

纺织服装行业

上游关注产业转移，下游关注高景气子行业

核心观点：

● 2019 年初以来纺服行业走势弱于大盘，外部环境承压

2019 年以来纺织服装行业指数（SW）的绝对收益率为 11.27%，沪深 300 为 22.23%。分板块看，纺织制造板块绝对收益率为 12.92%，服装家纺板块为 10.14%。根据海关总署统计，2019 年 1-5 月纺织品累计出口总额同比增长 1.5%，服装累计出口总额同比下降 5.5%，上年同期分别为 10.70%和-2.30%。在整体贸易环境较为严峻的大背景下，纺织品服装出口金额增长面临较大压力。根据国家统计局统计，1-5 月限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额累计同比增长 2.6%，上年同期为 9.10%。受经济下行压力影响，服装家纺消费低迷。但从微观看，运动服饰和童装行业持续景气。

● 2019 年下半年纺服行业投资逻辑

纺织制造板块建议关注目前已经在海外拥有较多产能布局的龙头公司，包括除了向海外转移产能外，不断推进技术革新，进行产业升级，或者向下游品牌零售环节延伸等一个或者多个方面发力的龙头公司。如果短期贸易摩擦有所缓和，棉纺产业链公司，包括出口美国业务占比较高的公司或有超跌反弹机会。服装家纺板块建议关注高景气运动服饰和童装行业龙头，同时借鉴日本和美国穿越周期的服饰龙头历史经验，大众高性价比服饰龙头，技术研发积累深厚的专业服饰龙头（含轻奢龙头），也值得关注。

● 纺织制造板块：产能转移和产业升级是大势所趋

从全球纺织业变迁的历史看，纺织制造板块产能转移和产业升级是大势所趋，当下贸易环境只是加速这一进程。全球纺织制造中心历经英国、美国、日本、韩国、台湾等亚洲新兴国家和地区、中国的数次更迭，目前东南亚进入快车道。背后主要的驱动因素是工业技术和成本要素。各国纺织产业的发展均会经历：发展低附加值的制造环节→产业链向上下游延伸→转移低附加值环节→强化研发设计或品牌零售等高附加值环节的过程。

● 服装家纺板块：诞生千亿市值安踏体育的运动服饰行业的启示

安踏体育成长为千亿市值服装龙头公司的原因：运动服饰行业市场容量大，集中度高，格局较为稳定；公司加大研发投入，聚焦主要产品品类，提升市场反映速度；批发模式向零售模式转型，渠道扁平化管理，加强零售终端把控力度；多品牌布局，且与国际龙头形成差异化竞争。两大启示：1) 除综合性龙头外，运动服饰行业细分领域众多，也存在机会；2) 童装行业与运动服饰行业有诸多相似之处，是下一个值得重视的行业。

● 风险提示

宏观景气度持续下行风险；汇率波动风险；原材料价格持续上涨风险；海外产能扩张不及预期风险；库存积压风险；管理不善风险。

行业评级

买入

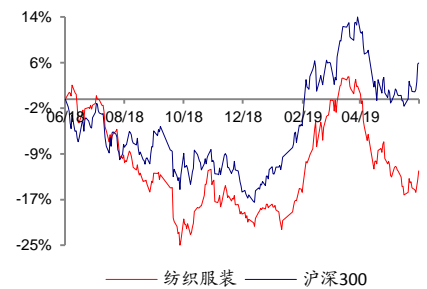
前次评级

买入

报告日期

2019-06-23

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师：

赵颖婕



SAC 执证号：S0260518070004



SFC CE No. BNN845



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

纺织服装行业:5月纺织品服 2019-06-16

装出口数据及服装家纺社零

数据点评

纺织服装行业:从美国、日本等 2019-06-02

国童装龙头的发展经验看未

来国内童装行业的发展

纺织服装行业:4月纺织品服 2019-06-02

装出口数据及社零服装数据

点评

联系人：

胡幸

huxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
鲁泰 A	000726.SZ	人民币	9.78	2019/5/11	买入	12.24	1.02	1.14	9.63	8.59	5.63	5.07	12.40%	13.00%
健盛集团	603558.SH	人民币	9.03	2019/4/25	买入	13.44	0.64	0.77	14.06	11.75	14.00	11.67	8.64%	9.62%
开润股份	300577.SZ	人民币	33.80	2019/1/2	增持	36.7	1.15	1.54	29.50	22.00	22.66	15.71	29.43%	28.30%
百隆东方	601339.SH	人民币	4.69	2019/4/26	买入	6.77	0.38	0.41	12.48	11.35	10.84	10.09	6.94%	7.09%
华孚时尚	002042.SZ	人民币	7.32	2019/4/25	买入	8.26	0.51	0.59	14.35	12.47	12.90	11.92	10.24%	10.36%
新野纺织	002087.SZ	人民币	4.03	2019/4/18	买入	5.22	0.58	0.67	6.99	6.00	7.26	6.53	10.82%	11.19%
比音勒芬	002832.SZ	人民币	46.81	2019/5/31	买入	69	2.26	2.95	20.69	15.88	16.68	12.55	22.38%	25.45%
森马服饰	002563.SZ	人民币	10.59	2019/5/1	增持	13.32	0.72	0.87	14.75	12.21	8.10	6.83	16.27%	18.22%
海澜之家	600398.SH	人民币	8.98	2019/5/1	买入	12.68	0.85	0.94	10.62	9.57	5.25	4.49	25.68%	24.94%
探路者	300005.SZ	人民币	4.00	2019/5/14	买入	5.04	0.15	0.18	27.47	22.09	11.52	8.51	5.26%	6.14%
歌力思	603808.SH	人民币	14.62	2019/5/1	买入	21.12	1.32	1.59	11.05	9.21	5.29	4.07	16.56%	17.11%
罗莱生活	002293.SZ	人民币	9.81	2019/4/27	买入	14.58	0.81	0.91	12.17	10.84	9.17	7.97	15.15%	15.96%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

1. 2019 年初至今行业回顾及下半年投资逻辑	7
1.1 年初以来走势：行业整体弱于大盘，纺织制造好于服装家纺	7
1.2 行业重点经济数据回顾：纺织品服装出口承压，服装家纺社零低迷	8
1.3 A 股纺织制造板块 2018 年和 2019 年一季度业绩回顾	9
1.4 A 股服装家纺板块 2018 年和 2019 年一季度业绩回顾	10
1.5 纺织服装行业基金持仓情况：关注度低，处历史较低水平	11
1.6 纺织服装行业下半年投资逻辑	12
2. 纺织制造板块：产能转移和产业升级是大势所趋	13
2.1 中美贸易摩擦加剧，国内纺织品服装出口美国增速明显放缓	13
2.2 纺织制造低端产能转移及产业升级是行业发展必然趋势	15
3. 服装家纺板块：诞生千亿市值安踏体育的运动服饰行业的启示	25
3.1 安踏体育如何成为千亿市值公司	25
3.2 安踏体育成功的启示	31
4. 风险提示	38
4.1 宏观经济景气度持续下行风险	38
4.2 汇率波动风险	38
4.3 原材料价格持续上涨风险	38
4.4 海外产能扩张不及预期风险	38
4.5 库存积压风险	38
4.6 管理不善风险	38

图表索引

图 1: 2019 年以来纺织服装行情走势.....	7
图 2: 2019 年以来纺织制造与服装家纺板块走势比较.....	7
图 3: 申万一级行业 PE (TTM)	7
图 4: 申万一级行业股息率.....	7
图 5: 纺织品出口金额 (亿美元)	8
图 6: 服装出口金额 (亿美元)	8
图 7: 社会消费品零售总额当月同比增速.....	9
图 8: 限额以上服装鞋帽针纺织品零售额 (亿元) 及增速	9
图 9: 纺织制造板块营业收入情况 (亿元)	10
图 10: 纺织制造板块净利润 (扣非后归母, 亿元)	10
图 11: 纺织制造细分行业营收增速对比.....	10
图 12: 纺织制造细分行业扣非归母净利润增速对比	10
图 13: 服装家纺板块营收情况 (亿元)	11
图 14: 服装家纺板块净利润 (扣非后归母, 亿元)	11
图 15: 服装家纺细分行业营收增速对比.....	11
图 16: 服装家纺细分行业扣非归母净利润增速对比	11
图 17: 纺织服装基金重仓持股市值占总重仓持仓比重.....	12
图 18: 美国进口纺织品服装来源占比	14
图 19: 各国出口到美国的纺织服装量增速.....	14
图 20: 18 世纪-19 世纪英国棉纺织业增速	15
图 21: 英国棉纺织品出口值占总出口值比重	15
图 22: 19 世纪美国棉花出口数量 (百万包)	16
图 23: 美国棉纺锭数 (万锭)	16
图 24: 美国原棉消费量以及棉花出口量 (百万包)	16
图 25: 美国纺织业与制造业单位工时工业增加值对比 (美元/小时)	17
图 26: 美国纺织业与制造业单位工时工业增加值增速.....	17
图 27: 日美德制造业平均工资增长率 (1954-1958)	17
图 28: 日本纺织品服装净出口比例.....	18
图 29: 日本纺织品服装出口及天然纤维进口指数.....	18
图 30: 美元兑日元汇率	18
图 31: 日本纺织业占产值比重与就业比重情况.....	18
图 32: 日本纺织品服装出口全球占比 (1955-1988)	19
图 33: 韩国纺织品出口金额及增速.....	19
图 34: 韩国服装出口金额及增速.....	19
图 35: 台湾纺织品出口金额及增速.....	20
图 36: 台湾服装出口金额及增速.....	20
图 37: 香港纺织品出口金额及增速.....	20

图 38: 香港服装出口金额及增速.....	20
图 39: 中国大陆台湾及香港人均工资 (美元/小时) (1996-2005)	21
图 40: 美元兑韩元汇率 (1985-1989)	21
图 41: 美元兑新台币汇率 (1985-1989)	21
图 42: 中国大陆纺织品出口金额及增速 (1980-2000)	22
图 43: 中国大陆服装出口金额及增速 (1980-2000)	22
图 44: 中国大陆纺织品出口金额及增速 (2000-2017)	22
图 45: 中国大陆服装出口金额及增速 (2000-2017)	22
图 46: 中国居民各年龄结构人群占比	23
图 47: 中国大陆及越南人均工资 (美元/小时)	23
图 48: 中国大陆越南及柬埔寨服装出口金额增速	23
图 49: 纺织服装产业链各环节附加值	24
图 50: 安踏体育的品牌矩阵	25
图 51: 安踏体育市值	26
图 52: 安踏体育营收及增速	26
图 53: 安踏体育净利润及增速	26
图 54: 国内运动服装行业市场规模及增速	27
图 55: 2018 年各国各服装子行业 CR10 情况 (%)	27
图 56: 中国运动行业 CR5 和 CR10 情况	27
图 57: 运动行业存货周转天数	28
图 58: 运动行业营收账款周转天数	28
图 59: 国内运动品牌近年来营收增速	28
图 60: 国内运动品牌近年来净利润增速	28
图 61: 安踏研发费用占比不断上升	29
图 62: 安踏研发费用率上升至国产品牌第二高的水平	29
图 63: 安踏每年服饰和鞋类推出的品种	29
图 64: 安踏每年自产服饰和鞋类的比例	29
图 65: 安踏组织和管理架构的变化	30
图 66: FILA 营收水平及增速	31
图 67: 主品牌和 FILA 收入增长驱动情况	31
图 68: FILA 品牌的渠道数量及增速	31
图 69: 安踏分品牌营收及占比	31
图 70: 特步国际营收及增速	32
图 71: 特步国际净利润及增速	32
图 72: 比音勒芬营收及增速	33
图 73: 比音勒芬净利润及增速	33
图 74: 比音勒芬每年渠道数量	33
图 75: 高尔夫品牌公司在中国店铺数量情况	33
图 76: 我国童装行业规模及增速	34
图 77: 社零增速及百家重点大型零售企业服装类商品零售增速	34
图 78: 服装家纺各子行业上市公司增速 (%)	35
图 79: 城镇居民人均可支配收入情况	36
图 80: 城镇居民人均消费性支出情况	36

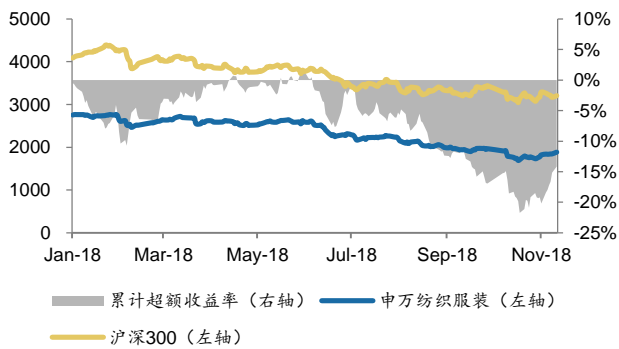
图 81: 中国童装行业集中度情况.....	36
图 82: 各国童装行业集中度情况.....	36
图 83: 2017 年各国人均童装消费	37
图 84: 各国童装龙头市占率情况.....	37
图 85: 森马服饰童装收入及增速.....	37
图 86: 森马服饰童装收入占比	37
表 1: 港股运动服饰近年业绩	11
表 2: 美国加税清单中涉及的纺织产品税号	14
表 3: 国外运动细分市场龙头品牌	32

1. 2019 年初至今行业回顾及下半年投资逻辑

1.1 年初以来走势：行业整体弱于大盘，纺织制造好于服装家纺

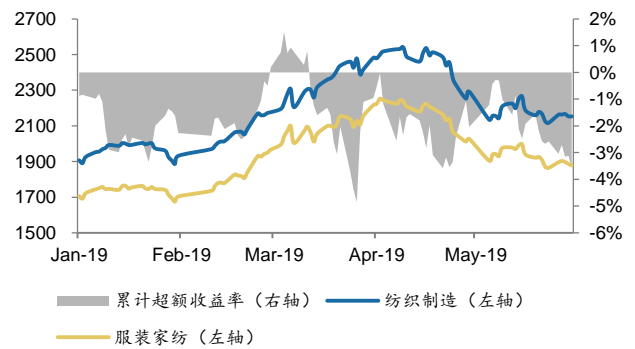
2019年以来纺织服装行业指数（SW）的绝对收益率为11.27%，沪深300绝对收益率为22.23%，纺织服装行业指数的表现弱于大盘。分板块看，纺织制造板块绝对收益率为12.92%，服装家纺板块绝对收益率10.14%，纺织制造表现好于服装家纺。（统计截止日期为2019/5/31）

图 1：2019 年以来纺织服装行情走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

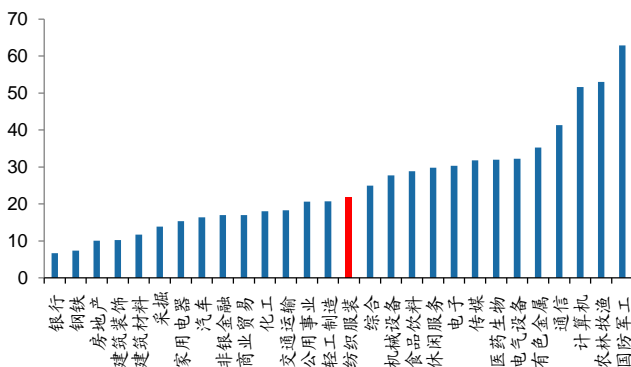
图2：2019 年以来纺织制造与服装家纺板块走势比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

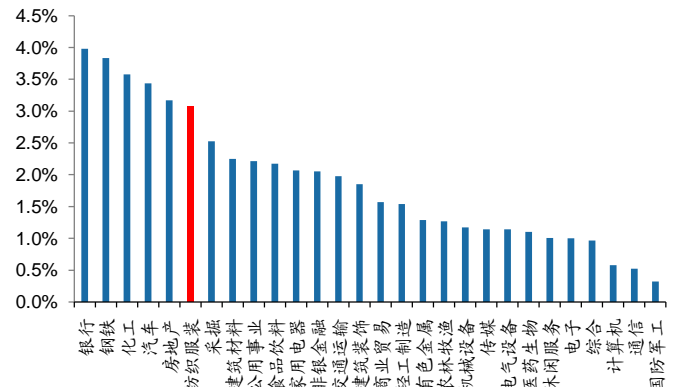
目前纺织服装行业PE(TTM)为21.70，在28个申万一级行业里面排第15位，处于中间水平；纺织服装行业2018年股息率为3.07%，在28个申万一级行业里面排第6位，位居前列。（PE(TTM)统计截止日期为2019/5/31，股息率以2018年末股价作为计算依据）

图3：申万一级行业PE（TTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：申万一级行业股息率

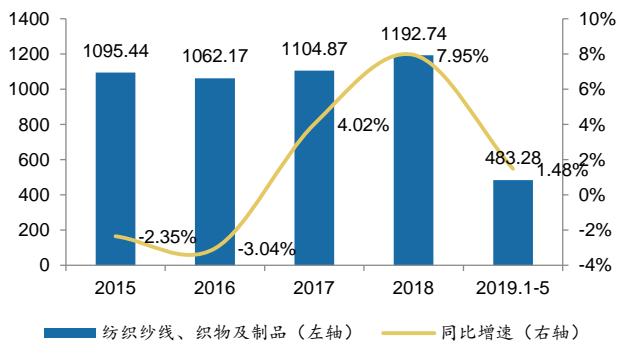


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.2 行业重点经济数据回顾：纺织品服装出口承压，服装家纺社零低迷

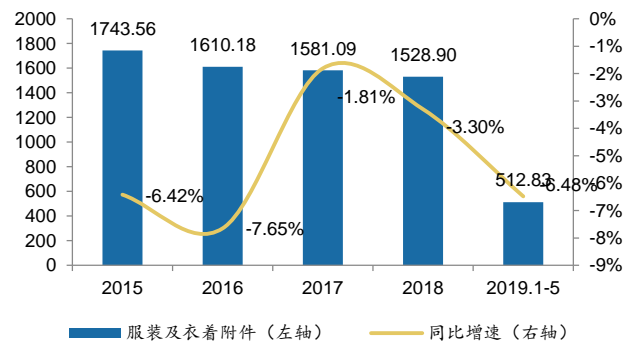
根据海关总署统计，2019年5月纺织品出口额为116.4亿美元，同比增长3.6%，服装出口额为121.9亿美元，同比下降0.1%，1-5月纺织品累计出口总额483.1亿美元，同比增长1.5%，服装累计出口总额512.8亿美元，同比下降5.5%。其中5月单月纺织品和服装出口额增速有所改善，4月纺织品出口同比下降6.7%，服装出口同比下降11.3%。5月人民币单月贬值幅度较大，包括可能有部分抢出口的因素在内，增速较4月改善。在整体贸易环境较为严峻的大背景下，纺织品服装出口金额增长面临较大压力。

图5：纺织品出口金额（亿美元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

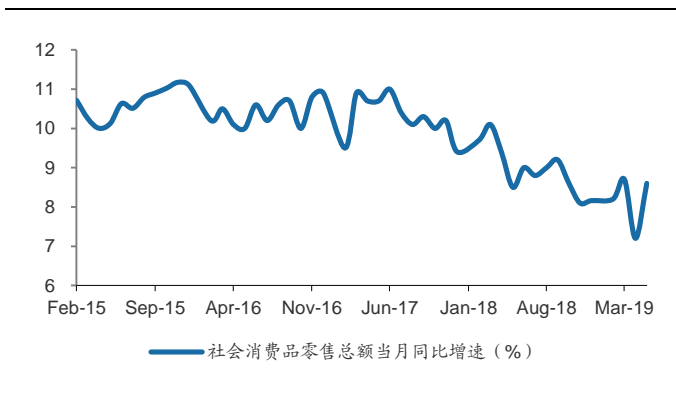
图6：服装出口金额（亿美元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

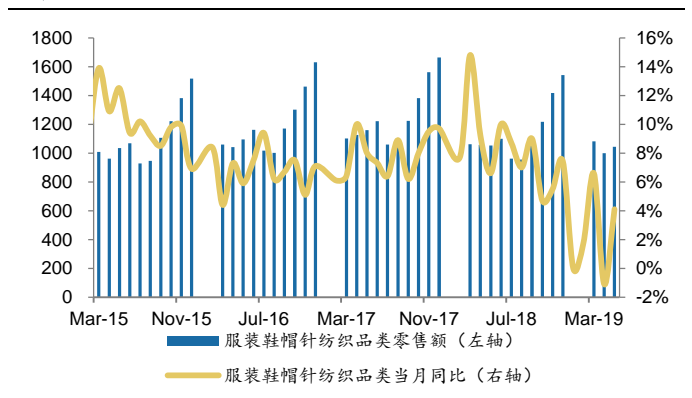
根据国家统计局统计，2019年5月限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额1044亿元，同比增长4.1%，1-5月限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额累计5459亿元，同比增长2.6%。其中5月单月限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额恢复正增长，4月限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额同比下降1.1%，我们认为主要是由于五一小长假移动的影响。从1-5月累计同比增长看，较上年同期放缓6.5个百分点，显示受经济下行压力影响，整体服装家纺消费低迷。当然从微观看，虽然整体行业低迷，但子行业差异较大，其中运动服饰和童装行业持续景气，前者受益消费习惯的变化，后者受益品牌化趋势。

图7：社会消费品零售总额当月同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：限额以上服装鞋帽针纺织品零售额（亿元）及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.3 A 股纺织制造板块 2018 年和 2019 年一季度业绩回顾

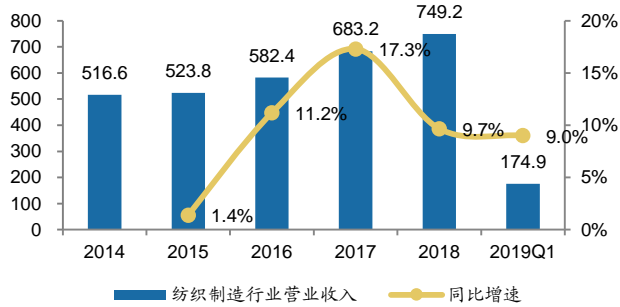
纺织制造板块2018年营收增速为9.7%，收入增速较2017年的17.3%出现较大程度回落，一方面由于2018年上半年人民币兑美元处于高位，一定程度上影响了以出口为主的纺织制造企业的收入；另一方面由于中美贸易摩擦存在较强的不确定性，下游客户下单趋于谨慎，且有往海外转移的趋势，2019Q1营收增速9.0%，主要由于伴随中美贸易摩擦缓和（2018年12月初G20上中美经贸问题达成共识），人民币汇率较上年同期贬值，营收有所启稳。

纺织制造板块2018年扣非后归母净利润增速为7.1%，较2017年的4.6%有所回升，2019Q1扣非后归母净利润增速进一步升至9.4%，主要由于虽然受到中美贸易摩擦的影响海外客户下单趋于谨慎，但2018年中开始人民币持续贬值，短期对冲了负面影响，包括2019年一季度营收增速有所启稳。

从纺织制造各细分子行业收入来看，除无纺布外2018年各细分子行业营收增速均出现下降，尤其棉纺、辅料、皮革等子行业降幅明显，2019Q1营收增长出现分化，棉纺、印染、辅料行业收入增速呈现持续下降趋势，而毛纺、皮革、无纺布行业收入增速较2018年出现好转，其中无纺布行业2017至2019Q1收入增速逐步上行。

纺织制造类子行业扣非后归母净利润增速在2018年均出现放缓甚至下滑，但在2019Q1，毛纺、棉纺、印染、无纺布、皮革等子行业业绩增速好转。

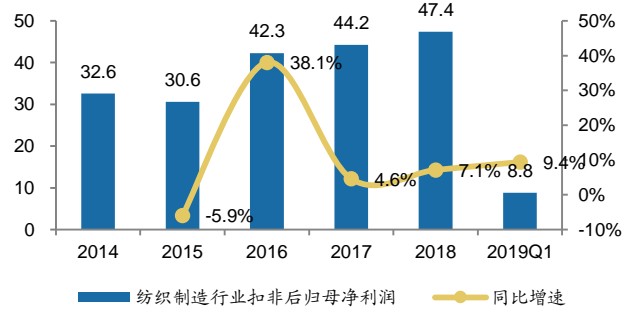
图9: 纺织制造板块营业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为纺织制造行业营业收入, 右轴为同比增长

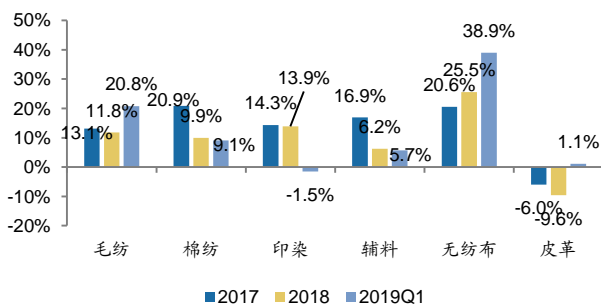
图10: 纺织制造板块净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

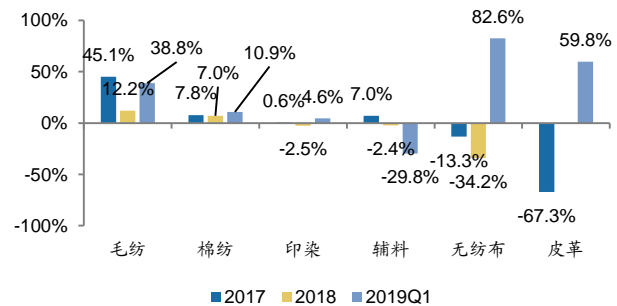
注: 左轴为纺织制造行业扣非后归母净利润, 右轴为同比增长

图11: 纺织制造细分行业营收增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 纺织制造细分行业扣非归母净利润增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.4 A股服装家纺板块2018年和2019年一季度业绩回顾

服装家纺板块2018年营收增速为6.7%，较2017年略有放缓，2019Q1营收增速为1.1%，出现明显放缓，主要由于服装家纺消费和GDP增速相关性较强，自2018年下半年受国内经济下行压力影响，终端消费低迷，同时2019Q1受到上年同期基数较高影响。

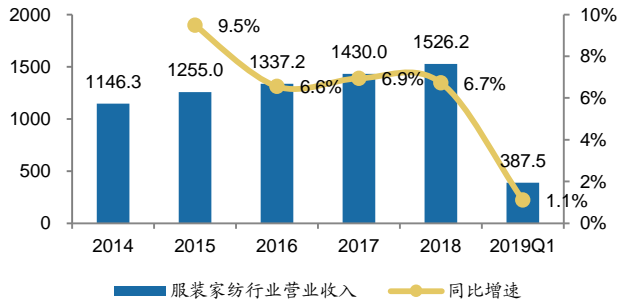
服装家纺板块2018年扣非后归母净利润增速为-9.2%，大幅低于2017年的2.6%，2019Q1扣非后归母净利润增速为-6.2%，营收增速放缓加之销售和管理等费用较为刚性，期间费用率上升导致扣非后归母净利润下降幅度较大。

从服装家纺各细分子行业看，童装子行业持续保持较高的景气度，在每个统计期间营收增速均超20%；而男装、女装、鞋帽、家纺等子行业2018年和2019Q1营收增速均较2017年均出现放缓甚至下降。（注：由于A股运动服饰类公司很少，仅比音勒芬和贵人鸟，而贵人鸟由于上市后的多元化业务失败，业绩近年大幅波动，因此我们并未单独统计A股运动服饰子行业，而是把比音勒芬纳入男装子行业，贵人鸟纳入户外子行业，如果从港股上市的运动服饰类公司的业绩表现看，运动服饰子行业也是持续保持较高的景气度）

服装家纺大部分子行业（户外和童装子行业）扣非后归母净利润增速在2018年出现

明显放缓甚至下滑，2019Q1男装、鞋帽、内衣、户外等子行业扣非后归母净利润增速稍有改善。

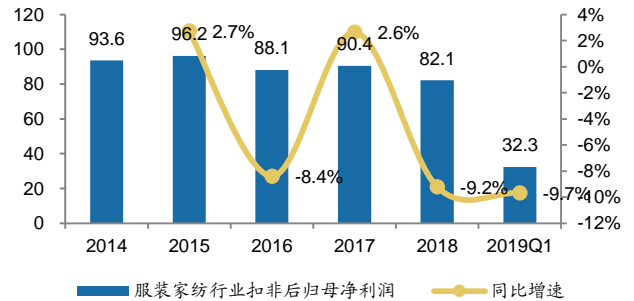
图13: 服装家纺板块营收情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为服装家纺行业营业收入, 右轴为同比增长

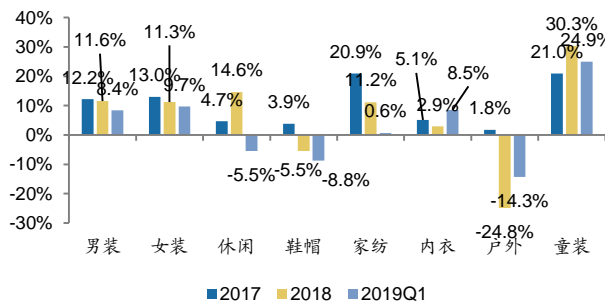
图14: 服装家纺板块净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

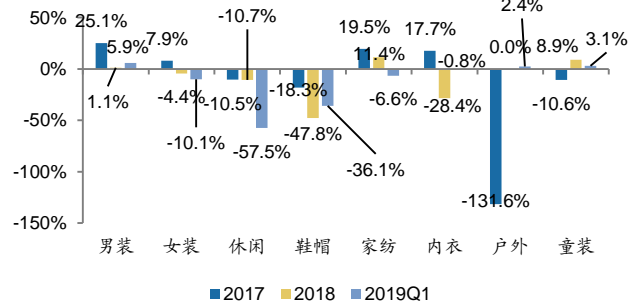
注: 左轴为服装家纺行业扣非后归母净利润, 右轴为同比增长

图15: 服装家纺细分行业营收增速对比



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图16: 服装家纺细分行业扣非归母净利润增速对比



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

表1: 港股运动服饰近年业绩

	营收 (亿元)			营收增速			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		
	2017	2018	2019Q1	2017	2018	2019Q1	2017	2018	2019Q1	2017	2018	2019Q1
安踏体育	166.9	241.2	-	25.1%	44.5%	-	30.9	41.0	-	29.4%	32.9%	-
李宁	88.9	105.3	-	10.7%	18.4%	-	5.2	7.2	-	-19.9%	38.8%	-
361度	52.1	52.3	-	3.2%	0.3%	-	4.6	3.0	-	13.4%	-33.5%	-
特步国际	51.3	64.0	-	-5.0%	24.8%	-	4.1	6.6	-	-22.7%	60.9%	-
宝胜国际	191.2	230.5	66.7	15.8%	20.6%	19.2%	3.9	5.4	1.9	-29.7%	37.7%	35.9%

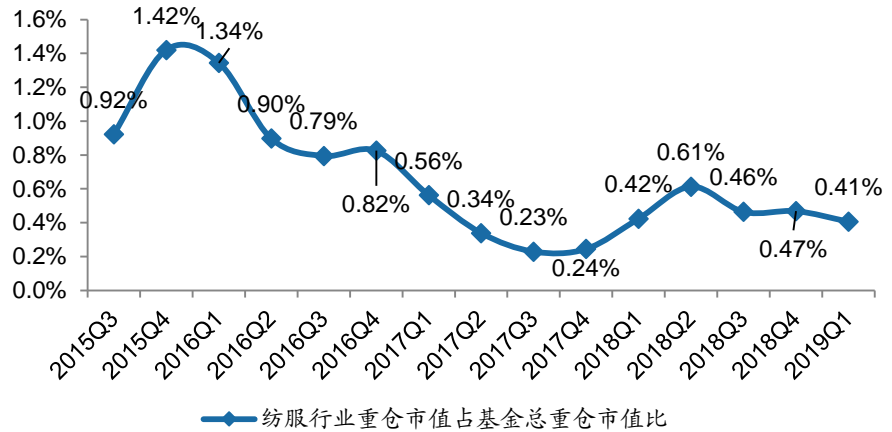
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

1.5 纺织服装行业基金持仓情况: 关注度低, 处历史较低水平

从近三年的数据来看, 公募基金重仓持股纺织服装行业占比自2015Q4起呈现持

续下降的趋势，在2017Q3达到最低值0.23%，2017Q4开始逐步上升，上升至2018Q2的0.61%后，又开始下降，到2019Q1相较2018Q4下降0.06个百分点至0.41%。

图17: 纺织服装基金重仓持股市值占总重仓持仓比重



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

1.6 纺织服装行业下半年投资逻辑

展望下半年，对于上游纺织制造行业，我们认为不论短期贸易摩擦是否缓和，考虑到国内包括劳动力在内的要素成本不断上升，同时借鉴全球纺织产业变迁历史，制造产能向海外转移，包括产业不断升级是大势所趋，因此建议关注目前已经在海外拥有较多产能布局，抗风险能力较强的龙头公司，包括除了向海外转移产能外，不断推进技术革新，进行产业升级，或者向下游品牌零售环节延伸等一个或者多个方面发力，顺应产业发展趋势的龙头公司。当然，如果短期贸易摩擦有所缓和，前期跌幅较大的棉纺产业链公司（主要受棉花价格下跌影响），和出口业务占比较高，特别是直接和间接出口美国业务占比较高的纺织制造龙头，或有超跌反弹的机会。

