍有较大增长空间。

如化妆品品牌，整体市场分散。头部品牌巴黎欧莱雅在国内市占率已超3%，对应约150亿的销售额。欧莱雅公司国内合计销售额约380亿元。对比头部品牌，珀莱雅27亿元与丸美品牌17亿元的销售额仍有较大空间，有望在尚未固化的市场中凭借电商渠道及国产品牌机遇快速增长。

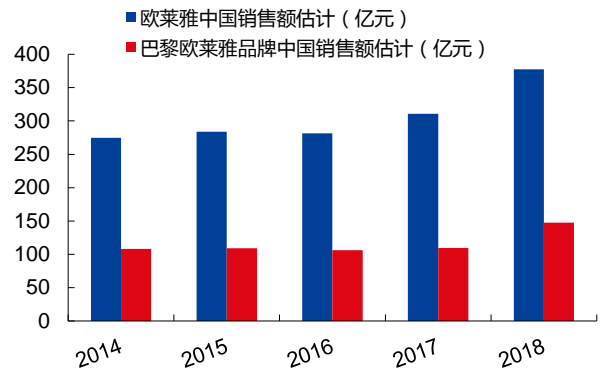


图 35：2017 年国内化妆品品牌市占率较为分散



资料来源：中商产业研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 36：国内欧莱雅公司及巴黎欧莱雅品牌销售额估计

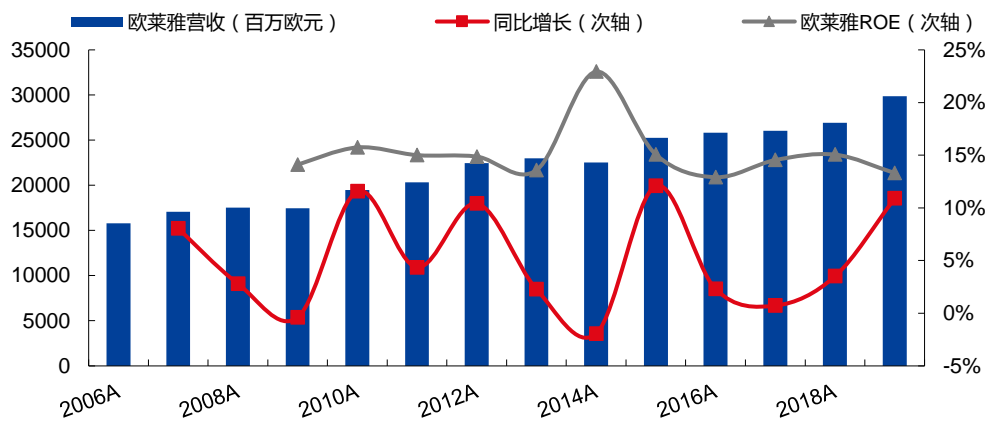


资料来源：前瞻研究院，中商产业研究院，EMIS，Euromonitor，华金证券研究所

化妆品市场整体分散，欧莱雅集团的持续增长离不开品牌扩张。1967 年欧莱雅并购兰蔻建立高端化妆品产品线，同年并购卡尼尔补充自然概念。1996 年，欧莱雅收购竞争对手美宝莲纽约，2000 年收购科颜氏等等。欧莱雅持续扩张品牌，逐步构建了目前的 4 大业务板块及 36 个互补的品牌组成的品牌矩阵。

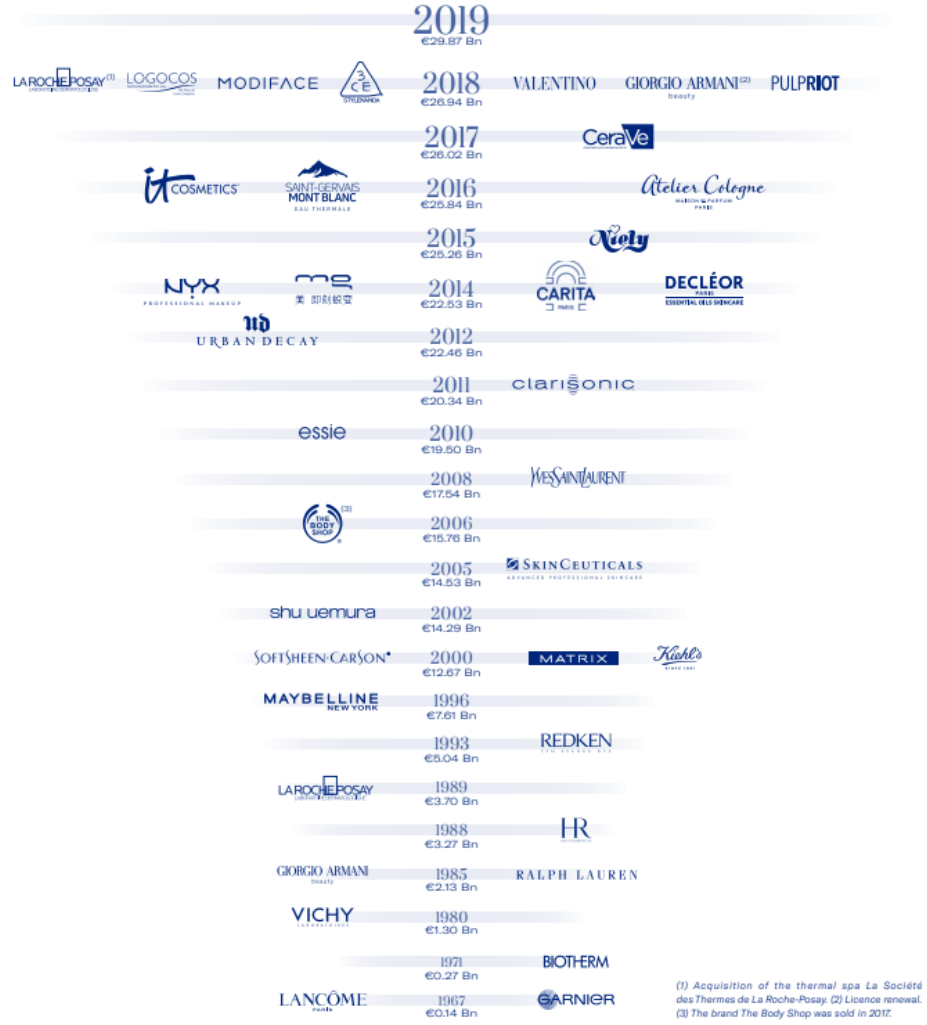
国内化妆品品牌或将运用并购机遇快速发展。

图 37：欧莱雅营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 38：欧莱雅品牌拓展示意图

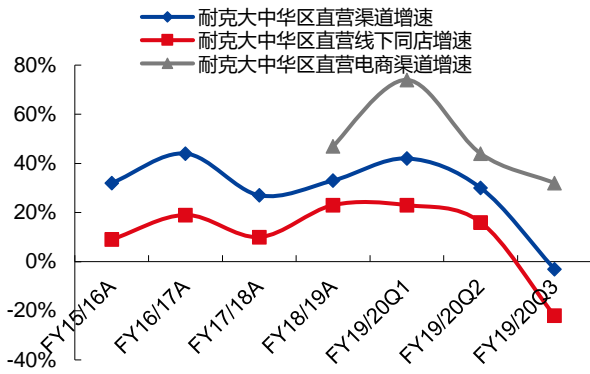


资料来源：欧莱雅公司公告，华金证券研究所

反观运动服饰品类，近年海外品牌增长主要源于电商渠道高增长。如耐克品牌，18/19 财年及 19/20 财年上半年，耐克大中华区电商渠道增速持续高于 40%，推动大中华区直营渠道增速保持在 30%以上，最终大中华区整体销售增速保持在 20%以上。

近年来国内运动服饰品牌电商渠道占比提升，电商或将助力快速增长。2019 年李宁等国内部分头部运动品牌电商占比已达 20%左右。品质提升且逐步受消费者认可，叠加电商渠道较快增长趋势，未来或将延续较快增长。

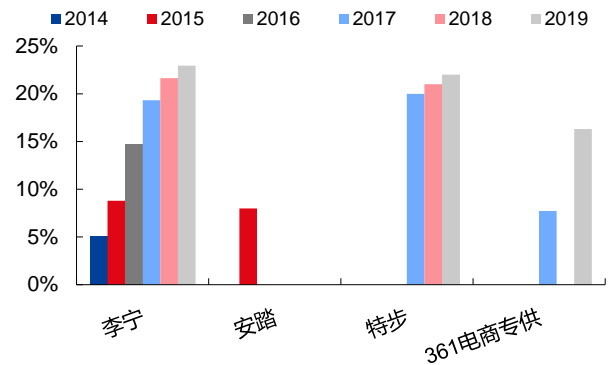
图 39：耐克大中华区直营渠道线上线下增速



资料来源：耐克公司公告，华金证券研究所

注：耐克财年由前一年 6 月至次年 5 月。

图 40：国内运动服饰品牌电商占比快速提升



资料来源：各公司公告，ZAKER，华金证券研究所

长远来看，随着国内品牌逐步扩张，有望形成较有竞争力的国际集团。对比国际品牌，国内品牌无论是规模，还是市值，都有较大的发展空间。

表 2：典型国际化妆品、运动服饰、超市品牌规模及市值

	最新财年营收 (亿美元)	2019 财年净利 (亿美元)	市值 (亿美元)
欧莱雅	334.68	42.01	1,679.97
雅诗兰黛	148.63	17.85	721.55
资生堂	103.95	6.76	268.01
耐克	391.17	40.29	1,588.00
阿迪达斯	250.57	19.46	564.81
露露柠檬	39.79	6.46	420.76
沃尔玛	5,239.64	148.81	3,431.19
好市多	1,527.03	36.59	1,356.93
克罗格	1,222.86	16.40	253.36

资料来源：Wind，2020/6/10，华金证券研究所

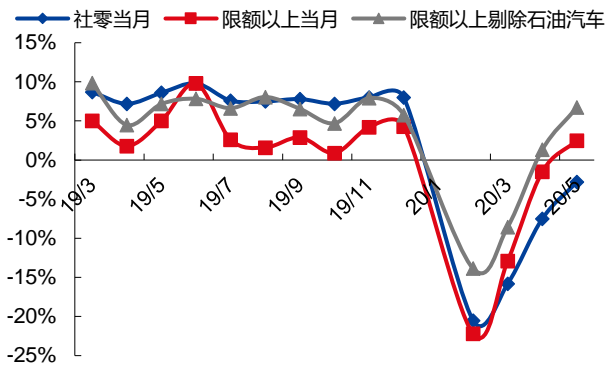
### 三、疫情后线上已恢复常态，线下客流逐步回升

#### (一) 线上消费已恢复常态，线下客流仍受影响

疫情影响国内消费，近期消费持续恢复。5 月，国内社零及限额以上增速较 4 月进一步改善，社零降幅收窄由 4 月的 7.5% 收窄至 2.8%。

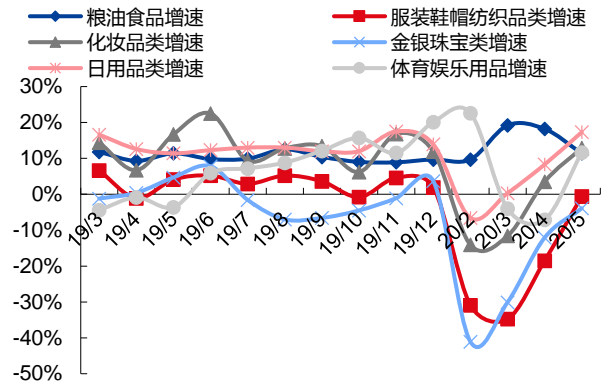
分品类看，必选消费好于可选消费。一方面，3、4 月粮油食品增速接近 20%，5 月增速随囤货情绪下降放缓至 11%。另一方面，日用品类增速持续恢复，5 月增速进一步提升至 17%。可选品类中，化妆品、体育娱乐用品品类表现较好，4 月增速已现回暖，5 月各品类增速进一步提升，化妆品、体育娱乐用品双位数增长，纺织服装、金银珠宝降幅分别收窄至 0.6%、3.6%。

图 41：社会消费品零售及限额以上企业零售当月增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

图 42：限额以上分品类零售当月增速

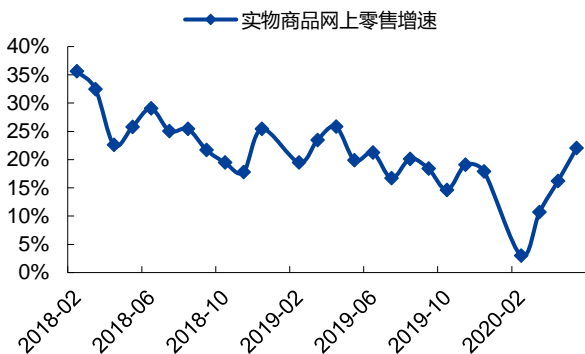


资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

分渠道看，线上消费已恢复常态。疫情影响物流产能已于 3 月基本恢复，疫情加速线下消费向线上转移覆盖了消费情绪回落的影响。4 月线上消费已恢复 15%~20%的常态增速，5 月增速进一步提升至 22%。

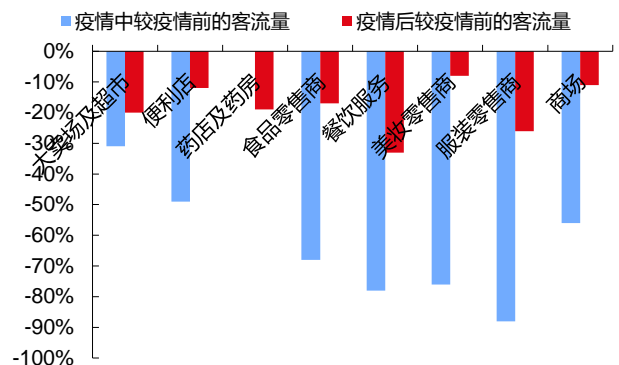
线下客流仍受影响。疫情后消费情绪回落影响线下客流，据麦肯锡，米雅科技数据显示各渠道线下客流均有 8%~33%的降幅。日均销售额来看，疫情后便利店、药房受推动，超市及美妆受影响有限。

图 43：疫情后实物商品网上零售增速已恢复



资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

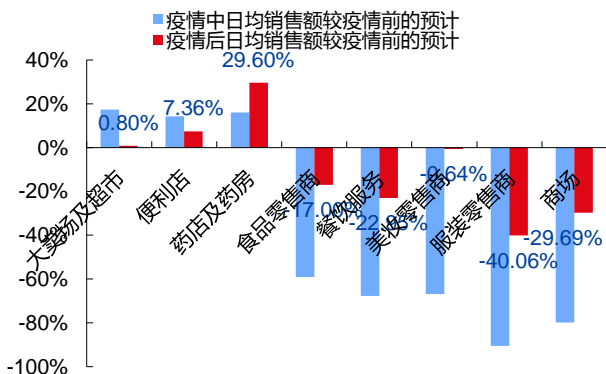
图 44：疫情前后不同线下渠道客流量情况



资料来源: 麦肯锡, 米雅科技, 华金证券研究所

注：整体数据段为 2019 年 12 月 1 日至 2020 年 5 月 10 日。

图 45：疫情前后不同线下渠道日均销售额情况



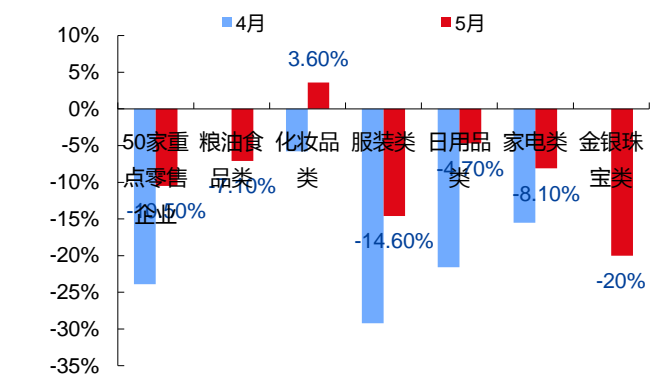
资料来源：麦肯锡，米雅科技，华金证券研究所

注：整体数据段为2019年12月1日至2020年5月10日。

**偏向百货的重点零售企业进一步复苏。**据中华全国商业信息中心，全国50家重点零售企业5月零售降幅由4月的-24%进一步收窄至-11%。

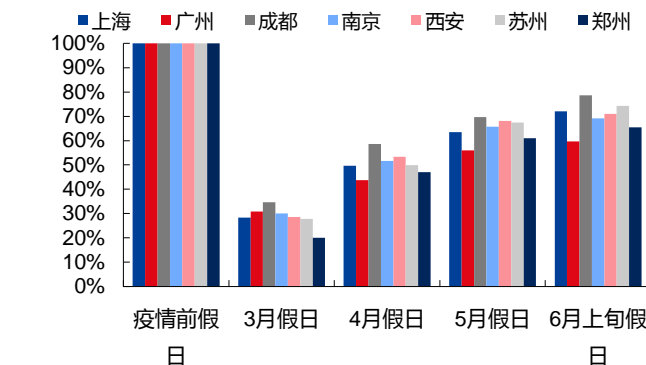
**预计线下客流持续复苏。**假日公共交通客流量可反应部分消费情绪。5月典型城市假日地铁客流已由4月的约疫情前50%恢复至月疫情前的64%。进入6月上旬，典型城市假日地铁客流进一步恢复至疫情前的约70%。

