

纺织品、服装与奢侈品行业

2018-09-24

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

巨头之路系列VI：扩张 VS 效率 ——快时尚系列总结

报告要点

■ 本周专题

本周，我们发布“巨头之路”系列报告第六篇，总结海外快时尚公司发展策略及市场表现，寻找国内大众定位服装品牌公司在面对大市场时的经营策略。本篇专题主要围绕以下四个问题展开：（1）为什么海外公司以直营为主，而国内加盟居多？（2）不同品牌间店效差异的根源是什么？（3）企业间供应链组织思路和管理效率的差别在哪里？（4）大众服饰品牌公司如何估值？

规模扩张是服饰品牌企业发展早期的共通之选，基于营运效率改善的战略规划则是决定能否继续保持竞争优势的关键。首先，广阔的市场空间以及高速发展的市场前景促使国内品牌企业更广泛地采取以加盟为代表的轻资产模式实现渠道规模的快速扩张。其次，产品力不足是国内品牌企业店效偏低的根本原因，而加盟模式下加盟商本身的专业素养以及委托代理问题则构成限制坪效提升的重要因素。再次，以存货周转率改善和现金周转周期削减为表征的运营效率提升是大众定位服装品牌企业在发展后期强化竞争优势的重要体现；现阶段本土大众品牌均加大在物流仓储及信息系统建设层面的投入，但判断上述公司是否已经建立效率竞争壁垒为时尚早。市场表现层面，海外大众品牌公司估值均包含了明显的稳增长溢价；背靠广阔且最具成长性的低线市场，本土大众品牌龙头在运营效率改善的基础上竞争优势凸显，中期有望享受稳增长估值溢价。

■ 行业观点

8月社零总额环比小幅改善，但限额以上服装增速有所回落。7-8月，品牌端零售增速放缓趋势多得遏制，9月受益中秋假日错峰零售增速有望回升，Q3环比零售值得期待。同时，棉价中期上行叠加人民币贬值利好上游纺企下半年业绩提速，贸易摩擦潜在升级背景下，具备海外产能布局的纺企竞争优势强化，维持优质制造中期布局观点。我们依然建议排除短期数据干扰，着眼本土品牌经营中的长期有益变化，优选持续进化的个股：（1）本土大众品牌森马服饰、太平鸟和海澜之家；（2）中高端女装安正时尚、歌力思和朗姿股份；（3）复苏持续可行的家纺龙头罗莱生活和富安娜；（4）新模式公司跨境通、开润股份和南极电商；（5）纺织板块建议中期布局华孚时尚、百隆东方、健盛集团和鲁泰A。

■ 行情回顾

上周，纺织服装板块上涨2.20%，跑输沪深300指数2.99个百分点，排名第20。个股涨幅前五分别为：天创时尚、三夫户外、探路者、商赢环球、富安娜。

风险提示： 1、终端零售环境恶化的风险；2、外延并购及内部整合不及预期的风险；3、原材料价格及汇率大幅波动的风险。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilix2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

相关研究

《巨头之路系列 V：创新驱动的体育巨头 NIKE》
2018-09-16

《棉花月度专题（18M08）：去库延续支撑中期棉价，旺季临近内棉价格维稳》2018-09-10

《巨头之路系列 IV：扩张与效率失衡的 H&M》
2018-09-09

目录

巨头之路系列VI：扩张 VS 效率	4
立于规模：渠道扩张是大众品前期做大的关键	5
优于转化：渠道效率挖潜支撑成长动力切换	8
强于运营：借助供应链管控构筑效率竞争壁垒	10
市场表现：快扩张与稳增长共享估值溢价	14
行业观点	16
公司事件跟踪	17
行情回顾	19
数据追踪	19
宏观数据跟踪	19
原材料价格跟踪	20

图表目录

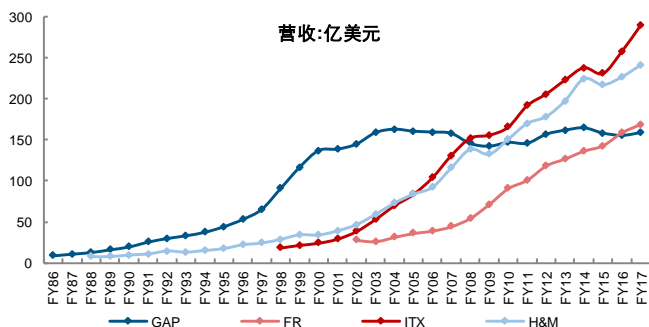
图 1：四大快时尚公司历史营收表现一览	4
图 2：四大快时尚公司历史总市值变动一览	4
图 3：四大快时尚公司中，Gap 集团更加专注本土市场扩张	6
图 4：四大快时尚公司在本土市场均建立了较显著的份额优势（2016 年）	6
图 5：四大快时尚公司中，Gap 集团品牌多元化趋势相对显著	7
图 6：国外大众定位的品牌直营占比处于较高水平	7
图 7：国内外大众定位的品牌在经营模式上的选择差异显著（最新年度）	7
图 8：中国和美国分别位列全球第一和第二大服装消费市场	8
图 9：2002-2011 年，中国服装消费市场经历了快速发展	8
图 10：中国人均衣着消费支出经历了 10 年左右的快速增长	8
图 11：美国服装消费支出高速增长长期维持了更长的时间	8
图 12：服装零售企业销售收入公式拆分	9
图 13：四大快时尚公司店铺数量增长趋势一览	9
图 14：四大快时尚公司同店增长趋势一览	9
图 15：以 2010 年为界，ITX 实现了自身增长动力的切换	9
图 16：2014 年以来，UNIQLO 日本市场客户资源挖潜展现成效	9
图 17：国内外大众服饰品牌公司单店零售额差别显著（2016 年）	10
图 18：国内外大众服饰品牌公司店铺面积及坪效对比	10
图 19：受不同经营策略定位差异，一般而言毛利率与存货周转率负向相关	11
图 20：海澜之家存货跌价损失计提比例明显低于同类企业	11
图 21：四大快时尚企业存货周转率与毛利率变动趋势对比	12
图 22：ITX 集团基于精准的终端把控与高效的供应链管理能力提升产业链议价能力	12

图 23: 国内大众定位品牌企业存货周转率与毛利率变动趋势对比	13
图 24: 国内大众定位服饰企业现金周转周期相对于四大快时尚品牌偏高, 但 2016 年以来呈改善趋势	13
图 25: 四大快时尚公司估值包含了明显的稳增长溢价	14
图 26: A 股大众品牌企业业绩与估值匹配度优于代表性海外品牌企业	15
图 27: 本周纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅	19
图 28: 年初至今纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅	19
图 29: 本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名	19
图 30: 纺织服装板块 PE 历史走势	19
图 31: 8 月工业企业整体/制造业工业增加值累计同比 6.50%/6.80%	20
图 32: 8 月纺织业/纺织服装服饰业工业增加值累计同比 0.90%/4.40%	20
图 33: 截至 9 月 21 日, 国内外棉价差为 1186 元/吨	20
图 34: 截至 9 月 21 日, 国内外棉价差 (滑准税) 为 342 元/吨	20
图 35: 截至 9 月 21 日, 国内外纱线价差为 55 元/吨	20
图 36: 截至 9 月 14 日, 坯布价格为 5.76 元/米	20
图 37: 第 28 周 (9.17-9.21) 国储棉抛储成交率较上周略有下降	21
图 38: 第 28 周 (9.17-9.21) 地产棉抛储量/成交均价均有回落	21
图 39: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)	21
图 40: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)	21
表 1: 四大快时尚公司发展阶段及经营策略梳理	5
表 2: 四大快时尚公司品牌结构及销售区域结构拆分 (单位: 亿美元、家)	6
表 3: 代表性大众品牌企业盈利能力拆分及盈利预测梳理	15
表 4: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/09/22-2018/11/22)	17
表 5: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/09/22)	17
表 6: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/08/22-2018/09/22)	18
表 7: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司	18
表 8: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司	18
表 9: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司	18

巨头之路系列VI：扩张 VS 效率

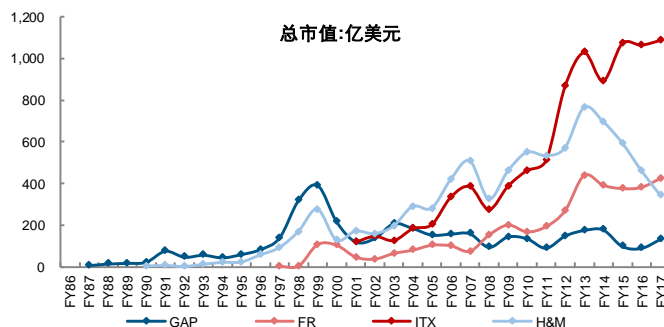
本周，我们继分别梳理 UNIQLO、Zara、Gap、H&M 等四大代表性快时尚公司之后，发布“巨头之路”系列报告第六篇。在分析并总结海外快时尚公司发展策略及市场表现的基础上，对比国内大众定位品牌公司发展路径，寻找大众定位服装品牌公司在面对大市场时的经营策略。本篇专题主要围绕以下四个问题展开：（1）为什么海外公司以直营为主，而国内加盟居多？（2）不同品牌间店效差异的根源是什么？（3）企业间供应链组织思路和管理效率的差别在哪里？（4）大众服饰品牌公司如何估值？

图 1：四大快时尚公司历史营收表现一览



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 2：四大快时尚公司历史总市值变动一览



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

基于前期专题中对四大代表性快时尚公司发展历程的梳理，我们首先简要地从市场策略、产品策略、营销策略及市场表现等四个维度简要总结相关公司经营策略的异同。

- **市场策略层面**，全球化扩张是大众品牌在本地市场建立相对优势以后继续做大的关键。从海外扩张积极性角度来看，本土市场相对较小的日本和欧洲品牌扩张动力更强，本土市场本就较大的北美品牌扩张积极性相对较弱；在目标市场选择上，成长性更优的亚太市场是为扩张首选，成熟市场进入门槛较高、竞争更加激烈。
- **产品策略层面**，打造多品牌矩阵是各大快时尚品牌的共同选择，但主品牌产品定位差异对企业的经营模式及中期成长性有较大影响。Gap 定位于高中低档价格带全覆盖的美式休闲品牌集团，薄利多销是企业经营的最大特征；H&M 主打平价快时尚，因此采用扩张性营销和强成本控制并重的经营策略；同样定位于平价休闲装市场的 UNIQLO 则以产品功能性为切入点，借助面料升级摆脱低价形象提升盈利能力；以产品时尚性和丰富度为主要卖点的 Zara 则借助供应链效率优化快速响应消费者时尚化消费需求，在保证高毛利的同时维持较高的运营效率。
- **营销策略层面**，大众品牌公司普遍重视品牌形象塑造及品牌知名度推广，多根据目标客群选择恰当的产品定位、渠道布局及推广策略。其中，Gap 和 H&M 更重视名人推广等外部营销策略，UNIQLO 和 Zara 则以产品自身的升级为营销重点；此外，上述快时尚品牌公司普遍重视大店升级以及线上线下一体化的全渠道策略。
- **市场表现层面**，快扩张与稳增长共享估值溢价。对比上述四家公司扩张期与成熟期的经营和估值表现发现，收入和业绩增速相对放缓、长期盈利能力维持稳定的优质公司往往在成熟期享受估值溢价，而增长停滞的公司如 Gap 基于相对规模优势，市场也倾向于给予其稳定的估值。

