

聚焦四大赛道+精选两条主线

——纺服及时尚消费行业 2020 年投资策略



核心观点

- **2019 行业回顾：**（1）纺织制造在贸易战之下承受内外压力。中美贸易摩擦带来的出口订单压力、国内终端需求的低迷、棉价单边下跌等因素导致行业整体收入与盈利下行。（2）品牌服饰整体表现平淡，不同品类间分化加剧。受国内经济减速影响，行业整体收入增长平淡，成本费用刚性进一步拖累企业盈利。不同品类间景气度分化加剧，运动服饰和化妆品表现强劲，童装和羽绒服增长较快，中高端女装相对稳健，家纺、大众休闲、男装、鞋类等表现疲弱。（3）**19 年板块二级市场表现偏弱：**整体跑输沪深 300 与创业板指数，少数有基本面支撑的细分行业龙头（安踏、李宁、珀莱雅等）大幅跑赢指数；行业整体估值和机构持仓处于历史底部，机构持仓品种的头部化明显。
- **2020 年行业展望：**（1）消费产业的重要性与韧性日益突出，但消费内部从物质型消费向服务型消费升级的趋势不可逆转。伴随消费产业整体的变化，未来国内纺织服装行业整体销售减速和存量竞争的大趋势也在所难免。（2）**纺织制造：**在棉价疲弱、内需不振和贸易摩擦常态化的大背景下，挑战大于机遇。（2）**品牌服饰：**明年需求端难以大幅改善，但行业经营健康度好于历史水平，因此行业大概率将在底部盘整，我们预计运动服饰、化妆品、童装和黄金珠宝四个子行业具备相对较高的景气度。
- **目前时点看 2020 年以及未来三年，我们预期行业将呈现以下两大日益深化的新趋势：**（1）**国潮崛起日益深入人心。**国潮的持续升温反映了 90/00 后新一代消费主力军更强的消费偏好，以及对本土品牌更高的接受度。建立在经济富足和民族自信等基础上的国潮不是短期的潮流，将成为影响消费行业发展中长期趋势，也将为国内纺服时尚品牌的发展带来新契机。（2）**消费分层进一步两极化，中端塌陷，大众竞争更趋激烈。**社会金字塔顶层人群财富结构的稳定以及更多年轻消费者加入奢侈消费导致未来高端消费仍将呈现相对更高的稳定性。而伴随经济的持续减速，中端消费遭遇瓶颈，大众消费进一步下沉且竞争日趋激烈，这是 2020 年以及未来相对 19 年更深的变化。高端主打的是品牌沉淀、调性和长期的投入，大众消费领域比拼的是极致性价比（背后是成本、管理和供应链），面对消费分层的进一步两极化，对于国内的大多数品牌服饰而言未来将经历痛苦而必须的调整期。

投资建议与投资标的

- 经过三年左右的大幅调整，纺织服装板块整体估值与机构持仓处于历史低位，预计 2020 年行业继续向下的空间相对有限。我们对行业维持“看好”评级，预计行业内部景气分化的格局仍将延续，但不少细分行业仍有诸多亮点。从子行业景气度、竞争格局（行业头部化）、龙头公司成长的相对确定性（市占率提升）和财务质量等方面综合考虑，我们重点看好以化妆品、运动服饰、童装、黄金珠宝为代表的较高景气细分行业。而对于进入存量竞争的品牌服饰成熟品类，我们重点关注市场份额能稳健提升、财务上呈现持续高现金分红预期或较高 ROE 水平的真龙头。落实到 2020 年全年的投资策略，我们推荐两条主线：（1）中短期高成长性品种，比如安踏体育(02020, 买入)、李宁(02331, 买入)、珀莱雅(603605, 买入)、波司登(03998, 买入)、南极电商(002127, 增持)，建议关注比音勒芬(002832, 未评级)、丸美股份(603983, 未评级)；（2）长期稳健增长、高分红或高 ROE 的白马龙头，比如老凤祥(600612, 买入)、海澜之家(600398, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、地素时尚(603587, 买入)，建议关注歌力思(603808, 买入)、水星家纺(603365, 增持)、雅戈尔(600177, 未评级)歌力思、水星家纺、雅戈尔等。

风险提示：棉价和汇率波动，中美贸易摩擦的恶化、国内零售形势进一步低于预期等。

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

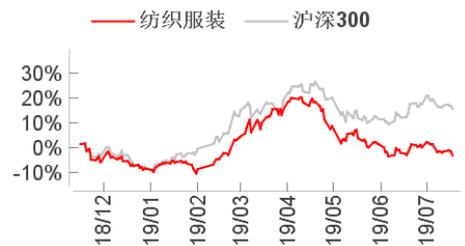
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2019 年 11 月 18 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

证券分析师

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120002

联系人

朱炎

021-63325888-6107

zhuyuan3@orientsec.com.cn

相关报告

十月社零增速疲弱 化妆品表现持续亮眼： 2019-11-17

双十一预售本土服饰品牌延续强势，海外大牌占据美妆榜单前列： 2019-11-11

目 录

2019 年行业形势回顾.....	5
纺织制造：贸易战之下承受内外压力.....	5
品牌服饰：不同品类间冰火两重天.....	8
2019 年板块二级市场表现.....	10
板块整体疲弱 少数龙头表现出色.....	10
2020 年行业展望.....	12
消费的重要性和韧性突出 结构分化是大趋势.....	12
纺织制造：棉价疲弱+贸易摩擦常态化 压力犹存.....	14
品牌服饰：底部整固 看好四大子行业.....	15
行业新特征.....	19
从现在开始看 2020 年甚至行业未来三年，我们判断有两大特征或趋势将日益深化，并将显著影响纺服及时尚消费行业的未来发展。.....	19
国潮崛起深入人心.....	19
消费分层进一步两极化.....	20
2020 年行业投资策略及重点标的.....	22
行业关键词：四大赛道+两条主线.....	22
主线一：高成长高溢价公司.....	22
安踏体育.....	22
李宁.....	23
珀莱雅.....	23
波司登.....	24
主线二：高分红或高 ROE 公司.....	25
老凤祥.....	25
海澜之家.....	25
森马服饰.....	26
地素时尚.....	26
风险提示.....	28

图表目录

图 1：2017-2019Q3 中国服装衣着与纺织纱线制品出口增速（美元计价）	5
图 2：欧元区与美国制造业 PMI 指数.....	6
图 3：2016 年以来欧盟 28 国消费者信心指数	6
图 4：2017 年至今国内纺织业营业收入与利润总额增速	6
图 5：2019 年至今国内棉花现货价格	7
图 6：2018 年至今郑棉主力合约价格	7
图 7：2018 年至今人民币兑美元中间价走势	7
图 8：纺织制造龙头公司在东南亚产能布局	7
图 9：2017 年以来纺织服装服饰业营业收入与利润总额增速	8
图 10：2018 年以来社会消费品零售总额、限额以上服装、化妆品、黄金珠宝销售增速	9
图 11：2017 年以来全国网上实物零售额月度增速	9
图 12：2014-2018 年天猫双十一各大行业 GMV 占比变化	10
图 13：重点平台与部分电商占比高的品牌服饰 2019 年双十一 GMV 数据	10
图 14：2019 年至今板块指数收益率	11
图 15：2019 年至今板块中部分龙头公司大幅跑赢指数	11
图 16：过去一年板块中部分白马股 PE 估值对比	11
图 17：2010 年至今纺织服装行业 PE 估值	12
图 18：2010 年至今纺织服装行业 PB 估值	12
图 19：2007 年以来纺织服装行业占公募基金持股市值比例	12
图 20：2009 年以来消费支出对 GDP 增长贡献	13
图 21：1960-2018 年美国耐用、非耐用、服装与服务消费占比	14
图 22：1994-2018 年美国 CPI 变动（以 1993 年为 1）	14
图 23：2009-2019 年全球与中国棉花库存	14
图 24：2009-2019 年中国棉花产量与消费量	14
图 25：2001 年至今限额以上服装零售增速	15
图 26：2016 年至今主要服装家纺品牌存货周转天数	15
图 27：国内品牌服饰各子行业的主要特征	16
图 28：中国运动服饰行业发展阶段	16
图 29：2013-2020 年国内童装市场规模及增速预测	17
图 30：2015 年-2018 年国内童装市场 CR5 变动	17
图 31：2012-2023 年国内化妆品市场规模与增速预测	18
图 32：2009-2019 年最关注中国品牌的年龄段变化	20
图 33：2009-2019 年中国品牌关注度占比	20

图 34：消费者对国产品牌偏好变化（2016-2018）	20
图 35：中国消费者对品牌的偏好变化（2017，%）	20
图 36：2019 年海外奢侈品品牌亚太（中国）市场销售增速依旧强劲	21
图 37：重点公司盈利预测及估值情况	27

2019 年行业形势回顾

纺织制造：贸易战之下承受内外压力

(1) 中美贸易战对出口预期形成负面冲击 订单更趋更多元化和高频化

2019 年受制于中美贸易摩擦的不确定性以及全球经济大环境的低迷，国内纺织品出口面临严峻挑战，以人民币计价，今年 1-10 月国内纺织纱线及织物出口同比增长 5.5%，服装及衣着附件出口同比持平；以美元计价，今年 1-10 月国内纺织纱线及织物出口同比增长 0.4%，服装及衣着附件出口同比下滑 4.8%。

美国目前仍是中国纺织服装出口最主要的市场之一，占中国纺服整体出口约 17%的比重，目前美国已对中国纺织服装中的部分加征 10%关税，还有大部分可能于 12 月 15 日加征，考虑商品关税加码的不确定性暂时无法得到解决，下游需求日益谨慎，呈现出订单量下降、少量多批次下单、海外多元化采购等应对措施，叠加国内终端需求的疲弱，19 年纺织制造企业面临出口与内销的双重压力。