图 46：全国 50 家重点零售企业 5 月降幅收窄



资料来源：中华全国商业信息中心，华金证券研究所

图 47：典型城市疫情前后假日地铁客流对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：只包括周末假日，已剔除节日。

## （二）消费券助力潜力释放，各地区有更大动力打造消费节

疫情后国内出台多个纲领性促消费稳健，通过稳内需稳就业、稳经济。比如2月的商务部及发改委发文，延续历次促消费文件精神，推动国内消费潜力释放。

表 3：国内促进消费纲领性政策

时间	概要	促销费方向
2/14	《关于开展消费扶贫行动的通知》	1) 预算单位采购贫困地区农副产品的政府采购；2) 政府主导建立消费扶贫交易市场的东西部扶贫协作；3) 各类企业销售扶贫产品的市场主体参与；4) 中国社会扶贫网销售模式。
2/18	《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	1) 支持企业有序复工复产；2) 支持商贸流通企业创新经营服务模式；3) 加快步行街改造提升；4) 推动服务消费提质扩容；5) 释放新兴消费潜力；6) 发展便利店和菜市场；7) 发挥好财政资金作用。
2/28	《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》	1) 大力优化国内市场供给；2) 重点推进文旅休闲消费提质升级；3) 着力建设城乡融合消费网络；4) 加快构建“智能+”消费生态体系；5) 持续提升居民消费能力；6) 全面营造放心消费环境。
3/19	《关于支持商贸流通企业复工复产的通知》	1) 排除复工营业干扰；2) 完善消费基础设施；3) 稳定实物消费；4) 恢复服务消费；5) 促进老字号品牌消费；6) 推动线上线下融合发展；7) 推动数字化转型；8) 完善物流体系。
4/3	《关于支持中小微企业和个体工商户发展 积极减免经营用房租金的通知》	在确保中小微企业和个体工商户承租经营用房租金只降不增的基础上，与承租本企业经营用房的中小微企业和个体工商户积极对接，帮助对方切实减轻经营负担。

时间	概要	促销费方向
4/22	《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	1) 促进城市消费回补升级; 2) 补齐乡村消费短板弱项; 3) 激活传统商品消费热点; 4) 着力恢复扩大服务消费; 5) 加快培育发展新型消费; 6) 积极有序活跃消费市场; 7) 促进外贸出口产品内销; 8) 发挥政策资金促进效应。
4/28	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	1) 调整国六排放标准实施有关要求; 2) 完善新能源汽车购置相关财税支持政策; 3) 加快淘汰报废老旧柴油货车; 4) 畅通二手车流通交易; 5) 用好汽车消费金融。
5/14	《关于完善废旧家电回收处理体系推动家电更新消费的实施方案》	用3年左右的时间, 进一步完善行业标准规范、政策体系, 基本建成规范有序、运行顺畅、协同高效的废旧家电回收处理体系。废旧家电规范回收数量大幅提升, 废旧家电交售渠道更加便利顺畅, 家电更新消费支撑能力明显增强。
5/20	《关于进一步降低物流成本的实施意见》	1) 深化关键环节改革, 降低物流制度成本; 2) 深入落实减税降费措施, 降低物流税费成本; 3) 推动物流设施高效衔接, 降低物流联运成本; 4) 推动物流业提质增效, 降低物流综合成本。

资料来源: 中国政府网, 华金证券研究所

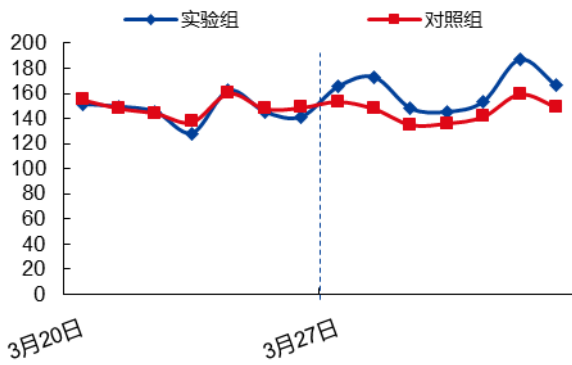
在促消费纲领性稳健指导下, 国内部分地区发放消费券促消费。以杭州3月27日消费券效果来看, 消费券具备促消费效果。据光华管理学院与蚂蚁金服文章, 杭州消费券发放后, 实验组周度消费额显著高于对照度, 且3月27日通过人均50元的消费券, 促进人均近125元的额外消费。另外之后的更大额度的消费券带动了更多的消费。

表4: 部分地区消费券计划统计

时间	地方	适用范围	金额	备注
2/13	澳门	/	每人3000澳门元	/
3/2	山东济南	文旅消费	合计2000万元	/
3/4	广东广州	汽车消费	每车3000~10000元	新能源汽车每车1万元综合性补贴, 国六标准新车每车3000元补助
3/6	辽宁	/	/	鼓励各级文旅部门发放文旅消费券
3/11	河北	体育消费	合计1500万元	/
3/12	浙江	文旅消费	合计11亿元	10亿元文旅消费券及1亿元文旅消费红包
3/13	江苏南京	餐饮、体育、图书、信息等	合计3.18亿元	/
3/13	浙江宁波	文旅消费及健身消费	合计1亿元	/
3/14	湖南长沙	汽车消费	裸车价款的3%	每台不超3000元, 指定经销商购买部分车企车辆, 并在长沙上牌
3/16	安徽	家电消费	每人200元	与苏宁合作进行
3/19	江西	旅游消费	合计1000万元	试行周末2.5天弹性作息
4/1	广东佛山	餐饮住宿等线下商户	合计1亿元	/
4/2	深圳(罗湖、福田、龙华)	零售及住宿旅游	合计1.1亿元	/
4/9	深圳(宝安)	/	合计2亿元	6000万元为汽车消费券, 最高补贴1万元
4/10	广东顺德	/	合计1亿元	80%为餐饮消费券, 20%为通用消费券

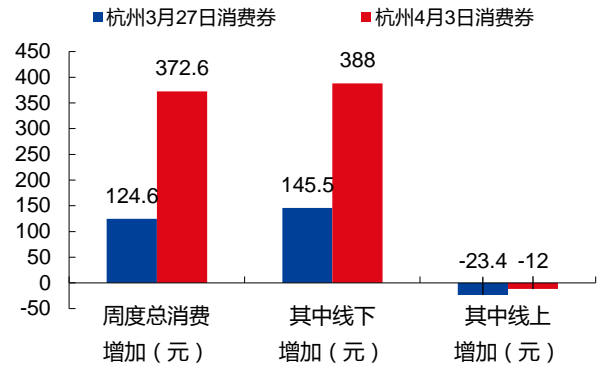
资料来源: 新浪网, 搜狐网, 百度百家号, 中国新闻网等新闻网站, 华金证券研究所

图 48：杭州 3 月 27 日消费券发放前后消费情况对比示意图



资料来源：新浪网，光华管理学院，蚂蚁金服，华金证券研究所

图 49：杭州 3 月 27 日及 4 月 3 日消费券刺激消费效果

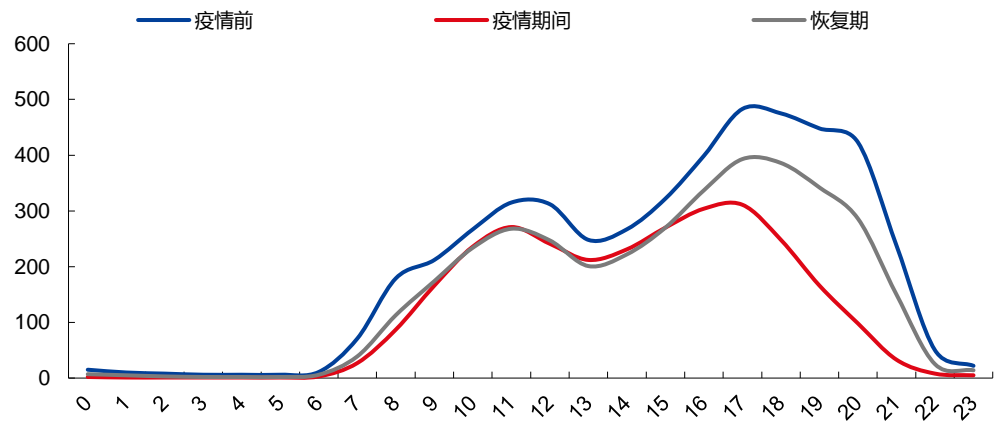


资料来源：新浪网，光华管理学院，蚂蚁金服，华金证券研究所

除消费券以外，国内部分地区有更大的动力打造消费节。往年消费节的打造主要为线上平台竞争 GMV 所采用的，今年一线城市均逐步采用打造消费节的模式促进城市经济回暖。比如上海 5 月举办五五购物节，促进消费回补，叠加五一节假日初步释放疫情抑制的消费情绪，5 月上海线上零售近千亿元，线下零售超 1400 亿元。另有各地的非遗购物节，促进非物质文化遗产类商品的线上消费。

地摊经济有望带动线下客流回归。截止 5 月线下夜间消费量尚未恢复。麦肯锡及米雅科技数据显示，正常情况下晚间客流量较白天高出 50%，疫情高峰期时晚间客流量仅较白天高出 15%，且疫情高峰期后日交易量约从谷底反弹约 50%。因此地摊经济被鼓励，一方面推动消费持续恢复，另一方面促进就业稳定。为配合地摊经济发展，进入 6 月以来，上海再次推出六六夜生活节，推动傍晚及夜间的消费经济回暖。

图 50：国内夜间消费量尚未恢复示意图



资料来源：麦肯锡，米雅科技，华金证券研究所

注：整体数据段为 2019 年 12 月 1 日至 2020 年 5 月 10 日。已进行数据标准化。横轴为一天内的时刻。

表 5：国内部分地方持续打造购物节

时间	地区	活动	形式
3 月	郑州	“春暖郑州”网上购物节	集合线上线上资源，涵盖“吃、穿、住、行、学”多方面需求，满足消费者一站式便捷购物需要。
3 至 6 月	深圳	2020 深圳线上购物节	与阿里京东腾讯专场过冬深度合作，组织深圳企业线上促销，免除与降低参与

时间	地区	活动	形式
			企业部分费用。
4至5月	全国	双品购物节	缓解疫情影响，运用电商平台扩大内需，解决农产品流通问题，对冲外需下滑影响。
5月	上海	五五购物节	先后举办了84项重点活动和470余项特色活动，扩大内需、促进消费回补，5月上海线上零售近千亿元，线下零售超1400亿元。
5至7月	广东	“家520”购物节	采用线上直播模式，围绕家庭生活消费场景，开展形式多样的促销互动。
6月	上海	六六夜生活节	围绕“夜购、夜食、夜游、夜娱、夜秀、夜读”等主题，打造具有烟火气、上海味、时尚潮、国际范的夜上海新形象。
6月	甘肃	非遗购物节	开设甘肃非遗委托代销店铺，拟将未上线的非遗扶贫就业工坊产品按委托代销产品的形式推动上线销售。
6月	广西	非遗购物节	购物节期间，300余家非遗店铺携带500多种非遗产品在线上销售，同时开展丰富多彩、形式多样的线下活动。
6月	四川	非遗购物节	开展直播带货活动，进行非遗产品展示展销，以提振文旅消费，促进四川文旅市场复苏。
6月	青海	非遗购物节	营造传承、弘扬中华优秀传统文化良好社会氛围，助推文旅融合，促进经济消费。
6月	广东	非遗购物节	非遗相关单位、企业和非遗扶贫就业工坊将在各网络平台开展销售活动。

资料来源：新华网，华金证券研究所

## 四、建议关注标的

根据以上渠道、品类、品牌逻辑，我们建议关注：（1）电商相关：南极电商。（2）童装品类：森马服饰；（3）运动品类：李宁、安踏体育；（4）羽绒龙头：波司登；（5）化妆品品类：上海家化、华熙生物、珀莱雅、丸美股份；（6）生鲜超市：永辉超市、家家悦。

表6：建议关注标的估值一览表

证券代码	公司简称	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE（倍）		PEG（倍）
			2019A	2020E	2021E	2020E	2021E	2021E
002127.SZ	南极电商	484.84	0.49	0.63	0.81	31.37	24.53	0.88
002563.SZ	森马服饰	196.18	0.57	0.49	0.57	14.88	12.80	/
2020.HK	安踏体育	1677.29	1.99	2.10	2.86	29.60	21.73	1.08
2331.HK	李宁	557.85	0.29	0.63	0.83	35.71	27.20	1.60
3998.HK	波司登	197.37	0.09	0.10	0.13	18.06	13.77	0.66
600315.SH	上海家化	273.87	0.81	0.72	0.87	56.47	47.00	20.66
688363.SH	华熙生物	624.00	1.22	1.54	2.03	84.38	64.16	2.22
603605.SH	珀莱雅	324.95	1.95	2.47	3.16	65.32	51.16	1.88
603983.SH	丸美股份	324.37	1.28	1.45	1.64	55.86	49.23	3.75
601933.SH	永辉超市	903.45	0.16	0.25	0.31	37.78	30.38	0.80
603708.SH	家家悦	246.34	0.75	0.91	1.05	44.32	38.44	2.10

资料来源：Wind及一致预期，2020/6/15，华金证券研究所

注：标蓝公司使用华金证券EPS，其余公司使用Wind一致预期中值EPS。PEG根据2019年至2021年利润年复合增速估计。港股美股时间口径或有差异，波司登尚未披露FY19/20年报，2020对应FY19/20。



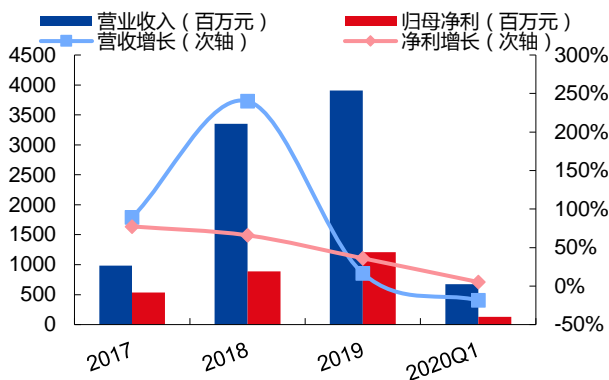
## （一）南极电商：高性价比模式契合电商

**关注：(1) 高性价比的商业模式适合电商渠道：**南极电商平台化运营的品牌授权模式使其在GMV中的货币化率低于5%，并且使供应商直接对接经销商，加快供应商周转，实现高性价比商业模式，契合主力发展的电商渠道；**(2) 品类及类目拓展空间仍存：**公司在淘宝搜索了100个商品关键词，排名前3中有品牌知名度的不超过10%，品类拓展机会继续存在；**(3) 高增长激励目标：**公司2019年至2021年的激励计划目标分别为净利润增长36%、28%、28%。

**估值：**目前南极电商PE(2020E)约31倍，PEG(2021E)约0.9倍。

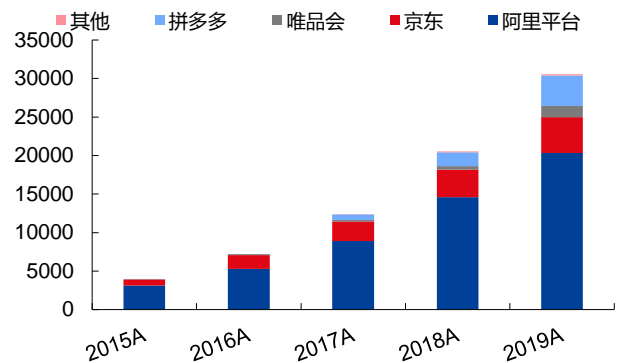
**风险：**品类及品牌拓张存在不确定性；平台化运营质量管控能力受挑战；行业去库存压力。

图 51：南极电商营收净利及其增长



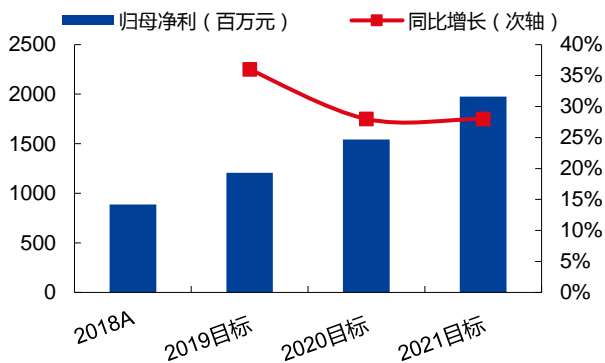
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 52：南极电商全平台商品交易额情况 (百万元)



资料来源：南极电商公司公告，华金证券研究所

图 53：南极电商激励计划考核目标



资料来源：南极电商公司公告，华金证券研究所

## （二）森马服饰：国内童装龙头公司

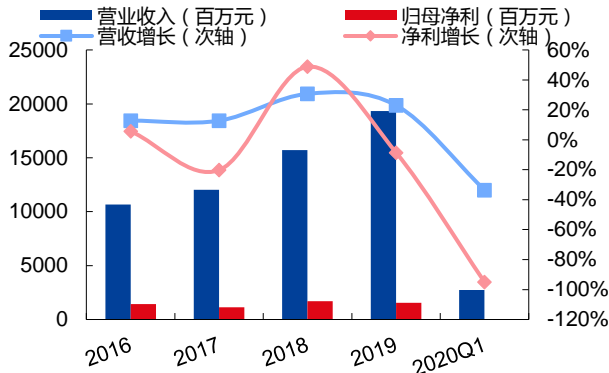
**关注：(1) 童装占据国内龙头地位：**森马服饰旗下巴拉巴拉品牌占据国内童装市场龙头地位，2019年市占率约6.9%，近三年来公司童装市占率持续较快提升，龙头规模优势明显；**(2) 休闲品类提质升级：**今明两年森马服饰将会进行变革，一是商品层面建立森马的独特DNA，向有记忆度的品牌转化，二是营销层面切入真正的KOL，并从社群角度进行流量维护，三是运用柔性供应

链优化存货结构；(3) **供应链建立工时标准提升议价能力**：公司建立智能制造研发中心，验证工业信息化集成方案，提升生产效率 20%以上，同时积累 GST 数据，助力公司制定工时标准，提升对供应商的溢价能力。

**估值**：目前森马服饰 PE (2020E) 约 15 倍。

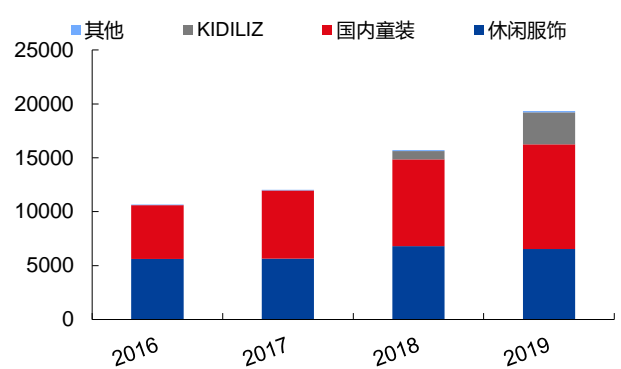
**风险**：Kidiliz 亏损超预期；终端销售不及预期；存货回购及减值拖累盈利。

图 54：森马服饰营收净利及其增长



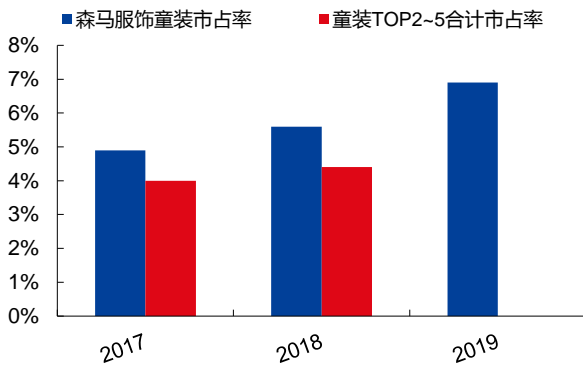
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 55：森马服饰分品类营业收入（百万元）



资料来源：森马服饰公司公告，华金证券研究所

图 56：森马服饰占据童装市场龙头地位



资料来源：森马服饰公司公告，华金证券研究所

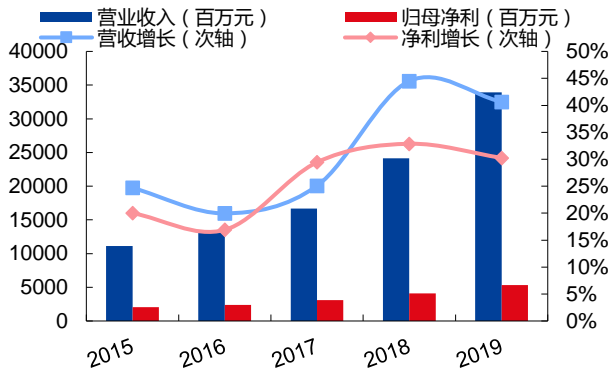
### (三) 安踏体育：国内运动服饰龙头

**关注**：(1) **持续的研发投入夯实产品基础**：安踏体育为国内运动服饰公司中规模最大的一家，公司研发投入规模 2019 年达 7.89 亿元，高于特步的 1.95 亿元与 361 度的 2.14 亿元。较大的研发投入夯实产品力基础，推动公司市场竞争力提升；(2) **FILA 培育成功且持续高增长**：2009 年安踏从百丽国际收购 FILA，定位中高端市场，2011 年进行品牌转变，2016 年扭亏为盈，近年来渠道扩张推动销售额高速增长。FILA 培育成功验证了安踏的多品牌运营能力，FILA 持续增长夯实公司业绩。

**估值**：目前安踏体育 PE (2020E) 约 30 倍，PEG (2021E) 约 1.1 倍。

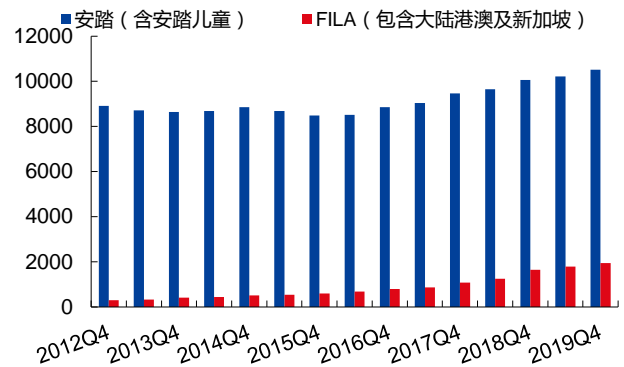
**风险**：海外疫情影响尚不确定；渠道扩张及培育或不及预期。

图 57：安踏体育营收净利及其增长



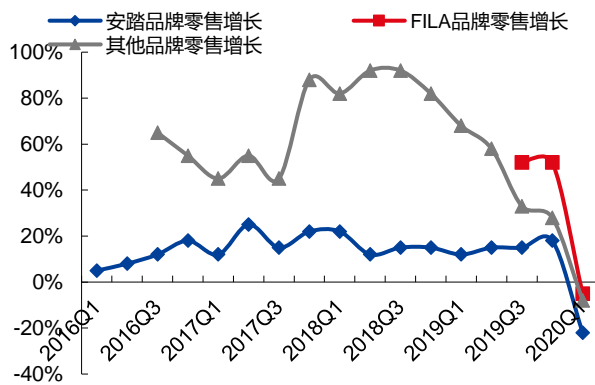
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 58：安踏及 FILA 品牌门店数量（家）



资料来源：安踏体育公司公告，华金证券研究所

图 59：安踏体育品牌单季度销售增长示意图



资料来源：安踏体育公司公告，华金证券研究所

注：2019Q3 起 FILA 品牌从其他品牌中单列。公告增速为区间，选用区间中值示意。

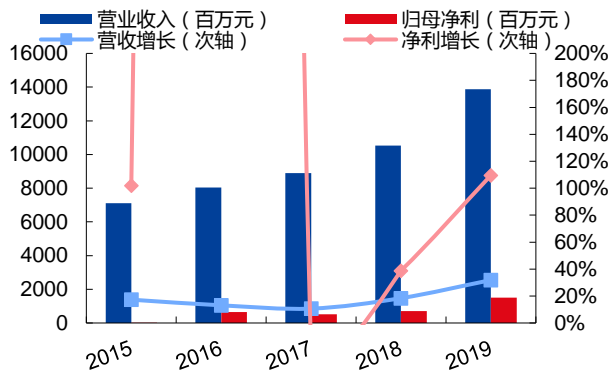
#### （四）李宁：高速增长的中国运动品牌

**关注：（1）14 年品牌重塑效果持续：**2014 年李宁进行品牌重塑，独家赞助 CBA 等体育赛事提升品牌影响力，并受到年轻消费群体认可，近年来公司持续投入研发设计，带动产品力提升。品牌重塑效果持续，品牌规模快速增长。**（2）李宁渠道销售增速较高：**近年来公司渠道销售增速逐步提升，2019 年 Q4 实现 35%~40% 的增长，其中 2018 年 Q3 以来公司基本保持至少 10%~20% 的线下同店增长，电商实现高于 30% 的增速。中国李宁等设计创新提升品牌力，推动公司持续增长。

