

行业研究

国潮趋于常态化，赛道为基、能力为梁

——纺织服装&化妆品&医美行业 2022 年年度投资策略

要点

行业估值和业绩回顾

2021年1月1日~2021年10月21日A股纺织服装行业累计下跌1.23%，位居行业中游，估值与历史均值相近。港股纺织服装中龙头公司涨幅靓丽，上半年受益于新疆棉事件催化，估值持续上探，进入第三季度估值有所回落。化妆品行业、医美行业分别累计上涨36.40%、60.67%，涨幅领先。化妆品公司估值则有分化；医美上半年多家公司估值抬升，第三季度随着行业监管趋严，估值有所下调。

业绩方面，低基数背景下2021年上半年多数公司实现较高同比增长。若对比疫情前水平，2021年上半年纺织服装公司收入较19年同期增10%、归母净利润增24%，其中港股体育用品龙头疫情后实现高增长；化妆品行业收入较19年同期收入增37%、归母净利润增10%；另外医美上下游收入分别同比增113%、38%。

国潮趋于常态化，赛道为基、能力为梁

2022年建议关注几大消费趋势和可能的机会：1) **运动服饰、化妆品行业**景气度仍相对较高。运动服饰疫情后领先复苏，化妆品行业仍处成长期，且彩妆、皮肤学级化妆品、微生态护肤等细分行业中本土品牌正在突围。预计**国潮崛起**的趋势会进一步延续，但上半年新疆棉外部事件带来的短期刺激将逐步减弱、改为常态化。国产品牌在与国际品牌同台竞技的过程中已取得初步成效，在行业竞争加剧的过程中，优秀的企业也会更加突出、享受高估值，企业之间的分化也会逐渐显现。2) **医美行业**随着监管趋严，正逐步走向规范化发展道路，同时上游企业正积极丰富产品管线、把握消费者需求，增强竞争力。3) **纺织制造行业**2021年以来由于海外订单回流，企业接单好转。4) 结合社零数据，当下整体消费需求表现较为疲软，在此背景下**高股息率**的股票具有一定防御属性、吸引力上升。

投资建议和推荐公司

纺织服装行业：结合三季度零售表现来看，消费仍较疲软，短期21年四季度和22年一季度为服装销售旺季，若冷冬天气形成将带来提振。长期我们继续期待国潮崛起，本土企业竞争力提升、从而提高市场份额。结合当前估值水平，我们推荐几条主线：1) 订单景气度向好、受疫情影响冲击预计逐步消化、长期正在逆势积极提升市场份额的纺织制造龙头**申洲国际、华利集团**；2) 品牌服饰中高景气运动赛道的相关品牌标的**安踏体育、李宁、比音勒芬**等，和低估值细分服装品类龙头**太平鸟、罗莱生活、波司登**；3) 建议关注低估值高股息率类型标的，包括**地素时尚、海澜之家、富安娜**等。

化妆品行业方面：我们维持前期观点，继续看好国内化妆品公司以提高自身产品力为核心、挖掘国内消费者的细分化需求，从而实现对已占优势的国外品牌的突围。21年化妆品行业监管亦有趋严现象，利好研发为本的合规企业。我们继续推荐**珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化**。**医美行业方面：**医美行业景气度高、且市场潜力大，仍处发展早期，随着行业监管趋严，医美朝阳行业正在走上规范化之路，长期有利于医美消费回归理性、行业健康发展，利好正规产品/机构的持续发展和份额提升。同时，医美上游各公司正积极丰富产品管线、提升竞争力。我们继续推荐上游产品力强、正规性好、积极布局新兴产品领域分享行业成长红利**的爱美客、华熙生物**等。

风险分析：宏观经济增速下行，疫情反复或极端天气致终端消费疲软；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；医美行业监管趋严等。

纺织和服装 增持（维持）

化妆品&医美 买入（维持）

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

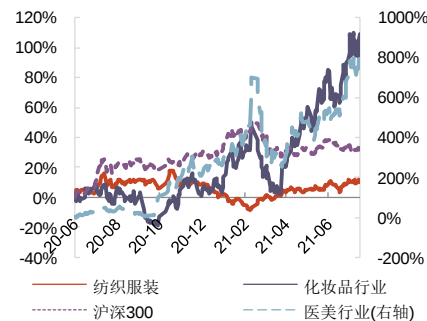
sunww@ebsecn.com

联系人：朱洁宇

021-52523842

zhujieyu@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



注：医美行业累计涨跌幅对应右轴
资料来源：Wind

相关研报

需求稳步复苏，大浪淘沙、优质公司竞争力凸显——纺织服装&化妆品&医美行业2021年中报总结（2021-09-08）

国潮风尚，赋能消费品赛道——国潮消费研究（2021-07-24）

后疫情时代消费复苏、国潮崛起，关注顺势锐意进取的国产品牌——纺织服装&化妆品&医美行业2021年中期投资策略（2021-07-19）

618大促落幕，化妆品行业鏖战继续、国产体育用品龙头表现突出——2021年“618”电商大促数据点评（2021-06-24）

柳暗花明，千帆竞发——纺织服装和化妆品行业2021年投资策略（2021-01-18）

重点公司盈利预测与估值表

公司名称	证券代码	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
申洲国际	2313.HK	140.87	3.40	3.51	4.37	41	40	32	买入	维持
华利集团	300979.SZ	87.09	1.61	2.31	2.83	54	38	31	买入	上调
安踏体育	2020.HK	107.17	1.91	2.88	3.75	56	37	29	买入	维持
李宁	2331.HK	73.89	0.68	1.45	1.74	109	51	42	买入	维持
太平鸟	603877.SH	38.02	1.50	2.11	2.58	25	18	15	买入	维持
比音勒芬	002832.SZ	25.50	0.87	1.11	1.42	29	23	18	买入	维持
罗莱生活	002293.SZ	11.98	0.71	0.87	1.00	17	14	12	买入	维持
富安娜	002327.SZ	8.28	0.62	0.75	0.87	13	11	9	买入	首次
珀莱雅	603605.SH	192.33	2.37	2.93	3.68	81	66	52	买入	维持
贝泰妮	300957.SZ	233.27	1.28	1.87	2.55	182	125	91	买入	维持
爱美客	300896.SZ	631.35	2.03	4.36	6.26	311	145	101	买入	维持
华熙生物	688363.SH	170.07	1.35	1.77	2.30	126	96	74	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-10-21; 汇率按 1HKD=0.8219RMB 换算

投资聚焦

研究背景

2021年上半年纺织服装和化妆品行业上市公司业绩均呈现好转，化妆品行业、港股体育用品龙头等的中期业绩已实现相比疫情前同期的良好增长。进入三季度以来，伴随着低基数效应消除、疫情多点反复、局部地区多雨水等极端天气的影响，社零总体增速出现收窄、整体消费大环境表现出疲软现象，在此背景下化妆品、服装零售额增速也随之出现放缓。

创新之处

我们认为对服装和化妆品行业而言，“国潮”是2021年最重要的关键词。服装行业中的运动服饰细分品类和化妆品行业正在明显受益国潮崛起趋势。同时我们认为，新疆棉事件虽然影响正在减弱，但国潮大趋势总体不改，消费者对国产品牌的偏好（尤其是年轻一代消费者）正在加强，同时国产品牌自身亦在积极迭代升级，提升产品力、品牌力，这是我们认为未来本土服装和化妆品将出现大公司的重要基础。我们继续看好本土企业中积极进取的公司，虽然面临波动的外部环境，但仍然能稳扎稳打、着眼长期，持续提升自己的综合竞争力，从而实现长远发展、市场份额提升以及估值抬升，相应地行业内公司分化也将继续。

医美行业方面随着监管趋严，正逐步走向规范化发展道路，同时上游企业正积极丰富产品管线、把握消费者需求，增强竞争力。虽然短期监管加强带来悲观预期，但我们仍看好行业未来的持续高景气以及更加健康的发展，相应地上市公司和正规机构将受益。

我们在此时点推荐纺织制造行业龙头，2021年以来由于海外订单回流，企业接单好转，棉价上行、产业链景气回升；海外疫情或致波动，但随着越南10月推出解封政策预计悲观情绪见底。

投资观点

纺织服装行业

短期三季度零售表现平淡，期待四季度销售旺季表现。结合当前估值水平，我们基本维持前期观点，推荐：1) 订单景气度向好、受疫情影响冲击预计逐步消化、长期正在逆势积极提升市场份额的纺织制造龙头**申洲国际**、**华利集团**；2) 品牌服饰中高景气运动赛道的相关品牌标的**安踏体育**、**李宁**、**比音勒芬**等，和低估值细分服装品类龙头**太平鸟**、**罗莱生活**、**波司登**；3) 建议关注低估值高股息率类型标的，包括**地素时尚**、**海澜之家**、**富安娜**等。

化妆品&医美行业

我们维持前期观点，继续看好国内化妆品公司以提高自身产品力为核心、挖掘国内消费者的细分化需求，从而实现对已占优势的国外品牌的突围。21年化妆品行业监管亦有趋严现象，利好研发为本的合规企业。我们继续推荐**珀莱雅**、**贝泰妮**、**华熙生物**、**上海家化**。医美行业方面：医美行业景气度高、且市场潜力大，仍处发展早期，随着行业监管趋严，医美朝阳行业正在走上规范化之路，长期有利于医美消费回归理性、行业健康发展，利好正规产品/机构的持续发展和份额提升。同时，医美上游各公司正积极丰富产品管线、提升竞争力。我们继续推荐上游产品力强、正规性好、积极布局新兴产品领域分享行业成长红利的**爱美客**、**华熙生物**等。

目 录

1、行情与估值回顾	8
2、行业业绩回顾	11
2.1、品牌服饰行业：较 2019H1 收入增 10%、归母净利润增 24%	11
2.1.1、行业总览	11
2.1.2、子行业分析：运动服饰、高端服饰表现突出	12
2.2、纺织制造行业：较 2019H1 收入增 3%、归母净利润增 21%	13
2.2.1、行业总览	13
2.2.2、子行业分析：多数子行业恢复，产业用纺织品波动	14
2.3、化妆品行业：较 2019H1 收入增 37%、归母净利润增 10%	15
2.3.1、行业总览	15
2.3.2、子行业分析：美妆品牌商恢复领先	15
2.4、医美行业：上游表现突出、收入同比增三位数	16
2.4.1、医美行业上游：收入同比增 113%、恢复良好	16
2.4.2、医美行业下游：收入同比增 38%、归母净利润同比增 30%	17
3、年度策略：国潮趋于常态化，赛道为基、能力为梁	17
3.1、服装&化妆品行业：细分赛道存景气，本土企业争上游	18
3.1.1、细分赛道层面，运动服饰、化妆品景气度仍相对较高	18
3.1.2、环境波动下，关注企业自身战略眼光和执行力	24
3.2、医美行业：朝阳行业正在走上规范化之路	29
3.3、纺织制造行业：接单好转、景气回升，海外产能受疫情干扰	31
3.4、纺服行业高股息类标的提供稳健回报	33
4、投资建议	35
4.1、纺织服装板块	35
4.2、化妆品与医美板块	35
5、重点推荐公司	36
5.1、纺织服装行业	36
5.1.1、申洲国际 (2313.HK)	36
5.1.2、华利集团 (300979.SZ)	36
5.1.3、安踏体育 (2020.HK)	37
5.1.4、李宁 (2331.HK)	38
5.1.5、太平鸟 (603877.SH)	39
5.1.6、比音勒芬 (002832.SZ)	40
5.1.7、罗莱生活 (002293.SZ)	41
5.1.8、富安娜 (002327.SZ)	41
5.2、化妆品&医美行业	44
5.2.1、珀莱雅 (603605.SH)	44
5.2.2、贝泰妮 (300957.SZ)	45
5.2.3、爱美客 (300896.SZ)	45
5.2.4、华熙生物 (688363.SH)	46
6、风险分析	47

图目录

图 1：2021 年初至今申万一级行业累计涨跌幅（%）	8
图 2：2021 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）	8
图 3：港股代表纺织服装行业上市公司 2021 年初至今累计涨跌幅走势（%）	8
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）	8
图 5：2021 年初至今化妆品行业和上证指数累计涨跌幅走势（%）	9
图 6：化妆品行业代表上市公司 2021 年初至今累计涨跌幅（%）	9
图 7：2019 年初至今化妆品品牌商 PE 估值走势（ttm）	9
图 8：2019 年初至今个护公司 PE 估值走势（ttm）	9
图 9：2019 年初至今化妆品代运营公司 PE 估值走势（ttm）	10
图 10：2019 年初至今原料及制造商 PE 估值走势（ttm）	10
图 11：2021 年初至今医美行业和上证指数累计涨跌幅走势（%）	10
图 12：医美行业代表上市公司 2021 年初至今累计涨跌幅（%）	10
图 13：2020 年初至今医美行业上游代表上市公司 PE（ttm）	10
图 14：2020 年初至今医美行业下游代表上市公司 PE（ttm）	10
图 15：品牌服饰行业营业收入（亿元）及增速（%）	11
图 16：品牌服饰行业归母净利润（亿元）及增速（%）	11
图 17：品牌服饰行业毛利率及变化情况	11
图 18：品牌服饰行业归母净利率及变化情况	11
图 19：纺织制造行业营业收入（亿元）及增速（%）	13
图 20：纺织制造行业归母净利润（亿元）及增速（%）	13
图 21：纺织制造行业毛利率及变化情况	13
图 22：纺织制造行业归母净利率及变化情况	13
图 23：化妆品行业营业收入（亿元）及增速（%）	15
图 24：化妆品行业归母净利润（亿元）及增速（%）	15
图 25：化妆品行业毛利率及变化情况	15
图 26：化妆品行业归母净利率及变化情况	15
图 27：我国服装及子品类行业规模同比增速（%）	18
图 28：我国服装及子品类行业规模年复合增速（%）	18
图 29：服装及子品类行业 2021H1 营业收入增速情况（%）	18
图 30：服装及子品类行业 2021H1 归母净利润增速情况（%）	18
图 31：2020 年各国人均运动鞋服支出（美元）	19
图 32：2015~2019 年我国马拉松赛事数量（场）及同比增速（%）	19
图 33：2021 年我国运动鞋服用户购买频率调查	19
图 34：2015~2025E 我国体育行业规模（万亿元）及增速（%）	20
图 35：2016~2025E 按产值计我国冰雪行业规模（万亿元）及增速（%）	20
图 36：我国化妆品行业销售额（亿元）及同比增速（%）	21
图 37：我国化妆品行业按定位划分的销售额（亿元）及同比增速（%）	21
图 38：我国化妆品行业品类结构变化（%）	21
图 39：2012~2025 年我国化妆品行业总体及各细分品类销售额同比增速（%）	21

图 40: 2018~2021 年 6 月添加典型微生态成分的备案数量 (个) 及增速 (%)	22
图 41: 2021 年消费者愿意尝试微生态相关产品的调查结果	22
图 42: 消费者关注的微生态成分排名	22
图 43: 2019 年 6 月~2021 年 8 月瓊尔博士淘系月销售 (万元) 及同比增速 (%)	23
图 44: 淘系平台瓊尔博士热销产品在电商大促月于细分品类中的销量排名	23
图 47: 社零总额、服装、化妆品零售额 2021 年 1~9 月相比 2019 年同期的当月值增速 (%)	24
图 48: 社零总额、服装、化妆品零售额 2021 年 1~9 月相比 2019 年同期的累计值增速 (%)	24
图 49: 社零总额、服装、化妆品零售额 2019~2021 年 9 月单月同比增速 (%)	25
图 50: 社零总额、服装、化妆品零售额 2019~2021 年 9 月累计同比增速 (%)	25
图 51: 耐克、阿迪达斯天猫旗舰店 1~9 月成交额单月同比增速 (%)	25
图 52: 耐克、阿迪达斯天猫旗舰店 1~9 月成交额累计同比增速 (%)	25
图 53: 2021 年 8 月以来“阿迪达斯”关注度出现回升	26
图 54: 2020 年 1~4 月 90 后、00 后在国货消费人群中的订单量占比 (%)	26
图 55: 2021 年我国消费者运动鞋服购置品牌偏好调查	26
图 56: 2021Q2 与 Q3 国内外代表体育用品品牌百度指数整体日均值	27
图 57: 代表国内外运动服饰品牌天猫旗舰店成交额 2021 年 1~9 月单月同比增速 (%)	27
图 58: 2020 年 9 月~2021 年 9 月淘系国外运动鞋品牌销售单价 (元)	27
图 59: 2020 年 9 月~2021 年 9 月淘系国内运动鞋品牌销售单价 (元)	27
图 60: 按服务收入计我国医疗美容市场规模 (亿元) 及增速 (%)	29
图 61: 2019 年各国医美项目渗透率 (%) 及最新年度人均 GDP (万美元)	29
图 62: 我国纺织品及服装出口单月金额同比增速 (%)	31
图 63: 我国纺织品及服装出口累计金额同比增速 (%)	31
图 64: 2018~2021H1 华利集团收入、归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	32
图 65: 2018~2021H1 华利集团毛利率、归母净利率变化趋势 (%)	32
图 66: 2015 年以来国内外棉花价格走势	33
图 67: 2015 年以来郑棉和 ICE 棉花期货主力合约价格走势	33

表目录

表 1: 品牌服饰子行业营业收入增速情况 (%)	12
表 2: 品牌服饰子行业归母净利润增速情况 (%)	12
表 3: 纺织制造子行业营业收入增速情况 (%)	14
表 4: 纺织制造子行业归母净利润增速情况 (%)	14
表 5: 化妆品子行业营业收入增速情况 (%)	16
表 6: 化妆品子行业归母净利润增速情况 (%)	16
表 7: 医美行业上游代表公司医美业务营业收入、合并报表归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	17
表 8: 医美行业下游代表公司营业收入 (亿元)、归母净利润 (万元) 及增速 (%)	17
表 9: 全民健身计划 (2021—2025 年) 重点内容摘要	20
表 10: 国内与国际品牌微生态护肤产品及主要成分	23
表 11: 我国化妆品监管政策与措施梳理	24
表 12: 安踏、耐克新品单价及设计亮点对比	28
表 13: 国货品牌与国际品牌热门精华产品	28

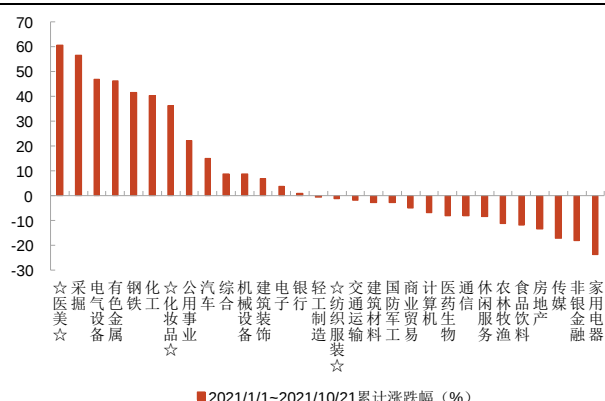
表 14: 代表国产护肤品牌的产品升级.....	29
表 15: 2021 年以来医美行业上游各公司的新品及在研产品.....	30
表 16: 我国医美监管政策与措施梳理.....	31
表 17: USDA 全球棉花产销存预测 (2021 年 10 月)	33
表 18: 纺织服装行业 2018~2020 年平均股息率排名前 20 的个股	34
表 19: 化妆品和医美行业 2018~2020 年平均股息率分别排名前 5 的个股.....	34
表 20: 申洲国际盈利预测与估值简表.....	36
表 21: 华利集团盈利预测与估值简表.....	37
表 22: 安踏体育盈利预测与估值简表.....	38
表 23: 李宁盈利预测与估值简表.....	39
表 24: 太平鸟盈利预测与估值简表	40
表 25: 比音勒芬盈利预测与估值简表.....	41
表 26: 罗莱生活盈利预测与估值简表.....	41
表 27: 富安娜收入分业务预测	43
表 28: 富安娜可比公司估值表	43
表 29: 富安娜盈利预测与估值简表	44
表 30: 珀莱雅盈利预测与估值简表	45
表 31: 贝泰妮盈利预测与估值简表	45
表 32: 爱美客盈利预测与估值简表	46
表 33: 华熙生物盈利预测与估值简表.....	47
表 34: 纺织服装&化妆品&医美行业重点上市公司盈利预测、估值与评级.....	48
表 35: 纺织服装&化妆品&医美覆盖公司盈利预测、估值与评级	49

1、行情与估值回顾

2021年1月1日~2021年10月21日A股纺织服装行业累计下跌1.23%，排名一级行业中的第14名，位居行业中游。化妆品行业、医美行业（为光大证券自行构建指数）2021年1月1日~2021年10月21日分别累计上涨36.40%、60.67%，涨幅领先。

A股纺织服装行业估值方面，截至2021年10月21日纺织服装PE（ttm）为28倍，子行业纺织制造、服装家纺分别为23倍、33倍，纺织服装、纺织制造、服装家纺行业2010年以来的历史均值水平分别为30倍、35倍、28倍，其中纺织服装行业估值与历史均值相近，子行业中纺织制造偏低、服装家纺偏高。

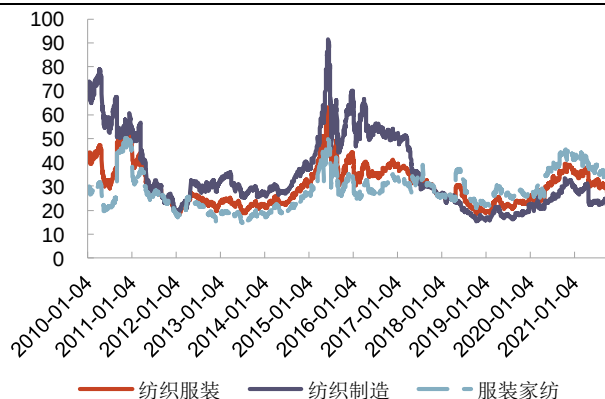
图1：2021年初至今申万一级行业累计涨跌幅（%）



注：1）医美、化妆品为光大证券研究所自行构造的指数，分别选取10家、11家A股及H股上市公司，以自由流通市值为权重计算得出，下同。2）股价数据截至2021年10月21日，下同。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图2：2021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，光大证券研究所统计

港股代表纺织服装公司行情表现方面，2021年1月1日~2021年10月21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、申洲国际涨幅分别为6.86%、69.22%、14.11%，均跑赢恒生指数同期累计涨跌幅（-4.46%）。另外，特步国际、李宁、波司登涨幅领先，上半年分别累计上涨184.26%、69.22%、61.56%。

估值方面，代表公司安踏体育、李宁、申洲国际、波司登、特步国际均一路走高，截至2021年10月21日PE（ttm）分别为40倍、63倍、44倍、34倍、34倍，均为2017年以来高位。2021年上半年受益于新疆棉事件催化，国潮热度高涨，港股运动服饰公司安踏体育、李宁、特步国际估值持续上探，进入第三季度估值有所回落。

图3：港股代表纺织服装行业上市公司2021年初至今累计涨跌幅走势（%）

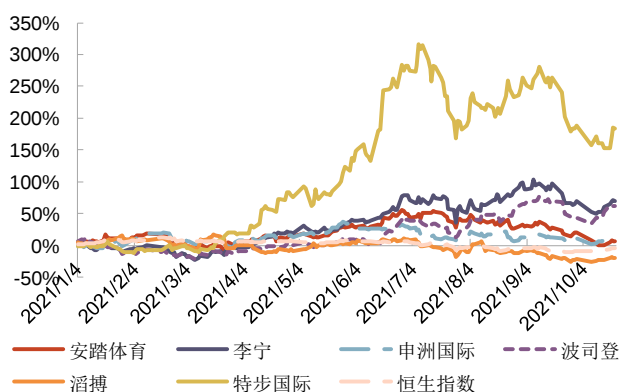
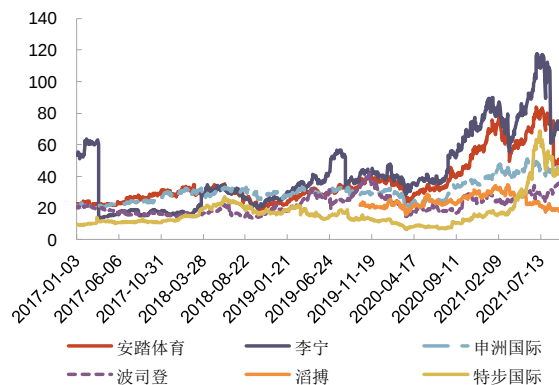


图4：港股代表纺织服装行业上市公司2017年初至今PE估值走势（ttm）

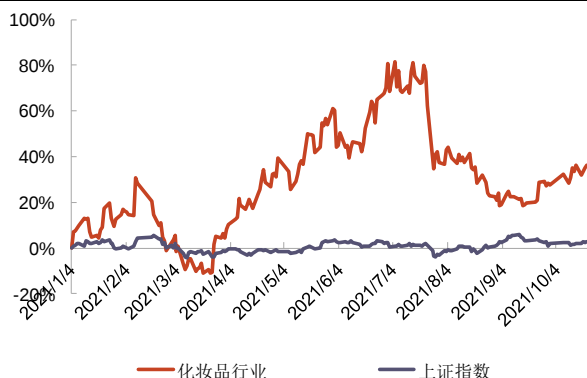


资料来源：Wind，光大证券研究所统计

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

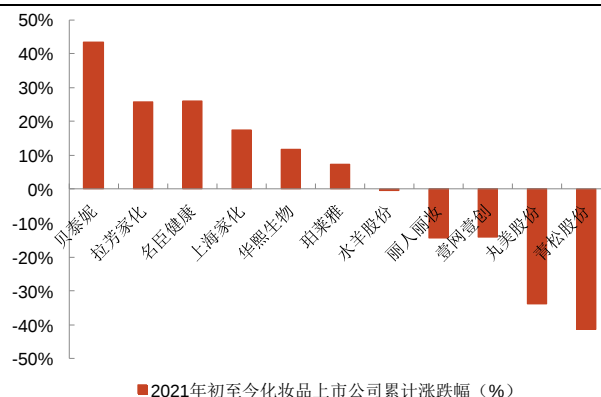
化妆品行业2021年1月1日~2021年10月21日累计上涨36.40%、跑赢上证综指大盘33.77PCT，其中贝泰妮（新股）、拉芳家化、名臣健康、上海家化、华熙生物、珀莱雅等涨幅领先。

图5：2021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11家A股上市公司，以自由流通市值为权重计算。下同。
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图6：化妆品行业代表上市公司2021年初至今累计涨跌幅（%）

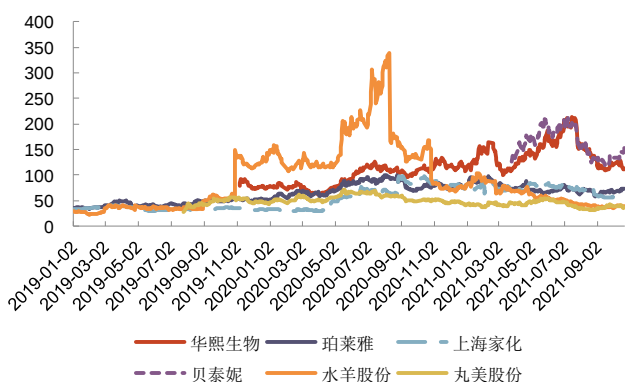


注：贝泰妮系新股，于2021年3月25日上市。
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

估值方面，化妆品美妆品牌商估值分化，2021年上半年华熙生物（同时有医美等业务）、贝泰妮估值抬升，PE(ttm)达到三位数、均为上市以来的高位，但第三季度估值有所回调。个护公司、代运营公司、原料及制造商2021年以来估值呈现下行。

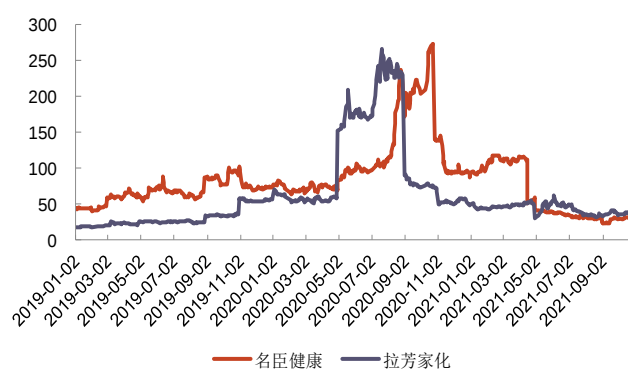
截止2021年10月21日，美妆品牌商、个护、代运营、原料及制造商估值分别为78倍、35倍、35倍、14倍，相比于2019年以来的历史均值89倍、72倍、54倍、18倍，估值均低于历史平均水平。

图7：2019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

图8：2019年初至今个护公司PE估值走势（ttm）



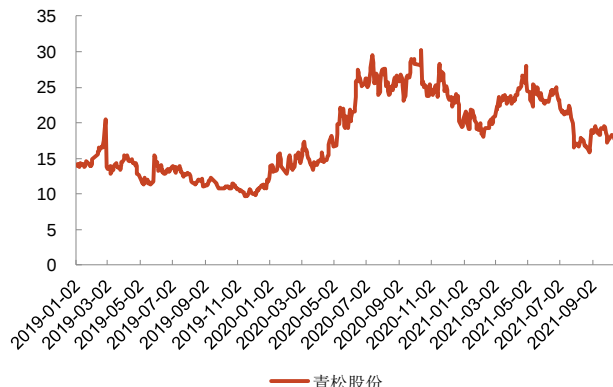
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图9：2019年初至今化妆品代运营公司PE估值走势（ttm）



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

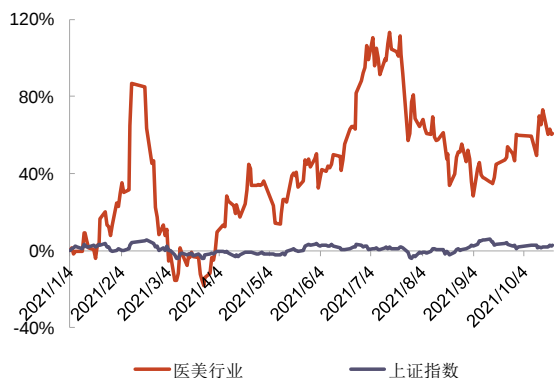
图10：2019年初至今原料及制造商PE估值走势（ttm）



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

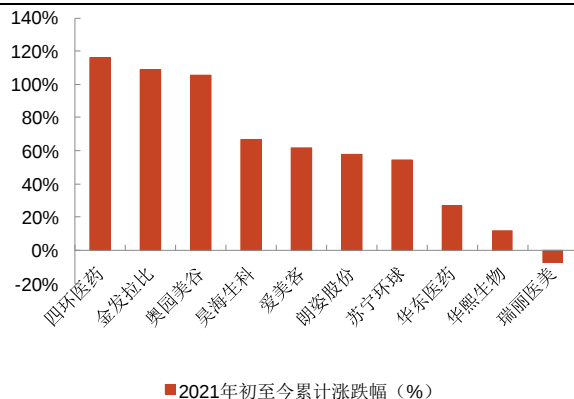
医美行业2021年1月1日~2021年10月21日累计上涨60.67%，其中四环医药、金发拉比、奥园美谷、昊海生科、爱美客等涨幅领先。估值方面，医美行业行情2021年上半年持续走强，多家公司估值得以抬升，第三季度随着行业监管有趋严兆头，上下游各公司估值有所回调。

图11：2021年初至今医美行业 and 上证指数累计涨跌幅走势（%）



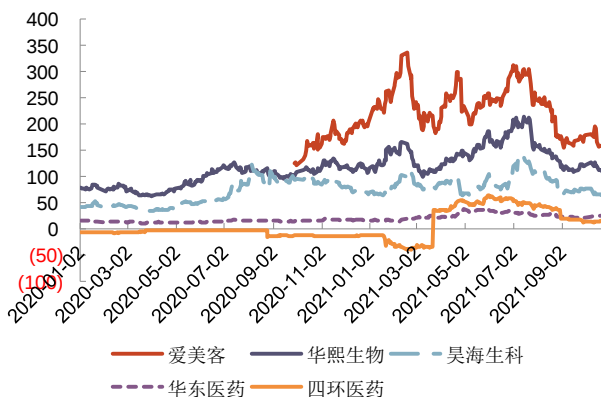
注：为光大证券研究所构建的医美行业指数，样本包括8家A股和2家H股上市公司，以自由流通市值为权重计算。下同。
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图12：医美行业代表上市公司2021年初至今累计涨跌幅（%）



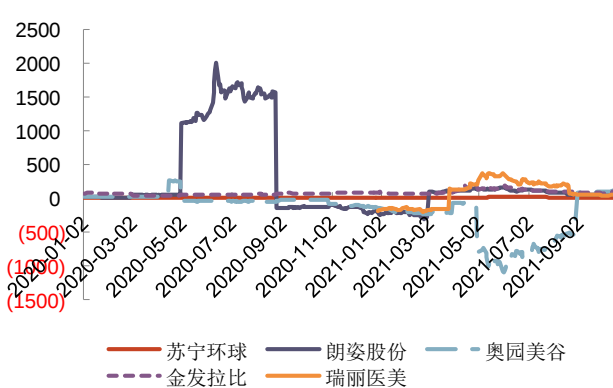
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图13：2020年初至今医美行业上游代表上市公司PE（ttm）



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图14：2020年初至今医美行业下游代表上市公司PE（ttm）



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

2、行业业绩回顾

2.1、品牌服饰行业：较2019H1收入增10%、归母净利润增24%

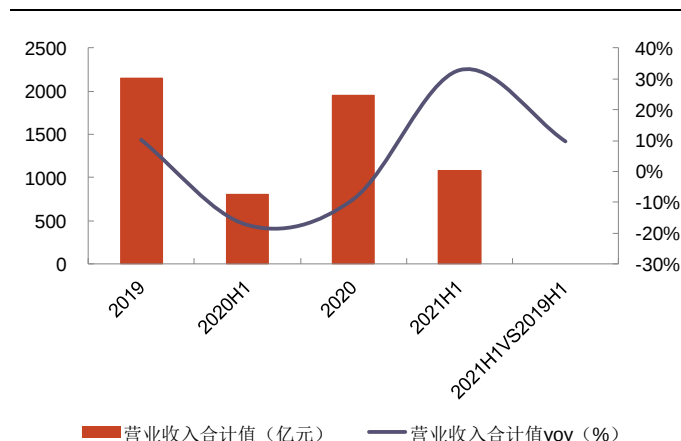
2.1.1、行业总览

我们统计了品牌服饰行业分属于10个子行业的A股及H股合计45家公司，从业绩表现来看，2021H1品牌服饰行业收入和归母净利润同比均有所增长，并已恢复且超过2019年同期水平：

在收入端：2021H1品牌服饰行业收入合计为1077.83亿元、同比增长32.95%、较2019年同期增长9.74%。2021H1收入端同比恢复增长，较2019年同期亦实现良好增长。

在利润端：2021H1品牌服饰行业归母净利润合计为132.19亿元、同比增长191.67%、较2019年同期增长24.26%。2021H1利润端顺利恢复、在低基数下同比增速较高，与2019年同期相比，利润端的恢复速度快于收入端。

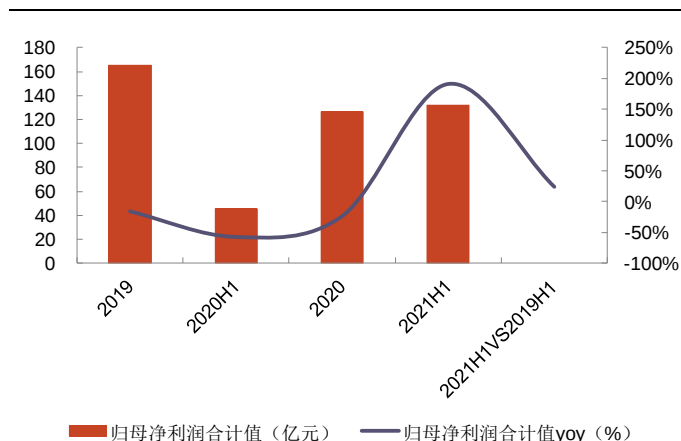
图15：品牌服饰行业营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：佐丹奴国际、安莉芳控股收入按1港币=0.8306人民币换算

图16：品牌服饰行业归母净利润（亿元）及增速（%）

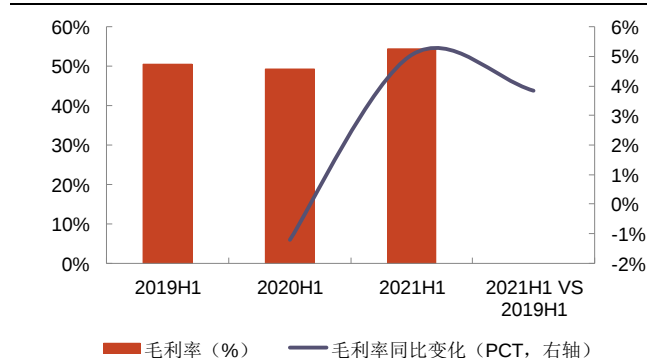


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：佐丹奴国际、安莉芳控股归母净利润按1港币=0.8306人民币换算

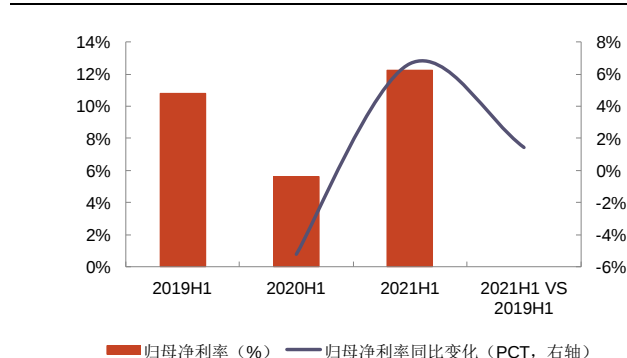
2021H1品牌服饰行业毛利率、归母净利率较2020、2019年同期均有所提升。其中上半年毛利率为54.42%、同比提升5.04PCT、较2019年同期提升3.83PCT。归母净利率为12.26%、同比提升6.67PCT、较2019年同期提升1.43PCT。

图17：品牌服饰行业毛利率及变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图18：品牌服饰行业归母净利率及变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.1.2、子行业分析：运动服饰、高端服饰表现突出

我们统计了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，分别汇总这些上市公司表现来观察子行业的发展情况（部分子行业如箱包、内衣样本较少，对行业的代表意义相对较弱）。

从子行业体量上来看，2021年上半年运动服饰、大众服饰、高端服饰收入规模位居前三，收入占品牌服饰行业总体分别为37%、21%、12%，其余子行业收入占比均不足10%。其中运动服饰拥有安踏体育、李宁等规模较大的细分行业龙头公司；大众服饰包括海澜之家、太平鸟等；高端服饰包括比音勒芬、歌力思、地素时尚等。

从收入增速的绝对值水平来看，2021年上半年各个子行业收入同比均实现不同程度的增长，其中运动服饰、高端服饰、户外行业增速领先，分别同比增48.09%、43.92%、39.32%。另外，运动服饰、高端服饰、家纺、中高端男装的收入已恢复并超过2019年同期水平、较2019年同期分别增45.82%、39.13%、13.17%、5.97%，其余子行业收入端与2019年同期相比仍为下滑。

表1：品牌服饰子行业营业收入增速情况（%）

子行业名称	2021H1YOY%	2021H1 VS 2019H1%	2020年YOY%	2019年YOY%
运动服饰	48.09%	45.82%	2.78%	33.34%
大众服饰	18.94%	-17.26%	-22.40%	-3.30%
高端服饰	43.92%	39.13%	10.17%	20.37%
童装	14.26%	-19.31%	-22.44%	20.45%
家纺	27.89%	13.17%	-1.62%	3.89%
中高端男装	25.98%	5.97%	-7.04%	7.06%
鞋类	26.80%	-8.33%	-11.93%	-11.68%
内衣	30.40%	-11.90%	-20.08%	-9.89%
户外	39.32%	-0.61%	-17.21%	-17.56%
箱包	3.65%	-18.96%	-27.87%	31.58%
总计	32.95%	9.74%	-9.09%	10.26%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

从利润端表现来看，品牌服饰行业整体2021H1归母净利润较2020H1、2019H1均实现增长。从归母净利润的增速来看，运动服饰、高端服饰较2019 H1增速较快，分别+61.39%、+25.77%。

表2：品牌服饰子行业归母净利润增速情况（%）

子行业名称	2021H1YOY%	2021H1 VS 2019H1%	2020年YOY%	2019年YOY%
运动服饰	129.33%	61.39%	1.91%	35.35%
大众服饰	550.41%	7.07%	-106.27%	-65.20%
高端服饰	58.31%	25.77%	-24.13%	1.27%
童装	799.88%	-17.29%	-71.30%	-10.84%
家纺	47.93%	21.35%	-2.27%	0.45%
中高端男装	20.14%	-22.13%	-13.68%	3.37%
鞋类	302.54%	-30.01%	-770.91%	-53.47%
内衣	540.06%	-6.43%	108.61%	-256.77%
户外	160.68%	-42.70%	-337.16%	191.47%
箱包	50.79%	-14.75%	-65.51%	30.09%
总计	191.67%	24.26%	-23.42%	-15.70%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2、纺织制造行业：较2019H1收入增3%、归母净利润增21%

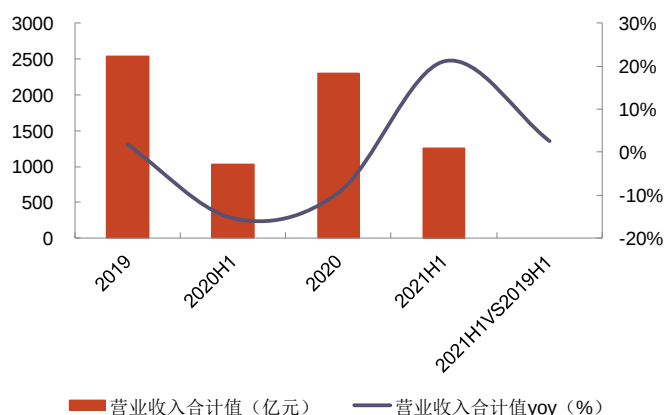
2.2.1、行业总览

我们统计了纺织制造行业分属于10个子行业的50家公司，从业绩表现来看，2021H1纺织制造行业收入和归母净利润同比均有所增长，并已恢复且超过2019年同期水平：

在收入端：2021H1纺织制造行业收入合计为1255.09亿元、同比增长21.23%、较2019年同期增长2.64%。

在利润端：2021H1纺织制造行业归母净利润合计为95.25亿元、同比增长72.89%、较2019年同期增长20.99%。2021H1利润端顺利恢复，与2019年同期相比恢复速度快于收入端。

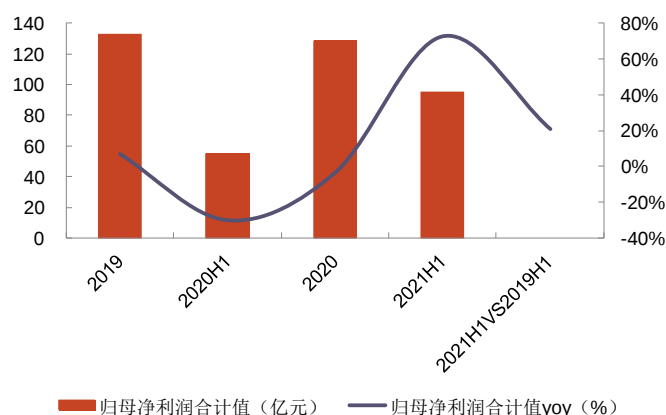
图19：纺织制造行业营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：晶苑国际、裕元集团收入按1美元=6.4594人民币换算

图20：纺织制造行业归母净利润（亿元）及增速（%）

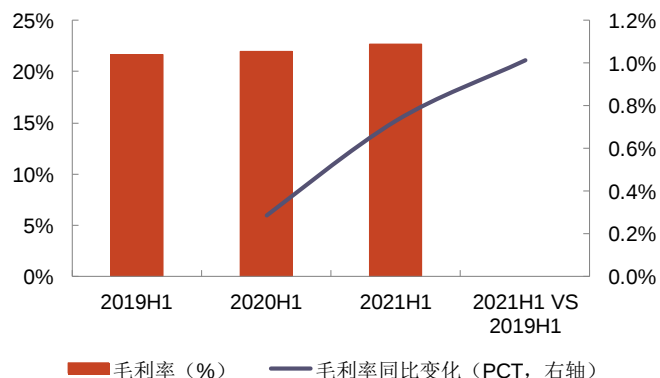


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：晶苑国际、裕元集团归母净利润按1美元=6.4594人民币换算

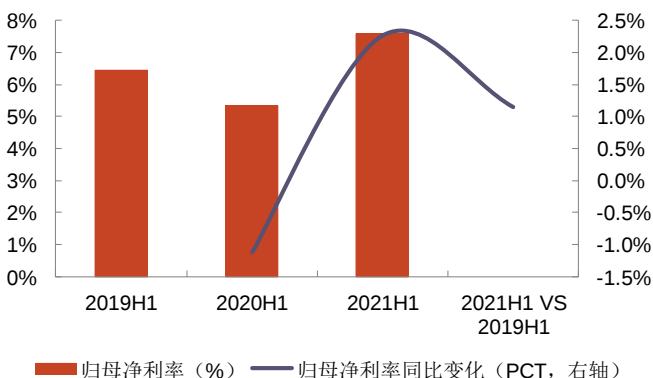
2021H1纺织制造行业毛利率、归母净利率较2020、2019年同期均有所提升。其中上半年毛利率为22.74%、同比提升0.73PCT、较2019年同期提升1.01PCT。归母净利率为7.59%、同比提升2.27PCT、较2019年同期提升1.15PCT。

图21：纺织制造行业毛利率及变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图22：纺织制造行业归母净利率及变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2.2、子行业分析：多数子行业恢复，产业用纺织品波动

我们统计了纺织制造行业分属于10个子行业的50家公司，分别汇总这些上市公司表现来观察子行业的发展情况。但部分子行业如辅料、化纤、毛皮样本较少，对行业的代表意义相对较弱。

从子行业体量上来看，2021年上半年服装制造、棉纺织收入占比较大，收入各占43%、29%，其他子行业收入占比较小、均未超过10%。其中服装制造子行业拥有申洲国际、裕元集团、晶苑国际等大体量公司；棉纺织子行业中拥有天虹纺织、华孚时尚、鲁泰、百隆东方等规模较大的公司。

从收入增速的绝对值水平来看，2021年上半年除产业用纺织品外，其余子行业收入同比均实现不同程度的增长。产业用纺织品收入同比下降主要由于去年同期受疫情影响，口罩等防护用品订单增加迅猛促收入大幅提升、基数相对较高，2021H1随着疫情影响减弱，口罩等防护用品订单需求有所回落。其他子行业中，大部分子行业收入超过19年同期，但服装制造、毛纺、其他制造、丝麻制品暂未恢复至2019年同期水平。

表3：纺织制造子行业营业收入增速情况（%）

子行业名称	2021H1YOY%	2021H1 VS 2019H1%	2020年YOY%	2019年YOY%
服装制造	14.42%	-2.90%	-12.57%	3.91%
棉纺织	36.41%	12.02%	-10.39%	6.15%
其他制造	6.62%	-22.76%	-25.97%	-5.58%
产业用纺织品	-9.73%	54.77%	103.83%	10.56%
印染	65.03%	24.28%	-12.43%	-9.36%
毛纺	20.79%	-19.44%	-24.88%	-15.85%
丝麻制品	22.95%	-6.00%	-20.77%	5.93%
辅料	30.94%	11.51%	-12.16%	-6.67%
化纤	63.78%	33.52%	-10.67%	-7.21%
毛皮	84.34%	5.61%	-12.87%	-10.57%
合计	21.23%	2.64%	-9.35%	1.82%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

从利润端表现来看，纺织制造行业整体2021H1归母净利润较2020、2019同期均实现增长。从归母净利润的增速来看，产业用纺织品、毛纺较2019 H1增长达三位数。

表4：纺织制造子行业归母净利润增速情况（%）

子行业名称	2021H1YOY%	2021H1 VS 2019H1%	2020年YOY%	2019年YOY%
服装制造	111.48%	-5.29%	-44.10%	7.91%
棉纺织	280.71%	19.03%	-56.48%	-15.99%
其他制造	85.62%	37.26%	-173.93%	33.46%
产业用纺织品	-43.33%	142.60%	420.16%	34.10%
印染	15.16%	-12.42%	-18.88%	5.04%
毛纺	66.77%	175.85%	112.47%	3.25%
丝麻制品	-15.63%	10.09%	104.65%	-35.39%
辅料	9.07%	46.68%	73.74%	200.59%
化纤	376.91%	63.04%	-50.87%	-37.82%
毛皮	869.89%	45.55%	-270.86%	1.74%
合计	72.89%	20.99%	-3.36%	7.05%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.3、化妆品行业：较2019H1收入增37%、归母净利润增10%

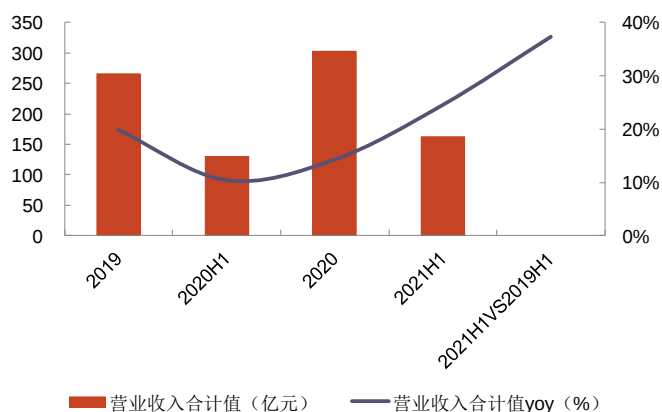
2.3.1、行业总览

我们统计了化妆品行业分属于4个子行业的10家公司，从业绩表现来看，2021H1化妆品收入和归母净利润同比均有所增长，并已超过2019年同期水平：

在收入端：2021H1化妆品行业收入合计值为162.17亿元、同比增长24.51%、较2019年同期增长37.38%。

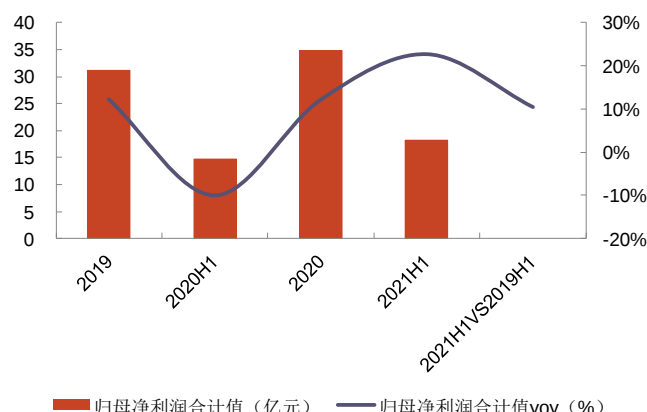
在利润端：2021H1化妆品行业归母净利润合计值为18.15亿元、同比增长22.65%、较2019年同期增长10.44%。与2019年同期相比，归母净利润的增速弱于收入端。

图23：化妆品行业营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

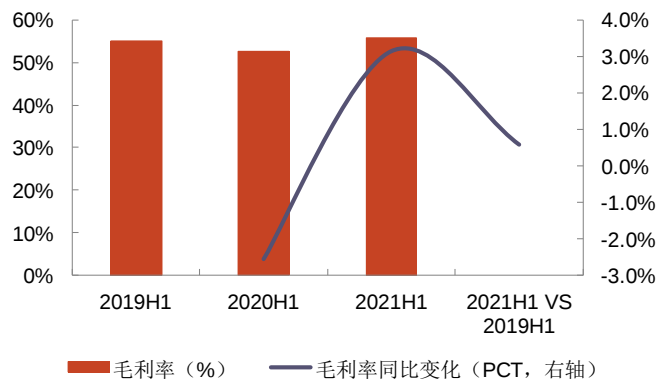
图24：化妆品行业归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

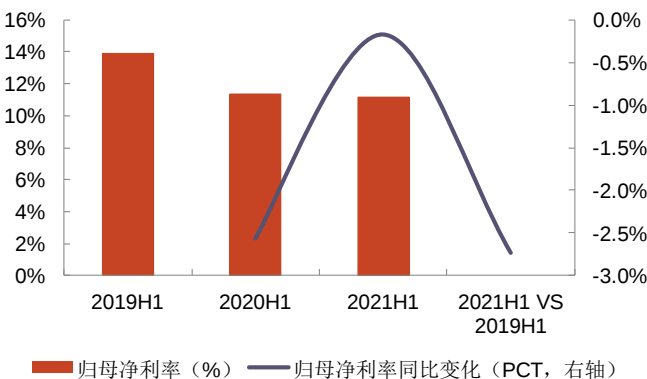
2021H1化妆品行业毛利率相比于2019年同期略有提升、归母净利率为下降。其中上半年毛利率为55.70%、同比提升3.13PCT、较2019年同期提升0.57PCT。归母净利率为11.19%、同比下降0.17PCT、较2019年同期下降2.73PCT。

图25：化妆品行业毛利率及变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图26：化妆品行业归母净利率及变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.3.2、子行业分析：美妆品牌商恢复领先

我们统计了化妆品分属于4个子行业的10家上市公司，分别汇总这些上市公司表现来观察子行业的发展情况。

从子行业体量上来看，2021年上半年收入体量从大到小依次为美妆品牌商、代运营公司、制造商公司、个护公司，收入占比分别为68%、14%、12%、6%。其中美妆品牌商中包含上海家化、水羊股份、珀莱雅、华熙生物、丸美股份；代运营公司中包含丽人丽妆、壹网壹创；制造商公司为青松股份；个护公司包含名臣健康和拉芳家化。

从收入增速的绝对值水平来看，2021年上半年除代运营公司外，美妆品牌商、个护公司、制造商公司同比均实现增长。另外，四个子行业同比均恢复并超过2019年同期水平，其中制造商公司、美妆品牌商增速突出、分别超80%、40%。

表5：化妆品子行业营业收入增速情况（%）

子行业名称	2021H1YOY%	2021H1 VS 2019H1%	2020年YOY%	2019年YOY%
美妆品牌商	34.45%	40.90%	12.24%	15.33%
代运营公司	-0.87%	5.65%	10.76%	15.08%
制造商公司	6.45%	81.84%	32.90%	104.57%
个护公司	41.03%	31.52%	12.28%	-1.86%
合计	24.51%	37.38%	14.21%	19.83%

注：制造商公司收入较19年同期增幅较大主要为青松股份并表诺斯贝尔所致。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

从归母净利润增速来看，化妆品行业整体2021H1较2020、2019同期均实现增长但增速低于收入。分子行业来看，美妆品牌商、代运营公司、个护公司归母净利润均恢复并超过2019年同期水平；制造商公司较2020H1和2019H1为下滑，主要由于青松股份旗下诺斯贝尔21年上半年大规模招工、原材料价格上涨和化妆品新品备案速度放缓等影响。

表6：化妆品子行业归母净利润增速情况（%）

子行业名称	2021H1YOY%	2021H1 VS 2019H1%	2020年YOY%	2019年YOY%
美妆品牌商	23.59%	0.52%	3.81%	15.58%
代运营公司	28.26%	50.30%	28.61%	21.72%
制造商公司	-20.08%	-16.85%	1.68%	13.19%
个护公司	137.73%	150.75%	201.53%	-53.64%
合计	22.65%	10.44%	12.16%	12.24%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.4、 医美行业：上游表现突出、收入同比增三位数

2.4.1、 医美行业上游：收入同比增113%、恢复良好

我们统计了医美行业上游5家上市公司上半年业绩情况，包括爱美客、华熙生物、四环医药、华东医药与昊海生科。

在收入端：2021上半年上游代表公司医美业务收入合计值为18.56亿元、同比增长112.62%。

在利润端：2021上半年上游代表公司合并报表归母净利润合计值为29.29亿元、同比增长26.08%。

表7：医美行业上游代表公司医美业务营业收入、合并报表归母净利润（亿元）及增速（%）

公司名称	2021H1医美业务营业收入（亿元）	医美业务营收YOY（%）	2021H1合并报表归母净利润（亿元）	合并报表归母净利润YOY（%）
爱美客	6.33	161.87%	4.25	188.86%
华熙生物	2.20*	58.13%	3.61	35.01%
四环医药	2.58*	772.42%	6.11	307.64%
华东医药	5.65*	46.25%	13.00	-24.89%
昊海生科	1.80*	136.39%	2.31	739.25%
合计	18.56	112.62%	29.29	26.08%

资料来源：Wind、公司公告，光大证券研究所整理

*注：收入端：为各公司医美业务收入合计值，其中华熙生物为皮肤类医疗终端产品收入；四环医药、华东医药为医美业务收入；昊海生科为医疗美容与创面护理产品收入。

2.4.2、医美行业下游：收入同比增38%、归母净利润同比增30%

我们统计了医美行业下游4家上市公司上半年业绩情况，包括华韩整形、瑞丽医美、朗姿股份、奥园美谷。我们以瑞丽医美、朗姿股份医美业务、华韩整形三家公司2021年上半年医美业务收入、归母净利润合计值代表下游行业整体业绩情况：

在收入端：2021上半年下游医美行业收入合计值为11.11亿元、同比增长37.80%、较2019年同期增长53.16%。其中，瑞丽医美、朗姿股份医美业务、华韩整形2021H1收入与2020、2019年同期相比均取得良好增长，朗姿股份医美业务2021H1较2019年同期增长超90%。另外，上半年奥园美谷子公司浙江连天美并表贡献医美业务收入1.56亿元、占公司总收入的比重为13.33%。

在利润端：2021上半年下游医美行业归母净利润合计值为7575万元、同比增长29.29%、较2019年同期增长72.85%。其中，瑞丽医美上半年归母净利润为-524万元、亏损幅度收窄；朗姿股份医美业务、华韩整形归母净利润同比分别增长18.14%、13.28%，2021H1归母净利率分别为4.71%、11.51%，同比-1.26PCT、-1.07PCT。

表8：医美行业下游代表公司营业收入（亿元）、归母净利润（万元）及增速（%）

公司名称	营业收入			归母净利润		
	2021H1（亿元）	YOY（%）	2021H1 VS 2019H1	2021H1（万元）	YOY（%）	2021H1 VS 2019H1
瑞丽医美	0.93	58.46%	1.09%	-524	56.36%	-338.26%
朗姿股份	5.31	49.85%	92.82%	2499	18.14%	55.02%
奥园美谷*	1.56	—	—	—	—	—
华韩整形	4.87	23.85%	36.03%	5599	13.28%	119.56%
合计*	11.11	37.80%	53.16%	7575	29.29%	72.85%

资料来源：Wind、公司公告，光大证券研究所整理

*注1：奥园美谷为子公司浙江连天美上半年并表带来的医美业务收入；朗姿股份为医美业务收入、归母净利润；

*注2：为统一口径，合计值不包含奥园美谷。

3、年度策略：国潮趋于常态化，赛道为基、能力为梁

服装、化妆品作为典型的可选消费，多依赖于宏观经济和消费环境。结合三季度零售表现，当前消费需求较为疲软，短期来看我们认为需要关注四季度传统旺季和电商大促的表现。与此同时国潮趋势将会延续，逐渐变成常态化，虽然各细分赛道性质和特点不同，但我们认为更重要的是公司自身的突出经营能力和长期主义的战略眼光。国产品牌需要积极提升产品力、品牌力，与国际品牌直面竞争，在此过程中公司分化也会更加明显。

3.1、 服装&化妆品行业：细分赛道存景气，本土企业争上游

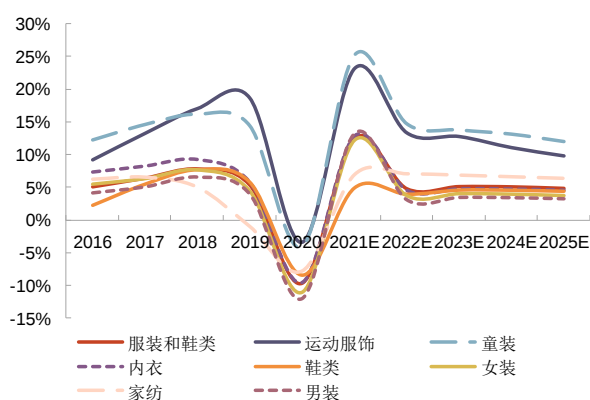
3.1.1、 细分赛道层面，运动服饰、化妆品景气度仍相对较高

运动服饰景气度高，疫情后领先复苏

根据欧睿国际，2020年我国服装鞋帽的行业规模为2.37万亿元，受疫情影响、整体规模同比下降9.72%。根据欧睿国际预测，2020~2025年行业规模未来年复合增速为6.38%，保持稳健增长。

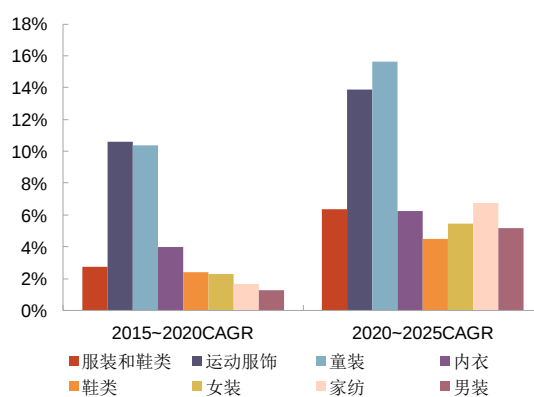
分品类来看，运动服饰持续景气、且增速高于服装鞋帽总体。2015~2020年年复合增速为10.59%（服装鞋帽总体增速为2.74%），2020~2025年预测年复合增速为13.86%（服装鞋帽总体增速为6.38%）。

图27：我国服装及子品类行业规模同比增速（%）



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

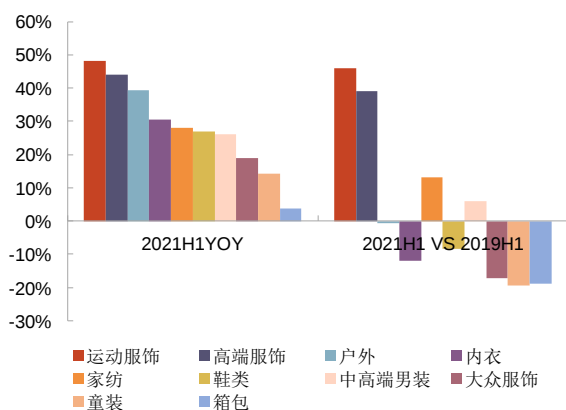
图28：我国服装及子品类行业规模年复合增速（%）



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

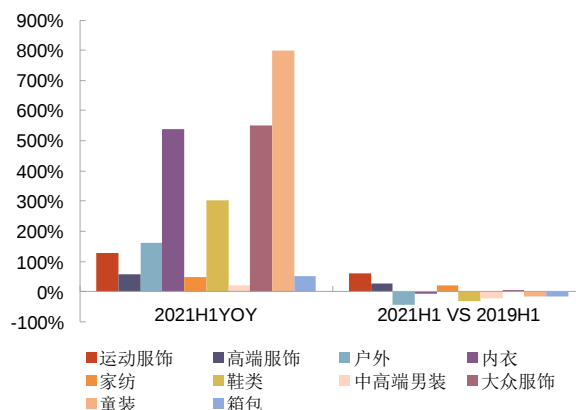
从2021年上半年服装及子品类的恢复情况来看，运动服饰行业收入同比增速最快，且与2019年同期相比收入增速亦处于领先地位。从利润端来看，运动服饰行业归母净利润已恢复并超过2019年同期水平、增速远超过其他子行业。

图29：服装及子品类行业2021H1营业收入增速情况（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图30：服装及子品类行业2021H1归母净利润增速情况（%）

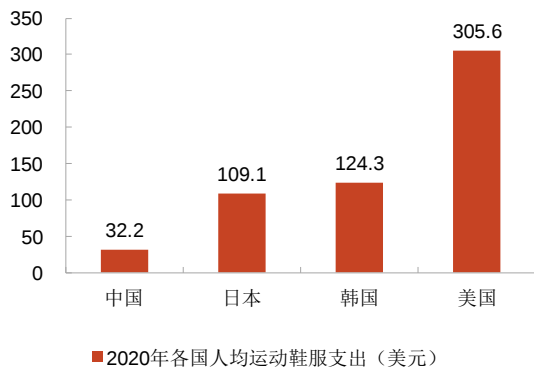


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

我国人均运动鞋服消费稳步增长，但人均水平仍有较大提升。我国人均运动鞋服消费从2015年17.5美元提升至2020年32.2美元，年复合增速为12.97%。但与其他发达国家相比，2020年我国人均运动鞋服支出仅约为美国的1/10、韩国的1/4、日本的1/3，未来我们认为我国运动鞋服赛道存在较大的成长潜力。

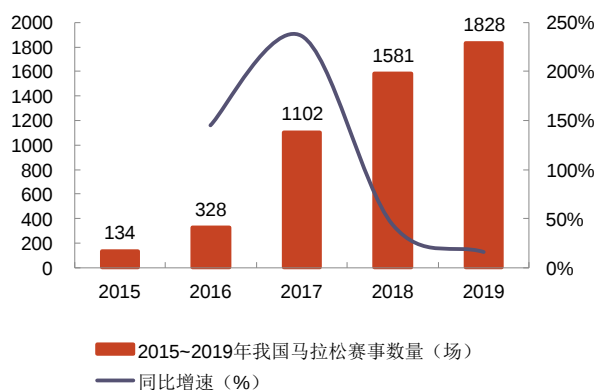
举例来看，大众运动项目跑步已成为我国民众最喜欢的运动之一。据艾媒数据中心统计，2019年我国马拉松赛事数量共计1828场，2015~2019年马拉松赛事数量翻了近13倍。此类运动赛事规模和参赛人群的扩大也会不断增加对运动鞋服产品的市场需求，带动我国运动鞋服行业快速发展。