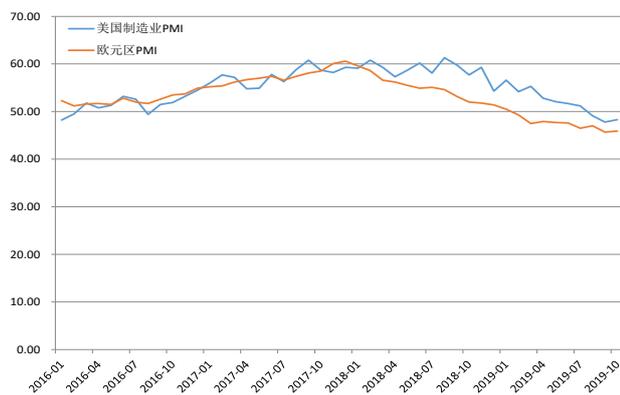
图 1：2017-2019Q3 中国服装衣着与纺织纱线制品出口增速（美元计价）



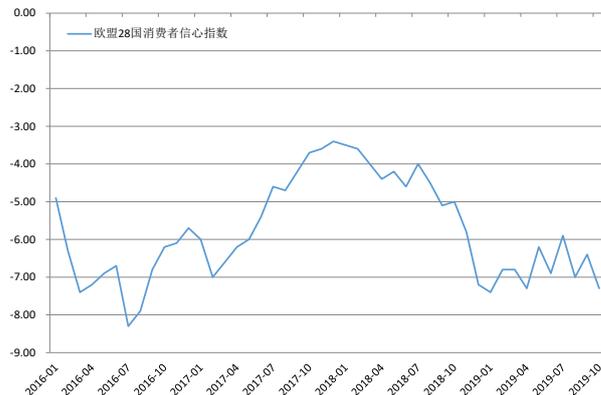
数据来源：Wind、东方证券研究所

(2) 出口与内销双双拖累 纺织制造业整体收入与盈利下行

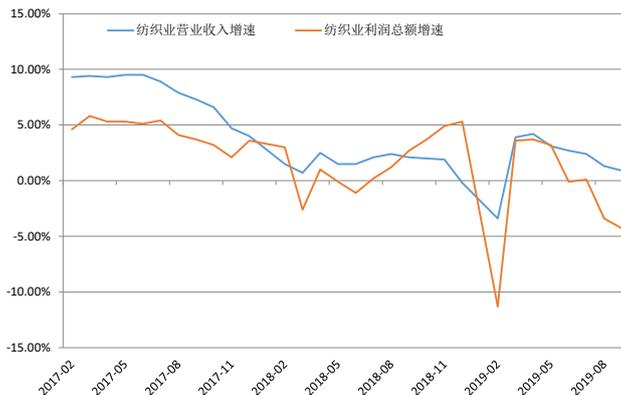
从纺织品服装出口的主要几个市场来看：美国经济出现放缓迹象，10 月制造业 PMI 下滑至 48.3，19 年以来持续下降，服装及配饰的零售增速放缓；欧洲方面，10 月欧盟 28 国制造业 PMI 下降至 45.9，19 年以来同样持续下降，消费者信心指数由 18 年初的-3.5 下降至 19 年 10 月的-7.3。整体来看，除了美国市场由于贸易争端引起的关税政策调整影响中国的纺织品服装出口之外，其他海外主要消费市场由于经济环境的恶化，也在拖累中国纺织品服装出口的增速。

图 2：欧元区与美国制造业 PMI 指数


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 3：2016 年以来欧盟 28 国消费者信心指数


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 4：2017 年至今国内纺织业营业收入与利润总额增速


数据来源：Wind、东方证券研究所

(3) 短期供过于求 国内棉价出现大幅下跌

19 年以来国内棉价基本呈现单边下行的走势，年初至今现货棉价格下跌 15%，10 月中美贸易谈判有所进展后棉价略有回暖。短期来看，随着近期新棉的上市，国内陈棉结转库存偏高，国内棉花的供给压力较大，下游厂家经过了去年至今的大跌行情后，采购需求普遍谨慎。棉价的走弱对纺织制造行业整体造成了进一步的拖累。

图 5：2019 年至今国内棉花现货价格


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 6：2018 年至今郑棉主力合约价格


数据来源：Wind、东方证券研究所

(4) 人民币兑美元贬值对冲部分压力 龙头公司继续海外产能扩张

19 年 5 月开始，由于贸易冲突的反复，人民币兑美元保持弱势，年初至今汇率下跌约 3%，部分缓解了纺织制造企业出口业务的毛利率与汇兑收益。

图 7：2018 年至今人民币兑美元中间价走势


数据来源：Wind、东方证券研究所

今年纺织制造龙头公司保持了产能继续扩张且全球优化配置的态势。面临劳动力、环保、资金等各项成本上涨的压力以及贸易战带来的关税加征的不确定性，纺织服装制造龙头近几年来产能的拓展主要向低成本优势的越南、柬埔寨等东南亚地区布局，在当前内部订单量下滑、外部环境不确定的背景下，龙头公司继续通过拓展海外产能来获取一定的成本和订单优势，弱市下进一步扩大市场份额。

图 8：纺织制造龙头公司在东南亚产能布局

公司	海外扩张方向	海外产能
百隆东方	越南	70 万锭，占全部产能 50%
华孚时尚	越南	30 万锭，占全部产能 16%

健盛集团	越南	2.5 亿双棉袜、 1800 万件无缝针 织运动服饰
伟星股份	孟加拉国	拉链 9240 万条、 金属扣 8400 万套
申洲国际	越南、柬埔寨	越南占制衣产能 14%，柬埔寨占制 衣产能 15%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

品牌服饰：不同品类间冰火两重天

(1) 整体收入增速平淡 费用相对刚性进一步拖累盈利

从国家统计局披露的数据来看，19 年 1-10 月社会消费品零售总额同比增长 8.1%，主要受到汽车消费的拖累减速放缓，剔除汽车消费数据后，社零同比增长 9.0%。其中 10 月名义社零增速同比增长 7.2%，扣除 CPI 仅增长 4.9%。二季度开始，受制于整体经济的放缓、外部不确定因素增加等原因，消费增速开始下滑。服装消费数据今年整体表现较弱，1-10 月限额以上零售企业服装鞋帽零售额同比增长 2.8%，其中 10 月下滑 0.8%（9 月增长 3.6%）。在收入增长乏力的情况下，由于多数企业的成本费用支出相对刚性，盈利增速的下降更为明显。

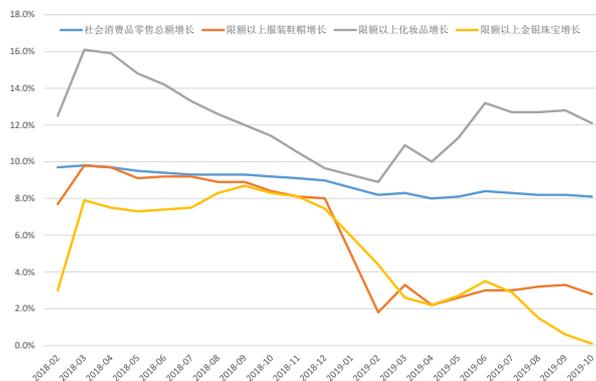
图 9：2017 年以来纺织服装服饰业营业收入与利润总额增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

(2) 各品类分化加剧 运动服饰和化妆品表现强劲

从各品类的零售数据来看，今年表现差异较大：化妆品始终保持着快速增长，1-10 月限额以上零售企业化妆品零售增长 12.1%，19 年以来累计增速基本上维持在 10% 以上，行业各品类渗透率的提升以及高端化趋势带动国内化妆品市场的高景气度；运动服饰、童装、羽绒服等品类表现相对突出，龙头公司安踏、李宁、波司登以及森马旗下巴拉巴拉在今年始终保持着不错的销售增速；中高端女装表现相对稳健，但增速相比去年也明显放缓；而家纺、大众休闲、男装、鞋类、金银珠宝等品类的零售表现较弱，存量竞争的态势日益明显。

图 10：2018 年以来社会消费品零售总额、限额以上服装、化妆品、黄金珠宝销售增速


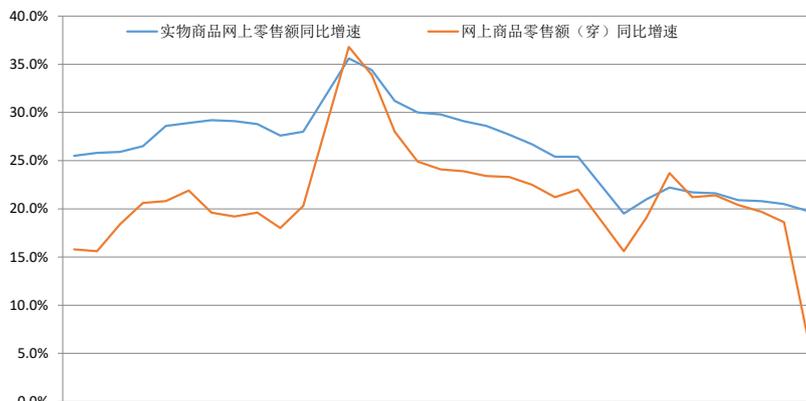
数据来源：Wind、东方证券研究所

(3) 线下渠道扩张放缓 单店提升成为品牌关注重点

在 18 年多数品牌加快开店的情况下，19 年考虑到并不突出的零售环境，多数品牌的线下开店数量开始放缓，一方面重点调整渠道结构，更多向流量集中的购物中心、奥莱等渠道延伸，另一方面原先单店效益并不出彩的部分品牌，也在通过终端零售精细化管理的推进，提升单店质量，推动整体销售收入更扎实的增长。

(3) 线上增长放缓 流量去中心化日益明显

2019 年 1-10 月全国网上实物商品实现零售额 6.52 万亿元，同比增长 19.8%，增速较 1-9 月份放缓 0.7 个百分点，网上商品零售中穿着销售同比增长 7.1%，增速较 1-9 月份放缓 11.5 个百分点，今年电商整体呈现放缓的趋势，对服装的线上销售来说，电商已经成为常态化渠道，从 2014-2018 年天猫双十一各大行业成交金额占比变化来看，服饰鞋包的占比逐年下降，美妆与家装家饰占比逐年提升（2019 年的具体数据结构还未出炉，但从各品牌销售报道看，美妆与家装家饰占比预计仍在加速提升）。对品牌服饰来说，主流平台流量红利接近尾声，品牌的头部化也在大平台体现得淋漓尽致，考虑到线上的营销投入、人工成本、物流费用等支出高企，线上线下的逐步融合也是大势所趋，许多电商运营能力优异的品牌企业已经将重点从单纯追求 GMV 的增长，转向电商渠道的精细化管理来提升线上销售的盈利能力。

图 11：2017 年以来全国网上实物零售额月度增速


数据来源：Wind、东方证券研究所

以拼多多、小红书为代表的依靠社交与内容营销的电商平台对传统大平台的流量分化，对品牌服饰线上销售的定价、营销方式等提出了新的课题，19年部分公司通过子品牌定位的下移来满足这部分平台的销售。另一方面，直播与下沉成为19年电商的关键词，随着互联网技术的日益成熟与受众习惯的养成，已然成为品牌营销的必争之地，从品类来看，化妆品由于核心单品与爆款的拉动效应明显，KOL直播对销售的催化效果更突出。此外，在各平台向低线城市渗透的大背景下，消费者对性价比的诉求更为强烈，这对各品牌的供应链效率与响应速度提出了更高的要求。

图 12：2014–2018 年天猫双十一各大行业 GMV 占比变化


数据来源：阿里大数据、东方证券研究所

图 13：重点平台与部分电商占比高的品牌服饰 2019 年双十一 GMV 数据

2019年双十一各公司GMV数据

	2017年(亿元)	2018年(亿元)	2019年(亿元)	同比增速
淘宝+天猫	1682	2135	2684	26%
京东	1268	1598	2044	28%
森马	8.22	11.42	13.8	21%
其中：巴拉巴拉天猫单店	3.2	4.2	5.1	21%
太平鸟	8.08	8.18	9.18	12%
水星	2.29	2.38	2.66	12%
安踏	6.7	11.3	18.3	62%
波司登		4.1	6.5	58%
安正时尚	0.35	0.86	1.01	18%
其中：尚展电商		1.61	2.5	55%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

2019 年板块二级市场表现

板块整体疲弱 少数龙头表现出色

板块整体跑输沪深 300 与创业板指数，但有基本面支撑的细分行业龙头大幅跑赢指数。2019 年以来，受零售环境低迷、经济增速下行、贸易战等各方面影响行业基本面和估值预期，纺织服装板块

整体表现较为疲软，行业指数跑输沪深 300 与创业板指数（在中信 29 个子行业中名列第 26 位）。截止 11 月 11 日，沪深 300 指数上涨 29.64%，创业板指数上涨 33.79%，纺织服装板块指数（申万）上涨 1.21%，表现弱于大小指数。分子板块来看，纺织制造板块（+3.22%）表现略好于服装家纺板块（-0.07%），上半年板块曾跟随市场反弹，4 月后受零售低迷、盈利增速放缓等因素影响，基本呈现单边下跌的走势。

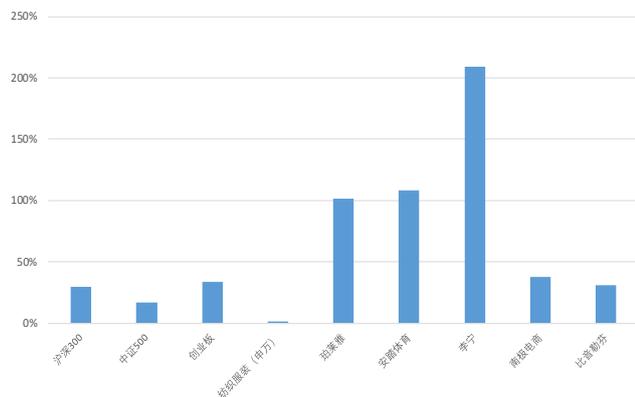
图 14：2019 年至今板块指数收益率



数据来源：Wind、东方证券研究所

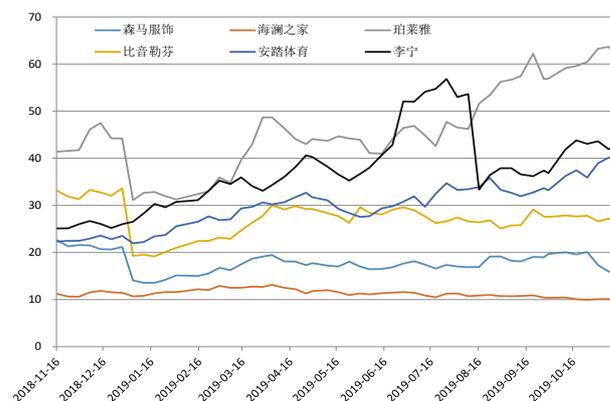
在板块整体疲弱的大背景之下，少数细分行业龙头表现优异，大幅跑赢指数。在终端零售增长乏力的情况下，今年纺织服装板块中大多数个股在年初跟随市场反弹之后，表现平淡，但其中也不乏基本面驱动下大幅跑赢指数的标的：港股运动服饰作为行业增速最快的品类之一，安踏体育与李宁在今年股价分别实现了 100% 以上和 200% 以上的涨幅；化妆品中珀莱雅作为高增长的稀缺标的，今年股价涨幅达到 100% 以上；以南极电商、比音勒芬为代表的业绩高成长龙头，同样跑赢行业指数与沪深 300 指数。总体来看，虽然纺织服装行业整体机会乏善可陈，但自下而上仍有部分优质赛道的龙头跑出了显著的超额收益，这些龙头公司在估值上也享受了明显的溢价。

图 15：2019 年至今板块中部分龙头公司大幅跑赢指数



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 16：过去一年板块中部分白马股 PE 估值对比



数据来源：Wind、东方证券研究所

行业整体估值与机构持仓重回底部区域。2010 年以来在行业整体业绩增速从高速向中低速切换的阶段，板块估值高低主要取决于二级市场整体流动性、风险偏好、市场情绪等因素。在 2012-2014

年纺织服装行业低迷时期（业绩增长预期与估值不断下调），板块整体 PE 估值与 PB 估值在 22 倍与 1.9 倍左右（期间最低 18 倍 PE，1.6 倍 PB）。经过 3 年多的持续调整，板块整体估值已经从 2015 年牛市的最高 60 倍 PE 与 6 倍 PB 下跌至目前的 23 倍 PE 与 1.8 倍 PB 附近，重回历史底部区域。

图 17：2010 年至今纺织服装行业 PE 估值



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 18：2010 年至今纺织服装行业 PB 估值



数据来源：Wind、东方证券研究所

从持仓来看，17 年之后公募基金对纺织服装板块的配置基本处于历史低位附近，这一方面与行业基本面总体表现平淡有关，另一方面，15 年市场大涨之后纺织服装板块过高的估值也在最近几年逐步消化。19 年至今公募基金对纺织服装板块的配置比例变化不大，也已经充分反映了市场板块总体较为悲观的预期。

图 19：2007 年以来纺织服装行业占公募基金持股市值比例



数据来源：Wind、东方证券研究所

2020 年行业展望

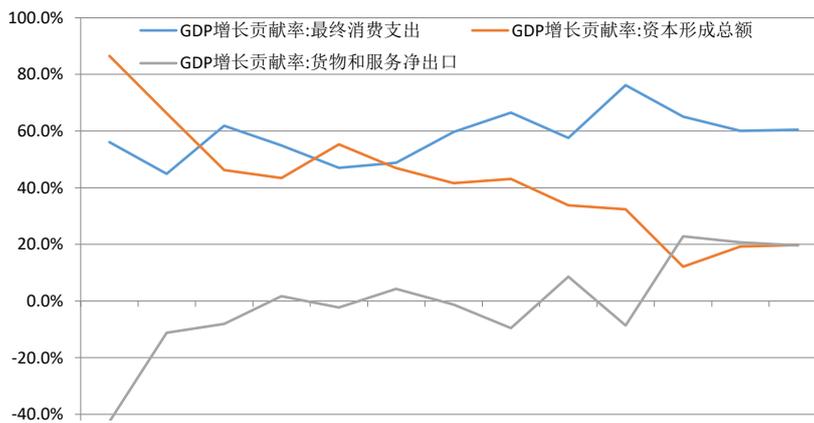
消费的重要性和韧性突出 结构分化是大趋势

(1) 消费的重要性日益突出 从现在和未来都将是中国经济增长的主要动力

2015 年以来消费对国内经济的增长起到了越来越重要的作用，2019 年前三季度最终消费支出对 GDP 的增长贡献为 60.5%，15 年以来消费的贡献基本保持在 60%以上，一方面，消费在经济波动下始终能够保持中高速增长韧劲，另一方面也和投资与出口增速下降后消费支出贡献占比被动上升有一定的关系。

面对内外环境变化，无论是应对短期增长压力，还是推动中长期高质量增长，国家宏观政策上都将更加重视消费对经济的支撑作用，19 年以来出台的减税、20 条促进消费的意见、放松汽车限购、活跃夜间经济等政策措施，都旨在挖掘居民消费的潜力。

图 20：2009 年以来消费支出对 GDP 增长贡献

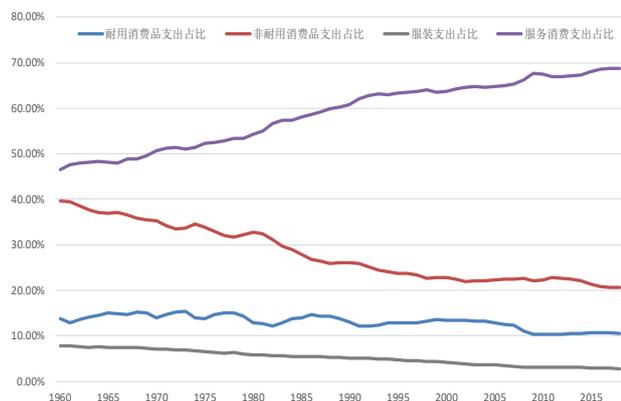


数据来源：Wind、东方证券研究所

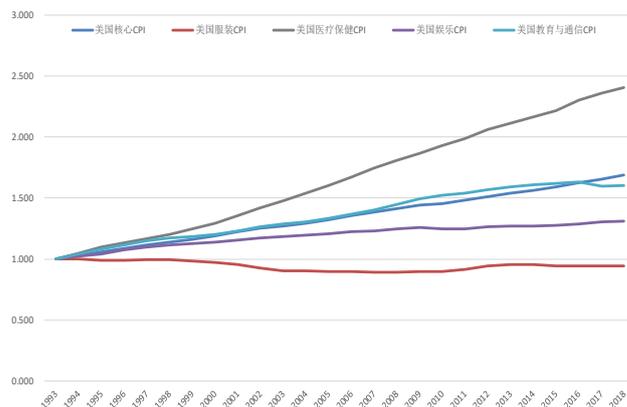
(2) 消费整体减速与结构调整也将是大趋势

消费既是经济增长的动力，更是经济发展的结果，在国内经济增速整体放缓的过程中，消费的增长也将不可避免的出现减速，只是相对于投资和出口这两架马车而言，消费现在和未来的增速相对更好。另外从国内外社会发展的历史看，在经济水平达到一定阶段之后，消费大的升级不可逆转，具体表现为内部结构的分化。从国内消费结构的变化来看，已经呈现出越来越明显的从物质型消费向服务型消费升级的趋势——2017 年中国服务型消费支出占居民最终消费支出的比重超过 40%，2018 年这个比例达到 49.5%，2019 年前三季度这一比重进一步提升到 50.6%。消费对经济结构优化和升级形成了重要影响。

参考美国个人消费结构的历史变化（美国 1970-1980 年代与中国目前的经济阶段较为类似），考虑通胀因素，耐用品与非耐用品消费占比从 1960 年的 13.77%与 39.67%下降至 2018 年的 10.54%与 20.64%，这其中服装的个人消费支出占比从 1960 年的 7.82%下降至 2018 年的 2.80%，服务消费占比从 1960 年的 46.56%提升至 2018 年的 68.82%。随着美国经济增长在 1980 年代之后进入中低速区间，人均收入与消费支出增速放缓，消费结构日益向服务类倾斜。此外，参考美国不同消费品的通胀水平同样反映了行业间的差异，1993-2018 年美国医疗保健与教育通信为代表的服务类消费 CPI 跑赢或持平美国核心 CPI，服装 CPI 则始终处于通缩状态。从美国的发展历程来看，未来国内纺织服装行业整体销售减速和存量竞争的大趋势在所难免。

图 21：1960-2018 年美国耐用、非耐用、服装与服务消费占比


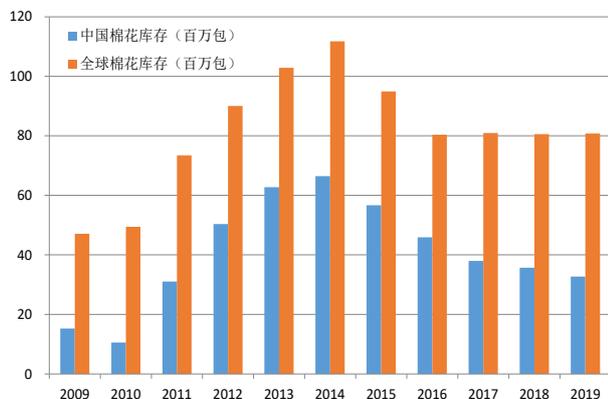
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 22：1994-2018 年美国 CPI 变动 (以 1993 年为 1)


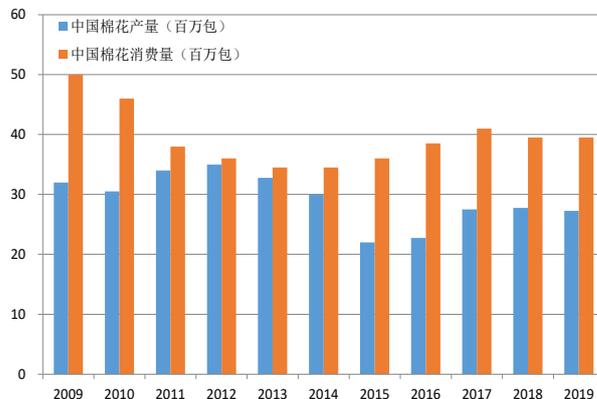
数据来源：Wind、东方证券研究所

纺织制造：棉价疲弱+贸易摩擦常态化 压力犹存

棉价短期仍将呈现疲弱态势，中期有望在 2020 年下半年或 2021 年开始重心上移。根据中国棉花协会预测，2019/2020 年度我国棉花产量为 591 万吨，同比下降约 20 万吨，消费量约 802 万吨，与上年基本持平；USDA 预测 2019/2020 年度我国棉花产量为 593 万吨，较上年下降约 11 万吨，消费量为 860 万吨，预测全球棉花产量为 2655 万吨，消费量为 2645 万吨。总体来看，全球棉花处于产大于求的状态，国内棉花则处于产不足需的状态，缺口主要由国储棉抛储与进口棉满足。经过多年的国储棉轮出，预计国储棉库存处于近几年偏低水平，若中美能够达成阶段性贸易协议，预计国储棉将轮入美棉，这将有利于棉价的上移，但考虑到下游需求的低迷短期看不到改观，棉价重心难有太大的抬升幅度。长期来看，随着国内棉花库存的逐步消化，产不足需的格局有望拉动国内棉价在 2020 年下半年甚至 2021 年重心整体上移。整体我们判断 2020 年的棉价对生产制造企业较难形成拉动力。

图 23：2009-2019 年全球与中国棉花库存


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 24：2009-2019 年中国棉花产量与消费量


数据来源：Wind、东方证券研究所

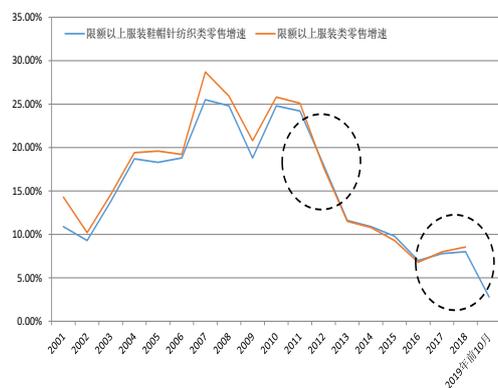
需求端整体较弱，产能外移趋势难改，贸易摩擦成为新常态后对制造行业影响深远。尽管目前中美贸易谈判重启令产业得以喘息，但协议尚未达成，市场担忧情绪难以消除，考虑到贸易摩擦的复杂性和持续性，出于规避可能的关税上调风险，本身盈利水平不高的中低端产能向海外转移的趋势难改，下游采购订单外流，预计纺织制造产业需求在 2020 年仍将维持偏弱的格局，海外产能占比较高或者布局较早的纺织制造龙头（例如申洲国际、百隆东方、健盛集团等）有望在承接海外订单方面相对收益。

在需求较弱、棉价低迷、贸易摩擦和汇率等充满不确定性的大背景下，我们认为 2020 年的纺织制造行业仍将是挑战大于机遇，少部分国际化产能配置、产业链较为完备的龙头公司经营的稳定性相对较强。

品牌服饰：底部整固 看好四大子行业

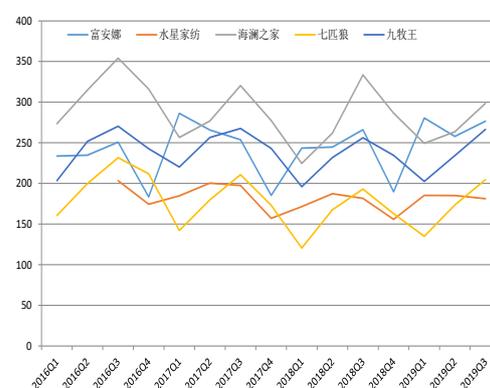
需求端难以大幅改善，但行业经营健康度好于历史水平。正如上文的分析，在国内消费行业整体结构分化的大趋势中，服饰作为典型的实物传统型消费之一，其占居民最终消费支出的比重会逐步降低。从终端零售来看，当前品牌服饰行业面临的增速放缓的困境与 2013-2015 年的行业低谷类似（终端需求低迷，成本费用刚性拖累利润增速），但经历了上一轮深度调整过程中的库存与渠道去化之后，一方面多数品牌企业（包括经销商）出于终端健康经营的考虑，在近几年主动下调订货比例（对经销商大多不再做硬性的订货额要求），增加补货占比，在制定货品生产计划上趋于谨慎，从源头上控制了库存的积压，多数公司在当前零售环境下，历史库存也处于合理水平；另一方面，13 年以来品牌服饰企业在零售精细化、终端掌控力、存货管理、线上运营、渠道多样化等各项能力方面得到了明显提升，及时跟进货品动销进展，通过线上与线下奥莱渠道清理过季库存，客观上对当季货品的售罄率与过季货品的消化起到了明显作用。考虑到当前行业渠道整体历史库存水平并不高，我们认为即使 2020 年终端需求受经济影响依然呈现低增长，行业大力度打折去库存的压力不是很大，对企业经营质量和盈利能力的稳定能够起到支撑作用。各细分板块龙头经过几轮的洗牌，在渠道、供应链、库存结构等各方面的竞争优势已得到进一步夯实和增强，基础薄弱的小品牌逆袭的概率越来越低，行业头部效应依然会在弱市下延续。

图 25：2001 年至今限额以上服装零售增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 26：2016 年至今主要服装家纺品牌存货周转天数



数据来源：Wind、东方证券研究所

行业整体零售增速预期平淡，重点看好四大子行业。从各子行业生命周期来看，女装、男装、鞋类、家纺、大众休闲等品类已基本进入成熟期或充分竞争期，而起步相对较晚的童装、运动服饰、化妆品等品类则处于发展较快的成长阶段。综合考虑各子行业生命周期、未来增速、可扩容空间、集中度、消费粘度、提价能力和外资竞争威胁等多个因素，我们认为 2020 年板块的投资机会与市场关注点仍然会聚焦在童装、运动、化妆品子行业，此外黄金珠宝板块受益金价的长期上行大趋势，虽然终端零售表现较弱，但龙头公司竞争优势的扩大以及业绩增速对金价的弹性也在逐步兑现。

图 27：国内品牌服饰各子行业的主要特征

子行业	行业增速	行业可扩容空间	未来集中度	消费粘度	提价能力	外资竞争威胁
户外	较低	中等	较高	中等	中等	大
黄金珠宝	较低	中等	较高	较强	中等	较小
家纺	较低	较大	中等	中等	较弱	较小
化妆品	较高	较大	较高	较强	中等	中等
中高端女装	中等	中等	中等	较强	中等	较小
大众休闲	较低	较大	中等	较弱	较弱	中等
童装	较高	较大	较高	较强	中等	较小
女鞋	较低	中等	较高	中等	中等	较小
男鞋	较低	中等	中等	较强	较弱	较小
男正装	较低	中等	较高	较强	中等	较小
运动服饰	较高	较大	高	较强	中等	中等

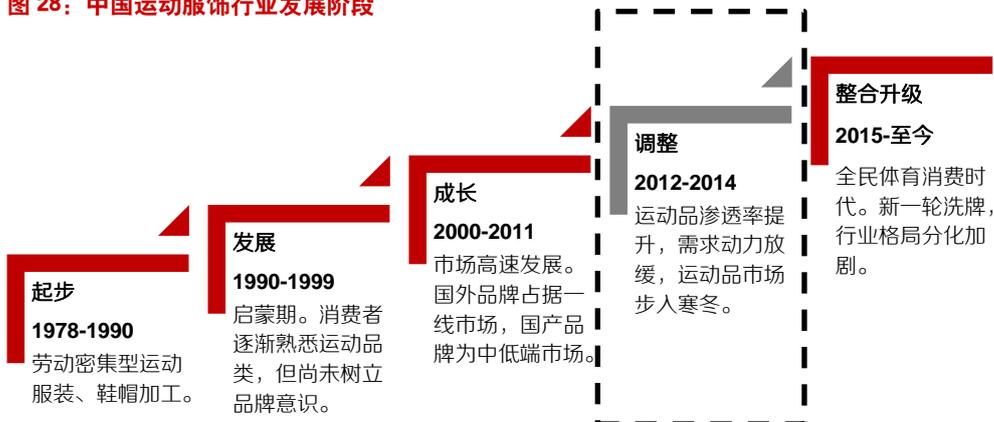
数据来源：前瞻网、东方证券研究所

(1) 运动服饰

国内运动服饰行业方兴未艾，经历短暂调整后 2015 年至今行业整体迎来强劲反弹，且增速逐年加快，近 5 年行业复合增速在 15% 左右，2018 年更是达到同比 18% 的增长，我们预计未来五年运动服饰行业仍然是服饰行业的最佳赛道之一，潜力巨大，行业有望保持 10% 以上的复合增速，且呈现强者愈强的特征。

从运动服饰行业人均消费来看，2018 年中国人均消费仅为 28.9 美元，低于全球平均水平 44.7 美元，与发达国家更是差距巨大，2018 年美国人均消费为 357.1 美元、英国为 169.1 美元、德国为 153.7 美元、日本为 110.6 美元。近年来，中国运动服饰消费结构已经有所改变，运动服饰占整体服饰消费比重已从 2013 年的 8.8% 逐步提升至 2018 年的 12.8%，逐渐在替代部分休闲服、商务装的需求，未来仍有继续提升的空间。

图 28：中国运动服饰行业发展阶段



数据来源：产业信息网、东方证券研究所

行业头部效应明显加剧，国外巨头表现稳定优秀，但国内龙头竞争力也在明显提升。2015 到 2018 年间，阿迪达斯在中国的市占率提升了 4.2%，耐克的市占率提升了 3.6%，斯凯奇的市占率提升了 3.7%，国内龙头安踏提升了 3.4%，李宁基本稳定（2019 年预计将明显提升）。但在此期间，本土龙头顺利走出调整期，已经找到合适的发展定位。安踏走的是多品牌国际化路线，对自身的运营能力要求较高；李宁走的是单品牌聚焦路线，充分挖掘品牌独一无二的精神属性；特步走的是差异化路线，深耕跑步细分市场。

从国际经验看，运动服饰领域容易诞生大市值公司，海外运动服饰最大的三家公司耐克、阿迪达斯和露露柠檬市值分别为 1425 亿、588 亿和 275 亿美元，本土第一品牌安踏当前市值为 260 亿美元左右，还不到耐克市值的 20%。另一方面，从全球产业发展的历程看，运动服饰行业也是诞生本土巨头的摇篮，世界前四大运动服饰市场中，本土企业占据 Top 6 榜单中的一半，当前本土运动品牌龙头（安踏、李宁）鼎力的格局日益清晰，在各自发挥渠道、产品、零售、供应链等优势的情况下，二线本土品牌生存空间会受到进一步挤压，国潮崛起和运动时尚化带给本土龙头品牌越来越大的市场空间，考虑到中国庞大的消费市场和活力，未来本土龙头的市值提升潜力值得期待。

（2）童装

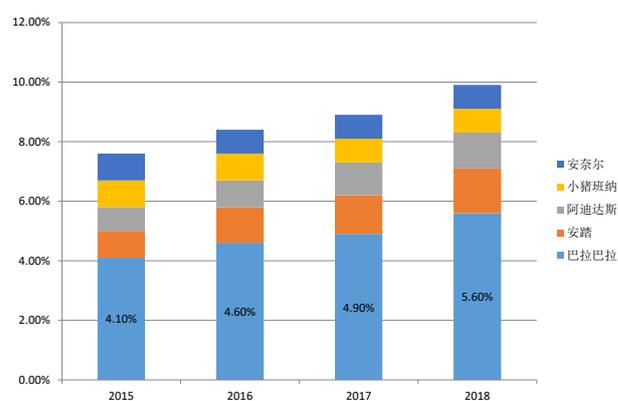
80-90 后进入生育高峰，叠加二孩政策的释放，童装成为近几年来品牌服饰行业中增速最快的品类之一，根据欧睿咨询的数据，2018 年国内童装市场增速达到 16.2%，市场规模达到 2091 亿元，2013-2018 年市场的复合增速达到 12.4%，预计未来 5 年国内童装市场仍能保持 10%以上的复合增长，到 2023 年童装市场规模有望达到 3406 亿元。

图 29：2013-2020 年国内童装市场规模及增速预测



数据来源：欧睿、东方证券研究所

图 30：2015 年-2018 年国内童装市场 CR5 变动



数据来源：欧睿、东方证券研究所

国内童装消费仍然处于品牌化的过程中，由于行业的高景气度，吸引了越来越多的成人装品牌涉足童装领域，但在竞争日益激烈的过程中，过去 4 年行业的集中度依然经历了逐步提升的过程，CR5 从 2015 年的 7.6% 提升至 2018 年的 9.9%，其中市场第一的巴拉巴拉的龙头地位日益显著，市场份额从 2015 年的 4.1% 提升至 2018 年的 5.6%。考虑到童装相对偏标品的属性，在消费渠道向母

婴童、品牌专卖店、电商等集中的过程中，头部品牌在渠道开拓、供应链效率、采购成本等各方面的竞争优势将进一步巩固扩大，龙头企业仍然将享受到市场快速增长与份额提升的双重红利。

(3) 化妆品

国内化妆品行业目前是可选消费领域最大的亮点之一，在居民可支配收入的不断提升、国人对外在形象要求与认知的提高以及核心消费人群结构的变化等一系列因素驱动下，国内化妆品行业（包含美容及个人护理用品）近几年来一直保持着稳健的增长，尤其是近两年以来，国内化妆品市场增速不断提升，根据欧睿咨询统计，2012-2018年国内化妆品行业市场销售额年复合增长8.7%，其中彩妆市场年均复合增速达到15.4%，护肤品市场年均复合增速达到8.9%，同期全球化妆品市场增速仅为0.9%，彩妆与护肤品市场增速为2.5%与2.3%。2018年国内化妆品行业市场规模达到4105亿元，同比增长12.3%，彩妆与护肤品市场规模分别达到428亿元和2122亿元，分别同比增长24.3%与13.2%。

图 31：2012-2023 年国内化妆品市场规模与增速预测



数据来源：欧睿、东方证券研究所

2018年以来在国内经济面临增长压力的大背景下，国内社会消费品零售总额增速也在近两年呈现逐步走弱的态势，珠宝首饰、服装、汽车等多数消费需求受到了较为明显的影响，但化妆品品类的增长仍然表现出较强的韧性，无论是国家统计局公布的限额以上零售企业化妆品销售增长，还是上市公司层面每个季度的收入与盈利增速，都实现了明显超越整体经济与社会消费品零售总额的增长，这一方面源于居民收入逐步提升的情况下对化妆品的需求向中高端升级拉动了行业零售额的增长，另一方面国内消费者多层次的需求也带动了成熟品类的高端化与多元化（洗护清洁、洗发等）以及新兴品类（彩妆、香水等）渗透率的不断提升，这也是国内化妆品行业始终能够吸引市场与资本聚焦的重要推动力。

功能性化妆品是行业近几年来最大风口之一，成分党、轻医美等大行其道，消费者从被动接受品牌营销到主动参与产品选择，90-00后这一代年轻群体追求化妆品迅速起效的诉求更为强烈。这也带来了行业格局的变动，韩系化妆品退潮，日系品牌重新崛起，欧美大牌优势稳固，本土品牌则在大众细分市场百花齐放，并逐步向中高端市场延伸。在渠道方面，低线城市成为行业增长主要的增量之一，电商渠道持续高歌猛进，百货和免税店成为高端品牌增长的新动力。

从海外市场经验来看，化妆品行业是诞生大市值龙头公司的摇篮。庞大稳定的行业属性、稳固的市场地位和盈利能力（稳定较高的ROE与企业自由现金流）使得海外化妆品龙头公司普遍获得了较高的估值水平（30-40倍PE）。灵活的营销推广、高效的渠道建设、稳定增长的研发投入叠加市

场化的激励机制和国潮消费、社交营销的鹊起，本土化妆品龙头近几年处于增长的快车道。与其他可选消费品不同，由于目标消费者人种皮肤的不同以及产品偏好、流行文化和消费理念的差异，化妆品行业相对更能诞生本土巨头。从邻国日韩的发展历史看，优秀的本土品牌大多经历了从国际品牌的竞争冲击到最终成长为当地市场龙头的过程。我们认为，中国本土化妆品品牌在长期的竞争中，已经逐步具备了较强的学习以及对市场的灵活应变能力，中期看行业未来至少能产生 2-3 家以上巨头企业。

（4）黄金珠宝

在今年金价上涨的背景下，行业并未复制 2009-2013 年终端销售量价齐升的格局，除了宏观经济与零售环境并不支持抢金潮之外，黄金投资渠道与产品的多元化，已经压缩了实体店黄金投资性需求，最终体现为黄金珠宝行业市场规模增速放缓，黄金饰品的价格上升、销量出现一定的下滑。

另一方面，今年珠宝首饰市场的减速以及金价上涨对非黄、镶嵌类产品的消费产生一定的分流，这对近几年来依靠钻石、彩宝等品类的快速增长实现渠道延伸的部分中小品牌及渠道商的经营造成了一定挑战，经过这一轮金价上涨，客观上以黄金饰品为主导的全国性本土龙头品牌受益于存货的升值与货品周转，竞争优势的积累更充分，其经销商则大幅减轻了存货账面价值与资金压力，在终端维持弱勢的格局下，我们认为这些本土龙头品牌未来在渠道资源、品牌号召力与公信力、售后服务等方面的优势有望继续扩大，长远来看，国内黄金珠宝市场的集中度将进一步得到提升。

行业新特征

从现在开始看 2020 年甚至行业未来三年，我们判断有两大特征或趋势将日益深化，并将显著影响纺织及时尚消费行业的未来发展。

国潮崛起深入人心

从 2017 年概念初立，到 2019 年国潮已经成为中国时尚产业转型升级的最大风口之一。最初的国潮只是指大陆设计师原创的潮流品牌，如今融合本土设计师设计风格与生活态度，叠加中国传统文化元素等，一系列时尚产品与跨界合作都可以搭上国潮风，在这股浪潮下，诸如李宁、波司登、百雀羚、故宫系列衍生品等本土品牌在年轻消费者中都取得了不错的口碑与爆款销售。

国潮现象的背后反映了新一代 90-95 后以及未来的 00 后消费主力军与 70-80 后截然不同的消费观念，他们对于新事物的认知能力、尝试愿望以及对个性和自我的标榜更为强烈，这也促使他们对于某一商品的消费从大众趋同走向小众自我，一方面更高的消费偏好下，新一代年轻消费者愿意为符合他们价值观与生活态度的产品付出溢价，另一方面，90-00 后成长于中国国力迅速提升（经济富足、民族自信）的年代，普遍见过世面，对国内外的差距有更客观的理解，这也使得新一代年轻消费者对本土品牌的接受度更高，近几年来中国传统文化的回归以及大众对本土文化的强烈认同感也在推动着国潮的崛起。

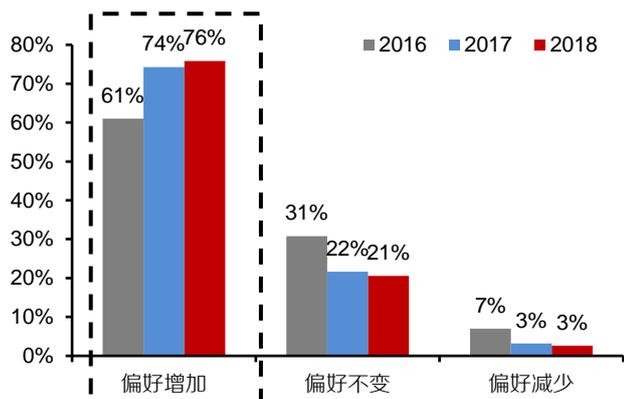
图 32：2009-2019 年最关注中国品牌的年龄段变化


数据来源：百度、东方证券研究所

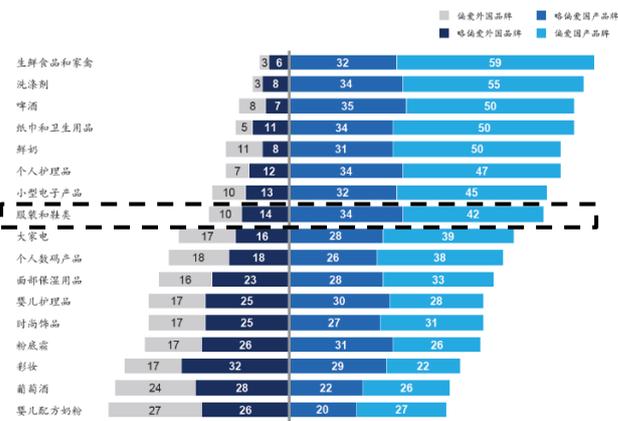
图 33：2009-2019 年中国品牌关注度占比


数据来源：百度、东方证券研究所

根据中国潮流消费发展白皮书的数据，2016-2018年，消费者对国产品牌的消费偏好不断上升，从2016年的61%上升至2018年的76%。根据麦肯锡2017年发布的报告，中国消费者对全球和本土品牌的认知比以前更细致，针对服装和鞋类产品分别有34%和42%的消费者选择了“略偏爱”或“偏爱”本土品牌。90后和00后对本土品牌更加开放包容，更加强调自我，渴望创造自己独一无二的风格，并且对品牌和产品有更深刻的了解和鉴别能力。

图 34：消费者对国产品牌偏好变化（2016-2018）


数据来源：前瞻网、东方证券研究所

图 35：中国消费者对品牌的偏好变化（2017，%）


数据来源：前瞻网、东方证券研究所

我们认为，狭义的国潮品牌可能会随着流行时尚的变化有所起伏，但广义的国潮风（对本土文化自信的唤醒）伴随着年轻一代消费者逐渐成为左右消费市场的核心人群，以及中国综合国力和制造水平的逐步提升，会在中长期为国内商业，特别是零售品牌的发展带来新契机，抓住这一轮消费观念、消费习惯、审美、购买渠道等各方面的大升级，本土时尚品牌有机会实现在国内市场竞争力的逆袭。

消费分层进一步两极化

高端消费的稳定性逐步显现。2019年国内消费市场的两极化趋势体现的淋漓尽致：在经济增长放缓的大背景下，以海外品牌为主的高端奢侈品在中国市场的销售却并未出现疲软的迹象，继续呈现出蒸蒸日上的势头，根据各大公司财报，2019Q3爱马仕亚洲市场收入同比增长近25%（去年同期+11%），LVMH亚洲市场收入同比增长29%（去年同期+20%），雅诗兰黛亚太市场收入同比增长24%（去年同期+25%）。

图 36：2019 年海外奢侈品品牌亚太（中国）市场销售增速依旧强劲

亚太市场增速	18 年	19H1	19Q3
开云集团	34%	24%	17%
爱马仕	14%	20%	25%
LVMH	20%	21%	29%
资生堂	35%	21%	18%
雅诗兰黛	33%	21%	24%
历峰集团	10%	12%	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

国内一二线城市与三四线城市在逐渐完成财富集中的过程中，社会结构开始趋于稳定，处于金字塔顶端的高收入、高净值群体青睐小众、高端、高品质商品与之对应的服务，更愿意为这些高端商品背后的服务溢价付费，这部分需求支撑起了高端奢侈品消费的重要基础。

中长期看，由于中高端品牌的目标消费人群对经济的敏感度相对偏低，大环境的波动主要影响这部分高净值人群的消费信心，但并不影响实际消费能力与习惯，这部分客群对高端品牌的粘性也会更高，因此消费人数和消费频次相对更为稳定，对已经具备一定品牌优势的龙头而言，行业经济低迷期其经营的稳定性和防御性相对更高。另一方面，随着消费偏好更高的 90 后成为消费主力，出于自我奖励、工作社交、自我个性表现等各种需求，高端奢侈品消费仍然不可缺少，这对高端消费又是一部分重要的市场增量。

中档消费遇到瓶颈，大众消费进一步下沉且竞争日趋激烈。与高端消费不同的是，大众品牌的目标客群（中产阶级与中低收入群体）更容易受经济大环境影响消费决策与实际支出，对未来就业、收入等各种不确定性增加，在消费支出有限的情况下，金字塔的中底层人群对产品的性价比会有越来越高的诉求，这对大众品牌的运营效率与产品价格竞争力提出了更高的要求，同时使得近几年来同质化明显的中档定位品牌无论是市场份额还是销售和渠道规模，都遇到了一定的瓶颈。

从今年传统大众休闲服装品牌的业绩表现来看，除了主打优品低价的优衣库为表现仍然不错以外（截止 8 月 31 日的 2019 财年大中华市场销售收入与利润分别同比增长 14.3%与 20.8%，其中电商销售同比增长超过 30%），其他品牌大多乏善可陈。以国内品牌为例，19 年本土大众休闲品牌的收入与盈利增速普遍放缓，除了经济环境的客观影响需求之外，我们认为行业竞争的日益激烈、品类间消费的转移以及当前较为分散的行业集中度对本土大众品牌也带来了销售上的压力，一方面对于进入门槛不高、品牌吸引力与产品差异化并不显著的大众服饰领域，单个品牌对渠道和消费者的议价能力较弱，出于销售回款压力，竞品间（特别是盈利能力不强的品牌）的价格促销会拉低整体价格带，把行业销售单价维持在较低水平，消费者也会把价格作为购买决策中重要的因素。另一方面随着穿着习惯与流行时尚的阶段性变化，近几年来运动休闲对大众休闲、商务休闲等细分品类的替代，此消彼长之下拉低了今年大众休闲服饰市场的消费增量。与之相对应，我们看到主打更低价品类和产品的拼多多、南极电商等公司无论从 GMV 还是核心人群数量看仍保持高速增长，折扣型电商平台唯品会再聚焦原有业务后也重新开始重新恢复元气。

面对消费分层的进一步两极化，对于国内的大多数品牌服饰而言将经历痛苦的调整期。我们预计大量的中高端品牌在无法向上真正成为高端品牌后将面临边缘化的境地，只有少部分真正具备品牌沉淀、调性、专注主业通过持续的内在提升和外整合强化的公司能生存下来并更好分享到行业蛋

糕和估值溢价。而更大量的大众品牌龙头要迈过行业增长困境也需要进一步提升效率，来打破现有分散的竞争格局。在经济减速的大背景下，中产消费塌陷（M型社会的消费特征），大众消费领域的客群不断扩容，这依然是行业维持增长的基础。对于本土龙头公司而言，我们认为在零售低迷期更需要成本费用控制、精细化管理和供应链等方面下功夫，进一步提升流通效率及终端零售能力，用更极致的产品性价比（兼具价格竞争力与品质的卖点）来吸引目标客群，用效率的提升来稳定品牌与渠道的盈利能力（成本费用的把控、调整定价倍率等方式来提升销量等），最终实现市场份额的逐步增加。

2020 年行业投资策略及重点标的

行业关键词：四大赛道+两条主线

经过三年左右的大幅调整，纺织服装板块整体估值与机构持仓处于历史低位，预计 2020 年行业继续向下的空间相对有限。我们对行业维持“看好”评级，预计 2020 年纺服及时尚消费行业不同子行业之间景气度分化的格局仍将延续，不少细分行业仍有诸多亮点。

对于纺织制造板块，由于行业分散的格局与相对较低的进入门槛，在下游需求与外部因素不确定性的大背景下，2020 年仍将是挑战大于机遇，国内中小公司出清和中低端产能向海外转移的态势仍将持续进行，相关上市公司的业绩和估值都较难有大的弹性。

在品牌服饰及时尚消费方面，基于上文的分析，从子行业景气度、竞争格局（行业头部化）、龙头公司成长的相对确定性（市占率提升）和财务质量等方面综合考虑，我们重点看好以化妆品、运动服饰、童装、黄金珠宝为代表的较高景气细分行业，预计相关龙头公司仍能享受行业快速增长与业绩确定性带来的估值溢价。而对于进入存量竞争的品牌服饰成熟品类，我们重点关注市场份额能稳健提升、财务上呈现持续高现金分红预期或较高 ROE 水平的真龙头。

落实到 2020 年全年的投资策略，我们推荐两条主线：（1）中短期高成长性品种，比如安踏体育、李宁、珀莱雅、波司登和南极电商，建议关注比音勒芬和丸美股份；（2）长期稳健增长、高分红或高 ROE 的白马龙头，比如老凤祥、海澜之家、森马服饰、地素时尚，建议关注歌力思、水星家纺、雅戈尔等。

主线一：高成长高溢价公司

安踏体育

安踏是国内最大的综合型运动服饰公司。公司创立于 1991 年，2007 年在香港市场成功上市。公司经营数据长期保持强劲，仅在 2012-2013 年的行业调整期出现一定回落，2017 年起公司经营再次提速，2019 年上半年营业收入和归母净利润分别同比增长 40.3% 和 27.7%（若剔除收购 Amer 影响则达到 53%）。近年来公司坚定贯彻“单聚焦、多品牌、全渠道”的发展战略，其中安踏和 FILA 品牌分别在龙头性和成长性两个方面表现突出。

与市场部分观点不同，我们认为，未来安踏品牌将保持不低于行业的复合增长，FILA 品牌的成长将从高速切换到快速，但整体仍将大幅超越行业 and 主要竞争对手。我们认为市场低估了安踏品牌的增长韧性和 FILA 品牌的下沉空间。另外，新收购的 Amer Sports 本身具备最顶级的品牌资源和研

发、供应链基础，未来在户外行业复苏和本土赋能（强化投入、对接安踏的渠道和零售资源）的背景下，有望焕发新的生机。

近期数据显示，公司销售依然保持旺盛的增长势头。刚刚结束的双十一安踏公司全天流水同比增长63%，其中安泰主品牌双十一成交额位列行业第三，FILA 位列第五（今年超过彪马上升一名）。前期披露的三季度零售运营数据也非常亮眼，安踏品牌同比增长10%-20%中段，环比提速；FILA 品牌同比增长50%-55%，由于去年高基数环比增速放缓，但电商增速仍高达80%。

通过多年的自主品牌培育和收购整合，公司已经从收入规模、多品牌布局和技术优势等多个方面跻身世界顶级的运动服饰集团。在运动服饰行业本身高景气和强者愈强的竞争属性下，我们看好公司中长期的增长空间。

我们维持对公司2019-2021的每股收益分别为2.09元、2.65元和3.20元的预测（不排除最终可能略超预期），维持公司“买入”评级。

李宁

李宁是国内最具品牌辨识度的运动服饰龙头。公司成立于1990年，2004年6月成功在香港上市。创始人李宁创造了世界体操史上的神话，共赢得一百多枚金牌，其在2008年北京奥运会上点燃圣火的一幕更是成为一代人的永恒记忆。正是因为创始人的独特背景，公司也成为国内最具品牌鲜明度的运动服饰企业。

李宁公司的发展史是可选消费领域中“困境反转”的典型案例之一。2010-2014年由于行业调整+战略失误，公司经历痛苦调整并陷入困境，同时也丧失了保持多年的行业第一地位。2015年，随着创始人李宁的回归，公司管理层趋于稳定，一系列改革措施的落地帮助公司走出困境，1) 品牌方面：重回创始口号，依托“原创实力+海外时装周系列推广”，一举成为国潮领头羊；2) 产品方面：聚焦五大核心品类，时尚设计紧贴市场潮流；3) 渠道方面：零售导向改革开始见效，线上业务大获增长。2017年后，公司的表现逐步获得了资本市场的认可，2017-2019三年（2019年截止于11月11日），公司股价分别上涨达29.98%、32.7%和204%。

我们认为公司未来上升趋势不改，规模和管理效率提升是最大看点。一方面，公司收入的强势增长趋势有望延续，分产品系列来看：1) 李宁大货：线下积极布局大店和综合店，线上有望保持快速增长，整体增长确定性较高；2) 李宁 YOUNG：童装市场空间广阔，有望成为公司潜在增长点；3) 中国李宁：提升品牌调性和年轻化、带动大货销售，同时自身也有较大拓店空间。另一方面随着新 CEO 入驻和后续公司治理和管理的持续改善，将有效提升公司的运营效率和利润率，带来盈利增长的更大弹性。

我们维持对公司2019-2021的每股收益分别为0.62元、0.72元和0.9元的预测，维持公司“买入”评级。

珀莱雅

作为国内美妆行业本土龙头之一，公司一方面分享了行业快速增长的红利，另一方面，公司民营特质决定的灵活的激励与决策机制给予其在迅速变化的国内化妆品市场中更强的学习与应变能力，逐步在年轻消费者与低线市场中不断提升自身的品牌形象与竞争优势。

利用社交媒体等新流量打造爆品销售是公司未来经营的持续看点之一，2019 年至今的一系列尝试也初步证明了公司在这方面的能力。在线下专营店渠道增长相对乏力的情况下电商依然是公司中短期增长的最重要引擎。

最新运营数据显示，公司整体保持快速增长态势。19 年前三季度公司营收与归母净利润分别同比增长 33.35%与 32.04%，扣非后净利润增长 41.5%，其中第三季度单季收入与归母净利润分别同比增长 45.15%与 26.07%，扣非后净利润同比增长 47.11%，爆品泡泡面膜等拉动电商高速增长推动三季度公司收入增速环比上半年明显加快。刚刚结束的双十一，公司销售同比仍保持了 50%以上的高增速。电商的高增长和占比持续提升将成为公司中短期业绩增长的核心动力。

通过投资涉足更多新品牌和新品类的拓展，抓住行业风口是公司中期的潜在看点。18 年以来公司先后与韩国美妆 YNM、日本高端洗护 I-KAMI、彩妆 TZZ 等品牌投资合作，围绕彩妆等高增长品类以及社交电商新兴营销方式，培育 19 年之后的更多增长点。11 月公司最新公告将于西班牙著名的生物科技品牌 Singuladerm 合资，共同开拓中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰及东南亚地区的抗衰老护肤市场。我们认为公司相对更灵活的合作模式与激励机制，将更有利于其更好地分享行业风口（小众、高效、个性、生物科技、抗衰产品等市场）的红利。

我们维持对公司 2019-2021 年每股收益为 1.90 元、2.49 元与 3.21 元的预测，维持公司“买入”评级。

波司登

公司是国内羽绒服行业长期第一的龙头品牌。公司于 2007 年在香港成功上市，营收于 FY2013 年达到历史巅峰 93.3 亿元，但此后由于门店粗放式扩张和业务多元化等不利影响，FY2014 年开始收入和利润出现下降。近年通过对战略、渠道、品牌和供应链等方面升级和调整，公司的业绩和股价自 2018 年大幅反弹，实现再次腾飞。7 月披露的 2019 年年报显示（实际经营期间为 2018 年 3 月——2019 年 3 月），公司 2019 财报期公司实现营业收入 103.84 亿元，同比增 16.9%，其中羽绒服全渠道收入同比增 35.5%，全年净利润同比增 59.4%，超出之前的市场预期。

羽绒服行业未来三年仍将保持双位数以上增长，公司作为行业第一的龙头十分稳固。近几年来中国羽绒服市场受益消费升级（单价）与普及率（销量）的提升，整体实现了较快增长，中国服装协会羽绒专业委员会预计未来三年国内羽绒服市场将保持 11%的复合增长，2020 年行业市场规模达 1600 亿元左右。另一方面，产品本身偏标品，行业又经过多年的优胜劣汰（之前的行业调整中小品牌出清较为彻底），头部品牌竞争格局稳定，本土羽绒服前十大品牌的市占率达到 40%-50%，其中波司登自 1999 年起始终处于第一位，副牌雪中飞长期稳定在第二或第三，副牌冰洁长期稳定在第九或第十，波司登作为国内羽绒服第一的地位几乎无人撼动。

我们认为，公司多年来在羽绒服领域的品牌积累、全球范围羽绒服消费的升级以及近年公司对主业坚定且卓有成效的改革，正是 2018 年起公司重新崛起的核心要素。在战略层面，公司明确提出了“聚焦主航道、聚焦主品牌、收缩多元化”的整体战略，专注羽绒服核心主业；渠道方面，关闭大量低效终端门店，发力直营专卖店和电商业务；品牌方面，公司抓住羽绒服时尚化潮流，改进产品设计和重塑品牌形象；供应链方面，公司在快反、物流、订单管理和信息化建设等方面的长期投入大幅提升了其运营效率和反应速度。

根据最新的草根调研和公司双十一的销售数据显示，公司 2020 年羽绒服主业仍将保持快速增长势头，品牌提升带来的客群和客单价结构升级喜人。双十一期间公司主品牌天猫旗舰店销售增长 58%，全网增长 43%，全渠道增长 37%。除了主品牌，公司副牌也取得了良好成绩，其中雪中飞销售全网破亿元，显示整个集团已经从转型发展向纵深发展，也符合我们首次报告中对公司的推荐逻辑。另外在品牌和产品提升基础上，公司购买人群日益年轻化和潮流化，高线城市客群占比显著提升，双十一期间 18-34 岁购买人群同比提升 51%，一二线城市购买消费者同比提升 54%。1800 元以上高客单价商品同比提升 147%，占比同比提升 56%。