**估值：**目前李宁 PE (2020E) 约 36 倍，PEG (2021E) 约 1.6 倍。

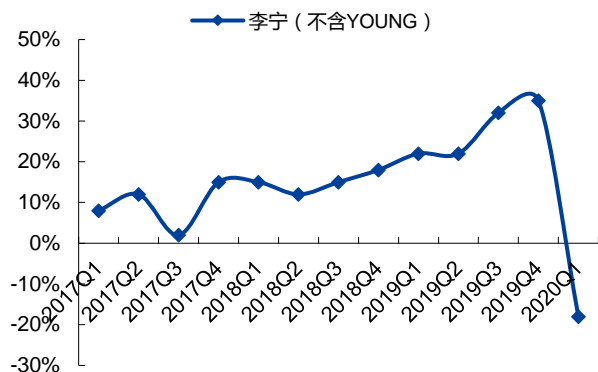
**风险：**高基数下增速或放缓；行政开支推升费用；帮助经销商清理库存或影响销售。

图 60：李宁营收净利及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 61：李宁整体渠道销售增长示意图



资料来源：李宁公司公告，华金证券研究所

注：公告增速为区间，选用区间中值示意。

图 62：李宁订货会销售增长示意图



资料来源：李宁公司公告，华金证券研究所

注：公告增速为区间，选用区间中值示意。

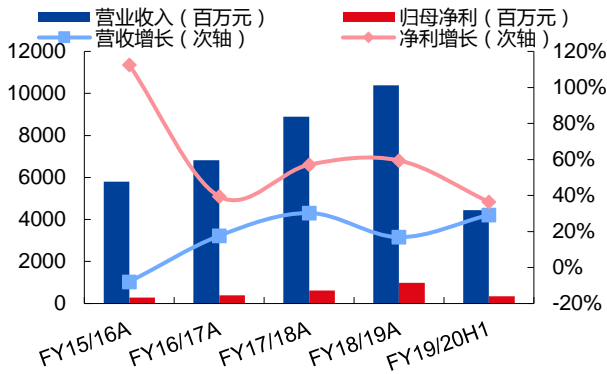
## （五）波司登：提档升级的羽绒老牌

**关注：（1）羽绒品牌升级提档红利延续：**2018 年公司进行聚焦主航道、收缩多元化的战略转型，5 亿元营销投放提升品牌知名度，品牌升级提档推动产品力提升，切入尚处于蓝海的中高端羽绒服市场。该战略转型红利延续，波司登主品牌财年前三季度取得 30%+ 的快速增长。**（2）贴牌加工核心客户合作紧密：**公司与核心 OEM 厂商合作紧密，前 5 大客户持续占据公司贴牌加工作业 80% 以上的营收，此外公司通过与东南亚的合作布局，突破与核心客户合作的产能瓶颈，有望维护与核心客户的长期合作关系。

**估值：**目前波司登 PE (FY19/20E) 约 18 倍，PEG (FY20/21E) 约 0.7 倍。

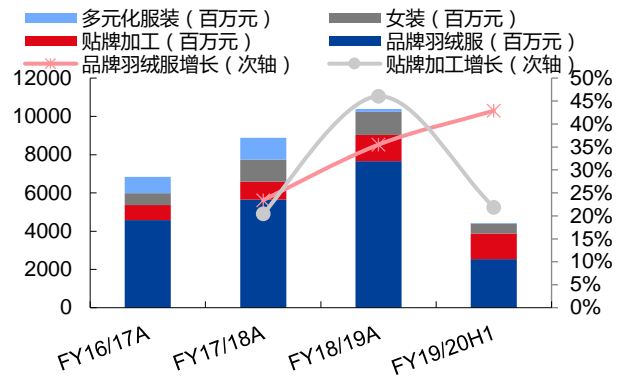
**风险：**暖冬天气；渠道扩张及摊销或推升费用；疫情或影响品牌提档。

图 63：波司登营收净利及其增长



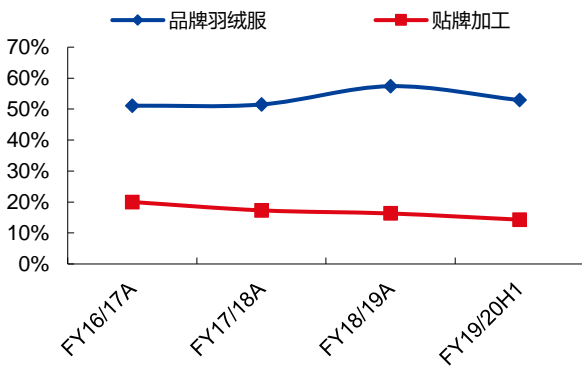
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 64：波司登分业务营业收入



资料来源：波司登公司公告，华金证券研究所

图 65：波司登分业务毛利率



资料来源：波司登公司公告，华金证券研究所

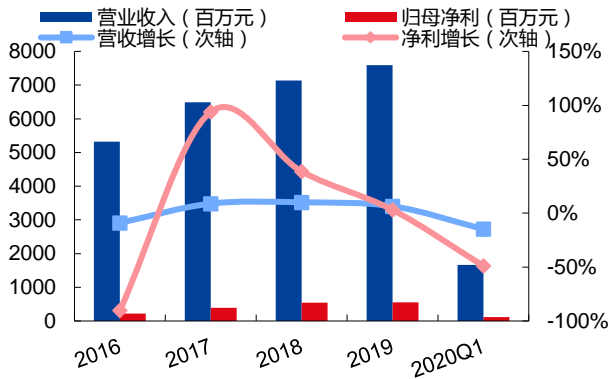
## （六）上海家化：国内化妆品龙头之一

**关注：（1）持续向线上转型：**上海家化持续进行线上渠道转型，通过营销倾斜、直播合作等方式促进线上销售，2019 年线上渠道实现 30% 营收增速，线上占比由 2018 年的 28% 提升至 2019 年的 34%，未来有望持续受益线上渠道高成长；**（2）化妆品保持 2% 左右市占率，有望受益行业增长：**上海家化是国内化妆品市场第 12 名，近年来维持 1.9%~2% 的市占率，未来有望持续受益化妆品行业较快增长；**（3）新任首席执行官的欧莱雅履历：**公司新任首席执行官潘总，曾任欧莱雅中国及亚太区化妆品部商务总经理，国际头部化妆品公司的化妆品经验有望优化上海家化的战略方针，带动公司走上发展快车道。

**估值：**目前上海家化 PE (2020E) 约 56 倍。

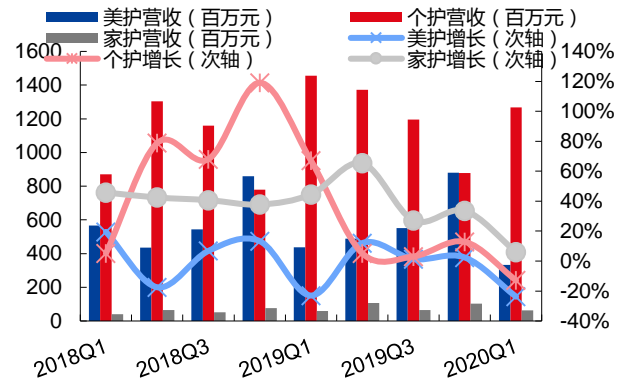
**风险：**佰草集等美妆品牌渠道改善仍存不确定性；广告营销或推升费用率。

图 66：上海家化营收净利及其增长



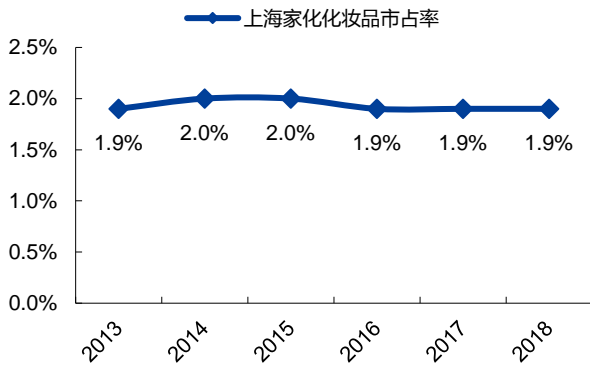
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 67：上海家化分品类季度销量增速



