

纺织服装 2018 年投资策略

品牌变革，制造崛起，新制造+新零售引领产业方向

增持(维持)

投资要点

- **行业 2017 行情回顾：**回调明显，4 季度产业资本增持频繁，龙头个股现配置时机。17Q1-Q3 行业基本面延续稳定增长，行业股价调整幅度较大主要与高估值个股市值及利润占比较高有关（行业整体 PE 为 35 倍，其中 PE 为负或大于 25 倍的企业占全行业市值/利润规模 56%/23%），龙头估值具备吸引力，三季报回调后 Q4 出现产业资本频频增持，龙头个股配置时机已现。
- **流量向新渠道集中：新零售对接优质制造，消费品牌张力爆发。**新零售背景下流量向新渠道集中，为 2017 年的服装行业带来诸多新变化：一方面，以小米生态链、网易严选为代表的新兴渠道大放异彩，开润股份为代表的企业通过高效对接新零售渠道及优质供应链打造消费爆品。另一方面，传统品牌服装龙头线上线下融合成为未来吸引流量的关键。1) 凭借引流及供应链优势，包括森马服饰、太平鸟、海澜之家在内的多个龙头品牌 17 年线上销售继续爆发；2) 线下流量向购物中心聚集，太平鸟、巴拉巴拉已站稳脚跟，森马、海澜、中国利郎等品牌亦将新开门店集中于购物中心渠道；3) 未来全渠道的打通将成为品牌提效关键，太平鸟、森马服饰、海澜之家已具有先发优势。
- **品牌服饰投资逻辑：**零售向好背景下龙头主品牌渠道调整到位，2018 进入新增长区间，在此背景下：1) 大众品类方面注重全产业链效率比拼，优选产品开发、零售管理、供应链提效全面进行中的行业龙头森马服饰、太平鸟、海澜之家、富安娜等 2) 小众品类方面集中关注成功突破单品牌规模天花板、拥有优秀投资眼光及投后整合能力的龙头歌力思。
- **优质供应链：护城河深化、强者恒强。**流量需要通过好产品去吸引和留存，其中离不开优质供应链对品牌企业的支持。各制造子行业龙头优质的客户结构、高且稳定的收入利润增长及 ROE 体现出其护城河不断深化，推荐子行业龙头华孚时尚、鲁泰 A、申洲国际、江苏国泰、航民股份等。另判断 2018 年棉价总体平稳、利好上游包括华孚、百隆、鲁泰、联发在内的棉纺企业，及考虑 2018 年人民币贬值压力仍在，对海外收入占比较高的维珍妮、互太纺织、健盛集团等或有利好。
- **基于以上观点，2018 年我们建议关注以下主线：**1) **在品牌服饰企业方面：**大众品逻辑上，推荐产业链全面提效的品牌龙头森马服饰、太平鸟、海澜之家、中国利郎、富安娜；小众品类，推荐多品牌梯队构建顺利、不断构建新增长极的中高端品牌龙头歌力思。2) **推荐高效连接新零售渠道及优质供应链的高成长龙头：**开润股份、南极电商、跨境通。3) **供应链细分领域龙头：**华孚时尚、航民股份、申洲国际、江苏国泰。
- **风险提示：**全球经济波动带来出口需求下滑、国内宏观经济波动导致内需下滑、大宗商品价格波动带来的原材料成本波动、汇率意外波动。

2017 年 12 月 12 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

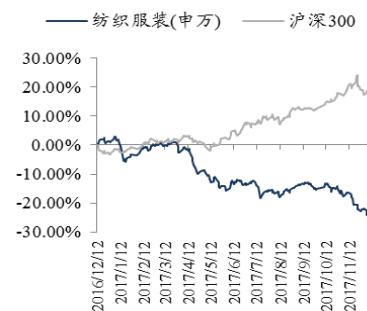
证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

1. 纺织服装周观点：11 月出口数据表现优秀，继续提示板块龙头投资机会-20171210
2. 纺织服装周观点：产业资本增持连连，再度强调板块配置价值！-20171203
3. 纺织服装周观点：进口关税下调有多大影响？让我们来看看中国纺织服装产业发展现状 -20171126
4. 纺织服装周观点：10 月零售数据公布，双节叠加下复苏明显 -20171119
5. 纺织服装周观点：双十一近在眼前，谈谈电商成长新逻辑 -20171023

目录

1. 行业 2017 行情回顾：行业回调明显，4 季度产业资本增持频繁，龙头个股现配置时机	4
2. 流量向新渠道集中：新零售对接优质供应链，消费品牌张力爆发	7
2.1. 新模式企业：高效对接新零售渠道流量+优质供应链，打造高成长龙头	7
2.2. 品牌服装企业：线上+购物中心发展成为亮点，未来课题在于全渠道融合	10
3. 品牌服饰投资逻辑：大众品类比拼产业效率，小众品类考验投资眼光 ...	13
3.1. 当前品牌服装面临的行业背景：零售向好背景下龙头主品牌渠道调整到位，进入新增长区间	13
3.2. 大众品类投资主线：全产业链效率比拼，优选产品开发、零售管理、供应链提效全面进行中的行业龙头	15
3.3. 小众品类投资主线：产业资本主导，考验投资眼光及整合能力	16
4. 合适的内容匹配流量——优质供应链成为关键，强者恒强	17
4.1. 纺织制造龙头优势持续巩固，子领域龙头成为投资首选	17
4.2. 2018 年棉价预判：国储棉库存接近均衡值而供需缺口仍在，预计棉价总体平稳，利好上游纺企	20
4.3. 汇率：2018 年人民币贬值压力仍在，利好海外收入占比较高的制造龙头	23
5. 主要推荐主线及标的	24
6. 风险提示	28

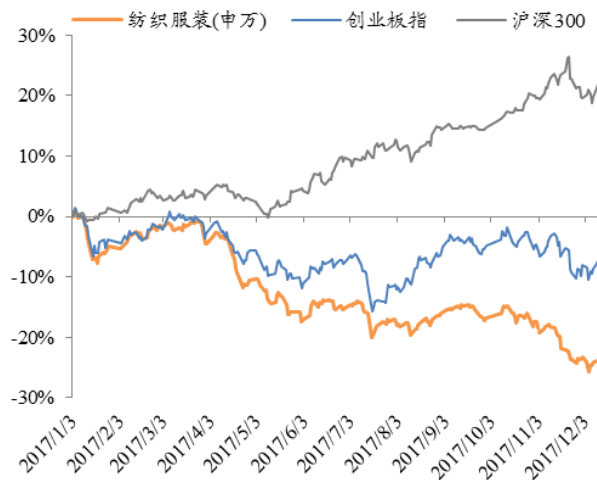
图表目录

图表 1: 纺服行业年初至今跌幅超 20%	4
图表 2: 涨幅为正个股（除次新股）及跌幅前十个股（%）	4
图表 3: 纺织服装行业 PE 相对全部 A 股较高（%）	4
图表 4: 龙头估值仍具有吸引力	5
图表 5: 17Q4 产业资本增持情况	6
图表 6: 小米流量运营及供应链组织	7
图表 7: 南极电商流量运营及供应链组织	8
图表 8: 南极电商总体 GMV 跨品类、跨品牌增长	8
图表 9: 南极人品牌 GMV 分平台增长	9
图表 10: 跨境电商交易占比逐步提升	9
图表 11: 跨境 B2C 出口 CAGR 在 34%	9
图表 12: 跨境通收入逐季增长	9
图表 13: 线上渠道在服装销售中重要性与日俱增	10
图表 14: 各上市公司线上、线下收入、占比及增长速度（单位：亿元） ..	11
图表 15: 我国购物中心迅速增长	11
图表 16: 限上服装类零售额当月及累计同比	13
图表 17: 百家大型零售额服装类当月同比（%）	13
图表 18: 运动品牌渠道调整 11 年启动、14 年收效	14
图表 19: 运动服饰企业周转自 14 年以来改善	14
图表 20: 中高端女装龙头主品牌渠道收缩基本停止	14
图表 21: 中高端女装库存周转 17 年改善	14
图表 22: 男装龙头主品牌渠道收缩基本停止	15
图表 23: 男装企业库存周转 17 年改善	15
图表 24: 家纺龙头品牌渠道收缩基本结束	15
图表 25: 家纺企业周转效率 17 年改善	15
图表 26: 各环节代表性供应链及其代表性下游客户	17
图表 27: 制造业龙头企业近三年收入利润复合增速及平均 ROE 水平	18
图表 28: 内棉及关税配额棉价格及价差	20
图表 29: 近年我国棉花消费稳中有升	20
图表 30: 2012 年以来粘短产能扩张受环保限制	20
图表 31: 近年我国棉花消费稳中有升	20
图表 32: 全球棉花产销基本持平（单位：万吨）	21
图表 33: 15 年以来受配额限制棉花进口有限	21
图表 34: 11-15 年棉花产量持续下降	21
图表 35: 国内棉花种植面积持续下降	21
图表 36: 近三年我国棉花存在 200 万吨供需缺口（单位：万吨）	22
图表 37: 预计 17/18 年末国储棉库存接近均衡值	22
图表 38: 2015“8.11” 汇改以来人民币长期贬值	23
图表 39: 人民币较年初升值幅度一度达 7.10%	23
图表 40: 主要纺织服装出口当月同比数据	23
图表 41: 主要纺织服装出口累计同比数据	23
图表 42: 主要制造业上市公司海外收入占比	24

1. 行业 2017 行情回顾：行业回调明显，4 季度产业资本增持频繁，龙头个股现配置时机

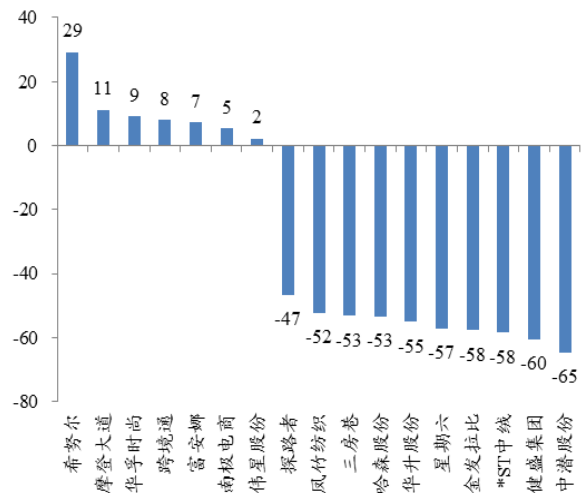
2017 年纺服行业股价行情：行业回调明显、创除次新股后年初至今 7 支个股股价上涨。回首 2017 年，纺织服装板块股价表现较为低迷，年初至今下跌 23.88%，跌幅为 28 个行业最高，其中纺织制造/服装家纺板块跌幅为 23.04%/24.20%。个股方面，年初至今仅有 18 支个股上涨，除去次新股后仅希努尔（+29%）、摩登大道（+11%）、华孚时尚（+9%）、跨境通（+8%）、富安娜（+7%）、南极电商（+5%）、伟星股份（+2%）上涨。

图表 1：纺服行业年初至今跌幅超 20%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

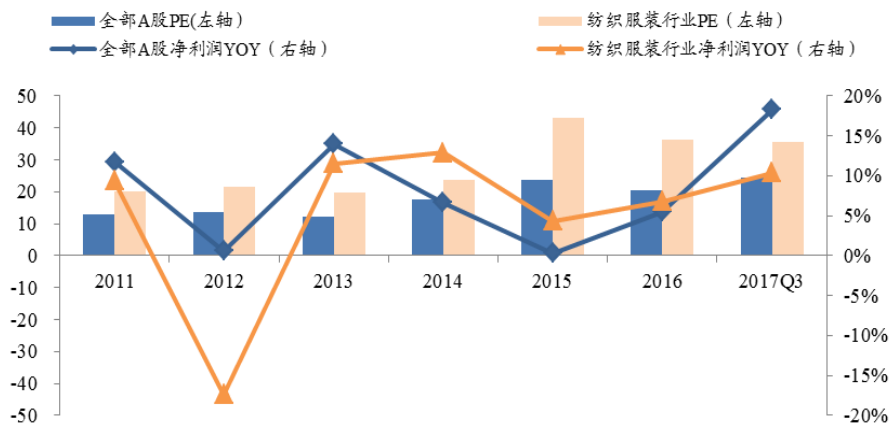
图表 2：涨幅为正个股(除次新股)及跌幅前十个股(%)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

行业市值下滑主要与部分个股估值偏高有关，龙头估值仍具吸引力：13-16 年纺织服装行业业绩增速及增速的稳定性高于 A 股平均，17Q1-Q3 板块收入/净利润增速 15.43%/10.19%，基本面表现仍然表现稳定，行业股价回调严重主要与高估值个股市值及利润占比较高有关（行业整体 PE 为 35 倍，其中 PE 为负或大于 25 倍的企业占全行业市值/17Q1-Q3 利润规模 56%/23%），若关注龙头，估值仍具备吸引力。

图表 3：纺织服装行业 PE 相对全部 A 股较高 (%)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4: 龙头估值仍具有吸引力

	目前市值 (亿元)	17 年预测 净利润 (亿元)	17 年 PE	17 年业绩 预计增速	18 年预测 净利润 (亿元)	18 年 PE	18 年业绩 预计增速
服装品牌龙头							
海澜之家	416	33.5	12.4	7.2%	37.2	11.2	11.1%
森马服饰	213	13.4	15.9	-6.4%	15.7	13.6	17.6%
太平鸟	134	4.7	28.8	9.0%	6.7	20.0	43.9%
安正时尚	66	2.8	23.9	17.2%	3.6	18.6	28.6%
九牧王	83	4.5	18.3	7.1%	5.3	15.5	17.4%
中国利郎	63	6.5	9.7	9.7%	7.3	8.6	12.2%
七匹狼	66	3.0	21.8	12.3%	3.4	19.6	11.3%
歌力思	72	2.9	24.9	46.5%	3.7	19.4	28.5%
富安娜	82	4.8	17.1	9.6%	5.2	15.8	8.2%
罗莱生活	89	3.6	24.8	14.4%	4.3	20.6	20.3%
新模式公司							
南极电商	205	5.1	40.2	69.4%	9.2	22.3	79.8%
跨境通	294	7.5	39.2	90.5%	11.8	24.9	57.4%
开润股份	73	1.4	50.7	71.7%	2.2	33.7	50.3%
棉纺龙头							
华孚色纺	126	7.0	18.0	48.0%	8.9	14.1	27.4%
百隆东方	79	6.2	12.6	3.2%	6.9	11.5	10.2%
鲁泰 A	99	8.4	11.9	3.7%	9.3	10.7	11.0%
孚日股份	61	4.6	13.2	11.0%	5.3	11.4	15.3%
其他生产型企业							
江苏国泰	140	8.7	16.0	60.0%	10.2	13.6	17.5%
申洲国际	938	35.3	26.6	19.7%	40.6	23.1	15.0%
航民股份	72	5.7	12.7	4.3%	6.3	11.5	10.5%
伟星股份	64	3.5	18.5	17.1%	3.9	16.2	13.9%
新澳股份	58	1.9	30.5	16.9%	2.4	23.9	27.6%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测 (其中孚日股份、新澳股份、罗莱生活、安正时尚来自 Wind 一致预期, 南极电商 2018 年净利润已考虑并表)

产业资本增持连连, 提示存在价值低估可能性, 建议加强对板块关注。3 季报后纺服公司股价整体表现不佳, 多家公司超跌, 估值进入历史低位, 在此背景下四季度多家上市公司控股股东及高管启动增持, 提示回调后部分个股估值已重现吸引力, 18 年策略重点在于甄别公司基本面变化、优选低估值龙头。

图表 5: 17Q4 产业资本增持情况

增持/增持计划公告日期	增持人	增持均价(元/股)	增持数量(万股)	增持比例	增持金额(万元)	说明
太平鸟						
2017/11/22	鹏源资产	24.34	41.07	0.09%	1000	公司 8/11 发布公告，实际控制人张江平、控股股东太平鸟集团及其全资子公司鹏源资产计划 6 个月内增持不低于 5000 万元
2017/11/28	张江平	25.77	38.80	0.08%	1000	
2017/11/30	张江平	26.81	32.64	0.07%	875	
2017/12/1	张江平	27.04	19.38	0.04%	524	
2017/12/5	鹏源资产	27.32	61.49	0.13%	1680	
2017/11/24	翁江宏	24.30	1.07	0.00%	26	与张江平为表兄弟关系，公司电商事业部总经理
南极电商						
2017/11/30	张玉祥	董事长张玉祥计划公告之日 6 个月起以自有资金增持不超过 1 亿元				
航民股份						
2017/11/6	航民集团	约为 11.53	402	0.63%	约为 4635	公司 11/7 公告控股股东航民集团计划 6 个月内增持不低于 500 万股，不高于 1000 万股
2017/11/23	航民集团	11.20	460.72	0.73%	5160	目前航民集团累计持股 34.26%
天创时尚						
2017/11/28	李林	10.86	40.03	0.10%	435	实际控制人，累计持股 18.77%，另计划 2018/11/27 前增持不超过总股本 2%（包括本次）
2017/11/28	倪兼明	10.66	20.20	0.05%	215	董事、总经理，累计持股 5.78%，另计划 2018/11/27 前增持不超过 45 万股（包括本次）
2017/11/28	王向阳	10.59	11.00	0.03%	116	董事、财务总监，累计持股 2.77%，另计划 2018/11/27 前增持不超过 20 万股（包括本次）
孚日股份						
2017/11/28	孚日控股	约为 6.40	202.63	0.22%	约为 1297	实际控制人孙日贵及其一致行动人孚日控股目前持有公司 33.15%股权，11/29 公告中孙日贵及孚日控股计划 12 个月内增持公司股份不超过 2%，并承诺期间不减持
跨境通						
2017/9/20	邓少炜	9/20 实际控制人樊梅花将持有的 7200 万股转让给邓少炜（前海帕拓逊实际控制人），由此邓少炜持有公司股份增加至 5.59%				
2017/11/13	股权激励	拟向环球易购及下属子公司核心骨干授予 1200 万股，行权价格 20.22 元/股，行权条件为 18/19/20 年环球易购利润达到 4.92/5.62/6.32 亿元				

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 未公布增持均价则以增持当日股票均价概算

2. 流量向新渠道集中：新零售对接优质供应链，消费品牌张力爆发

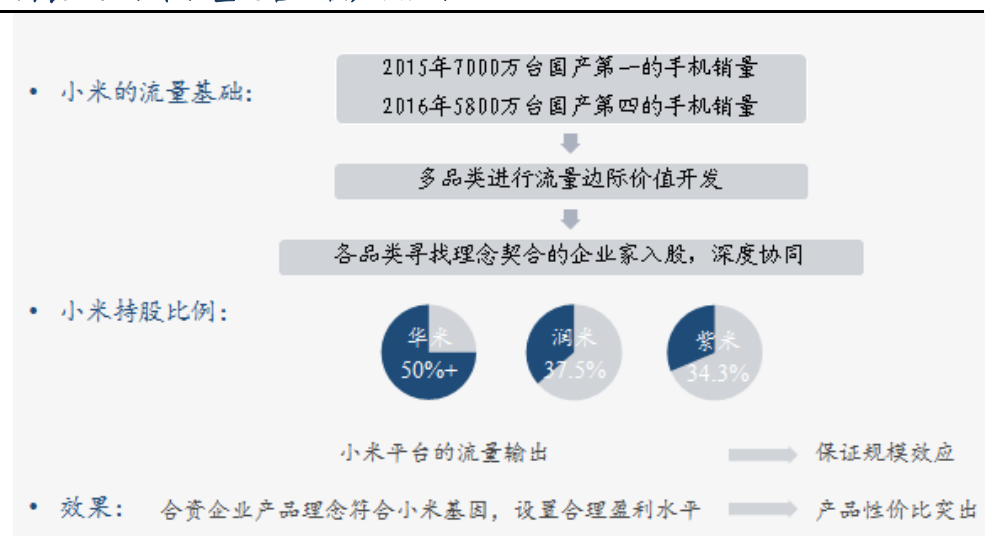
新零售背景下流量向新渠道集中，为 2017 年的服装行业带来诸多新变化：一方面，以小米生态链、网易严选为代表的新兴渠道焕发活力，多个新模式企业乘借东风，凭借高效率组织运营崛起。另一方面，传统品牌服装龙头也迎合消费者需求，致力发展线上及线下购物中心渠道，并在全渠道融合上作出努力。

2.1 新模式企业：高效对接新零售渠道流量+优质供应链，打造高成长龙头

2.1.1 开润股份：优质供应链对接小米生态链为代表的流量新贵，打造现象级消费品牌

2017 年，新零售与服装行业碰撞出诸多惊喜——伴随着小米生态链、网易严选等新零售业态的崛起，该等新渠道所汇集的流量迫切需要通过高性价比产品留存、转化，优质产品背后的制造工厂又往往缺乏与零售渠道直接对接的经验和能力，由此，能够高效对接新零售渠道及优质供应链的企业找寻到成长机会：

图表 6：小米流量运营及供应链组织



资料来源：IHS TECHNOLOGY，企业信用信息查询系统，天眼查，持股比例指最初入股时股权占比，东吴证券研究所整理

开润股份为其中典型：以 B2B 箱包代工业务起家的开润股份对供应链管理有深刻理解。2015 年其通过与小米合资设立上海润米进军旅行箱业务，其中，开润创立 90 分品牌、设计和开发符合小米用户要求和调性的产品并对接上游优质代工商，将 90 分旅行箱打造成小米生态链又一爆款，并将 90 分产品品类延伸至跑鞋、背包、皮肤衣等等出行品类，2C 业务收入 15/16/17E 达到 0.5/2.3/5 亿元。

在这样的成功经验下，2017 年的开润在 **2B 业务**上继迪卡侬之外开发了包括网易严选、名创优品、淘宝心选在内的优质零售客户，**2C 业务**更将扩展至小米（包括商城、海外、小店、有品）、京东旗舰店、天猫旗舰店、阿里零售通、京东新通路、腾讯智慧零售、亚马逊等一系列 11 个新零售渠道，并对品牌矩阵进行扩充（包括针对年轻人的泛时尚品牌悠启、儿童出行品牌稚行），我们认为其有望成为串联新制造与新零售、孵化世界级消费品品牌的公司。

2.1.2 南极电商：借助自有品牌知名度完成导流，超低加价倍率下体系内部高效运转

从**南极电商**来说，其依托于阿里平台上的大量流量，利用自身品牌知名度，通过对供应商在产品生产、供应链周边等服务支持以及对经销商在店铺运营平台导流上的支持，迅速建立起了连通供应商与经销商的**南极人**自身体系，整个体系利用**南极电商**本身对平台流量规则的熟悉以及有效的利益分配极致，以线上超低加价倍率（1.5-2.5 倍）高效运转，并依靠性价比实现了快速的扩张。

图表 7：南极电商流量运营及供应链组织



资料来源：东吴证券研究所整理

品类、品牌及平台扩张是南极人 GMV 持续增长的核心驱动力。分品牌看，公司在主品牌“南极人”外希望通过品牌的扩张以覆盖不同价格带上的细分市场；从品类上来说，在内衣产品已经达到较大体量之后，公司家纺、母婴、居家日用品等新品类也依靠着相似的方式快速扩张；平台上来看，公司阿里平台外京东、唯品会渠道拓展顺利，商业模式在平台间成功复制。

图表 8：南极电商总体 GMV 跨品类、跨品牌增长

分品牌（单位：百万元）	2014	2015	2016	2017Q1~Q3
南极电商总计	1988	3748	7170	6487
YOY		89%	91%	79%
南极人	1988	3748	6794	5703
YOY		89%	85%	69%
卡帝乐			379	672
主要品类（单位：百万元）	2014	2015	2016	2017Q1~Q3
内衣事业部		1731	2389	
YOY			38%	
家纺事业部		583	1161	
YOY			99%	
母婴事业部		179	341	
YOY			91%	
居家日用品事业部		44	273	
YOY			525%	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 9: 南极人品牌 GMV 分平台增长

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
南极人总 GMV	6.47	12.91	19.88	37.78	67.94	37.04
YOY		99.5%	54.0%	90.0%	85.1%	75.4%
阿里	6.11	12.25	17.62	31.36	52.00	26.80
占比	94.5%	94.9%	88.6%	83.0%	77.0%	72.4%
YOY		100.5%	43.8%	78.0%	66.0%	67.9%
京东	0.36	0.66	2.26	6.42	15.94	8.85
占比	5.5%	5.1%	11.4%	17.0%	23.0%	23.9%
YOY		83.3%	242.4%	184.1%	198.0%	78.3%
唯品会/拼多多等					0.15	1.32
占比					0.2%	3.6%
YOY						780.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1.3 跨境通: 跨境电商行业发展如火如荼, 龙头发力全面提效, 逐步建立规模、品牌优势

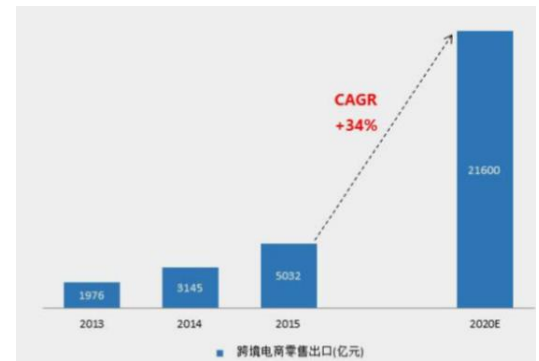
国内电商环境较国外更为成熟, 在供应链对接、管理运营、前端引流经验较国外电商玩家更为丰富, 因此我国的跨境电商、尤其 B2C 出口跨境电商近年发展迅猛 (2015-2020 年出口 B2C 行业 CAGR 在 34%), 其中, 跨境通等行业龙头将国内供应链海量高性价比电子及服装消费品对接至海外目标消费者, 作为头部玩家规模迅速扩大。

图表 10: 跨境电商交易占比逐步提升



资料来源: 阿里研究院, 东吴证券研究所

图表 11: 跨境 B2C 出口 CAGR 在 34%



资料来源: 阿里研究院, 东吴证券研究所

图表 12: 跨境通收入逐季增长

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
环球易购收入/亿元	14.76	13.01	15.4	22.6	19.3	21	23.2
YOY	156.7%	107.3%	67.8%	23.1%	30.8%	61.4%	50.6%
服装独立站收入/亿元	7.54	5.20	6.15	9.4	5.7	7.0	8.0
YOY	135.6%	57.5%	57.7%	2.2%	-24.0%	35.3%	30.1%
电子独立站收入/亿元	2.92	3.31	4.87	5.7	6.3	6.8	9.5

YOY	361.4%	275.0%	119.4%	85.8%	115.6%	105.5%	95.1%
第三方业务等/亿元	4.30	4.50	5.12	7.5	7.3	7.2	5.7
YOY	124.3%	115.2%	67.2%	23.1%	69.1%	59.3%	11.4%
前海帕拓逊/亿元	2.0	2.1	3.8	5.0	4.2	4.6	6.3
YOY					110.0%	119.0%	65.8%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

在规模做大的基础上，以**跨境通**为代表的跨境电商龙头公司不断专注业务提效，积累和巩固规模以及品牌优势：

- 1) 流量结构持续优化：**通过长时间独立站品牌口碑积累以及团队在搜索词优化等方面的持续努力、自然免费流量占比保持高位。
- 2) 物流仓储效率持续提升：**通过海外仓建设（在美、法、德、意、西皆设有海外仓）、空运（规模效应下单件平均运输成本仅为同业 80%-90%）与海运（主要用于爆款、高周转或大件货物）搭配，保证运输效率的同时仓储成本占收入比重持续降低。
- 3) 激发供应链活力：**核心供应商实行铺货模式（约占货品 30%）、相较过往买断模式，一方面有利于调动供应商产品开发及上新积极性，另一方面解决公司资金占用问题、有助于现金流改善。

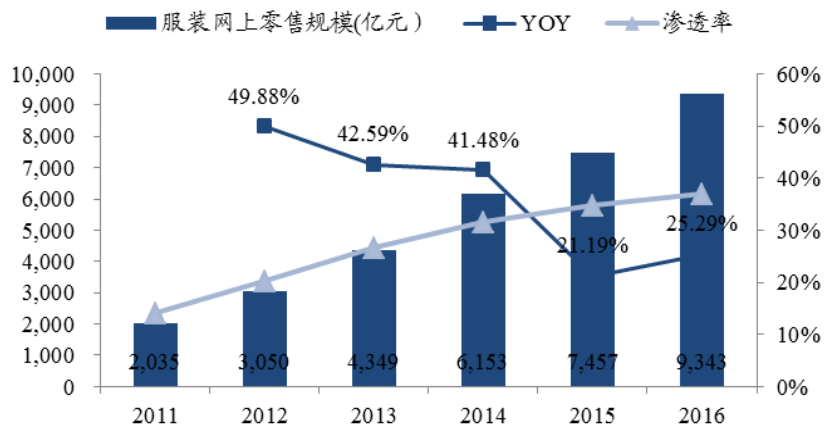
2.2 品牌服装企业：线上+购物中心发展成为亮点，未来课题在于全渠道融合

对于传统品牌服装龙头来说，2017 年迎合流量变化，多个品牌发力线上及线下购物中心渠道：

- 1) 线上渠道：**线下服装品牌龙头在引流及供应链组织方面有压倒性优势，电商端增速超过线上服装零售整体增速。

线上销售对于服装零售的重要性与日俱增，渗透率已超过 30%。而对于**线下服装龙头**：一方面线下大量实体店的开设带来**高品牌认知度**，使其在线上销售过程中较纯线上品牌天然具有引流优势，另一方面，该等服装企业一般拥有成熟、稳定供应链体系，加之线下实体店让消费者**对服装设计、版型、质量有直观感受**，从而变相为线上产品质量（尤其线上特供款等）背书。由此，在补齐电商运营能力短板后，线下品牌电商端增速在 2017 年非常亮眼，以森马服饰、太平鸟为代表，多个龙头线上收入占比已超 20%。

图表 13：线上渠道在服装销售中重要性与日俱增



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 14: 各上市公司线上、线下收入、占比及增长速度 (单位: 亿元)

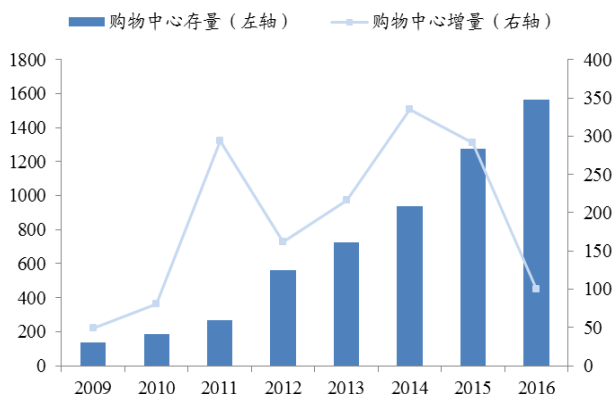
	2016	2017H1		2016	2017H1		2016	2017H1		2016	2017H1
森马线下	85	32	太平鸟线下	49	21.4	红蜻蜓线下	23.9	11.5	九牧王线下	21	10
YOY	3%	5%	YOY	0%	5%	YOY	-6%	2%	YOY	-2%	12%
线上	21	12	线上	13	6.7	线上	4.8	2.6	线上	2.1	1.2
YOY	77%	51%	YOY	46%	46%	YOY	16%	31%	YOY	29%	32%
线上占比	20%	27%	线上占比	21%	24%	线上占比	17%	18%	线上占比	9%	11%
安踏线下	60 亿+		七匹狼线下	17	7.5 亿左右	富安娜线下	18	7.1			
YOY	15%+		YOY	低个位数	基本持平	YOY	5%左右	基本持平			
线上	大约 10 亿		线上	9	5	线上	5.1	2.5			
YOY	50%+		YOY	30%+	40%	YOY	34%	47%			
线上占比	14%左右		线上占比	35%	40%	线上占比	22%	26%			

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 线下渠道: 重体验的购物中心崛起, 有利于龙头提升集中度

从线下角度看, 购物中心逐渐成为线下渠道的新增量, 其经营特点更加突出强者恒强效益。随着购物中心数量的快速增长, 其已经逐渐成为了服装品牌在线下开拓新门店的主力渠道。近年我国购物中心数量正在飞速增长, 逐步取代原先的步行街、百货商场渠道。

图表 15: 我国购物中心迅速增长



资料来源：赢商网，东吴证券研究所

购物中心渠道的快速增长,有利于本身具有引流能力的优秀品牌进一步扩大优势。一方面来说,由于购物中心需要提供更多的体验类项目,其提供给服装品牌展示区域较百货更为有限,因此购物中心往往会在每个品类中选取排名最高的几家龙头以保证销售。在此情况下,小品牌甚至无法在购物中心获得展示机会。因此在购物中心中,体量较大的传统品牌其实具备较强的流量优势及品牌集中度提升优势。

另一方面,目前购物中心数量在全国范围内的迅速增长的情况下,购物中心与品牌直接的供需关系也逐渐出现逆转,购物中心也开始需要具有引流能力的品牌为商场本身提供流量,这使得优秀品牌也有望获得更好的租金、位置条件,进一步巩固运营优势。

从目前情况看,包括太平鸟(2016年购物中心零售收入占比25%)、巴拉巴拉在内的品牌已经在购物中心站稳脚跟,依靠自己在同类竞品中较强的产品力成为了各地购物中心均想要引进的品牌。另外,包括森马服饰、海澜之家、中国利郎等传统龙头品牌也开始将购物中心列为了线下最主要的发展渠道

3) 未来: 线上线下融合将为龙头寻找新的突破点

在各大龙头手握线上线下流量优势的情况下,打通线上线下渠道之间的隔阂,更有效率地吸引及利用流量,将会为传统品牌提供全新的业绩突破点。

首先,我们认为将线上的流量和技术反哺线下门店,能够为其提升引流及运营效率。线上的技术能够利用数据及各种新技术为线下门店进行没有时间空间限制的精准导流,同时通过消费者行为分析为线下门店的运营提供指导意见。同时,线下门店提供的服务体验也能够反向为线上业务带来客流。以优衣库为例,其在双十一时提供的门店自提及闪电退还业务的同时,还包括了免费改轻松换业务、跨省提送亲友业务等,线下门店作为客服、体验以及物流中心的作用将逐渐突出,其对于公司销售的贡献也将在线上销售上得到体现。

目前,线上线下融合过程中新商业模式的建立成为关键。我国服装企业较大的线下加盟体系使得线上体系的收入增长及上新(目前品牌服装线上销售货品多为特供款及老品)会对线下加盟体系带来较大伤害,这也是各大品牌较难推行全渠道运营的重要原因之一。我们认为,除海澜之家这样以类直营为主的品牌外,其他品牌

需要建立新的商业模式通过调整与线下加盟商利益分配机制来推行全渠道的融合。

从目前上市公司来看，我们认为包括太平鸟、森马服饰（巴拉巴拉）、海澜之家在内的龙头一方面在线上已经拥有了规模、流量及技术优势，另一方面由于其在迅速增加的线下购物中心渠道逐渐获得的优势，这些龙头目前来看已经拥有了线上线下融合的先发优势。未来需要关注的是这些龙头通过自身组织链条的调整，探索出一条适合线上线下融合的组织运营及权益分配方式。以太平鸟为例，其已经通过线上线下产品（2017H1 电商上新铺货占比 40%、女装 50%）、存货（“云仓”系统覆盖 23 省份全部直营及部分加盟店，实现线上线下销售及配货联动）打通做出初步尝试，并逐步探索与加盟商 O2O 模式下的合理利益分配方案。

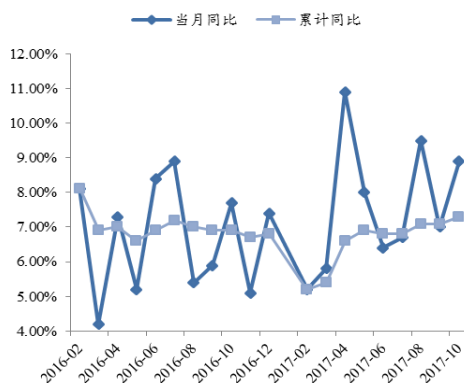
3. 品牌服饰投资逻辑：大众品类比拼产业效率，小众品类考验投资眼光

3.1. 当前品牌服装面临的行业背景：零售向好背景下龙头主品牌渠道调整到位，进入新增长区间

首先，2017 年零售环境温和向好：16Q3 开始的零售复苏势头得到延续，17Q4 在相对高基数下增速仍维持。2011 年以来零售增速持续走低，2017 年在 2016 年基础上略有复苏。零售端服装鞋帽、针纺织品类限上零售额截至 17 年 10 月较去年单月/累计增长 8.0%/7.3%，较去年同期 7.5%/7.2%的增幅水平皆实现小幅提升，与限上企业总体增速水平持平；单服装类零售数据则表现更佳，10 月单月/累计同比增幅达到 8.9%/7.3%，好于去年同期的 7.7%/6.9%。

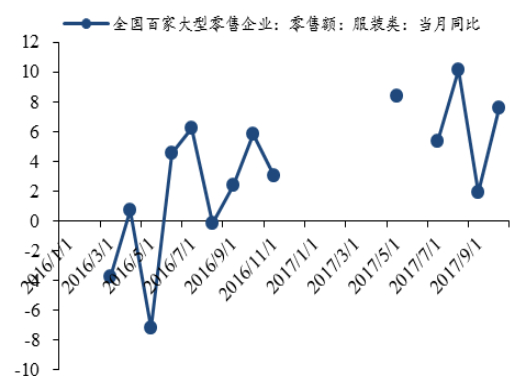
百家大型零售表现显著好于去年同期，反映中高端渠道零售强劲复苏态势。百家大型零售服装类复苏态势在 10 月得到延续，17 年 10 月同比增长 7.6%，相较 16 年 10 月 5.8%数据有明显提升。中高端渠道服装零售在 2014 年以来持续低迷，2016 年三季度起逐渐呈现复苏态势，2017 年 10 月在相对高基数基础上仍呈现较好增速，释放积极信号。

图表 16：限上服装类零售额当月及累计同比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 17：百家大型零售额服装类当月同比（%）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2011 年以来，我国品牌服装企业经历了一个非常长的针对传统渠道的调整，具体来看：

1) 2011 年前处于跑马圈地阶段，经济快速发展带动零售繁荣，品牌服饰拥有充足渠道资源，各自通过加盟网络迅速铺开网点做大规模；

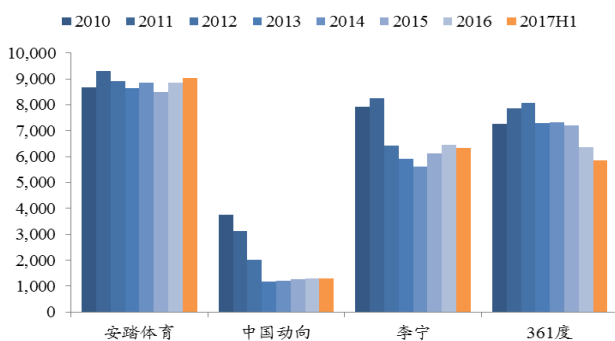
2) 门店数量过载、同店销售下降、品牌商对终端情况把握不足导致向渠道持续压货，经销商在同店下降+库存高企压力下难以及时付款，致品牌商应收账款增加、坏账增多，同时经销商订货信心下降品牌商收入增长乏力；

3) 倒逼品牌商改革：①关闭终端低效门店，集中处理存货为渠道减负，②通过直营化等方式加强终端管理以增强对终端销售变化的敏感性，通过提供订货指引等方式加强产品适销性；③部分品牌试水快反，尝试将好品卖深。

4) 直至渠道调整到位、同店回升、库存回到正常水平，渠道信心恢复、订货会重现增长，公司将重新开始以稳健步伐扩张门店，进入新的增长周期。

运动品类龙头如安踏最先走完这样一个周期。而 2017 年零售复苏背景下包括女装、男装及家纺品类龙头的主品牌的渠道调整已见成效。给出这样判断的标准主要有三方面：1) 主品牌门店数量基本停止收缩；2) 同店恢复正增长；3) 渠道库存得到有效控制。女装方面，主品牌门店在 2014 年前后呈现同店下滑从而开始渠道调整，门店数量下降（主要是经销渠道门店数量下降），直至 2016Q4 同店陆续实现恢复性增长（如歌力思主品牌 17Q1-Q3 同店销售增长 20%以上、安正时尚主品牌玖姿 17Q1-Q3 同店亦有 8%增长），包括朗姿、安正、日播时尚在内的主品牌门店数量较 2016 年底重新呈现上升态势，行业库存情况在 17 年亦有明显好转。此外，男装及家纺子行业在 17 年同样呈现渠道调整到位、龙头同店销售回升（典型如中国利郎呈现中单位数、罗莱生活呈现高单位数同店上升）、周转逐步改善现象。

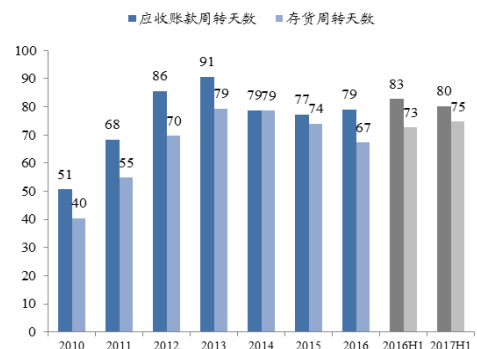
图表 18：运动品牌渠道调整 11 年启动、14 年收效



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

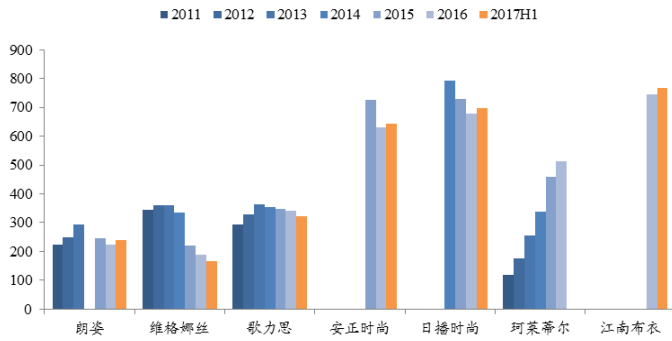
图表 20：中高端女装龙头主品牌渠道收缩基本停止

图表 19：运动服饰企业周转自 14 年以来改善



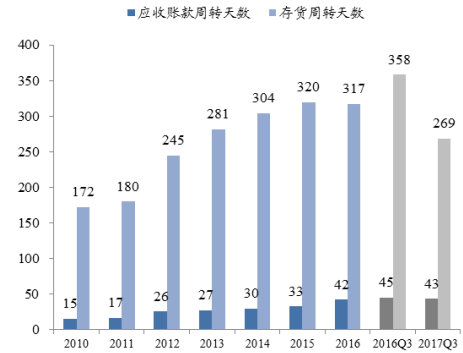
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所计算

图表 21：中高端女装库存周转 17 年改善



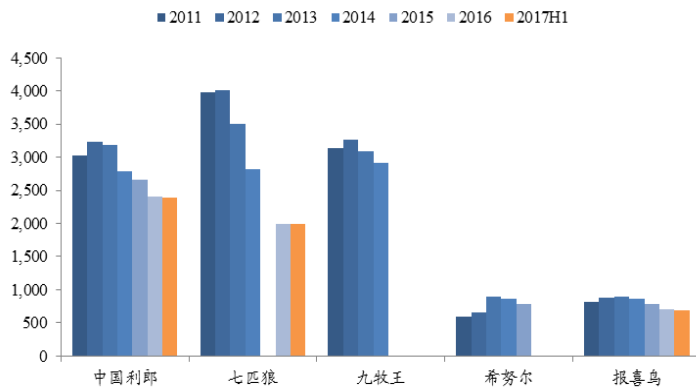
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 22：男装龙头主品牌渠道收缩基本停止



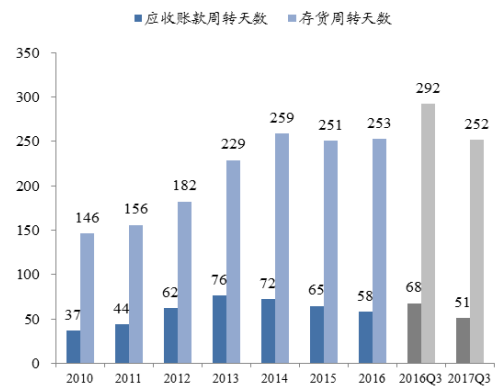
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所计算

图表 23：男装企业库存周转 17 年改善



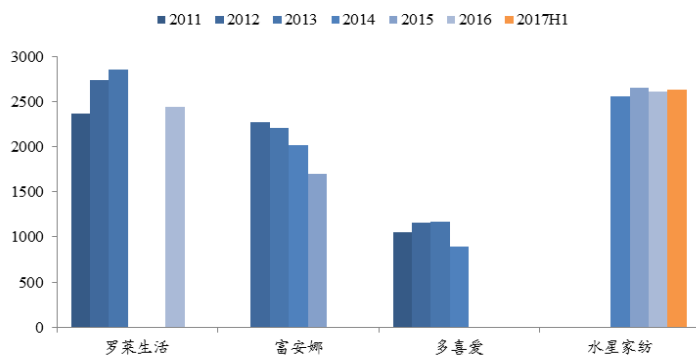
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 24：家纺龙头品牌渠道收缩基本结束

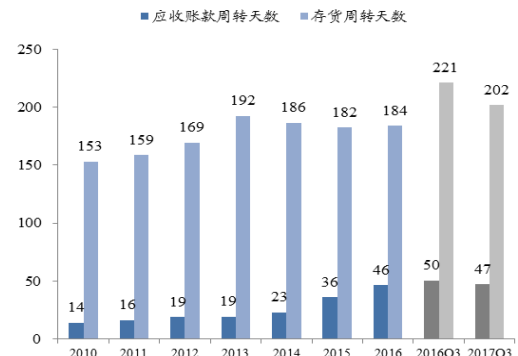


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所计算

图表 25：家纺企业周转效率 17 年改善



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所计算

渠道调整逐步到位背景下，在品牌服装投资标的的选择上，我们将服装品牌分为两条投资主线：大众和小众类别。

3.2. 大众品类投资主线：全产业链效率比拼，优选产品开发、零售管理、供应链提效全面进行中的行业龙头

对于大众品类来说：

1) 市场容量足够大，但最终能够在市场上长久立足的，必然是全产业链效率足够优秀的企业。

2) 大众时尚意味着需要源源不断用符合当季潮流的产品满足大众的需求，然而随着流行趋势/消费者审美偏好变化越来越快，产品开发/库存的风险也就越来越大，只有全产业链效率足够高，才有可能应对多变的市场。

3) 产业链的效率体现在产品的开发体系、终端零售的管理、前端零售与后端供应链的紧密衔接、强大的供应链管控能力（或者说强大的供应链资源支撑），缺一不可。

而大众品类中在产品开发、零售管理、供应链提效都有建树的龙头包括：

太平鸟：16 年启动整体调整，**1) 产品端**，明确定位大众时尚，90、95 后年轻消费者为目标群体，旗下产品设计风格调整明显（13 年男装、16 年女装调整），年设计 9000+ 款色捕捉消费者品味；**2) 供应链端**，17 年试水 TOC 系统，目前男装补单比例达到 20%，补单周期在 15-30 日，实现对零售情况的灵活响应；**3) 渠道端：**16 年产品风格调整后经历消费者群体切换过程中的镇痛期、同店下滑较为明显，渠道数量下滑较多，但随客户群体稳定、渠道结构改善（线上、购物中心占比提升）全面提效下 17 年 10 月、11 月主品牌同店表现明显改善，加之 18 年恢复正常开店节奏，预计 18 年进入新增长区间。

森马服饰：**1) 零售端：**2011 年至今持续渠道调整、关闭低效门店+开大店提升单店面积，17 年休闲装进军购物中心试水新渠道；**2) 产品端：**为适应新渠道竞争业态，培育买手团队加强设计、选款、组货能力；**3) 供应链端：**2011-2014 年启动供应链调整，砍 SKU 实现少款多量从而对接更优质大型供应商，产品性价比大有提升，2016Q4 启动期货制改革后，吸收江苏国泰等具有强设计、打版能力的贸易商进入供应商名单，提升供应链整体反应速度。以上变革下，17 年成人装预计调整到位，18 年启动新增长区间。

中国利郎：2012 年起开始渠道调整，主品牌门店数量由峰值的 3227 家削减到 2017H1 的 2393 家，2013 年后随**渠道优化调整**（关闭亏损门店+逐步进入购物中心等渠道，2017H1 购物中心店超 250+）+**产品设计提升**（阿玛尼设计总监领衔设计团队，自主设计款式超 2/3）+**供应链整合**（由 400 家供应商减少至每品类 3 家核心供应商，并与供应商合作开发独家面料）成效逐渐显现，产品力、渠道力明显提升，2017 年 1-8 月主品牌同店销售录得中单位数增长。渠道库存的下降、同店销售的有效增长给予经销商提货信心，2018 春夏订货会同比增长达到 21%，复苏趋势延续至 2018 年。

其他如**富安娜**、**九牧王**等子行业龙头同样值得关注。

3.3. 小众品类投资主线：产业资本主导，考验投资眼光及整合能力

对于小众品类来说：

1) 小众时尚品牌代表着其风格/审美独特，受众群体有限，因此具备天然的规模天花板，不能预期其永续成长。

2) 限于目前国内的审核环境, 已上市的小众品牌企业通常已进入稳定期, 如若没有战略上的突破, 难以再有成长性机会, 需要当成价值股看待, 小众品牌的最佳投资期通常在其快速成长期, 这一阶段二级市场很难享受到。

3) 国内相对而言缺乏优质品牌成长环境——一方面是优秀设计师培养基础薄弱, 另一方面是产业配套不完善, 例如缺乏有效、成规模的买手渠道。因此, 从海外引进优质品牌, 满足中国消费升级浪潮中的庞大市场, 将是未来一段时期内行之有效的赚钱方式。

4) 小众品牌的投资机会属于产业资本, 产业资本能够在小众品牌由小长大的过程中利用产业经验规避风险、调动产业资源催化成长, 二级市场能享受的机会就是找到优秀的产业资本, 与其共享行业成长趋势。

歌力思属其中佼佼者: 2017 年在主品牌复苏的基础上, 公司在 2016 年收购的唐利国际旗下 Ed Hardy 品牌称为堪称成功典范: 收购后 Ed Hardy 维持独立设计团队及供应链与主品牌保持区分, 但在渠道资源 (渠道扣点下降) 及宣传资源实现共享, Ed Hardy 凭借独特设计风格在同价格带中独树一帜、销售走俏, 收购后在持续展店 (17Q3 达到 137 家) 的基础上同店增长仍有亮眼提升 (增长 10%+), 17 年前三季度为公司贡献超过 3.1 亿元收入 (占比 23%), 在主品牌直营渠道不再考虑大规模展店的背景下, Ed Hardy 成为公司未来增长的重要动力。Ed Hardy 外, 公司分别在 16 年 9 月、16 年 5 月、17 年 8 月收购德国 Laurel、法国 IRO、美国 Vivienne Tam 品牌, 品牌梯队搭建完善。

4. 合适的内容匹配流量——优质供应链成为关键, 强者恒强

4.1. 纺织制造龙头优势持续巩固, 子领域龙头成为投资首选

当寻找到合适的渠道获取流量后, 优质的内容是留存流量的载体, 具体到纺织服装行业, 则是具有竞争力的服饰产品。

在产业链分工持续细化的背景下, 品牌服装企业主要负责商品企划、研发设计 (主要为成衣设计, 部分涉猎面料研发) 及销售环节, 此外的研发、生产环节工作则大量外包, 由此, 从纱线、面料、辅料、成品领域都涌现大量优质制造商, 与品牌服装企业建立了长期而稳固的合作关系。

图表 26: 各环节代表性供应链及其代表性下游客户

纱线	天虹纺织	弹力包芯纱线、坯布、印染布	申洲国际等超过 3000 个国内外客户, 销售网遍布中国、越南、巴西、土耳其、孟加拉、日本及南韩
	华孚时尚	色纺纱	GAP、POLO、NIKE、PUMA、UNIQLO、ZARA、H&M、LV 等近 100 家国际知名品牌公司, 国内的佐丹奴、李宁等
	百隆东方	色纺纱	ZARA、H&M、GAP、OldNavy、M&S、Esprit、Polo、A&F、Target、JCPenny、Uniqlo、Nautica、Burberry、DKNY 以及国内品牌雅戈尔、李宁、美特斯邦威
面料	超盈国际控股	女性内衣物料 (弹性面料、织带、蕾丝) 及运动服饰面料	维密、爱慕、安莉芳、曼妮芬、黛安芬、华歌尔、M&S(玛莎)、仙黛尔玛莎、Spanx

成衣	鲁泰 A	高端色织布、衬衫	美国 TMW、PVH, 日本优衣库、伊藤忠、英国 Burberry、美国 Oxford、意大利 Armani、Gucci、香港联业 (TAL)
	联发股份	色织布、印染布、衬衫、家纺面料	THREADTEX、SEIDENSTICKER、里斯克莱勃 (LIZ CLAIBORNE)、PVH 集团、Mexx、GAP、CELIO、H&M、和泉 (SUNWEI CO.LTD)
	辅料 伟星股份	拉链、纽扣	POLOS、BURBERRY, 国内包括杉杉、雅戈尔、地素时尚等
	申洲国际	针织成衣、鞋面等	Uniqlo、Nike、Adidas、Puma 为主要客户; 国内安踏、李宁等
	维珍妮	女性内衣代工	维密、Hanes Brands(Bali、Maidenform、Champion), PVH (CalvinKlein、Warner's)、VSX、Adidas、Reebok、UA
	江苏国泰	供应链管理服务商	ZARA 亚洲第一大供应商, 此外与包括 Primark、GIII、GAP、H&M、VF、PVH 在内的国际时尚品牌商展开广泛合作
	健盛集团	袜子、贴身衣物	健盛主要客户包含冈本、伊藤忠、迪卡侬、道步、太平洋、麦德龙; 俏尔婷婷主要客户包含华歌尔、优衣库、H&M、Nike、Maidenform、DKNY、SPANX、UA、迪卡侬等
	孚日股份	毛巾、床上用品	美国斯浦林思、沃尔玛、法朗哥, 日本朝日、内野、伊藤洋华堂、犬饲毛巾、易初莲花、好又多、意大利 Armani、网易严选

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

与优质客户长期的磨合以及深度的合作让各个子板块龙头护城河愈深, 体现为稳定的收入、利润增长以及高的 ROE 水准: 从 SW 纺织制造子行业整体数据来看, 行业整体收入/利润三年 CAGR 分别为-4.1%/-2.0%, 三年平均 ROE 水平在 6.25%。从下表中可以看出, 制造业各个子领域龙头往往表现出跑赢行业的收入及利润增速, 并维持高于行业平均的 ROE 水平。

图表 27: 制造业龙头企业近三年收入利润复合增速及平均 ROE 水平

类别	证券简称	16 年收入 (亿元)	收入 3 年 CAGR	16 年净利润 (亿元)	净利润 3 年 CAGR	3 年平均 ROE(加权)
纱线	华孚时尚	88.37	12.30%	5.13	39.56%	8.68%
	百隆东方	54.72	8.59%	6.05	6.02%	6.92%
	天虹纺织	136.48	18.37%	11.88	1.79%	16.22%
	新野纺织	40.85	7.81%	2.07	37.32%	5.66%
面料	鲁泰 A	59.82	-2.62%	8.53	-6.39%	11.94%
	联发股份	37.39	5.27%	3.84	9.67%	12.17%
	超盈国际控股	22.09	19.18%	4.08	34.24%	25.18%
	申洲国际	150.99	14.54%	29.48	17.80%	19.16%
成衣	维珍妮	41.52	11.25%	0.87	-13.16%	15.34%
	江苏国泰	297.38	7.28%	10.47	38.53%	14.39%
	健盛集团	6.64	5.94%	1.04	11.16%	8.51%
	孚日股份	43.75	-0.51%	3.81	60.15%	8.50%
印染及其他	航民股份	31.91	2.87%	6.33	10.13%	16.70%
	伟星股份	21.74	7.05%	3.14	14.00%	12.92%
	延江股份	5.99	39.07%	0.90	63.11%	37.24%

浔兴股份	11.75	5.32%	1.18	25.04%	10.11%
诺邦股份	5.26	9.49%	0.59	14.61%	22.10%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

注：江苏国泰 2016 年发生重大资产重组，此处收入、利润增速及 ROE 为 2016 年值

在高效运营的基础上，我们推荐关注跨区域产能扩张规划清晰、积极向产业链上下游延伸的细分子领域龙头：

1) 纱线板块，色纺纱龙头华孚时尚是我们的主推标的：1) 作为全球最大高端色纺纱生产企业，与百隆东方在高端市场市占率合计达到 75%，客户群体覆盖全球主流奢侈品、运动、快时尚品牌；2) 产能扩张路径清晰，2017 年底预计产能达到 180 万锭（东部沿海/新疆/越南分别 72/80/28 万锭），考虑原材料优势及补贴政策未来产能扩张集中于新疆（3 年扩张至 150 万锭）；3) 棉花网链业务增速迅猛，17 年预计可达到 50 亿规模，远期目标下控 100 万吨棉花/100 个轧花厂，保证色纺主业原材料供应同时增厚公司利润。

此外，**天虹纺织**（全国第二大纱线生产商，年产 289 万锭，东部沿海/新疆/越南产能 114/50/125 万锭，18 年产能扩张集中在越南、柬埔寨地区下游面料及牛仔服装领域）、与华孚时尚同为色织双雄的**百隆东方**（现有 120 万锭色纱产能，国内/越南 A 区 70/50 万吨，越南 B 区 50 万锭产能正在建）也值得关注。

2) 面料板块，推荐色织布龙头鲁泰：色织布主要应用于商务衬衫领域，虽然下游需求总体增长速度未及运动针织服饰，但公司作为龙头占有全球 18% 高端色织布产能，并积极向下游延伸，维持了稳定的收入、利润规模及高 ROE，未来增长主要来自集中于越南、缅甸、柬埔寨地区的下游衬衫产能的增加。

此外，与鲁泰同为色织布龙头的**联发股份**，以及全球最大女性内衣物料制造商**超盈国际**我们也建议关注。

3) 成品领域，我们推荐关注申洲国际及江苏国泰。

申洲国际：垂直一体化针织服装制造龙头，作为 Nike、Uniqlo、Adidas 等品牌针织服装品类全球第一大供应商活跃，每年来自主要客户的订单带来公司收入 15%-20% 的稳定增长。公司 2016 年拥有 13.07 万吨面料、3.10 亿件服装产能，未来产能扩张集中于越南（包括面料及成衣）以及柬埔寨（主要为成衣）。

江苏国泰：服装供应链管理龙头，作为 ZARA 母公司 Inditex 亚洲最大供应商活跃，连接产业链各环节超过 5000+ 供应商、为全球超过 10000 家品牌服装客户提供包括产品设计、打样、生产资源调配、物流安排等一站式服务，并通过持续培育、复制旗下销售服务团队与老客户拓展合作品类数量并开发新客户，供应链业务每年保持 15%-20% 的稳定增长。

除此之外，**维珍妮**（女性内衣制造龙头、积极向运动服饰扩张业务，2017 年随维密母公司 L Brands 订单恢复及顺利跻身 Uniqlo 供应商，进入新增长区间）、**健盛集团**（2017 年收购贴身衣物制造商俏尔婷婷，进一步向贴身衣物全品类龙头发展）同样值得关注。

4) 其他领域：印染行业龙头航民股份（国内第二大印染企业、受益环保趋严

下行业产能收缩、龙头企业印染产能紧俏)、拉链辅料子行业龙头**伟星股份**(受益与老客户加强合作及开拓新客户 17 年业绩增长亮眼,孟加拉新产能为业绩提供增量)、新型面层龙头**延江股份**(全球独家 3D 打孔技术,生产面层产品用于婴幼儿/成人纸尿裤及女性卫生巾高端线,目前致力于提升产品渗透率以拓展细分市场模)同样推荐长期关注。

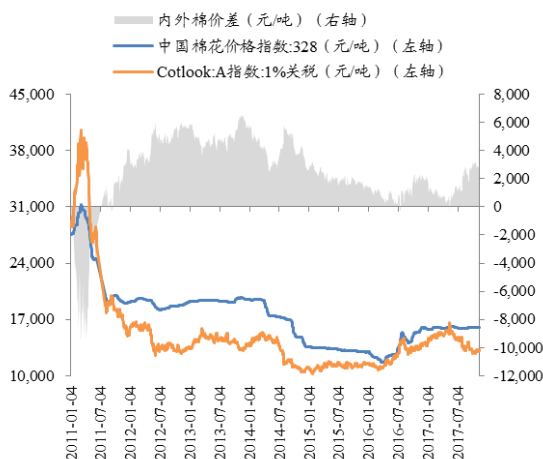
4.2. 2018 年棉价预判: 国储棉库存接近均衡值而供需缺口仍在, 预计棉价总体平稳, 利好上游纺企

上节阐述龙头推荐逻辑, 本节及下节则补充说明影响行业内所有生产商及供应链服务商的重要因素: 原材料成本波动(主要是棉价)及汇率。

从消费、进口及产量分析我国棉花供需缺口:

(1) 棉花消费: 国内棉花消费总体稳中有升, 18 年内外棉价差拉大下棉纱进口增加或对国内棉花需求有一定分流, 但总体影响不大。1) 棉花最终下游是成衣, 从出口及内需环境来看, 2015 年以来我国的出口和零售环境增速稳定、17 年略有回升, 代表棉花最终下游需求企稳; 2) 棉花的直接下游是国内棉纱生产, 考虑 11-15 年内外棉价差高企带来棉纱进口增多, 17H2 开始内外棉价差再次拉大(3000+元/吨), 或将促进 17/18 棉花年度(指当年 9 月至次年 8 月)棉纱进口增加, 但近年棉纱进口量在 200-235 万吨之间波动, 即使进口增加对国内棉纱需求扰动有限; 3) 棉花主要替代品粘胶短纤受环保趋严影响 14 年至今产能扩张有限、开工率较高, 难以实现对棉花的大规模替代。综合以上观点, 预计 18 年我国棉花需求预计微升, 根据 USDA 预测 17/18 年度将达到 849 万吨, 同比增长 4.00%。

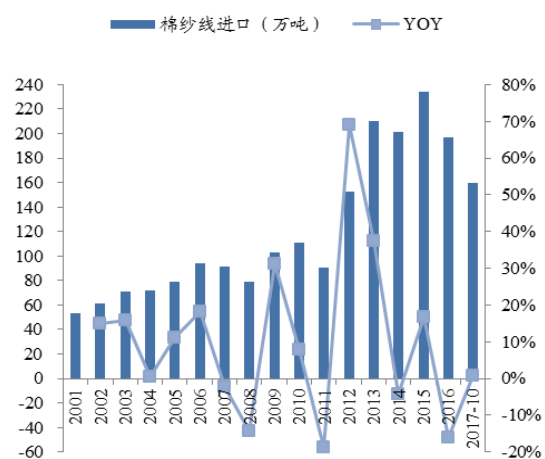
图表 28 : 内棉及关税配额棉价格及价差



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

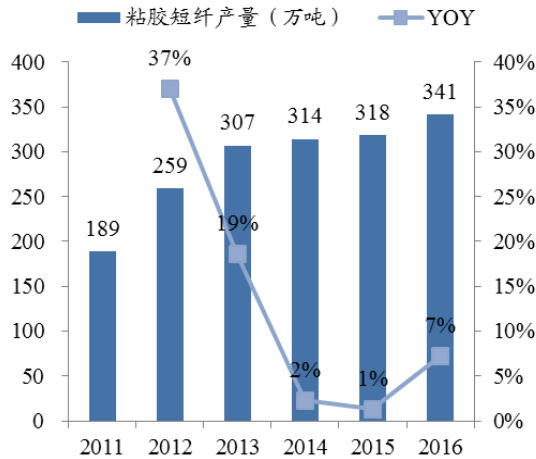
图表 30 : 2012 年以来粘短产能扩张受环保限制

图表 29 : 近年我国棉花消费稳中有升

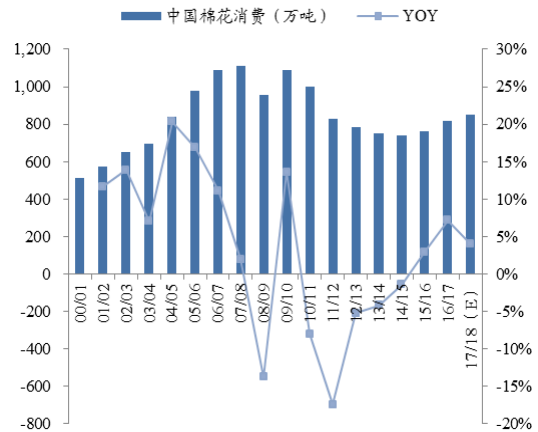


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 31 : 近年我国棉花消费稳中有升



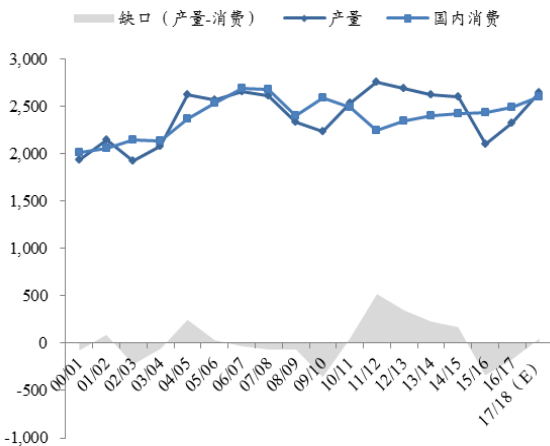
资料来源：百川资讯，东吴证券研究所



资料来源：USDA，东吴证券研究所

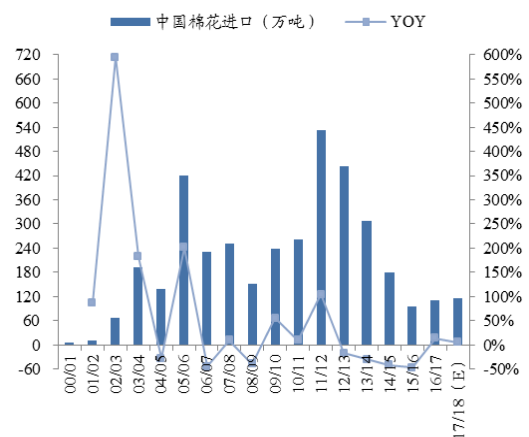
(2) 棉花进口：进口配额限制下增量有限。全球棉花整体来看产销供需平衡，国内进口量主要受配额（包含关税配额及滑准税配额等）限制。2015 年至今，除每年 WTO 承诺进口配额棉 89.4 万吨(享受 1%关税)外，国家未发放额外进口滑准税配额，因此 15/16 及 16/17 年度我国棉花进口量都限制在 100 万吨以内，考虑 17 年就是否增发滑准税配额尚未有明确说明，预计进口增长有限，USDA 预测 17/18 年我国棉花进口增 5.37%至 115 万吨。

图表 32：全球棉花产销基本持平（单位：万吨）



资料来源：USDA，东吴证券研究所

图表 33：15 年以来受配额限制棉花进口有限

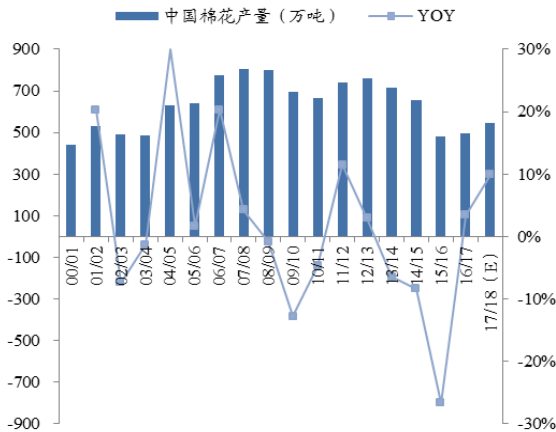


资料来源：USDA，东吴证券研究所

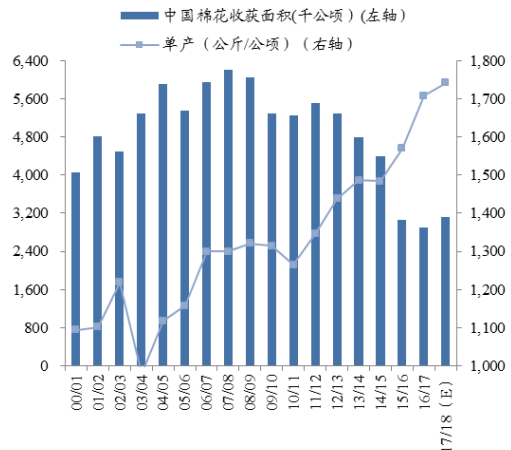
(3) 棉花产量：种棉盈利水平有所回升，17/18 年度种植面积基本稳定+单产持续提升背景下带动产量微升。自 2010H2 棉价大幅上行刺激棉花种植面积提升后，11 年以来棉花价格走入下行区间，11-16 年期间棉花种植始终面临入不敷出困境，盈利水平及稳定性不及其他粮食及经济作物，种植面积及产量持续下降，直至 16/17 年度才实现产量回升（主要依靠单产提升）。但随 16 年以来棉价回升种棉盈利水平有所改善，根据 USDA 数据，预计 17/18 中国棉花种植面积将增长 7.76%至 313 万公顷，配合单产提升，预计产量增 9.89%至 544 万吨。

图表 34：11-15 年棉花产量持续下降

图表 35：国内棉花种植面积持续下降



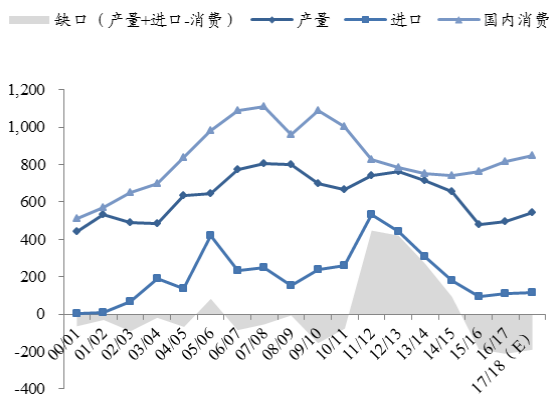
资料来源：USDA，东吴证券研究所



资料来源：USDA，东吴证券研究所

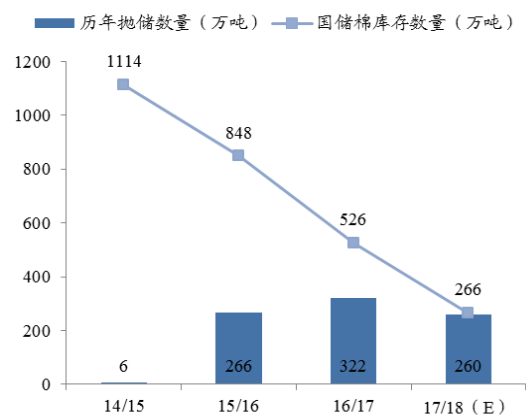
(4) 综合以上分析，17/18 年度供需缺口仍在，2018 年抛储后国储棉库存接近均衡值，此背景下预计 18 年棉价整体平稳微升。根据 USDA 数据，近三个棉花年度我国棉花供需缺口皆在 200 万吨水平（消费-进口-产量）。而上述 200 万吨供需缺口主要通过库存棉花弥补，我国棉花库存分为主由国储棉及工商业库存两部分组成，不考虑 2011 年棉价暴跌后我国开启临时收储导致国内库存大幅上升，2000-2010 年期间全球/中国棉花期末库存与年度消费比值在 50% 水平，考虑我国目前国内消费水平在 800 万吨/年，每年 8 月（单个棉花年度期末）棉花库存正常量应在 400 万吨水平，其中，工商业棉花库存每年 8 月一般在 150 万吨上下波动，由此推测国储棉库存在 250 万吨上下达到均衡水平。17/9/29 抛储结束后目前国储棉库存在 526 万吨左右，2018 年储备棉轮出将从 18/3/12 开始、8 月底结束，期间约 125 个工作日，每日挂牌数量在 3 万吨/日，按照 70% 平均成交估算预计 2018 年将轮出 260 万吨以上储备棉花，且新棉上市期间（10 月-2 月）不安排轮入，由此预计 17/18 年度期末国储棉库存将接近均衡值。此后若安排将呈现为填补供需缺口需通过棉价上涨带动种植面积上升，故判断 18 年整体棉价稳定微升。

图表 36：近三年我国棉花存在 200 万吨供需缺口（单位：万吨）



资料来源：USDA，东吴证券研究所

图表 37：预计 17/18 年末国储棉库存接近均衡值



资料来源：上海国际棉花交易中心，东吴证券研究所

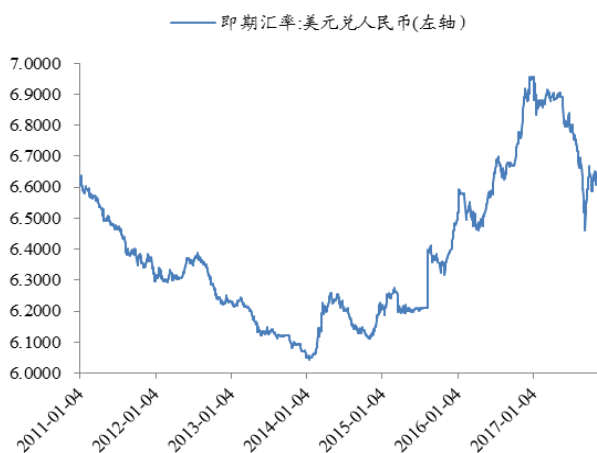
棉价稳定微升背景下，利好上游纺企：考虑棉花成本占我国棉纺制造类企业、

尤其是产业链上游的纱线、面料企业生产成本的 50%-70%，稳中微升的棉价有利于该等企业毛利率稳定，纱线类企业如华孚时尚、百隆东方、天虹纺织、新野纺织等，色织布龙头鲁泰、联发股份预计受益。

4.3. 汇率：2018 年人民币贬值压力仍在，利好海外收入占比较高的制造龙头

汇率环境方面人民币在 2015 年“8.11”汇改后呈现持续贬值趋势，但 17 年以来随 17/7/3 “债券通”开闸，支持内地机构向海外投资者进行债券融资进一步打开海外资金流入通道，同时严控非理性跨境投资，加强资本流出管理等政策下，17 年 5 月以来美元兑人民币即期汇率一度跌至 6.4617（较 2017 年初跌 7.10%），由此：1）17Q3 人民币快速升值或对三四季度出口造成一定压力，但由于 16 年三、四季度相对低基数，加之 9 月以来人民币重新进入小幅贬值区间，出口增速仍然向好：9 月以来人民币重新进入贬值区间，加之去年同期相对低基数，出口呈现较好增长，尤其纺织纱线、织物及制品等相对标品品类复苏明显。具体来看，纺织纱线、织物及制品在 10 月/11 月出口单月同比增长达到 6.83%/10.94%，累计同比增长达到 3.3%/4.0%，反映上游标品制造端景气。2）另一方面，以百隆、天虹、鲁泰为代表的制造龙头近年东南亚投产较多，大量美元投资在汇率剧烈波动背景下可能带来汇兑损益项波动，从而导致业绩波动，因此在业绩前瞻中需要给予考虑。

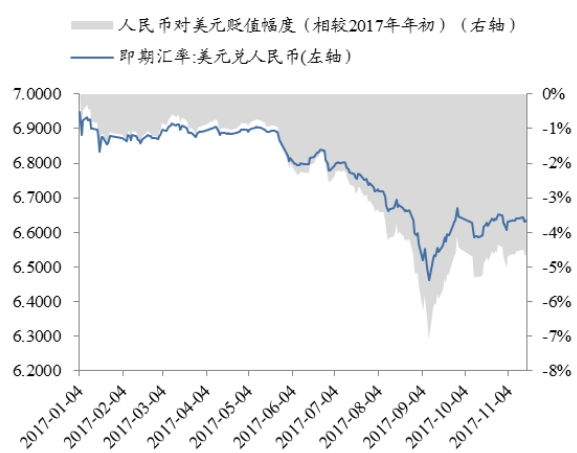
图表 38：2015 “8.11” 汇改以来人民币长期贬值



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

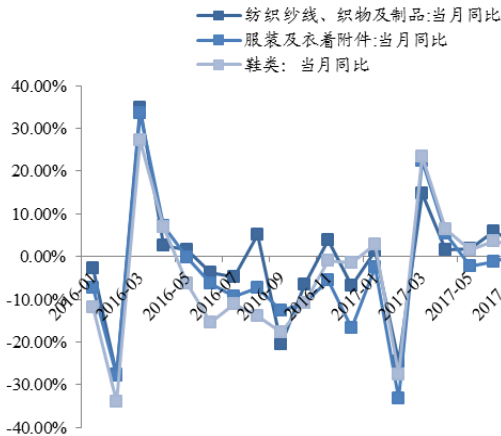
图表 40：主要纺织服装出口当月同比数据

图表 39：人民币较年初升值幅度一度达 7.10%

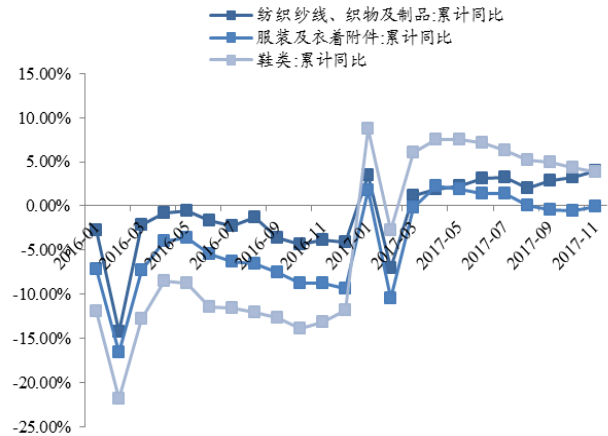


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 41：主要纺织服装出口累计同比数据



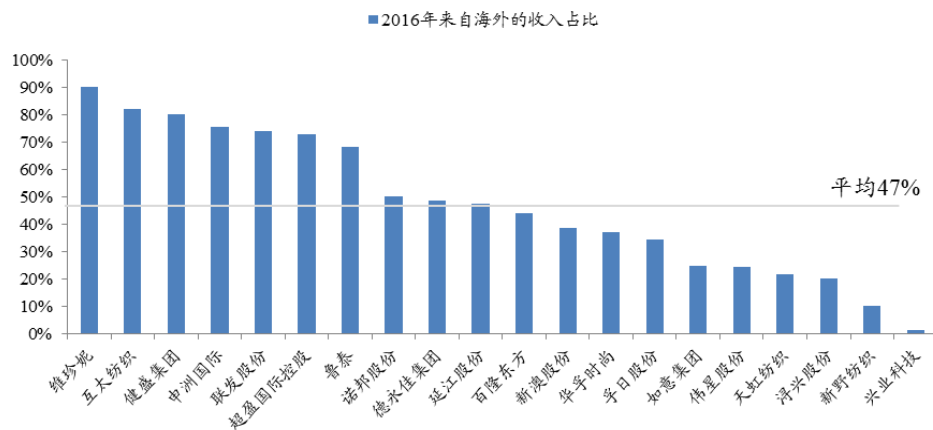
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

我们认为 2018 年人民币贬值压力仍在, 利好海外收入占比较高的制造业龙头。美联储 10 月宣布启动渐进式缩表加之特朗普推税改方案, 预计 2018 年美元将走强, 人民币对美元贬值压力仍在, 贬值背景下刺激出口, 预计对包括维珍妮、互太纺织、健盛集团、申洲国际在内的海外收入占比较高的企业形成利好。

图表 42: 主要制造业上市公司海外收入占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 主要推荐主线及标的

总结我们的推荐主线

一、在品牌服饰企业方面

1) 大众品逻辑上, 推荐产业链全面提效的品牌龙头:

零售向好及龙头运营效率改善背景下, 2011 年以来各个子行业龙头的主品牌渠道调整已有成效, 同店回升、库存压力减轻背景下甚至部分龙头将重新开启有序拓店, 奠定 2018 年增长的基础。沿着该条主线, 推荐产品、零售、供应链全面提效的低估值龙头: 森马服饰、太平鸟、海澜之家、中国利郎、富安娜。

森马服饰：18 年电商、巴拉持续发力，成人装 17 年甩清包袱 18 年进入新增长区间。公司电商业务持续高增长，17 年 GMV 预计达到 50 亿，预计 18 年增速不低于 30%；线下方面，巴拉巴拉线下购物中心持续扩店+婴童童产品线销售爆发，预计 18 年线下收入增长不低于 15%，成人装调整 17 年包袱甩清，18 年春夏订货会来看线下收入不再下滑。预计 17/18/19 年业绩达到 13.4/15.7/17.9 亿元，对应当前市值 PE 为 16/14/12 倍，低估值白马龙头，给予“买入”评级。

风险提示：成人装调整不及预期、童装及线上发展不及预期。

太平鸟：定位大众时尚，产品设计（高效设计团队每年可设计服装超 9000 款色）、零售渠道结构（2017H1 其终端零售收入中购物中心/线上/百货/街边店分别占比 28%/16%/36%/20%，结构明显优于同业）、供应链效率（男装补货比例可达到 20%）改革领先同业；零售表现逐渐改善，主品牌男女装 10 月同店表现向好，加之冬季订货会订货发货情况良好，17Q4 300+开店计划支持下，预计业绩拐点将至，加之库龄结构改善存货减值包袱减轻，股权激励 17/18/19 年 4.5/6.5/8.5 亿业绩目标有望实现，上述目标对应当前市值 PE 当前市值 30/21/16 倍，加之董事长 11 月增持反映对基本面信心，给予“买入”评级（但提示注意 18 年 1 月小非股东解禁可能造成的股价波动）。

风险提示：女装调整不及预期、开店情况不及预期、18 年小非股东解禁可能造成的股价波动。

海澜之家：受益双节叠加及冷冬效应，主品牌 10 月、11 月零售数据良好，加之 11 月公告拟发行可转债用于产业链信息化提效，预计主品牌效率将进一步提升。8 月入股快时尚新贵 UR、10 月入股英氏婴童，两品牌皆是细分子领域产品力优秀、渠道拓展潜力巨大的新锐品牌（UR 门店不到 200 家、英氏婴童背后小星辰集团线下渠道 1000 左右），海澜入股有望将自身在供应链及渠道方面资源向新品牌进行对接，有效形成品牌间协同，在主品牌海澜之家全方位持续提效的基础上、为公司打造新增长点。同时考虑 17Q3 以来公司与阿里达成战略合作意向、通过生活馆等方式探索多样零售业态，多重动作都体现公司建设时尚消费生态圈的决心及魄力。在不考虑并购标的业绩的情况下我们预计公司 2017/18/19 年归母净利润 33.5/37.2/41.5 亿元，对应业绩增速 7.2%/11.1%/11.7%，对应 PE12/11/10 倍，按照往年分红水平预测股息率不低于 4%，低估值高分红白马龙头，给予“买入”评级。

风险提示：主品牌同店增长不及预期、女装业务发展不及预期、新品牌协同不及预期。

中国利郎：在男装行业自 16 年 Q4 以来逐步复苏的带动下，公司 17 年 1-8 月终端零售同店增速保持在中单位数以上水平，10、11 月零售情况延续走旺，18SS 订货会同比增长 21%提前锁定明年上半年收入增长，18 年更将通过轻商务及电商发力新增长极。预计 2017/18/19 年业绩 6.5/7.3/8.0 亿元，对应 PE10/9/8 倍，股息率 7%，低估值高分红标的，维持“买入”评级。

风险提示：轻商务业务发展不及预期、主品牌同店增长不及预期。

富安娜：家纺龙头线下渠道调整基本到位，电商部门迅速增长拉动收入上升；另大家居业务前期投入导致 17 年费用较高，预计 18 年逐渐贡献利润。预计公司 2017/18/19 年公司归母净利润规模在 4.8/5.2/5.8 亿元，对应增速 10%/8%/11%，现有

83 亿市值 PE 为 17/16/14 倍，公司账上类现金资产超过 9 亿元，土地重估价值高，具备充足的市值安全底；同时考虑大家居业务借助地产后周期东风发展前景可期，将进一步提供股价弹性，维持“买入”评级。

风险提示：线上业务发展不及预期、线下门店零售增长不及预期。

2) 小众品类，推荐多品牌梯队构建顺利、不断构建新增长极的中高端品牌龙头

个性化需求下单品牌天花板较低的中高端女装领域提供新增长极，在此过程中考验品牌并购中考察选择合适标的的能力，以及通过并购/自主孵化建立品牌梯队后进行高效协同管理的能力。沿着这条主线，我们推荐关注歌力思、安正时尚。

歌力思：2017 年在主品牌渠道调整到位、迎来强劲复苏（17 年前三季度同店增长超过 20%），的基础上，Ed Hardy 的优秀同店表现（17 年前三季度增长 10%+）成为公司业绩增长的重要支撑，另外 Laurel 品牌运营良好预计 18 年开始盈利、IRO 及 VT 作为储备品牌构成品牌梯队，公司作为目前 A 股时尚女装集团的代表，其并购品牌的内生增长及未来的品牌收购均值得期待，预计 17/18/19 年业绩为 2.9/3.7/4.2，对应 PE25/20/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：主品牌同店增长不及预期、Ed Hardy 同店增长及展店不及预期、新品牌培育不及预期。

安正时尚：主品牌玖姿在门店调整到位背景下 17 年前三季度呈现 8%同店增长，安正、斐娜晨及摩萨克品牌预计在 17Q4 及 18Q1 陆续实现扭亏，未来除主品牌拓店外，与主品牌价格带较为一致的摩萨克、斐娜晨品牌预计将借助主品牌强力的加盟网络实现渠道扩张，考虑公司股权激励目标为 17/18/19 年 2.75/3.60/4.70 亿元，对应当前市值 PE 为 24/18/14 倍。

风险提示：玖姿品牌展店不及预期、摩萨克及斐娜晨展店不及预期。

二、高效连接新零售渠道及优质供应链的高成长龙头

开润股份：2017 年公司一方面将继续保证 B2B 业务与包括迪卡侬在内的各大客户的紧密合作保证增长，一方面将针对润米 90 分品牌借力小米生态圈发展仍然迅速，双十一销售超过 7000 万元体现品牌后劲，我们预计 2017 年 B2B 业务可实现 20%-30%业绩增长，即 1.1 亿左右；估计润米业务全年收入有望过 5 亿，假设 10%净利率率下公司可并表净利润在 2500 万+。预计 17/18/19 业绩 1.4/2.2/3.0 亿元，对应估值 51/34/24 倍。2017 年的开润在 2B 业务上继迪卡侬之外开发了包括网易严选、名创优品、淘宝心选在内的优质零售客户，2C 业务更将扩展至小米（包括商城、海外、小店、有品）、京东、阿里在内 11 个新零售渠道，并对品牌矩阵进行扩充（包括针对年轻人的泛时尚品牌悠启、儿童出行品牌稚行），我们认为其有望成为串联新制造与新零售、孵化世界级消费品品牌的公司，继续维持“买入”评级。

风险提示：2B 业务新客户订单增长不及预期、2C 业务渠道及品类拓展不及预期

南极电商：四季度南极人、卡帝乐 GMV 数据延续高增长，虽受开拓新品类影

响公司让利加盟商、新品类未收或少收服务费，带来公司收入增速未及 GMV 增速，但考虑二者长期趋势一致，公司作为高效率玩家挤占中小淘品牌无品牌商家的空间，成长性仍在（17 年预计 60%+）。公司双 11 数据略低于预期，主要原因在于阿里双 11 流量规则相比平日有所变化，而南极电商的优势在于日常高效率、低加价倍率平销，日常 GMV 仍延续高增长趋势，考虑并表预计 18/19 年业绩 9.2/12.4 亿，对应 PE22/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：品类及品牌拓展速度不及预期、开拓新品类过程中货币化率难以有效提升

跨境通：作为跨境电商龙头规模优势持续凸显，电子业务发展迅速，服装独立站前三季度未及预期，但四季度流量数据整体表现优秀，加之环球易购推“分销直上”模式、未来供应链关系有望进一步理顺激发体系活力，不考虑优壹电商并表，17/18/19 业绩 7.5/11.8/18.2 亿，对应 PE 39/25/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：供应链管理风险，出口目的国政策法规、税收制度变更风险，品类竞争及第三方平台政策风险。

三、优质制造业：强者恒强，认准细分领域龙头

流量需要通过好产品去吸引和留存，其中离不开优质供应链对品牌企业的支持。我们认为无论是无论制造商还是供应链管理服务商，我国龙头都形成了深护城河，强者恒强趋势明显，**沿着该条主线，我们推荐关注细分领域龙头：华孚时尚、申洲国际、江苏国泰。**

华孚时尚：在 2018 年棉价总体稳定背景下我们推荐产能扩张计划明确、新疆投资进入回报期的华孚色纺，公司作为色纺龙头在依靠规模优势快速扩张（2017 年底预计色纺纱产能达到 180 万锭，其中东部沿海/新疆/越南达到 72/80/28 万锭，未来三年产能扩张符合增速不低于 15%）的同时，其主力产品色纺纱也有望在环保趋严的背景下实现渗透率的提升；同时公司依靠新疆大量棉花资源所开展的网链业务正处在迅速放量、打磨新盈利模式的过程中，同样值得期待，预计 17/18/19 年归母净利润规模 7.0/8.9/11.3 亿元，对应估值 17/14/11 倍，给予“买入”评级。

风险提示：产能消化不及预期、网链业务放量不及预期、原材料价格意外波动。

申洲国际：作为面料、成衣垂直一体化生产商活跃，优秀的研发能力、及时的交期及稳定的质量使公司作为 Nike、Uniqlo、Adidas、Puma 针织服装品类第一大供应商活跃，每年稳定 15%-20% 的收入增长加之出色的费用管理保证公司业绩稳步上升，预计 17/18/19 年归母净利润规模 35.3/40.6/46.9 亿元，对应 PE27/23/20 倍，作为行业龙头受到港股投资者认可，维持“买入”评级。

风险提示：大客户订单增长不及预期、原材料价格意外大幅波动。

江苏国泰：作为 Inditex 亚洲第一大供应商活跃，通过持续扩张与老客户的合作品类以及开辟新客户，供应链管理业务每年维持 15%-20% 收入增速；公司在另一主业锂电池电解液业务同样作为全国龙头（市占率第三）活跃。预计 17/18/19 年归母净利润规模 8.7/10.2/12.0 亿元，对应 PE16/14/12 倍，护城河深，给予“买入”评级。

风险提示：大客户内部品类拓展以及新客户开拓进度不及预期、锂电池电解液

业务业绩波动带来的股价波动。

航民股份：10.2 亿米印染产能居全国第二，在印染行业环保趋紧、小厂关停、入园持续推进、行业整合预期仍在背景下公司不断通过降低单产污染以提升产能，并有望受益旺季提价增厚利润，预计 17/18/19 年业绩 5.7/6.3/6.9 亿，对应估值 13/12/11 倍。

风险提示：煤价波动带来的热电板块业绩波动、园区化进展不及预期。

6. 风险提示

1) 全球经济波动带来出口需求下滑：若出现全球性经济萧条，将对我国纺织服装、尤其制造业出口需求造成负面影响。

2) 国内宏观经济波动导致内需下滑：若宏观经济下滑带来居民可支配收入下降、消费热情下降、零售环境遇冷，将对品牌服饰企业零售表现带来负面影响。

3) 大宗商品价格波动带来的原材料成本波动：参考 2011 年受量化宽松影响下全球大宗商品经历了整体大涨后大跌的周期，棉价波动剧烈，带动当年棉纺企业、尤其上游纱线企业业绩波动剧烈。若未来出现全球性经济危机带来货币波动、影响大宗商品价格、致棉价大幅波动，将对生产制造企业成本管控带来巨大挑战。

4) 汇率意外波动：若人民币意外大幅升值，将对海外投资较多的制造业形成较大汇兑损失、以及对出口企业需求带来负面影响。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

