

## 消费分层时代，服装龙头享价值增长

### —品牌服饰行业深度报告暨年度投资策略

#### 核心观点：

#### ● 本报告的特色、逻辑及主要结论

目前中国消费市场是基于消费分层的消费升级，在摆明了新中产和低线城市消费不同形式的消费升级现象和特点后，从消费要素“人、货、场”出发，深度探析基于分层的消费升级影响因素。我们看好品牌服饰行业在分层的消费升级背景下，带来的布局多品类、多品牌投资机遇。

#### ● 报告中核心问题说明

从消费要素“人、货、场”出发，深度探析基于分层的消费升级影响因素：1)“人”：消费者边际消费增速不同奠定消费分层基础；2)“货”：商品性价比升级是消费升级的充分条件；3)“场”：一二线购物中心为体验式消费供血，电商全面渗透下沉至低线城市。

#### ● 行业判断与评级说明

在基于消费分层的消费升级背景下，多品类、多品牌布局满足消费分层背景下的多样需求：1)品牌服饰子版块：大众休闲服饰受众群体广、天花板高，具备产生国际巨头的可能性；中高端服饰市场空间大，未来看好“增速稳定+品牌溢价”的龙头企业；2)受益于新人口红利与消费升级，童装行业有望因较强的必选属性跨越周期；3)消费升级体现在相对标准化的家纺产品与房地产销售关联性逐年减弱，加速中小家纺企业出清，产品细化、科技创新、跨界大家居乃消费升级背景下家纺企业提高天花板的重要方向。基于以上分析，我们给予SW服装家纺子版块“推荐”评级。

#### ● 投资建议及重点标的

在社零增速下行的背景下，我们首要推荐两类公司：1) **重点关注低估值、高股息率、有业绩支撑个股**：华孚时尚(002042.SZ)、海澜之家(600398.SH)、鲁泰A(000726.SZ)、罗莱生活(002293.SZ)、太平鸟(603877.SH)、富安娜(002327.SZ)、森马服饰(002563.SZ)具有较高的投资价值，防御能力较强；2) **国内消费伴随宏观经济下行中，应当精选可跨越周期、抵御性强的个股**：推荐休闲服饰+童装龙头公司森马服饰(002563.SZ)、中高端细分领域龙头比音勒芬(002832.SZ)和歌力思(603808.SH)。

#### ● 风险提示

终端需求回暖不及预期、宏观及政策风险、存货周转不及预期等。

## 纺织服装行业

**推荐** 维持评级

#### 分析师

李昂

☎：8610-83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

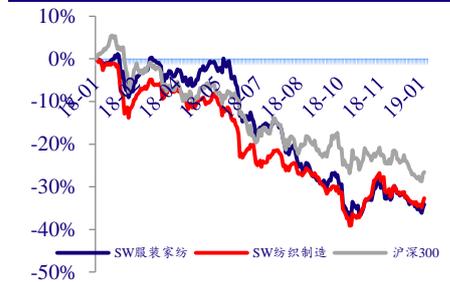
林相宜

☎：8610-66568843

✉：linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号：S0130118090029

相对沪深300表现图 时间 2019/1/7



资料来源：WIND, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河纺织】纺织服装行业深度报告暨2018年中期投资策略-“服装智造”：分化行情下，坚守龙头价值

【银河纺织】海澜之家(600398.SH)深度报告：经营模式创新，龙头价值凸显

【银河纺织】行业深度报告\_纺织服装行业\_2019年年度投资策略 PPT：消费分层时代，服装龙头享价值增长

## 投资概要：

### 研究框架及主要结论：

我们认为目前中国消费市场是基于消费分层的消费升级，在摆明了新中产和低线城市消费不同形式的消费升级现象和特点后，从消费要素“人、货、场”出发，深度探析基于分层的消费升级影响因素：1) “人”：消费者边际消费增速不同奠定消费分层基础；2) “货”：商品性价比升级是消费升级的充分条件；3) “场”：一二线购物中心为体验式消费供血，电商全面渗透下沉至低线城市。

**在基于消费分层的消费升级背景下，多品类、多品牌布局满足消费分层背景下的多样需求：**1) 品牌服饰子版块：大众休闲服饰受众群体广、天花板高，具备产生国际巨头的可能性；中高端服饰市场空间大，未来看好“增速稳定+品牌溢价”的龙头企业；2) 受益于新人口红利与消费升级，童装行业有望因较强的必选属性跨越周期；3) 消费升级体现在相对标准化的家纺产品与房地产销售关联性逐年减弱，加速中小家纺企业出清，产品细化、科技创新、跨界大家居乃消费升级背景下家纺企业提高天花板的重要方向。

### 我们与市场不同的观点：为什么近来媒体多提“消费降级”，而我们提出了中国消费市场是基于消费分层的消费升级？

一方面，对于信息资源丰富、生活成本高增加挤压消费的一二线城市，文化娱乐等可选消费的边际效用下降，使得该地区群体消费升级速度趋缓，消费习惯的重点逐渐从品牌转换成功能，体现为“质”：人们在保证了质量和使用体验之后，更注重在消费过程中的舒适和便利程度，以及人们在心理上、精神上所得到的享受和乐趣，而在身份展示、品位展示等非刚性需求上在短期内做了一些妥协；

另一方面，中国幅员广阔，由互联网红利带来的渠道下沉使得零售效率的提高，让中国低线城市的居民也进入了消费升级的区域，从无序、山寨、无保障的产品升级到大众品牌消费品，对品质和性价比拥有更高的要求，体现为“量”：消费对象的实物量和价值量的统一、更多的消费受众带来的增量市场。

### 行业投资策略：看好跨周期、强抵御性、竞争优势强的龙头个股

在社零增速下行的背景下，我们首要推荐两类公司：

1) **重点关注低估值、高股息率、有业绩支撑个股：**华孚时尚(002042.SZ)、海澜之家(600398.SH)、鲁泰 A(000726.SZ)、罗莱生活(002293.SZ)、太平鸟(603877.SH)、富安娜(002327.SZ)、森马服饰(002563.SZ)具有较高的投资价值，防御能力较强；

2) **服装家纺：**国内消费伴随宏观经济下行中，应当精选可跨越周期、抵御性强的个股：推荐休闲服饰+童装龙头公司(002563.SZ)、中高端细分领域龙头比音勒芬(002832.SZ)和歌力思(603808.SH)。

### 行业表现的催化剂：

国内外经济回暖带来终端需求增长；中美经贸问题带来实质性进展。

### 主要风险因素：

终端需求回暖不及预期、宏观及政策风险、存货周转不及预期等。

## 目录

<b>一、国内当前仍持续消费分层基础上的消费升级</b> .....	<b>1</b>
(一) 新中产消费升级增速趋缓，更为关注“质”的提升.....	2
(二) 低线城市消费“价”、“量”双提升.....	4
<b>二、基于“人、货、场”，深度探析分层的消费升级影响因素</b> .....	<b>6</b>
(一) “人”：边际消费增速不同奠定消费分层基础.....	6
1. 收入增长到财富积累速度不同是消费分层的基础.....	6
2. 政策红利催化消费升级进程.....	7
3. 人口结构的深刻变化分化消费结构.....	8
(二) “货”：商品性价比升级是消费升级充分条件.....	10
(三) “场”：购物中心激发体验式消费，电商渗透至低线城市.....	11
1. 线下获客成本较低，购物中心盛行.....	12
2. 电商渗透至低线城市，加速消费升级.....	14
<b>三、服装家纺：多品类、多品牌布局满足消费多样需求</b> .....	<b>16</b>
(一) 品牌服饰：高性价比与中高端服饰双轮驱动消费升级.....	17
1. 大众休闲服饰具备产生国际巨头的可能性.....	17
2. 中高端服饰市场空间大，未来看好“增速稳定+品牌溢价”的龙头企业.....	18
(二) 童装行业有望因较强的必选属性跨越周期.....	21
(三) 家纺产品与房地产销售关联性逐年减弱，加速中小家纺企业出清.....	24
1. 行业集中度低促企业技术改革、产品细分.....	25
2. 科技创新、跨界大家居乃家纺企业提高天花板的重要方向.....	28
<b>四、行业投资策略：看好跨周期、强抵御性、竞争优势强的龙头个股</b> .....	<b>29</b>
(一) 品牌服饰行业投资策略.....	29
1. 重点关注低估值、高股息率、有业绩支撑个股.....	29
2. 品牌服饰：精选跨周期、强抵御性个股.....	30
(二) 重点公司推荐.....	31
1. 森马服饰 (002563.SZ)：休闲复苏、童装高增长打造业绩“双引擎”.....	31
2. 比音勒芬 (002832.SZ)：专注高尔夫服饰领域的新兴龙头.....	32
3. 歌力思 (603808.SH)：内生+外延发展战略，成就高级时装品牌集团高速增长.....	33
<b>表格目录</b> .....	<b>34</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>35</b>

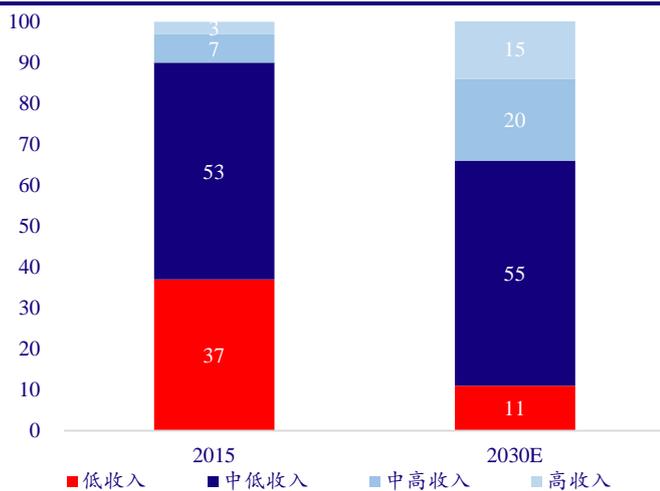
## 一、国内当前仍持续消费分层基础上的消费升级

对于市场持续讨论的“消费升级还是降级”的问题，阿里巴巴集团 CEO 张勇给出的答案是：不同层次的消费者，在特定阶段有特定的购买力，希望拥有更好的生活、更有品质的消费，本质上是中国消费分层基础上的消费结构升级，分层来看每类群体都在进行各自的消费升级。对于消费升级，我们的理解是：

- 对于信息资源丰富、生活成本高增加挤压消费的一二线城市，文化娱乐等可选消费的边际效用下降，使得该地区群体消费升级速度趋缓，消费习惯的重点逐渐从品牌转换为功能性，体现为“质”：人们在保证了质量和使用体验之后，更注重在消费过程中的舒适和便利程度，以及人们在心理上、精神上所得到的享受和乐趣，而在身份展示、品位展示等非刚性需求上在短期内做了一些妥协；
- 中国幅员广阔，由互联网红利带来的渠道下沉使得零售效率的提高，让中国低线城市的居民也进入了消费升级的区域，从无序、山寨、无保障的产品升级到大众品牌消费品，对品质和性价比拥有更高的要求，体现为“量”：消费对象的实物量和价值量的统一、更多的消费受众带来的增量市场。

我们对于城市分级的理解，不仅仅局限在传统地域分配，而是：一二线城市居民是指消费能力普遍较强，拥有丰富的资源、信息以供消费选择，同时占绝大多数的新中产受房贷、医疗、教育等大额支出严重影响其可支配收入，导致人群对于奢侈品和高性价比商品两级分化的消费现象，中国新中产人数约 2-3 亿人，约占城镇人口的比例为 20-30%；低线城市居民是指长期处于互联网世界的边缘，包括三线及三线以下城市和广大农村的主流用户，也包括一线城市里年纪更大的用户，规模是多达七八亿人口的市场。

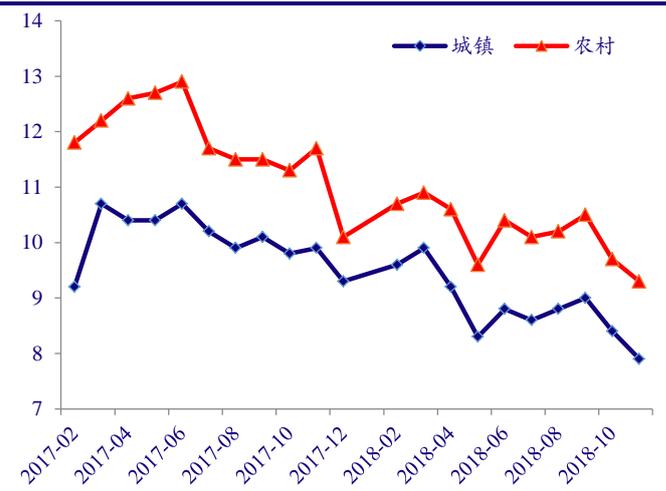
图 1：中高收入、高收入群体占总人口比例（%）



注：经济学人智库按年个人可支配收入将中国消费者分为四类：低收入（不足 13,000 元）、中低收入（不足 67,000 元）、中高收入（不足 200,000 元）、高收入（超过 200,000 元）。

资料来源：经济学人智库，中国银河证券研究院

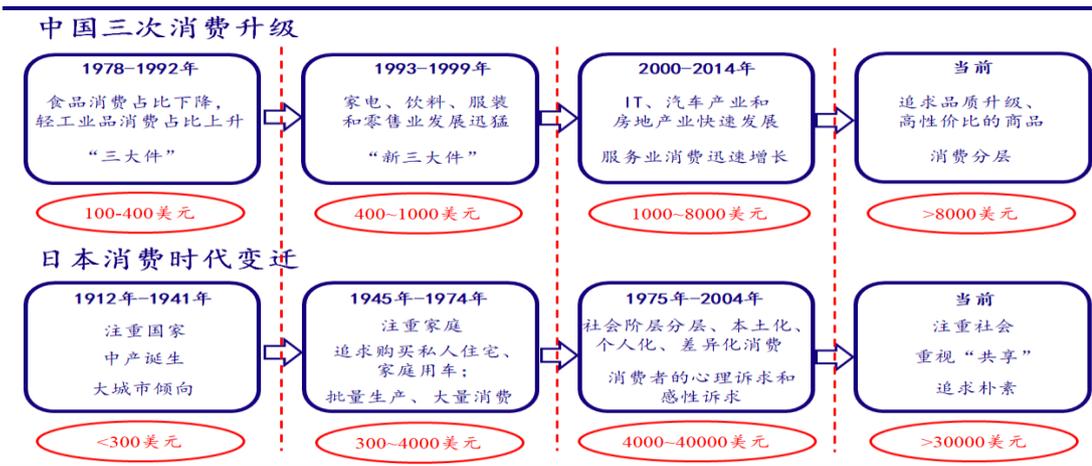
图 2：城镇、乡村社会消费品零售额月度名义增速



资料来源：中国商业研究院，中国百货商业协会，中国银河证券研究院

对于消费升级,我们认为研究同属于东亚文化圈的日本的国民消费心理和消费行为演变有着重要的参考意义。我们回顾了日本消费升级的四个阶段,消费社会从注重国家-注重家庭-注重个人-注重消费社会的转变,四个阶段的衍变过程并不是前一个消失后一个诞生的关系,而是每个阶段主要驱动因素轮换的过程。我们认为,我国当前经历的消费升级与日本第四阶段的消费特点不尽相同:日本年轻人经历了“失去的20年”,失掉了购物的快感、消费欲望大大降低;我国经济增速虽有所趋缓,但年轻人依旧相信靠自己的努力实现梦想的价值观,并且享受着消费所带来的愉悦感和安全感。

图 3: 中国、日本历次消费升级回顾

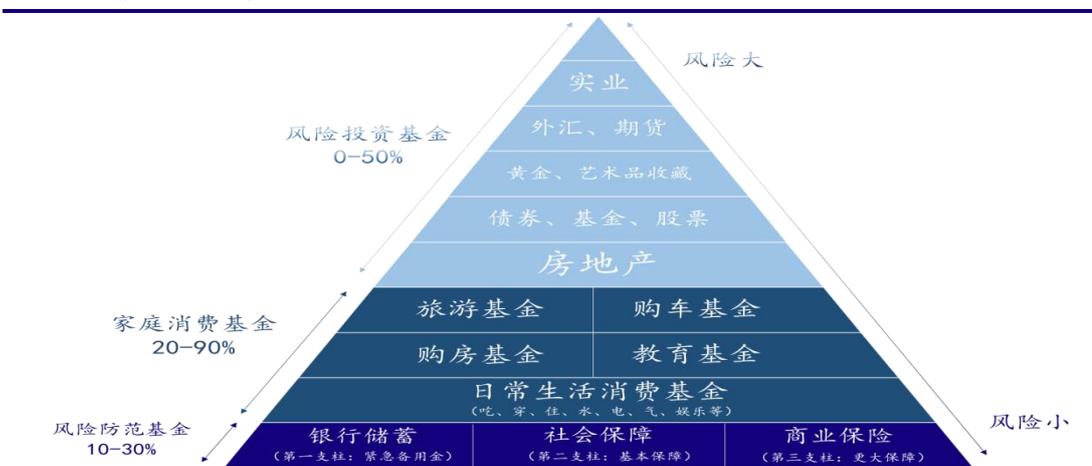


资料来源: WIND、百度百科, 中国银河证券研究院整理

### （一）新中产消费升级增速趋缓，更为关注“质”的提升

根据吴晓波频道发布《2018 新中产白皮书》的数据显示,新中产定义为家庭年收入 20-100 万,家庭年净收入(除去各项支出) 10 万-50 万,可投资资产 20 万-500 万的人群,中国新中产人数约 2-3 亿人,约占城镇人口的比例为 20-30%。我们认为新中产的消费行为可以用马斯洛需求层次理论来解释,并不仅仅是个体,也可以代表社会这一部分人群的消费行为:当基础需求得到满足时,更高级的需求会成为下一阶段的主要需求。

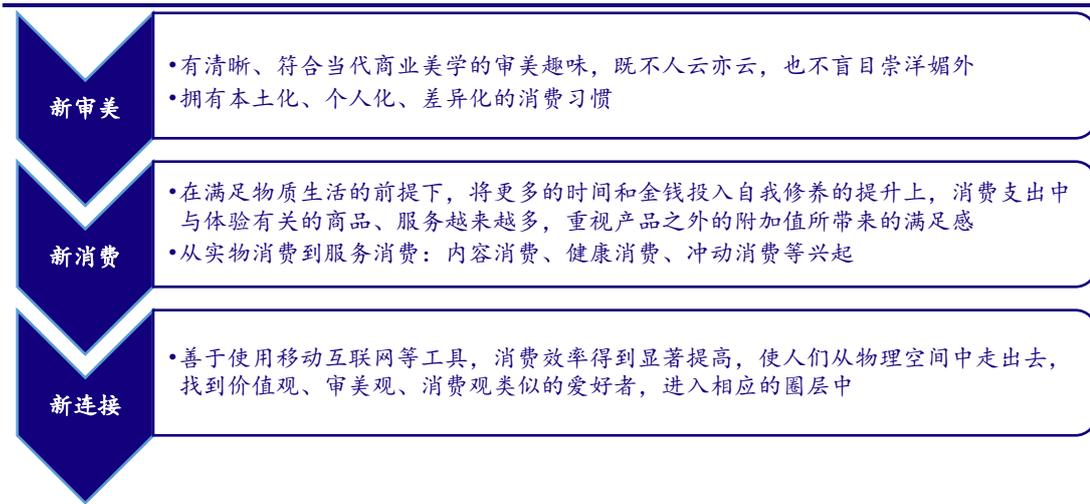
图 4: 新中产资产分布情况



资料来源:《2018 新中产白皮书》, 中国银河证券研究院

根据百度百科的定义，“消费降级”的特点就是，（一定程度上）降低效率，降低体验，降低个性、品味、态度，最高程度上实现物美价廉。但是我们认为，目前新中产消费升级的特点是：1) 消费形态从以购买必选消费品为主，向美好型消费转变，即一种基于爱好、源于内心冲动的消费，为“省时、省事、省力”的服务买单，愿“把生命浪费在美好的事物上”；2) 为幸福和发展的需求花钱，目标是投资自己，展示社会地位、他人的尊重，希望未来得到更多的回报；3) 突破物理局限，通过新媒体等社交工具，为消费决策提供帮助。以上新中产消费特点明显不满足“消费降级”的定义，所以我们认为目前新中产仍在经历消费升级。

图 5：新中产消费升级的特点



资料来源：中国银河证券研究院整理

具体来看，我们将新中产消费升级的形式分为**存量改善（即品质升级）**和**高性价比的商品和体验**。消费受过去消费习惯影响，即经济学理论中的“棘轮效应”：消费容易受收入增加而增加，但不易随收入降低而减少。新中产消费升级表现在可选消费品比例增长幅度高于必选消费品，他们是“有条件能够满足持续的非必需消费”最有代表性的人群。

表 1：新中产消费升级的表现形式

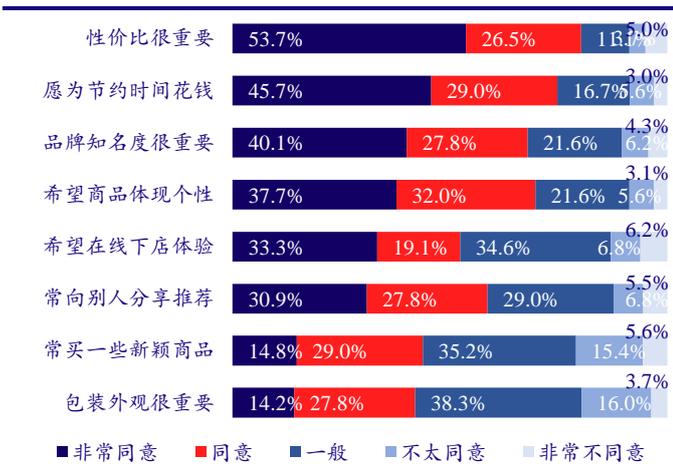
	存量改善	高性价比
衣	定制、奢侈品、设计师品牌、潮牌、男士化妆品、海淘	去 LOGO 化、中性风、商务休闲
食	进口食品、外卖、星巴克、健康饮品	便利店、社交类点评网站（大众点评、小红书等）
住	改善型住房、装修环保材料、智能家电、全屋定制	短租资讯 APP（小猪短租）、民宿、品质连锁长租公寓
行	小区车位紧张、网约车（首汽、神州等）、飞机头等舱、高铁一等座/商务座、新能源汽车（特斯拉、蔚来等）	共享汽车/单车、二手车 APP
出游	出国游、深度休闲游、高端定制旅游	自由行、自驾游
休闲	付费的运动场地、EMBA、话剧、画展、演唱会、亲子活动	知识付费
健康	健身、定期体检、商业保险、医美	信用卡积分兑换权益

资料来源：中国银河证券研究院整理

2014 年以来新中产所引领的新一轮消费升级中，增长最快的是娱乐、文化、教育、通信、医疗保健、住宅以及旅游等方面，而在衣食住行等方面，消费则出现了分化。受居民收入增速放缓、房贷高企、股市下跌财富效应消失、服务消费占比上升等影响，我国社会消费品零售

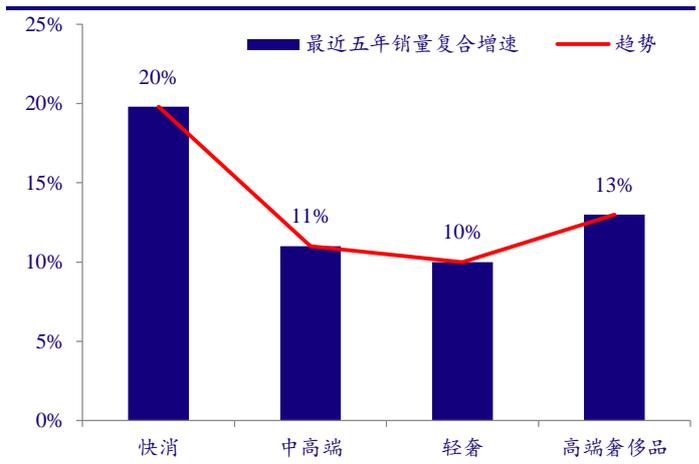
总额名义增速自 2008 年以来持续放缓，今年以来社会消费品零售增速继续下行，其中 11 月名义同比增速为 8.1%，创 2003 年以来新低，表明居民的实物消费增速放缓。其中重要的拖累力量是汽车和房地产相关消费，汽车从过去的奢侈品变为日常品，汽车的社会地位属性下降，而功能属性上升。服装消费近年来呈现凹型结构，即快消、高端消费品占比较高。这与人们对性价比、差异化消费趋势相关。当人们更加重视性价比、愿为节约时间花钱、重视品牌时，去 LOGO 化、极简的同时，又注重时尚感的快消品牌将是新中产的最佳选择。另一方面，高端奢侈品则是差异化、个性化的最佳表达。

图 6：新中产对购买商品时关注程度



资料来源：《2018 新中产白皮书》，中国银河证券研究院

图 7：13-17 年我国各档次服装消费呈现凹型结构

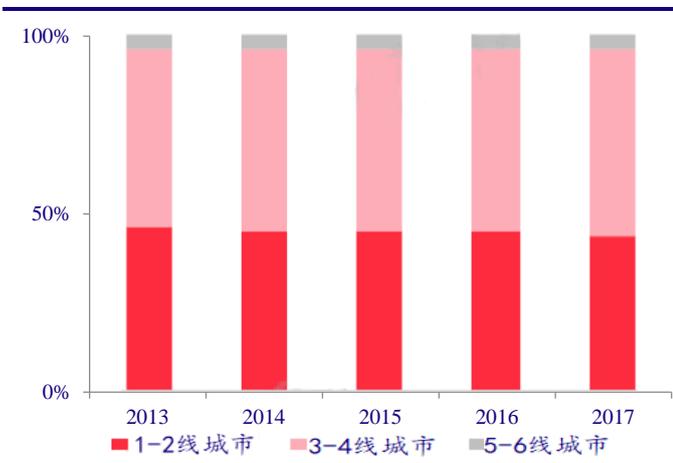


资料来源：中国商业研究院，中国百货商业协会，中国银河证券研究院

## （二）低线城市消费 “价”、“量” 双提升

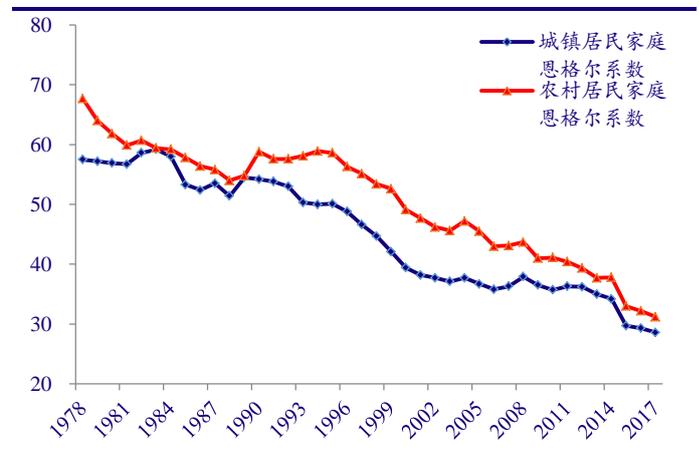
低线城市消费人数占比提升趋势显著，消费欲望强烈。从阿里系“双 11”不同线级城市消费人数占比来看，3-4 线和 5-6 线城市的消费潜力正在逐渐释放，消费人数占比处于稳定增长的趋势。无论是政策松紧度、产业结构调整倾向，或是个人目标追求的变化，一二线人口回流低线城市俨然成为一种趋势。伴随着年轻人口、更多接触一二线城市生活人口的回流，低线城市的消费升级也在加速，网购人群的增加亦是一个良好证明。

图 8：阿里系“双 11”不同线级城市消费人数占比



资料来源：阿里大数据，中国银河证券研究院

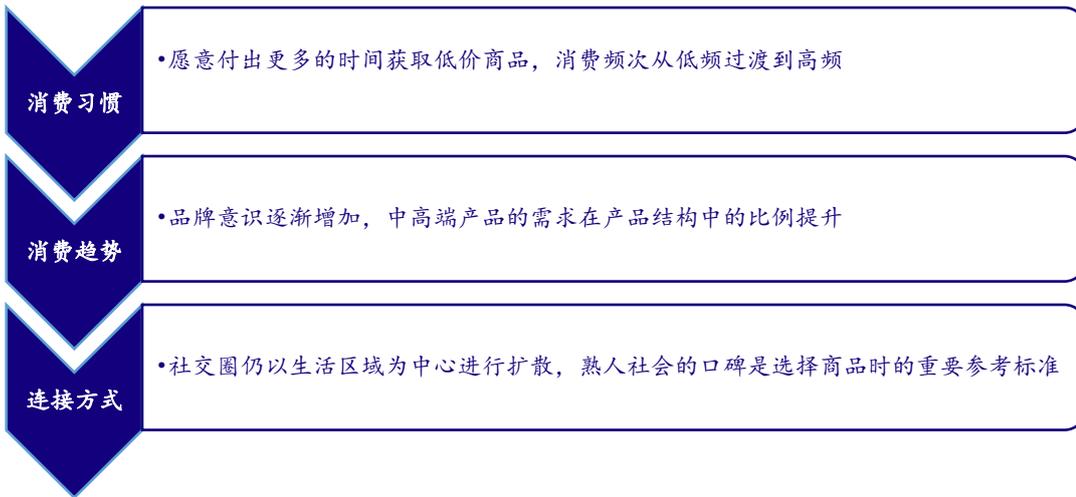
图 9：我国城乡居民恩格尔系数持续下行，消费升级持续



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

目前低线城市居民消费升级的特点是：1) 虽然“时间就是生命”，但低线城市相对较慢的生活节奏和较小的生活压力，使其时间成本相对较低，愿为低价商品付出更多的时间；2) 是互联网红利普及较慢的一批人，目前仍然热衷网络购物而非线下体验购物；3) 熟人社会仍占据其消费决策的重要地位，消费者会受到环境的影响从而与周围人群的消费倾向保持一致。

图 10：低线城市居民消费升级的特点



资料来源：中国银河证券研究院整理

具体来看，我们将低线城市居民消费升级的形式表现为增量消费。当低线城市的人均可支配收入高于一二线城市居民时，其广大的消费群体和市场，使得更多虽价格较无品牌的商品较高，但其品质、服务逐渐也受到低线城市居民的认可。

表 2：低线城市居民消费升级的表现形式

	增量消费
衣	品牌服饰、海淘
食	进口食品
住	棚改化改善为楼房，带动装饰品、家居品、家电
行	汽车的普及
出游	由周边的观光游改善为国内外品质游
休闲	演唱会、话剧等
健康	注重养生、更健康的生活方式

资料来源：中国银河证券研究院整理

## 二、基于“人、货、场”，深度探析分层的消费升级影响因素

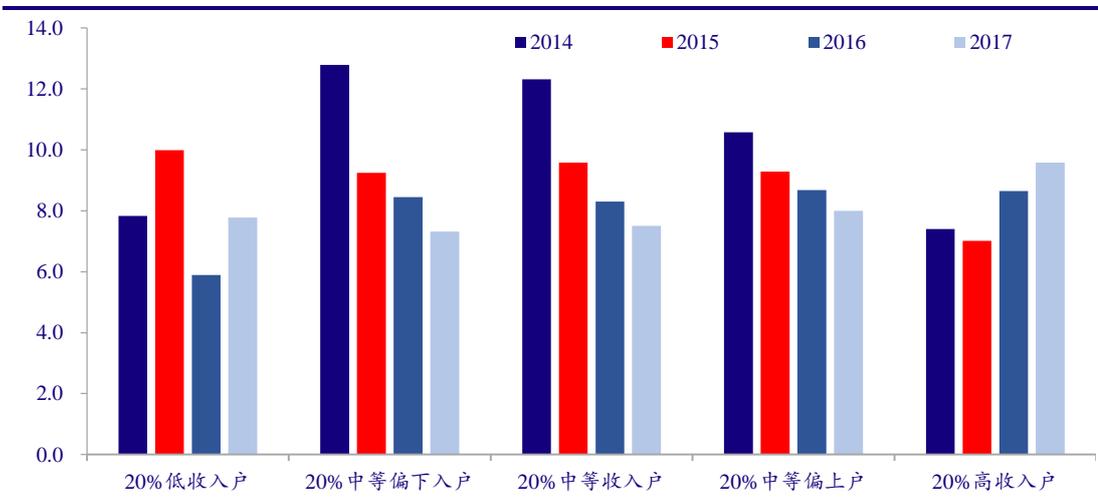
我们从消费的需求供给两端分析了我国目前基于分层的消费升级的原因。从需求端来看，1) 一二线城市房贷、医疗、教育，挤压可支配收入，导致人口回流低线城市。同时回流人口带来较强的购买力及新的消费理念，呈现出“质”、“量”的消费升级；2) 政策红利、人口结构的深刻变化分化消费结构；从供给端来看，1) 个性化、差异化消费兴起，原创品牌和新品类商品（如智能家电）将开拓消费市场的新蓝海；2) 一二线购物中心为体验式消费供血，电商全面渗透下沉至低线城市。

### （一）“人”：边际消费增速不同奠定消费分层基础

#### 1. 收入增长到财富积累速度不同是消费分层的基础

收入增长速度的不同是消费分级现象的基础。目前我国各级别收入增速呈现凹型结构，即 20% 低收入户和 20% 高收入户收入增速近几年来保持持续增长的趋势。但中间部分居民收入增速逐年下降，财富积累的速度变慢。该部分人群既无财产性收入，又无类似最低收入人群获得的财政转移性收入保障。高收入户的收入增速逐年上升，2017 年达到 9.6%，在五等分人群中收入增速最快。中等偏下户、中等收入户、中等偏上户收入增速持续下行，其中 2017 年增速最慢的是中等偏下户，为 7.3%。

图 11：我国各级别收入增速情况（%）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

消费挤出效应程度的不同是消费分级的直接诱因。新中产阶级经受着收入端增长趋缓和消费端的挤压：收入增速放缓、股市下跌和 P2P 爆雷等导致财富效应退却，居民杠杆率迅速攀升、房贷收入比突破 100%、医疗价格大幅上涨挤压消费。消费情况的转变集中体现在娱乐文化消费占比较去年下降，从上年的 11.6% 下降到今年前三季度的 11.1%，增速从 7.9% 下降到 3.6%。教育文化娱乐消费的边际效用常高于其他种类，该领域消费减少产生的效用下降较其他领域更明显。同时，房租、房价、医疗价格、教育支出持续上升，中低收入人群不得不压缩各项支出，首先就是可选消费的减少。从中、美、日三国居民部门负债与 GDP 和可支配收入的比重来看，中国居民部门的杠杆率增长迅速，这与 80 后、90 后消费观念较上一代改变有关。

图 12：中、美、日三国居民部门负债/GDP 对比

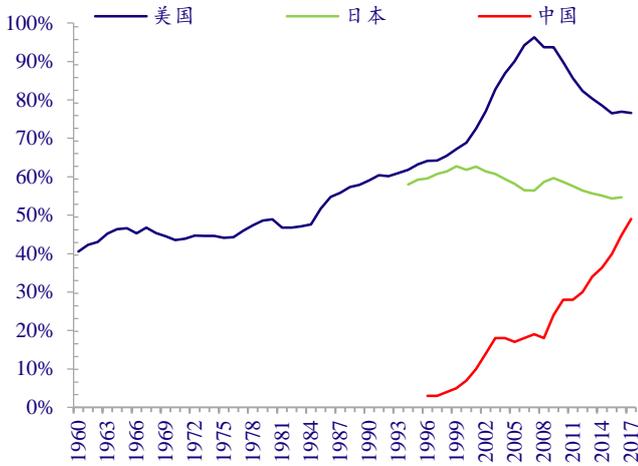
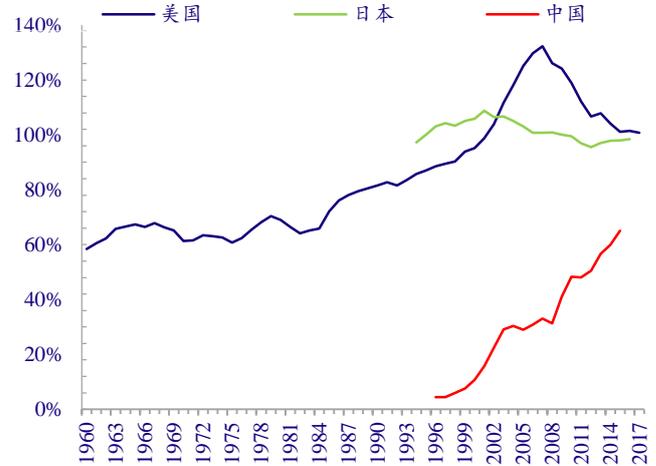


图 13：中、美、日三国居民部门负债/可支配收入对比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

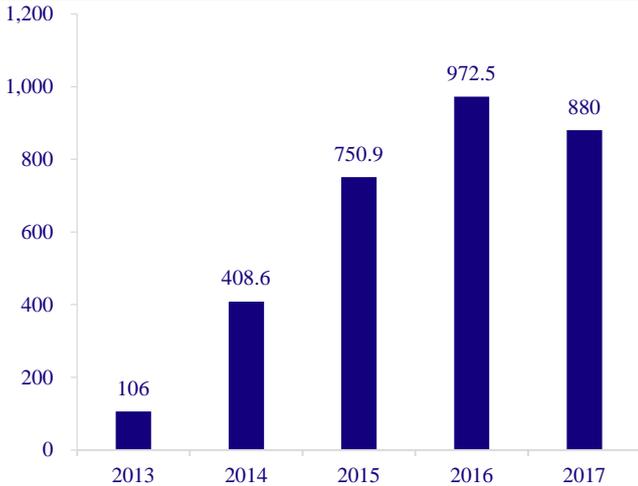
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

注：美国居民部门负债包括居民和非营利机构部门；日本居民部门负债包括私人非公司组织的企业

## 2.政策红利催化消费升级进程

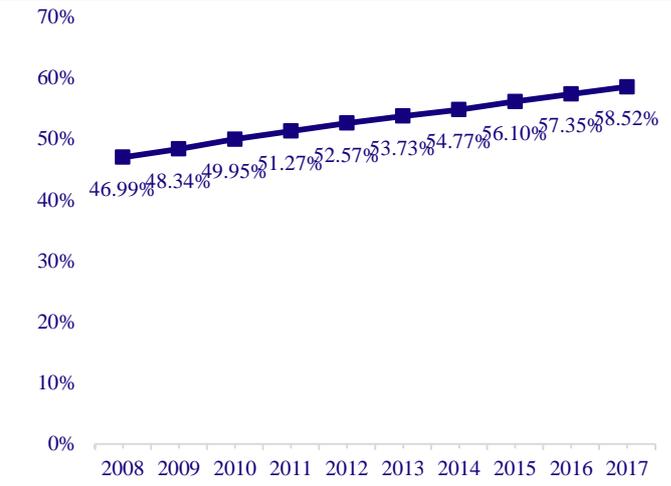
棚改货币化使得城镇化进程加快，使得低线城市人群逐渐转向享受美好生活，农村生活方式城市化，包括衣着、饮食、旅游等。我国较大规模的棚户区改造行动始于 2005 年东北地区，近年来由实物货币安置兵种转向货币安置优先，仅 15 年 5 月至 17 年 3 月，PSL 每月平均新增贷款约 800 亿元。棚改货币化使得农村人口迅速获得大量财富，除去住房改善外，农村人口开始显现城镇化消费的特点。卫计委统计，2030 年我国城镇化率将达到 70%，我国低线城市居民的消费升级拥有了最初的财富积累，其转向享受美好生活的欲望更加强烈。

图 14：国开行棚改转型贷款全年新增（十亿元）



资料来源：国开行年报，中国银河证券研究院

图 15：城镇化率不断提升推动消费支出增长



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

由于低收入人群的边际消费倾向更高，精准扶贫通过提高低收入群体的收入水平，极大的促进了低收入群体对于大众消费品的消费欲望。精准扶贫政策使得中国近 7 亿人口脱离绝对贫困，预计 2018-2020 年实现 3,035 万人的脱贫任务。同时，农村居民的消费改善弹性大于

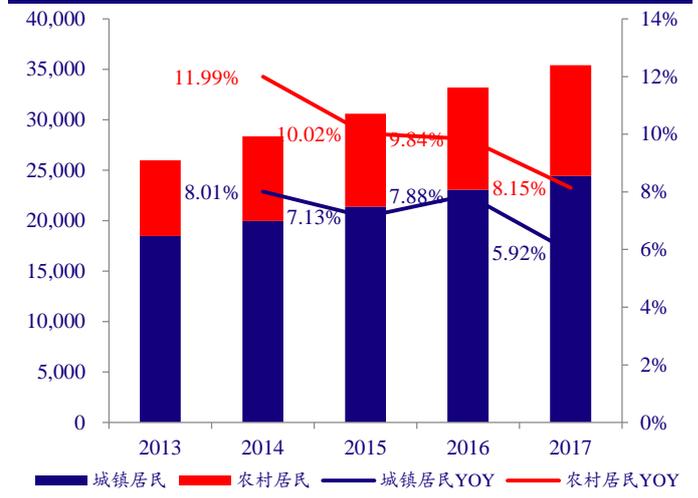
城镇居民，2017 年我国城镇、农村居民的人均可支配收入同比增速均有显著提升，但再收入水平同步增加的背景下，农村居民的人均消费支出同比增速明显高于城镇居民，因此农村居民消费意愿改善的弹性大于城镇居民。

图 16: 农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 17: 农村居民人均消费支出增速高于城镇居民



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

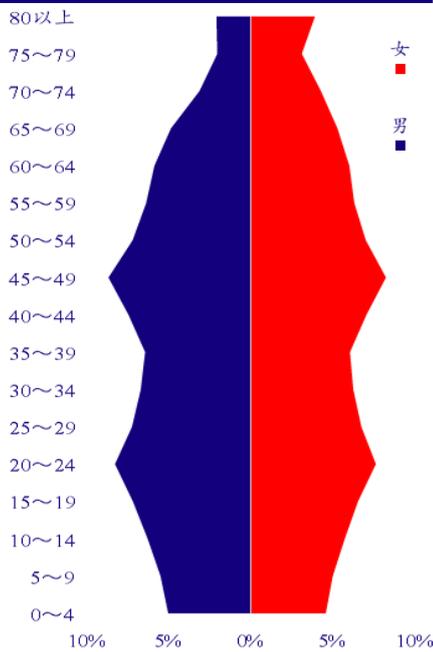
个税改革体现税收公平，小幅边际增加居民的可支配收入。2018 年 8 月全国人大常委会审议通过新《个人所得税法》，是我国第七次修订税法法律，从征收模式、起征点、税率与级距、增加专项附加扣除等方面做出了根本性的修订。我们认为，此次个税改革，更多地惠及中低收入群体，月收入 2 万的人群减税幅度约 7 成，收入越高减税幅度越小，部分高收入群体税负可能增加。

### 3. 人口结构的深刻变化分化消费结构

#### 1) 老龄化趋势或催化老年服装行业新蓝海

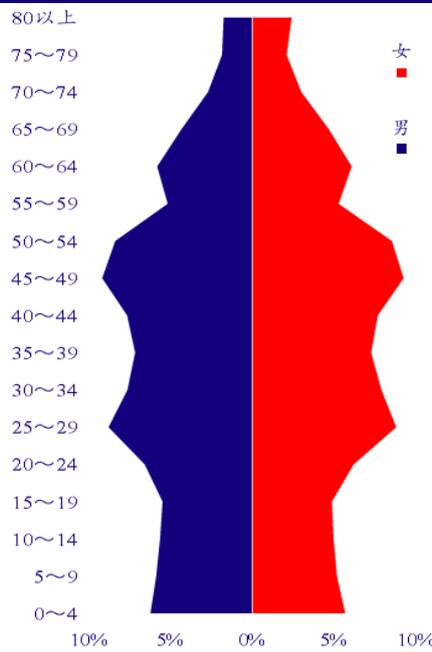
目前中国的人口结构已显示了老龄化社会的特点，再过 20 年，中国的年龄结构就会和当前的日本类似。届时，最后一个高峰期的人口将会达到 45-50 岁，而目前 50 岁左右的高峰人口将大规模进入 70 岁，成为退休的主力军。根据世界银行数据，1995 年日本的人均 GDP 达到 4.34 万美元的高峰（高达美国的 151%），2015 年回落到 3.46 万美元（仅为美国的 61%）。日本在达到和中国目前类似的年龄结构后，经济都进入了低速增长。

图 18: 1995 年日本人口结构



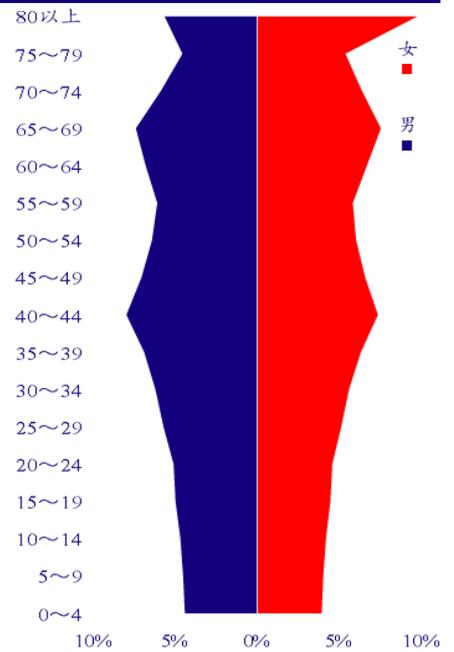
资料来源: WDI, 中国银河证券研究院

图 19: 2017 年中国人口结构



资料来源: WDI, 中国银河证券研究院

图 20: 2015 年日本人口结构



资料来源: WDI, 中国银河证券研究院

七十年代婴儿潮出生的大部分人通过改革开放 40 年, 获得了大量原始资本积累, 目前年龄在 40-55 岁之间。未来 20 年, 这些人将陆续进入退休状态, 其消费习惯、财富状况决定其与现阶段老年人的消费特点不同。在服装市场上, 青年人的服装占到 80% 多, 老年服装市场仅占不到 5%, 市场发展明显滞后, 主要表现在老年服饰品种少、色彩单一、样式陈旧、尺码不全、场所不集中等方面, 因此老年服装市场的发展空间巨大。

## 2) 二胎政策全面开放, 催生家庭以孩子为主导的消费文化

中国在出生人口持续下降的同时, 是城市化率、大城市化率的不断提升。随着年轻人口大量进入大城市, 落后地区、三四线城市、县城、农村未来年轻人口的减少速度会高于全国平均速度。从我国部分省市第六次人口普查相比第五次人口普查 0-14 岁人口的变化情况来看, 十年间 0-14 岁人口平均下降 22%, 而几乎所有的低线城市减少比例高于全国平均水平。

表 3: 部分省市 0-14 岁人口减少情况

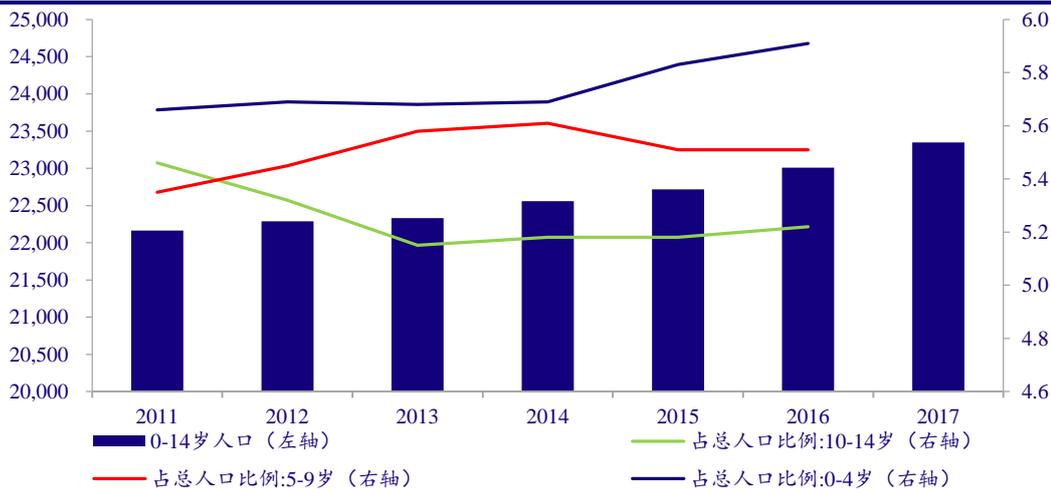
地区	省市	五普 (2000 年)	六普 (2010 年)	减少比例
西南	重庆	666 万	460 万	31%
	贵州	1,063 万	860 万	19%
西北	甘肃	678 万	491 万	27%
	陕西	882 万	546 万	38%
东北	吉林	507 万	315 万	38%
	辽宁	739 万	493 万	33%
华北	山西	836 万	603 万	28%
	河北	1,519 万	1,203 万	21%
华中	湖北	1,357 万	796 万	41%

	河南	2,363 万	1,976 万	16%
华南	广西	1,149 万	997 万	13%
	广东	2,055 万	1,666 万	19%
	浙江	829 万	730 万	12%
华东	上海	201 万	201 万	0%
	全国	2.85 亿	2.22 亿	22%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

以孩子为主导的消费文化正在兴起。根据密苏里州创意机构 Barkley US 的研究,目前 40% 的千禧一代已成为父母,全球消费能力达 1.3 万亿美元。国家统计局数据显示,自 2013 年“单独二胎”和 2016 年“全面二胎”政策实施以来,0-4 岁人口比例缓慢提升,政策效果持续显现。据中国儿童产业研究中心调查,在优生优育理念的不断普及和强化的背景下,80% 的家庭儿童支出占家庭总支出的 30%-50%，“4+2+1”或“4+2+2”的家庭结构使得品牌意识逐渐增强,逐渐形成孩子主导消费的新型文化。

图 21: 婴童人口总数(万人)及比例(%)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

## (二) “货”: 商品性价比升级是消费升级充分条件

健康化、家庭化、追求精神消费等新的理念正在形成,人们开始更加关注能提升生活品质的消费品类,大众消费进入更加品质化的新阶段。服饰鞋包一直是线上消费中花费最多的大类目,但在 2013-2017 年的天猫双 11 中,这一品类的占比正在逐年下降,更多的成交金额分配到了 3C 数码、家装家饰、美容护理和更多细分品类上。医药健康、家装家饰、美容护理、书籍音像和 3C 数码成为 13-17 年天猫双 11 中成交额最快的 TOP5 行业。

图 22：天猫双 11 十大行业成交金额占比变化



资料来源：阿里大数据，中国银河证券研究院

个性化、差异化消费兴起，原创品牌和新品类商品（如智能家电）将开拓消费市场的新蓝海。在消费升级时代，为更好的涉及买单这一消费理念也正在被更多消费者所接受，形成一个主要的消费趋势。新消费群体审美意识崛起，产生更加多元化、个性化的需求。从地域上看，大多新中产所在的一二线城市成为接受原创品类较为密集的区域。17 年天猫双 11 最原创服饰 TOP5 城市分别为珠海、北京、成都、杭州、广州；17 年天猫双 11 最原创家居 TOP5 城市分别为台州、西安、宁波、北京、南京；17 年天猫双 11 最原创文创 TOP5 城市分别为北京、上海、大连、天津、南京。

图 23：天猫双 11 原创品类成交金额变化



注：原创品类包括原创家具，原创服装及原装文创三大品类相关销售额

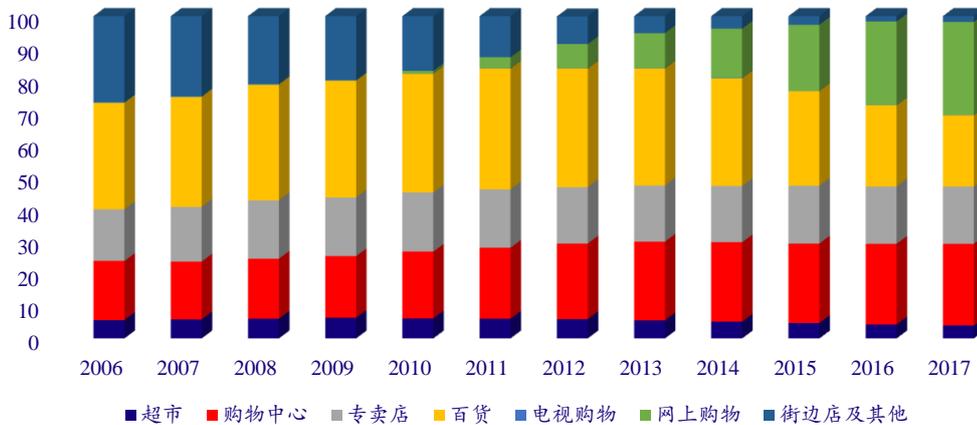
资料来源：阿里大数据，中国银河证券研究院

### （三）“场”：购物中心激发体验式消费，电商渗透至低线城市

随着拼多多等互联网渠道下沉至几乎最后一批城乡居民后，品牌厂商为获取新线上购物群体的成本将越来越高，同时线上获取新客户的效率已低于线下门店。根据欧睿国际数据，2017 年中国服饰行业网络购物市场规模已达 6,649.67 亿元，增速逐年下降，2017 年达 11.58%。在目前的消费环境下，企业应当以互联网为依托，通过运用人工智能、大数据等技术手段，升级商品的生产、运转与销售过程，进而重塑产业结构、构建生态圈，并对线上服务、线下体验

以及现代物流进行深度融合。

图 24：各渠道购买方式占比变化



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

### 1. 线下获客成本较低，购物中心盛行

#### 1) 从获客成本角度来看，线上增速趋缓+获客成本逐年升高，线下场景消费优势凸显

获客成本指的是渠道为获取一个新顾客所支付的成本。线上购物刚刚兴起时，由于受众群体基数较大，流量获得较为容易，获客成本较线下低。但随着新进入者的增多导致竞争愈演愈烈，线上线下获客成本已呈现逆转的形势。参照线上渠道获客成本的测算方法，购物中心的获客成本包括“租金费用+营销费用+人工成本+水电、物业成本”。目前，市场较为普遍的购物中心规模在 2-15 万平米，我们取 10 万平米来计算，保守假设拥有年有效转化客流量人次达 150 万，获客成本总计 7,850 万元，平均获客成本约 52 元，且获取新顾客的边际成本较低。同时，随着城镇化的推进，品牌服饰在街边店和百货等渠道正逐步向购物中心渠道集中，未来购物中心渠道的获客成本有望进一步降低。

图 25：15-17 年阿里、京东平均获客成本（元）



资料来源：《2018 年中国网购电商市场分析报告》，中国银河证券研究院

表 4：典型购物中心获客成本测算

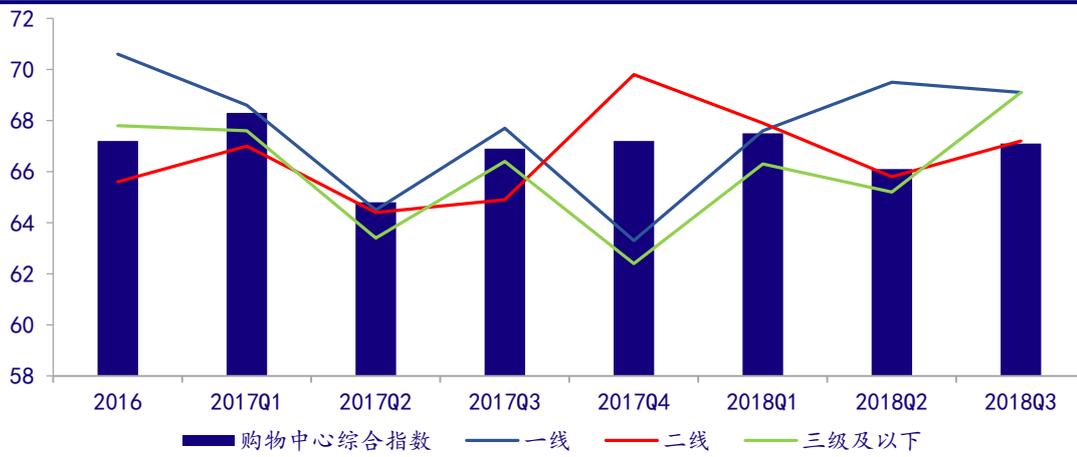
建筑面积（平米）	100,000
年有效转化客流量（万人次）	150
租金费用（万元）	6,000
占销售比重	12%
营销费用（万元）	750
占销售比重	1.5%
人工成本（万元）	500
占销售比重	1%
水电、物业成本（万元）	600
占销售比重	1.5%
线下获客成本总计（万元）	7,850
平均获客成本（元）	52

资料来源：中国银河证券研究院测算

**2) 购物中心的消费形态成为人们体验娱乐消费的首选之地**

随着消费升级的进程，人们的消费场景从街边店、百货商场演变到城市核心商圈的大型购物中心，购物中心人流量较为集中，品牌商的门店数量、门店经营效率等因素将较多的影响品牌商利润端。2010 年购物中心数量呈爆发式增长，主要由于当年政府调控住房市场，商业地产成为房地产企业的优选。百货商场和购物中心的客流结构不同，百货商场面积较小、开放式空间、专柜经营单一品牌；但购物中心的店铺相对独立，空间较大、商品选择余地多，客流聚集效应高、购买力强。

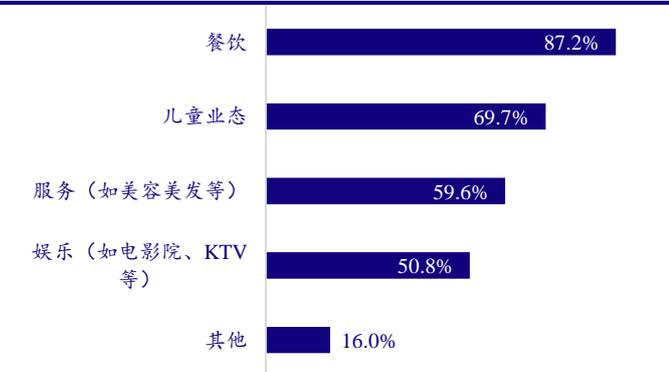
图 26: 购物中心综合指数及分城市能级指数



资料来源：商务部《中国购物中心发展指数报告》，中国银河证券研究院

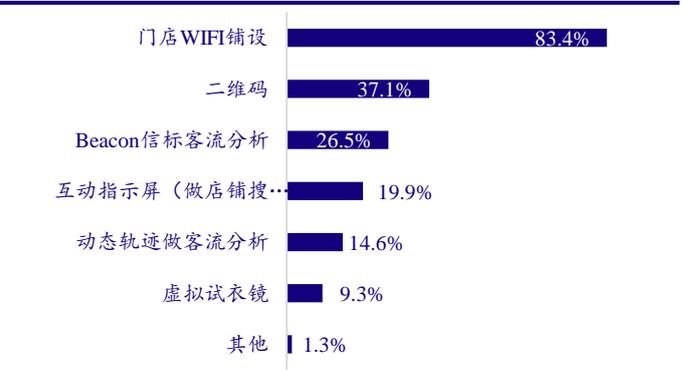
购物中心的兴起，与人们重视一站式场景体验式消费的理念有关。目前的购物中心致力于为顾客打造购物、餐饮、娱乐一体化的整体解决方案。这样一来，消费者停留时间加长，潜在消费意愿被潜移默化的增强。传统百货商场的人均停留时间约 1 小时，但购物中心的人均停留时间则长达 4.5 小时左右。同时，技术赋能新零售的场景主要体现在购物中心智能化趋势上，如阿里的“亲橙里”，拥有在门店接入的人脸识别、云货架、互动大屏、虚拟全景试衣间等“黑科技”；顾客通过手淘扫描二维码将导购屏上的路线切换到手机上，利用 AR 技术把顾客导航到相应位置；运用千人千面工具，通过视频系统判断不同客群的基本特征，再根据用户的消费习惯，在亲橙里室内多个广告屏幕上播放对应的广告页面，实现广告点的精准投放。

图 27: 百货店样本在实体店增设体验式消费元素情况



资料来源：17-2018 年中国百货零售业发展报告，中国银河证券研究院

图 28: 百货店样本在实体店应用科技情况

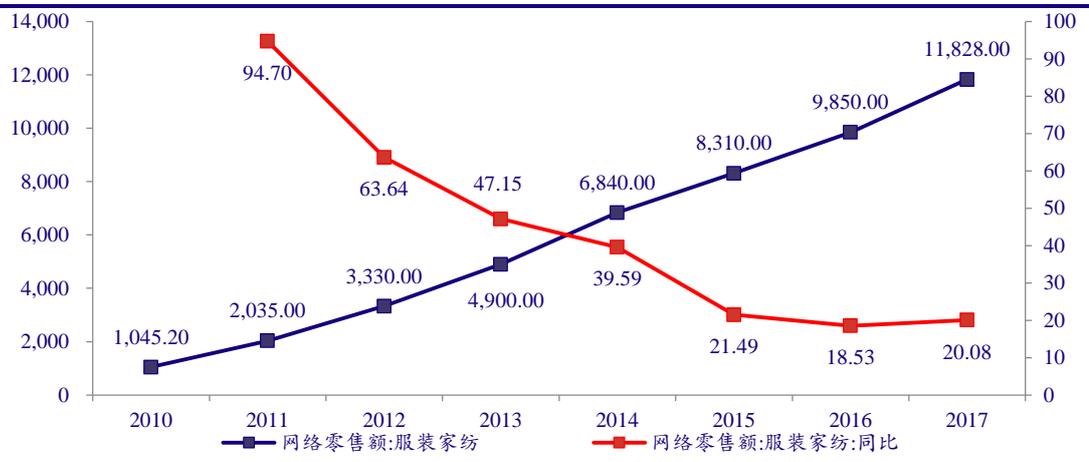


资料来源：17-2018 年中国百货零售业发展报告，中国银河证券研究院

**2. 电商渗透至低线城市，加速消费升级**

服装家纺作为电商红利的最大受益者，线上线下融合的新业态模式不仅是对实体零售的赋能，也是对线上零售结构的重新调整，更多精准高质量的流量导入使网络零售焕发出新的活力。随着互联网的迅速兴起，网上购物占比从零到 28.9% 仅用了十年时间。电商模式的出现对原有线下模式具有很大的冲击，这就要求企业从产品端、供应链端、品牌宣传和推广方式、渠道布局重新制定战略和定位，从线下到线上导流或者线上宣传转化到线下流量，让消费者不局限在特定的时间、地点来进行购物消费。但是到目前为止，我们认为互联网红利普及期基本结束，电商销量增速逐步下降，线上线下渠道高度融合的时代已经到来。

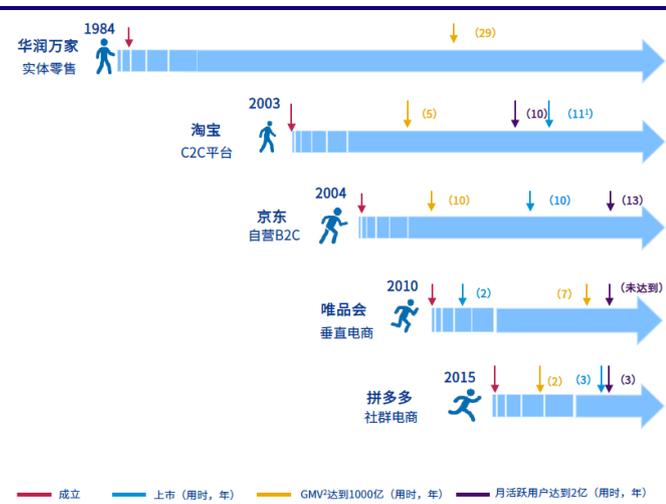
图 29：服装家纺网络零售额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：中国纺织工业联合会，中国银河证券研究院

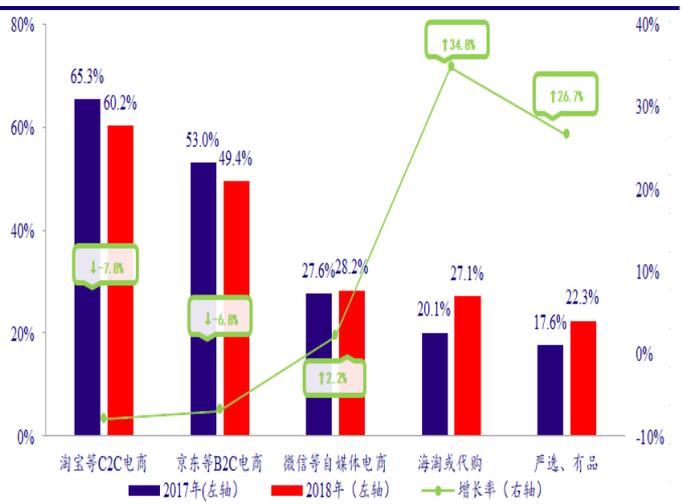
垂直电商、社群电商的出现，更好的满足消费升级中尤以性价比升级为主的需求。这类商品所依靠减少中间环节、直接对接上游的精品电商，如网易严选、小米有品等垂直电商，将具有更高性价比的商品提供给消费者。随着互联网的不断发展，出现巨头级别的零售商的时间将会越来越快，抓住用户核心需求、精准把握顾客消费习惯将是企业快速发展的根基。

图 30：中国主要零售平台和零售商的发展



资料来源：《中国零售服务业白皮书》，中国银河证券研究院

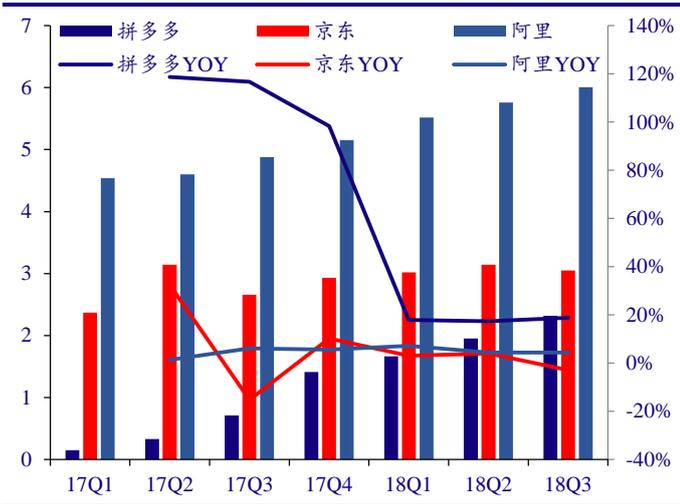
图 31：新中产线上购物方式



资料来源：《2018 新中产白皮书》，中国银河证券研究院

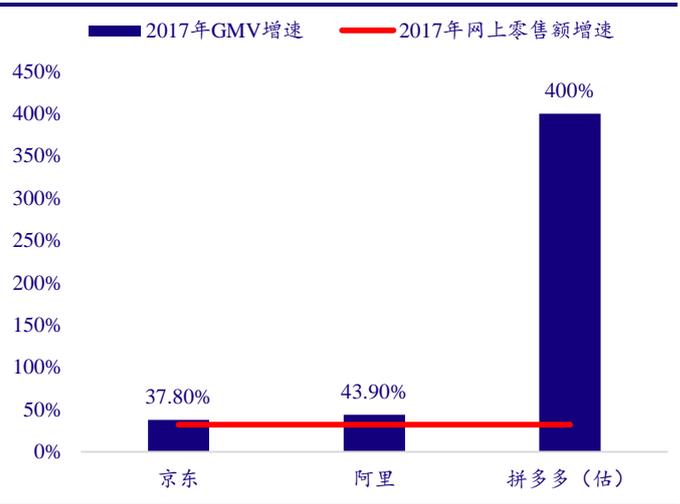
因为电商平台不断细分消费者画像、提供差异化服务，市场所理解的被消费降级的拼多多用户，或许本来就不是京东、天猫电商的既有用户，那又何来降级呢？因为在拼多多高速发展的同时，京东和天猫的用户也在增加，且 GMV 增速高于行业水平。所以从线上数据来看，因为消费者分层，带来消费的分化，其本质就是全社会基于消费分层基础上的整体消费升级。

图 32: 拼多多、京东和阿里平均月活用户数 (亿人)



资料来源: 拼多多、京东和阿里年报, 中国银河证券研究院

图 33: 拼多多、京东和阿里 GMV 增速高于平均水平

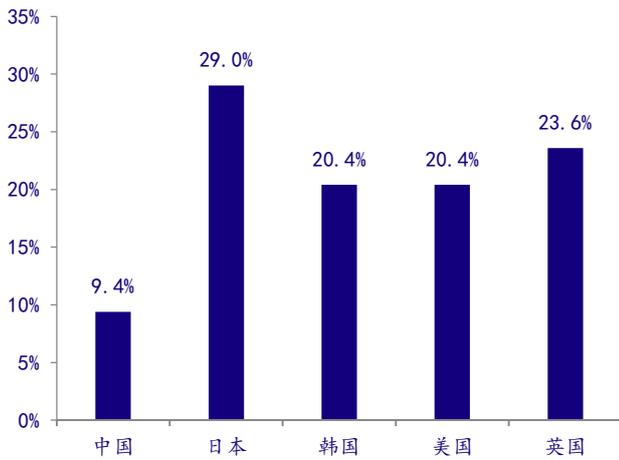


资料来源: 拼多多、京东和阿里年报, 中国银河证券研究院

### 三、服装家纺：多品类、多品牌布局满足消费多样需求

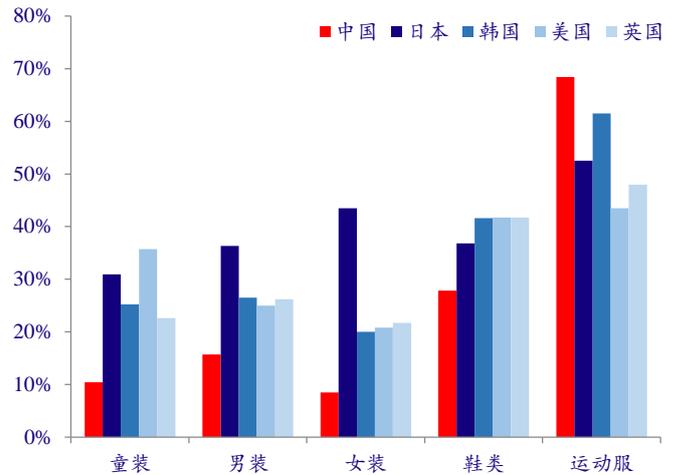
中国服装行业目前仍处于集中度提升进程中。根据美国经济学家贝恩和日本通产省对产业集中度的划分标准，将产业市场结构粗分为寡占型（CR8 ≥ 40%）和竞争型（CR8 < 40%）两类。其中，竞争型又细分为低集中竞争型（20% ≤ CR8 < 40%）和分散竞争型（CR8 < 20%）。可以看出，我国服装行业 CR8 为 9.4%，远低于日本、韩国、美国和英国，处于较低级别的分散竞争型格局。我国除运动服外，童装、男装、女装的集中度仍有很大的提升空间。

图 34：2017 国内外服装行业集中度（CR8）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

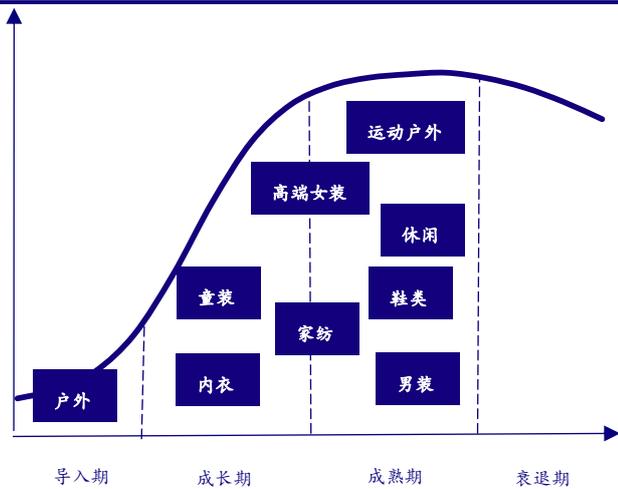
图 35：2017 国内外服装各子行业集中度（CR8）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

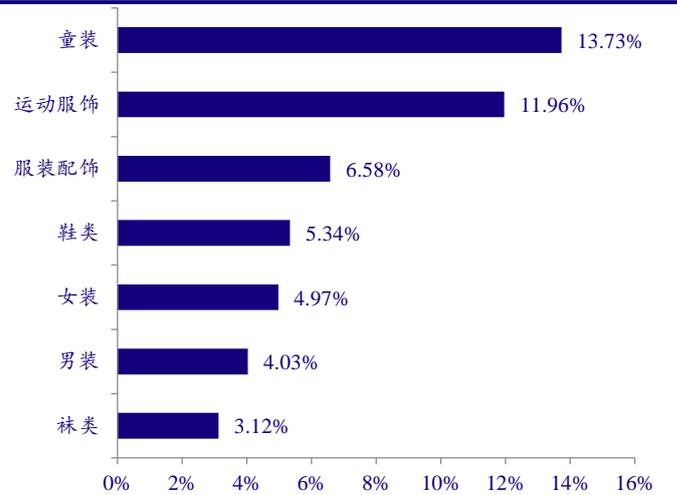
品牌服饰各子行业中，未来童装、运动服饰增速较高。服装家纺类商品作为可选消费品，单一品牌往往有特定的定位人群，这就意味着单品类单品牌容易出现销售天花板。在面对中国基于分层的消费升级的挑战下，企业实行多品类、多品牌战略，可有效延长公司产品的生命周期，一站式满足不同消费者的多样化需求，从而提高企业的盈利能力。

图 36：服装家纺子行业发展周期



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 37：2015-2020 年国内纺织业规模增速预测



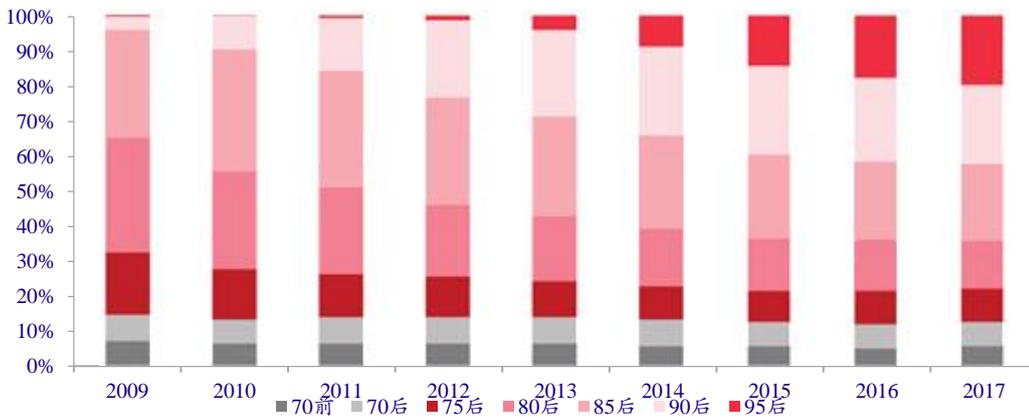
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

## (一) 品牌服饰：高性价比与中高端服饰双轮驱动消费升级

### 1. 大众休闲服饰具备产生国际巨头的可能性

需求方面，80后、90后已成为消费的主力军，受众群体广、消费频次高使得大众休闲服饰市场天花板较高。阿里披露的分年龄数据明显体现出90后已经超过80后成为消费的主力军，90后占整体消费比例达49%，80后约35%，80后、90后合计消费占比已高达84%。相比于经济压力较大的80后，90后追求差异化、个性化和商品内在价值的消费倾向与80后注重怀旧情节、品牌忠诚度较高形成了鲜明反差。消费观念不同的原因不仅局限于收入，更与成长环境密不可分：90后伴随着互联网技术的成熟，因广告促销、导购引导等外部因素的影响相对有限，其相对小的生活压力，使其消费行为更具有冲动性、情感和价值的满足。

图 38：2009-2017 年阿里系“双 11”不同年龄消费者人数占比



资料来源：阿里大数据，中国银河证券研究院

供给方面，行业内陆续出现差异化多品牌、扎根细分子领域，品牌效应分化至男装、童装及配饰，实现外延式增长。性价比品牌更多强调成本控制和供应链优化，通过降低加价倍率强化品牌优势、高实用性的特征。大众品牌服装定位较高端品类更广，市场容量更大、天花板更高，品牌附加值的提升幅度更加广阔。

表 5：天猫服饰鞋包交易额 TOP10 品牌

2018 年		2017 年	
1	优衣库	1	优衣库
2	波司登	2	韩都衣舍
3	太平鸟	3	海澜之家
4	南极人	4	森马
5	森马	5	波司登
6	GXG	6	GXG
7	恒源祥	7	杰克琼斯
8	花花公子	8	太平鸟
9	ONLY	9	Vero Moda
10	Vero Moda	10	恒源祥

注：标底色的品牌为覆盖男装、女装等多品类

资料来源：ECdataway 数据威，中国银河证券研究院

大众休闲最具有将性价比做到极致的可能性，故容易诞生跨国的服装巨头，如 H&M、Zara、Gap、优衣库。西班牙人阿曼西奥·奥特加，凭借 ZARA 品牌，登顶世界首富；瑞典人史蒂芬·佩尔森，则靠 H&M 成为瑞典首富；日本首富近年来一直是两个人轮流坐庄，其中一人是软银集团创始人孙正义，另一人是服装巨人、优衣库创始人柳井正。以优衣库为例，近几年，在 Zara、H&M 等快时尚品牌遭遇增长瓶颈，不得不频繁关店时，优衣库一直处于增长通道，连年稳居双十一销售冠军。究其原因，优衣库追求的高性价比以基本款和爆品，相比于快时尚品牌追求快速、款多量少的策略更加迎合受众面更广的消费者群体。这一策略使得优衣库得以异军突起的原因在于，在服装店的日常经营中，基本款通常能占到总销售额的 30%，而且大多数消费者会将每个季节的流行款和基本款混搭。优衣库更注重单品的科技创新，有基本款的销量保证，无须为 SKU 太多、该备多少库存而犯愁，只要专注于将单品做到极致。

近年来国内品牌休闲服饰类表现分化，龙头森马引领转型。在经济需求不振、企业门店低效率扩张及库存积压等背景下，休闲服饰板块于 2012 年陆续进入调整期。战略定位的错位使得美邦一直处于低位行情，未能实现业绩的有效反弹，但 16 年换帅以来，子品牌 Me&City 表现强劲；大众休闲品牌森马，整合男装、女装、童装、配饰等领域，17 年从期货向现货+期货结合模式的转变、电商平台推广、费用增加以及加盟商渠道优化、去库存等因素导致归母净利润同比下降 20.23%，但随着改革逐步推进，业绩端将逐步好转，18Q3 收入和净利端均呈现 20% 以上增长；太平鸟 2017 年 9 月与阿里巴巴旗下天猫达成新零售战略合作意向，拟在品牌建设、大数据运用、线上线下全渠道融合领域以及国际市场开拓等方面开展新零售战略合作，使得太平鸟在 2017 年实现扭亏为盈。我们认为森马、太平鸟等品牌休闲服饰公司伴随产业调整、品牌推广、供应链管理能力提升、渠道持续持续升级，短期内可能不会对业绩增速带来快速提升，但长期来看，内生加外延的有效改善和扩张将为龙头企业的盈利带来显著利好。

表 6：休闲服饰类公司财务概况

公司	净开店 (家)		存货增速 (%)			收入增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)			市值 (亿元)
	16 年	17 年	16 年	17 年	18Q3	16 年	17 年	18Q3	16 年	17 年	18Q3	2019/1/7
美邦服饰	N/A	N/A	-2.00	39.59	-3.13	3.56	-0.72	4.05	-16.31	37.98	60.03	59.04
森马服饰	N/A	171	38.06	8.22	74.67	12.83	12.74	17.25	4.99	-22.95	25.90	241.37
海澜之家	1253	549	-9.89	-1.62	14.61	7.39	7.06	4.53	5.49	7.21	1.21	372.90
太平鸟	485	-28	7.45	12.78	19.20	7.06	12.99	13.14	-20.42	-0.03	49.95	88.27

注：1、美邦服饰、森马服饰公布部分年份的店铺数量情况；

2、由于美邦服饰 2017 年加盟渠道经营不善，导致总体业绩亏损较高。

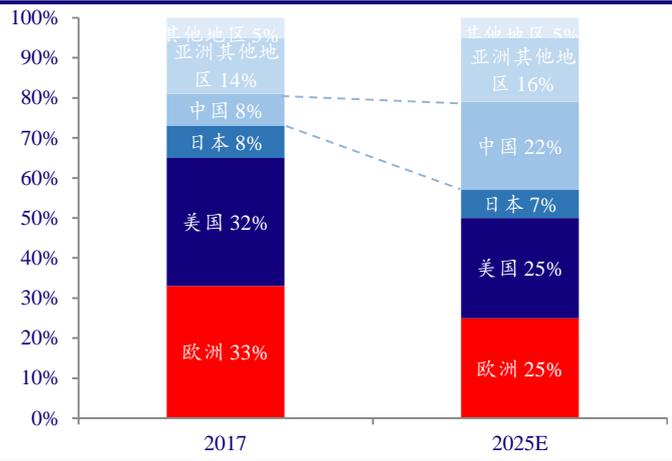
资料来源：上市上市公司年度报告，中国银河证券研究院

## 2. 中高端服饰市场空间大，未来看好“增速稳定+品牌溢价”的龙头企业

需求方面，随着新中产财富的不断积累，物质和精神消费的双重提升使得中高端休闲服饰市场需求后劲十足。根据 BoF&麦肯锡的《2018 年度全球时尚业态报告》，麦肯锡全球时装指数预测行业销售增长率将从 2016 年到 2018 年从 1.5% 增长至 3.5%-4.5%，实现近 3 倍增长，

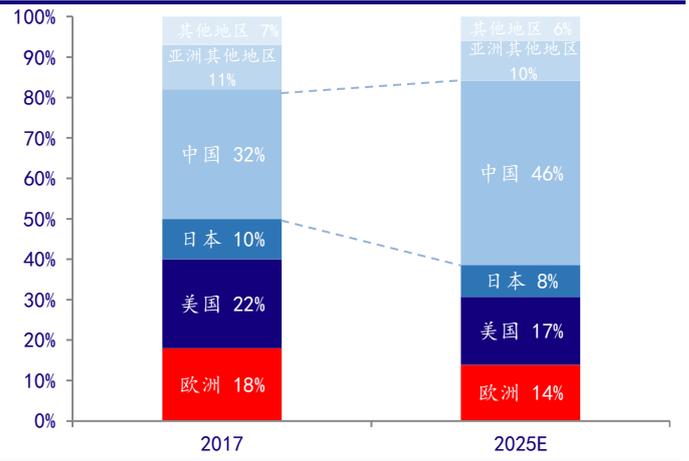
均在需求端刺激企业业绩改善；由于中国消费市场的强劲需求，全球时尚集团 LVMH 集团、Kering 集团、爱马仕 2018 三季度销售额同比增长均实现 10% 以上的同比增长，预计 A 股上市公司中高端服饰将率先受益于高端消费需求好转的背景。**国内需求方面**，消费持续升级的背景下，人们更加倾向于高品质、品牌化消费，高端需求亦会随之增长；从消费群体来看，中高收入和高收入人群从人口比例、可支配收入等方面都在逐年提高，预计将不断加大中高端消费比例；需求端放大将利好中高端服饰相关个股复苏，开启反弹走势。

图 39：中国市场在全球奢侈品市场的比重



资料来源：贝恩&Altgamma，中国银河证券研究院

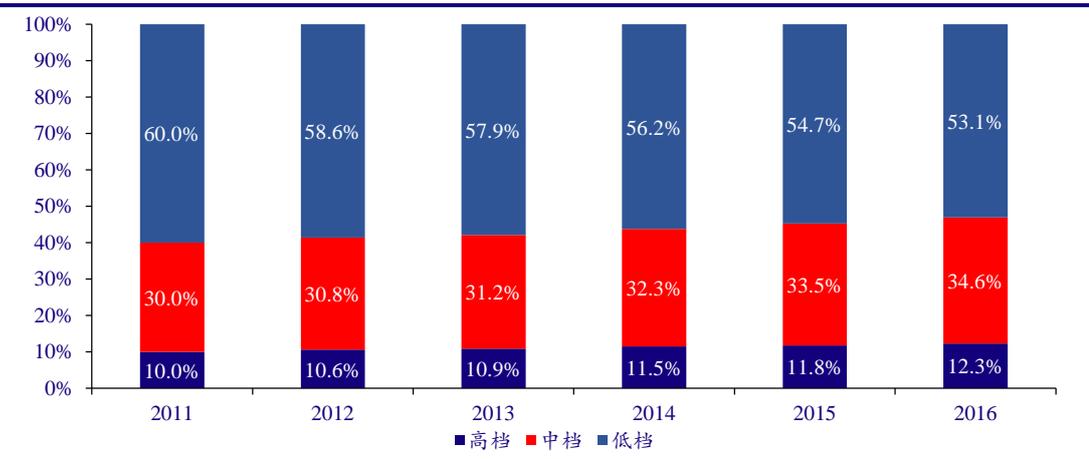
图 40：中国消费者的奢侈品消费占全球的比重



资料来源：贝恩&Altgamma，中国银河证券研究院

**供给方面**，国内中高端休闲装市场规模占比逐年提升，品牌溢价是行业竞争基本逻辑，服装龙头企业的品牌溢价体现在市场份额和盈利能力。服装产业的消费属性是其品牌溢价的基础：1) 消费者从“价格敏感”到“品牌敏感”的衍化为品牌溢价提供了基础；2) 随着人均可支配收入的不断提高，消费者愿意为个性化、高品质的需求承担更多品牌溢价，随之带来的是中高端休闲装市场规模占比的逐年提升；3) 品牌效应将带来渠道优势，进一步巩固品牌溢价。

图 41：中高端休闲装市场规模占比逐年提升



资料来源：《纺织服装周刊》，中国银河证券研究院

公司层面，相对于大众休闲的规模来说，中高端（轻奢）定位的国内外公司普遍体量较小。主要原因有：

- 中高端、轻奢、奢侈品所对应的受众群体较小且个性化、差异化较大，同时，单价普遍较高的情况下，不同于大众休闲通过销售量积累的规模扩张；
- 奢侈品品牌大多成立较早，经过多年的口碑经营和投资并购，已基本形成大型的奢侈品集团，品类延申至皮包、服饰、化妆品等；而对于轻奢类品牌，大多是随着中产阶级诞生，消费者需求更加差异化，行业发展主要靠内生增长，外延并购情况较少；
- 国际中高端、轻奢品牌在中国市场发展困难重重，主要由于中国地域广阔、文化认知、消费习惯等差异均较大。所以国内中高端品牌在巨大的市场规模潜力下，预计将有较大的发展空间。

表 7：不同定位国内外中高端服饰公司对比

定位	公司	成立时间	2017 年收入 (亿元)	门店数 (2017 年)	市值 2019/1/7	公司品牌矩阵
国际- 奢侈	LVMH	1987	3326	4374	1,449.11	共 5 个品类，53 个品牌，主要有 LV、迪奥、纪梵希等
	历峰集团	1988	784	1743	374.33	共 4 个品类，15 个品牌，主要有江诗丹顿、卡地亚、万宝龙等
	开云集团	1963	1207	2177	572.85	共 17 个品牌，主要有 Gucci, Balenciaga, PUMA
国际- 轻奢	Michael Kors	1981	296	5182	60.09	共有 5 个品类，3 个品牌，主要有 Jimmy Choo, Versace 等
	Tapestry	1941	2018 财年 (17/7/2-18/ 6/30) 42.22 亿美元	1043	100.30	共 4 个品类，3 个品牌，Coach、Stuart Weitzman 和 Kate Spade
	拉夫劳伦	1967	388	1104	119.39	共 5 个品类
国内- 中高 端	朗姿股份	2006	23.53	1418	36.16	共有三个品类，7 个品牌，主要有 Lancy From 25、莱茵等
	歌力思	1999	20.53	322	53.21	共有 6 个品牌，主要有 ELLASSAY、LAUREL、Ed Hardy、IRO、VIVIENNE TAM 等
	维格娜丝	2003	25.64	1449	26.02	主要有 5 个品类，7 个品牌，主要有 VGRASS、吉祥云锦、TEENIE WEENIE 等
	安正时尚	2008	14.21	917	42.25	主要有 2 个品类，7 个品牌，主要有玖姿、尹默等
	日播时尚	2002	10.73	989	26.88	主要有 2 个品类，4 个品牌，主要有播、CRZ 等
	如意集团	1993	11.93	26	90.79	7 个品牌，主要有 Bally、RENOWN、Peine Gruppe 等
	比音勒芬	2003	10.54	652	56.45	主要有 1 个品类，1 个品牌，比音勒芬高尔夫服饰

资料来源：公司官网及公告，中国银河证券研究院

国内中高端服饰的企业目前处于时尚品牌集团缔造阶段，近年上市 IPO、并购重组动作频繁，板块维持高景气度。随着中国人均可支配收入的不断提升，消费者对于中高端服饰的需求有所增加，同时国际品牌中国本土化改变较少，使得国内中高端品牌发展空间巨大。企业在内生高速发展的同时，17 年以来行业内发生较多外延并购，增厚公司业绩。中高端服饰近两年业绩增速几乎均在 20% 以上，开店速度较快，运营效率显著。我们认为，中高端服饰由于增长较快，预计将优先于行业整体反弹，且弹性较大，获得超额收益的可能性较高。

表 8：中高端服饰类公司财务概况

公司	主品类平均单价 (元)	净开店 (家)		存货增速 (%)			收入增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)		
		16 年	17 年	16 年	17 年	18Q3	16 年	17 年	18Q3	16 年	17 年	18Q3
朗姿股份	1,128	924	9	36.34	18.43	18.38	19.53	72.06	18.91	206.80	43.97	71.03
歌力思	1,476	127	59	53.64	54.35	30.30	35.53	81.35	8.73	26.91	61.86	23.95
维格娜丝	1,627	-31	1,149	(1.68)	166.50	52.74	(9.71)	244.50	3.84	-23.67	157.02	45.86
安正时尚	476	-53	55	(5.64)	24.54	38.58	(1.53)	17.78	10.48	6.91	-2.44	5.73
日播时尚	299	-	103	(0.41)	28.02	38.55	5.71	13.12	9.85	2.98	0.98	-79.37
地素时尚	526	-59	46	1.51	9.54	N/A	-1.96	7.18	N/A	-1.68	1.04	N/A
比音勒芬	714	-	652	27.83	41.10	35.43	11.73	25.23	45.70	6.04	33.44	63.45

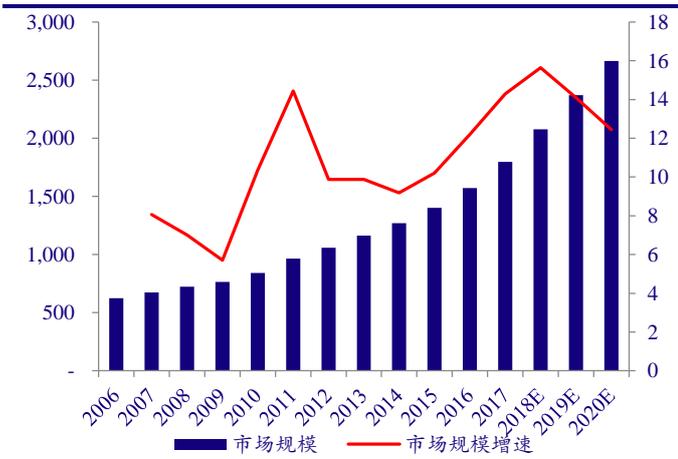
注：朗姿股份 2016 年净开 924 家主要为阿卡邦并表影响；歌力思 2016 年净开 127 家店主要为 Ed Hardy 并表影响；维格娜丝 2016 年净开 1149 家主要为 TEENIE WEENIE 并表影响。

资料来源：上市上市公司年度报告，中国银河证券研究院

## （二）童装行业有望因较强的必选属性跨越周期

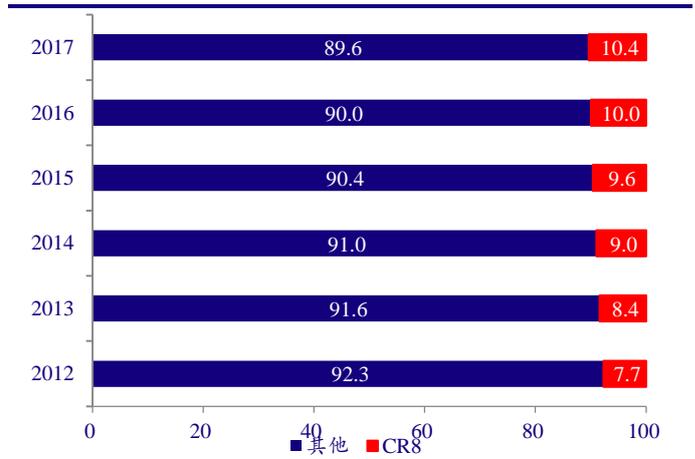
童装市场规模逐年扩大，增长率波动式上升，市场集中度较低。2017 年童装市场规模约 1,796 亿元，森马旗下巴拉巴拉品牌市占率 5%-7%，而专注于童装的安奈儿市占率低于 1%，叠加众多国内外成人服饰品牌进行外延式扩张，将产品类型延申至童装，行业竞争愈加激烈。目前我国童装超过半数为无品牌状态，多以 ODM 模式生产，童装质量良莠不齐。由国家质量监督检验检疫总局和国家标准化管理委员会发布的《婴幼儿及儿童纺织产品安全技术规范》，是我国第一部专门针对婴幼儿及儿童纺织产品的强制性国家标准，自 2016 年 6 月 1 日起实施，实施过渡期为 2 年，2016 年 6 月 1 日前生产并符合相关标准要求的产品允许在市场上继续销售至 2018 年 5 月 31 日。该政策将有利于品牌童装企业进一步提高市场占有率，提升消费者对品牌的认可度和品牌粘性。

图 42：童装行业市场规模 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 43：国内童装行业市场集中度逐年提升



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

随着成人服饰子版块陆续进入成熟期，行业增速缓慢下降，童装在消费升级背景下，成长空间大，呈现低端到高端的趋势。专业童装公司依靠其口碑、专业研究婴童消费特点，积累了重要的竞争优势。而由成人装延伸至童装，具有品牌效应和渠道优势，将父母的消费习惯延伸至婴童服饰，并且培养婴童消费审美，预期婴童长大成人后，继续购买该品牌服饰。

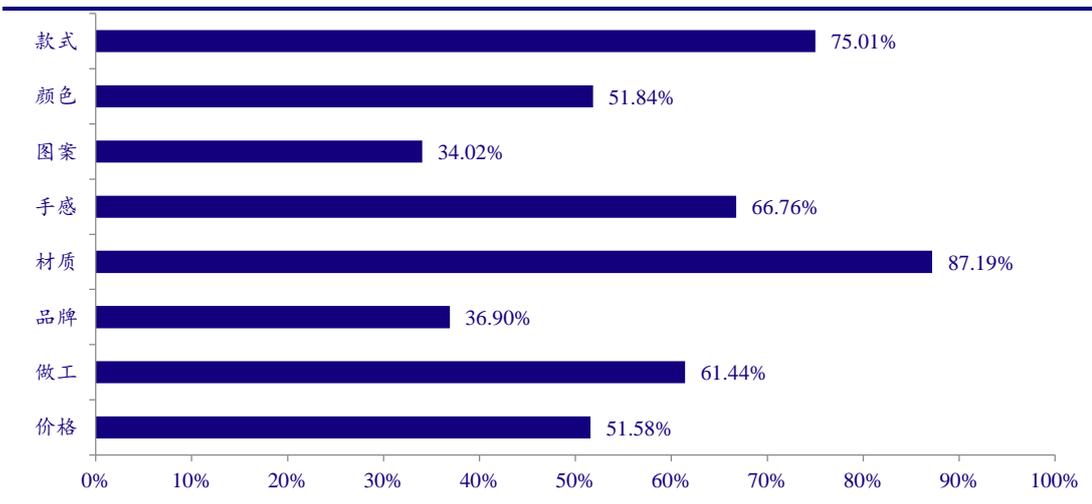
表 9：婴童装品牌

类型	来源	代表品牌	2017 年 市场份额	特点
专业童装品牌	国内	安奈儿、小猪班纳、水孩儿、巴拉巴拉、起步股份、派克兰帝、笛莎	5.8%	深耕童装、童鞋市场，具有较深的行业经验累积和专业度。渠道端以购物中心特定商圈、电商为主。
	国外	Pawn in Paw (韩国)、Nanos (西班牙)、minirodini (瑞典)、Bonpoint (法国)	-	
集团延伸品牌	国内	红黄蓝、太平鸟、李宁、安踏、特步	1.7%	产品风格与集团内成人服饰一致，应用现有品牌优势和渠道进行推广、销售。渠道端以综合专卖店形式为主。
	国外	Adidas、Nike、优衣库、Gap、金宝贝 Gymboree (美国)、Gucci、Dior、衣恋、H&M、迪士尼	3.8%	

资料来源：百度搜索，中国银河证券研究院

童装注重安全舒适，品质、设计研发成为行业壁垒。按照年龄将童装市场分为婴幼儿童(0-3岁)、小童(3-6岁)、中童(6-9岁)、大童(9-14岁)，一般专业童装品牌会布局更加细分领域，因为不同年龄段在设计上要求不同，如婴幼儿童服饰更注重面料辅料质量、舒适度，而大童服饰则更偏重颜色、时尚等搭配。随着儿童年龄增长，其在服装购买决策过程中话语权在逐步提高，服装设计要同时满足父母和儿童的喜好，此时成人服装延伸童装品牌公司具有先发优势，因在成人服饰渠道所积累的客源将有很大一部分导入至大童服饰选择领域之中。

图 44：购买婴童服装时各因素影响程度

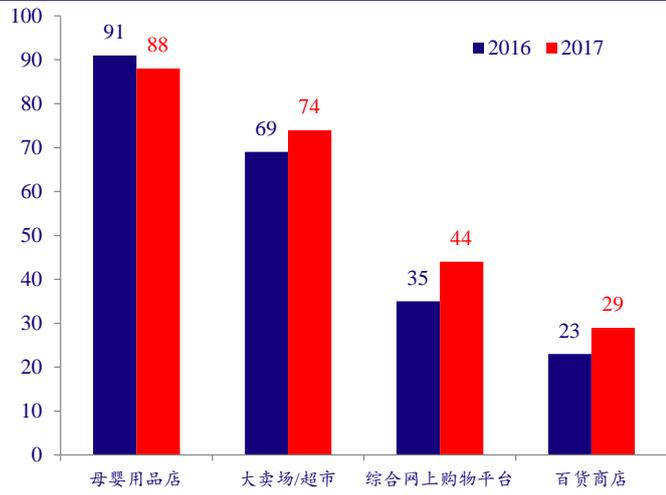


资料来源：《2017 婴幼儿及儿童服装消费安全状况调查报告》，中国银河证券研究院

线上渠道的便利促进童装快速增长，用户体验成关键因素。从渠道角度看，根据尼尔森报告，母婴相关品类在海淘渠道的渗透率排在快消品 34 个品类中的前列，同时，因为同种产品国内价格高于国外价格，39%的消费者选择海淘，进一步证实了消费者在消费升级意愿下合理的消费规划和消费趋势。因童装市场购买频率高，便利的线上购物渠道已成为童装市场快速增长的动力之一，且消费群体已从女性逐步过渡到泛家庭，用户呈多元化趋势；线下渠道方面，

母婴店仍是中国母婴市场仍占据最大的比例，因为母婴店相比之下，能一站式满足除童装外的其他品类需求，可以精准把握目标消费者的购物需求和用户售前体验，母婴店持续快速发展的关键在于洞察消费者选择动机并通过合适的渠道与他们建立更加紧密的联系。

图 45：母婴行业渠道分布情况



资料来源：尼尔森市场研究，中国银河证券研究院

图 46：互联网母婴活跃人数（万人）全网渗透率变化



资料来源：易观（基于5.5亿移动端月活用户），中国银河证券研究院

处于行业成长期，尚未确立竞争格局，业绩波动明显。由于儿童处于成长发育的快速阶段，从而童装具有不同于成人服饰的消费频次高、在家庭消费中具有刚性需求的特性。适用群体的年龄宽度较低（0-14岁），且需求量不可重复，即几乎不存在老用户重复购买的情况，所以童装企业只能不断挖掘新用户，获客成本较其他服装子行业高，渠道、宣传费用较大程度上挤占企业利润空间。行业目前处于成长期，前期多采用外延式粗放式发展，目前仍处于精细化运作调整阶段。收入端除起步股份外，其余代表性上市公司均有两位数以上增长，龙头巴拉巴拉品牌自2013年以来一直保持20%以上的高速稳定增长，市占率一直居首，马太效应明显。

表 10：童装类公司财务概况

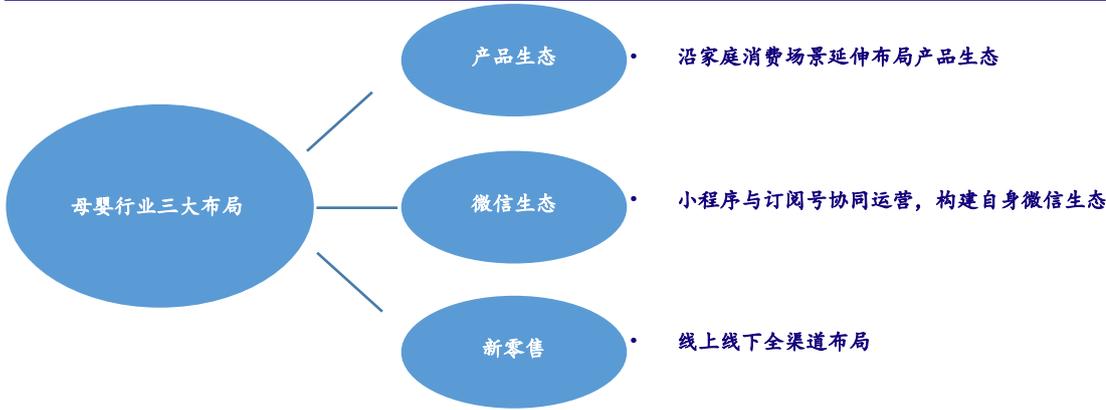
公司	平均单价 (元)	净开店 (家)		存货增速 (%)			收入增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)			市值 (亿元)
		16年	17年	16年	17年	18Q3	16年	17年	18Q3	16年	17年	18Q3	
森马- 巴拉巴拉	N/A	-	217	-	-	-	26.52	26.40	-	-	-	-	241.37
安奈儿	86	-	1,435	4.43	23.11	51.90	-	12.07	22.66	7.34	-27.12	77.36	19.69
金发拉比	44	77	127	6.91	27.60	20.89	5.99	11.61	10.65	3.96	17.59	-10.81	19.61
起步股份	60	-	118	-23.90	26.19	58.57	9.42	8.56	-2.20	24.67	2.37	3.74	35.77

资料来源：上市上市公司年度报告，中国银河证券研究院

我们认为，童装行业未来的发展趋势将以童装为出发点，布局母婴生态链。通过社区、社群和内容吸引用户带来流量，早教、健康、亲子服务、玩具市场，从母婴人群延伸至泛家庭人群，从线上延伸至线下，从内容、产品、商业等业务板块，打造平台战略，将自有品牌多元化销售，提高毛利率。激烈的市场竞争和多层次的消费能力与消费观念会产生不同的细分市场，企业只有不断提供具有市场竞争力的产品，才能满足不同消费者的需求。如森马全力打造

国内第一个以儿童为主要对象、以体验为特色的成长综合体——森马·梦多多小镇，整合儿童产业资源，布局儿童产业生态圈及产业链。因此，童装产品细分化是行业发展的必然趋势，市场也将整体进入一个消费细分化的时代。

图 47：母婴行业生态布局



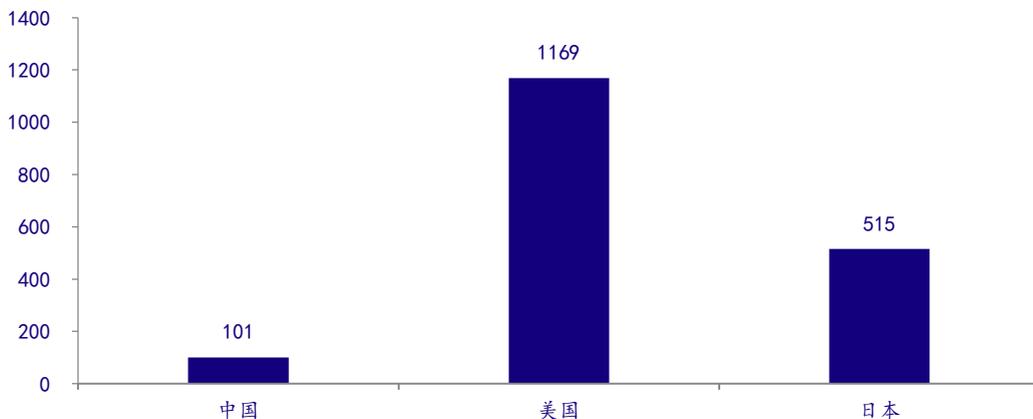
资料来源：易观（基于 5.5 亿移动端月活用户），中国银河证券研究院

我们认为童装行业仍处于成长期，市场规模不断增长，看好童装企业长期发展趋势。专业童装上市公司将受益于快速发展的市场需求，同时也有成人品牌延伸的威胁，所以作为服装市场的新蓝海市场，我们将持续关注童装市场的未来发展状况。

### （三）家纺产品与房地产销售关联性逐年减弱，加速中小家纺企业出清

我国家纺行业消费额相比美国低，发展空间大。随着城镇化进程的持续推进、消费升级和二胎政策全面放开后生育率的显著提升，人们对家庭生活质量的需求由实用性、经济性逐渐向舒适性、文化性和个性化转变，追求健康、舒适的家纺产品升级需求将得到极大释放，品牌忠诚度将显著提升。此外在二孩政策放开后，优生优育的思维下，婴童家纺产品的需求也将明显放大，家庭消费中占据重要比例的儿童消费将会进一步提升。我们预计未来我国随机消费和替换需求将不断增加家纺行业的需求，家纺产品消费增长空间仍旧巨大。

图 48：中美家纺产品消费额（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

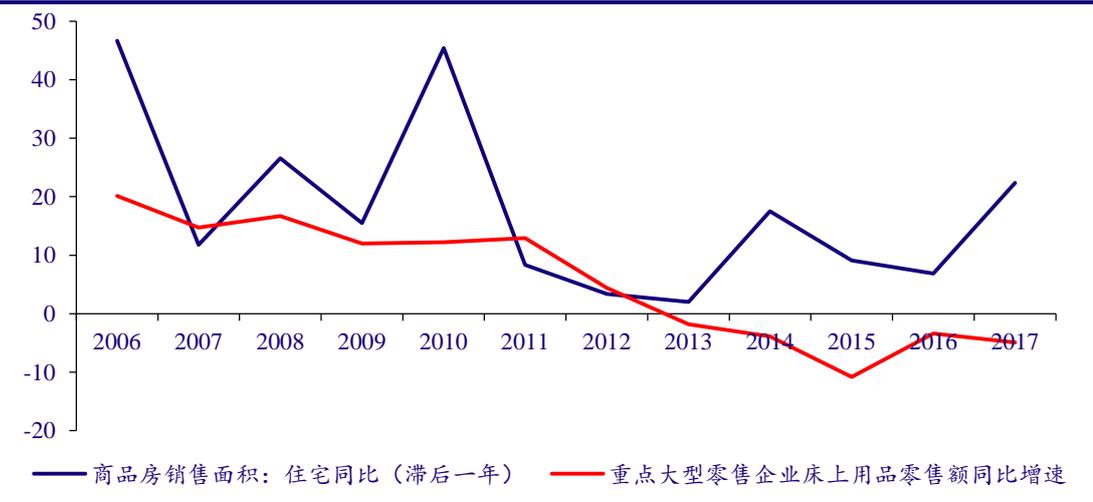
**1.行业集中度低促企业技术改革、产品细分**

**1) 需求端:**

人均可支配收入的增加改变家纺消费习惯，购买频次加快、更加注重品质和舒适度。家用纺织品可细分为床上用品类、厨房和餐厅用纺织品类、沐浴用纺织品类、客厅用纺织品类及地毯类。家纺的需求主要来自于替换、乔迁、婚庆等方面，具有耐用消费品性质，替换需求占比目前已超过 50%，消费升级带来的替换需求是家纺行业需要抓住的机遇。

短期内受地产周期影响，但房产销售与家纺销售量关联度逐年减弱。在纺织服装各子行业中家纺子行业是周期性较强的行业，因为家纺的销售一部分来自乔迁需求，由于购置新房到购买家纺产品存在约一年的滞后期，因此房地产销售量属于家纺销售数据的领先指标。15 年一线城市、17 年上半年三四线房地产市场的大幅增长对家纺行业盈利端回暖有促进作用。从全国住宅商品房交易数据与家纺行业营业收入对比来看，家纺产品的乔迁需求与房地产销售在 2009 年后关联度逐年减弱，虽然商品房销售面积增速不高，但由于国家政策倡导房地产市场由投资型逐步转为自住型，将释放更多闲置房屋，消费升级背景下家纺产品的替换需求和随机购买趋势不断扩大。

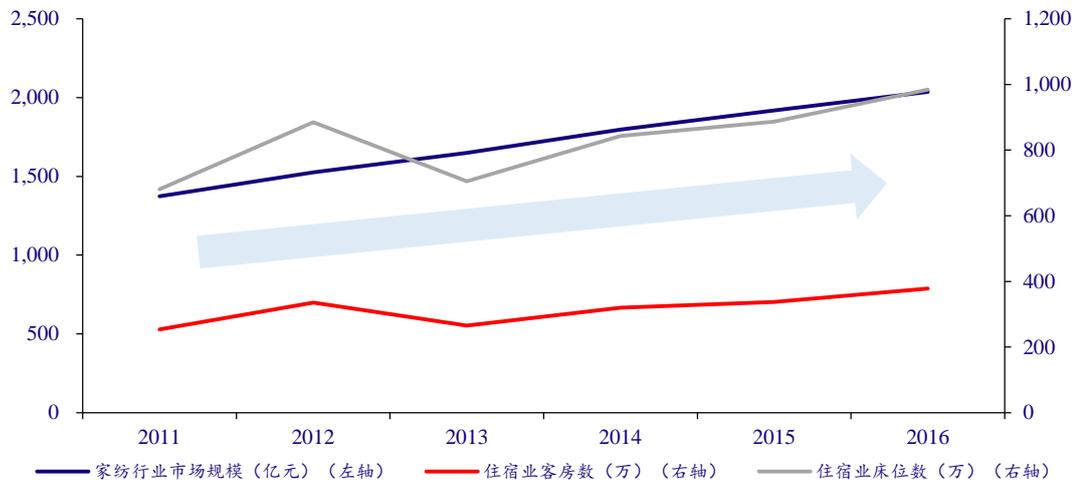
**图 49：商品房销售面积（万平方米、滞后一年）与床上用品零售额（%）对比情况**



资料来源：国家统计局、商务部，中国银河证券研究院

酒店业受益于旅游市场持续升温，提振家纺产品需求端。根据中华人民共和国文化和旅游部数据显示，2017 年全国国内旅游人数 50.01 亿人次，比上年同期增长 12.8%。全年实现旅游总收入 5.40 万亿元，增长 15.1%，全年全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.13 万亿元，占 GDP 总量的 11.04%。旅游市场持续升温，家纺用品需求将在酒店业持续升温的带动下增加，有效提高品牌家纺品牌产品的需求。

图 50：家纺行业市场规模与住宿业床位数同方向增长



资料来源：中华人民共和国文化和旅游部，中国银河证券研究院

## 2) 供给端：

由于家纺产品 SKU 相对较少，相对标准化，在线上渠道布局日益完善的背景下，行业竞争格局改善，品牌集中度逐渐提高。从线下渠道来看，《2016-2017 中国家纺行业发展报告》指出百货商场在家纺消费渠道中占比超过 50%。但在电商冲击以及经济放缓等因素影响下，百货商场正逐步转向购物中心、线下渠道有复苏态势。近几年各公司调整线下渠道效率、逐步提升单店销售规模，而非外延式粗犷开店，使得单店效益的提升成为本轮复苏的主要趋势。

图 51：家纺行业电商交易额 (亿元) 及 YOY (%)

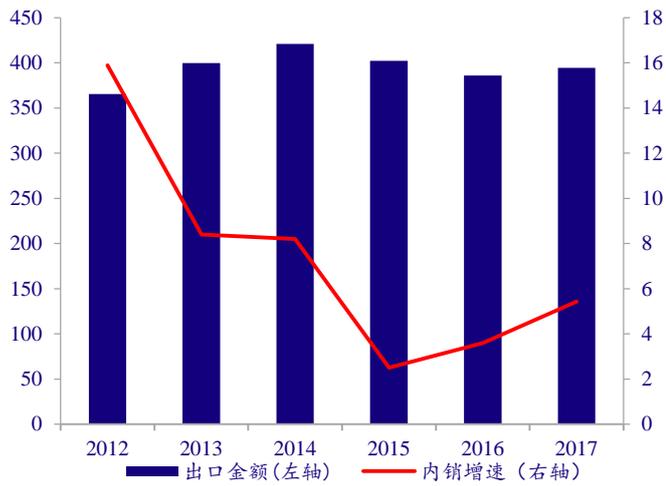


资料来源：中物联信息化部，中国银河证券研究院

家纺市场内销、出口均回暖，盈利端表现靓丽。行业内销增长保持稳定，实现内销产值 2,029 亿元，同比增长 5.43%。受全球经济持续复苏的利好因素影响，2017 年家纺产品出口 394.65 亿美元，同比增长 2.25%，美国、欧盟、日本均实现出口数量和出口金额双增长，分别为 9.79%、6.77%，9.11%、1.29%，4.73%、3.75%，成为带动我国家纺产品出口整体企稳回暖的主要动力。家纺行业 2016 年开始企稳反弹，2017 年行业 1,927 家规模以上企业实现主营业

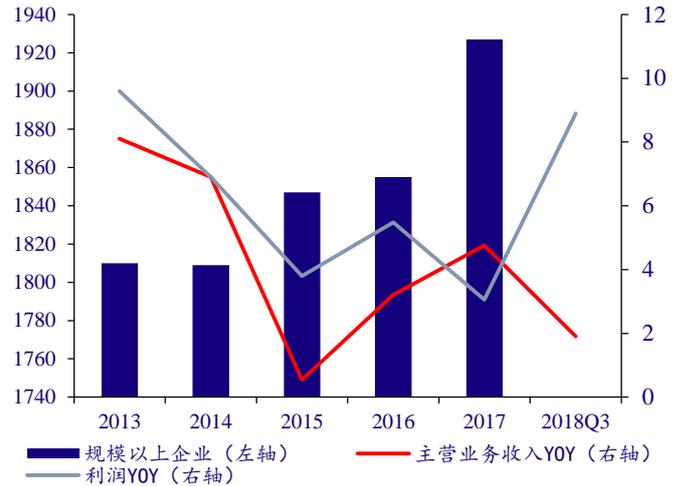
务收入 2,626.04 亿元，同比增长 4.76%，增速较上年提高 1.55PCT。同时，期间费用快速增长，三费占比 6.9%，较上年提高了 0.47 个 PCT。成本费用的增长还未传导至终端销售价格，从而挤占行业利润。2017 年家纺行业 1,927 家规模以上企业实现利润总额 154.36 亿元，同比增长 3.06%，增速较上年下降 2.42 个 PCT。

图 52：规模以上家纺企业出口（亿美元）及内销 YOY (%)



资料来源：中国家纺协会、国家统计局，中国银河证券研究院

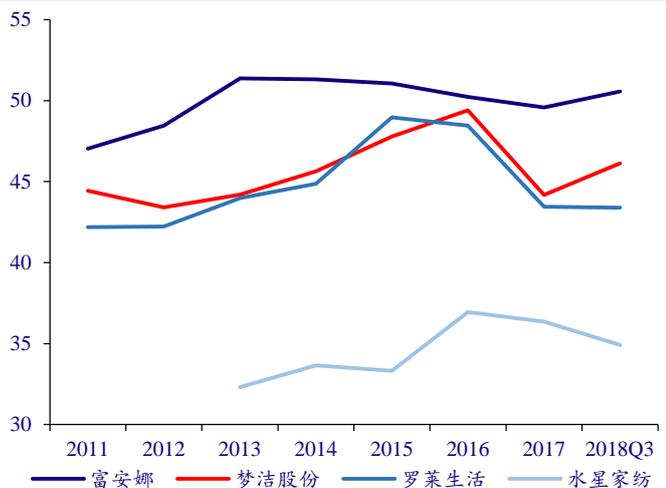
图 53：规模以上家纺企业营收、利润 YOY (%)



资料来源：中国家纺协会、国家统计局，中国银河证券研究院

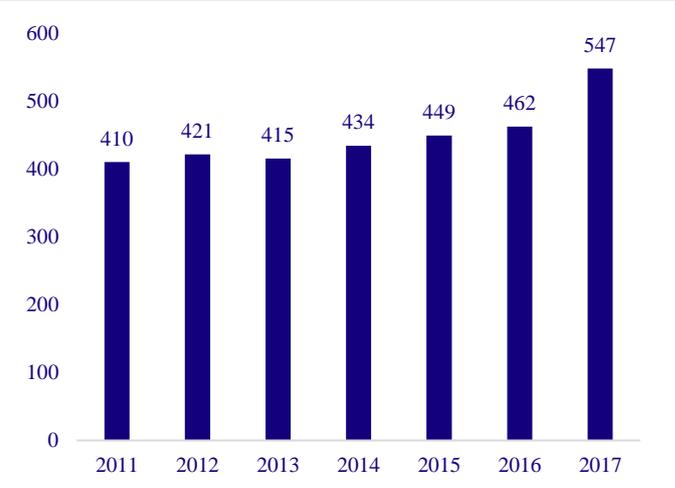
龙头家纺企业相对产业链上游议价能力强，或将受益于环保政策力度加大、各项成本高企等因素，提升市场占有率。从家纺行业产业链来看，随着 2017 年以来上游纺织企业原材料价格的上升和近期环保政策的压力，中小型低端、无品牌家纺企业逐渐失去价格优势，龙头企业集中度提升将放大其盈利优势。品牌家纺企业凭借生产的规模效应、多年积累的渠道优势，在行业去产能趋势、结构性需求提升、上游成本压力加大过程中可通过适当涨价将成本压力转嫁下游。行业整体成本不断上升的背景下，上市家纺龙头近年来毛利率水平相对稳定，中高端龙头市场集中度不断提升。

图 54：家纺行业部分上市公司毛利率 (%) 情况



资料来源：上市公司年度报告，中国银河证券研究院

图 55：罗莱生活产品单价 (元/套) 趋势



资料来源：上市公司年度报告，中国银河证券研究院

从盈利端来看家纺行业的变化，盈利端持续向好，产品相对标准化，在消费整体下行过程中，必选属性、跨周期属性较强，预计 2019 年防御性较强，可逢低配置底仓。受我国宏观环境增长相对放缓、10-12 年家纺企业粗放式外延式扩张带来供给端过剩和电商冲击等因素影响，使得自 2012 年以来营业收入和利润增速逐年降低，直至 2015 年触底。2016 年收入企稳回暖，2017 年收入端表现靓丽，净利端除梦洁股份外均双位数增长。

表 11：家纺行业公司财务概况

公司	净开店 (家)		存货增速 (%)			收入增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)			市值 (亿元)
	16 年	17 年	16 年	17 年	18Q3	16 年	17 年	18Q3	16 年	17 年	18Q3	2019/17
罗莱生活	-	221	-0.15	52.84	37.68	8.11	47.89	4.46	-18.01	44.23	-34.67	66.09
水星家纺	-42	-	5.46	20.38	9.03	6.80	24.53	13.62	35.26	31.01	9.26	39.60
梦洁股份	130+	181	31.58	18.79	26.18	-4.67	33.69	8.66	-43.12	-46.89	-725.80	33.92
富安娜	-	-	19.65	12.58	39.03	10.46	13.18	6.93	7.81	12.33	28.15	63.42

注：1、部分公司部分年份未公布店铺数量；2、梦洁股份 2017 年由于新增直营渠道以及促销及推广活动的增多，销售费用增加 24.60%，短期银行借款增加导致财务费用增加 414.16%，导致扣非归母净利润减少 46.89%。

资料来源：上市上市公司年度报告，中国银河证券研究院

## 2. 科技创新、跨界大家居乃家纺企业提高天花板的重要方向

我国家纺行业的进入门槛相对较低，导致市场集中度低，产品细化、科技创新成行业竞争关键因素。作为消费者日常家居生活的必需品，家纺产品的质量和功能性是决定产品竞争力的核心要素。如床上用品的填充物由羽绒被、多孔被逐渐替代传统的棉被需求，套件面料由传统的纯棉面料演变到真丝、竹纤维、天丝等功能性面料，产品不断细分、结构不断丰富。家纺产品不再局限于保暖等实用功能，更多的需求诉诸于绿色环保、保健型、功能性和装饰性等新功能。随着 AI 智能及大数据的发展，预计用户诉诸床上用品等家纺产品收集身体情况、睡眠数据，以改善身体状况，功能性家纺产品特有的高科技属性与高附加值将成为我国床上用品行业一个新的经济增长点。

家纺企业涉足全屋定制家居领域，一体化满足消费者多元化需求。在“大家纺、大家居”的背景趋势下，行业垂直领域的多元化需求将补充传统家纺企业在产品类别上的单一，供给侧结构改革体现在提升产品质量、创新产品品种、降低运营成本等方面。作为家居行业的新进入者，家纺企业的优势在于可以依靠家纺品牌所积累的渠道优势、品牌效应吸引老用户，降低获客成本；劣势在于后进入者对于家具领域的认知度和消费者的需求理解上不够深刻，有可能不能精准把握消费者需求；机会在于随着人均消费水平的提高和不断提升的居住体验需求，全屋定制家居领域尚处于行业发展初期，家纺和家具的跨界结合即必选消费需求和新消费需求的结合，家纺企业成为家居生活整体解决方案的提供者，协同效应将放大企业的整体效益；威胁在于，家居环保政策趋紧以及相关成本的提高将威胁家纺企业跨界全屋定制家居。总体来说，家纺企业涉足全屋定制家居领域，将是提升家纺企业整体毛利率的有效解决方案之一。

我们认为，家纺企业 2017 年以来企稳回暖，跨界并购进军全屋定制家居领域的趋势下，有助于家纺企业整体效益的提升。家纺产品相对标准化，在消费整体下行过程中，必选属性、跨周期属性较强，预计 2019 年防御性较强，可逢低配置底仓。

## 四、行业投资策略：看好跨周期、强抵御性、竞争优势强的龙头个股

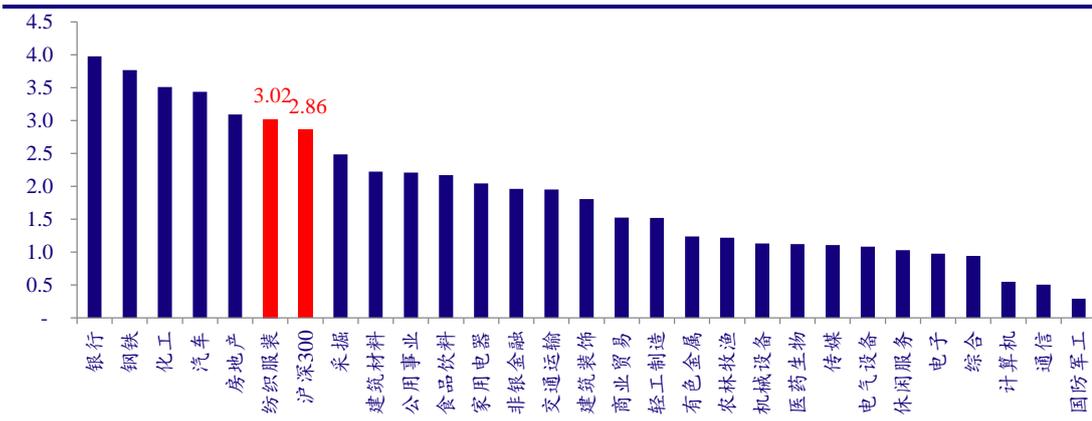
### (一) 品牌服饰行业投资策略

#### 1. 重点关注低估值、高股息率、有业绩支撑个股

股息率反映了在特定时点持有某一股票所获得的现金分红收益率。在企业盈利预期下滑及市场估值持续走低的过程中，高股息率标的具备一定的避险价值。股息分红是股东追求稳定回报的来源，从监管角度来看，近年来证监会始终积极鼓励上市公司派发现金股利，引导上市公司注重回报股东。

从行业横向比较来看，在 18 年下半年市场调整幅度较大的背景下，纺服板块股息率快速提升，已达到 2012 年以来较高水平。截至 2019 年 1 月 7 日，纺服板块近 12 个月股息率为 3.02%，排名第 6，领先沪深 300 指数 16PCT；同期，1 年期国债收益率为 2.434%。目前板块股息率无论从横向选择的角度还是从无风险收益的角度来看，均具备投资价值。

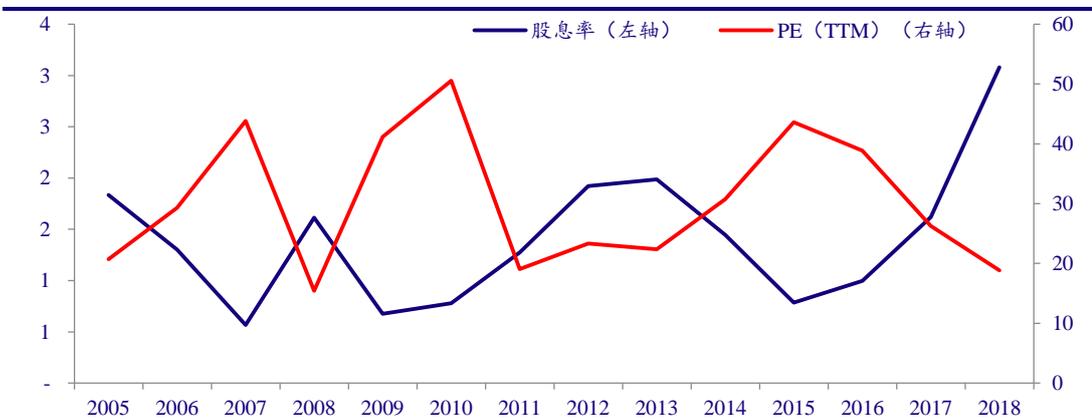
图 56：近 12 个月申万一级行业股息率（截至 2019.1.7）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

从行业纵向比较来看，我们测算了 2005 年以来板块股息率、现金分红比例、估值的变化。从趋势上看，板块估值与股息率、现金分红比例具有负相关性，2017 年板块估值持续下调的过程中，现金分红比例进一步提升带动股息率的上升。

图 57：2005 年以来板块股息率、估值的趋势（截至 2018.12.28）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

从个股来看,筛选出的近3年现金分红比例高于20%、近3年收入和净利润CAGR为正、市值大于50亿、估值小于50倍的个股,我们认为华孚时尚(002042.SZ)、海澜之家(600398.SH)、鲁泰A(000726.SZ)、罗莱生活(002293.SZ)、太平鸟(603877.SH)、富安娜(002327.SZ)、森马服饰(002563.SZ)具有较高的投资价值,防御能力较强。

表 12: 板块内具备低估值、股息率高、具备业绩支撑的个股(截止 2019.1.7)(单位:亿元、%)

证券代码	证券简称	年度现金分红比例			近3年现金分红比例均值	近3年收入CAGR	近3年净利润CAGR	市值	PE(TTM)	股息率
		2015	2016	2017						
002042.SZ	华孚时尚	24.80	10.09	74.77	36.55	15.48	33.27	85.24	10.60	5.94
600398.SH	海澜之家	50.20	70.50	64.78	61.83	8.08	6.95	372.90	10.83	5.78
000726.SZ	鲁泰A	65.37	57.27	53.90	58.84	0.76%	-2.04%	83.93	10.70	5.05
002293.SZ	罗莱生活	34.23	44.24	60.92	46.46	11.04	2.62	66.09	13.37	3.94
603877.SH	太平鸟	-	55.55	73.77	43.11	7.39	1.01	88.27	15.52	3.81
002327.SZ	富安娜	20.79	19.80	44.13	28.24	5.84	5.56	63.42	11.67	3.43
002563.SZ	森马服饰	49.93	70.83	59.09	59.95	8.10	0.77	241.37	17.27	2.79

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 2.品牌服饰: 精选跨周期、强抵御性个股

➤ **大众休闲&童装子板块:** 在我们预计在 2019 年服装行业整体业绩增速进一步趋缓的背景下,由于大众休闲服饰单价较低、消费必选属性较强、周期波动性较小,业绩相对稳定。但由于消费整体的疲软,市场和公司对于 19 年的业绩与预期普遍较 18 年低,我们建议关注大众休闲&童装伴随业绩底部出现的底仓配置机会。

个股方面,我们推荐在大众休闲&童装子板块内的龙头企业森马服饰(002563.SZ):公司 18 年布局了高端童装、高端女装,产业布局逐渐明晰;童装领域市占率连年第一,占据童装领域的先发优势和龙头优势;同时休闲服饰端也呈复苏态势,使得公司业绩整体向好。

➤ **中高端服饰子板块:** 中高端服饰可选属性较强,在宏观经济、消费向好的背景下,中高端服饰反弹弹性更大。叠加中高端服饰单价相对较高,净利润降低幅度相比毛利率降低小。我们建议关注中高端服饰优于服装板块提前复苏的机会。

个股方面,我们推荐中高端女装龙头企业歌力思(603808.SH):公司基于优秀的管理经验带来高端时尚产业集团式的高速发展,已初步建立公司独特的品牌优势;我们推荐高尔夫服饰龙头企业比音勒芬(002832.SZ):公司主营产品依托高尔夫服饰,产品风格和特点在国内较为稀缺,高尔夫服饰高速发展的同时,积极孕育新品牌拓展细分领域市场份额。在服装整体消费增速趋缓背景下,公司店效同比提升以及门店数量稳步增加,期间费用率下降双向提升净利润增速高于收入。

## (二) 重点公司推荐

### 1. 森马服饰 (002563.SZ): 休闲复苏、童装高增长打造业绩“双引擎”

电商线上渠道带动增长，休闲必选属性较强、单价相对较低，消费下行周期中抵御力较强。18 年前三季度线上业务保持 30% 左右的较高增速、目前收入占比近 30%；休闲服饰全年预计增长低双位数，童装增长超过 20%。公司改善订货模式和优化供应链管理解禁尾声，效果显著，显著提高了运营效率、库存健康度并缩短了产品反应时间、增强产品竞争力。

内生外延双向细化童装市场，马太效应快速抢占市场份额。自有童装品牌巴拉巴拉业务，市占率近十年来常居首位，在泛购物中心渠道中议价能力较强。公司童装业务布局将受益于近半年来的重要合作和收购举措：收购 Kidiliz 集团、获得北美最大全年龄段专业童装品牌 THE CHILDREN'S PLACE 在中国的开发和经营业务授权，并按照营业收入的一定比例向其支付许可费和青少年服装品牌“COCOTREE”。一方面在品牌定位和主力市场上互补性；另一方面在产品的设计研发、国际市场经营和全球采购等价值链上具备整合效应具备在欧洲和亚洲主要市场以及其他国际市场的市场进入和经营能力，并拥有全球化的供应链布局。

布局高端女装：产业布局逐渐明晰。公司拟以 0.7 美元/股，合计 500 万美元（约 3427.30 万元）认购 JWU,LLC 新发行 710.41 万股份并持股 11%。同时，拟与 JWU,LLC 成立注册资本 6000 万元的合资公司在大中华区开展除香水产品外的 JASON WU、GREY JASON WU 以及 JWU 系列品牌经营业务。本次入股 JWU,LLC 有助于推动公司中高端国际品牌阵营的建设，拓展公司国际品牌版图，集团产业布局层次逐渐明晰。由于 17 年 JWU,LLC 亏损 556 万美元（约 3809.60 万元），森马按照持股 11% 进行并表计算，对集团整体净利润影响较小。

盈利预测与投资评级：公司已发展成为休闲服饰+童装子行业龙头企业。在消费整体疲弱的背景下，大众休闲服饰、童装与宏观经济相关性相对其他服装板块较弱，必选消费属性、抗风险能力较强，预计公司未来业绩增速虽然可能趋缓，但仍将稳中略有提升。我们预计 2018-2020 年收入规模 139.83/161.04/184.40 亿元，归母净利为 13.10/15.96/19.24 亿元，对应 EPS 为 0.485/0.591/0.713 元，对应 PE 为 18.42/15.12/12.54 倍。我们给予“推荐”评级。

表 13: 森马服饰业绩预测和估值指标 (更新至 2019/1/7)

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,454.45	10,667.17	12,026.30	13,983.01	16,103.80	18,439.82
YOY	16.05%	12.83%	12.74%	16.27%	15.17%	14.51%
归属母公司股东净利润	1,349.24	1,426.51	1,121.38	1,310.24	1,596.21	1,924.28
YOY	23.53%	5.73%	-21.39%	16.84%	21.83%	20.55%
EPS (元)	0.500	0.528	0.415	0.485	0.591	0.713
ROE	14.61%	14.27%	11.10%	12.36%	14.25%	16.13%
P/E	17.89	16.92	21.52	18.42	15.12	12.54
P/B	2.61	2.42	2.39	2.28	2.15	2.02
股息率(分红/股价)	2.78%	2.79%	4.17%	3.37%	4.11%	4.96%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

风险提示: 并购整合不及预期; 存货减值大幅增加的风险; 终端消费回暖不及预期等。

## 2.比音勒芬 (002832.SZ): 专注高尔夫服饰领域的新兴龙头

**看好公司高尔夫服饰市场高速增长阶段。**公司主要产品为目标群体为高尔夫爱好者以及认同高尔夫文化、着装倾向于高尔夫风格的中产收入以上消费人群。随着高尔夫运动正式成为2016年和2020年两届奥运会比赛项目,且我国一二线城市中高收入人群的不断增长,高尔夫运动在国内得到普及,2017年末我国高尔夫消费群体已突破100万。在消费升级背景下,在运动服饰方面除维持专业防护以外,中高端消费者更加注重个性化表达以及时尚性,具有向休闲服饰跨界衍生的趋势,生活休闲高尔夫服饰的市场份额也正在逐渐加大。公司坚持“高端化+细分化”市场定位,内生+外延双向稳步发展,我们长期看好公司业绩发展。

**公司注重面料选材,产品质量上乘。**公司与意大利、韩国和日本等国的知名面料供应商保持稳定的合作关系,采用功能性和环保面料,为消费者提供高品质产品。同时公司注重研发设计,每年设计的产品超过千款,已获得授权专利32项,著作权4项,有效商标170余项。2017年10月,比音勒芬作为第一起草单位,正式发布了国内首个高尔夫服饰技术标准,标志着比音勒芬在国内高尔夫服饰领域话语权的确立。

**公司坚持高端品牌的服饰定位,零售渠道偏高端。**公司的产品定位于高尔夫服饰市场,目标消费群体为高尔夫爱好者及认同高尔夫文化的中高端收入消费人群。通过清晰的产品定位、独特的产品风格、单一品牌的多层次产品覆盖策略,使得比音勒芬拥有高用户粘性、高忠诚度的消费群体。同时公司零售渠道偏高端,直营店主要分布在一、二线城市的核心商圈、机场、知名高尔夫球会会所;加盟店则分布在在其他城市的高档商圈。截至2018年6月底拥有685个终端门店,17年底同店收入水平同比增长24.06%,布局合理,为消费者提供优质的购物体验,增强现有营销网络的坪效和盈利能力。

**盈利预测与投资评级:**公司主营自主品牌比音勒芬高尔夫服饰,分为生活系列、时尚系列、高尔夫系列和度假旅游系列。公司作为高尔夫行业的龙头企业,将优先受益于行业高速增长的红利。我们认为公司业绩将维持高增长态势,2018-2020年收入规模14.45/18.19/22.58亿元,归母净利为2.39/3.05/3.89亿元,对应EPS为1.318/1.684/2.142元,对应PE为23.62/18.49/14.53倍。我们给予“推荐”评级。

表 14: 比音勒芬业绩预测和估值指标 (更新至 2019/1/7)

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	753.61	842.01	1,054.43	1,444.62	1,819.37	2,258.18
YOY	16.00%	11.73%	25.23%	37.01%	25.94%	24.12%
归属母公司股东净利润	123.19	132.60	178.42	238.95	305.32	388.52
YOY	14.59%	7.64%	34.56%	33.93%	27.77%	27.25%
EPS (元)	0.679	0.731	0.984	1.318	1.684	2.142
ROE	23.37%	10.33%	12.37%	14.29%	15.54%	16.62%
P/E	45.82	42.57	31.64	23.62	18.49	14.53
P/B	10.71	4.40	3.91	3.38	2.87	2.41
股息率(分红/股价)	0.00%	0.00%	0.38%	0.17%	0.22%	0.27%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

风险提示: 度假旅游业务消费不及预期、存货周转不当导致存货减值风险等。

### 3.歌力思 (603808.SH): 内生+外延发展战略, 成就高级时装品牌集团高速增长

**主品牌 ELLASSAY 单店营收逐年提升, 高效运营能力提升利润, 为多品牌经营筑下良好基础。** ELLASSAY 品牌高端女装连续 8 年 (2011-2017) 荣列同类市场综合占有率前十位, 其中, 2017 年 ELLASSAY 品牌荣列中国高端女装综合市场占有率前三名。15/16/17/18H1 品牌线下门店数量 347/341/322/312, 数量稳中略降, 但 15/16/17/18H1 同店增速分别为 15.06%/-1.62%/27.89%/18.92%, 近年来同店基本保持较高水平的增长。在门店数量未有增长的背景下, 品牌影响力的提升、产品设计研发的提升、供应链管理提升和顾客忠诚度的提升带动品牌业绩 15/16/17/18H1 收入同比增长 12.79%/-3.32%/20.76%/14.87%, 体现了公司高效的运营能力, 为公司多品牌发展提供坚实基础。

**孵化多品牌矩阵, 高级时装品牌集团已初步成型。**除主品牌 ELLASSAY 外, 目前公司还拥有德国高级女装品牌 LAUREL、美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy 及衍生线上品牌 Ed Hardy X、法国轻奢设计师品牌 IRO 和美国设计师品牌 VIVIENNE TAM。多品牌运营的优点在于, 可以突破单个品牌的天花板, 将公司各品牌差异化运营, 以覆盖更多层次的消费者, 从而延长公司所在的生命发展周期, 扩大公司营收规模。

**收购百秋电商, 整合线上线下资源, 强化线上线下一体化经营能力。**百秋电商在中高端时尚品牌运营方面有着丰富的实战经验, 成功运营 40 多个国际时尚品牌, 专注为国际时尚品牌提供整合线上线下全渠道的品牌咨询、整合营销、店铺运营、仓储物流和 IT 解决方案等全链路服务。百秋网络 17/18H1 实现净利润 4990.50 万元, 同比增加 45.99%; 18H1 收入同比增长 69.47%, 经营情况持续向好。公司 18H1 线下线上收入比重分别为 95.44%/4.56%, 公司线上业务发展仍有较大空间。

**盈利预测与投资评级:**公司自成立以来一直专注于高级时装品牌集团的发展, 多品牌运营将为公司带来快速发展。同时公司所处的中高端女装/轻奢行业, 虽然竞争较为激烈, 但较大的市场规模和公司品牌影响力仍不断提升, 所以我们认为公司业绩将维持高增长态势。我们预计 2018-2020 年收入规模 25.27/30.38/35.75 亿元, 归母净利为 3.85/4.78/5.70 亿元, 对应 EPS 为 1.142 /1.418/1.691 元, 对应 PE 为 13.83/11.13/9.34 倍。我们给予“推荐”评级。

表 15: 歌力思业绩预测和估值指标 (更新至 2019/1/7)

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	835.29	1,132.06	2,053.05	2,526.97	3,038.26	3,575.38
YOY	12.28%	35.53%	81.35%	23.08%	20.23%	17.68%
归属母公司股东净利润	159.84	197.95	293.01	384.85	477.97	569.81
YOY	15.82%	23.84%	48.02%	31.34%	24.20%	19.21%
EPS (元)	0.474	0.587	0.869	1.142	1.418	1.691
ROE	10.57%	11.39%	14.15%	16.27%	17.50%	17.99%
P/E	33.29	26.88	18.16	13.83	11.13	9.34
P/B	3.52	3.06	2.57	2.25	1.95	1.68
股息率(分红/股价)	0.75%	0.81%	1.30%	1.70%	2.11%	2.51%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

风险提示: 同业竞争加剧导致终端销售不及预期、多品牌业务发展低于预期等。

## 表格目录

表 1: 新中产消费升级的表现形式 .....	3
表 2: 低线城市居民消费升级的表现形式 .....	5
表 3: 部分省市 0-14 岁人口减少情况 .....	9
表 4: 典型购物中心获客成本测算 .....	12
表 5: 天猫服饰鞋包交易额 TOP10 品牌 .....	17
表 6: 休闲服饰类公司财务概况 .....	18
表 7: 不同定位国内外中高端服饰公司对比 .....	20
表 8: 中高端服饰类公司财务概况 .....	21
表 9: 婴童装品牌 .....	22
表 10: 童装类公司财务概况 .....	23
表 11: 家纺行业公司财务概况 .....	28
表 12: 板块内具备低估值、股息率高、具备业绩支撑的个股（截止 2019.1.7）（单位：亿元、%） .....	30
表 13: 森马服饰业绩预测和估值指标（更新至 2019/1/7） .....	31
表 14: 比音勒芬业绩预测和估值指标（更新至 2019/1/7） .....	32
表 15: 歌力思业绩预测和估值指标（更新至 2019/1/7） .....	33

## 插图目录

图 1: 中高收入、高收入群体占总人口比例 (%) .....	1
图 2: 城镇、乡村社会消费品零售额月度名义增速 .....	1
图 3: 中国、日本历次消费升级回顾 .....	2
图 4: 新中产资产分布情况 .....	2
图 5: 新中产消费升级的特点 .....	3
图 6: 新中产对购买商品时关注程度 .....	4
图 7: 13-17 年我国各档次服装消费呈现凹型结构 .....	4
图 8: 阿里系“双 11”不同线城市消费人数占比 .....	4
图 9: 我国城乡居民恩格尔系数持续下行, 消费升级持续 .....	4
图 10: 低线城市居民消费升级的特点 .....	5
图 11: 我国各级别收入增速情况 (%) .....	6
图 12: 中、美、日三国居民部门负债/GDP 对比 .....	7
图 13: 中、美、日三国居民部门负债/可支配收入对比 .....	7
图 14: 国开行棚改转型贷款全年新增 (十亿元) .....	7
图 15: 城镇化率不断提升推动消费支出增长 .....	7
图 16: 农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民 .....	8
图 17: 农村居民人均消费支出增速高于城镇居民 .....	8
图 18: 1995 年日本人口结构 .....	9
图 19: 2017 年中国人口结构 .....	9
图 20: 2015 年日本人口结构 .....	9
图 21: 婴童人口总数 (万人) 及比例 (%) .....	10
图 22: 天猫双 11 十大行业成交金额占比变化 .....	11
图 23: 天猫双 11 原创品类成交金额变化 .....	11
图 24: 各渠道购买方式占比变化 .....	12
图 25: 15-17 年阿里、京东平均获客成本 (元) .....	12
图 26: 购物中心综合指数及分城市能级指数 .....	13
图 27: 百货店样本在实体店增设体验式消费元素情况 .....	13
图 28: 百货店样本在实体店应用科技情况 .....	13
图 29: 服装家纺网络零售额 (亿元) 及同比增速 (%) .....	14
图 30: 中国主要零售平台和零售商的发展 .....	14
图 31: 新中产线上购物方式 .....	14
图 32: 拼多多、京东和阿里平均月活用户数 (亿人) .....	15
图 33: 拼多多、京东和阿里 GMV 增速高于平均水平 .....	15
图 34: 2017 国内外服装行业集中度 (CR8) .....	16
图 35: 2017 国内外服装各子行业集中度 (CR8) .....	16
图 36: 服装家纺子行业发展周期 .....	16
图 37: 2015-2020 年国内纺服业规模增速预测 .....	16
图 38: 2009-2017 年阿里系“双 11”不同年龄消费者人数占比 .....	17
图 39: 中国市场在全球奢侈品市场的比重 .....	19
图 40: 中国消费者的奢侈品消费占全球的比重 .....	19

图 41: 中高端休闲装市场规模占比逐年提升 .....	19
图 42: 童装行业市场规模 (亿元) 及增速 (%) .....	21
图 43: 国内童装行业市场集中度逐年提升 .....	21
图 44: 购买婴童服装时各因素影响程度 .....	22
图 45: 母婴行业渠道分布情况 .....	23
图 46: 互联网母婴活跃人数 (万人) 全网渗透率变化 .....	23
图 47: 母婴行业生态布局 .....	24
图 48: 中美家纺产品消费额 (亿元) .....	24
图 49: 商品房销售面积 (万平方米、滞后一年) 与床上用品零售额 (%) 对比情况 .....	25
图 50: 家纺行业市场规模与住宿业床位数同方向增长 .....	26
图 51: 家纺行业电商交易额 (亿元) 及 YOY (%) .....	26
图 52: 规模以上家纺企业出口 (亿美元) 及内销 YOY (%) .....	27
图 53: 规模以上家纺企业数、营收 YOY、利润 YOY (%) .....	27
图 54: 家纺行业部分上市公司毛利率 (%) 情况 .....	27
图 55: 罗莱生活产品单价 (元/套) 趋势 .....	27
图 56: 近 12 个月申万一级行业股息率 (截至 2019.1.7) .....	29
图 57: 2005 年以来板块股息率、估值的趋势 (截至 2018.12.28) .....	29

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，行业分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn