

行业研究/中期策略

2018年05月27日

行业评级:

纺织服装 增持(调高)

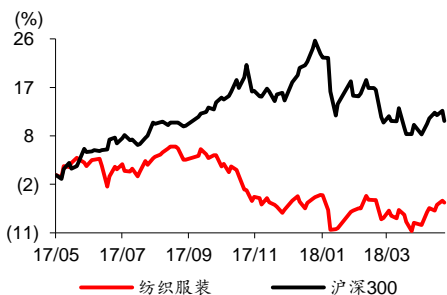
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

汤培青 021-28972050
联系人 tangpeiqing@htsc.com

相关研究

- 1《歌力思(603808,买入): 内生增长强劲, 多品牌协同显现》2018.04
- 2《太平鸟(603877,增持): 库龄结构优化, Q4销售复苏显著》2018.04
- 3《南极电商(002127,增持): 战略执行顺利, 壁垒优势渐现》2018.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

本土品牌正崛起, 板块布局迎良机

纺织服装行业 2018 年中期投资策略

纺服板块行情复苏, 看好完成转型的优质龙头企业

年初至5月9日, 纺织服装板块下跌了0.74%, 跑赢沪深300 2.42个百分点, 其中纺织板块下跌7.42%, 服装板块上涨2.20%。部分龙头企业在过去几年完成了品牌、渠道、供应链等多方面的调整, 转型成本基本消化完毕; 企业内生单店良性增长, 外延扩张速度恢复。我们认为, 年初至今服装板块的上涨主要是休闲服饰等子板块的估值修复; 伴随消费环境改善, 服装家纺行业复苏确立, 转型后的优质龙头企业2018年将驶入增长快车道, 成为下半年板块上涨的核心逻辑, 上调行业评级至“增持”。

品牌零售: 企业景气指数回升, 女装/家纺/休闲服饰表现亮眼

2018Q1 纺织业与纺织服装、服饰业的企业景气指数持续提升; 从终端来看, Q1 全国50家重点大型零售企业服装类零售额累计同比增长6.5%, 增速高于上年同期6.7个百分点。各子板块中, 女装受并表因素与运营能力增强单店销量提升的驱动, 2017&2018Q1 业绩表现依旧亮眼; 家纺板块延续了2017年以来复苏的趋势, Q1 营收仍保持20%以上的增速; 休闲服装板块调整2017年接近尾声, 是Q1 营业收入增速最快的子板块。

纺织制造: 营收小幅增长, 成本汇率波动削弱利润

国内服装终端消费回暖与全球经济的温和增长为纺织制造企业提供了稳定增长的订单, 板块内企业营收小幅增长。自2017年初以来人民币汇率波动较大, 影响出口企业盈利情况; 2018年国内外棉花供不应求, 棉价涨价预期升温, 短期有望改善棉企业绩。此外, 我们认为贸易战对纺织服装出口企业影响有限, 主要由于1) 我国纺织企业近几年加速海外产能布局, 部分企业从国内直接出口至美国的占比已降至个位数; 2) 此次贸易战主要针对与技术转让、知识产权有关的类目。

投资建议: 品牌服饰布局转型后优质企业, 纺织服装关注棉企龙头

纺织服装板块多个子行业调整结束, 复苏态势确立, 上调纺织服装行业至“增持”评级。个股方面, 品牌服饰板块推荐企业转型效果显著的休闲服饰和中高端女装, 重点推荐太平鸟、歌力思, 建议关注森马服饰、拉夏贝尔; 纺织制造板块由于棉价上涨预期, 建议关注棉企龙头百隆东方、鲁泰A。此外, 电商板块重点推荐新快消品战略下GMV高速增长, 头部品类竞争优势渐现的南极电商。

风险提示: 1) 国内消费复苏不及预期; 2) 海外消费环境及政治变化超预期; 3) 品牌服饰企业存货跌价计提增加; 4) 原材料成本大幅波动; 5) 汇率大幅波动。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603877	太平鸟	32.53	增持	0.95	1.39	1.77	2.47	34.24	23.40	18.38	13.17
603808	歌力思	24.50	买入	0.90	1.16	1.47	1.85	27.22	21.12	16.67	13.24
002127	南极电商	10.34	增持	0.33	0.50	0.73	0.95	31.33	20.68	14.16	10.88

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

纺服板块行情复苏，休闲服装领跑涨幅	5
品牌零售：景气度回升，优质龙头业绩向好	6
消费者信心指数提高，可选消费持续回暖	6
板块内部分化，行业存货周转改善明显	7
公司业绩分析：女装/家纺/休闲服装表现突出	8
男装：多公司营收改善，运营提升逐步降费	8
女装：并表影响叠加中高端复苏，女装板块持续发力	9
休闲服装：转型成果渐现，18 年驶入增长快车道	10
鞋帽：企业表现分化，行业仍在调整中	10
家纺：购买频率增多+产品品质提高，行业发展空间大	11
纺织制造：营收小幅增长，成本汇率波动削弱利润	12
18Q1 纺织品出口增长较快，贸易战影响有限	12
全球纺织品需求回暖，丝绸/印染运营改善	13
公司业绩分析：龙头企业优势显现，预计棉价上涨影响业绩	14
印染：环保趋严下强者愈强，航民营收利润双增	14
毛纺：营收稳健增长，成本影响利润波动	15
辅料：业绩受原材料价格提升与汇率波动影响	16
棉纺：终端回暖营收增长，18 年关注棉价变化	16
丝绸：嘉欣丝绸控费出色，麻纱业务拖累金鹰股份	17
内生良性增长&外延扩张恢复，本土龙头迎来转型红利	18
提升品牌形象，重获消费者心智	19
重视研发升级调性，摆脱“土”标签	19
品牌营销增加曝光度，重回消费者视野	20
改善渠道结构，外延提速接近客流	21
线下渠道调整结束，绑定优质渠道商	21
线上渠道竞争加剧，流量红利转为品牌红利	22
加快周转速度，布局供应链信息化	24
累积稳定工厂资源，快反模式提高产销率	24
RFID 助力单品数据化，全链条跟踪有效调拨	24
投资建议及相关标的	26
风险提示	28

图表目录

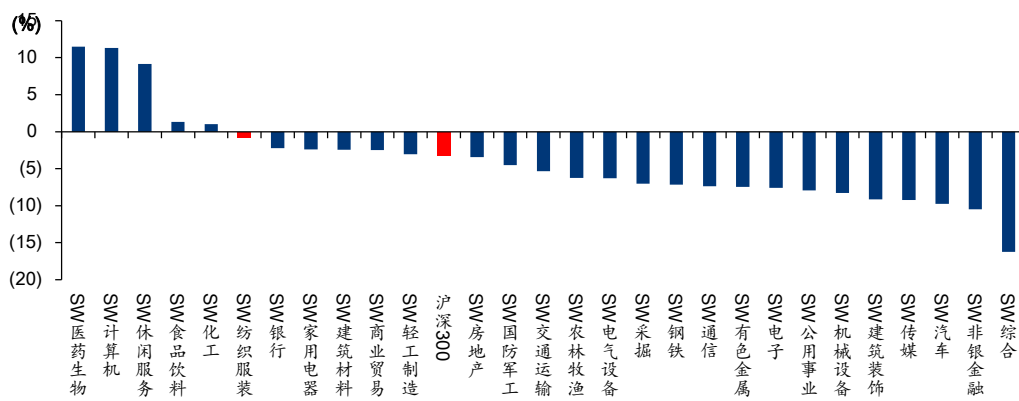
图表 1: 2018 年以来纺织服装板块涨跌幅 (截至 2018 年 5 月 9 日)	5
图表 2: 2018 年以来纺织服装子板块涨跌幅 (截至 2018 年 5 月 9 日)	5
图表 3: 2018 年以来板块涨幅前十公司 (截至 2018 年 5 月 9 日)	5
图表 4: 2018 年以来板块跌幅前十公司 (截至 2018 年 5 月 9 日)	5
图表 5: 纺织服装企业景气指数	6
图表 6: 消费者信心指数	6
图表 7: 限额以上企业可选消费商品零售额累计同比 (%)	6
图表 8: 全国 50 家重点大型零售企业零售额与服装类零售额当月同比 (%)	7
图表 9: 2012-2017 年我国服装鞋帽线上渠道销售额占比	7
图表 10: 2012-2017 年我国家纺线上渠道销售额占比	7
图表 11: 服装家纺各子板块 2017 及 2018Q1 业绩增速	8
图表 12: 服装家纺各子板块存货周转天数 (整体法) (单位: 天)	8
图表 13: 服装家纺各子板块应收账款周转天数 (整体法) (单位: 天)	8
图表 14: 男装板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	8
图表 15: 男装板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	9
图表 16: 男装板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	9
图表 17: 女装板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	9
图表 18: 女装板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	9
图表 19: 女装板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	9
图表 20: 休闲服装板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	10
图表 21: 休闲服装板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	10
图表 22: 休闲服装板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	10
图表 23: 鞋帽板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	10
图表 24: 鞋帽板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	11
图表 25: 鞋帽板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	11
图表 26: 家纺板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	11
图表 27: 家纺板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	11
图表 28: 家纺板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	11
图表 29: 摩根大通全球综合 PMI	12
图表 30: IMF 预测: 全球 GDP 实际增长率 (%)	12
图表 31: 纺织纱线、织物及制品出口总值累计值 (左轴) 与累计同比增速 (右轴)	12
图表 32: 服装及衣着附件出口总值累计值 (左轴) 与累计同比增速 (右轴)	12
图表 33: 人民币汇率走势 (中间价: 美元兑人民币)	13
图表 34: 2014 年以来 328 棉价 (单位: 元/吨, 左轴) 及 Cotlook:A 指数走势 (单位: 美分/磅, 右轴)	13
图表 35: 纺织制造各子板块 2017 及 2018Q1 业绩增速	14
图表 36: 纺织制造各子板块存货周转天数 (整体法) (单位: 天)	14
图表 37: 纺织制造各子板块应收账款周转天数 (整体法) (单位: 天)	14
图表 38: 印染板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	14
图表 39: 印染板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	15
图表 40: 印染板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	15
图表 41: 毛纺板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	15
图表 42: 毛纺板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	15
图表 43: 毛纺板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	15
图表 44: 辅料板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	16
图表 45: 辅料板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	16
图表 46: 辅料板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	16

图表 47: 棉纺板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	16
图表 48: 棉纺板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	17
图表 49: 棉纺板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	17
图表 50: 丝绸板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速	17
图表 51: 丝绸板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动	17
图表 52: 丝绸板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动	17
图表 53: 我国品牌服装企业转型十年	18
图表 54: 2016&2017 年中国、日本、美国童装行业 CR10	19
图表 55: 2016&2017 年中国、日本、美国男装行业 CR10	19
图表 56: 2016&2017 年中国、日本、美国女装行业 CR10	19
图表 57: 2016&2017 年中国、日本、美国鞋履行业 CR10	19
图表 58: 2016&2017 年中国、日本、美国运动服饰行业 CR10	19
图表 59: 2016&2017 年中国、日本、美国家纺行业 CR10	19
图表 60: 2014-2017 年太平鸟研发费用 (左轴, 单位: 万元) 及研发费用占营业收入比例 (右轴)	20
图表 61: 2014-2017 年太平鸟上市服装新款色数量	20
图表 62: 从左至右分别为太平鸟与迪士尼、小黄人、百事推出的品牌联名合作款	20
图表 63: 歌力思旗下 Ed Hardy 与 Umbro2018 世界杯联名系列 (俄罗斯队)	20
图表 64: 森马、海澜之家聘请当红明星做代言人	21
图表 65: 太平鸟与时尚杂志 VOGUE 合作	21
图表 66: 2017 年中国消费者对不同品类的品牌偏好	21
图表 67: 2015-2017 年服装家纺板块重点公司线下门店数量	22
图表 68: 与太平鸟合作的线下渠道商	22
图表 69: 2015-2017 年太平鸟购物中心店数量	22
图表 70: 阿里巴巴实现每单位 GMV 可以获得的市場服务收入变化	23
图表 71: 2012-2017 年天猫“双十一”活动女装销售品牌排名	23
图表 72: 2016-2017 年服装家纺板块重点公司线上营业收入	23
图表 73: 太平鸟 TOC 模式	24
图表 74: 太平鸟 PeaceBird 男装执行 TOC 模式后的销售数据表现	24
图表 75: RFID 技术可以快速跟踪各环节数据	25
图表 76: 拉夏贝尔借力 RFID 技术, 进行货品有效调拨	25
图表 77: 2015-2017 年服装家纺重要公司存货周转天数	25
图表 78: 2011-2016 年 Fast retailing/H&M/Inditex 存货周转天数	25

纺服板块行情复苏，休闲服装领跑涨幅

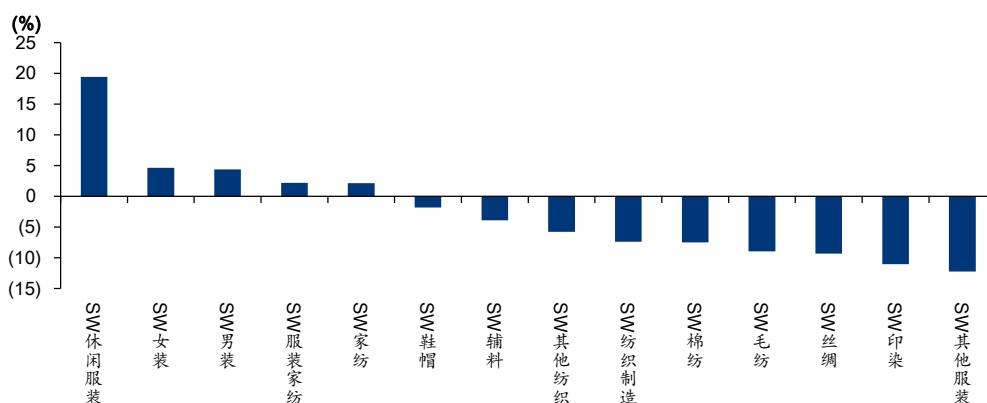
年初至5月9日，纺织服装板块下跌了0.74%，涨幅位列申万28个一级行业第六，跑赢沪深300 2.42个百分点，本轮行业复苏主要是部分子板块的估值修复。其中纺织板块下跌7.42%，服装板块上涨2.20%；子行业中休闲服装表现亮眼，上涨达19.39%，大幅领先其他板块。

图表1：2018年以来纺织服装板块涨跌幅（截至2018年5月9日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所 注：按流通市值加权平均

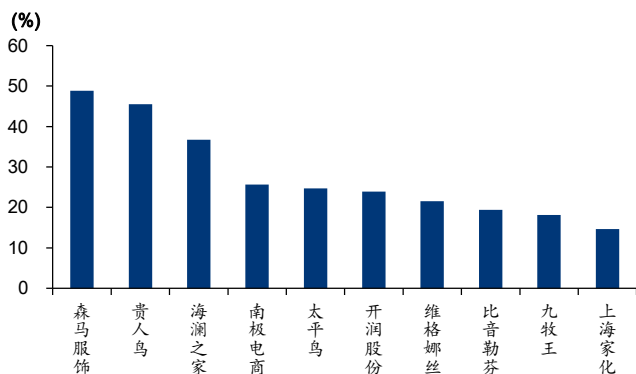
图表2：2018年以来纺织服装子板块涨跌幅（截至2018年5月9日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所 注：按流通市值加权平均

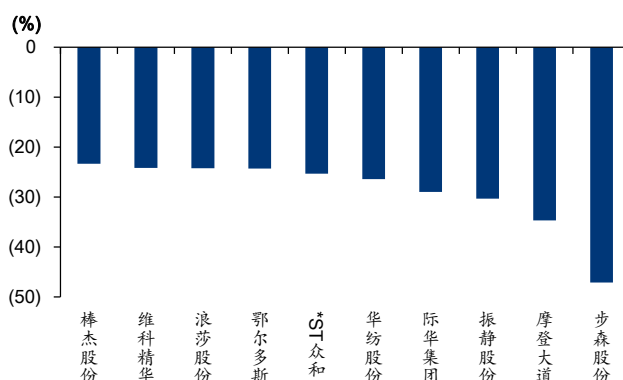
2018年初至今板块内涨幅前五的公司为森马服饰、贵人鸟、海澜之家、南极电商、太平鸟；跌幅前五的公司为步森股份、摩登大道、振静股份、际华集团、华纺股份。

图表3：2018年以来板块涨幅前十公司（截至2018年5月9日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2018年以来板块跌幅前十公司（截至2018年5月9日）



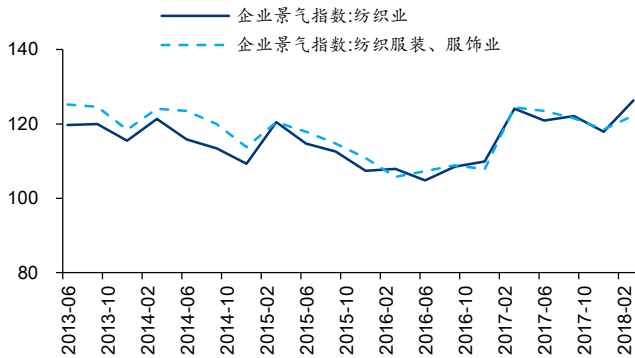
资料来源：Wind，华泰证券研究所

品牌零售：景气度回升，优质龙头业绩向好

消费者信心指数提高，可选消费持续回暖

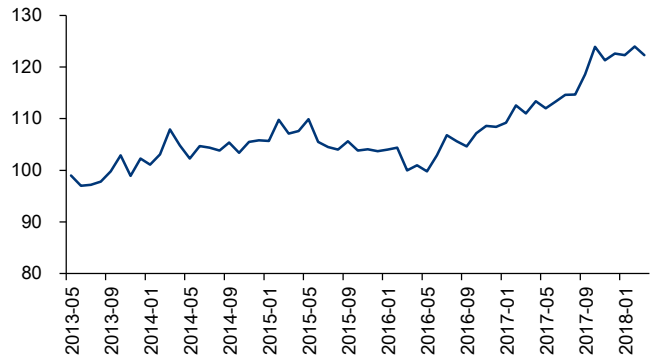
自2016年下半年以来，随着宏观经济稳步复苏，企业景气指数与消费者信心指数不断攀升，消费行业持续回暖。2018Q1纺织业与纺织服装、服饰业的企业景气指数提升，其中纺织业一季度企业景气指数为近5年来新高；消费者信心指数也位于高位，1-3月指数分别为122.3、124、122.3。

图表5：纺织服装企业景气指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

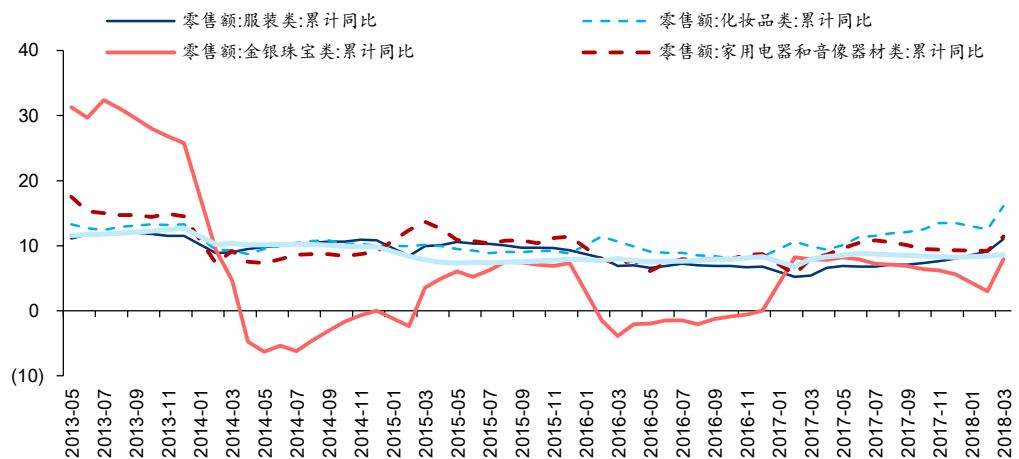
图表6：消费者信心指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

根据国家统计局的数据，2018年1-3月限额以上企业商品零售额累计同比增长8.6%。分品类看，限额以上服装、化妆品、金银珠宝、家用电器企业1-3月份分别累计同比增长11%/16.1%/7.9%/11.4%，增速同比提升5.6/6.2/0.0/3.4个百分点；可选消费四大品类中服装与化妆品销售增速同比上涨较快，表现亮眼，金银珠宝增速略有放缓。

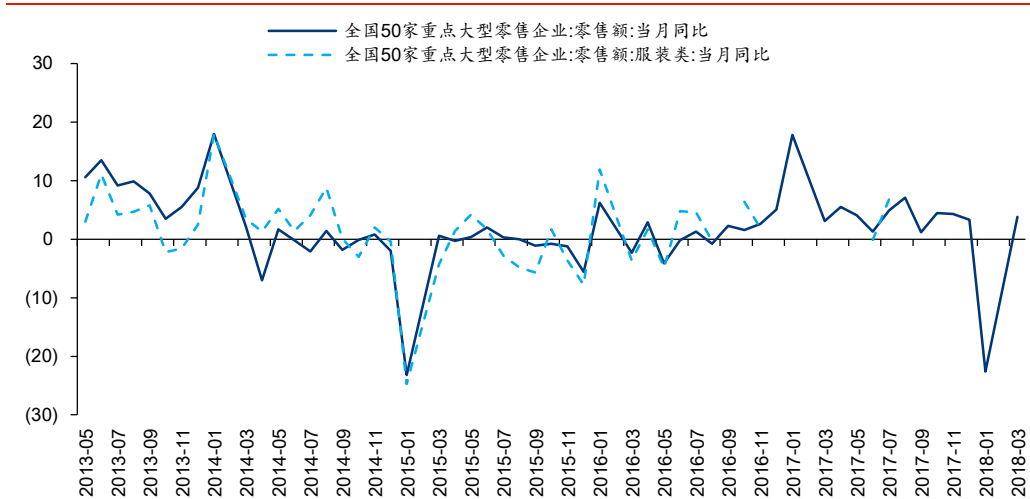
图表7：限额以上企业可选消费商品零售额累计同比 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

终端销售数据方面，根据中华商业信息网统计的数据，2018年1月与3月全国50家重点大型零售企业零售额当月同比分别为-22.6%与3.8%。2018年1月数据明显低于2017年1月17.8%的增速；下降主要由于2017和2018年春节分别位于1月和2月，春节因素会拉动当月增速变快。从一季度整体来看，2018Q1全国50家重点大型零售企业零售额累计同比增长2.6%，增速高于上年同期0.6个百分点；其中服装类零售额累计同比增长6.5%，增速高于上年同期6.7个百分点，化妆品类零售额累计同比增长11.0%；终端数据再次验证服装与化妆品品类的销售回暖。

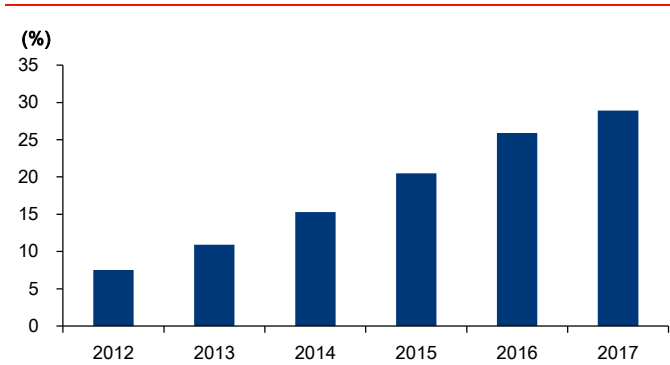
图表8： 全国50家重点大型零售企业零售额与服装类零售额当月同比 (%)



资料来源：中华商业信息网，Wind，华泰证券研究所

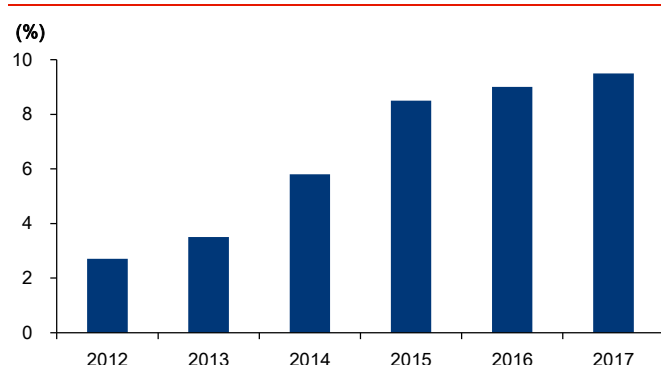
分渠道来看，服装家纺线上销售额的占比不断扩大。根据 Euromonitor 的数据，2017 年服装鞋帽线上渠道的销售额占比为 28.9%，家纺线上销售额占比为 9.5%，分别比 2016 年增加了 3 个百分点和 0.5 个百分点。

图表9： 2012-2017 年我国服装鞋帽线上渠道销售额占比



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表10： 2012-2017 年我国家纺线上渠道销售额占比



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

板块内部分化，行业存货周转改善明显

按照申万行业分类，纺织服装行业 A 股 92 家公司 2017 年营业收入、利润总额与归母净利润同比增长率分别为 14.97%、-2.53%与-3.37%，增速分别同比上升了 0.10 个百分点、下降了 15.58 个百分点与下降了 17.33 个百分点；2018Q1 营业收入、利润总额与归母净利润同比增长率分别为 15.83%、-2.92%与-3.09%，增速分别同比上升了 6.76 个百分点、5.35 个百分点与 3.81 个百分点。

服装家纺板块 A 股 53 家公司 2017 年营业收入、利润总额与归母净利润同比增长率分别为 14.41%、-11.61%与-16.55%，增速分别同比下降了 1.01 个百分点、13.18 个百分点与 19.22 个百分点；2018Q1 营业收入、利润总额与归母净利润同比增长率分别为 12.97%、-3.13%与-4.37%，增速分别同比上升了 5.31 个百分点、10.57 个百分点与 7.81 个百分点。

在各子板块之中，女装受并表因素与运营能力增强单店销量提升的驱动，2017&2018Q1 业绩表现依旧亮眼；2017/2018Q1 营收同比增速为 43.61%/29.71%，归母净利润增速为 30.79%/44.11%。家纺板块延续了 2017 年以来复苏的趋势，2018Q1 营业收入仍保持 20% 以上的增速。休闲服装板块调整 2017 年接近尾声，2018 年驶入发展快车道，2017/2018Q1 营收同比增速为 46.71%/43.61%，归母净利润增速为-17.80%/28.98%，成为一季度营业收入增速最快的子板块。

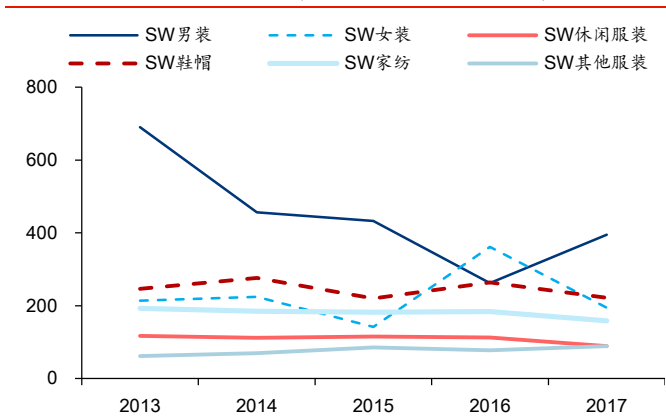
图表11: 服装家纺各子板块 2017 及 2018Q1 业绩增速

板块名称	成份股个数	2017 营业收入		2018Q1 营业收入		2017 利润总额		2018Q1 利润总额		2017 归母净利润		2018Q1 归母净利润	
		同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率
SW 纺织服装	92	14.97%	15.83%	-2.53%	-2.92%	-3.37%	-3.09%						
SW 服装家纺	53	14.41%	12.97%	-11.61%	-3.13%	-16.55%	-4.37%						
SW 男装	10	-5.74%	-3.96%	-20.41%	-20.39%	-25.17%	-22.76%						
SW 女装	7	43.61%	29.71%	36.88%	49.79%	30.79%	44.11%						
SW 休闲服装	6	46.71%	43.61%	-9.93%	26.22%	-17.80%	28.98%						
SW 鞋帽	7	4.04%	3.15%	-24.41%	15.49%	-31.67%	18.24%						
SW 家纺	5	29.27%	21.69%	15.27%	29.19%	16.81%	30.44%						
SW 其他服装	18	0.88%	-0.75%	-21.53%	-14.02%	-24.44%	-13.26%						

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

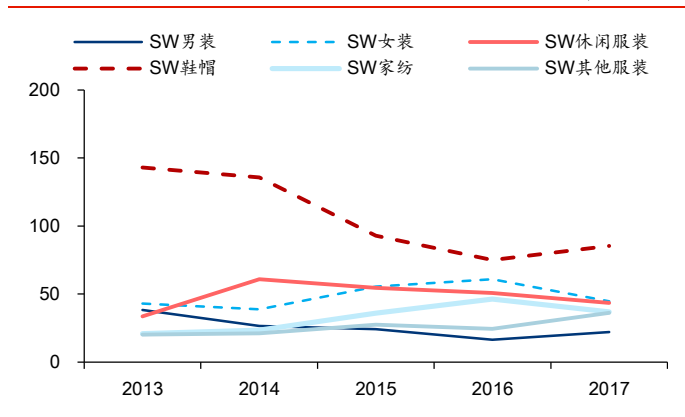
运营方面, 女装、家纺、鞋帽、休闲服装 2017 年存货周转天数分别同比下降了 167、25、42、24 天, 在销售提振的同时, 行业库存逐步得以消化, 运营效率持续改善; 受地产政策变化, 雅戈尔存货周转天数大幅提升, 影响整体男装板块的存货周转天数。女装、家纺、休闲服装 2017 年应收周转天数分别同比下降了 16、9、7 天, 资金使用效率提高。

图表12: 服装家纺各子板块存货周转天数(整体法)(单位: 天)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 服装家纺各子板块应收账款周转天数(整体法)(单位: 天)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司业绩分析: 女装/家纺/休闲服装表现突出

男装: 多公司营收改善, 运营提升逐步降费

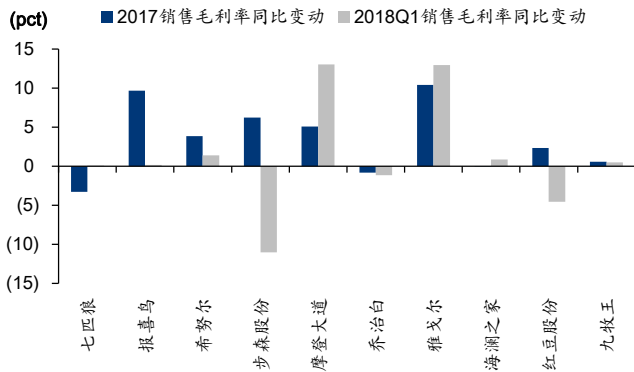
男装板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 -5.74%/-3.96%、-20.41%/-20.39%、-25.17%/-22.76%。受地产行业周期性因素的影响和投资业务的资产减值准备, 雅戈尔营收端和利润端均出现较大幅度的下滑。除雅戈尔外, 多家男装企业营收有改善; 此外, 随着运营能力提升, 多家企业实现期间费用率的同比下降。

图表14: 男装板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入		2018Q1 营业收入		2017 利润总额		2018Q1 利润总额		2017 归母净利润		2018Q1 归母净利润	
	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	
七匹狼	16.87%	13.9%	10.83%	19.39%	18.48%	18.45%						
报喜鸟	29.52%	32.94%	109.6%	100.55%	106.71%	150.21%						
希努尔	11.33%	-15.72%	404.75%	27.13%	390.66%	28.88%						
步森股份	-6.96%	55.75%	-272.58%	29.47%	-612.26%	31.29%						
摩登大道	22.16%	26.18%	136.76%	-52.96%	146.94%	-61.54%						
乔治白	12%	23.84%	13.91%	31.75%	19.62%	26.73%						
雅戈尔	-33.94%	-50.46%	-82.29%	-59.79%	-91.95%	-59.64%						
海澜之家	7.06%	12.16%	7.06%	14.44%	6.6%	11.97%						
红豆股份	-10.76%	20.88%	239.75%	34.19%	281.41%	51.3%						
九牧王	12.94%	12.47%	23.41%	22.5%	16.81%	21.37%						

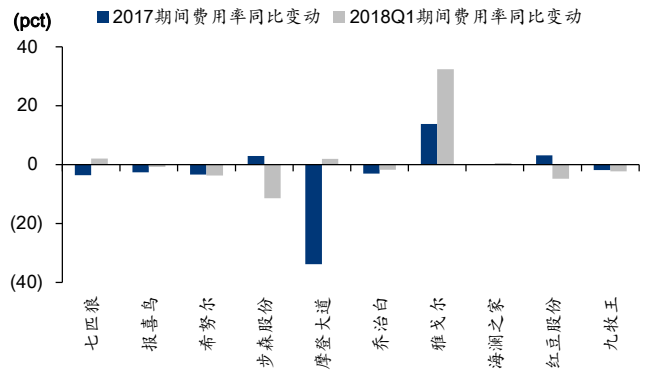
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 男装板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 男装板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

女装: 并表影响叠加中高端复苏, 女装板块持续发力

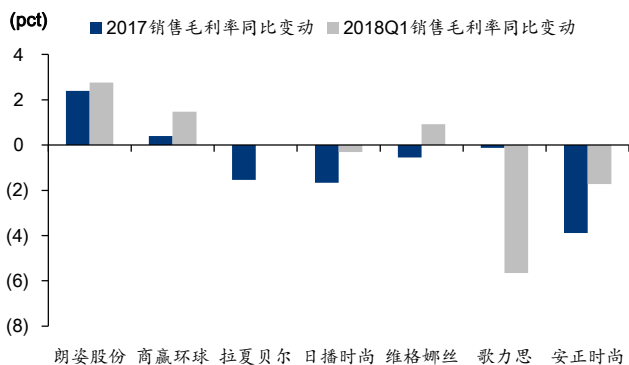
女装板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 43.61%/29.71%、36.88%/49.79%、30.79%/44.11%。2017 年由于新业务并表拉动, 朗姿股份/商赢环球/维格娜丝/歌力思的营收都实现了较大规模的增长。另外, 在中高端消费复苏的大环境下, 女装企业运营能力强, 内生长成强劲, 部分企业单店销售额同比增长可达 20%左右。歌力思、维格娜丝、安正时尚 2018Q1 运营效率提高, 期间费用率有明显下降。

图表17: 女装板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入 同比增长率	2018Q1 营业收入 同比增长率	2017 利润总额 同比增长率	2018Q1 利润总额 同比增长率	2017 归母净利润 同比增长率	2018Q1 归母净利润 同比增长率
朗姿股份	72.06%	20.47%	15.72%	123.11%	14.36%	71.75%
商赢环球	409.09%	46.47%	745.23%	30.60%	629.13%	40.97%
拉夏贝尔	5.24%	9.88%	-5.01%	26.17%	-6.29%	33.68%
日播时尚	13.12%	16.34%	-0.73%	39.96%	10.59%	30.12%
维格娜丝	244.50%	142.40%	137.50%	135.17%	89.32%	119.64%
歌力思	81.35%	69.28%	78.08%	52.34%	52.72%	33.18%
安正时尚	17.78%	26.84%	16.92%	30.54%	15.69%	30.09%

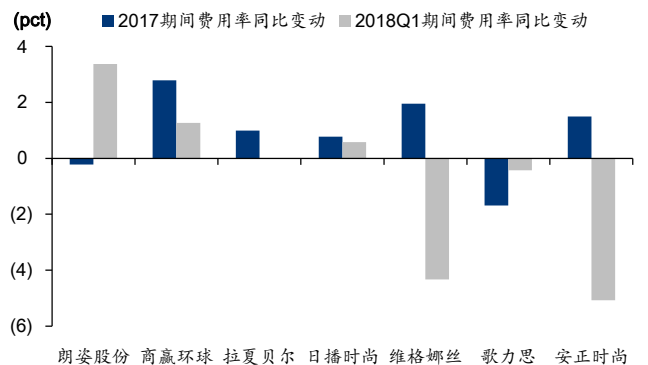
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 女装板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 女装板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

休闲服装：转型成果渐现，18年驶入增长快车道

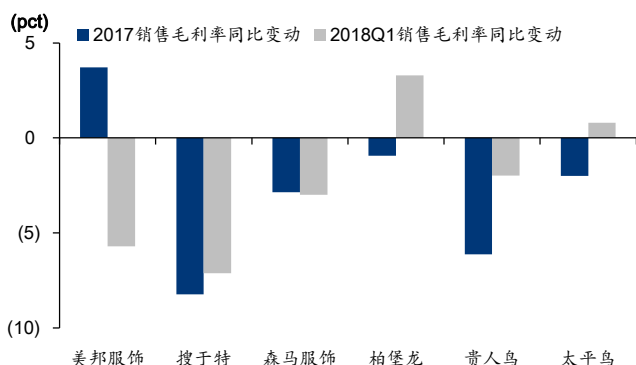
休闲服装板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 46.71%/43.61%、-9.93%/26.22%、-17.8%/28.98%。经过多年在产品端和渠道端的精细化管理，休闲服装的转型成果逐渐显现。相比中高端商品，休闲服装线上占比较高；线上商品打折力度大，毛利率相对较低，随着休闲服饰线上销售占比的提升，公司整体的销售毛利率略有下滑。从费用端来看，美邦服饰、搜于特、森马服饰积极控费，2018Q1 均实现期间费用率的下降。

图表20： 休闲服装板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入 同比增长率	2018Q1 营业收入 同比增长率	2017 利润总额 同比增长率	2018Q1 利润总额 同比增长率	2017 归母净利润 同比增长率	2018Q1 归母净利润 同比增长率
美邦服饰	-0.72%	30.12%	-282.93%	51.89%	-942.95%	74.21%
搜于特	190.04%	101.33%	95.34%	9.15%	69.43%	11.17%
森马服饰	12.74%	21.57%	-19.30%	23.01%	-20.23%	23.88%
柏堡龙	28.53%	0.09%	8.98%	1.47%	9.24%	0.80%
贵人鸟	42.70%	8.48%	-39.27%	0.74%	-46.25%	2.20%
太平鸟	12.99%	14.49%	19.35%	148.10%	6.72%	131.88%

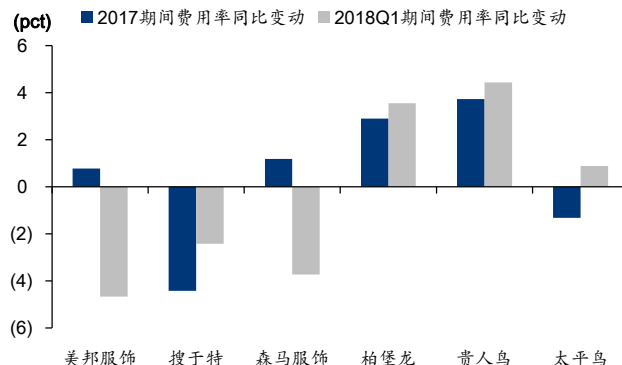
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21： 休闲服装板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22： 休闲服装板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

鞋帽：企业表现分化，行业仍在调整中

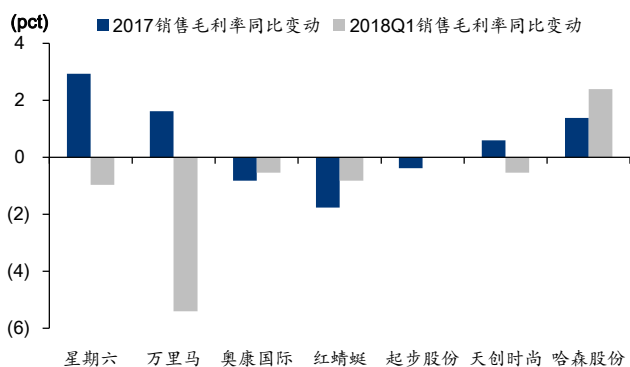
鞋帽板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 4.04%/3.15%、-24.41%/15.49%、-31.67%/18.24%。整体来看鞋帽行业仍处在调整阶段，与品牌服饰其他行业比相对疲软。部分企业表现出色，天创时尚 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 12.01%/27.64%、41.09%/99.97%、60.25%/125.55%。从费用端来看，多家企业运营效率提高，红蜻蜓、天创时尚 2017/2018Q1 期间费用率均实现下降。

图表23： 鞋帽板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入 同比增长率	2018Q1 营业收入 同比增长率	2017 利润总额 同比增长率	2018Q1 利润总额 同比增长率	2017 归母净利润 同比增长率	2018Q1 归母净利润 同比增长率
星期六	1.30%	-8.69%	-1208.51%	43.54%	-1789.31%	66.67%
万里马	0.38%	28.74%	0.41%	-105.75%	0.89%	-106.42%
奥康国际	0.36%	-1.55%	-26.97%	3.15%	-25.80%	4.75%
红蜻蜓	12.99%	3.81%	34.65%	-0.23%	36.79%	4.01%
起步股份	8.56%	4.06%	10.12%	11.90%	10.68%	9.15%
天创时尚	12.01%	27.64%	41.09%	99.97%	60.25%	125.55%
哈森股份	-11.03%	-3.80%	-80.42%	7.26%	-77.42%	-4.40%

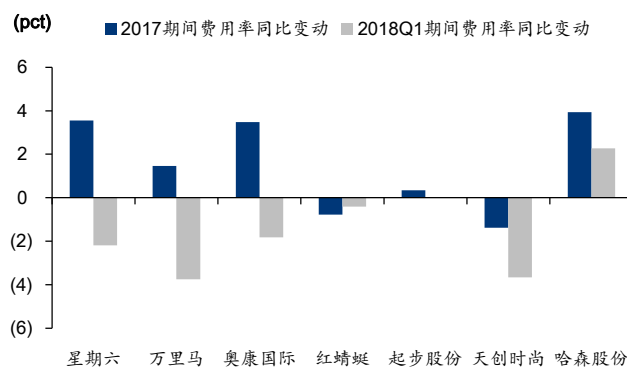
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24: 鞋帽板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 鞋帽板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

家纺: 购买频率增多+产品品质提高, 行业发展空间大

家纺板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 29.27%/21.69%、15.27%/29.19%、16.81%/30.44%，行业发展强劲。随着消费升级的演进，消费者逐渐从外人看得见的外部升级（如服饰、箱包），向内部升级（如家纺、内衣）。

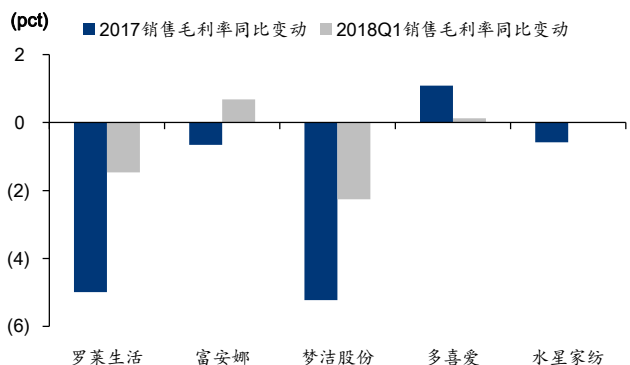
家纺行业的消费升级主要包括两方面：1) 购买频率的增多，消费者更注重卫生健康和品质感受，增加家纺产品的洗涤、更换频率，使得家纺从多年一换的低频消费品转变为多月一换，甚至一月一换的中高频消费品；2) 产品品质提高，羽绒被、蚕丝被等功能、品质更优的产品逐步替代棉被等。从企业维度来看，罗莱生活、水星家纺 2017/2018Q1 在营收端和利润端均有两位数增长，基本面持续向好。

图表26: 家纺板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入 同比增长率	2018Q1 营业收入 同比增长率	2017 利润总额 同比增长率	2018Q1 利润总额 同比增长率	2017 归母净利润 同比增长率	2018Q1 归母净利润 同比增长率
罗莱生活	47.89%	10.75%	29.64%	37.54%	34.85%	33.94%
富安娜	13.18%	28.04%	7.90%	15.82%	12.40%	22.13%
梦洁股份	33.69%	46.54%	-20.59%	35.46%	-47.30%	40.85%
多喜爱	1.60%	11.47%	-8.91%	55.88%	7.70%	81.03%
水星家纺	24.53%	24.79%	29.06%	24.71%	30.17%	24.58%

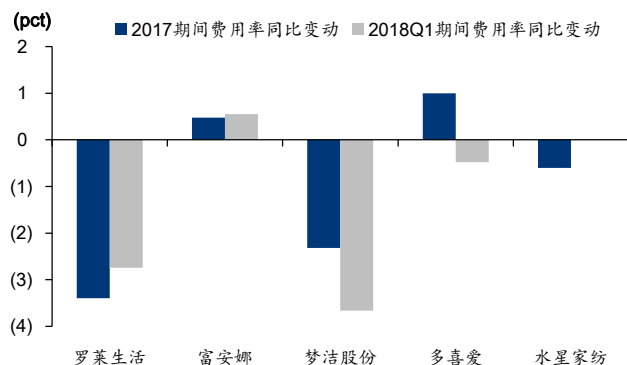
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 家纺板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 家纺板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

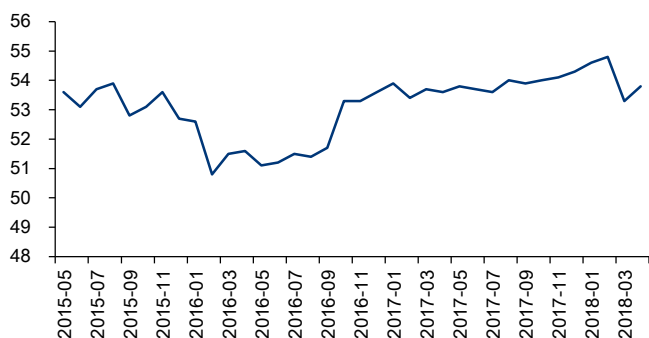
纺织制造：营收小幅增长，成本汇率波动削弱利润

18Q1 纺织品出口增长较快，贸易战影响有限

2017年全球经济稳步增长,摩根大通全球综合 PMI 指数从2016年12月的53.6升至2017年12月的54.3。根据IMF的预测,2018/2019年全球GDP实际增长率将维持在3.94%。全球经济的温和增长为纺织品与服装的出口提供了良好的国际环境。

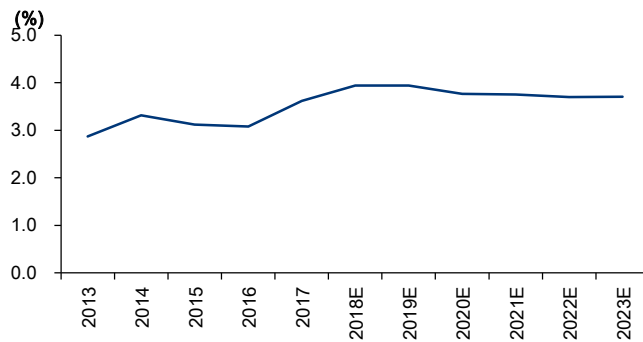
今年3月以来的中美贸易战频频给我国出口型企业施压。我国纺织企业近几年加速海外产能布局(如越南、柬埔寨等),部分企业从国内直接出口至美国的占比已降至个位数。另外,此次贸易战主要针对与技术转让、知识产权有关的类目,我们认为,对劳动密集型的纺织产业影响有限。

图表29： 摩根大通全球综合 PMI



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30： IMF 预测: 全球 GDP 实际增长率 (%)

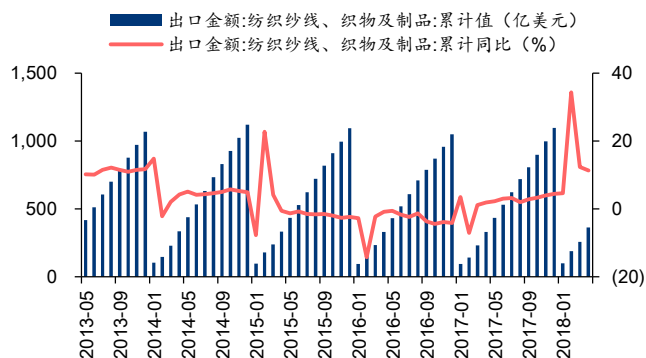


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

据海关统计,2017 全年我国货物贸易进出口总值人民币 27.79 万亿元,比去年同期增长 14.2%;2018 年 1-4 月进出口总值人民币 9.11 万亿元,比去年同期增长 8.9%。其中,2017 年出口 15.33 万亿元,增长 10.8%,进口 12.46 万亿元,增长 18.7%;2018 年 1-4 月出口 4.81 万亿元,增长 6.4%,进口 4.30 万亿元,增长 11.7%。

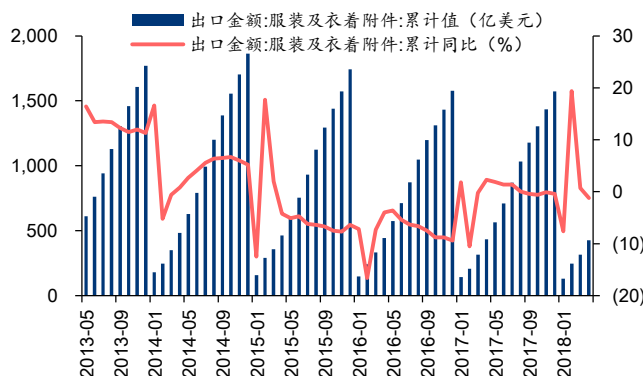
2018 年 1-4 月纺织纱线、织物及制品出口总值 363.72 亿美元,累计同比增速 11.4%,较去年同期累计增速上升 9.5 个百分点,服装及衣着附件出口总值 425.6 亿美元,累计同比增速-1.2%,较去年同期累计增速下降 3.5 个百分点。在纺织加工制造的多个环节中,纺纱环节的技术壁垒相对成衣制造高,技术水平的高低最先决定最终产品的性能表现;而成衣制造严重依赖人工,我国人口红利消退的情况下,竞争优势降低。总体来看,今年前四个月我国纺织纱线、织物及制品出口复苏显著,服装及衣着附件出口相对偏弱。

图表31： 纺织纱线、织物及制品出口总值累计值(左轴)与累计同比增速(右轴)



资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

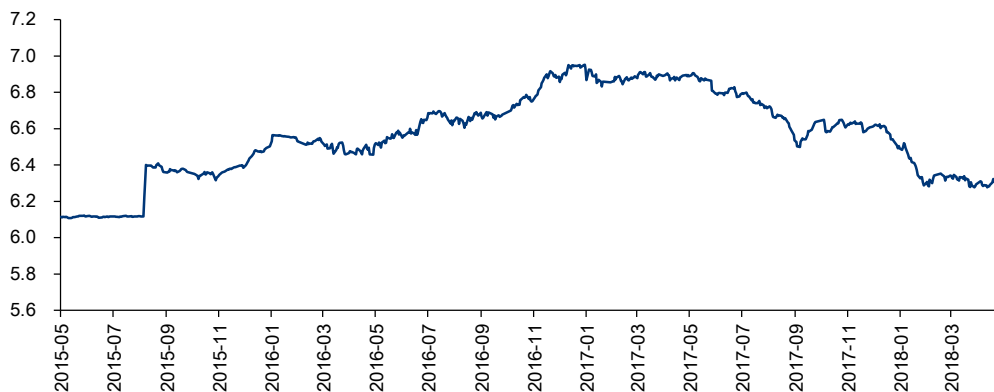
图表32： 服装及衣着附件出口总值累计值(左轴)与累计同比增速(右轴)



资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

自2017年初以来人民币汇率波动较大，影响出口企业盈利情况：一方面实收货币与报表货币之间的转换导致企业毛利率的波动，另一方面企业在结汇时造成汇兑损失（企业出口大多以美元结算）。此外，汇率变化还会对企业的融资成本、汇率套保收益产生影响。

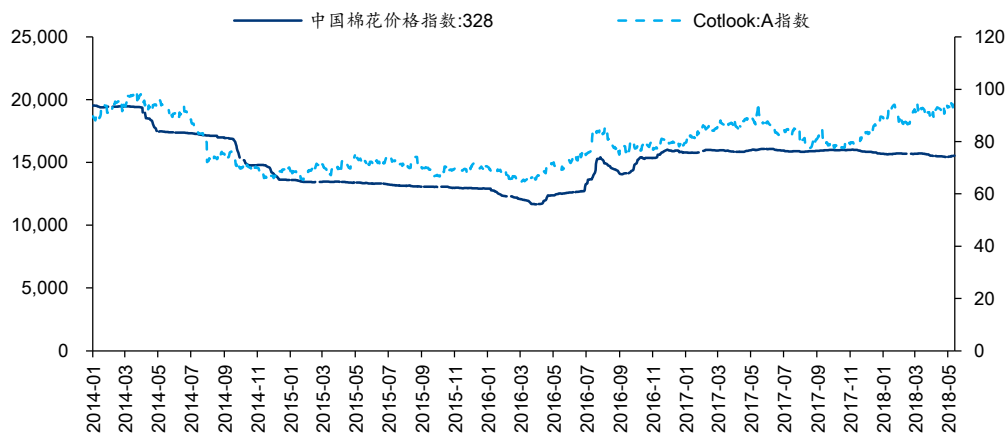
图表33：人民币汇率走势（中间价：美元兑人民币）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018年国内外棉花供不应求，棉价涨价预期升温，年内棉价上行概率较大。从需求端来看，2017年以来，国内服装终端销售复苏明显，带动上游纺织品需求增大；从供给端来看，新疆棉花种植面积及产量均占到全国80%左右，4月以来由于新疆多次风灾与冻害，对今年棉花产量将有一定影响。全球范围，USDA发布5月全球棉花供需预测报告，预计2018/19年度全球棉花产量2638.6万吨，同降1.03%，消费量2731.1万吨，同增3.74%，期末库存1823.3万吨，同降5.33%。USDA预计中国、美国、澳大利亚等棉花产量有所下降。

图表34：2014年以来328棉价（单位：元/吨，左轴）及Cotlook:A指数走势（单位：美分/磅，右轴）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

全球纺织品需求回暖，丝绸/印染运营改善

纺织制造板块A股39家公司2017年营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为15.97%、22.48%、35.38%，增速分别同比上升了1.98个百分点、下降了43.61个百分点与下降了33.59个百分点；2018Q1营业收入、利润总额与归母净利润同比增长率分别为21.43%、-1.99%与2.74%，增速分别同比上升了9.77个百分点、下降了30.58个百分点与下降了27.99个百分点。

全球经济回暖叠加国内服装终端销售上升，纺织品需求增加；此外，部分企业新业务的拓展进一步助力营收端。2017与2018Q1由于汇率波动，导致出口型企业毛利率下滑及汇兑损失增加，拖累利润端。

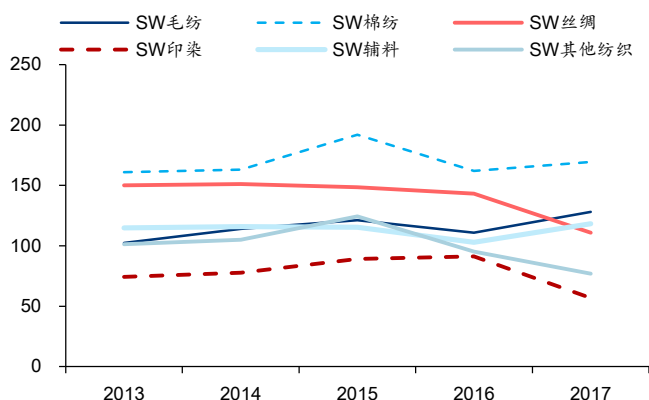
图表35： 纺织制造各子板块 2017 及 2018Q1 业绩增速

板块名称	成份股个数	2017 营业收入同		2018Q1 营业收入同		2017 利润总额		2018Q1 利润总额		2017 归母净利润		2018Q1 归母净利	
		比增长率	比增长率	比增长率	比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率
SW 纺织服装	92	14.97%	15.83%	-2.53%	-2.92%	-3.37%	-3.09%						
SW 纺织制造	39	15.97%	21.43%	22.48%	-1.99%	35.38%	2.74%						
SW 毛纺	7	13.39%	13.74%	8.76%	-32.98%	23.02%	-29.80%						
SW 棉纺	11	15.92%	8.29%	4.69%	-1.08%	10.75%	9.13%						
SW 丝绸	2	22.00%	28.93%	24.47%	35.65%	6.53%	42.28%						
SW 印染	4	8.72%	19.18%	10.59%	34.04%	16.47%	43.67%						
SW 辅料	4	11.46%	24.85%	11.61%	0.41%	10.40%	4.58%						
SW 其他纺织	11	21.10%	56.74%	394.02%	-35.82%	1414.61%	-97.42%						

资料来源：Wind，华泰证券研究所

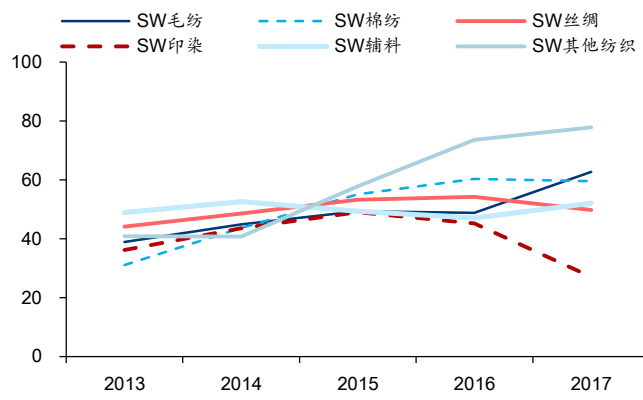
运营方面，2017年棉纺、毛纺、辅料板块存货周转天数出现小幅上升，丝绸、印染去库存较为明显；从应收账款周转天数来看，毛纺和辅料略有上升，棉纺小幅下降，而丝绸与印染分别有4.5天和18天的下降。总体来看，丝绸和印染两个子板块运营改善较为明显。

图表36： 纺织制造各子板块存货周转天数（整体法）（单位：天）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37： 纺织制造各子板块应收账款周转天数（整体法）（单位：天）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司业绩分析：龙头企业优势显现，预计棉价上涨影响业绩

印染：环保趋严下强者愈强，航民营收利润双增

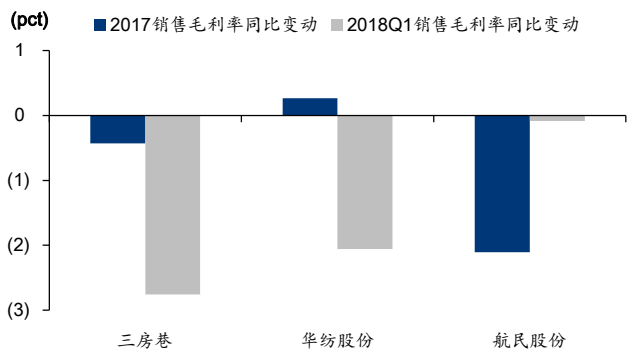
印染板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 8.72%/19.18%、10.59%/34.04%、16.47%/43.67%（包括已更名为旺能环境的美欣达）。目前主营印染业务的三家企业中，航民股份 2017/2018Q1 营收端与利润端实现双增，在环保政策趋严的情况下，龙头企业内外部回流订单增加，成本转嫁能力也更强。

图表38： 印染板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入		2018Q1 营业收入		2017 利润总额		2018Q1 利润总额		2017 归母净利润		2018Q1 归母净利润	
	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	
三房巷	9.12%	11.01%	17.57%	-27.54%	-5.26%	-42.06%						
华纺股份	20.71%	27.87%	-32.13%	9.88%	-33.27%	-19.26%						
航民股份	9.56%	15.97%	0.16%	7.36%	5.66%	10.51%						

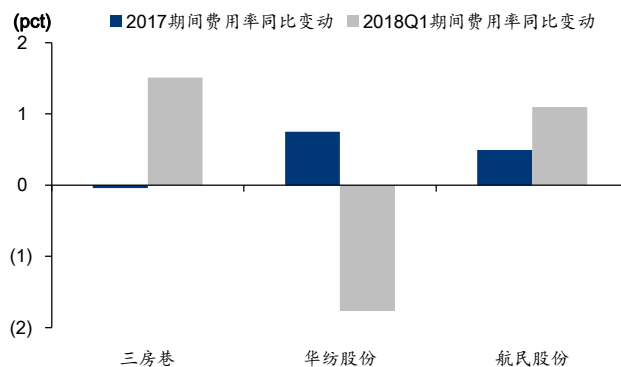
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39: 印染板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 印染板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

毛纺: 营收稳健增长, 成本影响利润波动

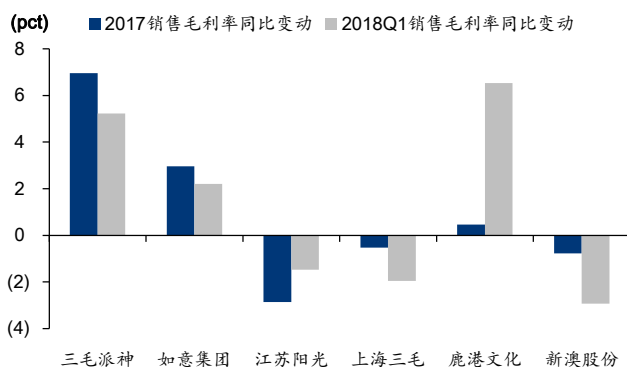
毛纺板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 13.39%/13.74%、8.76%/-32.98%、23.02%/-29.80%。2017 年细支羊毛, 如澳毛、南非毛等价格持续走高, 给板块内企业带来了不小的挑战。从出口来看, 毛纺织在经历了长达 22 个月的负增长后, 2017 年开始转为正增长, 其中服装类毛纺产品的出口增长较快。运营来看, 三毛派神在 2017/2018Q1 同时实现了毛利率增加和费用率的减少, 利润端改善明显。

图表41: 毛纺板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入 同比增长率	2018Q1 营业收入 同比增长率	2017 利润总额 同比增长率	2018Q1 利润总额 同比增长率	2017 归母净利润 同比增长率	2018Q1 归母净利润 同比增长率
三毛派神	12.34%	10.90%	503.07%	104.27%	503.07%	104.27%
如意集团	11.39%	13.03%	28.72%	3.31%	48.29%	78.90%
江苏阳光	2.80%	10.72%	-45.27%	-350.84%	-20.86%	-1204.34%
上海三毛	10.97%	24.16%	-68.11%	-94.25%	-77.62%	-93.98%
鹿港文化	14.55%	11.27%	36.69%	561.62%	64.09%	128.71%
新澳股份	26.02%	13.86%	27.62%	-11.91%	30.32%	-3.77%

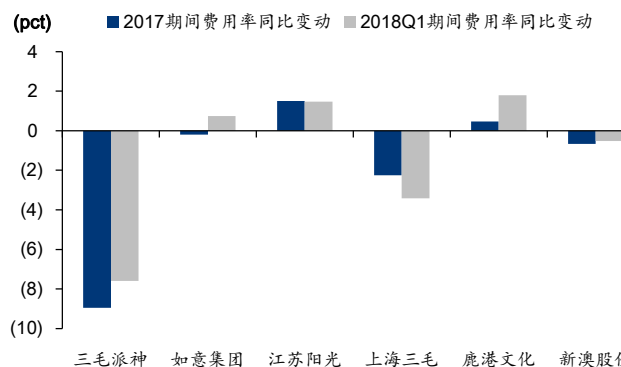
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 毛纺板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 毛纺板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

辅料：业绩受原材料价格提升与汇率波动影响

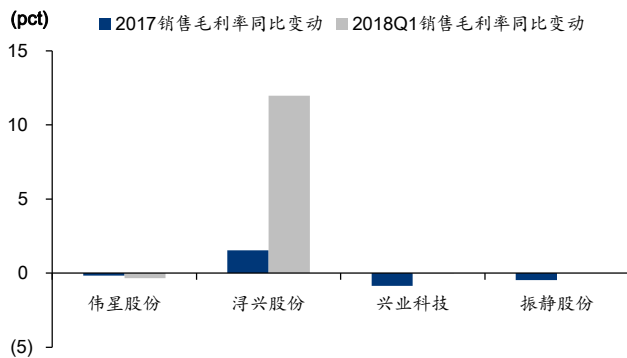
辅料板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 11.46%/24.85%、11.61%/0.41%、10.40%/4.58%。伟星股份作为国内辅料龙头公司，经营稳健，切入军工领域带来新增长点；浔兴股份收购价之链，进军具有高成长性的跨境电商行业；兴业科技由于皮革行业需求疲软、竞争激烈，导致营收下滑。振静股份主营中高档天然皮革的研发、制造与销售，其中汽车革作为公司重点发展产品营收增长较快。

图表44： 辅料板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入	2018Q1 营业收入	2017 利润总额	2018Q1 利润总额	2017 归母净利润	2018Q1 归母净利润
	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率
伟星股份	20.72%	20.26%	18.62%	42.91%	23.38%	74.32%
浔兴股份	58.22%	119.83%	13.49%	-34.83%	0.42%	-57.12%
兴业科技	-17.66%	-19.99%	-27.46%	-16.60%	-28.49%	-16.71%
振静股份	10.79%	3.02%	7.93%	-1.23%	7.02%	10.15%

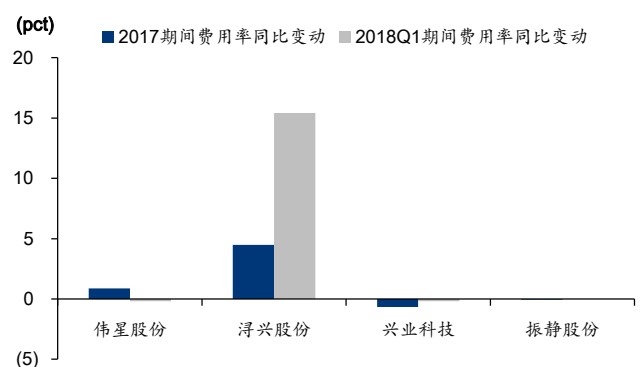
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45： 辅料板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表46： 辅料板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

棉纺：终端回暖营收增长，18 年关注棉价变化

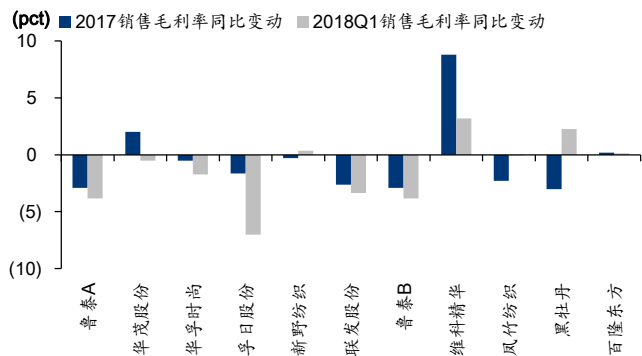
棉纺板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 15.92%/8.29%、4.69%/-1.08%、10.75%/9.13%。2017/2018Q1 整体来看，棉纺企业利润端由于受到汇率和成本的波动下降明显。随着国内外服装终端销售的复苏，棉纺企业的订单量企稳回升。2018 年由于受到天气等因素的影响，棉花出现供不应求的情况，棉价上行压力较大。由于棉企定价方式大多为成本加成，且一般有几个月的库存，棉价的上升短期内将改善企业的利润情况。从运营端来看，多数企业费用率略有下降。

图表47： 棉纺板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入	2018Q1 营业收入	2017 利润总额	2018Q1 利润总额	2017 归母净利润	2018Q1 归母净利润
	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率	同比增长率
鲁泰 A	6.99%	19.14%	-2.46%	-4.27%	4.01%	0.17%
华茂股份	19.20%	19.97%	16.18%	1329.11%	5.54%	743.71%
华孚时尚	42.54%	30.96%	36.28%	23.57%	41.37%	31.88%
孚日股份	10.21%	11.35%	8.11%	-37.50%	8.47%	-32.92%
新野纺织	27.16%	16.25%	41.64%	102.19%	40.84%	128.36%
联发股份	7.09%	13.28%	-9.22%	-25.28%	-8.56%	-25.20%
鲁泰 B	6.99%	19.14%	-2.46%	-4.27%	4.01%	0.17%
维科精华	-13.80%	-24.96%	182.08%	-80.86%	132.60%	52.65%
凤竹纺织	7.75%	7.65%	-45.09%	29.80%	-56.00%	45.53%
黑牡丹	3.43%	-28.50%	4.41%	-52.20%	32.86%	-29.88%
百隆东方	8.78%	-2.51%	-18.23%	-18.54%	-19.38%	-22.72%

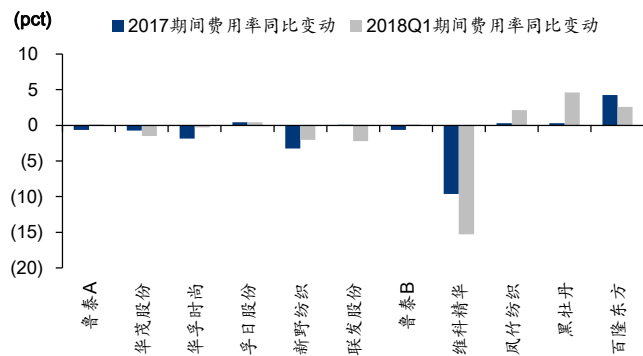
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48: 棉纺板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表49: 棉纺板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

丝绸: 嘉欣丝绸控费出色, 麻纱业务拖累金鹰股份

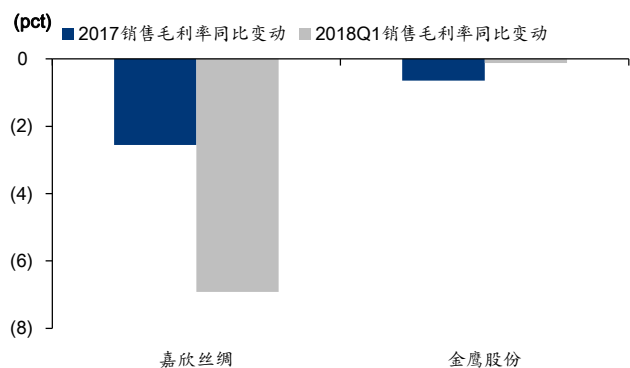
丝绸板块 2017/2018Q1 营业收入、利润总额、归母净利润同比增长率分别为 22%/28.93%、24.47%/35.65%、6.53%/42.28%。嘉欣丝绸 2017 年在全国真丝绸出口(一般贸易方式)排名第一位, 并累积了一批稳定、优质的国际品质客户资源; 2017/2018Q1 营收与利润均表现出色。金鹰股份的麻纱业务 2017 年亏损严重, 拖累公司整体业绩。

图表50: 丝绸板块各企业 2017 及 2018Q1 业绩增速

证券简称	2017 营业收入 同比增长率	2018Q1 营业收入 同比增长率	2017 利润总额 同比增长率	2018Q1 利润总额 同比增长率	2017 归母净利润 同比增长率	2018Q1 归母净利润 同比增长率
嘉欣丝绸	23.06%	33.61%	33.39%	48.49%	12.25%	52.20%
金鹰股份	19.69%	15.94%	-4.67%	-17.85%	-13.10%	-7.09%

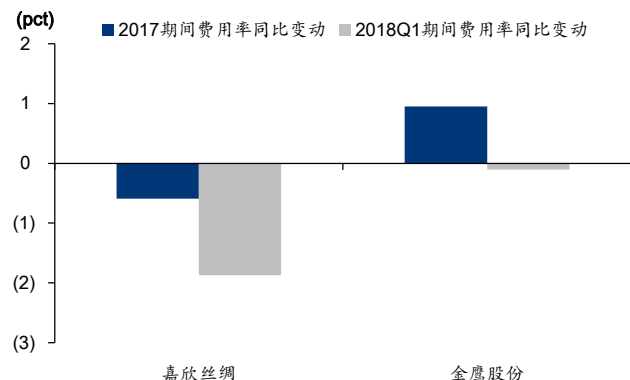
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表51: 丝绸板块各企业 2017 及 2018Q1 销售毛利率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表52: 丝绸板块各企业 2017 及 2018Q1 期间费用率同比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

内生良性增长&外延扩张恢复，本土龙头迎来转型红利

自 2008 年以来，由于经济放缓、国际品牌进入和电商冲击等消费环境的变化，我国本土品牌服饰企业逐渐结束跑马圈地式的粗放式发展，倒逼整个行业进入转型调整期。在转型之前，品牌服饰行业主要有三大问题：

1) 品牌调性与销售价格的不匹配。发展前期，本土品牌通过广告宣传与全国范围内的门店布局，在消费者中累积了一定的品牌知名度；但由于本土品牌在发展前期的主要精力在渠道的拓展，忽视了运营的精细化管理，导致产品设计无法紧跟潮流、加价倍率高，捕获消费者心智的难度加大。品牌调性和销售价格之间的失衡导致消费者开始转向性价比更高或品牌溢价能力更强的淘品牌和国外品牌等。

2) 已有渠道与客流变迁的不匹配。本土品牌在初期渠道布局时，门店以街边店与百货商场店为主；但 2008 年以来，由于电商和商业地产的快速发展，我国消费者的购买习惯发展改变，客流从街边店、传统百货店逐步向电商与购物中心这两大新兴渠道转移，传统渠道客流下降明显。本土品牌已有的部分线下渠道从优势变为包袱。

3) 生产判断和终端销售的不匹配。整个纺织服装行业供应链条长，过去生产周期往往达到数月；此外，由于加盟比例较高，终端的销售情况很难快速反映至上游。终端的销售数据、消费者偏好等信息严重滞后，在生产时企业判断不准确，导致渠道里产品滞销库存积压，削弱企业盈利水平。

2009 年运动服饰行业率先进入转型期，之后休闲服装、中高端男女装、鞋类、户外、家纺也开始针对行业存在的三大问题以及企业内部问题纷纷调整布局。2015 年以来运动服饰、中高端男女装、家纺、休闲服装行业复苏态势明显，公司层面的转型效果出现分化，部分优质龙头企业凭借资本、战略、执行等，在调整过程中脱颖而出。

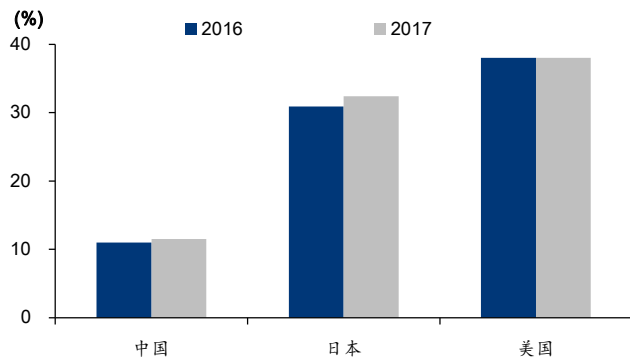
图表 53：我国品牌服装企业转型十年



资料来源：服装产业网，华泰证券研究所

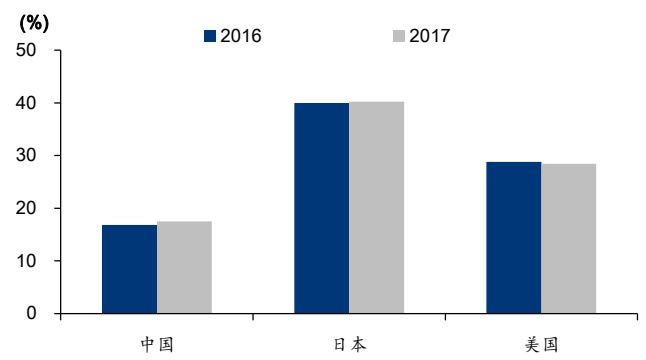
服饰品牌企业基于最为重要的产品、渠道、品牌三大模块进项调整，提高自身的运营效率和品牌竞争力，提高在市场上的优势地位。与成熟市场相比，除了运动服饰以外，我国服装家纺的各个子行业集中度仍相对较低。根据 Euromonitor 统计的数据，2017 年中国、日本、美国童装行业的 CR10 分别为 11.5%、32.4%、38%；男装行业的 CR10 分别为 17.5%、40.2%、28.4%；女装行业的 CR10 分别为 9.7%、47.4%、23.2%；鞋履行业的 CR10 分别为 30.1%、40.6%、45%；运动服饰行业的 CR10 分别为 73%、56.4%、46.1%；家纺行业的 CR10 分别为 9.9%、17.8%、14.1%。服装家纺行业整体复苏的大环境下，转型后的优质龙头企在内生良性增长和外延扩张恢复并存，优质龙头企业将受益于各行业集中度提升。

图表54: 2016&2017年中国、日本、美国童装行业 CR10



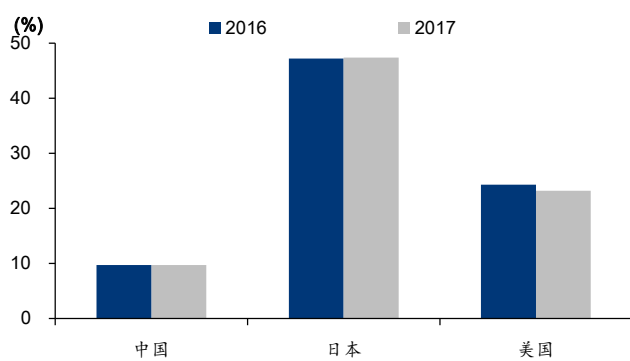
资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表55: 2016&2017年中国、日本、美国男装行业 CR10



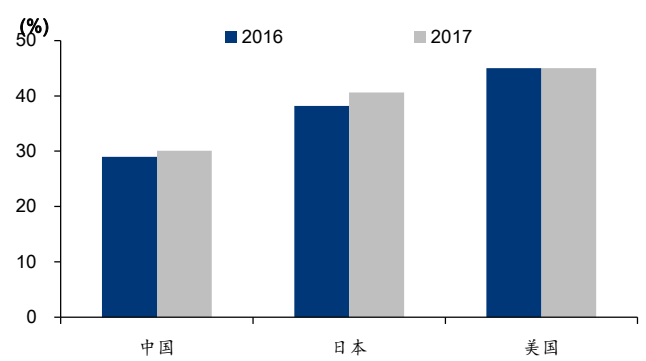
资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表56: 2016&2017年中国、日本、美国女装行业 CR10



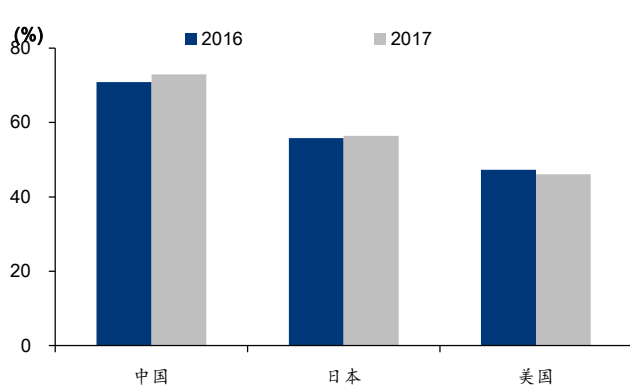
资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表57: 2016&2017年中国、日本、美国鞋履行业 CR10



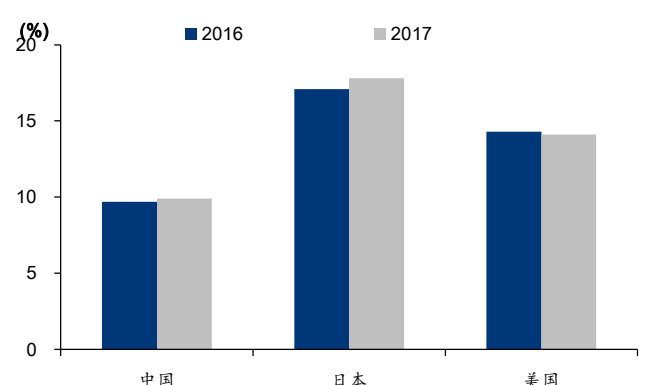
资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表58: 2016&2017年中国、日本、美国运动服饰行业 CR10



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表59: 2016&2017年中国、日本、美国家纺行业 CR10



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

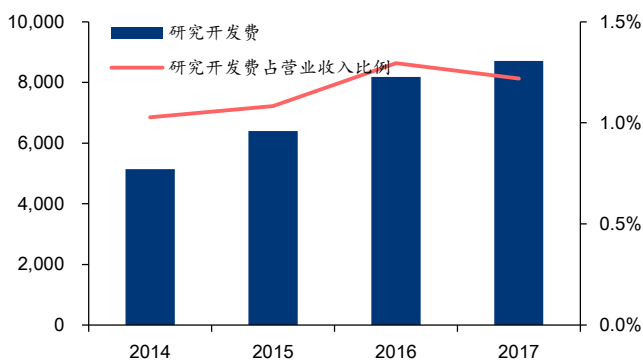
提升品牌形象, 重获消费者心智

重视研发升级调性, 摆脱“土”标签

品牌调性是指某一品牌被消费者感知到的风格, 这种风格的目的是让消费者能够快速准确地识别出品牌, 并且契合目标消费群体的审美; 不同于其他突出功能性的消费品, 服装品牌在产品质量的基础上, 还需要注重产品调性, 获取客户的情感认同。本土服装品牌转型前被消费者诟病的一大问题就在于服装设计和品牌形象不够时尚, 无法符合当下消费者, 尤其年轻消费者的审美。

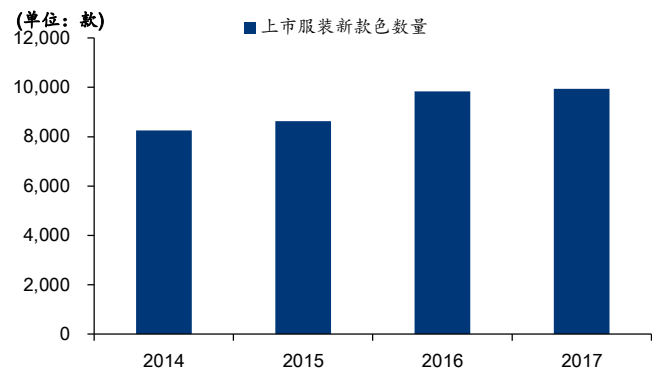
重视研发投入，捕捉新一代消费者的需求变化，多家本土优质企业从产品、品牌营销、门店设计等多个环节改变品牌形象。以太平鸟为例，2014-2017年期间，公司研发费用逐年提升；具体来看，2017年公司研发团队共开发9937款新品投放市场。太平鸟向Zara等快销品牌看齐，采用高频率的上货波段将新款色送达各门店。2017年，PEACEBIRD女装上新品40波段，PEACEBIRD男装上新品28波段，乐町LED'IN上新品38波段，Mini Peace童装上新品22波段。零售门店确保平均每1-2周上一次新品。多波段上货，可保持门店商品的高新鲜度，确保门店商品的时尚度，增加消费者门店造访次数，新颖的设计可以持续地吸引消费者。

图表60： 2014-2017年太平鸟研发费用（左轴，单位：万元）及研发费用占营业收入比例（右轴）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表61： 2014-2017年太平鸟上市服装新款色数量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

积极寻求品牌跨界合作，往往会取得1+1大于2的营销效果，叠加双方参与者的市场关注度。太平鸟推出了与国际知名设计师的合作款、娱乐明星系列产品（如黄景瑜系列），以及迪士尼合作款、小黄人合作款、百事合作款等品牌联名系列。歌力思旗下潮牌Ed Hardy与英国足球服装生产商Umbro联名推出世界杯系列产品，推出六国国旗配色的服饰，增加产品吸引力。

图表62： 从左至右分别为太平鸟与迪士尼、小黄人、百事推出的品牌联名合作款



资料来源：中国时尚品牌网，华泰证券研究所

图表63： 歌力思旗下Ed Hardy与Umbro2018世界杯联名系列（俄罗斯队）



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

品牌营销增加曝光度，重回消费者视野

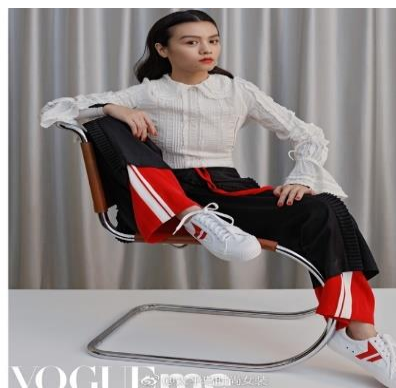
产品端改善的同时，服饰品牌公司还通过多种营销方式对品牌进行推广。森马、海澜之家也将品牌调性分别从休闲化、商务化转向时尚化、年轻化，并根据消费者喜好聘请当红明星成为新代言人。歌力思、太平鸟、安正时尚等与《VOGUE》、《时尚芭莎》等知名时尚刊物以及演艺明星合作，在年轻人中增加话题量和曝光度。

图表64：森马、海澜之家聘请当红明星做代言人



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

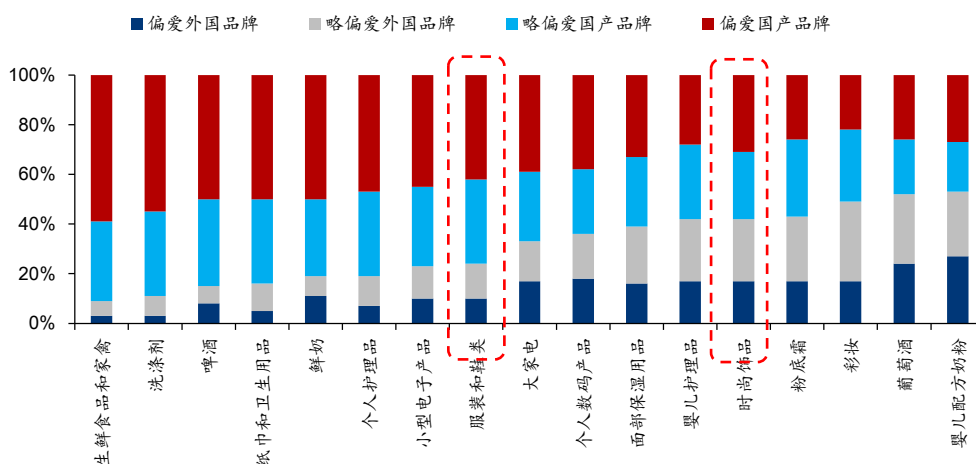
图表65：太平鸟与时尚杂志 VOGUE 合作



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

本土品牌企业在品牌方面的努力在消费端得到验证；根据麦肯锡发布的《2017 年中国消费者调查报告》，我国消费者在服装和鞋类偏爱国产品牌的比例达到 42%，略偏爱国产品牌的占比达 34%。该报告调查时间为 2017 年 5 月至 7 月，调查样本包括 1 万名受访者，受访者来自 44 座城市和 7 个农村乡镇，这些地区占中国 GDP 的 90%，以及占总人口的一半以上。总体而言，我国消费观念愈发理性，关注产品本身，品牌归属地概念逐渐模糊。

图表66：2017 年中国消费者对不同品类的品牌偏好



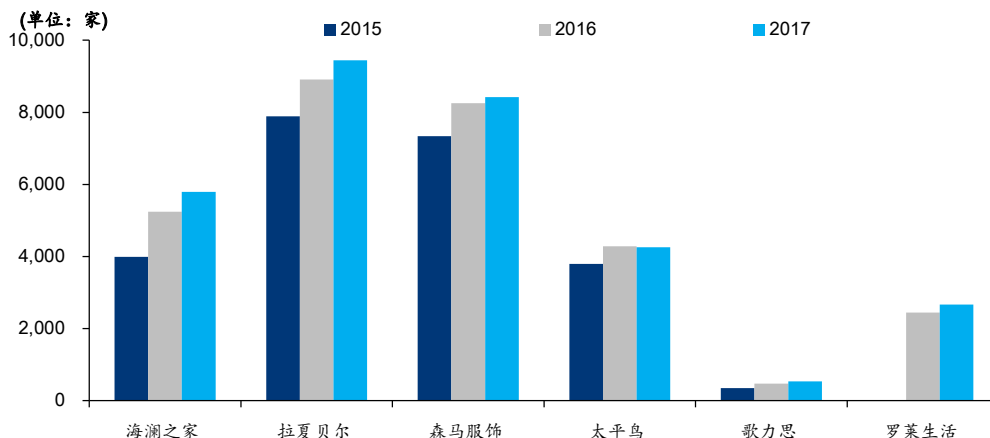
资料来源：麦肯锡《2017 年中国消费者调查》，华泰证券研究所

改善渠道结构，外延提速接近客流

线下渠道调整结束，绑定优质渠道商

由于客流发生变化，转型过程中品牌服饰企业持续调整渠道，关闭亏损或增长缓慢的店铺，并积极拓展购物中心、电商等新兴渠道。从 2015-2017 年服装家纺板块重点公司线下门店数量来看，大部分企业净开店数量转正，外延增长提速。海澜之家、拉夏贝尔、森马服饰、歌力思 2016/2017 净开店数分别为 1253/549 家、1014/541 家、911/171 家、127/59 家；罗莱家纺 2017 年净开店数为 221 家。太平鸟由于 2017 年关闭了 100 多家联营店（联营店坪效相对较低），对门店总数产生影响；2018 年太平鸟将恢复门店增长速度，我们预计净开店数将达到 600 家左右。

图表67： 2015-2017年服装家纺板块重点公司线下门店数量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

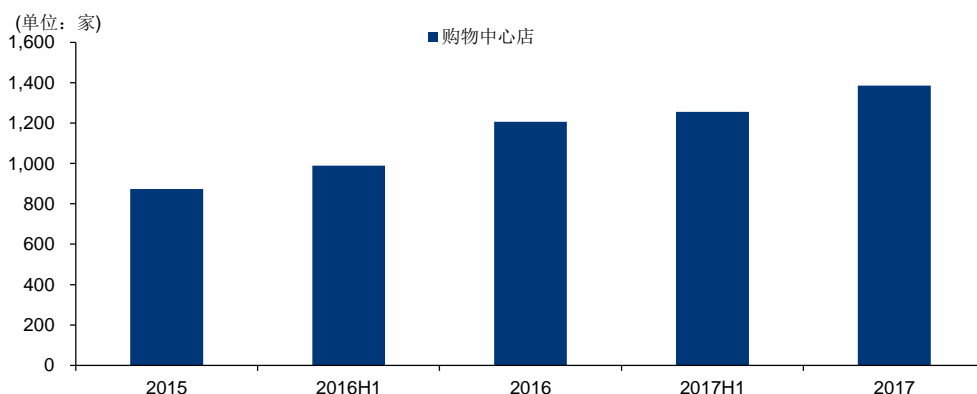
本土服饰品牌综合实力的提升也获得了渠道商的青睐，优质渠道商与品牌商强强联合，达成良好战略合作关系。品牌商在店铺位置、租金扣点、开店速度等方面具有一定优势。以太平鸟为例，2015至2017年，购物中心门店数量从874家增至1386家。

图表68： 与太平鸟合作的线下渠道商



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表69： 2015-2017年太平鸟购物中心店数量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

线上渠道竞争加剧，流量红利转为品牌红利

电商中心化的趋势下，天猫/淘宝平台的引流广告费与平台抽成费用逐步上升，给各服饰品牌，特别是中小品牌带来较大的流量成本压力。以阿里巴巴实现每单位 GMV (Gross Merchandise Volume, 即商品成交总额) 可以获得的的市场服务收入 (报表中体现为 Revenue from China commerce retail business, 即中国商业零售业务收入) 为粗略的估计值，2012财年至2018财年已增加了81%。

图表70： 阿里巴巴实现每单位 GMV 可以获得的市場服务收入变化

财报公布时间	2012-03	2013-03	2014-03	2014-09	2015-03	2015-09	2016-03	2016-06	2017-03	2018-03
GMV (十亿人民币)	663	1077	1678	556	600	713	742	837	3767	4820
市場服务收入 (十亿人民币)	13.42	26.97	42.83	12.77	13.05	17.27	18.34	23.38	114.11	176.56
市場服务收入/GMV	0.0202	0.0250	0.0255	0.0230	0.0218	0.0242	0.0247	0.0279	0.0303	0.0366

资料来源：公司财报，华泰证券研究所 注：阿里自2016年6月后，除全年财报外，不再公布GMV数据；

作为在淘宝土生土长的淘品牌，凭借淘宝快速发展时期带来的流量红利，以及“少量、快速、多款、多批次”的柔性供应链模式，为消费者提供更具性价比的服装商品，在阿里平台体系上发展迅速。然而，随着近几年线上流量成本的增加、消费升级的出现以及传统服饰品牌线上渠道的布局，淘品牌发展瓶颈愈发明显，生存空间受到挤压。

根据2012-2017年天猫“双十一”活动女装销售品牌排名，可以看到淘品牌业绩的下滑和传统品牌在线上渠道的崛起。2012年天猫“双十一”活动女装销售前十名里共有六个品牌为淘品牌，而到2017年只存有两家。传统大众品牌越来越重视线上渠道，并在与阿里战略合作的基础上，线上渠道的销售优势将进一步凸显。根据已披露的双十一数据，海澜之家与太平鸟2017年双十一整体成交额分别同比增长332%与32%。

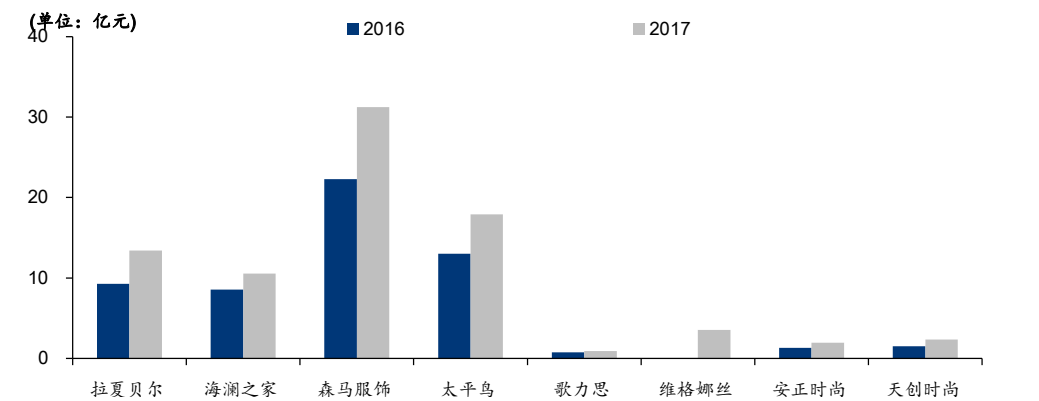
图表71： 2012-2017年天猫“双十一”活动女装销售品牌排名

排名	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
1	茵曼	茵曼	韩都衣舍	优衣库	优衣库	优衣库
2	裂帛	韩都衣舍	优衣库	韩都衣舍	ONLY	Veromoda
3	韩都衣舍	artka	artka	拉夏贝尔	波司登	ONLY
4	纳纹	裂帛	茵曼	ONLY	韩都衣舍	伊芙丽
5	欧时力	欧时力	波司登	欧时力	乐町	韩都衣舍
6	ONLY	波司登	欧时力	Veromoda	欧时力	太平鸟
7	歌莉娅	ONLY	初语	裂帛	Veromoda	波司登
8	波司登	歌莉娅	妖精的口袋	乐町	太平鸟	乐町
9	othermix	Veromoda	ONLY	茵曼	伊芙丽	欧时力
10	Artka	初语	裂帛	artka	裂帛	Teenie Weenie

资料来源：亿邦动力网，华泰证券研究所 注：标红品牌为淘品牌，其中原淘品牌伊芙丽已开设线下门店超1200家

从2017年整年数据来看，服装家纺板块重点公司的线上营业收入同比增速达到20%以上，高于线下自身渠道。拉夏贝尔、海澜之家、森马服饰、太平鸟、歌力思、安正时尚、天创时尚、罗莱家纺2017年线上渠道营收同比增速分别为45%、23%、40%、37%、26%、49%、56%、40%。在整个阿里平台品质化的趋势下，服饰品牌将抢占无牌/杂牌市场。

图表72： 2016-2017年服装家纺板块重点公司线上营业收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

加快周转速度，布局供应链信息化

累积稳定工厂资源，快反模式提高产销率

服装产业链条较长，有效匹配上游生产和下游销售是服饰企业的核心竞争力之一。国外优质品牌在供应链信息化方面相对成熟，尤其是以 Fast retailing、H&M、Inditex 为代表的快时尚品牌企业。近几年，我国品牌企业累积稳定的工厂资源和生产体系，逐步布局信息化产业链，尝试新的运营模式来优化供应链，转型效果开始显现。

太平鸟 2017 年率先尝试对 PeaceBird 男装进行 TOC 模式，2018 年公司已开始在全品牌推广。其中，2018 年 PeaceBird 男装 TOC 占比将从 2017 年的 20% 左右上升到 30% 左右，PeaceBird 女装和乐町预计在 20% 左右。

TOC 模式是指企业在接到订货会订单后只生产部分产品，剩余产品供应商提前备货；根据市场销售情况，做出快速反应，及时补单。具体来看可以分为四个阶段：1) 商品企划阶段，根据历史经验和数据预测单品的销售情况，并为后续订单预留产能和储备相应原料；2) 订货会阶段，指导供应商订货，控制首批订单的订货额；3) 上新阶段，统计上新后的商品销售数据，并在每周两次的会议上决策潜在爆款；4) 补货阶段，确定补货订单，快速下单，实现补货。

图表73：太平鸟 TOC 模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

TOC 模式实现了让终端数据指导生产，该模式的实现需要生产、备货、物流仓储、终端销售、数据分析和决策都有效协作。太平鸟 PeaceBird 男装经过一年尝试，2017 年冬季补单占比达到 35%，冬季产销率从 72% 提升至 78%，冬季成衣折扣率从 71% 提升至 74%。随着公司旗下全品牌推进 TOC 模式，将有效改善整体的产销率和折扣率，有望持续提升公司的毛利率和净利率。

图表74：太平鸟 PeaceBird 男装执行 TOC 模式后的销售数据表现

	2016	2017	提升
冬季产销	72%	78%	6%
冬季成衣折扣	71%	74%	3%
冬季补单占比	0%	35%	35%

资料来源：华泰证券研究所

RFID 助力单品数据化，全链条跟踪有效调拨

RFID 电子标签可以快速让处在不同流程中的单品数字化，加快供应链信息化进程，在新零售领域中运用广泛。目前 RFID 单个成本在 0.3-0.5 元，由于服饰品牌毛利率和单价相对商超商品高，已被海澜之家、拉夏贝尔等多家企业全商品应用。RFID 技术的应用改变了过去人口盘货的低效模式。

具体来看，在成衣制造环节可以获得成衣出货数据，提高出货的准确率；在物流环节可以获得收发存数据，提高收发货效率；在终端销售环节，可以获得消费和库存数据，优化商品和存货管理。拉夏贝尔还对店铺和商品进行分级和分类，不同等级店铺配以不同种类商品，并根据实时且精确的数据，进行有效的货品调拨，加速货品流转。

图表75: RFID技术可以快速跟踪各环节数据



资料来源：华泰证券研究所

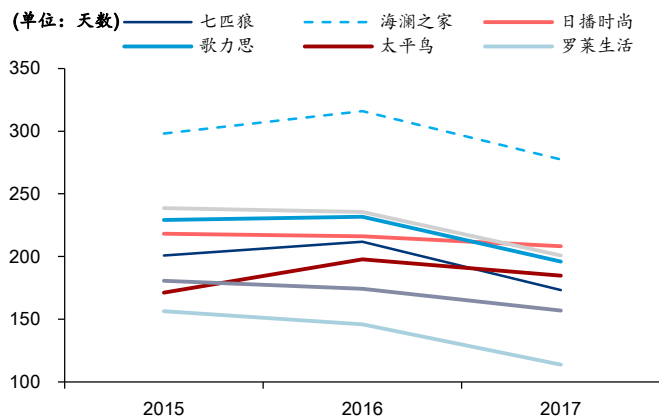
图表76: 拉夏贝尔借力 RFID 技术，进行货品有效调拨



资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

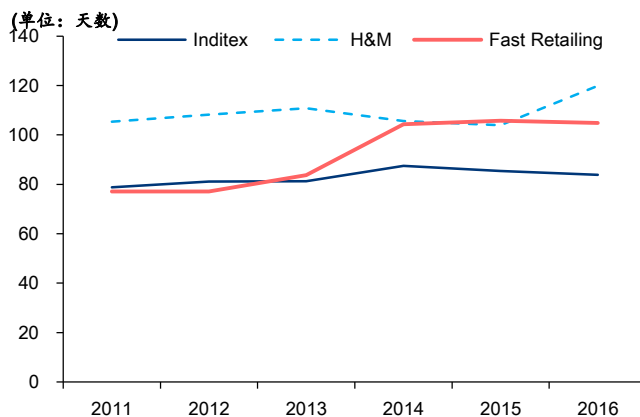
2017年服装家纺重要公司的存货周转天数下降明显，七匹狼、海澜之家、日播时尚、歌力思、太平鸟、罗莱家纺、水星家纺、天创时尚的存货周转天数分别较2016年下降了39、39、8、36、13、32、17、35天。尽管和国外最优秀的快时尚公司相比仍有一定差距，但随着信息化建设的全面推进，该差距有望持续缩小。

图表77: 2015-2017年服装家纺重要公司存货周转天数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表78: 2011-2016年 Fast retailing/H&M/Inditex 存货周转天数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资建议及相关标的

部分龙头企业在过去几年完成了品牌、渠道、供应链等多方面的调整，转型成本基本消化完毕；企业内生单店良性增长，外延扩张速度恢复。我们认为，年初至今服装板块的上涨主要是休闲服饰等子板块的估值修复；伴随消费环境改善、服装家纺行业复苏确立，转型后的优质龙头企业 2018 年将驶入增长快车道，成为下半年板块上涨的核心逻辑，上调行业评级至“增持”。

个股方面，品牌服饰板块推荐企业转型效果显著的休闲服饰和中高端女装，重点推荐太平鸟、歌力思，建议关注森马服饰、拉夏贝尔；纺织制造板块由于棉价上涨预期，建议关注棉企龙头百隆东方、鲁泰 A。此外，电商板块重点推荐新快消费品战略下 GMV 高速增长，头部品类竞争优势渐现的南极电商。

太平鸟

男装及童装销售表现优异，女装及乐町渠道调整到位。PeaceBird 男装与 Mini Peace 童装 2017 年营业收入分别为 25.2 亿元、7.09 亿元，同比增加 11.29%、37.48%，净开店分别为 30 家、126 家；男装尝试 TOC 模式，补货比例达到 20%；童装整体基数较小，我们认为仍将保持高增长。PeaceBird 女装和乐町 2017 年营业收入分别为 26.85 亿元、9.48 亿元，同比增加 10.74%、6.75%，净开店分别为-100 家、-96 家；乐町关闭低效的联营门店，并将剩余联营模式全部转为自营或加盟。我们认为，目前公司线下渠道调整基本完成，2018 年将加速开店。

新兴渠道占比提升，库存结构得以优化。从渠道结构来看，公司积极拓展购物中心和电商两大新兴渠道，2017 年购物中心门店达到 1386 家，实现零售额 28.68 亿元，占比为 27.56% (+2.6pct)；电商实现零售额 21.66 亿元，占比达到 20.7% (+2.6pct)。公司已与阿里、万达、百盛、银泰、大悦城、印力等核心渠道商签订战略合作协议，为新兴渠道的拓展提供保障。从库龄结构来看，经过两年调整，库存商品账面原值中库龄一年以内的占比提升至 50.66% (+7.63pct)，为 2018Q1 销售旺季充足备货。

歌力思

主品牌复苏叠加并表因素，营收保持高速发展。自上市以来，公司持续并购优质标的，唐利国际/百秋网络/IRO 分别在 2016/2017 年实现并表，增厚公司业绩。剔除并表因素影响，公司主品牌 Ellassay 2017 年在净闭店 19 家的情况下实现营业收入 9.62 亿元，同增 20.76%；全国店均销售额较 2016 年同增 23%，其中直营店同期同店单店销售收入同增 22%。根据中华商业信息中心统计，Ellassay 连续 8 年（2011-2017）荣列同类市场综合市占率前十名；2017 年位列中国高端女装综合市场占有率前三名。

并购品牌稳健开店，消费回暖带动内生增长。分品牌来看，2017 年 Ed Hardy 实现营收 4.36 亿元，同比增长 79.15%，净开店 32 家；Laurel 实现营收 9774.37 万元，同比增长 230.46%，净开店 13 家；IRO 于 2017 年 4 月并表，实现营收 3.95 亿元，截至 17 年末在国内已开设 5 家门店。百秋网络 2017 年实现净利润 4990.5 万元，同比增加 45.99%；我们预计由于 17 年费用支出增加，净利润率有所下滑，百秋营收增速应快于利润增速。

多品牌协同效应显现，销售费用率持续下降。公司旗下各品牌聚焦高端时尚，在设计研发、营销体系和供应链体系方面均有显著的协同效应；同时，整合定位相仿但风格不同的品牌可以扩大客户覆盖范围、提高公司整体的渠道议价能力以及丰富公司人才和管理资源。歌力思 2015-2017 年销售费用率分别为 32.37%、30.33%、28.88%；在协同效应和精细化管理下，我们认为公司盈利水平将持续提升。

南极电商

头部品类竞争优势渐现，拼多多渠道 17 年发展迅速。内衣、家纺等作为公司的头部品类，在访客数、支付转化率、GMV 等数据上相比竞品都有较为明显的竞争优势。南极人内衣类目阿里平台访客数量达 4.84 亿，支付转化率达 12.07%；家纺类目阿里平台访客数量达 2.23 亿，支付转化率达 5.47%。从平台纬度来看，公司在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 88.94 亿元、25.36 亿元、6.97 亿元；公司旗下商品与拼多多平台定位较契合，叠加公司提前布局，2017 年该渠道占比已达 5.6%。

新快消品战略下 GMV 高速增长，货币化率有望企稳回升。公司部署新快消品战略，通过选品和定价两个维度立足大众市场，提供高周转、高性价比的日用商品。2017 全年公司 GMV 达 124.03 亿（包含可统计的电商渠道及电视购物渠道），同比增加 72.13%；从品牌纬度来看，南极人、卡帝乐品牌实现的 GMV 分别为 109.03 亿元、12.70 亿元。在整体 GMV 高速增长的情况下，2017H2 货币化率为 5.3%，比 2017H1 货币化率高了 0.7 个百分点，出现企稳态势。我们认为，公司逐步在头部类目上取得优势地位，货币化率有望小幅回升。

时间互联发展略超预期，媒体、客户双管齐下。时间互联 2017 年 11 月并表，11/12 月收入贡献 2.39 亿元，利润超 2600 万元；全年收入和净利润分别同比增长 80.16%和 52.30%。时间互联在媒体端深耕原有优质媒体，同时拓展小米商店等新主流媒体；在客户端加强与已有优质客户合作，并新增了 100 多家优质新客户，包括购物类产品苏宁易购、拼多多；房产类产品链家；金融类产品融 360；娱乐工具类产品陌陌、映客、花椒直播等。

风险提示

- 1) 国内消费复苏不及预期：国内消费可能受到宏观经济增长低于预期、房价上涨抑制居民消费等因素的影响，复苏态势不达预期；
- 2) 海外消费环境及政治变化超预期：国外政治环境不稳定可能会影响纺织服装进出口贸易以及跨境电商的发展；
- 3) 品牌服饰企业存货跌价计提增加：若消费复苏不及预期，产品售罄率下降，可能会再次造成库存积压，导致存货跌价计提增加，削弱公司利润；
- 4) 原材料成本大幅波动：由于天气和政治等因素，石油价格、棉花价格等可能会导致涤纶、棉纱等纺织原材料价格波动，短期影响纺织制造企业业绩；
- 5) 汇率大幅波动：汇率波动可能会使出口企业在结汇时造成汇兑损失，以及对企业的融资成本、汇率套保收益产生影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com