



Research and
Development Center

消费新需求拉动细分行业龙头成长

2019 年纺服行业投资策略

2018 年 12 月 7 日

李丹 分析师

李沁 分析师

证券研究报告

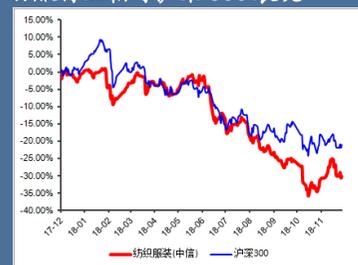
行业研究——投资策略

纺织服装行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级: 看好, 2018.06.20

纺织服装行业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

行业规模及信达覆盖

股票家数(只)	89
总市值(亿元)	4297
流通市值(亿元)	4183
信达覆盖家(只)	4
覆盖流通市值(亿元)	1328

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

李丹 分析师

执业编号: S1500518010001

联系电话: +86 10 83326735

邮箱: lidan@cindasc.com

李沁 分析师

执业编号: S1500517120001

联系电话: +86 10 83326716

邮箱: liqin@cindasc.com

相关研究

《纺服消费新趋势 消费者从“合群”到“本我”》2018.6.20

消费新需求拉动细分行业龙头成长

2019 年纺服行业投资策略

2018 年 12 月 7 日

本期内容提要:

- ◆ **中国消费信心指数略有回落但仍保持高位运行。**18 年第三季度中国消费者信心指数在二季度初创 10 年新高后有所回落,截至 18 年 9 月,消费者信心指数相较 18 年 5 月最高点 122.9 下滑 4.4 个百分点至 118.5,接近 17 年 9 月水平,但仍保持高位运行。最终消费支出仍然是经济增长主要贡献力:2018 年前三季度,最终消费支出对经济增长的贡献率为 78%,高于资本形成总额 46.2 个百分点;最终消费支出在 2017 年时已连续四年成为经济增长第一驱动力,且 18 年二三季度该指标也创了近五年新高。
- ◆ **新消费群体:消费代际更迭,产生新的消费需求。**随着中国人口结构成熟,出生于 1980 年以后的年轻消费者成为中国消费经济增长的极大潜力股。中国的千禧一代在休闲、运动服装和正装方面花费最多;90 后消费者有更加明显的个人关照偏好,他们在服饰鞋包、美容护理、运动户外等消费品类中占比都明显偏高;80 后具有较为明显家庭关照转向,最为突出的是在母婴类消费中占比最高。年轻一代成为全球时尚品牌经营者们最关注和渴望了解的目标人群,服装、鞋履是年轻一族喜爱购买品类,轻奢价格产品仍然是购买主力区间。
- ◆ **看好稳定性、成长性较高的运动服饰板块和即将进入红利期的女性内衣板块。**1) 从全球经验来看,过去几十年间,美国、欧洲、中国的龙头运动鞋服公司显示出持续成长的特性,即使在经济危机之后,也能通过经营策略的调整重新进入成长轨道。尤其在美国,即使在消费支出增长缓慢的背景下,运动鞋服市场或有可能保持持续升级的潜力。规模效应使得公司能够在品牌、产品、渠道等领域进行较大的持续投入,形成强者恒强的局面。2) 纵观全球现代女性内衣发展史已步入百年,但在国内市场的成长时间却不过 30 余年。中国女性内衣市场较国外市场发展空间大、增速快;市场零售额和增速都领先于美国和日本;且行业竞争格局相对稳定,消费者品牌忠诚度高。
- ◆ **童装板块增速最快,男装市场市占率最高。**中国童装市场行业发展速度领先于整体服装行业,且规模增速优于女装和男装。根据 Euromonitor 数据统计,2012 年至 2017 年,国内童装行业市场规模复合增长率达到 11.14%,超过男装行业(4.82%)6.32 个百分点,超过女装行业(6.41%)4.73 个百分点。到 2018 年底,童装行业市场规模增速将达到近年最高(16%),市场规模达 2082 亿元;而女装行业和男装行业市场规模增速分别为 5.3%和 4.4%。另外,男装行业虽然增速放缓,但行业集中度稳步提升。从 2012 年-2017 年,CR5 从 6.7%提升到 11.7%,提升幅度明显,且 CR5 高于国内女装及童装市场。男装龙头公司海澜之家市占率近年迅速提升,规模优势明显,市场定位覆盖广泛客户群。

- ◆ **建议关注和行业评级：**根据 2018 年消费趋势、消费行为、及消费市场驱动力来看，最终消费支出仍然是经济增长主要贡献力，新消费群体的代际更迭产生了新的消费需求。我们认为 2019 年整体纺服板块将延续当前平稳运行态势，主要运行指标基本保持目前增长水平，值得特别关注的是优秀龙头企业将受益于市场集中度的提升和基本面的好转持续享受消费升级带来的消费形式多样化的红利。纺织服装行业 19 年将依然享受细分板块市场快速发展、新一代年轻消费者产生新消费需求的利好，维持“看好”评级。我们看好体育服饰行业、女性内衣以及童装板块的龙头；同时对于低估值、管理优异、业绩稳健成长的家纺行业龙头，我们依然看好其长期投资价值。推荐标的：安踏体育、歌力思、富安娜。
- ◆ **风险因素：**宏观经济低于预期、人均收入增长不及预期、消费疲弱、房地产市场波动的风险、原材料价格波动的风险。

目录

中国消费市场未来驱动力	1
消费者信心指数略有回落但仍保持高位运行	1
消费对国民经济发展的驱动作用进一步增强	2
新消费时代到来	3
新消费群体：消费代际更迭，产生新的消费需求	3
赢得千禧一代消费者	3
“运动服饰”品类及“轻奢价位”商品依然保持不变增速	5
本土企业逐渐抢占了外资品牌市场分额	7
线下渠道的渗透率依然重要	8
纺织服装新旧业态同时提速 质量效益稳步提升	9
内销市场新旧业态同时提速	9
质量效益稳步提升 投资增速持续回升	10
服装市场：童装增速最快，男装市占率最高	11
中国童装市场增速优于整体服装行业增速	11
男装市场集中度逐年提高 龙头公司市占率优势明显	12
运动服装：中国运动服饰市场进入黄金发展期	14
行业特性有利于市场集中度的提升	14
中国运动服饰市场保持高速发展	15
行业机会下的优质龙头公司	16
女性内衣：“她经济”浪潮下的消费风口 女性内衣市场红利期	17
女性内衣市场的红利期	17
全球内衣市场稳步增长，中国市场集中度提升潜力大	17
行业评级	20
相关标的公司推荐	21
安踏体育（2020.HK）高性价比运动鞋服龙头玩家 运动时尚品牌成熟运营商	21
歌力思（603808.SH）：新兴轻奢集团协同作用显现 跨国多品牌运营良好	21
富安娜（002327）：家纺印花设计之王者，开拓美家艺术之崭新天地	22
风险因素：	23

表目录

表 1：全球时尚市场（价格、产品、地域细分）销售收入增长情况	6
表 2：2012-2017 年中国男装品牌市占率（单位：%）	13
表 3：体育产业发展规划	16

图表目录

图 1：社会消费品零售总额（单位：%）	1
图 2：主要经济体消费者信心指数	1
图 3：主要经济体进出口金额累计同比（单位：%）	2
图 4：最终消费支出对 GDP 的贡献率（单位：%）	2
图 5：18 年天猫双十一分年龄段消费者主要消费品类成交金额占比（单位：%）	3
图 6：除了服装千禧一代购买频次最高的时尚单品（单位：%）	4
图 7：过去一年不同年龄层购买的单品价格区间（单位：%）	4
图 8：年轻一族不同性别购买服饰消费习惯（单位：%）	5
图 9：时尚行业分地区、品类、价位的收入增速（单位：%）	6
图 10：中外资品牌对比（单位：十亿元）	8
图 11：纺织品服装内销指标累计同比增速（单位：%）	9
图 12：纺织品服装出口指标累计同比增速（单位：%）	9
图 13：2018 年前三季度行业产能利用率（单位：%）	10
图 14：2018 年前三季度纺织各行业营收及利润累计同比增速（单位：%）	10
图 15：国内童装市场规模增速显著高于女装和男装（单位：亿元，%）	11
图 16：0-14 岁儿童人口逐步提升	12
图 17：各国人均童装消费情况（单位：美元）	12
图 18：2012-2017 年中国男装品牌 CR5 集中度逐渐提升（单位：%）	13
图 19：美国地区运动品牌市场份额（单位：%）	14
图 20：2008-2017 年中国运动品牌市场份额（单位：%）	15
图 21：美国运动服饰收入增速以及人均消费支出（单位：%）	15
图 22：2007-2022 年中国运动服饰市场零售额（单位：亿元，%）	16
图 23：2007-2022 年美国运动服饰市场零售额（单位：亿美元，%）	16
图 24：全球女性内衣不同地区零售额（单位：百万美元）	18
图 25：美国女性内衣市场零售额及同比增速（单位：百万美元、%）	19
图 26：日本女性内衣市场零售额及增速（单位：百万美元、%）	19
图 27：中国女性内衣市场零售额及增速（单位：百万美元、%）	20
图 28：国内前五大内衣品牌市占率	20
图 29：18 年至今各版块涨跌幅情况（单位：%）	23

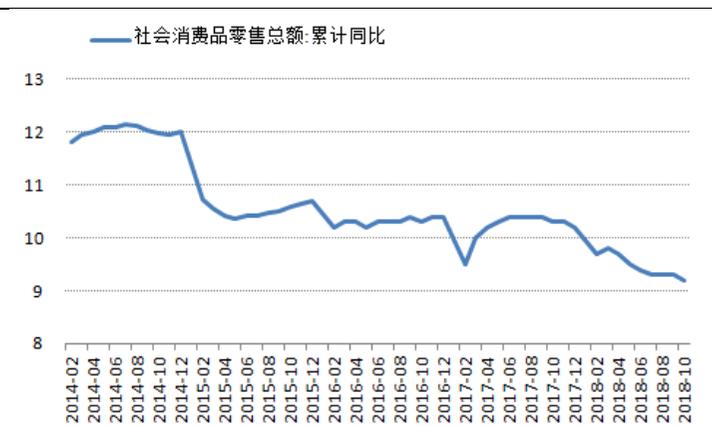
中国消费市场未来驱动力

消费者信心指数略有回落但仍保持高位运行

消费品市场大体平稳，新业态继续保持快速增长。2018年1-10月份，社会消费品零售总额309834亿元，同比增长9.2%，增速比前三季度小幅放缓0.1个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额117177亿元，增长6.6%。从新业态来看，1-10月份，全国网上零售额70539亿元，增长25.5%，其中，实物商品网上零售额54141亿元，增长26.7%，增速比社会消费品零售总额高17.5个百分点。基本生活类商品增长平稳，1-10月份，限额以上单位粮油食品类、服装、日用品类商品分别增长10.0%、9.1%和13.0%，均保持较快增长。升级类商品消费增长较快，1-10月份，限额以上单位化妆品和通讯器材类商品均保持两位数的较快增长。

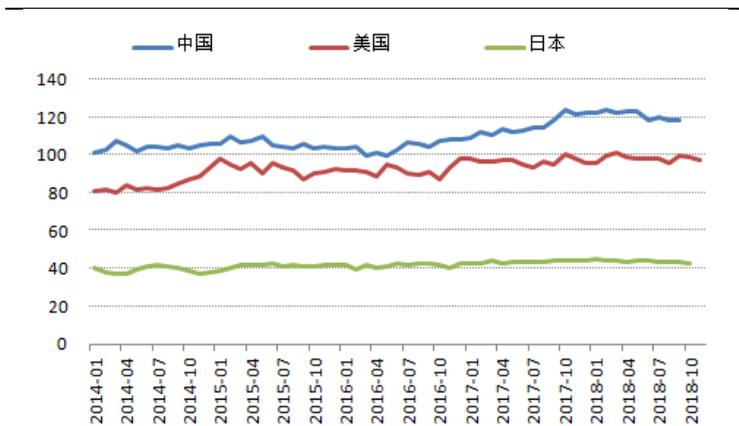
18年第二季度中国消费者信心指数保持高位，三季度有所回落。18年第三季度中国消费者信心指数在二季度初创10年新高后有所回落，截至18年9月，消费者信心指数相较18年5月最高点122.9下滑4.4个百分点至118.5，接近17年9月水平。对比全球主要经济体美国、日本的消费者信心指数，中国近年来一直保持稳定上升趋势，尤其在18年伊始逐渐拉开差距，根据Wind最新数据统计，18年10月美国消费者信心指数为98.60，同比下滑2.1个百分点；日本消费者信心指数为42.9，同比下滑1.3个百分点。由于全球经济处于调整期，主要经济体消费者信心指数均有小幅回落。

图1：社会消费品零售总额增长率（单位：%）

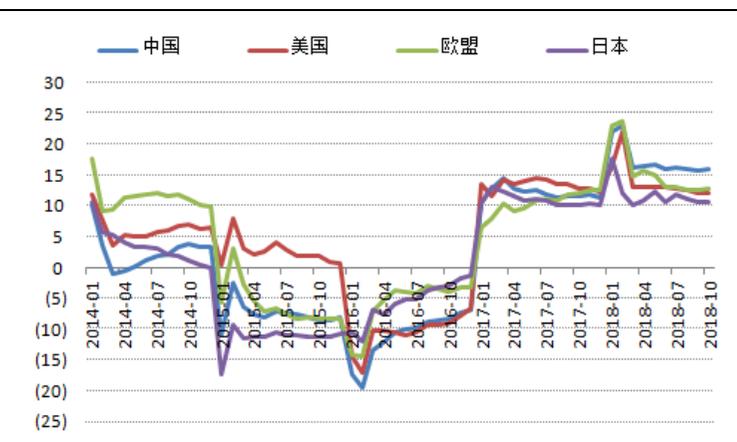


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图2：主要经济体消费者信心指数



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3: 主要经济体进出口金额累计同比 (单位: %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 最终消费支出对 GDP 的贡献率 (单位: %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

消费对国民经济发展的驱动作用进一步增强

最终消费支出仍然是经济增长主要贡献力。根据国家统计局数据显示, 2018 年前三季度, 最终消费支出对经济增长的贡献率为 78%, 较上半年增速 78.5% 回落 0.5 个百分点, 高于资本形成总额 46.2 个百分点。国家统计局指出, 最终消费支出在 2017 年时已连续四年成为经济增长第一驱动力, 且 18 年二三季度该指标也创了近五年新高。

对外贸易平稳运行。根据海关总署数据统计, 2018 年前三季度, 我国货物贸易进出口总值 22.28 万亿元人民币, 同比增长 9.9%。其中, 出口 11.86 万亿元, 增长 6.5%, 进口 10.42 万亿元, 增长 14.1%; 贸易顺差 1.44 万亿元, 收窄 28.3%。18 年前三季度我国外贸进出口较快增长, 为全年外贸稳中有进奠定了坚实的基础, 但由于国际环境不确定性、以及中美贸易摩擦不断升级, 全球货物贸易的增长态势也面临挑战; 另外, 由于 17 年四季度我国外贸进出口规模相比三季度提升了 5 个百分点, 受基数抬高因素的影响, 海关总署预计 18 年四季度外贸进出口增速可能有所放缓。

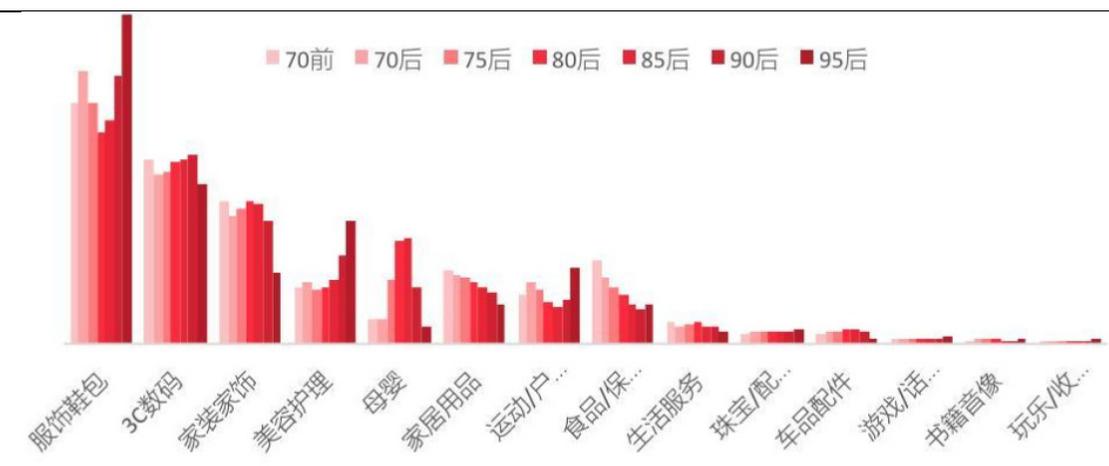
新消费时代到来

新消费群体：消费代际更迭，产生新的消费需求

波士顿咨询与阿里研究院联合发布的《中国消费新趋势：三大动力塑造中国消费新客群》中曾提到，随着中国人口结构成熟，出生于1980年以后的年轻消费者成为中国消费经济增长的极大潜力股。18年天猫双十一的消费者结构变化也印证了这一点，一方面，90后新生代消费者崛起，成长于物质充裕的年代，高度互联网化的他们，拥有不同于以往的消费观念与需求；另一方面，80后步入新的人生阶段，更具消费力且更加成熟，消费品质进一步上升，消费偏好也从个人关照开始转向家庭关照，关注的消费品类发生变化。

不同消费品类成交占比，表现出各个年代的消费偏好。90后消费者有更加明显的个人关照偏好，他们在服饰鞋包、美容护理、运动户外等消费品类中占比都明显偏高；80后具有较为明显家庭关照转向，最为突出的是在母婴类消费中占比最高。

图5：18年天猫双十一分年龄段消费者主要消费品类成交金额占比（单位：%）



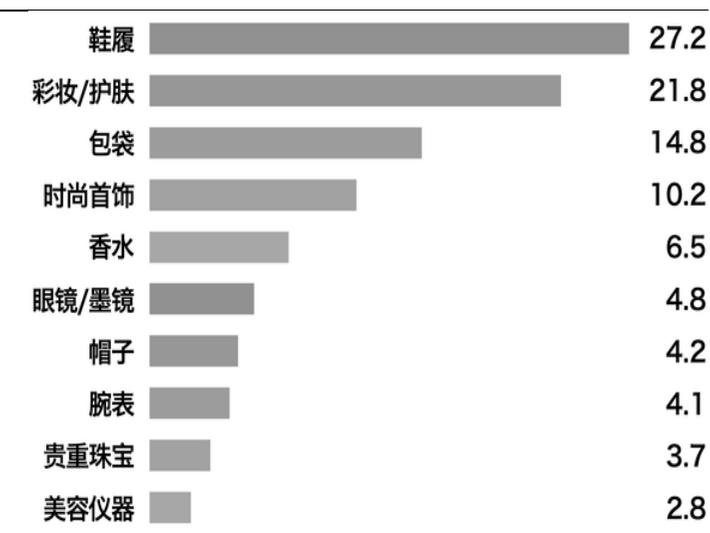
资料来源：cbndata，信达证券研发中心

赢得千禧一代消费者

年轻一代成为全球时尚品牌经营者们最关注和渴望了解的目标人群。虽然中国已逐渐步入老龄化社会，但对品牌而言，获得千禧一代消费者的青睐仍然是高速发展的关键。随着年轻消费者可支配收入和个性化的需求日益增长，他们对于释放品牌未来发展潜力的潜力至关重要。过去一年渗透率增速高于平均的企业中，大多数公司在赢得年轻家庭的购买上表现出色。

