

远近高低各不同：以美为鉴探究经济起落中服装行业内部变化

——纺织服装行业 2019 年度投资策略

行业年度报告

◆我国品牌服饰行业现状总结：长期空间大，短期受到消费疲软影响

长期来看，我国服饰行业发展空间大，较发达国家在人均消费水平、集中度等方面仍存在较大提升空间；中短期来看，品牌服饰受到多个正负向因素交织影响：1) 行业调整到位在 17H1 现复苏，前期粗放发展积累的库存积压、终端价格虚高、渠道变迁三大影响逐步得到消化和缓解，行业步入调整期结束后的良性增长阶段，经营质量和效率提升，盈利能力和存货周转能力持续好转。2) 经济下行压力下总体零售自 18Q2 以来持续疲软，影响品牌服饰需求、制约行业复苏进程中的斜率，18Q2 以来行业收入增速持续放缓。3) 17Q4~18Q1 冷冬+春节较晚带来一次性高基数，18Q4 入冬时间较晚不利于冬装销售。

◆美国十二年：经济起落下服装细分品类及其格局如何变化？

虽然中美服装行业发展阶段不同，但各细分品类消费特征具备共通性。观察美国 2006~2017 年各细分品类及其竞争格局的变化发现：

1) 运动服饰、童装、内衣品类具备长期的高景气度，使其在经济下行周期中有相对较好的抗风险能力（如 08~09 年金融危机中相比于其他品类的收入增速下滑、运动服饰和童装代表公司收入仍可保持增长）；行业集中度长期持续提升，龙头表现突出。

2) 大众服饰应对经济下行周期具有调整快、恢复快的特征，在初始冲击消化后，经济悲观的充分预期下消费者对性价比的偏好上升可能促大众服饰品类率先回暖、结构性获益，拉长看该品类在不同经济周期中增速的波动性最小。格局上大众服饰美国本土市场竞争激烈，主要面临运动服饰品牌的份额侵占，国外龙头并未在美国市场占到便宜，本土品牌具备一定先发优势（尤其是男装领域）。

3) 高端服饰受经济周期影响较大，同时个体差异较大致行业增长波动性强、更应注重个体公司的素质，存在逆势成长的案例。美国经验显示部分本土高端服饰公司激进扩张致外延和内生增长波动较大，高端定位的公司应更加注重同店增长的稳定性和拓店的合理性。

◆纺织制造行业回顾与展望：短期关注棉价及汇率机会

纺织制造长期产能向海外转移为大势所趋，行业集中度加速提升有望催生产业链条上议价能力较强的优质供应链龙头公司出现。短期关注棉花供需格局变化带来的棉价上行周期机会、但新棉丰产和下游需求疲弱将推后棉价上行时间节点，以及中美贸易摩擦进展和汇率走向。

◆投资建议

品牌服饰行业：短期基本面存压力，可适当配置低估值、高股息率的防御性品种（海澜之家、九牧王、地素时尚等）；中期借鉴美国经验，建议关注高景气赛道的龙头（童装森马服饰、运动服饰安踏体育等）、性价比定位龙头（海澜之家、森马服饰、太平鸟、南极电商、开润股份等），以及高端服饰中内生增长优秀、长期发展战略明晰的标的（歌力思、比音勒芬等）。

纺织制造行业：综合行业地位、产能扩张情况、棉价上行及贬值受益情况、股息率，建议关注鲁泰 A、华孚时尚、百隆东方、新野纺织等。

风险分析：宏观经济增速下行致终端消费持续疲软；汇率波动；中美贸易摩擦加剧；棉价下跌或大幅波动等。

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

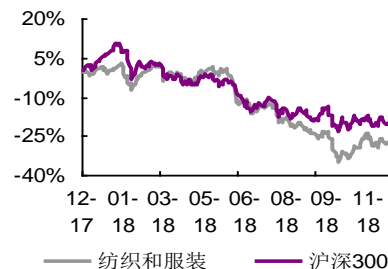
lijie_yjs@ebscn.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

业绩高增+战略明确，本土高级时装集团呼之欲出——歌力思深度报告

.....2018-09-18

国内国外都精彩，布局轻奢正当时——轻奢行业深度报告

.....2018-09-05

小米生态链稀缺标的，极致单品龙头成长性高——开润股份投资价值分析报告

.....2018-09-03

行业复苏龙头蓄力，海外拾珠谁领风骚——从海外百年家纺沉浮史剖析我国家纺行业演进历程

.....2018-08-31

颜值时代，医美崛起——美丽经济趋势下我国医美产业深度剖析

.....2018-08-29

匠心打造中高端服饰集团，差异化定位龙头快速增长——比音勒芬投资价值分析报告

.....2018-08-16

消费升级助力行业高景气，本土品牌占优拥抱成长——母婴童行业深度报告系列（一）

.....2018-08-15

演绎中至高档女装，缔造年轻原创时尚——地素时尚新股深度报告

.....2018-06-21

化妆品行业蓬勃发展，本土品牌锋芒初露——化妆品行业深度报告

.....2018-06-17

投资聚焦

研究背景

2018 年以来，终端零售持续疲软，作为可选消费之一的品牌服饰行业增速自 18Q1 的高点逐步放缓；纺织制造行业亦历经多个波动，如棉价 5 月躁动、后期被打压，以及中美贸易摩擦的不确定性影响。总体来看，纺织服装行业基本面承压。在此背景下，纺织服装板块行情 2018 年以来跑输大盘，目前行业估值已经基本调整到历史低位。

创新之处

在本篇报告中我们希望剖析两个方面的问题：

1) 对品牌服饰行业现状的判断应基于多个角度抽丝剥茧，正负向不同影响因素在当前均在起作用，应分清其影响是长期或短期。从本质上来看，我们前期判断品牌服饰行业在 17H1 结束调整、明确现复苏，行业自此之后回归良性增长阶段、整体经营效率提升是可持续的，即使在 18 年前三季度收入增长不佳背景下，行业经营效率和运营能力指标仍在好转；同时行业受到零售环境疲软（18Q2 至今、尚未见到明显改善）和短期 18Q4~19Q1 高基数影响，这意味着在 19Q2 行业增速可能因高基数效应的减弱环比现改善。

2) 服装行业总体受到经济下行压力影响时，不同细分品类的表现各异，**哪些品类具有长期相对较好的抗风险能力？哪些品类应对经济冲击更为敏感、哪些最先恢复？不同经济周期中国内外公司表现是否有不同？**我们希望借鉴美国长期经验，剖析在不同经济周期（调整期或者持续增长期）中各个服装细分品类的表现及其格局变化。我们分析了美国近十二年间不同服装品类的长期行业景气度、应对经济冲击的表现（调整和复苏的节奏和幅度）、在不同经济周期中行业格局的变化、以及国内外公司在竞争中的表现。这有助于我们在当前时点对服装行业的内部变化认识更为清晰，为选择品类和标的提供借鉴。从美国经验来看，我们认为**长期运动服饰、童装、内衣品类具备较高的景气度；大众服饰品类具有调整快、恢复快、调整时间短的特点，这可能与其性价比定位、获益消费者偏好结构变化有关，另外本土公司具备一定先发优势；高端服饰则应更关注个体公司的机会。**

投资观点

品牌服饰行业：短期基本面存压力，可适当配置低估值、高股息率的防御性品种（海澜之家、九牧王、地素时尚等）；中期借鉴美国经验，建议关注高景气赛道的龙头（童装森马服饰、运动服饰安踏体育等）、性价比定位龙头（海澜之家、森马服饰、太平鸟、南极电商、开润股份等），以及高端服饰中内生增长优秀、长期发展战略明晰的标的（歌力思、比音勒芬等）。

纺织制造行业：综合行业地位、产能扩张情况、棉价上行及贬值受益情况、股息率，建议关注鲁泰 A、华孚时尚、百隆东方、新野纺织等。

目录

1、 我国品牌服饰行业现状总结	7
1.1、 长期：我国服装行业在人均规模、集中度、龙头份额上仍具备较大成长空间.....	7
1.2、 中短期：正负多个影响因素交织.....	8
1.2.1、 正向：行业于 17H1 确立复苏、回归良性增长	9
1.2.2、 负向：零售环境疲软影响需求.....	10
1.2.3、 负向：18Q4~19Q1 面临高基数压力	12
1.3、 财务分析：收入端受零售影响，净利率和周转略好转显示运转良性	13
1.3.1、 行业总览：收入增速放缓、但经营指标继续转好	13
1.3.2、 子行业横向比较.....	15
1.3.3、 子行业公司表现.....	18
2、 美国十二年：经济起落下服装细分品类及其格局如何变化.....	22
2.1、 中美在服装品类消费上具备共通性	22
2.2、 美国服装行业：典型的成熟市场.....	25
2.3、 美国服装各品类在经济周期中的表现.....	27
2.3.1、 不同品类在经济周期中的表现	28
2.3.2、 各品类竞争格局如何变化.....	31
2.4、 各品类龙头公司在经济周期中的表现.....	32
2.4.1、 童装：老牌专业童装龙头巩固优势，运动品牌及国外龙头开始突围	33
2.4.2、 运动装：龙头 Nike 强势，众多美式细分品牌涌现、国外品牌并不占优.....	34
2.4.3、 大众服饰：竞争激烈、整合加剧，国外品牌渗透力弱	35
2.4.4、 高端服饰：本土公司前期快速扩张致后继乏力，并购整合加剧	39
2.5、 中国展望	41
2.5.1、 消费环境：经济存下行压力、政策引导支持，结构上品质消费和消费升级越发明显.....	41
2.5.2、 消费者：年轻群体话语权加强.....	42
2.5.3、 美国启示与借鉴：行业和公司不同层面的观察总结	43
3、 纺织制造行业回顾与展望	46
3.1、 长期产能向海外转移趋势不改	46
3.2、 棉价上行存基础，关注相关棉纺企业机会	48
3.2.1、 棉价端：供需格局变化，有望促上行趋势形成	48
3.2.2、 出口端：需求有好转，需关注中美贸易摩擦和汇率走向	50
4、 行业估值与投资建议	52
4.1、 行业表现与历史估值	52
4.2、 投资策略	53
4.2.1、 品牌服饰行业.....	53
4.2.2、 纺织制造行业.....	54
5、 风险分析.....	55
附录	56

图表目录

图 1：2017 年美日中人均服装消费金额对比	7
图 2：2017 年美日中各品类人均服装消费金额对比	7
图 3：2017 年美日中分品类集中度 CR5 对比（%）	8
图 4：2017 年美日中分品类龙头公司市场份额对比（%）	8
图 5：大众品类国内外代表性龙头企业 2017 年营业收入比较（单位：亿元人民币）	8
图 6：高端品类国内外代表性龙头 2017 年营业收入比较（单位：亿元人民币）	8
图 7：2016 年以来 A 股品牌服饰行业上市公司合计收入增速	9
图 8：品牌服饰行业平均存货周转天数同比变化（天）	10
图 9：太平鸟分渠道类型零售额占比（%）	10
图 10：2008Q1~2018Q3 我国 GDP 各季度同比增速（%）	11
图 11：2000 年至今我国社会消费品零售总额同比增速（%）	11
图 12：2016 年至今我国必选消费品类零售额累计同比增速（%）	11
图 13：2016 年至今我国可选消费品类零售额累计同比增速（%）	11
图 14：2016 年至今我国消费者信心指数	12
图 15：品牌服饰行业单季度合计收入同比增速（%）	12
图 16：我国主要城市平均月最高气温均值（10~12 月，℃）	12
图 17：我国主要城市平均月最高气温均值（1~3 月，℃）	12
图 18：品牌服饰行业合计营业收入同比增速（%）	13
图 19：品牌服饰行业单季度合计营业收入同比增速（%）	13
图 20：品牌服饰行业平均毛利率（%）	13
图 21：品牌服饰行业平均毛利率同比变化幅度（PCT）	13
图 22：品牌服饰行业平均净利率（%）	14
图 23：品牌服饰行业平均净利率同比变化幅度（PCT）	14
图 24：品牌服饰行业平均存货周转天数同比变化（天）	14
图 25：品牌服饰行业平均应收账款周转天数同比变化（天）	14
图 26：品牌服饰行业合计经营净现金流同比增速（%）	15
图 27：大众服饰行业代表公司单季度收入同比增速（%）	19
图 28：中国 2003 年和 2017 年各服装细分品类市场占比（%）	23
图 29：美国 2003 年和 2017 年各服装细分品类市场占比（%）	23
图 30：近 4 年（2014~2017 年）中美各品类年复合增速（%）	23
图 31：我国总体居民人均消费结构变化（%）	24
图 32：1929~2017 年美国代表品类消费支出占比走势（%）	24
图 33：我国健身产业规模及增速	24
图 34：部分国家及地区体育健身活动参与率（%）	24
图 35：2003 年中国和美国服装鞋帽销售渠道结构（%）	25
图 36：2017 年中国和美国服装鞋帽销售渠道结构（%）	25

图 37 : 美国 GDP 总额及增速	26
图 38 : 美国 GDP 增速与服装消费支出增速比较	26
图 39 : 美国服装消费支出占总体 GDP 比例	26
图 40 : 美国服装 CPI 与总体 CPI 增速比较 (%)	27
图 41 : 美国服装消费支出量、价指数增速比较 (%)	27
图 42 : 美国服装及各子行业规模复合增速 (%)	28
图 43 : 美国服装及各子行业规模和 GDP 增速 (%)	28
图 44 : 美国代表性公司分品类销售收入增速 (%)	29
图 45 : 美国服装总体及子行业 2008 年至 2010 年集中度 CR10 变化 (PCT)	32
图 46 : 美国服装总体及子行业 2010 年至 2017 年集中度 CR10 变化 (PCT)	32
图 47 : 美国童装行业代表性品牌份额变化情况 (%)	34
图 48 : 美国运动装行业代表性品牌份额变化情况 (%)	35
图 49 : 美国本土大众服装品牌销售收入增速	39
图 50 : 国外大众服装品牌在美国市场销售收入增速	39
图 51 : 体量较大的代表性高端到奢侈品牌美国市场收入情况 (2016 年, 百万美元)	40
图 52 : 2007~2017 年美国本土高端服装公司在美国市场销售收入增速	40
图 53 : 2006~2017 年美国本土高端服装公司在美国市场的同店销售增速 (%)	41
图 54 : 2001~2017 年我国 GDP 增速与各消费品类增速相关系数	41
图 55 : 中国快消品品牌快速迭代	42
图 56 : Y 时代 (1981~1995 年出生) 和 Z 世代 (1995 年之后出生) 对奢侈品消费购买意愿加强, 占比提升	43
图 57 : Z 世代和中国 Z 世代群体消费画像	43
图 58 : 2015 年美国青少年最爱的服饰品牌投票情况	43
图 59 : 我国服装行业 2017 年龙头品牌近 10 年来名次 (名)	45
图 60 : 全球纺织产业转移情况	46
图 61 : 我国纺织业企业单位数变化 (家)	48
图 62 : 主要棉纺织龙头公司与行业毛利率比较 (% , 2017 年)	48
图 63 : 主要棉纺织龙头公司与行业净利率比较 (% , 2017 年)	48
图 64 : 国内棉花供需格局示意图	49
图 65 : 国内外棉花供需情况 (单位 : 万吨)	50
图 66 : USDA 2018 年 12 月棉花供需平衡表	50
图 67 : 国内棉花现货价格走势 (更新至 2019/1/7 , 元/吨)	50
图 68 : 国外棉花现货价格走势 (更新至 2019/1/5 , 美分/磅)	50
图 69 : 我国纺织品服装出口累计同比增速 (%)	51
图 70 : 美元兑人民币汇率走势 (更新至 2019/1/7)	51
图 71 : 棉纺织子行业龙头公司毛利率 (%)	51
图 72 : 棉纺织子行业龙头公司毛利率同比变化幅度 (PCT)	51
图 73 : 各一级行业指数 2018 年至今涨跌幅 (% , 更新至 2019/1/7)	52
图 74 : 纺织服装行业与大盘累计涨跌幅走势 (% , 更新至 2019/1/7)	52

图 75：纺织服装行业及子行业 2018 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/1/7）	52
图 76：纺织服装行业及子行业 2011 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/1/7）	52
图 77：品牌服饰代表性公司市盈率（TTM，更新至 2019/1/7）	53
表 1：历年天猫双十一女装品牌销售排名	10
表 2：品牌服饰子行业营业收入同比增速（%）	16
表 3：品牌服饰子行业归母净利润同比增速（%）	16
表 4：品牌服饰子行业毛利率同比变化（PCT）	17
表 5：品牌服饰子行业净利率同比变化（PCT）	17
表 6：品牌服饰子行业存货周转天数同比变化（天）	18
表 7：品牌服饰子行业应收账款周转天数同比变化（天）	18
表 8：大众服饰子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）	19
表 9：高端服饰子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）	20
表 10：家纺子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）	20
表 11：男装子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）	21
表 12：童装&内衣子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）	21
表 13：箱包&鞋类子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）	22
表 14：户外&运动服饰子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）	22
表 15：代表性全球龙头服装公司布局中国和美国市场情况	25
表 16：美国服装行业发展阶段	27
表 17：美国服装类上市公司统计样本列表	29
表 18：各品类公司收入合计增速变化情况	31
表 19：美国服装总体及子行业集中度变化情况	32
表 20：美国童装行业代表性品牌份额排名变化情况	33
表 21：美国运动装行业代表性品牌份额排名变化情况	34
表 22：美国男装行业代表性品牌份额排名变化情况	36
表 23：美国男装行业代表性品牌份额和排名情况（剔除运动服饰品牌）	36
表 24：美国女装行业代表性品牌份额排名变化情况	37
表 25：美国女装行业代表性品牌份额和排名情况（剔除运动服饰、内衣品牌）	38
表 26：主要高端服装公司美国市场外延开店增速（%）	40
表 27：2018 年 11 月跨境电商进口零售政策调整一览	42
表 28：纺织龙头公司海外产能布局情况	47
表 29：品牌服饰行业统计上市公司样本列表	56
表 30：纺织制造行业统计上市公司样本列表	57
表 31：品牌服饰行业 2018 年业绩预告	58
表 32：纺织制造行业 2018 年业绩预告	58
表 33：行业重点上市公司盈利预测与估值	59
表 34：纺织服装行业公司近 3 年股息率情况（%）	59

1、我国品牌服饰行业现状总结

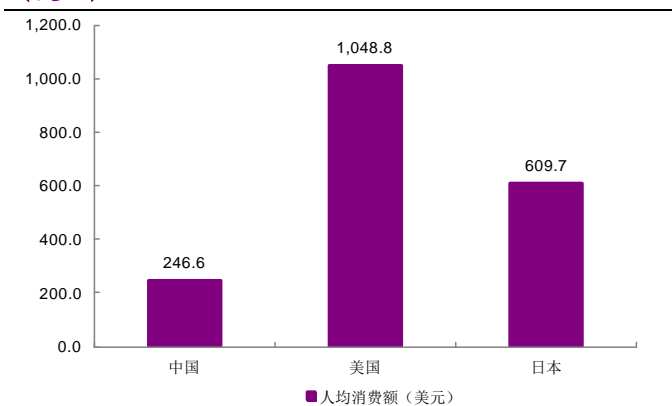
从长期和中短期两个角度来观察我国服装行业，我们认为具备以下特点：长期发展空间较大、较发达国家存在很大提升空间，中短期而言行业存在多个正负向因素交织影响，包括调整到位呈现复苏、步入调整结束后的良性增长阶段，以及总体零售疲软和部分一次性因素带来的高基数影响。

1.1、长期：我国服装行业在人均规模、集中度、龙头份额上仍具备较大成长空间

相较发达国家，我国服装行业发展时间短、尚不成熟，服饰人均消费金额和行业集中度低于国外，存在行业总体蛋糕做大和集中度提升的空间。参考国外服装巨头体量，我国单个服装企业仍存在发展壮大的空间。

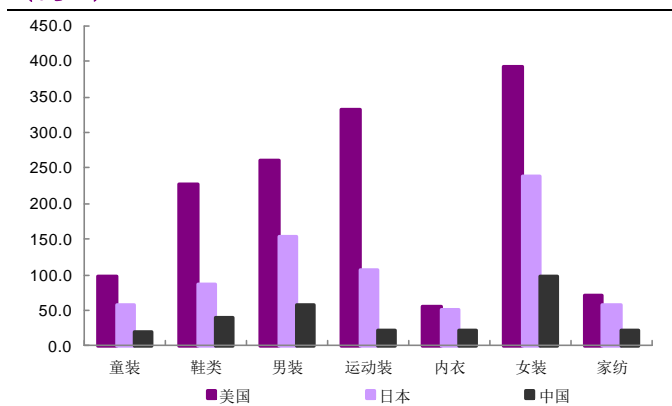
从人均支出来看，2017年我国人均总服装消费分别为美国的1/4.3、日本的1/2.5。各品类人均服装消费金额均低于发达国家。

图 1：2017 年美日中人均服装消费金额对比 (美元)



资料来源：Euromonitor

图 2：2017 年美日中各品类人均服装消费金额对比 (美元)

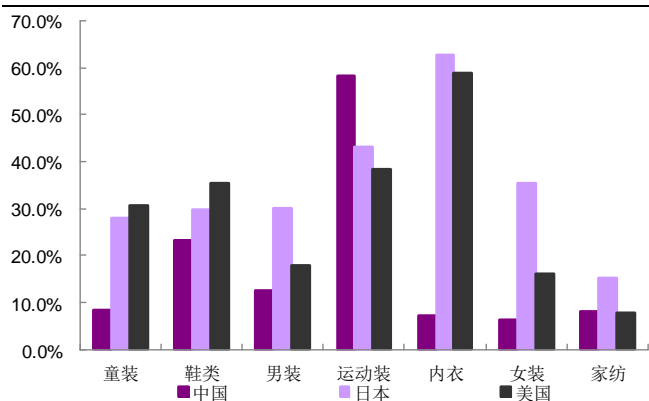


资料来源：Euromonitor

从行业集中度角度，我国相比发达国家也处于较低水平。从行业集中度 CR5 来看，除运动装以外其他品类集中度均明显低于美国和日本，其中以内衣和女装差距最大，我国内衣 CR5 为 7.1%（为美国、日本的 1/8、1/9），女装 CR5 为 6.3%（为美国、日本的 1/3、1/6）。其他品类集中度亦低于国外，运动服饰虽然集中度较高，但国际强势品牌阿迪、耐克占据了前二大龙头地位及合计 40.9% 的份额，本土品牌安踏位于第三、占据 8% 份额，其他本土品牌李宁、361 度、特步分别占据 5.3%、4%、3.8% 的市场份额，相比于国际龙头、本土品牌在中国市场集中度偏低、存在份额提升空间。

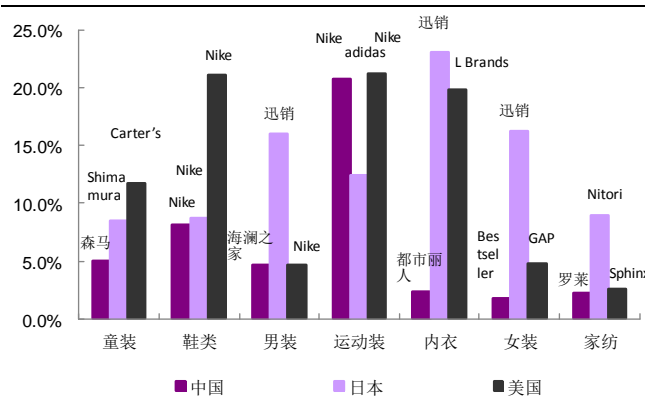
从龙头份额来看，我国龙头公司市场份额也明显低于国外，举例来看，我国童装龙头森马服饰旗下的巴拉巴拉占据了 5% 份额，相比于美国龙头 Carter's 的 11.7% 和日本龙头 Shimamura 的 8.5% 仍较低。

图 3：2017 年美日中分品类集中度 CR5 对比 (%)



资料来源：Euromonitor

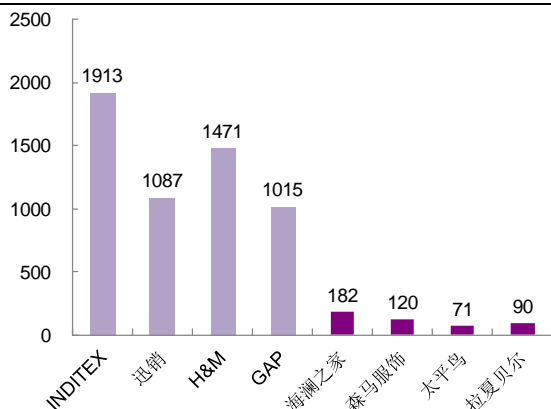
图 4：2017 年美日中分品类龙头公司市场份额对比 (%)



资料来源：Euromonitor

同时，参考全球层面单个服装巨头公司的体量，我国单个服装企业仍存在发展壮大的空间。如大众品类的全球性巨头 ZARA 品牌母公司 INDITEX2017 年的收入规模为我国龙头企业海澜之家的 10 倍以上。

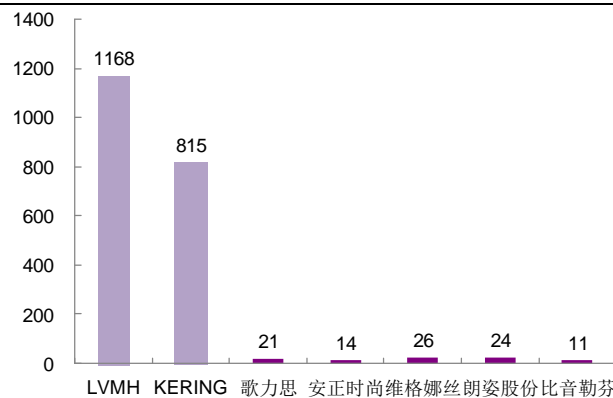
图 5：大众品美国内外代表性龙头企业 2017 年营业收入比较 (单位：亿元人民币)



注：按 2018 年 6 月 8 日汇率统一折算为人民币 (1 欧元=7.5496 元人民币, 1 美元=6.4003 元人民币, 100 日元=5.8360 元人民币, 1 瑞典克朗=0.7355 元人民币, 下同)。

资料来源：wind, Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 6：高端品美国内外代表性龙头 2017 年营业收入比较 (单位：亿元人民币)



注：LVMH 采用时装皮革业务收入数据，KERING 采用奢侈品业务收入数据。

资料来源：wind, Bloomberg, 光大证券研究所整理

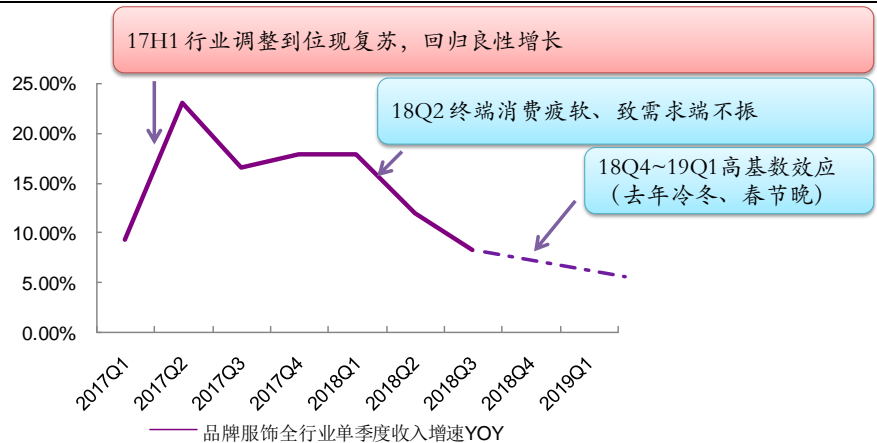
1.2、中短期：正负多个影响因素交织

2016 年至今，品牌服饰行业经历了多个因素影响，从而呈现出发展的波折性。行业收入增速在 2017 年~2018Q1 明显回升，但随后两个季度逐步放缓。一方面，从自身发展阶段而言行业于 2017 年结束调整呈现复苏，整体经营明显好转；另一方面，受总体零售环境 18Q2 以来转弱影响，行业需求受到影响、收入端亦受波及；另外，18Q4~19Q1 两个季度可预见较高基数，给行业总体收入增速也带来一定压力。

总体来看，我们认为：1) 服装行业增速将受到整体宏观经济和消费增长的制约，若经济持续下行、居民消费意愿较弱，服装行业增速亦将与其他消费品类一同受到需求不振的影响；2) 相比于其他可选消费品类，由于具备调

整后复苏中的特征，行业内部的经营表现是向好的，这方面具备一定相对优势；3) 短期各季度之间可能因基数高低带来波动，如可预见 18Q4 和 19Q1 面临高基数影响，19Q1 行业收入增速可能为 19 年全年低点，19Q2 及之后由于基数降低、在增速上可能环比迎来改善。

图 7：2016 年以来 A 股品牌服饰行业上市公司合计收入增速



注：虚线预测部分为光大证券研究所所画的示意图，表示趋势而非详细数值。

资料来源：wind，光大证券研究所统计和预测

1.2.1、正向：行业于 17H1 确立复苏、回归良性增长

从行业发展阶段而言，当前行业处于调整后、复苏已开启的阶段。回顾历史：

- 1) 2008 年之前为行业粗放式高增长阶段，主要增长动力为外延扩张；
- 2) 2008~2012 年，行业景气度继续攀升、逐步达到高点，在这一阶段，在外延扩张促行业增长的基础上，提价也成为主要发展动力之一，共促行业持续繁荣、品牌化继续推进；
- 3) 2012~2016 年，前期粗放式增长积累的问题爆发（如终端库存积压、价格虚高等），同时渠道结构发生较大变化（电商、购物中心新兴渠道逐步兴起，渠道多元化、前期的渠道稀缺性优势不再），行业进入调整期，增速放缓；
- 4) 2017 年至今，尤其在 2017 年中期时点，行业各项数据出现明显改善，包括收入增速以及各经营指标等，我们判断行业复苏大趋势开始确立，行业逐步回归良性增长。

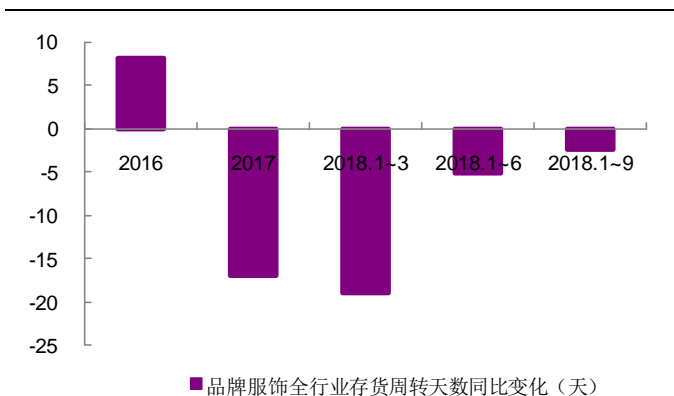
2017 年行业整体数据的改善主要由于前期调整期遇到的三大问题（库存积压、终端价格虚高、渠道变迁）均已出现较大改善和消化，对行业的成长制约影响已经基本消除：

- 1) 从存货周转指标来看，2017 年中期开始出现好转，至今持续同比加快、显示存货周转能力回升。从公司举措来看，海澜之家、拉夏贝尔推行 RFID 技术、太平鸟实施 TOC 模式、森马推行快反模式等，业内公司均在积极探索货品管理提效措施，从而提高经营和运转效率。
- 2) 价格方面，2008-2011 年服装行业进入一轮提价周期，且提价幅度不断上升，尤其到 2011 年提价幅度最为明显，造成服装价格虚高局面。2012 年

行业进入调整期以来，服饰产品吊牌价格基本持平，随着居民收入水平的持续提升，服装产品价格虚高问题（即服装价格与居民收入水平的背离程度）逐步得到消化和缓解。

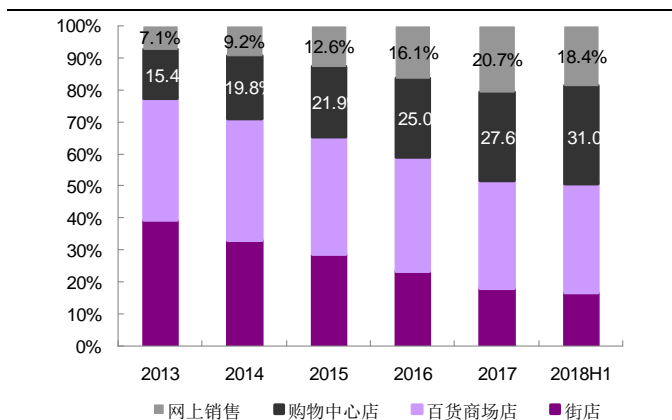
3) 经过几年拓展，线下龙头在电商和购物中心新兴渠道占比持续提升（如太平鸟电商和购物中心零售额合计占比 2018 年上半年已达 49.4%），已逐步在新渠道确立竞争优势，如双十一数据显示线下龙头品牌近 6 年来已经逐步战胜之前占优的纯电商品牌、占据排名前列（以女装为例线下龙头品牌优势进一步凸显）。同时在流量红利减弱的背景下，传统品牌依托已有的经营积累（如用户粉丝资源、品牌号召力、供应链资源、渠道资源、品牌运营经验等）有望在未来的新零售趋势中更好的把握机会、在竞争中实现突围。

图 8：品牌服饰行业平均存货周转天数同比变化（天）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 9：太平鸟分渠道类型零售额占比（%）



资料来源：公司招股书、定期报告，光大证券研究所整理

表 1：历年天猫双十一女装品牌销售排名

排名	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
1	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	韩都衣舍	茵曼
2	ONLY	Veromoda	ONLY	韩都衣舍	优衣库	韩都衣舍
3	Veromoda	ONLY	波司登	拉夏贝尔	artka	artka
4	波司登	伊芙丽	韩都衣舍	ONLY	茵曼	裂帛
5	伊芙丽	韩都衣舍	乐町	欧时力	波司登	欧时力
6	韩都衣舍	太平鸟	欧时力	Veromoda	欧时力	波司登
7	乐町	波司登	Veromoda	裂帛	初语	ONLY
8	太平鸟	乐町	太平鸟	乐町	妖精的口袋	歌莉娅
9	jupe vendue	jupe vendue	伊芙丽	茵曼	ONLY	Veromoda
10	Teenie Weenie	欧时力	裂帛	artka	裂帛	初语

注：浅紫色底色为电商品牌（即从电商平台开始发展、而非传统从线下渠道开始发展起来的品牌）。

资料来源：亿邦动力网，光大证券研究所整理

1.2.2、负向：零售环境疲软影响需求

宏观经济增速呈现放缓，2018 年三季度我国 GDP 增速放缓至 6.5%，增速水平为 09 年金融危机以来的历史低位，经济下行压力有所加大。

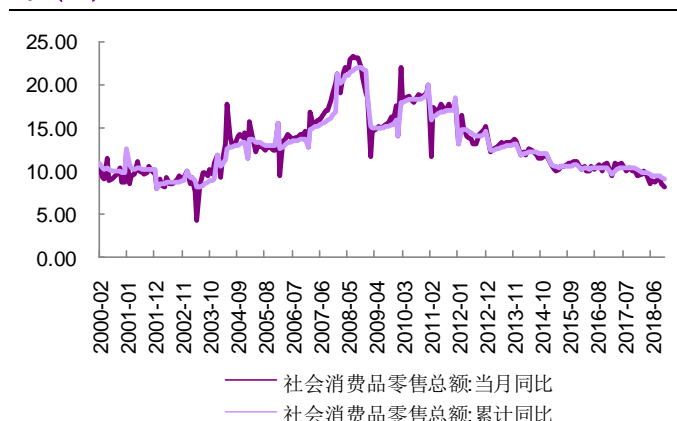
2018 年二季度以来国内外经济形势变化，影响到国内零售环境。社会零售总额增速 2018 年年初以来持续放缓。

图 10: 2008Q1~2018Q3 我国 GDP 各季度同比增速(%)



资料来源: wind

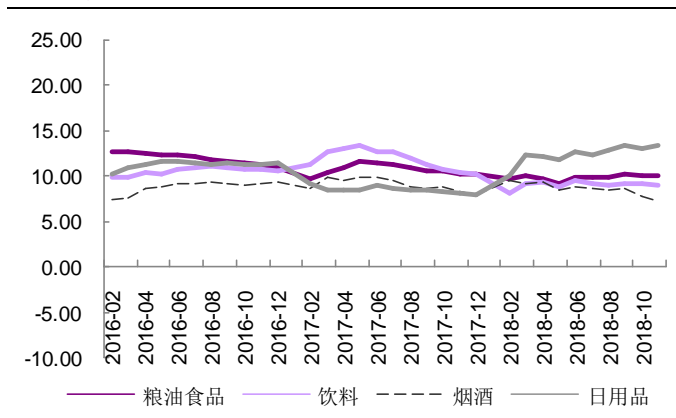
图 11: 2000 年至今我国社会消费品零售总额总额同比增速 (%)



资料来源: wind

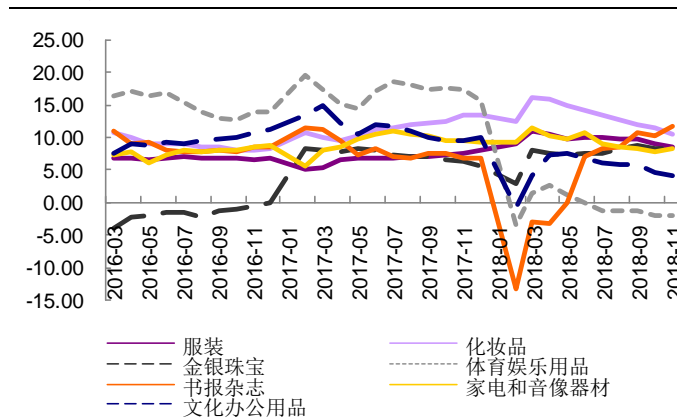
消费分化, 可选表现转弱、必选坚挺。典型可选消费品类如家电、化妆品、服装等品类, 2017 年销售旺盛、增速提升, 2018 年以来增速均有所下行; 而必选消费增速则相对稳定, 除烟酒增速略有放缓外, 其他品类增速 2018 年以来基本稳定。

图 12: 2016 年至今我国必选消费品类零售额累计同比增速 (%)



资料来源: wind

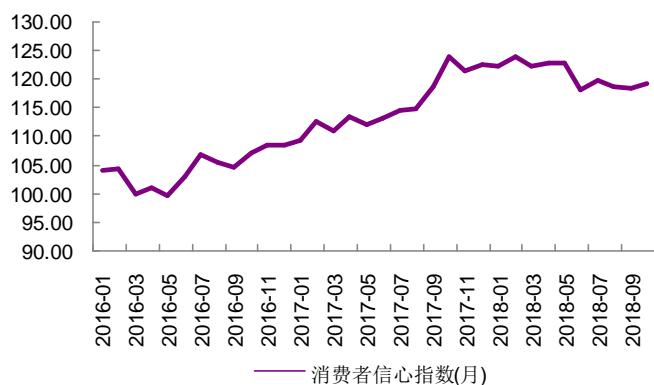
图 13: 2016 年至今我国可选消费品类零售额累计同比增速 (%)



资料来源: wind

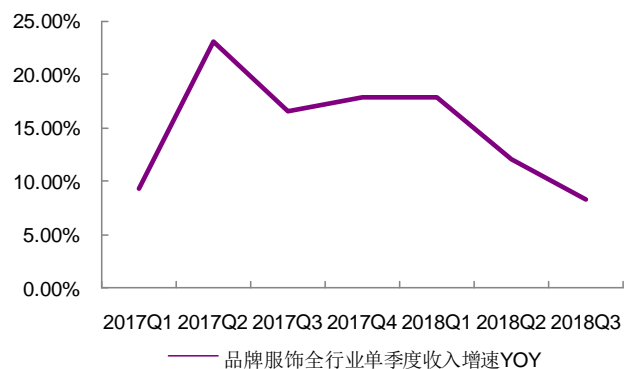
服装品类销售和社消总额增速较为一致, 2018 年二季度以来亦持续放缓。从统计上市公司合计收入角度, 2018Q2/Q3 收入总额同比增速分别为 12%、8%, 较 Q1 的 18% 逐步放缓。

图 14：2016 年至今我国消费者信心指数



资料来源：wind

图 15：品牌服饰行业单季度合计收入同比增速 (%)



注：此处统计 30 家品牌服饰类上市公司。

资料来源：wind，光大证券研究所统计

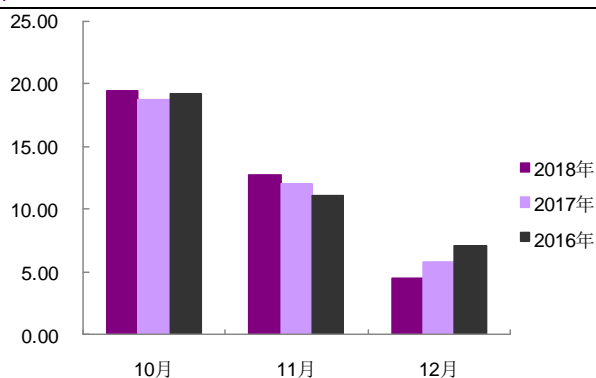
1.2.3、负向：18Q4~19Q1 面临高基数压力

未来增速预判来看，18Q4-19Q1 存在高基数压力，因 17Q4~18Q1 存在一次性利好贡献。

17 年冬季（17 年 12 月~18 年 2 月）气温偏冷，利好当年冬装销售，冬装价值高、毛利率高，对服装全年销售贡献较大。18Q4 分各月温度来看，10~11 月较往年气温高，12 月开始气温降低至近 3 年以来较低水平，说明 2018 年入冬较晚，对 18Q4 冬装销售不利。

18 年春节时间较晚（为 2 月 16 日），而 19 年春节为 2 月 5 日，节日效应利好销售、19 年的春节前旺季销售周期短于 18 年。

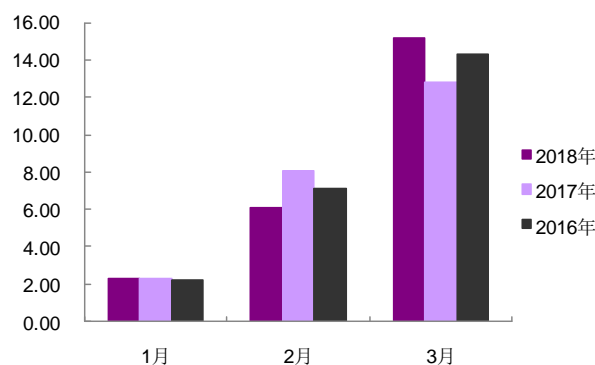
图 16：我国主要城市平均月最高气温均值（10~12 月，℃）



注：此处我们选取中国具有代表性的 32 个城市进行统计取平均值。

资料来源：wind，光大证券研究所统计

图 17：我国主要城市平均月最高气温均值（1~3 月，℃）



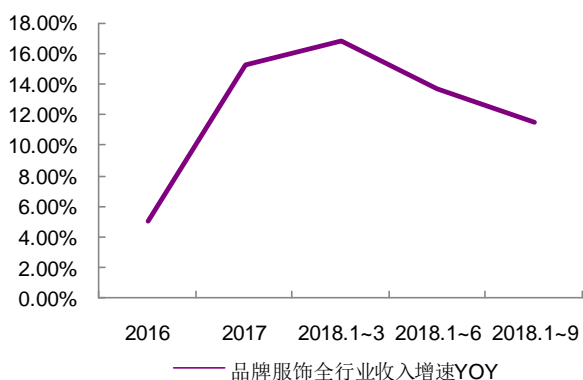
资料来源：wind，光大证券研究所统计

1.3、财务分析：收入端受零售影响，净利率和周转略好转显示运转良性

1.3.1、行业总览：收入增速放缓、但经营指标继续转好

2017 年行业收入增速明显提升、且延续至 2018Q1，同时净利润增速亦于 17 年转正。行业盈利明显好转。结合盈利能力、周转能力多个指标判断行业 17 年呈现复苏。2018Q2 以来收入利润端受零售环境转弱影响增速放缓。

图 18：品牌服饰行业合计营业收入同比增速 (%)



注：此处统计 37 家品牌服饰类上市公司。
资料来源：wind，光大证券研究所统计

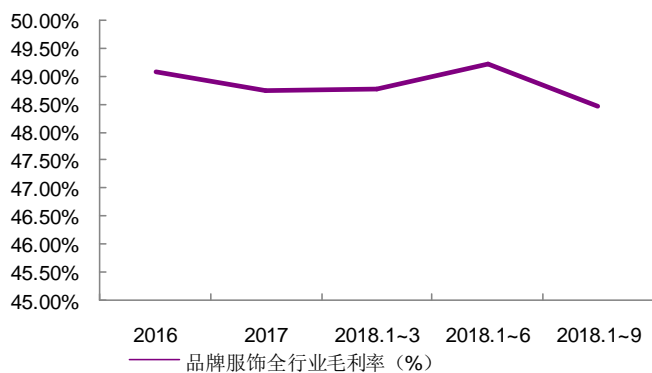
图 19：品牌服饰行业单季度合计营业收入同比增速 (%)



注：此处因数据可得性影响、统计 30 家品牌服饰类上市公司。
资料来源：wind，光大证券研究所统计

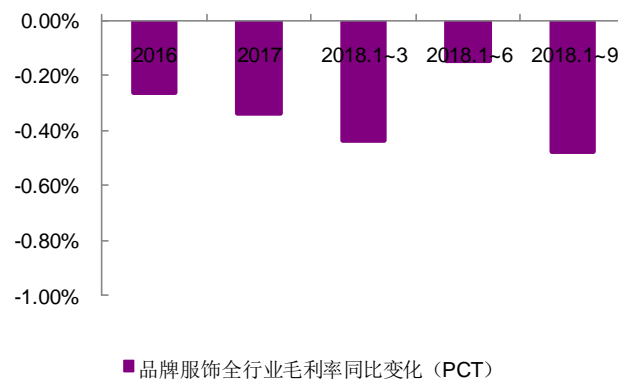
盈利能力方面，近年来毛利率持续同比下降；但在毛利率下降背景下，净利率于 2017 年转正、显示行业盈利能力好转，并延续至今。

图 20：品牌服饰行业平均毛利率 (%)



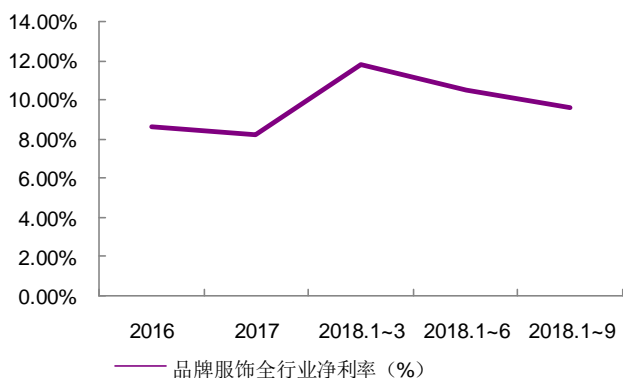
注：此处统计 37 家品牌服饰类上市公司，下同。
资料来源：wind，光大证券研究所统计

图 21：品牌服饰行业平均毛利率同比变化幅度 (PCT)



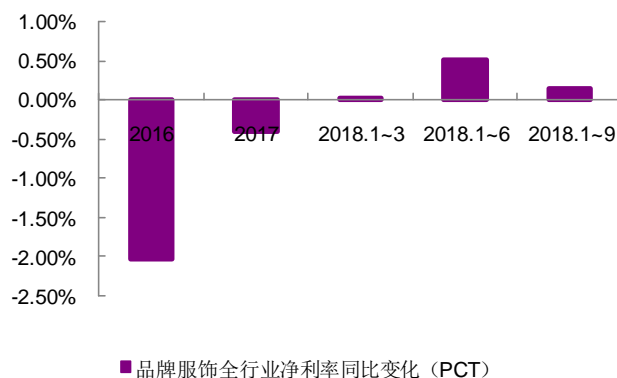
资料来源：wind，光大证券研究所统计

图 22: 品牌服饰行业平均净利率 (%)



资料来源: wind, 光大证券研究所统计

图 23: 品牌服饰行业平均净利率同比变化幅度 (PCT)

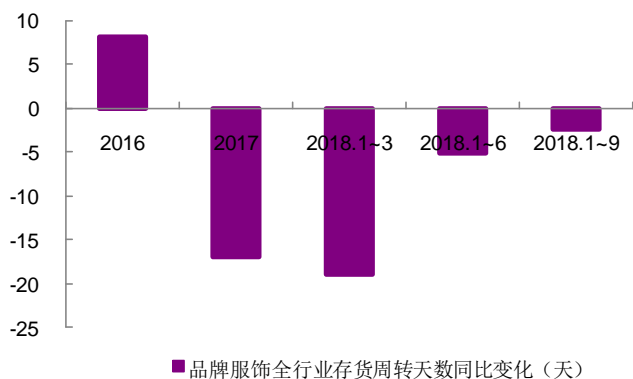


资料来源: wind, 光大证券研究所统计

2017 年行业存货周转天数开始同比减少, 显示行业去库存到位; 且 2018 年至今存货周转持续加快, 行业周转持续良性。

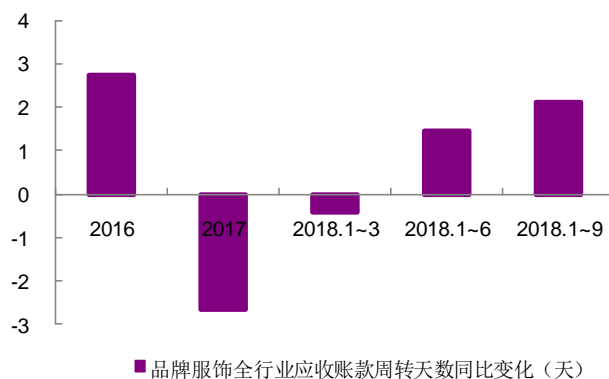
应收账款周转 2017 年亦呈现加快, 与复苏趋势一致, 18Q2 以来有所放缓。

图 24: 品牌服饰行业平均存货周转天数同比变化 (天)



资料来源: wind, 光大证券研究所统计

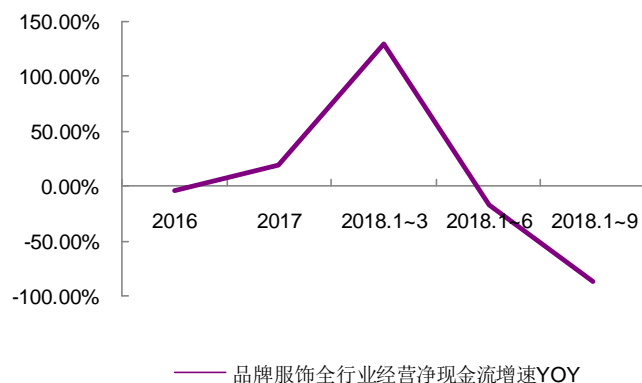
图 25: 品牌服饰行业平均应收账款周转天数同比变化 (天)



资料来源: wind, 光大证券研究所统计

行业经营活动净现金流于 2017 年转正且 18Q1 回款明显好转, 18Q2 以来受零售转弱影响转负。经营活动净现金流近两个季度压力有所加大, 一般 9 月末为秋冬备货季, 随着销售收入规模的扩大, 采购支出加大为正常现象 (从而存货和现金流出增加), 结合存货周转加快、存货总额增长尚显良性, 至最新披露财报三季报表现来看, 行业存货周转情况仍较健康, 需关注后续 Q4 传统销售旺季销售情况。

