

纺织服装行业

微观视角下的三线城市服装消费变迁

分析师：糜韩杰

分析师：赵颖婕



SAC 执证号: S0260516020001



SAC 执证号: S0260518070004



021-60750604



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn



zhaoyingjie@gf.com.cn

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

● 三线城市服装消费的潜力与机会

国内服装行业的消费经历了从无品牌到有品牌、从街边店到购物中心店、线下渠道为主到线上线下融合等变化趋势。但是不同城市服装消费发展阶段也有所不同，本报告以株洲为例，探究三线城市服装消费的潜力和机会。

● 三线城市服饰消费趋势及品牌竞争情况（以株洲为例）

80-90年代，株洲是华南地区的服装批发中心之一，服装批发市场是主流的服装消费渠道。90年代末，以美特斯邦威、森马等为代表的休闲服饰品牌开始崛起，街边店成为主流。2010年左右，株洲市中心地区开始出现百货商场，一直到现在百货商场仍然为渠道，一二线城市主流的购物中心渠道在株洲地区没有兴起。从品牌构成来看，国内男女童品牌在渠道下沉方面较国际品牌更有优势，而国际运动品牌在渠道下沉方面不逊色于国内品牌，运动品牌的童装近年来也增长较多。从品牌的变化来看，十年前，以丹麦麦致集团的品牌（包括 ONLY、VEROMODA 等）以及韩国衣恋集团的品牌（包括 Eland、Roem、PRICH）为代表的国外品牌，是各个商场的主流品牌。现在，以欧时力、MO&CO、DAZZLE、Lily、播等为代表的国内品牌，是商场里的主流品牌。国际快时尚品牌中，H&M、优衣库和 MUJI 渠道更为下沉，且优衣库受众面很广，春节期间其他品牌人流并不大，但是优衣库品牌客流仍然较好，且客群结构覆盖面广（男女老少全覆盖），大家对优衣库的较高的性价比、较优的品质和舒适性表示认可。从购物渠道变迁来看，线上购物成为主流的购物方式，除了鞋类产品会以线下购物为主，服饰类产品线上购买情况较多。选择线上购物的主要原因是线下品牌性价比不够高，并且线上购物选择很多，物流快捷，退换货也较为便利。

● 投资建议

服装家纺板块建议关注高景气子行业龙头，亦可关注大众高性价比服饰龙头、技术研发积累深厚的专业服饰龙头（含轻奢龙头）。受经济下行影响，大部分服装家纺公司 2018 年下半年业绩增速较上半年放缓，仅运动子行业受益消费习惯变化（从快时尚到运动时尚）持续景气。借鉴日本经验，90 年代经济零增长、服装零售负增长时，有两类公司受益集中度提升穿越周期，一是大众高性价比服饰龙头（如迅销、岛村等），二是定位细分市场（如运动鞋、内衣、袜类），技术研发积累深厚的专业服饰龙头（如亚瑟士、华歌尔、Tabio 等）。借鉴美国经验，轻奢龙头虽与经济有相关性，但整体表现仍较乐观，增长有持续性。相关标的：海澜之家（大众男装）、森马服饰（大众童装）、富安娜（家纺）、歌力思（高端女装）、地素时尚（高端女装）。

● 风险提示

宏观经济下滑影响终端销售的风险；竞争加剧导致存货积压的风险；店铺数量快速增长带来的管理风险；

相关研究：

纺织服装行业:服装家纺 2018 年 12 月社零数据点评及 2019 年春节黄金周展望

2019-01-27

纺织服装行业:公募基金 2018 年四季度纺织服装行业持仓分析

2019-01-24

纺织服装行业:增值税率下调预期对于纺服行业上市公司利润影响分析

2019-01-08

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/2/12	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
海澜之家	600398.SH	买入	人民币	9.39		0.78	0.81	12.03	11.56	0.48	0.21	27.11	24.73
森马服饰	002563.SZ	增持	人民币	9.78		0.59	0.72	16.53	13.63	10.46	8.84	16.60	17.65
富安娜	002327.SZ	买入	人民币	8.07	8.94	0.61	0.71	13.25	11.43	9.84	8.38	14.85	15.00
歌力思	603808.SH	买入	人民币	15.85		1.11	1.44	14.23	11.00	6.48	5.08	16.12	18.22
地素时尚	603587.SH	增持	人民币	23.49	29.68	1.46	1.65	16.04	14.25	9.22	7.42	18.92	19.66

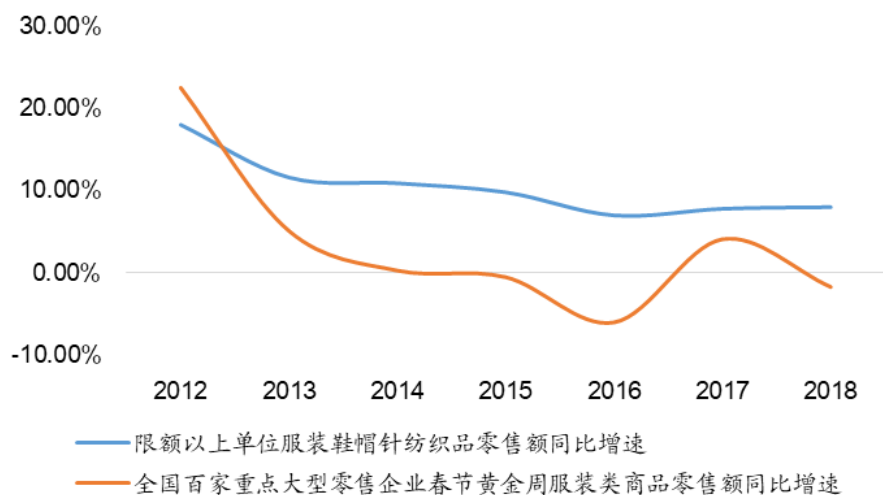
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

服装行业发展机会

据中华全国商业信息中心统计，2012至2018年，全国百家重点大型零售企业春节黄金周服装类商品零售额同比增速分别为22.5%/5.1%/0.3%/-0.5%/-6.0%/4.1%/-1.7%，同期限额以上单位服装鞋帽针纺织品零售额同比增速分别为18.0%/11.6%/10.9%/9.8%/7.0%/7.8%/8.0%，趋势上基本一致。春节黄金周消费趋势除了与整体服装消费趋势趋同之外，还反映出随着二三线城市消费者自身所在城市商业及品牌日趋完善，其春节去一线城市旅游，越来越不需要跨城市购买服装类商品，因此由旅游带动的春节黄金周服装消费有走弱的趋势，这也是2018H1虽服装家纺的社零数据整体趋暖，但春节黄金周数据反而走弱的原因。

从服装行业整体来看，一线城市服装品牌竞争较为激烈，而二三四线城市服装品牌消费仍然有比较大的发展空间。国内服装行业的消费经历了从无品牌到有品牌、从街边店到购物中心店、线下渠道为主到线上线下融合等变化趋势。但是在国内各城市发展情况和消费水平不同，不同城市服装消费发展阶段也有所不同，本篇报告将以三线城市株洲为例，以微观视角探究三线城市服装消费的潜力和机会。

图1：春节黄金周销售增速及当年服装零售增速



数据来源：中华全国商业信息中心，广发证券发展研究中心

微观视角下三线城市服装消费变迁

湖南省株洲市为例，2017年株洲市GDP为2580亿元，在湖南省排名第五位，全国排名91位，人口约400万人。

株洲人民服饰消费渠道以百货为主。80-90年代，株洲是华南地区的服装批发中心之一，株洲人民购买服饰的地方之前主要在于各类服装批发市场。这些服装批发市场大都从广州地区进货，然后再批发到其他地区，同时批发市场也做株洲人民的服装零售生意。所以在80-90年代，株洲人民购买服饰的渠道主要是在各类服装批发市场，而这些服装批发市场的服装大都鱼龙混杂，没有强势品牌。90年代末，以美特斯邦威、森马等为代表的休闲服饰品牌开始崛起，但是这些品牌主要以街边店的形式存在，没有形成像批发市场这样较为集中的购物区域。到了2010年左右，随

着商业地产的开发，株洲市中心地区开始出现更多的百货商场，现在比较有代表性的主要有三个：株洲百货大楼、平和堂百货以及王府井百货。株洲人民购买服饰的主要渠道从服装批发市场到街边店再到百货商场，而现在一二线城市主流的购物中心渠道，在株洲地区并没有占据主流。

株洲地区主要服装品牌以国内上市公司品牌为主。快时尚品牌主要有优衣库、H&M、MUJI。大淑女装品牌主要有歌力思、朗姿、哥弟、珂莱蒂尔、敦奴、阿玛施、声雨竹等，时尚女装/少淑女装品牌主要有DAZZLE、d'zzit、MO&CO、edition、播、斐娜晨、欧时力、5+、JNBY、杰西莱、Lily、VERO MODA、ONLY、杰西伍、In's、MIXMAX、wcloset LALABOBO、播、Lily、MixMax、La Chapelle、马克华菲、Lagogo。商务男装品牌主要有金利来、卡奴迪路、卡尔丹顿、沙驰、雅戈尔、圣得西、花花公子、忘不了、与狼共舞、杉杉、鄂尔多斯、G2000等，商务休闲男装品牌主要有海澜之家、九牧王、劲霸、七匹狼、比音勒芬、Jeep等，潮流休闲男装品牌主要有Peacebird、速写、Boy London、杰克琼斯、G2000、Levi's、Lee、MLB、TRENDIANO、卡宾、SELECTED、GXG、J.D.V、FUN等。童装童鞋品牌主要有巴拉巴拉、安奈儿、FILA、安踏、阿迪达斯、耐克、英氏、拉比、以纯、力果、骆驼、青蛙王子、丽婴房、Eland、ABC童鞋、新百伦童鞋等。鞋类品牌主要有百丽旗下品牌（包括Belle、Teenmix、Tata、MILLIE'S、Staccato等）、天创时尚旗下品牌（包括Kisscat、Kiss Kitty、ZsaZsaZsu、tigrisso）、星期六旗下品牌（包括ST&SAT、D:FUSE）、哈森（HARSON）以及CHARLES&KEITH、GNC、红粉知己、ecco、fed等品牌。运动品牌主要有耐克、阿迪达斯、FILA、New Balance、VANS、匡威、PUMA、斯凯奇、李宁、安踏、卡帕等。户外品牌主要有北面、哥伦比亚、凯乐石、Jeep、骆驼、CAT等。家纺品牌主要有罗莱、梦洁、多喜爱、盛宇、维科等。总体来看，株洲地区各类服装品牌较为丰富，国内品牌较多、竞争力较强。

小结展望

从品牌构成来看，国内男女童品牌在渠道下沉方面较国际品牌更有优势，而国际运动品牌在渠道下沉方面不逊色于国内品牌。并且运动品牌的童装近年来也增长较多。国际快时尚品牌中，H&M、优衣库和MUJI渠道更为下沉，且优衣库受众面很广，春节期间其他品牌人流并不大，但是优衣库品牌客流仍然较好，且客群结构覆盖面广（男女老少全覆盖），大家对优衣库的较高的性价比、较优的品质和舒适性表示认可。

从品牌的变化来看，国内服装品牌数量有所增加。十年前，以丹麦绫致集团的品牌（包括ONLY、VEROMODA等）以及韩国衣恋集团的品牌（包括Eland、Roem、PRICH以及之前隶属于衣恋集团的Teenie Weenie等）为代表的国外品牌，是各个商场的主流品牌。现在，以欧时力、MO&CO、DAZZLE、Lily、播等为代表的国内品牌，是商场里的主流品牌。

从购物渠道变迁来看，线上购物成为主流的购物方式。主流百货春节期间客流较少。除了鞋类产品以线下购物为主，服饰类产品线上购买情况较多。选择线上购物的主要原因是认为线下品牌性价比不够高，而线上购物选择很多、物流快捷、退换货也较为便利。线上除了淘宝、天猫，唯品会也是购物的渠道之一。

投资建议

服装家纺板块建议关注高景气子行业龙头，亦可关注大众高性价比服饰龙头、技术研发积累深厚的专业服饰龙头（含轻奢龙头）。受经济下行影响，大部分服装家纺公司2018年下半年业绩增速较上半年放缓，仅运动子行业受益消费习惯变化（从快时尚到运动时尚）持续景气。借鉴日本经验，90年代经济零增长、服装零售负增长时，有两类公司受益集中度提升穿越周期，一是大众高性价比服饰龙头（如迅销、岛村等），二是定位细分市场（如运动鞋、内衣、袜类），技术研发积累深厚的专业服饰龙头（如亚瑟士、华歌尔、Tabio等）。借鉴美国经验，轻奢龙头虽与经济有相关性，但整体表现仍较乐观，增长有持续性。相关标的：海澜之家（大众男装）、森马服饰（大众童装）、富安娜（家纺）、歌力思（高端女装）、地素时尚（高端女装）。

风险提示

宏观经济下滑影响终端销售的风险；竞争加剧导致存货积压的风险；店铺数量快速增长带来的管理风险

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
 张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
 赵颖婕：联系人，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
 胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

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

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

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

重要声明

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

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

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

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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