

## 消费环境切换，强调高性价比和高景气度细分赛道

消费整体走弱，板块估值随盘下调。(1) 零售业放缓明显，服装表现优于总体。1-10月社零累计31.0万亿元，同增9.2%，Q2以来增速回落明显，连续七个月跌至10%以下，全面进入个位数增长时代。1-10月服装鞋帽、针、纺织品类零售额1.08万亿元，同增8.4%，增速同比+1.1pct，表现优于总体。(2) 出口数据向好，止跌转正趋势加强。受益于人民币Q2以来持续贬值，纺织服装出口整体向好。1-10月纺织服装出口额累计2308.1亿美元，同增4.8%，增速同比提升4.0pct，Q3以来服装出口保持高增，纺织品出口10月受加税影响有所放缓。(3) 估值随盘下调，上游表现优于下游。截至10月31日，纺服板块年初以来累计跌幅35.5%，跑输沪深300指数13.7个pct，板块整体市盈率水平(18.9倍)相对于大盘溢价约1.76倍，接近历史底部。

**下游品牌：1、运动：(1) 行业市场空间大，增长步入快车道。**2017年运动鞋服市场规模突破2000亿元，2012-17CAGR达8.8%，行业蓬勃发展；(2) 竞争格局良好，龙头强者恒强。运动服饰进入壁垒及集中度较高，格局利好龙头。看好Q3主品牌加速增长，多品牌发力，业绩增长弹性及确定性高的龙头**安踏体育**；

**2、童装：(1) 二胎红利+新生代家庭婴童消费升级。**2017年我国童装规模1796亿元，2012-17CAGR达11.14%。(2) 行业集中度上升，龙头优势显著。2017年我国童装品牌CR5、CR10分别为8.5%、14.9%，较2012年分别提升2.1pct、3.5pct，呈稳步集中。看好童装地位稳固，供应链及品牌优势凸显的**森马服饰**；

**3、中高端品牌：中国Q3高端需求不减。**国际高端奢侈品牌在华收益单季表现良好。高端消费者收入受影响有限，远未触及使其降级的标准线，且品牌黏性高，档次需求刚性，消费呈现分化。国内公司增速略有放缓，但表现依旧不俗。看好紧握细分或多品牌发展良好的**比音勒芬、安正时尚、歌力思**。

**4、大众品牌：**我们通过日本经济放缓后的民众消费变迁以及以优衣库为代表的大众品牌的成长看到板块机会。在经济增速压力加大，资本市场走弱，居民消费收到成本渐高的房产、医疗、教育等支出挤压的情况下，**主打高性价比产品，把握住消费者内心敏感度的公司顺应了消费新趋势**，有望脱颖而出。看好**南极电商、开润股份、波司登、海澜之家**。

**5、家纺：**三、四线城市客群增量需求带动家纺2017年规模同增6.5%至2168.3亿元，原材料成本上升压缩中小企业空间，利好龙头份额。线上低价社交电商分流压力仍存，倒逼龙头明确线上走性价比战略，用户需求养成后高品质产品仍具明显竞争力。我们看好**罗莱生活、水星家纺、富安娜**。

**6、棉纺：**在产量预增、新棉上市、进口配额集中领取，贸易战下需求走弱订单谨慎的条件下，Q3棉花供给短期过剩，棉价下行。总体上中长期看，基于服装刚需、出口市场转移等，预计棉花消费量水平维稳或有增，年产销缺口保持300+万吨(由USDA数据测算)，持续消化库存，库销比持续走低下，供给仍看紧。剩余270多万吨国储调节能力较弱，存在轮入预期，看涨趋势不变。同时国内头部纺企加快海外布局，享受人工、税收红利，规避贸易战影响。我们看好**申洲国际、华孚时尚和百隆东方**。

**风险因素：**贸易战、去杠杆等持续影响宏观经济，对消费带来压力；贸易战激化风险；房产、教育、医疗等其他刚性需求成本提升对服装消费的挤出效应风险。

请参阅最后一页的重要声明

## 纺织服装

维持

增持

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018年12月10日

### 市场表现



### 相关研究报告

17.12.19

中信建投2018年投资策略报告之纺织服装行业：分合有时，革新继续，严选龙头

## 目录

一、整体概览：消费整体走弱，板块估值随盘下调.....	1
（一）国内需求显著承压，出口数据继续向好.....	1
（二）Q3 消费显著承压，纺服板块收入业绩增长放缓.....	2
（三）估值随盘下调，上游表现优于下游.....	5
二、下游品牌：运动景气盛，童装红利足，看好高性价比.....	7
（一）运动板块：国内运动鞋服市场快增，本土品牌安踏体育领跑.....	7
（二）童装板块：行业快速增长新机遇，巴拉巴拉龙头效应凸显.....	12
（三）中高端品牌：增速略有放缓，但表现依旧不俗.....	18
（四）大众品牌：从日本经济放缓后大众品牌的成长看板块机会.....	22
（五）家纺：线上放缓线下稳增，集中度提升利好龙头.....	26
三、上游棉纺：棉价中长期看涨，看好上游色纺纱龙头.....	30
（一）Q3 供给短期过剩，棉价下行.....	30
（二）供给端：今年预计增产，国储后续补库需求增强.....	31
（三）需求端：持续恢复性增长，年内提价预期增强，中长期保持看涨.....	32
（四）纺企加快东南亚产能转移，应对贸易摩擦并享人工/税收红利.....	34
（五）推荐标的：中洲国际、华孚时尚、百隆东方.....	35
四、风险分析.....	36

## 图表目录

图表 1： 社会消费品零售总额累计值及同比增速.....	1
图表 2： 限额以上企业商品零售额累计值及同比增速.....	1
图表 3： 服装鞋帽、针、纺织品类零售额及同比增速.....	1
图表 4： 纺织服装出口额（亿美元）.....	2
图表 5： 美元中间价走势（2017 年至今）.....	2
图表 6： 纺织品出口额累计值及同比增速（亿美元）.....	2
图表 7： 服装出口额累计值及同比增速（亿美元）.....	2
图表 8： SW 纺织服装板块营业总收入与同比增速.....	3
图表 9： SW 纺织服装板块归母净利润与同比增速.....	3
图表 10： 71 家重点公司营业总收入与同比增速.....	3
图表 11： 71 家重点公司归母净利润与同比增速.....	3
图表 12： 纺织服装规上企业主营业务收入.....	3
图表 13： 纺织服装规上企业利润总额.....	3
图表 14： 纺织制造各子行业营业总收入同比增速.....	4
图表 15： 纺织制造各子行业归母净利润同比增速.....	4
图表 16： 服装家纺各子行业营业收入同比增速.....	4
图表 17： 服装家纺各子行业归母净利润同比增速.....	4
图表 18： SW 各版块 2018 年初以来涨跌幅排行（截至 2018 年 10 月 31 日）.....	5

图表 19:	2018 年初至 10.31 纺织制造子板块涨跌幅 (%)	5
图表 20:	2018 年初至 10.31 服装家纺各子板块涨跌幅 (%)	5
图表 21:	个股涨跌幅度对比 (单位: %, 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 7 日)	6
图表 22:	申万一级行业市盈率对比 (TTM/整体法) (截至 2018 年 10 月 31 日)	6
图表 23:	2011/1/1-2018/12/07 纺服板块及子行业市盈率 (TTM/整体法)	6
图表 24:	2012-2017 年我国运动鞋服市场规模 (亿元)	7
图表 25:	运动鞋服增速持续高于传统男女装及鞋类	7
图表 26:	2012-2017 年我国运动鞋服市场 CR5 和 CR10	8
图表 27:	运动服饰行业集中度高于其他版块	8
图表 28:	国外品牌与本土品牌市占率情况迥异	8
图表 29:	除安踏外其余本土品牌市占率均有显著下滑	8
图表 30:	2007-2014 年各年龄段经常锻炼人口比例均上升	9
图表 31:	未来逐步提升经常参加锻炼人数	9
图表 32:	2010-2017 年我国滑雪场总数及增长情况	9
图表 33:	2010-2017 我国滑雪参与度显著提升	9
图表 34:	2016Q1 以来安踏主品牌及其他品牌零售增长情况	10
图表 35:	2007-2018H1 年营业收入及同比 (亿元)	10
图表 36:	2007-2018H1 年归母净利润及同比 (亿元)	10
图表 37:	2013-2017 年公司分品类收入结构	10
图表 38:	2017 非安踏品牌收入占比超 30%	10
图表 39:	安踏集团通过收购或代理方式补齐高端市场	11
图表 40:	安踏集团的品牌金字塔 (成人装、婴童装)	12
图表 41:	中国童装市场规模 (亿元) 及增速	12
图表 42:	近年新生儿人口及人口出生率明显回升	13
图表 43:	1997-2016 年我国 0-14 岁人口 (万人) 及增速	13
图表 44:	中国童装市场集中度逐渐提升	13
图表 45:	中国童装品牌市占率前五名 (%)	13
图表 46:	2017 市场占有率 Top 15 童装公司概况	14
图表 47:	巴拉巴拉营业收入 (亿元) 及增速	14
图表 48:	巴拉巴拉营业收入 (亿元) 占比逐年提升	14
图表 49:	巴拉巴拉门店数量位于同业前列	15
图表 50:	巴拉巴拉店效领先 (万元/店)	15
图表 51:	2012-2018H1 森马服饰线上销售额及同比	15
图表 52:	2012-2018H1 森马服饰线上销售额占总营收比	15
图表 53:	2016 年至今巴拉巴拉月度线上销售额及同比	16
图表 54:	2016 年至今巴拉巴拉月度线上童装市占率	16
图表 55:	Kidiliz 集团品牌展示 (按适用年龄排列)	16
图表 56:	奢侈品牌最新季度财报表现	18
图表 57:	轻奢品牌最新季度财报表现	18
图表 58:	2018 年 Q3 高端服饰品牌财务业绩表现	19
图表 59:	2018 年 Q3 高端化妆品品牌财务业绩表现	19

图表 60: LVMH 集团的服装皮具多品牌发展梳理 .....	20
图表 61: 国内企业多品牌发展梳理 .....	20
图表 62: 1996-2016 年日本人均 GDP 与增速 .....	22
图表 63: 1996-2016 年日本居民消费与增速 (十亿日元) .....	22
图表 64: 日本出生人数与出生率持续走低 (人, ‰) .....	23
图表 65: 各年龄组人口数量占总人口比例推移 (%) .....	23
图表 66: 日本年轻人失业率远高于全国整体水平 (%) .....	23
图表 67: 90-100 百分位收入者收入占比 (%) .....	23
图表 68: 迅销集团发展阶段划分 .....	24
图表 69: FY1993-2018 迅销集团营业收入及增速 (十亿日元) .....	24
图表 70: 2011-2021 我国家纺行业市场规模及增速 (亿元) .....	27
图表 71: 2017 年以来床上用品品牌数量持续下降 .....	27
图表 72: 2017 年以来各月床上用品前十大品牌市占率 .....	27
图表 73: 2013-2017 前四大家纺企业市占率 .....	27
图表 74: 调查 12 城市消费者购买床品场所分布 .....	28
图表 75: 2014-2017 四大品牌线下营收总额 (亿元) .....	28
图表 76: 罗莱生活线上销售额 (亿元) 及同比 .....	28
图表 77: 梦洁股份线上销售额 (亿元) 及同比 .....	28
图表 78: 富安娜线上销售额 (亿元) 及同比 .....	29
图表 79: 2017 年以来棉花 328 指数 (元/吨) .....	30
图表 80: 2014 年以来棉花 328 指数 (元/吨) .....	30
图表 81: 全球棉花总供给 (产量+期初库存) 情况 (万吨) .....	31
图表 82: 全球棉花总产量情况 (万吨) .....	31
图表 83: 国内棉花产量情况 (万吨) .....	31
图表 84: 国内棉花库存情况 (万吨) .....	31
图表 85: 全球棉花消费情况 (万吨) .....	32
图表 86: 全球棉花产销缺口情况 (万吨) .....	32
图表 87: 纺服零售额单月同比情况 .....	32
图表 88: 纺服零售额累计同比情况 .....	32
图表 89: 纺服出口单月同比情况 .....	33
图表 90: 纺服出口累计同比情况 .....	33
图表 91: 纺织服装涉税清单 (HS 分类) .....	33
图表 92: 中国棉花消费情况 (万吨) .....	33
图表 93: 中国棉花产销缺口 (万吨) .....	33
图表 94: 2011 年以来纺织业规模以上企业数呈下降趋势 .....	34
图表 95: 国内头部纺企海外产能布局情况 .....	34

## 一、整体概览：消费整体走弱，板块估值随盘下调

### （一）国内需求显著承压，出口数据继续向好

#### 1、零售业放缓明显，服装表现优于总体

根据国家统计局数据，2018年1-10月，社会消费品零售总额累计31.0万亿元，累计同比增长9.2%，增速较上年同期（10.3%）稍有回落。整体来看，Q2以来社零增速回落明显，连续七个月跌至10%以下，已全面进入个位数增长时代。2018年1-10月，限额以上企业商品零售额累计11.0万亿元，累计同比增长6.6%，增速较上年同期大幅下降（-1.8pct），限额以上企业商品零售放缓明显。

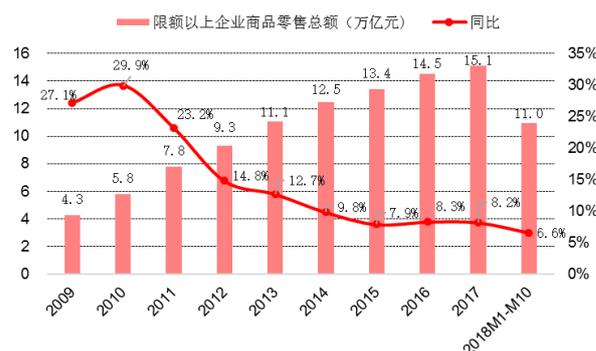
2018年1-10月，国内服装鞋帽、针、纺织品类实现累计零售额1.08万亿元，同比增长8.4%，增速较上年同期有所提高（+1.1pct）。服装行业零售额同比增速表现优于总体零售。

**图表1：社会消费品零售总额累计值及同比增速**



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图表2：限额以上企业商品零售额累计值及同比增速**



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图表3：服装鞋帽、针、纺织品类零售额及同比增速**



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

#### 2、出口数据向好，止跌转正趋势加强

受益于人民币Q2以来持续大幅贬值，中国纺织业出口数据整体向好。根据海关总署数据显示，2018年1-10月，纺织服装出口额累计2308.1亿美元，累计同比增长4.8%，增速同比大幅提升4.0pct，继2017年由负转正

后进一步提升。

图表4： 纺织服装出口额（亿美元）



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图表5： 美元中间价走势（2017年至今）



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

从纺服出口结构来看，2018年1-10月，纺织纱线、织物及制品累计出口989.7亿美元，同比增长9.9%，较去年同期增速大幅提升（+6.6 pct）；2018年1-10月，服装及衣着附件累计出口1318.3亿美元，同比增长1.2%，为自2015年以来首次止跌转正，增速较去年同期增加1.8pct。

图表6： 纺织品出口额累计值及同比增速（亿美元）



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图表7： 服装出口额累计值及同比增速（亿美元）



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

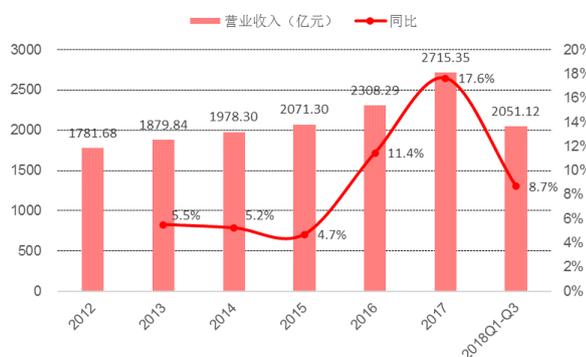
## （二）Q3 消费显著承压，纺服板块收入业绩增长放缓

18Q3 受中美贸易摩擦升级、去杠杆等因素影响，在宏观经济放缓的大环境下，叠加房价挤出效应、资本市场走弱等对居民可支配收入的影响，整体消费受干扰因素较多。尤其是7、8月份，消费疲软态势凸显，线上线均呈放缓，9月受节日效应有所回暖，但消费走弱仍是三季度主要特征，对纺织服装全产业链带来负面影响。

2018Q3 单季，申万纺织服装板块营业收入合计 678.38 亿元，同比增长 1.22%，增速环比下降 7.63 个 pct；归母净利润合计 46.46 亿元，同比增长 2.44%，增速环比提升 2.06 个 pct。前三季度板块营业收入合计 2051.12 亿元，同增 8.7%；归母净利润合计 157.7 亿元，同增 4.6%，收入业绩增速均较 2017 全年有明显下滑。

从我们覆盖及挑选的行业内 71 家主要上市公司来看，Q3 单季合计营业收入 537.73 亿元，同增 4.76%，增速 2018 年逐季下降（Q1、Q2 分别同增 12.14%、6.47%）；归母净利润合计 40.88 亿元，同增 2.82%，环比提升 4.91 个 pct。前三季度营业收入合计 1600.24 亿元，同增 7.7%；归母净利润合计 136.57 亿元，同增 4.2%，较去

年全年亦明显放缓。

**图表8： SW 纺织服装板块营业总收入与同比增速**


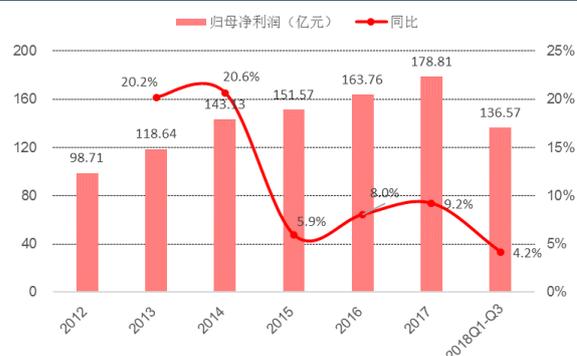
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图表9： SW 纺织服装板块归母净利润与同比增速**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图表10： 71 家重点公司营业总收入与同比增速**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

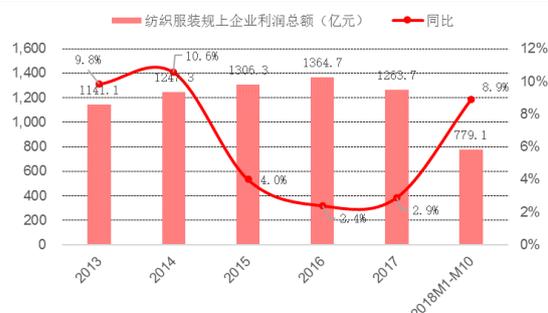
**图表11： 71 家重点公司归母净利润与同比增速**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

从纺织服装规上企业数据看，自 2014 年，纺服规上企业主营业务收入与企业利润总额增速连年下滑，并于 2017 年达到底部。2018 年 1-10 月，主营业务收入同比增长 3.5% 至 1.4 万亿元，营收增速企稳回升；企业利润总额同比大幅增长 8.9% 至 779.1 亿元，为 15 年以来首次实现高单位数增长，一改近年低迷增长态势。在 Q3 零售景气有所下滑的背景下，纺服板块上市公司的营业收入增速依旧明显高于纺服规上企业的整体增速，行业内马太效应进一步加强，龙头抗压能力得以体现。

**图表12： 纺织服装规上企业主营业务收入**


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

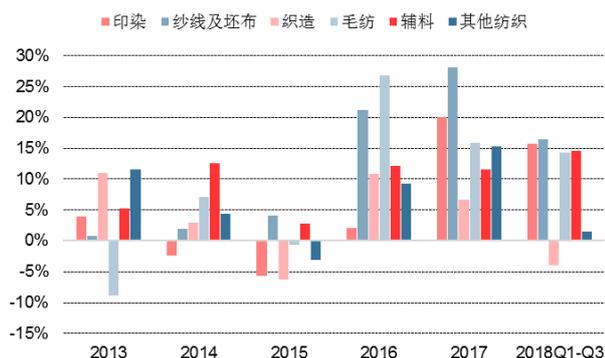
**图表13： 纺织服装规上企业利润总额**


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

### 1、纺织制造：多因素促收入延续向上趋势，汇兑损失拖累业绩增长中枢

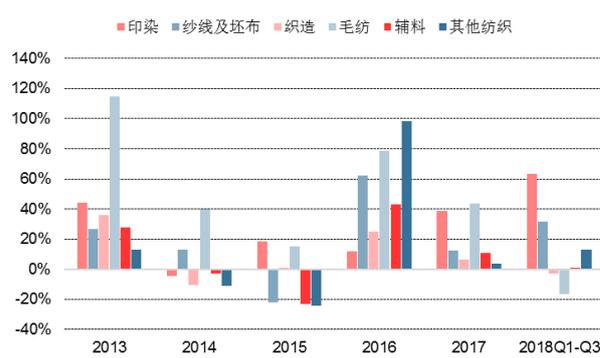
各纺织子板块来看，2018 年前三季度，各子行业的营收延续较快增长，主要原因为：①人民币贬值，出口数据继续向好。②新疆发展享受棉花补贴、运费补贴等多重优惠政策支持，在新疆布局的企业受益于补贴优势，产品的市场竞争力提升。③在四批环保督查结束后，印染板块去产能成果显著，环保常态化背景下，龙头“剩者为王”。④在成本加成定价模式下，2017 以来棉花价格维持高位震荡，纱线提价幅度减缓且有一定滞后性。但受汇兑损失影响，归母净利润增速基本保持正增长，但增长区间有所下移。

图表14： 纺织制造各子行业营业总收入同比增速



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图表15： 纺织制造各子行业归母净利润同比增速



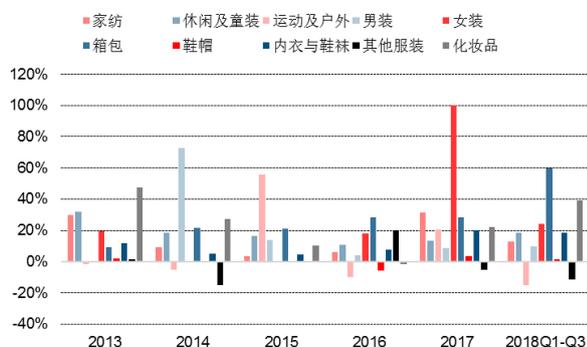
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 2、服装家纺：行业弱复苏+去库存尾声+消费升级，品牌龙头业绩待释放

自 2011 年开始，服装家纺子板块业绩整体平淡，行业进入去库存调整阶段。主要原因是：①外部因素：宏观经济增速放缓、持续反腐、电商冲击、零售渠道变革、海外品牌涌入致竞争加剧。②内部因素：服装产业链较长导致终端需求反馈周期较长，加之前期粗放式外延扩张、行业库存高企、高加价率问题凸显。

受益于全球经济逐步复苏，反腐带来的冲击逐渐减弱，可支配收入提升推动消费升级、房价提升带来的财富效应驱动等多重利好，中高端消费市场于 2016Q4 率先出现回暖迹象。伴随着前期去库存的逐步解决、以及品牌定位、渠道变革调整的持续推进，2018Q1-Q3 板块各子行业的收入与净利润增速延续 2017 年的向好态势，其中箱包、女装、化妆品等表现居前。

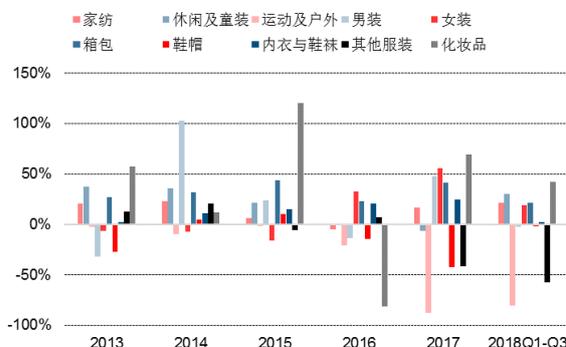
图表16： 服装家纺各子行业营业收入同比增速



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

注：2014 年男装收入净利润高企主要由于海澜之家借壳上市导致；  
2017 年女装收入净利润高企主要由商赢环球并购重组导致

图表17： 服装家纺各子行业归母净利润同比增速



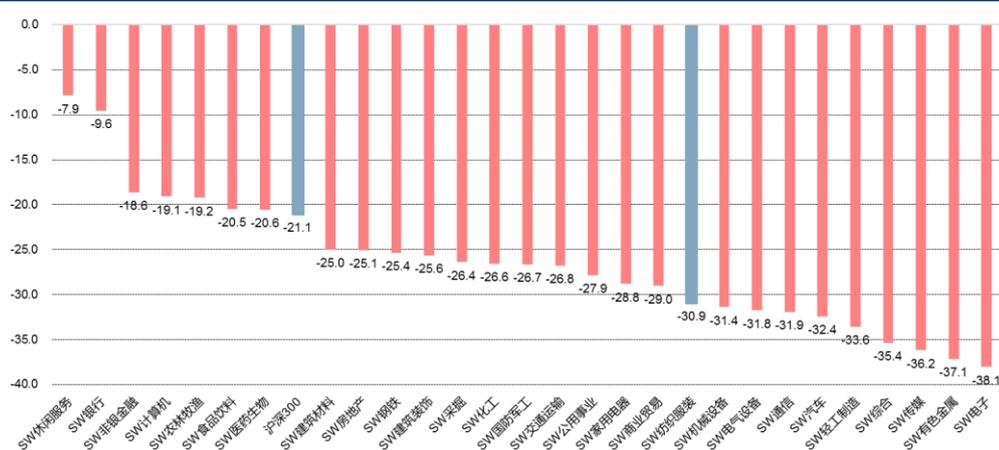
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

注：2014 年男装收入净利润高企主要由于海澜之家借壳上市导致；  
2017 年女装收入净利润高企主要由商赢环球并购重组导致

### (三) 估值随盘下调，上游表现优于下游

2018Q3 以来受贸易战、宏观经济放缓影响，大盘整体回调力度较大，纺服受消费端不及预期影响，走势跟盘走弱，整体仍跑输大盘。截至 12 月 7 日，纺织服装板块从年初以来累计跌幅 30.9%，跑输沪深 300 指数 9.8 个 pct，差距较 Q3 末时缩小，在所有申万一级行业中排名跌幅第 19。板块龙头估值下调，接近历史底部。大消费行业中，纺服板块涨跌幅落后于医药、食品饮料、家电、零售等。

图表18： SW 各版块 2018 年初以来涨跌幅排行（截至 2018 年 10 月 31 日）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

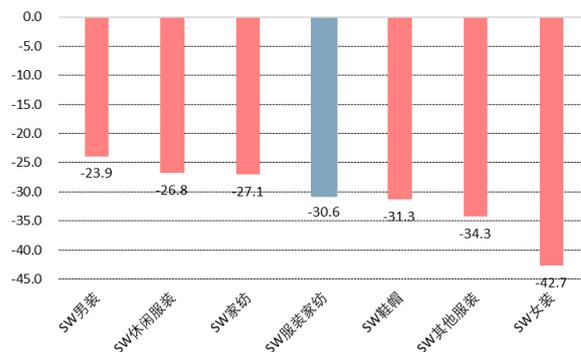
从各子板块走势来看，自 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 7 日，各子版块自年初以来跌幅均超过大盘，上游纺织制造板块跌幅略小于服装家纺。纺织制造板块跌幅为 30.0%，其中 SW 棉纺板块下跌 23.8%，跑赢 SW 纺服 7.1 个 pct；SW 辅料和毛纺累计跌幅 34.4%、36.5%。服装家纺板块跌幅为 30.6%，其中男装、休闲服装、家纺子行业跌幅相对较小，累计跌幅为 23.9%、26.8%、27.1%，跑赢行业指数 7.0 个 pct、4.1 个 pct、3.8 个 pct。女装板块跌幅较大，累计下跌达 42.7%。

图表19： 2018 年初至 10.31 纺织制造子板块涨跌幅 (%)



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

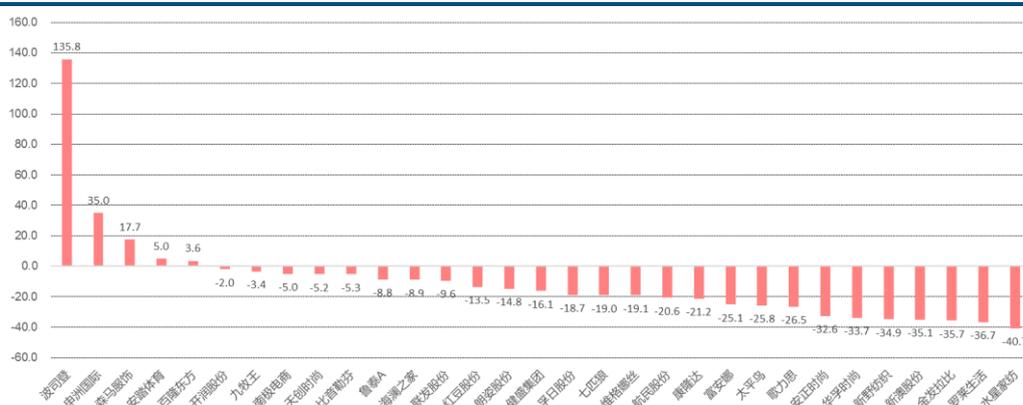
图表20： 2018 年初至 10.31 服装家纺各子板块涨跌幅 (%)



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

个股方面，自 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 7 日，重点跟踪的公司中仅有 5 家累计上涨，分别是重点推荐的聚焦主业增长强劲的波司登 (+135.8%)、一体化制造龙头申洲国际 (+35.0%)、休闲服饰/童装龙头森马服饰 (+17.7%)，本土运动龙头安踏体育 (+5.0%) 以及百隆东方 (+3.6%)。

图表21: 个股涨跌幅度对比 (单位: %, 2018年1月1日至2018年12月7日)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

从行业估值来看,截至2018年12月7日,纺织服装板块整体市盈率(TTM)为20.1倍,在申万一级行业估值排名13,超过商贸零售、家电等其他消费板块。

图表22: 申万一级行业市盈率对比 (TTM/整体法) (截至2018年10月31日)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

纺服板块估值 Q3 继续随大盘下调。截止12月7日,板块整体市盈率水平20.14倍,全行业相对于大盘估值溢价约1.90倍。其中,纺织制造板块市盈率16.77倍,服装家纺板块市盈率23.53倍,较Q3末均有所回调。

图表23: 2011/1/1-2018/12/07 纺服板块及子行业市盈率 (TTM/整体法)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

## 二、下游品牌：运动景气盛，童装红利足，看好高性价比

### （一）运动板块：国内运动鞋服市场快增，本土品牌安踏体育领跑

#### 1、市场规模：运动鞋服行业增长快车道，2017年市场规模超两千亿

运动鞋服具有功能性与专业性的标签，近十年来随着全球运动时尚之风愈演愈烈，消费者对于运动服饰的认识不断刷新，从而形成广义的“运动风”，对运动服饰的消费偏好加剧，再加以中国为主的新兴市场运动鞋服渗透率提升，以及众多有影响力的赛事不断推动，**运动鞋服成为服装行业中增长最为亮眼的品类之一。**

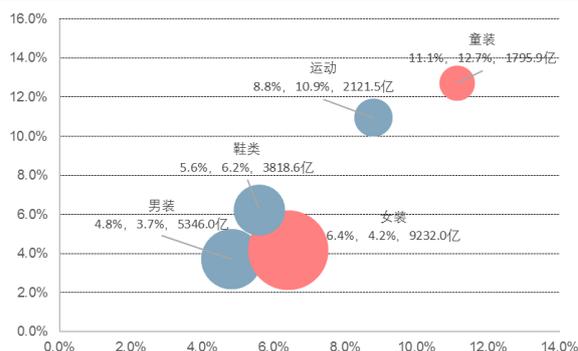
我国运动鞋服市场在经历了 2012、2013 的调整期后，2014 年起回升至双位数增长，进入蓬勃发展阶段。2017 年，运动鞋服市场规模突破 2000 亿元，2012-2017 年 CAGR 达 8.8%，复合增速显著高于男女装、鞋类，仅次于童装，位列第二。展望未来五年，运动鞋服市场将继续维持高增态势，Euromonitor 预计 2017-2022 年 CAGR 将达 10.9%，2022 年规模将达 3565.76 亿元，创造历史新高。

图表24： 2012-2017年我国运动鞋服市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图表25： 运动鞋服增速持续高于传统男女装及鞋类



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

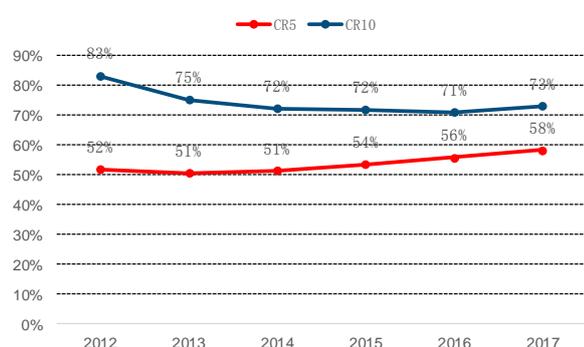
#### 2、竞争格局：运动集中度高且持续提升，国外品牌市占率有所增长

2012-2017 年，我国运动鞋服行业 CR5 由 51.9% 升至 58.2%，行业集中度明显高于服装整体及细分领域，且仍在提升，主要原因是：

①**运动服饰产品功能性强。**相比于休闲服饰，运动服饰更突出功能性特点，行业进入壁垒相对比较高。另外，运动服饰时尚性低，终端消费需求趋同性强，更容易产生规模效应。

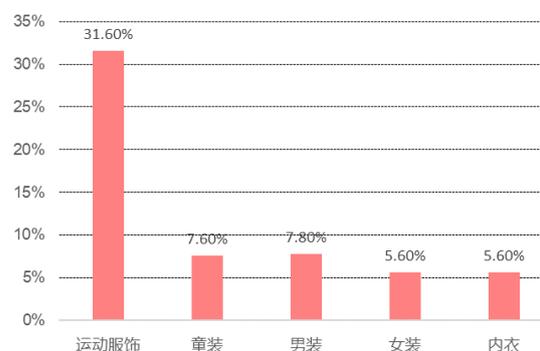
②**优质赛事营销资源稀缺。**营销对于运动服饰销售具有明显促进作用，FILA“起死回生”即得益于成功的营销策略，但优质体育营销资源如热门运动项目明星、顶级赛事等非常稀缺，往往被龙头品牌率先抢占。

图表26： 2012-2017年我国运动鞋服市场 CR5 和 CR10



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图表27： 运动服饰行业集中度高于其他版块



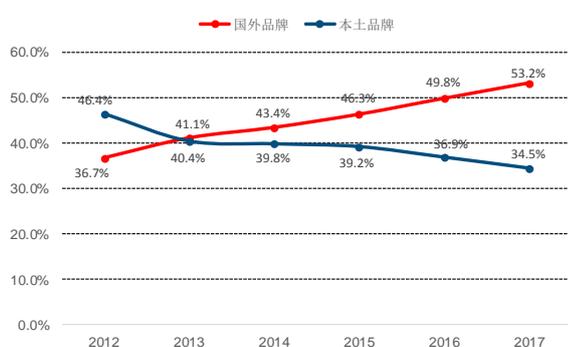
资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