相关标的：鲁泰A、健盛集团、开润股份、百隆东方、华孚时尚、新野纺织。

对于下游服装家纺行业，考虑到目前整体服装家纺消费依然偏弱，从限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额看，一季度同比增长3.3%，4月和5月合计同比增长1.4%，有所放缓。从历史数据看，国内服装家纺社零增速和GDP正相关，包括美国和日本历史上服装零售额的增速和GDP的相关性也非常明显，考虑到当下贸易环境的不确定性，如果下半年国内经济难以复苏，虽然上年同期基数逐季降低，服装家纺消费预计也难有明显改善。当然在整体行业偏弱的大环境下，细分子行业有所分化，运动服饰和童装子行业持续景气，相关上市公司业绩变现靓丽，前者一方面受益消费习惯变化，越来越多的消费者参与到运动活动中，同时运动服饰产品设计也是越来越时尚，消费者愿意在各种场合穿着，另一方面龙头运动服饰公司较龙头快时尚公司客群年龄覆盖面更广，在营销推广上投入更多，有效抓住了千禧一代的消费者，后者主要受益年轻一代父母更加注重童装的安全性、舒适性、设计感，童装领域消

费品牌化趋势尤为明显。因此下游服装家纺行业建议关注高景气运动服饰和童装子行业龙头，同时从中长期看，借鉴日本经验，日本90年代经济零增长、服装零售负增长时，有两类公司受益集中度提升穿越周期，一是大众高性价比服饰龙头，二是定位细分市场（如运动鞋、内衣、袜类），技术研发积累深厚的专业服饰龙头。借鉴美国经验，轻奢龙头虽与经济有相关性，但整体表现仍较乐观，未有断崖式下跌，增长有持续性。因此还可以关注大众高性价比服饰龙头、技术研发积累深厚的专业服饰龙头（含轻奢龙头）。

相关标的：比音勒芬、森马服饰、海澜之家、探路者、歌力思、罗莱生活。

2. 纺织制造板块：产能转移和产业升级是大势所趋

2.1 中美贸易摩擦加剧，国内纺织品服装出口美国增速明显放缓

2018年以来，中美贸易摩擦逐步升级，作为国内对美贸易重要产业之一，纺织服装行业出口受美国加征关税影响较为严重。

2018年4月3日，美国公布对中国价值500亿商品的加征关税清单，主要涉及航空、信息技术等领域，不涉及纺织服装。

2018年6月16日，中国国务院关税委员会决定对美国约500亿进口商品加征25%的关税，涉及农产品、汽车以及水产品等，清单中包括了纺织品原料棉花以及棉短绒。

2018年7月6日，美国对500亿加税清单中的340亿进口商品加征25%关税正式实施。

2018年9月17日，美国政府公布宣布对约2000亿美元中国产品加征10%的关税清单，商品类目包括海产食品、蔬果、纱线、羊毛、雨衣夹克外套等。2000亿征税清单涵盖6031个税号，其中纺织服装产品税号达1000余个，包括了HS50-60章的几乎所有产品以及HS65章帽类，涉及绝大部分纺织原料、半成品以及少量服装附件产品，主要包括纺织原料（棉花、丝、毛、麻等）；纱线和面料（棉、毛、丝、麻、化纤、玻璃纤维等制）；地毯；工业用纺织品；皮革和毛皮服装、帽类及手套、塑料雨衣等。

2018年9月24日，美国对2000亿加税清单商品加征10%关税正式实施。

2019年5月9日，美国宣布对华2000亿美元加税清单产品征税税率从10%提升至25%，2019年5月10日正式实施。

2019年5月13日，美国公布对华约3000亿美元商品拟加征25%关税清单，清单中包括HS61-63章的服装和成衣产品以及HS94章中的家用纺织品，涉及部分纺织品和大部分服装和鞋靴成品，与6月17日举行听证会并于6月24日停止收集意见。

如果3000亿加税清单最终落地，将覆盖国内纺织服装行业全部对美出口的产品，总额约450亿美元，将对纺织制造板块构成重大影响。

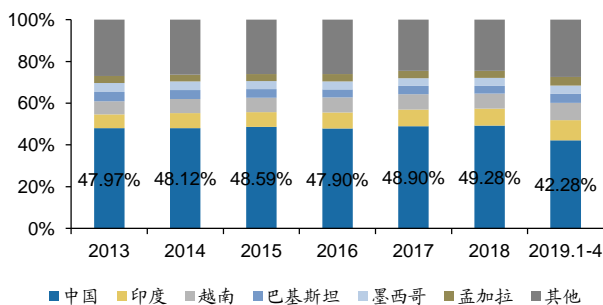
表2: 美国加税清单中涉及的纺织产品税号

税号及章节	商品类别
50章	蚕丝
51章	羊毛、马毛纱线及其机织物
52章	棉花
53章	其他植物纺织纤维、纸纱线及其机织物
54章	化学纤维长丝、化学纤维纺织材料制扁条及类似品
55章	化学纤维短纤
56章	絮胎、毡呢及无纺织物、特种纱线、线、绳、索、缆及其制品
57章	地毯及纺织材料的其他铺地制品
58章	特种机织物、簇绒织物、花边、装饰毯、装饰带、刺绣品
59章	浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物、工业用纺织制品
60章	针织物及钩编织物
61章	针织或钩编的服装及衣着附件
62章	非针织或非钩编服装及衣着附件
63章	家用纺织品、其他纺织制成品
65章	帽类及其零件
39262	其它塑料服装及附件
4015	: 硫化橡胶(硬质橡胶除外)制的衣着用品及附件
4203	: 皮革或再生皮革制的衣服及衣着附件
43031	: 毛皮制的衣服、衣着附件
701911; 701912; 701919; 701940; 701951; 701952; 701959	部分玻璃纤维(包括玻璃棉)及其制品
94章	枕头、靠垫、棉被、羽绒被等

数据来源: 中国纺织品进出口商会, 广发证券发展研究中心

受中美贸易摩擦的影响, 美国从中国进口的纺织品服装数量占比在2019年出现明显下降。从2019年前4个月数据来看, 美国从中国进口的纺织品服装数量占比下滑7个PCT, 而从印度、越南、巴基斯坦等国家进口的数量增速显著提升, 中美贸易摩擦加速了纺织品服装订单向其他国家转移。

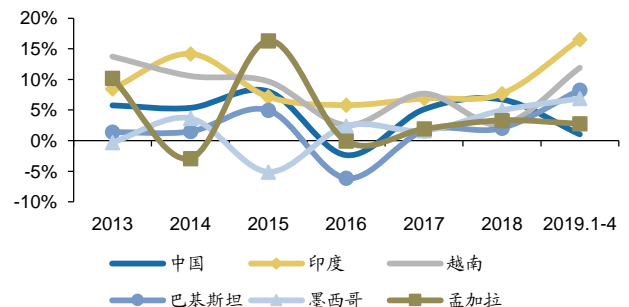
图18: 美国进口纺织品服装来源占比



数据来源: International Trade Administration; 广发证券发展研究中心

注: 测算口径为纺织品服装的面积

图19: 各国出口到美国的纺织服装量增速



数据来源: International Trade Administration; 广发证券发展研究中心

注: 测算口径为纺织品服装的面积

2.2 纺织制造低端产能转移及产业升级是行业发展必然趋势

从全球纺织业变迁的历史看，纺织制造板块产能转移和产业升级是大势所趋，而当下的贸易环境只是加速了这一进程。

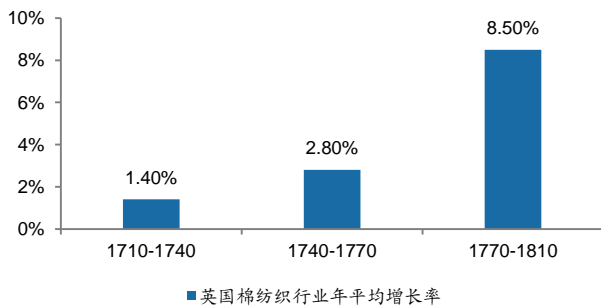
自第一次工业革命英国率先实现棉纺织品工业化生产成为世界纺织业中心起，全球纺织制造中心历经英国、美国、日本、韩国台湾等亚洲新兴国家和地区、中国的数次更迭，目前中国已经成为全球纺织品服装第一出口大国。近年来，由于劳动力、原材料等生产要素及关税、贸易壁垒等方面的比较优势，东南亚纺织制造产业发展进入快车道。伴随全球纺织制造中心的不断转移，纺织产业的分工情况以及贸易格局不断发生改变，全球纺织产业价值链也处于不断重构过程中。

(1) 第一次工业革命将英国推上全球纺织业中心位置

19世纪，纺织机器的发明以及蒸汽机的使用使得英国率先成为世界纺织业中心。1765年，珍妮纺织机的发明拉开了第一次工业革命的序幕，1785年，改良型蒸汽机的使用和推广为机器生产提供了便利的动力来源，原来以家庭小作坊模式的纺织生产逐步被机器化工厂取代，效率极大提高，英国成为了世界上最早进行纺织品工业化生产的国家。

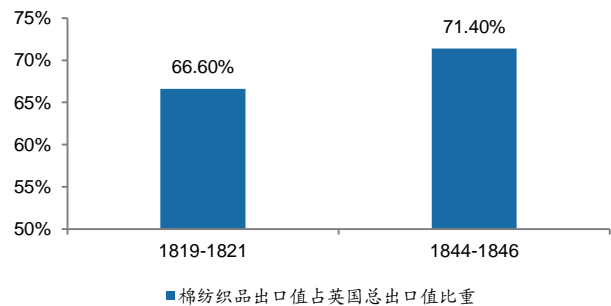
工业化生产使得英国棉纺织业高速发展，棉纺织品的生产量及出口量快速跃升。根据《中国纺织经济》中有关数据，1710-1740年英国的棉纺织业产量年平均增长率为1.4%，1770-1810年达到了8.5%，1844-1846年英国棉纺锭数占世界总量的69.2%，棉纺产品出口值占总出口值的比重在1844-1846年超过70%。

图20: 18世纪-19世纪英国棉纺业增速



数据来源：谭劲松-中国纺织出版社-《中国纺织经济》，广发证券发展研究中心

图21: 英国棉纺织品出口值占总出口值比重



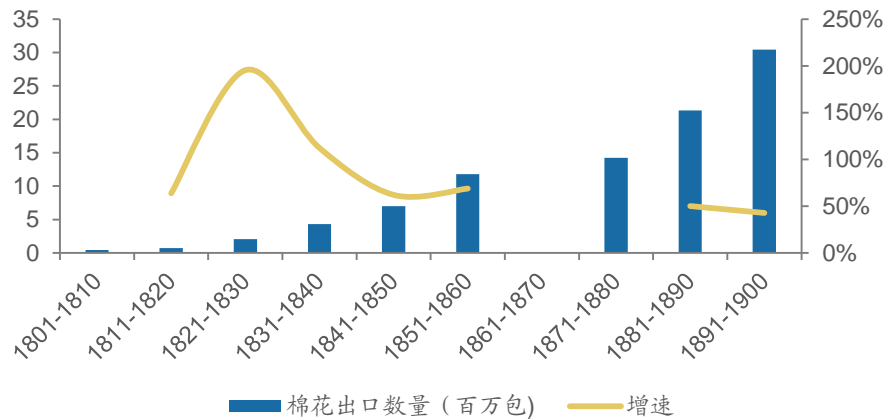
数据来源：谭劲松-中国纺织出版社-《中国纺织经济》，广发证券发展研究中心

(2) 20世纪初纺织制造中心由英国转移到美国

棉纺织工业化生产使得对于原料棉花的需求量迅速提升，美国利用丰富的土地以及劳动力资源大力发展棉花种植和贸易，逐步成为纺织原料输出中心。1793年美国轧棉机的发明使得籽棉加工处理效率极大提高，解决了美国棉花生产的主要制约因素，棉花种植业得以迅速发展，产量快速提升，棉花原料大量出口。1801-1810年，

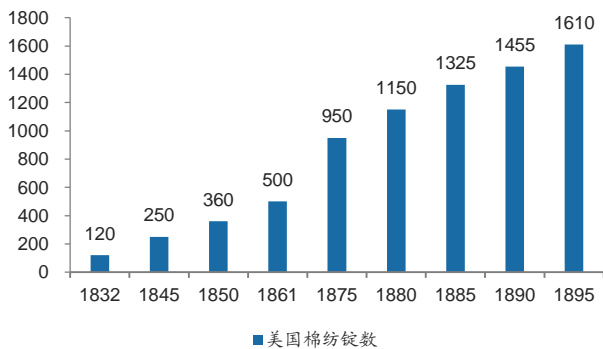
美国棉花总出口量仅为42万包，1891-1900年，美国棉花总出口量达到了3042万包。棉花产量及出口量迅速提升的同时，世界范围内工业技术的推广及进步也使美国棉纺织业实现飞跃式发展。美国棉纺锭数从1832年的120万锭上升到1895年的1610万锭，20世纪首个十年，美国国内的原棉消费量即超过出口量。根据《中国纺织经济》中有关数据，1913年，美国占世界棉纺织总量的27.5%超过英国的18.5%，美国取代英国成为全球纺织制造中心。

图22: 19世纪美国棉花出口数量(百万包)



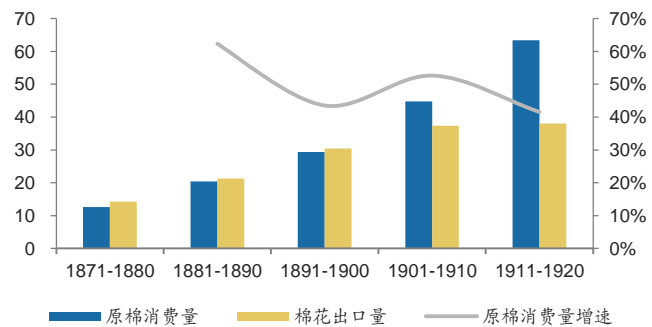
数据来源: 《Historical Statistics of the United States 1789-1945 : A Supplement to the Statistical Abstract of the United States》, 广发证券发展研究中心
注: 左轴为数量, 右轴为增速

图23: 美国棉纺锭数(万锭)



数据来源: 施禹之-中国纺织出版社-《WTO与中国纺织工业》, 广发证券发展研究中心

图24: 美国原棉消费量以及棉花出口量(百万包)



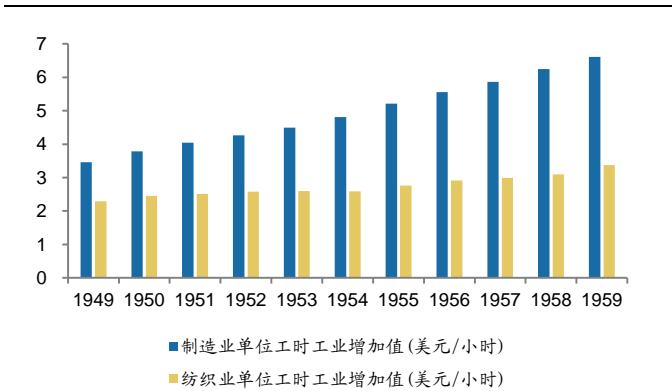
数据来源: 《Historical Statistics of the United States 1789-1945 : A Supplement to the Statistical Abstract of the United States》, 广发证券发展研究中心
注: 左轴为数量, 右轴为增速

(3) 二战后纺织业的恢复和发展使日本成为全球新的纺织产业中心

劳动力成本上升、纺织业附加值丧失比较优势促使美国在二战后进行纺织产业的转移。二战结束后，由于经济水平迅速提升以及相关行业工会等劳动保护制度逐步健全，美国的劳动力成本大大提高。同时战后新兴产业兴起，纺织业作为传统工业附加值逐步降低，1949-1959年，纺织业单位工时的工业增加值低于制造业单位工时

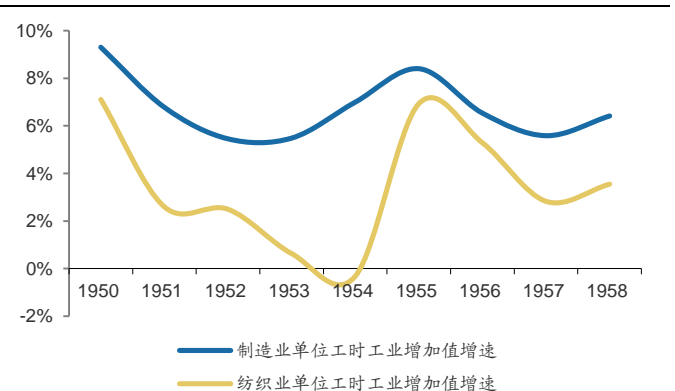
的工业增加值，并且二者差距逐步拉大。作为二战后世界政治经济体系的核心之一，美国具备充分实力进行海外投资以及产业转移。

图25: 美国纺织业与制造业单位工时工业增加值对比 (美元/小时)



数据来源:《Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970》，广发证券发展研究中心

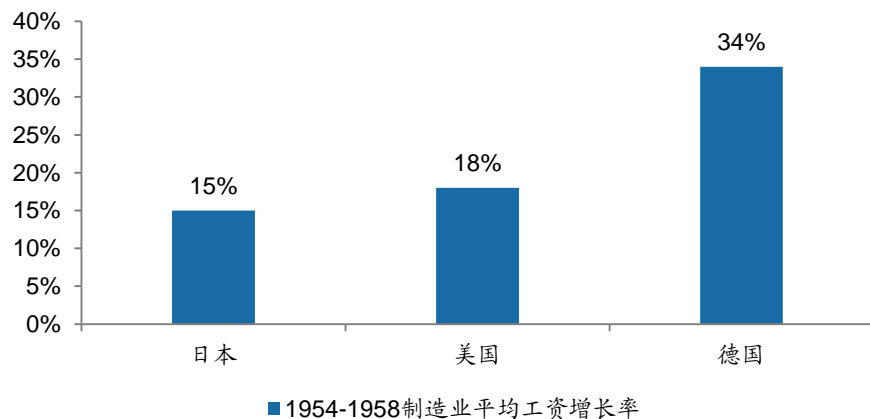
图26: 美国纺织业与制造业单位工时工业增加值增速



数据来源:《Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970》，广发证券发展研究中心

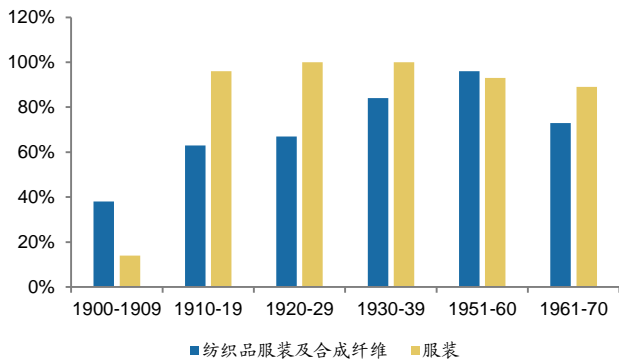
日本拥有丰富的劳动力资源，在二战前就具备一定工业实力，战后1950年代在美国扶持下纺织工业迅速恢复并超越战前水平，纺织品服装出口贸易随之快速上升，1951-1960年纺织品服装净出口比例达到96%，接近100%。根据Young-II Park and Kym Anderson 的有关数据，1955年日本纺织产品出口额占出口总额的37.3%，1957年纺织品出口额全球排名第一，日本成为了新的纺织产业中心。

图27: 日美德制造业平均工资增长率 (1954-1958)



数据来源: 谭劲松-中国纺织出版社-《中国纺织经济》，广发证券发展研究中心

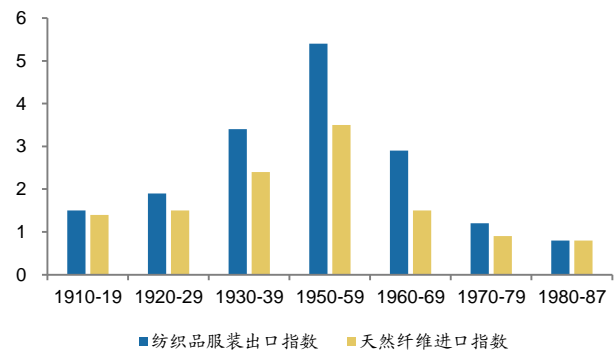
图28: 日本纺织品服装净出口比例



数据来源:《The Rise and Demise of Textiles and Clothing in Economic Development The Case of Japan》, 广发证券发展研究中心

注: 净出口比例=(出口金额-进口金额)/(出口金额+进口金额)

图29: 日本纺织品服装出口及天然纤维进口指数



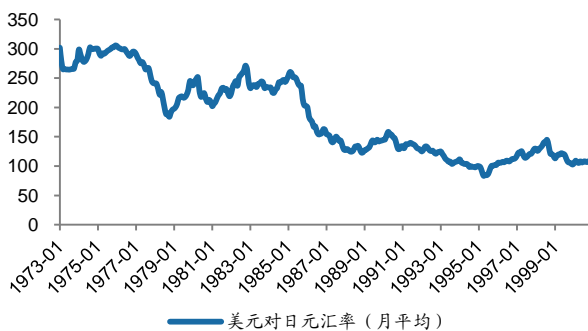
数据来源:《The Rise and Demise of Textiles and Clothing in Economic Development The Case of Japan》, 广发证券发展研究中心

注: 日本纺织品服装出口指数=(日本纺织品服装出口额/日本总出口额)/(世界纺织品服装出口额/世界总出口额)

(4) 1970年代前后亚洲新兴国家和地区接力日本, 成为新的纺织制造中心

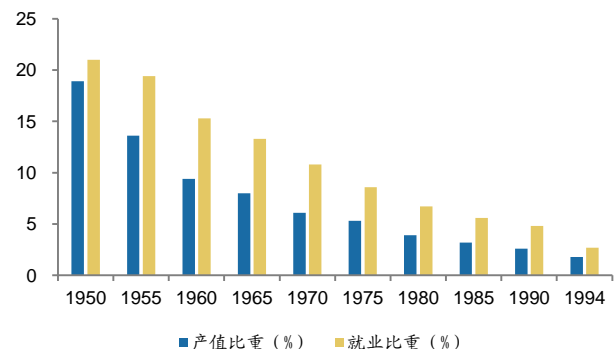
战后日本纺织业等工业的高速发展及出口导向型的经济特征使得美日关系矛盾逐步显现。1960年代起, 由于贸易顺差过高, 在美国压力下日本签订了多项协议主动减少纺织品出口, 同时后布雷顿森林体系下日元持续升值, 纺织业出口贸易发展遭遇多重困境。布雷顿森林体系下1美元=360日元, 1972年12月签订史密斯协议, 日元兑美元升值17%。1973年以后, 日元实行浮动汇率开始不断升值。劳动力成本的提高及货币升值使得日本出口纺织品在全球市场价格竞争力不断下降, 但是另一方面也给日本纺织业向海外转移创造了有利条件, 促进了日本企业的海外投资。根据相关统计, 1955-1988年, 日本纺织品服装出口全球占比由15%下降到3%。

图30: 美元兑日元汇率



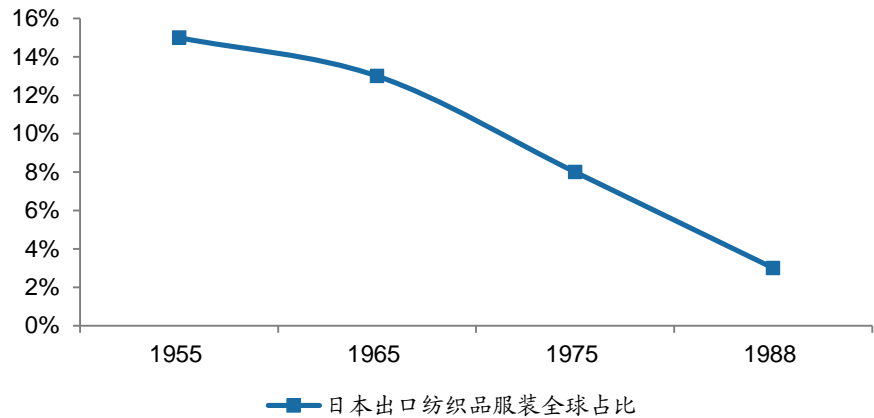
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图31: 日本纺织业占产值比重与就业比重情况



数据来源: 陈建安-上海财经大学出版社-《产业结构调整与政府的经济政策——战后日本产业结构调整的政策研究》, 广发证券发展研究中心

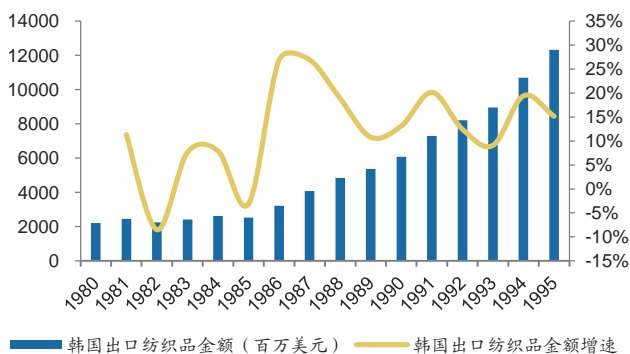
图32: 日本纺织品服装出口全球占比 (1955-1988)



数据来源: Alfred Maizels《Industrial Growth and World Trade(Cambridge: National institute of Economic and Social Research,1963)》, 广发证券发展研究中心

在产品成本优势不再的情况下,日本开始将纺织业在内的制造业向海外转移,产业模式由国内制造向国内研发设计国外组装生产模式转型。韩国、台湾和香港对外开放程度高、劳动力成本低、拥有较为广阔的消费市场、历史文化传统相近,成为了日本包括纺织业在内的制造业转移的最佳目的地。韩国、台湾和香港引入日本纺织制造产能,结合自身的劳动力成本优势,大力发展纺织业,开拓外销市场,逐步强化了在全球纺织产业链中的角色。

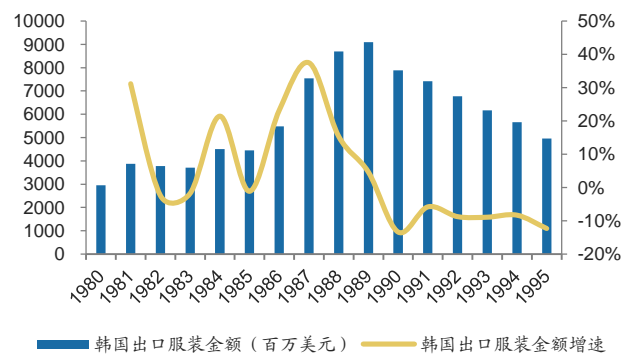
图33: 韩国纺织品出口金额及增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为金额, 右轴为增速

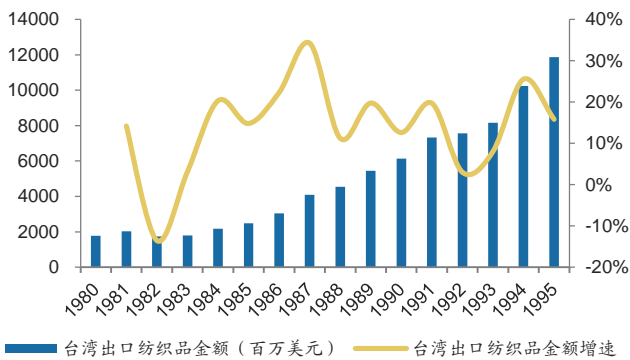
图34: 韩国服装出口金额及增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为金额, 右轴为增速

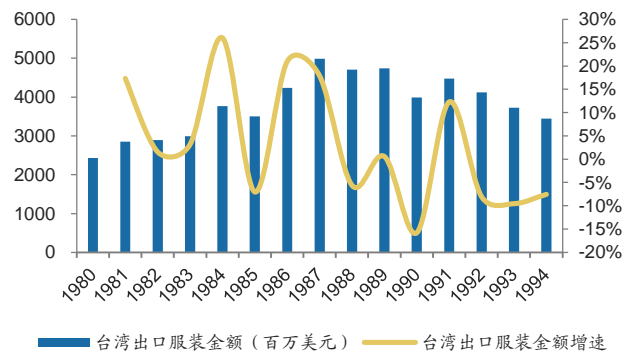
图35: 台湾纺织品出口金额及增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为金额, 右轴为增速

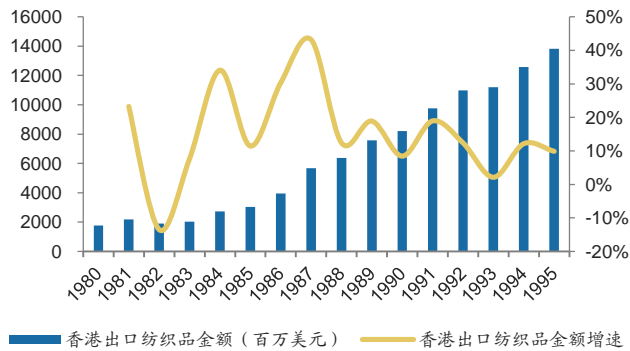
图36: 台湾服装出口金额及增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为金额, 右轴为增速

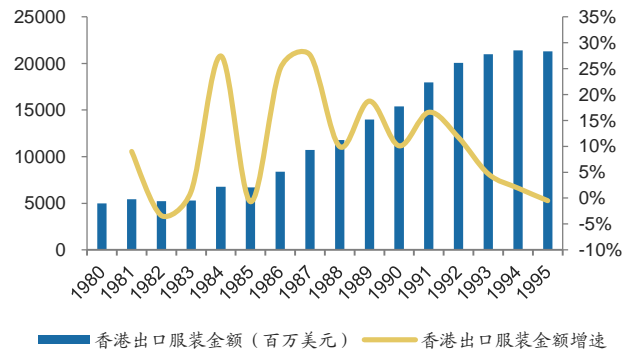
图37: 香港纺织品出口金额及增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为金额, 右轴为增速

图38: 香港服装出口金额及增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

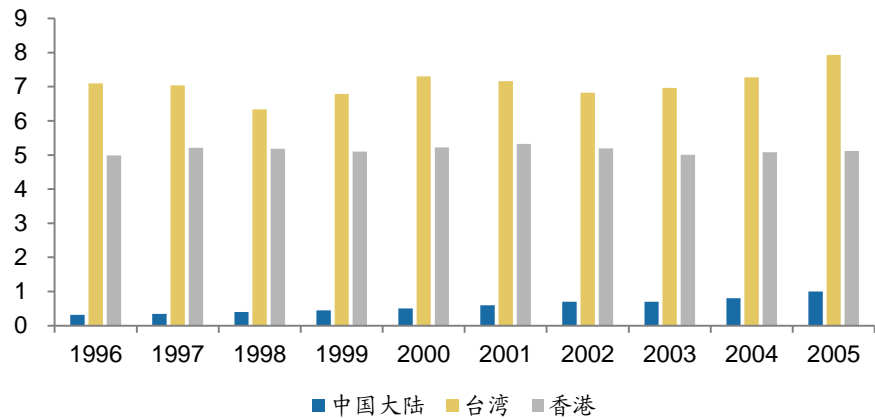
注: 左轴为金额, 右轴为增速

(5) 1990年代中国开放程度提高, 2001年加入WTO后纺织品出口贸易迅速扩张, 中国逐步成为全球纺织制造中心

外部环境: 1980年代起, 由于劳动力成本提高, 货币升值, 贸易环境恶化, 韩国、台湾和香港优势不再, 纺织制造业发展陷入瓶颈, 产能开始逐步向外转移。

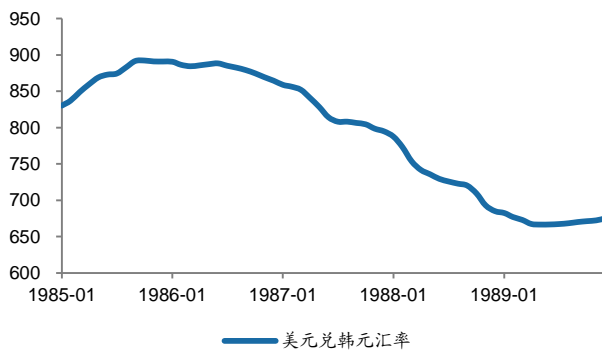
1985-1989年韩元兑美元升值最高达34%, 新台币兑美元最高升值56%。美国对韩、台香港出口美国的纺织品服装数量也做出限制。1986年多种纤维谈判中, 美国允许香港、韩国和台湾对美出口纺织品的年递增率分别为1.7%、0.8%和0.5%, 限制时间在3到5年不等。

图39: 中国大陆台湾及香港人均工资 (美元/小时) (1996-2005)



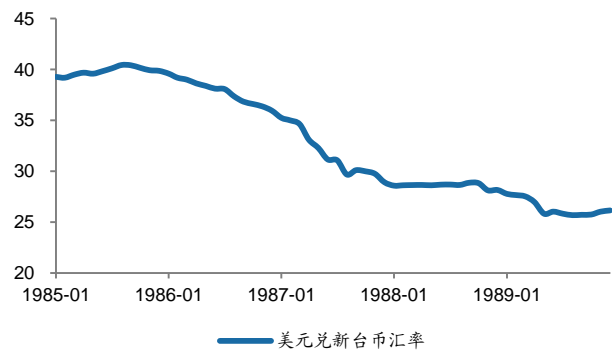
数据来源: BvD, 广发证券发展研究中心

图40: 美元兑韩元汇率 (1985-1989)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

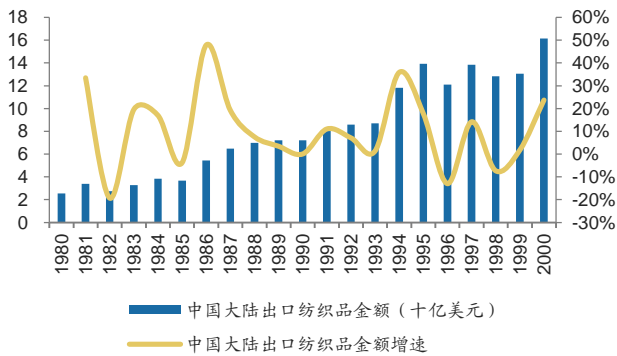
图41: 美元兑新台币汇率 (1985-1989)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

国内环境: 1992年我国确立了发展社会主义市场经济的目标, 对外开放程度提高, 大批外资企业开始在沿海地区投资, 丰富的劳动力人口及开放的环境为大陆地区承接其他国家和地区纺织业产能创造了优越的条件。2001年中国加入WTO, 贸易自由化进程加快, 2005年1月1日起WTO纺织品出口全面放开配额限制, 出口壁垒进一步减小, 国内纺织业加速发展。1990-2000年, 我国纺织品服装出口金额CAGR为11.9%, 2000-2010年, 纺织品服装出口金额的CAGR上升到14.8%。

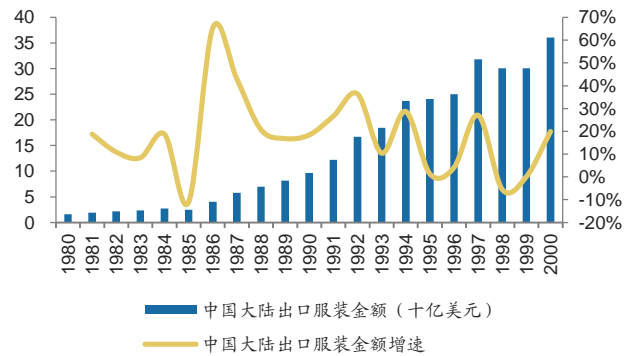
图42: 中国大陆纺织品出口金额及增速 (1980-2000)



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为金额, 右轴为增速

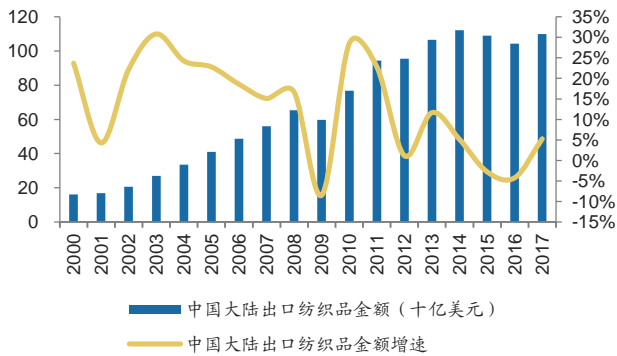
图43: 中国大陆服装出口金额及增速 (1980-2000)



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为金额, 右轴为增速

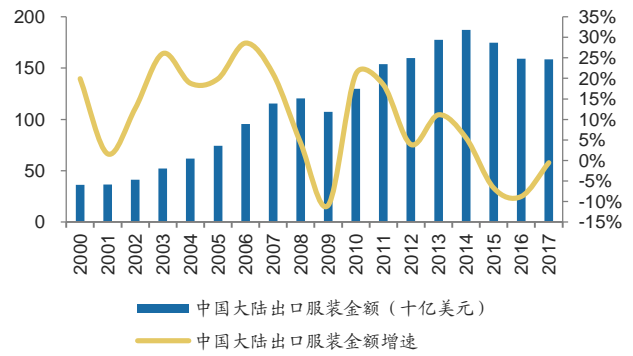
图44: 中国大陆纺织品出口金额及增速 (2000-2017)



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为金额, 右轴为增速

图45: 中国大陆服装出口金额及增速 (2000-2017)



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

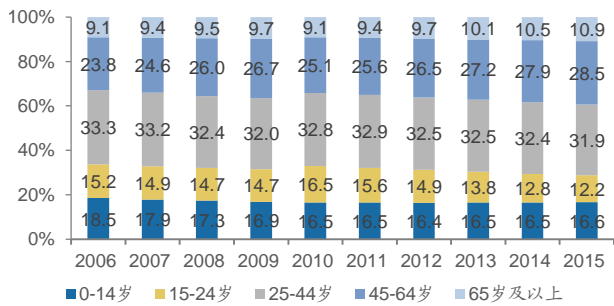
注: 左轴为金额, 右轴为增速

(6) 东南亚国家纺织业发展加速, 中国低端产能逐步向外转移

国内纺织产业发展目前已经比较成熟, 经济水平的提高、适龄劳动人口比重下降使得近年来招工困难, 劳动力成本不断上涨, 并且工业用地成本攀升、环保政策趋严, 纺织企业在国内实现规模再扩张面临诸多限制因素。

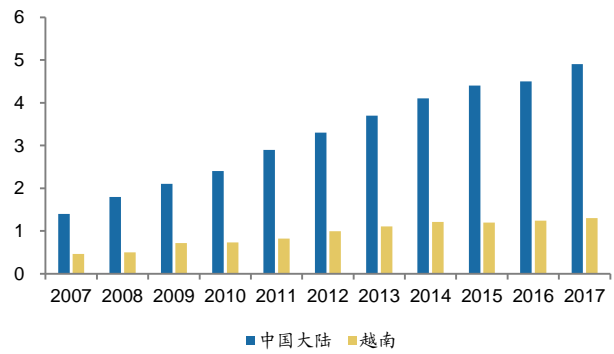
越南等东南亚国家国际贸易环境较为优越, 出口欧美等发达国家存在关税优惠, 并且劳动力、土地成本较低, 棉花进口不受配额限制, 加之政府大力鼓励纺织业发展, 制定了一系列优惠政策吸引纺织业外企投资, 成为纺织企业规模扩张和对外投资的热门选择。2012年前后我国纺织行业部分低附加值业务开始加速向以东南亚为主的欠发达国家转移。越南柬埔寨等国家纺织品服装出口增长有加速趋势, 出口增速与中国差距不断扩大。

图46: 中国居民各年龄结构人群占比



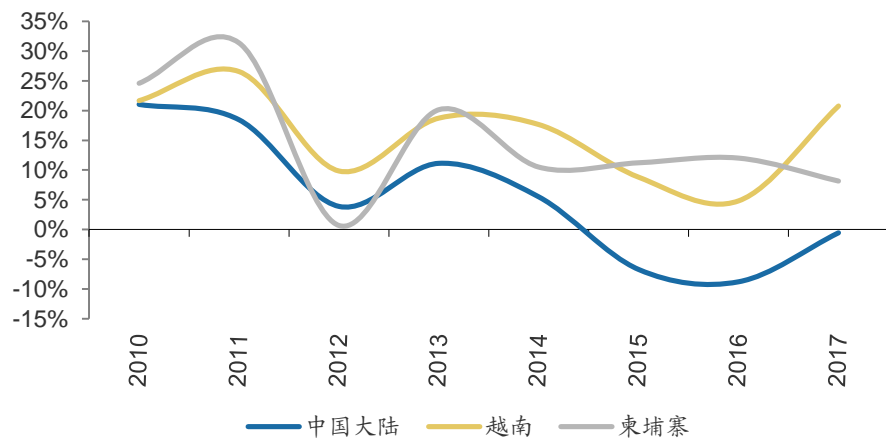
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图47: 中国大陆及越南人均工资 (美元/小时)



数据来源: BvD, 广发证券发展研究中心

图48: 中国大陆越南及柬埔寨服装出口金额增速

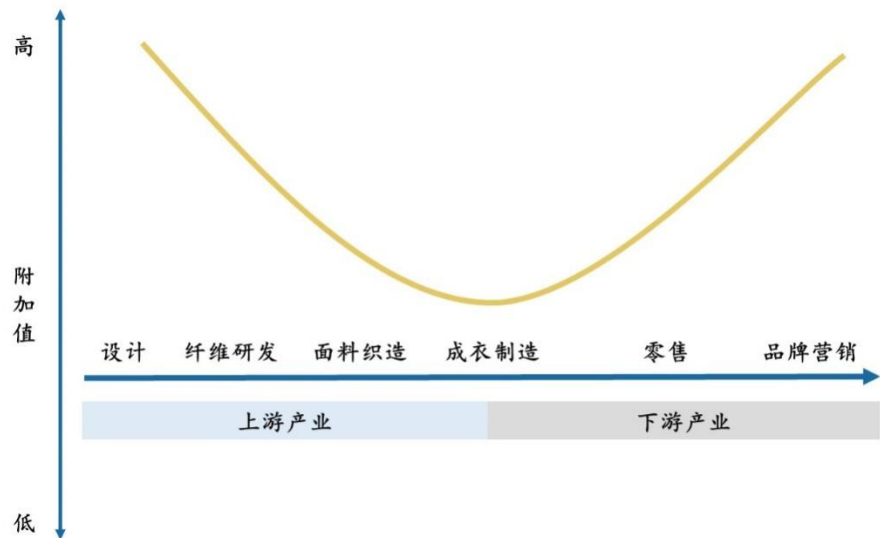


数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

从历次全球纺织行业中心转移以及价值链重构的过程来看, 工业技术革命是世界纺织制造中心形成的基础, 家庭小作坊模式的纺织生产在工业革命中被机器化工厂取代, 率先掌握工业技术的国家——英国因此首次成为了世界纺织制造的中心; 成本要素 (原材料、劳动力等) 成为世界纺织制造中心转移的主要驱动因素, 美国由于拥有丰富的棉花原料和移民人口在20世纪初成为了纺织制造中心, 二战后到21世纪纺织制造中心从美国到亚洲各国, 主要原因由于劳动力成本的差异; 汇率因素及贸易环境因素加快了纺织产业转移速度, 日本及其他亚洲国家在纺织业高速发展、贸易顺差逐步增大, 以美国为首的发达国家通过汇率、贸易限制等手段阻碍纺织出口, 促使纺织制造产业向其他欠发达国家和地区转移。

在纺织服装全产业链中, 劳动力密集型的成衣制造环节处于“微笑曲线”底部, 附加值最低, 处于产业链上游的设计研发和下游的品牌营销附加值较高。各国纺织产业发展过程经历: 发展低附加值的制造环节→产业链向上下游延伸→转移低附加值环节→强化研发设计或品牌零售等高附加值环节。从低附加值的产品制造逐步向下游品牌零售或者上游研发设计转型提升了在产业链中的地位, 强化了相对竞争优势。

图49: 纺织服装产业链各环节附加值



数据来源: 广发证券发展研究中心

我国纺织业未来发展必然延续这一趋势，转移低附加值环节，由中低端纺织制造向高端制造及上下游产业环节延伸。因此我们认为，在全球纺织服装制造中心由中国逐步向东南亚转移的过程中，为了在行业变迁和价值链重构过程中利用多年积累的技术实力和管理经验充分发挥优势，加强竞争力，提升我国在产业链中的地位，国内纺织制造企业未来的主要发展方向包括：

(1) 顺应产业发展趋势，布局海外产能。利用东南亚国家的原料及劳动力成本资源优势以及优惠政策，增强产品在全球市场的竞争力。同时大批纺织企业均在东南亚设厂形成产业集群，使得上下游企业间合作更为便捷，有利于降低原料以及产品的流转成本。东南亚产能占比的提高不仅增强了各公司的盈利能力，也提升了各公司的市场竞争力及在国际贸易环境恶化的情况下的抗风险能力。

(2) 利用多年纺织产业积累的技术和管理经验，升级生产设备，推进自动化进程。一方面可以降低生产过程中的人力成本，提高效率，另一方面可以提升产品质量，由过去的低端产品制造为主向高端产品制造转型，提升产品附加值，满足市场日新月异的消费需求；

(3) 将产业链延伸至上下游生产或研发设计环节。通过将产业链延伸至上下游，打造纵向一体化的生产模式，可以和企业原有业务形成协同，加快反应速度，增强客户粘性，提高整体盈利能力。

(4) 将产业链延伸至下游品牌零售。通过内部孵化或者外部收购品牌，由单纯生产型企业向品牌制造企业转型，品牌零售环节附加值较高，纺织制造企业向下游延伸可以对接制造产业链资源和下游市场需求，同时结合资金优势为打造强势品牌奠定基础。

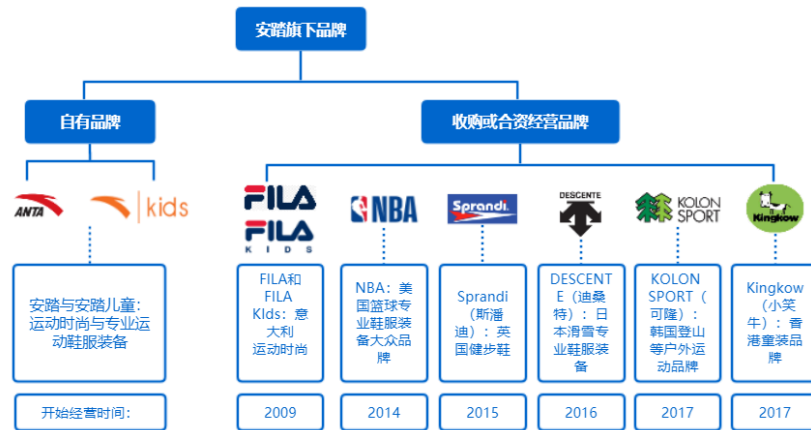
3. 服装家纺板块：诞生千亿市值安踏体育的运动服饰行业的启示

3.1 安踏体育如何成为千亿市值公司

(1) 安踏体育是国内运动品牌龙头，是唯一达到千亿市值的国内服装品牌

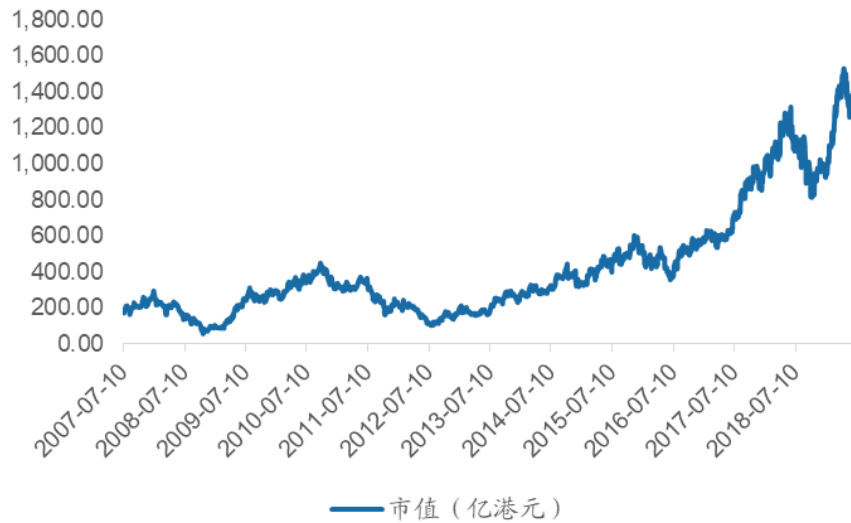
公司目前是国内规模最大的本土运动品牌公司，主要业务为设计、生产、销售运动时尚鞋服、专业运动装备等产品，包括成人装和童装。旗下有包括安踏和安踏儿童主品牌在内的9个品牌。公司自2009年收购FILA中国区的业务获得成功之后，2014年开始大规模布局海外高端品牌，目前收购或合资经营的7个海外子品牌分别覆盖运动时尚、篮球、户外、滑雪、童装等领域。自2007年上市到2018年十年以来，公司营业收入由29.9亿元增至241亿元，归母净利润由5.4亿元增长41.03亿元，增长超过4.5倍，2018年营收增速高达44.38%，所有品牌渠道数由4716家增至11826家。截至2019年6月18日，安踏体育市值达1327.91亿港元，约是2007年上市首日市值的7.38倍，位居全球体育用品行业第三位。

图50：安踏体育的品牌矩阵



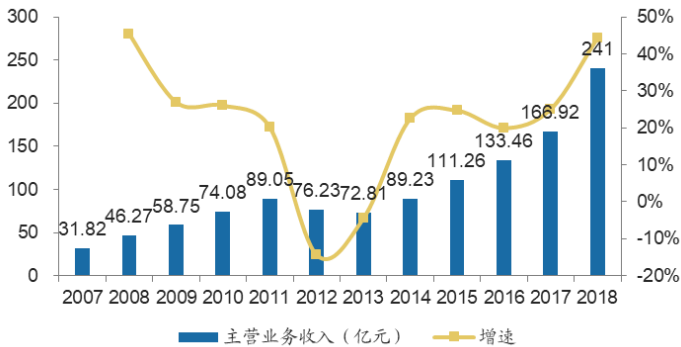
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图51: 安踏体育市值



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

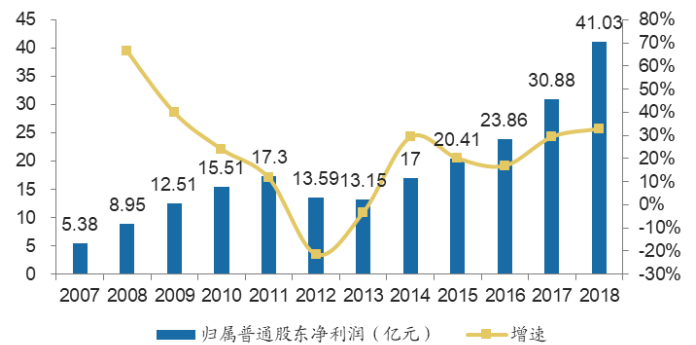
图52: 安踏体育营收及增速



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 左轴表示收入, 右轴表示增速

图53: 安踏体育净利润及增速



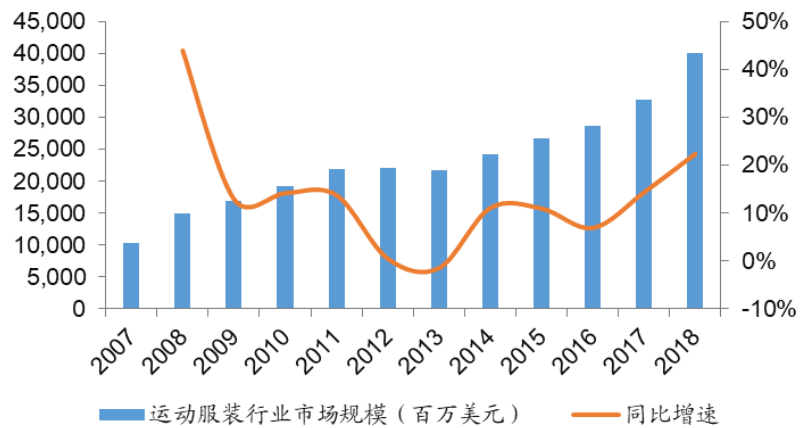
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 左轴表示净利润, 右轴表示增速

(2) 安踏体育成长为千亿市值服装龙头公司的原因

行业赛道好: 运动服饰行业市场容量大, 集中度高, 行业格局较为稳定。2013年-2018年, 我国运动鞋服行业市场规模逐步提升, 年复合增速为13.04%, 截至2018年, 我国运动鞋服市场规模为401.16亿美元, 同比增长22.40%, 行业规模大, 景气度较高。与男装、女装、鞋类等其他服饰子行业相比, 运动行业具有功能性强的特点, 时尚度要求相对较低, 头部品牌拥有规模和技术优势, 具备市场集中度提升的基础, 美国、日本等发达国家, 运动服饰行业集中度明显高于男装、女装和童装等行业。在我国, 运动行业集中度是各服装子行业中最高的, 且集中度呈现出逐年上升的趋势, 2008年-2018年, 运动行业CR5由48.5%提升至64.0%, CR10由64.1%提升至76.9%, 行业竞争格局较为稳定, 呈现出强者恒强的竞争格局。

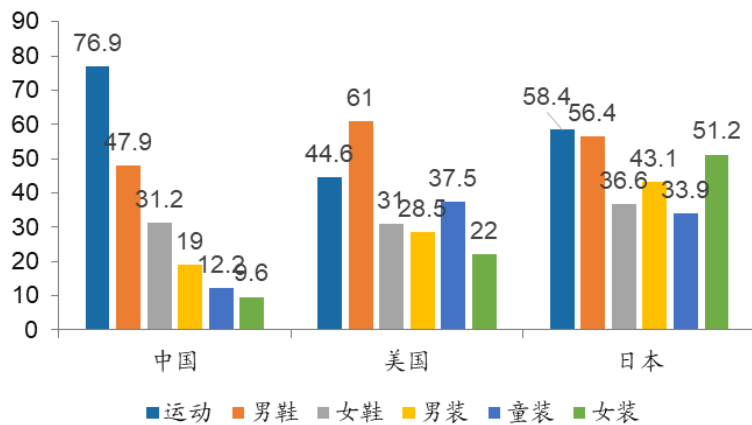
图54: 国内运动服装行业市场规模及增速



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

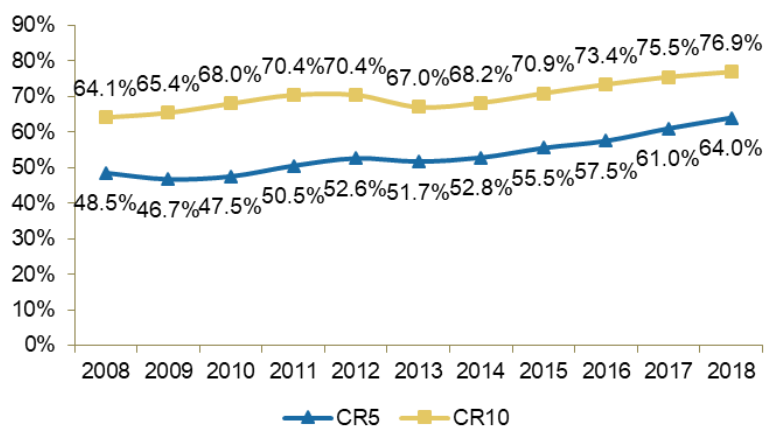
注: 左轴表示规模, 右轴表示增速

图55: 2018年各国各服装子行业CR10情况 (%)



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

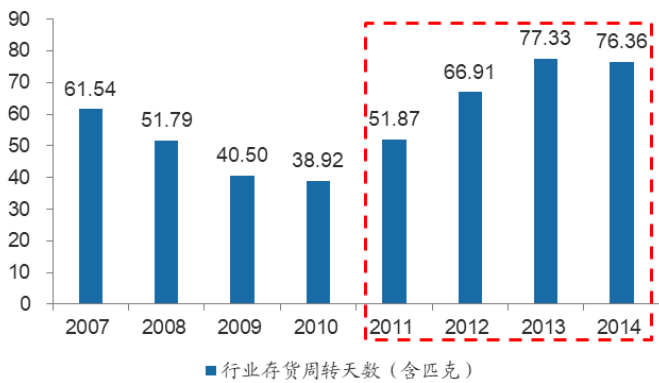
图56: 中国运动行业CR5和CR10情况



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

2012-2014年运动行业库存危机爆发，安踏通过产品、渠道多维发力率先复苏，多品牌协同保持长期发展。2011年前后，由于国内运动品牌营销力度大、设计研发投入少，产品同质化严重，前期渠道扩张过快且以粗放的批发经销模式为主，缺乏对于零售端的管理，造成价格战消耗品牌形象，叠加2008年的迅猛增长让国内运动品牌对市场需求过度预判增加了过多库存，导致国内运动品牌纷纷出现危机，销售下滑，库存高企。安踏在产品端和渠道端大力改革，以应对库存危机，在国内运动鞋服企业中率先恢复渠道和单店收入的正增长，并通过多品牌布局保持了长期较好的增长。

图57: 运动行业存货周转天数



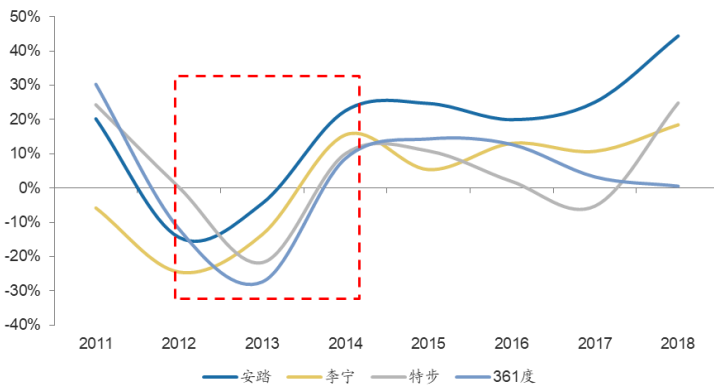
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图58: 运动行业应收账款周转天数



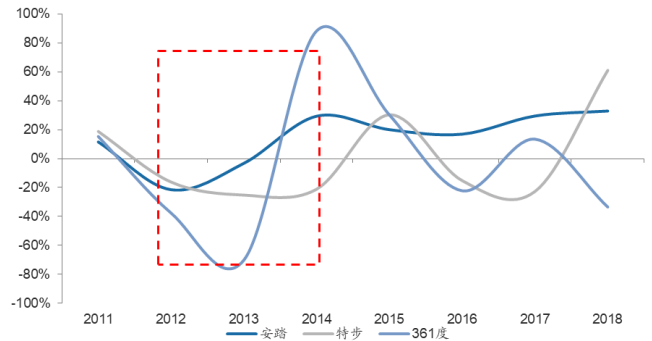
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图59: 国内运动品牌近年来营收增速



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图60: 国内运动品牌近年来净利润增速

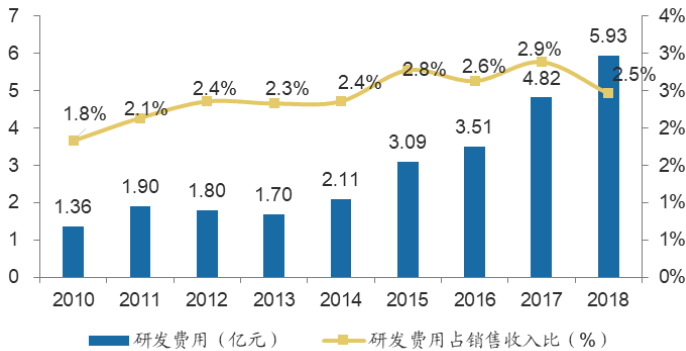


数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 李宁净利润波动较大, 故不在图中显示

产品端: 加大研发投入, 聚焦主要产品品类。库存危机期间, 安踏通过增加研发投入增强产品竞争力。研发费用/研发费用率从2010年的1.36亿元/3.2%上升到2014年的2.11亿元/4.3%, 大额研发投入增强了产品功能性, 提升了用户体验, 以产品功能性作为品牌定位的基础也使安踏在国内运动品牌中更具辨识度。在自主研发能力提升的基础上, 安踏聚焦于主要产品品类, 降低服饰和鞋类的推出品种, 以便于进行销售和库存管理。同时提升自产服饰和鞋类的比例增强对于产品生产的把控力度, 款型设计上更具吸引力, 质量提升的同时对市场反应也更加迅速, 灵活应对市场需求的变化。

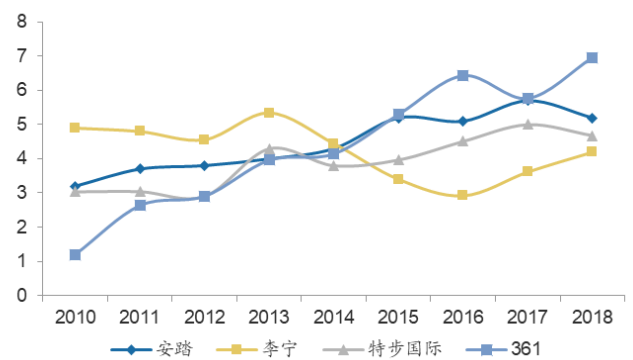
图61: 安踏研发费用占比不断上升



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

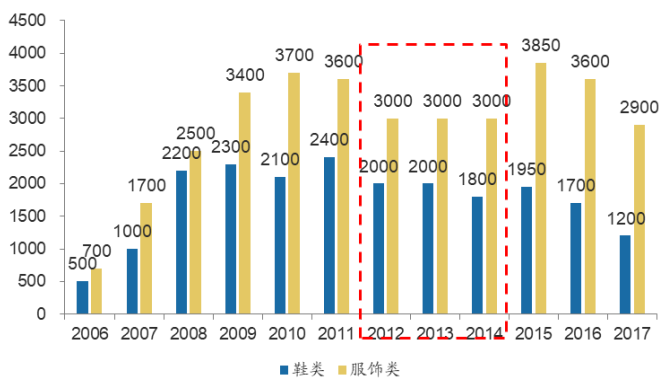
注: 左轴表示费用, 右轴表示占比

图62: 安踏研发费用率上升至国产品牌第二高的水平



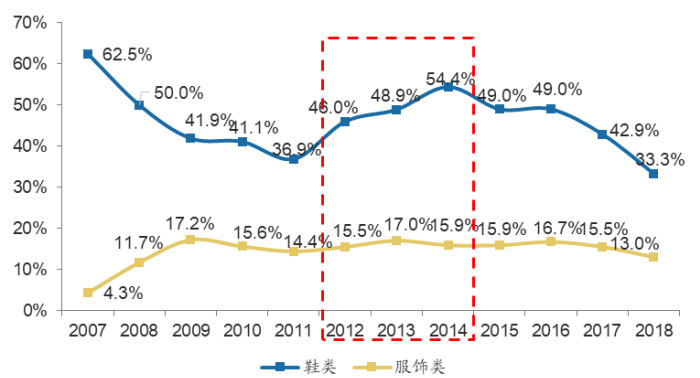
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图63: 安踏每年服饰和鞋类推出的品种



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

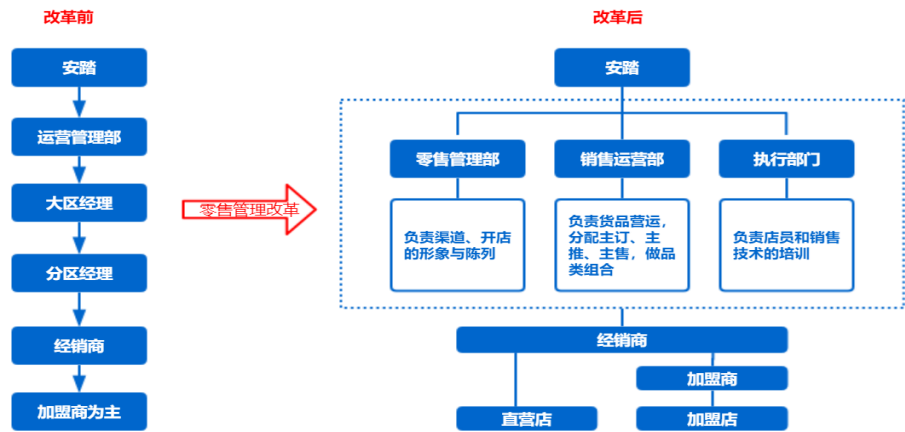
图64: 安踏每年自产服饰和鞋类的比例



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

渠道端: 批发模式向零售模式转型, 致力渠道扁平化管理, 加强零售终端把控力度。公司将渠道管理组织扁平化, 取消中间区域层级, 减少流通环节, 总部与零售终端信息互动更及时, 缩短了反映周期, 提高了总部对需求变化的敏感性, 可以及时对市场做出准确判断, 在库存处理、产品设计、新货补充方面可以掌握主动权。经销商体系方面, 安踏对经销商的把控能力较强, 约三分之二的安踏经销商只经营安踏品牌。相比之下, 国内其他运动品牌的经销商网络较为复杂, 一般都会经营多个品牌。品牌专营保证了安踏与经销商利益的一致性, 在批发模式到零售模式的改革中, 一定程度上决定了改革的速度与彻底性。零售终端方面, 安踏鼓励经销商开设直营店, 打破“经销商-加盟商-加盟店”的固有形式, 因此对终端的控制力较强。同时安踏要求所有零售终端安装ERP系统, 整合物流、人流、财流、信息流, 利用ERP系统准确及时的获取终端数据, 直接掌握终端经营情况。

图65: 安踏组织和管理架构的变化

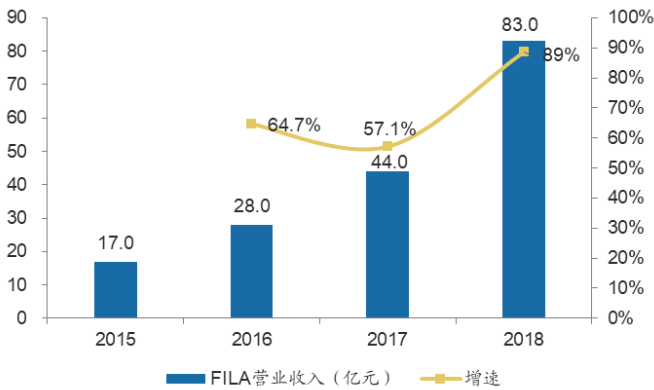


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

在运动服饰行业中进行多品牌布局, 为公司长期发展提供动力。除了安踏主品牌, 2009年安踏以6亿港元收购FILA大中华区的专营权和商标使用权, 逐步形成多品牌布局。公司的多品牌定位不同的细分市场和客群, 主品牌安踏坚持大众定位, FILA品牌定位中高端, 且这些品牌均与国际龙头Nike和Adidas形成差异化竞争。安踏主品牌定位二三线大众市场, 以高性价比为品牌标签, 主力客群集中在16-25岁、月薪5000元左右职工或学生, 产品与Nike、Adidas外形相似但是价格更低。FILA品牌定位“时尚运动”, 目标客群为一二线高端、年轻消费人群, 在运动中加入时尚元素, 与专业运动品牌Nike、Adidas定位有明显区别。2014年FILA品牌扭亏为盈, 营收高速增长, 2015-2018收入年均复合增速约为71.7%, 门店数量年均复合增速为37.1%, 2018年营收和门店数量分别达到约84亿/1652家。FILA品牌的成功运营有以下五大原因: 1) 品牌定位明确, 与Nike、Adidas等专业运动品牌错位竞争。FILA品牌定位“时尚运动”, 充分挖掘消费者时尚需求, 与专业运动品牌Nike、Adidas定位有明显的区别。2) 产品设计团队独立, 全方位营销打造品牌知名度。收购后FILA团队独立运营, 引进著名设计师Jason Wu、Ginny Hilfiger根据品牌定位营造独特产品风格, 与国内一线明星与国际顶尖超模合作品牌代言及营销活动, 增加产品曝光度和知名度, 打造高端定位。3) 在渠道、供应链上与主品牌实现协同发展。渠道端, 早期安踏利用自身商场资源带动FILA, 打开市场后反哺安踏进入高档购物中心。供应链端, FILA借助安踏的谈判权与工厂洽谈小批量生产, 利用安踏自身柔性化供应链, 使生产环节实现快速反应, 以应对时尚趋势的快速变化。4) 多风格、多细分领域, 精准定位客群。客群定位进一步细化, 旗下分化Lifestyle、RED、FUSION三类产品, 对应生活休闲、运动风、潮流时尚。拓宽产品整体受众, 战略效果值得肯定。5) FILA直营销占比超过80%, 更贴近消费者, 可以迅速就市场趋势做出反应, 产品时尚感强。FILA对安踏整体收入增加起到了重要作用, 2016-2018由FILA带动的增速分别为9.0%/13.3%/24.0%, 从2017年开始由FILA驱动的增速超过了主品牌驱动的增速。此外, 安踏还于2008年率先布局童装业务, 是市场中的起跑者, 并且在童装方面也积极发展多品牌。根据公司公告数据, ANTA KIDS在2017年总销售量已超过20亿元, 占安踏当年营收的近15%。FILA KIDS于2015年年中在国内推出, 是主打高端生活时尚的儿童品牌, 成功弥补了安踏童装在高端市场的不足。2017年以6000万

港币收购中高端童装品牌小笑牛全部股权，不断完善儿童服饰的细分市场。安踏拥有多个品牌，把握大众到高端、成人到儿童、专业到时尚体育用品市场的庞大机遇，多个品类及品牌实现了较快发展。

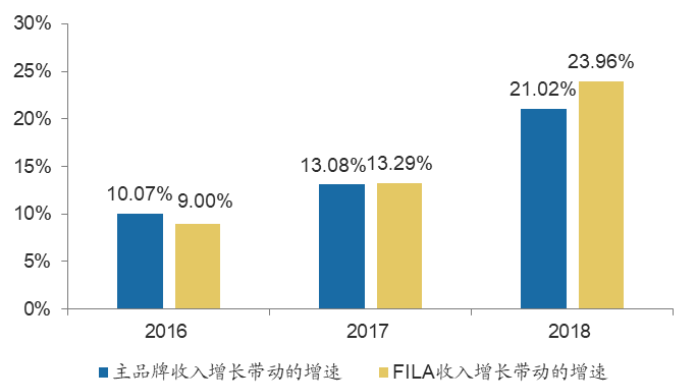
图66: FILA营收水平及增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

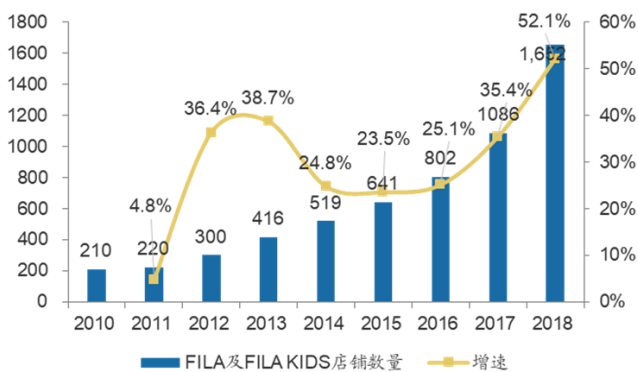
注: 左轴表示收入, 右轴表示增速

图67: 主品牌和FILA收入增长驱动情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

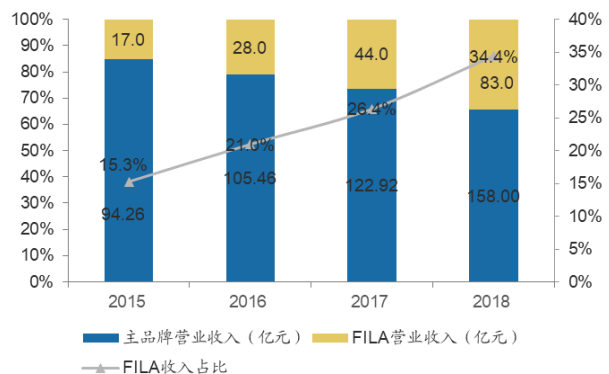
图68: FILA品牌的渠道数量及增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 左轴表示店铺数量, 右轴表示增速

图69: 安踏分品牌营收及占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 左轴表示收入, 右轴表示占比

3.2 安踏体育成功的启示

(1) 启示一: 除综合性龙头外, 运动行业细分领域众多, 也存在机会

运动鞋服行业细分领域众多, 所以除了综合性的龙头公司, 国内外也出现了很多细分行业的龙头。在国内运动品牌中, 特步国际近年来业绩表现不俗。特步国际成立于2001年, 品牌成立之初定位运动时尚, 自2015年开始转型专业运动领域, 主打跑鞋细分市场, 致力成为中国跑者的首选品牌, 在2017年底完成转型, 2018年特步国际营收达63.83亿元, 同比增长24.84%, 收入创历史新高, 归母净利润6.57亿元, 同比增长61.03%, 呈现出良好的增长势头。特步国际每年赞助国内超过30场马拉松赛事, 并在2019年3月11日发布2019Xrunner的全新跑步策略, 针对不同阶段的跑者提供不同的服务和产品。同时, 公司开始布局多品牌战略, 加强跑鞋领域的业务布局以及其他运动细分领域的延伸。2019年3月公告与美国户外运动品牌Wolverine各

出资1.55亿元成立合资公司,在中国内地、香港及澳门开展其旗下登山鞋品牌Merrell以及跑鞋品牌Saucony(全球四大跑鞋之一)的发展、营销和分销,2019年5月公告以2.6亿美元收购衣恋集团旗下K-Swiss、Palladium和Supra品牌,其中K-Swiss品牌成立于1966年,生产出全球第一双全皮网球鞋,目前业务范围主要是跑步、健身、铁人三项、网球等综合运动领域及休闲服饰。在国际运动品牌中,也出现了细分领域的龙头品牌。比如,瑜伽服龙头Lululemon和运动紧身衣龙头Under Armour。

图70: 特步国际营收及增速

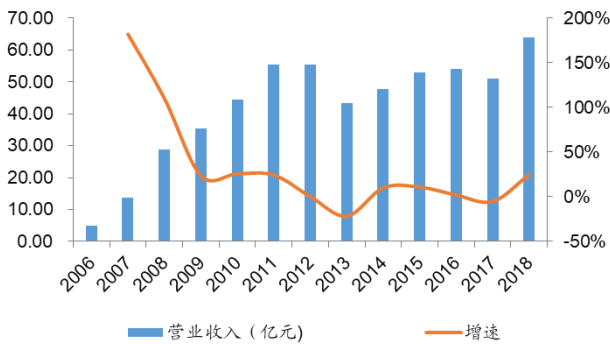
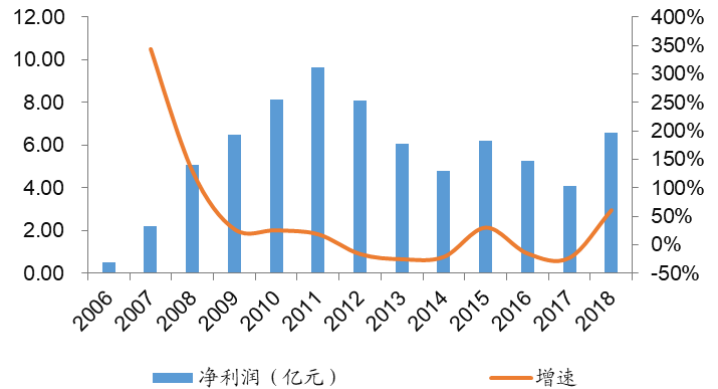


图71: 特步国际净利润及增速



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

表3: 国外运动细分市场龙头品牌

	国家	细分市场	收入	净利润	市值
Lululemon	美国	瑜伽服行业龙头	32.88 亿美元	5.15 亿美元	245 亿美元
Under Armour	美国	运动紧身衣市场龙头	51.93 亿美元	1.33 亿美元	115 亿美元

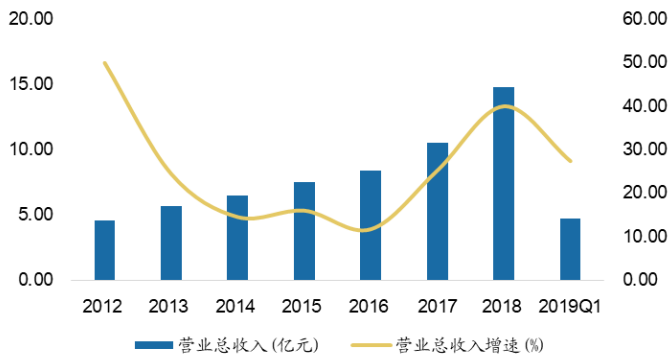
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注1: 收入和净利润为2018财年数据; 市值数据截至2019年6月18日;

注2: Lululemon 财报时间截止2019年2月3日

高尔夫服饰行业龙头比音勒芬业绩成长性高,具有较大发展潜力。比音勒芬成立于2003年,主要从事自有品牌比音勒芬高尔夫服饰的研发设计、品牌推广、网络建设以及供应链管理。2018和2019Q1公司营业收入分别增长39.96%/27.37%,归母净利润分别增长62.16%/52.91%,呈现出较高的成长性。主要得益于公司在渠道、零售管理、品牌营销和产品研发等方面的竞争力不断增强。公司渠道数量稳步扩张,截至2018年12月31日,渠道数量达764家,主要布局在高端商场、独立门店、机场/高铁和球会,渠道数量远远领先于其他高尔夫服饰品牌;公司终端店铺运营能力强,2012-2018年间单店收入持续增长,复合增速12.31%;公司根据产品定位高端的特点,通过对目标客户群生活习惯的针对性分析,并借鉴国际知名品牌营销宣传的经验,较少采用普通电视频道、报纸等大众媒体形式推广,主要通过一系列新媒体营销手段,娱乐营销、赛事营销、事件营销三管齐下,极大的提升了品牌的知名度;公司持续加大研发投入,研发费用率在男装上市公司中处领先水平。另外在成功抢占高尔夫休闲服饰细分领域之后,公司再度发力,于2018年8月6日,推出聚焦度假旅游服饰市场的新品牌威尼斯,开启双品牌运营模式。

图72: 比音勒芬营收及增速



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为营收, 右轴为增速

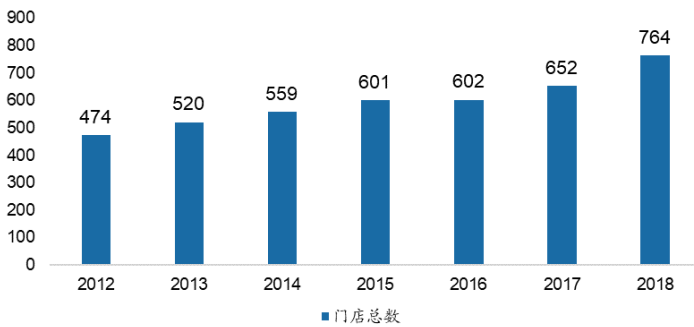
图73: 比音勒芬净利润及增速



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

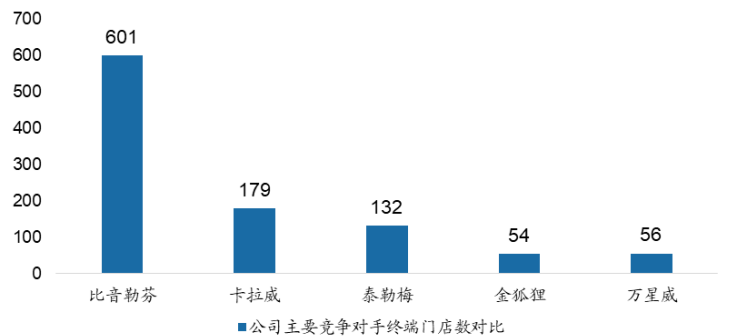
注: 左轴为净利润, 右轴为增速

图74: 比音勒芬每年渠道数量



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图75: 高尔夫品牌公司在中国店铺数量情况



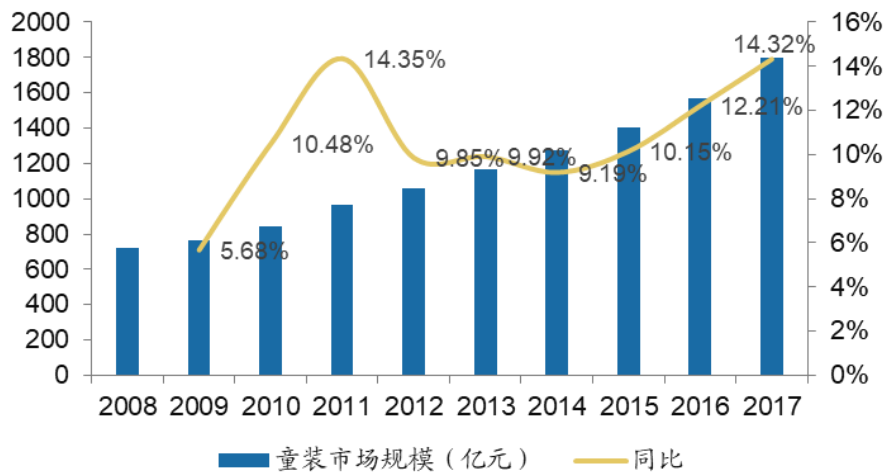
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 比音勒芬数据截至2016年9月30日, 卡拉威数据截至2013年底, 金狐狸数据截至2014年底, 泰勒梅和万星威数据截至2015年底。

(2) 启示二: 运动服饰行业之后下一个值得重视的行业——童装

童装行业性质与运动鞋服行业有诸多相似之处。首先, 童装行业市场空间大, 2017年童装行业规模达1796亿元, 2008-2017年均复合增速达到了10.66%。其次, 童装行业对时尚度要求也相对较低, 消费者更加关注产品品质, 因此头部品牌拥有规模和品牌力优势, 具备市场集中度提升的基础, 美国、日本、英国等发达国家, 童装行业集中度也较高, 行业竞争格局较为稳定。

图76: 我国童装行业规模及增速

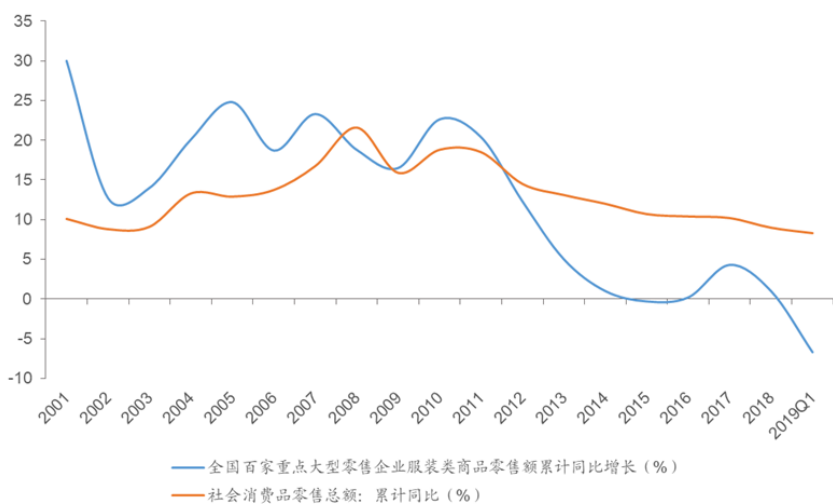


数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

童装行业景气度高，受到经济周期等影响较弱。从整体的服装消费情况来看，2015年、2016年以及2019Q1全国百家重点大型零售企业服装类商品零售额同比增速较为缓慢或者为负增长，服装家纺各细分子行业在这些年份均出现了不同程度低速增长或者下滑，但是童装行业自2015年以来基本上保持了20%及以上的增速，未受到经济周期和零售大环境不景气的影响。

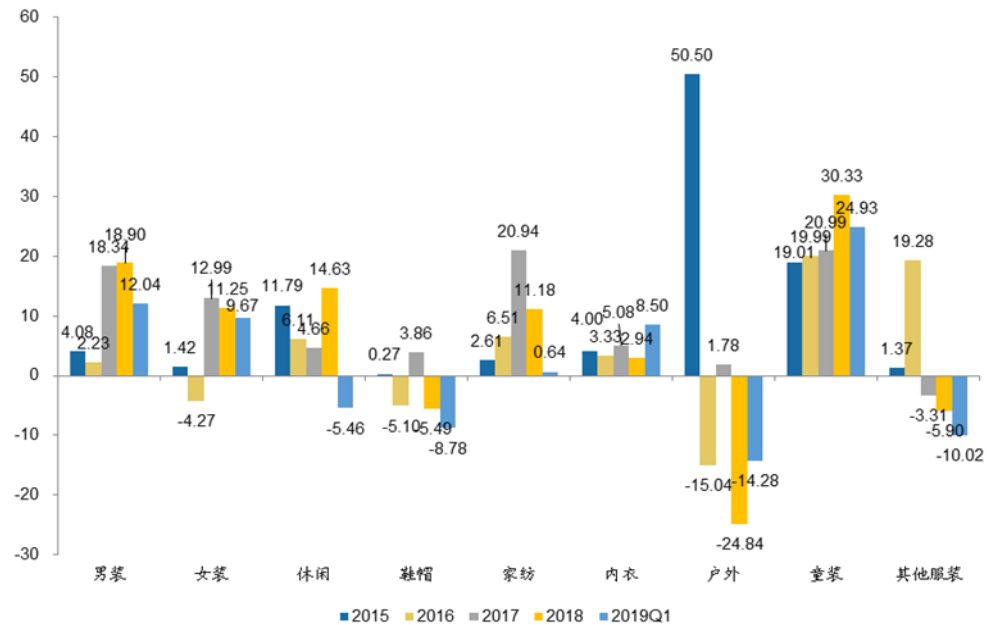
注：服装家纺各细分子行业数据来自各细分子行业上市公司汇总数据，具体公司分类见我们于2019年5月5日发表的年报一季报综述报告《上游稳定，关注高海外产能占比公司，下游承压，关注高景气子行业龙头公司》。

图77: 社零增速及百家重点大型零售企业服装类商品零售增速



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图78: 服装家纺各子行业上市公司增速 (%)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

收入增长和消费升级推动未来童装行业持续增长。一方面,随着国内经济的不断增长,居民的收入水平不断提高,消费能力也随之增强,为童装市场的繁荣奠定了基础。国内城镇居民人均可支配收入从2005年的10493元上升到2018年的39251元,居民整体收入水平的提高带动了消费水平的快速提升,城镇居民人均消费性支出由2005年的7942元上升到2018年26112元,收入和消费水平的提高将带动童装行业的增长。另一方面,“80后”“90后”进入婚育高峰期也将有力促进童装行业的增长。

“80后”“90后”成长的时代是国内经济腾飞的时期,成长环境优越,对于生活品质的要求相比“60后”“70后”有显著提高,更加注重优生优育的育儿观念,已经成为家庭消费的决定性力量。同时,“80后”“90后”多为独生子女,生育子女后的家庭结构往往是“6+1”或“6+2”,两代人的财富积累给孩子的消费支出提供了坚实的后盾。所以,儿童消费市场具备巨大的增长潜力,童装行业作为儿童消费市场的重要组成部分,增长引擎强劲。

图79: 城镇居民人均可支配收入情况

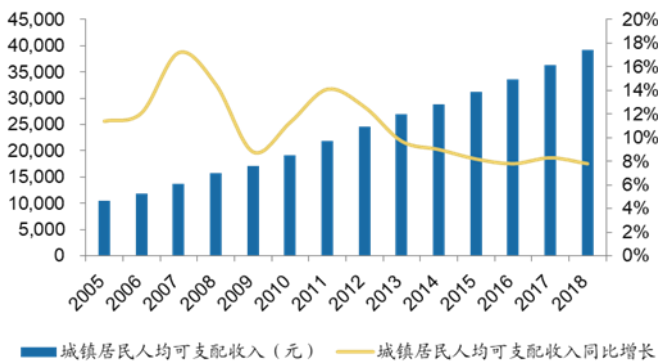
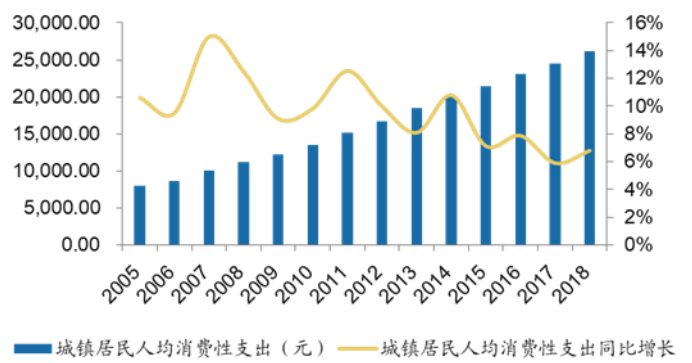


图80: 城镇居民人均消费性支出情况



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

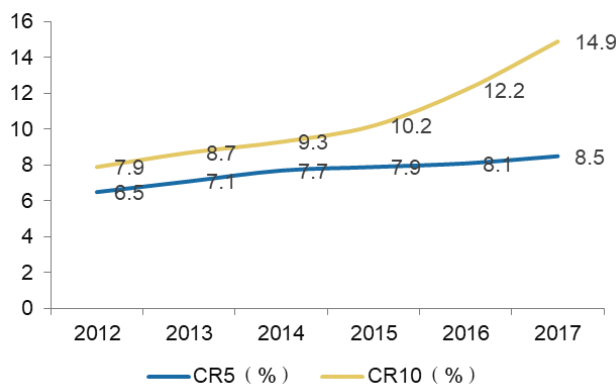
注: 左轴表示收入, 右轴表示同比增长

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 左轴表示支出, 右轴表示同比增长

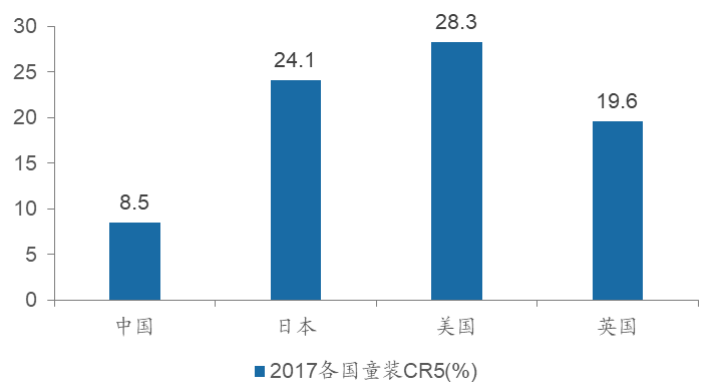
我国童装行业仍然处于发展初期, 行业集中度有望提升。首先, 我国童装行业集中度低于其他国家。与成人服装产品相比, 消费者更注重童装的舒适性以及安全性, 所以面料和印染材料是否安全舒适成为关注重点。龙头企业有品牌背书, 在这两点上占据较大的优势, 这为行业集中度的提升提供了有利条件。根据中国产业信息网数据, 2012-2017年, 童装行业前五名品牌占比由6.5%上升到了8.5%, 前十名品牌占比由7.9%上升到了14.9%。但是与发达国家相比, 仍有一定差距, 2017年日本、美国、英国前五名童装品牌市场份额分别达到了24.1%、28.3%、19.6%, 所以童装市场具备高集中度基础。其次, 我国童装行业人均消费低于其他国家。根据中国产业信息网数据显示, 国内童装的人均消费金额只有19.2美元, 远低于日本的57.8美元、美国的98.2美元和英国的117.4美元, 未来存在较大的提升空间。最后, 我国童装行业品牌化的发展晚于其他国家。从各国龙头公司成立时间来看, 美国龙头品牌Carter's成立于1865年(最早是销售成人内衣, 1900年才开始销售童装产品), 日本龙头品牌Shimamura成立于1953年, 英国龙头品牌Next Plc成立于1982年, 而国内龙头品牌巴拉巴拉成立于2002年。从童装品牌公司市占率情况来看, 截至2018年美国、日本和英国的龙头品牌市占率分别为10.8%、9.5%和8.4%, 而巴拉巴拉仅为5.6%, 品牌市占率还有较大的提升空间。

图81: 中国童装行业集中度情况



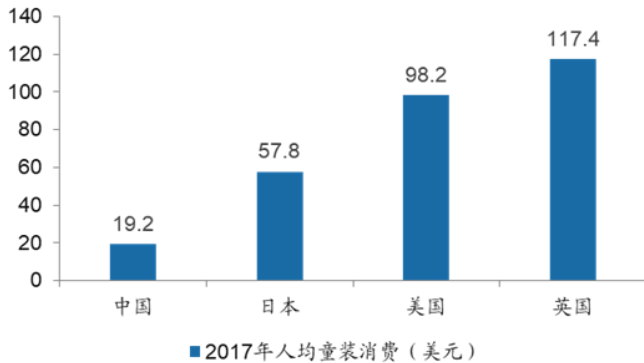
数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图82: 各国童装行业集中度情况



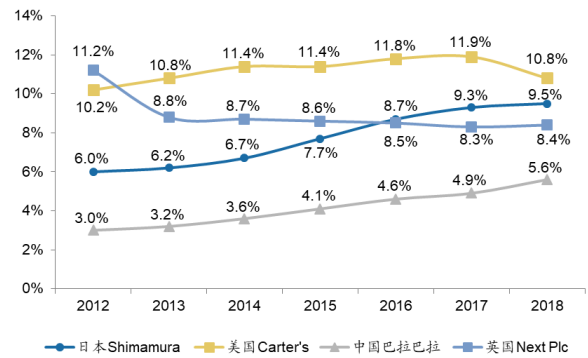
数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图83: 2017年各国人均童装消费



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

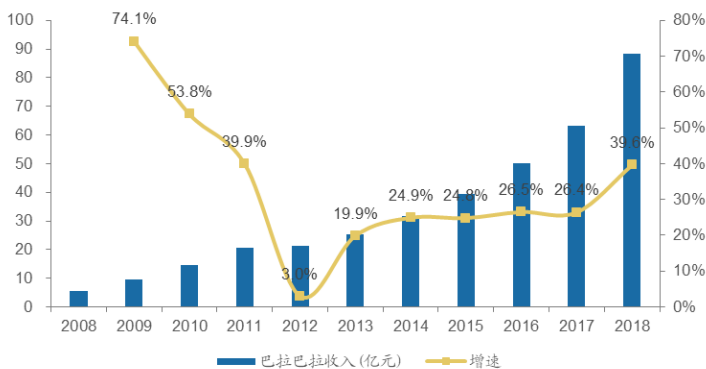
图84: 各国童装龙头市占率情况



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

森马服饰作为国内童装龙头, 发展潜力大, 未来有望受益于童装行业品牌化发展和集中度提升。森马服饰拥有童装和休闲装两块业务, 其中童装业务以巴拉巴拉品牌为主, 目前是国内最大的童装品牌, 市占率5.6%, 休闲装品牌森马是国内领先的休闲装龙头之一, 根据2018年的财务数据, 如果剔除公司去年底收购的法国童装集团Kidiliz的影响, 因为Kidiliz尚有亏损, 原有业务方面, 童装收入占比54%, 净利润占比预计在70%左右, 所以童装业务已经成为公司最主要的业务。公司童装主业在规模、渠道、供应链、市场影响力方面已经形成绝对优势, 行业地位不断巩固。2018年和2019年一季度, 公司童装业务(不考虑Kidiliz)收入分别增长27%和30%以上, 截至2018年底渠道数量5293家, 另外公司目前供应商数量300多家, 且未来会进一步向优质供应商集中, 公司的供应商名单中包括申洲国际、日本东丽、YKK等。展望未来, 考虑到国内童装行业规模大、景气度高, 且市占率仍有较大提升空间, 公司作为行业龙头有望充分受益。在渠道方面伴随国内购物中心和奥特莱斯渠道不断发展, 仍有开店空间, 且平均店铺面积有望不断增加。产品方面会进一步做深品类, 特别是目前占比较低的鞋、家居、婴幼儿童等品类。另外公司还通过行业并购及整合发展多品牌, 代理北美童装巨头零售商The Children's Place的大中华区品牌运营, 收购法国童装集团Kidiliz并引入国内。因此我们看好公司未来业绩持续快速增长。

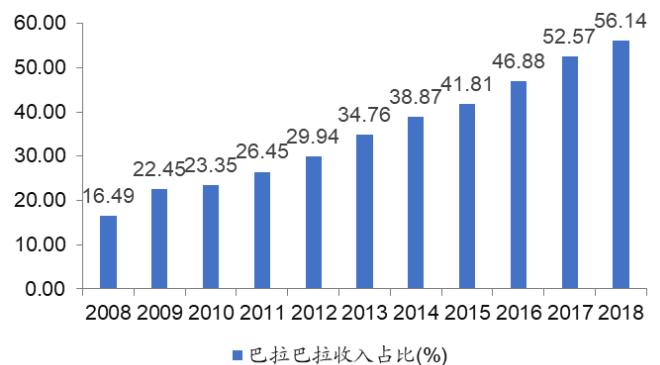
图85: 森马服饰童装收入及增速



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 左轴表示收入, 右轴表示增速

图86: 森马服饰童装收入占比



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

4. 风险提示

4.1 宏观经济景气度持续下行风险

部分纺织制造企业出口市场包括全球多地区市场。如果未来全球发达国家市场消费景气度下行，公司产品的终端需求将受到显著影响，公司订单将受到波及。

4.2 汇率波动风险

部分纺织制造公司主要客户多为国际客户，出口收入占比较高，出口收入一般以外币计价，而生产在国内，成本以人民币计价，因此受汇率影响较大。如果短期人民币汇率维持在高位，甚至出现持续大幅升值的情况，以外币计价的收入不变的情况下以人民币计价的收入在减小。所以人民币升值情况下，一方面，以出口为主的纺织制造企业产品收入及毛利率受到影响，企业有提价需求导致在全球市场的竞争力下降，影响企业订单；另一方面产生汇兑亏损，减少了企业的净利润。

4.3 原材料价格持续上涨风险

部分纺织行业的原材料价格大幅上涨，对于企业的盈利造成了一定的压力，尤其是纺织本身毛利率、净利率水平不高的情况下，原材料持续大幅涨价会压制制造企业的利润增长。

4.4 海外产能扩张不及预期风险

部分纺织制造公司在东南亚多个国家设立了生产基地并筹备新建产能，如果由于政治、经济环境等原因海外产能的投放进度不达预期，将对公司的生产和销售产生负面效应。

4.5 库存积压风险

纺织服装公司需要提前备货，如果终端需求不佳，将会积压库存，影响公司收入及盈利。

4.6 管理不善风险

随着公司业务规模的扩大，零售终端增长、供应链品牌方面管理都将面临新挑战。如果管理水平不能支持公司持续发展速度，则可引发一系列风险进而对公司品牌形象和经营业绩造成不利影响。

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

赵颖婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。