表 1：四大快时尚公司发展阶段及经营策略梳理

公司名称	发展阶段	市场策略	产品策略	营销策略	市场表现
Gap集团	崛起：FY86-FY01	专注北美市场	高中低档价格带全覆盖的	持续打造经典款、借名人效应加以推广	快速扩张阶段估值中枢维持高位，PE中位数为24x
	沉寂：FY02-FY11	海外市场及线上渠道扩张乏力	美式休闲品牌集团		02年以来估值中枢下移，04年以来多次回购股份，FY02-FY17
	复苏：FY12至今	北美市场效率优化、加速布局亚太市场	布局买手零售、婚庆电商等高成长细分领域	选择与新锐设计师开发联名款提高曝光度	对应PE中位数16x
Fast Retailing集团	本土市场红利期：FY84-FY03	专注日本市场扩张	主打平价策略	通过仓储式自助购物方式销售基本款服装	-
	产品策略变革期：FY04-FY09	填补日本空白市场	全面放弃低价策略，升级产品形象；加速外延并购	增加女装占比、实施大店策略	快扩张阶段PE中位数为26x
	全球化布局提速期：FY10至今	加速以亚洲市场为主的全球化渠道扩张	借助G.U.填补本土平价快时尚品牌市场空白	重视新兴渠道布局，强化终端营销激励	业绩大幅波动背景下PE估值中枢上移，中位数为38x
ITX集团	本土扩张期：FY75-FY87	本土市场稳健扩张	时尚产品系列	以门店为营销窗口，快速上新、响应消费者需求变化	估值中枢随经营业绩波动而变化，FY01-FY06对应PE中位数为23x
	多元化阶段：FY88-FY06	欧洲市场加速渗透	完成差异化新品牌储备		
	亚太加速扩张：FY07至今	重视以亚太为主的外市场扩张	优化供应体系，快速反应终端需求提升整体动销		海外扩张提速期估值中枢明显上移，中位数为28x
H&M集团	快速扩张期：FY88-FY09	专注欧洲市场	严格成本控制，打造平价快时尚品牌	重营销策略，持续推出设计师联名系列	快速扩张期估值稳定，PE中位数为14x
	效率弱化期：FY10至今	扩张乏力、店效下滑，新品牌推广受限	发展“慢时尚”品牌矩阵	重营销及折扣策略，推出设计师联名系列	FY10-FY17对应PE中位数为19x，14年以来扩张受限，龙头估值溢价减弱

资料来源：Bloomberg，公司公告，长江证券研究所

对比国内外大众定位服装品牌企业的发展历史，除了持续进行销售面积/渠道数量扩张以及丰富多品牌矩阵的共同点之外，两者在渠道发展模式上的差异更需要我们详加分析。国内服装企业在发展过程中大多经历了发展加盟渠道跑马圈地抢占市场的历程，在短期内即建立了规模巨大的终端渠道数量，但对比海外服装企业在终端零售规模上的差距也不可谓之不大；终端销售零售的差距表面上来自于平均店铺销售面积，但更深层次的原因则在于店铺运营效率即坪效之间的差别。因此，在对比国内外企业销售规模扩张方式和效果的问题上，我们将重点分析三个方面：其一，为什么国内品牌服装零售渠道大多以加盟模式为主而海外则以直营为主；其二，为什么不同品牌的店效差距明显；其三，在销售渠道规模快速扩充的过程中如何才能实现对终端的有效管控。

立于规模：渠道扩张是大众品前期做大的关键

渠道扩张是大众定位的服饰品牌前期做大的关键，具体策略既包括主品牌全球化布局也包括多品牌差异化定位。企业战略层面并无明显差异，但最终执行效果却千差万别；究其原因，一方面在于是否能够根据本土市场发展特点合理确定扩张区域及时点，另一方面在于新品牌能否找准明确的定位以及探索恰当的运作模式。

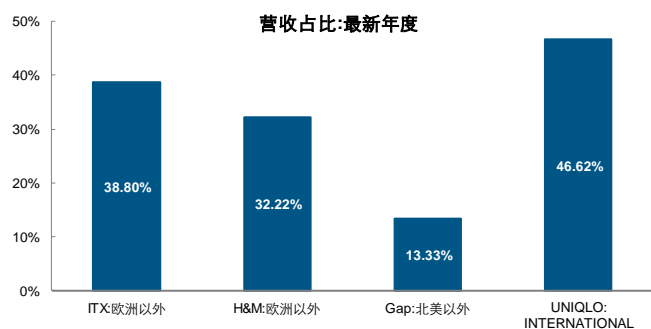
表 2：四大快时尚公司品牌结构及销售区域结构拆分（单位：亿美元、家）

公司名称	收入规模	店铺数量	品牌矩阵	主品牌销售占比	主要销售区域及占比	其他区域销售占比
Gap	159	3,594	Gap、Old Navy、Banana Republic、Intermix、Athleta、WEDDINGTON WAY等	33.54%	北美，86.67%	13.33%
Fast Retailing	169	3,294	UNIQLO、G.U.、Theory、COMPTOIR DES COTONNIERS、PRINCESSE TAM.TAM、J Brand等	81.58%	UNIQLO JAPAN, 53.38%	46.62%
ITX	290	7,475	Zara、Bershka、Massimo Dutti、Pull & Bear、Stradivarius、Zara Home、Oysho、Uterqüe、Kiddy's Class等	65.60%	欧洲，61.20%	38.80%
H&M	241	4,739	H&M、COS、Monki、Weekday、& Other Stories、Cheap Monday、ARKET、Afound等	-	欧洲，67.78%	32.22%

资料来源：Bloomberg，公司公告，长江证券研究所

从区域扩张的角度来看，各品牌间扩张节奏存在一定差异。一般而言，品牌企业会在自身的规模体量与品牌力积累到一定程度之后再行进行全球化扩张，通过快速进入品牌化程度相对较低的区域快速填补市场空白、享受发展红利。以 ITX、Fast Retailing 和 H&M 为例，受本土市场规模限制在发展早期即已在邻近区域布局渠道，随着开店空间的饱和以及整体管理运营经验的成熟进一步向新兴市场扩张，逐步建立起相对均衡的全球化渠道布局；而以 Gap 为代表的品牌本土市场空间较大，早期以深耕本土市场提升市场份额为战略重点，全球化扩张真正提速阶段相对较晚。此外，在维持实体渠道扩张的基础上，各大企业也积极布局电商渠道打造品牌影响力、扩张销售范围。

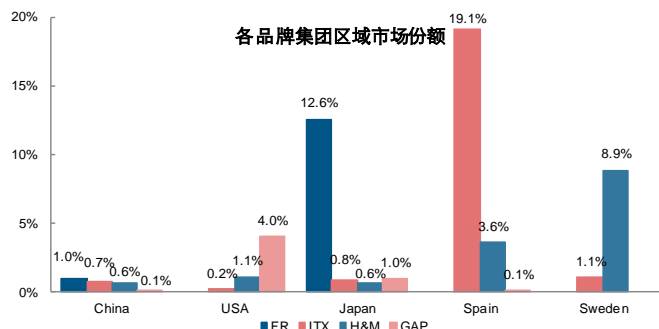
图 3：四大快时尚公司中，Gap 集团更加专注本土市场扩张



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

此外，各大企业在发展早期即着手布局多品牌，其中既包括基于差异化定位和品类延展的自设品牌¹，也包括从外部收购的标的。从多品牌矩阵运作效果来看，除 Gap 建立了相对均衡的多品牌收入结构外，其余三家快时尚企业仍处于主品牌独大的局面；特别地，对于并购的品牌而言后续整合效果差异极大，Fast Retailing 外部收购的品牌整合不当对整体业绩构成拖累，而 ITX 则通过预先收购部分股权待培育成熟后再完全收购的方式合理分享新品牌发展。

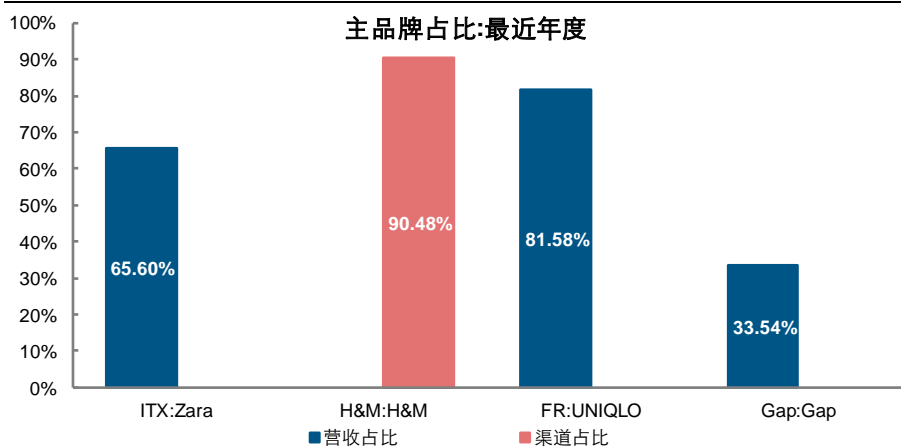
图 4：四大快时尚公司在本土市场均建立了较显著的份额优势（2016 年）



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

¹ 如 ITX 集团的 PULL&BEAR、Zara HOME，Fast Retailing 集团的 G. U.，H&M 集团的 COS、H&M HOME 以及 Gap 集团的 Old Navy 等。

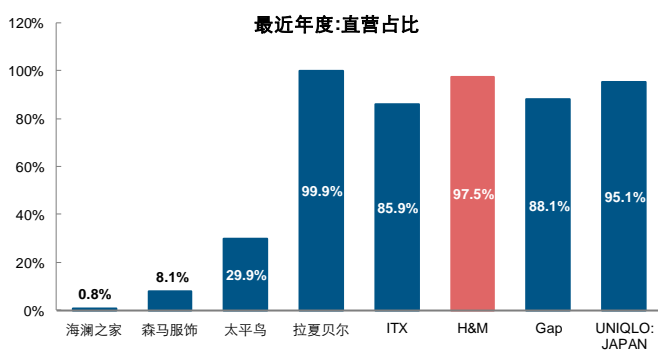
图 5：四大快时尚公司中，Gap 集团品牌多元化趋势相对显著



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

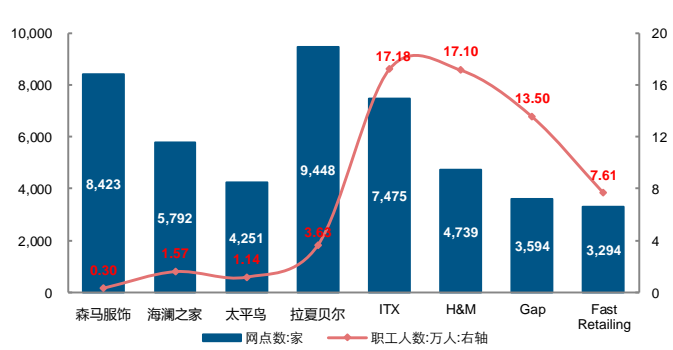
为什么国外大众服饰品牌以直营店为主，而中国加盟模式运用更为普遍？ 对比国内外服装品牌企业渠道结构可以发现，四大快时尚企业直营占比均在 80%以上，而国内大众定位的服装品牌企业中大部分采用加盟模式，其中不乏采用二级经销模式实现规模扩张的品牌。截至最新年度，国内服装品牌森马服饰、海澜之家、太平鸟、拉夏贝尔的渠道数量分别为 8,423 家、5,792 家、4,251 家和 9,448 家，足以媲美国际快时尚企业的渠道数量（截至最新财年，ITX、H&M、Gap、Fast Retailing 开店数量分别为 7,475 家、4,739 家、3,594 家和 3,294 家）。国际品牌普遍经历了 50 年甚至更久的时间才建立了目前的渠道规模，而国内品牌企业发展历程普遍不过 20 年左右。

图 6：国外大众定位的品牌直营占比处于较高水平²



资料来源：Bloomberg，公司公告,长江证券研究所

图 7：国内外大众定位的品牌在经营模式上的选择差异显著（最新年度）



资料来源：Bloomberg，Wind,长江证券研究所

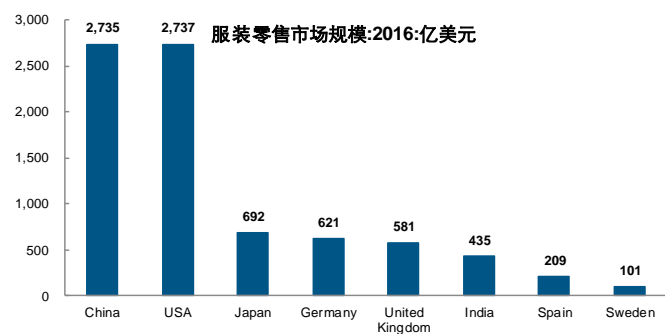
那么，是什么促使国内品牌企业采取如此快速的规模扩张？又是怎样支撑其实现的呢？

截至 2016 年，中国服装市场零售规模达 2,735 亿美元，与美国 2,737 亿美元的市场规模相差无几，而在过去 15 年间中国以 7.63% 的年复合增速（同期美国/日本/德国/英国/印度分别为 -0.37%/ -1.43%/ -0.71%/ -0.18%/ 4.23%）成为全球最具吸引力和成长性的服装消费市场。中国广阔的消费市场空间、持续爆发的消费潜力以及鼓励市场经济发展的社会环境和氛围共同推动了服装品牌企业的大发展，而这其中又以通过加盟模式实现规模扩张的方式最为简便有效。对比中美居民服装消费支出变化趋势可以发现，自 2000

² 海澜之家、森马服饰、太平鸟、拉夏贝尔、ITX、Gap 及 Fast Retailing (UNIQLO: JAPAN) 均为渠道结构数据，受制于数据限制 H&M 用营收结构数据代替。

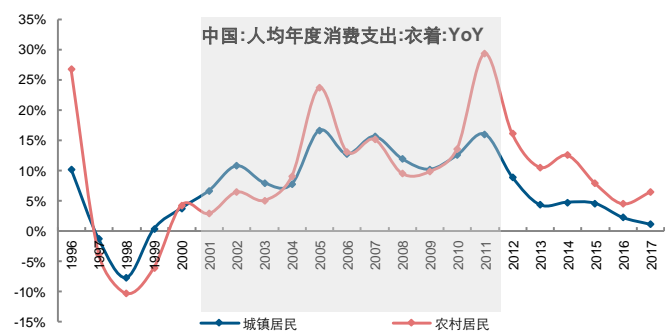
年前后开始中国居民衣着消费支出经历了 10 余年的快速发展，而美国居民服装消费支出的高速增长阶段则从 20 世纪 60 年代中期延续至 80 年代末。我们认为，广阔的市场空间以及高速发展的市场前景促使国内品牌企业更广泛地采取以加盟为代表的轻资产模式实现渠道规模的快速扩张，而渠道规模的扩张又成为国内居民服装消费品牌化快速普及的重要推力。

图 8：中国和美国分别位列全球第一和第二大服装消费市场



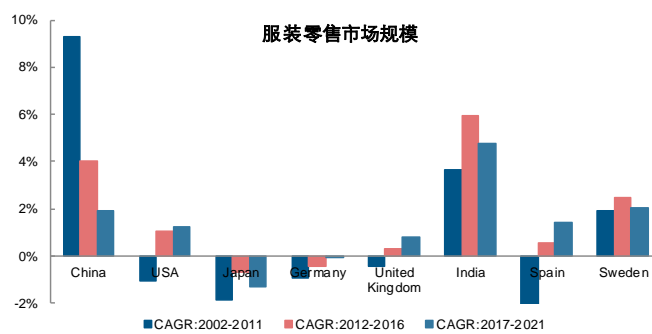
资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所

图 10：中国人均衣着消费支出经历了 10 年左右的快速增长



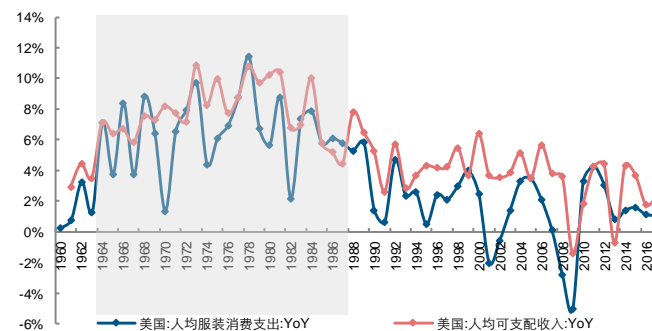
资料来源：国家统计局, 长江证券研究所

图 9：2002-2011 年，中国服装消费市场经历了快速发展



资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所

图 11：美国服装消费支出高速增长期维持了更长的时间



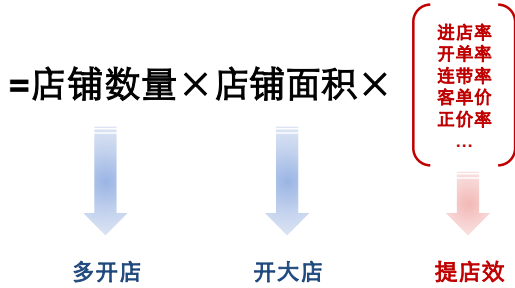
资料来源：Wind, BEA, 长江证券研究所

优于转化：渠道效率挖潜支撑成长动力切换

在经历快速扩张之后，渠道资源挖潜效率决定了公司是否能够顺利实现成长动力切换。我们可以将销售收入简单地拆分为店铺数量、店铺面积与店铺坪效的乘积，在渠道密度和面积扩张到一定程度之后，坪效成为收入端增长的主要动力；而坪效影响因素既包括顾客进店率和开单率，还包括客单价以及正价率等因素，这些对店铺布置、导购素质以及产品企划能力都提出了较大的挑战。上述四家快时尚企业的发展均经历了或正在经历由销售面积驱动（多开店、开大店）到坪效提升驱动的发展阶段。具体实践方法上均以线下实体渠道为切入点，利用合理的销售激励（UNIQLO “地区紧密关联型店铺”及“兼职人员转地域正社员”方案、H&M 员工激励计划）、店铺结构调整（ITX 坚持五大开店原则、Gap 持续推进大范围渠道调整）以及营销投入等方式改善店铺经营效率，并持续重视新兴渠道发展潜力，在扩大客户覆盖范围的同时提升消费效率，通过积累客户消费数据实现精准用户画像，提升产品企划的准确率。

图 12：服装零售企业销售收入公式拆分

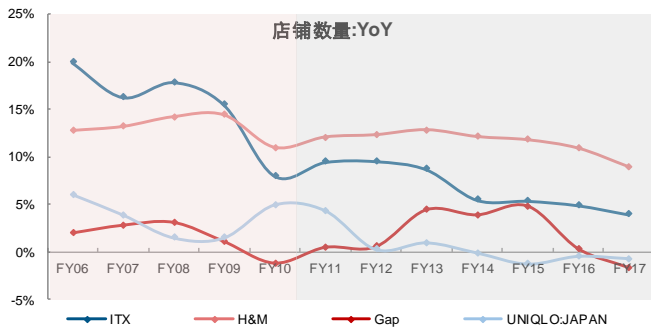
销售收入=店铺数量×店铺面积×店铺坪效



资料来源：长江证券研究所

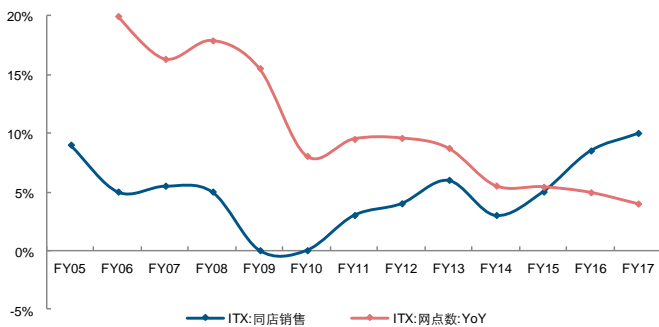
对比上述四家代表性快时尚公司店铺数量增长趋势及同店表现情况可以发现，2010年前后，代表性公司以净开店为代表的外延扩张速度出现不同程度放缓，同店增速明显分化。其中，新兴品牌矩阵储备相对较弱、海外市场布局较缓的 Gap 扩张瓶颈最为显著；而专注产品力提升和积极推动一线销售激励的 ITX 和 Fast Retailing 旗下 UNIQLO 品牌同店改善尤为显著。在前期专题分析中我们指出，受益于高效的渠道管控能力以及精准的客户营销，2010年以来 ITX 集团整体的增长动力由店铺规模的扩充迅速转变为销售效率的提升；同样地，以 2014 年为界，Fast Retailing 旗下 UNIQLO 品牌日本市场销售增长的驱动力由人流量顺利升级为客单价。

图 13：四大快时尚公司店铺数量增长趋势一览



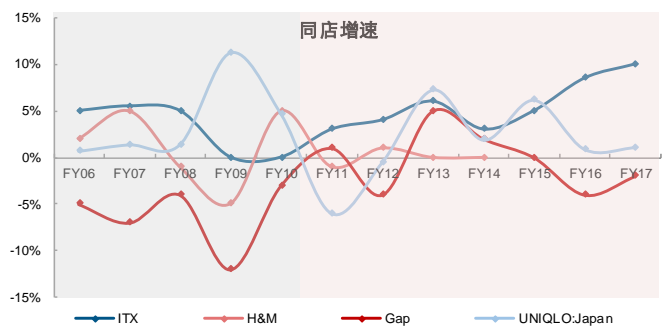
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 15：以 2010 年为界，ITX 实现了自身增长动力的切换



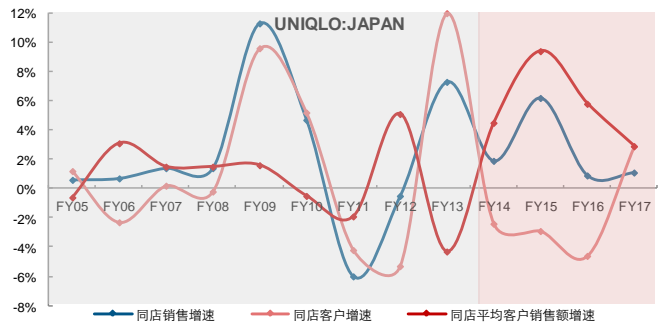
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 14：四大快时尚公司同店增长趋势一览



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

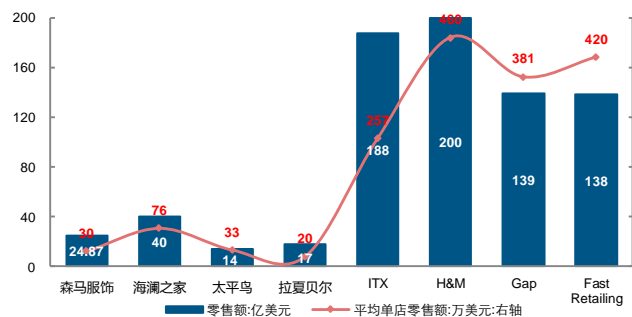
图 16：2014 年以来，UNIQLO 日本市场客户资源挖潜展现成效



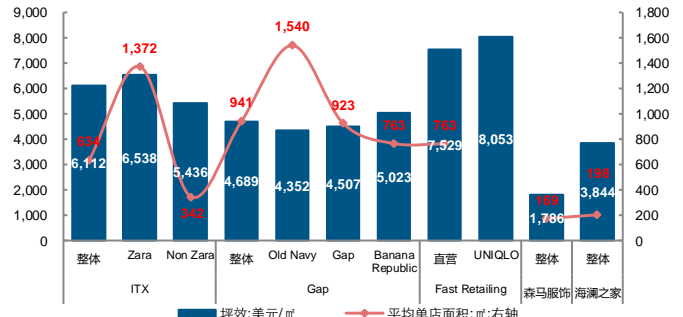
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

在渠道规模体量相当的背景下，国内外服装品牌的终端零售规模却相差巨大，这背后的原因是什么？我们以 Euromonitor 统计的各品牌集团终端零售额为基础，在各集团财报披露的渠道数量的基础上大致推算单个店铺的平均零售额情况。对比发现，位属国内一线的大众服装品牌店效与国际品牌店效的差距巨大。按照我们对于店铺零售额=店铺面积×店铺坪效的拆分，国内服装品牌店铺面积普遍偏小为构成店效差异的一方面原因，而显著的坪效差异才是反映服装品牌企业竞争实力与运营能力差距的根本。

图 17：国内外大众服饰品牌公司单店零售额差别显著（2016 年）



资料来源：Bloomberg, Euromonitor, 长江证券研究所

 图 18：国内外大众服饰品牌公司店铺面积及坪效对比³


资料来源：Bloomberg, Euromonitor, 公司公告, 长江证券研究所

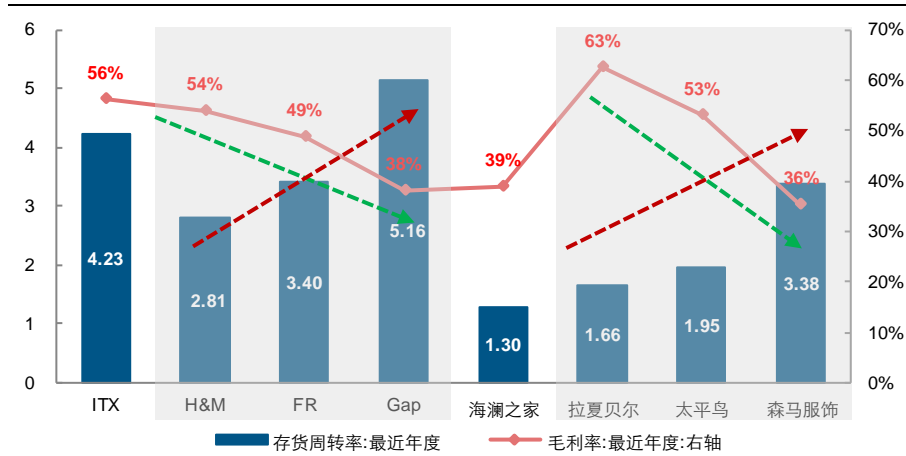
影响服装店铺坪效的因素包括但不限于顾客进店率、开单率、连带率、客单价、正价率等因素，而诸多因素背后最根本的则在于产品。考虑到国内品牌服装企业发展早期更多地专注于终端渠道扩张，在产品研发、企划、品质管控等层面的投入相对较少，从而形成了早期品牌知名度大而产品力或产品差异性相对较小的情况；此外，以加盟模式为主的渠道结构，天然地切断了消费者与品牌商之间的联系，或者说加大了双方信息沟通的难度，从而进一步加大了生产企业与消费者之间的隔阂。特别地，考虑到加盟模式下加盟商渠道运营与品牌商品牌推广之间的委托代理矛盾，在加盟合同存在有效期限的背景下，考虑到品牌商收回渠道运营权限的可能性，加盟商着力进行品牌推广的意愿相对有限，另外加盟商本身进行专业渠道推广的能力亦相对较弱。

强于运营：借助供应链管控构筑效率竞争壁垒

受品牌定位及经营策略差异影响，一般而言企业毛利率与存货周转率负向相关。从绝对水平上看，对于营收规模相同的企业，毛利越高意味着产品加价率越高、成本相对较低，由于存货规模基本相当，在成本相对较低的情况下，存货周转率也相应较低。对比国内外大众定位品牌企业经营数据我们发现，H&M、Fast Retailing 和 Gap 等三家海外企业以及森马服饰、太平鸟和拉夏贝尔两家国内企业之间存在着明显的高毛率、低存货周转率的匹配关系；但是国内企业在毛利率水平基本相当甚至略高的背景下，存货周转效率明显偏低。此外，在我们重点分析的七家大众定位的品牌服饰企业中，ITX 与海澜之家的经营数据在横向对比的过程中出现与普适规律相悖反的情况，这需从相关公司独特的运营模式出发去具体分析。

³ 海外快时尚公司 ITX、Gap 和 Fast Retailing 店铺面积及坪效根据最新年度报表数据计算，国内大众品牌公司森马服饰和海澜之家坪效通过 Euromonitor 披露的 2016 年公司零售额及对应年度报表店铺数据计算得出。

图 19: 受不同经营策略定位差异, 一般而言毛利率与存货周转率负向相关

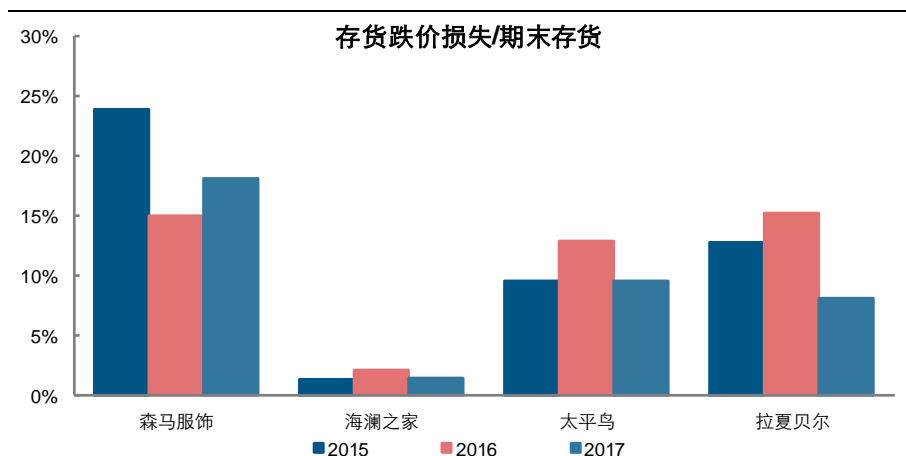


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

ITX 集团作为一家定位于快速响应消费者时尚需求的品牌集团, 少量多款及高频上新是其产品推广的主要特征; 大规模高频上新对于满足消费者需求、吸引客户进店和销售转化有极大的优势, 但对于集团产品企划、高效生产以及仓储物流等三方面的能力亦是极大的考验。基于此, ITX 集团生产环节布局多以临近区域就近生产为主, 并持续加大仓储和物流等供应链相关环节投入。

海澜之家则采取自营与加盟相结合的类直营管理模式, 通过收入分成与加盟商结为利益共同体, 实现低成本快速扩张, 渠道模式决定了其毛利率水平明显低于高直营占比公司。此外, 与一般品牌服装企业所采取的将生产环节外包进行统一采购的轻资产模式不同, 海澜之家建立的包括“赊购-联合开发-滞销商品退货-二次采购”在内的采购体系, 通过稳定的订单增长预期、相对较高的订单利润及包含二次采购在内的兜底条款等方式与供应商结为利益共同体。出于会计谨慎原则, 公司报表层面库存数据包含了可退货滞销商品, 若剔除此部分存货, 对应 2017 年存货周转率为 7.65 次, 远高于同类其它公司。⁴

图 20: 海澜之家存货跌价损失计提比例明显低于同类企业

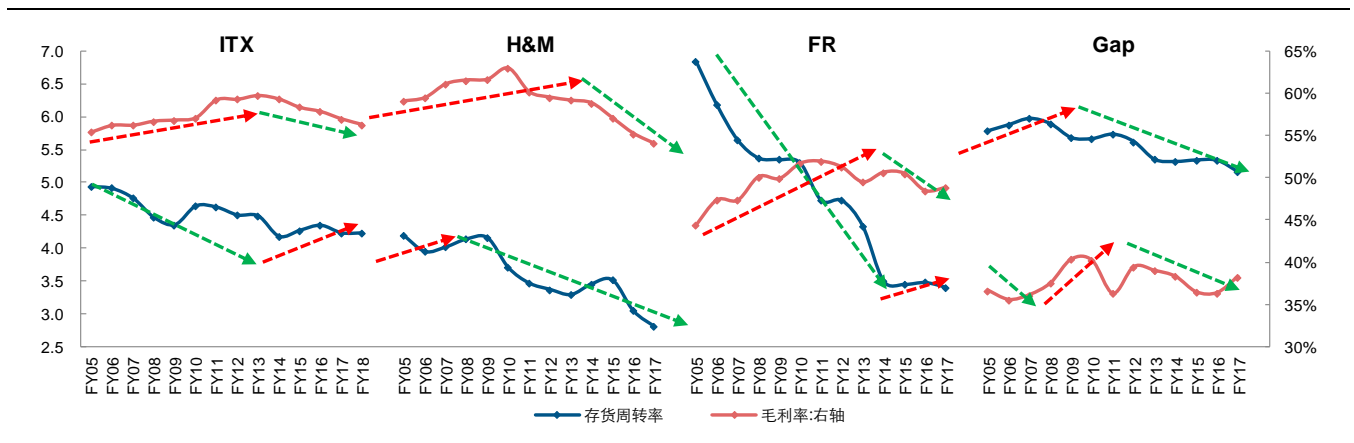


资料来源: Wind, 长江证券研究所

⁴ 海澜之家报表层面“应付账款”项可粗略对应为可退货滞销商品, 剔除可退货部分产品的存货周转率=营业成本/(期初存货-期初应付账款+期末存货-期末应付账款)×2。

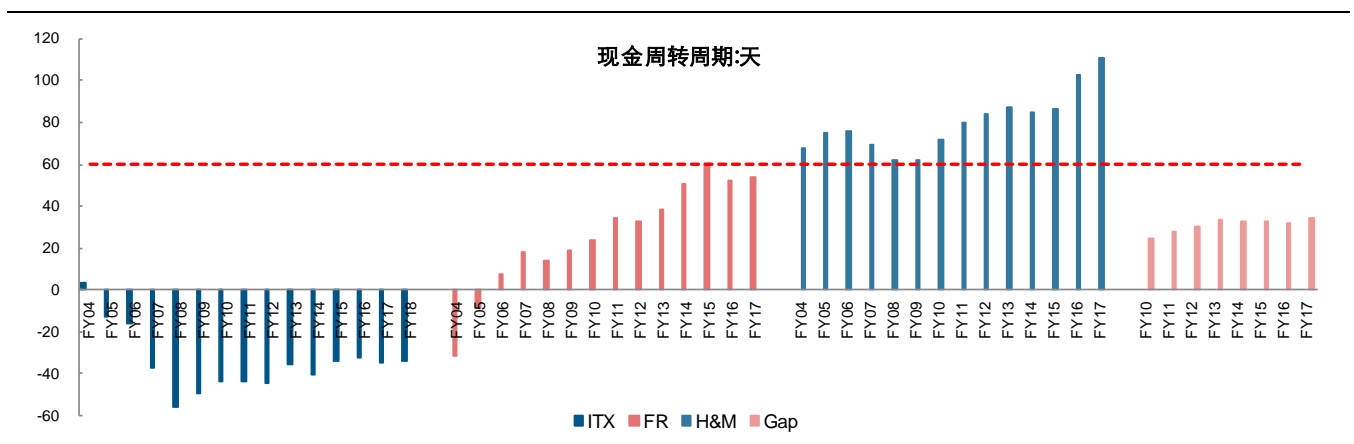
如果说前期专注规模扩张以及渠道效率改善的策略决定了大众定位服装品牌企业能够长多大，那么基于营运效率改善的战略规划则是决定其能否继续保持竞争优势的关键。具体策略层面，四家快时尚企业选择迥异；其中，以快速反应消费者需求、高频上新为特征的 ITX 对于营运效率的关注最早、投入最大，为保障产品高效供应，不仅选择了临近区域的生产模式还大规模投资物流仓储和信息系统建设，构筑了牢固的竞争壁垒；以面料升级和高性价比闻名的 Fast Retailing，通过联合开发及规模优势与上游供应商建立紧密合作关系，在全渠道零售格局调整的背景下又通过完善物流中心建设实现实体店与网络商店的高效连接，支撑“数码消费零售企业”转型；而将严格的成本控制和大规模营销投入策略相结合的 H&M，在供应链组织层面仍以规模化生产和分散化布局为重点，并持续推进包含信息体系建设、RFID 技术和自动化仓储服务在内的供应链效率改进计划；Gap 整体仍受困于产品结构老化，持续的店铺结构调整和资本支出收缩虽然推动了周转效率恢复性增长，但存货周转情况表现趋弱。

图 21：四大快时尚企业存货周转率与毛利率变动趋势对比



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 22：ITX 集团基于精准的终端把控与高效的供应链管理能力提升产业链议价能力



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（注：现金周转周期=应收账款周转期-应付账款周转期+存货周转期）

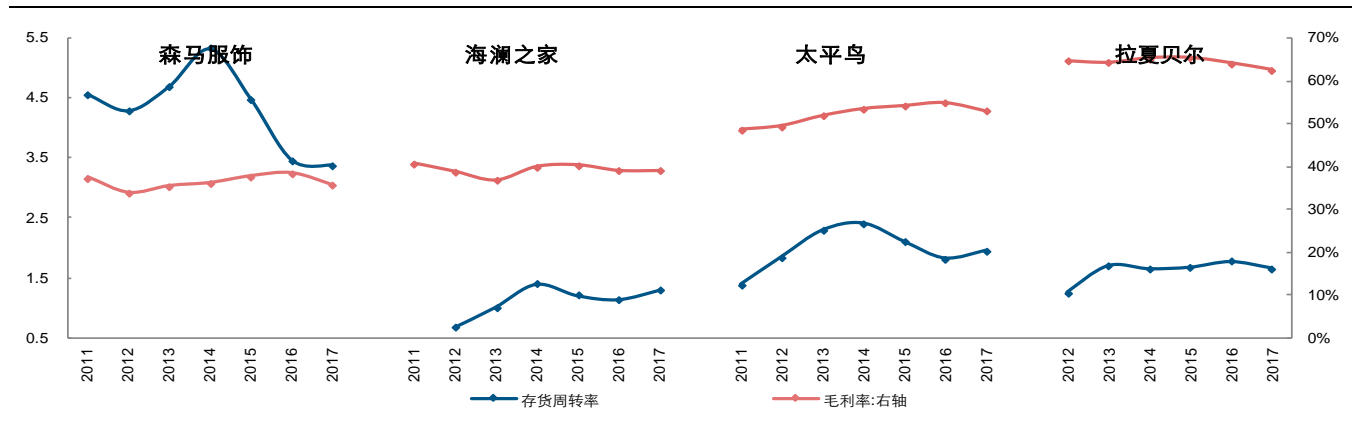
那么，国内外大众服饰品牌企业间供应链组织思路和管理效率的差别究竟体现在哪里？

反观国内企业，在早期借助轻资产模式迅速扩张的经营思路下，供应链管控相关的投入较低；在密集经历了 2012 年和 2015 年行业性库存危机之后，才开始着手供应链管理升级。对比国内代表性大众品牌公司存货周转率、毛利率及现金周转周期等指标可以发现，除海澜之家受益于经营模式创新建立了显著的轻资产运营优势之外，太平鸟和

拉夏贝尔的存货周转率相对于国际同类公司处于明显偏低状态；此外，森马服饰和太平鸟在毛利率改善的背景下存货周转率于 2014 年出现明显拐点。

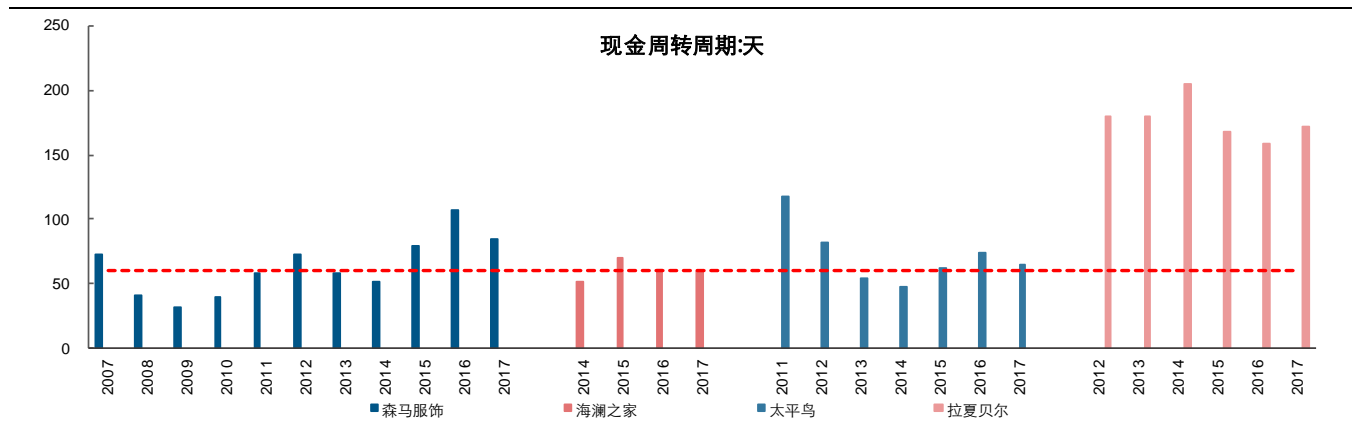
为提升供应链反应效率，减少产品企划失准造成的潜在库存累积情况，国内一线大众品牌服装企业均加大在产业链前端物流仓储以及信息系统等层面的投入，并引入供应商准入及筛选机制、加大追单占比。以森马为例，公司于 2016 年密集公告三大物流基地建设项目方案，合计建筑面积 62 万平方米、合计投资规模达 15.77 亿元；而海澜之家继 2015 年公告投资 12.84 亿元建设“智能化物流仓库建设项目”后，2017 年又计划投资 21.14 亿元推进总建筑面积达 37.65 万平方米的“物流园区建设项目”；太平鸟则在搭建 DRP 信息系统覆盖终端门店、实时收集门店营运数据的基础上大力发展“云仓”系统，通过开发云端仓储大数据信息平台打通公司总仓与直营门店的货品实时仓储信息。**需要强调的是，上述企业在物流仓储及信息系统建设层面的投入只是提升供应链反应效率的一个尝试，重构具备快速反应和效率优化能力的供应链体系并非一朝一夕即可实现。**

图 23：国内大众定位品牌企业存货周转率与毛利率变动趋势对比



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 24：国内大众定位服饰企业现金周转周期相对于四大快时尚品牌偏高，但 2016 年以来呈改善趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：现金周转周期=应收账款周转期-应付账款周转期+存货周转期）

整体而言，以存货周转率改善和现金周转周期削减为表征的运营效率提升是大众定位服装品牌企业在发展后期强化竞争优势的重要体现。国内大众品牌服装企业在经历前期快速扩张之后逐步进入到运营效率竞争的新阶段，为更好地解决规模扩张与效率改善之间的潜在矛盾，尽可能地减少产品企划失误背景下的库存压力，行业内优质企业在通过区域分散化布局以及品牌多元化构建等方式维持规模扩张的同时，不约而同地采取加大信

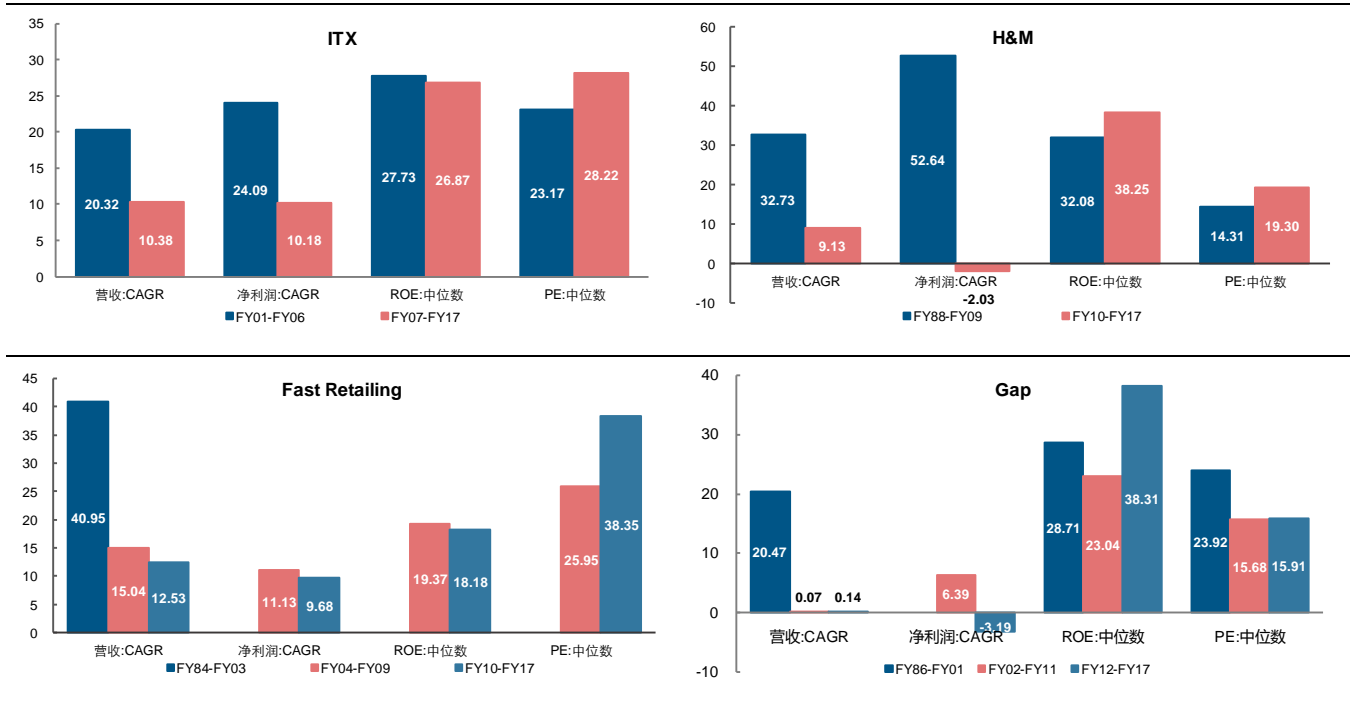
息系统、物流仓储等前端投入并强化供应商准入及筛选机制、加大追单占比等方式，以期通过提升各环节信息沟通效率、产品销售和配货准确性等实现整体经营效率的改善。

市场表现：快扩张与稳增长共享估值溢价

在建立一定规模优势之后，海外大众品牌公司估值均包含了明显的稳增长溢价。以大众快时尚公司 ITX、H&M、Fast Retailing 和 Gap 等为例，通过对比其扩张期与成熟期的经营和估值表现发现，收入和业绩增速相对放缓、长期盈利能力（以 ROE 表征）维持稳定的优质公司往往在成熟期享受估值溢价，而增长停滞的公司如 Gap 基于相对规模优势，市场也倾向于给予稳定的估值。我们发现，ITX、H&M 和 Fast Retailing 几乎同步在 2010 年、2011 年前后步入估值中枢上移阶段，其大背景是上述公司在本土市场的竞争优势基础上，开始重点开发中国等亚太市场，实现了自身扩张重心的切换。在相关品牌基于产品、渠道和供应链等三维度竞争优势确立的基础上，销售体系有望迅速复制，分享中国服装消费市场的巨大红利。

新市场的开辟成为上述三家公司的新增长点。截至最新财年 ITX、H&M 和 Fast Retailing 国际市场营收占比分别为 38.80%、32.22%和 46.62%⁵。成熟期，ITX、H&M 和 Fast Retailing 的 PE 中位数分别由 23.17 倍、14.31 倍、25.95 倍提升至 28.22 倍、19.30 倍和 38.35 倍；其中，Fast Retailing 的高估值部分缘于近年较大的业绩波动。与此相对应，美国本土市场广阔、全球化扩张相对滞后的 Gap 错失布局亚太市场的战略机遇期，过去十年收入增长几乎陷入停滞；最新财年北美以外市场销售占比仅 13.33%。其在净利润维持低位的同时，借助资产周转率及财务杠杆的提升获得了较高的 ROE。2008 年以来，其 PE 均值为 13.78 倍、中位数为 14.57 倍，估值中枢相对稳定。

图 25：四大快时尚公司估值包含了明显的稳增长溢价



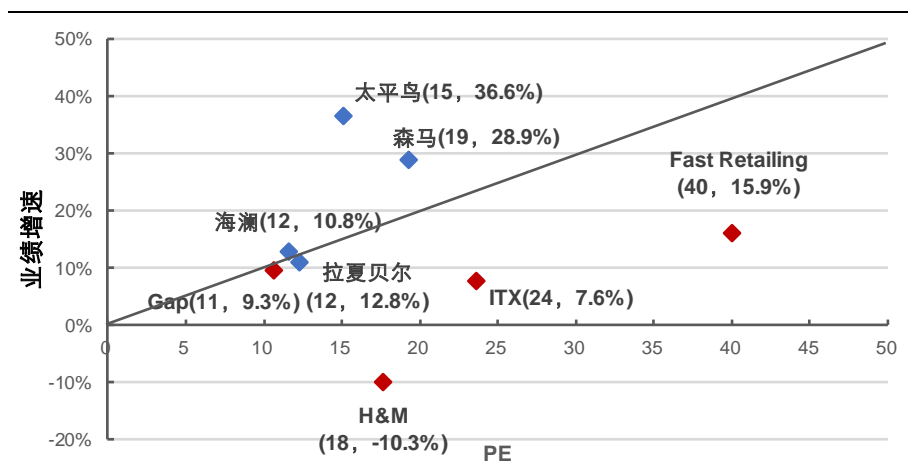
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（营收年复合增速、净利润年复合增速、ROE 的单位均为%）

⁵ ITX 和 H&M 的统计范围为欧洲以外市场。

背靠广阔且最具成长性的低线市场，本土大众品牌龙头有望享受稳增长估值溢价。简单对比国内外优质大众定位品牌未来 2 年一致预测复合业绩增速与 2018 年预期 PE，直观数据显示太平鸟、森马服饰、海澜之家和拉夏贝尔处于低估状态。进一步拆分上述各公司净资产收益率指标可以发现，海澜之家和森马服饰净利率水平明显较优。特别地，海澜之家基于赊销及类直营的独特模式创新盈利能力更强；森马服饰受 2017 年四季度大幅计提存货跌价准备影响净利率较前期有所下滑，在存货问题有效解决的基础上后续盈利有望恢复；而太平鸟受短期存货跌价计提以及扩张期费用投放增加等影响，净利率相对较弱，随着后续存货规模的有效控制以及费用开支的有效摊薄，净利率有望改善。

基于前述分析我们认为，大众定位细分龙头森马服饰和海澜之家有望对标迅销，享受稳增长估值提升，中期合理估值中枢约 20 倍，其中森马服饰作为本土童装龙头、细分龙头估值溢价优势更为显著；太平鸟有望对标 ITX，给予成长期高估值溢价，考虑到现阶段公司盈利能力较弱、后续改善确定性较强，乐观估计中期估值有望修复至 25 倍。

图 26：A 股大众品牌企业业绩与估值匹配度优于代表性海外品牌企业



资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究所（业绩采用一致预测）

表 3：代表性大众品牌企业盈利能力拆分及盈利预测梳理

公司简称	CAGR业绩:		2017				公司简称	CAGR业绩:		2017			
	未来两年	PE(2018)	ROE	净利率	资产周转	权益乘数		未来两年	PE(2018)	ROE	净利率	资产周转	权益乘数
FR	16%	40.0	19%	7%	1.4	2.0	森马服饰	29%	19.3	11%	9%	0.9	1.3
ITX	8%	23.7	26%	13%	1.3	1.5	海澜之家	11%	12.3	31%	18%	0.7	2.3
H&M	-10%	17.7	27%	8%	1.9	1.7	太平鸟	37%	15.0	17%	6%	1.3	2.1
Gap	9%	10.7	28%	5%	2.0	2.6	拉夏贝尔	13%	11.6	14%	6%	1.3	2.0

资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究所（业绩采用一致预测）

通过国际比较研究我们发现，规模扩张是服饰品牌企业发展早期的共通之选，品牌企业扩张模式无外乎销售区域的全球化扩张与品类/品牌矩阵的多元化拓展。国内品牌服装企业背靠最广阔、最具成长性的消费市场以及最丰富廉价的供应链资源，早期通过深耕国内市场、丰富品牌矩阵等方式获得了长足的发展。与国际品牌横向对比可以发现，虽然国内品牌渠道规模体量相当甚至有所领先，但是渠道经营效率偏低是拖累其终端零售规模与市场份额表现的重要因素；究其原因，产品力不足是国内品牌企业店效偏低的根本原因，特别地，加盟模式下加盟商本身的专业素养以及委托代理问题则足以构成限制坪效提升的重要因素。

此外，大众定位服饰品牌在建立规模优势之后，基于营运效率改善的战略规划则是决定其能否继续保持竞争优势的关键。四大快时尚品牌发展经验显示，以存货周转率改善和现金周转周期削减为表征的运营效率提升是大众定位服装品牌企业在发展后期强化竞争优势的重要体现；本土大众品牌均加大在物流仓储及信息系统建设层面的投入，然而现阶段判断上述公司是否建立效率竞争壁垒为时尚早。市场表现层面，在建立一定规模优势之后，海外大众品牌公司估值均包含了明显的稳增长溢价；背靠广阔且最具成长性的低线市场，本土大众品牌龙头在运营效率改善的基础上竞争优势凸显，中期有望享受稳增长估值溢价。

具体到国内来看，本土大众品牌龙头早期借助轻资产运营模式快速建立规模优势，历经2011年和2015年两轮调整，危机意识明显增强，通过持续加大研发投入、优化产品矩阵并推进供应链和物流信息系统升级、提升运营效率等方式构筑竞争壁垒。在行业库存顺利出清、渠道盈利显著改善的背景下，本土品牌背靠广阔且最具成长性的低线市场、基于本土消费者认知优势并借助全方位自我进化有望实现份额提升。基于国际研究参考，持续推荐大众板块的**森马服饰**和**太平鸟**，**海澜之家**估值已具安全边际，**建议关注**。

行业观点

18Q2 唯大众休闲子板块收入增速环比提升，家纺、女装及男装收入增速则出现不同程度放缓；8月社零总额环比小幅改善，但限额以上服装增速有所回落。近期跟踪7-8月零售数据显示，品牌增速放缓趋势多得到遏制，9月受益中秋假日错峰零售增速有望回升，Q3 环比零售值得期待。同时，棉价中期上行叠加人民币贬值利好上游纺企下半年业绩提速，贸易摩擦潜在升级背景下，具备海外产能布局的纺企竞争优势强化，维持优质制造中期布局观点。

我们依然建议排除短期数据干扰，着眼本土品牌经营中的长期有益变化，在零售趋缓、品牌分化的背景下，优选持续进化的优质个股：（1）本土大众品牌**森马服饰**、**太平鸟**和**海澜之家**；（2）中高端女装**安正时尚**、**歌力思**和**朗姿股份**；（3）复苏持续可期的家纺龙头**罗莱生活**和**富安娜**；（4）新模式公司**跨境通**、**开润股份**和**南极电商**；（5）纺织板块建议中期布局**华孚时尚**、**百隆东方**、**健盛集团**和**鲁泰 A**。

公司事件跟踪

表 4: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/09/22-2018/11/22)

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)		
				总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)
603157.SH	拉夏贝尔	2018-09-25	9,103.30	54,767.16	5,477.00	10.00	54,767.16	14,580.30	26.62
002127.SZ	南极电商	2018-11-09	10,378.77	245,487.04	145,126.31	59.12	245,487.04	155,505.08	63.35
603365.SH	水星家纺	2018-11-20	2,191.41	26,667.00	6,667.00	25.00	26,667.00	8,858.41	33.22

表 5: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/09/22)

增发实施									
代码	名称	发行日期	定增股份上市日	发行方式	发行价格(元)	最新价 (元)	自发行价涨跌幅 (%后复权)	增发数量(万股)	实际募集资金 总额(亿元)
600448.SH	华纺股份	2017-11-15	2017-11-29	定向	5.91	3.74	-36.72	10,248.56	6.06
002397.SZ	梦洁股份	2017-12-20	2018-01-12	定向	7.48	4.70	-36.35	7,624.06	5.70
603518.SH	维格娜丝	2018-02-05	2018-03-06	定向	18.46	15.70	-14.29	2,826.24	5.22
601718.SH	际华集团	2017-04-11	2017-04-24	定向	8.19	3.75	-52.03	53,462.94	43.79
002293.SZ	罗莱生活	2018-01-23	2018-02-07	定向	11.84	11.17	-3.49	3,927.36	4.65
002042.SZ	华孚时尚	2017-02-23	2017-03-22	定向	12.62	6.79	-15.86	17,432.65	22.00
002780.SZ	三夫户外	2017-12-08	2017-12-21	定向	23.38	14.17	-39.39	1,114.09	2.60
603889.SH	新澳股份	2017-07-14	2017-08-01	定向	13.01	9.19	-28.00	6,849.11	8.91
002127.SZ	南极电商	2017-10-09	2017-11-09	定向	13.44	7.33	-17.91	2,912.89	3.91
002640.SZ	跨境通	2018-04-10	2018-04-27	定向	16.97	12.86	-23.97	3,886.27	6.59
002656.SZ	摩登大道	2017-07-24	2017-09-04	定向	15.71	9.61	-2.00	1,464.04	2.30
002404.SZ	嘉欣丝绸	2018-01-31	2018-03-06	定向	7.19	5.26	-24.85	5,702.36	4.10
603558.SH	健盛集团	2017-11-13	2017-12-01	定向	14.00	8.63	-37.39	1,373.82	1.92
603608.SH	天创时尚	2017-11-30	2017-12-25	定向	14.37	10.38	-26.17	3,573.42	5.13
002640.SZ	跨境通	2017-12-13	2018-01-26	定向	15.88	12.86	-18.75	7,326.83	11.63
603558.SH	健盛集团	2017-08-14	2017-08-31	定向	21.67	8.63	-59.55	3,211.81	6.96
增发预案									
代码	名称	最新公告日	方案进度	增发价格 (元)	预案价下限 (元)	最新价 (元)	预案差价率(%)	增发数量(万股)	预计募集资金 总额(亿元)
002291.SZ	星期六	2018-08-14	董事会预案			5.10		7,978.44	5.12
002291.SZ	星期六	2018-08-14	董事会预案	5.00		5.10	2.00	25,989.14	12.99
300526.SZ	中潜股份	2018-05-19	股东大会通过			12.54		3,300.00	4.90
603608.SH	天创时尚	2017-11-07	证监会核准			10.38		7,918.40	2.37
600626.SH	申达股份	2018-06-27	发审委通过			5.37		14,204.85	19.95
600987.SH	航民股份	2018-09-05	发审委通过	9.72		9.06	-6.79	11,008.23	10.70

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (个股最新价为 9 月 21 日收盘价)

表 6：近一个月重要股东二级市场交易情况（2018/08/22-2018/09/22）

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)	代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)
603908.SH	牧高笛	1	1	减持	26.83	002875.SZ	安奈儿	4	1	减持	14.72
603877.SH	太平鸟	15	10	增持	21.80	002569.SZ	步森股份	1	1	减持	10.97
603558.SH	健盛集团	6	1	减持	8.35	002003.SZ	伟星股份	16	1	增持	7.56
600400.SH	红豆股份	2	2	增持	4.13	002029.SZ	七匹狼	4	4	持平	6.58

资料来源：Wind,长江证券研究所（均价为根据减值市值与股本数量粗略测算的均值）

表 7：纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司

代码	简称	PE (2018E)	代码	简称	除类现金资产后 PE (2018E)	代码	简称	PEG (2018E)
002087.SZ	新野纺织	8.00	002029.SZ	七匹狼	2.75	600177.SH	雅戈尔	0.03
002394.SZ	联发股份	8.70	002087.SZ	新野纺织	5.24	002154.SZ	报喜鸟	0.13
603157.SH	拉夏贝尔	8.97	600987.SH	航民股份	6.37	600146.SH	商赢环球	0.13
000726.SZ	鲁泰A	9.12	002394.SZ	联发股份	6.53	002397.SZ	梦洁股份	0.18
600987.SH	航民股份	9.13	603157.SH	拉夏贝尔	7.32	300005.SZ	探路者	0.22
603518.SH	维格娜丝	10.46	600177.SH	雅戈尔	7.39	002087.SZ	新野纺织	0.23
002083.SZ	孚日股份	10.55	603518.SH	维格娜丝	7.98	603518.SH	维格娜丝	0.24
002042.SZ	华孚时尚	11.86	000726.SZ	鲁泰A	8.34	002640.SZ	跨境通	0.26
002327.SZ	富安娜	11.86	600146.SH	商赢环球	8.69	603558.SH	健盛集团	0.27
600146.SH	商赢环球	11.99	002042.SZ	华孚时尚	9.29	603608.SH	天创时尚	0.28

资料来源：Wind,长江证券研究所（类现金资产=货币资金+理财产品，其中理财产品包括“其他流动资产”、“一年内到期的非流动资产”中的“理财产品”、“基金产品”、“国债逆回购”、“供应链融资借款”、“银行机构性存款”、“可供出售金融资产”、“结构性存款”）

表 8：纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司

代码	简称	市值 (百万元)	类现金资产/市值
002029.SZ	七匹狼	5,282.13	81.22%
600177.SH	雅戈尔	26,466.90	53.48%
600448.SH	华纺股份	1,962.94	49.28%
300005.SZ	探路者	3,288.87	42.83%
002674.SZ	兴业科技	2,181.03	41.31%
600626.SH	申达股份	3,814.00	41.02%
601718.SH	际华集团	16,468.61	39.83%
603116.SH	红蜻蜓	4,625.91	39.24%
000982.SZ	*ST中绒	2,545.11	38.90%
002193.SZ	如意集团	3,394.45	37.24%

资料来源：Wind,长江证券研究所

表 9：纺织服装板块股息率排名前 10 的公司

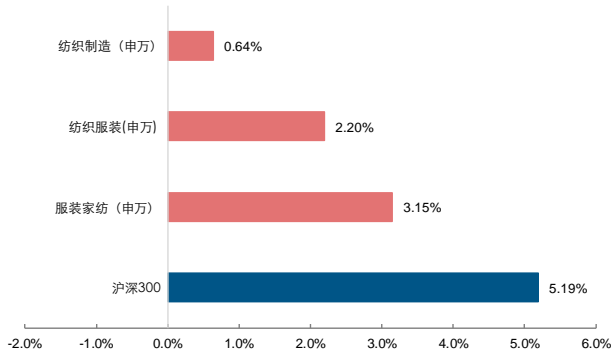
代码	简称	股息率 (2017A)
601566.SH	九牧王	7.04%
600398.SH	海澜之家	4.95%
002674.SZ	兴业科技	4.85%
601339.SH	百隆东方	4.61%
000726.SZ	鲁泰A	4.57%
002083.SZ	孚日股份	4.49%
002003.SZ	伟星股份	4.37%
600177.SH	雅戈尔	4.36%
002394.SZ	联发股份	4.13%
002042.SZ	华孚时尚	3.73%

资料来源：Wind,长江证券研究所（百隆东方考虑 2017 年年中、年末两次分红）

行情回顾

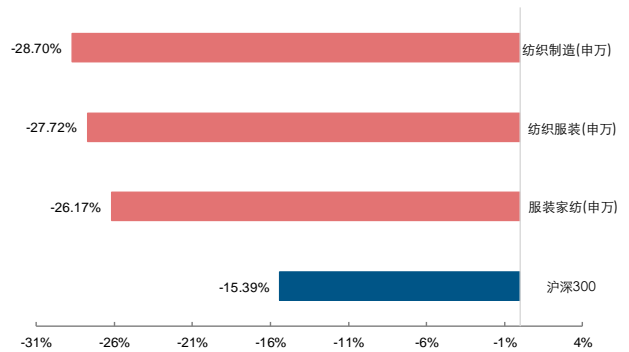
上周，纺织服装行业板块上涨 2.20%，同期沪深 300 指数上涨 5.19%，纺织服装板块跑输大盘 2.99 个百分点，排名第 20。个股方面，涨幅前五分别为：天创时尚（11.25%）、三夫户外（10.36%）、探路者（10.15%）、商赢环球（7.43%）、富安娜（7.08%）；跌幅前五分别为：美盛文化（-29.20%）、浔兴股份（-18.38%）、诺邦股份（-3.40%）、*ST 中绒（-2.76%）、拉夏贝尔（-2.69%）。

图 27：本周纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅



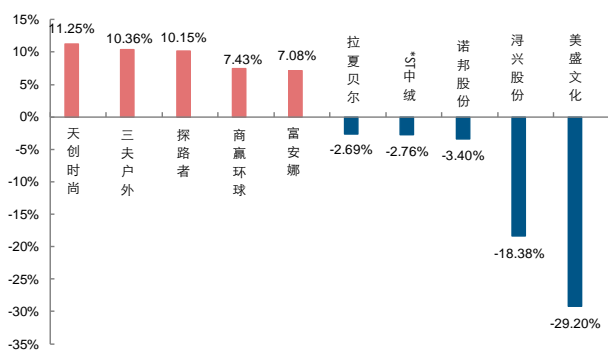
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 28：年初至今纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 29：本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 30：纺织服装板块 PE 历史走势



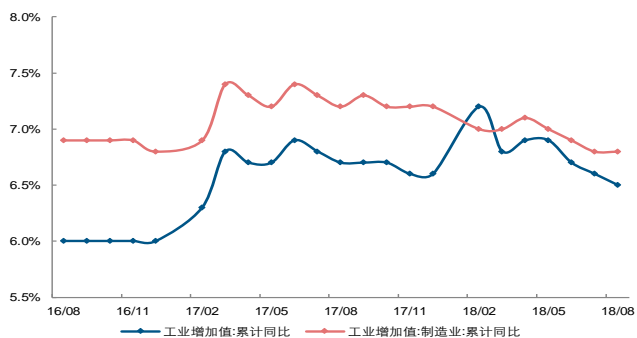
资料来源：Wind,长江证券研究所。

数据追踪

宏观数据跟踪

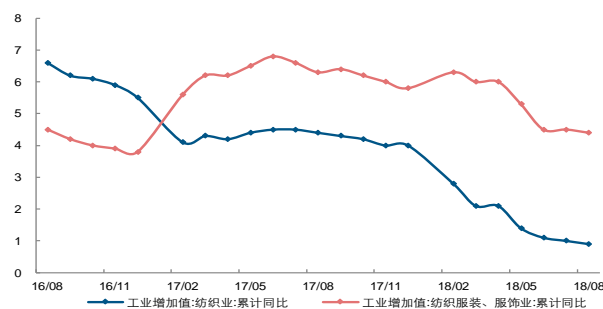
2018 年 8 月，工业企业整体工业增加值累计同比增长 6.50%，增速较上月回落 0.1pct，其中制造业工业增加值累计同比增长 6.80%，增速与上月持平；纺织业工业增加值累计同比增长 0.90%，增速较上月回落 0.1pct，纺织服装、服饰业工业增加值累计同比增长 4.40%，增速较上月回落 0.1pct。

图 31：8 月工业企业整体/制造业工业增加值累计同比 6.50%/6.80%



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 32：8 月纺织业/纺织服装服饰业工业增加值累计同比 0.90%/4.40%



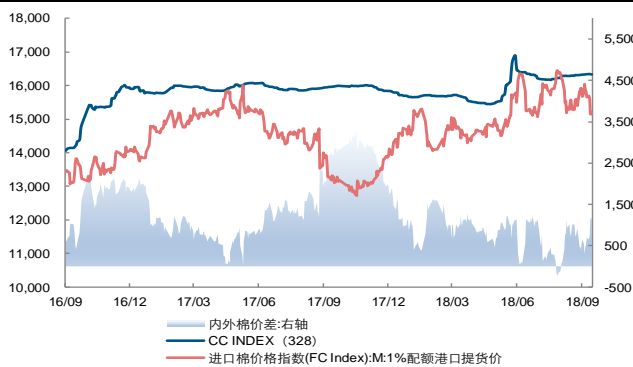
资料来源：Wind,长江证券研究所

原材料价格跟踪

截至 9 月 21 日，国内 328 级棉花现货收报 16,337 元/吨，较 9 月 14 日下降 0.04%；进口棉（M）1%配额港口提货价 15,151 元/吨，国内外棉价差 1,186 元/吨，较 9 月 14 日扩大 495 元/吨；进口棉(M)滑准税港口提货价较 9 月 14 日下降 376 元/吨至 15,995 元/吨，国内外棉价差（滑准税）为 342 元/吨。

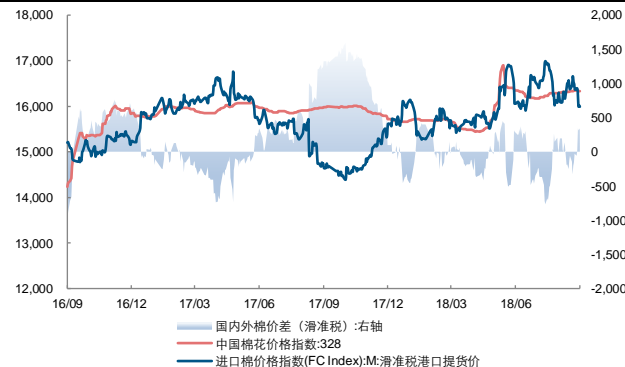
截至 9 月 21 日，国内纱线价格 24,300 元/吨，较 9 月 14 日下跌 30 元/吨；进口纱线港口提货价为 24,245 元/吨，较 9 月 14 日下跌 8 元/吨；国内外纱线价差为 55 元/吨，较 9 月 14 日收窄 22 元/吨。截至 9 月 14 日，坯布价格为 5.76 元/米，较上周持平。

图 33：截至 9 月 21 日，国内外棉价差为 1186 元/吨



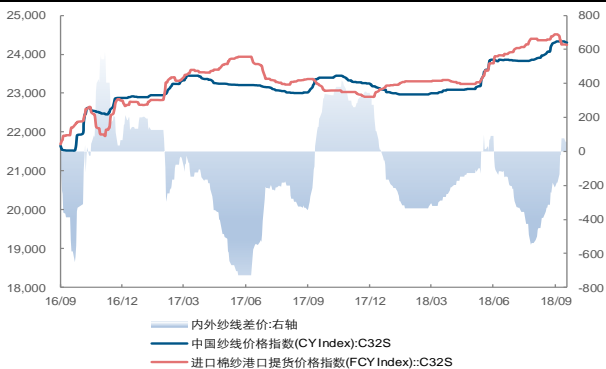
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 34：截至 9 月 21 日，国内外棉价差（滑准税）为 342 元/吨



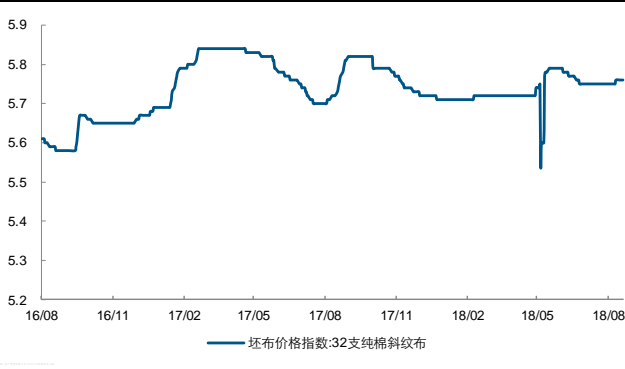
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 35：截至 9 月 21 日，国内外纱线价差为 55 元/吨



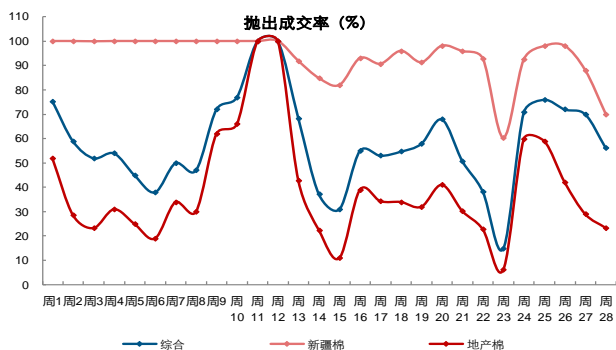
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 36：截至 9 月 14 日，坯布价格为 5.76 元/米



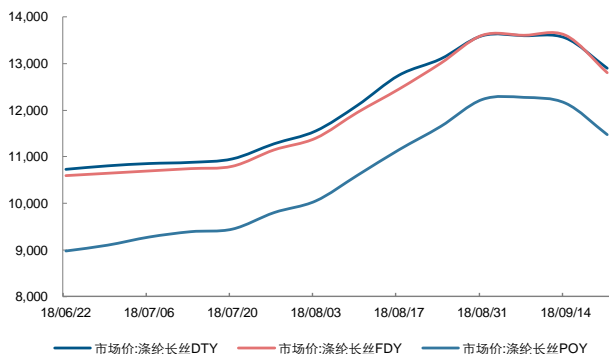
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 37: 第 28 周 (9.17-9.21) 国储棉抛储成交率较上周略有下降



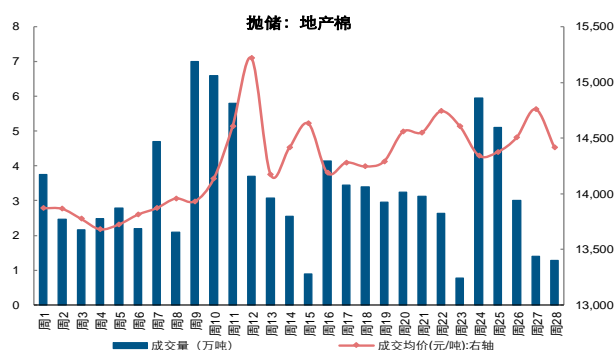
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 39: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)



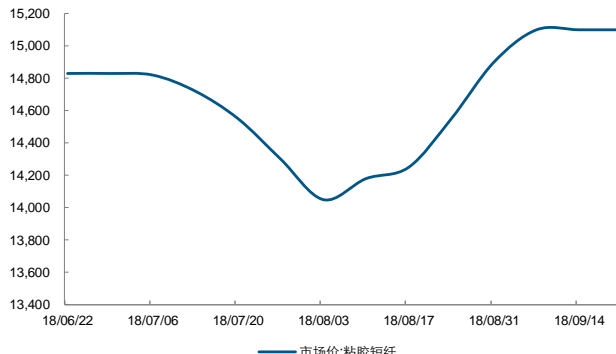
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 38: 第 28 周 (9.17-9.21) 地产棉抛储量/成交均价均有回落



资料来源: Wind,长江证券研究所

图 40: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)



资料来源: Wind,长江证券研究所



投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。