2012-2017年，运动行业市占率前二十品牌中，国外品牌市占率合计由36.7%升至53.2%，而本土品牌由46.4%降至34.5%，2013年起国外品牌市占率已超越本土品牌。

①国外品牌除两大龙头不断扩张外，一些小而精的特色专精户外、跑步、运动时尚等二线国际运动品牌，顺应消费升级趋势，凭借优异的设计及品牌效应，不断拓展国内市场，2012-2017年New Balance、Skechers的市占率分别提升1.8pct、1.3pct。

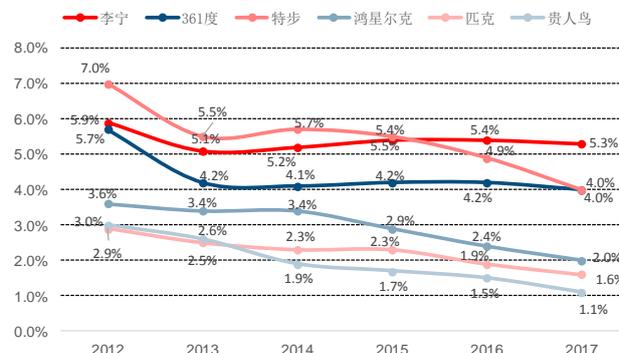
②后奥运时代，本土品牌粗放式增长后迈入整合阶段，而海外品牌冲击导致市场竞争加剧，除安踏品牌改革战略成功推动市占率2017年达8.0%，且旗下FILA市占率2017年升至2.6%之外，其余如李宁、361度、特步、鸿星尔克、匹克、贵人鸟等知名本土品牌2012-2017年间市占率分别下滑0.6、1.7、3、1.6、1.3、1.9个pct。

图表28： 国外品牌与本土品牌市占率情况迥异



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图表29： 除安踏外其余本土品牌市占率均有显著下滑



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

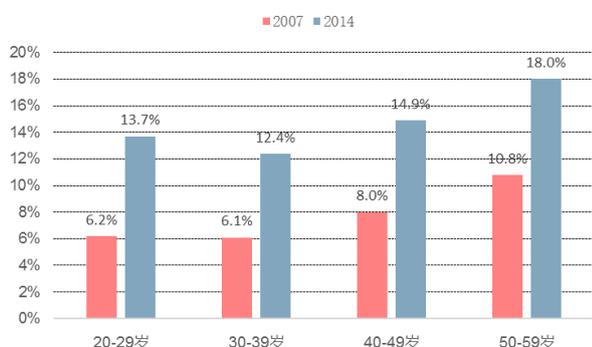
### 3、行业趋势：政策支持+民众积极参与+小众运动颇受欢迎

**政策支持：**近年大力推广全民体育健身被纳入国家战略层面，致力于促进国内体育产业良性发展。2014年10月，国务院下发《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，开启促进体育运动产业高速、深化发展的大幕，被视作国内体育产业里程碑式文件。此后一系列旨在加强全民健身意识的指导性文件相继出台。

**民众参与度：**得益于健康意识的提升和运动配套设施的完善，近年我国民众对体育运动的参与度显著提高。2007-2014年间，我国经常参与锻炼的人数占比大幅提高，各年龄段锻炼人数占比由个位提升至双位数。根据国家体育总局和相关政府文件预测，预期经常参加锻炼人数将继续上升，体育配套设施将更加充裕。至2030年，

我国经常参加体育锻炼人数将达 5.3 亿人，人均体育场馆面积将达 2.3 平方米。

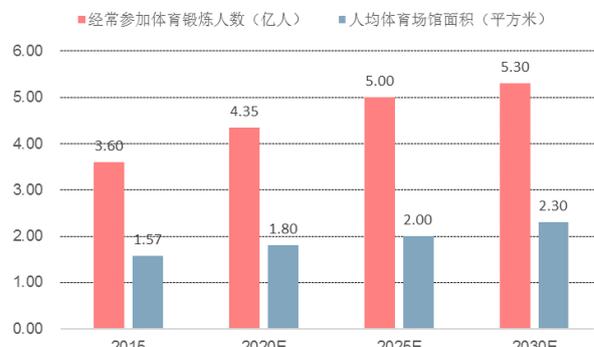
图表30： 2007-2014 年各年龄段经常锻炼人口比例均上升



注：该比例=各年龄段经常锻炼人口/该年龄段总人口

资料来源：国家体育总局，中信建投证券研究发展部

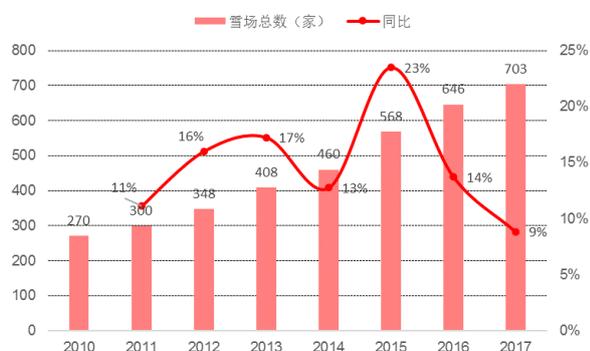
图表31： 未来逐步提升经常参加锻炼人数



资料来源：国家体育总局，相关政府文件，中信建投证券研究发展部

**小众运动颇受欢迎：**根据艾瑞咨询数据，2016 年我国运动人群经常参加的项目中，跑步、健身走、羽毛球高居前三，但伴随消费升级，滑雪等众多小众化项目逐渐崭露头角。根据《2017 年度中国滑雪产业白皮书》，2017 年我国雪场数量 703 家，2010-2017 年 CAGR 为 14.6%。2010-2017 年，我国滑雪人次由 630 万人增至 1750 万人，CAGR 为 15.7%。北京-张家口冬奥会申办成功，作为我国体育战略的重要一环，《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》提出目标：2025 年直接参加冰雪运动的人数将超 5000 万，并带动 3 亿人参与冰雪运动。

图表32： 2010-2017 年我国滑雪场总数及增长情况



资料来源：2017 年中国滑雪产业白皮书，中信建投证券研究发展部

图表33： 2010-2017 我国滑雪参与度显著提升



资料来源：2017 年中国滑雪产业白皮书，中信建投证券研究发展部

#### 4、推荐标的——安踏体育：本土运动龙头，多品牌金字塔，助力业绩高增

运动行业高景气度延续，行业集中度高，竞争格局较好，产品重功能而轻时尚，容易形成规模效应，再加体育营销资源稀缺，龙头强者恒强。同时运动时尚潮流正起，预计未来将大行，占据运动时尚先发优势的公司将显著受益。

安踏体育在国内运动鞋服行业的市占率排名第三，系本土多品牌运动鞋服行业龙头，凭借安踏与 FILA 品牌深耕大众与中高端市场，分别开拓童装产品线分享二胎政策红利，同时收购 Kolon 等小众领域专业品牌顺应消费升级，安踏体育对中高端品牌的运营改造能力，有望继续成功复制到新品牌上，助力业绩持续快速增长。

##### (1) 安踏率先走出调整阶段，业绩保持高增趋势

公司 2013 年起经历行业整合后，率先突破行业困境，经营业绩大幅回升。2014-2017 年，安踏营收增幅皆高于 20%，保持高增长态势。18H1 主品牌稳健增长，FILA 超预期，营业收入同比增长 44.11%；归母净利润同比增长 34.0%。Q3 单季安踏主品牌零售额同比实现中双位数增长，较 Q2 提速，其他品牌（以 FILA 为主）零售额实现同比 90%-95% 增长，与 Q2 处于同一水平。FILA 开店有所放缓，高基数影响下增速预计将呈下滑态势，迪桑特发展较好，跑步及综训品牌占比提升削弱季节性影响，本土化推进改善供应链速度及成本，未来目标规模接近 FILA 水平。安踏主品牌一定程度受益消费降级，销售保持良好增长。

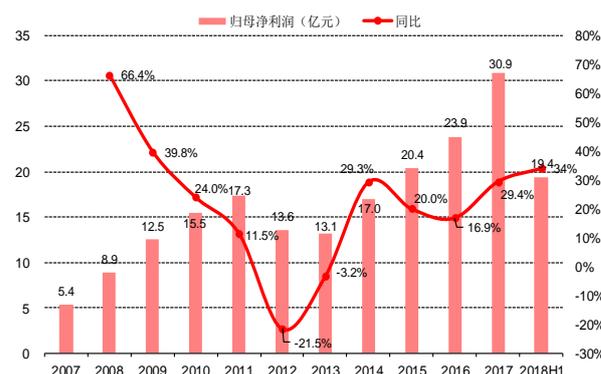
**图表34： 2016Q1 以来安踏主品牌及其他品牌零售增长情况**

品牌	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
安踏	中单位	高单位	低双位	高双位	低双位	20-30%	中双位	20-25%	20-25%	低双位	中双位
主品牌	数增长	数增长	数增长	数增长	数增长	增长	数增长	增长	增长	数增长	数增长
其他品牌			60-70%	50-60%	40-50%	50-60%	40-50%	85-90%	80-85%	90-95%	90-95%
			增长								

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

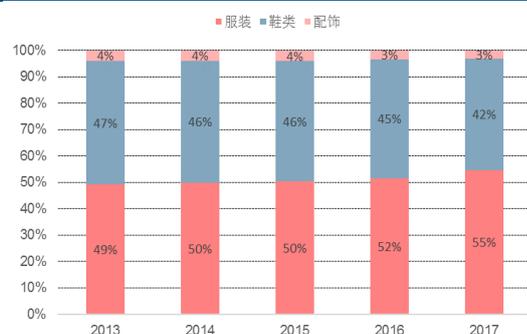
**图表35： 2007-2018H1 年营业收入及同比（亿元）**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

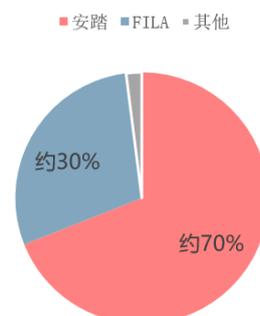
**图表36： 2007-2018H1 年归母净利润及同比（亿元）**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

按营收结构看，服装与鞋类贡献营业收入的 90% 以上，2017 年，服装、鞋类占营收的比重分别为 55%、42%，服装类占比缓慢提升，鞋类占比略有下降。安踏坚持推进多品牌战略，非安踏品牌占营收比重持续提升。2017 年，安踏品牌占营收的 70%，FILA 占比约 30%，其他品牌为个位数占比。

**图表37： 2013-2017 年公司分品类收入结构**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表38： 2017 非安踏品牌收入占比超 30%**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## (2) 主品牌稳扎稳打夯实大众市场，收购代理品牌高端细分化

安踏采取“单聚焦、多品牌、全渠道”的管理模式，依靠差异化的品牌广泛定位覆盖消费群体，公司自主培育大众运动品牌安踏，并通过收购或代理方式补齐高端市场，目前已形成安踏、安踏儿童、FILA、FILA KIDS、DESCENTE、KOLON SPORT、SPRANDI、KINGKOW、NBA 等 9 大品牌，跨越大众到高端、专业运动到时尚运动、儿童到成人，多层次、多风格、多年龄层的金字塔矩阵。

**图表39：安踏集团通过收购或代理方式补齐高端市场**

品牌	时间	交易方	投资价格	交易方式
FILA	2009.8	百丽国际	3.32 亿元	收购百丽国际所持 Full Prospect 的 85% 股权及 Fila Marketing 全部股权，获 <b>运动时尚品牌 Fila</b> 中国商标及其在大陆和港澳推广分销权。
NBA	2014.10	NBA	-	与 NBA 签署战略合作协议，成为 <b>休闲篮球品牌 NBA</b> 官方市场合作伙伴及授权商，旗下经营 NBA 及联盟旗下 30 支球队的商标。
SPRANDI	2015 年末	英国 SPRANDI	未披露	收购 <b>英国时尚健步鞋品牌 SPRANDI</b> ，填补中端消费者健步跑步需求
DESCENTE	2016.2	日本迪桑特、ITOCHU	1.5 亿元	公司出资 1.5 亿元与日本迪桑特、ITOCHU 设立合资公司，持股 60%，获得 <b>高端滑雪品牌 DESCENTE</b> 中华区独家代理权
KOLON SPORT	2017.10	韩国 KOLON SPORT	4000 万美元	旗下子公司 ANKO 与韩国 KOLON SPORT 设立合资公司，持股 50%，获得 <b>韩国高级户外品牌 KOLON SPORT</b> 中华区独家代理权
KINGKOW	2017.10	香港 SKC 集团、RRJ 资本	6000 万港元	从香港 SKC 集团和东南亚私募基金 RRI 收购 <b>中高端儿童品牌 KINGKOW</b> 的 100% 权益及相关商标

资料来源：公司公告，互联网，中信建投研究发展部

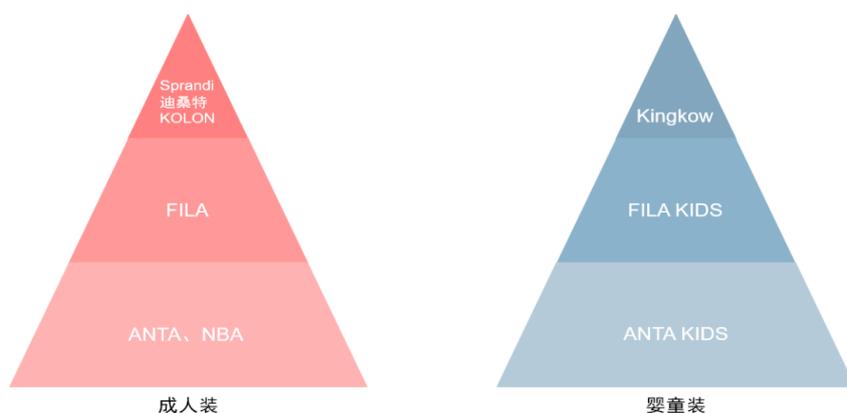
**大众市场领域：**安踏主品牌坚定深耕三四线城市，NBA 品牌弥补大众篮球领域定位空缺，坚守高性价比策略。2017 年，安踏被 Brand Finance 评为“2017 年全球最有价值服装品牌 50 强”的第 35 名，已赞助 24 支国家运动代表队，并成为我国 2020 冬奥会、残奥会官方体育合作伙伴，形成了高辨识度的品牌价值。

**运动时尚/高端领域：**运动时尚品牌斐乐以中高端定位和优雅时尚的风格形成错位布局，赢得消费者广泛认可，品牌业绩亮眼。产品研发方面，安踏集团不断升级 FILA 品牌产品线，并于国际知名设计师展开合作。营销方面注重挖掘 FILA 的时尚基因，成功提升品牌曝光率与知名度。目前已衍生出 FUSION、ATHLETICS 等子系列，保持品牌独特调性的同时向街头潮牌、专业运动等延伸，具备与主品牌类似的孵化能力。

**户外市场领域：**安踏以海外收购、合资公司代理等方式拓展高端细分领域，快速切入滑雪、登山、徒步等专业户外市场，力图成为蓝海市场新领跑者，并实现与 Nike, Adidas 进行差异化竞争。安踏近年先后取得了英伦健步品牌 SPRANDI、比赛级滑雪品牌 DESCENTE、户外登山运动品牌 KOLON 的国内代理权，并制定了与之匹配的营销活动，有效提高了消费者对品牌的认知度。

**童装市场领域：**安踏高瞻远瞩于 2008 年成立 ANTA KIDS 率先布局童装业务，同时以明显低于 Adidas、Nike 童装副线的定价成功实现错位竞争。2015 年 FILA 开始拓展童装 FILA KIDS，目标客户 7-12 岁高端儿童。香港中高端童装品牌小笑牛 KINGKOW 创始于 1998 年，2017 年被安踏收购，形成童装多品牌矩阵。

图表40：安踏集团的品牌金字塔（成人装、婴童装）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

**投资建议：**公司在国内运动鞋服行业的市占率排第三，系本土多品牌运动鞋服行业龙头，凭借安踏与 FILA 深耕大众与中高端市场，并开拓童装产品线分享二胎红利，同时收购 Kolon 等小众领域专业品牌顺应消费升级，公司对中高端品牌的运营改造能力，有望继续成功复制到新品牌上，助力业绩持续快速增长。同时公司正式公布要约收购 Amer Sports，若收购成功将进一步扩大品牌矩阵，增厚每股收益，强者恒强。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.44、1.82、2.27 元/股，对应的 PE 分别为 22、18、14 倍。安踏的估值溢价源于运动鞋服行业高景气度以及中国广阔的市场空间，行业龙头竞争强者恒强，以及多品牌带来的业绩增长高确定性，给予“买入”评级。

## （二）童装板块：行业快速增长新机遇，巴拉巴拉龙头效应凸显

### 1、市场规模：消费升级+二胎政策，我国童装市场高速增长

受益于消费升级与二胎政策红利，我国童装市场处于新增长阶段，规模增速连年攀升。2017 年我国童装市场规模达 1796 亿元，同比增长 14.3%，2012-2017 年 CAGR 达 11.14%，市场规模创历史新高，未来前景可期。

图表41：中国童装市场规模（亿元）及增速



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

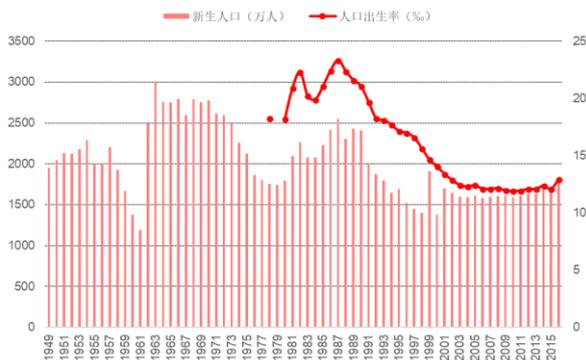
#### 童装市场快速增长的驱动力：

①**二胎政策开放。**得益于政策的助力，我国出生率明显反弹，2016 人口出生率达 12.95‰，同比提升 0.88‰；

0-14 岁人口数量在 1997-2010 年经历缩减后,自 2011 年起呈现波动上升趋势,2016 年我国 0-14 岁人口同增 1.3% 达 2.3 亿人,增速达近年最高水平。新生儿人口增加为童装市场扩容带来庞大消费群基础,童装品牌迎来良好发展机遇。

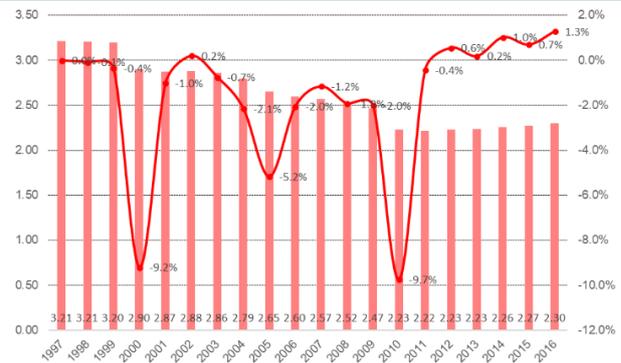
②**新生代家庭婴童消费升级趋势**。随着中国的 80-90 后人群步入结婚生子的阶段,80 后妈妈已经成为儿童消费的重要推动力,新生代妈妈的超强消费意愿和现代育儿观,正在推动儿童消费升级,对童装的质量、实用性、审美等方面的要求日渐提高,童装行业因此迎来独立的高速发展,类别和款式的丰富程度日益增加,行业景气度明显提升。

图表42: 近年新生儿人口及人口出生率明显回升



资料来源: 互联网, 中信建投证券研究发展部

图表43: 1997-2016 年我国 0-14 岁人口 (万人) 及增速

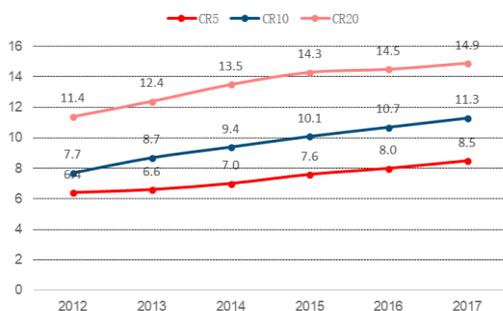


资料来源: 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

## 2、竞争格局: 童装集中度显著提升, 巴拉巴拉童装龙头夯实

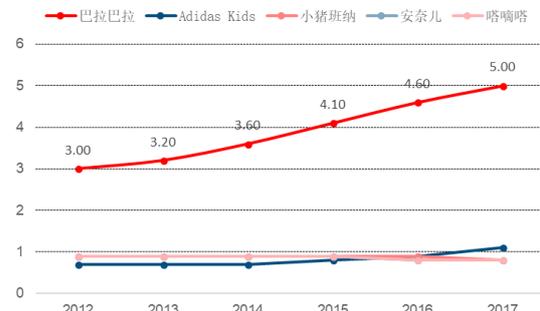
我国童装行业集中度逐渐提升,龙头竞争优势凸显。2017 年,我国童装品牌 CR5、CR10 分别为 8.5%、14.9%,较 2012 年分别提升 2.1pct、3.5pct,集中度稳步提升。其中巴拉巴拉一枝独秀,2017 年市占率达 5%,相比于 2012 年提升 2pct,与其他品牌的差距进一步拉大。2017 年,Adidas Kids、小猪班纳、安奈儿、嗒嘀嗒分别以 1.1%、0.8%、0.8%、0.8% 的市占率位列 2-5 名,相比于 2012 年,除 Adidas 市占率提升 0.4pct 外,小猪班纳、安奈儿、滴答滴 12-17 年间市占率皆下降 0.1pct。

图表44: 中国童装市场集中度逐渐提升



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图表45: 中国童装品牌市占率前五名 (%)



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

从 2017 市场占有率前 15 的品牌来看,位于前列的品牌内既有专业的童装企业,也包括运动品牌儿童线及各大快时尚、成人装的童装副线。本土专业童装巴拉巴拉具先发优势,稳扎稳打占据行业第一名,而以运动童装如 Adidas Kids,拥有时尚设计为成人装童装副线如 Mini Peace、H&M 也在童装市场中占有一席之地。

**图表46： 2017 市场占有率 Top 15 童装公司概况**

	品牌名称	成立时间	适用年龄	价格区间	所属国家	门店数量
1	巴拉巴拉	2002	0-16	29-398	中国	4795
2	Adidas Kids	1949 (主品牌)	0-14	79-1399	德国	-
3	小猪班纳	1995	0-15	39-399	中国	1500+
4	安奈儿	1996	0-12	10-1699	中国	1435
5	嗜嗨嗜	1996	3-15	15-329	中国	2000+销售网点
6	迪士尼	1987 (迪士尼商店)	0-14	28-1998	美国	-
7	ABC	1983	0-14	35-239	中国	1300+
8	Mini Peace	2011	4-10	69-699	中国	761
9	铅笔俱乐部	2005	4-14	28-549	中国	700+专柜
10	安踏 Kids	2008	0-14	65-349	中国	2400+家 (2018H1)
11	Nike Kids	1972 (主品牌)	0-14	49-1099	美国	-
12	H&M	1947 (主品牌)	0-14	10-499	瑞典	125(H&M 国内门店)
13	Paw in Paw	2006	2-11	40-1169	韩国	-
14	Me & City	2011	0-14	29-449	中国	-
15	英氏	1995	0-4	18-3680	中国	283 销售网点

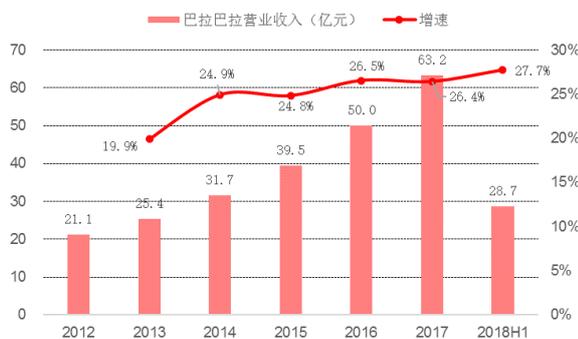
资料来源：互联网，公司官网，中信建投证券研究发展部

### 3、推荐标的——森马服饰：收购 Kidiliz 塑造品牌矩阵，童装龙头地位再巩固

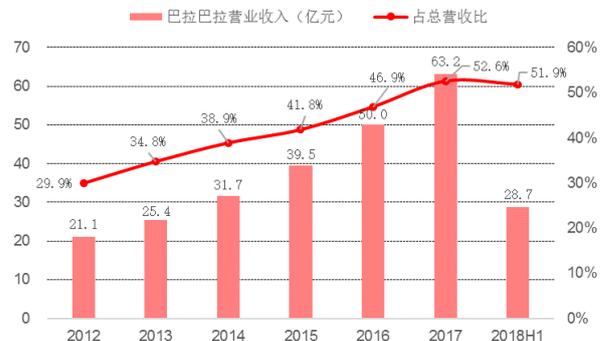
森马服饰旗下巴拉巴拉龙头地位稳固，位列国内童装品牌市占率首位。渠道方面，巴拉巴拉加码购物中心及电商，全渠道布局渐趋佳境，同时期改现稳步突破，存货结构逐步优化。2018 年，公司联手 Kidiliz、THE CHILDREN'S PLACE，夯实童装龙头地位，深度协同值得期待。

#### (1) 森马童装巴拉巴拉营收贡献过半，近年业绩增速保持 20% 以上

巴拉巴拉自 2002 年创立起多年位居我国童装行业市占率第一，巴拉巴拉品牌定位中端，倡导专业、时尚、活力的童装风格，面向 0-14 岁的儿童消费群体。2018H1 巴拉巴拉品牌营业收入达 28.7 亿元，同比增长 27.7%，占公司营收的 51.9%，2013-2017 年童装营收增速皆位于 20% 以上。Q3 估计童装增速达 20%+。

**图表47： 巴拉巴拉营业收入（亿元）及增速**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

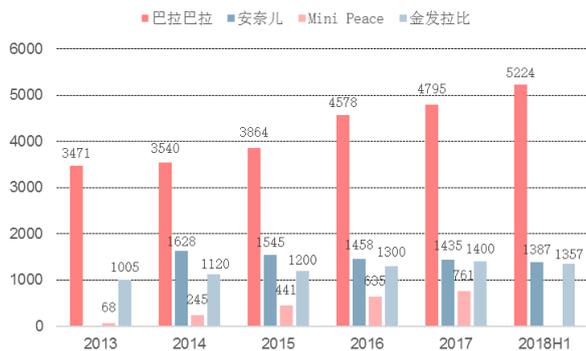
**图表48： 巴拉巴拉营业收入（亿元）占比逐年提升**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

(2) 巴拉龙头地位明显，线下渠道数量领先，店效明显领先同业

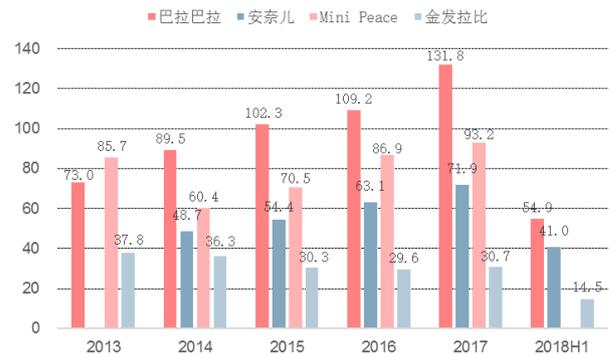
巴拉巴拉线下门店遍布全国一二三线城市，店铺数量远超同业。2018H1 巴拉巴拉门店数量达 5224 家，明显领先同业，安奈儿、金发拉比门店数分别为 1387、1357 家。店效方面，巴拉巴拉继续推进渠道升级，不断提升服务质量，实现门店形象迭代升级，促进门店效率提升。2018H1 巴拉巴拉平均店效为 54.9 万元/店，店效继续领先同业。

图表49： 巴拉巴拉门店数量位于同业前列



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表50： 巴拉巴拉店效领先（万元/店）

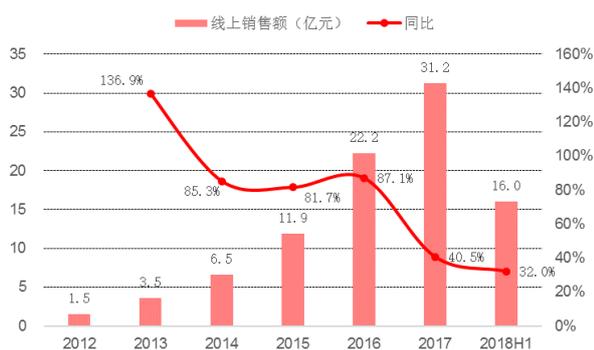


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

(3) 线上整体维持高增速，巴拉巴拉电商增长稳健

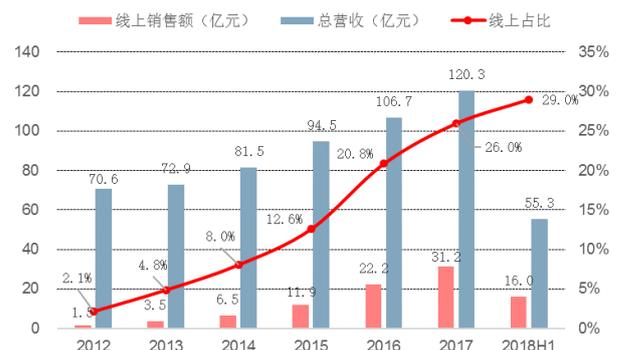
2018H1 森马服饰线上销售额同增 32.0%至 16.0 亿元，虽随大势增速有所下降，但依旧维持高增长，成为拉动整体营收向上的主力。同时公司线上销售额占总营收比连年提升，由最初的个位数到如今几近三成，成为公司业务来源的重要组成部分。巴拉巴拉近三年线上童装市场市占率维持在 4.5%左右，2018 年 1-10 月线上销售额同比增长 24.3%至 9.9 亿元，占线上销售总额约 36.4%。

图表51： 2012-2018H1 森马服饰线上销售额及同比



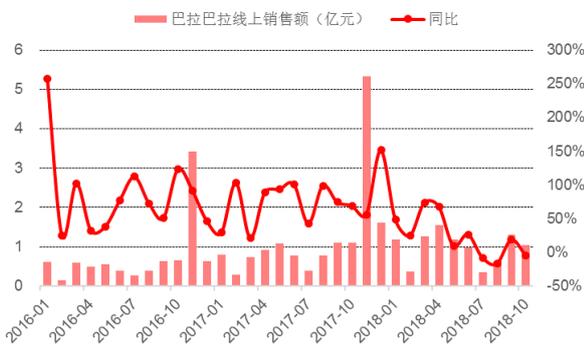
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图表52： 2012-2018H1 森马服饰线上销售额占总营收比



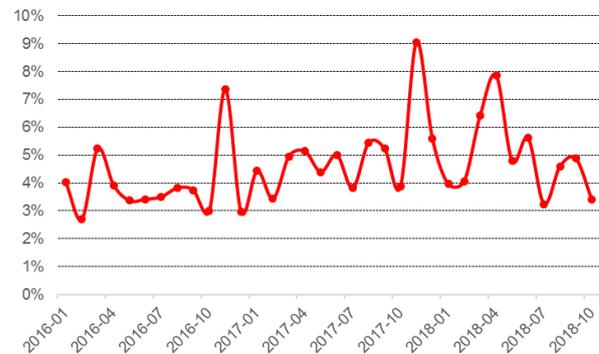
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图表53： 2016年至今巴拉巴拉月度线上销售额及同比



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图表54： 2016年至今巴拉巴拉月度线上童装市占率



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

#### (4) 森马服饰 5 月收购 Kidiliz 集团，童装业务迎来新动力

公司将以 1.1 亿欧元收购法国童装领军企业 Kidiliz 集团，此前与美国童装品牌 The Children’s Place 签署合作协议，结合本次收购，森马服饰的童装业务将迎来新的发展动力。

Kidiliz 集团成立于 1962 年，总部位于法国巴黎，旗下拥有 10 个历史悠久的童装品牌以及 5 个潮流时尚品牌的授权经营权。至收购日 Kidiliz 集团在全球拥有 8 家子公司、11000 个销售网点和 829 家门店，研发实力与品牌影响力强。收购 Kidiliz 集团后，公司将有效丰富从大众到高端的多元童装品牌组合，充实公司童装板块定位。同时，公司将积极整合国际市场经营、全球采购等价值链，不断提升集团的国际化水平和管理能力。

图表55： Kidiliz 集团品牌展示（按适用年龄排列）

品牌商标	品牌名称	成立时间	适用年龄	品牌定位	价位 (欧元)	品牌形象
	absorba	1949	0-10	婴童、舒适、实用	6-60	
	My First Dressing	1983	0-4	礼物盒、欢乐、奇妙	35-100	
	Z 品牌	1983	0-14	时尚、欢乐、家庭	2-28	
	3pommes	1973	0-12	色彩、时尚	9-65	

	<b>Catimini</b>	1972	0-14	法式时尚、 趣味	12-109	
	<b>Jean Bourget</b>	1954	4-12	优雅、高贵、 简约	18-128	
	<b>Floriane</b>		4-12	印花、别致、 细节	24-80	
	<b>Lily Gaufrett</b>		4-12	别致、复古、 创意	15-100	
	<b>Miniman</b>		0-12	休闲、舒适、 细节	10-55	
	<b>IKKS</b>		4-18	城市、独特、 时尚	15-129	
	<b>Beckaro</b>	1930s	10-18	牛仔、城市、 摇滚	15-75	
	<b>Chipie</b>	1967	10-18	休闲、时尚、 趣味	20-95	
	<b>The Children's Place</b>	1969	0-16	休闲、活泼、 舒适	4-50 美元	

资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

**投资建议：**公司童装领域增长迅速，线上发展突飞猛进，休闲服饰增速回暖。且近期不断通过并购、合资等方式逐渐扩大品牌矩阵，丰富产品层级。我们预计公司 2018-2019 年实现净利润 15.52、19.45，EPS 分别为 0.58、0.72、0.84 元/股，对应 PE 分别为 16、13、11 倍，维持“买入”评级。

### （三）中高端品牌：增速略有放缓，但表现依旧不俗

#### 1、中国 Q3 高端需求不减，高端奢侈品牌收益单季表现良好

贸易战冲击下，2018Q3 国内消费整体承压，但从各大高端、奢侈品牌相继发布最新季度业绩报告来看，总体上绝大多数在最近季度表现良好，**中国市场仍是高端、奢侈品牌业绩增长的主要引擎**。中国作为全球第一大奢侈品市场地位不变，**高端消费依旧坚挺**，Q3 表现优于大众，可以看出**高端消费者一方面收入端受到影响有限**，远未触及使其降级的标准线，另一方面品牌黏性高，**对于档次的需求十分刚性**。当下**我国消费整体分化态势明显**，在高端稳固的同时，尤其是住房、教育、医疗等支出压力较大的中低收入群体亦面临消费降级趋势。但亦不排除该人群在前期形成的部分“从有到优”的消费升级需求仍存，甚至压缩部分大众品牌支出以实现高端消费，尤其在化妆品消费中体现更显著，这主要和其消费正处蓬勃生长的发展阶段有关。

综合奢侈集团中 **Hermès** 除日本外的亚太地区 Q3 收入同增 11.8% 至 5.19 亿欧元，中国为增长主要动力，今年集团先后在香港、长沙和西安新开爱马仕专卖店，并上线新的电商网站及登录京东旗舰店。**开云集团** 中国市场三季度表现良好。**LVHM** 在 Q3 中国大陆销售额同增 20%，较 Q1 和 Q2 均有提速。三家公司 Q3 在中国均未收到贸易战等问题的明显影响。

**历峰集团** 在亚太地区同样醒目，销售额同增 20% 至 30.82 亿欧元，占比达 37%；中国地区实现高单位数增长，港澳地区实现两位数增长，大陆、港澳地区共实现销售额 16.83 亿欧元。

**图表56：奢侈品牌最新季度财报表现**

品牌名称	销售额	亚洲区/中国区表现
<b>LVMH</b>	Q3 销售额同增 10% 至 113.8 亿欧元	亚洲市场（除日本外）销售额占总销售额 30%，Q3 同增 13.3%，以中国市场贡献为主，中国大陆 Q3 销售额同增 20%。
<b>Hermès</b>	Q3 销售额同增 9.4% 至 14.6 亿欧元	除日本外的亚太地区 Q3 收入同增 11.8% 至 5.19 亿欧元，中国大陆的本地消费比去年同期有所改善。
<b>开云集团</b>	Q3 销售额同增 27.6% 至 34.02 亿欧元，核心品牌 Gucci 于 Q3 销售额同增 34.9% 至 20.96 亿欧元	Q3 亚太地区销售额同增 33.3%，中国市场表现良好。
<b>历峰集团</b>	Q2 与 Q3 销售额合计同增 21% 至 68.1 亿欧元	亚太销售额同增 20% 至 30.82 亿欧元，中国大陆高单位数增长，港澳两位数增长；内陆、港澳地区共实现销售额 16.83 亿欧元

资料来源：无时尚中文网，时尚头条，中信建投证券研究发展部

**轻奢品牌中 Tapestry 集团** 旗下 Coach 和 Kate Spade 销售额分别同增 4% 和 21%，净利润同比转亏为盈至 1.22 亿美元，均超过市场预期，主要受美洲和中国市场驱动。今年集团计划在中国拓展 60 间自营门店，并于 9-10 月完成了鞋履品牌 Stuart Weitzman 中国华南市场的收购。**Micheal Kors** 母公司 Capri 集团在亚洲表现优越，两大轻奢集团均表示将加快在中国市场的布局。**Hugo Boss** Q3 亚太地区成为公司业绩重要推动点，销售额同增 6% 至 8700 万欧元。在北美和欧洲竞争加剧的压力下，中国及亚太无疑将成为轻奢品牌的必争之地，

**图表57：轻奢品牌最新季度财报表现**

集团名称	销售额	亚洲区/中国区表现
<b>Tapestry</b>	Q3 销售额同增 7%，Coach 和 Kate Spade 销售额分别同增 4% 和 21%	Q3 整体和 Coach 收入主要受美洲和中国市场驱动
<b>Capri</b>	Q3 销售额同增 9.3% 至 12.5 亿美元	MK 在包括中国在内的亚洲市场表现优越，零售收入同增 4.2%，批发收入大涨 20.8%

**Hugo Boss** Q3 销售额 7.1 亿欧元，同比持平

亚太销售额同增 6% 至 8700 万欧元，为重要推动点

资料来源：无时尚中文网，时尚头条，中信建投证券研究发展部

高端/奢侈鞋服品牌中，两家高端羽绒服 **Canada Goose** 和 **Moncler** 收入大幅上涨，主要得益于中国尤其出色的表现。**Canada Goose** 于今年 6 月在上海建立大中华总部，正式进入中国市场，双 11 中品牌 1 小时成交额破千万，大中华区正成为品牌需要主力争夺的市场。**Moncler** 在中国内地特别是黄金周期间强劲的销售表现贡献突出。**Burberry** 在截至 9 月 29 日的 6 个月内得益于中国大陆增长，亚太收入实现中个位数的增幅。**Salvatore Ferragamo** 在 Q3 亚太地区同比下跌 1.9%，但中国零售渠道同增 15.5%，表现亮眼。

高端服饰品牌表现有喜有忧，但中国市场对品牌销售增长的贡献均十分明显。各大高端服饰品牌均表现出对中国市场的信心，未来将着重拓展中国市场，作为品牌业绩增长的主要推动力。

**图表58： 2018 年 Q3 高端服饰品牌财务业绩表现**

品牌名称	销售额	亚洲区/中国区表现
<b>Canada Goose</b>	Q3 销售额同增 33.7% 至 2.3 亿加元	集团于 2018 年 6 月正式进入中国市场，在双 11 活动中仅用 1 小时成交额破千万。
<b>Moncler</b>	Q3 销售额同增 15% 至 28.83 亿欧元	亚洲地区 Q3 销售额同增 32% 至 3.391 亿欧元，主要得益于中国内地特别是黄金周期间强劲的销售表现。
<b>Burberry</b>	截至 9 月 29 日的 6 个月内，销售额同比下跌 3% 至 12.2 亿英镑	得益于中国大陆增长，以及中国游客亚洲旅游消费增加，亚太市场收入实现中个位数的增幅。
<b>Salvatore Ferragamo</b>	Q3 销售额同增 3.9% 至 2.98 亿欧元	亚太地区同比下跌 1.9%，但中国零售渠道同增 15.5%。

资料来源：无时尚中文网，时尚头条，中信建投证券研究发展部

高端化妆品不同于服装消费，我国化妆品消费正处快速发展期，行业景气度高。Q3 国际高端化妆品公司均显示出高于预期的增长，主因中国**高端彩妆和护肤市场加速增长**。**资生堂**旗下**资生堂**、**CPB**、**茵芙莎**等高端品牌 Q3 在中国保持高增，高端品牌的销售额为去年同期的 2.5 倍。前三季度集团在中国的收入增长 33.4% 至 1405.4 亿日元，占比 17.5%，是第一大海外市场。

**图表59： 2018 年 Q3 高端化妆品品牌财务业绩表现**

品牌名称	销售额	亚洲区/中国区表现
<b>雅诗兰黛</b>	Q3 销售额同增 8% 至 35.2 亿美元	亚太地区 Q3 销售额同增 24% 至 8.55 亿美元，中国内地和香港增加显著，雅诗兰黛、M A C、LaMer、Origins 和 Bobbi Brown 在中国净销售额均有亮眼业绩。
<b>欧莱雅</b>	Q3 销售额同增 7.5% 至 64.7 亿欧元	亚太地区销售额同增 25.8%，尤其是中国内地和香港增长强劲，电商得益于旗下众品牌在天猫取得的成功而继续加速增长。
<b>资生堂</b>	销售额 Q3 收入 2731.64 亿日元，环比下降 0.31%	Q3 高端品牌在中国销售额是去年同期 2.5 倍，前三季度中国地区销售额同增 33.4%，是第一大海外市场。
<b>欧舒丹</b>	截至 9 月 30 日的 6 个月内销售额同增 8.6% 至 5.95 亿欧元	中国香港、内地成为销售增长最快的市场之一

资料来源：无时尚中文网，时尚头条，中信建投证券研究发展部

## 2、借鉴海外龙头经验，内生外延践行多品牌战略

中高端服饰的多品牌扩张以人群审美差异化定位为主要思路，相比大众品牌，高端品牌在设计、定位等方

面更加鲜明。借鉴全球奢侈品行业巨头 LVMH 集团的经验，从 1987 年至今共进行 62 笔收购，其利用经济周期低谷、家族矛盾等，以相对低廉的价格将大量精品品牌纳入囊中。

**图表60： LVMH 集团的服装皮具多品牌发展梳理**

品牌	扩张方式	推出/收购时间	定位	最新门店数量
LOEWE	收购	1996 收购	高端皮革制品、成衣	150
Berluti	收购	1993 收购	高端男士皮革制品	50
Kenzo	收购	1993 收购	高端成衣、皮革制品	122
GIVENCHY	收购	1988 收购	高端成衣	50
FENDI	收购	2002 收购	高端成衣、皮革制品	-
Emilio Pucci	收购	2000 收购	高端成衣、皮革制品	50
Edun	收购	2009 年收购	高端成衣	-
Christian Dior	收购	2017 彻底完成	高端成衣、皮革制品	196
Moynat	收购	2011 收购	高端皮革制品	1
Marc Jacobs	收购	2013 收购 80% 股权	高端成衣	280
Loro Piana	收购	2013 收购 80% 股权	高端成衣、羊毛制品	167
Thomas Pink	收购	1999 收购	高端成衣	120
Rimowa	收购	2016 收购	高端箱包	-
Nicholas Kirkwood	收购	2013 收购	高端鞋履	150
Celine	收购	1996 收购	高端成衣、皮革制品	140
Louis Vuitton	自有	1854 推出	高端成衣、皮革制品	460

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

国内中高端品牌近年来主品牌地位稳固，逐渐发力多品牌并取得瞩目成果，囊括多项海外优质标的。歌力思与朗姿股份主要通过外延并购、安正时尚和比音勒芬则在自主培育上发力，不断扩充集团品牌版图。歌力思以并购小而美的轻奢品牌推行高级时装多品牌战略布局，发挥协同优势。朗姿股份通过并购、代理国际女装、婴童品牌，打造“泛时尚互联生态圈”，扩大国际影响力。安正时尚以内生培育品牌为主，外生整合为辅来夯实多品牌发展战略，并在设计研发、采购生产、零售分销等供应链管理体系上实现一体化。比音勒芬专注在细分市场培育自有品牌培育，推进“高端化+细分化”的战略布局。

**图表61： 国内企业多品牌发展梳理**

公司	扩张方式	品牌	推出/收购时间	定位	2018 前三季度收入（亿元）/占总收入比重	最新门店数量
歌力思	内生培育	Ellasay	1995	高端女性时装	7.11/41.0%	309
		With Song	2013	线上高级时装	-	-
	外延并购	Ed Hardy	2016 年收购 65% 股权	轻奢潮流品牌	3.80/21.9%	167
		IRO	2016 年收购 65% 股权	轻奢设计师品牌	4.12/23.7%	47
		Laur d	2015 年中国地区所有权	高端女装品牌	0.76/4.4%	35
安正时尚	内生培育	Vivienne Tam	2017 年收购	高端女装设计师品牌	0.06/0.4%	8
		玖姿	2001	经典成熟女装	8.05/69.3%	691
		尹默	2008	时尚知性女装	1.65/14.2%	99

	摩萨克	2014	浪漫年轻女装	0.19/1.6%	22
	安正	2012	现代精英男装	0.55/4.7%	46
	安娜蔻	2017	高性价比潮流女装	0.21/1.8%	-
外延并购	斐娜晨	2014 年收购	国际潮流品牌	0.88/7.6%	99
自主创立	朗姿	2000	中高端女装	4.49/45.38%	224
	莱茵	2006	中高端时尚女装	1.39/14.01%	141
外延并购	Agabang	2014 年收购	0-4 岁小孩所有必需品	1.94/19.63%	484
	Dear Baby	2014 年收购	欧美休闲童装	0.67/6.75 %	235
<b>朗姿股份</b>	卓可	2003 年代运营	韩国轻奢时尚女装	0.50/5.02%	36
	吉高特	2012 年代运营	韩国高端成熟女装	0.08/0.81%	9
代理运营	DEWL	2015 代运营	韩国少淑高端女装	0.01/0.10%	2
	FABIANA	2011 代运营	意大利奢侈品牌	0.09/0.88%	1
	FILIPPI	2011 代运营	意大利奢侈品牌	0.09/0.88%	1
	Ettoi	2002 年代运营	高端童装品牌	0.74/7.43%	167
<b>比音勒芬</b>	比音勒芬	2003	中高端高尔夫服饰	-	-
内生培育	CARNAVAL	2018	中高端旅游度假服饰	-	-
	DE VENISE	2018	中高端旅游度假服饰	-	-

注：朗姿各品牌营收及店铺数为 18H1 情况。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### 3、推荐标的——比音勒芬、歌力思、安正时尚

#### ● 比音勒芬

**同店强劲增长，助收入增速逆势提升。**Q3 单季营收同增 45.70% 至 3.84 亿元，增速环比提升 0.85pct，主因同店增速较高拉动；归母净利润同增 56.72% 至 0.84 亿元。前三季度营收同增 39.70% 至 10.59 亿元，归母净利润同增 50.07% 至 2.06 亿元。公司 Q3 延续上半年开店态势，测算外延同增约 10%，单店收入同增约 30%，主要系公司年初以来不断优化店面布局、开设大店，同时签约众多明星增加知名度所致。

受益运动时尚在国内迅速传播以及中高端服装增长高弹性，公司品牌、营销、渠道多点开花，终端同店增长强劲，业绩超预期。领先同业进行旅游服饰布局，看好未来利用品牌影响力占有先发优势，在另一蓝海细分领域继续有所作为。我们认为公司高端龙头品牌受消费升级影响持久，线下渠道主要载体高端百货开店空间仍大，细分市场打开后业绩增长动力足，预计 2018-2019 年公司分别实现净利润 2.40、3.34 亿元，EPS 为 1.32、1.84 元/股，对应 PE 分别为 25、18 倍，维持“买入”评级。

#### ● 安正时尚

**玖姿/斐娜晨 Q3 拓店、收入放缓，线上增长仍强势。**公司前三季度营业收入同比增长 16.66% 至 11.62 亿元，Q3 收入增速环比继续下降 3.5 个 pct。前三季度总门店净增 40 家至 957 家，Q3 门店净增加 5 家，各品牌开店有所放缓。玖姿前三季度营收同增 20.91% 至 8.05 亿元，主要受益于上半年米兰秀营销推广、货品全渠道流转创新以及电商销售的增长，Q3 收入有所放缓。门店数较年初保持不变（691 家），Q3 净关店 5 家，毛利率同降 1.13pct 至 66.33%。斐娜晨营收同增 40.44% 至 8809.71 万元，Q3 受消费环境影响下滑明显，单季增速约 10%，净开店

2 家至 99 家，拓店速度亦有放缓，但尹默、安正男装 Q3 逆势提速。

10 月公司以现金 3.61 亿元收购专业婴童电商代运营商礼尚信息 70% 股权，后者重点合作孩之宝、安佳、G2、费雪、北极狐、森宝等国际头部品牌。公司以此切入高增长、大空间婴童行业，落实婴童战略，暂不考虑礼尚信息并表，我们预计 2018-2019 年公司实现归母净利润 3.67、4.71 亿元，EPS 为 0.91、1.16 元/股，对应的 PE 分别为 13、10 倍，维持“买入”评级。

## ● 歌力思

### (1) 消费压力下 Q3 有所放缓，直营表现较好

公司 Q3 受到整体消费环境下行的干扰，以及去年 Q3 高基数影响，收入增速有所放缓，单季收入同增 8.73%，环比减少 7.05 个 pct。总体上，Q3 公司线下净开店 15 家至 566 家，净开店数与 Q2 持平，线下收入同比增长 4.0% 至 5.71 亿元，增速环比减少 10.0 个 pct，放缓明显；加盟部分 Q3 受影响较大，单季收入同降 3.9%，增速环比下降 27.5 个 pct。直营部分（包括电商）Q3 收入同比增长 14.3% 至 2.90 亿元，增速环比提升 6.4 个 pct。

### (2) 主品牌、Ed Hardy 有所放缓，IRO 国内推广超预期

主品牌 **ELLASSAY** 于 Q3 净关店 3 家至 309 家，前三季度净关店 13 家；Q3 单季收入同增 2.2% 至 2.65 亿元，增速环比减少 9.7 个 pct，主因消费大环境、加盟放缓及去年高基数影响。**Ed Hardy** 于 Q3 净开店 2 家至 167 家，前三季度净开店 19 家。Q3 收入同增 11.6% 至 1.33 亿元，增速环比减少 16.5 个 pct。**IRO** 表现超预期，进驻高端百货、购物中心顺利，明星接受度高，宣传效果好。品牌在全球于 Q3 净开店 11 家至 47 家，前三季度净开店 14 家，在国内计划全年开 6 家店，Q4 预计有 1-2 家新店开设，前三季度收入同增 54.55% 至 4.12 亿元。

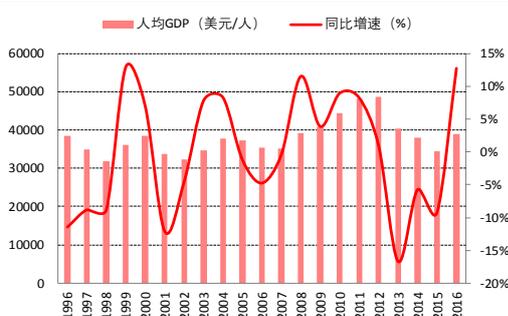
公司多品牌坚持高端定位，瞄准海外高溢价品牌，强调协同效应。Ed Hardy、IRO 等在国内落地后迅速扩展，足见优异品牌管理能力，同时增添新标的 Jean Paul Knott，百秋亦不断扩充优质海外客户。我们预计 2018-2019 年归母净利润为 3.82 亿、4.78 亿元，对应 EPS 为 1.13、1.42 元/股，PE 为 15、12 倍，维持“买入”评级。

## (四) 大众品牌：从日本经济放缓后大众品牌的成长看板块机会

### 1、90 年代后日本经济放缓，居民消费理念明显向高性价比转移

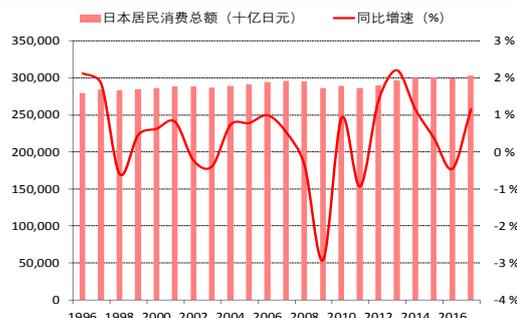
90 年代开始，日本经济低迷，居民收入增长为零，老龄化问题日益严重，劳动人口占比下降，国民开始返璞归真，追逐淳朴的感受和对美好事物的欣赏，消费呈现出社会化、本土化、简约化、环保化等趋势，无印良品和优衣库等品牌商以及唐吉诃德、大创等渠道商，以淡化品牌、强调高性价比商品而独领风骚。

图表62： 1996-2016 年日本人均 GDP 与增速



资料来源：世界银行，中信建投研究发展部

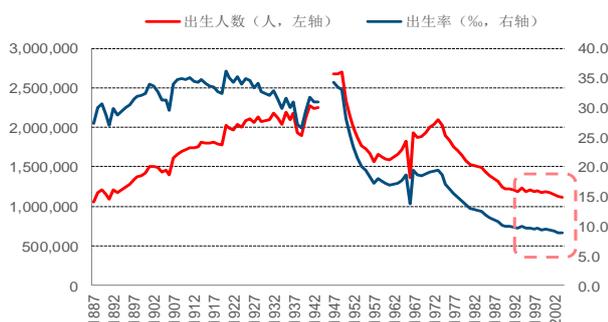
图表63： 1996-2016 年日本居民消费与增速 (十亿日元)



资料来源：内阁府，中信建投研究发展部

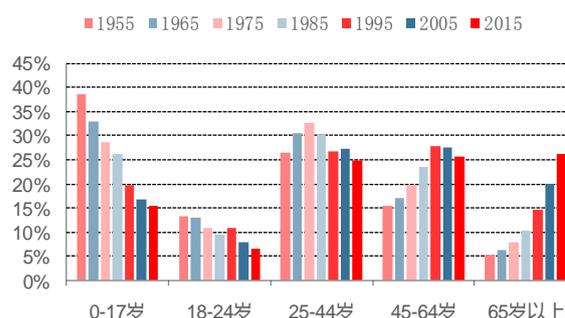
该时日本人口结构变化特征为：低出生率，劳动人口减少，老龄化加重，贫富差距拉大。1975 年日本出生率为 1.7%，1996 年为 0.97%，之后持续下降至 2016 年的 0.78%。1975 年，日本 65 岁以上老年人口仅占总人口的 8%，并于 1995、2005、2015 年升至 15%、20%、25%。日本劳动年龄人口（15-64 岁）在 1995 年达到峰值 8716 万，并提前总人口（2010 年）拐点向下，带动社会抚养比（生产年龄外人口/生产年龄人口）从 1990 年的 0.44 上升至 2015 年的 0.59，生产年龄人口数量减少造成社会负担加重，消费能力不足，尤其是医疗服务支出对其他消费造成挤压。

图表64：日本出生人数与出生率持续走低（人，‰）



资料来源：内阁府，中信建投研究发展部

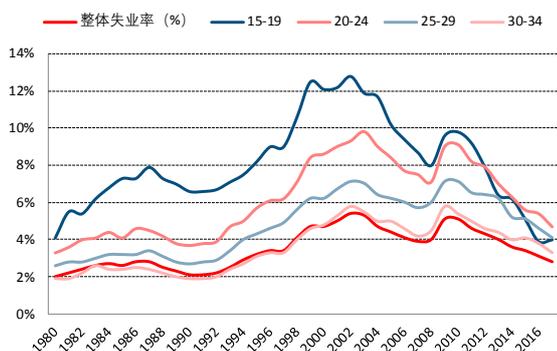
图表65：各年龄组人口数量占总人口比例推移（%）



资料来源：内阁府，中信建投研究发展部

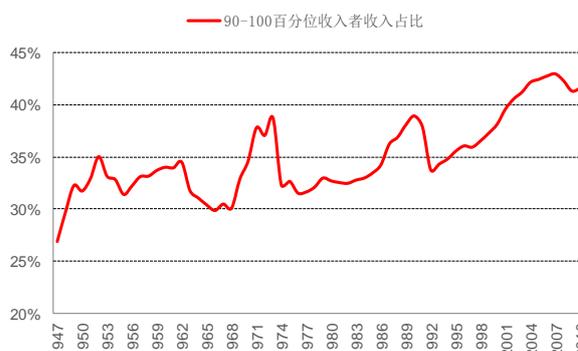
经济下滑导致失业率上升，贫富差距拉大。1996-2006 年日本失业率从 3.4% 上升至 4.1%，且年轻人失业率远高于整体。民众开始分化为有钱且宽裕的人和有钱但不宽裕的人，有钱且宽裕的人继续迷恋品牌化的高端商品，而有钱但并不宽裕的“新穷人”开始追逐低价且符合内心感性的物品，以在该阶段出现的无印良品与优衣库为代表。

图表66：日本年轻人失业率远高于全国整体水平（%）



资料来源：内阁府，中信建投研究发展部

图表67：90-100 百分位收入者收入占比（%）



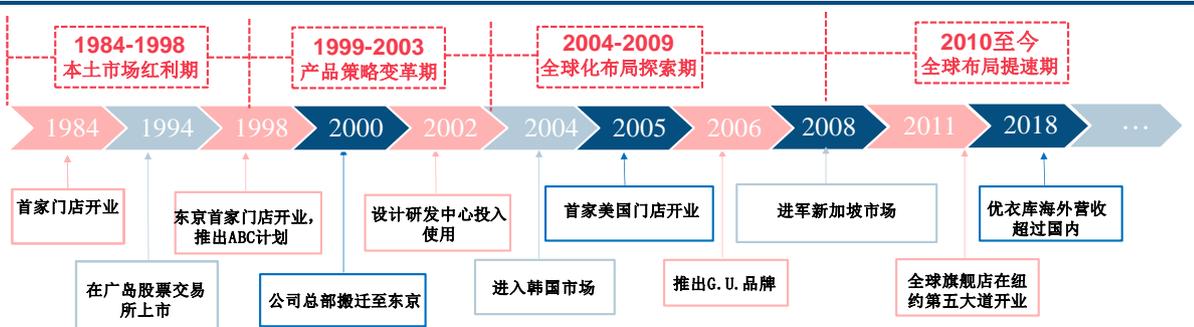
资料来源：世界收入不平等研究协会，中信建投研究发展部

在该阶段，日本消费分众产生后，消费理念逐渐回归理性。第三和第四消费时代的划分并没有明显界限，在第四阶段前期，崇尚品牌与追求简约并存，消费者既有主张更高档、时尚、高级的消费升级、彰显炫耀自我个性的生活，又有主张环境友好、温和简约的消费降级的生活方式。经历过物质的极度繁华后，开始意识到攀比无价值，少即是多，进而把原先消耗在物质上的时间和金钱，投入到积累人生体验和丰富感受上，收获精神层面的充实。80 年代追求名牌、个性化的日本消费者开始转而青睐平价、简洁的产品，人们更关注商品使用价值和性价比，而不是品牌 Logo。

迅销集团 1984 年开设首间优衣库门店，正逢日本第三消费阶段中后期，一方面消费向着品牌化、高质化发

展，另一方面第四消费阶段的简约化、社会化开始萌芽。迅销顺应了消费趋势的新浪潮，主打高性价比服饰，实现了快速发展。

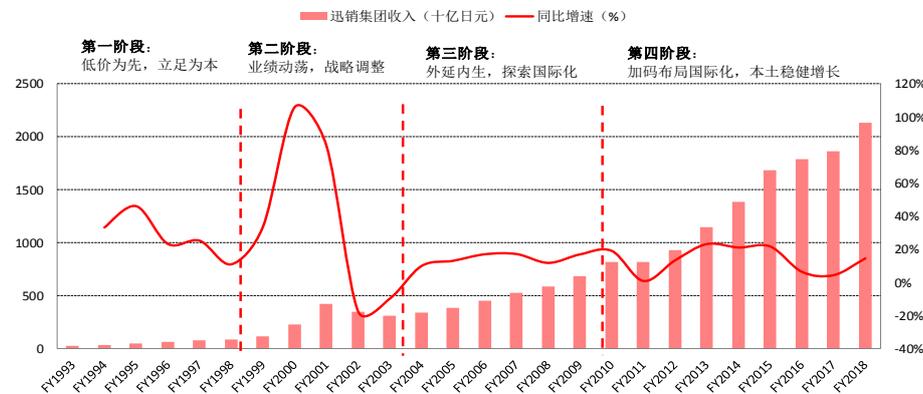
图表68： 迅销集团发展阶段划分



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

优衣库创立初期以生产大众化为特点，凭借低价策略深耕日本本土。这一时期集团旗下网点以郊外型仓储式店铺为主，快速开店是收入主要驱动力。新世纪后随着日本全面进入第四消费时代，消费者逐渐转向理性消费，对于商品的质量与性价比提出了更高要求。优衣库主动摆脱低端化标签，开始强调高功能性与绝对优质，成功从低价向高性价比切换。同时加快开大店、大型购物中心店等现代渠道铺设，重塑门店形象。2010年日本本土空间已有限，再加上日本经济长期不景气，品牌国际化战略在此期间加速推进。

图表69： FY1993-2018 迅销集团营业收入及增速（十亿日元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

我们认为日本消费的变迁路径以及迅销的成长史对我国当下的纺服零售企业有较强的借鉴意义，在经济增速压力加大，资本市场走弱，居民消费收到成本渐高的房产、医疗、教育等支出挤压的情况下，可以看到主打高性价比产品，把握住消费者内心敏感度的公司顺应了消费新趋势，有望脱颖而出。由此我们认为专注于细分领域的高性价比产品的公司更有优势，而当前头部大众品牌在工艺、设计、供应链上不断打磨性价比成色，同时注重渠道升级，减少前期追求扩张时较大的街铺比例，转而发展客流更加集中的核心商圈、购物中心、高端百货等，与优衣库进入新世纪以来针对日本消费者的变化而做出的改革有很大的相似性。

## 2、推荐标的——南极电商、开润股份、波司登、海澜之家

### ● 南极电商

剔除时间互联并表因素影响，前三季度电商主业营收同增 29.60%至 5.21 亿元，保持快速增长；GMV 同增

62.50%至 105.40 亿元，Q3 单季 GMV 同比增长 63.83%至 37.50 亿元。公司积极寻求品类扩张，增长动力十足。现有品类包含内衣、家纺、男女装、鞋类、母婴用品、箱包等多个领域，我们预计公司未来在箱包、母婴、童装等小而新品类上仍将继续发力。

GMV 分品牌看，前三季度南极人同增 54.29%至 87.99 亿，Q3 同增 56%，增速稳中有升；卡帝乐前三季度翻倍增长，同增 118.10%至 14.65 亿，Q3 同增 116.5%。分平台看，前三季度阿里平台同增 63.49%达 73.78 亿，Q3 同增 61%；京东平台前三季度同增 26.14%达 19.48 亿，Q3 同增 53%；拼多多前三季度同比大幅增长 210.42%达 9.29 亿，Q3 同增 105%。公司在电商领域起步早，充分享受阿里早期流量红利，形成流量壁垒，马太效应凸显，在国内头部电商增速纷纷放缓的情况下，仍旧维持逆势高增长态势。

**投资建议：**宏观经济放缓，居民收入压力加大，中低收入者消费敏感性高，将更加重视高性价比，我们认为优质大众品牌将受益。公司产品聚焦中高频日用生活快消品，需求大，迭代快，将不断加大该领域 SKU，抗周期能力强，且方便电商打造爆款走量。随着低价社交电商崛起，公司性价比定位与之契合，未来有望提升渗透率。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 8.71 亿、11.94 亿和 15.37 亿，对应 PE 分别为 22、16、12 倍，维持“买入”评级。

### ● 开润股份

公司 Q3 实现营收 5.74 亿，同增 92.38%，增速同比+55.07 pct。前三季度 B 端业务实现营收 6.34 亿元，同增 37.96%；C 端业务实现营收 7.06 亿元，同增 111.19%。Q3 B 端营收 2.40 亿元，同增 58.15%；C 端营收 2.95 亿元，同增 106.97%。C 端业务始终保持快速增长，自有品牌产品迭代、品类扩张、渠道拓展，发展动力充足；B 端业务 Q3 收入增速大幅提升，主要由老客户订单增长与新拓展电商大客户（网易严选、名创优品、海澜优选等）共同拉动。

公司拟以 2280 万美元现金收购印尼包袋公司 Formosa 及其附属工厂。标的公司在运动箱包的研发、制造和销售方面经验丰富，并与一线运动品牌客户合作密切，有利公司切入。同时进一步完善海外布局，逐渐迈向东南亚地区出行消费品制造产业纵向一体化，并享受印尼关税与人力成本优势。

**投资建议：**公司坚持以高性价比打造本土第一出行品牌，自有品牌自诞生之时便深度契合用户需求，背靠小米平台及流量加持，实现爆款销量的同时获得良好口碑。目前以此为中心，在出行品类（泛出行）、儿童出行等加快孵化符合线上消费者需求的新产品，并不断开拓新渠道，高性价比品牌优势下带货能力强。B 端与老关系稳定，新客户放量增长，精益生产、海外布局优势显著，并有望受益人民币贬值。我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利润 2.0、2.86、4.17 亿元，EPS 分别为 0.92、1.31、1.91 元/股，对应 PE 分别为 36、26、18 倍，维持“增持”评级。

### ● 波司登

#### （1）新品增加、减少促销提升 ASP，提价拉动淡季羽绒服收入

上半财年（截止 9 月 30 日）为羽绒服销售淡季，收入占比较低，今年上半财年自有羽绒服收入双位数增长，主因提价拉动。主品牌波司登新品占比和价格双升，设计款提价较多，基础款提价略低。同时以往淡季均会大规模促销，今年为配合品牌升级改造，7/8 月份淡季减小了促销力度，亦提升了均价水平。

#### （2）渠道改造顺利，年轻时尚化改造提高旺季销售潜力

公司今年战略回归聚焦主业，在羽绒服细分领域的品牌力占据绝对优势，工艺水平亦处于世界前列。相比加拿大鹅等国际头部品牌，质量上的差距仅体现在用料上，主要由品牌定位人群的差异所决定。今年开始公司

在做精渠道和提升产品时尚度、年轻化两个领域进行大刀阔斧的改革。渠道上，2018 财年末已经恢复净开店，羽绒服门店总共 4466 家，专卖店与自营店数量占比均有明显上升趋势，未来渠道战略仍重在结构调整，配合品牌升级，将在购物中心、时尚百货及核心商圈的专卖店等渠道上加快布局。今年门店改造计划进度顺利。

产品设计上，公司今年与国际时尚潮流品牌、设计师合作，大胆改进产品风格，并推出联名款，年轻化、时尚化收获消费者认知情况较好，品牌老化形象成功得到一定改善，利好销售。看好公司 Q4 旺季发力，改革效果得以彰显，10 月份前三季度销售环比显著提速，提价亦有助力，同时随着天气转冷，销量预计实现有力提升。尤其看好双十一电商助力，今年电商上新品大多是全新，风格与老品差异较大，年轻时尚化改善明显，以去年推出爆款“极寒系列”为代表（线上专供，价格远高于 ASP），市场认可度高，同时新增国际设计师联名系列、漫威系列等迎合年轻人喜好，转型潜力巨大。

**投资建议：**公司在国内羽绒服市占率连续 23 年蝉联首位，凭借波司登、雪中飞、冰洁三大子品牌深耕中高端与大众市场。品牌年轻化、时尚化改造力度大，且营销效果好，消费者认知程度高；线下门店恢复净开店，购物中心店及直营渠道持续加码。推出核心员工购股权计划绑定上下利益，彰显发展信心。我们预计公司 2019-2021 财年 EPS 分别为 0.076、0.097、0.151 元/股，对应 PE 分别为 18、14、9 倍。看好其品牌力，供应链运营效率及绝对龙头规模优势带来的业绩确定性，维持“买入”评级。

## ● 海澜之家

### （1）秋装销售不及预期，拖累收入端增速下行

三季度公司秋装销售不及预期主要受服装零售行业整体景气度下降影响，且今年秋装销售季较短，平均气温较高，气候亦对 Q3 销售形成拖累。Q1-3 主品牌营收 106.17 亿元，同增 3.97%；单 Q3 实现营收 25 亿，同减 2.6%，预计前三季度同店增长为个位数，较往年有所提升。爱居兔 Q1-3 实现营收 7.82 亿，同增 55.52%；单 Q3 实现营收约 2 亿元，同增约 3-3.5%，预计同店增速亦保持个位数增长，全年有望实现盈亏平衡。

### （2）直营店与自营产品占比提升致毛利率提高

前三季度毛利率 43.42%，同增 2.96 pct；单 Q3 毛利率同增 11.42 pct 至 52.79%。海澜之家 Q1-3 毛利率同增 6.03 pct 至 46.29%，单 Q3 毛利率同增约 14 pct 至 56%，主要受益于直营店与自营产品占比提升。爱居兔 Q1-3 毛利率同减 9.78 pct 至 26.52%，单 Q3 毛利率同减约 16 pct 至 18%，主要受折扣力度加大影响。

### （3）分红稳定，金额领先

海澜之家上市以来累计分红比率为 54.93%，位列第十二。从股息率看，海澜之家股息率为 3.56%，位列第九。公司贯彻稳定高额分红，底部比较确定，弱市时配置价值更高，弹性支撑更强。

公司三季度销售随大环境下行出现疲软，海澜、爱居兔全年同店增速有望实现正增长。在消费景气度下行背景下，公司凭借其产业链信息化水平高、产品研发设计与门店管理能力强、规模优势以及健康的现金流状况，具有较高防御能力。公司贯彻稳定高额分红，在消费意愿收缩时更符合理性消费趋势，未来渠道扩张优化、年轻化/轻奢/童装新品牌孵化成熟等优势仍存。我们预计公司 2018-2019 年归母净利润分别为 35、38 亿，对应 PE 分别为 11、10 倍，维持“买入”评级。

## （五）家纺：线上放缓线下稳增，集中度提升利好龙头

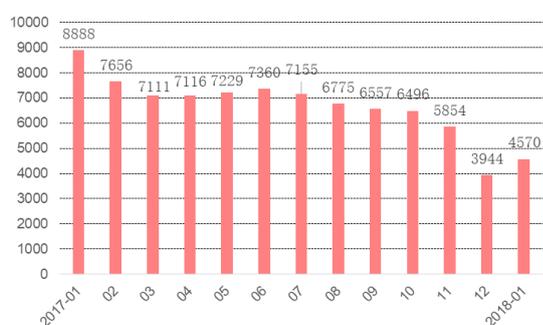
### 1、家纺行业格局稳定，龙头市占率有所提升

2011-2017 年我国家纺行业市场规模由 1373 亿元增加至 2168 亿元，CAGR 为 7.9%。随着我国人均可支配收入的增长，人口结构中中产阶级的占比不断提升，家纺消费中出现更加注重品牌和质量、重视个性化和定制化的新特征。此外，随着三四线城市收入增长，客群消费能力增强，消费升级趋势为中高端家纺开辟了新的市场，根据 Euromonitor 预测，2021 年家纺行业规模将达到 2937 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 7.9%。

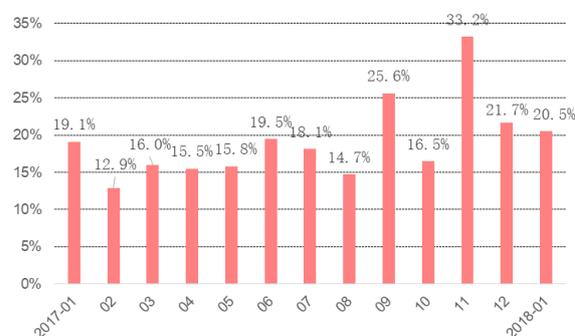
**图表70： 2011-2021 我国家纺行业市场规模及增速（亿元）**


资料来源: Euromonitor, 中信建投研究发展部

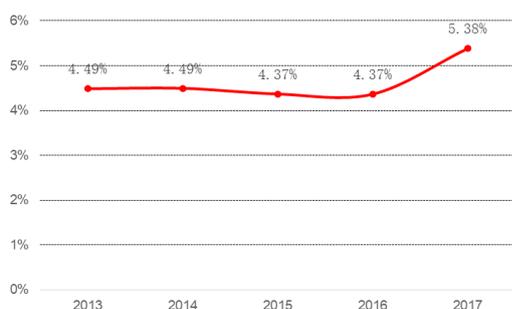
我国家纺竞争格局稳定,本土品牌占优。**2017 年集中度提升,前四大企业市占率同比提升 1.01pct 至 5.38%**,其中罗莱生活市占率同比提升 0.6pct 至 2.15%。伴随着原材料价格上涨及零售渠道变革,中小家纺企业的生存空间被进一步压缩,大型品牌企业凭借品牌及规模效应,马太效应明显。2017 年 1 月床上用品行业品牌数量为 8888 个,至 2018 年 1 月时下降为 4570 个,品牌淘汰比例接近 50%。2017 年床上用品前十大品牌市占率最高达 33.2%,行业集中度大幅提升。

**图表71： 2017 年以来床上用品品牌数量持续下降**


资料来源: 中国产业发展研究网, 中信建投研究发展部

**图表72： 2017 年以来各月床上用品前十大品牌市占率**


资料来源: 中国产业发展研究网, 中信建投研究发展部

**图表73： 2013-2017 前四大家纺企业市占率**


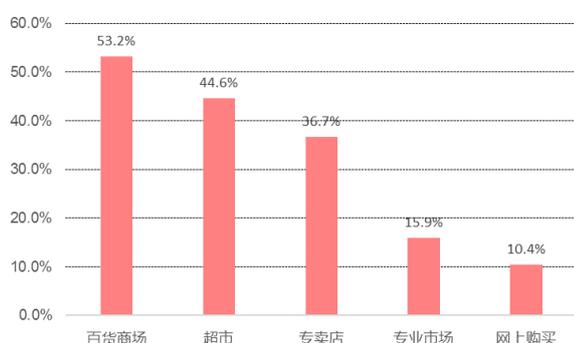
资料来源: Euromonitor, 公司公告, 中信建投研究发展部

## 2、线下复苏趋势明显，线上增速有所放缓

受益于零售渠道变革，龙头线下增速回暖。伴随着百货逐渐向体验式消费业态转型，中小家纺品牌被迫退出，龙头家纺品牌的竞争环境显著优化。2014-2016年，前四大品牌公司（罗莱生活、富安娜、水星家纺、梦洁股份）线下销售额由68.43亿降至67.45亿，而2017年线下销售额同比增长25.47%至84.63亿。

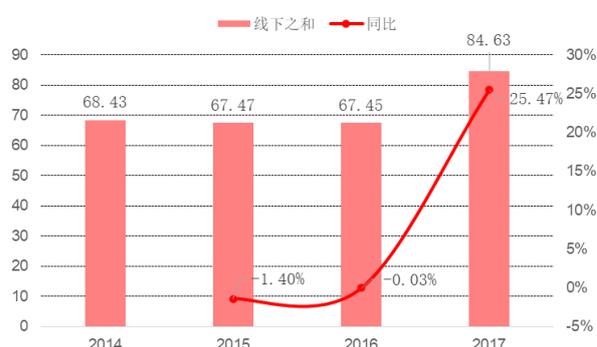
龙头企业重视线下业务的高效整合，促进渠道升级。其中水星家纺推出第八代形象店铺，富安娜加码渠道结构优化，着重选址以提升店效，坚持拓展大店，关闭小店，推进百货渠道升级。2017年共扩展59家大店，关闭78家低效小店，改造近700家门店形象，对百货渠道中120家店进行面积扩大及位置调整。

图表74：调查12城市消费者购买床品场所分布



资料来源：中国产业发展研究网，中信建投研究发展部

图表75：2014-2017四大品牌线下营收总额（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

低价电商分流压力仍存，线上增速明显放缓。家纺板块18Q3线上收入增速放缓明显，第一梯队品牌受到拼多多等低价电商分流压力仍存，中高客单价产品受挤压。就各家公司在天猫、京东等线上电商平台开设的旗舰店、直营店的销售情况来看，罗莱生活Q3线上销售同增4%，前三季度销售同增11%；梦洁Q3同增9%，前三季度同增11%；富安娜Q3同降15%，前三季度同增13%。

图表76：罗莱生活线上销售额（亿元）及同比



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图表77：梦洁股份线上销售额（亿元）及同比



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

**图表78：富安娜线上销售额（亿元）及同比**


资料来源：WIND，中信建投研究发展部

### 3、推荐标的——罗莱生活、水星家纺、富安娜

#### ● 罗莱生活

##### (1) LOVO 独立运营，短期拖累线上增速

Q3 单季收入同比增长 4.46%，放缓明显，主要受线上拖累。线上放缓一方面由于家纺整体电商受分流影响 Q3 低迷，另一方面公司 Q3 在线上将罗莱主品牌与 LOVO 进行拆分，独立运营 LOVO，未来将在产品定位、价位、结构等方面逐渐明确两者的区别，坚持 LOVO 中端偏性价比的定位。如此 LOVO 缺少罗莱主品牌背书和引流后，短期流量受到影响，拉低了 Q3 整体电商增速，前三季度电商增速放缓至单位数(18H1 电商同增 15%-20%)。长期看，LOVO 获得更加自由发展的机会，品牌独立性加强，在更好地应对线上家纺激烈价格战的同时，也具备满足消费者对品质、设计差异化需求的能力，公司亦将推出品牌活动、营销等保证 LOVO 流量增长。

##### (2) 线下主品牌保持扩张，订货模式变更提高经销商自主权

线下罗莱主品牌渠道保持扩张，上半年净增营业面积 3 万平米左右（新店与扩店），品牌开店超 100 家，新店主要覆盖二三线四线城市，挖掘高增消费潜力，现共有店铺约 1900-2000 家。同时着重开大店，比如新开 65 家 300 平米左右的大家纺小家居门店。

线下 Q3 亦受家纺淡季、整体消费走弱等影响，同时公司今年变更订货模式，由此前的加盟商 1 年 4 次提货，改为 6+2 模式，即一年 6 次提货，并每年有 2 次退货调整机会，给予经销商更大的自主权，帮助其优化库存、提升周转率。Q3 加盟商提货放缓，线下收入预计单位数增长，前三季度低双位数增长。

公司坚持打造“大家纺小家居”模式，LOVO 分标后专注高性价比，品牌独立性渐趋完善，恢复性增长可期。主品牌“粹”系列新品适销对路，售罄较快，足见公司对消费者需求把握能力上佳，同时保持线下扩张，未来 3-5 年计划新增 800-1000 家门店，每年开店 200 家左右。我们预计 2018-2019 年公司归母净利润 5.51、6.65 亿元，EPS 为 0.74、0.89 元/股，对应 PE 为 12、10 倍，维持“买入”评级。

#### ● 富安娜

线下加盟优于直营，线上 7/8 月份低迷，分流压力仍存。Q3 单季收入同比增长 6.93%，增速有所下滑，主要因家纺主业线下直营有所放缓以及线上前期相对低迷。公司今年提高线下加盟门槛，H1 线下直营收入同增约 15%，加盟同增约 30%，Q3 公司线下加盟表现亦优于直营，保持双位数增长，而直营预计单位数增长，环比有所下滑。公司家居业务仍处创业期，预算管理严格，现有 12 家直营店，Q3 收入同增约 30%，Q4 计划实现加盟店铺设，全年仍有亏损预期，公司计划 19Q1 后家居业务进行大规模市场推广，比如推出家居单品等。

公司总开店保持全年 200 家不变，未来稳健增长动力仍看线下老加盟商及直营渠道店效提升。线上加大与线下的分化，推广平价产品，打造爆款走量。家居在逐步完成重点城市覆盖基础上，明年 Q1 后计划大规模市场推广。18H1 公司部分经销商持股计划落地，大股东减持提供股票来源，锁定期三年看好公司前景，与淘汰后的优质经销商绑定利益。我们预计公司 2018-2019 年净利润为 5.93、7.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.68、0.81 元/股，PE 分别为 11、9 倍，维持“买入”评级。

### ● 水星家纺

公司 Q3 营收同增 8.72%，增速放缓，主因电商增速拖累，预计前三季度线上收入个位数增长，以拼多多为代表的低价社交电商平台分流压力仍存，受电商环境变化影响进入调整期，积极切入新平台，通过更灵活的组织形态以期应对冲击。从发展历史看，社交电商以低价产品所抢占的流量在在分流的同时，作为入门款更是培养部分新消费者，未来随家纺需求深化后亦有品牌化升级需求，公司高性价比产品依然具备强大竞争力。线下保持正常拓店趋势，三四线加盟深化、一二线直营开拓策略稳健，我们预计 2018、2019 年归母净利润为 3.39、4.40 亿元，EPS 为 1.27、1.65 元/股，对应的 PE 分别为 11、8 倍，维持“买入”评级。

## 三、上游棉纺：棉价中长期看涨，看好上游色纺纱龙头

### （一）Q3 供给短期过剩，棉价下行

2018 年来棉价呈现先涨后跌，5 月份在新疆不利天气因素炒作减产预期的影响下，叠加当时对需求预期仍乐观，导致 5 月下旬以来期货市场开始反应巨大，引发对上游市场的关注。极端天气对 2018/19 年度新疆棉花产量、单产带来不确定因素，市场产生明显担忧情绪，郑棉主力合约 1901 于 6 月 1 日报收最高点达 18815 元/吨。期现倒挂下棉花现货市场立即出现一定程度跟进，带动内棉整体上涨氛围火热。棉花价格 328 指数 5 月中下旬开始强势上扬，6 月 4 日升至 16900 元/吨，达 2014 年 9 月中旬以来最高点，较年初累计上涨 7.66%。之后由于棉花抛储政策改变、增发进口配额、官方明确库存/储备足够等，期货市场有所降温，带动 Q2 现价回落稳定在 16100-16300 元/吨左右。

Q3 棉花供给出现明显反转，供给端天气因素影响有限坐实，新疆及全国棉花预计实现增产，新棉集中上市，同时 80 万吨进口配额集中领取以及抛储延期。需求端受到中美贸易摩擦、去杠杆等影响，宏观经济增速放缓，居民收入压力增大，消费意愿回缩，导致 Q3 下游纺服需求不振并持续到 Q4。多方影响下短期供给过剩，棉价压力较大，Q3 持续下行，328 指数截止 11 月 18 日已降至 15429 元/吨，接近年内低点，较年初已下降 1.71%。

图表79： 2017 年以来棉花 328 指数（元/吨）



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图表80： 2014 年以来棉花 328 指数（元/吨）

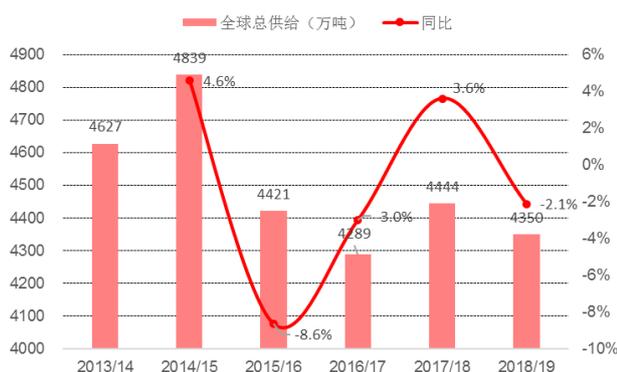


资料来源：WIND，中信建投研究发展部

## （二）供给端：今年预计增产，国储后续补库需求增强

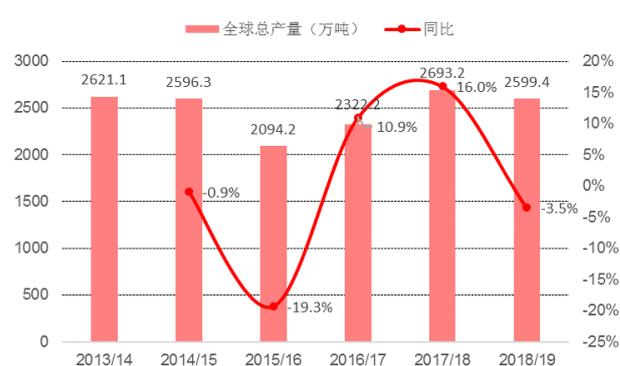
据 USDA 在 11 月最新全球棉花供需预测显示，预计 2017/18 年度全球棉花产量达 2693.2 万吨，同比增长 16.0%，主要受种植面积显著回升拉动，各主产国均有增产。全球总供给（产量+期初库存）亦出现反弹，同比增长 3.6% 至 4444 万吨。但由于新年度种植面积减少，USDA 预计 2018/19 年度全球棉产同比下降 3.5% 至 2599.4 万吨，结束连续两年增产，受此影响总供给预计同减 2.1% 至 4350 万吨。

图表81： 全球棉花总供给（产量+期初库存）情况（万吨）



资料来源：USDA，中信建投研究发展部

图表82： 全球棉花总产量情况（万吨）

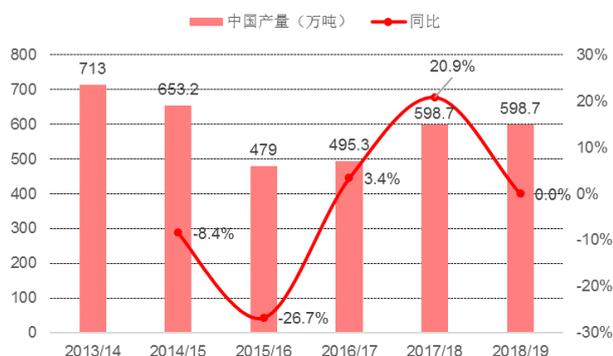


资料来源：USDA，中信建投研究发展部

国内产量情况类似，据 11 月农业部最新公布数据，估计 2017/18 年度中国棉产 589 万吨，而 2016/17 年度约 548.6 万吨（国家统计局关于棉花产量的公告），增产约 7.36%。USDA 于 11 月亦估计 2017/18 年度国内增产至 598.7 万吨，预计明年棉产持平，调整了在 7 月份对于明年减产的预测。

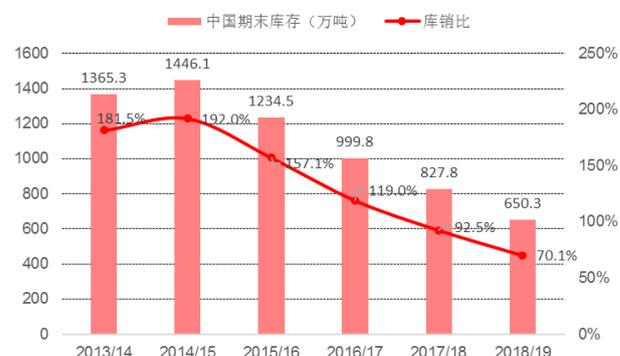
库存方面，USDA 估计今年国内期末库存进一步同比下降 17.2% 至 827.8 万吨，库销比从 2015 年的 191.99% 降至 92.52%，预计明年进一步降至 70.13%。全球库销比近年来随中国抛储以及消费量提升，亦从 2015 年的 95.21% 降至 65.21%，预计明年降至 57.22%。国储库存上，今年抛储共 250.59 万吨，近三年持续抛储约 830 万吨（2016 年抛 267 万吨，2017 年抛 323 万吨）。按今年抛储前库存约 520 万吨测算，目前国储库存剩余约 270-275 万吨，大致等于近三年年抛储量，也即如果明年继续抛储，仅能满足一年度需求。棉花全部出清概率较小，在国储量接近调节市场能力底部，预计明年补库存需求加强，为棉价带来支撑。

图表83： 国内棉花产量情况（万吨）



资料来源：中国棉花信息网，中信建投研究发展部

图表84： 国内棉花库存情况（万吨）

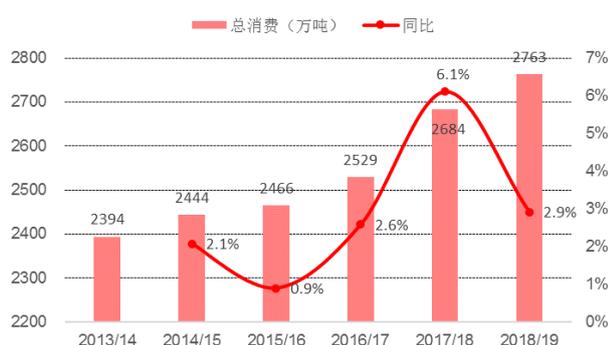


资料来源：USDA，中信建投研究发展部

### (三) 需求端：持续恢复性增长，年内提价预期增强，中长期保持看涨

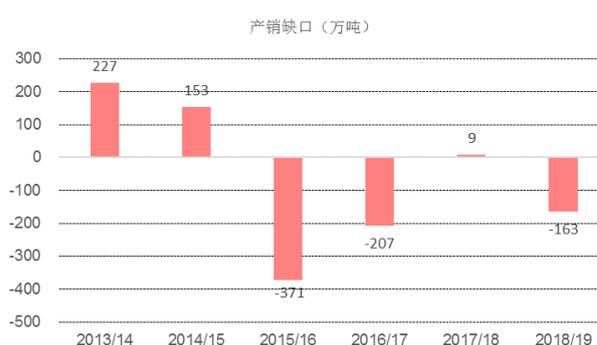
从全球来看，USDA 预测 2017/18 年度、2018/19 年度全球棉花消费量分别同比增长 6.1%、2.9%至 2684 万、2763 万吨。全球棉花消费从 2013/14 年度起持续增长，尤其是印度、越南、巴基斯坦等纺织产业占比高的新兴市场拉动。2015/16 年度开始形成产销缺口，2017/18 年度因增产，产量较消费多约 9 万吨，而 2018/19 年度重新形成 163 万吨的产销缺口。

图表85： 全球棉花消费情况（万吨）



资料来源：USDA，中信建投研究发展部

图表86： 全球棉花产销缺口情况（万吨）

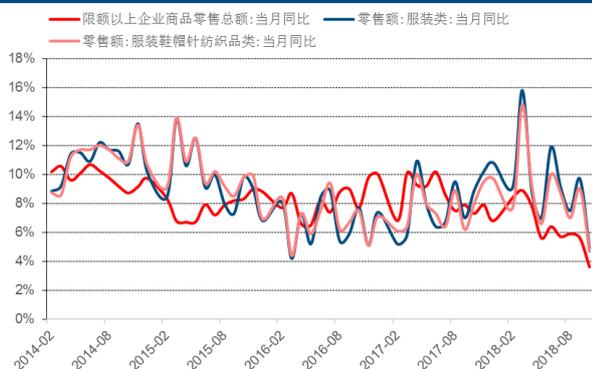


资料来源：USDA，中信建投研究发展部

国内消费上，Q3 纺服终端景气度显著下行，内需逆转 2017 年以来弱复苏态势，7-10 月限上服装鞋帽针织品零售额分别同比增长 8.7%、7.0%、9.0%、4.7%，其中单服装类零售额分别同比增长 9.1%、7.5%、9.7%、4.9%。

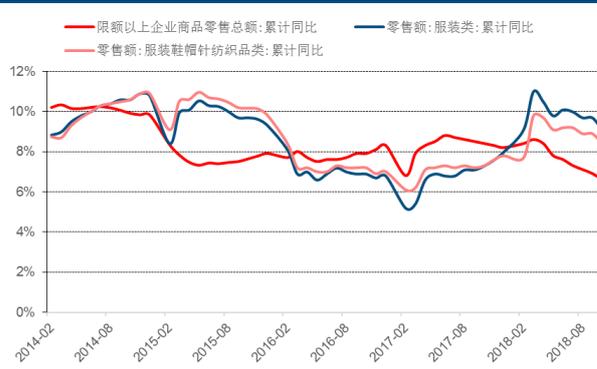
外需上，9 月 24 日美国对 2000 亿美元中国输美产品加征 10% 关税正式生效，同时自 2019 年 1 月 1 日起税率将提升至 25%。在最终确定的关税清单中，纺织品（HS 50~60）及帽类（HS 65）产品几乎全部被纳入，服装类产品 and 大部分家用纺织品并未纳入，因此本轮加征主要影响上游纺织行业，对下游出口影响较小。10 月纺织纱线、织物及制品出口 97.4 亿美元，同比增长 6.08%，增速环比减少 12.12pct；服装及衣着附件出口 135.1 亿美元，同比增长 8.13%，增速环比减少 0.19 个 pct。纺织品关税影响逐渐显现，服装则延续下半年以来出口复苏。

图表87： 纺服零售额单月同比情况



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图表88： 纺服零售额累计同比情况



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图表89： 纺服出口单月同比情况



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图表90： 纺服出口累计同比情况



资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图表91： 纺织服装涉税清单（HS 分类）

HS 编码	内含商品	HS 编码	内含商品
50	蚕丝	56	絮胎、毡呢及无纺织物；线绳索缆及其制品
51	羊毛、动物细毛或粗毛；马毛纱线及其机织物	57	地毯及纺织材料的其他铺地制品
52	棉花	58	特种机织物；簇绒织物；花边；装饰毯；装饰带；刺绣品
53	其他植物纺织纤维；纸纱线及其机织物	59	浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物；工业用纺织制品
54	化学纤维长丝	60	针织物及钩编织物
55	化学纤维短纤	65	帽类及其零件

资料来源：USTR，中信建投研究发展部

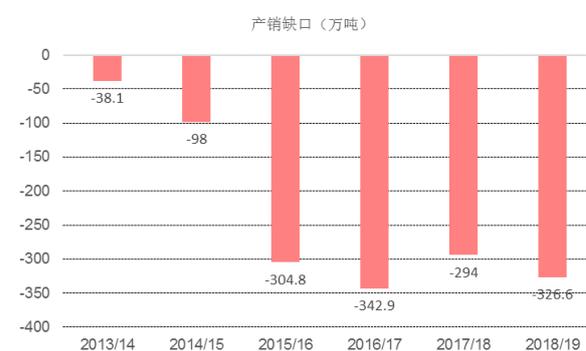
USDA 预测今明两年国内棉花消费量增速分别同比减少 0.4、2.8 个 pct 至 6.5%、3.7%，消费量分别达到 892.7、925.3 万吨，消费压力有所反应。我们认为服装消费属于刚需，收入压力之下减少高端消费，更加注重高性价比品牌，但消费数量或频率降低幅度有限，消费降级不降量。出口端贸易环境不确定性使得国外客户下单谨慎，但一方面服装尚未纳入征税清单，另一方面国内厂商积极开发海外新客户，国内优质的制造能力基础和产业链条保证上游产品优势仍存。

图表92： 中国棉花消费情况（万吨）



资料来源：USDA，中信建投研究发展部

图表93： 中国棉花产销缺口（万吨）



资料来源：USDA，中信建投研究发展部

总体上，中长期看，预计棉花消费量规模稳中有增，年产销缺口保持 300+万吨（由 USDA 数据测算），持续消化库存，库销比持续走低，供给仍看紧。剩余 270 多万吨国储调节能力较弱，在棉花储备常态化将会强化的背景下，存在轮入预期，对棉价形成支撑动力，中长期看涨趋势不变。

#### （四）纺企加快东南亚产能转移，应对贸易摩擦并享人工/税收红利

国内服装出口企业主要通过海外产能布局以减小负面影响，东南亚地区成本优势日益凸显，且能有效对冲贸易战风险。在国内人口红利逐渐消退的大背景下，结合原材料、能源成本的提升，我国棉纺产业链整体生产成本不断上升，这是造成近年来国内纺企规模不断收缩的主要原因。我国纺织业规模以上企业数由 2011 年的 22943 家降至 2017 年的 20187 家，2013 年以来连续五年下降。而东南亚各国劳动力、原料（可直接采购外棉）低廉，出口欧美关税低，对于劳动密集型企业而言成本优势凸显。同时，海外生产出来的产品直接出口美国亦能避免受贸易战影响，因此，具备资金和技术优势的龙头纷纷加快海外布局。

但海外布局门槛较高，比如初始投资额度、人员跨国管理、环保成本高等使得中小纺企难以在产能出海上做到龙头一般游刃有余。我们判断中美贸易战对于海外扩产的龙头影响有限，反而会促进龙头通过外延等方式加快海外投资步伐。对于行业而言，会加快行业整合，改变行业格局；提高进入门槛，带动龙头集中度提升。

**图表94： 2011 年以来纺织业规模以上企业数呈下降趋势**



资料来源：国际统计局，中信建投研究发展部

**图表95： 国内头部纺企海外产能布局情况**

企业	布局地	品种	规模	总产能	出海占比	海外产能转移时间/节奏
华孚时尚	越南	色纺纱	28 万锭	188 万锭	约 15%	2014 年：越南一期 6 万锭试生产 2015 年：越南一期 12 万锭投产，二期 16 万锭开建 2016 年：二期 8 万锭试生产 2017 年、2018H1：二期 16 万锭相继投产
		纱线	6 万锭	-	-	2013 年：越南 A 区 50 万锭开建 2016 年：越南 A 区 50 万锭投产
百隆东方	越南	色纺纱	约 70 万锭	约 140 万锭	50%	2017 年：越南 B 区 50 万锭开建 2018 年：越南 B 区 20 万锭预计投产 预计 2019、2020 年分别实现投产 20 万锭
		色织布	3000 万米	-	-	2015 年：越南 6 万锭纱线、3000 万米色织布、600 万件衬衫开建，6 万锭纱线投产
鲁泰	越南	色织布	3000 万米	-	-	2016 年：3000 万米色织布投产
		衬衫	600 万件	-	-	2017 年：600 万件衬衫投产 在建：7.6 万锭纱线、4000 万米色织布、300 万件高档衬衫，

公司	地区	产品	产能	投资额	占比	备注
	柬埔寨	衬衫	600 万件	-	-	均于 2017 年开工或前期准备。
	缅甸	衬衫	300 万件	-	-	2014、2015 年柬埔寨一二期项目分别投产
	越南	棉袜	9500 万双 (2017 年)	2.62 亿双 (2017 年)	约 36%	2015 年缅甸项目投产  2013 年开始越南布局, 拟建设 2.3 亿双棉袜产能及配套项目。越南产能 2016 年 4000 万双, 2017 年 9500 万双, 随着 2018H1 海防第二第三工厂投产, 预计全年产量 1.2 亿双。 在建: 海防第四工厂, 公司正在研究越南第三个生产基地的可行性。
健盛集团	越南	棉袜	9500 万双 (2017 年)	2.62 亿双 (2017 年)	约 36%	2006 年开始布局越南, 越南纱线产能逐年释放, 2010 年 30 万锭, 2018H1 已达 125 万锭, 公司计划扩充 22 万锭, 18Q4 至 19H1 陆续试生产。
天虹纺织	越南	包芯纱	125 万锭	313 万锭	41%	2014 年公司在越南海河区兴建天虹产业园, 子公司天虹银河、天虹染整、兰雁牛仔、天虹科技等相继入驻, 向越南基地注入纱线、坯布、面料、成衣全产业链。

资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

从汇率角度看, 一般纺企出口订单美元计价, 生产成本人民币计价, 如果期间人民币贬值, 则人民币计价收入增加, 毛利率会有提升。但如果企业加大了海外布局, 则一般会存在生产成本以外币计价的情况, 从而对冲人民币贬值带来的销售收入的增长, 减少毛利率提升幅度, 而人民币升值时也会减少毛利率的下降幅度。因此我们认为, 海外产能布局会减少毛利率随汇率影响的波动性。

## (五) 推荐标的: 申洲国际、华孚时尚、百隆东方

### 1、申洲国际

18H1 公司营收增长 10.8%, 较去年有所放缓, 主要因汇率因素影响。占比最高的运动服饰继续提供增长主动力, 销售收入同比增长 12.6% 至 62.16 亿元, 占比同比提升 1.1pct 至 67.9%, 主要受益耐克订单强劲增长和中国市场运动需求激增。公司继续保持较高客户集中度, 前四名客户订单收入占整体达 77.4%。除耐克保持双位数增长外, 其余三家均单位数增长。

18H1 公司综合毛利率同比上升 0.62pct 至 32.28%, 主要因为海外越南产能的扩张带来规模效应, 摊薄固定成本。同时公司继续通过自动化设备、精细化管理等提效增速, 生产效率进一步提升, 实现工厂用工人数下降而产能提升。公司有效税率继续下降, 同比减少 2.86pct 至 11.31%, 公司越南工厂享受“四免九减半”优惠税率, 柬埔寨享受四年免所得税。

产能上, 越南面料产能部分 2017 年新建特种面料工厂投产, 同时原一、二期提效显著。越南成衣一期 2017 年已实现盈利, 公司计划建设二期工程, 有望明年实现投产。同时在柬埔寨亦计划 2018 年建设新成衣工厂。从长期来看, 公司在柬埔寨和越南的产能占比有望增长至 50%。随公司海外产能推进, 享受人工红利、税收优惠的同时, 亦可承接从中国服装外流订单, 降低人民币汇率波动对成本带来风险等。

公司作为纵向一体化针织服装 OEM 龙头, 规模优势凸显、议价能力较强; 以优衣库、耐克、阿迪、彪马核心供应商的身份, 受益于全球运动服饰市场快速增长的红利。海外产能内生外延有序扩张, 研发投入壁垒夯

实自动化生产设备及面料技术优势，成本管控有效，生产效率不断提升，税收优惠有保证。结合下半年人民币贬值态势利好出口，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 3.00、3.62、4.42 元/股，对应 PE 分别为 29、24、20 倍，维持“买入”评级。

## 2、华孚时尚

2018 年前三季度营收 107.34 亿元，同增 21.01%；归母净利润 7.32 亿元，同增 20.98%。Q3 营业收入 39.44 亿元，同增 14.23%，增速有所放缓，主要受宏观大环境波动、去年同期网链业务高基数以及低毛利率网链业务收入占比提升影响所致。前三季度期间费用率同降 0.90 个 pct 至 5.42%，销售、管理费用率同降 0.55、0.70 个 pct。政府补助（其他收益同增 79%至 2.78 亿元）、期货投资（投资收益同增 0.75 亿元）等非经常性损益影响较大，带动归母净利润同增 20.98%，而扣非业绩同增 8.99%。

公司新疆、越南产能双轮驱动，新产能投放进度稳定。作为色纺纱龙头，棉花提价传导链条短，毛利率较大受益棉价提价预期，且龙头集中生产、产品品质优势助力未来受益色纺纱渗透率提升。上游网链业务规模不断扩张，新疆政策红利仍稳定。我们预计 2018-2020 年净利润分别为 8.93、10.69、12.32 亿元，对应 PE 分别为 10、8、7 倍，维持“买入”评级。

## 3、百隆东方

2018 年前三季度营业收入 45.58 亿元，同比下降 0.15%，归母净利润 4.65 亿元，同比增长 20.15%。Q3 营业收入同增 7.54%至 16.15 亿元；归母净利润同增 76.90%至 1.39 亿元。营收回升主因下半年越南 B 区 50 万锭产能开始投产、产能逐步释放；Q3 归母净利润增幅较大，主要由于汇兑收益同比增幅较大所致。

**公司越南产能逐步释放，受贸易战影响较小，竞争力逐步提升。**截至 6 月底，公司越南百隆 B 区 10 万纱锭车间建成投产，下半年越南产能将逐步释放；同时面对中美贸易战，公司通过越南产能可有效规避关税提升，业绩持续向好。我们预计 2018-2019 年 EPS 分别为 0.39、0.46、0.59 元/股，对应 PE 分别为 14、12、10 倍，维持“买入”评级。

## 四、风险分析

贸易战、去杠杆等持续影响宏观经济，对消费带来压力；贸易战激化风险；房产、教育、医疗等其他刚性需求成本提升对服装消费的挤出效应风险。

## 分析师介绍

## 报告贡献人

## 研究服务

**史琨**: CFA, 金融学硕士, 2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队, 2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

**邱季** 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

**周博文** 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859