资料来源：上海家化公司公告，华金证券研究所

图 68：上海家化化妆品市占率情况



资料来源：EMIS，Euromonitor，华金证券研究所

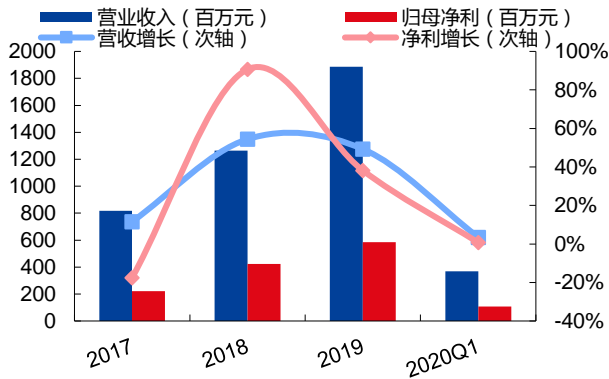
## （七）华熙生物：透明质酸原料龙头

**关注：**（1）**技术优势夯实透明质酸原料价格壁垒：**华熙更高的发酵产率构筑透明质酸原料价格壁垒，2018 年占据全球透明质酸市场 36% 的销量份额；（2）**医疗终端产品受益医美扩张：**占医疗终端产品近 80% 营收的皮肤医美产品有望受益于注射医美透明质酸市场扩张，新氧数据显示该市场近年来取得约 53% 的增速；（3）**化妆品品牌有望成功培育：**2018 年，公司功能性护肤品品牌受益化妆品高端化及成分趋势，2018 年 2C 销售的线上规模近 2 亿元，并于 2019 年实现功能性护肤品营收增长 6.3 亿元，突破消费品 1~3 亿元的品牌盈亏平衡线，实现规模较快扩张。

**估值：**目前华熙生物 PE（2020E）约 84 倍，PEG（2021E）约 2.2 倍。

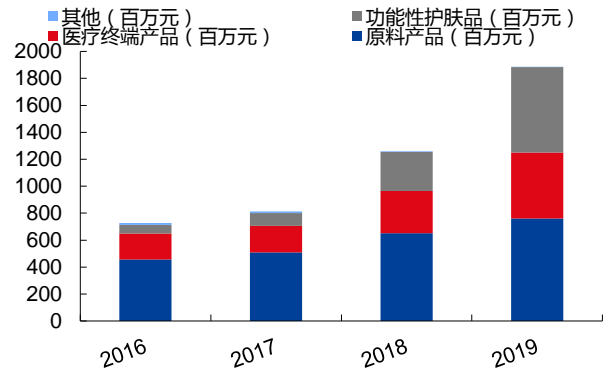
**风险：**典型公司产能大幅扩张或加剧市场竞争；疫情或影响医美及原料业务需求。

图 69：华熙生物营收净利及其增长



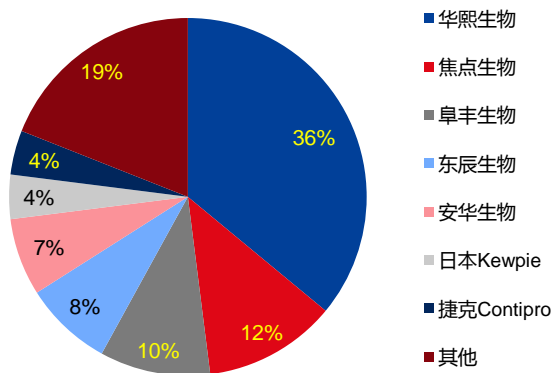
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 70：华熙生物分业务营业收入（百万元）



资料来源：华熙生物公司公告，华金证券研究所

图 71：2018 年全球透明质酸原料销量市占率



资料来源：华熙生物招股说明书，华金证券研究所

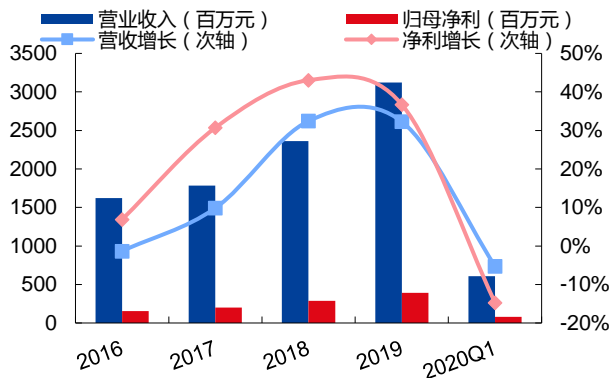
## （八）珀莱雅：主品牌受益电商高速增长

**关注：**（1）**电商渠道推动主品牌高速增长：**2019 年，公司电商渠道营收占比已达 53%，电商快速增长推动 2019 年主品牌营收增长 27%；（2）**疫情后电商渠道快速恢复，化妆品类增速已现回暖：**4 月电商渠道增速基本恢复至常态，化妆品品类增速回暖，公司电商渠道占比较好，有望持续受益电商渠道高速增长。

**估值：**目前珀莱雅 PE (2020E) 约 65 倍，PEG (2021E) 约 1.9 倍。

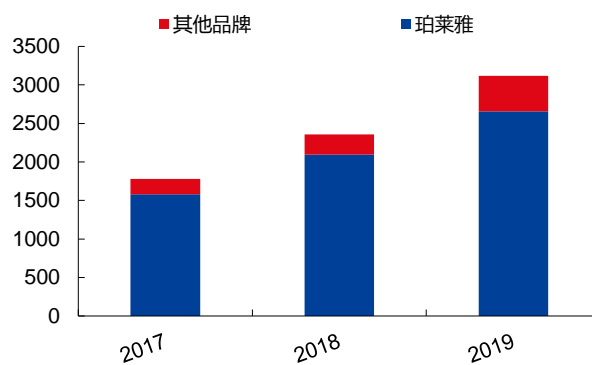
**风险：**多品牌扩张存在不确定性；市场竞争或使毛利率承压。

图 72：珀莱雅营收净利及其增长



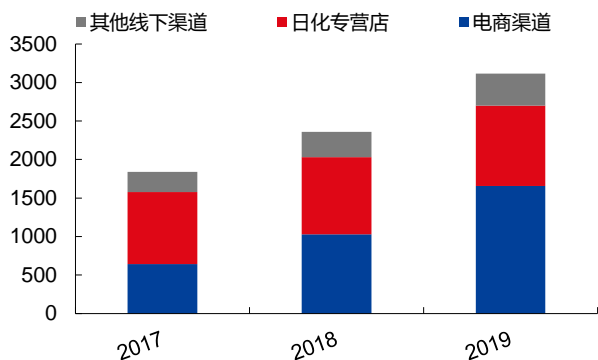
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 73：珀莱雅分品牌营业收入（百万元）



资料来源：珀莱雅公司公告，华金证券研究所

图 74：珀莱雅分渠道营业收入（百万元）



资料来源：珀莱雅公司公告，华金证券研究所

## （九）丸美股份：深耕眼部护理细分品类十五年

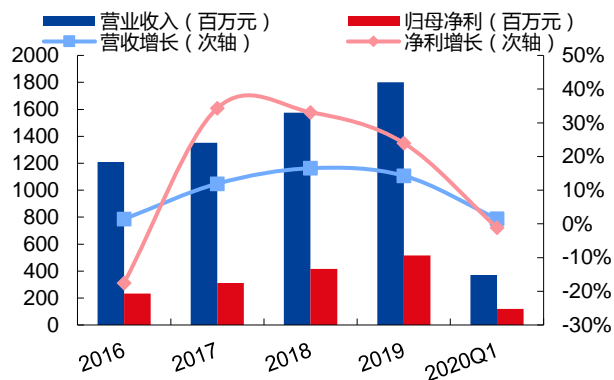
**关注：**（1）**电商渠道推动主品牌较快增长：**2019 年公司电商渠道营收占比已达 44%，电商快速增长推动 2019 年主品牌营收增长 18%，公司有望持续受益电商渠道较快增长；（2）**2016 年丸美位居国内抗衰老护肤品品牌市占率第二名：**2013 年至 2016 年，公司化妆品市占率保持在 0.9%~1%，并在国内抗衰老护肤品中占据领先地位，未来有望持续受益于化妆品市场较快增长。

**估值：**目前丸美股份 PE (2020E) 约 56 倍，PEG (2021E) 约 3.8 倍。

**风险：**多品牌扩张存在不确定性；竞争加剧或推升费用。

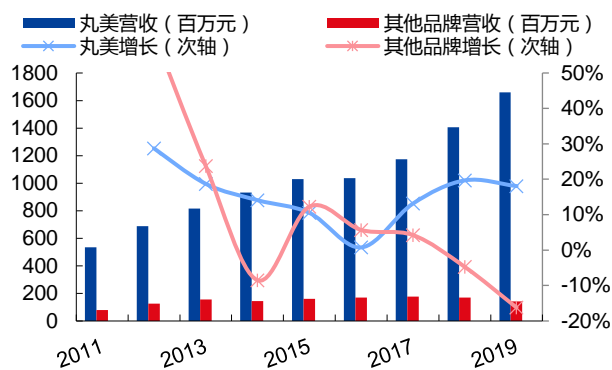


图 75：丸美股份营收净利及其增长



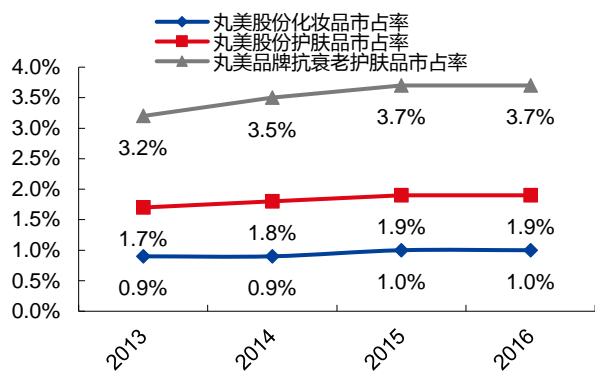
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 76：丸美股份分品牌营业收入



资料来源：丸美股份公司公告，华金证券研究所

图 77：丸美股份市占率情况



资料来源：丸美股份公司公告，Euromonitor，华金证券研究所

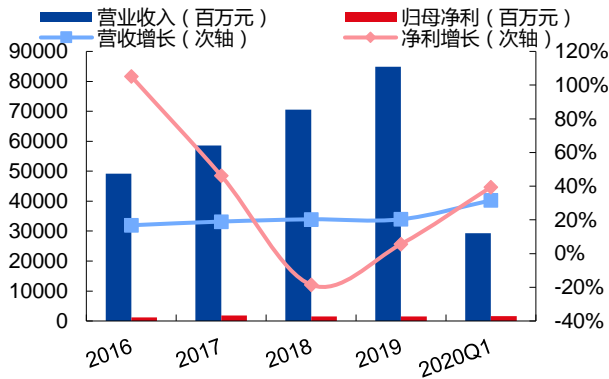
## （十）永辉超市：国内生鲜超市龙头

**关注：**（1）**生鲜夯实单店流量基础：**永辉超市生鲜占营收约 44%，为公司门店有效引流，奠定单店流量基础，保证单店销售增长；（2）**渠道扩张推升市占率：**近年来永辉超市渠道数量快速扩张，2019 年末门店 911 家，约为 2016 年末 487 家的 1.9 倍，推动永辉超市的调查市占率由 2016 年的 2.9% 提升至 2020 年 3 月 4.8%，未来永辉渠道扩张计划有望进一步推升市占率；（3）**目前已具备规模优势：**凯度数据显示，永辉超市的超市行业调查市占率约为国内第三名，规模优势使公司在供应链中具有较强议价能力，在超市渠道中具有较强竞争力。

**估值：**目前永辉超市 PE（2020E）约 38 倍，PEG（2021E）约 0.8 倍。

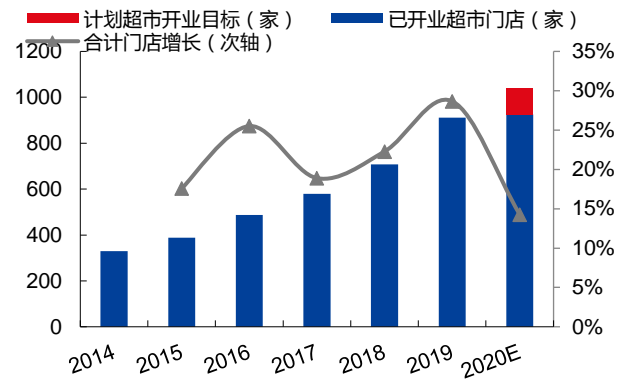
**风险：**新拓展门店培育或不及预期；新业态尝试或不及预期；联营公司业绩改善或不及预期。

图 78：永辉超市营收净利及其增长



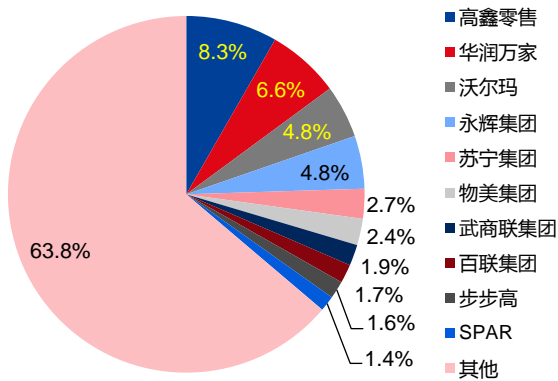
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 79：永辉超市超市门店数量



资料来源：永辉超市公司公告，华金证券研究所

图 80：2020 年一季度国内前十超市零售商年度市占率



资料来源：凯度，华金证券研究所

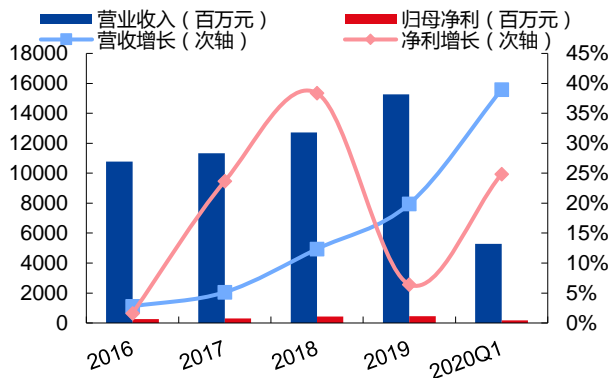
## （十一）家家悦：深耕胶东的区域龙头

**关注：**（1）**生鲜夯实单店流量基础：**家家悦生鲜占营收约 43%，为公司门店有效引流，奠定单店流量基础，保证单店销售增长；（2）**跨区域扩张逻辑逐步验证：**公司自 2018 年末开始进行跨区域扩张，开拓河北张家口等地市场，并收购维克连锁等小型超市，跨区域扩张加速。近年来公司收购项目逐步实现盈利，跨区域扩展项目亏损收窄，家家悦相对区域性小型超市具备明显竞争力，跨区域扩张逻辑逐步验证。

**估值：**目前家家悦 PE（2020E）约 44 倍，PEG（2021E）约 2.1 倍。

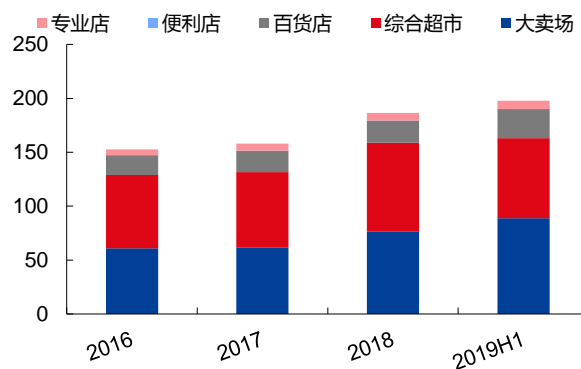
**风险：**渠道扩张或不及预期；新区域开拓需要较大投入。

图 81: 家家悦营收净利及其增长



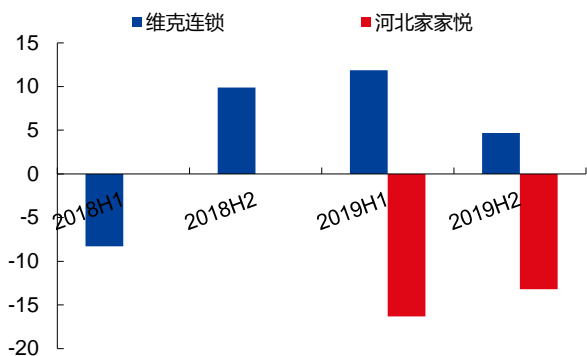
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 82: 家家悦各业态面积 (万平方米)



资料来源: 家家悦公司公告, 华金证券研究所

图 83: 家家悦收购子公司净利润情况 (百万元)



资料来源: 家家悦公司公告, 华金证券研究所

## 五、风险提示

**整体消费:** 疫情影响消费者信心; 促消费政策或不及预期; 中美贸易关系不稳定。

**纺织服装:** 服装消费低频, 更偏可选消费; 疫情及暖冬带来行业去库存压力; 行业竞争加剧或使公司处于保规模阶段; 二季度纺织制造订单受较大影响。

**商贸零售:** 线下客流恢复或不及预期; 口罩降低在外消费时间; 必选消费囤货影响减小。

**日用化学品:** 海外品牌促销加剧行业竞争; 营销转变或导致企业增收不增利。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn