

行业研究/中期策略

2019年05月14日

行业评级:

纺织服装

增持 (维持)

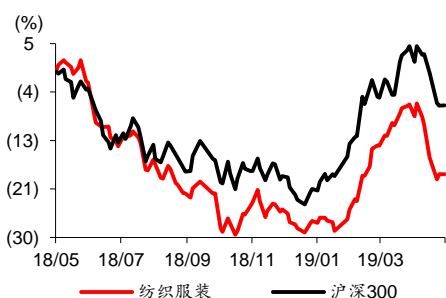
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 执业证书编号: S0570517120004
研究员 0755-82492080
zhang_qian@htsc.com

相关研究

- 1 《森马服饰(002563,增持): 童装保持高增长, 休闲装迎来复苏》2019.03
- 2 《纺织服装: 增值税率下调, 纺服受益几何》2019.03
- 3 《柏堡龙(002776,增持): 时尚设计龙头, “衣全球” 蓄势待发》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

稳中求变, 守正出奇

2019年纺织服装行业中期策略

核心观点

2019年下半年纺服板块我们建议从三条主线进行配置: 1.防御组合: 男装行业在整体消费增速放缓的大环境下依然实现了市场规模的稳定提升, 凸显出了较好的抗风险能力, 行业集中度提升利好龙头企业, 标的方面建议关注海澜之家。2.反转组合: 随着下游消费需求的逐步改善, 纺织制造有望迎来业绩反转。标的建议关注百隆东方、鲁泰。3.弹性组合: 中产女性人群的消费意愿、消费品位开始提升, 中高端女装近年来增速高于女装整体增速。我们看好品牌运营能力强的平台公司, 标的方面建议关注歌力思、地素时尚、安正时尚。

防御组合: 男装市场规模稳定发展, 龙头防御性凸显

男装市场稳定扩容, 在整体消费增速放缓的大环境下依然有尚佳表现, 凸显出了较好的抗风险能力。根据欧瑞咨询数据, 2014-2018年, 我国男装行业CR20从22.6%逐年提升至27.6%, CR5从10.5%逐年提升至13.4%, 但相比发达国家仍有较大的提升空间。我们认为未来几年, 我国男装市场优胜劣汰的形势将愈发明显, 集中度将继续提升, 龙头公司的护城河将愈发坚固。和女装等板块相比, 男装的SKU较少, 使得生产端的规模优势愈发明显。标的方面, 建议关注海澜之家(男装龙头, 轻资产运营降低存货减值风险, 长期保持显著高于行业平均的ROE水平, 股息率高)。

反转组合: Q1纺织制造回暖, 建议关注成本、产品有护城河的企业

国内部分纺织制造龙头海外产能布局已经初具规模, 相当程度上已经对冲了全球化产业转移和中美贸易摩擦的影响, 并加强了自身的成本优势。长期来看, 中国纺织制造企业背靠全球最大的消费市场, 同时在客户资源、规模优势、技术研发等方面具有较强的护城河。海外可对标日本东丽集团, 在日本纺织业产业转移后依然凭借领先的研发能力在高端面料市场保持重要的一席之地。标的方面建议关注百隆东方、鲁泰A。

弹性组合: 中高端女装大有可为, 好看品牌运营能力强的平台型公司

我国中产阶级人数逐渐扩大, 尤其是女性中产群体的消费意愿、消费品位开始提升, 近年来中高端女装增速高于女装整体增速。国际三大奢侈品公司均是平台型、多品牌运营的平台型公司, 我们认为中高端女装企业也遵循同样的逻辑: (1) 由于个性化的要求更高, 中高端女装单一品牌市场容量有限, 且容易受到时尚风潮变化较大的影响。通过集团化的多品牌运营, 不仅可以拓展企业的规模, 还可以降低需求变化引起的经营风险。(2) 品牌运营能力是平台型公司发展壮大的关键因素。我们看好运营能力强的平台型中高端女装公司的发展, 标的方面建议关注歌力思、地素时尚、安正时尚。

风险提示: 国内消费需求下滑, 贸易环境变化超预期, 原材料价格波动。

正文目录

板块回顾：乍暖还寒，有待复苏	5
行业整体表现：纺织制造初见回暖，服装公司利润端依然承压	5
上市公司财报表现	6
纺织制造收入、利润均有改善，服装家纺板块有待提升	6
毛利率有所改善	7
纺织制造板块营运效率仍待提升，服装家纺库存压力有所减轻	9
市场表现	10
下半年投资策略：稳中求变，守正出奇	13
防御组合：男装市场规模稳定发展，龙头防御性凸显	13
反转组合：Q1 纺织制造板块回暖，建议关注成本、产品有护城河的企业	15
弹性组合：中高端女装大有可为，建议关注品牌运营能力强的平台型公司	17
中产阶级群体的扩大是中高端消费最主要的驱动力	17
中高端女装增速高于女装整体增速	18
他山之石：平台化多品牌运营铸就龙头	19
投资建议	22
防御组合：男装市场规模稳定发展，龙头防御性凸显	22
反转组合：Q1 纺织制造板块回暖，建议关注成本、产品有护城河的企业	22
弹性组合：中高端女装大有可为，看好品牌运营能力强的平台型公司	22
风险提示	24

图表目录

图表 1：社会消费品零售总额当月同比	5
图表 2：社会消费品零售总额累计同比	5
图表 3：规上服装鞋帽企业利润总额	5
图表 4：规上服装鞋帽企业产成品库存同比	5
图表 5：规上纺织业利润总额	6
图表 6：规上纺织业主营业务收入累计同比	6
图表 7：主要纺织品销量累计同比	6
图表 8：规上纺织业主营业务收入累计同比	6
图表 9：纺织制造板块营收及同比	6
图表 10：纺织制造板块细分市场 19Q1 营收同比增速	6
图表 11：服装家纺板块营收及同比	7
图表 12：纺织制造板块细分市场 19Q1 营收同比增速	7
图表 13：纺织制造板块归母净利及同比	7
图表 14：纺织制造板块细分市场 19Q1 归母净利同比增速	7
图表 15：服装家纺板块归母净利及同比	7

图表 16: 服装家纺板块细分市场 19Q1 归母净利同比增速	7
图表 17: 纺织制造板块毛利率、净利率	8
图表 18: 服装家纺板块毛利率、净利率	8
图表 19: 纺织制造细分板块毛利率	8
图表 20: 服装家纺细分板块毛利率	8
图表 21: 纺织制造细分板块净利率	8
图表 22: 服装家纺细分板块净利率	8
图表 23: 纺织制造板块管理费用率、销售费用率	9
图表 24: 服装家纺板块管理费用率、销售费用率	9
图表 25: 纺织制造细分板块管理费用率	9
图表 26: 服装家纺细分板块管理费用率	9
图表 27: 纺织制造细分板块销售费用率	9
图表 28: 服装家纺细分板块销售费用率	9
图表 29: 纺织制造板块应收账款、存货周转天数	10
图表 30: 服装家纺板块应收账款、存货周转天数	10
图表 31: 纺织制造细分板块应收账款周转天数	10
图表 32: 服装家纺细分板应收账款周转天数	10
图表 33: 纺织制造细分板块存货周转天数	10
图表 34: 服装家纺细分板存货周转天数	10
图表 35: 2019 年至今 (2019 年 5 月 10 日) 沪深 300、纺织服装指数相对收益	11
图表 36: 2019 年初至今 (2019 年 5 月 10 日) 各板块涨跌幅 (申万分类)	11
图表 37: 2019 年 (截至 2019 年 5 月 10 日) 纺织制造细分板块涨跌幅	11
图表 38: 2019 年 (截至 2019 年 5 月 10 日) 服装家纺细分板涨跌幅	11
图表 39: 2019 年初至今 (2019 年 5 月 10 日) 纺服板块 PE (TTM)	12
图表 40: 我国男装市场规模	13
图表 41: 我国社会消费品零售总额	13
图表 42: 我国男装市场规模	13
图表 43: 2017 年各国男装 CR5	13
图表 44: 2017 年男装市占率	14
图表 45: 2018 年男装市占率	14
图表 46: 2014-17 年中国典型电商企业线上获客成本指数变化趋势	14
图表 47: 2017 年中国消费者在消费/购物时考虑的因素	14
图表 48: 全球范围内纺织服装产业的中心转移	15
图表 49: 主要上市公司海外布局情况	16
图表 50: 四大优势铸就优质生产制造型企业	16
图表 51: 主要纺织品销量累计同比	17
图表 52: 规上纺织业主营业务收入累计同比	17
图表 53: 2015-2020 年, 中国中产阶级的比例将不断提升	17
图表 54: 居民消费比例随 GDP 上升而提升	18
图表 55: 城镇居民恩格尔系数随人均 GDP 上升而下降	18
图表 56: 2011-2017 年我国中高端女装市场规模	18

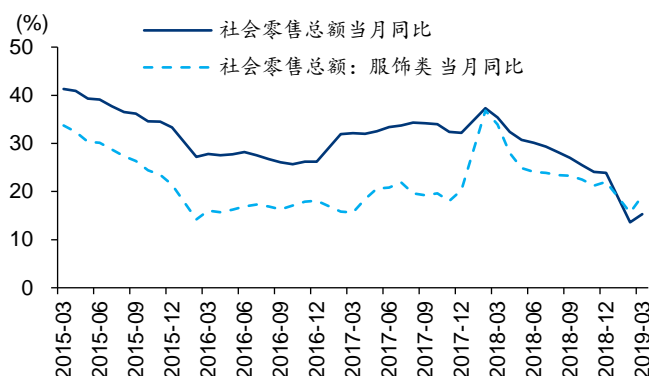
图表 57: 高端女装、女装整体市场规模增长对比.....	19
图表 58: 中高端女装占女装总体比例.....	19
图表 59: 全球三大奢侈品集团 2018 年营收对比.....	19
图表 60: 全球三大奢侈品集团 2018 年净利润对比.....	19
图表 61: LVMH 集团历史股价.....	20
图表 62: LVMH 集团营业收入及同比增速.....	20
图表 63: LVMH 集团净利润及同比增速.....	20
图表 64: LVMH 集团分区域收入占比.....	20
图表 65: LVMH 集团分产品收入占比.....	20
图表 66: LVMH 集团时装和皮革品业务的并购.....	21

板块回顾：乍暖还寒，有待复苏

行业整体表现：纺织制造初见回暖，服装公司利润端依然承压

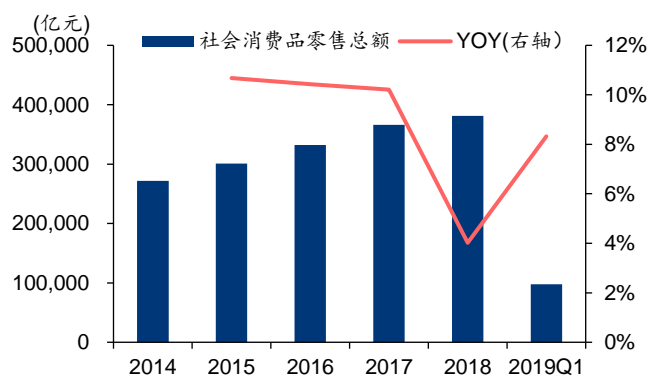
下游消费：根据统计局数据，2019年一季度社会消费品零售总额实现9.8万亿元，同比增长8%。其中服装类2月、3月分别同比增长13.6%、15.3%，虽然增幅较上年同期有所放缓，但依然保持了稳定增长，且增速高于社会消费品零售总体水平。从利润端来看，根据统计局数据，2018年全年和2019年一季度，规模以上服装鞋帽企业利润总额同比均下滑20%。自2018年下半年开始，行业产成品库存同比增速开始提速。我们认为2018年消费增速放缓，导致企业库存增加，从而影响了利润端的表现。

图表1：社会消费品零售总额当月同比



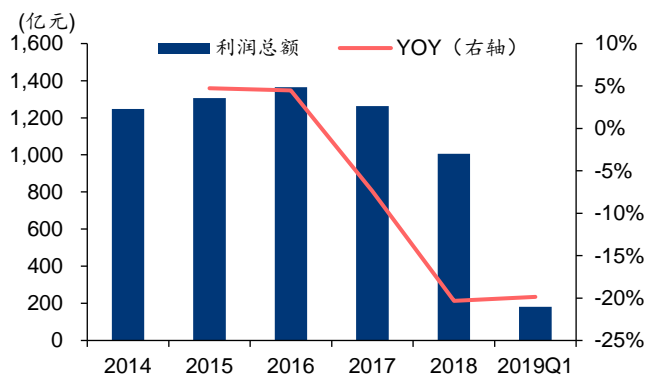
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2：社会消费品零售总额累计同比



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表3：规上服装鞋帽企业利润总额



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

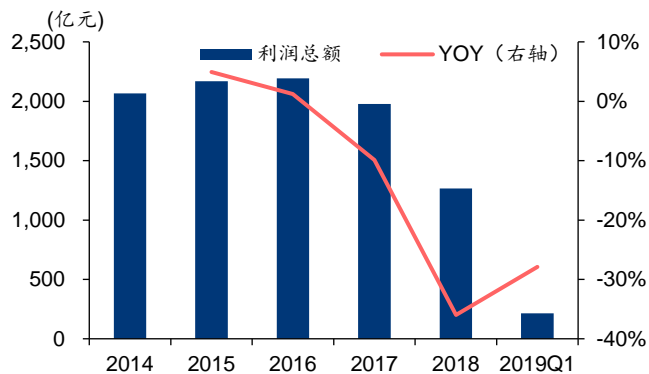
图表4：规上服装鞋帽企业产成品库存同比



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

上游制造：根据统计局数据，2018年全年纺织业增速维持在低位，12月开始累计同比出现负增长。2019年一季度规上企业利润总额215亿元，同比下滑28%。从产销量来看，19Q1我国纱线产量同比增长2.2%，销量下滑1.8%；布产量同比增长0.1%，销量同比增长0.41%。出口方面，根据海关总署数据，19Q1纺织纱线、织物及制品出口额269亿美元，同比增长4%；服装及衣着附件出口额294亿美元，同比下滑7%。

图表5: 规上纺织业利润总额



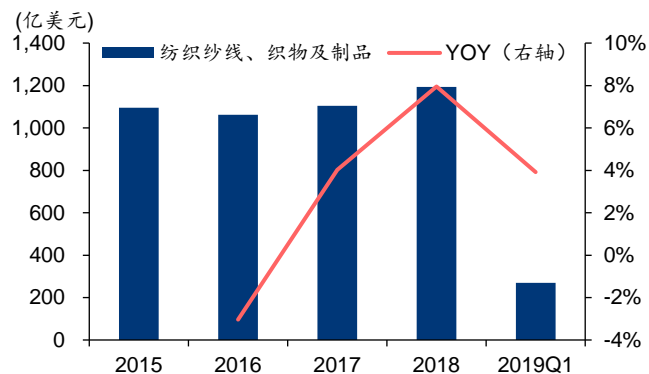
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表6: 规上纺织业主营业务收入累计同比



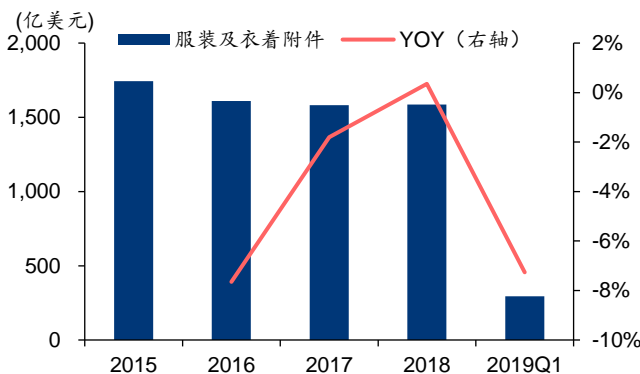
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表7: 主要纺织品销量累计同比



资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

图表8: 规上纺织业主营业务收入累计同比



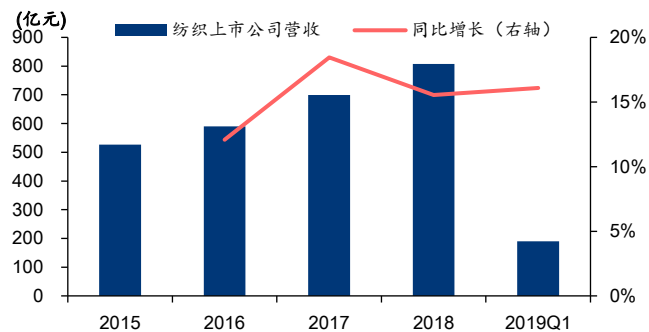
资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

上市公司财报表现

纺织制造收入、利润均有改善, 服装家纺板块有待提升

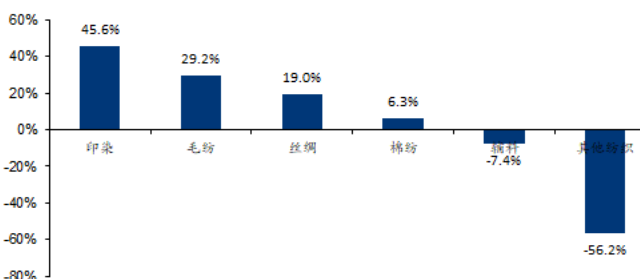
2019年一季度, 主要纺织制造板块上市公司实现营收合计190亿元, 同比增长16%; 在各细分子板块中, 印染以46%的同比增速领跑。2019年一季度服装家纺上市公司实现营业总收入423亿元, 同比下滑3%, 其中各细分市场中, 男装以7%的同比增长领跑。

图表9: 纺织制造板块营收及同比



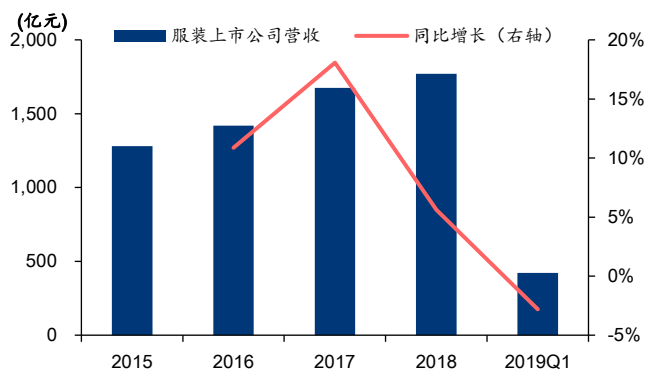
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 纺织制造板块细分市场 19Q1 营收同比增速



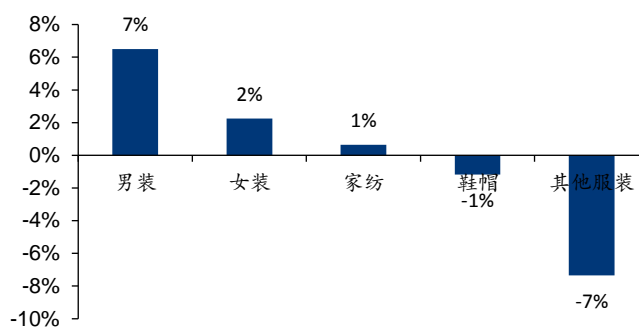
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 服装家纺板块营收及同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

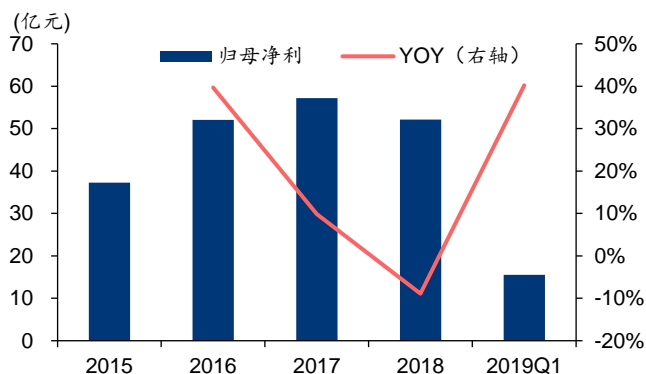
图表12: 纺织制造板块细分市场 19Q1 营收同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

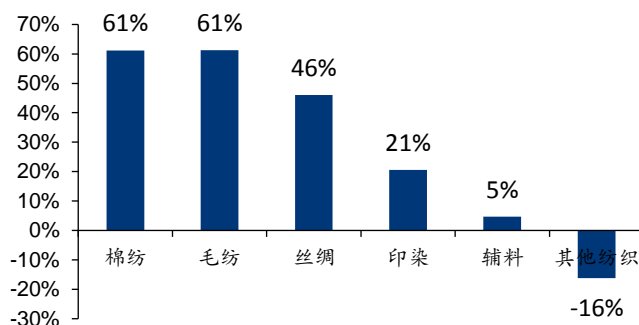
2019年一季度, 主要纺织制造板块上市公司实现归母净利 15.5 亿元, 同比增长 40%; 在各细分板块中, 棉纺以 61% 的同比增长领跑。2019Q1 服装家纺上市公司实现归母净利 40 亿元, 同比下滑 5%; 在各细分板块中, 男装以 15% 的同比增速领跑, 其他各细分子行业均有所下滑。

图表13: 纺织制造板块归母净利及同比



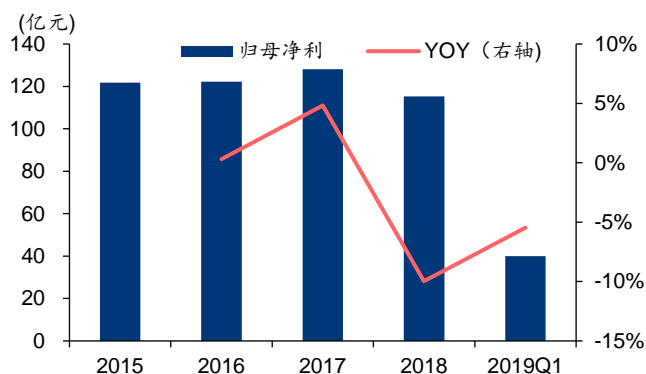
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 纺织制造板块细分市场 19Q1 归母净利同比增速



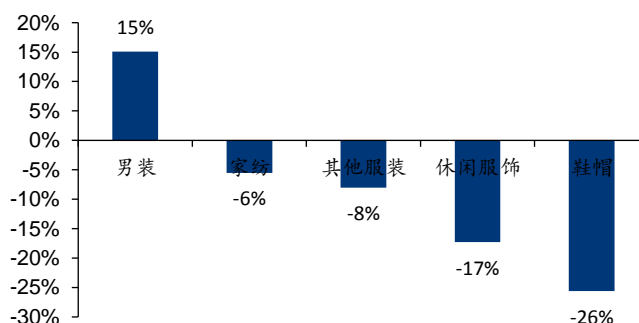
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 服装家纺板块归母净利及同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 服装家纺板块细分市场 19Q1 归母净利同比增速

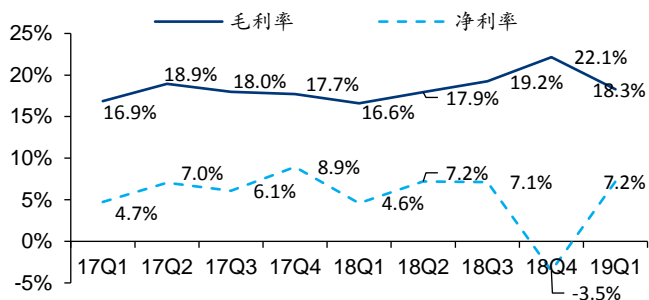


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

毛利率有所改善

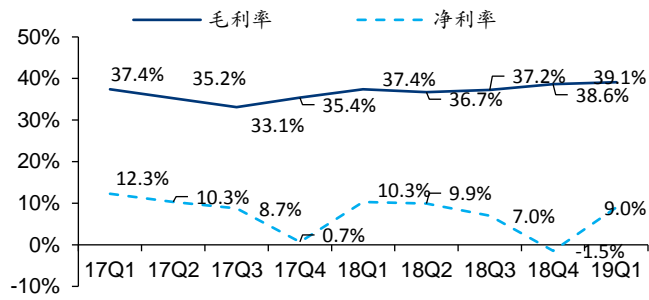
2019年一季度, 纺织制造板块实现毛利率 18.3%, 同比提升了 1.7 个百分点; 实现净利率 7.2%, 同比提升了 2.6 个百分点。服装家纺板块主要上市公司实现毛利率 39.1%, 同比提升了 1.7 个百分点; 实现净利率 9.0%, 同比下降了 1.3 个百分点。

图表17: 纺织制造板块毛利率、净利率



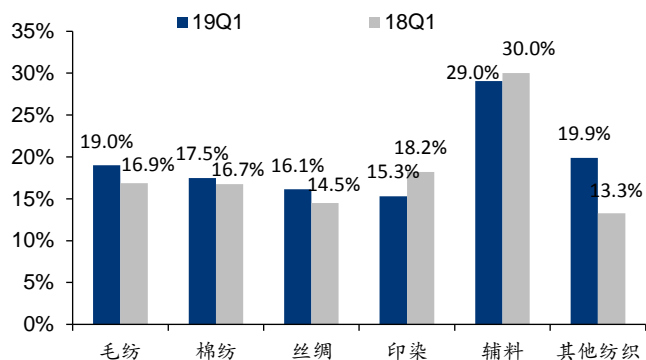
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 服装家纺板块毛利率、净利率



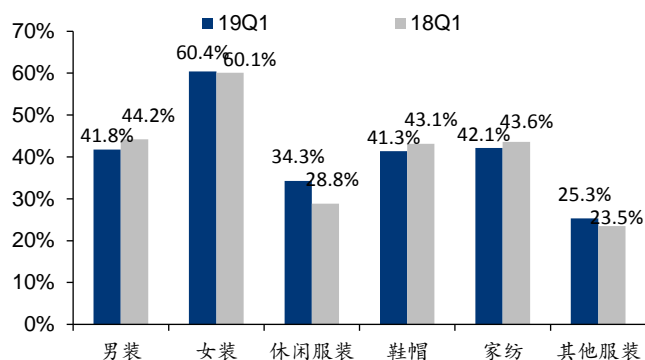
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 纺织制造细分板块毛利率



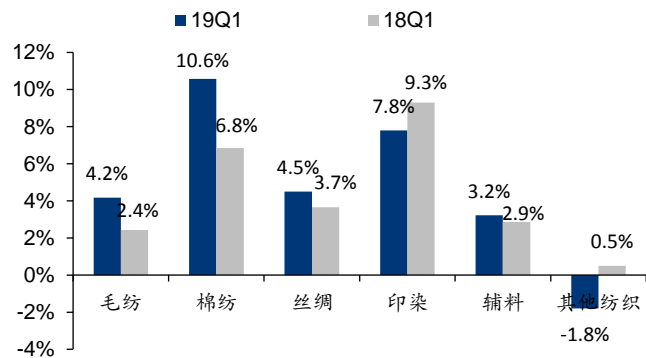
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 服装家纺细分板块毛利率



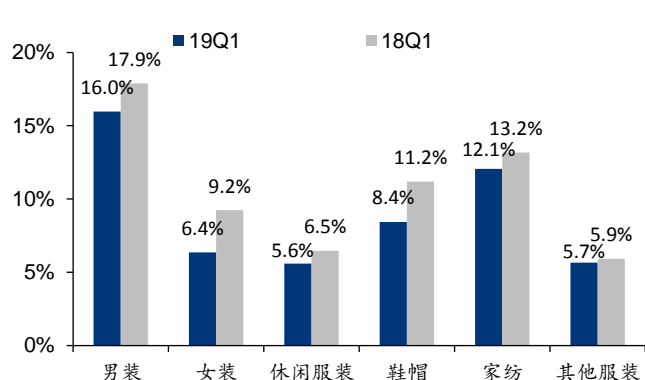
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 纺织制造细分板块净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

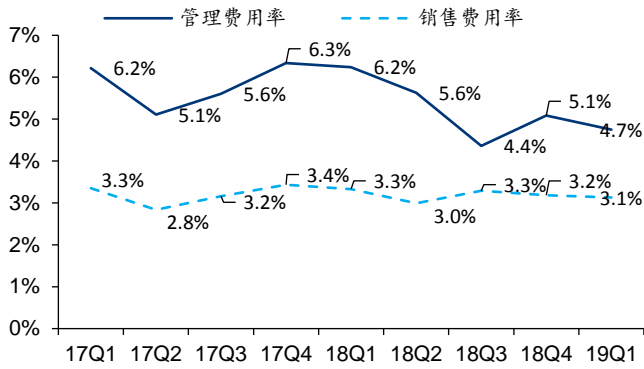
图表22: 服装家纺细分板块净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

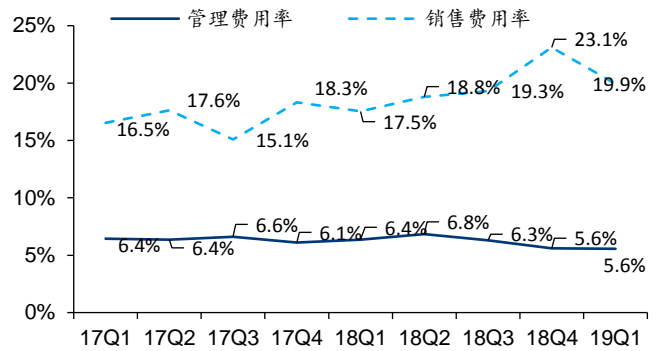
管理费用率、销售费用率:2019年一季度,纺织制造板块主要上市公司管理费用率4.7%,同比下降了1.5个百分点;销售费用率3.1%,同比下降了0.2个百分点。服装家纺板块主要上市公司管理费用率5.6%,同比下降了0.8个百分点;销售费用率19.9%,同比上升了2.4个百分点。

图表23: 纺织制造板块管理费用率、销售费用率



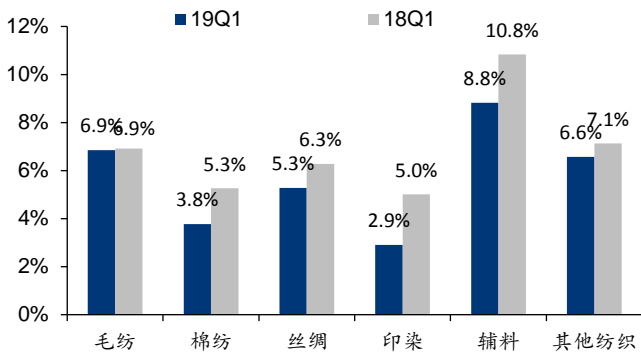
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 服装家纺板块管理费用率、销售费用率



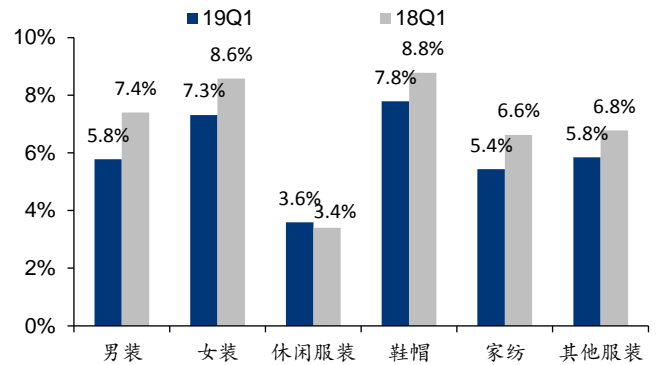
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 纺织制造细分板块管理费用率



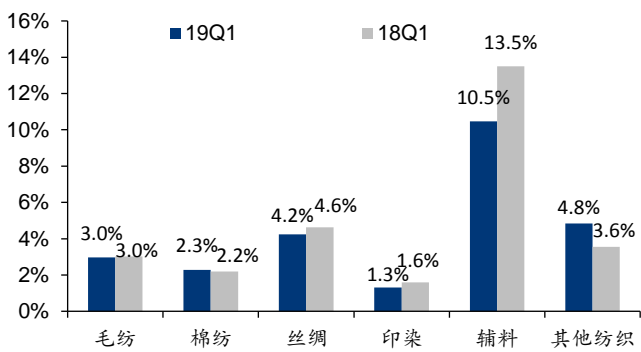
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 服装家纺细分板块管理费用率



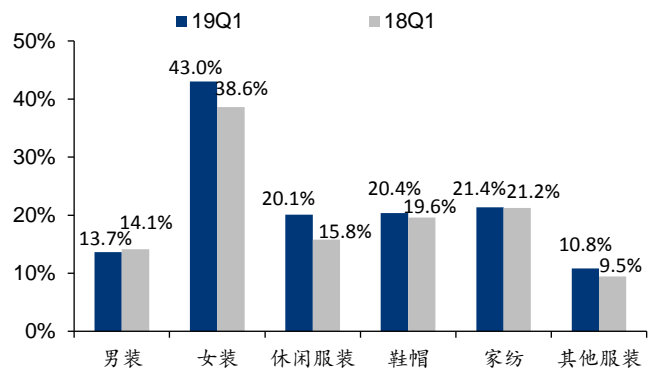
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 纺织制造细分板块销售费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 服装家纺细分板块销售费用率

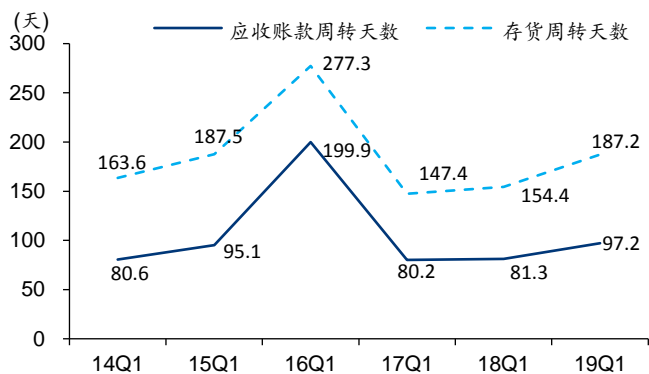


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

纺织制造板块营运效率仍待提升, 服装家纺库存压力有所减轻

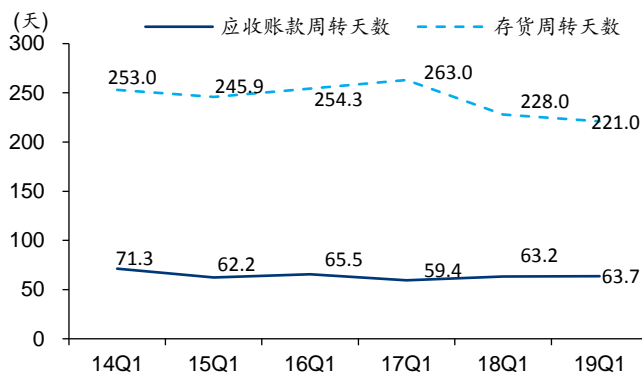
2019年一季度, 纺织制造板块主要上市公司应收账款周转天数 97.2 天, 同比增加了 16.0 天; 存货周转天数 187.2 天, 同比增加了 32.9 天。服装家纺板块主要上市公司应收账款周转天数 63.7 天, 同比增加了 0.5 天; 存货周转天数 221.0 天, 同比减少了 7.0 天。

图表29: 纺织制造板块应收账款、存货周转天数



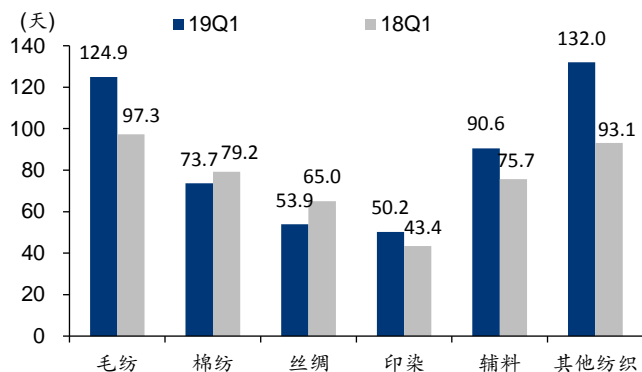
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 服装家纺板块应收账款、存货周转天数



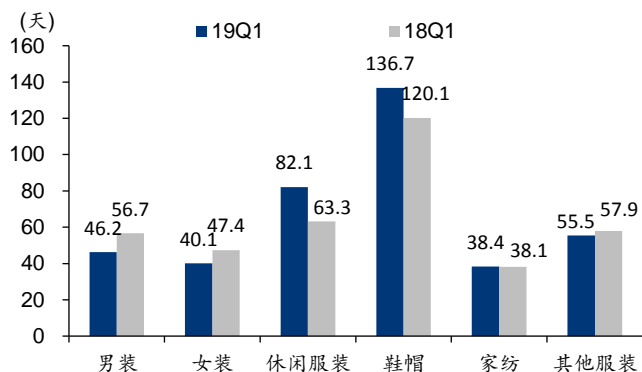
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 纺织制造细分板块应收账款周转天数



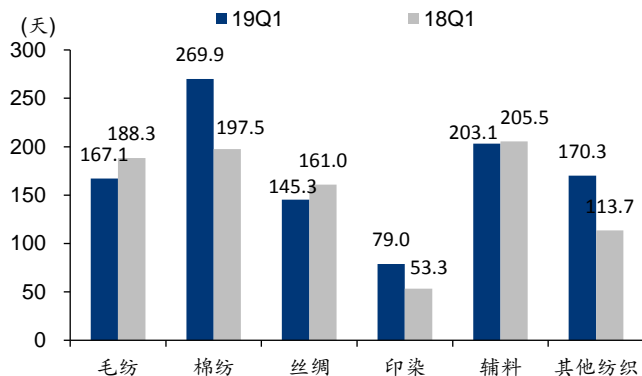
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32: 服装家纺细分板块应收账款周转天数



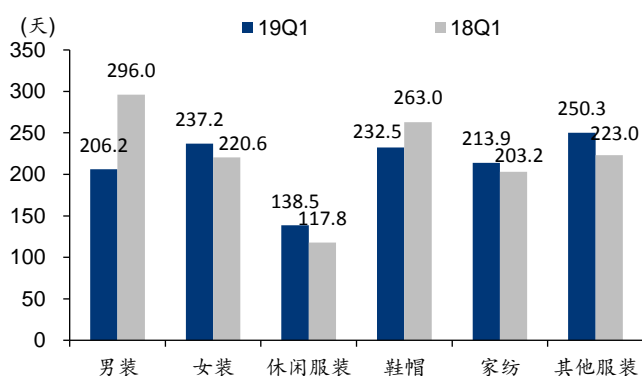
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33: 纺织制造细分板块存货周转天数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表34: 服装家纺细分板块存货周转天数

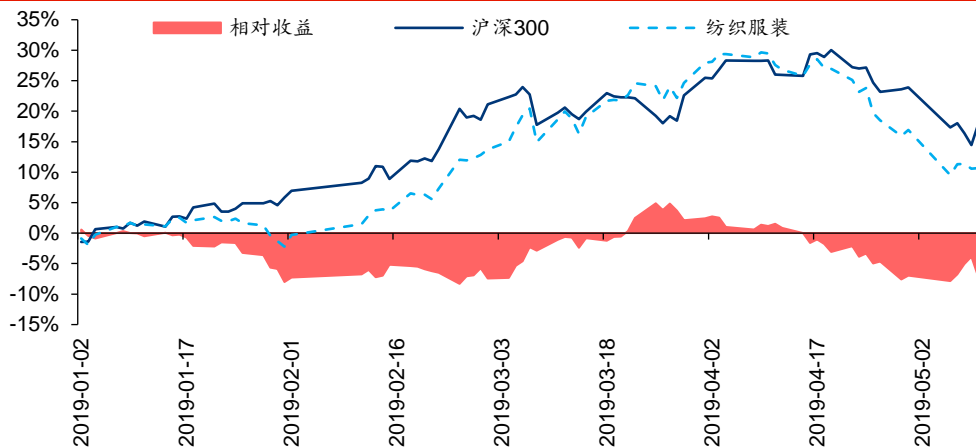


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

市场表现

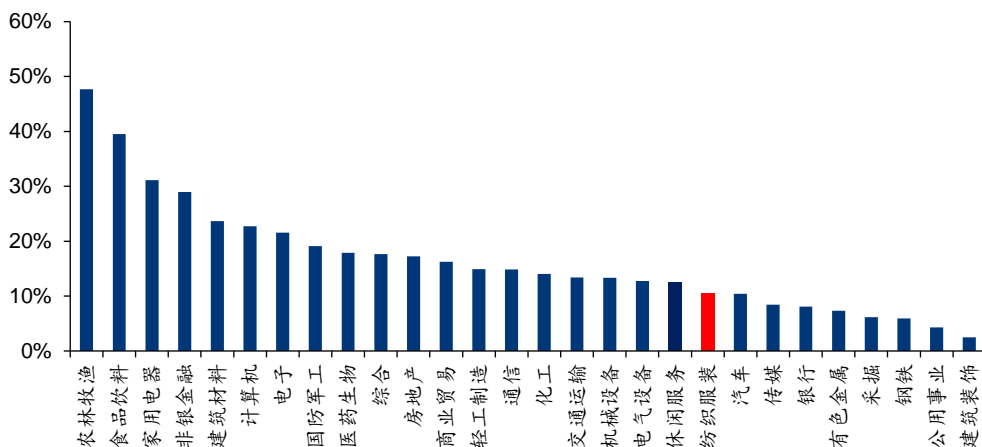
2019年初至今(2019年5月10日),沪深300指数上涨18.3%,纺织服装板块(申万分类)上涨13.4%,位列28个行业板块中第21位。纺织制造子板块中印染行业表现较好,年初至今上涨35.3%;服装家纺子板块家纺行业表现较好,年初至今上涨23.1%。

图表35： 2019年至今（2019年5月10日）沪深300、纺织服装指数相对收益



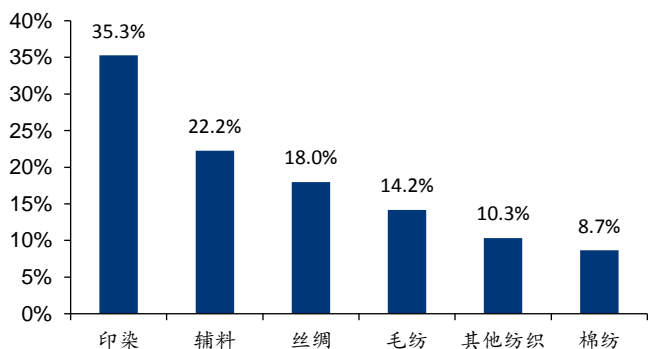
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36： 2019年初至今（2019年5月10日）各板块涨跌幅（申万分类）



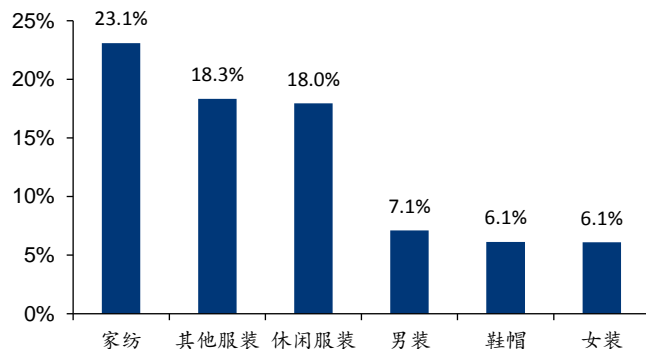
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37： 2019年（截至2019年5月10日）纺织制造细分板块涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

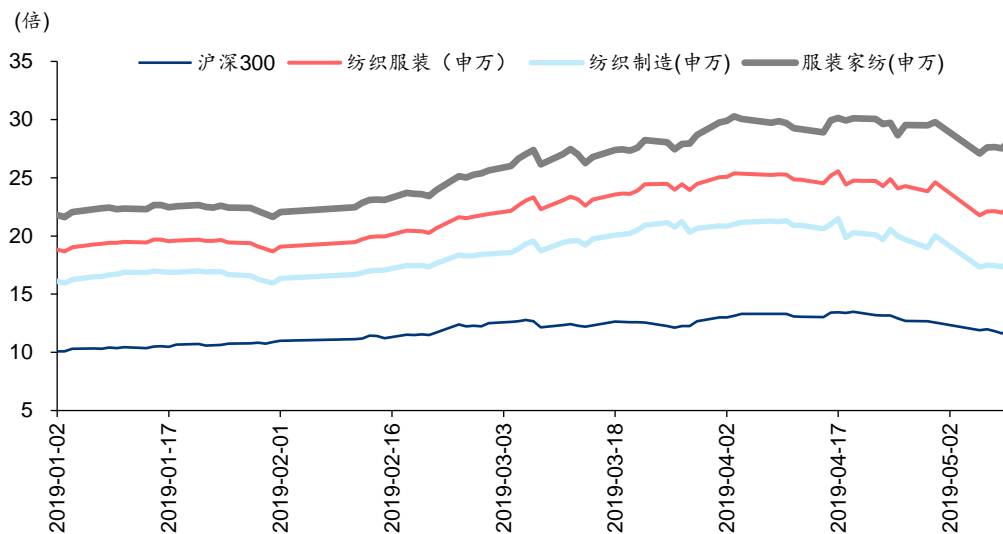
图表38： 2019年（截至2019年5月10日）服装家纺细分板块涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值方面，截止2019年5月10日，纺织服装板块整体PE（TTM）22.6倍，全行业相对于沪深300估值的溢价约1.9倍；纺织制造板块整体PE（TTM）17.9倍，服装家纺板块整体PE（TTM）28.2倍，相对于沪深300估值的溢价分别为1.5、2.4倍。

图表39： 2019年初至今（2019年5月10日）纺服板块PE（TTM）



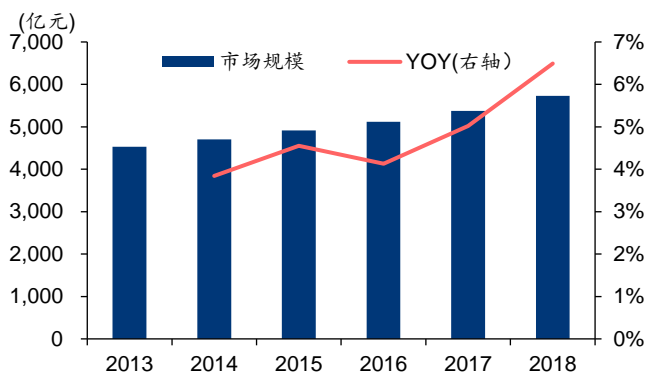
资料来源：Wind，华泰证券研究所

下半年投资策略：稳中求变，守正出奇

防御组合：男装市场规模稳定发展，龙头防御性凸显

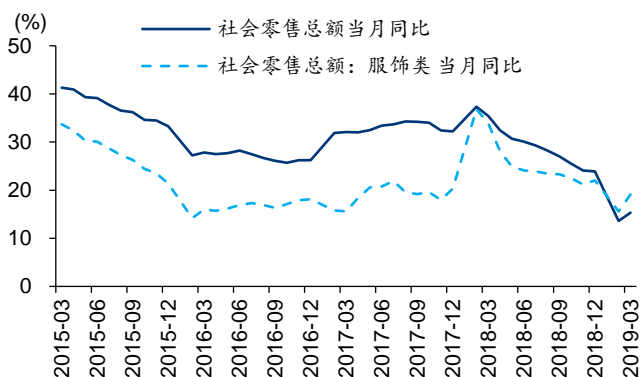
男装市场稳定扩容，在整体消费增速放缓的大环境下依然保持了较好的成长性。根据欧瑞咨询数据，2018年中国男装市场规模5726亿元，同比增长6%，增速较上年提升了一个百分点。2018年以来，我国社会消费品零售总额同比增速呈现下滑趋势，能在需求端承压的大环境下依然有较好的增长，我们认为主要是男装必选消费的属性更强，因此呈现出良好的抗风险能力。

图表40：我国男装市场规模



资料来源：欧瑞咨询，华泰证券研究所

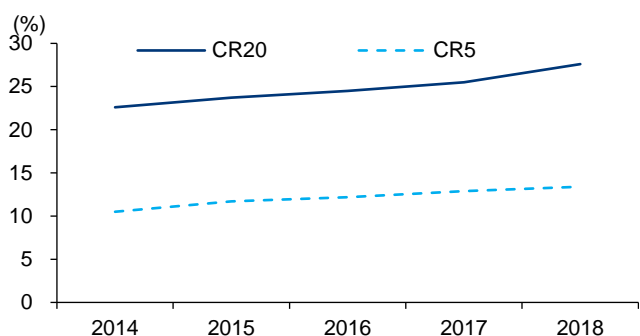
图表41：我国社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

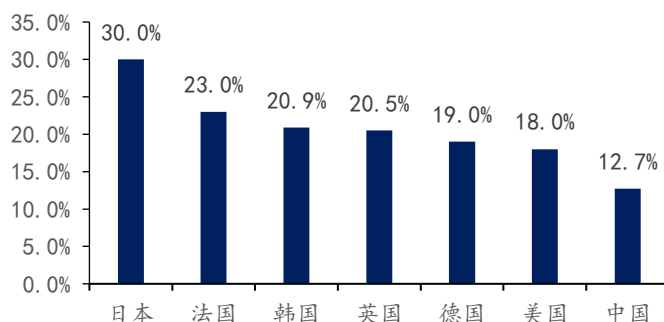
近年来，我国男装市场集中度持续提升，且仍有较大提升空间。根据欧瑞咨询数据，2014-2018年，我国男装行业CR20从22.6%逐年提升至27.6%，CR5从10.5%逐年提升至13.4%。但相比发达国家仍有较大的提升空间。2018年，我国零售市场男装市占率排名前五的国内/国际公司分别为海澜之家、Best Seller（旗下拥有男装品牌杰克琼斯）、阿迪达斯、耐克和优衣库。其中龙头位置被海澜之家占据，且市占率较上年提升了一个百分点。

图表42：我国男装市场规模



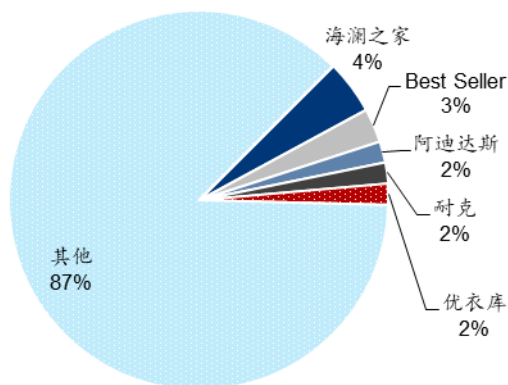
资料来源：欧瑞咨询，华泰证券研究所

图表43：2017年各国男装CR5



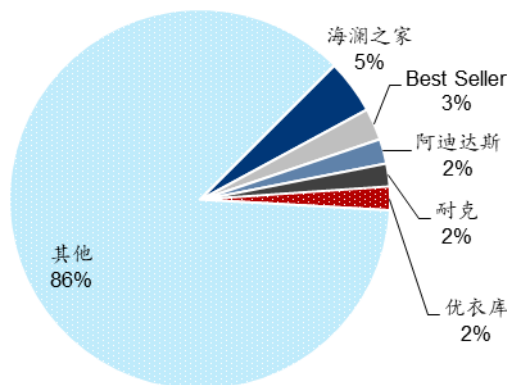
资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表44： 2017年男装市占率



资料来源：欧瑞咨询，华泰证券研究所

图表45： 2018年男装市占率

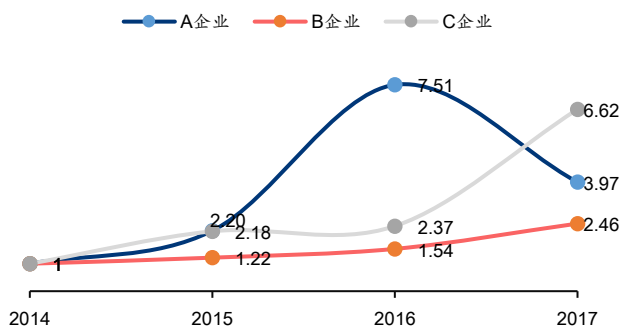


资料来源：欧瑞咨询，华泰证券研究所

我们认为未来几年，我国男装市场优胜劣汰的形势将愈发明显，集中度将继续提升，龙头公司的护城河将愈发坚固。龙头企业的优势主要体现在以下几个方面：

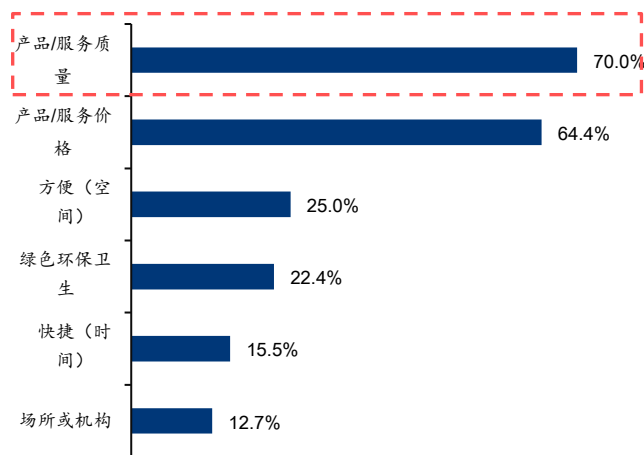
- (1) **管理壁垒**：2011年以前服装行业粗放式扩张，2012行业遭遇了第一次大规模的集体库存危机。在随后几年的调整阶段中，战略眼光、执行力等各方面出色的企业经历了调整期的阵痛，率先实现了复苏，拉开了和竞争对手的差距。我们认为在未来行业集中度提升的过程中，这些企业的管理能力优势将继续发挥作用。
- (2) **渠道壁垒**：线下方面，对于购物中心等渠道资源的争夺日益激烈，大型购物中心选择引入商家时首先考虑品牌形象、企业规模等方面领先的服装企业。线上方面，获客成本逐步提升，成本压力将加速弱势企业的出清。

图表46： 2014-17年中国典型电商企业线上获客成本指数变化趋势



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

图表47： 2017年中国消费者在消费/购物时考虑的因素



资料来源：中国消费者协会，华泰证券研究所

- (3) **品牌、产品壁垒**：消费者对品牌、产品品质与服务需求提升，优质企业在品牌运营、品牌管理、供应链管控等方面积累更加深厚，能提供更好的产品和服务质量。

和其他子板块相比，男装板块有如下优势：

- 1) 和女装等板块相比，男装的 SKU 相对比较少，龙头企业生产端的规模优势表现的愈发明显。
- 2) 男装潮流变化相对比较慢，困扰大多数服装公司的存货问题体现的相对比较缓和。存货减值的周期一般比较长，业绩受到存货的波动较小。

防御组合主要建议关注国内男装龙头海澜之家，公司采用轻资产模式，ROE 水平显著高于纺服行业平均水平且现金流良好，股息率达到 4% 以上，具有较强的安全边际。

反转组合：Q1 纺织制造板块回暖，建议关注成本、产品有护城河的企业

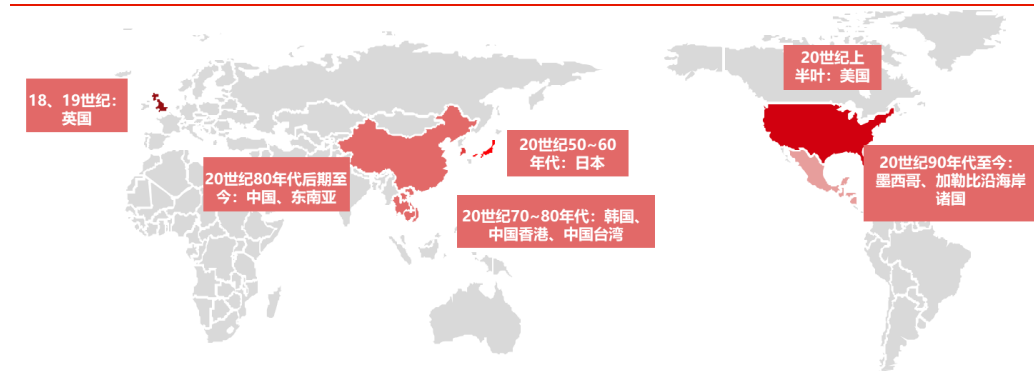
我们认为目前市场对于纺织制造板块的担忧主要是两个方面：

第一个方面是担忧全球范围内的产业转移会对中国纺织制造业整体造成冲击，国内人工等各方面成本处于上升趋势，价格上的竞争力在减弱，同时中美贸易摩擦增加了一定的不确定性。

第二个方面是 2018 年的消费需求承压，逐步传导到了上游的纺织制造业，板块整体的盈利出现了下滑，市场对于 2019 年需求是否能够回暖持有观望态度。

国内制造企业海外产能布局已经初具规模，相当程度上已经对冲了全球化的产业转移的影响，并加强了自身的成本优势。从历史上看，纺织服装产业的中心发生过多转移。中低端的纺织品利润率较低，对于价格比较敏感，因此有较强的动力向成本较低的区域转移。同时对于新兴的经济体，纺织品劳动密集型的特点容易带动就业，因此在众多工业品类中也会率先扶持和发展纺织业。我国纺织制造龙头企业已经开始了全球化的产能布局，如申洲国际、百隆东方、健盛集团等于 2013 年前后已经开始陆续在越南建厂，目前已经具备相当的规模，一定程度上对冲了产业转移和贸易摩擦的风险，并借此机会进一步提升了自身的成本优势。

图表48：全球范围内纺织服装产业的中心转移



资料来源：华泰证券研究所

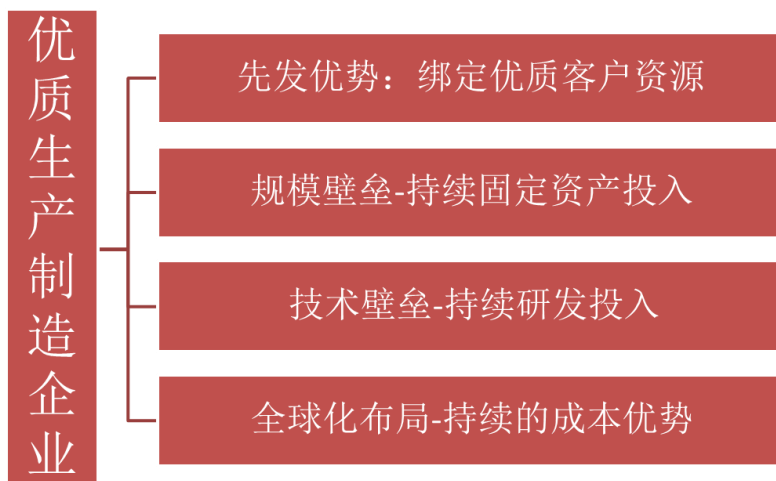
图表49：主要上市公司海外布局情况

公司	时间	地点	目前状况
天虹纺织	2006	越南	2006年开始在越南建厂，目前188万锭产能，2016年建立天弘工业园
	2015	柬埔寨、中美洲等	2005年收购柬埔寨成衣工厂，2017收购年兴纺织旗下工厂获得越南、柬埔寨成衣加工厂以及尼加拉染厂
百隆东方	2013	越南	2013年随大客户申洲在越南建厂，截至2017年底色纺纱产能50万锭，占公司总产能的42%
华孚时尚	2013	越南	2013年成立越南子公司，截至2018H1总产能28万锭，占公司总产能的16%
鲁泰	2014	越南	15年底纺纱3万锭产能投产；3千万米色纺布面料第一期2016年底投产；17年第一期衬衫项目投产
	2014	柬埔寨	300万件衬衫产能，15年全部投产
	2014	缅甸	100万件衬衫产能，15年投产
申洲国际	2005	柬埔寨	2017年成衣工厂扩张到1.1万人
	2013	越南	成衣产能4200万件
健盛集团	2014	越南	截至2017年底自产产量7千万双

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

长期来看，中国的纺织制造企业背靠全球最大的消费市场，同时企业通过多年的积累在客户资源、规模优势、技术研发、全球化布局等各方面的综合能力有很强的护城河。参照日本的东丽集团，在经历了产业转移之后，东丽集团凭借强大的研发能力和产品开发能力，依然在高端面料领域占有重要的地位。

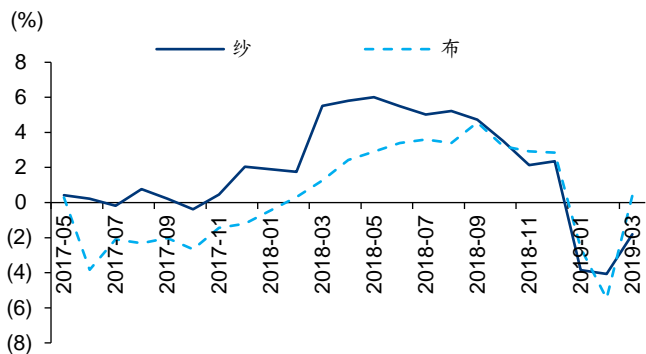
图表50：四大优势铸就优质生产制造型企业



资料来源：华泰证券研究所

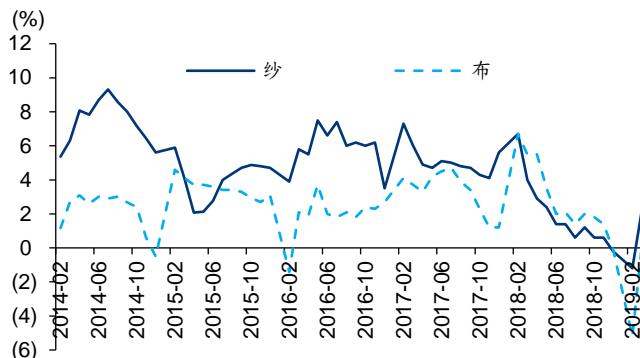
2019年一季度纱线、布的产量稳定增长，上市公司的财务表现也出现了复苏迹象。由于纺织制造公司大多采用以销定产，我们认为产量的提升一定程度上了下游订单的回暖，随着下游消费需求的逐步改善，纺织制造有望迎来业绩反转。根据统计局数据，2019Q1纱线产量同比增长2.2%，布产量同比增长0.1%。根据海关总署数据，2019Q1纺织纱线、织物及制品出口额269亿美元，同比增长4%。上市公司方面，纺织制造板块2019Q1营收同比增长16%，归母净利同比增长40%。

图表51: 主要纺织品销量累计同比



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表52: 规上纺织业主营业务收入累计同比



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

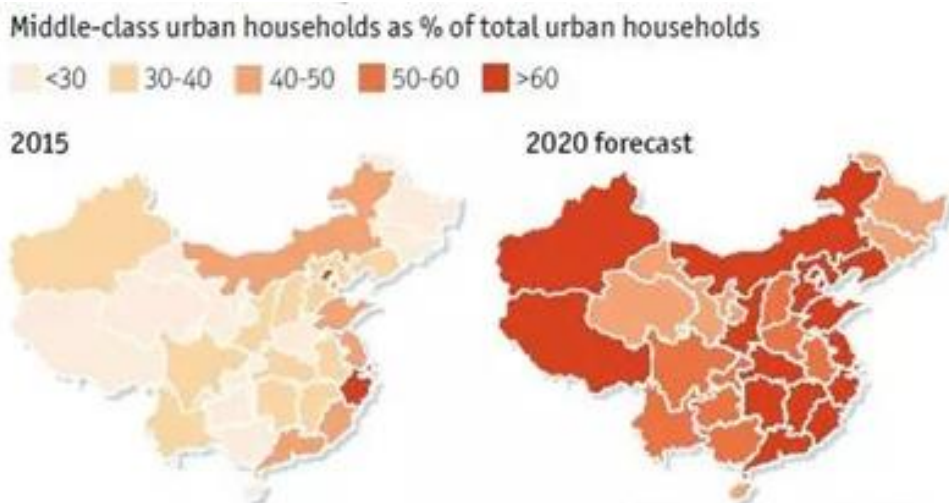
反转组合主要建议关注百隆东方(色纺纱龙头, 越南产能增长较快), 鲁泰(全产业链制造龙头企业)。

弹性组合: 中高端女装大有可为, 建议关注品牌运营能力强的平台型公司

中产阶级群体的扩大是中高端消费最主要的驱动力

长期来看, 我国中产阶级人群有望不断扩大。根据麦肯锡报告《下一个十年的中产阶级》中的定义, 中国中产阶级是指年收入 1.2-4.3 万美元的人群(按照当前汇率折算, 大约相当于年薪 8-30 万人民币), 这个群体的数量由 2000 年的 500 万人, 发展到 2015 年的 2.2 亿人, 预计 2020 年可以增加到 2.8 亿人, 将超过欧洲人口的总和。

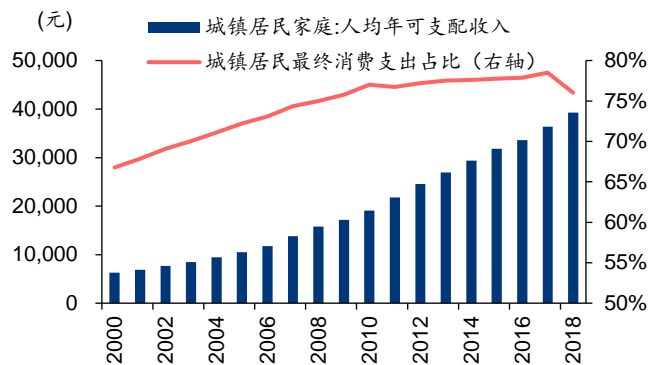
图表53: 2015-2020年, 中国中产阶级的比例将不断提升



资料来源: 麦肯锡公司, 华泰证券研究所

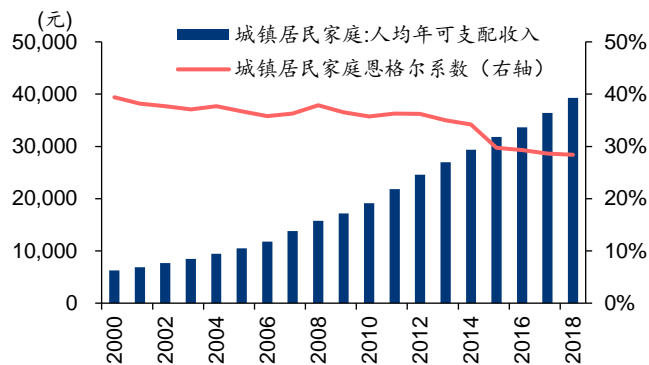
中产阶级是消费升级的主要引擎。根据麦肯锡的数据, 2012年, 中国中产阶层仅占有所有城市家庭的 14%, 但到 2020 年这个数字预计将达到 54%。中产阶级的消费理念更加理性, 同时也更愿意为优质的产品和服务支付溢价。预计在 2020 年, 中产阶级消费总额将占到城市消费总额的 56%。这意味着未来十年当中, 中产阶级将是拉动消费升级的中坚力量。随着人均收入的提升, 城镇居民消费规模持续扩大, 尤其是可选消费的比重将提升, 这也在过去十年中我国城镇家庭居民恩格尔系数变化趋势中得到了印证。

图表54: 居民消费比例随 GDP 上升而提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表55: 城镇居民恩格尔系数随人均 GDP 上升而下降

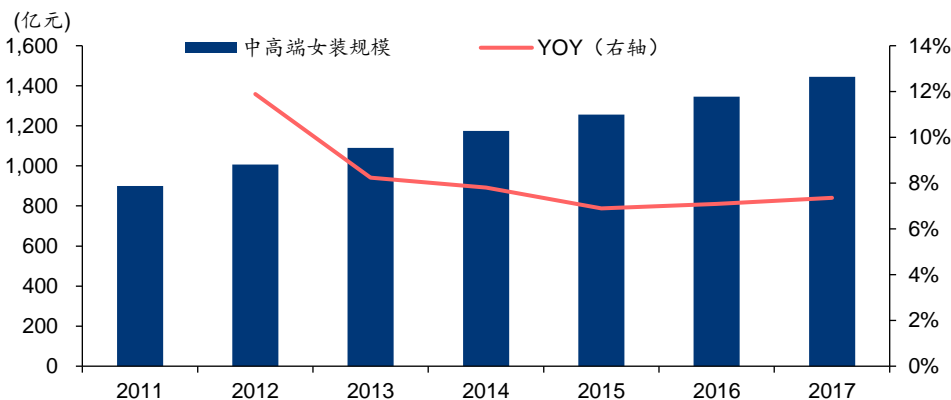


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

中高端女装增速高于女装整体增速

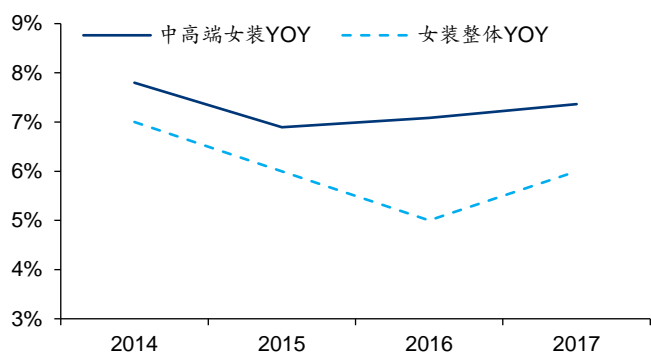
中高端女装市场: 2011-2017年, 中国中高端女装市场规模逐年稳步增长, 其每年增幅高于女装整体增幅, 在 2017 年市场规模已达到 1444 亿元。中高端女装市场份额占比逐年提升, 2013-2017 年, 占女装总体的份额的比例从 14.9% 提升至 15.6%。观之美国市场, 2011-2017 年, 中高端女装增长情况同样明显优于女装整体市场, 中高端女装年复合增长率为 6.0%, 而女装市场整体复合增长率仅为 1.7%。

图表56: 2011-2017 年我国中高端女装市场规模



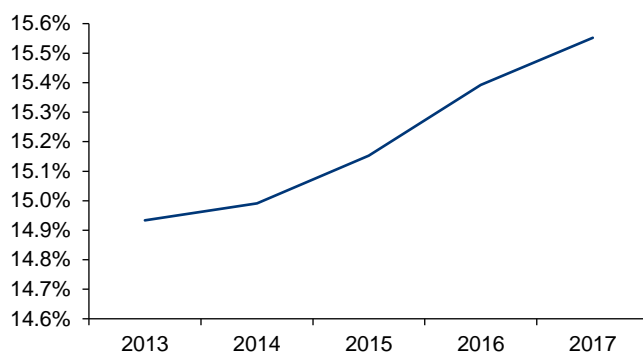
资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表57: 高端女装、女装整体市场规模增长对比



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表58: 中高端女装占女装总体比例



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

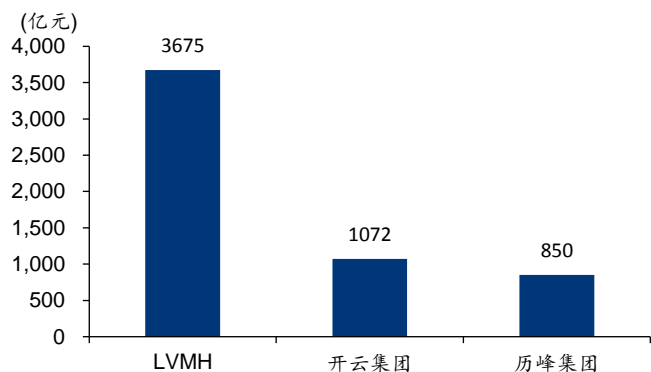
他山之石: 平台化多品牌运营铸就龙头

对比 LVMH 集团、开云集团、历峰集团等国际奢侈品巨头, 可以发现这些公司是平台型的企业。我们认为中高端女装企业也遵循同样的逻辑:

- 1) 中高端消费单价较高, 且目标用户对于设计感、个性化有非常高的要求, 单一品牌的规模天花板比较明显。同时, 时尚潮流变化较快, 单一品牌的经营风险较大。通过平台化的多品牌运营, 不仅可以拓展企业的规模, 还可以降低需求变化引起的波动。
- 2) 品牌的选择和品牌运营能力是平台型企业发展壮大关键因素。以 LVMH 集团为例, 公司多个品牌的并购以及后续的成功运营, 和其创始人对于品牌的选择眼光是分不开的。与国外奢侈品品牌以设计总监为主的模式不同, 国内中高端女装大多走轻奢路线, 需要对于时刻变化的时尚趋势有更及时的把握, 因此在品牌形象的打造、产品的设计研发方面需要具备更完备的体系。

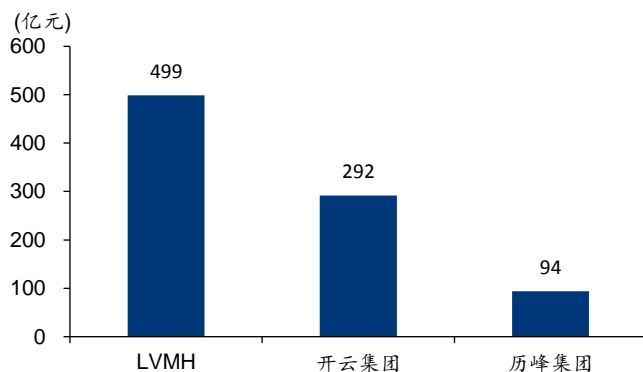
LVMH 集团是目前世界上规模最大的奢侈品集团。2018 年, LVMH 集团实现营业收入 3675 亿元人民币, 分别是开云集团 (旗下品牌包括 YSL、Gucci 等) 和历峰集团 (旗下品牌有卡地亚、江诗丹顿等) 的 3.4、4.3 倍; 实现净利润 499 亿元人民币, 分别是开云集团和历峰集团的 1.7、5.3 倍。

图表59: 全球三大奢侈品集团 2018 年营收对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

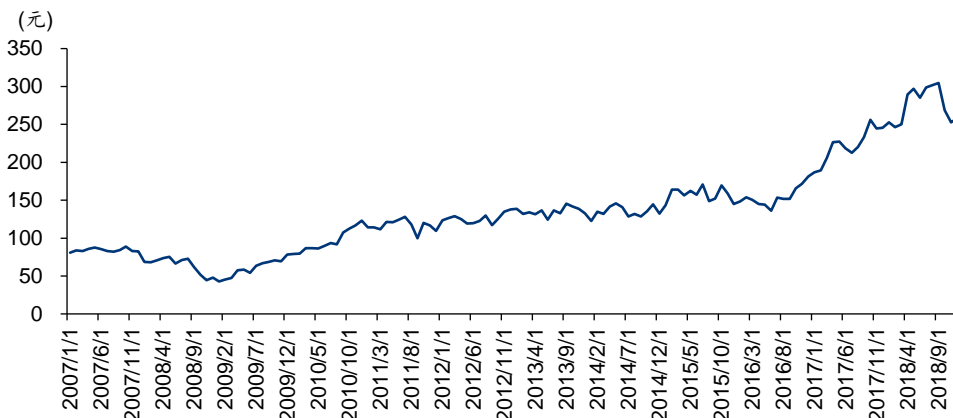
图表60: 全球三大奢侈品集团 2018 年净利润对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

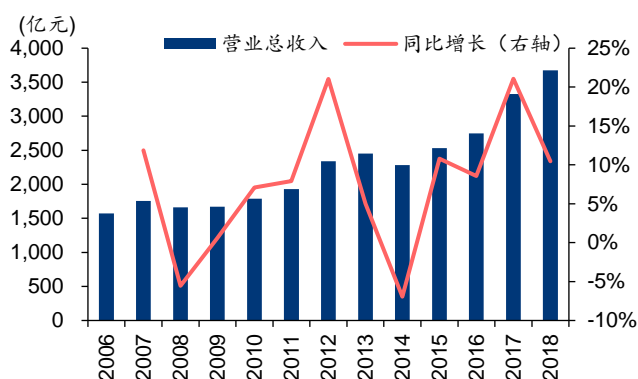
LVMH 集团的业绩经历了长期、稳定的增长。自 2007 年以来, 除了 2008 年 (受金融危机影响)、2014 年以外, 营业收入每年均保持正增长, 2006-2018 年之间的营收、净利润复合增速分别为 7.3%、8.2%。

图表61: LVMH集团历史股价



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表62: LVMH集团营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

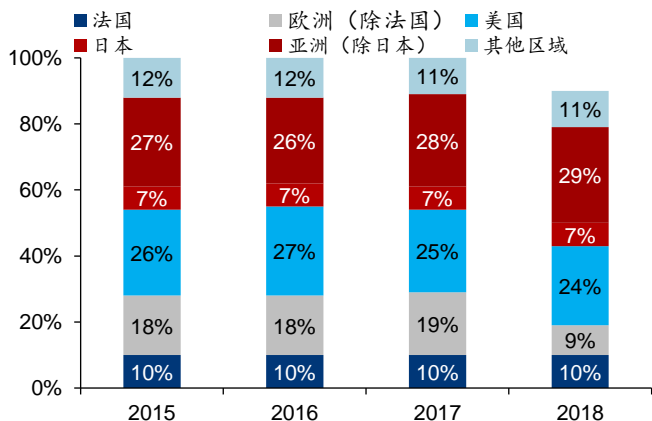
图表63: LVMH集团净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

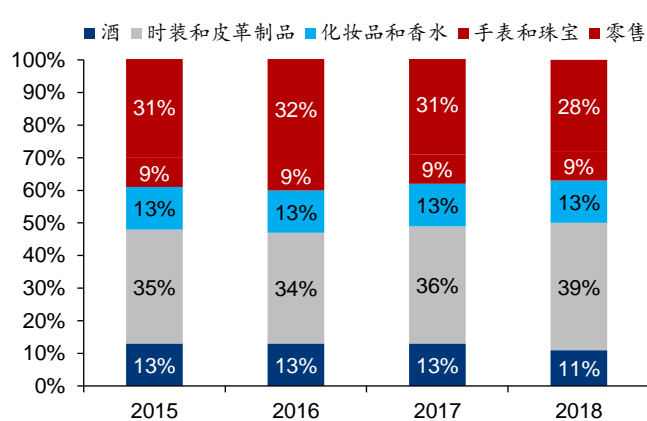
持续的收购兼并是 LVMH 集团持续发展的动力所在。收购和兼并贯穿了 LVMH 集团的成长历史，目前的 LVMH 集团是 1987 年时装品牌 Louis Vuitton (路易威登) 和 Moët Hennessy (酩悦轩尼诗) 合并而成，而 LV 和 MH 的历史分别可以追溯到 19、18 世纪的法国。经历过一系列的并购和重组，目前 LVMH 集团有五个主要的业务板块，旗下共有近 70 个不同的品牌：时装和皮革制品 (16 个品牌)、零售 (6 个品牌)、香水和化妆品 (10 个品牌)、酒类 (26 个品牌)、手表和珠宝 (6 个品牌)。以收入占比最大的时装和皮革制品业务为例，1988 年至今就发生过 12 次较大的并购。

图表64: LVMH集团分区域收入占比



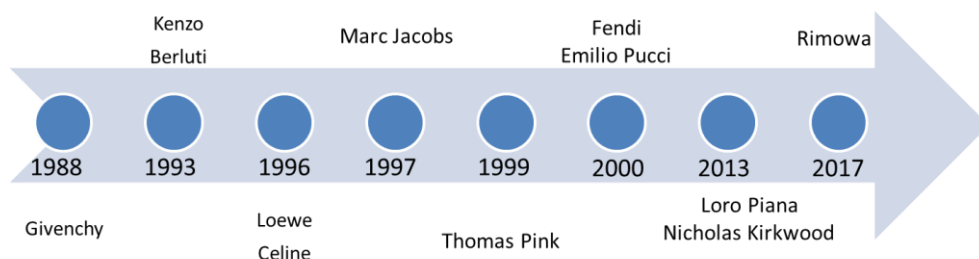
资料来源: LVMH集团年报, 华泰证券研究所

图表65: LVMH集团分产品收入占比



资料来源: LVMH集团年报, 华泰证券研究所

图表66： LVMH 集团时装和皮革品业务的并购



资料来源：LVMH 集团年报，华泰证券研究所

优质标的的选择、合理的并购价格、收购后的重新整合是 LVMH 集团在持续收购中成功发展壮大的最重要的三个要素。现任集团实际控制人伯纳德·阿诺特是 LVMH 发展壮大的灵魂人物。一方面伯纳德·阿诺特拥有很好的艺术品位，在品牌的选择上有独到的眼光；另一方面阿诺特出身于商业世家，对资本运作有很深的理解。阿诺特由经营建筑公司起家，通过收购 Dior 进入奢侈品行业，并在 1988 年利用股市低迷和 LV、MH 两大家族的矛盾获取了 LVMH 集团的实际控制权。良好的艺术品位和优秀的资本运作能力使得阿诺特先后操盘了多次经典的收购，1990 年代，LVMH 集团先后收购了时装品牌 Fendi 和 Kenzo，腕表品牌 Zenith、珠宝品牌 Chaumet 等，阿诺特善于抓住行业低迷和标的公司内部危机的时机以较低的成本收购。在收购之后，阿诺特通过替换原有管理层、启用新的设计师、加大投入进行品牌营销等手段使得被收购的品牌重新焕发生机。阿诺特在为品牌挑选设计师时有独特的眼光。比如在 LV 成为“老气街包”的代名词之后，他果断任命了新锐设计师马克·雅可布担任公司的创意总监，设计出了随性涂写 LV 全名的涂鸦包，把 LV 的古老高贵融入到现代生活中。

投资建议

2019年下半年纺织服装板块我们建议沿三条主线布局：

防御组合：男装市场规模稳定发展，龙头防御性凸显

男装市场稳定扩容，在整体消费增速放缓的大环境下依然保持了较好的成长性。能在需求端承压的大环境下依然有较好的增长，我们认为主要是男装必选消费的属性更强，因此呈现出良好的抗风险能力。

我国男装市场集中度持续提升，且仍有较大提升空间。根据欧瑞咨询数据，2014-2018年，我国男装行业CR20从22.6%逐年提升至27.6%，CR5从10.5%逐年提升至13.4%。但相比发达国家仍有较大的提升空间。2018年，我国零售市场男装市占率排名前五的国内/国际公司分别为海澜之家、Best Seller（旗下拥有男装品牌杰克琼斯）、阿迪达斯、耐克和优衣库。其中龙头位置被海澜之家占据，且市占率较上年提升了一个百分点。我们认为未来几年，我国男装市场优胜劣汰的形势将愈发明显，集中度将继续提升，龙头公司的护城河将愈发坚固。

和其他子板块相比，男装板块有如下优势：

- 1) 和女装等板块相比，男装SKU较少，生产端的规模优势表现的愈发明显。
- 2) 男装潮流变化相对比较慢，困扰大多数服装公司的存货问题体现的相对比较缓和，存货减值的周期一般比较长，业绩受到存货的波动较小。

防御组合主要建议关注国内男装龙头海澜之家，公司采用轻资产模式，ROE水平显著高纺织行业平均水平且现金流良好，股息率达到4%以上，具有较强的安全边际。

反转组合：Q1纺织制造板块回暖，建议关注成本、产品有护城河的企业

龙头纺织制造企业如申洲国际、百隆东方、健盛集团等于2013年前后已经开始陆续在越南建厂，目前已经具备相当的规模，相当程度上已经对冲了全球化的产业转移的影响，并加强了自身的成本优势。

长期来看，中国的纺织制造企业背靠全球最大的消费市场，同时通过多年的积累在客户资源、规模优势、技术研发、全球化布局等各方面的综合能力有很强的护城河。参照日本东丽集团，在日本已经失去了全球纺织制造中心的地位之后，东丽集团凭借强大的研发能力和产品开发能力，依然在高端面料领域占有重要的地位。

2019年一季度我国纱线、布的产量稳定增长，上市公司的财务表现也出现了复苏迹象。由于纺织制造公司大多以销定产，我们认为产量的提升一定程度上反应了下游订单的回暖，随着下游消费需求的逐步改善，纺织制造有望迎来更好的业绩表现。

反转组合建议关注百隆东方（色纺纱龙头，越南产能增长较快），建议关注鲁泰（全产业链制造龙头企业）。

弹性组合：中高端女装大有可为，看好品牌运营能力强的平台型公司

我国中产阶级人数逐渐扩大，中高端女装消费有望受益。根据麦肯锡的数据，2012年，中产阶层仅占有所有城市家庭的14%，但到2020年这个数字预计将达到54%。中产阶级的消费理念更加理性，同时也更愿意为优质的产品和服务支付溢价。预计在2020年，中产阶级消费总额将占到城市消费总额的56%。这意味着未来十年当中，中产阶级将是拉动消费升级的中坚力量。与此同时，中产阶级女性的消费意愿、消费品位也逐步提升，中高端女装有望迎来较快的增长。

对比 LVMH 集团、开云集团、历峰集团等国际奢侈品巨头，可以发现这些公司的共性就是均是平台型、多品牌运营的公司。我们认为中高端女装企业也遵循同样的逻辑：

1) 中高端消费单价较高，且目标用户对于设计感、个性化有非常高的要求，单一品牌的规模天花板比较明显。同时，时尚潮流变化较快，单一品牌的经营风险较大。通过平台化的多品牌运营，不仅可以拓展企业的规模，还可以降低需求变化引起的波动。

2) 品牌的选择和品牌运营能力是平台型公司发展壮大的关键因素。以 LVMH 集团为例，公司多个品牌的并购以及后续的成功运营，和其创始人对于品牌的独到眼光是分不开的。而与国外奢侈品品牌往往以单一设计总监为核心的模式不同，国内中高端女装大多走轻奢路线，品牌力弱于传统的奢侈品龙头，成功的关键是需要拥有一套科学、系统的产品开发体系，准确把握时尚的动向，从而更好地适应消费者的需求。

我们看好平台型中高端女装公司的发展，标的方面主要建议关注歌力思，建议关注地素时尚、安正时尚。

风险提示

国内消费需求下滑：服装家纺作为可选商品，销售情况与终端消费紧密相关，若国内整体消费复苏低于预期，可能会使服装家纺终端销售不及预期，从而影响服装家纺类企业的收入。

贸易环境变化超预期：我国纺织服装出口企业的收入与全球贸易环境息息相关，若全球贸易环境复苏不及预期，可能会导致纺织服装出口持续低迷。

原材料价格波动：棉花、染料等纺织制造原材料价格的波动在中短期时间内会影响公司的成本，进而对净利润产生影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com