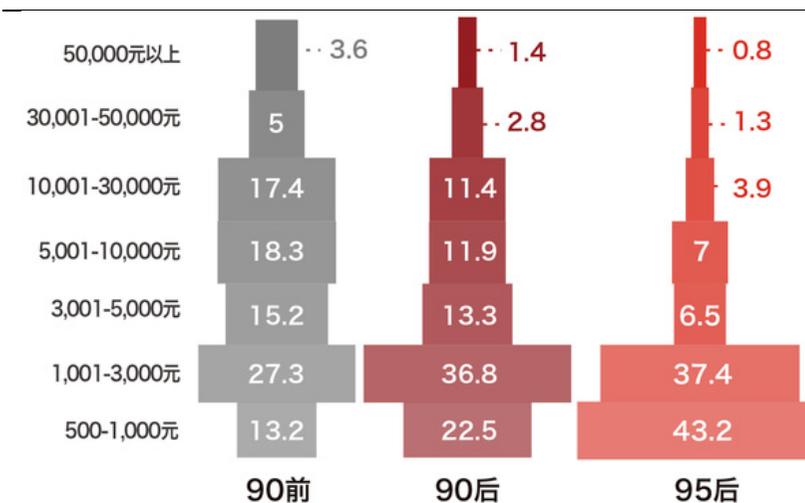
服装、鞋履是年轻一族喜爱购买品类，轻奢价格产品仍然是购买主力区间。从华丽志最新发布的《2018 中国新生代时尚消费白皮书》基于全球化时尚产业视角近年对年轻消费者深度调研数据可以看出，过去一年除了服装购买，千禧一代最爱购买品类鞋履消费高居榜首，占比高达 27.2%，彩妆包袋紧随其后。同时从 90 前后不同年龄层人群消费习惯发现，价格在 1000-3000 元之间的轻奢产品仍然是最受消费者欢迎的价格区间，尤其在经济能力稍强的 90 前与 90 后消费者，占比高居榜首分别达到 27.3%、36.8%，95 后年轻一代仍然有高达 37.4% 消费者购买轻奢价格区间产品。

图 6: 除了服装千禧一代购买频次最高的时尚单品 (单位: %)



资料来源:《2018 中国新生代时尚消费白皮书》, 信达证券研发中心

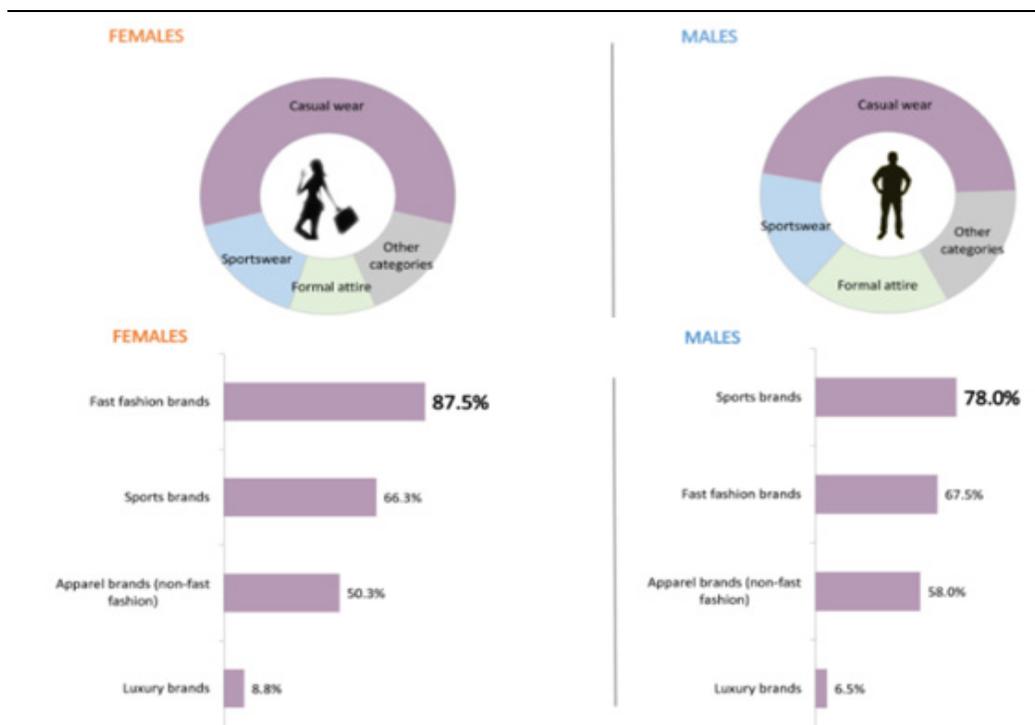
图 7: 过去一年不同年龄层购买的单品价格区间 (单位: %)



资料来源:《2018 中国新生代时尚消费白皮书》 信达证券研发中心

中国的千禧一代在休闲、运动服装和正装方面花费最多。根据 Fung Business Intelligence 发布的《理解中国千禧一代服装购物行为和态度报告》，中国的千禧一代中，女性在时尚品牌服装花费最多，达到 87.5%，男性在运动服装花费最多，达到 78%，且他们在换季和需要更新衣物时会购买新的衣服，很多人每两三周就购买一次。另外，中国千禧一代特别重视品牌良好的声誉、值得信赖和专业的服务，约 2/3 的中国千禧一代通过线上和线下渠道购物，但是在买衣服时线下渠道仍然更受欢迎，多元化的大型购物中心是最受欢迎的。

图 8: 年轻一族不同性别购买服饰消费习惯 (单位: %)

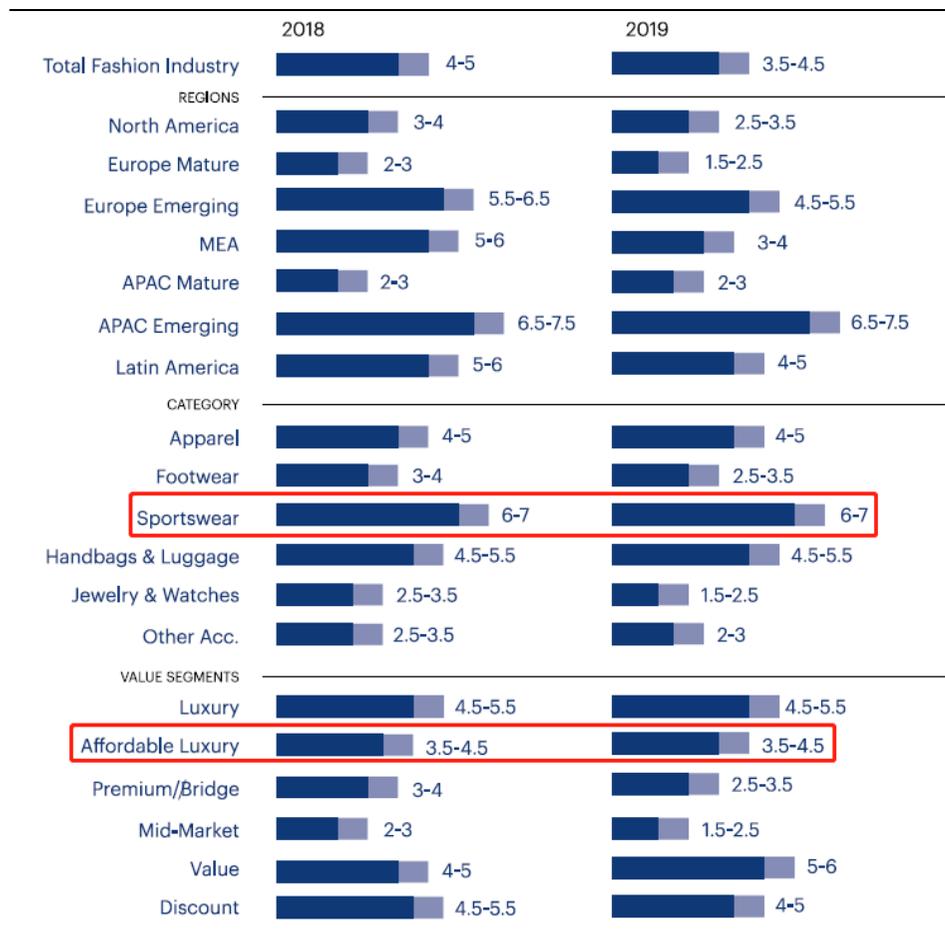


资料来源: Fung Business Intelligence, 信达证券研发中心

“运动服饰”品类及“轻奢价位”商品依然保持不变增速

轻奢的单价价格定位大约在\$156-\$315, 国际代表品牌有 Coach、Tory Burch、MichealKors 和 SMCP 等。全球来看, 根据麦肯锡报告, 轻奢行业是服装行业 2016 和 2017 年两年增长最快的行业, 增速分别为 3-3.5%以及 3.5-4.5%, 2018 年增速依然保持 3.5-4.5%。

我们曾在 18 年 3 月 28 日发布的《歌力思 (603808) 海外品牌嫁接本土运营经验, 时尚业可持续发展模式》报告里提出, 长远来看, 中国轻奢市场发展潜力大并且增长强劲。同时麦肯锡在《品质生活, 时尚引领》报告里预计未来五年, 轻奢产品销售增幅预计可达 11%-13%, 轻奢消费占中国整体奢侈品的 36%, 并在 2025 年增长至 6,200 亿元。从 19 年 BOF 和麦肯锡最新《The state of fashion 2019》价格细分市场预测来看, 在整体市场产业增速略有下滑的趋势下 (增速从 18 年的 4-5%到 19 年的 3.5-4.5%), 我们认为较有潜力的两个细分板块-- **运动服饰**及**轻奢市场**依然保持稳定的增速。

图 9: 时尚行业分地区、品类、价位的收入增速 (单位: %)


资料来源: State of Fashion, 信达证券研发中心

表 1: 全球时尚市场 (价格、产品、地域细分) 销售收入增长情况

		2017	2018	2019
价格细分	整个行业	2.5-3.5%	4-5%	3.5-4.5
	奢侈	3.5-4.5%	4.5-5.5%	4.5-5.5%
	轻奢	3.5-4.5%	3.5-4.5%	3.5-4.5%
	中高	3-4%	3-4%	2.5-3.5%

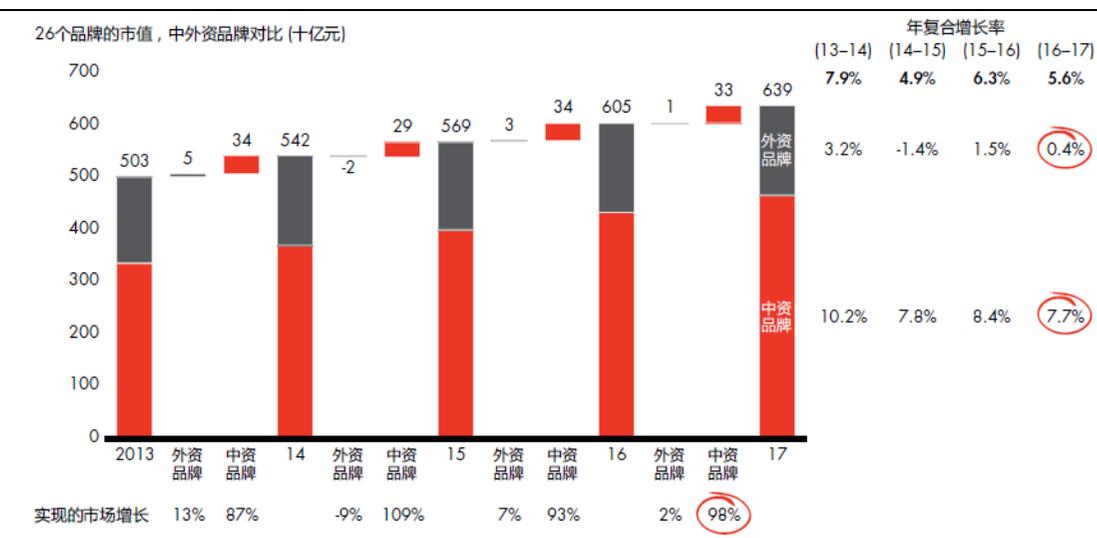
	中等	2-3%	2-3%	1.5-2.5%
	性价比	2-3%	4-5%	5-6%
	廉价	3.5-4.5%	4.5-5.5%	4-5%
品类细分	服装	2-3%	4-5%	4.5%
	鞋履	2-3%	3-4%	2.5-3.5%
	运动服装	7.5-8.5%	6-7%	6-7%
	包箱	4-5%	4.5-5.5%	4.5-5.5%
	手表和珠宝	1.5-2.5%	2.5-3.5%	1.5-2.5%
	其他配饰	1.5-2.5%	2.5-3.5%	2-3%
	地区细分	北美	1-2%	3-4%
欧洲（成熟市场）		2-3%	2-3%	1.5-2.5%
欧洲（新兴市场）		4-5%	5.5-6.5%	4.5-5.5%
中东亚		6-7%	5-6%	3-4%
亚太（成熟市场）		3-4%	2-3%	2-3%
亚太（新兴市场）		4-5%	6.5-7.5%	6.5-7.5%
拉丁美洲		4.5-5.5%	5-6%	4-5%

资料来源：BOF & Mckinsey，信达证券研发中心整理

本土企业逐渐抢占了外资品牌市场分额

本土与外资企业的竞争仍在继续。贝恩《2018 中国购物者报告》中提到，2017 年，本土品牌实现了 7.7% 的增长，贡献了中国快速消费品市场 98% 的增长额。与之相比，外资品牌仅仅增长 0.4%。本土品牌在 21 个品类从外资品牌手中赢得市场份额，而外资品牌仅在 4 个品类获胜。

本土品牌稳步取得成功有多重原因。首先，他们更了解本土消费者需求。其次，创始人的强执行力使得他们能比跨国公司的经理人团队更快速制定和执行决策，从而使其能够快速适应新趋势。第三，本土品牌以往在低线城市的渗透率较高，而这些城市高端化正在蓬勃发展，由此成为他们发展的一大助力。最后，经历了 40 年市场经济的磨练以及和海外企业的竞争，使得本土企业更具竞争力。

图 10: 中外资品牌对比 (单位: 十亿元)


资料来源: 贝恩, 凯度消费者指数研究, 信达证券研发中心

注: 涉及的外资品牌为凯度列举的所有 26 个品类中“表现最好的品牌”

线下渠道的渗透率依然重要

过去十年, 电商改变了中国快速消费品的行业生态, 改变了品牌与消费者之间的连接方式。在“新零售”时代下, 各大品牌必须整合不同营销生态, 在全渠道环境下任意一个可能的触及点赢得消费者的青睐。实体零售商每天仍然是亿万消费者的购物场所, 对品牌尝试购买和建立消费者的连接至关重要, 特别是在低线城市。随着数据整合和物流能力的提升, 线上和线下获客成本差距逐步缩小, 实体零售商自身仍旧保持着较好的获得优质流量的能力, 同时也能够推动线上和线下渠道加速融合, 为消费者提供最有效的服务方式。

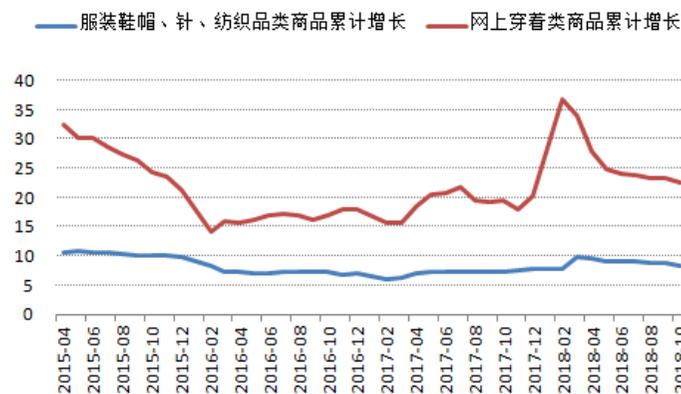
纺织新旧业态同时提速 质量效益稳步提升

内销市场新旧业态同时提速

纺织服装产品传统业态销售好于上年，新兴业态保持快速增长。根据国家统计局数据，2018年前三季度，我国居民人均可支配收入实际增长6.6%，消费支出实际增长6.3%，均快于人均GDP6.2%的增长水平，消费贡献率提升至78%，与民生紧密相关日用消费品是内需增长主要拉动力。18年1~9月全国限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长8.9%，增速同比提升1.7个百分点，处于近三年来的较高增长水平；新兴业态保持较快增长，全国网上穿着类商品零售额同比增长23.3%，虽然较18年2月最高峰略有回落，但增速同比提升4.1个百分点。

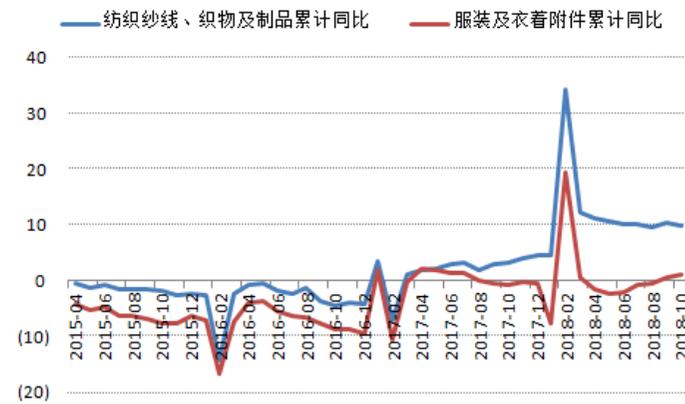
纺织品服装出口市场持续回暖。根据海关快报数据，2018年1~9月我国纺织品服装出口总额为2077.7亿美元，同比增长4.6%，增速较17年同期提高3.7个百分点，较18年上半年继续加快1.3个百分点。分产品结构看，纺织品竞争力稳定，出口额同比增长10.5%，增速高于17年同期7.6个百分点，占出口总额比重提升至43%；服装受到制造成本高企及订单、投资转移等因素影响，出口压力较大，1~9月出口额同比仅增长0.6%。分国别看，对美国、欧盟和日本纺织原料及纺织品服装出口额同比分别增长8.5%、3.4%和4.8%，对美出口增速较17年同期提升9.1个百分点；对越南、土耳其、印尼等“一带一路”沿线市场出口增势良好，出口额分别同比增长30%、5.7%和21.6%。

图 11: 纺织品服装内销指标累计同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 中家纺, 信达证券研发中心

图 12: 纺织品服装出口指标累计同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 中家纺, 信达证券研发中心

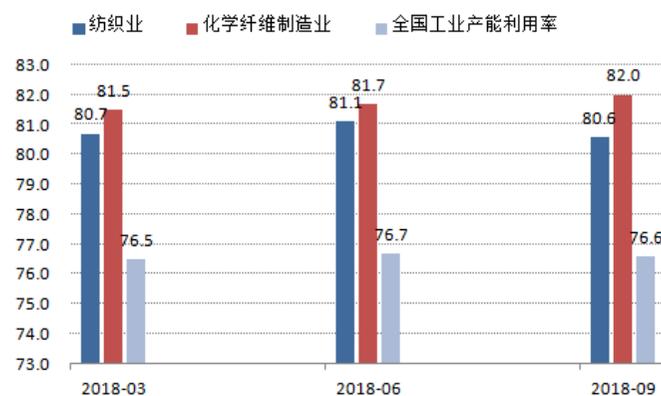
质量效益稳步提升 投资增速持续回升

经济效益环比持续改善。2018年1~9月,全国3.6万户规模以上纺织企业累计实现主营业务收入42197.6亿元,同比增长4.2%,增速较17年同期放缓3.5个百分点,但较18年上半年加快0.1个百分点;实现利润总额1980.8亿元,同比增长7.1%,增速较上年同期放缓3.5个百分点,但高于18年上半年增速4.7个百分点。从产业链结构上看,化纤行业由于产业集中度提高以及大型企业向上游炼化环节延伸等原因,效益增速稳定在较高区间,1~9月主营业务收入和利润总额同比分别增长14.4%和22.3%,分别拉动纺织全行业主营业务收入和利润增速2和3.2个百分点。

产能利用保持较高水平,生产增速有所放缓。2018年1~9月,纺织业和化纤业产能利用率分别达80.6%和82%,均高于全国工业76.6%的水平;全国规模以上纺织企业工业增加值同比增长2.9%,较17年同期放缓2个百分点,但较18年上半年加快0.1个百分点。产业链终端生产增速较为平稳,服装、家纺和产业用纺织品行业工业增加值同比分别增长4.6%、4.9%和8.4%;资金技术密集型行业生产增速较快,化纤业工业增加值同比增长8.2%,较17年同期加快2.8个百分点;纺机行业工业增加值同比增长12.5%,反映国产装备市场竞争力稳步提高。

投资增速逐月回升。根据国家统计局数据推算,2018年1~9月纺织全行业固定资产投资完成额同比增长5.8%,较17年同期下降0.4个百分点,但较18年一季度和上半年分别回升9.1和4.5个百分点。分行业来看,纺织业(含纺纱、织造、染整、针织、家纺、产业用)增速较上半年提升5.1个百分点至5.9%,化纤业同比增长31.9%,连续6个月保持高速增长,而服装业投资同比减少1.6%。

图 13: 2018 年前三季度行业产能利用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 中家纺, 信达证券研发中心

图 14: 2018 年前三季度纺织各行业营收及利润累计同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 中家纺, 信达证券研发中心

我们认为，2018 年全年，纺织行业仍将总体延续当前的平稳运行态势，主要运行指标基本保持目前增长水平。2019 年，我国纺织行业面临的国内外市场环境存在一定不确定性，纺织行业运行压力较 18 年有所加大；同时由于中美贸易摩擦的不断升级，尽管现阶段美国加税措施对纺织行业的直接负面影响较小，但贸易环境不确定性上升，出口形势不确定性增强；此外，行业仍然面临要素成本上涨、环保压力加大、融资难融资贵等长期影响行业运行的因素。

服装市场：童装增速最快，男装市占率最高

中国童装市场增速优于整体服装行业增速

从 2013 年开始，童装行业发展速度一直领先于女装与男装，且增速差距逐渐扩大。根据 Euromonitor 数据统计，2012 年至 2017 年，国内童装行业市场规模复合增长率达到 11.14%，超过男装行业（4.82%）6.32 个百分点，超过女装行业（6.41%）4.73 个百分点。到 2018 年底，童装行业市场规模增速将达到近年最高（16%），市场规模达 2082 亿元；而女装行业和男装行业市场规模增速分别为 5.3%和 4.4%。根据 Euromonitor 预测，在童装行业处于服装生命周期成长阶段的背景下，未来四年行业复合增长率仍将维持在 12.1%左右，明显快于女装与男装市场，截至 2020 年国内童装市场规模将达到 3288 亿元。

图 15：国内童装市场规模增速显著高于女装和男装（单位：亿元，%）

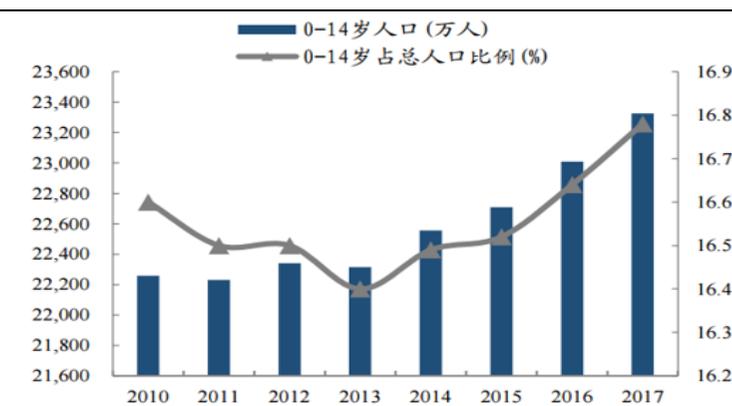


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

“二胎政策”叠加童装更新频次较高的刚性需求推动童装消费体量加速增长。2015年“全面二胎”政策正式出台，生育鼓励政策促使国内人口出生率加速上行，2013年至2017年，国内出生率由12.08%逐步上升至12.43%；国内0-14岁人群占比也逐年增长，由2013年的16.4%增至2017年的16.78%，达2.33亿人，较2016年新增1900万。随着“二胎热潮”持续升温，我们预计0-14岁人口数量仍将稳步上行，进而为儿童服饰需求奠定坚实的人口基础。此外，童装更新频次较高且为刚性需求的特性，有利于童装消费体量的加速增长。

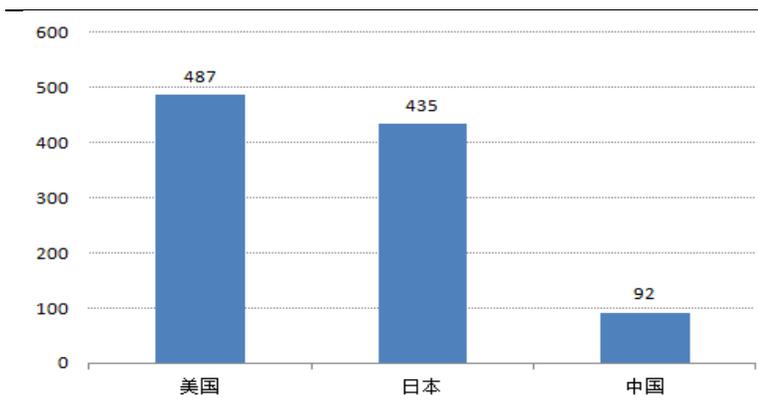
与世界其他国家相比，中国家庭对于14岁以下儿童的年度花销仍有很大增长空间。瑞士信贷的数据描述了各国父母为14岁以下儿童花费的年金额的差别，以2015年的美国为例，当年该国父母平均会为自己的一个孩子花费487美元，日本父母会为自己的一个孩子花费435美元，但中国家庭为14岁以下儿童花费的年金额是每个孩子92美元。中国与发达国家在家庭为儿童支出方面的金额还有很大差距，长期来看，随着“二胎经济”和“消费升级”红利的释放，国内童装人均消费支出有望持续提升，带动整体童装消费体量增长。

图 16: 0-14 岁儿童人口逐步提升



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 17: 各国人均童装消费情况 (单位: 美元)



资料来源：世界服装鞋帽网，信达证券研发中心

男装市场集中度逐年提高 龙头公司市占率优势明显

男装行业稳定增长但增速放缓，行业集中度稳步提升。根据Euromonitor统计数据，从图14可以看出，男装市场规模虽然稳步提升，但增速在11年后从双位数增长放缓到个位数增长，增速从04年的16.6%下滑到17年的4.4%，17年男装市场规模为5345.96亿元，Euromonitor预计2022年男装时装规模将达到6451.81亿元，同比增长3.4%。

行业集中度逐渐增长，CR5稳步提升，竞争格局受快销及运动品牌冲击。从国际对比情况来看，虽然我国男装市场集中度低于美国、日本等发达国家，但近几年市场集中度在不断提升。从2012年-2017年，CR5从6.7%提升到11.7%，提升幅度明

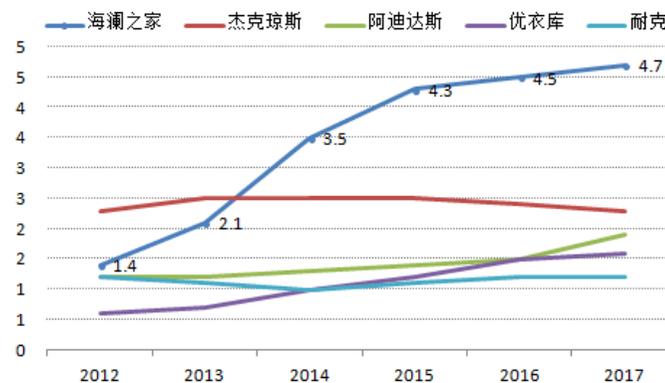
显，且 CR5 高于国内女装及童装市场。男装龙头海澜之家由于企业运营效率、产品质量、品牌形象等能力的提高，以及“男人的衣柜”市场定位覆盖广泛客户群，行业集中度从 12 年的 1.4% 迅速提升到 17 年的 4.7%，公司龙头优势明显。另外，由于近几年国民对运动健康重视的提升以及运动品牌的良好发展，阿迪、耐克两家国外运动品牌也在男装板块逐渐抢夺市场占有率，市场份额也有明显提升；日本快销品牌巨头优衣库由于良好的性价比和快速的供应链反应能力，市占率也从 12 年的 0.6% 上升到 17 年的 1.6%。

表 2: 2012-2017 年中国男装品牌市占率 (单位: %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
海澜之家	1.4	2.1	3.5	4.3	4.5	4.7
杰克琼斯	2.3	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3
阿迪达斯	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.9
优衣库	0.6	0.7	1.0	1.2	1.5	1.6
耐克	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
罗蒙 Romon	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
雅戈尔	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
GXG	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
森马	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
安踏	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
CR5	6.7	7.6	9.3	10.5	11.1	11.7

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 18: 2012-2017 年中国男装品牌 CR5 集中度逐渐提升 (单位: %)



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

运动服装：中国运动服饰市场进入黄金发展期

行业特性有利于市场集中度的提升

就稳定性而言，运动鞋服科技含量较高，个性化程度低，是服饰领域的标品行业，竞争格局较为清晰稳定。标准品能够较好的跨越地域、性别、年龄等差异，覆盖更为广泛的群体形成规模效应。规模效应使得公司能够在品牌、产品、渠道等领域进行较大的持续投入，形成强者恒强的局面。

运动鞋服的成长性和市占率而言，过去几十年间，美国、欧洲、中国的龙头运动鞋服公司显示出持续成长的特性，即使在经济危机之后，也能通过经营策略的调整重新进入成长轨道。阿迪达斯和耐克在人口以及可支配收入增长缓慢的成熟经济体美国都保持增长，且市占率能够持续提升。从市占率角度看，2009年-2017年间，耐克在美国的市占率从16.4%提升至20.0%，同期阿迪市占率从3.8%提升至5.1%。

成熟经济体 CR5 过去几年持续提升

从美国的经验来看，在消费支出增长缓慢的背景下，运动鞋服市场或有可能保持持续升级的潜力。2011-2017年美国人均消费支增速缓慢，在-0.10%-2.35%之间徘徊，美国的运动人口占比为70%较为稳定，整体运动服饰零售总额在5%-7.7%之间，明显高于人均支出的增长。从各大运动品牌在美国市场过去10年的发展历程来看，CR5的运动鞋服公司分享了行业增长的红利，并保持着市占率持续提升的态势。行业CR5在2008年总体市占率为25.1%，至2017年CR5提升至34.1%。

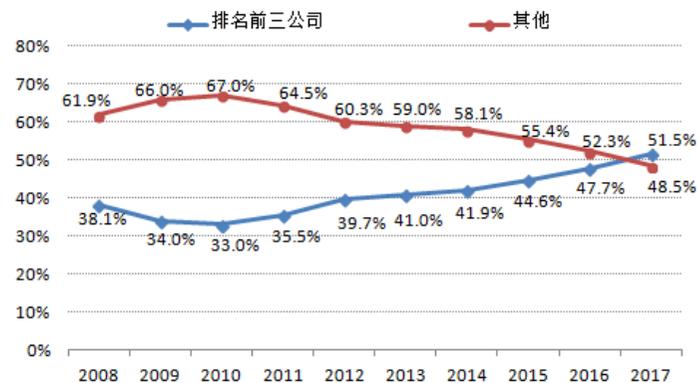
图 19：美国地区运动品牌市场份额（单位：%）

公司名称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nike	15.3	16.4	15.7	16.2	17.7	18.6	20.1	21.1	21.0	20.0
adidas	4.1	3.8	4.4	5.0	4.6	4.1	3.3	3.5	4.2	5.1
Under Armour	1.5	1.8	2.2	2.6	3.0	3.6	4.2	4.8	5.0	4.4
Skechers	2.3	2.4	3.3	2.0	1.9	2.1	2.4	2.8	2.6	2.6
Lululemon Athletica	0.1	0.2	0.4	0.7	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6
Champion	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	1.8	2.0	1.9	1.9	2.0
The North Face	1.8	1.7	2.0	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	1.8
Columbia	1.5	1.5	1.8	1.8	1.7	1.6	1.8	1.8	1.7	1.6
New Balance	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Asics	1.5	2.0	2.2	2.2	2.3	1.7	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

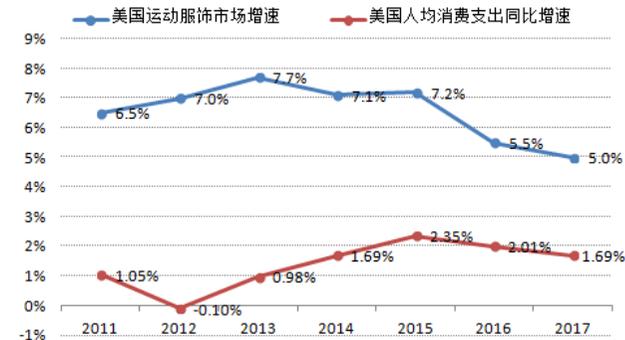
行业特性有利于市场集中度提升。根据欧睿近 5 年对全球运动品牌竞争格局和市场份额的研究，我们可以看出龙头品牌将最大程度的受益于规模效应，通过成熟的规模业务和市场占有率占领市场绝大部分市场份额，且品牌集中度越来越向 TOP3（NIKE、adidas、安踏）品牌集中。根据 Euromonitor 数据，从 2008 年到 2017 年，中国 TOP3 运动服饰品牌市场份额从 38.1% 上升到 51.5%，尤其在 2017 年前三大运动品牌份额已超过其他品牌市场份额（48.5%）总和。

图 20: 2008-2017 年中国运动品牌市场份额 (单位: %)



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 21: 美国运动服饰收入增速以及人均消费支出 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

中国运动服饰市场保持高速发展

中国体育人口基数大, 但占总人口比重低, 市场发展前景广阔

就中国体育消费行业空间而言, 当前中国运动鞋服市场空间为 2121.48 亿, 2014 年中国的人均运动鞋购买量为 0.5 双, 消费额为 16.9 美金, 同期美国人均购买量为 4 双, 消费额为 284.9 美金。随着消费升级和人均收入持续提升, 体育鞋服市场也有着巨大上升空间。根据发改委《2017 年中国居民消费发展报告》, 体育娱乐用品消费增长 15.6% (2016 年为 13.9%), 高出社会消费品零售总额增速 5.4 个百分点, “领跑”消费升级。

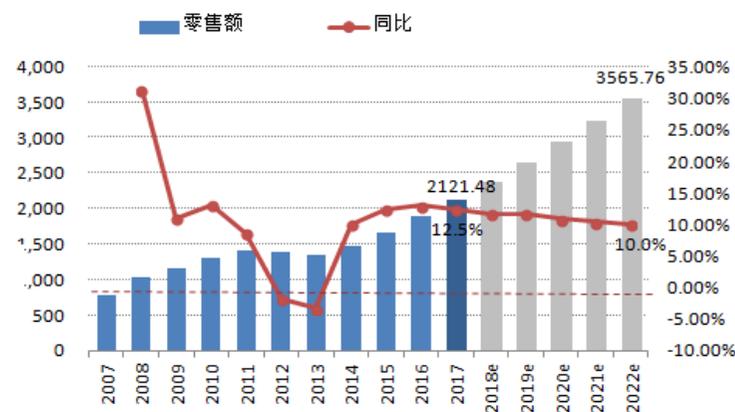
国家为体育产业的发展订立了战略规划。随着体育人口数量的增长, 体育总局预计 2025 年中国体育人口突破 5 亿, 而对应的体育行业总产值也将突破 5 万亿, 体育行业 GDP 占比突破 2%, 同时体育服务业占比保守估计在 55% 以上, 接近发达国家水平。

表 3: 体育产业发展规划

	2010A	2015A	2020E	2025E
体育人口	3.5 亿	4.0 亿	4.35 亿	5.0 亿
体育行业总产值	0.22 万亿元	1.7 万亿元	3 万亿元	5 万亿元
体育行业 GDP 占比	0.5%	0.7%	1.0%	2.0%
体育服务业占比	12.4%	21.0%	> 30.0%	> 55.0%

资料来源: 国家体育总局, 信达证券研发中心

中国运动服饰行业受全民健身、国家扶持、运动社交等因素带动进入黄金发展期。在经历了 2011-2013 年去库存的停滞期后, 2014 年-2017 年为调整复苏阶段, 2017 年至今行业增速有所提升。根据 Euromonitor 测算, **2017 年全国运动鞋服市场规模 2121.48 亿元**, 相较 2016 年同比提升 12.5%, 预计未来 5 年增速仍然保持在 10% 以上, 到 2022 年中国的运动服市场将达到 3565 亿元, 增速约为 10%, 而美国的运动服市场增速为 4.4%。

图 22: 2007-2022 年中国运动服饰市场零售额 (单位: 亿元, %)


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 23: 2007-2022 年美国运动服饰市场零售额 (单位: 亿美元, %)


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

行业机会下的优质龙头公司

运动服饰板块在经济疲软下能够显示出穿越周期的稳定性, 自下而上选取的优秀龙头公司也能显示出持续成长的特性。安踏

作为本土第一体育用品公司总体市占率为 9.9% (含 FILA 品牌)。公司从制造企业成功转型至运动品牌运营企业，并有效运营批发和零售两种模式。在专注安踏品牌的同时通过收购海外专业品牌扩大消费群体，在成人装成熟化后推出相应的童装系列，验证了单聚焦、多品牌、全渠道策略的成功。上市 10 年来，从生产批发单一中低端品牌成长为运动用品全品类多品牌运营平台，公司整体收入从 07 年上市时的 31.9 亿元做到 2017 年的 167 亿元，超过本土第二名近一倍。18H1 公司收入增长 44.06% 至 107.99 亿元，净利润同增 34% 至 19.45 亿元。公司在收入高速增长的同时保持着超越国内和海外同行的获利能力，对比 2017 年耐克、阿迪、李宁、安踏的 EBITDA Margin: 耐克 13.37%，阿迪 11.89%，李宁 10.32%，安踏 27.42%。

女性内衣：“她经济”浪潮下的消费风口 女性内衣市场红利期

女性内衣市场的红利期

她经济，是 2016 年教育部公布的全新名词，是指围绕女性崛起的经济体系。如今女性消费市场及女性消费力不断崛起，甚至即将成为市场主流，随着近几年时代和经济的快速发展，围绕女性的“她经济”市场规模也成功突破万亿。根据 frost&sullivan 测算的女性消费经济市场规模得出，2017 年中国女性消费经济市场规模已达到 3.26 万亿元，2013-2017 年复合增长率达到 63.1%，frost&sullivan 预计 2022 年市场规模将达到 8.55 万亿元。

女性消费能力增强，内衣更换频率逐步加快。中国约有 6 亿女性消费者，随着女性消费能力增强，她们的时尚意识、品牌意识、健康意识也在提升，女性内衣年均购买量从之前的 3-4 件上升至 6 件左右，并且对多元化、个性化、品牌化的要求与日俱增，更注重舒适度和浪漫美感。

全球内衣市场稳步增长，中国市场集中度提升潜力大

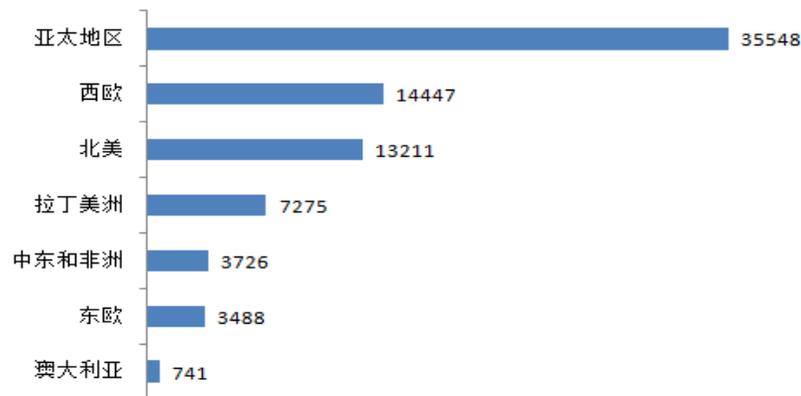
全球内衣市场稳步增长

全球内衣市场规模长期以来保持着稳健的增长，亚太地区市场份额遥遥领先。在 2008-09 年间，受到全球金融危机的影响，全球内衣市场规模的增速有所下滑，但其后重新回归了稳步增长的轨道。市场调研公司 Zion Market Research 收集的数据表明，2017 年全球内衣市场价值 389 亿美元，并将在 2024 年达到 595 亿美元。根据欧睿数据统计，2017 年全球女性内衣市场零售额为 784.35 亿美元，其中亚太地区占全球市场零售额的 45.32% 位居第一，零售额达到 355.48 亿美元，其次是西欧和

北美，市场零售额分别为 144.47 亿美元、132.11 亿美元。

中国女性内衣市场较国外市场发展空间大、增速快。纵观全球现代女性内衣发展史已步入百年，但在国内市场的成长时间却不过 30 余年。从国内女性内衣市场零售额和增速来看，领先于美国和日本。根据 Euromonitor 统计，2017 年中国女性内衣市场零售额达到 1505 亿元，同比增长 7.8%，增速高于美国（2.8%）和日本（-0.7%）；且从 07 年-17 年间这 10 年复合增长率为 11.03%，明显高于美国 CAGR（1.97%）及日本 CAGR（-1.52%）。国内女性内衣占整体贴身内衣市场的 60%-70% 之间，根据 Euromonitor 预测到 2022 年女性内衣市场容量将达到 1973 亿元，**是美国女性内衣市场的 1.9 倍**，整体来看，我国女性内衣行业相较其他国家而言正处于较快成长阶段。

图 24：全球女性内衣不同地区零售额（单位：百万美元）



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

美、日两国女性内衣市场增速放缓

美国作为女性内衣行业发展较早的发达国家，近几年内衣市场份额也在逐渐下滑。根据 Euromonitor 统计，2017 年美国女性内衣市场零售额达到 124.42 亿美元，同比增长 2.8%，增速低于中国市场（7.8%）5 个百分点；从近 10 年的复合增长率来看，07 年-17 年间这 10 年复合增长率为 1.97%，而中国 07-17 年的 CAGR 为 11.03% 明显高于美国。根据 Euromonitor 预测，到 2022 年美国女性内衣市场容量将达到 151.83 亿美元，行业整体处于平稳放缓的发展状态。

日本女性内衣市场近年来较为低迷，预计 18 年开始由负转正。根据 Euromonitor 统计，2004 年-2017 年间日本女性内衣市场

增速一直处于负增长状态,行业表现较为低迷,2017年市场份额为305.44亿元,同比下降0.7%。而07-17年近10年的CAGR也仅为-1.52%,是中、日、美三国中十年复合增长率最低的国家。从2018年开始, Euromonitor 预测未来5年,日本女性内衣市场增速将由负转正,2018年增速为0.4%,到2022年市场份额达到319.24亿元,增速为1.1%,行业低迷现状有所缓解。

图 25: 美国女性内衣市场零售额及同比增速 (单位: 百万美元、%)



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

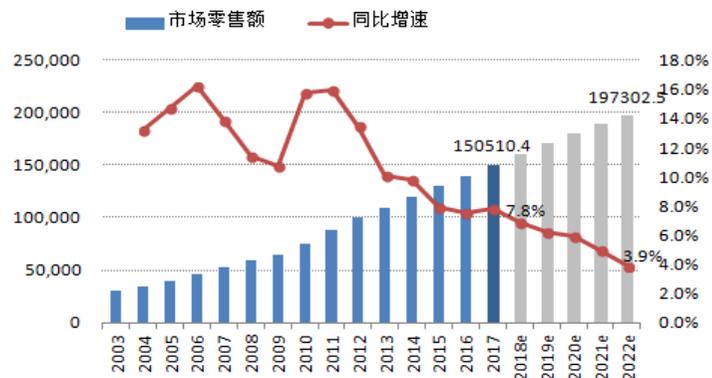
图 26: 日本女性内衣市场零售额及增速 (单位: 百万元、%)



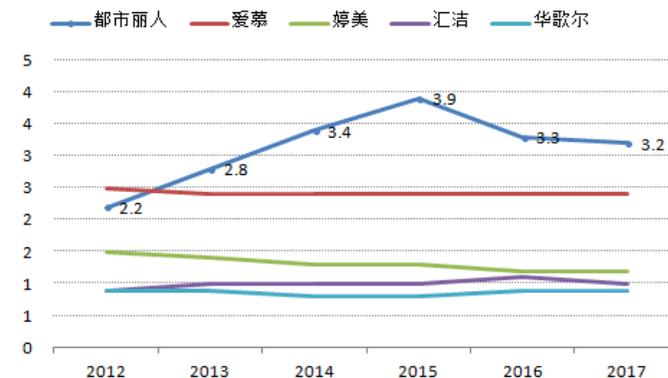
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

中国市场成长期相对较短, 市场集中度提升潜力大。

行业竞争格局相对稳定, 消费者品牌忠诚度高。我国内衣产业发展至今 30 多年, 内衣生产企业主要集中在珠三角、长三角等产业聚集区域, 目前都市丽人、汇洁股份、华歌尔、安莉芳等行业龙头企业已陆续在 A 股和港股上市。根据欧睿数据, 国内 CR3 内衣企业都市丽人、爱慕、婷美近 5 年一直保持稳定竞争格局, 2013-2017 年 CR3 市占率分别为 6.6%、7.1%、7.6%、6.9%、6.8%; 都市丽人作为国内女性内衣龙头市占率分别为 2.8%、3.4%、3.9%、3.3%、3.2%, 市占率逐步走高 (相距美国接近 40% 的 CR3 仍然差距甚远), 但近两年受到新崛起互联网品牌和优衣库等新兴品牌的冲击略有下滑。

图 27: 中国女性内衣市场零售额及增速 (单位: 百万元、%)


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 28: 国内前五大内衣品牌市占率


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

品牌内衣用户增长, 行业集中度有望提升。近年来, 中国消费者展现出来的“消费力”吸引力全球时尚品牌的关注, 从京东消费研究所发布的 JDND 消费指数《质感新主张: 2017-2018 时尚消费趋势报告》的用户同比增长倍数上看, 内衣增速仅次于奢侈品之后, 在流行女包和珠宝之前, 显示出中高端内衣的强劲成长性。其中, 中产阶级最热衷于追逐的“奢侈品”增长了 6.9 倍, 品牌内衣增长了 1.3 倍, 潮流女包增长了 1.2 倍; 而用户数上, 奢侈品增长最多, 同比增长了 4.7 倍, 内衣用户同比增长 2.5 倍、潮流女包、珠宝用户数同比增长则分别为 2.2、1.8 倍。

行业评级

根据 2018 年消费趋势、消费行为、及消费市场驱动力来看, 最终消费支出仍然是经济增长主要贡献力, 新消费群体的代际更迭产生了新的消费需求。2018 年全年纺服新旧业态同时提速, 内销市场传统业态销售好于 17 年, 且新兴业态保持快速增长; 经济效益环比有所改善, 投资增速逐月回升。我们认为 2019 年整体纺服板块将延续当前平稳运行态势, 主要运行指标基本保持目前增长水平, 值得特别关注的是优秀龙头企业将受益于市场集中度的提升和基本面的好转持续享受消费升级带来的消费形式多样化的红利。我们看好体育服饰行业、女性内衣以及童装板块的龙头; 同时对于低估值、管理优异、业绩稳健成长的家纺行业龙头, 我们依然看好其长期投资价值。纺织服装行业 19 年将依然享受细分板块市场快速发展、新一代年轻消费者产生新消费需求的利好, 维持“看好”评级。

相关标的公司推荐

优选低估值行业龙头 有优秀品牌运作能力的公司

安踏体育（2020.HK）高性价比运动鞋服龙头玩家 运动时尚品牌成熟运营商

运动鞋服行业保持高速增长。国内体育鞋服行业经历了 2011-2013 年去库存的停滞期，2014 年-2016 年的调整复苏期，2017 年至今行业的上升期。2017 年全国运动鞋服市场规模 2121.48 亿元，相较 2016 年同比提升 12.5%，Euromonitor 预期未来 5 年增速仍然保持在 10%以上，到 2022 年中国的运动服市场将达到 3565 亿元。

产品的标品特性有利于市场集中度提升。在全球最大的消费市场上，本土运动龙头将首当其冲的受益于标品的规模效应。数据说明，国内市场份额越来越向头部公司（NIKE、adidas、安踏）集中。2008 年-2017 年，中国 TOP3 运动服饰品牌市场份额从 38.1%上升到 51.5%。2017 年安踏品牌市占率为 7.4%位居国产品牌市占率第一。

公司成功运用批发和零售两种模式，多品牌战略得以实现。安踏主品牌采用高性价比战略，产品以批发为主，在中低端运动用品市场占有明显优势。FILA 定位轻奢运动时尚，以直营为主，近年来持续高增长。18H1 公司总体收入增长 44%至 107.99 亿元，净利润同增 34%至 19.45 亿元。其中安踏品牌收入实现高双位数增长，FILA（注 FILA 数据均指中国区业务）收入同增 80%+，成为公司收入增长的重要引擎。未来为了迎合新兴消费观，集团提前布局高端和细分市场先后收购了 DESCENTE、Kolon Sport、KingKow、Sprandi，通过多品牌、全品类发展策略获得可持续性增长。

投资评级：我们看好公司多品牌全渠道的长期发展战略，以及具备强执行力的批发和零售运营团队，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济波动风险；同业竞争加剧；品牌并购不及预期；品牌运作风险。

歌力思（603808.SH）：新兴轻奢集团协同作用显现 跨国多品牌运营良好

主品牌稳定增长，开店计划有序进行。2018 年前三季度，公司各品牌经营业绩表现良好，主营业务收入同比增速达到 25.87%，归母净利润增速达到 32.65%。虽然在消费环境弱市下第三季度收入（同比增长 8.73%）有所放缓，主要受到加盟放缓及 17 年同期收入增速高基数（同比增长 111.48%）影响。2018 年前三季度，公司主品牌 ELLASSAY 收入同比增长 9.8%达到 7.11 亿元，店铺数量已达到 309 家。公司对第四季度销售较有信心，主要是由于国家最近出台一些安抚消费政策，提振消费者信心以及第四季度本身处在消费高峰期，消费需求相对偏刚性等因素所致。同时，主品牌会继续按照原先开店计划进行，大约在第四季度开店 10 家左右，公司也会继续做好核心客户 VIP 管理，使品牌与消费者的互动和联想更加紧密。

多品牌运作能力显现，各品牌业绩增长优秀。目前公司收购的 ED HARDY、LAUREL、IRO、VIVIENNETAM 等多个定位高

端至轻奢的国际品牌稳定健康发展，各品牌独立性、个性化基因已得到消费者验证。1) 2018 年前三季度 LAUREL 实现营业收入 7645 万元，同比增长 20.30%，目前店铺 35 家，18 年共新开店 7 家；2) ED HARDY 在 2018 年新开店 35 家，目前店铺合计 167 家，是公司收购的国外品牌中店铺数量最多的，18 年前三季度实现营业收入 3.80 亿元，同比增长 20.82%；3) IRO 是目前公司收购品牌中在中国落地最成功的品牌，优秀的品牌基因和产品力受到了消费者青睐，且每周都有不同明星合作提升了 IRO 的品牌知名度和曝光度，18 年前三季度 IRO 实现营业收入 4.12 亿元，同比增长 54.55%，毛利率同比提升 4.68 个百分点；同时 18 年新开店 14 家，超出公司预期。4) VIVIENNETAM 目前国内已有 7 家直营店和 1 家分销店，都开在流量较大的高端商圈，18 年前三季度实现营业收入 613 万元。

渠道布局逐渐完善中，费用率控制良好。分渠道来看，公司门店扩张有序，18 年前三季度新开店总计 80 家，线下整体收入同比增长 22.64% 达到 15.17 亿元，其中线下直营端收入同比增长 20.93%，线下加盟端收入同比增长 24.89%，线下销售占比逐渐走高。另外，前三季度销售费用率同比提升 0.94 个百分点至 30.12%，主要是品牌新开店所致；管理费用率同比降低 5.86 个百分点至 9.72%，主要是品牌协同作用逐渐显现所致。公司预计第四季度管理费用率还会进一步降低，销售费用率保持基本持平。

投资评级：在女装消费及轻奢市场进入复苏期的背景下，我们看好歌力思在中国高端女装行业的竞争力和收购海外品牌的运作能力，维持“增持”评级。

风险因素：原料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险；同业竞争加剧；品牌并购运作风险；公司流通股解禁风险。

富安娜 (002327)：家纺印花设计之王者，开拓美家艺术之崭新天地

品牌美誉度和印花核心优势翘首业界。随着居民生活水平提升和城市化进程加速，在消费群体扩大和消费升级背景下，家纺行业保持较快发展，行业领先企业获得市场总量扩大以及份额提升的双重机遇。富安娜作为中高端床品的龙头企业，在过去 10 年里，通过领先的产品开发能力和产品质量在相关消费群体建立了高度的知名度和品牌忠诚度，首当其冲的获得消费升级收益。

家纺主业稳健增长，利润端有所改善。18 年第三季度，公司实现营业收入 6.17 亿元，同比增长 6.93%，增速较 18H1 略有放缓，主要是由于家纺业务从 18 年下半年开始受行业淡季、宏观经济影响消费放缓等因素所致；实现归母净利润 1.06 亿元，同比增长 29.13%，单三季度来看，净利润增速显著提升主要是由于第三季度毛利率较 17 年同期上升 1.96 个百分点，以及公司理财及投资收益增加明显所致。

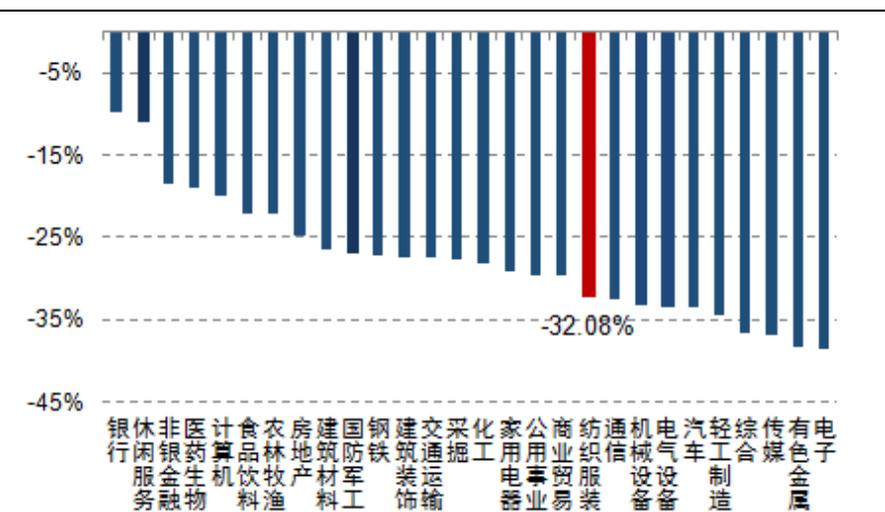
财务状况良好，毛利率略有提升。18 年前三季度公司财务状况较为良好，毛利率净利率维持稳定健康水平，其中毛利率同比

提升 0.98 个百分点至 50.56%；净利率同比提升 0.85 个百分点至 16.49%。公司费用率方面：18 年前三季度，公司期间费用率同比提升 2.39 个百分点至 33.20%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比增加 1.3 个百分点、0.96 个百分点、0.13 个百分点，销售费用率提升主要是由于大家居业务开店费用导致，管理费用率提升主要是由于股票期权费用增加以及业绩奖励导致。

投资评级：我们看好公司未来能够继续通过研发增加床上用品新品类、加快大家居业务布局、深化线下渠道拓宽等方式实现盈利增长，进一步提升市场占有率；同时看好公司将持续受益于中高端家纺行业回暖及经销商持股给公司带来的利好，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济波动风险；房地产市场波动的风险；原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险；同业竞争加剧，大家居业务进程不及预期。

图 29：18 年至今各版块涨跌幅情况（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心（截止日期 2018 年 11 月 30 日）

风险因素：

宏观经济低于预期、中美贸易战加剧、人均收入增长不及预期、消费疲弱、原材料价格波动风险。

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

李沁，分析师。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1年财务会计工作经验。2015年7月加盟信达证券研究开发中心，从事过一年有色金属行业研究，现从事消费领域研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。