图31：2020年各国人均运动鞋服支出（美元）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

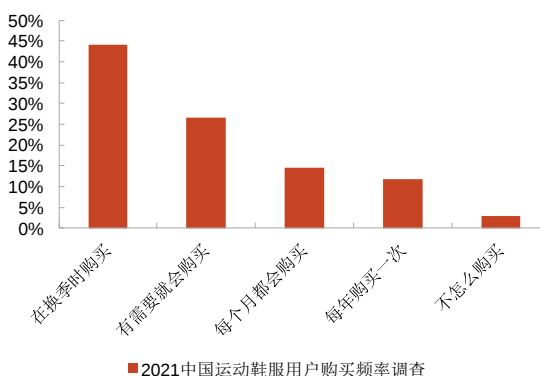
图32：2015~2019年我国马拉松赛事数量（场）及同比增速（%）



资料来源：艾媒数据中心，光大证券研究所整理

从消费者端来看，据艾媒数据中心统计，约五成的消费者表示在大多数日常场景中喜欢穿着运动鞋服，近45%的消费者在换季时会购买运动鞋服，我们认为运动鞋服在消费者生活中的渗透率在不断扩大，人们消费需求的提升也促使运动鞋服赛道的景气度继续上行。

图33：2021年我国运动鞋服用户购买频率调查



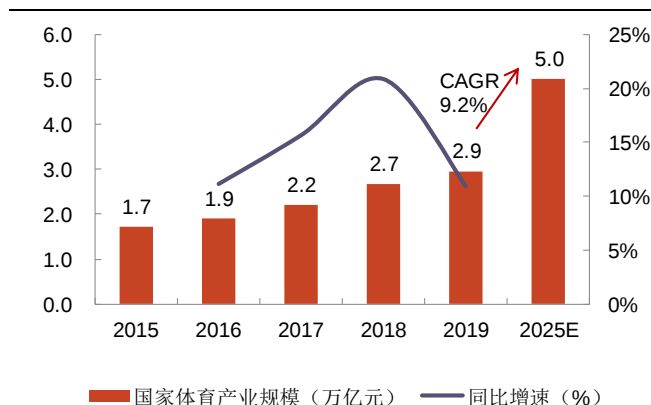
资料来源：艾媒数据中心，光大证券研究所整理

外部事件及政策大力支持推动运动鞋服景气度持续高位。2021年7~8月的东京奥运会以及2022年2月的北京冬奥会将起到催化作用，从而提振相关消费需求。2021年2月国家体育总局等三部门联合印发《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023年）》的通知，助力2022北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。另外《冰雪运动发展规划（2016-2025年）》文件指出预计到2025年我国冰雪产业总规模预计将达到1万亿元。据头豹研究院，按产值计，2016~2019年我国冰雪行业的年复合增速为12.65%，预计2021~2025年年复合增速为11.65%。

2021年8月国务院印发了关于《全民健身计划（2021—2025年）》的通知，其指出到2025年我国经常参加体育锻炼人数占比需达到38.5%，县、乡镇、行政村三级公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员2.16名，进而带动我国体育产业总规模到5万亿元。此次全民健身计划有利于提高大众的健身热情，进而长期利好体育用品相关产业。据国家统计局，2019

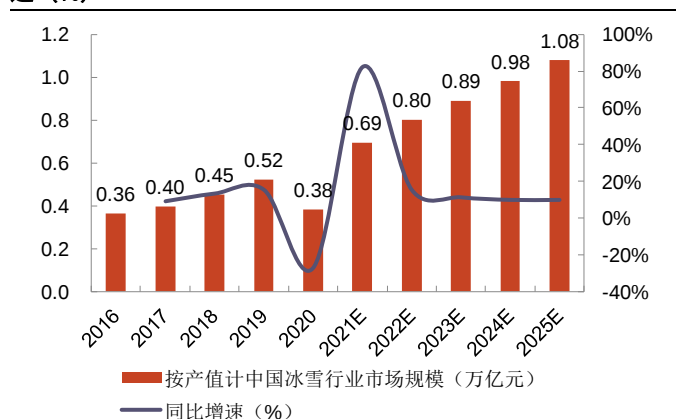
年我国体育行业规模为2.95万亿元，2015~2019年年复合增速为14.58%，预计2019~2025年年复合增速为9.20%。

图34：2015~2025E我国体育行业规模（万亿元）及增速（%）



资料来源：国家统计局预测，光大证券研究所整理

图35：2016~2025E按产值计我国冰雪行业规模（万亿元）及增速（%）



资料来源：国家体育总局、头豹研究院预测，光大证券研究所整理

表9：全民健身计划（2021—2025年）重点内容摘要

国务院关于印发全民健身计划（2021—2025年）的重点内容摘要		
发展目标	到2025年，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%	
	到2025年，县、乡镇、行政村三级公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员2.16名	
	到2025年，全国体育产业总规模达到5万亿元	
主要措施	加大全民健身场地设施供给	新建或改扩建2000个以上健身场地设施，补齐5000个以上乡镇全民健身场地器材，配建一批群众滑冰场，数字化升级改造1000个以上公共体育场馆
	广泛开展全民健身赛事活动	巩固拓展“三亿人参与冰雪运动”成果，大力发展“三大球”运动，推动县域足球推广普及
	提升科学健身指导服务水平	落实国民体质监测、国家体育锻炼标准和全民健身活动状况调查制度
	激发体育社会组织活力	完善全民健身组织网络，重点加强基层体育组织建设
	促进重点人群健身活动开展	实施青少年体育活动促进计划，推进青少年体育“健康包”工程
	推动体育产业高质量发展	加快形成以健身休闲和竞赛表演为龙头、高端制造业与现代服务业融合发展的现代体育产业体系
	推进全民健身融合发展	通过普及推广冰雪、山地户外、航空、水上、马拉松、自行车、汽车摩托车等户外运动项目，建设完善相关设施，拓展体育旅游产品和服务供给
	营造全民健身社会氛围	普及全民健身文化，加大公益广告创作和投放力度，大力弘扬体育精神，讲好群众健身故事

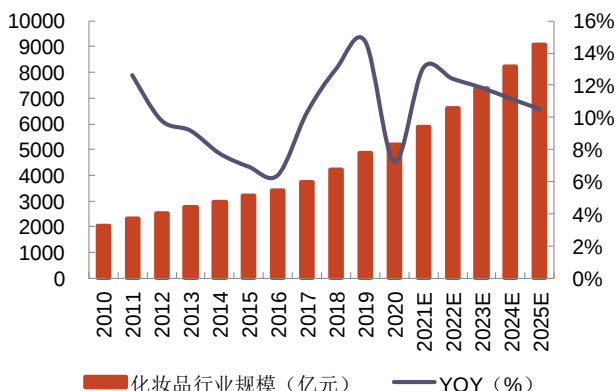
资料来源：中央政府网，光大证券研究所整理

化妆品行业持续高增长，彩妆、皮肤学级化妆品、微生态护肤等细分行业中，本土品牌正在突围

化妆品行业方面，2020年我国化妆品行业规模为5199亿元，其中2017~2019年保持了10%以上的较高增长，2020年受疫情影响行业增速放缓至7.22%，但根据欧睿国际预测，2021~2025年行业增速仍将保持在10%以上，呈现较高的景气度。

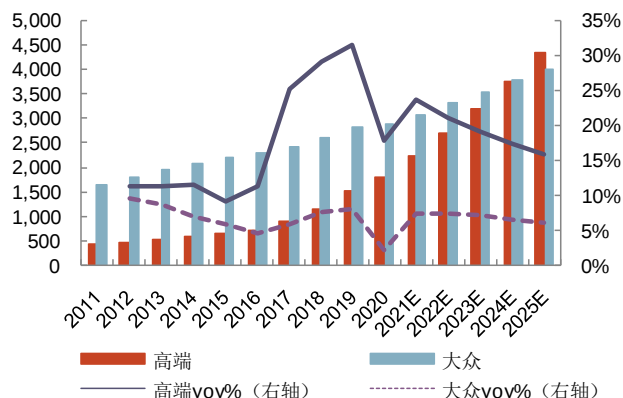
高端定位产品占比持续提升。分定位来看，化妆品行业中高端定位预计仍将继续突出、占比提升。2020年大众化妆品占主导、超过50%，但2012年至今高端定位化妆品增速持续跑赢大众定位。根据欧睿国际预测，2021~2025年高端和大众定位化妆品的年复合增速分别为19.4%和6.8%，高端表现将继续突出、其规模预计将超过大众定位。

图36：我国化妆品行业销售额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

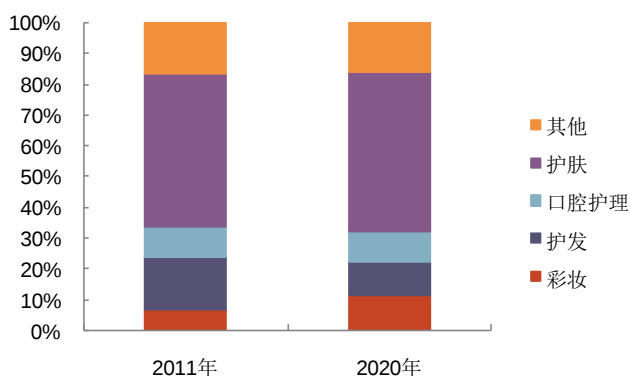
图37：我国化妆品行业按定位划分的销售额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

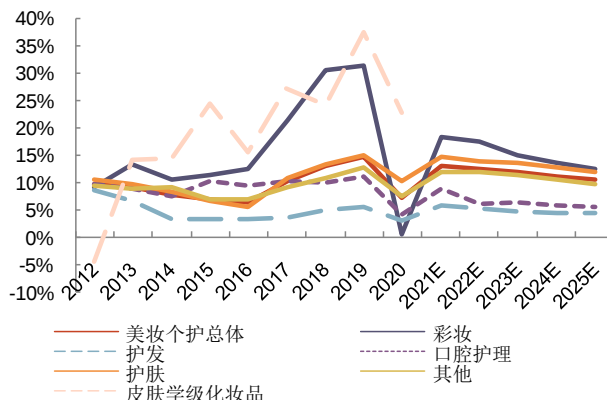
细分品类机会涌现。分品类来看，化妆品行业中护肤始终占据主导、2020年占比为52%，但近年来细分品类中彩妆和皮肤学级化妆品（2020年化妆品行业中占比分别为11%和4%）增速明显提升、增长势头强劲。按销售额计，2015~2020年两个子行业年复合增速分别为18.69%、22.07%，高于化妆品总体，未来预计其渗透率进一步提升。

图38：我国化妆品行业品类结构变化（%）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图39：2012~2025年我国化妆品行业总体及各细分品类销售额同比增速（%）



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

与此同时，我国皮肤微生态护肤市场正在萌芽、且市场潜力大。皮肤微生态可以维持肌肤稳态、维持皮肤表面的弱酸性、提高肌肤的免疫力、维持皮肤屏障。据美丽修行大数据平台统计，消费者关注的微生态成分前三名分别为二裂酵母发酵产物溶胞液、半乳糖酵母菌发酵产物滤液、酵母提取物。

据美丽修行大数据统计，国内添加了典型微生态成分（二裂酵母发酵溶胞产物）的商品备案数量保持高速增长、2018年12月~2021年6月的增长趋势平均在44%左右。从消费者分析来看，据美丽修行调研数据，2021年愿意购买微生态护肤产品的消费者达76%。

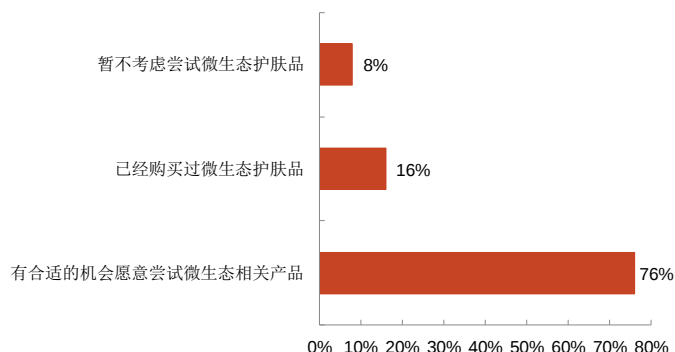
图40：2018~2021年6月添加典型微生态成分的备案数量（个）及增速（%）



注：左轴代表添加典型微生态成分备案数量的增速（即折线图）；右轴代表添加典型微生态成分的备案数量（即柱状图）

资料来源：美丽修行大数据平台、聚美丽，光大证券研究所

图41：2021年消费者愿意尝试微生态相关产品的调查结果



资料来源：美丽修行调研数据、聚美丽，光大证券研究所

图42：消费者关注的微生态成分排名



注：序号代表消费者关注度排名

资料来源：美丽修行大数据平台、聚美丽，光大证券研究所

国外微生态护肤市场起步早且发展较为成熟，例如SK-II神仙水、兰蔻小黑瓶、雅诗兰黛小棕瓶等多款知名产品中均添加了微生态成分。目前国内护肤品牌也开始注重在产品中加入微生态成分，例如华熙生物旗下米蓓尔品牌的多元修护润养水等热销产品中含有二裂酵母发酵产物溶胞物。新锐品牌中，瑗尔博士品牌专注于皮肤微生态领域，在品牌声量和销量方面处于领先地位。

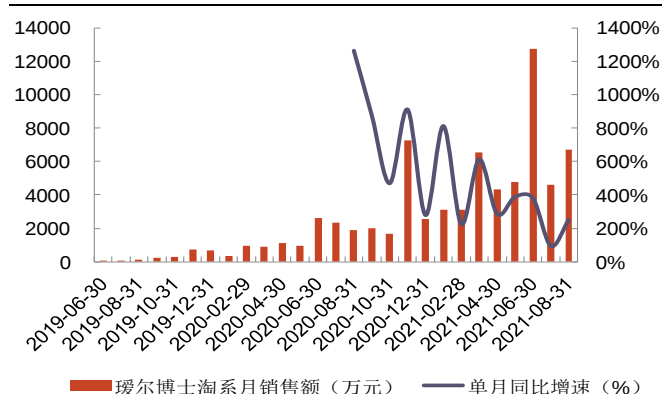
表10：国内与国际品牌微生态护肤产品及主要成分

微生态护肤产品	微生态成分
国际品牌	
SK-II神仙水	Pitera（半乳糖酵母样菌发酵产物滤液）
兰蔻小黑瓶	添加7大益生元及酵母精粹
碧欧泉冻龄小蓝瓶	Life Plankton透明颤菌发酵产物
赫莲娜绿宝瓶	加入了益生菌防御复合因子
雅诗兰黛小棕瓶	二裂酵母发酵产物溶胞物
朵梵小粉瓶	交替单胞菌+乳酸杆菌两大酵母精粹
倩碧粉黄油	以酵母菌和乳酸杆菌的发酵提取物为主
悦木之源菌菇水	酵母提取物
资生堂旗下d program水乳	添加了一种酵母提取物“美肌菌”
国内品牌	
瑗尔博士益生菌修护面膜	乳酸杆菌
米蓓尔多元修护润养水	二裂酵母发酵产物溶胞物、乳酸杆菌
膜法世家修护焕颜黑面膜	二裂酵母发酵产物溶胞物、酵母提取物
珀莱雅肌源修护精华	二裂酵母发酵产物溶胞物

资料来源：聚美丽、美丽修行，光大证券研究所整理

以新锐品牌中专注微生态护肤的瑗尔博士为例，瑗尔博士为鲁商发展旗下的化妆品品牌，创立于2018年，专注于肌肤微生态平衡护理，近年来高速增长、成为国产化妆品品牌中的后起新秀。2019年7月瑗尔博士进驻天猫，仅一年时间其销售额突破亿元。2021年上半年瑗尔博士品牌实现销售收入3.01亿元、同比增628%。凭借微生态护肤的细分定位及背靠集团研发实力，瑗尔博士天猫旗舰店多款产品月销量上万、获得消费者认可，例如瑗尔博士洁颜蜜、益生菌面膜、益生菌水乳、前导精华液等。与此同时，瑗尔博士旗下多款产品荣登天猫榜单，排名不断提升。在2021年电商99大促节中，瑗尔博士益生菌面膜为当天面膜类目TOP1；洁颜蜜为洁面类目榜TOP4；益生菌水乳系列为天猫面部护理套装类目榜TOP6。

图43：2019年6月~2021年8月瑗尔博士淘系月销售（万元）及同比增速（%）



资料来源：魔镜、萝卜投资，光大证券研究所整理

图44：淘系平台瑗尔博士热销产品在电商大促月于细分品类中的销量排名

产品名称	细分品类	2020/11 排名	2021/03 排名	2021/06 排名	单价
洁颜蜜	洗面奶	30	9	10	68 元/120ml
益生菌面膜	贴片式面膜	34	26	12	89 元/10 片

资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所整理

从外部环境来看，2021年以来我国化妆品行业监管亦有趋严现象，引导行业加强研发、重视合规。2021年1月起《化妆品监督管理条例》正式实施，我国化妆品行业监管迎来2.0时代，在此条例下2021年1月、4月相继出台了《化妆品注册备案管理办法》、《化妆品功效宣称评价规范》等文件。文件中重点指出化妆品注册、备案人应对质量安全负责；化妆品功效宣称需提供宣称依据等内容。

2021年9月国家药监局颁布《儿童化妆品监督管理规定》，从儿童化妆品定义、配方要求以及标签标识等方面做出规定。2021年10月国家药监局再次展开“线上净网线下清源”专项行动，对未注册或备案、违法宣称、存在质量安全风险的化妆品进行清理整治。

表 11：我国化妆品监管政策与措施梳理

政策名称	实施机关	颁布与实施时间	具体内容
《化妆品安全技术规范》	国家药监局	2015年11月 (2016年12月1日实施)	规定了化妆品的安全技术要求，包括通用要求、禁限用组分要求、准用组分要求以及检验评价方法等。
《化妆品监督管理条例》	国务院颁布、国家药监局实施	2020年6月 (2021年1月1日实施)	该法规定位最高、为上位法，从四个方面对化妆品生产经营活动及其监督管理予以规范，包括贯彻落实“放管服”改革要求、严守质量安全底线、完善监管措施、加大对违法行为的惩处力度。
《化妆品注册备案管理办法》	国家药监局	2021年1月 (2021年5月实施)	化妆品、化妆品新原料注册、备案人应对质量安全负责；不得随意改变功效宣称；已经取得注册完成备案的化妆品新原料实行安全监测制度，安全监测的期限为3年。
《化妆品功效宣称评价规范》	国家药监局	2021年4月 (2021年5月实施)	化妆品功效宣称需在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。
《儿童化妆品监督管理规定》	国家药监局	2021年9月 (2022年1月1日实施)	规定中指出自2022年5月1日起，申请注册或备案的儿童化妆品必须按照规定进行标签标识；明确儿童化妆品定义；儿童化妆品配方应当遵循安全优先、功效必需、配方极简三大原则，以及应当选用有较长期安全使用历史的化妆品原料。
《关于开展化妆品“线上净网线下清源”专项行动的通知》	国家药监局	2021年10月至2022年10月	清理整治未经注册或者未备案的化妆品、清理整治标签违法宣称的化妆品、清理整治存在质量安全风险的化妆品。

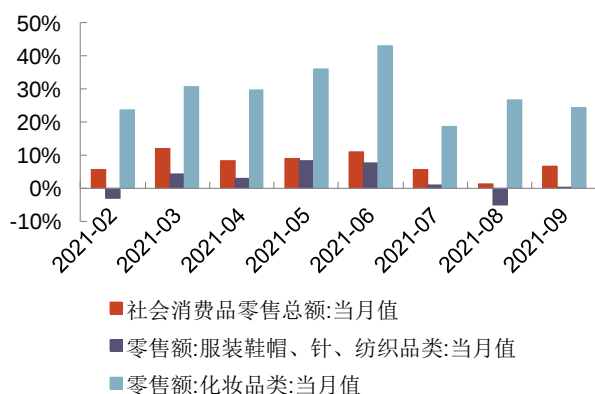
资料来源：国家药监局，光大证券研究所整理

3.1.2、环境波动下，关注企业自身战略眼光和执行力

消费需求疲软，关注冬季销售旺季表现

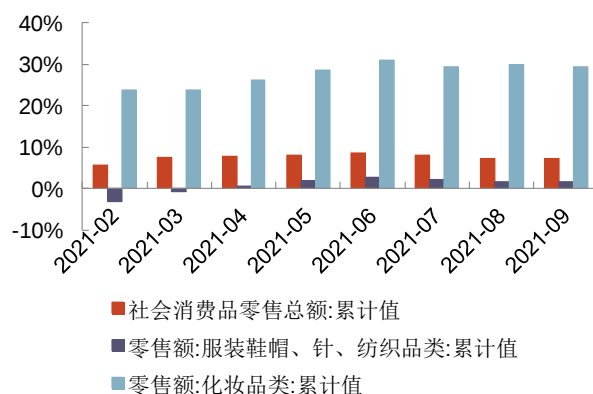
2021年以来疫情对化妆品、服装零售影响已先后消化。2020年全年化妆品零售额累计同比增长9.5%、疫情后恢复较早；服装零售额2021年4~6月单月较2019年同期的增速小幅提速至8%左右，自4月开始累计增速超出2019年同期，已恢复至疫情前水平。

图45：社零总额、服装、化妆品零售额2021年1~9月相比2019年同期的当月值增速（%）



注：2021年2月为1~2月合并数据，下同。
资料来源：Wind，光大证券研究所计算

图46：社零总额、服装、化妆品零售额2021年1~9月相比2019年同期的累计值增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所计算

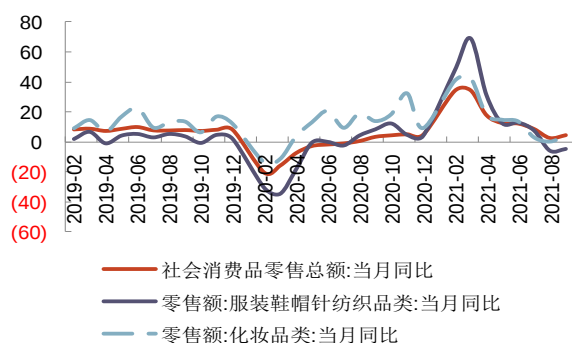
随着低基数效应逐步消除，2021年化妆品、服装行业零售额的单月增速呈现收窄态势。其中1~3月由于疫情造成的低基数影响，单月同比增速明显较高，4~6月单月同比增速趋缓。进入三季度以来，社零总体增速出现收窄、整体消费大环境表现出疲软的现象，2021年7月社消总体单月增速环比下降3.6PCT至8.5%，8月单月增速进一步放缓至2.5%、环比7月增速下降6PCT，低于疫情前2019年各月份增速水平，9月社消增速有所回升、单月同比增长4.4%。在此背景下化妆品、服装零售额增速也随之出现放缓。

其中，7月化妆品零售额单月同比增速放缓至2.8%、低于疫情前2019年各个月份的单月增速水平，8月同比持平、未实现增长，9月化妆品零售额表现出恢复

迹象、单月同比增速提升至3.90%；服装8月单月零售额同比下滑6%、亦低于疫情前2019年各月份增速，9月单月零售额同比下滑4.8%、降幅环比收窄1.2PCT。

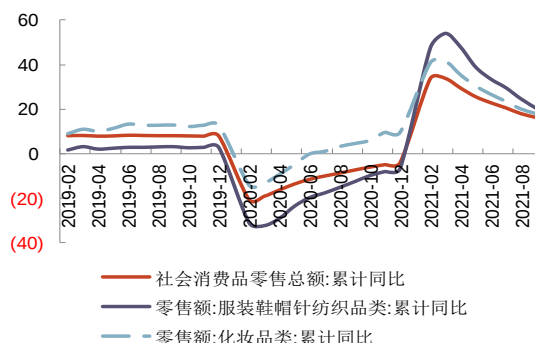
累计增速方面，2021年以来服装、化妆品零售额累计增速呈收窄趋势，2021年1~9月服装、化妆品零售额累计同比增速分别为20.6%、17.9%。

图47：社零总额、服装、化妆品零售额2019~2021年9月单月同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图48：社零总额、服装、化妆品零售额2019~2021年9月累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

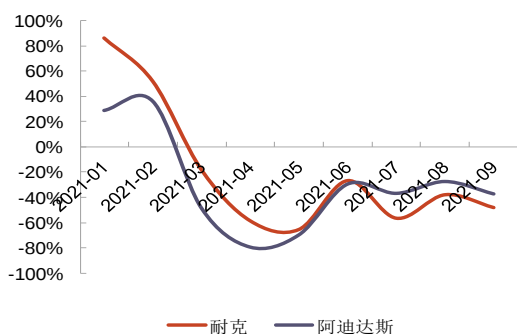
总体来看，我们认为21年二季度以来前期疫情带来的低基数效应消除，同时伴随着疫情多点反复、局部地区多雨等极端天气的影响，居民出行逛街需求减弱，服装和化妆品消费受到一定影响，整体消费需求走弱，零售端偏疲软，未来拐点仍需关注宏观经济表现与消费环境，短期需关注四季度传统旺季和电商大促的表现。

国潮崛起趋势延续，从短刺激变为常态化

2021年3月末的新疆棉事件发酵、刺激消费者更多偏向支持国产品牌，尤其是服装品类，而以耐克、阿迪达斯为代表的国际运动鞋服龙头公司在中国地区的销售表现迅速恶化，但该事件带来的冲击逐步减弱，进入三季度后国际品牌受新疆棉事件的影响逐步缓解、销售端降幅出现改善性收窄。

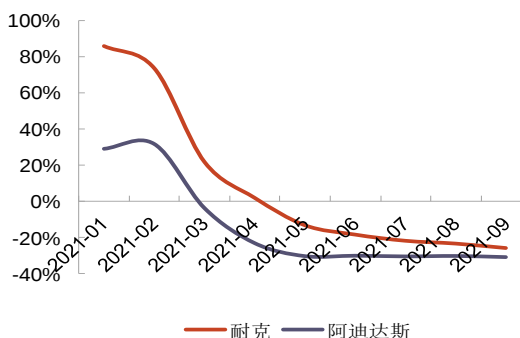
根据第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，2021年3月~5月耐克、阿迪达斯天猫旗舰店的销售额单月同比降幅逐渐扩大、5月单月分别同比下滑66%、70%。但在2021年6月~9月单月同比降幅出现波动中收窄趋势，6月电商大促期间分别下滑27.04%、29.36%，8月单月降幅较7月收窄，9月降幅略有扩大、分别同比下滑48%、37%。从累计增速来看，6月开始耐克、阿迪达斯的累计降幅逐渐趋缓。

图49：耐克、阿迪达斯天猫旗舰店1~9月成交额单月同比增速 (%)



资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所整理

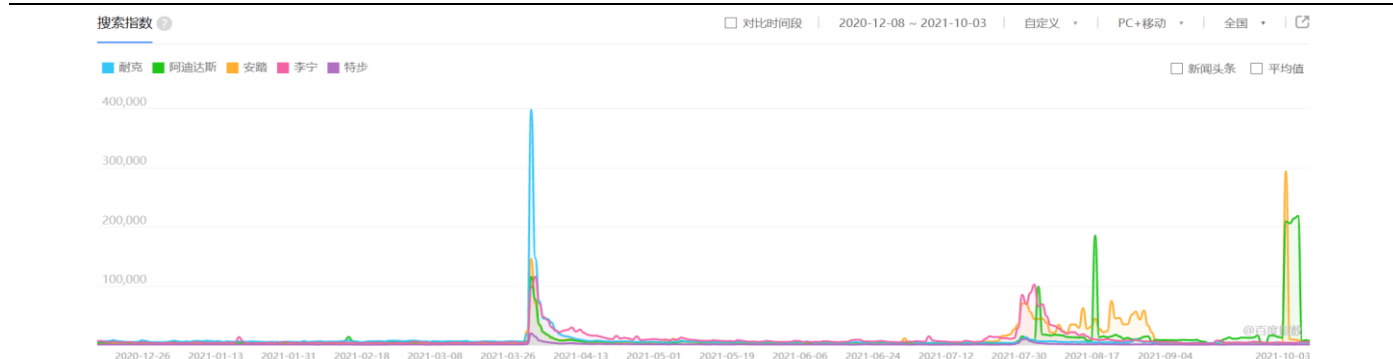
图50：耐克、阿迪达斯天猫旗舰店1~9月成交额累计同比增速 (%)



资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所整理

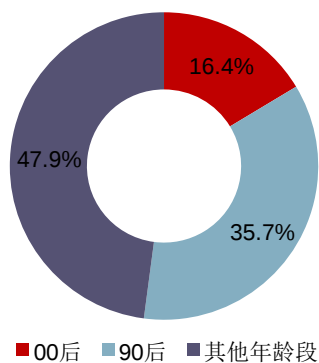
从搜索和关注量来看，自2021年3月末新疆棉事件发生后，4月以来国产运动鞋服品牌的搜索量和关注度明显提升、打破了以往耐克持续领先的局面，国产品牌安踏、李宁、特步的百度指数均有明显提升，而国际龙头品牌耐克、阿迪达斯的搜索量呈同比下滑。但进入三季度之后，在8月份阿迪达斯的搜索量有明显回升、9月份阿迪达斯的搜索量持续领先。结合销售表现来看，随着新疆棉事件热度逐渐降温，给国产品牌带来的一次性的销售刺激影响将逐步减弱。

图51：2021年8月以来“阿迪达斯”关注度出现回升



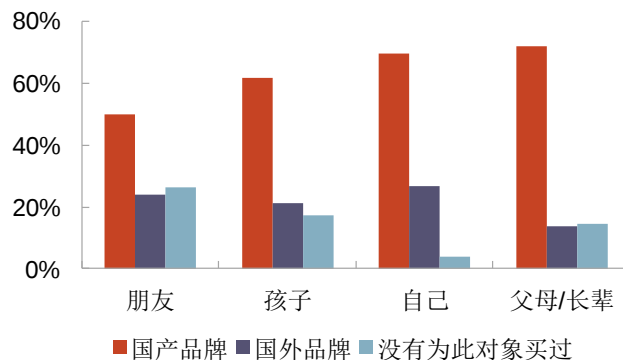
同时需要注意的是，目前Z世代已经成为新国货的主要消费人群，国货消费呈现年轻化趋势。据苏宁易购大数据统计，90后、00后成为国货消费担当、2020年1~4月在国货消费人群中带来的订单量分别为35.7%、16.4%，合计超过50%。新世代的年轻消费人群对国货的认同感更强，未来将支撑国货品牌的崛起，国潮趋势也会进一步延续。另外，在艾媒数据中心的调查中，各个运动鞋服的消费场景下国产品牌均为消费者首选，国产运动鞋服品牌已逐渐得到消费者的认可与青睐，本土品牌迎来发展良机。

图 52：2020 年 1~4 月 90 后、00 后在国货消费人群中的订单量占比 (%)



资料来源：苏宁易购《2020 年国货消费趋势报告》，光大证券研究所整理

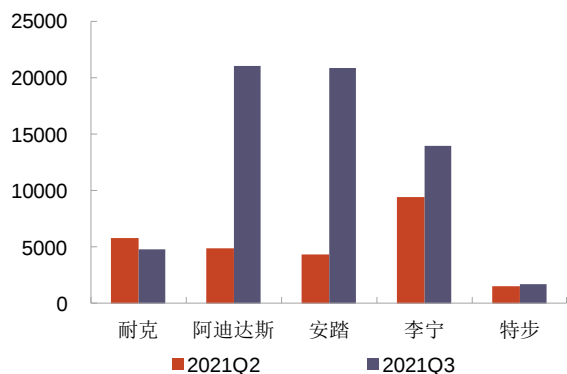
图 53：2021 年我国消费者运动鞋服购置品牌偏好调查



资料来源：艾媒数据中心，光大证券研究所整理

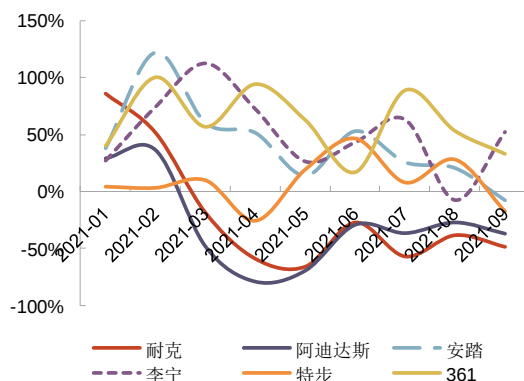
总体来看，我们认为随着国内经济持续发展、相对跑赢国外，国人文化自信加强，国潮崛起的趋势会进一步延续，但上半年新疆棉外部事件带来的短期刺激将逐步减弱、改为常态化（体现在国际龙头品牌的销售端已现改善），消费者对国产品牌的产品品质、设计等更为认可，在日常消费中更为理性和客观。在此背景下，国产品牌需通过提升产品力、品牌力不断缩小与国际品牌的差距，提高市场份额。

图54：2021Q2与Q3国内外代表体育用品品牌百度指数整体日均值



资料来源：百度指数，光大证券研究所整理

图55：代表国内外运动服饰品牌天猫旗舰店成交额2021年1~9月单月同比增速（%）



资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所整理

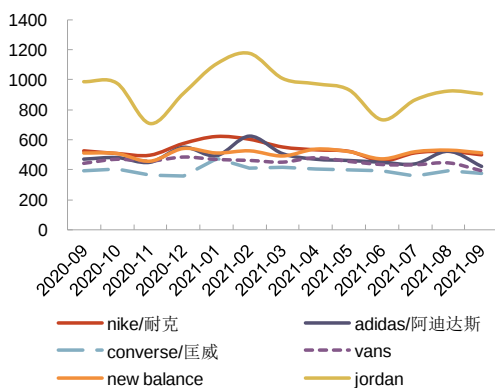
我们认为部分国产品牌在与国际品牌同台竞技的过程中已取得初步成效，在行业竞争加剧的过程中，优秀的企业也会更加突出、享受高估值，企业之间的分化也会逐渐显现。

运动鞋服：本土龙头锐意改革、积极抢占市场份额

国产品牌正在积极升级产品、提高品牌调性。运动鞋服行业在产品力和品牌力对比上，国内品牌起步晚、一直处于劣势，往往以性价比、低价位与国外龙头品牌错位竞争。但本土运动龙头品牌近年来重视加强功能性、科技感和结合中国文化元素，调性和价格双双拔高。例如安踏在鞋类新品中更加注重技术的应用，包括全掌碳板、氮速科技等，新品价格已上探到1000元左右，从而与国际品牌直面竞争。

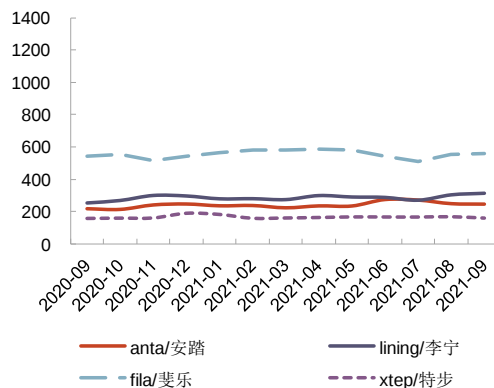
另外，**本土运动龙头品牌未来增速目标高于运动服饰行业整体。**例如安踏主品牌2021~2025年流水年复合增长目标为18~25%、李宁2021~2023年收入年复合增速目标定为20~25%、特步主品牌2021~2025年收入的年复合增速目标超过23%。从几家龙头品牌的战略规划来看，本土运动龙头品牌在国内疫情初步平复和新疆棉事件后、正在转为更加积极的经营策略，把握行业政策利好和国潮趋势、锐意提升市场份额。

图56：2020年9月~2021年9月淘系国外运动鞋品牌销售单价（元）



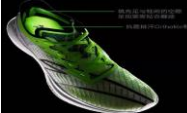
资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所整理

图57：2020年9月~2021年9月淘系国内运动鞋品牌销售单价（元）



资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所整理

表 12：安踏、耐克新品单价及设计亮点对比

系列	上新时间	单价 (元)	款式	亮点
安踏新品				
KT6系列	7月9日	999		底面一体的3D环绕TPU结构，减震耐磨回弹
星标系列	7月17日	999		设计理念融入中国文化
C202系列	9月22日	999		马拉松竞速跑鞋，氮速科技
星岳系列	9月29日	1099		全掌碳板，回弹科技
耐克新品				
ZOOM ALPHAFLY	7月14日	2299		Zoom Air缓震技术、ZoomX泡棉、鞋面采用Flynit系列的Atomknit材料，轻盈透气
ZOOM TEMPO	7月15日	1399		ZoomX泡棉、Zoom Air缓震技术
ZOOMX VAPORFLY	7月15日	1599		ZoomX泡棉、全掌型碳纤维板
PEGASUS TRAIL	10月1日	1099		Dynamic Fit固定带系统、稳固支撑、React技术打造回弹体验

注：统计时间为2021-10-19

资料来源：安踏、耐克天猫旗舰店，光大证券研究所整理

化妆品：国货强化产品力，快速把握国内消费者需求

化妆品行业方面，与国外品牌相比，国内化妆品品牌发展较晚、研发相对处于弱势、核心专利技术成分不突出、未能较深地植入消费者心中。但目前国产品牌正在积极革新配方，添加热门类成分如二裂酵母发酵产物溶胞产物、烟酰胺、维A醇等，进而打造高技术含量的精华品类，跟进消费者需求、实现品牌年轻化。

表13：国货品牌与国际品牌热门精华产品

热门成分	国际品牌		国货品牌	
	产品名称	单价	产品名称	单价
二裂酵母发酵产物溶胞产物	雅诗兰黛小棕瓶	660 元/30ml	瓊尔博士前导精华露	164 元/30ml
	兰蔻小黑瓶	760 元/30ml	珀莱雅肌源修护精华	269 元/30ml
烟酰胺	SK-II 小灯泡	1040 元/30ml	薇诺娜光透皙白淡斑精华	398 元/30ml
	修丽可发光瓶	980 元/30ml	自然堂凝时小紫瓶精华	153 元/30ml

注：统计时间为2021-10-22

资料来源：美丽修行、天猫旗舰店，光大证券研究所整理

与此同时，国货化妆品品牌也在不断进行产品升级、带动品牌升级。例如华熙生物旗下米蓓尔品牌在2019年推出米蓓尔粉水之后、2020年推出米蓓尔摇摇水，前者主打维稳修护、后者主打平衡肌肤水油，且后者的价格带略有提升；珀莱雅在2021年对旗下红宝石和双抗精华均进行了更新迭代，与1.0版本相比，两款精华分别升级了配方和功效。我们认为国货化妆品品牌正积极强化产品力、品牌力，在产品升级的同时价格带也有望上移、从而带动品牌调性提升。

表 14：代表国产护肤品牌的产品升级

产品名称	产品升级	备案时间	主要成分	主要功效	价格
华熙生物米蓓尔精华水	米蓓尔粉水	2019 年	依克多因、二裂酵母、乳酸杆菌、维生素 B12	舒缓褪红、水润保湿、安稳修护	118 元/100ml
	米蓓尔摇摇水	2020 年	水飞蓟籽油、超分子水杨酸、麦角硫因、烟酰胺	平衡肌肤水油	132 元/100ml
珀莱雅精华	珀莱雅红宝石 2.0 精华	2021 年 (1.0 备案时间为 2020 年)	六胜肽-1、维 A 醇	与 1.0 相比，升级产品配方和功效，选用六胜肽-1、联合维 A 醇 Booster，强化抗老抗皱功效	259 元/30ml
	珀莱雅双抗 2.0 精华	2021 年 (1.0 备案时间为 2020 年)	EUK134、麦角硫因、LIPOCHROMAN-6、虾青素、微红藻精粹	与 1.0 相比，新增两大抗氧化成分，多维改善肤色	224 元/30ml

注：统计时间为 2021-10-22

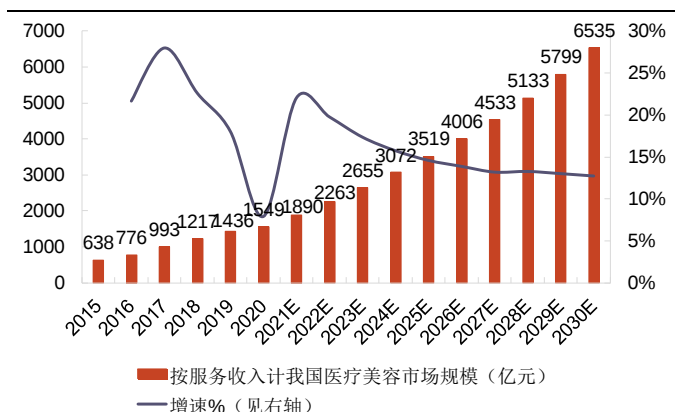
资料来源：天猫旗舰店，光大证券研究所整理

3.2、 医美行业：朝阳行业正在走上规范化之路

我国医疗美容服务市场景气度较高、增速高于全球水平。据Frost&Sullivan，2020年我国医疗美容服务市场规模为1549亿元，2015至2020年我国医疗美容服务市场规模年复合增速为19.41%，远高于全球市场整体增速（3.91%）。与此同时，据Frost&Sullivan预测，2020至2030年将保持约15.48%的年复合增速，2030年我国医疗美容服务市场规模预计达到6535亿元。

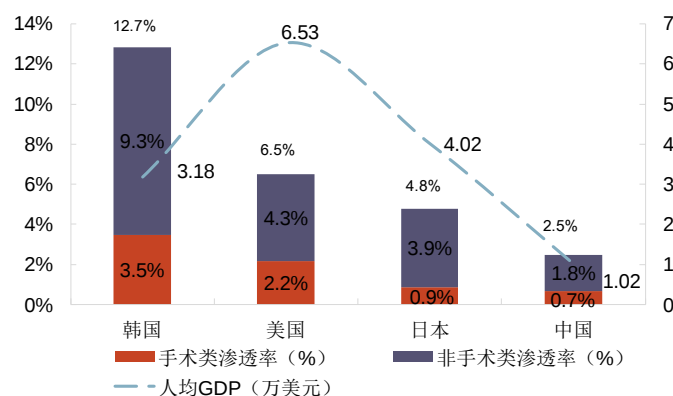
我国医疗美容服务市场渗透率明显偏低、提升空间大。在渗透率方面，我国医疗美容行业的渗透率远低于韩国、美国、日本，2019年我国医美项目的渗透率为2.5%，仅为日本的一半、韩国的1/5。分项目来看，我国手术类和非手术类的渗透率分别为0.7%、1.8%。

图58：按服务收入计我国医疗美容市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：Frost&Sullivan预测、爱美客港股招股书，光大证券研究所整理

图59：2019年各国医美项目渗透率（%）及最新年度人均GDP（万美元）



注：人均GDP数据中日本为2019年，其他国家均统计2020年。

资料来源：Frost&Sullivan、伊美尔港股招股书、世界银行，光大证券研究所整理

医美行业2021年上半年业绩表现靓丽，积极恢复。从2021年上半年医美行业的财务表现来看，如前文所述，行业上游表现突出，恢复良好，收入同比增112.62%，合并报表归母净利润同比增26.08%；行业下游代表医美机构受疫情的影响已基本消除，收入较2019年同期增53.16%，归母净利润较2019年同期增72.85%，从已发三季度业绩预告的公司公告来看，朗姿股份、奥园美谷2021年第三季度归母净利润同比增长1.54%~35.58%、54.85%~106.51%，前三季度累计同比增长194.04%~230.04%、同比扭亏为盈。