图 26：品牌服饰行业合计经营净现金流同比增速（%）



资料来源：wind，光大证券研究所统计

1.3.2、子行业横向比较

我们对 A 股代表品牌服饰类公司分类统计、分析各子行业表现。各子行业样本标的的选择请见附录表 29。其中运动服饰、箱包、内衣 3 个子行业由于 A 股仅一家标的，其指标对子行业代表意义有限、仅表示个体情况。

简单概括各子行业表现，10 个子行业中 2018 年收入较 2017 年相比增速提升和放缓的数量各占一半；箱包、童装、男装、高端服饰在增速水平和季度之间趋势变化上，受整体零售疲软影响相对较小（其中男装有复苏较晚的影响）。

从收入表现来看：1) 收入增速水平方面，2018 年前三季度增速较高的子行业依次为箱包、高端服饰、男装、家纺、童装、大众服饰，均在 10% 以上，其他行业增长较弱、户外下滑。

2) 与 17 年增速比较而言，高端服饰因 17 年并表贡献影响较大增速较高（60%+）、18 年以来随着并表效应逐步消化增长区间有下移，大众服饰、男装、内衣、童装、箱包增速表现好于 17 年，家纺、鞋类增速较 17 年全年放缓，户外和运动服饰（贵人鸟）较 17 年的增长出现下滑。

3) 18 年以来各季度环比表现来看，箱包、男装、童装各季度增速表现相当，大众服饰、高端服饰、家纺、鞋类增速逐季放缓、与总体行业趋势一致，内衣、运动服饰增速现波动。

表 2: 品牌服饰子行业营业收入同比增速 (%)

收入增速%	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9
全行业	5.07%	15.27%	16.88%	13.79%	11.55%
大众服饰	9.14%	7.81%	15.94%	14.10%	11.07%
高端服饰	7.14%	60.27%	43.62%	28.89%	22.52%
户外	-20.22%	6.53%	-16.83%	-18.21%	-23.90%
家纺	6.51%	29.27%	21.69%	17.56%	14.22%
男装	-0.84%	18.32%	20.74%	19.12%	20.08%
内衣(汇洁)	8.54%	4.27%	7.38%	11.09%	9.42%
童装	10.89%	11.74%	12.88%	13.39%	13.41%
箱包(开润)	57.00%	49.84%	88.18%	75.26%	81.70%
鞋类	-5.74%	3.73%	2.40%	1.74%	1.38%
运动服饰(贵人鸟)	15.74%	42.70%	8.48%	-2.67%	-0.52%

注: 红色、蓝色底色分别表示收入增速同比增长、下滑的情形, 颜色深度表示幅度。

资料来源: wind, 光大证券研究所统计

净利润端, 全行业净利润增速 18 年以来虽受收入影响逐季有所放缓, 但表现仍好于 2017 年。其中, 增速较高的高端服饰、箱包保持了 30%~40% 的净利润增长水平, 大众服饰、高端服饰、家纺、童装 18 年前三季度净利润增速较 2017 年提升; 男装 2016 年亏损公司较多、合计净利润基数较低, 2017 年增速较高, 2018 年前三季度净利润较 2017 年全年继续提升; 户外、鞋类、运动服饰 2018 年前三季度净利润同比下滑。

表 3: 品牌服饰子行业归母净利润同比增速 (%)

归母净利润增速%	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9
全行业	-3.51%	2.95%	19.15%	16.67%	13.35%
大众服饰	10.28%	-7.47%	21.75%	17.07%	13.34%
高端服饰	11.22%	19.21%	32.42%	42.98%	40.53%
户外	-28.69%	-119.20%	-39.25%	-47.45%	-44.48%
家纺	-5.79%	16.81%	30.44%	28.88%	23.58%
男装	-97.10%	3951.61%	3.30%	21.32%	14.12%
内衣(汇洁)	10.77%	21.27%	5.41%	1.30%	-20.73%
童装	14.75%	11.68%	11.74%	18.62%	14.58%
箱包(开润)	26.81%	58.81%	25.29%	38.89%	37.48%
鞋类	-14.25%	-42.44%	19.89%	3.33%	-2.10%
运动服饰(贵人鸟)	-11.81%	-46.25%	2.20%	-73.51%	-89.14%

注: 男装 2017 年增速较高主要为 2016 年亏损公司较多、当年基数低所致; 户外 2017 年降幅较大主要为 2017 年业内公司合计净利润呈亏损; 运动服饰净利润持续下滑, 主要为样本 A 股仅一家贵人鸟所致; 内衣 18 年前三季度下滑主要由于仅 1 家标的汇洁股份 18Q3 费用上升较多所致。

资料来源: wind, 光大证券研究所统计

盈利能力方面, 毛利率端存在一定波动, 2018 年前三季度各子行业中户外、家纺、内衣、童装毛利率同比提升, 其他则下降, 但前三季度中各季度毛利率走势也有波动。净利率端, 高端服饰、家纺、童装净利率 18 年以来各季报净利率持续同比提升, 户外内衣、箱包、运动服饰则持续同比下降, 其他子行业呈现波动。

表 4：品牌服饰子行业毛利率同比变化 (PCT)

毛利率同比变化PCT	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9
全行业	-0.26%	-0.34%	-0.44%	-0.14%	-0.47%
大众服饰	-0.23%	-0.73%	-1.52%	-1.08%	-0.33%
高端服饰	-0.11%	0.12%	-0.56%	0.45%	-0.02%
户外	3.13%	-4.45%	-0.13%	1.14%	2.56%
家纺	-0.01%	-2.07%	-0.66%	0.43%	0.09%
男装	-4.26%	3.64%	0.54%	-0.04%	-1.89%
内衣(汇洁)	-0.29%	-0.44%	0.87%	1.20%	0.59%
童装	0.54%	0.01%	0.54%	0.89%	0.38%
箱包(开润)	-1.61%	0.86%	-3.17%	-6.35%	-5.99%
鞋类	1.73%	0.46%	-0.10%	0.08%	-0.38%
运动服饰(贵人鸟)	-4.62%	-6.13%	-1.99%	-5.67%	-8.38%

资料来源：wind，光大证券研究所统计

表 5：品牌服饰子行业净利率同比变化 (PCT)

净利率同比变化PCT	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9
全行业	-2.04%	-0.41%	0.03%	0.51%	0.15%
大众服饰	0.22%	-1.85%	1.07%	0.43%	-0.05%
高端服饰	1.33%	-2.59%	0.32%	2.52%	2.75%
户外	-1.01%	-7.63%	-1.08%	-1.85%	-0.45%
家纺	-1.54%	-0.64%	0.49%	1.59%	1.34%
男装	-13.59%	13.36%	-2.82%	1.25%	-0.38%
内衣(汇洁)	0.90%	1.56%	0.34%	-0.74%	-3.45%
童装	0.35%	0.35%	0.23%	0.53%	0.17%
箱包(开润)	-2.34%	1.75%	-3.60%	-3.13%	-2.99%
鞋类	-0.70%	-5.10%	2.07%	0.26%	-0.31%
运动服饰(贵人鸟)	-2.55%	-8.53%	-0.25%	-7.15%	-6.59%

资料来源：wind，光大证券研究所统计

营运能力方面，全行业存货周转天数自 2017 年明显缩短（同比减少 17 天），2018 年以来各季报周转持续加快。其中，家纺、男装、内衣、鞋类、运动服饰存货周转天数 18 年前三季度延续 17 年的减少趋势，大众服饰、高端服饰、户外、童装、箱包存货周转天数增加、显示周转速度有所放缓。

应收账款周转天数全行业自 2018 年以来同比持续增加、总体周转放缓，分子行业来看，家纺、男装、内衣、箱包应收账款周转加快，高端服饰、户外、童装、鞋类、运动服饰周转放缓。

表 6：品牌服饰子行业存货周转天数同比变化（天）

存货周转天数变化（天）	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9
全行业	8	-17	-19	-5	-2
大众服饰	11	1	-4	8	15
高端服饰	18	-59	-25	20	21
户外	23	-4	1	10	26
家纺	2	-16	-27	-14	-7
男装	-39	-33	-68	-70	-65
内衣(汇洁)	-11	-34	-55	-51	-18
童装	2	1	22	30	30
箱包(开润)	-12	24	24	24	14
鞋类	49	-3	-22	-14	-26
运动服饰(贵人鸟)	22	-4	-4	6	-11

资料来源：wind，光大证券研究所统计

表 7：品牌服饰子行业应收账款周转天数同比变化（天）

应收账款周转天数变化（天）	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9
全行业	3	-3	0	1	2
大众服饰	2	-1	-5	-3	0
高端服饰	6	-1	-1	3	4
户外	5	1	7	12	10
家纺	8	-5	-5	-6	-4
男装	-3	-9	-6	-5	-2
内衣(汇洁)	-4	-2	2	0	-1
童装	4	2	6	5	5
箱包(开润)	-14	-8	-16	-15	-20
鞋类	1	5	14	13	8
运动服饰(贵人鸟)	12	-47	-27	5	14

资料来源：wind，光大证券研究所统计

1.3.3、子行业公司表现

➤ 大众服饰

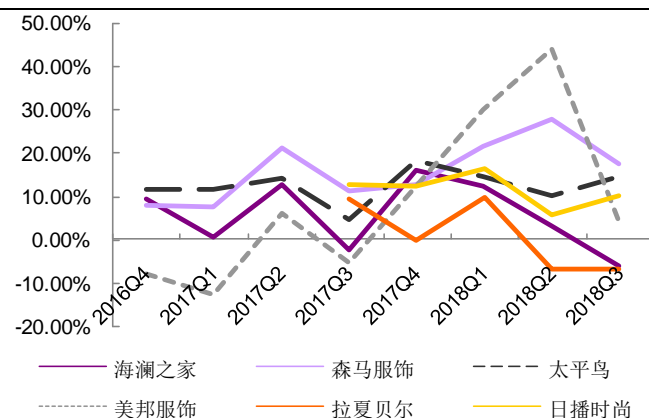
大众服饰行业 2012 年进入调整、17Q4 复苏，复苏较晚；18Q2 以来受行业零售不佳，影响收入和利润端增长放缓。该子行业空间大、竞争激烈、国外快时尚品牌对国内品牌替代明显，对国内公司经营要求更高，因此公司表现更为分化，如毛利率和周转上表现各异，如海澜、日播 2018 年前三季度毛利率同比提升，森马、太平鸟、美邦存货周转加速。

其中，男装龙头海澜之家 17Q4 销售收入端出现明显好转，且 17Q4-18Q1 两个季度收入增速均在双位数，较前期波动有所好转，但 18Q2 以来增速放缓、18Q3 收入出现下滑 6.09%、拖累前三季度收入增长放缓至 5%以内，同时费用率提升和资产减值损失计提增加拖累净利率，但总体毛利率有所提升。公司业务拓展计划持续推进，年初制定的拓店计划稳步进行，多品牌战略亦实施中、完成并购童装品牌“男生女生”。

童装及休闲装龙头森马服饰收入保持较为稳健的增长，17Q1 期货转现货模式影响消化后，持续保持了双位数的收入增长，18 年在休闲装业务调整显效背景下总收入增速攀升至 20%+，18Q3 收入增长略放缓至 17%，亦受到了行业零售不振的影响。但公司利润端表现相对坚挺，Q3 净利润增速较 Q1 和 Q2 有所提升，系毛利率提升贡献。分业务来看，童装和线上保持较高增长，休闲装 Q3 略有放缓、但预计仍好于 17 年全年。另外，2018 年公司战略合作北美童装龙头 The Children's Place，10 月 1 日完成并购 Sofiza SAS100% 股权（拥有欧洲中高端童装领先企业 Kidiliz 集团全部资产），投资国内少年装品牌 Cocotree，增资 JWC（拥有设计师品牌 JASON WU）11% 股权交易进展中，多品牌战略实现较大进展。

太平鸟 18 年前三季度收入增速相对稳定、波动不大，与 17 年增速基本相当或略有提升，主品牌 PB 男装、女装贡献主要收入增长、表现良好，净利润增速较高主要为 17 年同期基数低（17H1 计提大额资产减值损失）以及 18 年确认资产处置收益及政府补助增加等影响，至 Q3 净利润方面的低基数影响逐步减弱。但终端零售不振影响公司 18 年开店进展，年初制定的全年净开 600 家店计划进展不及预期，18 年前三季度扣除并入新品牌影响、原有品牌净开店 124 家。

图 27：大众服饰行业代表公司单季度收入同比增速（%）



资料来源：wind

表 8：大众服饰子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）

公司	17年收入增速%	18.1~3收入增速%	18.1~6收入增速%	18.1~9收入增速%	17年净利润增速%	18.1~3净利润增速%	18.1~6净利润增速%	18.1~9净利润增速%	18.1~9毛利率同比变化PCT	18.1~9净利率同比变化PCT	18.1~9存货周转天数同比变化(天)	市值(亿元)
海澜之家	7.06%	12.16%	8.23%	4.53%	6.60%	11.97%	10.20%	4.66%	2.96%	0.01%	13	373
森马服饰	12.74%	21.57%	24.80%	21.41%	-20.23%	23.88%	25.00%	25.66%	0.03%	0.47%	(5)	241
太平鸟	12.99%	14.49%	12.41%	13.14%	6.72%	131.88%	115.31%	69.72%	-1.64%	1.76%	(12)	88
美邦服饰	-0.72%	30.12%	35.96%	24.86%	-942.95%	74.21%	218.69%	132.31%	-2.34%	3.52%	(11)	59
拉夏贝尔	5.24%	9.88%	2.26%	-0.50%	-6.29%	33.68%	-16.30%	-29.58%	-2.80%	-2.02%	38	29
日播时尚	13.12%	16.34%	11.14%	10.67%	10.59%	30.12%	-28.97%	-53.64%	1.83%	-4.03%	64	27

资料来源：wind

➤ 高端服饰

高端服饰行业回暖较早、复苏明显，16Q4 即开始回暖、持续至 18Q1。内生明显好转和并表共促收入增速较高，较多公司通过并购推进多品牌战略并初步见效。

18 年以来除比音勒芬外其他公司收入增速均有放缓，但收入端更多反应为内生增长，并表效应逐步消化；大部分公司存货周转放缓，毛利率端呈现下降，但净利率全部上升，显示行业盈利能力普遍增强。

比音勒芬作为高端运动休闲服饰品牌，18 年前三季度业绩表现靓丽。公司自 17 年开始收入增长提速，17 年提升至 20%+ 增长，18Q1 提升至 30%+、且 18Q2/Q3 单季度收入增速继续提升，未受到终端零售不振影响。同时，公司 18 年前三季度净利润增速高于收入、增速达到 50%+，主要系费用率降和投资收益增加贡献。总体来看，公司净利率持续同比提升，赛道优势和经营能力凸显。

表 9：高端服饰子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）

公司	17年收入增速%	18.1~3收入增速%	18.1~6收入增速%	18.1~9收入增速%	17年净利润增速%	18.1~3净利润增速%	18.1~6净利润增速%	18.1~9净利润增速%	18.1~9毛利率同比变化PCT	18.1~9净利率同比变化PCT	18.1~9存货周转天数同比变化(天)	市值(亿元)
地素时尚	7.18%	6.27%	8.81%	6.37%	-8.09%	1.96%	23.07%	25.28%	-0.88%	4.62%	17	91
比音勒芬	25.23%	30.31%	36.50%	39.70%	35.92%	41.55%	45.84%	50.07%	-1.75%	1.34%	(19)	56
歌力思	81.35%	69.28%	39.15%	25.87%	52.72%	33.18%	32.28%	32.65%	-0.49%	0.97%	21	53
安正时尚	17.78%	26.84%	20.33%	16.66%	15.69%	30.09%	25.56%	20.69%	-0.63%	0.68%	41	42
朗姿股份	72.06%	20.47%	22.73%	21.37%	14.36%	71.75%	105.72%	80.58%	2.45%	5.66%	8	36
维格娜丝	244.50%	142.40%	48.33%	30.58%	89.32%	119.64%	162.90%	141.37%	1.17%	3.21%	60	26

注：歌力思、维格娜丝、朗姿股份收入增速放缓主要为并表效应逐步减弱影响。其中歌力思 17 年 4 月并入 IRO，朗姿股份 16 年 9 月开始并入阿卡邦及 6 家医美医院、18 年 1 月并入高一医美医院，维格娜丝 17 年 3 月并入 Teenie Weenie 对业绩有较大影响。
资料来源：wind

➤ 家纺

行业 2012 年进入调整、2017Q1 出现复苏，为复苏较早的子行业之一。扣除罗莱、梦洁并表因素，2017 年家纺公司主业增速亦有明显回升，线上线下渠道均有贡献。18 年以来行业增速有所放缓，为行业零售疲软、电商平台在流量红利减弱背景下增速放缓（部分家纺公司线上占比较高）、地产后周期等多个因素共同影响所致。

表 10：家纺子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）

公司	17年收入增速%	18.1~3收入增速%	18.1~6收入增速%	18.1~9收入增速%	17年净利润增速%	18.1~3净利润增速%	18.1~6净利润增速%	18.1~9净利润增速%	18.1~9毛利率同比变化PCT	18.1~9净利率同比变化PCT	18.1~9存货周转天数同比变化(天)	市值(亿元)
罗莱生活	47.89%	10.75%	10.87%	8.45%	34.85%	33.94%	35.14%	21.44%	-0.86%	0.75%	29	66
富安娜	13.18%	28.04%	19.21%	14.60%	12.40%	22.13%	16.56%	20.84%	1.02%	0.85%	12	63
多喜爱	1.60%	11.47%	32.17%	36.49%	7.70%	81.03%	259.48%	256.00%	3.12%	5.48%	(39)	34
水星家纺	24.53%	24.79%	16.53%	13.62%	30.17%	24.58%	20.86%	15.22%	-1.95%	0.14%	(16)	40
梦洁股份	33.69%	46.54%	28.22%	21.58%	-47.30%	40.85%	31.07%	33.19%	-0.87%	-0.53%	(20)	34

注：多喜爱净利润增速较大主要为 17 年同期基数较低影响。
资料来源：wind

➤ 男装

行业 2012 年进入调整、2017 年回暖、复苏较早，并持续至 18Q1。18Q2 以来在零售疲软背景下各公司收入增长表现有分化，复苏较早的九牧王收入增速受零售影响放缓至个位数；其他公司或因复苏较晚，收入增长上受影响还不明显。毛利率虽变化不一，但存货周转普遍加快、显示去库存效果逐步体现。

表 11：男装子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）

公司	17年收入增速%	18.1~3收入增速%	18.1~6收入增速%	18.1~9收入增速%	17年净利润增速%	18.1~3净利润增速%	18.1~6净利润增速%	18.1~9净利润增速%	18.1~9毛利率同比变化PCT	18.1~9净利率同比变化PCT	18.1~9存货周转天数同比变化(天)	市值(亿元)
九牧王	12.94%	12.47%	10.68%	7.74%	16.81%	21.37%	17.10%	1.86%	-0.47%	-1.05%	(11)	73
摩登大道	22.16%	26.18%	40.23%	59.93%	146.94%	-61.54%	-49.96%	-51.12%	-9.23%	-12.29%	(167)	42
七匹狼	16.87%	13.90%	13.83%	14.50%	18.48%	18.45%	10.49%	10.18%	0.84%	-0.71%	(18)	49
报喜鸟	29.53%	32.94%	23.08%	24.59%	106.71%	150.21%	228.72%	319.66%	2.34%	5.23%	(46)	40
步森股份	-6.96%	55.75%	36.11%	19.29%	-612.26%	31.29%	54.48%	75.49%	-2.90%	6.91%	(83)	14

注：报喜鸟净利润增速较高主要为 17 年同期基数低（甚至部分季度为亏损）影响；步森股份 17 年至今各季度持续亏损，因此净利润增速波动较大。资料来源：wind

➤ 童装&内衣

内衣汇洁股份 18 年以来收入增速较 17 年略提升、但三季报净利润出现下滑。

童鞋起步股份增速不高为个位数、且有一定波动，童装爱婴室、金发拉比、安奈儿收入增长基本平稳。

总体来看内衣和童装公司毛利率端有所提升、同时存货周转略放缓。

表 12：童装&内衣子行业公司财务数据（更新至 2019/1/7）

行业	公司	17年收入增速%	18.1~3收入增速%	18.1~6收入增速%	18.1~9收入增速%	17年净利润增速%	18.1~3净利润增速%	18.1~6净利润增速%	18.1~9净利润增速%	18.1~9毛利率同比变化PCT	18.1~9净利率同比变化PCT	18.1~9存货周转天数同比变化(天)	市值(亿元)
内衣	汇洁股份	4.27%	7.38%	11.09%	9.42%	21.27%	5.41%	1.30%	-20.73%	0.59%	-3.45%	(18)	32
童装	起步股份	8.56%	4.06%	7.08%	3.74%	10.68%	9.15%	7.89%	5.13%	0.87%	0.19%	27	36
童装	爱婴室	14.06%	13.39%	15.52%	17.70%	26.47%	18.92%	46.04%	37.94%	0.80%	0.51%	10	37
童装	金发拉比	11.61%	10.92%	11.99%	11.48%	25.86%	22.64%	15.45%	9.31%	1.77%	-0.41%	50	20
童装	安奈儿	12.07%	21.72%	17.48%	18.91%	-12.95%	6.31%	24.62%	25.63%	-1.93%	0.39%	33	20

资料来源：wind

➤ 箱包&鞋类

主营箱包的开润股份保持快速增长、18 年增速较 17 年提升，但毛利率下降、存货周转放缓，显示处于业务快速扩张期。

鞋类表现有分化，天创时尚收入增速较 17 年提升、且保持了 20%+ 水平（其中小子科技 17 年 12 月并表有一定贡献），其他鞋类（包括男鞋奥康，女鞋红蜻蜓、哈森、星期六等）收入和净利润端有一定压力。但鞋类总体存货周转有所加快。

表 13: 箱包&鞋类子行业公司财务数据 (更新至 2019/1/7)

行业	公司	17年收入增速%	18.1~3收入增速%	18.1~6收入增速%	18.1~9收入增速%	17年净利润增速%	18.1~3净利润增速%	18.1~6净利润增速%	18.1~9净利润增速%	18.1~9毛利率同比变化PCT	18.1~9净利率同比变化PCT	18.1~9存货周转天数同比变化(天)	市值(亿元)
箱包	开润股份	49.84%	88.18%	75.26%	81.70%	58.81%	25.29%	38.89%	37.48%	-5.99%	-2.99%	14	66
鞋类	天创时尚	12.01%	27.64%	23.28%	21.89%	60.25%	125.55%	37.37%	33.70%	-2.06%	1.39%	(31)	47
鞋类	红蜻蜓	12.99%	3.81%	2.13%	1.02%	36.79%	4.01%	-8.49%	-10.57%	-0.49%	-1.22%	(9)	42
鞋类	奥康国际	0.36%	-1.55%	-1.37%	-4.03%	-25.80%	4.75%	-4.05%	-10.25%	-0.73%	-0.51%	(21)	42
鞋类	哈森股份	-11.03%	-3.80%	-6.48%	-8.16%	-77.42%	-4.40%	-13.06%	-64.93%	1.00%	-1.25%	(1)	18
鞋类	星期六	1.30%	-8.69%	-6.84%	0.24%	-1789.31%	66.67%	32.22%	2.77%	0.39%	0.06%	(66)	19

注: 星期六 17 年净利润下滑幅度较大主要为当年呈现亏损所致。

资料来源: wind

➤ 户外&运动服饰

户外收入端整体未见起色, 同时公司表现各异。其中探路者 18 年以来收入增速下滑、表现差于 17 年, 牧高笛收入端小幅波动、但 18 年整体较 17 年增速放缓; 三夫户外 18 年收入较 17 年回升。毛利率和存货周转波动大。

运动服饰贵人鸟 17 年并入杰之行、名鞋库促收入增速较高但利润下滑, 18 年以来收入和利润均下滑, 且毛利率降幅较大。

表 14: 户外&运动服饰子行业公司财务数据 (更新至 2019/1/7)

行业	公司	17年收入增速%	18.1~3收入增速%	18.1~6收入增速%	18.1~9收入增速%	17年净利润增速%	18.1~3净利润增速%	18.1~6净利润增速%	18.1~9净利润增速%	18.1~9毛利率同比变化PCT	18.1~9净利率同比变化PCT	18.1~9存货周转天数同比变化(天)	市值(亿元)
户外	探路者	5.41%	-29.49%	-31.38%	-36.48%	-151.24%	-55.82%	-69.47%	-68.85%	9.18%	-2.12%	70	30
户外	牧高笛	19.78%	12.60%	12.18%	9.85%	5.39%	-18.79%	-14.10%	-17.96%	-5.76%	-3.14%	(18)	16
户外	三夫户外	-0.53%	37.33%	25.50%	19.32%	-136.49%	151.84%	452.36%	128.58%	4.27%	3.90%	27	14
运动服饰	贵人鸟	42.70%	8.48%	-2.67%	-0.52%	-46.25%	2.20%	-73.51%	-89.14%	-8.38%	-6.59%	(11)	39

注: 三夫户外 2017 年净利润呈亏损, 致 2017 年~2018 年 Q3 净利润变化幅度较大。

资料来源: wind

2、美国十二年: 经济起落下服装细分品类及其格局如何变化

2.1、中美在服装品类消费上具备共通性

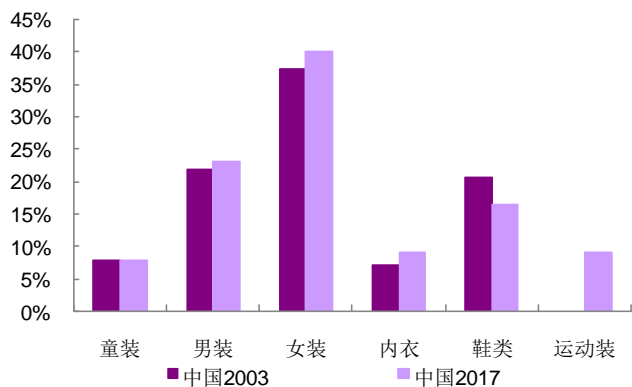
虽然我国目前服装行业在人均消费水平、发展成熟程度上仍较美国存在较大差距, 但服装消费中, 消费者对于不同品类的消费偏好较为类似, 从而体现在品类结构、消费需求演变过程、消费渠道结构和品牌触达等多个方面存在共通之处。

