

纺织服装行业

春节返乡草根调研

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。

● 中部地区低线城市服装消费：国内大众品牌渠道下沉力度大，无名品牌仍占据一定空间

笔者家乡为安徽南部低线城市，经济发展水平较落后，人均可支配收入约为全国平均水平的72%，春节草根调研地区主要为市辖区。国内多数大众服饰品牌在市辖区内均设有门店，反映在低线城市国内大众品牌渠道下沉力度较大，并且消费者对于品牌的认可度较高。同时市区内仍然有大量不知名服饰品牌，随着消费者需求的提高及品牌意识的加强，未来国内大众品牌仍然拥有扩张空间，具备深耕基础。

● 销售渠道方面：服饰品牌的街边店业态占据主流，购物中心相对小众

市辖区居民的服装消费围绕市中心商业街及全市唯一的购物中心商圈，商业街的人气优于购物中心。购物中心在家乡发展不佳主要体现在两个方面，其一是从2009年至今，市区内购物中心仍然只有一家；其二是购物中心内主要服饰品牌经常更换，流动率较高。多数服饰品牌开店仍以街边店为主。

● 品牌方面：国内知名大众品牌和无名品牌平分秋色，鲜有国际品牌

多数国内大众品牌市区内均有布局，包括海澜之家、利郎、九牧王等男装品牌，拉夏贝尔等女装品牌，太平鸟、森马等休闲服饰品牌，奥康、红蜻蜓等鞋类品牌，反映国内大众品牌渠道下沉力度较大。同时仍有大量不知名服饰品牌，部分街区这些品牌是主流。市区内仅有的两家国际服饰品牌是Nike和Adidas，且门店面积较小，款式不多。

● 服饰消费习惯方面：品牌意识加强，线上渠道受年轻消费者追捧

根据对周围亲友的口头调查，近年来消费者的品牌意识有所加强，部分消费者会不定期去固定品牌门店或者线上店查看新品并购买，单一品牌复购率相较之前有所上升。年轻消费者往往更倾向于线上购买，原因之一在于市区品牌门店不多，款式也相对少，选择范围相较线上小很多；原因之二由于线上促销活动多，降价打折频率较线下门店更为频繁。年长的消费者更倾向于线下购买，主要由于他们对于服饰品牌或者款式的设计感或更新程度的要求相对不高，并且闲暇时间相对多，更多将逛店购买服装视为一种休闲娱乐活动。

● 投资建议

低线城市仍有大量无名品牌，国内大众服饰品牌有望依靠产品和品牌优势提升市场集中度，在低线城市实现较快增长。我们推荐童装、男装、休闲子行业的大众服饰龙头森马服饰、海澜之家、太平鸟。

● 风险提示

宏观经济不景气风险；零售终端数量增加过快风险；库存积压风险；调研地区不具代表性风险。

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

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：胡幸 021-60750604 huxing@gf.com.cn

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
鲁泰 A	000726.SZ	买入	人民币	10.09	11.52	0.96	1.01	10.51	9.95	6.71	6.21	11.57%	11.51%
健盛集团	603558.SH	买入	人民币	10.51	12	0.51	0.62	20.56	16.85	13.14	11.21	7.08%	7.96%
开润股份	300577.SZ	增持	人民币	31.47	36.7	0.83	1.14	37.84	27.50	30.86	21.04	30.31%	29.43%
华孚时尚	002042.SZ	买入	人民币	5.86	-	0.54	0.62	10.94	9.43	10.17	9.16	11.56%	12.98%
百隆东方	601339.SH	买入	人民币	4.88	-	0.39	0.46	12.36	10.51	10.04	8.09	7.43%	8.04%
森马服饰	002563.SZ	增持	人民币	9.78	-	0.59	0.72	16.52	13.59	10.07	8.51	14.93%	16.72%
海澜之家	600398.SH	买入	人民币	9.39	-	0.78	0.81	12.03	11.56	7.12	6.37	27.11%	24.73%
太平鸟	603877.SH	增持	人民币	17.30	19.04	1.15	1.46	15.02	11.85	11.12	7.81	14.30%	15.34%
歌力思	603808.SH	买入	人民币	15.85	-	1.12	1.44	14.21	10.99	6.60	5.17	16.12%	18.22%
维格娜丝	603518.SH	买入	人民币	14.50	18.98	1.49	1.68	9.74	8.64	9.53	7.88	11.23%	11.39%
新野纺织	002087.SZ	买入	人民币	3.72	-	0.47	0.54	7.86	6.90	7.66	7.12	10.68%	10.89%
梦洁股份	002397.SZ	买入	人民币	4.46	-	0.19	0.25	23.21	17.50	7.29	5.49	5.56%	6.87%
罗莱生活	002293.SZ	买入	人民币	9.51	-	0.72	0.79	13.18	12.04	8.38	7.09	14.72%	15.10%
汇洁股份	002763.SZ	增持	人民币	8.16	-	0.49	0.64	16.49	12.81	6.86	4.99	9.86%	11.26%
航民股份	600987.SH	买入	人民币	8.82	-	0.85	0.92	10.40	9.57	5.37	4.43	15.79%	15.31%
富安娜	002327.SZ	买入	人民币	8.07	8.94	0.61	0.71	13.25	11.43	10.25	8.73	14.85%	15.00%
比音勒芬	002832.SZ	买入	人民币	34.42	-	1.45	2.04	23.77	16.87	16.14	11.17	17.23%	21.61%
伟星股份	002003.SZ	增持	人民币	7.16	-	0.58	0.69	12.40	10.43	6.60	5.82	17.20%	18.76%
安正时尚	603839.SH	买入	人民币	10.40	13.26	0.86	1.17	12.07	8.87	9.76	6.66	13.38%	16.95%
水星家纺	603365.SH	买入	人民币	15.49	-	1.13	1.32	13.74	11.76	5.02	3.55	13.81%	15.00%
地素时尚	603587.SH	增持	人民币	23.49	29.68	1.46	1.65	16.04	14.25	8.81	7.13	18.92%	19.66%
红豆股份	600400.SH	增持	人民币	3.76	-	0.09	0.10	42.71	37.88	41.46	32.88	4.07%	4.39%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

目录索引

1 春节服装消费草根调研：大众服饰品牌在低线城市渠道下沉力度大，无名品牌仍占据一定市场空间.....	5
2 投资建议	8
3 风险提示	8
3.1 宏观经济不景气风险;	8
3.2 零售终端数量增加过快风险;	8
3.3 库存积压风险.....	9
3.4 调研地区不具代表性风险	9

图表索引

图 1: 市内主要商业街	5
图 2: 市内购物中心	5
图 3: 海澜之家门店（街边店）	6
图 4: 森马门店（街边店）	6
图 5: 太平鸟门店（购物中心）	6
图 6: 拉夏贝尔门店（购物中心）	6
图 7: 奥康门店（街边店）	7
图 8: 红蜻蜓门店（街边店）	7
图 9: 以非知名品牌为主的商业街	8

1 春节服装消费草根调研：大众服饰品牌在低线城市渠道下沉力度大，无名品牌仍占据一定市场空间

家乡位于安徽省西南部，下辖一区三县，面积8400平方公里，户籍人口162万。整体经济发展较落后，人均可支配收入较低，产业结构仍以第一产业及第二产业为主。2017年全市城镇居民人均可支配收入26256元，是全国人均可支配收入36396元的72%。2017年第一产业第二产业第三产业GDP比重分别为11.6%、42.8%、45.5%（全国水平为7.6%、40.5%、51.9%）第一产业第二产业第三产业从业人员比重分别为37.6%、24.5%、37.9%，（全国水平为27.0%、28.1%、44.9%）。此次消费调研主要区域为市辖区（常住人口占全市常住人口比例约43%）。

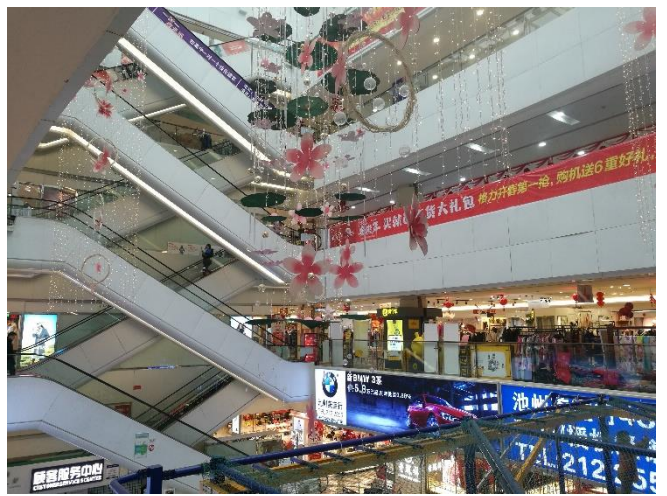
销售渠道方面，服饰品牌的街边店业态占据主流，购物中心相对小众。2009年以前，全区只有一条主要商业街，集中了绝大多数服装品牌。2009年，第一家现代化购物中心落成，主要的鞋类品牌、女装品牌和男装品牌分别位于购物中心一、二、三楼。因此市辖区居民的服装消费主要围绕老商业街及该购物中心商圈，但从消费习惯来看，商业街的人气优于购物中心。主要购物中心在家乡发展不佳主要体现在两个方面，其一是从2009至今10年，市区内购物中心仍然只有一家；其二是购物中心内主要品牌经常更换，流动率较高，多数服饰品牌开店以街边店为主。购物中心内服饰鞋帽品牌价格区间与街边店品牌相比相对较高，所以平时客流量并不大。身边亲友反馈，春节期间由于部分8090后消费群体返乡购物中心客流量有所增加。

图 1：市内主要商业街



数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：市内购物中心



数据来源：广发证券发展研究中心

品牌方面，国内知名大众品牌和无名品牌平分秋色，鲜有国际品牌。多数国内大众品牌市区内均有布局，包括海澜之家、利郎、九牧王等男装品牌，拉夏贝尔等女装品牌，太平鸟、森马等休闲服饰品牌，奥康、红蜻蜓等鞋类品牌，反映国内大众品牌渠道下沉力度较大。同时仍有大量不知名服饰品牌，部分街区这些品牌是主流。市区内仅有的两家国际服饰品牌是Nike和Adidas，且门店面积较小，款式不多。

图 3：海澜之家门店（街边店）



数据来源：广发证券发展研究中心

图 4：森马门店（街边店）



数据来源：广发证券发展研究中心

图 5：太平鸟门店（购物中心）



数据来源：广发证券发展研究中心

图 6：拉夏贝尔门店（购物中心）



数据来源：广发证券发展研究中心

图 7: 奥康门店 (街边店)



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 8: 红蜻蜓门店 (街边店)



数据来源: 广发证券发展研究中心

服饰消费方面, 品牌意识加强, 线上渠道受年轻消费者追捧。根据对周围亲友的口头调查, 近年来多数消费者的品牌意识有所加强, 部分消费者会不定期去固定品牌门店或者线上店查看新品并购买, 单一品牌复购率相较之前有所上升。年轻消费者往往更倾向于线上购买, 原因之一在于市区品牌门店不多, 款式也相对少, 选择范围相较线上小很多; 原因之二由于线上促销活动多, 降价打折频率较线下门店更为频繁。年长的消费者更倾向于线下购买, 主要由于他们对于服饰品牌或者款式的设计感或更新程度的要求不高, 并且闲暇时间相对多, 更多将逛店购买服装视为一种休闲娱乐活动。

图 9: 以非知名品牌为主的商业街



数据来源：广发证券发展研究中心

对于这样经济水平相对不高的城市来说，国内大多大众品牌均有布局，反映在国内低线城市国内品牌渠道下沉力度较大，并且长期经营较为稳健，消费者对于品牌的认可度较高。在经济相对欠发达的低线城市仍然有大量不知名服饰品牌，随着消费者需求的提高及品牌意识的加强，未来国内大众品牌仍然拥有扩张空间，具备深耕基础。

2 投资建议

低线城市仍有大量无名品牌，国内大众服饰品牌有望依靠产品和品牌优势提升市场集中度，在低线城市实现较快增长。我们推荐童装、男装、休闲子行业的大众服饰龙头森马服饰、海澜之家、太平鸟。

3 风险提示

3.1 宏观经济不景气风险；

宏观经济环境不景气将影响将对服装在内的整体消费产生不利影响。

3.2 零售终端数量增加过快风险；

如果零售终端增加与城市经济发展水平以及人们消费习惯不匹配将难以达到销售目

标，同时增大公司的经营风险。

3.3 库存积压风险

大众服饰品牌往往渠道数量较多，存货金额较大，如果库存管理不当，存货金额较高，将影响公司的整体销售。

3.4 调研地区不具代表性风险

本次调研地区主要为单一特定城市，且调研群体较小，时间跨度较短，调研结果可能不具代表性，难以反映低线城市的整体市场情况。

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

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

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

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

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。