

纺织品、服装与奢侈品行业

2018-09-09

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

巨头之路系列IV： 扩张与效率失衡的 H&M

报告要点

■ 本周专题

本周，我们发布“巨头之路”系列报告第四篇。希望通过回顾 H&M 集团的发展路径，对比其与 ITX 集团在经营思路上的差异，探寻快时尚品牌的竞争壁垒。

从市场策略来看：H&M 集团着重拓品类、强化欧洲市场布局，多品牌布局及全球化扩张相对滞后。**营销策略方面：**强成本控制与高营销投入并举，反而盈利受到了渠道加密拉低店效和折扣促销的拖累。**产品策略层面：**热衷设计师联名，供应链管控聚焦成本控制，无益于产品力提升和销售转化。**市场表现方面：**2014 年以来，公司快速扩张策略受限且运营效率下滑，前期建立的龙头估值溢价优势逐步减弱。

回顾 H&M 集团发展史我们发现：(1) 欧洲快时尚品牌天然地具备海外扩张的基因，较早布局成长性较优的新兴市场是 ITX 成长性优于 H&M 的一大原因；(2) 渠道扩张后更应重视运营效率优化，重营销及折扣促销未必带动店效改善；(3) 顺应消费者需求更迭才是服装品牌保持竞争力的关键，供应链组织重心应逐步由成本控制转向效率提升和质量管控过渡。现阶段行业库存顺利出清、渠道盈利显著改善，本土品牌背靠广阔且最具活力的低线市场、基于本土消费者认知优势并借助全方位自我进化有望实现份额提升和持续增长；基于国际研究参考，持续推荐**森马服饰**和**太平鸟**，**海澜之家**目前估值已具安全边际，建议关注。

■ 行业观点

中报披露完毕，唯大众休闲子板块 Q2 收入增速环比提升，家纺、女装及男装收入增速则出现不同程度放缓。近期跟踪 7-8 月零售数据，品牌增速放缓趋势多得到遏制，9 月受益中秋假日错峰零售增速有望回升，Q3 环比零售值得期待。同时，棉价中期上行叠加人民币贬值利好上游优质下半年业绩提速，贸易摩擦潜在升级背景下，具备海外产能布局的纺企竞争优势强化，维持优质制造中期布局观点。我们依然建议排除短期数据干扰，着眼本土品牌经营中的长期有益变化，优选持续进化的个股：(1) 本土大众品牌**森马服饰**、**太平鸟**和**海澜之家**；(2) 中高端女装**安正时尚**、**歌力思**和**朗姿股份**；(3) 复苏持续可期的家纺龙头**罗莱生活**和**富安娜**；(4) 新模式公司**跨境通**、**开润股份**和**南极电商**；(5) 纺织板块建议中期布局**华孚时尚**、**百隆东方**、**健盛集团**和**鲁泰 A**。

■ 行情回顾

上周，纺织服装行业板块下跌 1.11%，跑赢大盘 0.60 个百分点，排名第 12。个股涨幅前五分别为：步森股份、商赢环球、希努尔、浔兴股份、摩登大道。

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

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

相关研究

《纺织服装行业 18H1 综述：大众休闲 Q2 持续提速，优质制造或迎全面改善》2018-09-02

《巨头之路系列 III：昔日王者 Gap 的得与失》2018-08-26

《信用风险防范下的纺织服装行业的危与机》2018-08-20

目录

巨头之路系列IV：扩张与效率失衡的 H&M.....	4
市场策略：主品牌快扩张，多品牌及全球化布局略滞后	5
营销策略：严控成本与扩张性营销并行，难抵店效下滑	8
产品策略：热衷设计师联名系列，供应链聚焦成本控制	10
市场表现：扩张与效率失衡，估值溢价有所消减	11
行业观点	12
公司事件跟踪	13
行情回顾	15
数据追踪	15
宏观数据跟踪	15
原材料价格跟踪	16
国际纺织服装企业估值指标	18

图表目录

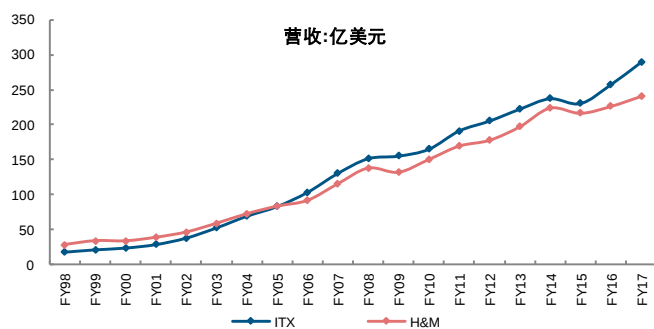
图 1：H&M 集团和 ITX 集团营收体量同步扩张	4
图 2：2013 年以来，H&M 集团和 ITX 集团市场表现显著分化	4
图 3：H&M 集团发展历史回顾	4
图 4：H&M 收入规模持续增长，2010 年以来增速中枢有所下移	5
图 5：2004-2016 年，H&M 集团年均扩店速度均维持在 10-15% 之间	5
图 6：H&M 集团线上渠道与实体渠道扩张范围全面推进	6
图 7：截至 2017 年，H&M 集团非 H&M 品牌渠道占比仅 9.41%	6
图 8：ITX 净增网点数以非 Zara 品牌为主	6
图 9：品牌多元化成为支撑 ITX 集团 2010 年之前增长的重要驱动力	6
图 10：截至 2017 年，H&M 集团欧洲市场收入占比为 68%	7
图 11：2013 年以来，H&M 集团加速扩张欧洲以外市场	7
图 12：H&M 集团美国市场快速扩张	7
图 13：H&M 集团中国市场迅速扩张，店效有较大提升空间	7
图 14：2010 年以来，ITX 集团欧洲以外市场净增网点数量显著提升	7
图 15：2010 年以来，ITX 集团欧洲以外市场销售占比迅速提升	7
图 16：2010 年，H&M 集团毛利率和存货周转率出现拐点	8
图 17：H&M 集团重视产品营销推广，销售及管理费用率持续提升	8
图 18：ITX 集团毛利率略有下滑、存货周转率保持平稳	9
图 19：2012 年以来，H&M 集团和 ITX 集团销售净利率显著分化	9
图 20：2010 年以来，H&M 集团店效明显下滑	9
图 21：2010 年以来，H&M 集团人均销售额拐点向下	9

图 22: 2010 年以来, ITX 集团单店营收持续提升	10
图 23: 2010 年以来, ITX 集团终端人效持续提升	10
图 24: 2016 年, ITX 集团上新款式数量提升至 13.82 亿件	11
图 25: ITX 集团临近区域生产占比维持高位	11
图 26: 随着销售区域的全球化扩张, ITX 集团向欧盟以外扩张供应商	11
图 27: 2010 年以来, H&M 集团估值中枢有所上移	12
图 28: 2014 年以来, 收入端增速放缓背景下 H&M 集团估值下移	12
图 29: 本周行业涨跌幅	15
图 30: 年初至今行业涨跌幅	15
图 31: 本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名	15
图 32: 纺织服装板块 PE 历史走势	15
图 33: 8 月, 纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 6.06%	16
图 34: 8 月, 服装及衣着附件出口金额同比增长 1.10%	16
图 35: 截至 9 月 7 日, 国内外棉价差为 655 元/吨	16
图 36: 截至 9 月 7 日, 国内外棉价差 (滑准税) 为 -50 元/吨	16
图 37: 截至 9 月 7 日, 国内外纱线价差为 -183 元/吨	16
图 38: 截至 9 月 5 日, 坯布价格为 5.76 元/米	16
图 39: 第 26 周 (9.3-9.7) 国储棉抛储成交率较上周略有下降	17
图 40: 第 26 周 (9.3-9.7) 地产棉抛储量缩价升	17
图 41: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)	17
图 42: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)	17
表 1: 2013-2017 年 H&M 集团与 ITX 集团全球排名一览	8
表 2: 2004 年以来, H&M 品牌共推出 18 个设计师联名款系列	10
表 3: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/09/08-2018/11/08)	13
表 4: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/09/08)	13
表 5: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/08/08-2018/09/08)	14
表 6: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司	14
表 7: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司	14
表 8: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司	14
表 9: 国际纺织服装企业估值	18

巨头之路系列Ⅳ：扩张与效率失衡的 H&M

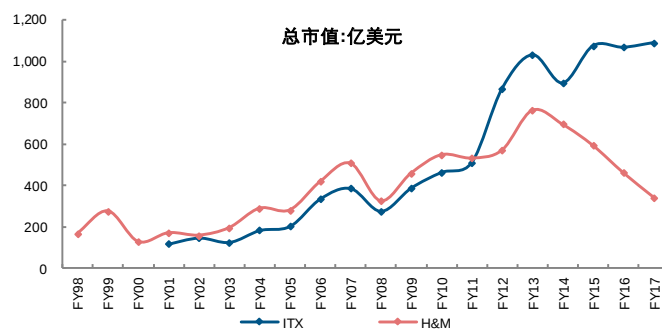
本周，我们继梳理 UNIQLO、Zara、Gap 之后发布“巨头之路”系列报告第四篇，梳理分析 H&M 的发展历程。H&M 集团与 Zara 母公司 ITX 集团作为快时尚风潮的引领者，共同经历了快速发展；在销售体量同步扩张的背景下，2013 年以来两者的市场表现却明显分化。我们希望通过回顾 H&M 集团的发展路径，对比其与 ITX 集团在市场策略、营销策略及产品策略等维度的差异，探讨快时尚品牌公司竞争的核心壁垒。

图 1：H&M 集团和 ITX 集团营收体量同步扩张



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

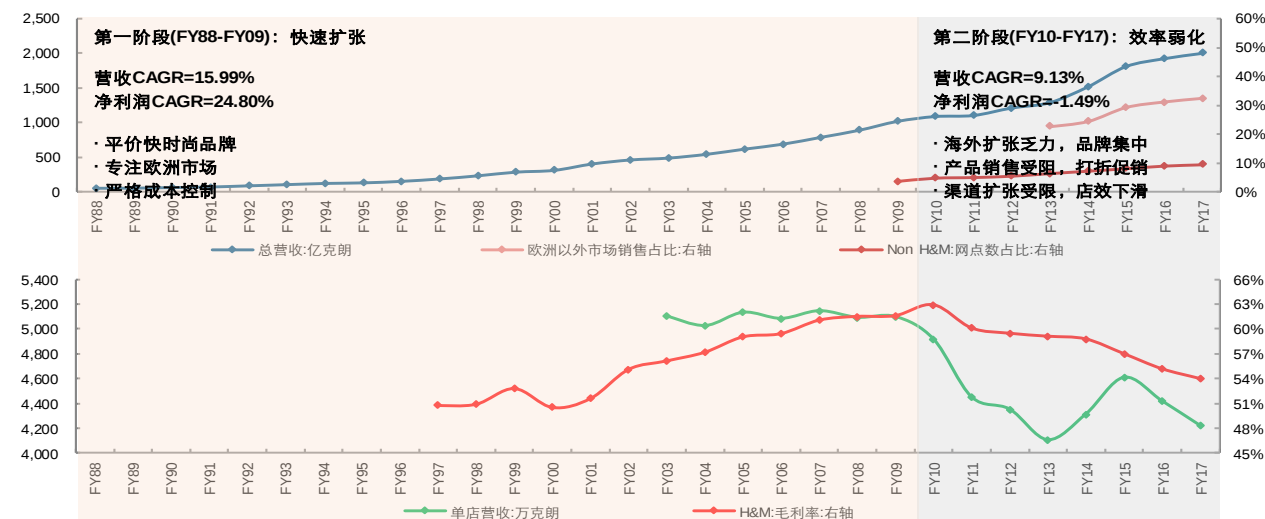
图 2：2013 年以来，H&M 集团和 ITX 集团市场表现显著分化



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

H&M 集团自 1947 年在瑞典开设第一家门店以来，不断强化欧洲市场布局并积极推进全球化扩张，以平价时尚产品为主要卖点，逐步成长为全球排名领先的服装品牌集团；截至 2017 年¹，实现营业收入 2,000 亿克朗（以历史汇率折算，约合 241 亿美元），门店数量达 4,739 家。H&M 集团贯彻高速店铺扩张策略，实施严格的成本控制与大规模广告营销并行的营销策略。以 2010 年为界，公司的发展历程可简单划分为收入体量、利润水平同步改善的**快速扩张期**和平均店效、盈利能力同步下滑的**效率弱化期**。

图 3：H&M 集团发展历史回顾



资料来源：Bloomberg，公司公告，长江证券研究所

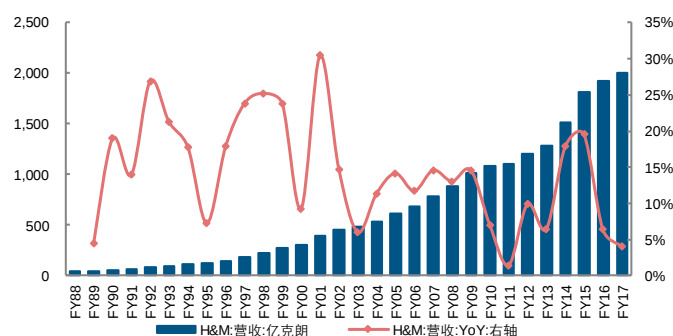
¹ 本文财务数据所指年度均为财年。

市场策略：主品牌快扩张，多品牌及全球化布局略滞后

H&M 集团一贯奉行高速店铺扩张策略，以丰富主品牌产品系列为核心，持续强化欧洲市场竞争优势，但品牌矩阵多元化及全球化布局相对滞后。正如它的品牌理念“fashion and quality at the best price”所表达的，H&M 的发展思路就是不断地寻求成本控制与规模扩张之间的平衡点，在积极扩大销售体量强化规模优势的同时，为消费者提供适合的平价时装产品。

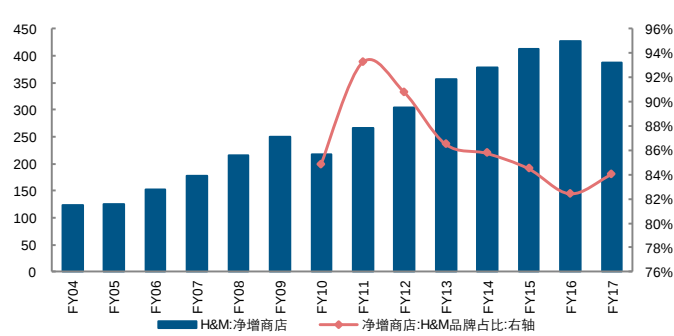
持续不断的规模扩张成为支撑收入体量增长的主要动力。2004-2016 年，H&M 集团年均扩店速度均维持在 10-15%之间，对应期间营收年复合增速为 11.22%。截至 2017 年，H&M 集团实现营业收入 2,000 亿克朗（以历史汇率折算，约合 241 亿美元），门店数量达 4,739 家，营收增速放缓至 8.92%。基于前期建立的品牌影响力、销售规模优势以及产品企划经验，公司能够获得较优的租金以及优质的渠道位置，因此持续推进实体渠道扩张与网络渠道推广仍将是 H&M 的主要市场策略。根据公司规划，2018 年计划净开店目标为 240 家，其中新开店 390 家，关店 150 家。

图 4：H&M 收入规模持续增长，2010 年以来增速中枢有所下移



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 5：2004-2016 年，H&M 集团年均扩店速度均维持在 10-15%之间

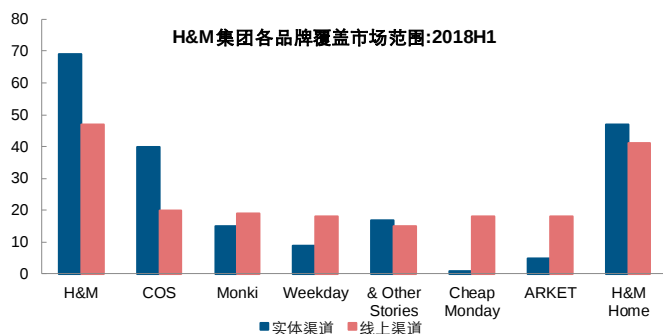


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

品牌维度方面，H&M 集团仍以主品牌扩张为主，新兴品牌布局相对滞后，现阶段采取主品牌和新兴品牌同步扩张策略。为提升主品牌 H&M 销售和影响力，公司在原有男、女装及童装基础上，先后于 2007 年推出女鞋及家居系列、2013 年丰富运动系列、2015 年设立美妆产品业务。从推进情况来看，截至 2015 年底 H&M 美妆系列产品已在 41 个国家约 900 家 H&M 店销售，截至 2016 年 H&M 家居系列产品已经在 40 个国家的 269 家 H&M 店陈列，并逐步独立开店进行品牌推广。

从新兴品牌矩阵来看，公司构建了包括 COS、Monki、Weekday、& Other Stories、Cheap Monday、ARKET、Afound 等在内的 7 新兴品牌矩阵，涵盖了不同消费偏好和价格带的目标市场。其中，COS、& Other Stories 和 ARKET 三个品牌更加契合“慢时尚”的消费节奏。截至 2017 年，集团中非 H&M 品牌店铺数据为 446 家，占比仅 9.41%。可见，H&M 集团新兴品牌扩张策略和扩张节奏相对保守，更多通过电商渠道打造品牌影响力、扩张销售范围。

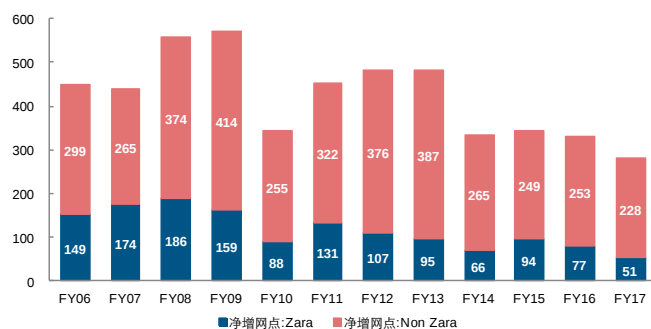
图 6: H&M 集团线上渠道与实体渠道扩张范围全面推进



资料来源:公司公告, 长江证券研究所

反观 ITX 集团, 在多品牌矩阵策略上的布局更加积极, 多元化品牌战略成为支撑其 2010 年之前快速增长的重要因素。上世纪 90 年代初期, ITX 集团即通过自创与并购相结合的方式丰富品牌矩阵, 借以突破单品牌风格限制、扩充品类范围。截至 2017 年, 建立起了包括 Zara、PULL&BEAR、Massimo Dutti、Bershka、Stradivarius、OYSHO、Zara HOME、Uterqü 等在内的 8 大零售品牌矩阵, 品类范围扩充至服装、家纺、香氛护肤品等。2006-2009 年间 ITX 集团年均净增网点数超过 500 家, 其中六成以上为非 Zara 品牌。从渠道扩充效果来看, 非 Zara 品牌营收规模从 2005 年 16.88 亿欧元提升至 2009 年 35.82 亿欧元, 年复合增速达 20.69% (同期 Zara 品牌营收复合增速为 15.16%), 非 Zara 品牌营收贡献亦从 30.32% 提升至 34.42%。

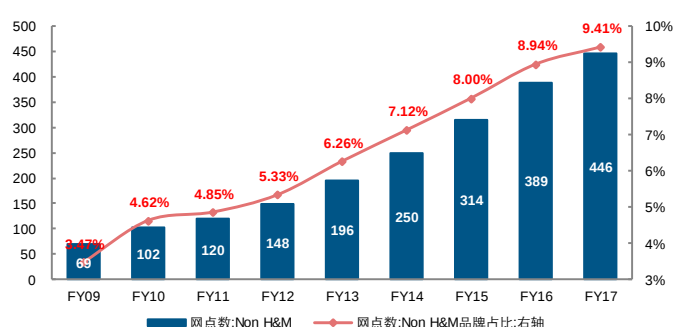
图 8: ITX 净增网点数以非 Zara 品牌为主



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

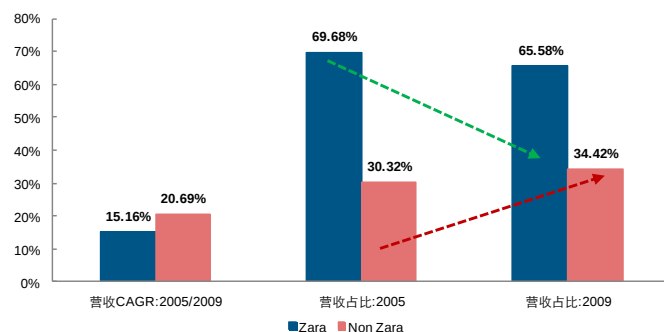
市场拓展方面, H&M 集团过度依赖欧洲市场, 美国市场开发较优, 其余市场布局偏弱。2006-2010 年, H&M 集团净半数渠道扩张发生于欧洲市场, 2011 年以后其他区域净增网点占比显著提升。从经营效果来看, 截至 2017 年欧洲市场仍然是 H&M 集团销售的主战场, 合计营收占比达 68%。其次在美国市场的扩张布局较优; 现阶段, 美国市场培育相对成熟已步入店效改善阶段, 店铺扩张与老店改善共同拉动收入端增长。中国市场仍处于渠道快速扩张阶段, 店铺数量增加为收入规模扩大的主要驱动力, 后续店效仍有较大提升空间。截至 2017 年, H&M 集团美国及中国销售占比为 12.00% 和 4.76%。考虑到现阶段在拓品类与丰富品牌矩阵的同时, 集团仍稳步推进渠道扩张战略, 在欧洲市场渠道空间相对饱和的背景下, 中国和美国市场将成为未来渠道扩张的主要方向。

图 7: 截至 2017 年, H&M 集团非 H&M 品牌渠道占比仅 9.41%



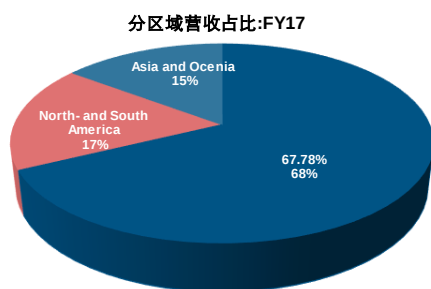
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 9: 品牌多元化成为支撑 ITX 集团 2010 年之前增长的重要驱动力



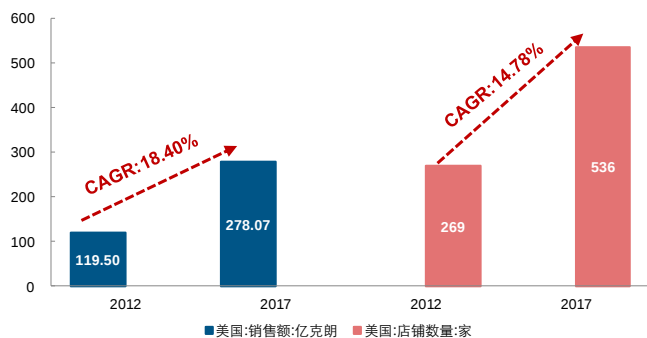
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 10: 截至 2017 年, H&M 集团欧洲市场收入占比为 68%



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

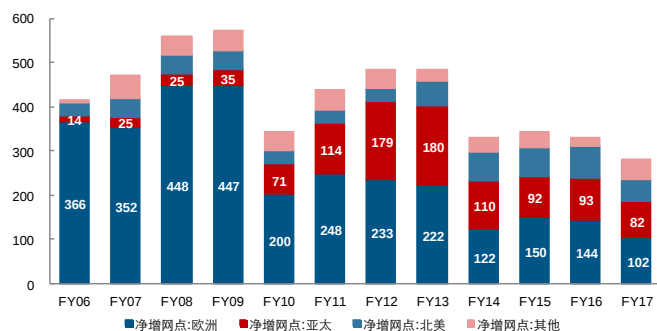
图 12: H&M 集团美国市场快速扩张



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

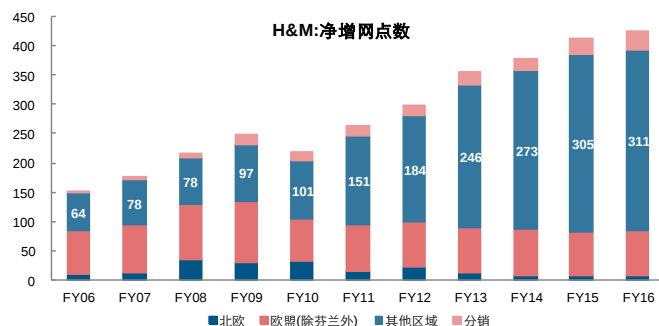
反观 ITX 集团, 其全球化布局于 2010 年正式提速, 成长性较优的亚太市场战略地位提升。ITX 集团初期借助丰富的品牌资源在欧洲市场站稳脚跟后, 早在 2005 年即已进入印尼、菲律宾及泰国市场, 并于 2008 年确立了以欧洲市场为主体强化品牌推广、加快亚洲市场开发的发展策略, 2010 年以亚太市场为主的全球化扩张战略正式提速。从实施效果来看, 亚太及世界其它区域市场销售规模从 2010 年 13.52 亿欧元迅速提升至 2017 年 55.71 亿欧元, 年复合增速达 22.42%, 同期欧洲和美洲市场分别为 7.42%和 17.84%; 其销售占比亦从 2010 年 12.21%迅速提升至 23.90%, 战略地位不断提升。

图 14: 2010 年以来, ITX 集团欧洲以外市场净增网点数量显著提升



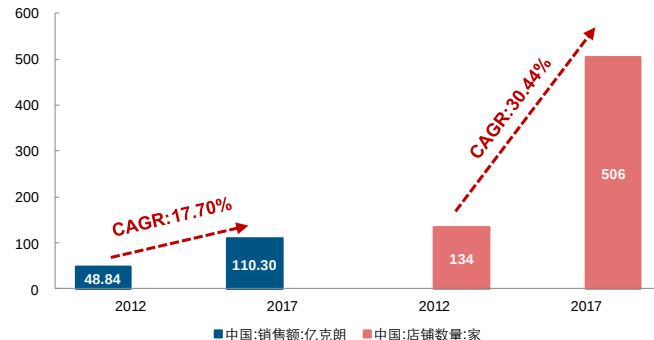
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 11: 2013 年以来, H&M 集团加速扩张欧洲以外市场



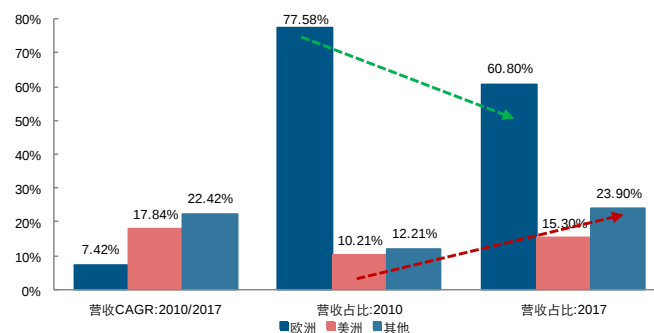
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 13: H&M 集团中国市场迅速扩张, 店效有较大提升空间



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 15: 2010 年以来, ITX 集团欧洲以外市场销售占比迅速提升



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

H&M 集团早期奉行的平价时尚产品策略支撑其渠道体量快速扩张，而过度依赖主品牌及欧洲市场的发展策略则掣肘了其后期发展表现。现阶段，虽然公司积极打造包括 COS、& Other Stories 和 ARKET 等在内的“慢时尚”品牌矩阵，并在强化美国市场扩张优势的基础上加速亚太市场布局，但以中国为代表的亚太市场竞争激励程度明显提升背景下，新兴品牌定位庞杂，后续扩张节奏将不可避免地放缓，影响到集团的发展速度。

表 1：2013-2017 年 H&M 集团与 ITX 集团全球排名一览

名称	品类	2013年排名	2014年排名	2015年排名	2016年排名	2017年排名
ITX集团	服饰与鞋类	4	4	4	3	3
H&M集团		3	3	3	4	4
ITX集团	服饰	2	2	2	2	1
H&M集团		1	1	1	1	2
ITX集团	鞋类	18	17	16	15	13
H&M集团		29	26	23	22	23

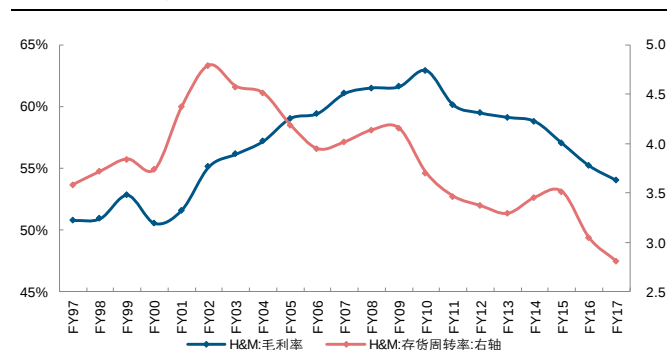
资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所（红色字体为排名提升、绿色字体为排名下滑）

营销策略：严控成本与扩张性营销并行，难抵店效下滑

营销策略层面，H&M 集团采用严格的成本控制与大规模广告营销并举的策略。从实施效果来看，2010 年以来高速的门店扩张对店效形成明显拖累，而以折扣为主的促销策略又显著影响毛利率。

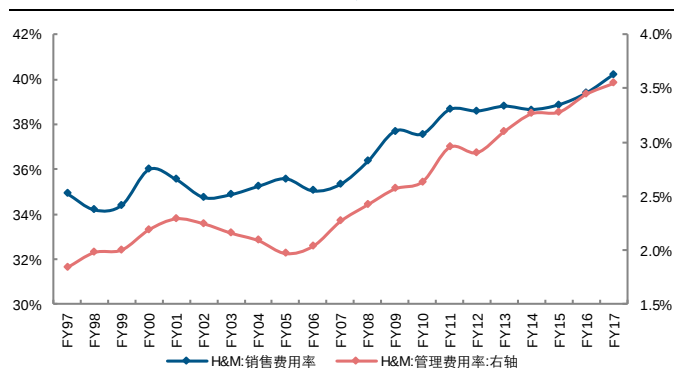
为实现时尚与平价间的均衡，H&M 集团一方面实行严格的成本控制，另一方面实施大规模营销投放策略。集团早在 2000 年即明确提出成本削减方案，当年即节约成本 2.10 亿克朗，占净利润的 8.23%，毛利率水平从 2000 年 50.56% 提升至 2010 年 62.39%。但销售费用率从 2006 年 35.05% 提升至 2017 年 40.21%。实体渠道快速加密对老店店效形成一定拖累，公司寄希望于通过折扣促销的方式改善动销效率但收效甚微：2011 年以来公司毛利率与存货周转率同步恶化。反观 ITX 集团，受益于高频的产品迭代及高效的供应链优势，公司能够针对消费者需求变化趋势在产品层面做出快速反应，而小批量的产品投放策略亦有助于保持正价率和库存控制。2010 年以来，在整体店效改善的背景下，ITX 集团整体毛利率虽略有下滑但仍维持较高的存货周转效率。从经营结果来看，ITX 集团销售净利率仍维持历史较高水平，而 H&M 集团则受制于毛利率下滑和费用率扩张净利率水平明显下滑。

图 16：2010 年，H&M 集团毛利率和存货周转率出现拐点



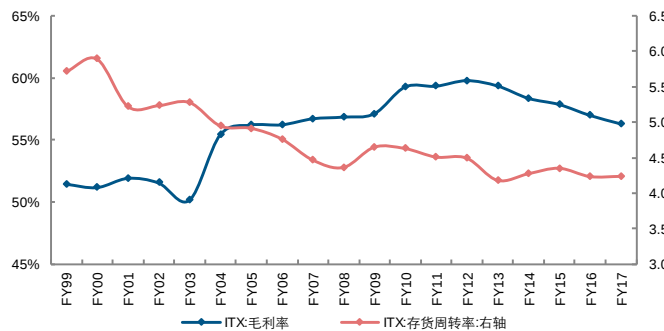
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 17：H&M 集团重视产品营销推广，销售及管理费用率持续提升



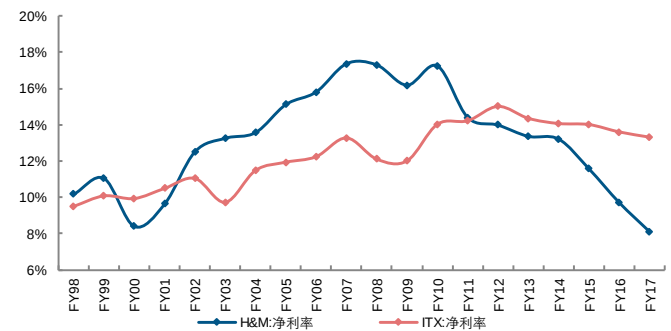
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 18: ITX 集团毛利率略有下滑、存货周转率保持平稳



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 19: 2012 年以来, H&M 集团和 ITX 集团销售净利率显著分化

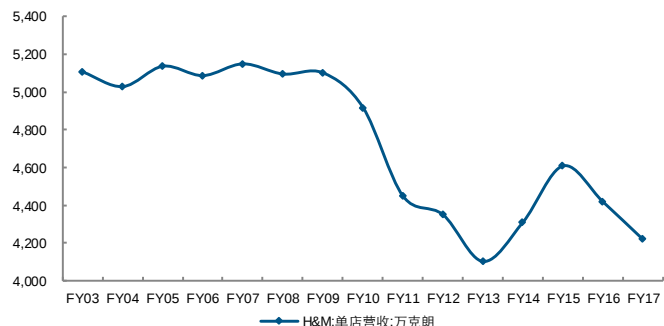


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

重扩张轻效率的结果就是 2010 年以来 H&M 集团店效及人效大幅下滑。以严格的成本控制和大规模营销投入为特征的经营策略在 2010 年之前取得了较好的效果, H&M 集团利润率水平及人效均呈改善趋势;但随着竞争越加激烈, 基于折扣和促销驱动的销售策略不仅损害了毛利率还造成存货积压、拖累周转效率。在此背景下, 集团一方面于 2010 年推出员工激励计划 (the H&M Incentive Program) 提升员工工作积极性, 另一方面提出涵盖线上购买、线上购买线下退货、电子支付、消费者聚会、店铺内手机服务增强等全渠道零售策略, 以期顺应消费者需求、布局新兴渠道的同时提升实体渠道店效。但从实施效果来看, 基于成本压缩以及大规模营销投入策略下, 员工激励以及全渠道零售策略的成效难以对冲, 收效甚微。

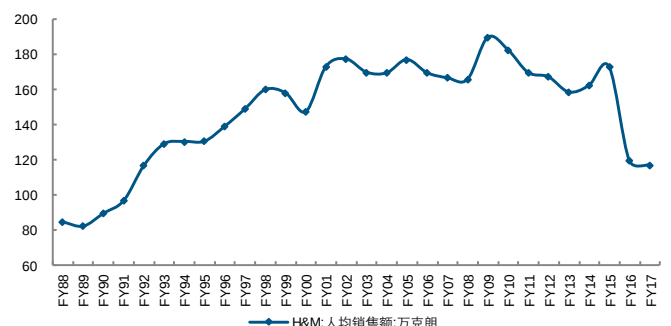
反观 ITX 集团, 借助高效的渠道管控及精准的客户营销, 2010 年以来增长动力已由店铺的扩充转变为销售效率的提升。ITX 集团的运营模式以迅速反应消费者时尚需求为核心, 并以店铺作为连接消费者和生产企划的重要纽带。其中, 店铺既是实时反馈终端需求、实现品牌与消费者沟通的渠道, 也是品牌及集团形象推广的通道。在店铺选址及布局层面坚持五大原则: 选择顶级的位置、重视玻璃橱窗的设计、独立设计店铺布局力求与建筑的内外风格协调一致、店铺内部服装产品之间摆放协调及力争实现最佳的消费者体验等。产品快速迭代、严控折扣、积极推进线上渠道发展等策略有效推动了 ITX 集团店效及人效自 2010 年以来持续改善。

图 20: 2010 年以来, H&M 集团店效明显下滑



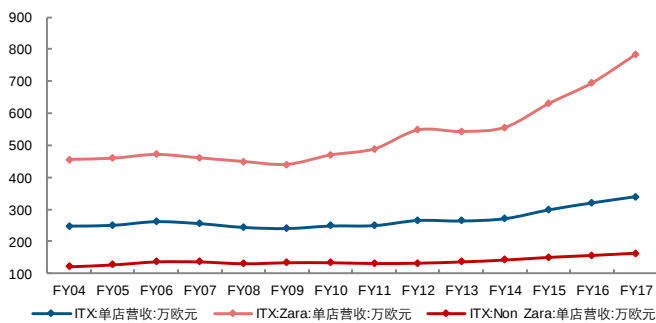
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 21: 2010 年以来, H&M 集团人均销售额拐点向下



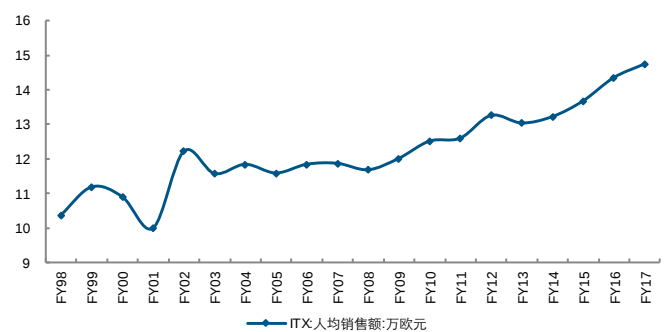
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 22：2010 年以来，ITX 集团单店营收持续提升



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 23：2010 年以来，ITX 集团终端人效持续提升



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

对比 H&M 集团和 ITX 集团的经营效果我们发现，在外延扩张红利边际弱化的背景下，营销策略的重点应逐步由外延扩张转化为内生店效改善。2010 年以后，H&M 严控成本和高投入的营销策略并未带来店效改善，反而粗放扩张背景下的折扣促销策略、较弱的产品品质对企业盈利和库存明显拖累。这与 ITX 集团以产品快速迭代为核心，持续丰富产品系列、严格控制折扣力度、提升消费体验的策略效果形成鲜明对比。

产品策略：热衷设计师联名系列，供应链聚焦成本控制

H&M 集团基于提供平价时尚的经营理念，通过持续推出设计师联名系列提高品牌曝光度；同时，公司采用严控成本与高投入营销并举的策略，因此在供应链层面更关注成本控制，对交货周期和产品品质的管控相对较弱。

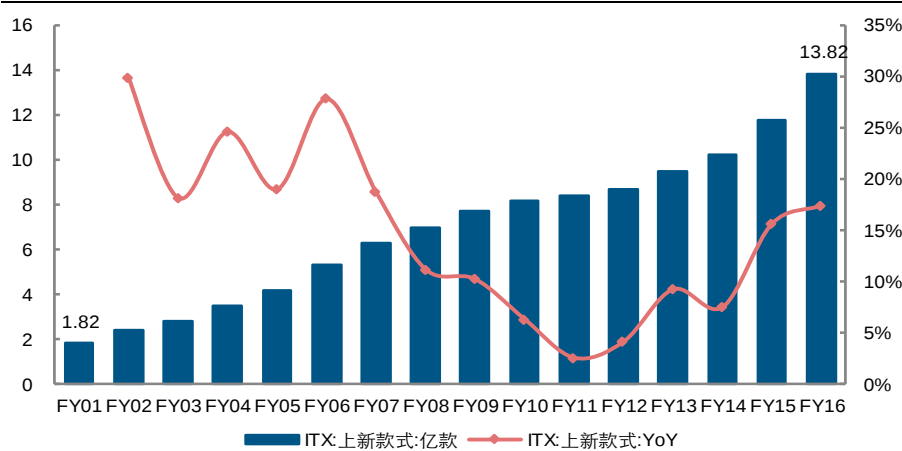
一方面，H&M 集团自 2004 年以来每年都会推出设计师联名系列，但借助外力而非自我革新的产品升级策略对品牌力的提升有限。反观 ITX 集团，其借助供应链效率优化快速响应消费者时尚化消费需求。从历史上看，ITX 集团上新款式数量从 2001 年 1.82 亿件提升至 2008 年 6.97 亿件，在保持五年平稳增长之后又从 2014 年 10.19 亿件迅速提升至 2016 年 13.82 亿件。

表 2：2004 年以来，H&M 品牌共推出 18 个设计师联名款系列

序号	系列	合作设计师	序号	系列	合作设计师
1	2004 年秋装	Lagerfeld	10	2011-2012 年	Versace
2	2005 年秋装	Stella McCartney	11	2012 年春装	Marni
3	2006 年秋装	Viktor & Rolf	12	2012 年秋装	Maison Martin Margiela
4	2007 年秋装	Roberto Cavalli	13	2013 年秋装	Isabel Marant
5	2008 年秋装	Comme des Garçons	14	2014 年秋装	Alexander Wang
6	2009 年 5 月夏装	Matthew Williamson	15	2015 年秋装	Balmain
7	2009 年秋装	Jimmy choo	16	2016 年秋装	KENZO
8	2009 年冬装	Sonia Rykiel	17	2017 年秋装	ERDEM
9	2010 年	Lanvin	18	2018 年秋装	Moschino

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 24：2016 年，ITX 集团上新款式数量提升至 13.82 亿件

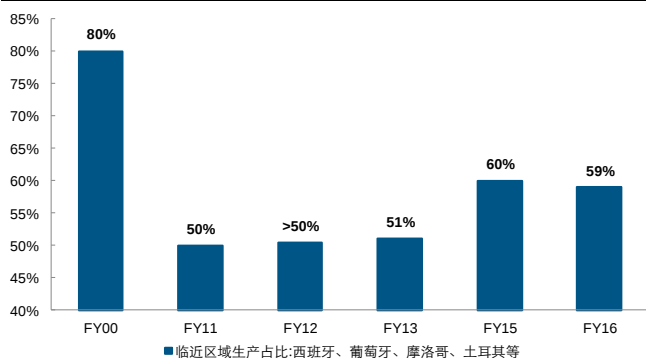


资料来源：公司公告，长江证券研究所

另一方面，成本控制是 H&M 集团供应链组织的核心目标，前期频繁打折促销拖累集团经营效果，供应链效率优化成为下一阶段工作的重点。早期 H&M 集团供应链组织的原则以严格的成本控制为重点，于 2006 年对采购部门进行集中化调整，并将其分割为采购和生产两个单元，在降低采购成本的同时提升组货效率。另外在销售渠道全球化的背景上，对供应链体系进行分散化组织，更多的利用本地化产业组织生产，以降低储藏转运成本、提高供应效率。

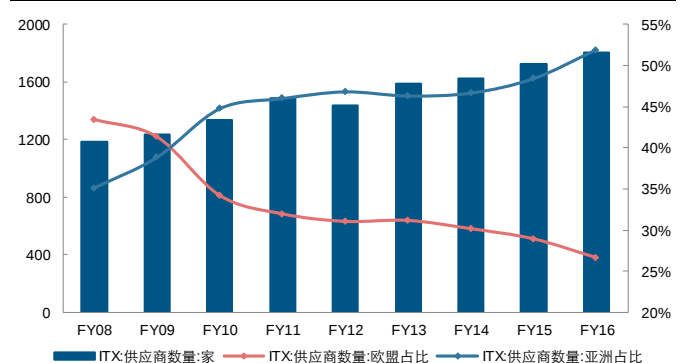
在全渠道零售策略的背景下，合理成本控制基础上的效率提升成为未来供应链管理改进的目标。H&M 集团一方面持续加大信息体系建设以及电商渠道布局，另一方面积极推进包括 RFID 技术以及自动化仓储服务在内的供应链效率改进计划，并在五个市场为消费者提供隔日送达服务、在日本尝试定时送达服务等。ITX 集团高效反应的临近区域生产组织体系和分散化的物流仓储体系为 H&M 集团优化供应链效率提供了参照。

图 25：ITX 集团临近区域生产占比维持高位



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 26：随着销售区域的全球化扩张，ITX 集团向欧盟以外扩张供应商



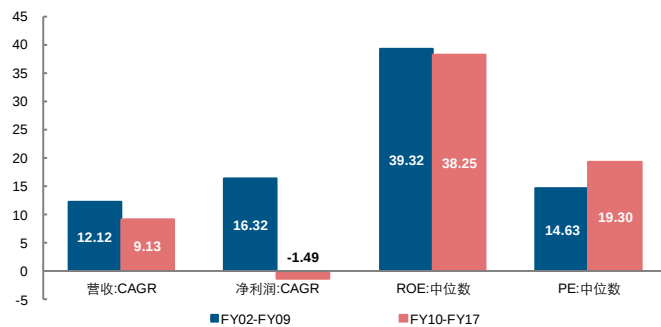
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

市场表现：扩张与效率失衡，估值溢价有所消减

基于前期建立的规模优势和品牌力，2010 年以来 H&M 集团估值中枢有所上移；而 2014 年以来，在快速扩张策略受限且运营效率下滑的背景下，公司估值溢价优势逐步减弱。基于前期在《如何看待纺织服装板块目前的估值水平？》专题中的分析，我们认为在建立一定规模优势之后，海外大众品牌公司中期估值均包含了明显的成熟期溢价；与前期分析的 FR 集团与 ITX 集团类似，H&M 集团亦于 2010 年前后步入估值中枢上移阶段。2014

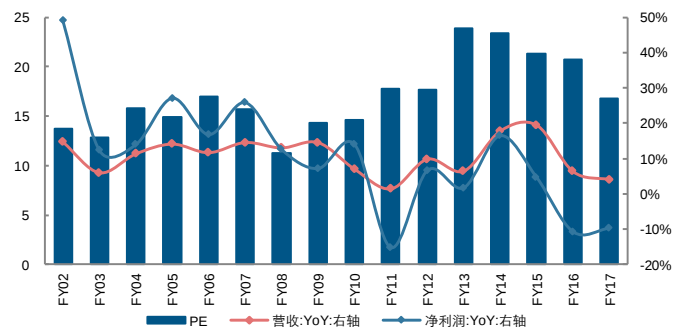
年以来，公司实体门店拓展策略受限、线上渠道扩张乏力，而打折促销及扩张费用投放策略拖累集团业绩表现（2017 年净利润较 2014 年下滑 15.83%），2017 年底公司估值自 2013 年高点下滑 30%至 16.74 倍。在扩张受限、利润率下滑阶段，H&M 集团基于前期规模优势建立的龙头公司估值溢价逐步减弱。

图 27：2010 年以来，H&M 集团估值中枢有所上移



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

图 28：2014 年以来，收入端增速放缓背景下 H&M 集团估值下移



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

回顾 H&M 集团快速扩张及运营效率持续弱化的两阶段发展历史，对比其与 ITX 集团在市场策略、营销策略及产品策略等维度的差异，我们发现：（1）崛起于欧洲的快时尚品牌受限于本土市场空间，天然地具备海外扩张的基因，较早布局成长性较优的新兴市场是 ITX 成长性优于 H&M 的一大原因；（2）渠道扩张后期更应重视运营效率优化，一味地高营销投放和打折促销并不一定能改善店效；（3）顺应消费者需求更迭的产品创新是服装品牌保持竞争力的关键，供应链组织重心逐步由成本控制转向效率和品质提升。

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

行业观点

中报披露完毕，大众休闲子板块受益于前期经营调整，在冷冬及春节错峰因素消除后 Q2 收入增速环比提升，家纺、女装及男装板块收入增速则出现不同程度放缓。近期跟踪 7-8 月零售数据，品牌增速放缓趋势多得到遏制，9 月受益中秋假日错峰零售增速有望回升，Q3 环比零售值得期待。同时，棉价中期上行叠加人民币贬值利好上游优质制造，助力下半年业绩提速，中美贸易摩擦潜在升级背景下，具备海外产能布局优势的纺企竞争优势强化，维持优质制造正迎中期布局的观点。

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

公司事件跟踪

表 3：未来两个月限售股解禁统计（2018/09/08-2018/11/08）

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)		
				总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)
300577.SZ	开润股份	2018-09-11	39.06	21,767.60	6,375.52	29.29	21,767.60	6,414.57	29.47
603877.SH	太平鸟	2018-09-14	177.97	48,093.24	19,876.60	41.33	48,093.24	20,054.57	41.70
603157.SH	拉夏贝尔	2018-09-25	9,103.30	54,767.16	5,477.00	10.00	54,767.16	14,580.30	26.62

表 4：2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况（2017/01/01-2018/09/08）

增发实施									
代码	名称	发行日期	定增股份上市日	发行方式	发行价格(元)	最新价 (元)	自发行价涨跌幅 (%后复权)	增发数量(万股)	实际募集资金 总额(亿元)
600448.SH	华纺股份	2017-11-15	2017-11-29	定向	5.91	3.70	-37.39	10,248.56	6.06
002397.SZ	梦洁股份	2017-12-20	2018-01-12	定向	7.48	4.74	-35.81	7,624.06	5.70
603518.SH	维格娜丝	2018-02-05	2018-03-06	定向	18.46	15.79	-13.80	2,826.24	5.22
601718.SH	际华集团	2017-04-11	2017-04-24	定向	8.19	3.72	-52.41	53,462.94	43.79
002293.SZ	罗莱生活	2018-01-23	2018-02-07	定向	11.84	11.10	-4.09	3,927.36	4.65
002042.SZ	华孚时尚	2017-02-23	2017-03-22	定向	12.62	6.88	-14.74	17,432.65	22.00
002780.SZ	三夫户外	2017-12-08	2017-12-21	定向	23.38	13.05	-44.18	1,114.09	2.60
603889.SH	新澳股份	2017-07-14	2017-08-01	定向	13.01	9.33	-26.90	6,849.11	8.91
002127.SZ	南极电商	2017-10-09	2017-11-09	定向	13.44	7.57	-15.22	2,912.89	3.91
002640.SZ	跨境通	2018-04-10	2018-04-27	定向	16.97	13.62	-19.48	3,886.27	6.59
002656.SZ	摩登大道	2017-07-24	2017-09-04	定向	15.71	9.61	-2.00	1,464.04	2.30
002404.SZ	嘉欣丝绸	2018-01-31	2018-03-06	定向	7.19	5.22	-25.43	5,702.36	4.10
603558.SH	健盛集团	2017-11-13	2017-12-01	定向	14.00	8.30	-39.79	1,373.82	1.92
603608.SH	天创时尚	2017-11-30	2017-12-25	定向	14.37	8.92	-36.55	3,573.42	5.13
002640.SZ	跨境通	2017-12-13	2018-01-26	定向	15.88	13.62	-13.95	7,326.83	11.63
603558.SH	健盛集团	2017-08-14	2017-08-31	定向	21.67	8.30	-61.10	3,211.81	6.96
增发预案									
代码	名称	最新公告日	方案进度	增发价格 (元)	预案价下限 (元)	最新价 (元)	预案差价率(%)	增发数量(万股)	预计募集资金 (亿元)
002291.SZ	星期六	2018-08-14	董事会预案	5.00		6.05	21.00	26,288.97	13.14
002291.SZ	星期六	2018-08-14	董事会预案			6.05		7,978.44	5.14
300526.SZ	中潜股份	2018-05-19	股东大会通过			12.30		3,300.00	4.90
603608.SH	天创时尚	2017-11-07	证监会核准			8.92		7,918.40	2.37
600626.SH	申达股份	2018-06-27	发审委通过			5.07		14,204.85	19.95
600987.SH	航民股份	2018-09-05	发审委通过	9.72		9.24	-0.48	11,008.23	10.70

资料来源：Wind,长江证券研究所（个股最新价为 9 月 7 日收盘价）

表 5：近一个月重要股东二级市场交易情况（2018/08/08-2018/09/08）

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价（元）	代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价（元）
603908.SH	牧高笛	1	1	减持	26.83	002780.SZ	三夫户外	2	1	减持	23.42
603877.SH	太平鸟	10	9	增持	22.90	002569.SZ	步森股份	1	1	增持	10.40
603558.SH	健盛集团	6	1	减持	8.35	002029.SZ	七匹狼	4	4	持平	6.26
600400.SH	红豆股份	1	1	增持	4.13	002003.SZ	伟星股份	8	1	增持	7.67

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

表 6：纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司

代码	简称	PE (2018E)	代码	简称	除类现金资产后 PE (2018E)	代码	简称	PEG (2018E)
002087.SZ	新野纺织	8.00	002029.SZ	七匹狼	2.21	600177.SH	雅戈尔	0.03
002394.SZ	联发股份	8.87	002087.SZ	新野纺织	5.24	600146.SH	商赢环球	0.12
000726.SZ	鲁泰A	9.21	600987.SH	航民股份	6.56	002154.SZ	报喜鸟	0.13
600987.SH	航民股份	9.31	002394.SZ	联发股份	6.69	002397.SZ	梦洁股份	0.18
603157.SH	拉夏贝尔	9.59	600177.SH	雅戈尔	6.76	300005.SZ	探路者	0.20
603518.SH	维格娜丝	10.52	600146.SH	商赢环球	7.89	002087.SZ	新野纺织	0.23
002083.SZ	孚日股份	10.89	603157.SH	拉夏贝尔	7.89	603608.SH	天创时尚	0.24
600146.SH	商赢环球	11.20	603518.SH	维格娜丝	8.04	603518.SH	维格娜丝	0.25
002327.SZ	富安娜	11.67	000726.SZ	鲁泰A	8.43	603558.SH	健盛集团	0.26
600398.SH	海澜之家	11.73	002042.SZ	华孚时尚	9.45	002640.SZ	跨境通	0.28

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

表 7：纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司

代码	简称	市值（百万元）	类现金资产/市值
002029.SZ	七匹狼	5,085.66	84.35%
600177.SH	雅戈尔	25,428.28	55.66%
600448.SH	华纺股份	1,941.94	49.81%
300005.SZ	探路者	2,994.75	47.04%
600626.SH	申达股份	3,600.93	43.45%
002674.SZ	兴业科技	2,156.87	41.77%
601718.SH	际华集团	16,336.86	40.15%
603116.SH	红蜻蜓	4,561.66	39.79%
002193.SZ	如意集团	3,404.92	37.12%
000982.SZ	*ST中绒	2,779.77	35.61%

资料来源：Wind,长江证券研究所

表 8：纺织服装板块股息率排名前 10 的公司

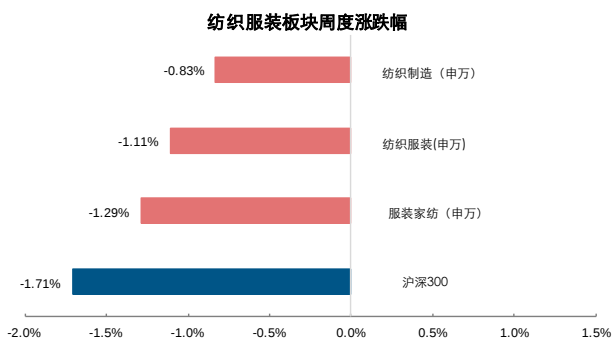
代码	简称	股息率（2017A）
601566.SH	九牧王	7.04%
600398.SH	海澜之家	4.95%
002674.SZ	兴业科技	4.85%
601339.SH	百隆东方	4.61%
000726.SZ	鲁泰A	4.57%
002083.SZ	孚日股份	4.49%
002003.SZ	伟星股份	4.37%
600177.SH	雅戈尔	4.36%
002394.SZ	联发股份	4.13%
002042.SZ	华孚时尚	3.73%

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

行情回顾

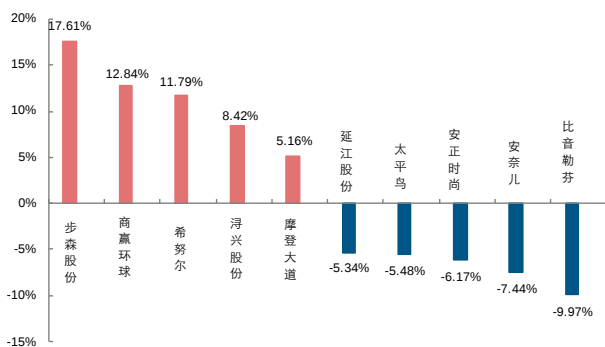
上周，纺织服装行业板块下跌 1.11%，同期沪深 300 指数下跌 1.71%，纺织服装板块跑赢大盘 0.60 个百分点，排名第 12。个股方面，涨幅前五分别为：步森股份（17.61%）、商赢环球（12.84%）、希努尔（11.79%）、浔兴股份（8.42%）、摩登大道（5.16%）；跌幅前五分别为：比音勒芬（-9.97%）、安奈儿（-7.44%）、安正时尚（-6.17%）、太平鸟（-5.48%）、延江股份（-5.34%）。

图 29：本周行业涨跌幅



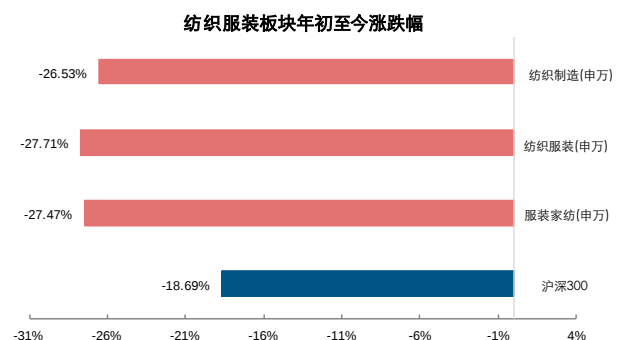
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 31：本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 30：年初至今行业涨跌幅



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 32：纺织服装板块 PE 历史走势



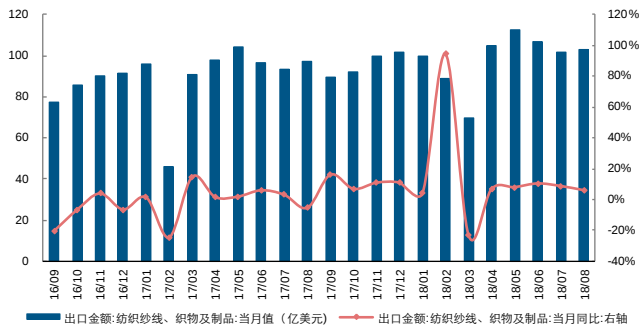
资料来源：Wind, 长江证券研究所。

数据追踪

宏观数据跟踪

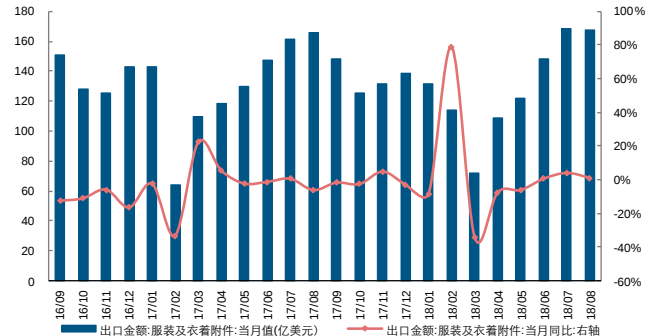
2018 年 8 月，纺织纱线、织物及制品出口金额为 102.83 亿美元，同比增长 6.06%；同期，服装及衣着附件出口金额为 167.69 亿美元，同比增长 1.10%。2018 年 1-8 月，纺织纱线、织物及制品累计出口金额为 787.35 亿美元，同比增长 9.50%；同期，服装及衣着附件出口金额为 1,026.65 亿美元，同比下降 0.30%。

图 33：8 月，纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 6.06%



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 34：8 月，服装及衣着附件出口金额同比增长 1.10%



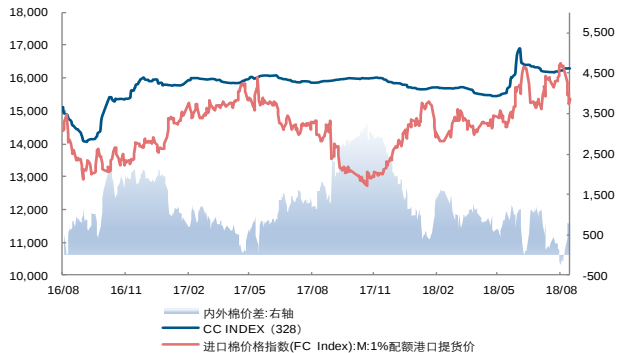
资料来源：Wind, 长江证券研究所

原材料价格跟踪

截至 9 月 7 日，国内 328 级棉花现货收报 16,330 元/吨，较 8 月 31 日上涨 0.09%；进口棉（M）1%配额港口提货价 15,675 元/吨，国内外棉价差 655 元/吨，较 8 月 31 日收窄 265 元/吨；进口棉（M）滑准税港口提货价较 8 月 31 日上升 201 元/吨至 16,380 元/吨，国内外棉价差（滑准税）为 -50 元/吨，结束倒挂。

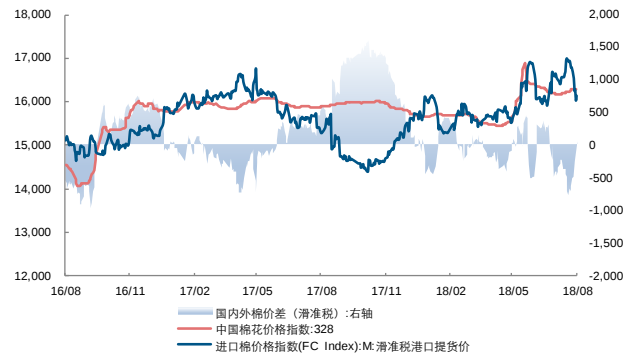
截至 9 月 7 日，国内纱线价格 24,330 元/吨，较 8 月 31 日上涨 50 元/吨；进口纱线港口提货价为 24,513 元/吨，较 8 月 31 日上涨 50 元/吨；国内外纱线价差为 -183 元/吨，较 8 月 31 日持平。截至 9 月 5 日，坯布价格为 5.76 元/米，较上周上涨 0.01 元/米。

图 35：截至 9 月 7 日，国内外棉价差为 655 元/吨



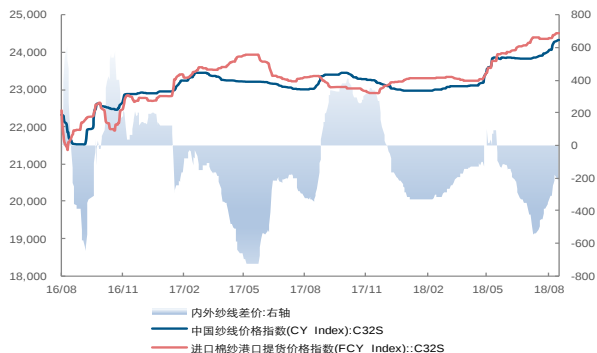
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 36：截至 9 月 7 日，国内外棉价差（滑准税）为 -50 元/吨



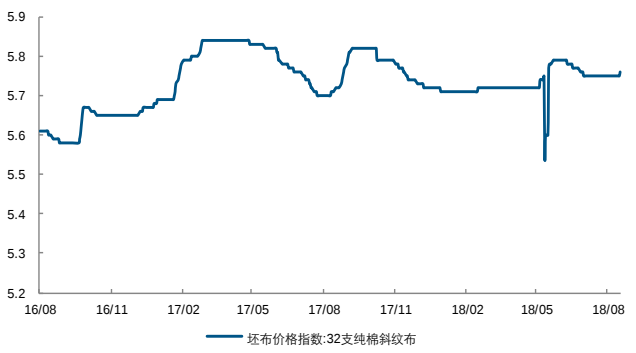
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 37：截至 9 月 7 日，国内外纱线价差为 -183 元/吨



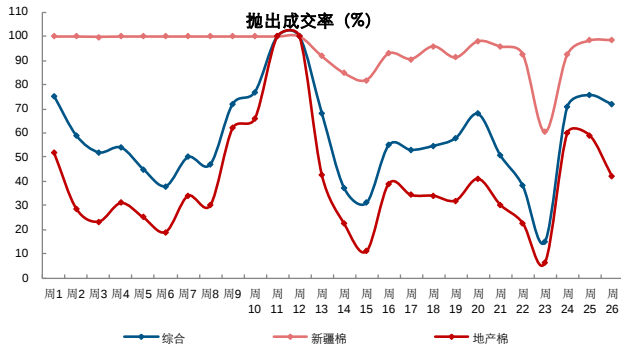
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 38：截至 9 月 5 日，坯布价格为 5.76 元/米



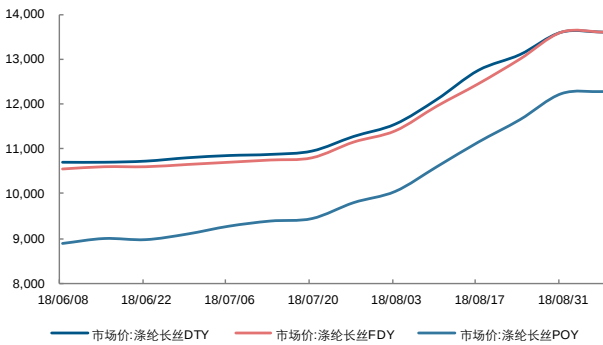
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 39：第 26 周（9.3-9.7）国储棉抛储成交率较上周略有下降



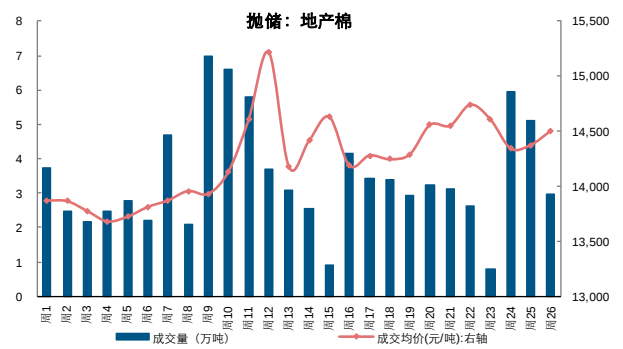
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 41：近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现（元/吨）



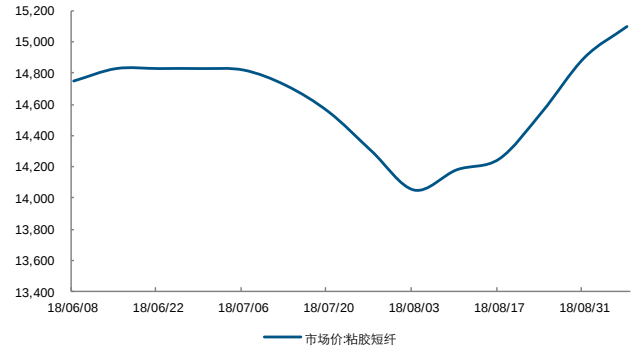
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 40：第 26 周（9.3-9.7）地产棉抛储量缩价升



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 42：近 3 个月粘胶短纤市场表现（元/吨）



资料来源：Wind,长江证券研究所

国际纺织服装企业估值指标

表 9：国际纺织服装企业估值

类别	公司简称	昨日 收盘价	调整市值 (百万美元)	EPS			PE		
				上一年度	当前年度	下一年度	上一年度	当前年度	下一年度
运动休闲	Nike Inc (美元)	80.30	128,525	1.17	2.66	3.13	69	30	26
	adidas (欧元)	206.80	50,020	5.42	8.13	9.46	38	25	22
	Puma(欧元)	439.50	7,663	9.09	13.06	17.00	48	34	26
	Lululemon Athletica (美元)	150.82	19,964	1.90	3.57	4.18	79	42	36
	李宁(港元)	7.30	2,034	0.21	0.29	0.38	35	25	19
	安踏体育(港元)	38.75	13,254	1.17	1.48	1.83	33	26	21
奢侈品	LVMH(欧元)	284.15	165,925	10.21	12.62	13.71	28	23	21
	Hermes International(欧元)	530.40	64,735	11.70	12.68	13.77	45	42	39
	Tapestry(美元)	49.18	14,166	1.39	2.79	3.09	35	18	16
	Michael Kors Holdings Ltd(美元)	72.36	10,805	3.89	5.05	5.37	19	14	13
	Ralph Lauren Corp(美元)	130.04	10,550	1.99	6.63	7.20	65	20	18
	Burberry Group(英镑)	20.92	11,183	0.69	0.81	0.85	30	26	25
	PVH Corp(美元)	132.55	10,169	6.93	9.27	10.32	19	14	13
	Kering (欧元)	447.20	65,287	14.17	21.31	24.60	32	21	18
大众品牌	Fast Retailing Co Ltd(日元)	53,900	51,503	1,170	1,407	1,596	46	38	34
	Inditex(欧元)	25.17	90,692	1.08	1.14	1.24	23	22	20
	Gap Inc(美元)	28.94	11,133	2.16	2.58	2.71	13	11	11
	H&M(克朗)	121.28	22,084	9.78	8.23	8.34	12	15	15
	TJX Cos Inc(美元)	109.93	68,241	4.10	4.94	5.42	27	22	20
	Abercrombie & Fitch Co(美元)	20.06	1,360	0.10	0.87	1.07	201	23	19
	中国利郎(港元)	8.29	1,265	0.51	0.65	0.76	16	13	11

资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

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

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

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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