医美行业上游产品端持续更新迭代。2021年以来上游各医美公司陆续推出新品，包括爱美客的童颜针、华熙生物的御龄双子针、四环医药的肉毒素乐提葆以及华东医药的Ellansé少女针等。其中，爱美客的童颜针产品预计下半年上市销售，其余三款产品均已上市。

另外，从医美上游各公司的研发产品及方向来看，爱美客、华东医药、昊海生科均通过自研或投资进入注射用A型肉毒素领域。除此之外，在2021年9月30日，华东医药的英国全资子公司Sinclair获得比利时KiOmed四款在研的全球创新型KiOmedine壳聚糖医美产品以及后续开发的全部壳聚糖相关产品在除美国以外的全球其他区域在皮肤医美领域的独家许可。KiOmedine壳聚糖可增加真皮中的胶原蛋白含量、延缓衰老、具有保护透明质酸的潜力。医美行业上游，各个公司正在不断丰富医美产品管线、积极把握消费者需求，增强竞争力。

医美行业下游机构则高度分散、龙头尚未形成和拉开差距。未来我们期待在行业监管日益规范的背景下，行业集中化的趋势逐渐显现。

表15：2021年以来医美行业上游各公司的新品及在研产品

上游公司	2021年以来的新品	获批/上市时间	在研产品及投资领域	在研产品进度
爱美客	童颜针	2021年6月获批 (预计下半年上市销售)	注射用A型肉毒素	三期临床试验
			利拉鲁肽注射液（体重管理）	一期临床试验
			拟以约8.86亿元增资收购韩国Huons Bio25.4%的股权，其主营业务为肉毒素	——
华熙生物	御龄双子针 (针对额部微小静态纹)	2021年5月上市	开展高分子微球研发项目	——
			交联透明质酸钠注射液的开发	临床试验
			动能素	中试阶段
四环医药	注射用A型肉毒素乐提葆	2021年2月上市	童颜针	预估上市时间为2023~2025年
	童颜水凝	2021年9月获批 (二类医疗器械生产许可证)	少女针	预估上市时间为2023~2025年
			溶脂产品	已完成一期临床试验、计划进入三期临床试验
华东医药	Ellansé少女针	2021年8月上市	3款KiOmedine壳聚糖填充剂产品	研发阶段，预计2024年后获得欧盟CE认证
			注射用A型肉毒素	中国注册上市推进中
			Lanluma左旋聚乳酸类胶原蛋白刺激剂	欧盟CE认证、欧洲已上市
			MaiLi系列新型高端含利多卡因透明质酸	欧盟CE认证、欧洲已上市
			Perfectha系列双相透明质酸	全球60多个国家或地区获注册认证或上市准入 欧盟CE认证
			皮肤动能素	研发阶段，预计2023年获得欧盟CE认证
			美容埋线	美国FDA认证、全球60多个国家获地区获注册认证或上市准入、预计2024年在中国上市
昊海生科	——	——	拟最多投资3100万美元认购Eirion的A轮优先股，进入肉毒素领域	——
			拟以2.05亿元获得欧华美科63.64%股权，将其射频及激光医疗美容设备和家用仪器、创新型真皮填充剂等产品纳入医美版图	——
			有机交联透明质酸钠凝胶	临床试验
			无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶	注册检验

资料来源：2021年各公司中报，光大证券研究所整理

从外部环境来看，医美行业的监管有趋严兆头，行业规范化程度预计将逐步提升。2021年6月卫健委等八部委再提联合打击非法医美；2021年8月市场监管总局发布《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》，重点打击医疗美容广告乱象，以提升医疗美容广告监管规则的科学性、规范性；2021年9月因“美容贷”广告涉嫌诱骗消费者进行整容，国家广电总局决定暂停播出“美容贷”及类似广告。上述监管措施加强，短期可能压制部分需求，但长期有助于行业规范度提升、促进求美者理性消费，合法合规经营的业内公司和机构将受益，利好头部机构份额提升。

表16：我国医美监管政策与措施梳理

政策名称	实施部门	时间	具体内容
《医疗美容项目分级管理目录》	卫健委	2009年	将美容外科分为四级，对医疗美容项目进行分级管理。
《医疗美容机构评价标准实施细则》	中国整形美容协会	2015年	该细则包括医院标准、门诊部标准、诊所标准，每套标准涉及机构管理、患者安全、医疗质量管理与持续改进、机构服务等四个部分。
《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	卫健委	2015年	规定了各机构床位数、科室设置、从业人员、医疗用房、基本设备情况。
《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫健委等七部委	2017年	七部门联合严厉打击非法医疗美容专项行动，吊销医疗机构诊疗科目或《医疗机构执业许可证》28家，责令47家医疗美容职业技能培训机构改正。
《医疗乱象专项整治行动的通知》	卫健委等八部委	2019年	卫健委要求各地对非法医疗美容等突出问题开展“回头看”，将医疗美容纳入国家监督抽查以及8部门联合开展的医疗乱象专项整治。
《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	卫健委等八部委	2020年	规范医疗美容服务、药品及器械生产经营使用、医美广告发布。积极发挥行业自律作用，深入基层开展普法教育。
《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	卫健委等八部委	2021年	2021年6~12月卫健委等八部委联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，主要打击非法医疗美容活动、非法制售药品医疗器械行为、查处违法广告和互联网信息、严格规范医疗美容服务等方面。
《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》	市场监管总局	2021年	将重点打击的医疗美容广告乱象，包括制造“容貌焦虑”；违规将未获批的药品、医疗器械作广告；宣传中含有未经审批的诊疗服务等。
《关于停止播出“美容贷”及类似广告的通知》	国家广电总局	2021年	“美容贷”广告以低息甚至无息吸引青年，涉嫌虚假宣传、欺骗和误导消费者。国家广电总局决定各广播电视和网络视听机构、平台一律停止播出“美容贷”及类似广告。

资料来源：中央政府网、中国整形美容协会，光大证券研究所整理

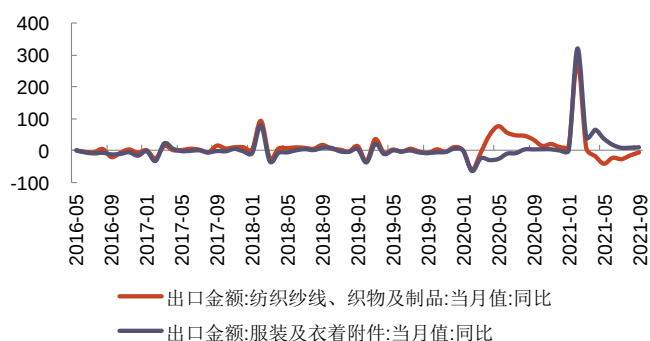
3.3、 纺织制造行业：接单好转、景气回升，海外产能受疫情干扰

出口：纺织品回落、服装好转

我国纺织品出口自2021年4月以来单月增速呈下滑趋势，主要由于去年同期高基数以及今年以来疫情相关防护用品需求有所回落所致，8月以来单月同比增速环比均有所改善，9月单月同比下滑5.65%、降幅环比收窄9.26PCT，1~9月累计同比下滑10.70%；服装出口2021年以来持续同比增长，主要由于去年疫情影响海外需求疲软并造成低基数，今年需求端恢复所致，但年初以来各月份低基数效应逐步减弱、同比增速逐渐放缓，9月单月同比增长9.83%、环比略提升1.24PCT，1~9月累计同比增长25.30%。

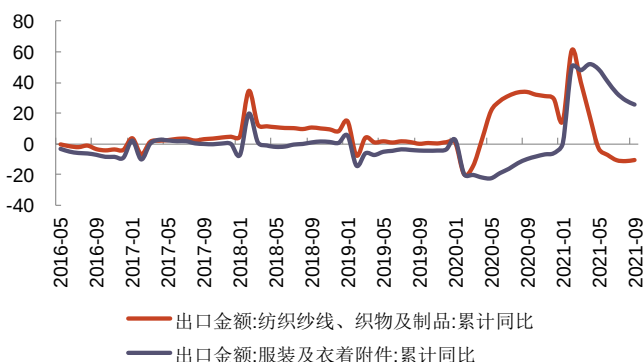
我们认为越南等东南亚地区疫情复发正在促海外订单回流国内，纺织制造行业接单情况好转，未来优质的龙头制造商有望受益。但由于海外产能受疫情干扰，在生产端存在一定的不确定性，未来仍需关注海外工厂所在地的疫情防控进展。

图60：我国纺织品及服装出口单月金额同比增速（%）



注：数据截至2021年9月
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图61：我国纺织品及服装出口累计金额同比增速（%）

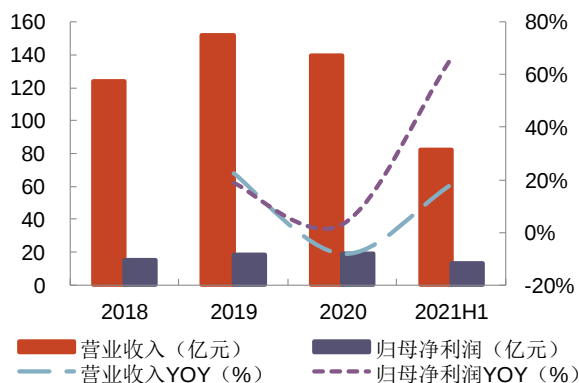


注：数据截至2021年9月
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

以优质运动、休闲鞋代工厂华利集团为例，2021年上半年公司实现营业收入81.95亿元人民币、归母净利润12.91亿元，扣除人民币对美元汇率变动的影响后，

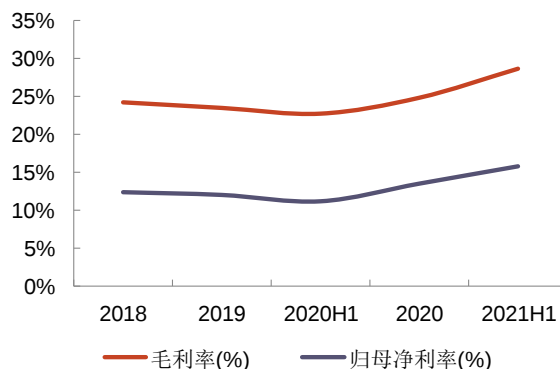
收入和归母净利润分别同比增长28.71%、81.34%。在全球疫情反复的过程中，公司工厂主要位于越南北部区域，受南部疫情影响较小，生产经营总体正常，作为纺织制造龙头企业彰显了更强的竞争优势。2021年以来公司订单质量和经营效率提升、客户结构优化，毛利率、净利率端均有同比上升。2021H1毛利率同比提升5.90PCT至28.63%，归母净利率同比提升4.57PCT至15.75%，且2021H1公司毛利率、归母净利率为2018年以来的最高位。

图62：2018~2021H1华利集团收入、归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图63：2018~2021H1华利集团毛利率、归母净利率变化趋势（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

棉花：行业景气度修复，棉价持续上行、短期冲高

棉花价格方面，2021年以来随着行业景气度修复，国内外棉花价格呈现上行趋势。其中国内328价格指数、国外Cotlook A价格指数截至2021年10月20日分别为22192元/吨、117.05美分/磅，分别较年初上涨47%、38%。进入9月以来由于供需失衡影响，国内外棉价上涨趋势愈发陡峭，国内外棉价自2020年低点（3月31日11091元/吨、60.90美分/磅）至今涨幅达100%、92%。

从国内棉价历史走势来看，2015~2017年国内棉花328价格指数的平均水平约为14309元/吨。2018~2019年随着中美贸易摩擦波折不断，棉花价格持续低迷，2020年初较2018年初国内棉花328价格指数下跌13.36%。2020年受疫情影响，棉纺织产业供给和需求端先后受挫，棉价继续下跌，2020年3月末国内棉花328价格指数触底至11091元/吨。之后随着疫情影响逐步消化，纺织产业订单好转、景气度回升，棉花价格在震荡中不断上涨，2020年末回升至14963元/吨。当下（10月20日）国内棉花328价格指数超过2万元/吨，已处于历史高位。

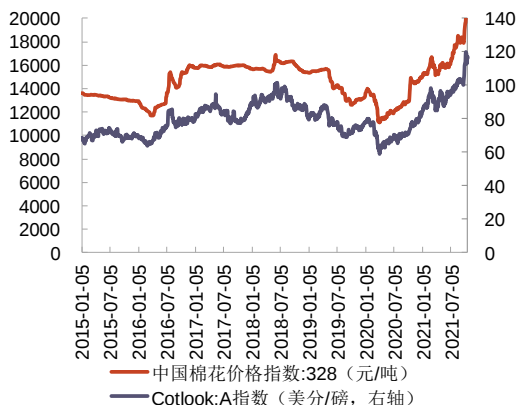
期货方面，9月以来郑棉主力合约与ICE棉花期货主力合约逆势大涨，2021年10月20日郑棉与ICE棉花期货主力合约结算价分别为21375元/吨、110.73美分/磅，近一个月分别上涨22.56%、19.93%。此外，WTI原油期货也在持续上行、近一个月涨幅为15.91%，刺激棉价联动上涨。

9月以来国内外棉花价格大幅上涨主要是棉花供需失衡所致。从供给端来看，国内棉花产量受到棉花种植面积下降与天气因素的不利影响，同时全球棉花供应也受到厄尔尼诺天气等因素影响有所减产，叠加航运物流受阻和海运费涨价，造成棉花供应端存在压力。另外棉农惜售观望情绪渐起，抢收囤积、投机炒作等行为也助涨了棉花价格。从需求端来看，为防止圣诞节等节日出现断供，企业加紧备货使相关需求前移，导致需求提前释放。据美国农业部（USDA）10月预测，2021/22年我国棉花产量为582万吨、同比下降9.33%，消费量为871万吨、同比持平，国内棉花供需缺口仍存。

另外从政策层面来看，中国储备棉管理有限公司将从2021年10月8日起的10~11月期间组织2021年第一批中央储备棉投放，期间每个工作日原则上投放1.5万吨左右，以促进棉花市场平稳运行，满足棉纺企业用棉需求。

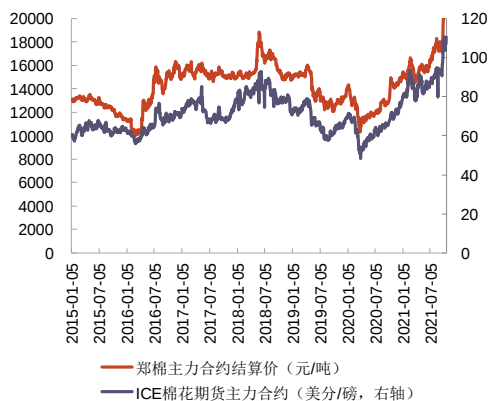
综合来看，我们认为随着海外订单回流、国内纺织业景气度回升，短期棉价上涨利好棉纺织产业链偏前端的纱线制造龙头企业，包括天虹纺织、华孚时尚、百隆东方等。中长期而言，鉴于当前棉价已处于历史高位、且储备棉投放开启，供不应求的短期压力或得到缓解，未来国内外棉花价格整体走势仍需关注国内外需求端恢复进度。

图 64：2015 年以来国内外棉花价格走势



注：统计时间截至 2021-10-20
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 65：2015 年以来郑棉和 ICE 棉花期货主力合约价格走势



注：统计时间截至 2021-10-20
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 17：USDA 全球棉花产销存预测（2021 年 10 月）

单位：万吨	地区	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22 (10月预测)
产量	中国	598.7	604.2	593.3	642.3	582.4
	中国以外	2100.2	1977.6	2049.9	1804.8	2036.4
	全球	2698.9	2581.8	2643.2	2447.1	2618.8
消费量	中国	892.7	860.0	718.5	870.9	870.9
	中国以外	1782.4	1762.7	1520.0	1734.0	1815.9
	全球	2675.1	2622.7	2238.5	2604.9	2686.8
进口量	中国	124.3	209.9	155.4	280.1	228.6
	中国以外	780.4	714.0	731.6	784.8	782.6
	全球	904.7	923.9	887.0	1064.9	1011.2
出口量	中国	—	—	—	—	—
	中国以外	907.7	904.7	897.8	1055.5	1010.8
	全球	907.7	904.7	897.8	1055.5	1010.8
期末库存	中国	827.2	776.6	803.4	854.7	793.7
	中国以外	939.4	967.4	1335.2	1133.2	1103.4
	全球	1766.6	1744.0	2138.6	1987.9	1897.1

资料来源：USDA，光大证券研究所整理

3.4、 纺服行业高股息类标的提供稳健回报

结合社零数据，当下整体消费需求表现较为疲软，未来服装、化妆品的表现仍需关注宏观经济与整体的消费环境。在此背景下，高股息率的股票具有一定防御属性、吸引力上升。我们梳理了申万和中信一级纺织服装行业的个股2018~2020年的年平均股息率，其中从高到底排名前五的个股分别为中国利郎、联发股份、都市丽人、汇洁股份、地素时尚，2018~2020年的年平均股息率均超过5%。

化妆品行业中壹网壹创股息率相对较高，2018~2020年的年平均股息率为1.25%。医美行业中上游四环医药、下游苏宁环球股息率较高，2018~2020年的年平均股息率各为4.02%、3.82%。

表18：纺织服装行业2018~2020年的年平均股息率排名前20的个股

公司代码	上市公司	所属行业	总市值（亿元人民币）	近三年平均股息率（%）	近三年平均股利支付率（%）	2020年净利率（%）	2020年ROE（%）
1234.HK	中国利郎	男装	45.47	11.18	76.30	20.72	15.35
002394.SZ	联发股份	棉纺	25.19	7.18	20.91	12.03	13.22
2298.HK	都市丽人	内衣	11.09	7.04	21.08	-3.75	-4.80
002763.SZ	汇洁股份	内衣	39.69	6.37	126.33	9.80	10.98
603587.SH	地素时尚	女装	96.29	6.33	63.23	24.56	18.67
600177.SH	雅戈尔	男装	299.03	6.19	35.10	62.80	25.68
002327.SZ	富安娜	家纺	68.68	6.04	79.85	17.97	14.46
603839.SH	安正时尚	女装	31.37	5.95	55.35	6.67	7.12
603001.SH	奥康国际	鞋帽	31.72	5.48	544.88	0.92	0.76
0551.HK	裕元集团	鞋类制造	218.36	5.26	58.61	-0.85	-2.27
3306.HK	江南布衣	服装制造	61.22	4.76	70.86	11.17	23.94
2232.HK	晶苑国际	女装	64.01	4.73	35.54	5.41	9.60
002563.SZ	森马服饰	休闲服装	203.40	4.64	72.16	5.22	6.93
601566.SH	九牧王	男装	92.23	4.47	95.74	13.29	8.72
002003.SZ	伟星股份	辅料	67.73	4.39	88.28	15.83	16.05
600398.SH	海澜之家	男装	300.64	4.39	50.23	9.56	13.07
600527.SH	江南高纤	涤纶	39.48	4.39	138.00	20.33	9.65
600987.SH	航民股份	印染	57.61	4.38	32.41	12.87	12.03
002293.SZ	罗莱生活	家纺	99.10	4.17	71.99	12.08	13.94
603365.SH	水星家纺	家纺	41.33	4.09	50.81	9.05	11.83

注：股价时间为2021-10-21，港币汇率采用10月21日1HKD=0.8219RMB计算

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表19：化妆品和医美行业2018~2020年的年平均股息率分别排名前5的个股

公司代码	上市公司	所属行业	总市值（亿元人民币）	近三年平均股息率（%）	近三年平均股利支付率（%）	2020年净利率（%）	2020年ROE（%）
化妆品							
300792.SZ	壹网壹创	代运营	147.88	1.25	27.63	26.60	22.22
300132.SZ	青松股份	制造商	58.53	1.22	14.64	12.13	14.96
603983.SH	丸美股份	美妆	140.60	1.06	29.32	26.56	16.45
603630.SH	拉芳家化	个护	47.08	1.00	49.28	11.47	6.59
605136.SH	丽人丽妆	代运营	98.78	0.73	19.57	7.34	17.31
医美							
0460.HK	四环医药	上游	132.06	4.02	17.53	20.54	5.04
000718.SZ	苏宁环球	下游	159.01	3.82	54.39	23.63	12.48
000963.SZ	华东医药	上游	589.16	0.83	17.65	8.64	20.94
002762.SZ	金发拉比	下游	41.49	0.74	77.70	10.35	3.29
002612.SZ	朗姿股份	下游	173.57	0.74	68.53	4.72	4.78

注1：股价时间为2021-10-21，港币汇率采用10月21日1HKD=0.8219RMB计算

注2：壹网壹创、丸美股份上市时间为2019年，股息率、股利支付率均为近两年的平均值；丽人丽妆上市时间为2020年，股息率、股利支付率为2020年数值

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4、投资建议

4.1、 纺织服装板块

下游品牌服饰行业2021年迎来业绩修复，但低基数效应已经逐步消除。细分子行业来看，运动服饰子行业景气度高，并将受益国家政策支持 and 国潮崛起的消费趋势进一步延续，虽然新疆棉事件带来的冲击逐步减弱，但国产品牌的消费偏好预计将从短刺激变为常态化。长期来看，以国产运动鞋服龙头品牌为代表，国内服装品牌正锐意进取、着眼长期，持续提升产品力、品牌力，提高经营效率。上游纺织制造方面，行业接单好转、景气度修复，短期海外产能受疫情干扰，在生产端存在一定的不确定性，但我们认为龙头企业将在疫情下把握机遇、逆势提升市场份额。另外，短期棉价冲高，部分棉纺织产业上的标的如纱线龙头将受益。

结合三季度零售表现来看，消费仍较疲软，短期 21 年四季度和 22 年一季度为服装传统销售旺季，若冷冬天气形成将对冬装销售带来提振。10 月以来越南解封，对上游龙头海外产能的悲观预期或见底。结合当前估值水平，我们基本维持前期观点，推荐：1) 订单景气度向好、受海外疫情影响冲击预计逐步消化、长期正在逆势积极提升市场份额的纺织制造龙头**申洲国际**、**华利集团**；2) 品牌服饰中高景气运动赛道的相关品牌标的，包括大众定位、积极实施品牌升级的本土龙头公司**安踏体育**、**李宁**，以及定位高端运动时尚的代表**比音勒芬**等；3) 低估值细分服装品类龙头**太平鸟**、**罗莱生活**、**波司登**；4) 另外建议关注低估值高股息率类型标的，包括**地素时尚**、**海澜之家**、**富安娜**等。

4.2、 化妆品与医美板块

展望明年，化妆品行业持续景气，彩妆、皮肤学级化妆品、微生态护肤等细分子行业存在本土品牌突围机会。同时国货品牌正强化产品力、快速把握国内消费者需求。短期行业处于销售淡季，需关注四季度传统旺季和电商大促的表现。

我们继续看好国内化妆品公司以提高自身产品力为核心、挖掘国内消费者的细分化需求，从而实现对已占优势的国外品牌的突围。21 年化妆品行业监管亦有趋严现象，利好研发为本的合规企业。短期来看，淡季中行业零售 9 月继续走弱，催化较缺乏。从基本面角度、结合估值水平，我们继续推荐积极提升产品力、运营能力强、多品牌战略布局清晰的**珀莱雅**，业绩高增长、产品力突出且壁垒明显、细分敏感肌护肤赛道龙头地位稳固的敏感肌护肤龙头**贝泰妮**，立足玻尿酸原料龙头制造商、战略性积极拓展玻尿酸相关应用领域、功能性护肤品业务正在高速增长中的**华熙生物**，敏感肌护肤新秀、积极推进主品牌佰草集复兴、和多品牌发力、积极改革提效中的**上海家化**。

医美行业景气度高、且市场潜力大，仍处发展早期，随着行业监管趋严，医美朝阳行业正在走上规范化之路，长期有利于医美消费回归理性、行业健康发展，利好正规产品/机构的持续发展和份额提升。同时，医美上游各公司正积极丰富产品管线、提升竞争力。我们继续推荐上游产品力强、正规性好、积极布局新兴产品领域分享行业成长红利的**爱美客**、**华熙生物**等。

5、重点推荐公司

5.1、纺织服装行业

5.1.1、申洲国际 (2313.HK)

公司为全球最大的纵向一体化针织服装制造商之一，系国际一流服装品牌耐克、阿迪达斯、优衣库、PUMA的核心供应商。2021年上半年公司实现营业收入113.69亿元人民币、同比增11.1%；归母净利润22.26亿元、同比减少11.4%。

从收入结构来看，2021年上半年收入中运动类继续占主导、收入占71%，收入同比增长7.4%，主要为欧美需求上升；休闲类、内衣类、其他针织品收入分别占19.4%、6.9%、2.7%，收入分别同比+15%、+25.6%、+72.4%。公司前四大品牌客户耐克、阿迪达斯、优衣库、PUMA2021年上半年收入合计占比83.8%（同比提升0.2PCT），对四大品牌客户收入分别同比+12%、-10%、+21.8%、+39.4%。

2021年上半年公司海外产能受到国外疫情制约，柬埔寨工厂4~5月出现停工约1个多月影响开工、目前影响已消化，越南工厂自7月开始受到当地疫情加重和政府实施隔离措施影响，每14天隔离措施预计减少公司面料和制衣年产能的各2%、1%，将影响三季度生产。招工方面，柬埔寨、越南产能上半年分别新增加员工约5000人、3000人；新建产能方面，目前柬埔寨金边新制衣工厂工程进度完成超过90%、在建的越南新成衣工厂目前已基本完成土建。

长期来看，公司作为针织服装制造商龙头，与头部品牌客户合作深入，2021年以来国内外服装消费需求复苏，结合其他纺织产业大国因疫情出现产能紧缺，公司接单仍较为充足，且公司技术研发积累深厚、持续推进提效，上半年公司人均效率提升约14%、国内产能产出提升超过30%，规模和效率双重提升、巩固龙头优势，产能全球化多元布局、并各自实现纵向一体化、抗风险能力强，期待公司继续提升份额。短期来看，公司越南工厂仍将受到当地疫情控制进度的制约，工厂复工存在不确定性。

考虑到公司客户和订单仍较优质，长期来看头部制造商地位稳固、且预计得到强化，21年6月末账上现金超过133亿、资金实力强，短期海外产能运转和扩张受国外疫情不确定性制约，我们维持公司21~23年EPS为3.51/4.37/5.04元，对应21年PE为40倍，维持“买入”评级。

风险提示：国外疫情影响超预期致公司生产开工受到不利影响，产能利用率和扩产不及预期；棉价或汇率大幅波动。

表20：申洲国际盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22665	23031	25353	29682	33628
营业收入增长率	8.2%	1.6%	10.1%	17.1%	13.3%
净利润（百万元）	5095	5107	5280	6567	7575
净利润增长率	12.2%	0.2%	3.4%	24.4%	15.3%
EPS（元）	3.39	3.40	3.51	4.37	5.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.4%	19.5%	18.5%	20.8%	22.8%
P/E	42	41	40	32	28
P/B	8.4	7.8	7.1	6.4	5.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21，港币汇率采用10月21日HKD=0.8219RMB计算

5.1.2、华利集团 (300979.SZ)

公司是全球领先的运动鞋专业制造商，主要为Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE等全球知名运动品牌提供开发设计与制造服务，主要产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等。

2021年上半年公司实现营业收入81.95亿元人民币、同比增长28.71%（扣除汇率影响），实现归母净利润12.91亿元，同比增长81.34%（扣除汇率影响）。

从收入结构来看，2021年上半年公司大客户Nike公司（包含Nike品牌、Converse品牌）、Deckers、VF、Puma、Under Armour占总收入比例合计为91.2%，合计收入同比增33%。新品牌方面，ON和Asics订单在21H1已经出货、New Balance已经下达订单。分品类来看，运动休闲鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他、户外靴鞋收入占比分别为81.4%、11.2%、7.4%，收入分别同比增15.45%、80.44%、-5.81%。

公司积累了多年运动鞋履开发设计及制造经验，形成了完整的运动鞋履制造产业链，在技术、成本、品质把控、快反能力、管理等方面具有较强的竞争优势，积累了多个长期、稳定的优质客户，订单量预计可保持稳健增长、并可维持稳定的盈利能力。2020年疫情背景下，公司虽然收入端有所下滑，但通过客户品牌和产品结构优化、内部管理提升提高毛利率、控制费用率，实现了净利润的同比增长。

公司2021年以来订单持续好转，收入端增长乐观，同时订单质量和经营效率提升，毛利率、净利率端均有同比上升；公司成品鞋制造工厂均位于境外、目前主要分布在越南北部和中部区域，公司将继续在越南、印尼、缅甸新建工厂，推进扩产。长期来看运动赛道景气度高，公司客户不断优化，且品牌对优质头部供应商更加重视和信赖，公司订单增长持续性较强。

短期方面，目前越南疫情对公司产能尚无直接影响，但需关注后续疫情防控进展、仍存在不确定性。但考虑到越南已于10月开始解封，当地疫情防控拐点有望出现、悲观预期预计见底。拉长时间来看，疫情波动有望加速制造业优胜劣汰、集中度提升，公司作为头部制造商将受益。我们维持公司21~23年EPS为2.31、2.83、3.43元，对应21年PE38倍，考虑到越南疫情至今对公司生产经营暂无影响、当地解封促公司悲观预期见底，上调至“买入”评级。

风险提示：国外疫情影响超预期同时影响公司需求和开工、人工成本上升、汇率大幅波动。

表21：华利集团盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,166	13,931	17,433	21,365	25,700
营业收入增长率	22.42%	-8.14%	25.13%	22.56%	20.29%
净利润（百万元）	1,821	1,879	2,691	3,299	4,007
净利润增长率	18.86%	3.16%	43.24%	22.61%	21.44%
EPS（元）	1.56	1.61	2.31	2.83	3.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	43.69%	32.72%	21.84%	24.50%	24.80%
P/E	56	54	38	31	25
P/B	21.9	15.9	8.3	7.5	6.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21

5.1.3、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，另外通过合营公司持有Amer sports公司、拥有始祖鸟、Salomon等品牌。2021年上半年公司实现营业收入228.12亿元人民币、同比增55.5%，较2019年上半年增54%，实现了相比疫情前的积极复苏。归母净利润方面，不包括合营公司AMER影响的归母净利润同比增76.1%，包括合营公司影响的归母净利润同比增131.6%。

2021年单三季度安踏主品牌零售流水端同比增长10~15%、较19年同期增10~20%中段增长；FILA品牌Q3同比增中个位数、较19年同期增长25~30%；其他品牌（迪桑特、可隆等）Q3同比增35~40%，较19年同期增长105~110%。

环比二季度来看（安踏品牌、FILA品牌、其他品牌单二季度零售流水分别同比增35~40%、30~35%、70~75%），三季度公司各品牌零售流水增速均有放缓，主要系：1）宏观经济走弱，多地雨水天气、疫情反复等影响，零售环境和服装消费需求均走势疲软，FILA品牌受此影响相对较大、增速现放缓、但较同类国际品牌而言仍相对较好，且三季度线上展现了20%以上的良好增速；2）新疆棉事件带来的情绪面刺激逐步减弱（主要影响主品牌）。

从品牌拆分来看，2021年上半年安踏主品牌、FILA、其他品牌收入较2020年同期增长56.1%、51.4%、90.1%，库销比和折扣已经恢复健康水平。另外，2020年上半年合营公司AMER的亏损影响在合并报表层面约7.2亿元人民币，2021年上半年亏损幅度同比减小（合并报表端亏损3.46亿元），下半年对公司总体业绩拖累逐步减轻。

2021年7月公司发布主品牌安踏的24个月“赢领计划”，聚焦“专业为本”、“品牌向上”两大策略，计划5年发展成为中国运动品牌领导者、同时实现规模领先和高质量增长；多品牌运营方面，FILA、迪桑特、可隆、始祖鸟等品牌顺利培育，展现集团多品牌孵化和运营能力，贡献多点增长动力。

展望四季度，三季度的水灾因素为一次性、下季度将消除，即将到来的销售旺季和双十一公司积极准备，安踏主品牌在三季度东京奥运会展开相应大型推广活动后、将继续加大奥运相关品牌投入，并推进DTC转型提高经营效率，全年继续维持20%以上的流水增长目标；FILA品牌继续追求高质量增长，一次性宏观/天气等因素消除后预期Q4销售将好于Q3、目标Q4流水双位数增长、全年增长20~25%。

我们继续看好公司作为国产多品牌体育用品龙头公司，多品牌持续发力，我们维持21~23年EPS为2.88/3.75/4.75元，对应21年PE37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者恢复不及预期；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22：安踏体育盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	33,928	35,512	47,690	59,031	72,040
营业收入增长率	40.8%	4.7%	34.3%	23.8%	22.0%
净利润（百万元）	5,344	5,162	7,779	10,144	12,831
净利润增长率	30.3%	-3.4%	50.7%	30.4%	26.5%
EPS（元）	1.98	1.91	2.88	3.75	4.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.6%	21.5%	27.4%	30.0%	32.6%
P/E	54	56	37	29	23
P/B	13.8	11.2	9.4	7.8	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21，港币汇率采用10月21日1HKD=0.8219RMB计算

5.1.4、李宁（2331.HK）

公司为国产运动鞋服龙头品牌，2021年上半年公司实现营业收入101.97亿元人民币、同比增长65%，归母净利润19.62亿元、同比增长187%超预期。

从收入结构来看，2021年上半年经销、直营店、电商各占45%、24.7%、29.1%，收入分别同比增47.7%、88.5%、77.8%，电商业务在疫情背景下高速增长、占比提升。

线下渠道分外延内生来看，门店总体净减少、收入增长主要来自于同店贡献。外延方面，2021年6月末总销售网点数为6745家、较2021年初减少2.7%；内生方面，2021Q2全渠道同店增长80~85%，其中直营店、经销、电商的同店增长分

别为90~95%、70~75%、85~90%，电商同店增长延续了一季度接近90%的较高水平。

2021年以来运动服饰需求强势复苏，是服装中景气最高的品类，国潮消费趋势、东京奥运会和北京冬奥会等事件催化促需求继续向好，但疫情反复和竞争加剧带来不确定性。李宁公司自身而言，秉持“单品牌、多品类、多渠道”战略，产品力、品牌力持续强化（巩固核心品类跑步、篮球等优势，深挖女子训练业务的潜力），持续推进成本、组织架构、商品经营、库存、店铺运营、全渠道多方面效率提升，包括精简产品、提高适销度、控制优化库存，优化店铺质量、加速渠道升级、推进大电商业务模式，优化供应链组织、精简供应商数量、推进弹性供应，明确童装业务“专业”定位等，从而实现收入持续增长、利润率和经营效率保持健康水平。

我们继续看好公司作为本土运动服饰代表品牌稳健前行，品牌力独树一帜、受益国潮趋势明显，维持21~23年EPS为1.45/1.74/2.12元，对应21年PE51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23：李宁盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13880	14457	21574	26249	31565
营业收入增长率	32.0%	4.2%	49.2%	21.7%	20.3%
净利润（百万元）	1499	1698	3628	4345	5290
净利润增长率	109.6%	13.3%	113.6%	19.8%	21.8%
EPS（元）	0.60	0.68	1.45	1.74	2.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.1%	25.9%	38.7%	35.9%	34.3%
P/E	123	109	51	42	35
P/B	25.8	21.2	15.8	12.1	9.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21，港币汇率采用1HKD=0.8219RMB计算

5.1.5、太平鸟（603877.SH）

公司聚焦时尚服饰行业，形成多品牌的时尚矩阵。各品牌面向不同年龄、风格、生活态度的细分客群，优势互补，满足当代年轻人多样化的时尚需求。2021年1~9月公司实现营业收入74.09亿元、同比增34.20%，归母净利润5.54亿元、同比增78.54%。收入、归母净利润较19年同期分别增长48.08%、167.87%。

分季度来看，公司2021Q1/Q2/Q3单季度营业收入分别同比+93.10%、+27.82%、+3.92%，较19Q1/Q2/Q3分别+60.93%、+60.48%、+27.14%，归母净利润分别同比翻22倍、+85.52%、-24.66%，较19Q1/Q2/Q3分别+134.82%、+357.73%、+90.91%。Q3收入增速放缓，主要为终端零售增速放缓，包括宏观经济和零售疲弱、多地雨水或偏热天气和疫情反复等多因素影响致服装当季消费需求不佳；归母净利润下滑、同比减少4508万元，主因为收入放缓影响利润，另外公司公益捐赠净增3097万元，以及25周年庆、品牌宣传、设计研发等费用增加所致。

收入按品牌拆分，2021年前三季度主要品牌PB女装、PB男装、乐町、MP童装、其他收入分别同比+42.90%、+35.78%、+19.21%、+49.51%、+34.81%，Q3各品牌收入增速均有放缓，分别同比+4.12%、+8.77%、-3.59%、+11.81%、-3.13%，主品牌PB男女装表现相对稳健、童装增速突出。

收入按线上线下拆分，2021年前三季度线上销售占总收入比例为29%、同比增27.53%；线下销售占总收入比例为71%、同比增42.27%。线下渠道中，直营店收入同比增39.94%（占总收入44%），加盟店收入同比增46.14%（占27%）。

线下收入按外延内生拆分，渠道数量方面，2021年9月末公司总门店数5078家、较年初净增加462家（新开927家、关闭465家）、外延净增加10.01%（较6月末的3.12%净开店速度明显提升）。其中直营店净增加99家至1653家（+6.37%，开248家、关149家），加盟店净增加363家至3425家（+11.85%，开679家、关316家）。

公司发布限制性股票激励计划草案，拟向包含5名高管在内的50名员工授予552.58万股、占总股本1.16%，授予价格为12.66元/股，解锁条件为21~23年公司每年收入或归母且扣除激励费用后的净利润增速不低于15%。本期激励计划绑定多名管理层和中层员工利益，有利于公司长期持续发展。

我们认为短期波动不改公司长期发展趋势，多品牌发展顺利、各存亮点。自20年疫情后、公司销售复苏领先行业，净利率持续提升、库存周转优化，另外三季度开店明显加快、店铺质量和数量先后提升为未来增长打下良好基础，同时四季度旺季即将到来、公司将加大布局力度。我们维持公司21~23年EPS为2.11/2.58/3.11元，对应21年PE18倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情或极端天气影响超预期、宏观经济增速放缓致终端销售疲软；TOC效果不及预期；控费不及预期；线上竞争加剧、流量成本提升致增长不及预期或者盈利能力受损。

表24：太平鸟盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,928	9,387	11,483	13,829	16,177
营业收入增长率	2.80%	18.41%	22.33%	20.43%	16.98%
净利润（百万元）	552	713	1,006	1,231	1,481
净利润增长率	-3.50%	29.24%	41.10%	22.44%	20.29%
EPS（元）	1.15	1.50	2.11	2.58	3.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.69%	18.29%	22.24%	23.45%	24.22%
P/E	33	25	18	15	12
P/B	5.2	4.7	4.0	3.5	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21

5.1.6、比音勒芬（002832.SZ）

公司坚持高端时尚运动服饰品牌定位，实施多品牌发展战略，目前旗下拥有比音勒芬和威尼斯狂欢节品牌。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。2021年上半年公司实现营业收入10.22亿元、同比增长33.31%，归母净利润2.45亿元、同比增长52.14%。

收入分渠道来看，2021年上半年电商、直营、加盟营收分别为5669万元、7.65亿元、2.00亿元，分别同比+41.06%、+39.94%、+11.35%，占总收入比例分别为5.55%、74.91%、19.54%，其中电商和直营渠道销售增速较高、加盟渠道相比于20年全年的-8.74%实现恢复。

线下门店方面，2021年6月末公司拥有1007家终端门店、较21年初增加2.9%；其中直营店500家（+2.9%）、加盟店507家（+2.8%）。

2021年上半年公司销售端在基数波动背景下保持了良好增长，结合各渠道毛利率均同比提升、费用端增长可控、存货管控效果凸显，公司运营持续健康向好。我们继续看好公司巩固细分赛道高端时尚运动服饰品类的龙头优势，乘奥运会等各大赛事和国潮之东风、强化产品力和品牌力，各渠道持续增长、经营质量稳中有升，我们维持21~23年EPS为1.11/1.42/1.72元，对应21年PE23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25：比音勒芬盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,826	1,938	2,405	3,027	3,613
营业收入增长率	23.70%	6.14%	24.13%	25.83%	19.37%
净利润（百万元）	407	479	609	781	944
净利润增长率	39.13%	17.90%	27.13%	28.16%	20.83%
EPS（元）	0.74	0.87	1.11	1.42	1.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.77%	20.49%	19.19%	20.79%	21.25%
P/E	34	29	23	18	15
P/B	4.0	5.7	4.4	3.7	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21

5.1.7、罗莱生活（002293.SZ）

公司聚焦以床上用品为主的家纺业务，集研发、设计、生产、销售于一体，覆盖高端市场（廊湾、莱克星顿、内野）、中高端市场（罗莱、罗莱儿童）和大众消费市场（乐蜗LOVO、恐龙）的多品牌产品。2021年上半年公司实现营业收入25.26亿元、同比增长32.54%、较19年同期增长15.49%，归母净利润2.82亿元、同比增68.85%、较19年同期增36.19%。

收入分渠道来看，2021年上半年家纺主业、家具（美国LEXINGTON）收入分别占80.12%、19.88%，分别同比+29.37%、+47.06%。家纺主业中线上、直营店、加盟、其他渠道收入占总收入各为27.17%、6.76%、33.90%、12.30%，收入分别同比+21.81%、+27.99%、+30.76%、+46.00%，各渠道均现复苏。

门店方面，2021年6月末公司门店合计2274家，较年初净增38家、净增1.70%；其中直营、加盟门店各为250家、2024家，较年初分别-2.72%、+2.27%；内生店效增长方面，开业超过12个月的直营门店销售收入同比增长47.10%。

公司在2021年8月发布限制性股票激励计划草案、覆盖151人规模较大（含高管4人），解锁条件为以2020年为基数，21/22/23年收入或净利润增速不低于10%/21%/33%。公司各渠道顺利复苏、增长良性，下半年开店速度将加快，家纺龙头持续提升品牌力、积极扩张有望促份额提升。我们维持21~23年EPS为0.87/1.00/1.18元，21年PE14倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费疲软；电商增速放缓；线下拓展不及预期；控费不当；汇率波动影响LEXINGTON业绩。

表26：罗莱生活盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,860	4,911	5,718	6,546	7,409
营业收入增长率	0.98%	1.04%	16.45%	14.47%	13.19%
净利润（百万元）	546	585	722	830	973
净利润增长率	2.16%	7.13%	23.34%	15.02%	17.31%
EPS（元）	0.66	0.71	0.87	1.00	1.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.31%	13.64%	15.99%	16.80%	17.85%
P/E	18	17	14	12	10
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21

5.1.8、富安娜（002327.SZ）

公司主要从事床上用品及家居生活类产品的研发、设计、生产及销售，旗下拥有原创自有品牌“富安娜”（时尚经典系列）、“VERSAI维莎”（艺术轻奢系列）、“馨而乐”（年轻温馨系列）、“酷智奇”（儿童系列）四种品牌。2021年上

半年公司实现收入13.08亿元、同比增18.91%，归母净利润2.10亿元、同比增25.37%。

收入分渠道来看，2021年上半年电商、直营、加盟分别实现收入5.61亿元、3.32亿元、2.94亿元，占总收入的比重分别为42.88%、25.37%、22.51%，收入分别同比增23.00%、11.86%、15.91%。另外公司其他业务（包括团购和家居）占比约为9.24%，上半年收入同比增37.34%。

其中，电商渠道上半年增速较快，主要由于公司强化直播团队，开展与头部达人合作，强化短视频运营团队，加大年轻化产品结构占比，提升供应链快反能力，床垫品类持续较快增长，精细化品类及用户运营。电商渠道中，天猫、京东、唯品会收入占比分别为32%、35%、16%。

门店方面，2021年6月末公司门店合计1533家，较年初净增67家、净增4.57%；其中直营、加盟门店各为494家、1039家，较年初分别+13.04%、+0.97%。

