

## 前三季度服装消费逐月改善，关注 Q4 传统销售旺季表现

### ——纺织服装 10 月行业动态报告

#### 核心观点

##### ● 最新观点

1) 至今 A 股上市家数共 83 家，其中纺织制造子板块有 30 家，服装家纺子板块有 53 家。中国纺织服装企业比例近年来有所提升，但总体较低，2018 年约 0.2%。国内纺服类上市公司与美国、日本情况基本一致，公司数量较少、市值规模较低。

2) A 股加快国际化进程，消费龙头为重要配置方向。目前纺织服装行业共有 2 家公司（森马服饰、海澜之家）成为 MSCI 成分股，均为大盘股。比音勒芬纳入富时罗素指数。截至 2019/10/25，北上资金共配置 31 家。

3) 纺织服装行业 2013 年起收入增缓慢增长，净利润增速逐年下降。因终端需求疲软，服装家纺板块业绩分化。2018 年人民币汇率大幅贬值，纺织制造板块盈利水平较优。受销售净利率影响，ROE 波动下降。

4) 社会消费品零售增长趋缓背景下，纺织服装景气度平稳。高端消费复苏、大众消费企稳。二季度纺织行业景气有所下降，企业对三季度运行信心仍强。

5) 行业整体规模持续增长，子行业发展周期进程不同，未来童装、运动服饰增速较高。纺织服装行业竞争格局较分散，行业龙头议价能力较强。纺织制造企业议价能力持续提升：龙头制造企业加速生产一体化、海外产能布局。

6) 多项政策刺激终端服装消费，但中美贸易摩擦影响纺织出口。服装质量、生产过程环保标准不断提高，催生企业产能升级、加速中小企业出清；二胎政策已全面放开，童装、母婴消费成服装子领域高景气赛道；中美贸易谈判持续，纺企海外产能转移缓解产品出口不确定性。

7) 技术革新：智能制造、新零售等因素加速行业成长。

##### ● 投资建议

截至 2019 年 10 月 25 日，纺织服装行业一年滚动市盈率为 23.38 倍，低于 2005 年以来的历史均值 (31.32)。年初以来，A 股市场投资情绪高涨，但纺服板块涨幅有限，处于申万 28 个子行业中第 24 位。

我们认为此时正是配置业绩靓丽、仍具估值修复空间个股的时机，我们继续推荐森马服饰 (002563.SZ)、海澜之家 (600398.SH)、比音勒芬 (002832.SZ)、开润股份 (300577.SZ)。截止 2019/10/25，价值型/成长型组合自年初以来累计收益分别为 20.99%/11.72%，分别跑赢 SW 纺织服装指数 15.06/5.8PCT。

##### ● 核心组合

|    | 证券代码      | 证券简称 | 月涨幅 (%) | 市盈率 PE (TTM) | 市值 (亿元) |
|----|-----------|------|---------|--------------|---------|
| 价值 | 002563.SZ | 森马服饰 | 6.86%   | 19.48        | 340.56  |
|    | 600398.SH | 海澜之家 | -4.42%  | 9.80         | 344.32  |
| 成长 | 002832.SZ | 比音勒芬 | -4.36%  | 20.43        | 81.23   |
|    | 300577.SZ | 开润股份 | -3.33%  | 34.67        | 70.69   |

##### ● 风险提示

终端消费回暖不及预期的风险，汇率大幅波动带来的风险等。

## 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

#### 特别鸣谢

林相宜

☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130118090029

对本报告编制提供信息

相对沪深 300 表现图 2019.10.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

【银河纺服】行业动态报告\_纺织服装行业\_8 月服装消费边际改善，关注估值修复、业绩确定性较强标的\_201909

【银河纺服】行业动态报告\_纺织服装行业\_7 月服装消费放缓，关注估值修复、中报超预期标的\_201908

【银河纺服】行业动态报告\_纺织服装行业\_细分行业景气度分化，关注具有估值修复机会的个股\_201907

【银河纺服】行业动态报告\_纺织服装行业\_5 月服装消费环比改善，短期关注下游高景气细分子行业\_201906

## 目 录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>一、纺织服装行业是重要的民生产业</b> .....                        | <b>1</b>  |
| (一) 纺织服装行业是国民经济的传统支柱产业、重要民生产业.....                   | 1         |
| (二) 资本市场维度 1: 上市家数增至 83 家, A 股市值占比仍较小.....           | 2         |
| (三) 资本市场维度 2: A 股加快国际化进程, 消费龙头为重要配置方向.....           | 4         |
| (四) 纺织服装产业链: 越靠下游毛利率越高.....                          | 4         |
| 1. 上游纺织制造行业以出口外销为主, 行业壁垒逐年提高.....                    | 4         |
| 2. 中游设计生产包括服装设计和生产, 主要受生产地人力成本政策等影响.....             | 5         |
| 3. 下游销售以国内销售为主, 产品、品牌、渠道较为重要, 主要包括产成品的批发、零售.....     | 5         |
| (五) 财务分析: 服装家纺业绩分化持续, 纺织制造盈利显著提升.....                | 6         |
| 1. 因终端需求疲软, 服装家纺板块业绩分化.....                          | 6         |
| 2. 2019 年人民币汇率升值后续贬值, 纺织制造板块盈利水平随之变化明显.....          | 7         |
| 3. 纺织服装行业存货周转天数波动下降, 应收账款周转天数波动上升.....               | 8         |
| 4. 纺织服装行业现金流结构较健康.....                               | 8         |
| 5. 杜邦分析: 受销售净利率影响, ROE 波动下降.....                     | 9         |
| <b>二、社会消费品零售增长趋缓背景下, 纺织服装景气度回落</b> .....             | <b>10</b> |
| (一) 高端消费复苏、大众消费企稳.....                               | 10        |
| (二) 二季度纺织行业景气有所下降, 企业对三季度运行信心仍强.....                 | 11        |
| 1. 纺织生产指数上升, 销售指数下降.....                             | 11        |
| 2. 产品销售价格和原料购进价格双双下滑.....                            | 11        |
| 3. 原材料库存下降, 产成品库存上升.....                             | 11        |
| <b>三、智能制造、新零售重塑纺织服装行业竞争格局, 催生行业集中度提升</b> .....       | <b>12</b> |
| (一) 服装需求呈多元化、个性化趋势, 消费者日趋理性.....                     | 12        |
| (二) 行业整体规模持续增长, 子行业发展周期进程不同.....                     | 13        |
| (三) 纺织服装行业竞争格局较分散, 行业龙头议价能力较强.....                   | 14        |
| 1. 纺织制造企业议价能力持续提升: 龙头制造企业加速生产一体化、海外产能布局.....         | 14        |
| 2. 服装家纺企业议价能力普遍较强: 终端零售直接影响企业毛利率水平.....              | 14        |
| (四) 多项政策刺激终端服装消费, 中美贸易摩擦影响纺织出口.....                  | 14        |
| 1. 服装质量、生产过程环保标准不断提高, 催生企业产能升级.....                  | 14        |
| 2. 二胎政策已全面放开, 童装、母婴消费成服装子领域高景气度赛道.....               | 14        |
| 3. 中美贸易谈判持续, 纺企海外产能转移缓解产品出口不确定性.....                 | 15        |
| (五) 技术革新: 智能制造、新零售等因素加速行业成长.....                     | 15        |
| 1. 聚焦数字平台的建设、人工智能和区块链技术, 提高服务效率.....                 | 15        |
| 2. “新零售”, 整合业态结构, 起步生态圈建设.....                       | 15        |
| 3. 柔性化改造“供应链”, 加强前端生产弹性度.....                        | 16        |
| (六) 国际品牌发展已实现全球化, 国内服装业竞争激烈、集中度低.....                | 16        |
| 1. 国内童装、运动服饰成高景气赛道, 国内服装市场规模增速超过美国.....              | 16        |
| 2. 中国服装行业目前仍处于集中度提升进程中, 竞争异常激烈.....                  | 17        |
| 3. 国际品牌发展已实现全球化, 国内仍需借鉴国际品牌优秀管理经验.....               | 17        |
| <b>四、纺织服装行业目前估值低于 05 年以来均值水平, 今年仍有很大估值修复空间</b> ..... | <b>18</b> |
| (一) 年初至今板块表现弱于沪深 300, 估值仍有提升空间.....                  | 18        |
| (二) 目前估值低于 05 年以来均值水平, 今年仍有很大估值修复空间.....             | 18        |
| (三) 与市场相比, 纺织服装行业估值处于中游水平.....                       | 19        |
| (四) 国内纺织服装板块市盈率高于美日, 相对溢价率处于较低水平.....                | 20        |
| <b>五、行业面临的问题及建议</b> .....                            | <b>21</b> |
| (一) 现存问题.....  | 21        |

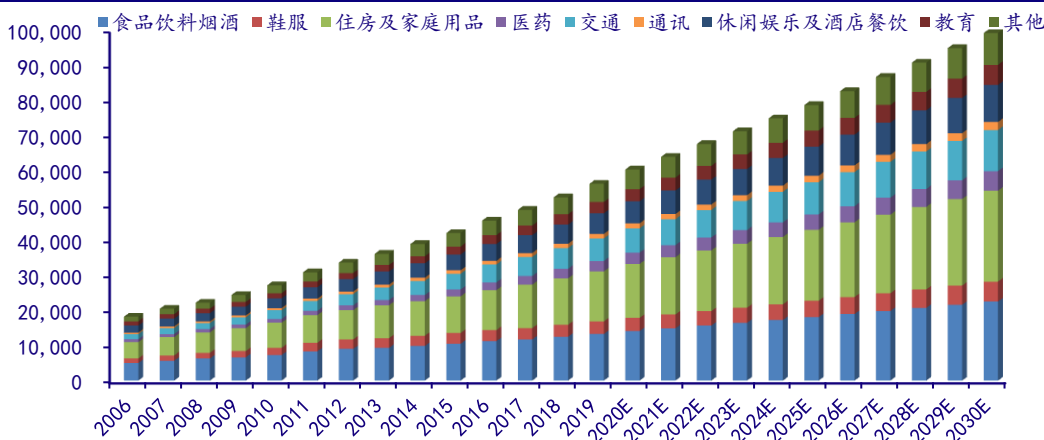
|   |           |
|---|-----------|
| 1.盈利管理能力有待提高，纺织企业棉花期货、汇率对冲等管理能力不足               | 21        |
| 2.面料研发、服装设计、品牌影响力等自主性不足，导致中国纺织服装企业核心竞争力不足       | 21        |
| 3.上游纺织制造生产效率仍有提高空间，海外投资步伐有待加快                   | 21        |
| 4.营销效率仍有提升空间，对新兴电商渠道重视程度不够                      | 21        |
| 5.企业供应链管理仍有提升空间，柔性供应链、快速反应能力有待提高                | 21        |
| (二) 建议及对策                                       | 22        |
| 1.制定和落实产业政策，加大财政金融支持力度                          | 22        |
| 2.建议优化棉花管理体制，优化生产成本结构                           | 22        |
| 3.加大研发投入，以面料开发、服装设计、品牌意识等为公司核心竞争力               | 22        |
| 4.加快对外投资步伐，有效实施政府的对外职能                          | 22        |
| 5.纺织工业应当加速“智能制造”进程                              | 22        |
| <b>六、投资建议及股票池</b>                               | <b>23</b> |
| (一) 最新观点：板块表现分化，仍处于估值底部，具有配置机会                  | 23        |
| 1.重点关注低估值、高股息率、有业绩支撑个股                          | 23        |
| 2.高景气赛道，存在一定行业红利                                | 24        |
| 3.行业增速放缓、细分行业龙头壁垒增强、竞争优势提升                      | 24        |
| (二) 核心组合  | 25        |
| 1.价值型组合：关注子行业龙头壁垒、竞争优势的提升                       | 26        |
| 1) 海澜之家（600398）：收入稳健增长，多品牌矩阵发展可期                | 26        |
| 2) 森马服饰（002536）：线上增长、Kidiliz 并表致营收高增，整合过程拖累净利表现 | 27        |
| 2.成长型组合：关注高弹性、确定性强的绩优股                          | 28        |
| 1) 比音勒芬（002832）：毛利净利水平改善、维持内生高增长                | 28        |
| 2) 开润股份（300577）：C 端业务大放异彩，促整体收入增长 76.19%        | 29        |
| <b>七、风险提示</b>                                   | <b>30</b> |

## 一、纺织服装行业是重要的民生产业

### (一) 纺织服装行业是国民经济的传统支柱产业、重要民生产业

虽然日常消费品的品类已极大丰富，服装及其他纺织品的支出仍为我国居民消费支出结构中的重要部分。和许多日常消费品一样，服装纺织品的消费也随着本行业的发展和人民生活水平、消费能力的普遍提高而呈现分层化和升级化的趋势。而作为最贴近人民日常生活的行业之一，人民生活水平的提高也可以直接从服装行业品牌的多样化和个性化中得到直接体现。由此来看，纺织服装行业在居民的生活中起到了举足轻重的作用。

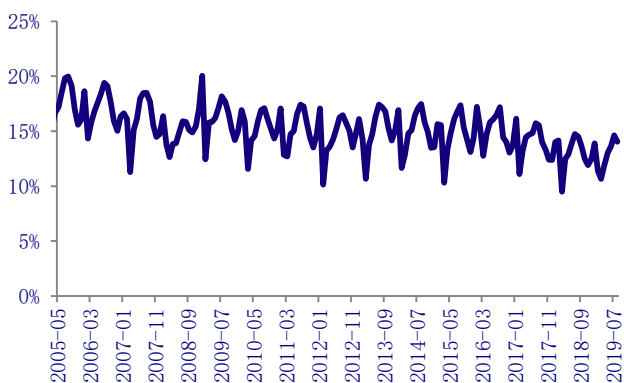
图 1：中国居民消费支出结构（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

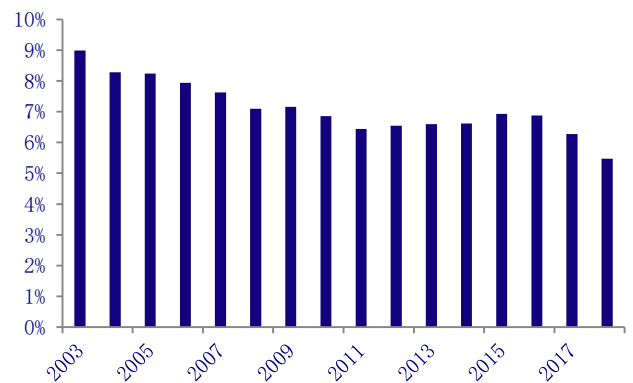
从我国纺织服装产业历史发展的角度看，服装产业为国内消费者提供服饰需求，并为国家创造大量外汇，支持了我国的经济建设。经数十年发展，我国已成为服装大国，却并非服装强国，服装产业问题众多，引起了服装产业停滞衰退。此时，我国政府提出了供给侧改革、三品战略等一系列政策措施，从国家层面促进消费品工业的发展。此外，纺织服装行业作为传统的劳动密集型行业，对国家和地区的劳动就业具有拉动作用。由此可见，服装在经济建设中具有重要作用。

图 2：纺织业出口在中国出口总量中所占比例变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 3：纺织业主营业务收入在工业企业中的占比变化

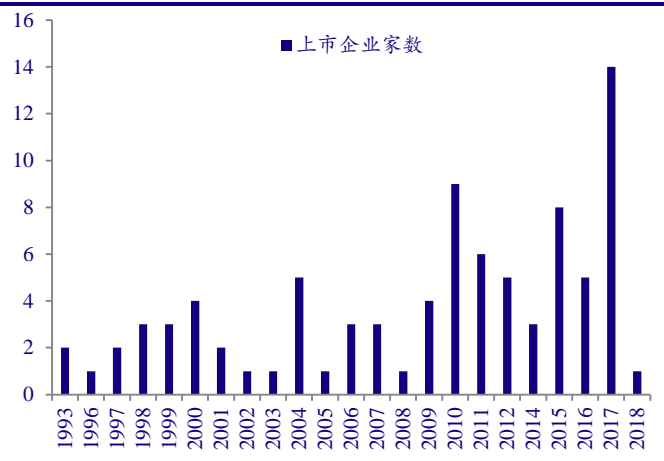


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## (二) 资本市场维度 1: 上市家数增至 83 家, A 股市值占比仍较小

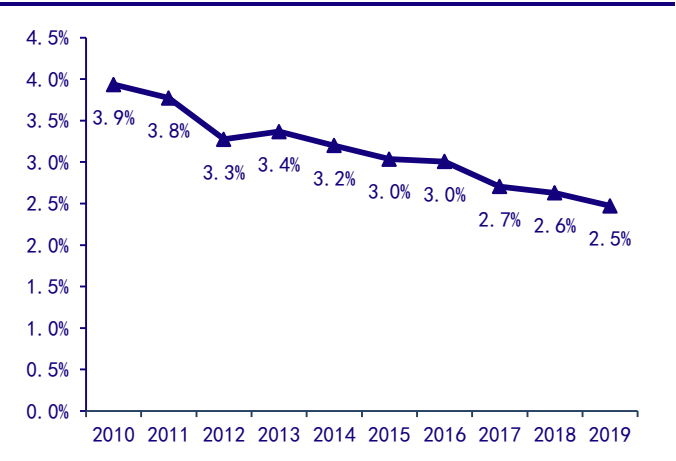
至今 A 股上市家数共有 83 家 (申万分类, 剔除 B 股), 其中纺织制造子板块有 30 家、服装家纺子版块有 53 家, 占比中国纺织服装企业比例近年来有所提升, 但总体较低, 2018 年约 0.2%。港交所 (HS) 纺织品及布料、(HS) 服装、(HS) 鞋类、(HS) 其他服饰配件子行业共有 140 家上市公司。纺织服装板块相对上证综指 β 值 (最近 24 个月) 平均为 1.0984 (剔除 24 个月内上市的公司)。在消费增速下降和宏观经济疲软的背景下, 服装行业整体竞争越发激烈、纺织行业积极海外布局以降低生产成本, 导致纺织服装行业整体在 2017 年迎来上市潮, 2018 年以来上市企业较少。随着行业集中度的不断提升, 预计未来新上市企业数量增速不会很快, 更多的是已上市的较大型纺织服装企业在提升行业集中度、品牌影响力等。

图 4: 我国 A 股纺织服装企业上市时间划分



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

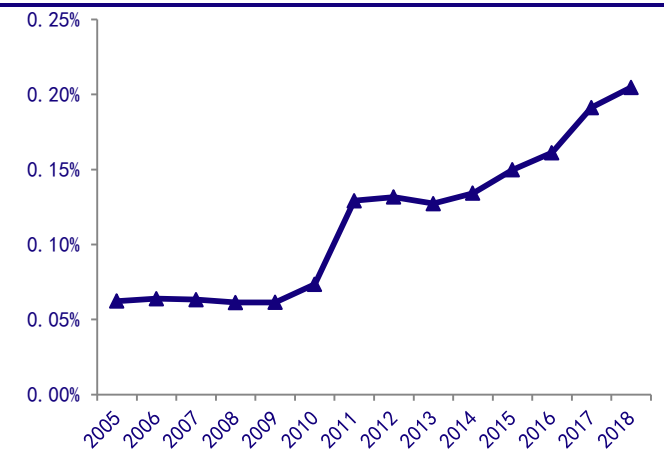
图 5: 纺织服装上市公司数量占 A 股上市公司数量比例逐年递减



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

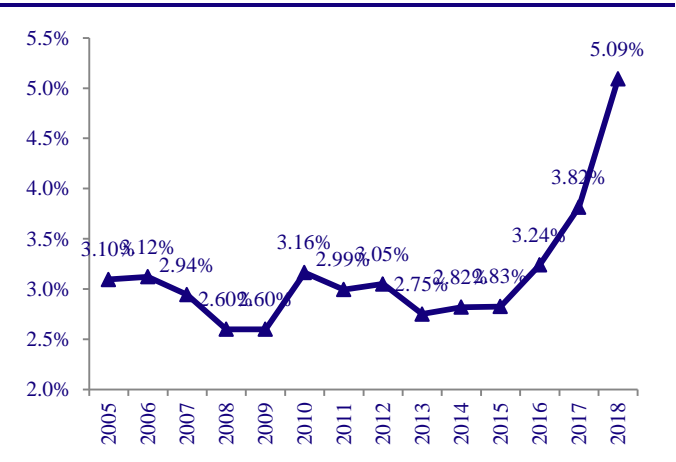
A 股纺织服装上市公司数量占国内纺织服装行业整体比例不足 1%。由于纺织服装行业是传统的劳动密集型产业, 以中小企业居多, 较为零散, 集中度较低, 导致上市的纺织服装企业较少。A 股纺织服装企业主营业务收入占比逐年提升, 2018 年迅速提升至 5.09%, 说明已上市的纺企盈利能力正不断加强。

图 6: A 股纺织服装上市公司数量占纺织服装企业整体比例较低



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

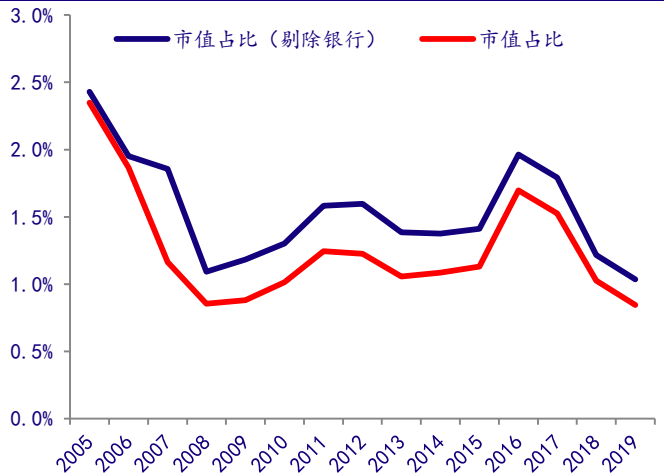
图 7: A 股纺织服装上市公司主营业务收入占纺织服装企业整体



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

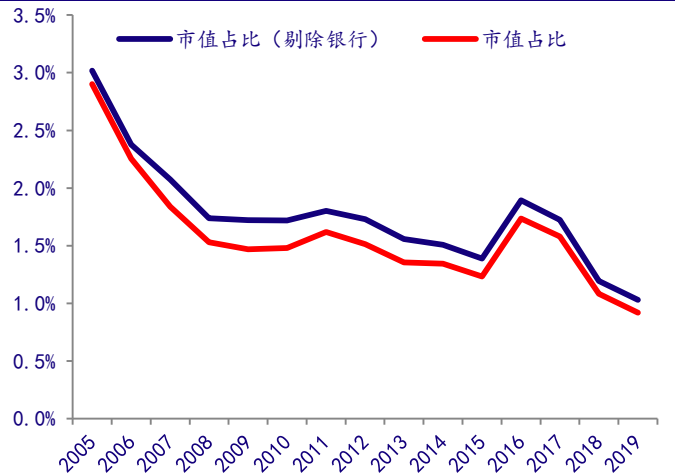
由于纺织服装行业处于完全竞争市场，市场集中度较低，导致纺企普遍规模较小，纺织服装板块自 2016 年以来，市值占比持续降低，主要因为 15 年以来存货结构调整、终端消费不景气、竞争愈发激烈等因素。

图 8：A 股纺织服装企业市值占比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

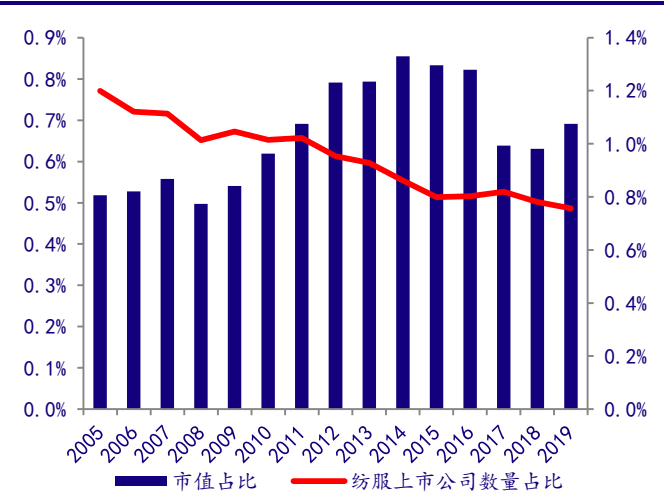
图 9：A 股纺织服装企业流通市值占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

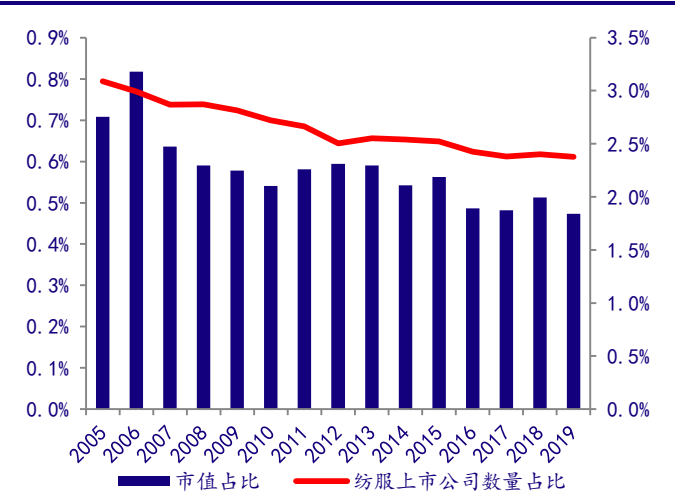
对比美国、日本纺企数量和市值情况，可以看出：从纺织服装企业数量上来看，美国、日本数量占比均低于中国，与中国趋势一致，占比均呈下降趋势；从纺织服装企业市值占比情况来看，中国与日本占比高于美国，三国占比均较低，低于 3%。综上，国内纺织服装类上市公司与国际情况基本一致，公司数量较少、市值规模较低。

图 10：美国纺织服装类上市公司数量/市值占比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 11：日本纺织服装类上市公司数量/市值占比



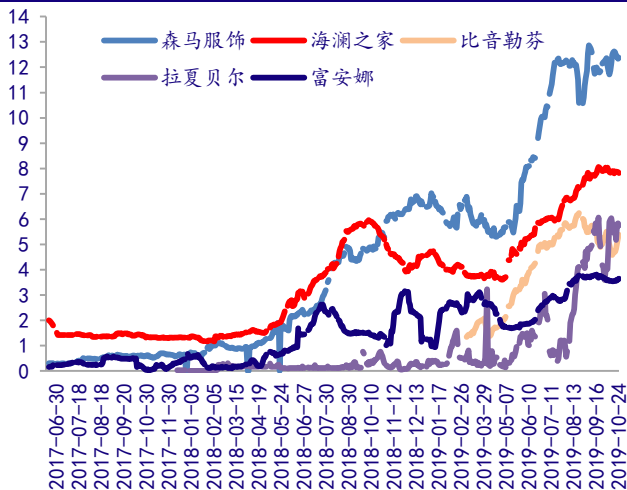
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### (三) 资本市场维度 2: A 股加快国际化进程, 消费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。

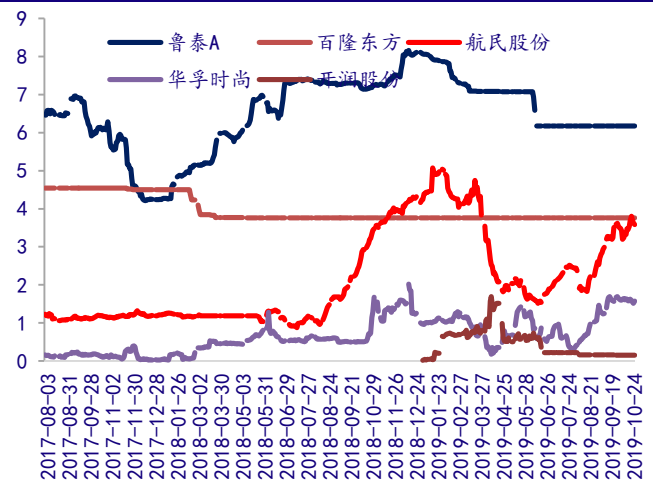
北上资金持续加仓消费龙头: 2019 年至今纺织服装行业涨幅有限, 但北上资金对于纺织服装行业龙头的配置比重稳中有升。但拉长周期从 2017 年开始, 北上资金对于纺织服装行业龙头的配置比例仍在上升通道中。截至 2019/10/25, 申万纺织服装板块 83 家上市公司中, 北上资金共配置 31 家, 其中服装家纺子板块北上资金持股占自由流通股比例较高, 服装家纺板块前五名分别为森马服饰(002563.SZ)、海澜之家(600398.SH)、拉夏贝尔(603157.SH)、比音勒芬(002832.SZ)、富安娜(002327.SZ); 纺织制造板块前五名分别为鲁泰 A(000726.SZ)、百隆东方(601339.SH)、航民股份(600987.SH)、华孚时尚(002042.SZ)、开润股份(300577.SZ)。

图 12: 服装家纺子板块北上资金持股比例前五名变化情况 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 13: 纺织制造子板块北上资金持股比例前五名变化情况 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (四) 纺织服装产业链: 越靠下游毛利率越高

#### 1. 上游纺织制造行业以出口外销为主, 行业壁垒逐年提高

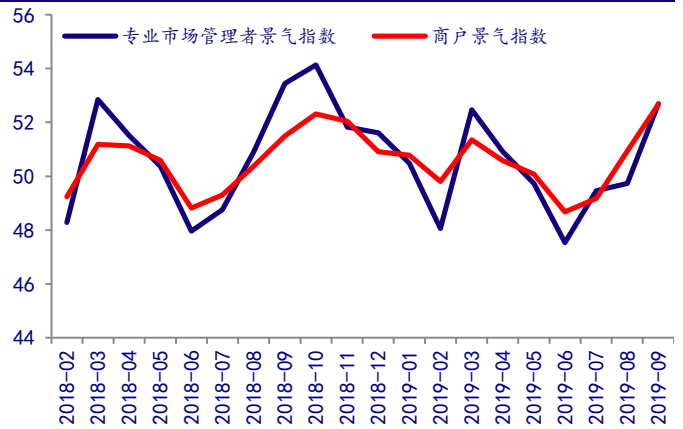
上游纺织制造行业受棉花、石油等大宗商品价格影响, 与制造业类似, 具有一定周期性, 以出口外销为主, 劳动力、固定资产、生产效率、生产规模、汇率、环保政策等影响较大。上游行业的制造企业主营靠外销, 核心竞争力主要表现在技术研发能力、供应链管理、产能布局、规模效应等方面。2013 年以来柯桥纺织景气指数双向波动, 2016 年制造业回暖, 经济形势上行, 景气指数表现强势, 但 2018 年受到宏观经济经济面低迷、中美贸易战影响下降幅度较大。18 年纺织服装市场景气指数震荡幅度较大, 年中主要受到贸易摩擦升温和销售淡季影响, 管理者景气指数和商户景气指数双双下跌。19 年受全球宏观经济不确定性增强、中美贸易持续谈判结果不明朗, 上游纺企订单普遍偏谨慎, 景气指数趋势向下。19 年 9 月, 专业市场景气继续回升, 商户景气指数突破 50, 销售预期转好。

图 14: 柯桥纺织总景气指数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 15: 纺织服装行业市场专业景气指数



资料来源: 中国纺织工业联合会流通分会, 中国银河证券研究院

## 2. 中游设计生产包括服装设计和生产, 主要受生产地人力成本政策等影响

中游设计行业, 分为品牌签约设计师和独立设计师, 设计师需要平衡个人风格与商业规模的矛盾, 而且需要具有跟上潮流甚至引领潮流的能力。中游生产制造行业产品销售方向分为外销和内销, 外销加工制造约占 60%, 其余为内销品牌零售, 受我国人力成本、原材料成本逐年提升、东南亚国家政策支持等原因, 内销的占比呈上升趋势。中游服装生产制造有 OBM/ODM/OEM 三种模式, 毛利率依次降低。

表 1: 服装生产制造的模式解析

| 模式  | 定义   | 毛利率    | 特点   |
|-----|--|--------|--|
| OBM | Original Brand Manufacture<br>代工厂经营自有品牌    | 35-50% | 生产商自行创立产品品牌, 生产、销售拥有自主品牌的产品, 直接面向终端消费者, 故毛利率最高。<br>可同时进行设计和生产, 采取买断或不买断的方式提供给品牌商。买断方式是由品牌商买断 ODM 厂商现成的某型号产品的设计, 或品牌商单独要求 ODM 厂商为自己设计产品方案; 不买断方式是品牌商不买断 ODM 厂商某型号产品的设计, ODM 厂商可将同型号产品的设计采取不买断的方式同时卖给其他品牌。 |
| ODM | Original Design Manufacturer<br>原始设计制造商    | 10-20% | 大部分国内服装制造企业采用此模式。制造商按照品牌商的产品样式和需求进行加工生产, 获得代工费。而品牌商不直接生产产品, 而是利用自己掌握的“关键的核心技术”, 负责设计和开发、控制销售渠道。  |
| OEM | Original Equipment Manufacturer<br>原始设备制造商 | 5-10%  |  |

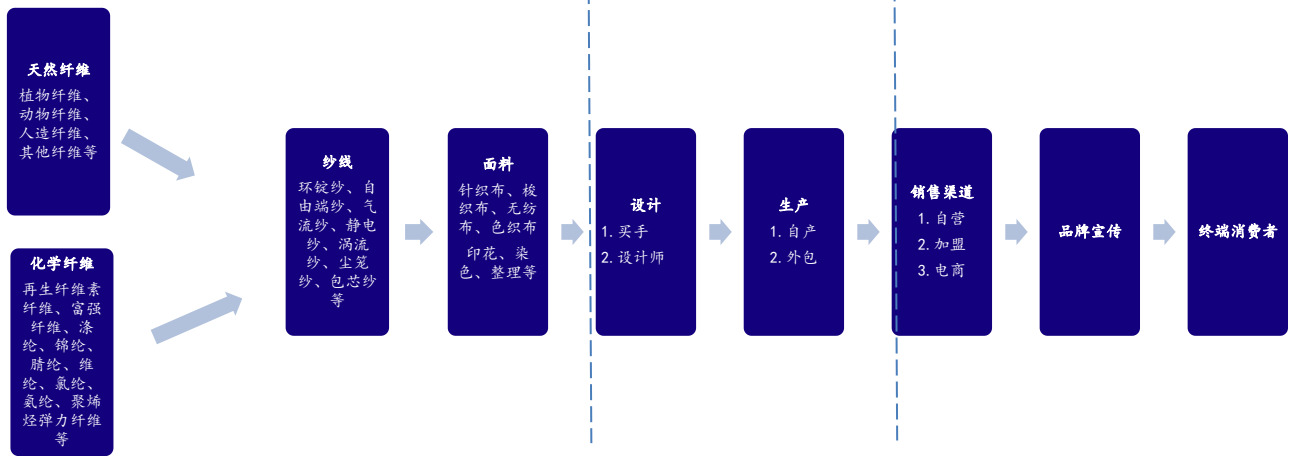
资料来源: 百度百科, 中国银河证券研究院

## 3. 下游销售以国内销售为主, 产品、品牌、渠道较为重要, 主要包括产成品的批发、零售

下游品牌零售行业核心竞争力主要体现在销售渠道布局、品牌开发与运作能力、产品设计研发、供应链管理等方面。品牌商和销售商利润远高于加工生产商, 约在 40-50%, 而服装制造商的毛利率仅在 15% 左右。

图 16: 纺织服装行业产业链情况





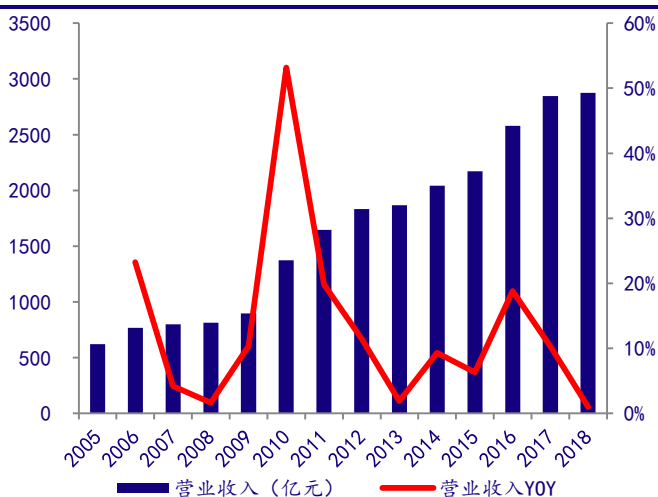
资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

## (五) 财务分析：服装家纺业绩分化持续，纺织制造盈利显著提升

### 1. 因终端需求疲软，服装家纺板块业绩分化

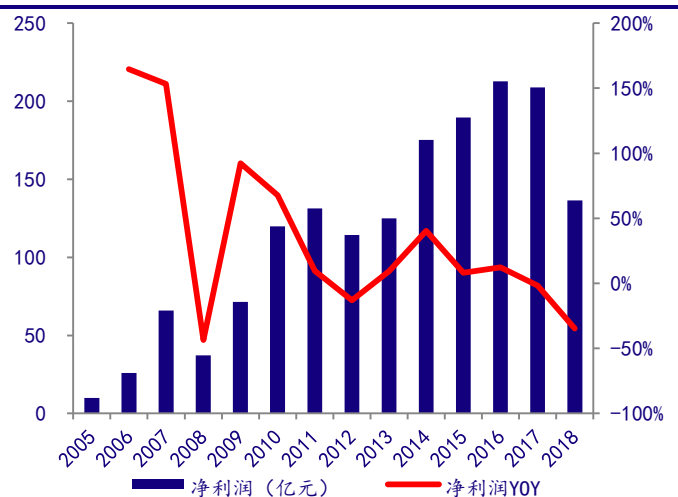
纺织服装行业 2013 年起收入增速缓慢增长，净利润增速逐年下降。受益于服装消费分层、个性化消费兴起以及线上线下销售渠道的拓宽，2005 年以来纺织服装行业的营业收入保持了强劲的增长势头，行业总体上仍处于稳定增长区间，2018 年行业体量较 2017 年仅增长 1%。整体社会消费品零售总额累计同比增速持续下行，备货秋冬季产品单价较高，行业库存压力普遍较大，叠加多家企业在 2018 年三季度采取剪标等大幅度折扣去库存的手段，服装家纺板块业绩短期压力较大。

图 17：纺织服装行业 2013 年起收入增速缓慢增长



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

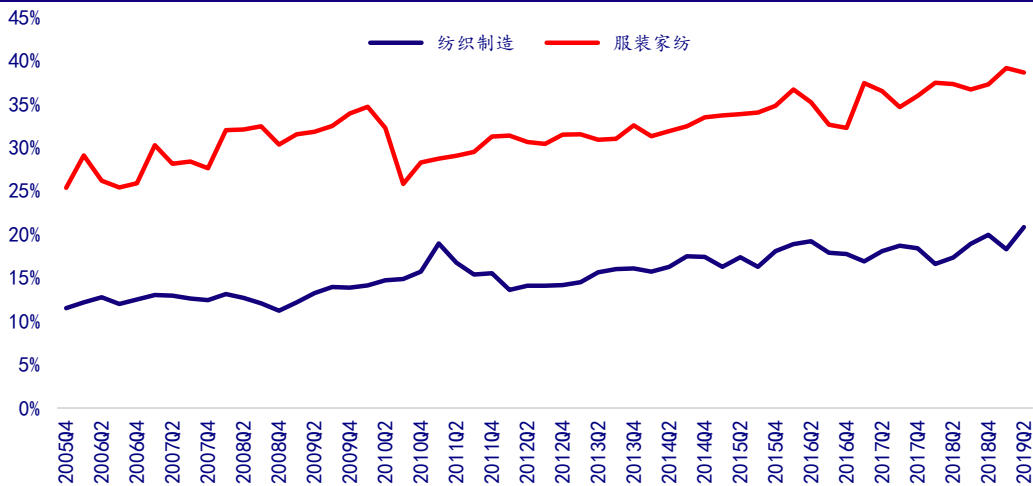
图 18：纺织服装行业净利润增速逐年下降



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

18Q4/19Q1/19Q2 纺织服装行业平均毛利率 30.90%/31.79%/32.00%，较上年同期均有所增加，下游受季节性、宏观经济消费影响较大。服装家纺子行业毛利率明显高于纺织制造子行业，因为下游服装销售普遍加价率较高。但较高的销售费用降低了服装家纺子行业的利润水平。同时，毛利率受宏观经济消费水平影响较为明显，当终端消费疲弱时，直接影响毛利率水平，同时可能造成较大的存货压力。

图 19：2005 年至今纺织制造、服装家纺逐季毛利率

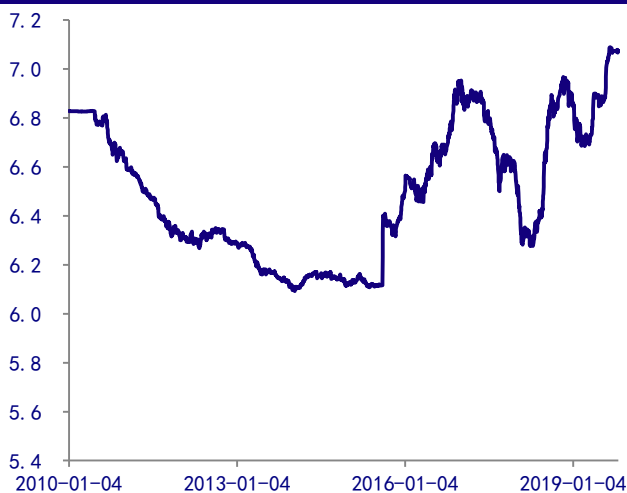


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 2.2019 年人民币汇率升值后续贬值，纺织制造板块盈利水平随之变化明显

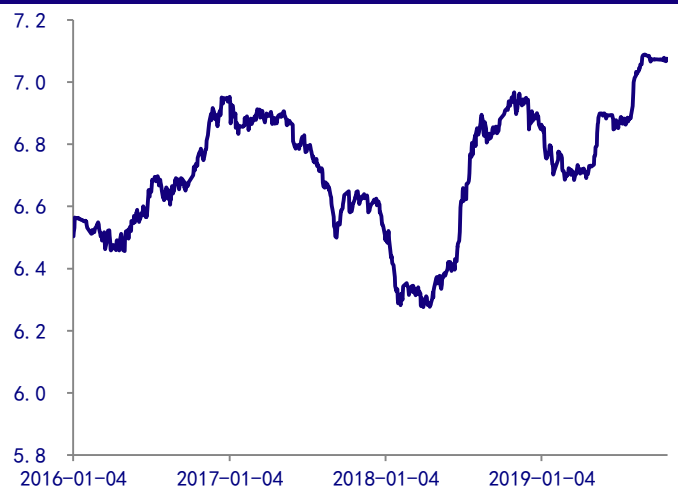
虽然出口回暖、海外及新疆新增成本较低产能陆续释放等利好因素，但由于中美贸易摩擦的不确定性较强，出口关税持续增加，纺织制造公司业绩短期内承压，叠加人民币汇率自 19 年以来较 18 年底略有升值，纺织制造子板块 19Q1 收入/净利润/扣非净利润分别为 237.85/17.10/8.49 亿元，同比增速 13.49%/48.35%/9.99%；纺织制造子板块 19Q2 收入/净利润/扣非净利润分别为 259.59/21.18/18.54 亿元，同比增速 1.57%/0.49%/10.54%。

图 20：2010 年至今美元兑人民币中间价走势



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

图 21：2016 年年初至今美元兑人民币中间价走势

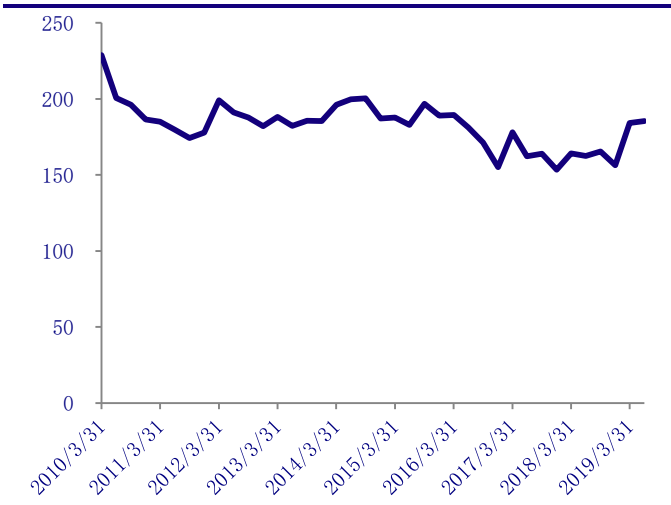


资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

### 3. 纺织服装行业存货周转天数波动下降，应收账款周转天数波动上升

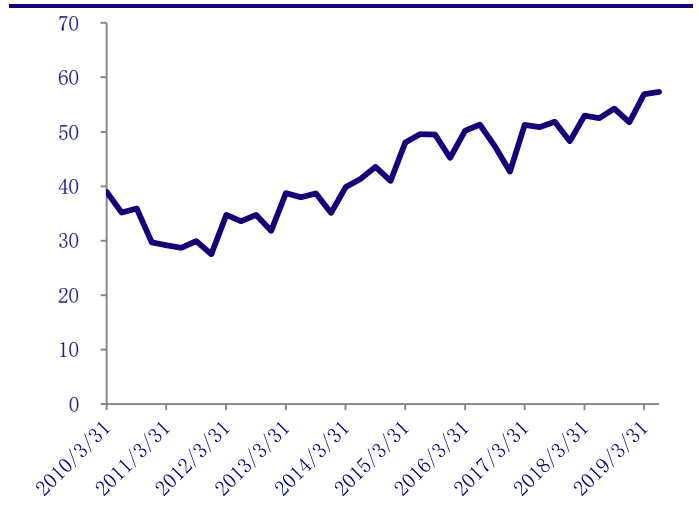
纺织服装行业存货周转天数整体呈波动下降趋势，企业存货管理能力有所提升。说明即使在终端消费不景气的背景下，企业的收账速度保持增长，企业的营运管理能力逐步增长。存货周转天数呈季节波动的特点，在三季度普遍备货单价较高的秋冬货品的背景下，存货周转天数会有季度性上升，说明公司重视解决服装行业内生性的存货问题，通过改善库龄结构、增加产品设计以增加适销度、增强终端零售数据反馈及分析能力等，不断提高公司的存货管理，降低营运成本，从而增强公司的盈利能力。

图 22：2010 年至今纺织服装行业存货周转天数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 23：2010 年至今纺织服装行业应收账款周转天数

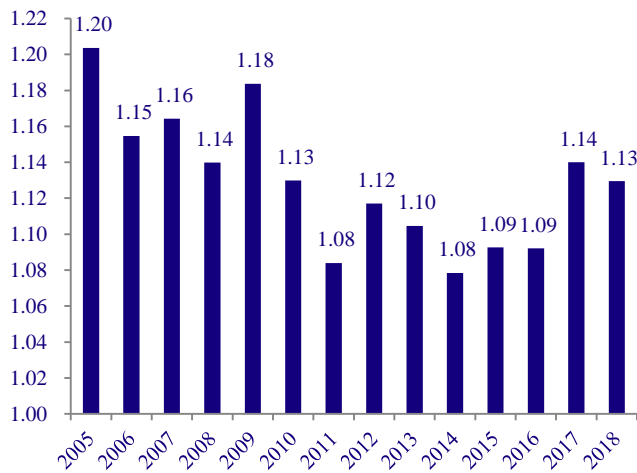


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

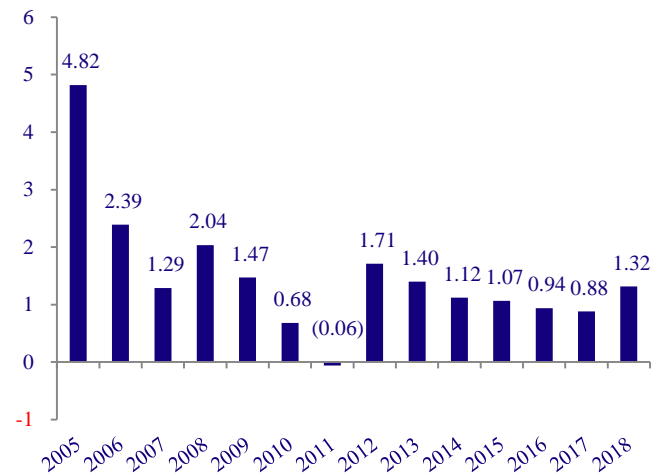
### 4. 纺织服装行业现金流结构较健康

根据现金流量表的特点，经营性现金流净流入是企业主要业务收入创造的现金流，即确认的营业收入收回的现金量，考虑增值税的情况下，一般值约为 1.16（2018.5.1 起增值税从 17% 改为 16%，此处以 1.16 为一般标准），即经营活动现金净流入/营业收入=1.16。纺织服装行业是传统的现金流较好的行业，从 2005-2018 年的经营数据来看，纺织服装行业的现金流状况较为充裕，受近年来业务扩张等因素，现金流有所降低，但整体上现金流情况较好。

考虑到经营活动现金流出并不全部等于营业成本和期间费用之和，从实际情况来看，经营活动现金流量净额/净利润比例超过 1 是比较好的状态，意味着业务发展创造的净利润均通过现金流入至企业。从纺织服装行业经营活动现金流量净额/净利润来看，与经营性现金流净流入/营业收入情况向对应，普遍终端销售情况不及预期时，经营性现金流情况将会出现下降。

**图 24：经营性现金流净流入/营业收入情况较正常**


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

**图 25：经营性现金流净额/净利润状况逐年下降**


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 5.杜邦分析：受销售净利率影响，ROE 波动下降

纺织服装行业净资产收益率（ROE）波动下降，从 2014 年的 20.08% 下降至 2018 年的 10.48%。根据杜邦分析法的分解，ROE 的变化主要受三个因素影响：权益乘数、资产周转率、销售净利率。其中销售净利率变动影响最大，2018 年仅为 4.75%，表明公司营业收入转化成净利润的效率有所下降，需继续降低费用，压缩成本；权益乘数小幅波动下降，可能是受近几年去杠杆政策的影响，负债比率下降，公司杠杆随之下降；资产周转率变动不大，这表明板块公司的资产利用效率基本保持稳定。

**表 2：纺织服装行业杜邦分析指标**

| 年份   | ROE (%) | 权益乘数 | 资产周转率 | 销售净利率 (%) |
|------|---------|------|-------|-----------|
| 2010 | 24.46   | 1.97 | 1.43  | 8.72      |
| 2011 | 22.79   | 1.95 | 1.47  | 7.98      |
| 2012 | 15.89   | 1.88 | 1.36  | 6.23      |
| 2013 | 16.13   | 1.86 | 1.29  | 6.69      |
| 2014 | 20.08   | 1.88 | 1.24  | 8.59      |
| 2015 | 19.75   | 1.94 | 1.17  | 8.73      |
| 2016 | 17.92   | 1.81 | 1.20  | 8.25      |
| 2017 | 15.50   | 1.81 | 1.17  | 7.34      |
| 2018 | 10.48   | 1.78 | 1.24  | 4.75      |

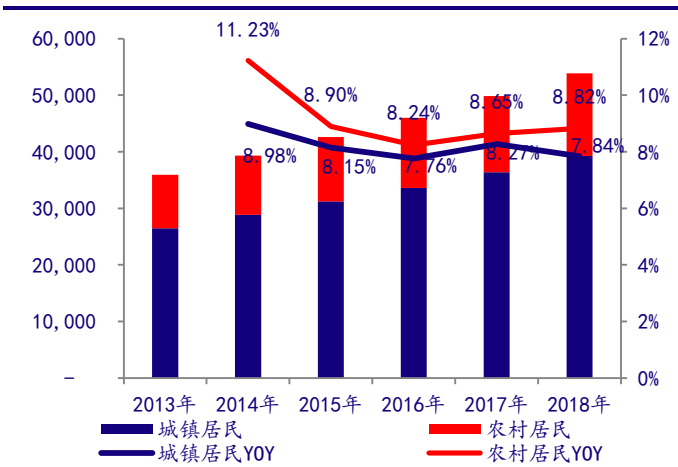
数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、社会消费品零售增长趋缓背景下，纺织服装景气度回落

### (一) 高端消费复苏、大众消费企稳

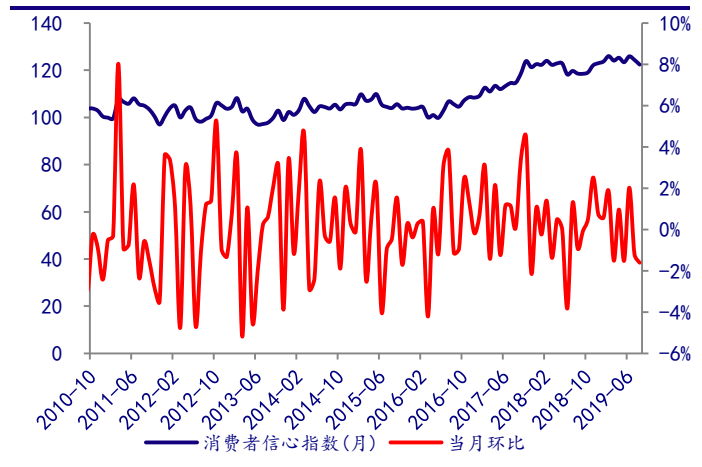
农村居民的消费改善弹性大于城镇居民，2018 年我国农村居民的人均可支配收入同比增速有显著提升，但城镇居民的人均可支配收入增速出现明显下滑。消费者信心指数近年来震荡上行，2018 年受全球经济形势低迷和国内经济形势放缓影响，指数增速放缓甚至有所下降，但长期来看指数总体上行。

图 26：城镇、农村居民人均可支配收入增速不同



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 27：消费者信心指数总体向上

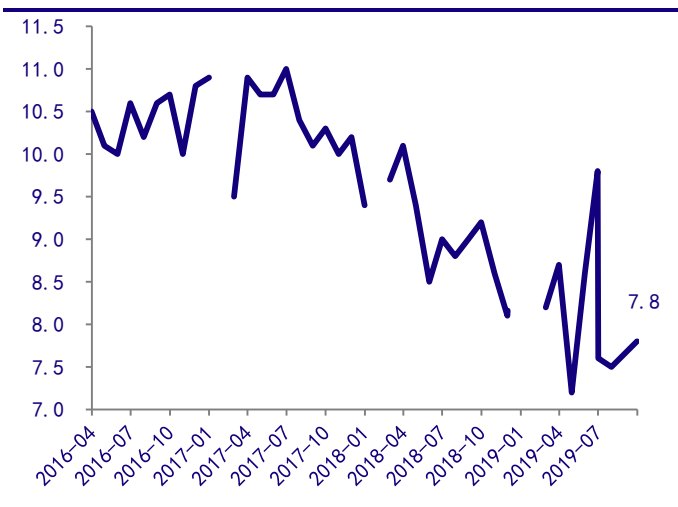


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

截至 2019 年 9 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.80%，表现符合预期，9 月数据环比提升，社零分项处于分化状态。

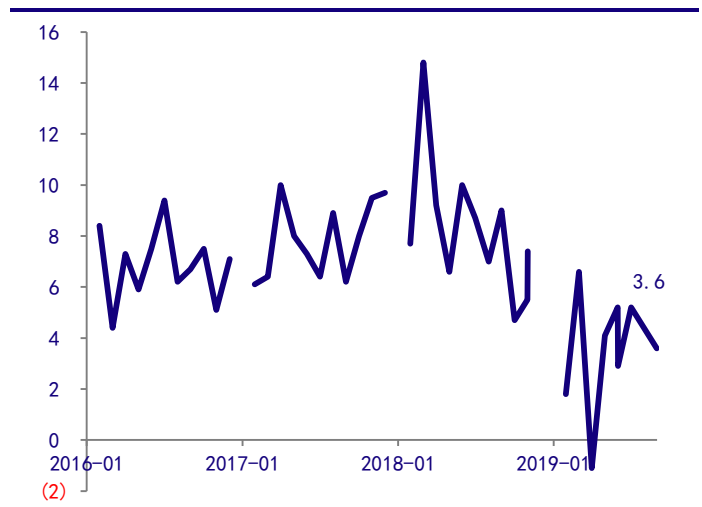
限额以上企业消费品零售总额服装鞋帽针织品类同比增长 3.6%，较去年同期下滑 5.4 个百分点，行业销售增速持续下行。我们预计未来服装销售将随着宏观经济的缓慢回暖而复苏。

图 28：2016 年至今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

图 29：服装鞋帽针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

## （二）二季度纺织行业景气有所下降，企业对三季度运行信心仍强

中国纺织工业联合会为了跟踪研究我国纺织企业景气变化情况，了解企业经营管理者对行业和本企业发展的信心，开展了纺织企业经营管理者调查问卷活动。根据第三十七期调查问卷数据测算，纺织行业总体景气指数有所下降，企业对三季度信心仍强。2019年二季度纺织行业景气指数52.0，较2019年一季度行业景气指数下降3个点，预期2019年三季度纺织行业景气指数为57.5，高于本期景气指数，显示企业对下三季度行业生产信心较强。从分项指数来看，呈现以下特点：

### 1. 纺织生产指数上升，销售指数下降

2019年二季度，虽然受到国内外宏观形势日趋严峻的影响，行业景气指数总体有所下滑，但企业不断调整生产节奏，生产指数高于一季度。二季度生产指数为59.6，较2019年一季度上升3.8个点。

受国际经济形势复杂、国际市场需求乏力等因素影响，2019年二季度，新订单指数为49.5，较2019年一季度下降9.4个点，其中，国外订单指数为47.4，较2019年一季度下降8.2个点。

从国内外市场数据表现来看，二季度内销增速继续回落，出口仍未扭转负增长(美元计)的势头。2019年1~6月，全国限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长3.0%，增速较2019年一季度回落0.3个百分点。全国纺织品服装出口1242.31亿美元，同比下降2.37%；以人民币计算，纺织品服装出口8440.1亿元人民币，同比增长3.51%。

### 2. 产品销售价格和原料购进价格双双下滑

2019年二季度，产品销售价格指数和原材料购进价格指数双双下滑。这与国家统计局统计的纺织原料类生产者购进价格与纺织业、服装业、化纤业生产者出厂价格增速比一季度下滑相一致。我国纺织企业原料成本与销售产品价格同步下降。

据测算，我国纺织行业原材料购进价格指数为55.7，较2019年一季度下降11.2个点。同期，产品销售价格指数仅为41.8，较2019年一季度下降10.3个点。另据国家统计局数据，2019年1~6月，工业生产者出厂价格纺织业、服装业同比分别增长1.1%、1.1%；化纤业同比下降1.4%；纺织原料类工业生产者购进价格同比增长1.0%；增速均比2019年一季度有所下降。

### 3. 原材料库存下降，产成品库存上升

2019年二季度，我国纺织行业原材料库存指数47.5，较2019年一季度下降2.0个点。产成品库存指数为59.6，比2019年一季度上升15.5个点。可见，受到国内外市场需求疲软影响，我国纺织生产企业备货放缓，库存压力增长，生产企业的产品库存上升较快。

整体来看，受市场放缓等因素影响，我国纺织行业总体景气指数下降。而随着国内相关减税降费等政策发挥效果，三季度或将有回升空间，企业看好三季度运行，信心有所增强。具体，2019年二季度较2019年一季度的主要分项指标变化情况及对三季度的预期如下：2019年一季度，我国纺织行业原材料库存指数49.5，较2018年四季度下降3.6个点。产成品库存指数为44.1，比2018年四季度下降6.5个点。可见，一季度，我国纺织生产企业备货放缓，去库存较积极，生产企业的产品库存下降较快。

表 3：纺织行业景气指数变化及预期情况

| 主要指标      | 变化 | 对二季度预期 |
|-----------|----|--------|
| 生产指数      | 上升 | 上升     |
| 新订单指数     | 下降 | 上升     |
| 国外订单指数    | 下降 | 上升     |
| 销售价格指数    | 下降 | 上升     |
| 产成品库存指数   | 上升 | 下降     |
| 从业人员指数    | 下降 | 上升     |
| 原材料库存指数   | 下降 | 上升     |
| 原材料购进价格指数 | 下降 | 上升     |

资料来源：中国纺织工业联合会产业经济研究院，中国银河证券研究院

### 三、智能制造、新零售重塑纺织服装行业竞争格局，催生行业集中度提升

#### (一) 服装需求呈多元化、个性化趋势，消费者日趋理性

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念，并且享受着消费所带来的愉悦感和安全感。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。

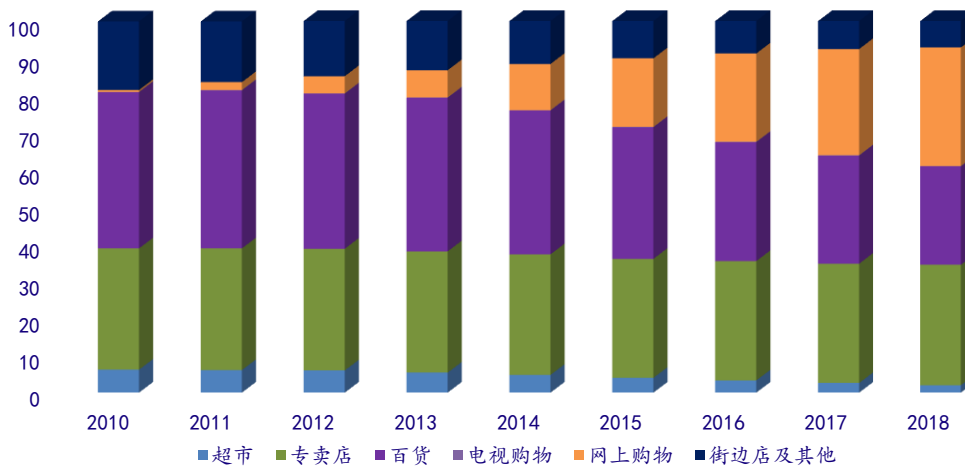
图 30：1990 年至今我国服装产业升级的路径



资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

**营销渠道多样化, 对企业经营管理提出较高要求。**服装产品的经营模式经过多年的演变, 国际上各种商业模式和商业业态均以进入中国服装行业, 并拓宽了我国服装的营销渠道, 对我国服装企业的经营管理提出了更高的要求。服装企业作为互联网红利最大的受益者, 线上销售已是服装销售渠道不可分割的一部分。

图 31: 2018 年服装销售各渠道占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

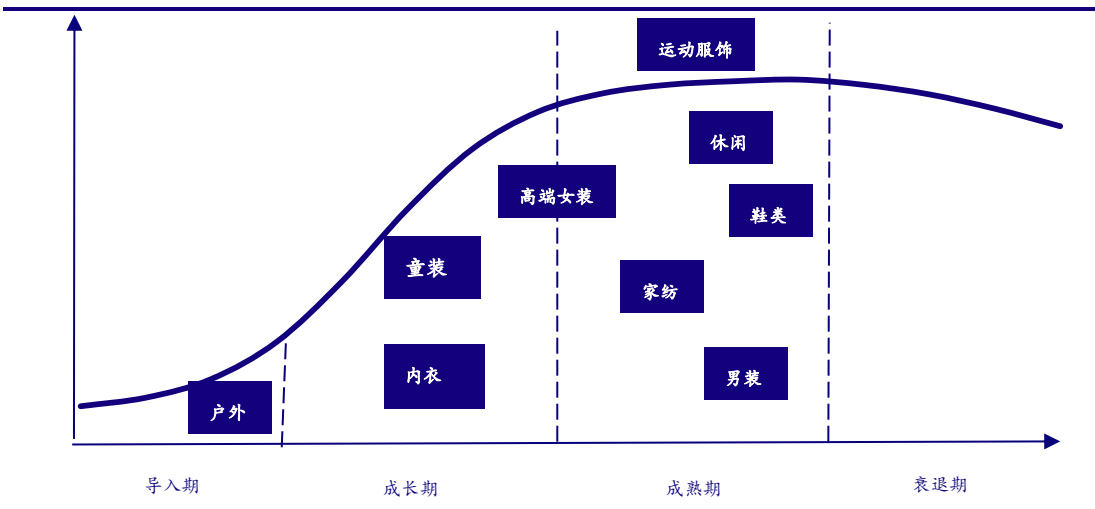
## (二) 行业整体规模持续增长, 子行业发展周期进程不同

从产业发展周期来看, 未来童装、运动服饰增速较高。由于消费者的需求变化以及影响市场的其他因素众多, 消费者的消费结构、消费方式、消费水平和消费心理不断变化, 服装家纺行业内各子行业处于产业发展的不同阶段。

具体来看, 户外鞋服行业处于导入期, 当需求出现持续增长或爆发性临界点, 且企业初期投入运营管理合理可持续时, 可能会出现高速增长; 内衣、童装行业处在成长期, 国内品牌企业较少, 分散度较高, 竞争较为激烈。当企业优化供应链管理、产生规模效应时, 行业可能会有更大的市场发展空间; 高端女装行业和家纺行业目前处于向成熟期过渡阶段, 品牌定位、布局细分市场达到协同效应, 可能是行业增长新契机; 运动户外行业、鞋类、男装行业、品牌休闲服饰行业目前已处于成熟期, 产品销售量增长缓慢, 产品利润不断压缩, 市场竞争异常激烈, 行业内品牌众多。当企业进行市场战略调整, 行业整合和产业结构将延长企业成熟期, 或使子品牌的产品生命周期实现新一轮循环。



图 32：各服装子行业生命周期示意图



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

### （三）纺织服装行业竞争格局较分散，行业龙头议价能力较强

#### 1. 纺织制造企业议价能力持续提升：龙头制造企业加速生产一体化、海外产能布局

一方面，产能过剩和成本压力对经营不善的中小型纺企造成挤压；另一方面，行业内部的整合趋势及品牌对供应商的优中选优倾向对行业龙头形成利好。在我国服装产业人工、物料成本上升的背景下，柬埔寨、越南等国家的人口红利逐渐显现，国内领先服装制造商推进全球产能配置，将生产基地从国内转移至东南亚等低成本海外地区，有助于降低成本、提高毛利，形成更高的进入壁垒。

#### 2. 服装家纺企业议价能力普遍较强：终端零售直接影响企业毛利率水平

服装家纺企业议价能力通常较强，含税买价往往会随着增值税的降低而降低，报表成本会保持不变。服装家纺企业大部分将产品外包给加工厂，自己并不负责生产，所以进项成本占比很大，其中利润贡献最大的是增值税降低和终端销售量带来收入的增加。

### （四）多项政策刺激终端服装消费，中美贸易摩擦影响纺织出口

#### 1. 服装质量、生产过程环保标准不断提高，催生企业产能升级

纺织服装产业链较长，污染主要集中于染整环节，以水污染为主，子行业中印染、制革污染较为严重。环保趋严对整体行业影响具有两面性，一方面导致上游成本上涨影响产业链整体盈利能力，直接推动印染、制革行业整体成本增加，另一方面加速去产能、行业集中度提升、龙头企业享受“剩者红利”。

#### 2. 二胎政策已全面放开，童装、母婴消费成服装子领域高景气度赛道

随着我国“二胎”政策放开，儿童市场异常火爆。无论是婴幼儿教育还是婴幼儿服装，都热度空前。欧睿咨询预计 2019、2020 年中国童装市场增速为 14.10%、12.45%，童装行业尚处于高速增长的成长期，尚未确立竞争格局，童装业务发展前景广阔。

### 3.中美贸易谈判持续，纺企海外产能转移缓解产品出口不确定性

全球布局产能的纺织服装龙头企业受贸易摩擦影响相对较小、抗风险能力更强。众多东南亚国家如越南、柬埔寨等地税收优惠、贸易环境良好，在这些国家优化产能布局能够减少对美贸易依赖，推动业绩长期向上。

图 33：中美贸易摩擦历程



资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

## （五）技术革新：智能制造、新零售等因素加速行业成长

### 1. 聚焦数字平台的建设、人工智能和区块链技术，提高服务效率

《中国制造 2025》提出智能制造是两化深度融合的主攻方向，纺织工业智能制造包括智能化装备和智能化运营。**智能化装备**主要包括粗细络联等产品自动转运系统、立体成型编织设备、印染数字化监控系统、光机电一体化缝纫系统等实现自动化、数字化控制、实时在线监测和自适应控制的关键装备，实现机器人代，提高劳动生产效率和实现柔性制造；**智能化运营**包括智能化生产和智能化管理：智能化生产是纺织业分步骤建设智能制造示范生产线和数字化工厂，包括智能化纺纱示范生产线，从纺丝到产品包装的智能化长丝生产线，全流程数字化监控的印染示范生产线，智能化服装和家纺示范生产线等；智能化管理是整合供应链、设计、生产、销售相关的全部环节，建立云工厂与实现电子商务。

纺织服装行业是传统的劳动密集型行业，随着行业工作复杂程度提升，劳动力竞争优势正从数量向质量转变。数据成为重要资源，纺织材料价值含量不断提升，性能、功能、性价比、可获得性、经济型、环保性持续改善。

### 2. “新零售”，整合业态结构，起步生态圈建设

“新零售”意味着真正从顾客的需求出发做商业，回归到商业现实、商业本源，以提升消费者的购物体验，实际上是零售商商品力、服务力和营销力的提升，这种改变绝不是因为某个零售商、某个电商或者是某个互联网平台，新零售也绝不是简单地把货物放到网上去卖。为了满足分层的消费需求和加快的消费节奏，纺织服装企业应努力整合企业现有渠道资源，运用大

数据、云计算等技术，完成线上、线下平台优劣势互补的过程，打通不同平台之间的鸿沟，实现消费去中心化，建设属于自己品牌的“一条龙”生态圈。

**创新的服务生态以实现产品、服务差异化，重塑行业竞争格局。**纺织服装企业应通过调整产品结构、贸易模式创新、提升产品附加值、提供增值服务、提高产品设计研发能力、提升供应链管理水平和培育自有品牌、开拓内销市场、开展跨境电子商务、建立国际市场营销网络等手段提升在产品价值链中的地位，培育新的竞争优势。在技术升级和需求升级的大背景下，可以建设品牌零售端的智慧门店，服装企业需要打造更柔性化、快速反应的供应链和更个性化、定制化的品牌消费体验的共同选择和重要工具。

### 3.柔性化改造“供应链”，加强前端生产弹性度

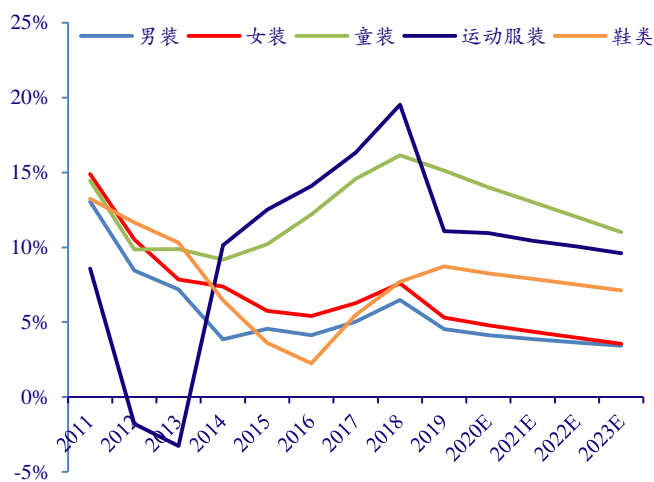
随着信息化时代使人们对于时尚潮流的反应越来越敏捷，潮流也在经历着越来越短的生命周期。因此，让企业拥有反应更快，弹性更强的服装生产供应链就显得尤为重要。目前纺织服装行业企业的精力通常集中在靠近消费者的后端，对前端的智能化升级投入不够。运用数字化手段提高设计、投产全过程效率，可以达到高效改造供应链的目的。

## (六) 国际品牌发展已实现全球化，国内服装业竞争激烈、集中度低

### 1.国内童装、运动服饰成高景气赛道，国内服装市场规模增速超过美国

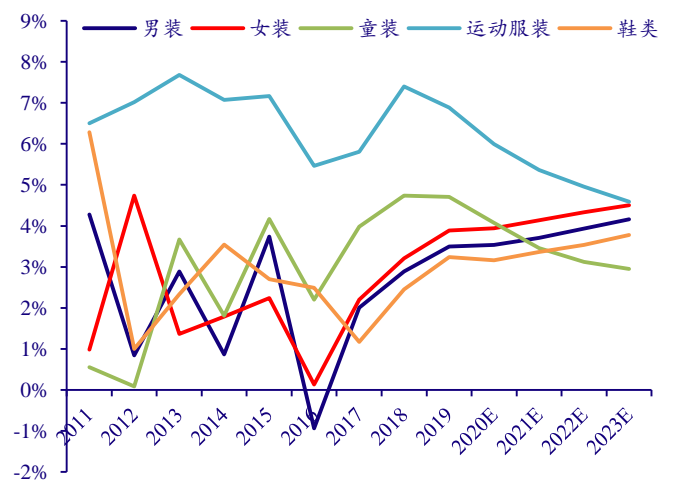
中国各子领域规模处于持续增长过程，但增速有所趋缓，未来童装、运动服装行业处于高景气赛道。具体来看，国内童装仍处于成长期，叠加二胎政策刺激，童装行业缺乏真正意义上的绝对龙头，导致行业整体增长较快；受益于国内可支配收入的不断增加，对运动休闲的需求不断增加，运动服装企业自2014年起，处于高速增长通道。对比美国较成熟的消费市场来看，运动服装增速最快，但增速仍低于中国。所以，建议未来重点关注国内童装企业重组并购增大规模、运动服装行业复苏的机会。

图 34：2011-2023 年中国纺服规模增速预测



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图 35：2011-2023 年美国纺服规模增速预测

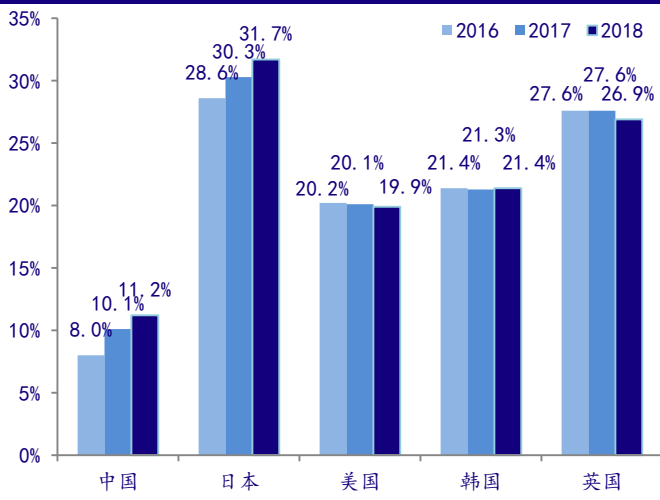


资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

## 2. 中国服装行业目前仍处于集中度提升进程中，竞争异常激烈

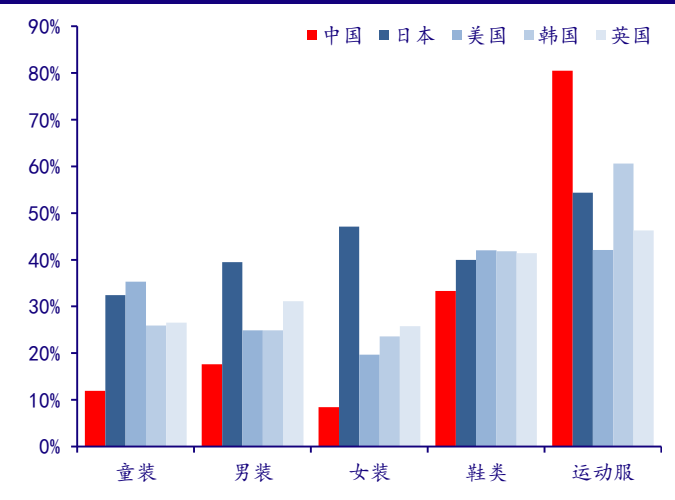
根据美国经济学家贝恩和日本通产省对产业集中度的划分标准,将产业市场结构粗分为寡占型(CR8 ≥ 40%)和竞争型(CR8 < 40%)两类。其中,竞争型又细分为低集中竞争型(20% ≤ CR8 < 40%)和分散竞争型(CR8 < 20%)。可以看出,我国服装行业CR8为9.4%,远低于日本、韩国、美国和英国,处于较低级别的分散竞争型格局。我国除运动服外,童装、男装、女装的集中度仍有很大的提升空间。

图 36: 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

图 37: 2018 国内外服装各子行业集中度 (CR8)



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

## 3. 国际品牌发展已实现全球化，国内仍需借鉴国际品牌优秀管理经验

从国内外服装发展情况来看,目前知名国际品牌已渗透至全球各个国家,其在品牌建设、推广、管理方面,以及设计研发、供应链管理等方面,仍有很多需要学习的地方。

表 4: 服装行业国内外发展情况对比

| 子行业  | 国内情况   | 国际情况   |
|------|--|--|
| 女装   | 总体来看,我国女装行业目前正在走向成熟,规模增速不断下降,市场集中度较低,正处于竞争激烈的转型升级期   | 经过长时间发展,在消费者需求不断细分和升级的情况下,国际女装行业已迈入多元化,精细化发展阶段                                       |
| 男装   | 我国男装行业市场规模增速不断下降,男装竞争格局受快消品牌外延冲击。我国男装企业销售周期较长,在消费观念多元化趋势下,预计多元化战略布局将突破现有受限的竞争格局,进一步提高市场集中度 | 社交属性已成为国外男装市场发展的关键因素和新的增长来源。相对国内市场而言,国外男装市场消费者更看重品质和设计,消费分层倾向更显著                     |
| 休闲服饰 | 休闲服饰行业目前仍然处于转型期,盈利能力稳定性差,许多大企业通过渠道、产品整合的方式寻找新的增长点  | 得益于产业链有效整合以及和大 IP 的跨品牌合作,国际休闲服装巨头正在完成行业变革,使设计、生产、销售过程进一步高效化                          |
| 运动服饰 | 国内的运动服饰市场基本已经被瓜分完毕,进入稳定增长阶段,具有较高水平的市场集中度。国际品牌市场占有率更高                                       | 为了顺应个性化消费需求,国外运动服饰企业纷纷通过线上平台为消费者提供个性化定制服务。个性化需求将成为国外成熟运动服饰市场的新增长点,也会进一步推动服饰巨头的渠道整合进程 |
| 童装   | 随着“全面二胎”政策实施以来,我国 0-14 岁人口占总人口比例将有进一步提升,给童装市场带来巨大发展潜力。童装市场                                 | 国际童装设计风格出现了明显的成人化倾向,多为国际知名品牌的延伸领域  |

尚处于成长期，竞争格局混乱，市场集中度较低

**鞋类**

国内鞋业正处于调整期，尚未出现复苏迹象，企业业绩承受巨大压力，仍需探索战略改革的明确方向以帮助公司扭转亏损

以意大利为代表的高档鞋生产国家，其鞋类出口额呈现回暖趋势。制鞋业呈向低人力成本及存在政策优惠的国家转移的趋势，如印尼、越南、印度等

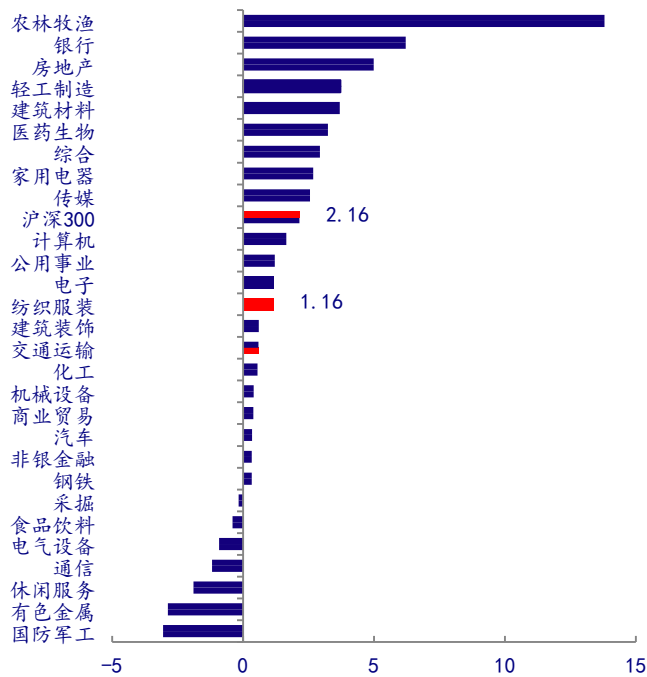
资料来源：中国银河证券研究院整理

## 四、纺织服装行业目前估值低于 05 年以来均值水平，今年仍有很大估值修复空间

### (一) 年初至今板块表现弱于沪深 300，估值仍有提升空间

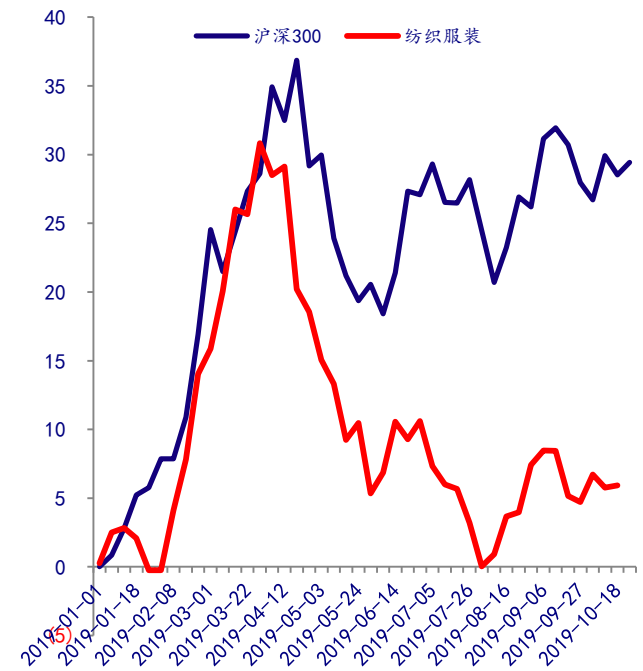
纺织服装板块相对上证综指β值（最近 24 个月）平均为 1.0984。本月 SW 纺织服装板块上涨 1.16%，沪深 300 指数上涨 2.16%。年初至今纺织服装板块上涨 5.93%，整体表现不及沪深 300（29.43%）。

图 38：本月各行业涨跌幅



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 39：纺织服装行业年初以来市场表现

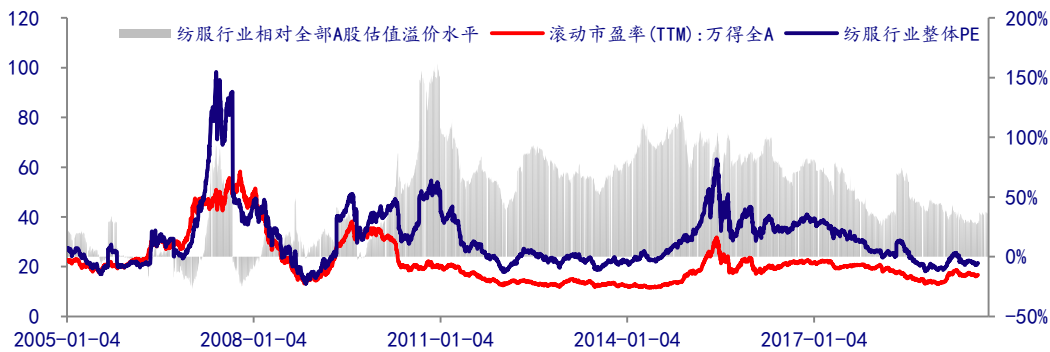


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

### (二) 目前估值低于 05 年以来均值水平，今年仍有很大估值修复空间

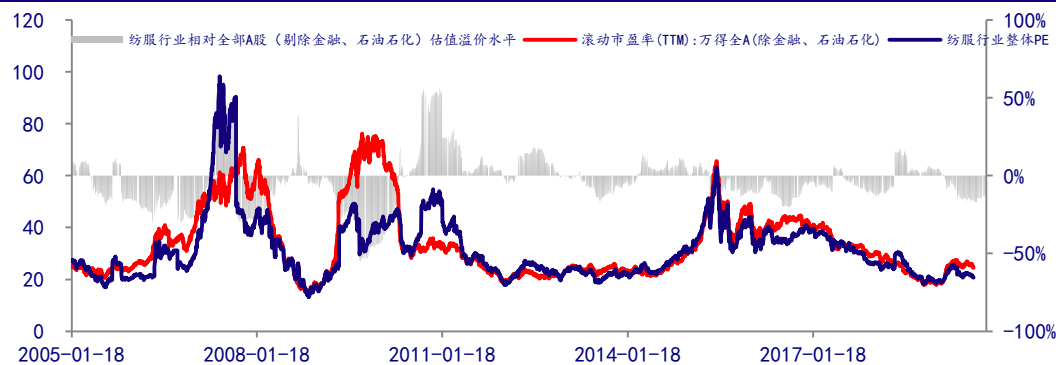
本月纺织服装板块估值下滑，本月纺织服装行业估值溢价较上月上漲 7.43CT。截至 2019 年 10 月 25 日，纺织服装行业一年滚动市盈率为 23.38 倍 (TTM)，全部 A 股为 17.02 倍，分别较 2005 年以来的历史均值变化 -7.94/-4.86 个单位。纺织服装股票估值溢价率 (A 股剔除金融、石油石化后) 为 -8.33%，历史均值为 -3.76%，估值溢价率较 2005 年以来的平均值减少 2.84PCT，位于相对较低位置。

图 40: 纺织服装股票估值溢价情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 41: 纺织服装股票估值溢价情况-剔除金融、石油石化

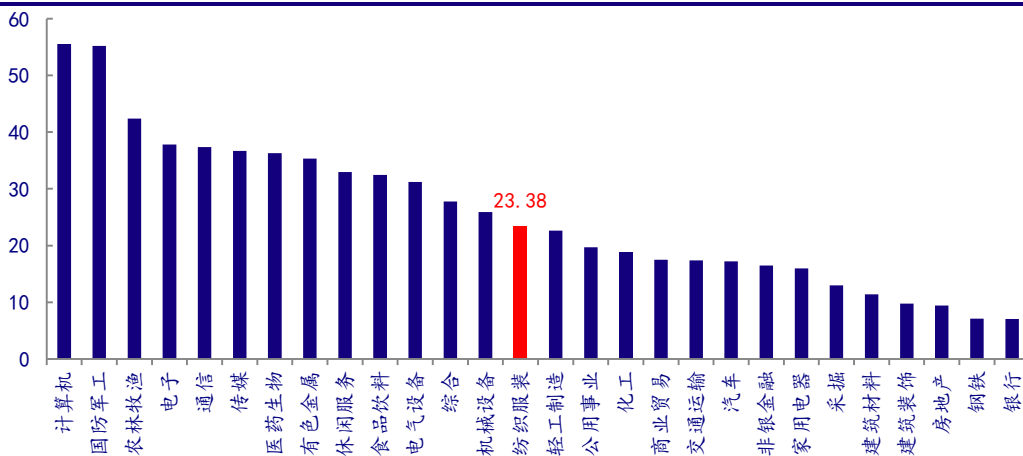


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### (三) 与市场相比, 纺织服装行业估值处于中游水平

横向来看, 在申万 28 个子行业中, 纺织服装行业 PE (TTM) 23.38 倍 (2019/10/25), 处在中游水平。因纺织服装行业属于必选消费, 且商业模式相对成熟, 故估值水平较低。

图 42: 纺织服装行业估值处于 A 股市场中游



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

#### (四) 国内纺织服装板块市盈率高于美日，相对溢价率处于较低水平

以2019年10月25日收盘价计算，国内纺织服装板块的动态市盈率为23.38倍(TTM)，同期美国纺织服装板块为18.07倍。纺织服装对各国纺织服装板块的PE溢价率计算，国内相对美国纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低25.01%，当前值为29.41%，历史均值为54.42%；国内相对日本纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低48.69%，当前值为1.71%，历史均值为50.39%。我们的观点是国内纺织服装指数市盈率估值水平普遍高于国际纺织服装指数的原因主要是国内纺织服装上市公司整体增速高于全球服装市场增速，国内上市公司整体增速在20-25%，而全球纺织服装市场增速在8%左右。

目前国内纺织服装板块市净率低于美国，高于日本，相对溢价率处于历史平均水平。以2019年10月25日收盘价计算，国内纺织服装板块的市净率为1.78倍同期美国纺织服装板块为3.83，日本纺织服装板块为1.04倍，我国纺织服装板块PB低于美国，略高于日本。以SW纺织服装对各国纺织服装板块的PB溢价率计算，国内相对美国纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低28.28%，当前值为-53.57%，历史均值为-25.29%；国内相对日本纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低80.31%，当前值为71.52%，历史均值为151.83%。我们的观点是国内纺织服装指数市净率估值水平低于美国，略高于日本的原因主要是美国服装市场较为成熟，盈利能力明显强于中国和日本的服装企业。

图 43：美、日、中三国纺织服装板块 PE 比较



资料来源：Bloomberg, WIND, 中国银河证券研究院

图 44：美、日、中三国纺织服装板块 PB 比较



资料来源：Bloomberg, WIND, 中国银河证券研究院

## 五、行业面临的问题及建议

### (一) 现存问题

#### 1. 盈利管理能力有待提高，纺织企业棉花期货、汇率对冲等管理能力不足

由于我国纺织制造企业以出口为主，且目前龙头企业在海外建厂的规模不断扩大，汇率变化将直接影响企业的利润水平。企业对于汇率对冲管理能力存在不足。一般情况下，棉花成本占纺织制造企业成本的 50-70%，我国棉花进口量受配额限制，棉花价格上下浮动较明显。成本定价机制决定成本上涨一定程度上影响企业利润，即产品售价以确定的原材料成本和期间费用等加上企业预留的固定盈利金额来计算，产品定价受成本影响较大，企业盈利能力是成本转嫁能力高低的最终体现。行业内供需关系、对上下游议价能力、库存周期性波动更多的体现在成本转嫁影响因素中，产业链越长的棉纺企业对棉价波动弹性越小。企业应当增强棉花期货等金融工具的使用，以缩小棉花等原材料价格浮动带来的利润水平变化。

#### 2. 面料研发、服装设计、品牌影响力等自主性不足，导致中国纺织服装企业核心竞争力不足

服装行业具有较强的时尚性和潮流性因素，消费者的品味及需求处于持续动态变动过程中。因此，企业往往需要具有较强的产品设计研发能力，除了需要对产品图案、面料、辅料等中药产品构成要素进行持续跟踪、研发外，还需要一批能够深刻理解并呈现公司品牌理念、兼具设计研发灵感及时尚潮流敏感性的专业设计师团队，以把我甚至创造时尚潮流。

#### 3. 上游纺织制造生产效率仍有提高空间，海外投资步伐有待加快

目前纺织制造企业人工成本约占 10-25%之间，随着国内人力成本的不断提升和工人权益意识的提高，公司的相关成本也相应提高。但技术改革可以部分减少该成本，通过智能制造、更加机械化生产工艺程序较少的服装品类，以降低人工成本，从而提高利润水平。鉴于越南、柬埔寨等新兴东南亚国家成本、贸易方面相对中国较大，纺企海外布局战略的进度仍有加快的空间。

#### 4. 营销效率仍有提升空间，对新兴电商渠道重视程度不够

我国网购消费随着互联网技术和物流业的快速发展迎来井喷式增长而得到广泛运用，服装做为互联网红利的最大受益消费品类，服装通过电子商务进行销售的模式也得到迅猛发展。但由于普遍网上零售价格相对较低，对线下渠道带来一定的冲击。传统百货商场的经营业绩有所放缓甚至下滑，这就要求企业应及时掌握、分析终端消费者的消费习惯，以多样的营销方式，提升品牌知名度、吸引消费者。

#### 5. 企业供应链管理仍有提升空间，柔性供应链、快速反应能力有待提高

目前靠近下游的服装家纺子行业中，大部分企业仍采用订货会形式季度采购，这样既不能及时反映终端消费者对于时尚、服装款式的最新需求，也不能根据上游成本的变化，及时调整库存量，导致服装企业内生的存货问题一直困扰着各家企业。



## (二) 建议及对策

### 1. 制定和落实产业政策，加大财政金融支持力度

与其他行业相比，不论是债券发行金额还是沪深两市企业的总市值，纺织服装行业均处于相对落后的位置。关于财政金融支持方面，我们认为：1) 应当促进产业政策全面有效落实，加大有关政策规划对产业转型升级的支持作用，监督并保证我国《纺织工业“十三五”规划》中各类要求的执行进程。2) 建议政府规定金融机构结合纺织企业实际采取差别化的信贷政策，对于符合资信要求企业的流动资金需求以及项目投资需求，给予充分的信贷支持，包括足额、无附加条件放贷，给予合理利率，禁止贷转存，取消不合理收费等。

### 2. 建议优化棉花管理体制，优化生产成本结构

由于我国施行棉花进口配额制度，导致我国棉花价格与国际棉价存在价差。我们认为：1) 应当继续在新疆实行棉花目标价格补贴政策并实行量与质协同，实行优质优价，为国内棉纺企业提供所需性价比高的棉花原料；2) 国家有关部门调整棉花政策，放开对进口配额管理。3) 在当前不能取消配额管理的情况下，建议改革配额发放机制，如年末公布下年发放配额的数量（包括一般贸易、加工贸易、滑准税等），在信用网站公布发放企业的数量、使用情况，便于监督及改进等。4) 支持与中国棉花协会积极沟通，建立上下游可接受的国内棉价质量升贴水机制。

### 3. 加大研发投入，以面料开发、服装设计、品牌意识等为公司核心竞争力

中国的纺织服装企业要强化自主创新意识，提高技术研发水平，努力研发新产品，实现产品的差异化。为满足关键生产设备和生产技术的先进性，除了引进国外高水平生产工艺和生产设备之外，还需对其消化吸收，努力实现再创新。加大研发资金和研发人员的投入，建立并完善研发中心和创意中心。重点开发技术含量较高、绿色环保、高附加值的新产品，重视非价格竞争，摆脱低价竞争和恶性竞争模式。纺织服装企业在进行品牌打造和培育时，可以将中国特有的文化元素融入其中，有故事有历史的品牌才会更容易与客户有感情的联接。另外，对于国际上一些由于经济或政治因素面临破产的知名品牌，国内有实力的企业可以考虑尝试进行收购。

### 4. 加快对外投资步伐，有效实施政府的对外职能

由于对外投资通过经济效应和技术效应对我国纺织服装业的转型升级起到推动作用，结合我国纺织服装业的现状，需要加快对外投资的步伐，合理地进行产业转移。1) 建议支持纺织业在“一带一路”重点国别打造标志性项目；2) 积极与国际组织沟通合作，加强与发达国家的技术交流，合理协调境外投资政策，完成信息对接，推动我国纺织服装企业的发展。3) 还需完善棉花进口配额管理，建立常态化储备棉轮机制，实行储备棉销售底价与国内外现货价格挂钩联动，以此保证我国纺织业高质量棉花的稳定供应量。

### 5. 纺织工业应当加速“智能制造”进程

为了进一步提高生产效率，应当积极推进纺织制造行业“智能制造”的进度：1) 鼓励传统产业走智能制造创新之路。保护纺织服装企业智能制造相关知识产权，保护技术路线多样性、多元化；2) 国家政策鼓励和资金支持行业协会开展的针对纺织服装智能制造领域紧缺人才的

第三方培养培训工作。如智能制造总体构架工程师、精益管理（IE 工程）工程师、RFID 供应链应用工程师等；3) 建议政府加强对纺织服装智能制造相关共性技术和关键技术研发的支持。如柔性材料抓取精准技术、半成品服装精确传输定位技术、耐水洗低成本可复用 RFID 芯片技术等；4) 建议政府结合地方政府配套，针对基于产业集群的纺织服装智能制造公共服务平台加大支持力度。如集成设计、打版、小型智能化流水线等功能的公共服务和示范平台。

## 六、投资建议及股票池

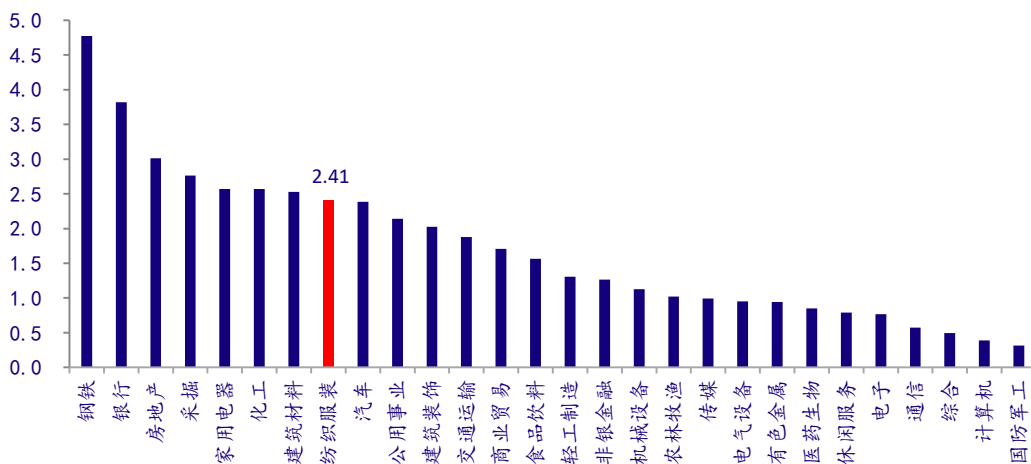
### （一）最新观点：板块表现分化，仍处于估值底部，具有配置机会

#### 1. 重点关注低估值、高股息率、有业绩支撑个股

股息率反映了在特时间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 10 月 25 日，纺服板块近 12 个月股息率为 2.41，排名第 8；同期 1 年期国债收益率为 2.6187。目前板块股息率无论从横向选择的角度还是从低风险收益的角度来看，均具备投资价值。

图 45：近 12 个月申万一级行业股息率（截至 2019.10.25）



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，我们认为海澜之家、森马服饰、百隆东方、罗莱生活、太平鸟、华孚时尚、歌力思、富安娜、比音勒芬、开润股份具有较高的投资价值，防御能力较强。

**表 5：板块内具备低估值、股息率高、具备业绩支撑的个股（截至 2019.10.25）（单位：亿元、%）**

| 证券代码      | 证券简称 | 年度现金分红比例 |       |       | 近 3 年现<br>金分红比<br>例均值 | 近 3 年收<br>入 CAGR | 近 3 年净<br>利润<br>CAGR | 市值     | PE(TTM) | 股息率  |
|-----------|------|----------|-------|-------|-----------------------|------------------|----------------------|--------|---------|------|
|           |      | 2016     | 2017  | 2018  |                       |                  |                      |        |         |      |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | 10.09    | 74.77 | 66.87 | 50.58                 | 15.48            | 33.27                | 100.73 | 18.28   | 4.99 |
| 600398.SH | 海澜之家 | 70.50    | 64.78 | 49.03 | 61.44                 | 8.08             | 6.95                 | 344.32 | 9.80    | 4.92 |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 44.24    | 60.92 | 56.45 | 53.87                 | 11.04            | 2.62                 | 75.72  | 14.68   | 3.99 |
| 603877.SH | 太平鸟  | 55.55    | 73.77 | 82.83 | 70.72                 | 7.39             | 1.01                 | 67.31  | 13.29   | 7.03 |
| 002327.SZ | 富安娜  | 19.80    | 44.13 | 79.18 | 47.70                 | 5.84             | 5.56                 | 58.41  | 11.72   | 7.37 |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 70.83    | 59.09 | 55.79 | 61.90                 | 8.10             | 0.77                 | 340.56 | 19.48   | 2.77 |
| 601339.SH | 百隆东方 | 37.69    | 70.12 | 30.17 | 45.99                 | 5.20             | 0.59                 | 63.15  | 18.79   | 2.09 |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 16.09    | 59.19 | 31.02 | 35.43                 | 10.17            | 10.89                | 81.23  | 20.43   | 1.12 |
| 603808.SH | 歌力思  | 34.87    | 28.98 | 47.83 | 37.23                 | 22.51            | 20.76                | 50.11  | 12.72   | 3.48 |
| 300577.SZ | 开润股份 | 39.68    | 29.87 | 25.05 | 31.54                 | 22.76            | 27.55                | 70.69  | 34.67   | 0.62 |

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 2. 高景气赛道，存在一定行业红利

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。

**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），内生增长成主要拉动力，所得税税率优惠增强净利润弹性。纳入富时罗素指数，获得国际投资者的认可。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。

## 3. 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。

## (二) 核心组合

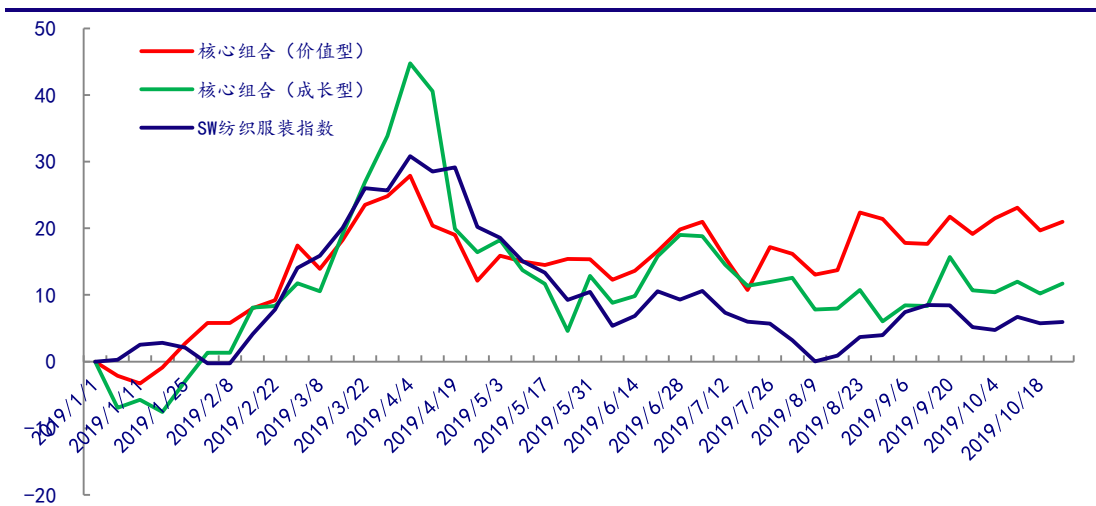
受益于“消费升级+行业回暖”趋势，组合推荐：价值型组合【森马服饰（002563.SZ）、海澜之家（600398.SH）】、成长型组合【比音勒芬（002832.SZ）、开润股份（300577.SZ）】。截止当前我们价值型组合/成长型组合自年初以来累计收益分别为21.72%/7.26%，分别跑赢SW纺织服装指数13.29/7.26PCT；入选至今，我们价值型组合/成长型组合夏普比率分别为1.16/0.68，均高于SW纺织服装指数的夏普比率（0.53）。

表 6：核心推荐组合及推荐理由

| 股票类型 | 证券代码      | 证券简称 | 推荐理由   | 月涨幅    | 累计涨幅<br>(入选至今) | 相对收益率<br>(入选至今) |
|------|-----------|------|--|--------|----------------|-----------------|
| 价值型  | 002563.SZ | 森马服饰 | 休闲服饰板块持续复苏，童装板块内生外延双向高速增长，供应链管理优化+线上线下渠道深度融合，基本面持续改善。                                    | 6.86%  | 46.04%         | 40.12%          |
|      | 600398.SH | 海澜之家 | 公司发布回购计划，增强公司长期发展信心；有效整合产业上下游资源，多品牌“平台型”快速发展，稳步布局与数字化改革双管齐下，业绩增长可期。                      | -4.42% | -4.07%         | -10.00%         |
| 成长型  | 002832.SZ | 比音勒芬 | 公司作为专注高尔夫服饰领域的新兴龙头，品牌定位高端，客户粘性高，在消费升级的大背景下业绩增长可期。  | -4.36% | 35.58%         | 29.66%          |
|      | 300577.SZ | 开润股份 | 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。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。 | -3.33% | -12.14%        | 5.43%           |

资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

图 46：价值型组合/成长型组合年初至今收益率变动



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 1. 价值型组合：关注子行业龙头壁垒、竞争优势的提升

### 1) 海澜之家（600398）：收入稳健增长，多品牌矩阵发展可期

多品牌矩阵维持公司稳定增长。在主品牌海澜之家 14-18 年 CAGR 为 10.59%，稳定增长的同时，积极培育多个子品牌，包括黑鲸 HLA Jeans、AEX、OVV 等，覆盖除大众男装外的女装、商务装、童装、轻奢品类、家居馆等。分品牌来看：

表 7：海澜之家各品牌情况

| 品牌   | 品类                          | 推荐理由   |
|------|-----------------------------|--|
| 海澜之家 | 大众男装                        | 2018 年营收达 151.44 亿元 (+2.62%)，增速逐年趋缓，占总收入比例为 77.88%。2018 年加大开店力度，门店数较 2017 年末净增加 594 家至 5,097 家，其中直营店净开 144 家、加盟及商场店净开 450 家。受商场店占比提升所致，2018 年毛利率提升 3.06pct 至 43.40%，系买断产品占比增加、加盟商分成政策变化所致，预计 19 年毛利率将稳步提升。 |
| 圣凯诺  | 商务装                         | 2018 年营收达 21.21 亿元 (+12.82%)，受河南省开封市杞县新建立的生产基地，进一步扩大产能导致。2018 年毛利率下降 0.88pct 至 49.25%，毛利率保持稳定。   |
|      | 黑鲸 HLA Jeans<br>(年轻潮牌)      | 与王者荣耀执业联赛达成官方合作、提供官方比赛服饰。2018 年王者荣耀执业赛事体系内容观看量超过 170 亿，同比增长 65%；KPL 秋季赛总决赛单日直播观看量破 3 亿，同比增长 26%，均创下历史新高。此次公司培育的潮牌黑鲸 HLA Jeans 与腾讯游戏的合作，体现出两者潮文化的深度契合。  |
|      | 轻奢品牌<br>(中高端男装、<br>其他品牌 女装) | OVV、AEX 定位轻奢男装、女装，顺利覆盖一二线市场。其中女装 OVV 品牌开店速度持续超预期，意在打造“不费力的高级感”。AEX 旨在用亲民的价格打造“科技新男装，提供舒适的穿着体验将“可穿戴的科技时尚”深入日常生活。  |
|      | 海澜优选<br>(家居生活)              | 作为公司新孵化的家居生活品牌，对标国内版的“无印良品”，包含办公、化妆、餐桌、厨房、床品、护理、旅行、生活、家具、服装等 4000 多 SKU，打造高性价比的家居生活馆，一站式满足消费者的购物需求。  |
|      | 男生女生 (HEY<br>LADS)<br>(童装)  | 公司于 2018 年通过增资实现控股 (52% 股权) 的童装品牌，目标群体为 6 个月至 16 岁的儿童，定位高品质、高性价比，旨再打造一站式全品类而同时是、休闲服饰品牌。产品风格主要有棉麻、时尚休闲、经典校园风、韩风淑女、户外运动等十二大系列。   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**参股多家公司股权，为公司外延扩张储备资源：**公司全资子公司海澜投资参股置禾贸易 17.10% 股权，其主要运营的品牌有 HARDY HARDY、ECKO、ENO、MU、LEE COOPER、SEAN JOHN 等中高端品牌；18 年增持英氏婴童 2.7027% 股权，截至 18 年底共持有 45.5173% 股权，静待公司全面展开对英氏婴童的整合管理；参股艾贝服饰 10% 股权，其旗下 ABLE JEANS 是中国原创的牛仔品牌，定位中高端，可与公司各品牌实现协同的放大效应。

**电商渠道逐渐发力，线下开店顺利。**从渠道整体来看看，2018 年线上、线下营收分别达 11.51 亿元 (+9.25%)、175.88 亿元 (+4.83%)，主营业务收入占比分别为 6.14%、93.86%，毛利率分别为 54.88%、40.67%，同比增加 -2.72、2.17PCT。线上毛利率降低，主要系上半年年货节、618 促销活动力度较大，下半年控制折扣力度，使得线上增速趋缓，但收入占比进一步提升至 6.14%。公司目前已有近 3500 家门店上线了全渠道零售系统，实现线上下单、就近门店发货的模式，深化探索线上线下联动的 O2O 模式。从线下渠道看，2018 年线下直营、加盟营收分别达 6.71 亿元 (+118.37%)、159.47 亿元 (+1.93%)，主营业务收入占比分别为 4.04%、95.96%，毛利率分别为 60.71%、39.72%。由于 18 年线下店铺扩张较快，导致直营、加盟店单店效率有所降低。目前公司的海外门店覆盖马来西亚、泰国、新加坡、越南等国家，未来有望进一步深

入至印尼、菲律宾等市场。门店地址多分布在优衣库、H&M 等品牌附近。海外市场的拓展，提高品牌知名度的同时，也扩展了公司的盈利方向。

公司是休闲男装领域龙头，新品类、新品牌、新营销、新零售为公司注入新活力，继续维持“推荐”评级。预计 2019-2021 年收入为 204.63/221.83/239.21 亿元，同比增速 7.19%/8.40%/7.84%，归母净利为 40.65/45.63/50.17 亿元，EPS 为 0.905/1.016/1.117 元，公司当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 11.05/9.85/8.96 倍。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，我们仍维持“推荐”评级。

## 2) 森马服饰 (002536)：线上增长、Kidiliz 并表致营收高增，整合过程拖累净利表现

**Kidiliz 并表贡献收入，整合过程拖累净利。**公司于 2018 年 10 月 1 日收购了法国 Kidiliz 集团（经营儿童服饰），自 2018 年 4 季度起将其纳入公司合并报表。

剔除 Kidiliz 影响后，公司上半年营业收入约 68.20 亿元，同比增长 23.26%，略高于预期。分品类看，休闲服饰收入 29.4 亿元，同比增长 12.15%，毛利率达 37.18%，保持稳健增长；儿童服饰收入（不含 Kidiliz）同比增长 29.98%，境内毛利率 40.23%，同比上升 1.41%，境外毛利率 65.54%，主要来源于 Kidiliz。

由于 Kidiliz 亏损，公司整体利润水平被拉低。剔除 Kidiliz 影响后，2019 年上半年公司营业利润同比增长 27.62%，高于营收增速，说明公司森马业务的盈利能力有所提高，公司近年来改革的成效显现。Kidiliz 亏损主要是由于创始人有退出意向后对公司管理不足，预计收购后仍需 1-2 年时间整合培育，预计 2019 年全年亏损 2 亿左右。

表 8：森马服饰品牌概况

| 品类                   | 品牌                | 定位人群          | 产品特点          | 品牌获得方式         | 年份   |
|----------------------|-------------------|---------------|---------------|----------------|------|
| 成人装<br>品牌            | 森马                | 16-25 岁       | 大众休闲          | 自创             | 1997 |
|                      | MINETTE           | 25-35 岁       | 轻女装           | 自创             | 2012 |
|                      | IT MICHAA 及 SISUN | 25-40 岁       | 都市职场白领与时尚女性   | 代理中国市场         | 2013 |
|                      | 原点                | 16-28 岁       | 线上买手品牌        | 自创             | 2013 |
|                      | Marc O'Polo       | 职场人士          | 高端男装          | 自创             | 2013 |
|                      | 哥来买               | 20-26 岁       | 基础商务休闲男装      | 与 PROMSLE 公司共建 | 2014 |
|                      | GSON              | 年轻男士          | 现代、有质感、高性价比   | 自创             | 2016 |
|                      | U.T.B             | 20~35 岁       | 时尚男装          | 自创             | 2016 |
|                      | JWU,LLC.          | 25-40 岁       | 中高端品牌         | 参股 11%         | 2018 |
| 童装<br>品牌             | Balabala          | 0-14 岁        | 大众童装          | 自创             | 2002 |
|                      | 梦多多               | 3-12 岁        | 儿童潮流配搭        | 自创             | 2013 |
|                      | Sarabanda         | 0-16 岁        | 中高端           | 中国区代理          | 2013 |
|                      | Mini Balabala     | 0-18 月, 0-4 岁 | 线上品牌          | 自创             | 2014 |
|                      | 马卡乐               | 0-7 岁         | 一站式服饰穿搭       | 自创             | 2015 |
|                      | Hey Junior        | 全年龄段          | 品类一站式校服定制     | 自创             | 2015 |
| The Children's Place | 全年龄段              | 北美第一大童装零售商    | 合作方式获得大中华区运营权 | 2018           |      |

|          |           |       |    |      |
|----------|-----------|-------|----|------|
| COCOTREE | 7-16 岁少年装 | 大众少年装 | 收购 | 2018 |
| Kidiliz  | 全年龄段      | 中高端   | 收购 | 2018 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**线上业务成为增长重要引擎。**分渠道看，森马原主业直营店新增 86 家，加盟店新增 849 家，合计笔电 654 家（其中直营 65 家）；Kidiliz 新增直营店 5 家，加盟店 7 家，联营店 8 家，闭店 45 家。截至 6/30 日，公司合计直营店 91 家，总门店数量 10,161 家。公司渠道的高速拓展、店铺业态不断迭代有效地加深公司护城河。森马业务直营渠道收入同比增长 7.36%，加盟渠道同比增长 20.83%，电商渠道同比增长 29.90%。电商持续成为拉动公司收入增长的主要动力，占收入 31.24%，其中森马原主业线上收入 20.8 亿元，同比增长 30%。

我们预计 2019-2021 年收入为 191.02/217.21/241.16 亿元，同比增速 21.25%/13.71%/11.03%，归母净利为 18.44/20.97/24.41 亿元，同比增速 10.44%/13.74%/16.39%，EPS 为 0.683/0.777/0.904 元，对应 PE 为 17.80/15.65/13.44 倍。森马属消费-服装板块内休闲+童装龙头，估值 PE (TTM) 18.99 倍（2019/8/27）较低，是 MSCI 大盘成分股，是服装家纺板块内北上资金/公募基金持股市值最高的个股，建议持续关注森马的业绩持续增长和龙头溢价价值，我们维持“推荐”评级。

## 2. 成长型组合：关注高弹性、确定性强的绩优股

### 1) 比音勒芬（002832）：毛利净利水平改善、维持内生高增长

**剔除税率、股权激励费用扰动因素，利润仍维持高速增长。**2018 年四季度时，母公司通过高新技术企业认定后企业所得税按 15% 缴纳，因税率变动，公司 2018 年及 19H1 净利润水平弹性较大，优惠税率对净利润的影响预计将持续至 19Q3。

公司 19 年二季度确认一次性股权激励费用，二期员工持股际华覆盖包括总经理在内的 6 名高管及不超过 894 名员工，存续期不超过 24 个月，限售期 12 个月。本次员工持股际华的股份来源为公司回购专用账户以 9,098 万元回购的 237.42 万股 A 股股票，价格为回购均价。同时，控股股东谢秉政先生承诺员工持股计划到期变现后，若可分配员工最终金额低于认购本金扣除借款利息后的金额，其将承担差额补足的义务。

若剔除以上所得税和股权激励费用 1,333 万元影响，19H1 归属于上市公司股东的净利润约 1.56 亿元，同比增长约 27.63%。

**线上线下渠道奠定增长基础。**公司坚持高端品牌的服饰定位，零售渠道偏高端。公司拥有双品牌，比音勒芬品牌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。新品牌威尼斯是唯一定位度假旅游服饰的品牌，为我国中产阶级人群一站式解决出游服装需求。通过清晰的产品定位、独特的产品风格、双品牌多层次的产品覆盖策略，比音勒芬拥有高用户粘性、高忠诚度的消费群体。

在渠道方面，公司注重精品店和大型体验店等高端渠道的打造，并持续优化渠道结构和店铺网络布局，有效提升单店销售业绩。截至 2019 年 6 月末拥有 798 个终端门店，其中直营店 385 家，加盟店 431 家，较年初增加 34 家，预计全年净增 80-100 家门店的计划将稳步开展。

比音勒芬天猫旗舰店于 19 年二季度正式开业，意味着公司线上线下渠道布局日益完善。

公司继续实施“调位置、扩面积”的店铺改造计划，打造精品店和大型体验店，增强同店、坪效和盈利能力。

纳入富时罗素指数，获得国际投资者的认可。在近日发布的富时罗素指数 9 月调整结果中，中国 A 股的纳入因子由 5% 提升至 15%，比音勒芬成为新纳入的 87 只 A 股标的之一。公司纳入富时罗素指数，表明其业绩增长获得市场认可，未来将受到更多海外投资者的关注。

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。我们认为公司业绩将维持高增长趋势，预计 2019-2021 年收入增速分别为 25.19%/21.59%/19.90%，归母净利增速分别为 30.52%/25.30%/18.50%，EPS 分别为 1.228/1.539/1.823 元，对应 PE 为 20.72/16.53/13.95 倍。我们继续维持“推荐”评级。

## 2) 开润股份 (300577)：C 端业务大放异彩，促整体收入增长 76.19%

**B2C 业务：极致性价比造就 C 端业务高速发展。**18 年 C 端收入 10.26 亿元，同比增长 102.29%，占总收入比例进一步提升至 50.08%。品类不断丰富，高速增长可期。公司从箱包拓展到鞋靴、服装、配件、旅行用品等，扩展了冬季轻薄羽绒服、春夏季的皮肤衣、各类 T 恤类产品、智能跑鞋、防盗刷钱包、羊毛围巾、牛皮靴、真皮板鞋、羊毛袜、男女式帽等。渠道布局持续优化，线上销售增长较快，计划海外销售渠道。截至 2018 年末，国内线上渠道布局小米、天猫、京东等主流电商平台和罗辑思维、优酷旅游等垂直平台，连续三年“双十一”箱包类销售 TOP1，2018 年在国内销售的箱包数量已经超过新秀丽成为国内第一。国内线下渠道方面，全面与小米线下店合作，并拓展团购等其他线下及自主线下资源，预计 2019 年仍保持较高速增长，保守增速在 50% 以上。

**B2B 业务：积极拓展新客户，全球化布局促 B 端业务稳健增长。**18 年 B 端收入 8.82 亿元，同比增长 35.39%，占总收入比例降至 43.09%。公司 B2B 业务在美国、印度、新加坡、台湾、香港等地均设有海外销售分部。目前公司已全球 IT 包最大生产商，公司 B 端最大客户为迪卡侬，18 年新增包括名创优品、网易严选、淘宝心选、海澜优选等新零售和互联网客户，逐渐向运动和休闲领域拓展。18 年收购印尼两家包袋工厂，目的进入 Nike 供应链体系，产品品类进入主流运动包袋领域，是公司海外布局、提升生产能力与知名度的主要举措。PT.Formosa Bag Indonesia16、17、18 年 1-7 月营收分别为 7,431.19、8,290.69、6,824.80 万元。截至 18 年底，新建工厂新增的 30 条生产线基本建设完毕，正进入收益稳定阶段，印尼工厂利润率因此有望显著提升，将直接贡献公司 19 年并表利润。同时，通过此次收购，公司与 Nike 公司等展开了良好的沟通，并取得了 Nike 对公司以及此次交易的高度认可和支持，为未来获取其长期、稳定增长的订单奠定了良好基础。

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。预计 2019-2021 年收入为 27.79/36.86/47.69 亿元，同比增速 35.71%/32.62%/29.37%，归母净利为 2.19/2.85/3.64 亿元，EPS 为 1.006/1.310/1.675，公司当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 34.34/26.38/20.64 倍。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，同时公司仍处于高成长通道中，我们给予“推荐”评级。



## 七、风险提示

内容终端消费回暖不及预期的风险；大量存货减值的风险；汇率大幅波动的风险；棉价大幅波动的风险；部分公司解禁压力的风险等。

## 插图目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 中国居民消费支出结构 (亿美元)            | 1  |
| 图 2: 纺织业出口在中国出口总量中所占比例变化         | 1  |
| 图 3: 纺织业主营业务收入在工业企业中的占比变化        | 1  |
| 图 4: 我国 A 股纺织服装企业上市时间划分          | 2  |
| 图 5: 纺服上市公司数量占 A 股上市公司数量比例逐年递减   | 2  |
| 图 6: A 股纺服上市公司数量占纺织服装企业整体比例较低    | 2  |
| 图 7: A 股纺服上市公司主营业务收入占纺织服装企业整体    | 2  |
| 图 8: A 股纺织服装企业市值占比               | 3  |
| 图 9: A 股纺织服装企业流通市值占比             | 3  |
| 图 10: 美国纺服类上市公司数量/市值占比           | 3  |
| 图 11: 日本纺服类上市公司数量/市值占比           | 3  |
| 图 12: 服装家纺子板块北上资金持股比例前五名变化情况 (%) | 4  |
| 图 13: 纺织制造子板块北上资金持股比例前五名变化情况 (%) | 4  |
| 图 14: 柯桥纺织总景气指数                  | 5  |
| 图 15: 纺织服装行业市场专业景气指数             | 5  |
| 图 16: 纺织服装行业产业链情况                | 5  |
| 图 17: 纺织服装行业 2013 年起收入增速缓慢增长     | 6  |
| 图 18: 纺织服装行业净利润增速逐年下降            | 6  |
| 图 19: 2005 年至今纺织制造、服装家纺逐季毛利率     | 7  |
| 图 20: 2010 年至今美元兑人民币中间价走势        | 7  |
| 图 21: 2016 年年初至今美元兑人民币中间价走势      | 7  |
| 图 22: 2010 年至今纺织服装行业存货周转天数       | 8  |
| 图 23: 2010 年至今纺织服装行业应收账款周转天数     | 8  |
| 图 24: 经营性现金流净流入/营业收入情况较正常        | 9  |
| 图 25: 经营性现金流净额/净利润状况逐年下降         | 9  |
| 图 26: 城镇、农村居民人均可支配收入增速不同         | 10 |
| 图 27: 消费者信心指数总体向上                | 10 |
| 图 28: 2016 年至今社会消费品零售总额当月同比 (%)  | 10 |
| 图 29: 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额当月同比 (%)   | 10 |
| 图 30: 1990 年至今我国服装产业消费升级的路径      | 12 |
| 图 31: 2018 年服装销售各渠道占比            | 13 |
| 图 32: 各服装子行业生命周期示意图              | 14 |
| 图 33: 中美贸易摩擦历程                   | 15 |
| 图 34: 2011-2023 年中国纺服规模增速预测      | 16 |
| 图 35: 2011-2023 年美国纺服规模增速预测      | 16 |
| 图 36: 2018 国内外服装行业集中度 (CR8)      | 17 |
| 图 37: 2018 国内外服装各子行业集中度 (CR8)    | 17 |
| 图 38: 本月各行业涨跌幅                   | 18 |
| 图 39: 纺织服装行业年初以来市场表现             | 18 |

|  |    |
|--|----|
| 图 40: 纺织服装股票估值溢价情况 .....                     | 19 |
| 图 41: 纺织服装股票估值溢价情况-剔除金融、石油石化 .....           | 19 |
| 图 42: 纺织服装行业估值处于 A 股市场中游 .....               | 19 |
| 图 43: 美、日、中三国纺织服装板块 PE 比较 .....              | 20 |
| 图 44: 美、日、中三国纺织服装板块 PB 比较 .....              | 20 |
| 图 45: 近 12 个月申万一级行业股息率 (截至 2019.10.25) ..... | 23 |
| 图 46: 价值型组合/成长型组合年初至今收益率变动 .....             | 25 |

## 表 格 目 录

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 服装生产制造的 mode 解析 .....                                    | 5  |
| 表 2: 纺织服装行业杜邦分析指标 .....                                       | 9  |
| 表 3: 纺织行业景气指数变化及预期情况 .....                                    | 12 |
| 表 4: 服装行业国内外发展情况对比 .....                                      | 17 |
| 表 5: 板块内具备低估值、股息率高、具备业绩支撑的个股 (截至 2019.10.25) (单位: 亿元、%) ..... | 24 |
| 表 6: 核心推荐组合及推荐理由 .....  | 25 |
| 表 7: 海澜之家各品牌情况 .....  | 26 |
| 表 8: 森马服饰品牌概况 .....   | 27 |

## 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，商贸零售行业证券分析师。**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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 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