➤ 细分品类结构

根据欧睿数据, 自数据起始年份 2003 年至今, 我国和美国的服装品类结构基本类似, 均呈现女装、男装、鞋类占主导的局面, 两国占比最大的品类均为女装、且比例均在 40% 左右, 男装和鞋类占比基本在 20% 上下; 童装、

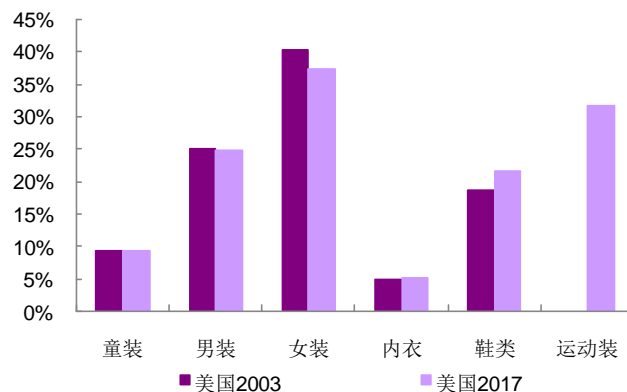
内衣行业规模较小、占比不到 10%。较大的不同点在于美国运动装占比较高、为 32%、中国目前为 9%。

图 28：中国 2003 年和 2017 年各服装细分品类市场占比 (%)



注：1) 2003 年运动装市场缺失数据，下同。
2) 由于欧睿统计口径原因，此处各品类在欧睿级别并不相同，因此汇总之和不一定等于 100%，下同。
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所计算

图 29：美国 2003 年和 2017 年各服装细分品类市场占比 (%)

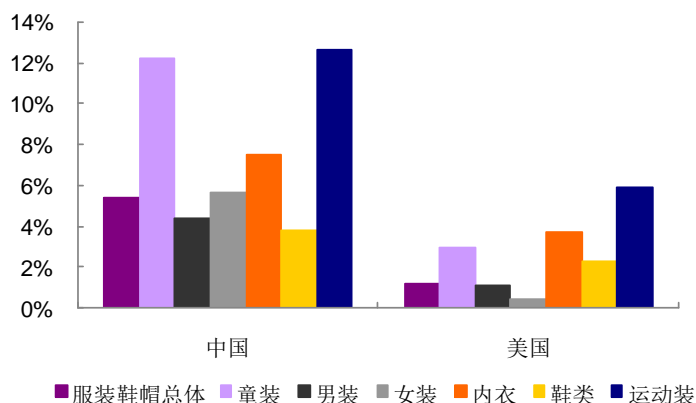


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所计算

同时，我们对比近 4 年来中美两国不同服装品类增速的相对表现，会发现各品类的景气度基本类似。虽然中国服装行业发展时间、成熟程度与美国不同，体现在各品类增速在绝对值上中美相差较大（美国已经进入成熟期、呈低速增长、大部分品类增速不到 5%，中国大部分品类增速仍有中个位数、而景气度较高的运动装和童装增速在 10% 以上），但从各品类的增速排名来看，处于消费升级后端的细分品类增速较高，中美两国增速最高的品类都是运动装，其次内衣和童装增长较快，最先发展起来的品类男装和女装增速则较低。

总结来看，服装行业所有品类在美国和中国两个市场都已经得到发展，虽然所处发展阶段有前有后，但是品类结构和各品类的景气度或地位上两国是相通的。

图 30：近 4 年 (2014~2017 年) 中美各品类年复合增速 (%)

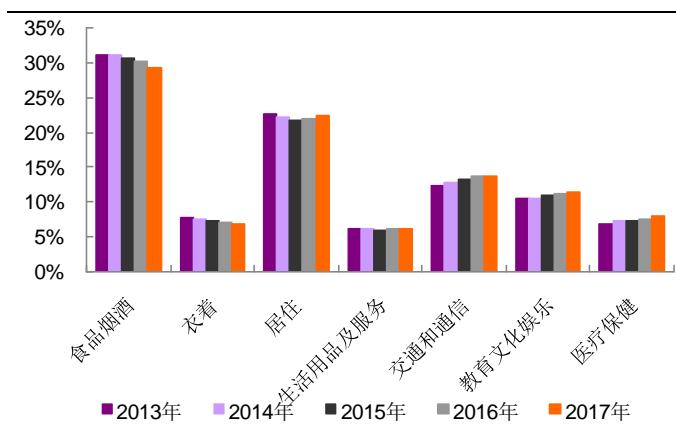


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所计算

➤ 消费需求与偏好的演变

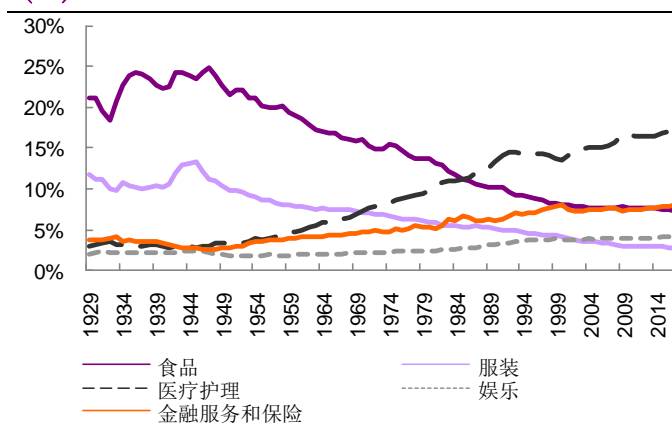
从消费者需求结构来看，我国物质生活条件持续改善，温饱问题早已解决，2020年全面建成小康社会指日可待，居民消费水平虽较发达国家还存在差距、但已经达较好水平。近年来消费升级趋势持续推进，我国消费者对于更高阶需求（如运动健康等）更加重视，食品烟酒、衣着等消费在居民总体消费支出中占比逐步下降，代表更高阶需求的教育文化娱乐和医疗保健支出占比则温和提升，这与发达国家美国在长周期中的消费结构演变较为类似。

图 31：我国总体居民人均消费结构变化（%）



资料来源：国家统计局

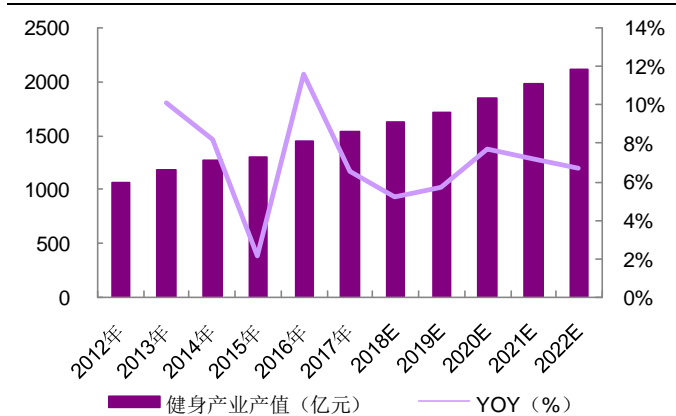
图 32：1929~2017 年美国代表品类消费支出占比走势（%）



资料来源：wind

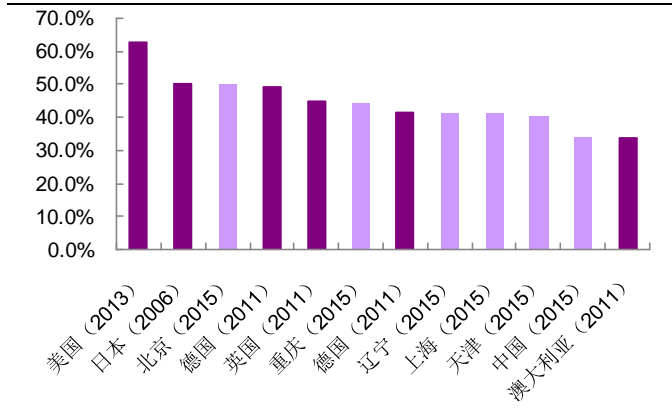
举例来看，我国消费者对健身的需求不断加强，体育健身在我国的普及度正在向发达国家靠拢。根据中商情报网，2012~2017年我国健身产业规模年复合增长7.7%、至2022年预计CAGR仍可达6.6%；同时，我国部分发达城市体育健身活动参与率已经逐步追上发达国家水平。在追求更加时尚健康的生活方式的消费趋势下，运动休闲（Athleisure）风潮席卷全球，2015年摩根士丹利的一份报告认为运动服装规模最大的前两名分别为美国和中国，可见我国消费者对学习美国运动风潮的热情。我国运动服饰市场规模也快速增长，为服装所有子行业中增速较高者（图30）。

图 33：我国健身产业规模及增速



资料来源：中商情报网

图 34：部分国家及地区体育健身活动参与率（%）

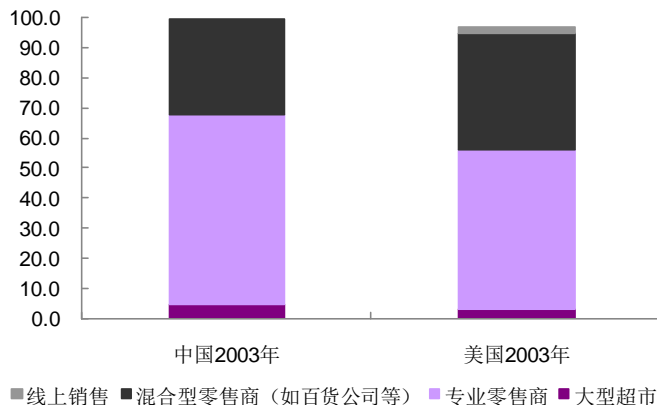


资料来源：经济学人智库

➤ 渠道结构和可供消费者选择的品牌丰富程度

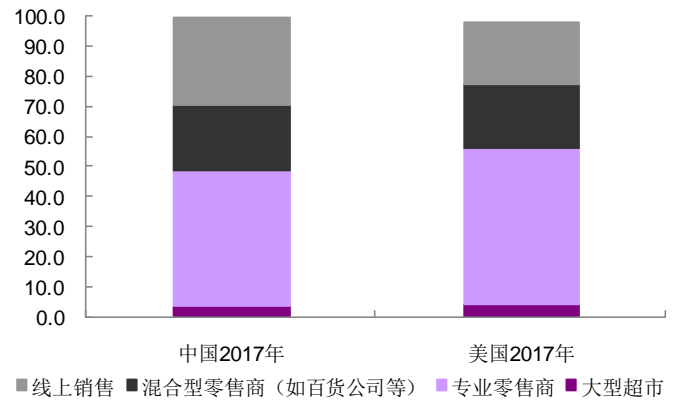
从渠道结构来看，中国和美国在服装销售渠道方面的发展也有类似之处，如自 2003 年以来电商迅速发展、占比达到 20% 以上，另外，专业零售商为主导，混合型零售商（如百货公司等）呈收缩趋势也较为一致。

图 35: 2003 年中国和美国服装鞋帽销售渠道结构 (%)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

图 36: 2017 年中国和美国服装鞋帽销售渠道结构 (%)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

同时全球化也使得美国和中国两大市场的消费者可选择的品牌足够丰富，除孕育于本土的服装品牌之外，国际龙头公司基本在 2000~2010 年完成对美国、中国的布局，服装品牌之间的竞争更加充分、激烈和国际化。对于美国和中国而言，本土品牌和国外品牌（尤其是国际龙头品牌）同台竞争，消费者对品牌的选择具有充分的多样性。

表 15: 代表性全球龙头服装公司布局中国和美国市场情况

	进入美国时间 (年)	当前美国店铺数量 (家)	进入中国时间 (年)	当前中国店铺数量 (家)
H&M (瑞典)	2000	536	2007	506
ZARA (西班牙)	1989	91	2006	593
优衣库 (日本)	2006	49	2002	658
无印良品 (日本)	2006	15	2005	229

注: 优衣库门店数量为截止 2018 年 11 月 30 日公司官网公告数据; 其他公司门店数量为最新一期财报公告数据。

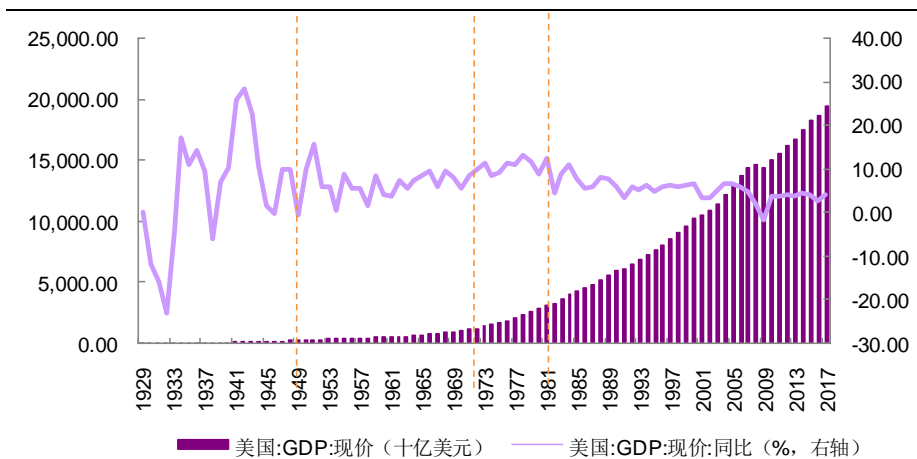
资料来源: 各公司官网, Bloomberg

因此，我们认为虽然当前中美两国服装行业发展所处阶段不同，但在品类消费特性上存在共性，并希望分析美国各服装品类在近 12 年经济周期波动中的表现，为中国服装各品类的发展和演变提供借鉴意义。

2.2、美国服装行业：典型的成熟市场

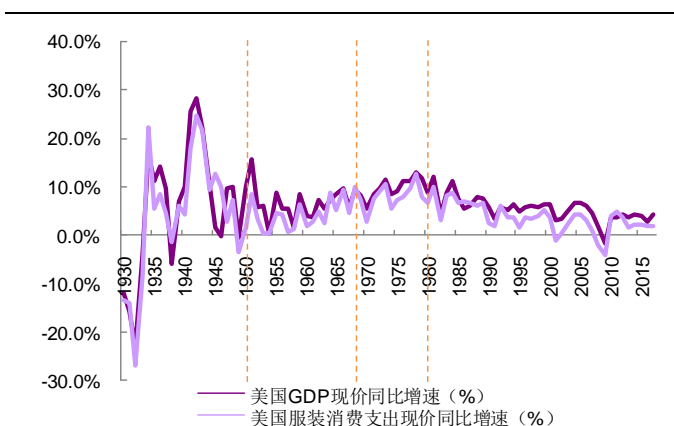
美国作为一个发达经济体，整体经济体量已经达到相当高度，1980 年后多数年份基本处于稳定增长的状态。服装行业亦进入成熟期，体现在行业增速放缓（且增长慢于 GDP 增速）、在总体消费中占比持续下降（让位于更高层次的需求，如休闲娱乐、医疗护理等服务类项目）。

图 37：美国 GDP 总额及增速



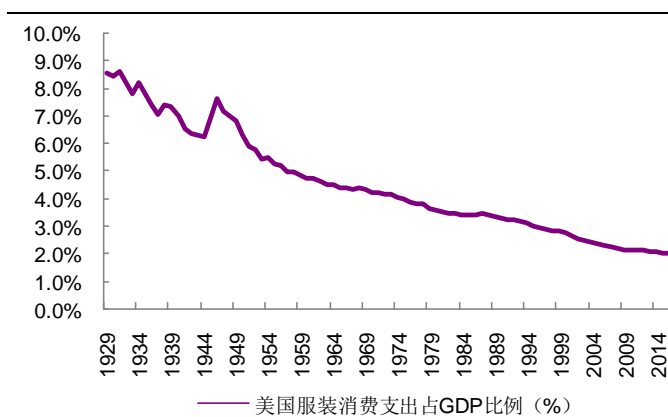
资料来源：wind

图 38：美国 GDP 增速与服装消费支出增速比较



资料来源：wind

图 39：美国服装消费支出占总体 GDP 比例



资料来源：wind

从行业增速、发展特征、格局、产品价格变化等多个角度分析，1980 年以来的美国服装行业已经发展成熟、行业增速放缓，高中低不同档位的本土品牌均已出现并发展壮大（大众成衣首先发展，随后高级成衣和高级时装品牌亦涌现），品牌化基本完成、逐步细分，且有部分龙头已经向全球拓展布局。

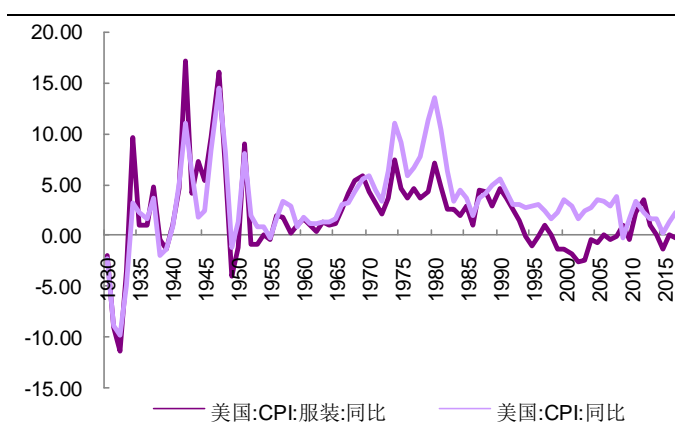
表 16: 美国服装行业发展阶段

	二战前	1950~1970 年	1970~1980 年	1980 年至今
服装行业特征	无品牌阶段	大众成衣品牌集中出现, 大批量生产、设计款式多、服务大众群体, 款式上多学习高级时装或成衣品牌的流行趋势	高端品牌 (高级成衣和高级时装品牌) 较多出现	市场更加细分; 国际化扩张
服装产品价格变化 (服装 CPI 与总体 CPI 比较)	服装 CPI 与总体 CPI 趋势基本一致, 但弹性大于总体 CPI	服装 CPI 与总体 CPI 走势基本一致	服装 CPI 增长慢于总体 CPI, 甚至在 1994 年以来总体 CPI 持续上升背景下有所下滑	
服装 CPI 复合增速	2.73% (1913~1950 年)	1.95%	4.39%	0.88%
总体 CPI 复合增速	2.44% (1913~1950 年)	2.41%	7.81%	2.99%
涌现的代表品牌	-	GAP, Target, Victoria's Secret, Nike 等	Ralph Lauren, Michael Kors, Anna Sui, Donna Karan 等	Under Armour, Lululemon, Crocs 等
个人服装消费支出年复合增速 (%)	3.60% (1929~1950 年)	4.49%	8.51%	3.59%
总体 GDP 年复合增速 (%)	5.14% (1929~1950 年)	6.58%	10.29%	5.33%

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

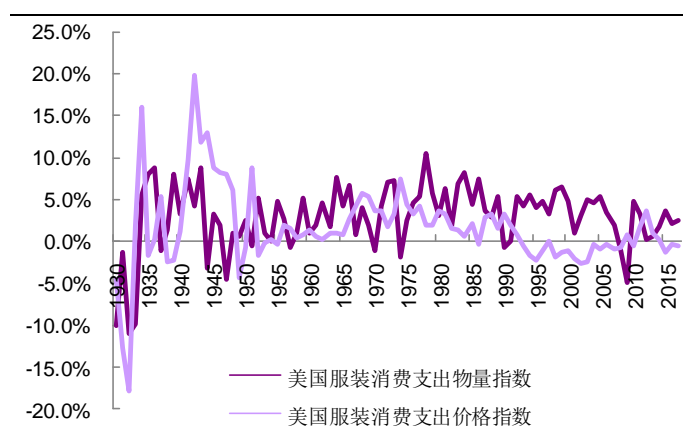
我们注意到, 除了经济发展过程中服装作为基础性消费、对 GDP 贡献力度不断减小之外, 服装行业按量价拆分来看“量”的增长大于“价”的增长。1975 年以来, 服装行业 CPI 增速持续跑输总体 CPI (甚至 1990 年代以来多年为负), 同时从量价指数走势来看, 量的增速持续高于价的增速, 且 1990 年以来多数年份美国服装消费支出价格指数存在同比下降的情况。

图 40: 美国服装 CPI 与总体 CPI 增速比较 (%)



资料来源: wind

图 41: 美国服装消费支出量、价指数增速比较 (%)



资料来源: wind, 光大证券研究所计算

2.3、美国服装各品类在经济周期中的表现

虽然服装行业总体与宏观经济正相关, 但各细分品类由于特征属性和所处发展阶段不同, 跟经济周期的关联度亦不同。我们希望分析 2006 年以来美国经济周期波动中, 各服装细分品类及其格局的变化。

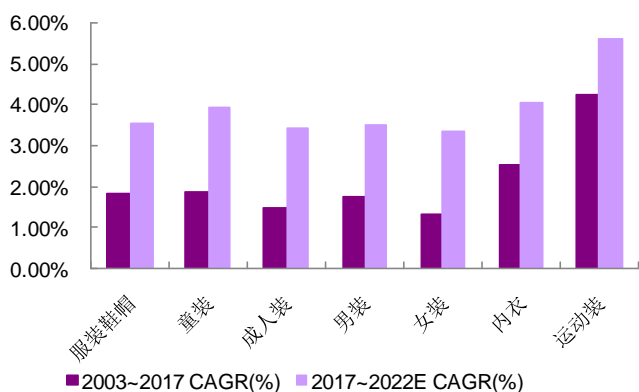
我们从几个维度来观察：1) 长期的子行业增速，考察行业景气程度和稳定性；2) 典型经济下行阶段（如 08-09 年金融危机）中行业受影响程度以及恢复表现；3) 行业格局如何变化；4) 本土与国外公司在美国市场的表现是否有所不同。

2.3.1、不同品类在经济周期中的表现

从子行业总体规模和增速来看，运动装、童装和内衣表现出了长期相对于总体较高的景气度，主要为消费升级趋势下，满足更高阶需求（运动健康）和行业细分化使其具备更强的增长动力。2003~2017 年 15 年间，运动装、内衣、童装行业复合增速分别为 4.24%、2.52%、1.88%，为景气度较高的品类，而服装鞋帽总体增速为 1.85%。

在 2008~2009 年这一轮经济疲弱阶段和 2016 年经济增长短暂放缓的一年，服装品类均受到影响、行业规模增速呈现下滑、但节奏和幅度不一。其中，运动装波动相对小于其他品类、且经济恢复后增速保持了较高水平，男装则波动最大，女装和内衣表现中庸，童装针对经济冲击的调整存在滞后期（反应慢、恢复慢）。

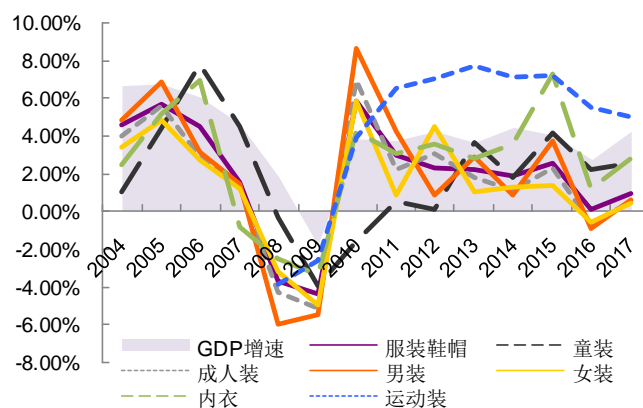
图 42：美国服装及各子行业规模复合增速（%）



注：2017~2022 年行业增速为 Euromonitor 预测。

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所计算

图 43：美国服装及各子行业规模和 GDP 增速（%）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所计算

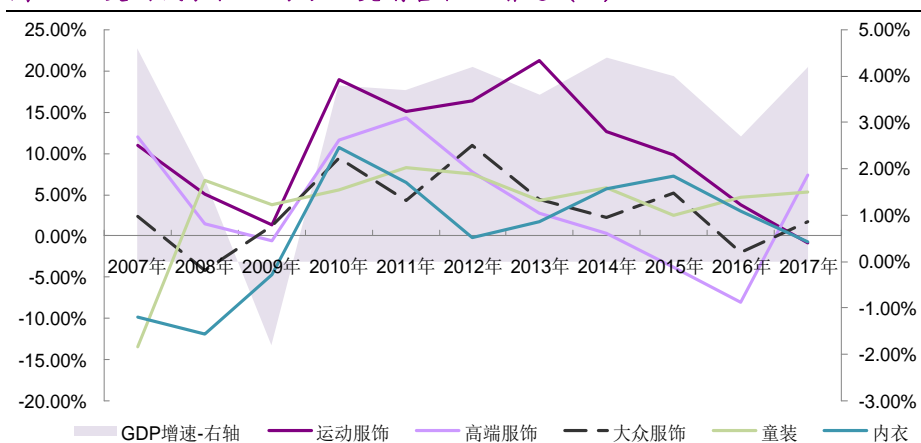
如果进一步观察不同定位（高端和大众）或者品类的表现，我们选取美国 24 家上市公司在本国市场（或者取近似的北美或美洲市场）销售收入数据进行统计（如下表所示）。

表 17: 美国服装类上市公司统计样本列表

品类	公司	代表品牌
大众服饰	PVH	Calvin Klein ,Tommy Hilfiger
	Hanesbrands	Hanes
	Guess	Guess
	Urban Outfitters	Urban Outfitters
	J Crew	J Crew
	American Eagle Outfitters	American Eagle Outfitters
	Ascena Retail Group	Ann Taylor, LOFT
	Gap	Gap, Old navy
高端服饰	VF	The North Face, Vans, Timberland, Kipling, Wrangler, Lee
	Ralph Lauren	Ralph Lauren
	Tapestry	Coach, Kate Spade, Stuart Weitzman
	GIII	DKNY, Donna Karan, Andrew Marc
内衣	L Brands	Victoria's Secret
童装	Carter's	Carter's
	The Children's Place	The Children's Place
运动服饰	Nike	Nike
	Under Armour	Under Armour
	Skechers	Skechers
	Columbia	Columbia
	Wolverine World Wide	Bates, Cat, Chaco, Harley-Davidson, Hush Puppies
	Deckers Outdoor	UGG, Teva, Sanuk
	Lululemon	Lululemon
	Crocs	Crocs
	Gildan	Gildan

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 44: 美国代表性公司分品类销售收入增速 (%)



注: 本图中童装和内衣走势与经济周期关联度不高且波动较大, 与样本少有关 (童装 2 家公司、内衣 1 家), 对行业代表意义较弱。

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所测算

从结果来看:

1) 运动装公司调整滞后、长期来看景气度较高。

从消化 08~09 年金融危机带来经济下行冲击的时间节奏来看，运动装公司调整较慢、09 年增速到低位，10 年随整体经济好转。

同时，运动装公司凭借品类高景气度（2007~2017 年长期合计收入的年复合增速为 10.20% 排名第一），即使在 09 年低位仍然保持了正增长（好于其他品类下滑的局面）。但从调整幅度来看，运动装公司调整幅度（2007 年与低点增速之差 9.68%）位于行业中游、但恢复幅度为行业领先（2010 年经济复苏年与低点增速之差 17.65%）。

观察另一个 2016 年经济低点前后运动装公司的表现，16 年增速随经济表现出现放缓，但宏观经济 2017 年好转时、运动装公司仍处于增速下滑的状态，可能与其调整节奏较慢有关。

另外，若比较不同经济周期（调整周期、稳定增长期）的表现，运动装公司的增速具有调整周期波动大、稳定增长期波动小的特点。我们以收入增速的方差表示其波动程度，在 2007~2010 年、2015~2017 年两轮经济调整到复苏的周期，其收入增速方差值较大，而在 2010~2015 年经济稳定增长期收入增速方差值则较小。

2) 大众服饰公司对经济变化反应最敏感，调整快、恢复也快，受经济冲击影响的幅度较小，在长周期来看增速较稳定、波动性也较小。

从调整节奏来看，在 08 年金融危机出现时、16 年 GDP 增速短暂放缓的当年行业增速即呈现下滑，但同时修复快于其他子行业，08 年、16 年经过一年调整即回归正增长。尤其在 09 年 GDP 增速仍下滑、为经济低点时，大众服饰公司已经呈现回升，我们认为这与其性价比属性有关。在经济下行的初始冲击消化后，性价比产品会在经济悲观的充分预期下获得消费者更多的偏好，消费总体虽未见改善、但结构上的变化会使得大众服饰受益。

同时，结合受影响程度，大众服饰公司在 2007~2010 年一轮经济周期中调整的幅度也属于行业内较低者（2007 年与低点增速之差 6.59% 为最低，2010 年与低点增速之差 13.61% 位于中游）。

从不同经济周期中收入增速的方差来看，大众服饰公司不管是在经济调整周期和稳定增长期，其收入增速的波动程度均为最小，显示大众服饰代表公司的消费具有更高的稳定性。

3) 高端服饰公司调整较慢，同时受经济下行影响幅度较大，且行业增长具有较大的波动性。

从调整时点来看，高端服饰公司与运动服饰公司类似、调整存在滞后，在 2009 年达到增速低点。

从幅度来看，高端服饰公司受经济下行影响调整幅度最大（2007 年-低点的增速之差为最大值 12.61%），同时恢复幅度为最小（2010 年-低点的增速之差为最小值 12.19%），可能跟恢复节奏慢有关（2011 年高端服饰收入增速才达到高点，但运动服饰和大众服饰都是 2010 年达到复苏后的第一个高点）。

另外，高端服饰代表公司在不同经济周期中都表现出了较大的波动性，在 2007~2010 年经济调整周期和 2010~2015 年经济稳定增长期，高端服饰公司收入增速的方差均较大，这可能与公司的经营表现差异较大有关，如

Coach、Ralph Lauren 分别在 2013 年、2015 年销售显露颓势（但当时经济增速仍良好），2017 年 Coach（更名为 Tapestry）收购 Kate Spade 实现并表对当年销售贡献较大。

4) 童装和内衣由于公司样本较少（因童装、内衣子行业的龙头多为多品类经营、向童装和内衣进行延伸的公司，专注细分品类的公司较少），行业代表性较弱。

但从公司角度，由于童装选择的样本为 2 家龙头公司（Carter's、The Children's Place 分别为童装市场份额第 1、4 名），可以看出一方面童装龙头公司在经济下行周期（08~09 年、16 年）受影响较小（08 年 2 家公司合计收入增速反而转正）、具有较强品牌影响力和粘性（而行业层面童装与其他品类一样受到经济周期的影响），另一方面其增速在过去 12 年中较稳定，并且其增速较高、跑赢图 43 中童装行业的增速。

内衣品类景气度较高（行业增速仅次于运动服饰）同时集中度较高，龙头 L Brands 占据 20% 左右的市场份额，CR5 达 60% 以上，但是从公司业绩表现来看，L Brands 在 2008~2017 年期间收入增速表现出了较大的波动，典型经济下行周期（2008~2009 年）收入增速下滑、经济低点 2016 年增速放缓，但在经济稳定增长的 2012 年也出现了收入增长的放缓。L Brands 公司虽持续保持了第一的名次，但在 2008~2016 年持续提升份额之后、2017 年份额呈现小幅下降。

表 18：各品类公司收入合计增速变化情况

	2007 年与低点* 收入增速之差	2010 年与低点 收入增速之差	2007~2010 年 (经济自下行至复 苏的一个周期) 收入增速方差	2010~2015 年 (经济复苏后稳定 增长期) 收入增速方差	2015~2017 年 (经济短暂调整后 好转) 收入增速方差	2007~2017 年 (全时间样本) 收入增速方差
运动服饰	9.68%	17.65%	0.0059	0.0017	0.0028	0.0053
高端服饰	12.61%	12.19%	0.0044	0.0048	0.0064	0.0050
大众服饰	6.59%	13.61%	0.0031	0.0011	0.0013	0.0019
童装	-	-	0.0090	0.0004	0.0002	0.0035
内衣	-	-	0.0105	0.0016	0.0016	0.0051

注：1) 童装和内衣公司样本较少、导致跟经济发展趋势差异较大，此处代表行业意义较弱。

2) 运动服饰、高端服饰 2007~2010 年经济周期中调整的低点为 2009 年，大众服饰为 2008 年。

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

2.3.2、各品类竞争格局如何变化

我们观察有数据可循的 2008 年至今美国服装行业的集中度变化情况，集中观测 3 年的变化（包括数据起始年 2008 年、金融危机结束经济开启复苏的 2010 年、截止年 2017 年），以这 3 年为分界观察不同阶段服装行业的集中度情况（以 CR10 表示）。

从结果来看：

1) 金融危机造成经济明显下行阶段（2008~2010 年），美国服装行业总体品牌集中度变化不大、但服装公司集中度小幅下降 0.6PCT。

各品类表现有差异：发展相对成熟的男装和女装子行业呈现品牌集中度小幅提升同时公司集中度下降的情况，显示在经济不景气时大品牌具备更强的抗

风险能力，而公司层面（尤其是多品牌运营）可能会因小品牌遭受冲击而丧失一定份额；而在更为细分、景气度相对较高的童装、运动装、内衣子行业，品牌和公司前十名合计份额均有较大幅度提升，说明在这些品类中龙头品牌具备更强的消费者号召力，在经济下行阶段实现了明显的份额抢占。

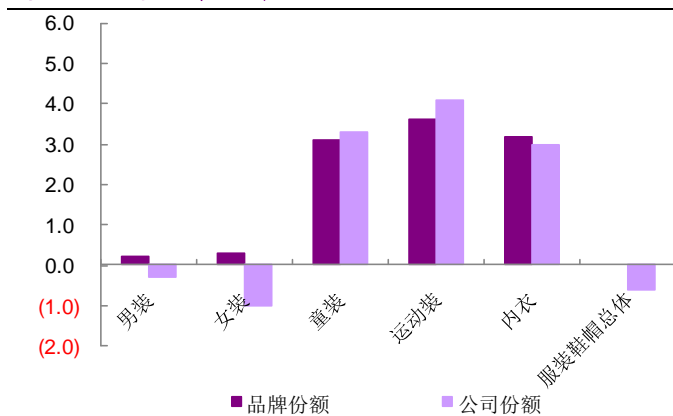
2) 经济恢复增长后的阶段（2010~2017年），美国经济呈现了较长时间的良好增长（除2016年以外保持了约4%的GDP增速），在此期间服装行业及所有子行业均呈现集中度提升的局面，其中运动装提升最为明显，其次为童装、男装和内衣，女装集中化最不明显、或与女装的多样化属性有关。同时，值得注意的是，男装和女装公司CR10提升幅度明显高于品牌CR10，说明业内对品牌的并购重组有所增加，强强联合频繁出现，如PVH公司2010年收购Tommy Hilfiger品牌进入男装行业TOP7、Ascena Retail公司2015年收购竞争对手女装品牌Ann Taylor进入女装行业TOP3等。

表 19: 美国服装总体及子行业集中度变化情况

	CR10 (%)						CR10 变化 (PCT)			
	2008年		2010年		2017年		2010年-2008年		2017年-2010年	
	品牌份额	公司份额	品牌份额	公司份额	品牌份额	公司份额	品牌份额	公司份额	品牌份额	公司份额
男装	18.4	24.9	18.6	24.6	21.2	28.4	0.2	(0.3)	2.6	3.8
女装	16.6	22.2	16.9	21.2	17.7	23.2	0.3	(1.0)	0.8	2.0
童装	28.9	31.0	32.0	34.3	35.3	38.0	3.1	3.3	3.3	3.7
运动装	33.0	36.8	36.6	40.9	41.7	46.1	3.6	4.1	5.1	5.2
内衣	57.5	66.1	60.7	69.1	62.8	69.7	3.2	3.0	2.1	0.6
服装鞋帽总体	14.6	19.9	14.6	19.3	18.0	22.7	0.0	(0.6)	3.4	3.4

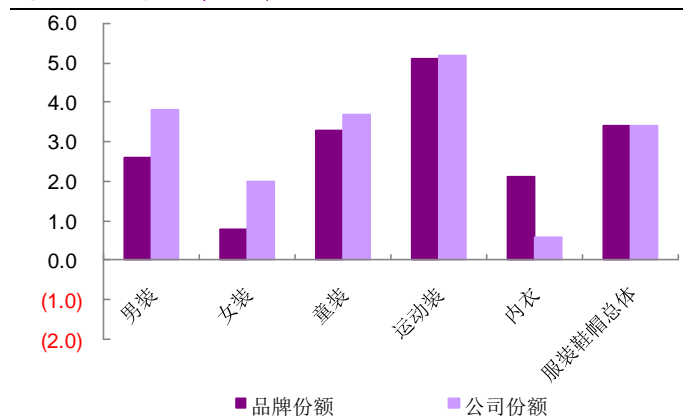
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所计算

图 45: 美国服装总体及子行业 2008 年至 2010 年集中度 CR10 变化 (PCT)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所计算

图 46: 美国服装总体及子行业 2010 年至 2017 年集中度 CR10 变化 (PCT)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所计算

2.4、各品类龙头公司在经济周期中的表现

我们进一步分析 2008~2017 年几轮经济波动周期中美国服装及各子行业中国内和国外龙头公司的表现。一方面，各子行业中龙头如何表现？另一方面，国外品牌的进入是否成功，以及背后原因？

2.4.1、童装：老牌专业童装龙头巩固优势，运动品牌及国外龙头开始突围

美国童装行业中，2008~2017 年前两名未有变化，分别为 Carter's 和 Old Navy,但 Carter's 份额持续提升,自 08 年的 5.2%不断提升至 17 年的 10.3%，其他龙头品牌 Old Navy 小幅波动, The Children's Place 自 08 年的 4.4%收缩至 17 年的 4.1%,排名下滑 1 位至第 4 名;运动装品牌 Nike、Under Armour、adidas 份额均有所提升, Nike 自 08 年的第 6 名跃居到 17 年第 3 名;国外品牌 H&M 和 adidas 逐步发力, H&M 份额自 08 年的 0.6%提升至 17 年的 1.7%、排名第 7, adidas 份额自 08 年的 0.4%提升至 17 年的 0.7%，前进 3 位位居第 14。

如前文所述，童装行业不管是在 08~09 年经济下行阶段、还是 10~17 年经济恢复增长阶段，都表现出了较高的景气度，并且行业集中度在持续提升。因此，2010 年经济复苏后的市场格局变化与 08~17 年长期的格局变化趋势基本一致，亦为龙头 Carter's 一骑绝尘、其他龙头品牌位置基本稳定、运动品牌逐步发力的局面。

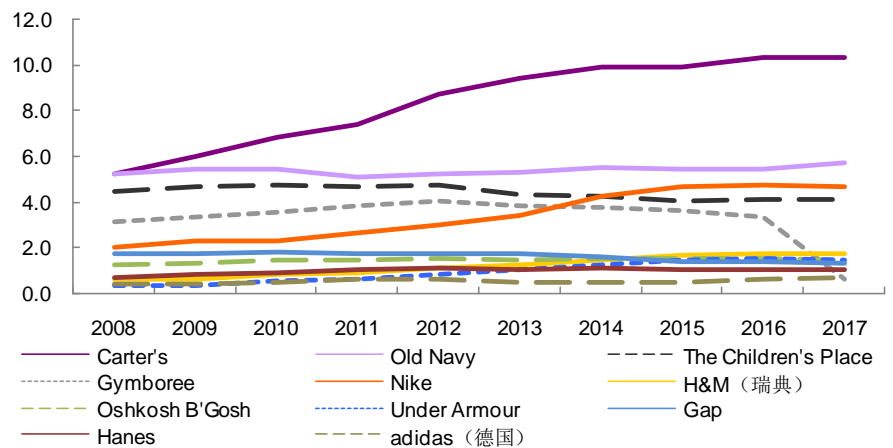
童装行业目前仍以美国本土品牌为主，国外品牌主要是 H&M、adidas 在美国表现领先，但尚未进入第一梯队。

表 20：美国童装行业代表性品牌份额排名变化情况

品牌	所属公司	所属国家	2008 年排名	2010 年排名	2017 年排名
Carter's	Carter's	美国	1	1	1
Old Navy	Gap	美国	2	2	2
Nike	Nike	美国	6	6	3
The Children's Place	The Children's Place	美国	3	3	4
Target	Target	美国	5	5	5
Fruit of the Loom	Fruit of the Loom	美国	7	7	6
H&M	H&M	瑞典	13	13	7
Oshkosh B'Gosh	Carter's	美国	10	9	8
Under Armour	Under Armour	美国	16	15	9
Gap	Gap	美国	8	8	10
Hanes	Hanesbrands	美国	12	12	11
Levi's	Levi's	美国	11	11	12
Abercrombie & Fitch	Abercrombie & Fitch	美国	9	10	13
adidas	adidas	德国	15	16	14
Gymboree	Gymboree	美国	4	4	15

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图 47：美国童装行业代表性品牌份额变化情况（%）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

2.4.2、运动装：龙头 Nike 强势，众多美式细分品牌涌现、国外品牌并不占优

美国运动装格局方面，2008 年至今持续为一超多强局面，Nike 多年位居第一、品牌份额自 08 年的 15.3% 提升至 17 年的 20%，是唯一一个市占率超过 6% 的品牌，与其他品牌拉开差距。从前几名品牌排名来看，adidas 持续位居第二，其他品牌争夺上游位置，Skechers、Under Armour、Champion、Lululemon 等各具特色的细分品牌快速崛起，UA 一度在 2014~2016 年攀升至第 2 名，总体来看除 Nike 以外的前几名争夺激烈。

在 08~09 年金融危机中，运动行业格局变化亦不明显，与长期趋势一致，行业集中度持续提升。

国内外品牌比较来看，国外品牌并不占优。在美国市场地位靠前的 adidas（德国）、Asics（日本）、Puma（德国）市场排名未见明显提升，且 2012 年以后 adidas、Asics、Puma 份额均呈现萎缩。

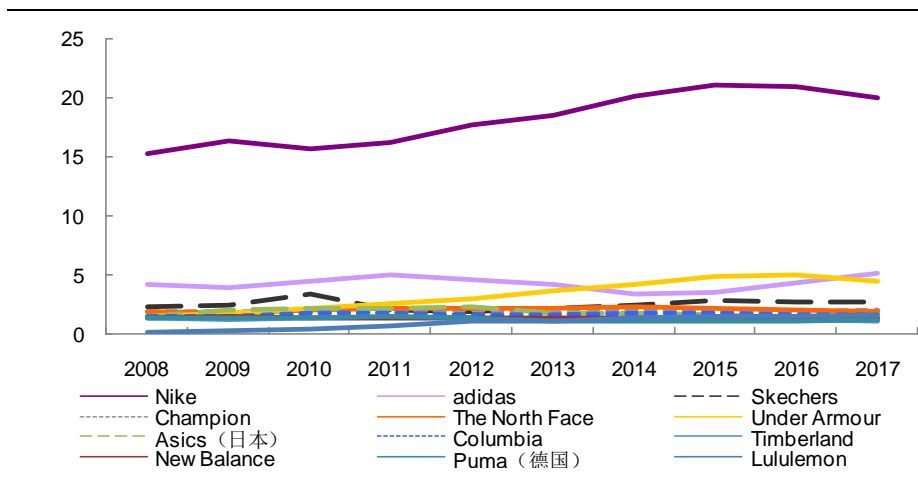
表 21：美国运动装行业代表性品牌份额排名变化情况

品牌	所属公司	所属国家	2008 年排名	2010 年排名	2017 年排名
Nike	Nike	美国	1	1	1
adidas	Adidas	德国	2	2	2
Under Armour	Under Armour	美国	6	4	3
Skechers	Skechers	美国	3	3	4
Champion	Hanesbrands	美国	4	7	5
The North Face	VF	美国	5	6	6
Columbia	Columbia	美国	9	8	7
Lululemon	Lululemon	美国	27	18	8
New Balance	New Balance	美国	11	11	9
Asics	Asics	日本	7	5	10
Timberland	VF*	美国	10	10	11
Puma	Kering*	德国	12	12	12

注：Timberland 2011 年为 VF 公司收购；Puma 2013 年为法国 Kering 公司收购，此处所属国家采用品牌创始国家表示。

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图 48：美国运动装行业代表性品牌份额变化情况（%）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

2.4.3、大众服饰：竞争激烈、整合加剧，国外品牌渗透力弱

定位大众的服装品牌面向客群较广，发展空间和体量较大，因此龙头品牌多为大众定位。我们分析美国男装和女装行业的品牌格局变化，初步观察国内外大众定位公司表现。

传统老牌休闲装品牌（Levi's、Gap、American Eagle Outfitters 等）在 2008 年以来份额呈现收缩，取而代之的是运动装品牌如 Nike、Lululemon 等。

男装方面，运动品牌崛起更为明显，Nike 取代 Levi's 地位成为第一名，Under Armour 从前十开外迅速成长成为第三名，adidas 亦攀升至第 7 名；相反，传统品牌如 Gap、Target（零售商品牌）、Banana Republic 等优势地位逐步丧失。

值得一提的是，男装领域国外品牌对本土品牌威胁并不明显，除了 adidas 作为运动装抢占到第 7 名的市场份额之外，其他国外龙头如 H&M、ZARA 等并未进入前十名，日本服装龙头品牌优衣库亦未在美国市场占据一席之地（未进入前 50 名）。

表 22: 美国男装行业代表性品牌份额排名变化情况

品牌	所属公司	所属国家	2008 年排名	2010 年排名	2017 年排名
Nike	Nike	美国	3	3	1
Levi's	Levi's	美国	1	1	2
Under Armour	Under Armour	美国	15	14	3
Hanes	Hanesbrands	美国	4	4	4
Ralph Lauren	Ralph Lauren	美国	2	2	5
Fruit of the Loom	Fruit of the Loom	美国	6	6	6
adidas	Adidas	德国	16	17	7
American Eagle Outfitters	American Eagle Outfitters	美国	7	7	8
Perry Ellis	Perry Ellis	美国	8	8	9
Old Navy	Gap	美国	9	9	10
Gap	Gap	美国	5	5	13
Target	Target	美国	10	10	14
H&M	H&M	瑞典	35	30	17
Banana Republic	Gap	美国	12	14	20
Zara	Inditex	西班牙	50	49	42

资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

由于欧睿数据库对男装统计口径包含运动服装品牌, 我们剔除其中的运动服装品牌再次观察男装格局的变化。总体来看, 扣除运动装影响后, 男装领先品牌及排名总体变化不大(除 Gap 排名下滑出前十名以外, 其他品牌名次变化不大), 10~20 名变化较大, Tommy Hilfiger 和 Champion 进步较大。

同时, 行业龙头集中度在 2008~2010 年之间没有变化, 但在 2010~2017 年期间有所下降; 总体来看 2008 年至今 CR10 下降了 1PCT。在领先品牌排名变化不大背景下, 主要为运动服饰品类对传统男装品类的份额侵蚀所致。

国外龙头品牌 Zara 和 H&M 表现各异, Zara2017 年较 2008 年进步 6 名、H&M 则下滑 15 名, 但这两个品牌均未进入前十名, 目前所占份额还较小。

表 23: 美国男装行业代表性品牌份额和排名情况 (剔除运动服饰品牌)

品牌	所属公司	市场份额 (%)			排名		
		2008 年	2010 年	2017 年	2008 年	2010 年	2017 年
Levi's	Levi's	3.3	3.4	3.2	1	1	1
Hanes	Hanesbrands	1.9	2.1	2.3	3	3	2
Ralph Lauren	Ralph Lauren	2.8	2.7	1.9	2	2	3
Fruit of the Loom	Fruit of the Loom	1.5	1.5	1.5	5	5	4
American Eagle Outfitters	American Eagle Outfitters	1.3	1.3	1.3	6	6	5
Perry Ellis	Perry Ellis	1.3	1.3	1.3	7	7	6
Old Navy	Gap	1.2	1.2	1.3	8	8	7
Tommy Hilfiger	PVH	0.7	0.8	1.2	15	13	8
Champion	Hanesbrands	0.8	0.8	1.2	14	15	9
Gap	Gap	1.8	1.6	1.1	4	4	10
Target	Target	1.2	1.2	1.1	9	9	11
H&M	H&M	0.3	0.4	0.9	29	29	14
Jos A Bank	Tailored Brands	0.8	1.0	0.8	13	12	15
Banana Republic	Gap	1.0	1.0	0.8	10	10	17
Zara	Inditex	0.1	0.1	0.2	41	42	35
CR5		11.3	11.3	10.2			
CR10		17.3	17.3	16.3			

资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

女装方面，由于女装消费具有更强的多样性，消费者对设计款式要求更高，运动装品牌对传统休闲装品牌的替代不如男装明显。龙头 VS 仍保持优势地位，另外 Gap 公司旗下的 Old Navy 和 Gap 品牌占据前十名中的两席，地位相对稳固，年轻时尚与性价比兼备的品牌 Forever 21 稳步提升份额至第 4 名。

国外品牌 H&M 表现优异，2008~2009 年份额排名还在 20 名之后，至 2017 年已经逐步攀升至第 8 名；而其他品牌 Zara、Wacoal 等排名相对稳定，进步不大，日本龙头品牌优衣库亦表现不佳、份额较小。

表 24：美国女装行业代表性品牌份额排名变化情况

品牌	所属公司	所属国家	2008 年排名	2010 年排名	2017 年排名
Victoria's Secret	L Brands	美国	1	1	1
Old Navy	Gap	美国	3	3	2
Target	Target	美国	2	2	3
Forever 21	Forever 21	美国	6	4	4
Ann Taylor	Ascena Retail	美国	5	6	5
Gap	Gap	美国	4	5	6
Nike	Nike	美国	20	20	7
H&M	H&M	瑞典	23	21	8
Lululemon	Lululemon	美国	44	39	9
American Eagle Outfitters	American Eagle Outfitters	美国	9	10	10
Under Armour	Under Armour	美国	35	33	12
Banana Republic	Gap	美国	8	8	14
Ralph Lauren	Ralph Lauren	美国	10	9	15
Talbots	AEON	美国	7	11	21
Hanes	Hanesbrands	美国	16	16	22
Aeropostale	Aeropostale	美国	11	7	26
Michael Kors	Michael Kors	美国	39	40	37
Zara	Inditex	西班牙	45	42	39
Wacoal	Wacoal	日本	41	43	42

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

由于欧睿数据库对女装统计口径包含运动服装和内衣品牌，我们剔除这些品牌再次观察女装格局的变化。总体来看，女装行业前五名龙头集中度变化不大，但第二梯队（5~10 名）份额有所下降（CR10 自 2008 年至 2017 年下降了 0.5PCT）。同时从排名来看，女装品牌竞争格局较男装更为激烈，领先品牌名次变化较大，如同为 Gap 公司旗下的两大品牌中，Old Navy 胜过 Target（零售商品牌）拔得头筹、但 Gap 品牌则逐步下滑至第 5 名，另外，Forever 21、H&M、J Crew 进步较大，传统优势品牌 Ann Taylor、American Eagle、Express 等名次基本稳定。

值得一提的是，国外品牌进入领先行列仅 H&M 一家，并且自 2008 年的第 20 名快速提升至 2017 年的第 6 名；Zara 虽略有进步但名次仍在 29 名、未进入前 20 名；日本品牌优衣库表现亦较弱。

表 25: 美国女装行业代表性品牌份额和排名情况 (剔除运动服饰、内衣品牌)

品牌	所属公司	市场份额 (%)			排名		
		2008 年	2010 年	2017 年	2008 年	2010 年	2017 年
Old Navy	Gap	2.1	2.2	2.3	2	2	1
Target	Target	2.2	2.2	2.1	1	1	2
Forever 21	Forever 21	1.3	1.7	1.8	5	3	3
Ann Taylor	Ascena Retail	1.5	1.3	1.5	4	5	4
Gap	Gap	1.8	1.6	1.2	3	4	5
H&M	H&M	0.4	0.5	1.2	20	19	6
American Eagle Outfitters	American Eagle Outfitters	1.0	1.0	1.0	8	10	7
J Crew	J Crew	0.8	0.9	1.0	13	12	8
Express	Express Inc	0.9	0.9	0.9	11	11	9
Banana Republic	Gap	1.2	1.1	0.8	7	7	10
Ralph Lauren	Ralph Lauren	1.0	1.1	0.8	9	8	11
Talbots	Talbots	1.2	1.0	0.6	6	9	16
Hanes	Hanesbrands	0.8	0.7	0.6	15	15	17
Aeropostale	Aeropostale	1.0	1.2	0.5	10	6	19
Michael Kors	Michael Kors	0.2	0.2	0.3	30	30	27
Zara	Inditex	0.1	0.2	0.3	35	34	29
	CR5	8.9	9.0	8.9			
	CR10	14.3	14.4	13.8			

资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

总体而言, 美国男装和女装市场已经存在大量的定位大众的服饰品牌, 能够满足消费者的大部分需求, 因此除品类替代 (运动装替代休闲装/商务装) 之外, 同为大众定位的品牌之间竞争激烈, 不仅体现在国外龙头品牌打开美国市场进入前列难度较大, 也体现在美国本土大众服饰品牌之间的不进则退的竞争局面上。即使是主打性价比、低倍率的日本优衣库品牌, 目前也暂未在美国市场崭露头角。

同时, 从男女装对比来看, 男装领域本土品牌的优势似乎更大, 国外龙头品牌 H&M、优衣库、ZARA 无一进入前十名 (只有运动装 adidas 进入前列), 女装则有一家 H&M 品牌打入前十名。这可能与女装的时尚潮流属性更强、与全球潮流变化关联度更为紧密有关。

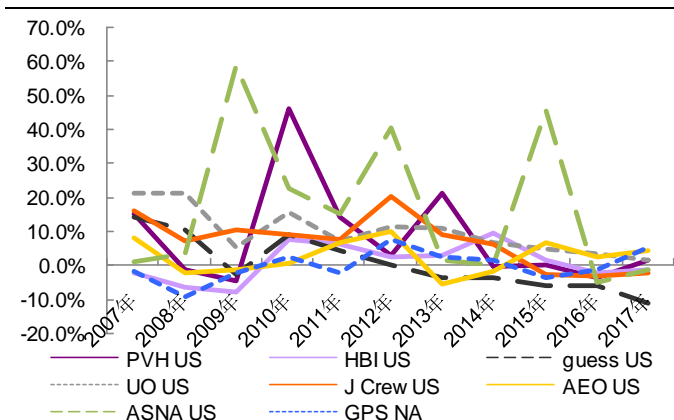
下面我们再比较代表性公司在美国市场 (或以北美/美洲市场近似表示) 的销售收入情况, 观察国内外品牌之间的差异。首先, 从收入增速变化趋势来看, 本土和国外服装公司的收入表现基本与经济增速一致, 如 2008~2009 年和 2016 年的两个低点。

其次, 从收入增速对比来看, 国外服装公司 (H&M 母公司 H&M、Zara 母公司 Inditex) 表现好于本土公司, 国外公司保持了持续正增长、并且平均收入增速水平高于本土公司 (有基数低的影响); 本土公司方面, 增速较高的 PVH 和 Ascena 公司各自超过 20% 的高点主要来源于并购, 如 PVH 分别于 2010 年、2013 年并购 Tommy Hilfiger 品牌、完全收购并重组 Calvin Klein 品牌, Ascena Retail 公司则分别于 2009 年、2012 年、2015 年并购了 Tween Brands (旗下拥有 Justice 品牌)、Lane Bryant 和 Catherines 品牌、ANN

公司（旗下拥有 Ann Taylor、LOFT 等多个品牌）。其他公司则收入增速较低，基本在±10%以内波动。

对比来看，我们可得出结论：美国本土大众定位服装市场竞争激烈，面临运动装品牌和国外龙头品牌的份额蚕食。其中运动装品牌更为强势，国外大众品牌虽增速表现较好（基数低）、但在份额和排名上目前还未进入前列（男装本土品牌相比于女装守城之势更强）。同时，在行业增长平平背景下，大众品类并购整合有所加剧。

图 49：美国本土大众服装品牌销售收入增速



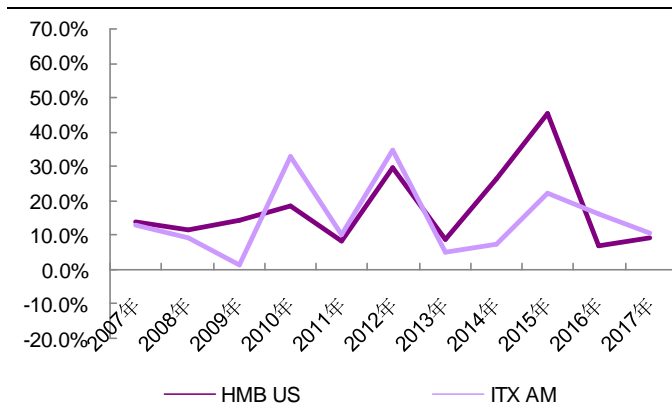
注：1) 后缀 US 为美国市场、NA 为北美市场、AM 为美洲市场，下同。

2) HBI 为 Hanesbrands 公司, UO 为 Urban Outfitters 公司, AEO 为 American Eagle Outfitters 公司, ASNA 为 Ascena Retail 公司, GPS 为 Gap 公司。

3) 由于各公司财报时间不同，已按实际年份进行调整，下同。

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

图 50：国外大众服装品牌在美国市场销售收入增速



注：HMB 为 H&M 公司, ITX 为 Inditex 公司。

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

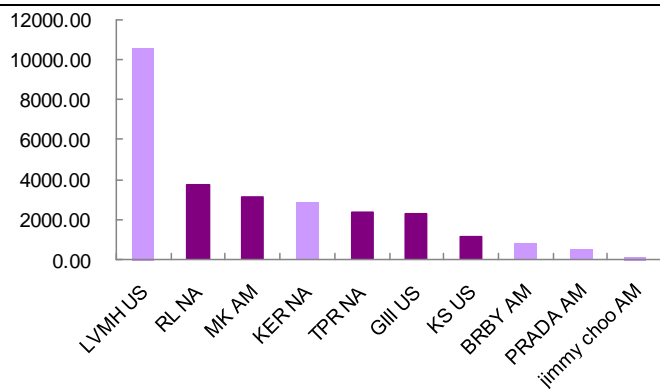
2.4.4、高端服饰：本土公司前期快速扩张致后继乏力，并购整合加剧

高端服饰领域单个品牌体量相比大众定位较小，我们更多关注公司层面的变化，对比美国高端定位品牌的收入表现。

我们统计美国国内定位较高（即包含高端和奢侈两种定位）的公司发现，美国本土公司集中在高端领域，而在美国市场体量较大的国外龙头公司则多定位在奢侈品，以 LVMH 集团体量最大（与其业务多元化，旗下拥有 6 大业务板块有关），2016 年在美国收入 105.56 亿美元。其他体量较大的国外公司，如 Kering（Gucci 品牌母公司）、Burberry、Prada 也均为奢侈品定位。

由于国内外代表性公司的业务定位存在较大差异，在此我们主要分析美国本土高端服饰公司的经营表现。按体量排序，美国本土高端公司依次为 Ralph Lauren 公司、Michael Kors 公司、Tapestry 公司（旗下拥有 Coach/Stuart Weitzman 等品牌，2017 年收购 Kate Spade 品牌）、GIII 公司（旗下拥有 Donna Karan、DKNY 等品牌）、Kate Spade，2016 年美国市场收入分别为 37.83 亿美元、31.41 亿美元、23.50 亿美元、23.01 亿美元、11.27 亿美元。

图 51: 体量较大的代表性高端到奢侈品牌美国市场收入情况 (2016 年, 百万美元)



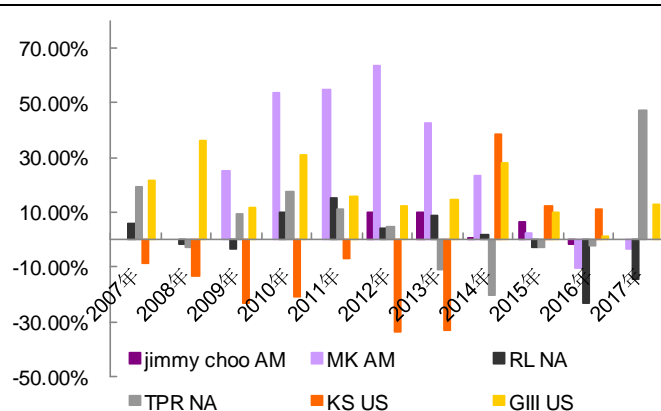
注: 1) Jimmy choo、Prada、LVMH、Kering、Burberry 以外币计价, 按 2016 年末汇率折算为美元。

2) 此处因 Kate Spade 和 Jimmy Choo 2017 年已被收购无详细数据, 采用 2016 年数据来对比各个品牌在美国市场的体量。

3) 浅紫色为国外公司。

资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

图 52: 2007~2017 年美国本土高端服装公司在美国市场销售收入增速



注: 1) RL 为 Ralph Lauren 公司, TPR 为 Tapestry 公司 (Coach 品牌母公司), GIII 为 G-III 公司 (Donna Karan、DKNY 品牌母公司)。

2) Tapestry 2017 年收入增速较高为并入 Kate Spade 影响。

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

从 2007 年至今的收入表现来看, 可分为 2 个阶段: 1) 2007~2009 年经济下行阶段, 在此阶段美国国内高端公司受到影响; 2) 2010~2017 年经济复苏, 高端服装公司在享受一段繁荣时期后的 2013 年以来增速纷纷下行 (但节奏不一), 我们认为跟公司的经营决策略显激进, 过度开店而忽视内生同店的健康增长有关。如 Tapestry 公司主品牌 Coach 在 2008 年开始同店出现下滑、之后虽略有回升但实际已埋下隐患 (过度打折、设计老化等问题遭到消费者诟病), 而公司在 2007~2012 年持续外延开店, 导致 2013 年开始店铺数开始持续收缩优化、同时同店增长也出现较大幅度的下滑; 另一个案例是 MK, 2010~2013 年连续 4 年超过 20% 的同店增长使其过度乐观, 在 2012~2015 年持续开设店铺 (每年外延增速都超过 10%、甚至部分年度达 20% 以上), 随后问题在 2015 年爆发、开始进入调整阶段。

同时, 在发展看到瓶颈之后, 龙头公司开始寻求新业务拓展机会, 业内重组整合有所加剧, 如 MK 2017 年收购轻奢鞋履品牌 Jimmy Choo、2018 年收购 Versace、并更名为 Capri Holdings, Coach (已更名为 Tapestry) 2017 年收购 Kate Spade 等。

表 26: 主要高端服装公司美国市场外延开店增速 (%)

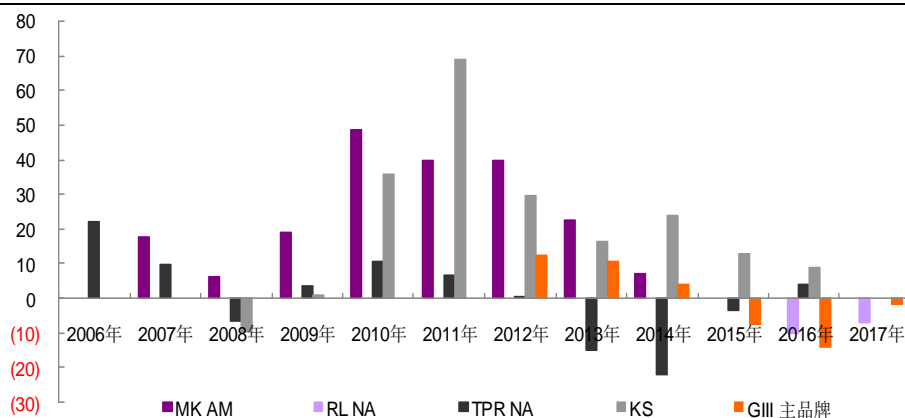
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
MK AM	-	-	-	-	-	20.9%	24.7%	19.1%	13.7%	2.1%	-4.8%
RL NA	-	-	-	-2.5%	2.6%	-4.7%	-21.3%	10.6%	28.4%	-1.4%	-2.8%
TPR NA	13.4%	10.5%	5.0%	5.4%	7.2%	4.0%	-0.9%	-14.3%	-6.5%	-3.0%	-
KS	-	8.4%	-1.1%	-50.5%	0.7%	17.7%	-58.5%	30.7%	-7.9%	75.7%	-
GIII US	-	-	0.0%	9.1%	5.3%	7.2%	167.8%	6.0%	5.9%	11.4%	-8.2%

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所计算

从美国经验来看, 我们认为: 1) 高端品类受经济波动影响较大, 如 2008~2009 年和 2016 年的经济低点, 在此期间美国本土高端公司销售受到影响; 2) 公司表现差异较大, 如 MK 的异军突起, 以及 2014 年以来 Kate Spade 的回暖等, 公司的经营能力可以使其跑赢行业和经济周期。同时, 美国本土高端公司在增长和开店的表现上波动较大, 呈现前期快速扩张但后继无力的状

态，近两年在外延和内生两方面均表现疲软，我们认为主要跟公司经营策略有关，高端定位公司应更加注重单店质量、而不可盲目拓店。

图 53: 2006~2017 年美国本土高端服装公司在美国市场的同店销售增速(%)



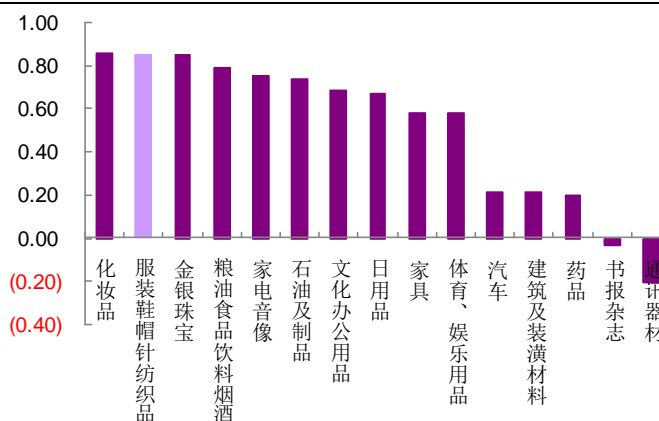
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

2.5、中国展望

2.5.1、消费环境：经济存下行压力、政策引导支持，结构上品质消费和消费升级越发明显

服装作为可选消费之一，受宏观经济和终端零售环境影响较大。从 GDP 增速和各消费品类增速的相关性来看，服装鞋帽品类相关系数为 0.85、排名居第二。因此，行业总量增速与宏观经济发展关联度较大，经济下行压力会制约总体服装消费的增速。

图 54: 2001~2017 年我国 GDP 增速与各消费品类增速相关系数



资料来源: wind, 光大证券研究所计算

2018 年以来我国宏观经济下行压力有所加大, 18Q3GDP 增速放缓至 6.5%、为 09 年金融危机以来的低位。服装作为消费品类之一, 也会受到宏观经济和零售景气程度的影响。但从国家近期相关政策看, 2018 年 12 月召开的中央经济工作会议提出进一步减税和降费, 居民消费频次、总量和消费结构有

望得到刺激，其中消费结构可能变化更为明显。2018 年国家调高个税起征点，近几年多次调整进口关税，以及 2018 年 11 月发布跨境进口电商零售政策调整，均显示政策面鼓励居民提高消费总额/频次和产品单价、促进品质消费。

表 27: 2018 年 11 月跨境电商进口零售政策调整一览

项目	政策调整内容
单次交易限值	2000 元提升至 5000 元
年度交易限值	20000 元提升至 26000 元
监管	维持现行监管政策（按个人自用进境物品监管），对跨境电商零售进口商品不执行首次进口许可批件、注册或备案要求
试点城市	自 15 个城市扩大至 22 个新设跨境电商综合试验区的城市
商品范围	新增群众需求量大的 63 个税目商品

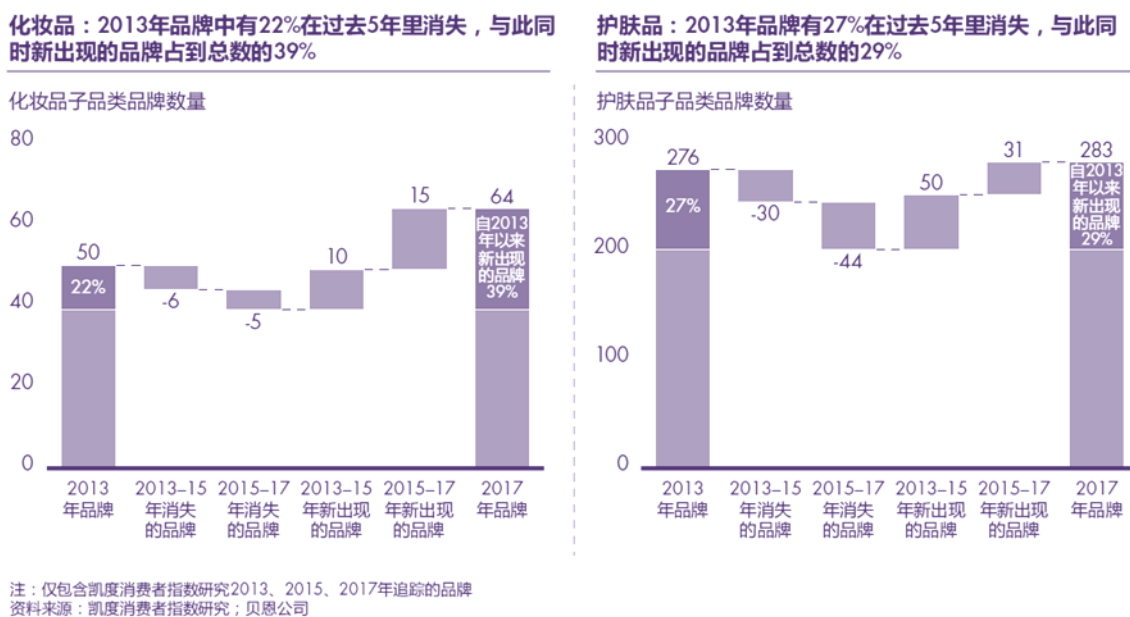
资料来源：财政部，亿邦动力网新闻

2.5.2、消费者：年轻群体话语权加强

从居民本身消费习惯而言，年轻群体（80 后、90 后崛起）占比提升带来了消费者偏好的变化。年轻群体的消费习惯更加个性化、品牌忠诚度低、购买意愿强，这对品牌发展是一把双刃剑：

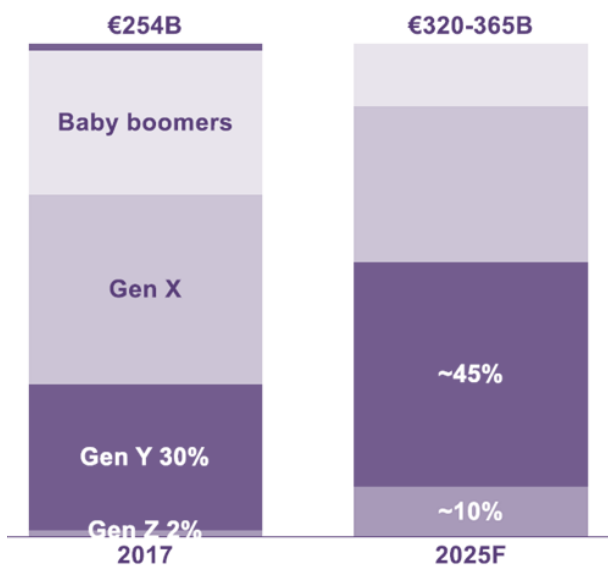
- 1) 一方面，消费者品牌化意识加强、对品牌理解更为深入，不再受到“洋品牌”的盲目吸引、消费更为理性，国产品牌的竞争劣势有一定缓解，同时年轻群体的追求个性和购买力强有利于总体需求和消费频次的增加；
- 2) 另一方面，年轻群体在个性化消费的同时伴随着他们对品牌的低忠诚度，品牌对消费者的吸引力提升甚至维持难度加大，品牌更迭加速、优胜劣汰，竞争更为激烈。

图 55: 中国快消品品牌快速迭代



资料来源：贝恩公司

图 56: Y 时代 (1981~1995 年出生) 和 Z 世代 (1995 年之后出生) 对奢侈品消费购买意愿加强, 占比提升



注: 图形上方金额为总体奢侈品消费规模, 百分比数字为该世代人群消费占总体的比例。
资料来源: 贝恩咨询

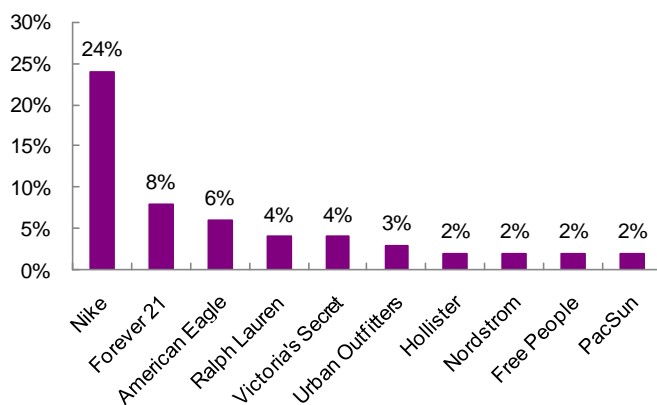
图 57: Z 世代和中国 Z 世代群体消费画像



资料来源: 贝恩咨询

美国经验显示, 征服年轻消费群体的品牌往往经营表现突出。根据 2015 年美国投资银行 Piper Jaffray 针对美国青少年消费行为的调查报告, 12 万名青少年 (平均年龄 16.3 岁) 不管何种收入水平或者家庭条件, 他们最爱的服装品牌是 Nike, 其次是 Forever 21, 其中 Nike 得票数一骑绝尘。这两个品牌也在过去的 10 年间实现了明显的份额提升。

图 58: 2015 年美国青少年最爱的服饰品牌投票情况



资料来源: Pipe Jaffary

2.5.3、美国启示与借鉴: 行业和公司不同层面的观察总结

➢ 总结前述美国服装行业在不同经济周期中的表现, 可以得出以下启示:

1) 运动装、童装和内衣品类依靠其自身发展的较高景气度，在经济下行过程中具有相对较强的抗风险能力（如在 08-09 年金融危机中运动服饰和童装代表公司销售仍保持了正增长）。

2) 发展相对成熟的成人服装，高端和大众两种定位在行业层面与经济周期有一定相关性，其中大众品类调整较快、恢复也较快，调整的幅度也相对高端服饰小，与其定位性价比有关，在经济悲观的充分预期下消费者会更加偏好高性价比产品、在初始冲击消化后结构性优势凸显，从而大众服饰会结构性受益；高端品牌受经济冲击影响幅度较大、同时波动性也较大。

3) 从行业格局层面，高景气度的运动装、童装和内衣集中度在持续提升，不论经济增速高低。行业增速较高、景气度高背景下，龙头的先发优势更为明显、份额提升表现更佳。

4) 大众品类作为已经较成熟的市场，美国本土竞争非常激烈，品牌之间呈现不进则退的局面，且运动品类对休闲和商务品类的替代日趋明显，这使得美国的大众服饰品牌面临较高的经营难度。一方面，国外龙头品牌对美国市场渗透并不成功，虽然 Zara、H&M、优衣库已经是全球层面的龙头品牌，亦未能在美国站稳阵脚（尤其前二者同为欧美派系、文化上具备较强的共通性）；另一方面，行业内品牌并购整合加剧，促使公司集中度提升较品牌更为明显。

同时，值得注意的是男装大众本土品牌在守卫市场份额上的表现强于女装，可能与女装时尚潮流属性更强、受国际时尚趋势影响较大有关。

5) 高端品类方面，美国本土公司（如 Coach/MK 等）在美国市场发展已上规模，分析其近 12 年发展过程，高端品类从品类属性来看跟经济周期关联度大、在经济景气度不同的阶段波动也较大，主要为业内公司层面经营管理决策对业绩表现影响较大、公司分化明显，存在部分时期单个公司能够凭借自身经营跑赢经济环境和行业的情况，因此更应注重单个公司的增长。同时，总结美国本土高端服饰公司发展经验，部分公司过度扩张、在经营策略上相对激进，从而导致外延增速波动较大，同时内生同店增长和整体业绩表现也不稳定和不可持续。高端定位的公司应更加注重同店增长的稳定性和拓店的合理性。

➤ 从行业角度，认为借鉴美国服装行业发展经验，可以关注运动服饰、童装、内衣、大众服饰四大品类，但时点不同。

1) 首先，由于运动服饰、童装、内衣长期来看具备较高的景气度，这三个品类在经济周期波动中，持续保持了较高的行业增速，同时长期集中度也有明显提升，龙头公司显示出优于行业的经营表现，先发优势突出。

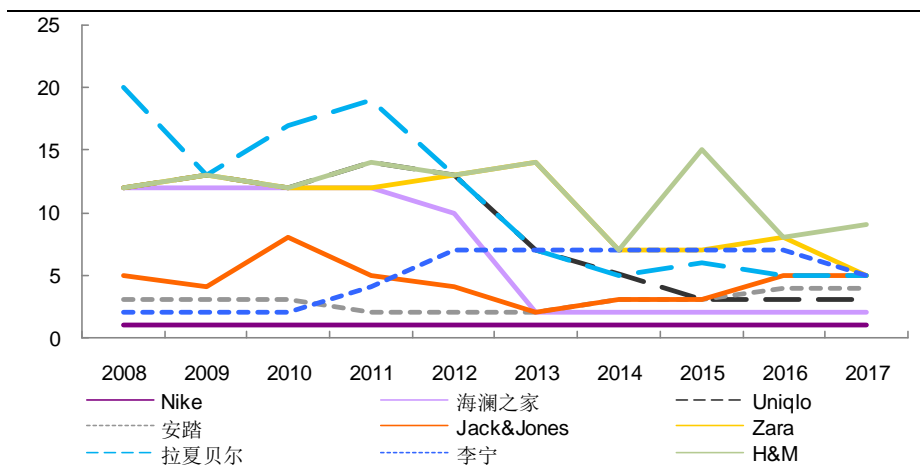
2) 其次，在初始冲击消化后，经济悲观的充分预期下我们建议从消费者偏好变化的角度（对性价比的偏好凸显）关注大众服饰。大众服饰品类具备对经济周期较强的敏感度和更快的调整速度，并且其不同经济周期中增速的稳定性较高。

从大众服饰的竞争格局来看，我们认为我国本土大众服装龙头虽然在发展历史、经营能力和效率、规模体量等方面相比于目前进入中国的国际龙头公司存在较大差距，但参考美国经验，在经济发达、品牌消费理念和时尚流行趋

势理解较为深刻的美国，全球性大众龙头仍未能分一杯羹，本土品牌始终占据强势地位（主要是运动风潮对商务和休闲风格的替代，而非国外龙头抢占本土品牌市场），我们认为主要为在大众服饰领域本土品牌具备较好的先发优势和本地化优势。对于国内企业的借鉴而言，一方面中国疆土辽阔、一二三四线各线城市发展不均衡，居民消费理念亦不统一，较美国市场更加复杂，相比于美国的 12 年间国外品牌尚未占得便宜，在中国我们认为国外龙头们将面临更高的经营难度；另一方面，目前来看国外龙头品牌虽然在加大拓展中国市场并且市场份额有所提升，但不意味着我国本土大众服饰品牌的全线退让，实际上本土品牌如海澜之家、拉夏贝尔品牌份额在近 10 年以来也有明显提升。我们认为随着中国的大众服饰市场发展程度进一步提升，市场格局正在向美国靠拢，呈现出竞争激烈、品牌之间的份额抢占加剧的特征，份额正在向具备规模优势、经营管理优势、符合消费者需求的优质龙头公司集中、不论龙头是国内还是国外的公司。

再者，根据美国经验，由于在女装领域时尚潮流趋势的传播更为迅速、影响更大，大众服饰领域中男装本土品牌面临国际龙头品牌的冲击、在守卫自己份额上可能做得比女装本土品牌更强，从防御能力的角度，我们建议更加关注本土大众服饰领域中的男装龙头品牌。

图 59：我国服装行业 2017 年龙头品牌近 10 年来名次（名）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

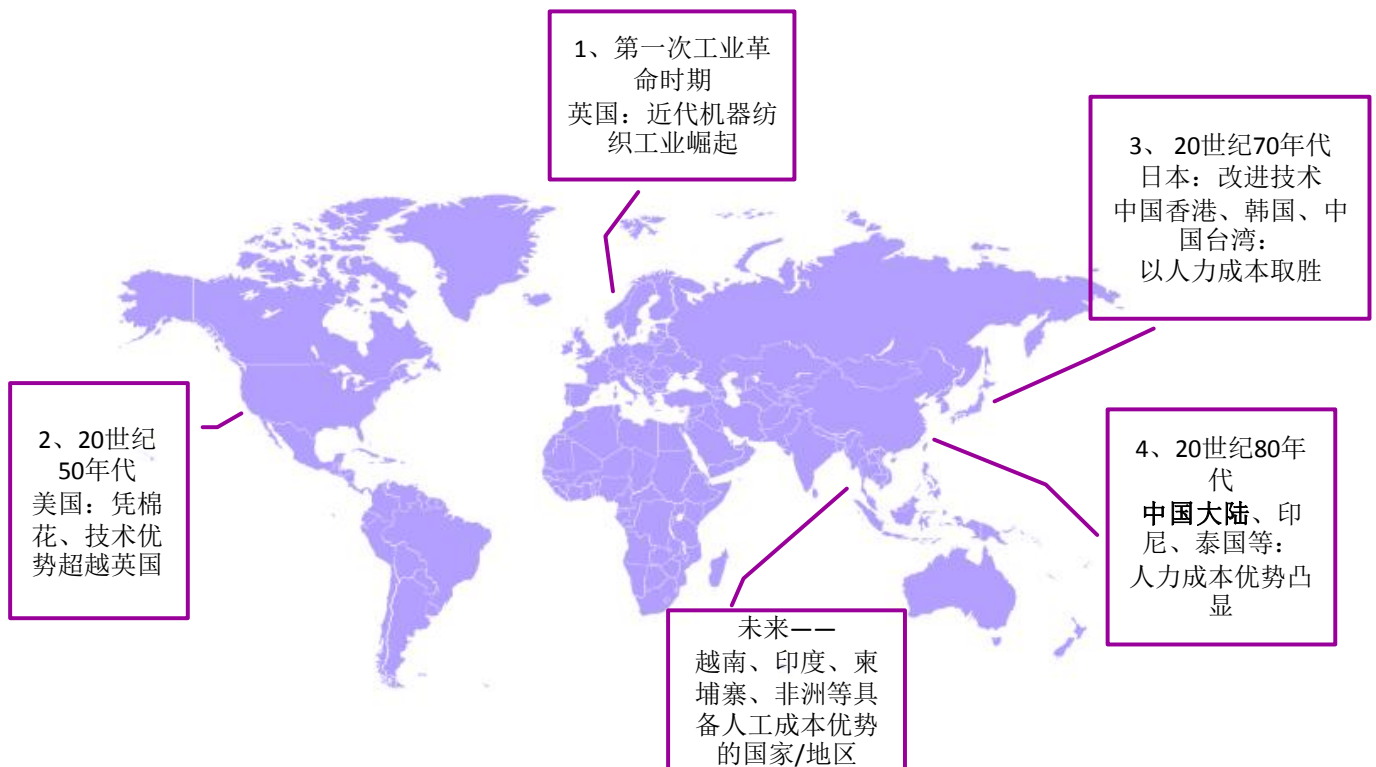
3) 高端服饰角度，我们认为此品类既受到宏观经济影响，也较大程度受到公司层面经营表现的影响，包括经营素质高低、决策正确与否、短期增长和长期增长的如何权衡等，公司的经营管理能力可能有时更胜过行业和经济周期的影响。参考美国市场近年来高端服饰公司的表现，我们认为高端定位的服装公司应更加注重内生增长和合理拓店，从而保护品牌的良好口碑和实现业绩的持续增长。

3、纺织制造行业回顾与展望

3.1、长期产能向海外转移趋势不改

近年来我国人力成本持续上升，制造业低成本优势逐步被削弱。长期来看，纺织制造行业景气度处于下行过程中，较国际竞争对手在人力成本端的竞争优势逐步丧失，海外产能布局已成为大势所趋，棉纺织龙头鲁泰、联发股份、百隆东方、华孚时尚、天虹纺织，成衣制造龙头申洲国际，以及袜类龙头健盛集团等都已在海外积极进行产能扩张。

图 60：全球纺织产业转移情况



资料来源：光大证券研究所

表 28：纺织龙头公司海外产能布局情况

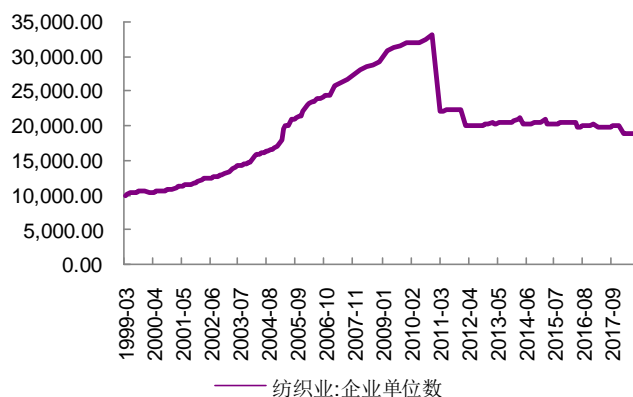
公司	行业	海外产能情况	海外产能占比
百隆东方	色纺纱	◇ 越南：12 年 11 月越南首期 10 万锭投产，14 年 1 月二期 20 万锭投产，15 年 4 月三期基本建成投产，16 年末越南总产能达 50 万锭、占比约 40%。2017 年 5 月公告拟在越南再建设 50 万锭纱线、分三年完成。	17 年末占比约 42%
鲁泰	色织布	◇ 越南：17 年 3000 万米色织布项目、一期 300 万件衬衫项目开始陆续投产，18 年将建设二期 7.6 万锭纺纱、4000 万米色织布、二期 300 万件衬衫项目。 ◇ 柬埔寨：2013 年 12 月首期 300 万件衬衫投产；2015 年 11 月二期 300 万件衬衣投产。 ◇ 缅甸：年产能 300 万件衬衣项目 15 年底投产。	-
华孚时尚	色纺纱	◇ 越南：2017 年末约 30 万锭纱线产能已投产。2018 年 12 月拟再建 50 万锭产能。	17 年末占比接近 20%
健盛集团	袜类、无缝内衣	◇ 越南：一工厂一期项目于 2015.3 开始投产，2016 年投放产能 4000 万双。一工厂二期 1.3 亿双中高档棉袜生产项目和越南 1.5 万吨纺织印染项目于 2017.4 进入试生产阶段。二工厂为年产 6500 万双高档棉袜项目，正在推进基础设施建设，将于 18 年上半年投产。17 年越南产能 7000 万双，预计 2018 年越南产能将达 1.4 亿双。 ◇ 2018 年 12 月公司公告投资 2 亿元用于年产 9000 万双棉袜生产基地，投资 2.5 亿元用于年产 1800 万件无缝针织内衣生产基地，进一步强化在越南地区产能布局。	17 年占比约 1/3
申洲国际	针织	◇ 越南：17 年面料产能达 190 吨/天，预计 18 年可提升至 300 吨/天；另有成衣工厂，一期已投产，二期预计 19 年投产。 ◇ 柬埔寨：18 年有新成衣工厂已投产，预计规模 1000~2000 人。	17 年布料产能占比约 40%，成衣产能约 27%
天虹纺织	纱线、坯布	◇ 越南：2006 年开始布局，2017 年已达约 125 万锭纱线。18 年计划在越南新增 22 万锭产能。	约 40%
联发股份	色织布	◇ 孟加拉国：工厂已投产、批量生产大货。 ◇ 柬埔寨：设有 2 家子公司从事衬衣生产。 ◇ 埃塞俄比亚：16 年 12 月签订合作意向性协议，拟投资建设染色面料（月产 250 万米）、色织面料（月产 250 万米）、服装（月产 300 万件）及纺纱（规模 20 万锭）工厂。	-

资料来源：公司公告，光大证券研究所

除人工成本之外，海外产能布局具备较高门槛，以及我国国内对环保的重视程度不断提高等，多个因素叠加会加剧行业格局的集中化。我们认为在此过程中行业份额将会重构，以前的高度分散、充斥大量低端产能、企业利润率低的局面将逐步改变，优质制造商的重要性和议价能力随之提高。我国纺织企业中不乏世界级的龙头企业（如鲁泰在色织布行业处于世界第一的优势地位），这些龙头企业亦在不断布局海外，规模效应和经营管理能力优势将不断凸显。

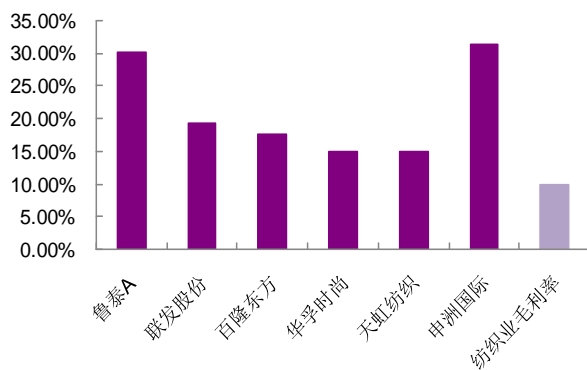
同时，龙头企业可凭借规模体量优势、技术优势以及对上下游产业链环节整合，攫取更高利润、实现稳健且持续的业绩增长。

图 61：我国纺织业企业单位数变化（家）



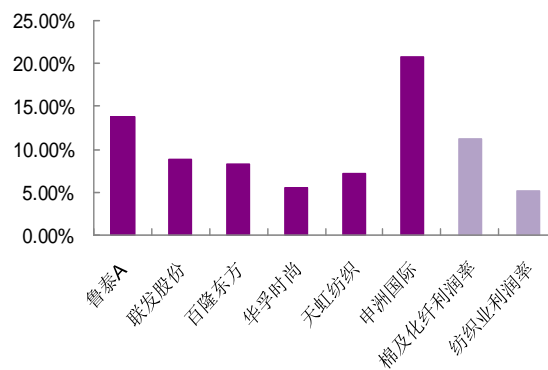
资料来源：wind

图 62：主要棉纺织龙头公司与行业毛利率比较(%，2017年)



资料来源：wind

图 63：主要棉纺织龙头公司与行业净利率比较(%，2017年)



资料来源：wind

3.2、棉价上行存基础，关注相关棉纺企业机会

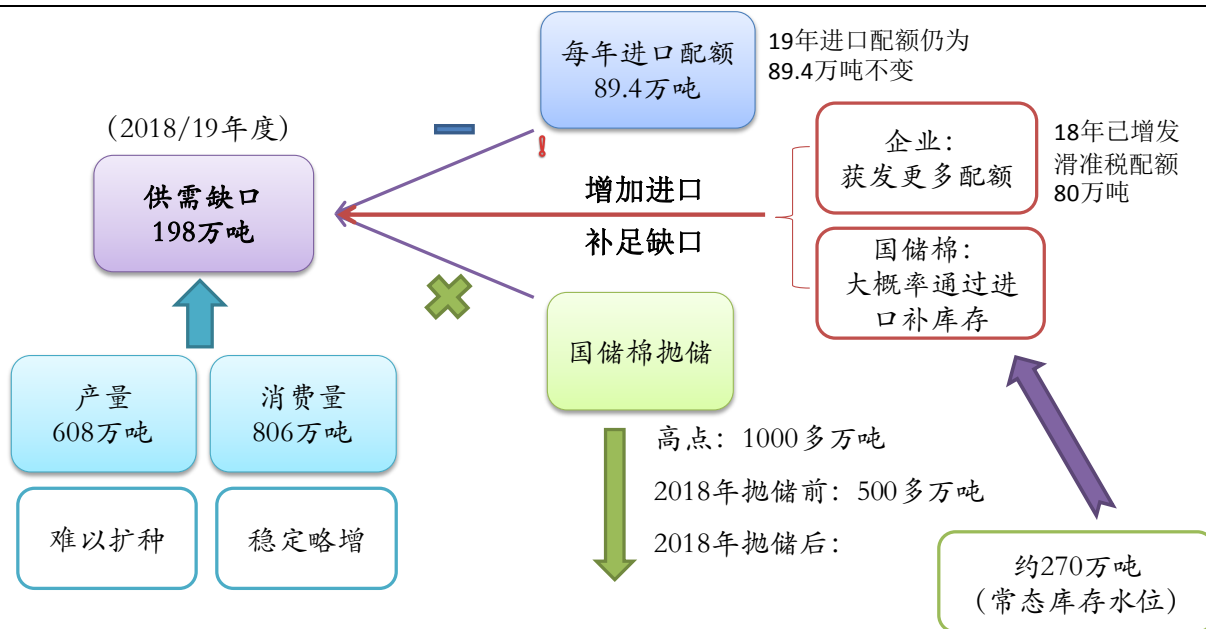
3.2.1、棉价端：供需格局变化，有望促上行趋势形成

我们判断，2018/2019 棉花年度供需格局将出现变化，棉价上行走势有望逐步成形。

从国内棉花供需格局来看，我国棉花消费量目前在 800 多万吨（2018/19 年度棉花消费量预测为 806 万吨），产量在 500~600 万吨（2018/19 年度棉花总产量预测为 608 万吨），未来判断需求量稳步增长，产量则由于难以扩种存在瓶颈，因此供给和需求之间将长期存在 200~300 万吨的缺口（2018/2019 年度目前缺口为 198 万吨）。近年来我国主要通过国储棉抛储和发放进口配额来满足缺口，其中进口 1% 关税配额稳定在 89.4 万吨，国储棉则近年来逐步消化，自高点的 1000 多万吨逐步下降至 2018 年抛储结束的 270 万吨左右。考虑到国储棉仍需储备一定常态库存，预计未来增加供给的贡献有限，甚至存在补库存预期。

我们判断常态供需缺口将由进口棉花来满足，为实现此目标，预计国家将发放更多的进口配额、让国内企业进口更多棉花；另一方面，若国储棉存在补库存预期，也将增加对棉花的需求，若国储棉选择购买内棉补库、则直接推高内棉价格，若选择进口补库、则将推高外棉价格。

图 64：国内棉花供需格局示意图



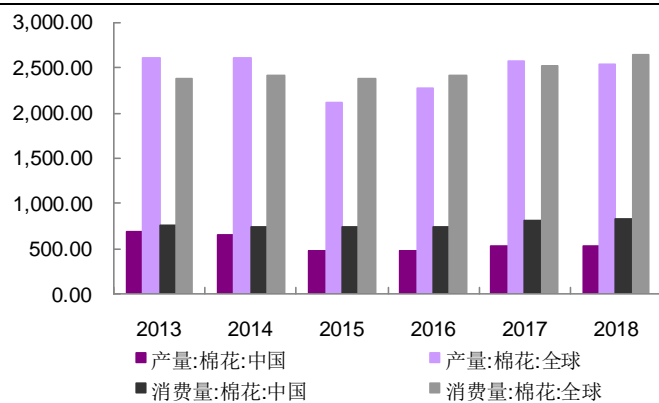
资料来源：中国棉花网、发改委等，光大证券研究所整理

外棉供需格局亦存在偏紧现象。18/19 棉花年度 USDA 预计全球缺口在 150 万吨（扣除中国后，产量略大于消费量），预计 18/19 年度全球棉花产量为 2585 万吨、已接近历史峰值 2700 万吨、扩产难度较大；同时全球消费量持续稳步增长，供不应求格局存在。

中国增加进口将明显推高外棉、回传至内棉。目前发改委已增发滑准税配额 80 万吨，占全球出口约 900 万吨比例接近 10%；同时中美贸易摩擦过程中，中国作为对美方加征我国出口部分产品关税的回击，自 2018 年 7 月开始针对部分自美国进口产品加征 25% 关税、其中包括棉花，目前这项措施将一定程度减弱美棉相比内棉和其他国家棉花的价格竞争力、改变外棉销售格局。但根据商务部新闻，中美领导人在 2018 年 12 月阿根廷会晤结果显示，中美双方将继续就农产品、能源、工业制成品、服务业等领域贸易问题开展磋商。而白宫方面称中国将同意从美国采购非常大量的农业、能源、工业和其他产品，具体购买数额待定。我们认为棉花作为美国优势出口农产品之一、有概率纳入其中，但具体细节仍需等待进一步谈判结果。

综合以上因素，我们认为棉价存在上行基础。

图 65: 国内外棉花供需情况 (单位: 万吨)



资料来源: wind

图 66: USDA 2018 年 12 月棉花供需平衡表

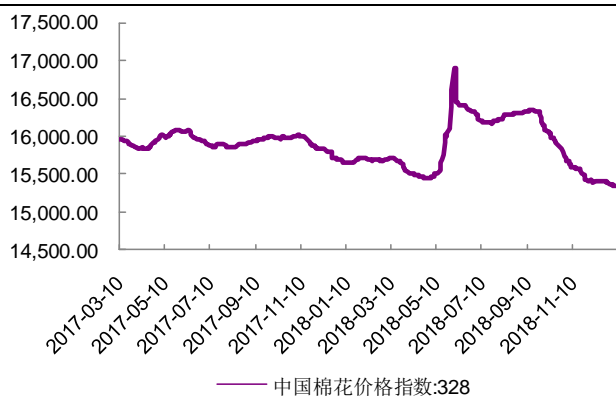
	产量 (万吨)	消费量 (万吨)	进口 (万吨)	出口 (万吨)
2018/2019 年度				
全球	2585.3	2735.3	908.2	908.5
中国	587.9	903.6	152.4	0.0
中国以外	1997.4	1831.7	755.8	908.5
2017/2018 年度				
全球	2693.2	2681.6	892.2	892.5
中国	598.7	892.7	124.6	0.0
中国以外	2094.5	1788.9	767.6	892.5

资料来源: USDA, 中国棉花网

短期来看, 新棉上市以来价格下行, 供给增加和需求转弱推后棉价上行时间节点。2018 年 10 月以来我国棉价呈现下行, 一方面系 18/19 年度棉花偏丰产、新棉集中上市、供给增加, 另一方面中美贸易摩擦影响企业下单积极性 (担心服装可能被纳入征税范围), 下游需求转弱。供需格局变化带来的棉价上行趋势偏长期, 但起始时间节点受到一定影响, 目前来看建议观察 2019 年 3 月左右启动的国储棉抛储, 为重要的时间窗口。

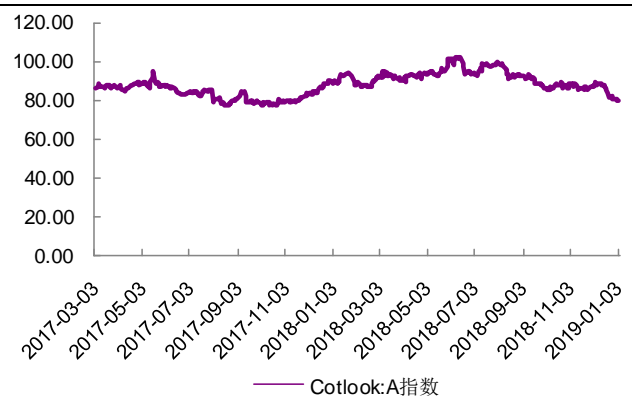
国内棉纺织企业多采用成本加成定价, 受棉花价格影响较大, 且通常会储备 3-6 个月棉花库存。在棉价上涨周期, 棉纺产品提价, 在低价棉花原料储备下成本上涨滞后, 带动棉纺企业收入和毛利率提升。其中, 产业链越短的棉纺企业对棉价波动弹性越大。

图 67: 国内棉花现货价格走势 (更新至 2019/1/7, 元/吨)



资料来源: wind

图 68: 国外棉花现货价格走势 (更新至 2019/1/5, 美分/磅)



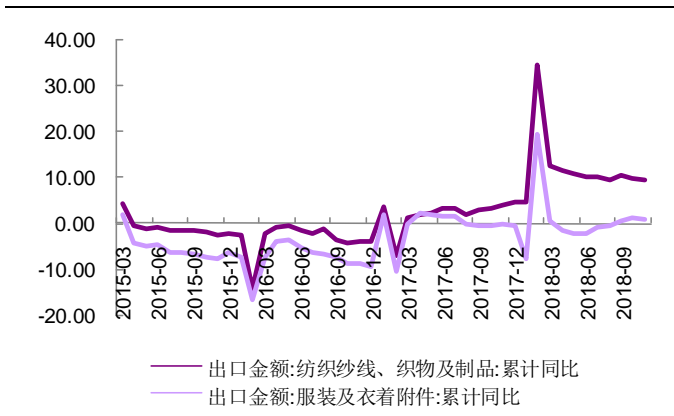
资料来源: wind

3.2.2、出口端: 需求有好转, 需关注中美贸易摩擦和汇率走向

对于出口占比较高的纺织服装行业而言, 2017 年以来国际需求持续改善、有利于出口的稳步增长。其中, 2016 年全年纺织品和服装出口均下滑, 2017 年改善 (其中纺织品增长转正、服装持平), 2018 年至今继续好转、但四季度以来增速有所下行, 1~11 月纺织品、服装出口累计增速为 9.3%、0.9%。

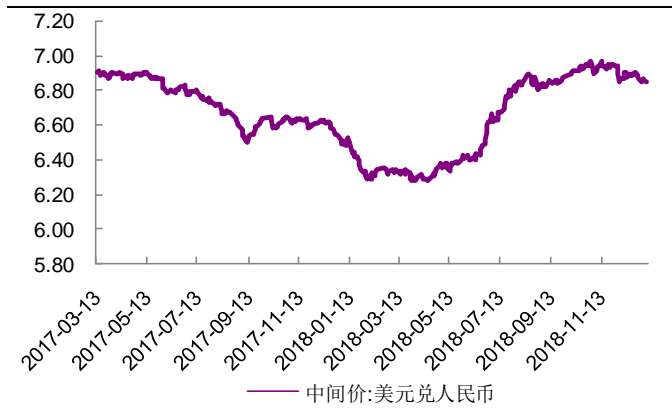
出口同时还受到人民币汇率波动的影响。人民币兑美元汇率 2017 年升值、对企业接单价格、毛利率和汇兑损益方面造成影响，2018 年二季度以来呈贬值，对出口型企业构成一定利好。从部分代表性出口型企业来看，毛利率虽同比下降、但环比已经有所好转。

图 69：我国纺织品服装出口累计同比增速 (%)



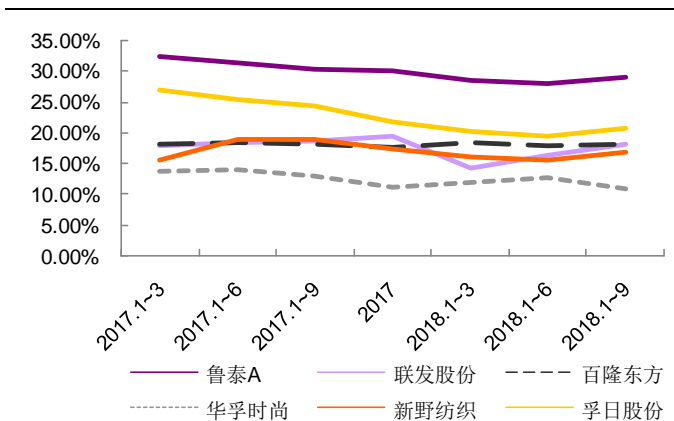
资料来源：wind

图 70：美元兑人民币汇率走势 (更新至 2019/1/7)



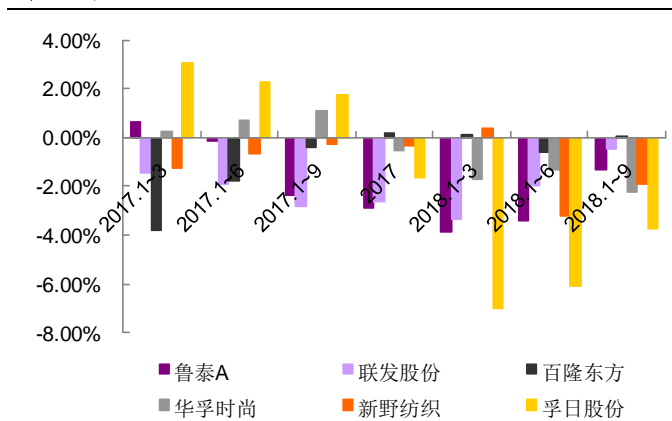
资料来源：wind

图 71：棉纺织子行业龙头公司毛利率 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 72：棉纺织子行业龙头公司毛利率同比变化幅度 (PCT)



资料来源：wind，光大证券研究所整理

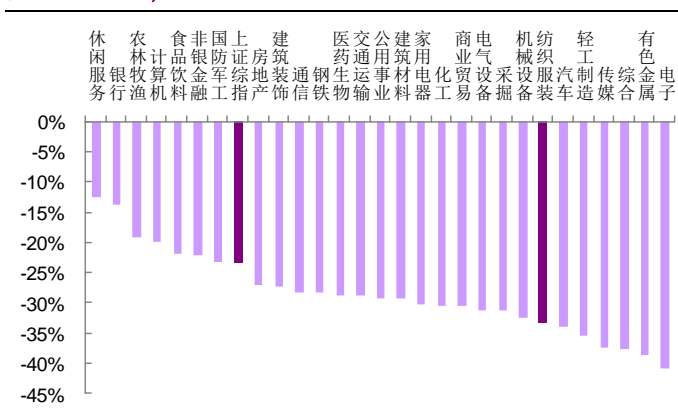
美方自 18 年 9 月起对中国出口的 2000 亿美元产品加征 10% 关税、其中包含纺织制品、不含服装产品，并且自 19 年开始拟将加征税率提升至 25%。一方面中国直接出口美国的部分纺织品将直接受到加税影响；另一方面，纺织上下游企业担心美方扩大加税范围至服装、在下单上更为谨慎。2018 年 12 月中美领导人阿根廷会晤显示中美贸易摩擦有望缓和，19 年 2000 亿美元清单加征关税暂维持 10%，具体磋商结果仍需等待 90 天谈判期结束，贸易环境仍存在一定不确定性。

4、行业估值与投资建议

4.1、行业表现与历史估值

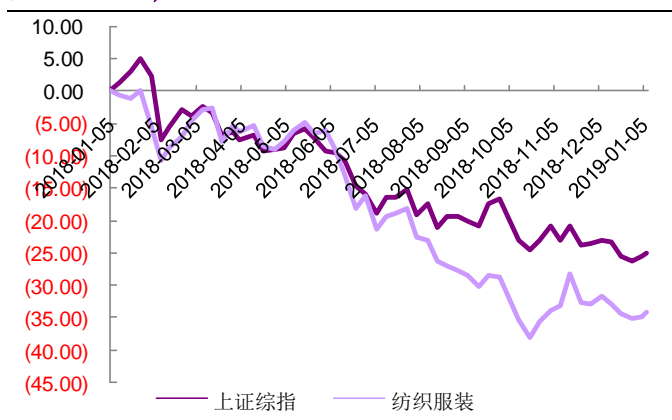
行业在 2012 年以来进入调整后市场表现相应较弱，2014~15 年因转型牛市炒作、市场表现较好，2016~2017 年连续两年跑输大盘，且为行业中涨跌幅倒数第一。2018 年上半年在基本面支撑背景下行情好转，但 Q2 以来表现跑输大盘。

图 73：各一级行业指数 2018 年至今涨跌幅（%，更新至 2019/1/7）



资料来源：wind

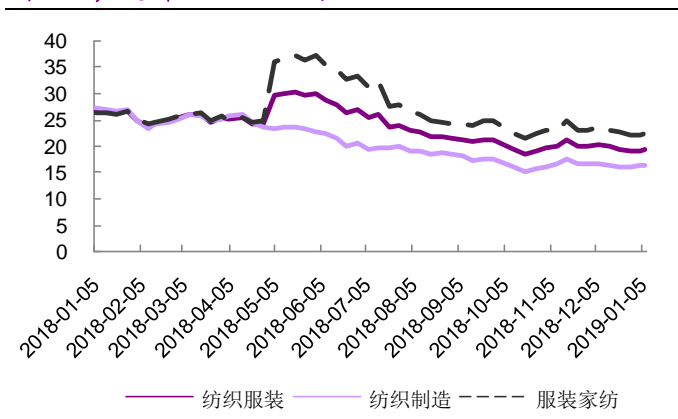
图 74：纺织服装行业与大盘累计涨跌幅走势（%，更新至 2019/1/7）



资料来源：wind

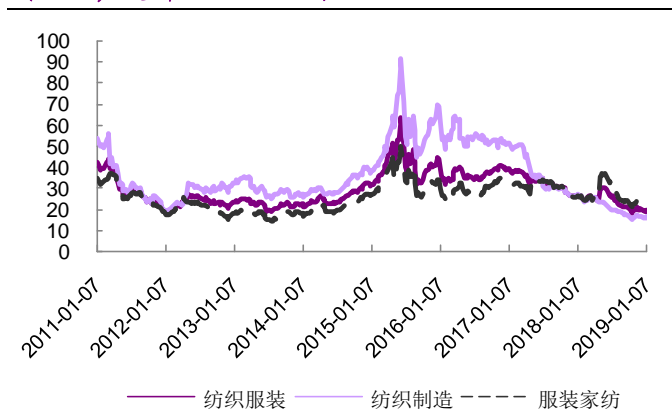
从估值情况来看，2015 年牛市之前，2012~2014 年纺织服装行业市盈率在 10~40 倍，其中纺织制造在 10~25 倍、品牌服饰在 10~35 倍。

图 75：纺织服装行业及子行业 2018 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/1/7）



资料来源：wind

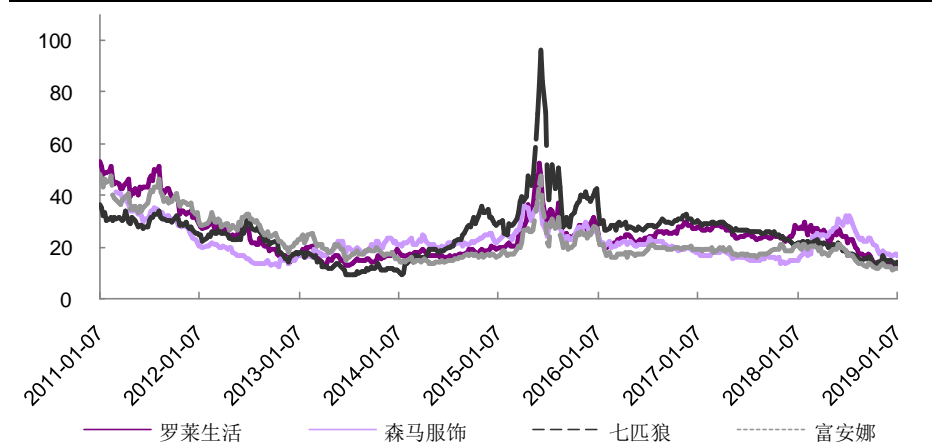
图 76：纺织服装行业及子行业 2011 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/1/7）



资料来源：wind

当前品牌服饰行业代表公司估值基本处于历史低位附近，海澜之家、罗莱生活、森马服饰、七匹狼、富安娜等公司 18 年 PE 基本在 10~15 倍。

图 77：品牌服饰代表性公司市盈率（TTM，更新至 2019/1/7）



资料来源：wind

4.2、投资策略

4.2.1、品牌服饰行业

我们认为从当前时点，可以分三个时间角度来判断行业未来机会和选择标的：

➤ 短期注重安全稳健，关注股息率和低估值

18Q4~19Q1 可以预见存在高基数的压力，一方面 17Q4~18Q1 冬季气温偏冷利好当年冬装销售、给 18 年冬季带来较高基数，同时 18 年入冬较晚、18Q4 服装行业业绩也将受到影响；另一方面 18 年春节较晚（为 2 月 16 日），19 年春节为 2 月 5 日，春节前销售旺季时间有所缩短，也给 19 年年初的冬装销售带来一定影响。

短期行业基本面同时受到零售疲软和高基数双重压力，在此时点可以选择配置现金充裕、股息率高、估值低的防御性品种，包括海澜之家、九牧王、地素时尚等（详见附表 34）。

➤ 中期来看，借鉴美国经验在不同时点关注亮点品类的龙头

受宏观经济不景气影响终端消费呈现疲软，给可选消费需求端增长带来阻碍，也相应影响下游品牌服饰端销售业绩。

但服装有别于其他可选消费品类的一个优点是行业自身发展为刚走出调整期、回归到良性增长的阶段，行业发展态势和总体运转质量是向好的，三季报也有所验证。行业虽然收入端受零售不振影响增长放缓，但在经营指标如盈利能力（净利率）、营运能力（存货周转）等方面继续向好，显示行业运转趋于良性的态势。

从美国服装行业演变的经验来看，不同服装品类的景气度、经济周期关联度不同，同时公司成长的发展战略也不同，服装行业在不同时点和视角存在不同的亮点。

我们建议关注以下几条投资主线：

1) 若经济持续下行、零售疲软的趋势难以改变，**运动服饰、童装、内衣**品类相比其他服装品类具备更高的景气度，抗风险能力相对较好；同时行业集中度持续明显提升，龙头更为受益。结合赛道质地和公司地位，建议关注**童装龙头森马服饰、运动服饰龙头安踏体育**等。

2) 在经济下行冲击初步告一段落、在消费悲观的充分预期下，**大众服饰**有望凭借其性价比定位获得结构性优势。美国经验显示，在 08-09 年金融危机和 16 年经济短暂放缓的两个时期，大众服饰公司均表现出调整快、恢复快的特点。并且拉长周期来看，大众服饰发展相对成熟，在不同经济周期中增速相对其他品类更为稳健。

当前时点我国大众服饰市场的龙头份额亦在持续提升，具备本土先发优势（从面临国际龙头品牌竞争的防御性角度，男装表现预计好于女装）。

从大众服饰品类和性价比的角度，我们建议关注龙头公司如**海澜之家、森马服饰、太平鸟**等，以及定位性价比的**南极电商、开润股份**等。

3) 高端服饰品类受经济周期波动影响较大、长期来看行业自身增长的波动也较大，主要为个体公司经营能力非常关键、促使业内公司表现分化明显，存在部分公司逆势成长的情况，因此应更加注重个体公司的素质。优质公司可以通过自身经营能力跑赢行业和经济周期，建议关注**同店增长持续优秀、多品牌（或品类）发展战略稳步推进的歌力思、比音勒芬**等。

➤ 长期来看，服装行业发展空间和集中度待提升，具备孕育巨头的空间

我国服装行业发展相比国外尚属年轻，人均服装消费金额美国、日本 2017 年分别为我国的 4.3 倍、2.5 倍，服装消费品牌化晚于发达国家、仍在推进，行业集中度和龙头份额有望提升。借鉴国外服装巨头经验（大众品类 INDITEX、迅销，高端品类 LVMH 等公司）以及发达国家的各品类龙头份额情况，服装领域作为基础性消费、有诞生巨头的空间和机会，我国企业可看到的成长空间和潜力巨大，而且在各个细分品类对标国外龙头、我国本土公司的发展机会还很大，不论是高端还是大众。

4.2.2、纺织制造行业

纺织制造行业长期在我国人力成本不可逆转的上升趋势中景气度下行，产能向海外转移为大势所趋，行业集中度加速提升有望催生产业链条上议价能力较强的优质供应链龙头公司出现（除目前竞争优势已经非常明显的针织龙头申洲国际外，健盛集团等公司也具有成长为优质供应链龙头的潜质）。我国纺织制造龙头企业经过多年发展，相比于东南亚等国家具备先发优势和规模效应。随着我国龙头纺织企业向海外进行布局，全球化格局逐步完善，产业链上下游逐步延伸拓展，有望享受国外低成本优势以及分散贸易环境变化的风险。

棉价方面，短期新棉上市期间虽行情不显（新棉集中上市以及中美贸易摩擦影响企业下单积极性），但中长期供需缺口持续存在，我们认为 2018/19 棉花年度棉价上行概率仍较大，但行情启动的时间节点仍需观察需求端变化。

出口方面，2018Q2 以来人民币汇率持续贬值，利好出口型企业。但同时中美贸易摩擦目前尚未尘埃落定，仍需观察双方后续谈判情况和事件走向、具备一定不确定性。

综上，我们建议关注如下纺织制造类标的：**鲁泰 A**（色织布龙头、海外扩产中、出口占比高受益汇率贬值，高股息率）、**华孚时尚**（色纺纱龙头、越南扩产中，棉价上行受益标的）、**百隆东方**（色纺纱龙头，越南扩产中且海外产能占比较高，棉价上行受益标的）、**新野纺织**（坯纱坯布龙头，棉价上行受益标的）等。

5、风险分析

- 1) 宏观经济增速下行致需求不景气、终端消费持续疲软，影响品牌服饰行业及其他可选消费品类的销售。
- 2) 汇率波动风险影响纺织制造出口型企业业绩。汇率若出现升值或者大幅波动，可能影响出口型企业的人民币计订价格及汇兑损益，以及产品的国际竞争力。
- 3) 中美贸易摩擦继续发酵，影响纺织制造出口型企业业绩。中美贸易摩擦若继续升级，一方面可能直接影响企业关税税率、从而影响企业产品的国际竞争力，另一方面也可能间接影响产业链上企业下单积极性。
- 4) 棉价下跌或大幅波动的风险。棉价下跌或大幅波动不利于棉纺织企业的原材料成本控制，棉纺织企业需要储备一定量的原材料，棉价下跌或者大幅波动可能导致企业原材料成本难以传导至订单端，从而影响企业盈利能力。

附录

表 29：品牌服饰行业统计上市公司样本列表

代码	公司	子行业	代码	公司	子行业
002269.SZ	美邦服饰	大众服饰	002029.SZ	七匹狼	男装
002563.SZ	森马服饰		002154.SZ	报喜鸟	
600398.SH	海澜之家		002569.SZ	步森股份	
603157.SH	拉夏贝尔*		002656.SZ	摩登大道	
603196.SH	日播时尚*		601566.SH	九牧王	
603877.SH	太平鸟		002762.SZ	金发拉比	
002612.SZ	朗姿股份	高端服饰	002875.SZ	安奈儿*	童装
002832.SZ	比音勒芬		603214.SH	爱婴室*	
603518.SH	维格娜丝		603557.SH	起步股份*	
603587.SH	地素时尚*		002291.SZ	星期六	
603808.SH	歌力思	家纺	603001.SH	奥康国际	鞋类
603839.SH	安正时尚		603116.SH	红蜻蜓	
002293.SZ	罗莱生活		603608.SH	天创时尚	
002327.SZ	富安娜		603958.SH	哈森股份	
002397.SZ	梦洁股份		603555.SH	贵人鸟	运动服饰
603365.SH	水星家纺*		002780.SZ	三夫户外	户外
002761.SZ	多喜爱	300005.SZ	探路者		
002763.SZ	汇洁股份	603908.SH	牧高笛		
300577.SZ	开润股份	箱包			

资料来源：wind

表 30：纺织制造行业统计上市公司样本列表

代码	公司	子行业	代码	公司	子行业
000726.SZ	鲁泰 A	棉纺织	000779.SZ	三毛派神	毛纺
000850.SZ	华茂股份		000982.SZ	*ST 中绒	
002042.SZ	华孚时尚		002193.SZ	如意集团	
002083.SZ	孚日股份		600220.SH	江苏阳光	
002087.SZ	新野纺织		601599.SH	鹿港文化	
002394.SZ	联发股份		603889.SH	新澳股份	
601339.SH	百隆东方		002494.SZ	华斯股份	
002634.SZ	棒杰股份	002674.SZ	兴业科技		
600493.SH	凤竹纺织	针织	603477.SH	振静股份	贸易
603558.SH	健盛集团		600626.SH	申达股份	
002687.SZ	乔治白	服装制造	600689.SH	上海三毛	印染
002776.SZ	柏堡龙		600070.SH	浙江富润	
300526.SZ	中潜股份		600370.SH	三房巷	
600137.SH	浪莎股份		600448.SH	华纺股份	
600630.SH	龙头股份		600987.SH	航民股份	
601718.SH	际华集团		002003.SZ	伟星股份	辅料
603665.SH	康隆达		002098.SZ	浔兴股份	
002404.SZ	嘉欣丝绸	丝麻织品	000955.SZ	欣龙控股	产业用纺织品
600156.SH	华升股份		002144.SZ	宏达高科	
600232.SH	金鹰股份		002516.SZ	旷达科技	
002486.SZ	嘉麟杰	其他制造	300658.SZ	延江股份	
002699.SZ	美盛文化		603238.SH	诺邦股份	
300591.SZ	万里马				

资料来源：wind

表 31：品牌服饰行业 2018 年业绩预告

行业	代码	公司	2017年收入增速%	2018年1~9月收入增速%	2017年归母净利润增速%	2018年1~9月归母净利润增速%	2018年预测全年净利润增速区间%
大众服饰	002563.SZ	森马服饰	12.74	21.41	(20.23)	25.66	20~50
	002269.SZ	美邦服饰	(0.72)	24.86	(942.95)	132.31	100~116.40
高端服饰	002832.SZ	比音勒芬	25.23	39.70	35.92	50.07	40~50
	002612.SZ	朗姿股份	72.06	21.37	14.36	80.58	10~40
	603518.SH	维格娜丝	244.50	30.58	89.32	141.37	44.28
户外	002780.SZ	三夫户外	(0.53)	19.32	(136.49)	128.58	123.24~165.85
家纺	002293.SZ	罗莱生活	47.89	8.45	34.85	21.44	20~30
	002327.SZ	富安娜	13.18	14.60	12.40	20.84	0~20
	002397.SZ	梦洁股份	33.69	21.58	(47.30)	33.19	160~210
	002761.SZ	多喜爱	1.60	36.49	7.70	256.00	90~140
男装	002029.SZ	七匹狼	16.87	14.50	18.48	10.18	0~15
	002154.SZ	报喜鸟	29.53	24.59	106.71	319.66	100~150
	002656.SZ	摩登大道	22.16	59.93	146.94	(51.12)	-48.03~-25.75
	002569.SZ	步森股份	(6.96)	19.29	(612.26)	75.49	94.08~114.79
内衣	002763.SZ	汇洁股份	4.27	9.42	21.27	(20.73)	-35~5
童装	002875.SZ	安奈儿	12.07	18.91	(12.95)	25.63	10~30
	002762.SZ	金发拉比	11.61	11.48	25.86	9.31	-10~10
鞋类	603958.SH	哈森股份	(11.03)	(8.16)	(77.42)	(64.93)	-65~-45
	002291.SZ	星期六	1.30	0.24	(1789.31)	2.77	100~108.52

资料来源：公司公告、wind，光大证券研究所整理

表 32：纺织制造行业 2018 年业绩预告

行业	代码	公司	2017年收入增速%	2018年1~9月收入增速%	2017年归母净利润增速%	2018年1~9月归母净利润增速%	2018年预测全年净利润增速区间%
棉纺织	002042.SZ	华孚时尚	42.54	21.01	41.37	20.98	10~30
	002394.SZ	联发股份	7.09	8.54	(8.56)	14.34	-5~15
	002083.SZ	孚日股份	10.21	9.26	8.47	1.35	0~20
	002087.SZ	新野纺织	27.16	24.06	40.84	33.70	20~40
针织	002634.SZ	棒杰股份	11.34	(5.46)	19.46	(32.54)	-50~0
丝麻织品	002404.SZ	嘉欣丝绸	23.06	15.08	12.25	16.16	0~50
其他制造	002699.SZ	美盛文化	44.07	(9.29)	0.44	(62.50)	-30~0
	002486.SZ	嘉麟杰	21.35	(0.81)	136.92	128.33	-78.65~-28.82
	300591.SZ	万里马	0.38	15.93	0.89	(45.12)	0~30
毛皮	002674.SZ	兴业科技	(17.66)	(8.27)	(28.49)	59.53	70~120
	002494.SZ	华斯股份	26.36	(24.70)	(600.80)	(25.81)	106.63~126.51
毛纺	002193.SZ	如意集团	11.39	21.14	48.29	83.34	26.88~76.22
辅料	002003.SZ	伟星股份	20.72	7.31	23.38	8.20	0~30
	002098.SZ	浔兴股份	58.22	56.94	0.42	(44.92)	-682.78~-431.95
服装制造	002776.SZ	柏堡龙	28.53	7.97	9.24	14.02	10~20
	002687.SZ	乔治白	12.00	18.86	19.62	26.73	30~60
产业用纺织品	002516.SZ	旷达科技	0.67	(23.98)	27.70	(22.87)	-40~-10
	002144.SZ	宏达高科	11.42	(11.48)	(4.23)	6.73	-10~20

资料来源：公司公告、wind，光大证券研究所整理

表 33：行业重点上市公司盈利预测与估值

行业	公司	代码	EPS (元)				PE			3年	PEG	现价	市值
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	CAGR		(元)	(亿元)
大众服饰	海澜之家	600398.SH	0.74	0.78	0.83	0.87	11	11	10	5.49%	1.94	8.30	373
	森马服饰	002563.SZ	0.42	0.58	0.68	0.81	21	16	13	24.14%	0.64	8.94	241
	太平鸟	603877.SH	0.95	1.31	1.71	1.97	19	14	11	27.54%	0.51	18.36	88
家纺	罗莱生活	002293.SZ	0.57	0.71	0.81	0.94	15	12	11	18.22%	0.68	8.76	66
	富安娜	002327.SZ	0.57	0.68	0.80	0.90	13	11	9	16.59%	0.65	7.28	63
	水星家纺	603365.SH	0.97	1.13	1.34	1.56	15	13	11	17.45%	0.75	14.85	40
高端服饰	歌力思	603808.SH	0.90	1.10	1.37	1.65	18	14	12	22.58%	0.63	15.79	53
	安正时尚	603839.SH	0.68	0.89	1.16	1.46	15	12	9	29.42%	0.40	10.45	42
	比音勒芬	002832.SZ	0.99	1.44	1.95	2.55	31	22	16	36.90%	0.58	31.13	56
	地素时尚	603587.SH	1.20	1.57	1.81	2.09	19	14	12	20.49%	0.70	22.64	91
男装	七匹狼	002029.SZ	0.42	0.46	0.51	0.57	15	14	13	10.75%	1.31	6.48	49
	九牧王	601566.SH	0.86	0.88	0.98	1.07	15	14	13	7.61%	1.90	12.73	73
电商	跨境通	002640.SZ	0.48	0.78	1.08	1.40	23	14	10	42.82%	0.33	10.92	170
	南极电商	002127.SZ	0.22	0.36	0.49	0.65	37	22	16	43.86%	0.50	8.00	196
箱包	开润股份	300577.SZ	0.61	0.83	1.27	1.84	50	37	24	44.26%	0.82	30.35	66
纺织制造	鲁泰A	000726.SZ	0.91	0.95	1.05	1.14	11	10	9	7.73%	1.32	9.72	84
	华孚时尚	002042.SZ	0.45	0.52	0.61	0.71	13	11	9	16.65%	0.65	5.61	85
	百隆东方	601339.SH	0.33	0.42	0.46	0.52	15	12	11	16.81%	0.71	5.03	75
	联发股份	002394.SZ	1.11	1.19	1.20	1.28	9	9	9	4.74%	1.82	10.26	33
	新野纺织	002087.SZ	0.36	0.46	0.55	0.69	10	8	7	24.23%	0.33	3.63	30
	健盛集团	603558.SH	0.32	0.55	0.66	0.80	35	20	17	36.16%	0.56	11.09	46

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 7 日

表 34：纺织服装行业公司近 3 年股息率情况 (%)

代码	公司	一级行业	二级行业	上市日期	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 (暂未包含 年报派息)	三年平均值 ↓
002003.SZ	伟星股份	纺织制造	辅料	2004-06-25	6.96	6.96	6.96	0.00	6.96
601566.SH	九牧王	品牌服饰	男装	2011-05-30	3.93	7.86	7.86	0.00	6.55
603157.SH	拉夏贝尔	品牌服饰	大众服饰	2017-09-25			6.26	2.85	6.26
603555.SH	贵人鸟	品牌服饰	运动服饰	2014-01-24	7.31	7.31	4.06	0.00	6.22
002394.SZ	联发股份	纺织制造	棉纺织	2010-04-23	5.85	5.85	6.82	2.44	6.17
603001.SH	奥康国际	品牌服饰	鞋类	2012-04-26	7.23	5.79	4.82	0.00	5.95
002083.SZ	孚日股份	纺织制造	棉纺织	2006-11-24	3.98	3.98	7.95	0.00	5.30
600398.SH	海澜之家	品牌服饰	大众服饰	2000-12-28	3.98	5.90	5.78	0.00	5.22
000726.SZ	鲁泰 A	纺织制造	棉纺织	2000-12-25	5.14	5.14	5.14	0.00	5.14
603839.SH	安正时尚	品牌服饰	高端服饰	2017-02-14		3.83	4.78	0.00	4.31
002763.SZ	汇洁股份	品牌服饰	内衣	2015-06-10	3.63	4.84	3.63	0.00	4.03
603587.SH	地素时尚	品牌服饰	高端服饰	2018-06-22				4.42	

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，股价时间为 2019 年 1 月 7 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com