2021年上半年公司毛利率为56.22%（同比+2.57PCT），其中分渠道来看，电商、直营、加盟毛利率分别为50.00%、66.55%、52.32%，分别同比+3.49PCT、+2.05PCT、+2.26PCT。

公司作为我国中高端家纺品牌，近年来毛利率持续提升，同时收入、净利润和净利润率也在稳健增长。公司以产品为王，注重产品设计创新，围绕着材料创新与设计创新两方面进行，主要包括功能型面料及填充材料的开发。2021年公司新产品系列包括新国绣系列、炫彩抗菌系列、怡养玻尿酸系列等。

在渠道端，公司在线下渠道注重积累会员资产，截至2021年上半年公司直营渠道会员共约100万，会员销售金额占直营收入的约65%、同比增长6%；在电商渠道上，2020年公司四次提升电商平台全系列产品价格带，优化产品结构、布局高端产品，使得毛利率、净利率提升明显。

从分业务收入预测来看，我们预计线上业务会延续增长势头，2021~2023年收入同比增速分别为24%、20%、18%，仍为各业务中增速最快者；公司在直营渠道以产品为王、围绕会员进行线下渠道发展，预计未来收入会保持双位数稳健增长；加盟业务在经历了2019年主动去库存、2020年新冠疫情后，预计2021年迎来补库存、增速有望提升，我们预计加盟业务收入的同比增速分别为16%、13%、12%。同时随着公司持续优化产品和渠道，预计毛利率端持续稳步上行；费用率端，预计销售和管理费用率总体稳定。总体来看，预计公司2021~2023年营业收入同比增速分别为17.30%、14.90%、13.73%，归母净利润同比增速分别为21.11%、16.03%、15.02%。

表 27：富安娜收入分业务预测

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
线上	收入 (百万元)	830.58	1007.59	1134.65	1406.96	1688.36	1992.26
	YOY%	—	21.31%	12.61%	24.00%	20.00%	18.00%
	毛利率%	41.37%	45.48%	49.12%	49.38%	49.64%	49.90%
直营	收入 (百万元)	784.30	749.35	695.13	778.55	864.19	950.61
	YOY%	—	-4.46%	-7.24%	12.00%	11.00%	10.00%
	毛利率%	63.64%	63.68%	66.41%	66.71%	67.06%	67.31%
加盟	收入 (百万元)	1026.36	751.38	775.21	899.24	1016.14	1138.08
	YOY%	—	-26.79%	3.17%	16.00%	13.00%	12.00%
	毛利率%	47.72%	50.25%	51.06%	51.30%	51.60%	51.78%
团购	收入 (百万元)	188.96	205.60	194.31	207.91	222.46	238.03
	YOY%	—	8.81%	-5.49%	7.00%	7.00%	7.00%
	毛利率%	39.23%	42.35%	45.85%	46.00%	46.00%	46.00%
其他	收入 (百万元)	88.30	74.92	74.76	78.50	82.42	86.54
	YOY%	—	-15.15%	-0.22%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率%	53.61%	66.85%	60.68%	63.00%	63.00%	63.00%
营业收入合计 (百万元)		2918.49	2788.84	2874.05	3371.15	3873.57	4405.52
YOY%		11.55%	-4.44%	3.06%	17.30%	14.90%	13.73%
毛利率%		49.82%	52.00%	53.91%	54.00%	54.12%	54.19%
归母净利润 (百万元)		543.37	506.87	516.46	625.47	725.71	834.71
YOY%		10.11%	-6.72%	1.89%	21.11%	16.03%	15.02%
EPS (元/股)		0.66	0.61	0.62	0.75	0.87	1.01

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

我们认为公司作为家纺龙头企业持续提升产品力、品牌力和渠道力，未来市场份额有望积极提升。我们预计公司 21~23 年 EPS 为 0.75/0.87/1.01 元，对应 21 年 PE11 倍，对标家纺公司罗莱生活、水星家纺、梦洁股份 2021 年 Wind 一致预期下 PE 分别为 14 倍、11 倍、61 倍，公司目前估值低于对标公司罗莱生活、梦洁股份，与水星家纺估值相当，2018~2020 年三年来公司平均股息率为 6.04%、高于对标公司且在纺织服装行业上市公司中也位居前列，具备一定的防御属性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情影响存不确定性；消费需求疲软；人工成本上涨、原材料价格波动风险；市场竞争加剧等。

表 28：富安娜可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS (RMB)				PE				3 年 CAGR	2018~2020 年的年平均股息率 (%)
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
002327.SZ	富安娜	68.68	8.28	0.62	0.75	0.87	1.01	13	11	9	8	17%	6.04%
002293.SZ	罗莱生活	99.10	11.98	0.71	0.85	0.99	1.14	17	14	12	10	15%	4.17%
603365.SH	水星家纺	41.33	15.50	1.04	1.35	1.57	1.79	15	11	10	9	16%	4.09%
002397.SZ	梦洁股份	29.88	3.95	0.06	0.06	0.09	0.12	67	61	43	34	33%	3.46%

注：富安娜2021~2023年EPS为光大预测，可比公司2021~2023年EPS为Wind一致预期，股价日期为2021年10月21日

资料来源：Wind，光大证券研究所

表29：富安娜盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,789	2,874	3,371	3,874	4,406
营业收入增长率	-4.44%	3.06%	17.30%	14.90%	13.73%
净利润（百万元）	507	516	625	726	835
净利润增长率	-6.72%	1.89%	21.11%	16.03%	15.02%
EPS（元）	0.61	0.62	0.75	0.87	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.22%	14.43%	16.69%	18.26%	19.74%
P/E	14	13	11	9	8
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21

5.2、化妆品&医美行业

5.2.1、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。2021年上半年公司实现营业收入19.18亿元、同比增长38.53%，归母净利润2.26亿元、同比增长26.48%。

收入分渠道来看，2021年上半年公司线上、线下收入分别为15.45亿元、3.67亿元，线上占比为81%、较2020年的70%提升明显，线上、线下收入分别同比+75.85%、-27.23%。

收入分品牌来看，自有品牌方面合计收入18.54亿元、同比增长46.24%，其中主品牌持续增长、小品牌高速增长中。细分来看，主品牌珀莱雅收入14.87亿元、占比78%左右，收入同比增31.44%；其他自有品牌收入合计3.67亿元、同比增长169.36%、占总收入比例为19%，其中彩妆品牌彩棠收入实现1.11亿元。另外，公司跨境代理品牌收入0.58亿元、同比-49.68%。

收入分品类来看，护肤增长稳健、彩妆增速较高。其中，护肤类（含洁肤）收入16.30亿元、仍占主导（收入占比85%），同比增长33.91%；彩妆类收入2.71亿元、同比增97.45%，增速较高、收入占比自2020年全年的12%提升至上半年的14%；其他类收入0.11亿元、同比-61.56%。

2021年公司在产品方面持续推进大单品战略，公司推出双抗精华、红宝石精华2.0版本提高单款销售深度，并推出了红宝石面霜、源力修护精华、红宝石眼霜等新护肤大单品，大单品销售占珀莱雅主品牌15%、有助于提升品牌力和客单价；渠道方面线上收入高增长，强化主要平台天猫的同时把握抖音、快手、京东等多品牌，未来增长空间可期，线下渠道调整优化；多品牌布局方面，小品牌彩棠、科瑞肤、洗发水OR品牌均有较大发展潜力，正在积极培育中。

上半年净利润增速低于收入主要为新品牌投放超预期以及跨境代理品牌业务影响，下半年公司将予以控制、促全年收入和利润均衡增长。我们维持公司21~23年EPS为2.93/3.68/4.57元，对应21年PE66倍，维持“买入”评级。

风险提示：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30：珀莱雅盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,124	3,752	4,667	5,824	7,206
营业收入增长率	32.28%	20.13%	24.37%	24.79%	23.73%
净利润（百万元）	393	476	589	739	919
净利润增长率	36.73%	21.22%	23.70%	25.54%	24.32%
EPS（元）	1.95	2.37	2.93	3.68	4.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.35%	19.90%	20.77%	21.82%	22.57%
P/E	99	81	66	52	42
P/B	19.1	16.2	13.6	11.4	9.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21

5.2.2、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，在产品销售渠道上与互联网深度融合的专业化妆品生产企业。2021年上半年公司实现营业收入14.12亿元、同比增长49.94%，归母净利润2.65亿元、同比增长65.28%。

收入分渠道来看，2021年上半年线上、线下收入分别为11.00亿元、3.02亿元，占总收入比例为78%、22%；线上、线下渠道收入分别同比+41.22%、+91.53%。线上渠道中，自营、经销+代销模式占总收入比例分别为55%、23%，收入分别同比+35.04%、+58.32%；线下渠道中，自营、经销+代销模式占总收入比例分别为0.01%、22%，分别同比-81.32%、+92.73%。

收入分品类来看，上半年化妆品、医疗器械、彩妆占总收入比例分别为89%、9%、2%，收入分别同比+49.66%、+56.91%、+20.63%；平均售价分别为50.36元（同比+14%）、111.93元（+14%）、48.77元（+23%）。各类产品均有提价，显示公司产品力正逐步提升。

消费者需求细分化趋势下、功效性护肤品风起，我们持续看好公司在敏感肌功效性护肤领域突出的产品力和品牌力，主品牌构成高增长基石、小品牌培育中待发力，期待四季度旺季销售表现，我们维持21~23年EPS为1.87/2.55/3.43元，对应21年PE125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；销售平台相对集中；获客成本快速提升；主品牌、产品系列相对集中；新品牌拓展不及预期。

表31：贝泰妮盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,944	2,636	3,834	5,261	7,074
营业收入增长率	56.69%	35.64%	45.42%	37.23%	34.45%
净利润（百万元）	412	544	791	1,081	1,454
净利润增长率	58.12%	31.94%	45.52%	36.62%	34.56%
EPS（元）	0.97	1.28	1.87	2.55	3.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	54.47%	45.33%	16.79%	19.45%	21.75%
P/E	240	182	125	91	68
P/B	111.0	70.0	21.0	17.8	14.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21

5.2.3、爱美客（300896.SZ）

公司是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，公司目前的主要产品为III类医疗器械系列注射用透明质酸钠产品、面部埋植线产品、衍生的品牌矩阵“伴侣型”化妆品。2021年前三季度公司实现营业收入10.23亿元、同比增长120.29%，归母净利润7.09亿元、同比增144.09%。

21Q1/Q2/Q3单季度营业收入分别同比增227.52%、129.92%、75.09%，归母净利润分别增296.50%、144.38%、98.01%。各季度利润增速均超过收入增速，净利率持续同比提升，2021年前三季度归母净利率达到69.29%，同比提升6.76PCT，同时较Q1/H1的65.84%/67.17%环比继续提升。

收入分产品来看，2021H1主要产品溶液类、凝胶类注射产品占总收入比例分别为75%、23%，收入分别同比增长230.38%、57.39%，其中溶液类大幅增长主要为嗨体放量贡献，在总收入中占比自2020年全年的63%提升了12PCT。

2021年6月28日公司童颜针新品获得三类医疗器械认证，成为继圣博玛童颜针之后我国第二个获批的童颜针产品，2021Q3已开始产生收入。爱美客童颜针产品在资质上具有稀缺性，此次获批上市有利于丰富公司的产品管线，可满足客户对医美产品差异化、多样化的需求，为公司贡献销售增量，进一步拓展市场份额。

公司作为国产医美头部供应商、行业地位领先，嗨体等多款明星产品影响力强（新氧数据显示公司嗨体系列产品热度高于同业），新品布局潜力细分领域。另外肉毒素、慢性体重管理新品正在自主研发中，并拟投资韩国Huons公司获得其25.4%股权、丰富肉毒素产品布局、已于9月14日支付投资款8.56亿元，拟港股上市增强资金实力。医美行业高度景气、尚处于成长期、且行业仍待规范，监管趋严有利于作为头部、正规机构的公司份额提升。

我们继续看好医美行业高度景气同时行业规范度提升，公司作为正规、头部产品供应商，明星产品不断丰富，市场份额将实现提升。我们维持21~23年盈利预测，预计21~23年EPS为4.36/6.26/8.71元，21年PE145倍、22年PE101倍，业务增长向好、成长性强，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、新进入者增加致公司产品竞争力或盈利能力下降；新品研发、注册和上市进展低于预期；疫情影响超预期；股东减持。

表32：爱美客盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	557.72	709.29	1,422.20	2,111.59	2,979.08
营业收入增长率	73.74%	27.18%	100.51%	48.47%	41.08%
净利润（百万元）	305.52	439.75	943.46	1,354.17	1,884.70
净利润增长率	148.68%	43.93%	114.54%	43.53%	39.18%
EPS（元）	1.41	2.03	4.36	6.26	8.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	46.37%	9.70%	19.99%	25.01%	29.68%
P/E	447	311	145	101	72
P/B	207.3	30.1	28.9	25.2	21.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，按最新股本计算，股价时间为2021-10-21

5.2.4、华熙生物（688363.SH）

公司是目前世界最大的透明质酸原料供应商，是集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台公司，旗下拥有原料、医疗终端、功能性护肤品三块业务。2021年上半年实现营业收入19.37亿元、同比增长104.44%，归母净利润3.61亿元、同比增长35.01%。

收入分业务来看，2021年上半年公司功能性护肤品、原料、医疗终端业务分别实现收入12亿元、4.15亿元、3.14亿元，占总收入比例分别为62%、21%、16%，收入分别同比增加197.55%、25.18%、51.43%。

功能性护肤品依托电商业务快速发展，稳固拓展天猫、有赞、京东等传统电商平台同时积极拥抱抖音、快手、小红书等新兴平台。分品牌来看，润百颜、夸迪、米蓓尔、BM肌活分别实现营业收入4.91亿元（同比增长199.91%）、3.65亿元（+249.63%）、1.56亿元（+149.03%）、0.89亿元（+86.12%）。

医疗终端业务中，皮肤类、骨科注射液产品、其他分别实现营业收入2.20亿元（同比+58.13%）、0.57亿元（+50.60%）、0.37亿元（+21.99%）。

另外，21年上半年公司新增功能性食品品类，3月推出透明质酸饮用水品牌“水肌泉”、6月推出国内首个透明质酸食品品牌“黑零”。

展望未来，期待公司功能性护肤品业务在契合消费趋势的背景下继续高增、多个品牌逐步形成规模、明确主打定位和提升品牌力，原料业务继续巩固龙头规模优势、拓展应用领域，医疗终端业务中的医美业务着力打造战略爆品体系和医美共生联盟、快速提升产品品牌声量和市占率，新增功能性食品业务，总体战略由“三驾马车”转为“四轮驱动”，多点开花、增长动力充足。我们维持公司21~23年EPS为1.77/2.30/2.96元，对应21年PE96倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情影响超预期致终端消费疲软；护肤品营销投入效果不及预期、或者流量成本上升，影响公司盈利能力；医美行业竞争加剧，或者监管趋严，下游机构客流减少或者经营压力加大、从而间接影响公司出货；食品等新品类拓展不及预期。

表33：华熙生物盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,886	2,633	4,613	5,956	7,570
营业收入增长率	49.28%	39.63%	75.24%	29.10%	27.09%
净利润（百万元）	586	646	850	1,102	1,422
净利润增长率	38.16%	10.29%	31.58%	29.73%	28.96%
EPS（元）	1.22	1.35	1.77	2.30	2.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.87%	12.87%	14.98%	16.92%	18.70%
P/E	139	126	96	74	57
P/B	17.9	16.3	14.4	12.5	10.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21

6、风险分析

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、医美等产品的消费需求；

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；

医美行业作为兼具医疗属性的消费行业，可能面临行业监管趋严、医疗事故、打击非法医美产品或机构、舆论宣传收紧导致短期增长受限或者总体需求被压制的风险。

表34：纺织服装&化妆品&医美行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

公司名称	证券代码	EPS (RMB)				PE				3 年	PEG	市值	投资评级	
		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	CAGR		(亿元)	本次	变动
申洲国际	2313.HK	3.40	3.51	4.37	5.04	41	40	32	28	14%	2.57	1908.51	买入	维持
华利集团	300979.SZ	1.61	2.31	2.83	3.43	54	38	31	25	29%	1.38	1079.24	买入	上调
安踏体育	2020.HK	1.91	2.88	3.75	4.75	56	37	29	23	36%	1.06	2947.63	买入	维持
李宁	2331.HK	0.68	1.45	1.74	2.12	109	51	42	35	46%	1.00	1676.57	买入	维持
太平鸟	603877.SH	1.50	2.11	2.58	3.11	25	18	15	12	28%	0.89	188.12	买入	维持
比音勒芬	002832.SZ	0.87	1.11	1.42	1.72	29	23	18	15	25%	0.92	142.24	买入	维持
罗莱生活	002293.SZ	0.71	0.87	1.00	1.18	17	14	12	10	19%	0.68	98.94	买入	维持
富安娜	002327.SZ	0.62	0.75	0.87	1.01	13	11	9	8	17%	0.65	70.59	买入	首次
珀莱雅	603605.SH	2.37	2.93	3.68	4.57	81	66	52	42	25%	2.32	359.30	买入	维持
贝泰妮	300957.SZ	1.28	1.87	2.55	3.43	182	125	91	68	39%	2.82	871.90	买入	维持
爱美客	300896.SZ	2.03	4.36	6.26	8.71	311	145	101	72	62%	2.20	1296.00	买入	维持
华熙生物	688363.SH	1.35	1.77	2.30	2.96	126	96	74	57	30%	3.67	937.68	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21；汇率按1HKD=0.8219RMB换算

表 35：纺织服装&化妆品&医美覆盖公司盈利预测、估值与评级

所属行业	公司名称	证券代码	EPS (RMB)				PE				3 年	PEG	市值	投资评级	
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	CAGR		(亿元)	本次	变动
纺织服装	申洲国际	2313.HK	3.40	3.51	4.37	5.04	41	40	32	28	14%	2.86	2117.57	买入	维持
	华利集团	300979.SZ	1.61	2.31	2.83	3.43	54	38	31	25	29%	1.31	1016.34	买入	上调
	安踏体育	2020.HK	1.91	2.88	3.75	4.75	56	37	29	23	36%	1.03	2897.21	买入	维持
	李宁	2331.HK	0.68	1.45	1.74	2.12	109	51	42	35	46%	1.11	1844.20	买入	维持
	特步国际	1368.HK	0.20	0.34	0.42	0.53	45	26	21	17	39%	0.67	232.91	买入	维持
	比音勒芬	002832.SZ	0.87	1.11	1.42	1.72	29	23	18	15	25%	0.92	140.26	买入	维持
	太平鸟	603877.SH	1.50	2.11	2.58	3.11	25	18	15	12	28%	0.64	181.25	买入	维持
	森马服饰	002563.SZ	0.30	0.60	0.69	0.81	25	13	11	9	39%	0.32	203.40	买入	维持
	海澜之家	600398.SH	0.41	0.71	0.82	0.92	17	10	8	8	30%	0.32	300.64	买入	维持
	歌力思	603808.SH	1.21	0.96	1.16	1.40	11	14	12	10	5%	2.84	51.16	买入	维持
	朗姿股份	002612.SZ	0.32	0.58	0.76	0.95	122	68	52	41	44%	1.55	173.57	增持	维持
	稳健医疗	300888.SZ	8.93	4.19	5.19	6.31	9	19	15	12	-11%	-1.69	332.07	增持	维持
	罗莱生活	002293.SZ	0.71	0.87	1.00	1.18	17	14	12	10	19%	0.74	99.10	买入	维持
	富安娜	002327.SZ	0.62	0.75	0.87	1.01	13	11	9	8	17%	0.65	68.68	买入	首次
	开润股份	300577.SZ	0.32	0.85	1.23	1.59	66	25	18	14	70%	0.36	51.63	买入	维持
	百隆东方	601339.SH	0.24	0.61	0.62	0.71	25	10	10	9	43%	0.23	90.30	买入	维持
	天虹纺织	2678.HK	0.56	2.26	1.95	2.11	18	4	5	5	55%	0.08	91.74	增持	维持
	华孚时尚	002042.SZ	-0.29	0.33	0.42	0.50	NA	14	11	9	-219%	-0.06	82.33	增持	维持
	鲁泰 A	000726.SZ	0.11	0.47	0.81	1.00	54	13	8	6	108%	0.12	45.58	增持	维持
	波司登	3998.HK	0.11	0.16	0.19	0.24	46	33	27	22	28%	1.15	560.46	买入	维持
	滔搏	6110.HK	0.37	0.45	0.52	0.60	20	17	14	13	17%	0.98	466.34	买入	维持
化妆品	珀莱雅	603605.SH	2.37	2.93	3.68	4.57	81	66	52	42	25%	2.64	386.81	买入	维持
	贝泰妮	300957.SZ	1.28	1.87	2.55	3.43	182	125	91	68	39%	3.21	988.13	买入	维持
	上海家化	600315.SH	0.63	0.79	1.18	1.57	69	55	37	28	35%	1.57	296.39	买入	维持
	水羊股份	300740.SZ	0.34	0.61	0.88	1.44	55	31	21	13	62%	0.50	77.16	买入	维持
	壹网壹创	300792.SZ	1.30	1.74	2.17	2.74	48	36	29	23	28%	1.26	147.88	买入	维持
	丸美股份	603983.SH	1.16	1.17	1.44	1.73	30	30	24	20	14%	2.09	140.60	增持	维持
	青松股份	300132.SZ	0.89	0.96	1.21	1.45	13	12	9	8	18%	0.68	58.53	买入	维持
医美	爱美客	300896.SZ	2.03	4.36	6.26	8.71	311	145	101	72	62%	2.39	1296.00	买入	维持
	华熙生物	688363.SH	1.35	1.77	2.30	2.96	126	96	74	57	30%	3.20	816.34	买入	维持

注：由于波司登、滔搏已发布2021财年年报，上表中波司登、滔搏2021年EPS数据表示FY2021A，PE亦同
 资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-21；汇率按1HKD=0.8219RMB换算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE