

聚焦纺织海外产能红利释放，关注服装高景气度子行业

——纺织服装行业2019年中期投资策略

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

中国银河证券研究院

分析师：李昂， 执业证书编号：S0130517040001

联系人：林相宜， linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

CONTENTS

- 01 | 国潮崛起VS快时尚盛筵之散：国内服装品牌价值逐渐提升
- 02 | 服装家纺：增长低速期，关注高景气度子行业
- 03 | 纺织制造：受中美贸易摩擦不确定性影响，聚焦海外布局纺企龙头
- 04 | 投资建议及重点推荐标的
- 05 | 风险提示

我国服装行业发展阶段



通过历次调整，增长驱动力转变为内生增长

- 2012年前数量型外延扩张期，增长主要为增加店铺数量、面积和品牌数量，且提高产品价格的简单驱动；
- 近年来行业增长驱动力转变为内生良性增长：一方面，店铺数量和面积、品牌数量的边际效应逐渐降低，价格弹性较小，同时线上销售渠道（电商）及大型购物中心的转变，倒逼企业推行品牌文化宣传和渠道供应链优化；另一方面，经过2011年之前的持续提价，服装价格处于较高水平，未来提价空间较小。

外延式增长

- 店铺数量：直营、加盟
- 店铺面积
- 品牌数量

内生式增长

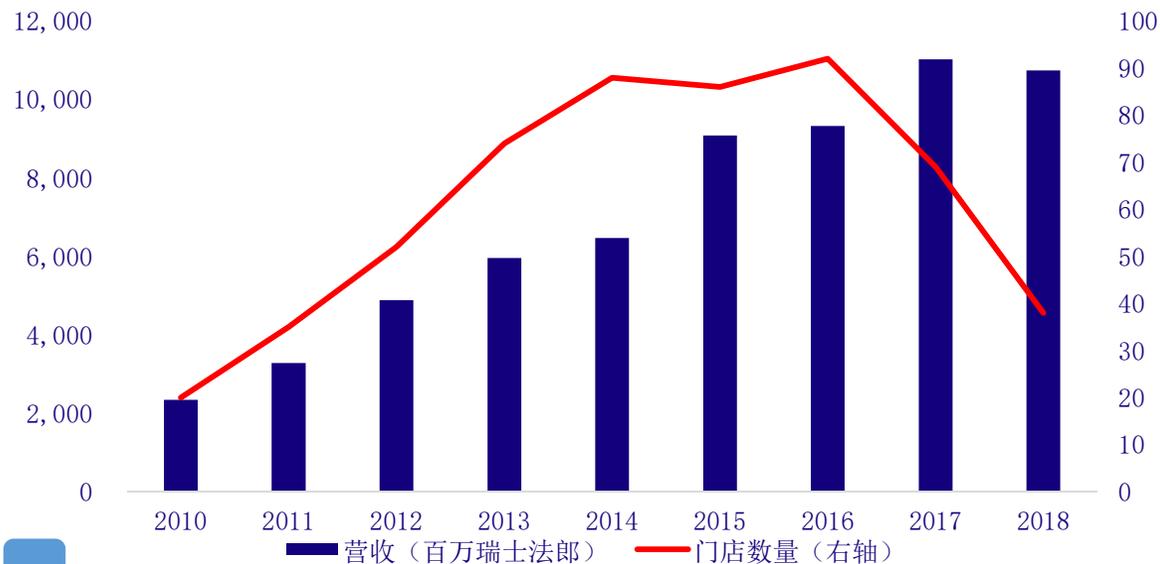
- 同店增长：同店铺销售收入同比
- 坪效：销售收入/营业面积
- 租售比：租金、销售收入
- 售罄率：销售量/进货量
- 动销率：销售量/库存量

快时尚品牌扰乱国内服装市场格局

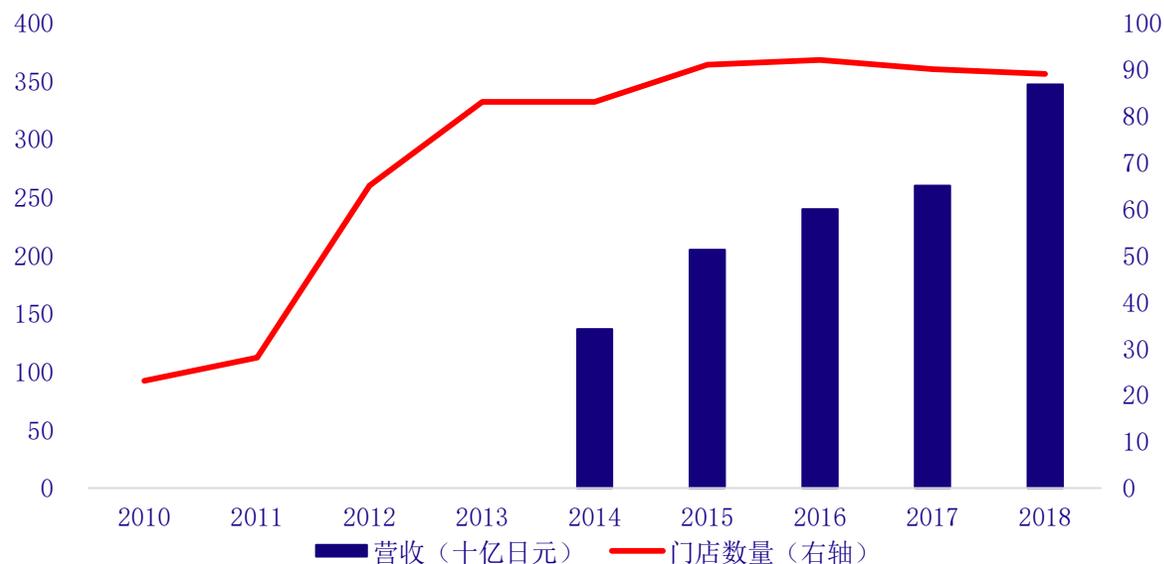
国潮崛起VS快时尚盛筵之散：国内服装品牌价值
China galaxy securities

I 2 3 4 5

H&M 中国区营业收入及门店数量



优衣库中国区营业收入及门店数量



代表性快时尚品牌盈利能力拆分

公司简称	CAGR	PE (2019)	2018				公司简称	CAGR	PE (2019)	2018			
			ROE	净利率	资产周转率	权益乘数				ROE	净利率	资产周转率	权益乘数
迅销	10.90%	41.1	21%	8%	1.3	2.1	海澜之家	7.70%	10.9	29%	18%	0.7	2.3
ITX	5.80%	24.1	25%	13%	1.3	1.5	森马服饰	15.40%	15.6	16%	11%	1.0	1.4
H&M	3.40%	21.6	21%	6%	1.9	1.9	太平鸟	19.20%	12.7	17%	7%	1.2	1.9
GAP	-1.30%	10.3	30%	6%	2.1	2.4	服装家纺板块		20.68	10%	5%	1.2	1.8

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院 (业绩采用6月27日一致预测值)

盛筵必散？快时尚品牌神话在中国的衰落

国潮崛起VS快时尚盛筵之散：国内服装品牌价值
China galaxy securities

I

2

3

4

5

快时尚衰落的原因：

- 价格不亲民
- 质量较差
- 款式不符合中国消费者需求
- 抄袭大牌，同质化严重
- 渠道布局未下沉至低线城市

.....

门店清仓甩卖，官网、天猫旗舰店、京东旗舰店关闭

FOREVER 21®

2016年计划3年内开设500家门店，2018年门店数148间，退出中国市场，撤店清仓

NEW LOOK

2018年8月，终止与特许经营合作伙伴合作。同年11月，关闭天猫旗舰店，退出中国市场

TOPSHOP

衰落的快时尚

H&M

2018年上半年销售增速放缓，库存同比增长13%，在内地市场开店速度放缓

GAP

2019一季度营收同比下滑4%，旗下主要品牌同比营收均出现下滑

ZARA

2018年母公司净销售额增幅由7%跌至3%，净利润紧增长2%，为5年来最低涨幅

国潮顺势崛起：逐渐建立国内服装品牌自信

四大红利促国潮崛起



市场红利

2018年中国消费市场持续增长，最终消费支出对国内生产总值增长贡献率达到76.2%，居民消费结构持续优化升级，服务消费占比稳步提高。



数字红利

利用数字化推进新的经营模式，更好地服务于中产阶层的消费，可以帮助中国品牌向产业链上游迈进。



政策红利

加速去产能、行业集中度提升，龙头企业享受“剩者红利”。二胎政策全面放开，童装、母婴消费成服装子领域高景气度赛道



中产红利

历史上最大规模的中产消费群体崛起，财富不断积累，物质和精神消费的双重提升使得服饰市场需求后劲十足。

潮牌消费崛起与90后、95后成为消费主力有关

2017年，潮牌消费群体中，95后占比25%，90后占比32%，80后占比19%，70后占比24%

2017年非潮牌消费增速17%，潮牌消费增速62%

2017年Louis Vuitton 与Supreme联名款发售仅三个月销售额达1亿欧元，LVMH上半年收入因此大涨15%。最近，优衣库与KAWS联名款商品遭疯抢。

潮牌消费是非潮牌增速的3.7倍

大奢侈品牌与快时尚品牌纷纷与潮牌联名

国潮崛起原因及现状

人均可支配收入增速下滑，但消费者信心总体向上

服装家纺：增长低速期，关注高景气度子行业
China galaxy securities

I

2

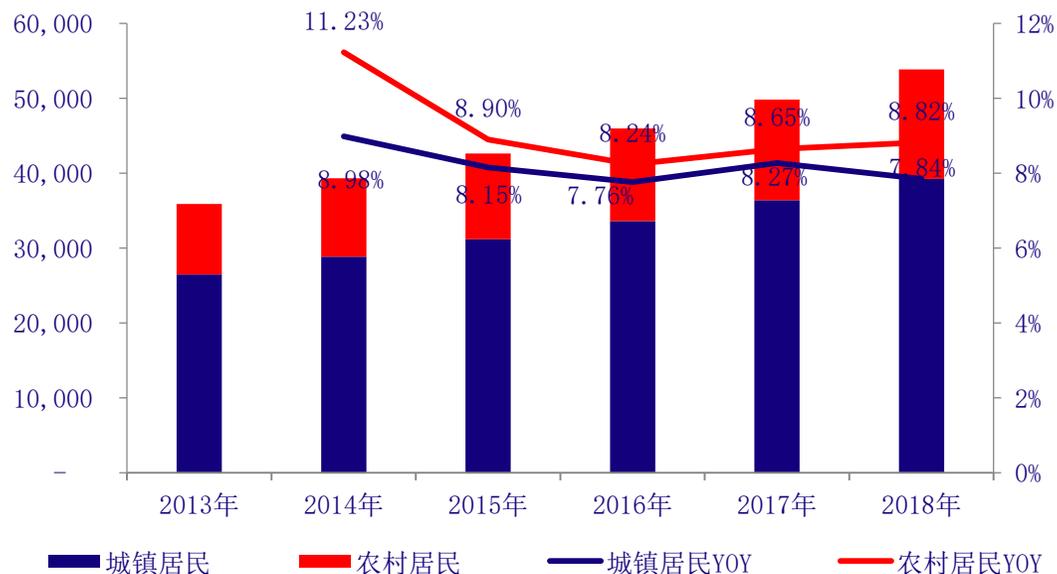
3

4

5

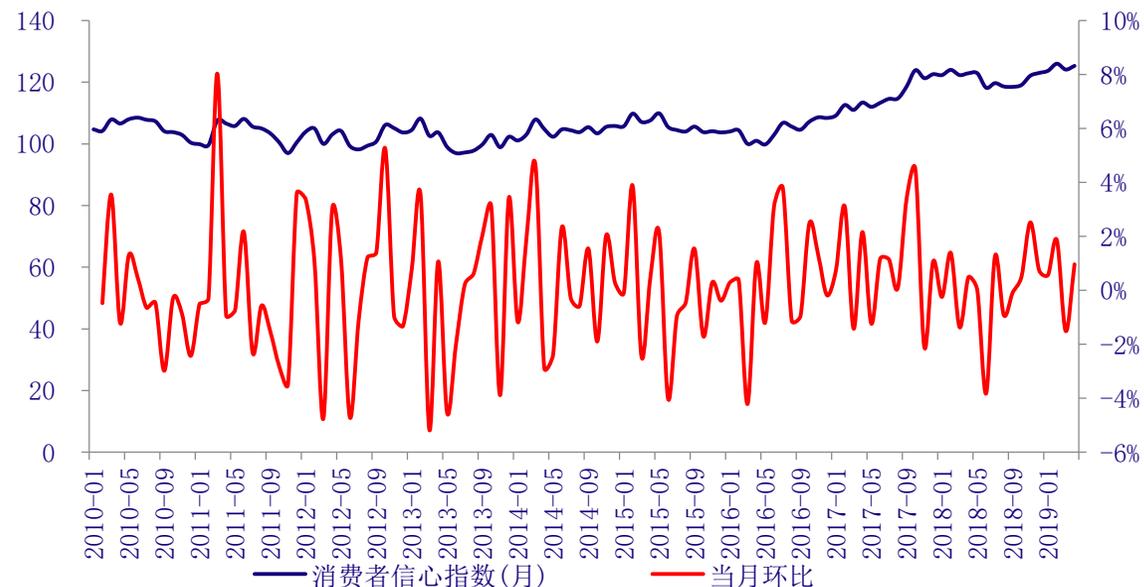
- 农村居民的消费改善弹性大于城镇居民. 2018年我国农村居民的人均可支配收入同比增速有显著提升，但城镇居民的人均可支配收入增速出现明显下滑。
- 经过近几年去库存、企业经营管理改善，消费者信心指数和消费者预期指数自2017年初开始强势反弹，新一轮消费升级将为服装家纺企业带来新的机遇。

农村居民人均可支配收入增速高于城镇



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

消费者信心指数和消费者预期指数反弹向上

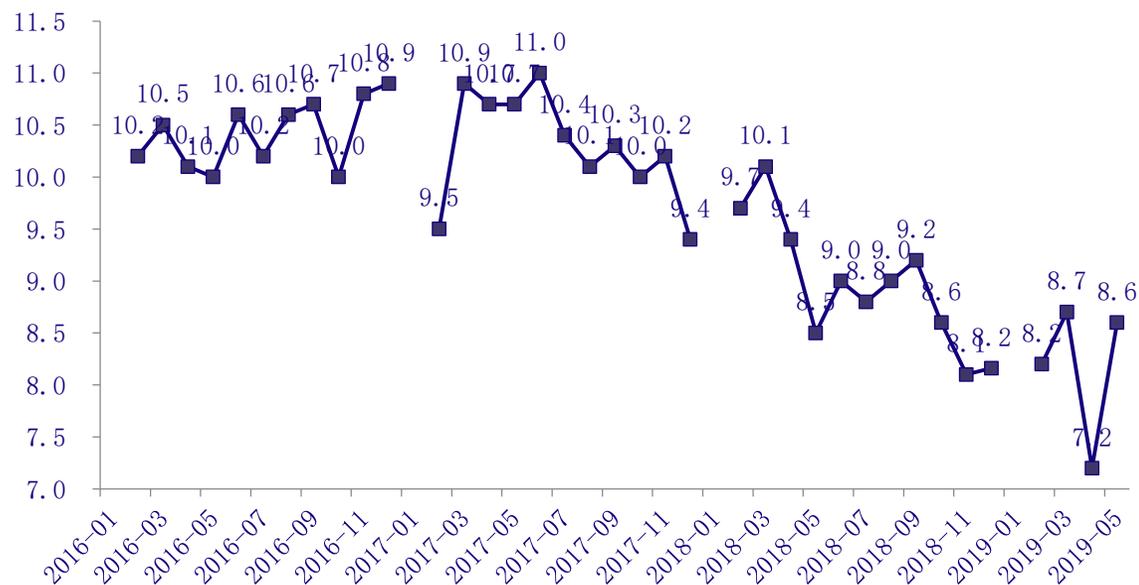


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

18年下半年起，社零增速逐渐趋缓

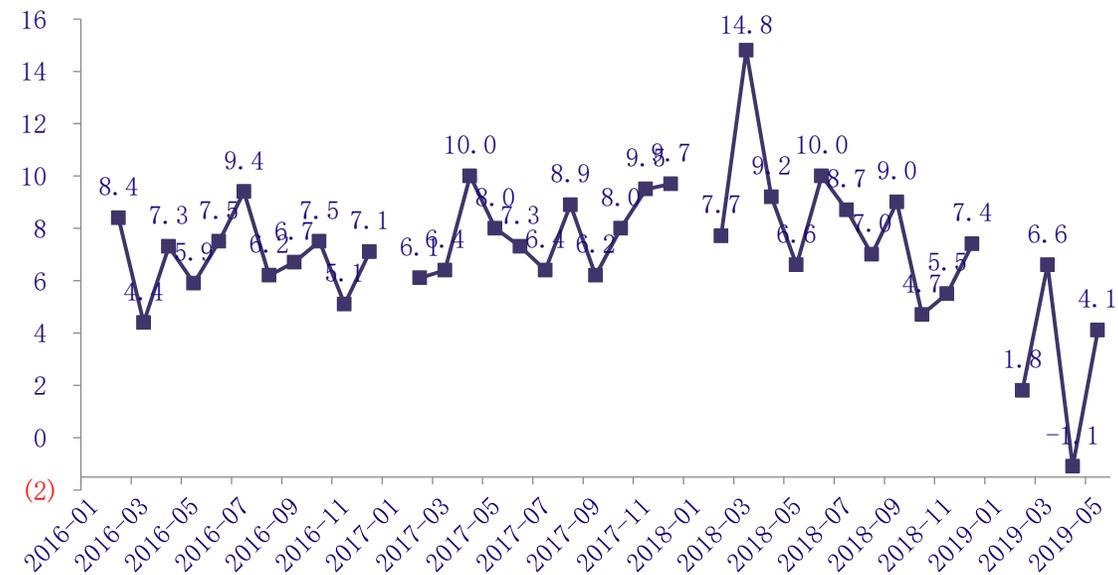
- 2016年以来，服装行业经过多年的调整，在供应链管理、产品设计营销、渠道结构调整等方面均有所提高，服装行业持续复苏；叠加宏观经济稳定运行，服装消费持续景气。
- 2018年下半年以来，受宏观经济增速趋缓、中美贸易摩擦等影响，服装需求放缓，行业复苏力度减弱，增速低于10%，进入低增长阶段。

社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额当月同比 (%)

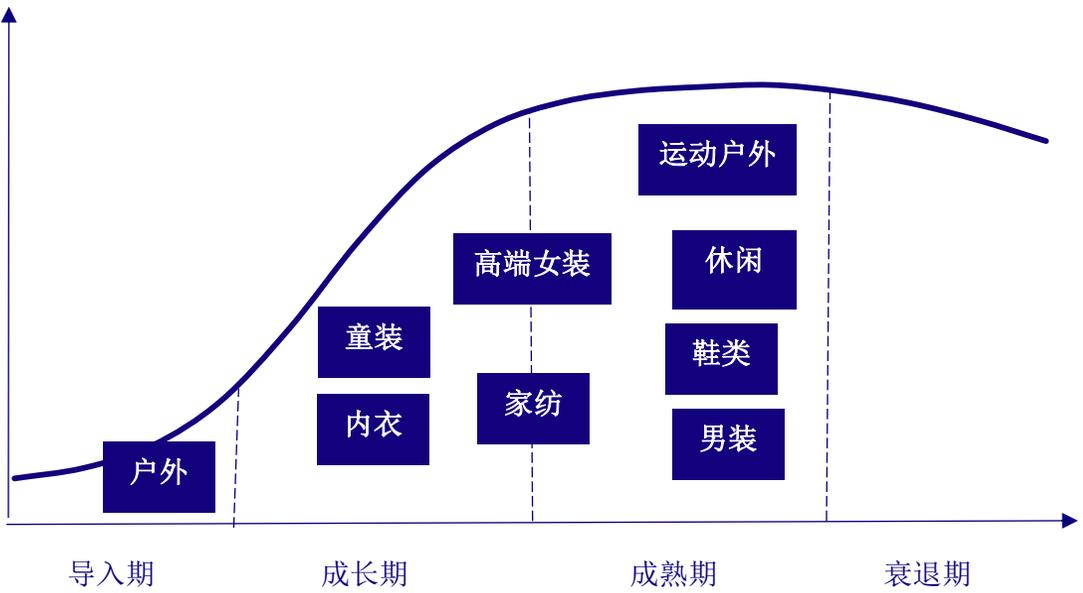


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

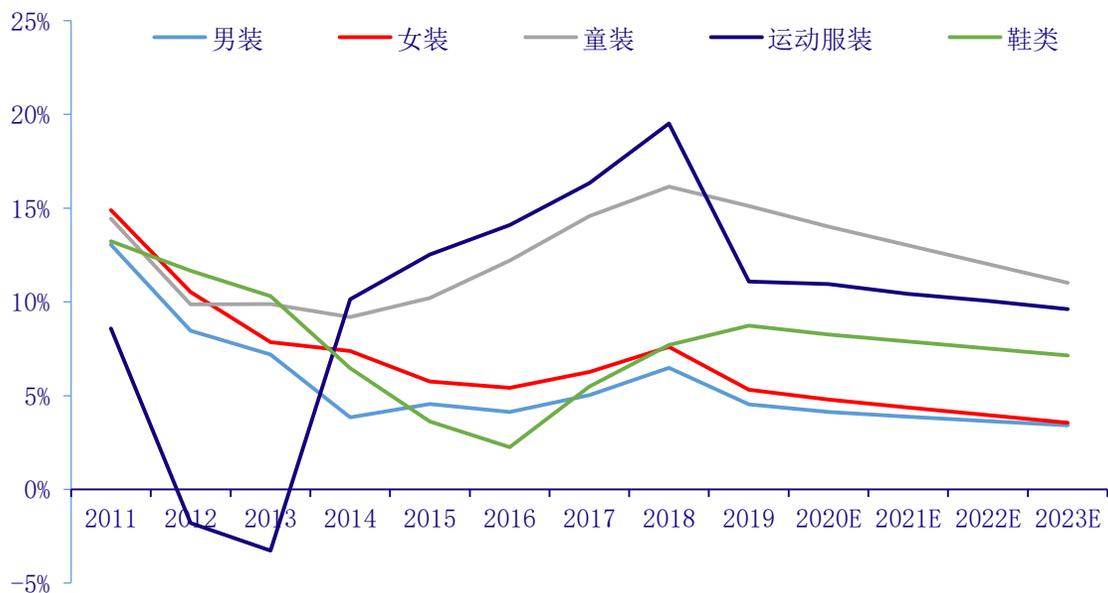
品牌服饰：关注童装、运动服饰行业高景气

- 中国各子领域规模处于持续增长过程，但增速有所趋缓，未来童装、运动服装行业处于高景气赛道。
- ✓ 国内童装仍处于成长期，叠加二胎政策刺激，童装行业缺乏真正意义上的绝对龙头，导致行业整体增长较快；
- ✓ 受益于国内可支配收入的不断增加，对运动休闲的需求不断增加，运动服装企业自2014年起，处于高速增长赛道。

服装家纺子行业发展周期



2011-2023年中国纺服规模增速预测



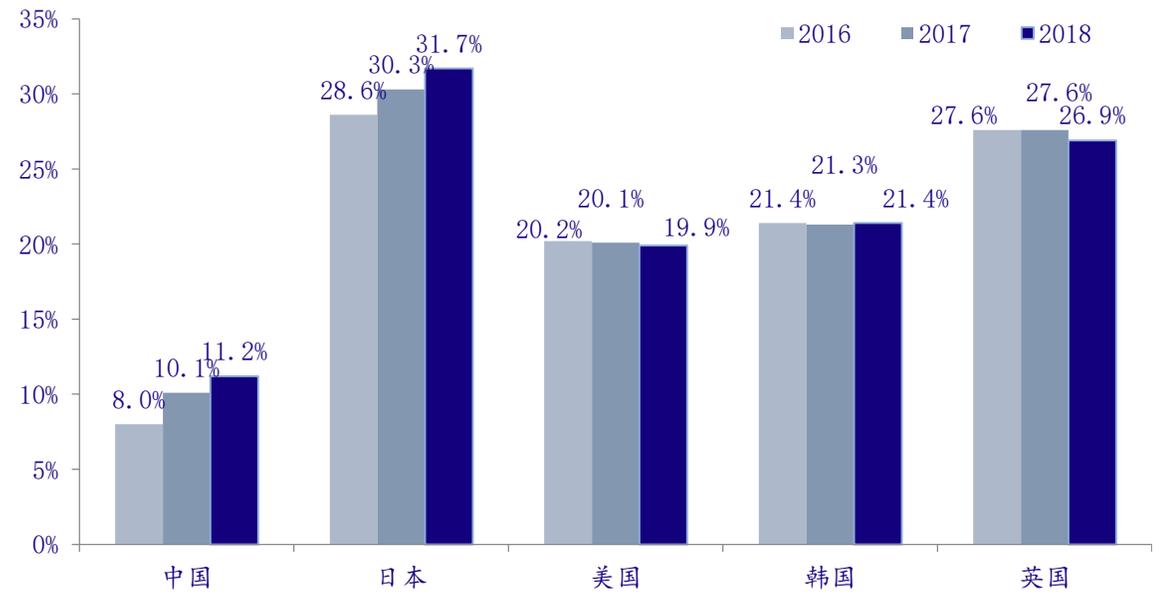
资料来源：中国银河证券研究院

资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

巨大的服装市场空间下行业竞争格局高度分散

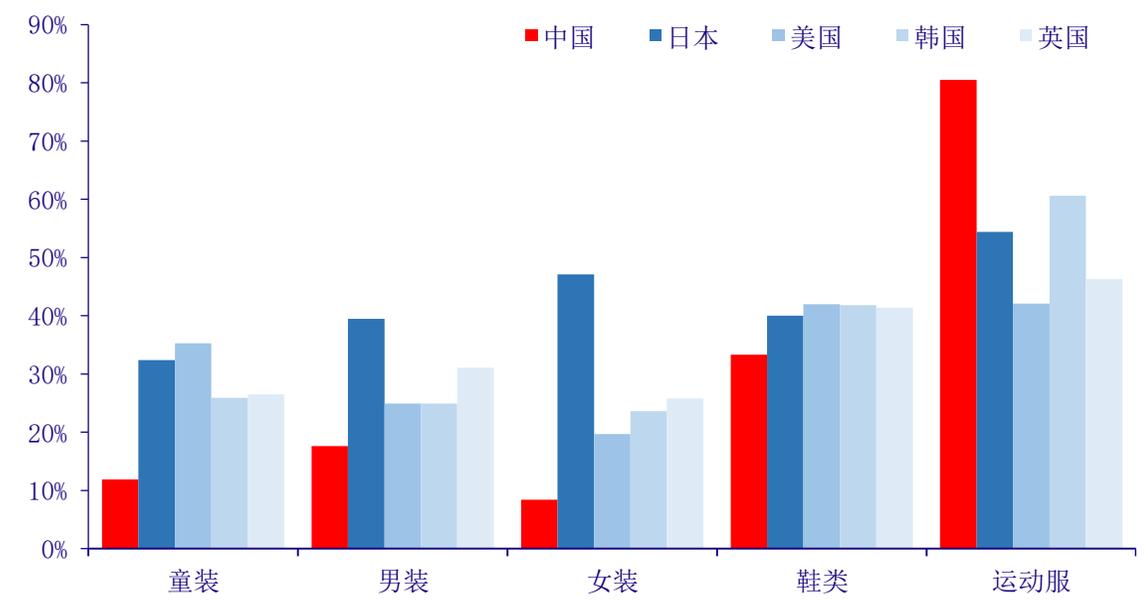
- 从需求角度看，服装作为差异化产品，消费相对个性化；
- 从供给角度看，中国市场中服装品牌，尤其是国内自有品牌发展相对时间较短，多数品牌在品牌影响力、性价比等方面还未形成相对优势，从而行业集中度较低。

2018国内外服装行业集中度（CR8）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

2018国内外服装各子行业集中度（CR8）



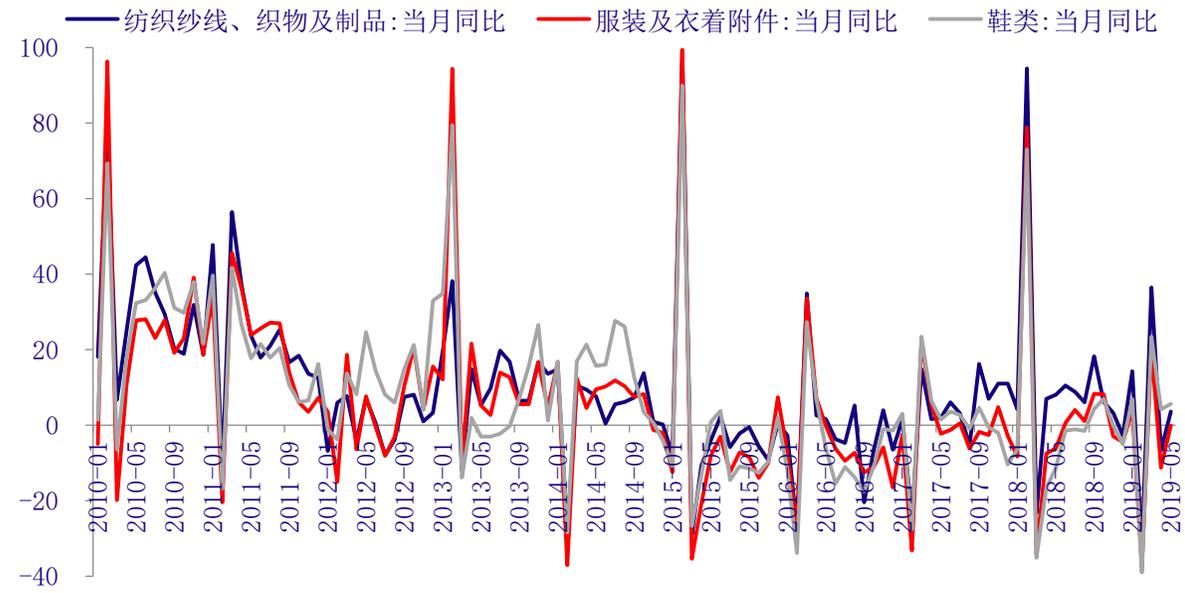
自19年以来，服装出口偏谨慎

纺织制造：受中美贸易摩擦不确定性影响，聚焦海外布局纺企龙头
China galaxy securities

I 2 3 4 5

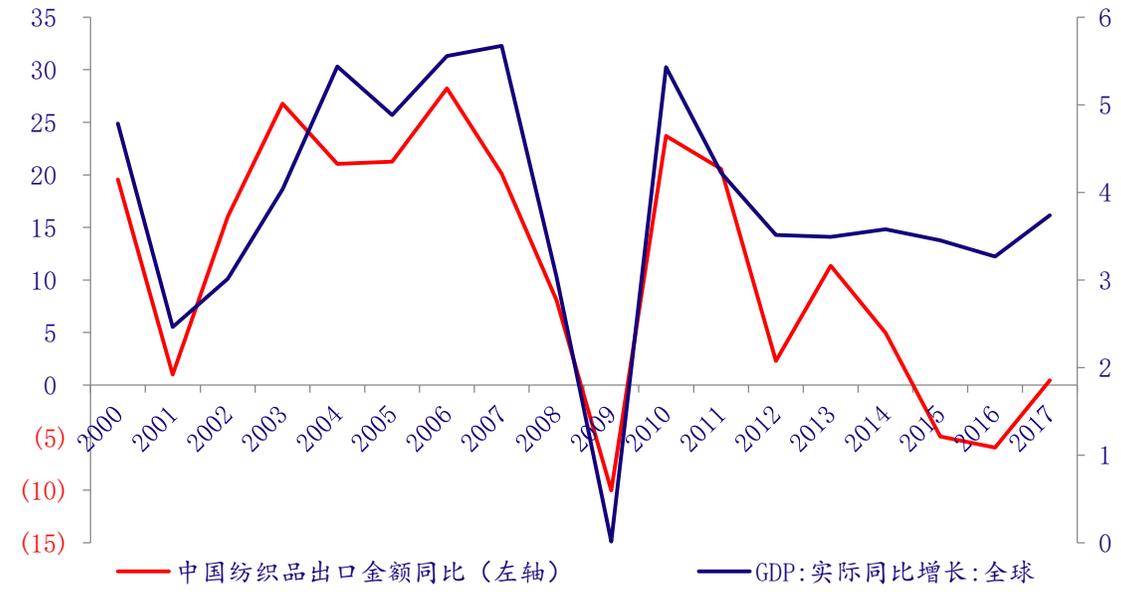
- 从我国纺织品出口情况来看，2015年下半年以来出口同比增速持续为负，出口总体形势继续不振。但随着全球经济的缓慢复苏，2017年起出口增速开始转负为正，2018年下半年受中美贸易摩擦影响，订单偏谨慎。
- 2013年以来出口额没有明显增加，这与我国大型纺织品出口企业向海外转移产能有关。

我国纺织品服装出口金额（亿美元）及同比增速（%）



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

全球GDP、纺织品出口增速（%）对比



资料来源：国际货币基金组织、WTO，中国银河证券研究院

中美贸易摩擦加快纺织制造产业转移进程

纺织制造：受中美贸易摩擦不确定性影响，聚焦海外布局纺企龙头
China galaxy securities

1

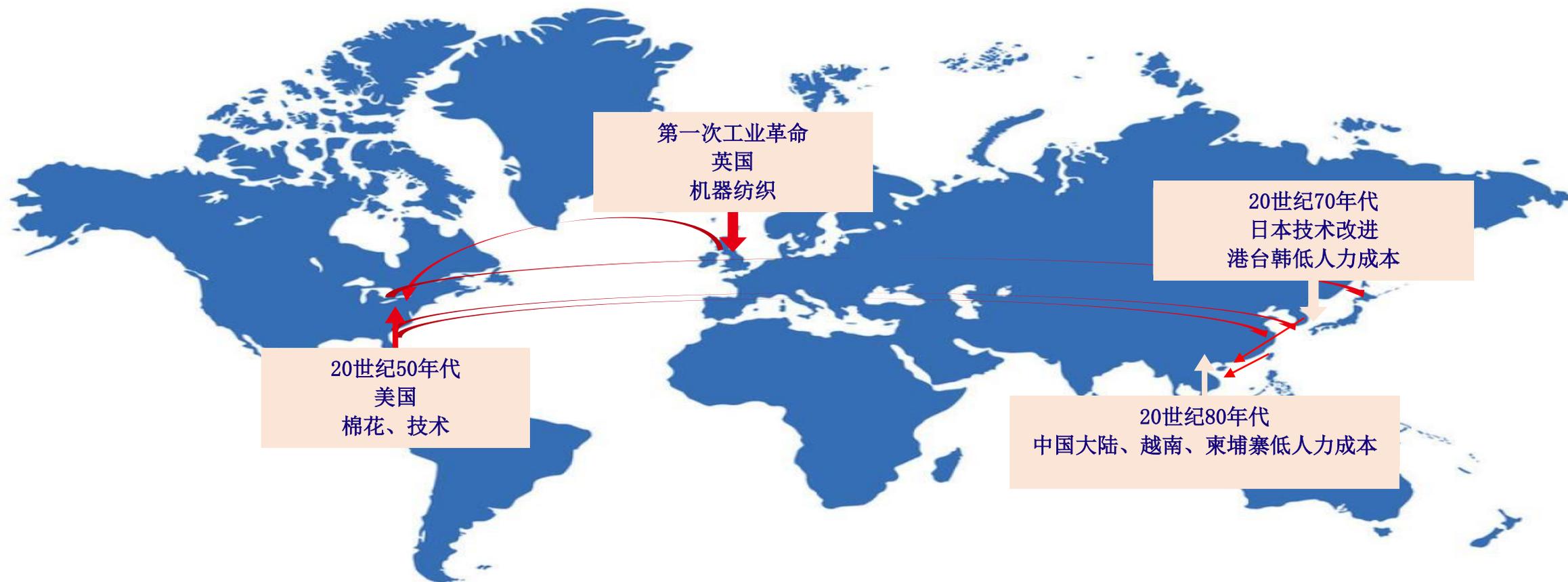
2

3

4

5

- 从纺织制造产业的转移情况来看，产业不断向人力成本低、优惠政策地区转移。
- 预计产业未来由劳动密集型转向资本密集型发展，向更低人力成本、更多政策优惠的国家（柬埔寨、缅甸）转移发展的趋势。



中美贸易摩擦短期对纺服行业影响较小，但加速纺织产能转移进程

- ▶ 短期来看，若加税正式生效后，中国纺织服装出口受影响的比例约为3.81%，对纺织服装品类直接影响较小。但由于下游客户对贸易环境不确定性存在担忧，我国订单出口已经出现下滑趋势。日前美方表示不再对中国出口产品加征新的灌水，中美贸易摩擦有所缓和，有助于市场风险偏好的提升。
- ▶ 长期来看，产能转移至东南亚国家后，根据国际贸易中的原产地原则，可以避开大国之间的贸易摩擦。由于加税项目大多可替代性较强，部分纺织制造产能将进一步转移至东南亚等人力成本较低、较多税收优惠的国家。

美方宣布第二批对2000亿美元中国商品进口加征10%关税；8月3日，中方宣布对600亿美元美国商品进口加征5-25%关税。

双方就贸易争端达成了重要共识：停止升级关税等贸易限制措施，取消今年以来加征的关税，推动双边经贸关系尽快回到正常轨道，实现双赢。

美方将对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%上调至25%。

国家主席习近平和美国总统特朗普同意，中美双方在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。

2018. 6. 15

2018. 7. 10

2018. 9. 24

2018. 12. 1

2019. 2. 14

2019. 5. 10

2019. 5. 13

2019. 6. 29

美发布加征关税商品清单，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税；6月16日，中国决定对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税。

美方开始对2000亿美元中国输美产品加征10%的关税，同日，中国对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品加征10%或5%的关税。

双方对技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等共同关注的议题以及中方关切问题进行了深入交流。

对原产于美国约600亿美元的部分进口商品加征5-25%关税。

中资企业海外布局占尽先机

纺织制造：受中美贸易摩擦不确定性影响，聚焦海外布局纺企龙头
China galaxy securities

I

2

3

4

5

- 布局海外产能也是在我国纺织制造景气度下降趋势下的特点之一，鲁泰、百隆东方、华孚时尚、健盛集团、联发股份等国内主要上市公司均已在越南、柬埔寨等东南亚各国建厂开工，降低企业成本的同时，扩大规模效应。

行业	证券代码	证券简称	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2018年海外产能占比	现状说明	未来规划
上游纱线类企业	601339.SH	百隆东方	越南	2013	45亿元（7亿美金，其中B区3亿17年起分3年投入）	50%	2013年随大客户申洲国际出海越南，越南A区50万锭纱线产能13年底试产、16年底全部投产；截至2017年色纺纱产能120万锭，国内/越南70/50万锭	越南B区50万锭产能17年5月启动，2018H2逐渐释放，19年B区产能完全释放后不排除进一步产能扩张
	002042.SZ	华孚时尚	越南	2013	14.3亿元	16%	2013年成立越南华孚，一期12万锭2015年投产、二期16万锭2016年末陆续投产，目前成180万锭，新疆/东部沿海/越南产能88/64/28万锭	未来产能总体以双位数速度扩张，新疆及东南亚并重
中游面料类企业	000726.SZ	鲁泰A	越南	2014	10.7亿元	14%（色织布） 20%（衬衣）	公司总产能：色织布现有产能1.8-1.9亿米，匹染布产能0.8亿米，衬衫总产能2000万件 越南纺纱：15年底纺纱一期（3万锭）投产越南3000万米色织布面料：一期16年投产	越南纺纱二期7.6万锭开建，1000万米色织面料扩产项目筹备中，制衣二期300万件衬衫开建
			柬埔寨	2014	1.4亿元	20%（衬衣）	越南600万件衬衫：17年一期300万件投产，处于产能爬坡阶段 300万件衬衫产能，14年一期投产，15年二期投产	暂无
			缅甸	2014	0.8亿元	10%（衬衣）	100万件，15年投产	暂无
下游成衣类企业	603558.SH	健盛集团	越南	2014	超7亿元（计划投资1.1亿美金）	37%（袜子）	2014年赴越南投资，计划投资1.1亿美金、形成年产2亿双袜子产能。截至2017年越南产能形成2亿+人民币销售规模，自产产量7000万双	越南产能进一步释放，2018年计划生产1.2亿双（占比40%）。未来不排除在越南发展无缝内衣产能的可能

纺织企业产能布局海外优势显著

- 中资纺织企业产能布局海外，成本方面优势显著，以目前主要转移的东南亚国家越南、柬埔寨、缅甸为例，纺织企业产能转移至这三个国家均有明显的成本优势。
- 从成本分拆角度而言，原材料及人工成本是构成成本优势的主要来源，土地成本方面也具备一定优势，而因各国制度及发展状况不同，水电能源方面各有优劣。

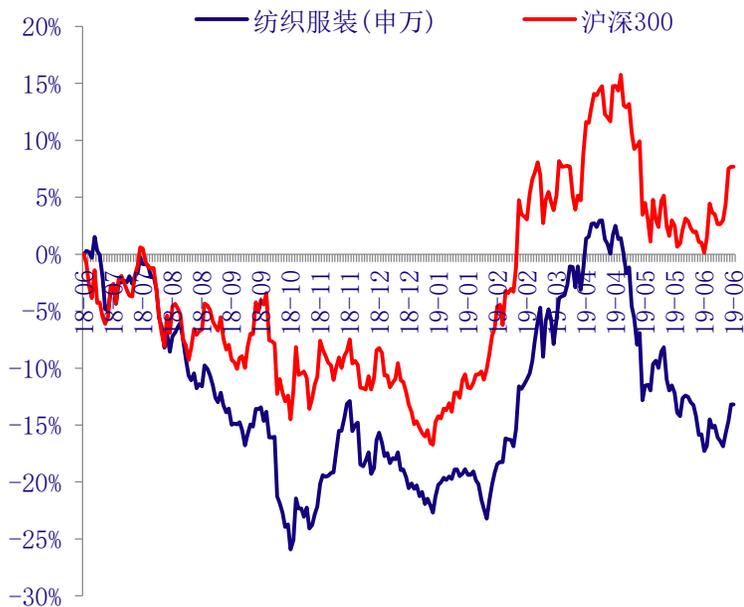
纺织企业各国家生产成本对比

成本拆分	面料 成本比例	衬衣 成本比例	越南		柬埔寨		缅甸	
			面料成本优势	衬衣成本优势	面料成本优势	衬衣成本优势	面料成本优势	衬衣成本优势
原材料	56.77%	55.73%	4.36%	4.41%	4.36%	4.41%	4.36%	4.41%
人工工资	17.56%	37.48%	5.94%	12.71%	6.48%	13.88%	11.90%	25.48%
折旧	5.50%	2.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
能源	12.66%	0.92%	3.47%	0.24%	10.12%	0.69%	-8.52%	-0.58%
			4.69%	0.32%	-25.31%	-1.73%	0.20%	0.01%
制造费用	7.51%	3.73%	4.43%	2.00%	6.20%	2.81%	6.03%	2.73%
			-7.93%	-3.59%				
合计	100.00%	100.00%	14.96%	16.09%	1.86%	20.06%	13.97%	32.05%

2019上半年市场回顾分析：板块整体不及大盘，估值低于05年以来平均水平

- ▶ 截至6/21，2019年纺织服装行业申万一级指数上涨10.56%，跑输市场指数，处于申万28个子行业中第26位。
- ▶ 历经一年的调整，当前估值已低于2005年以来的平均水平，服装家纺和纺织制造18PE分别为26.90和18.19。
- ▶ 国际估值方面，与2016、2017、2018年同期对比，2019年估值压力继续缓解。

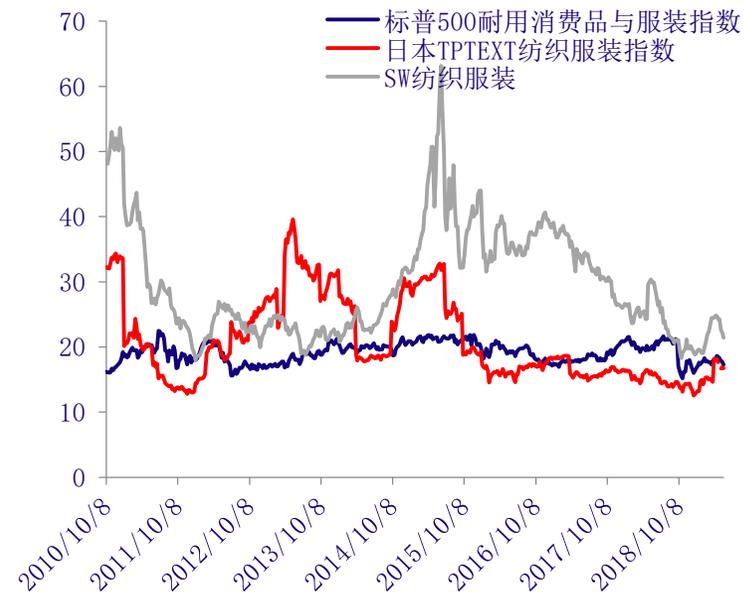
2018年初以来纺服与沪深300指数走势



2005年至今纺织服装板块估值水平变化



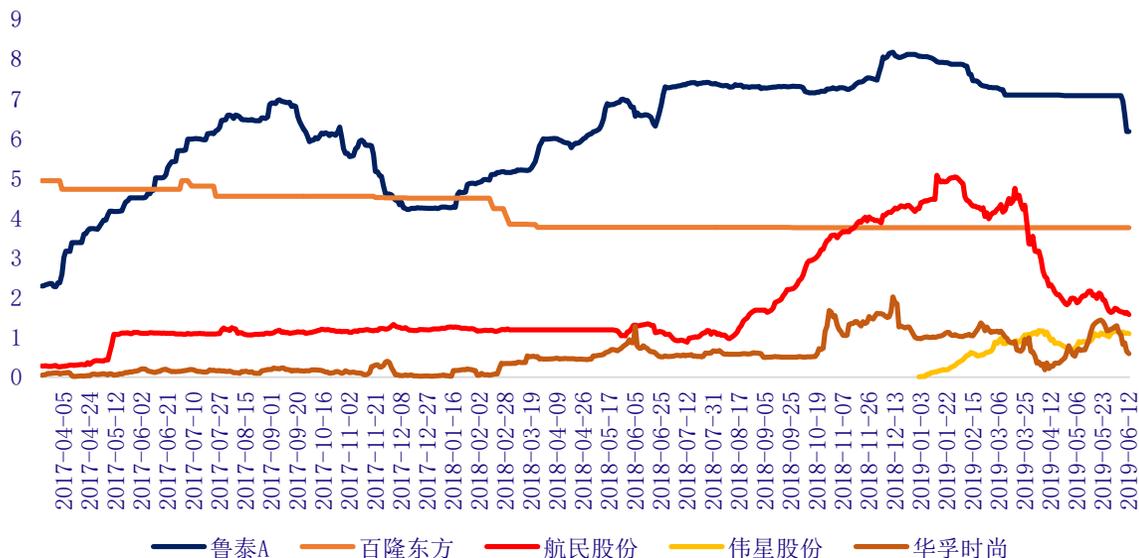
美、日、中三国纺织服装板块PE比较



投资主线I: A股加快国际化进程, 服装龙头为重要配置方向

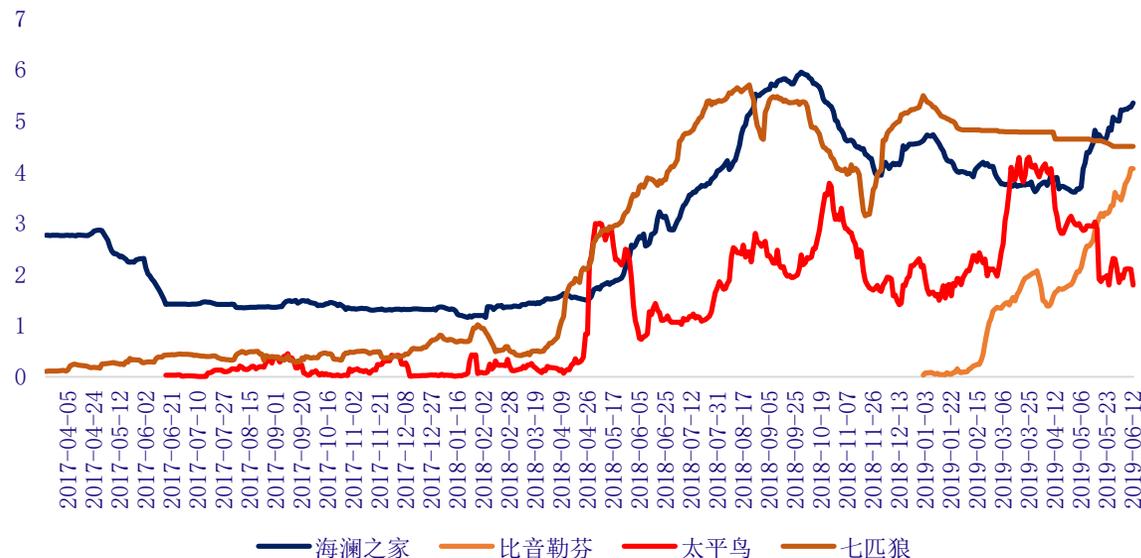
- MSCI增量资金逐渐入市, 消费龙头为重要配置方向。
- 随着A股加入MSCI指数, A股国际化进程仍在加快, 按照MSCI官方给出的成分股名单, 目前纺织服装行业共有2家公司(森马服饰、海澜之家)成为其中的成分股, 均为大盘股。

主要纺织制造公司北上资金持股比例



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

主要服装家纺公司北上资金持股比例



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

投资主线2：精选细分子行业优质公司

I

2

3

4

5

➤ 高景气赛道，存在一定行业红利：

- ✓ **童装：**森马服饰（002536.SZ），并表增厚利润，休闲复苏、童装高增长打造业绩“双引擎”。
- ✓ **运动服饰：**比音勒芬（002832.SZ），公司作为高尔夫子行业的龙头企业，属A股上市公司中较为稀缺的运动休闲标的，将受益于消费升级、运动行业高景气度、行业高速增长等红利。

➤ 行业增速放缓、细分行业龙头壁垒增强、竞争优势提升：

- ✓ **大众休闲：**海澜之家（600398.SH），鉴于公司已被纳入MSCI大盘股成分股，总市值、流动性处于行业前列，14年借壳上市至今累计分红超过90亿元，稳健经营背景下，兼顾品类、品牌成长可能性，同时外资配置享受一定估值溢价。
- ✓ **新模式：**开润股份（300577.SZ），考虑到公司是纺织制造板块内品牌销售能力较强，在A股市场上品类较为稀缺，同事公司目前仍处于高速增长阶段，品牌、品类拓展、渠道、供应链管理已逐步优化，B端、C端业务协同效应逐渐增强盈利能力。

➤ 主业经过长期调整后，显现业绩拐点并具有主题性投资机会：

- ✓ **户外运动：**探路者（300005.SZ），预计19年公司门店与店效同步提升。目前已显示出业绩拐点，在冬奥会等政策红利、市场规模持续扩大的背景下，我们预计公司将实现较快速的复苏。

- 世界经济发展不景气、世界贸易不确定性导致纺织服装出口下滑的风险；
- 国内宏观经济发展疲软导致终端纺织服装需求下降的风险；
- 生产成本如棉价、人力成本大幅波动的风险；
- 汇率大幅波动导致以出口为主的纺织制造企业净利润大幅波动的风险；
- 国际品牌加剧服装品牌竞争导致国内服装企业市占率下降的风险；
- 服装企业存货大幅减值的风险。

.....

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

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京西城区金融大街35号国际企业大厦C座

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn



证券分析师：李昂

执业证书编号：S0130517040001

纺织服装行业研究员：林相宜

从业证书编号：S0130118090029