展望未来，在继续聚焦主业和品牌持续升级的良好基础上，我们认为公司从 2020 年财年起将充分受益于羽绒服均价稳定提升、渠道扩张适度加快（加盟提速）、单店店效提升（渠道结构优化和终端管理提升）和费用率相对稳定带来的业绩快速增长。我们预计公司战略转型后的红利释放放在未来三年仍将持续，除了主品牌快速增长外，副牌雪中飞与冰洁受益主品牌的升级，随着公司经营资源的投入，参照自身历史和可比同行，未来有较大的规模扩张潜力（今年双十一数据有初步验证）。此外，公司电商业务也将继续受益线上头部品牌流量集中的趋势以及羽绒服标品优势，在中短期预计仍将保持较高速增长。

我们目前维持对公司 FY2020-2022 年的每股收益分别为 0.12、0.15 和 0.17 元的预测，维持“买入”评级。

主线二：高分红或高 ROE 公司

老凤祥

由于产品结构侧重黄金饰品，老凤祥在历次黄金牛市中收入与盈利都保持了快速提升，在今年金价持续上涨的背景下，三季度开始经销商拿货节奏加快，金价的持续上涨对老凤祥收入与盈利的弹性开始体现，同时也大幅减轻了经销商存货账面价值与资金压力，有利于老凤祥继续抢占市场。后续公司在金价上涨趋势下有望进一步良性循环，预计这轮黄金上涨将对老凤祥下半年与明年的收入增速起到明显的向上推动作用。

公司长期竞争力优异，央地混改进一步增添新活力。公司作为国内珠宝首饰行业的龙头竞争优势明显，近 10 年 ROE 基本保持在 20%左右的水平，Q3 经营情况与周大福的对比再次证明了这一点。19 年初公司完成主要经营实体老凤祥有限的少数股权转让，央企国新控股通过创立的工艺美术基金入股老凤祥有限，同时 38 位经营骨干通过入伙工艺美术基金间接持有老凤祥有限股权，仍保留激励力度。下一步在“双百计划”推动下，公司将继续推动其余子公司少数股权历史遗留问题的解决，借力新股东入股机遇，最大限度放开手脚，通过改革释放业绩动力，另一方面上市公司层面激励机制的完善与覆盖面的扩大预计未来也将提上日程。我们判断公司在行业中强者愈强的发展态势仍将延续。

我们维持对公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.73 元、3.18 元和 3.72 元的预测，维持公司“买入”评级。

海澜之家

公司近年来战略明显转向依托主品牌稳健增长积累的充沛现金流、扎实的渠道基础、强大的供应链优势和客群流量基础为平台逐步搭建自己的多品牌、多品类、国际化服饰集团，17年以来沿着互补性领域与年轻化路线的多品牌、多品类、多渠道布局明显加快，先后推出中高端男女装与优选生活馆，完成对男生女生童装品牌52%股权控股，今年6月公司取得英氏婴童股权至66.24%。从国际经验看，这一战略符合大型服饰品牌进一步做大做强的目标，我们看好公司战略升级对中长期经营和市值增长的深远影响。

受整体零售环境低迷、以及培育中的新品牌的投入、新收购品牌的亏损、固定资产折旧以及可转债费用等影响，公司前三季度利润增速低于收入增长，但主品牌仍保持了较强的韧性，Q3收入增长14.4%，呈现逐季度提升的态势。即使在目前的行业环境下，公司财报仍然呈现稳健良好态势。前三季度公司资产减值损失同比减少33.84%，经营活动净现金流同比增长47.60%。报告期存货周转率和应收账款周转率同比均有小幅上升。

公司上市以来一直保持高现金分红比例，当前股息率4.8%，同时公司规划2018-2022年每年以前一年归母净利润的20%-30%的资金回购股份，预计未来公司每年股份回购+现金分红比例有望达到净利润近80%，这将对股价形成一定支撑。

我们维持对公司2019-2021年每股收益分别为0.79元、0.87元和0.95元的预测，维持公司“买入”评级。

森马服饰

19年受Kidiliz并表亏损以及去年高基数的影响，预计公司盈利增长对比18年将有所放缓。今年行业零售环境整体低迷，同时公司休闲装业务开始增加发货批次以更好地贴合市场需求，短期对报表批发收入将有所影响，但中长期看对公司渠道库存的有效控制、经营效率的提升以及柔性供应链的塑造都将起到积极的推动。

近年来依托多品牌、多品类的发展策略，同时内外并举加激励灵活，公司国内童装第一的龙头地位日益稳固。主品牌巴拉巴拉保持快速增长，市占率稳步提升，其他副牌保持高速增长，整体规模和渠道优势日益彰显。线上业务受益于大平台的品牌头部化趋势以及配套资源的不断成熟，保持快速增长，叠加后续Kidiliz调整后的逐步减亏，我们预计2020年起公司盈利增速将开始回升。

18年公司完成了从家族企业向职业经理人团队的传承，先后推出股权激励与第一期员工持股计划，总经理徐波、电商总经理邵飞春等高管先后通过受让大股东股权的方式增持公司股份，管理层与骨干的持股有效实现了核心员工与公司利益的绑定，我们认为后续公司股权激励有望滚动延续，治理机制将进一步改善。

我们维持对公司19-21年每股收益分别为0.68元、0.78元与0.89元的预测，维持公司“买入”评级。

地素时尚

公司是国内知名的中高端女装企业之一，旗下拥有三大核心女装品牌，DAZZLE、DIAMOND DAZZLE和d'zzit，定位于19-45岁这一服装消费能力最强的女性消费群体，从中端、中高端到高端进行了全覆盖，形成了对女装市场多维度和多层次的渗透。截至2018年三季度末，公司的直营

和经销终端总计为 1,063 家，已建成覆盖全国的营销网络。公司于 18 年 6 月发行上市。云锋基金于 2013 年入股，成为公司唯一外部大股东。

相对于其他同行，我们认为公司具备以下看点：（1）设计能力强，产品特色与差异化鲜明。（2）自主培育多品牌道路初步得到验证，市场接受度高。新品牌有望成为公司渠道与收入规模的新增长点。（3）零售端管理能力逐渐增强，对比同行优质企业，公司单店销售有较大提升潜力。随着终端精细化管理的提升，预计 18Q4 开始公司收入有望恢复较快增长。（4）财务质地优良，ROE 领跑竞争对手。优良的财务指标背后体现了公司坚持轻资产运营以及对库存和经营一贯的稳健思路。（4）账面资金与经营性现金流充裕，为潜在的高分红和继续做大做强（可能的外延）提供充足保障。

公司三季报显示，在疲弱的零售环境下，公司呈现出明显超越同行的增长韧性和增长质量。19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 15.90% 和 6.65%，扣非后净利润同比增长 21.29%，其中第三季度单季营业收入和净利润分别同比增长 18.78% 和 23.01%，三季度收入和盈利增速环比均有提升。在今年弱市环境下，公司依靠单店销售的提升，在收入端仍保持持续快速增长，实属难得。前三季度公司整体渠道数量变化不大，同店增长驱动销售的提升，各项财务指标继续保持优良水平。其中综合毛利率同比提升 1.00pct，期间费用率下降 0.21pct，公司经营活动净现金同比上升 51.31%。

公司近年一直加强渠道优化和零售能力的提升，今年以来同店的快速提升反映了零售管理与激励效果的逐步体现。凭借差异化的产品设计与稳健的经营管理风格，近几年公司收入与盈利保持向上态势，较高的盈利能力与运营效率保证了公司强于同行的财务表现。公司持续的高比例现金分红预期、高 ROE 水平与潜在的多品类多品牌外延发展也是公司后续看点之一。

我们维持对公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.61 元、1.86 元与 2.09 元的预测，维持公司“买入”评级。

图 37：重点公司盈利预测及估值情况

股票代码	公司名称	评级	股价(当地货币)	总市值(百万美元)	每股收益				市盈率			
					2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
A股市场												
002029.SZ	七匹狼	增持	5.50	290.93	0.46	0.44	0.48	0.53	12	13	11	10
002327.SZ	富安娜	买入	6.81	416.85	0.62	0.55	0.61	0.68	11	12	11	10
002293.SZ	罗莱生活	买入	8.96	521.31	0.71	0.67	0.74	0.81	13	13	12	11
000726.SZ	鲁泰A	增持	8.75	577.36	0.88	0.92	0.98	1.05	10	10	9	8
002003.SZ	伟星股份	增持	5.82	308.82	0.41	0.43	0.49	0.54	14	14	12	11
601566.SH	九牧王	增持	10.87	437.24	0.93	0.96	0.84	0.94	12	11	13	12
002612.SZ	朗姿股份	增持	8.22	250.34	0.53	0.56	0.64	0.71	16	15	13	12
002563.SZ	森马服饰	买入	10.28	1,941.87	0.63	0.68	0.78	0.89	16	15	13	12
600398.SH	海澜之家	买入	7.74	2,394.76	0.77	0.79	0.87	0.95	10	10	9	8
603808.SH	歌力思	买入	13.57	315.86	1.10	1.21	1.44	1.65	12	11	9	8
603877.SH	太平鸟	增持	14.15	476.19	1.19	1.09	1.14	1.23	12	13	12	12
603839.SH	安正时尚	增持	13.50	379.78	0.70	0.85	0.95	1.07	19	16	14	13
603365.SH	水星家纺	增持	15.28	285.23	1.07	1.24	1.42	1.62	14	12	11	9
600315.SH	上海家化	增持	30.56	1,435.93	0.81	0.95	0.92	1.07	38	32	33	29
600612.SH	老凤祥	买入	47.97	1,399.18	2.30	2.73	3.18	3.72	21	18	15	13
603605.SH	珀莱雅	买入	91.20	1,285.01	1.43	1.90	2.49	3.21	64	48	37	28
603587.SH	地素时尚	增持	23.65	663.86	1.43	1.61	1.86	2.09	17	15	13	11

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

1. 中美贸易摩擦进一步恶化对纺织服装出口的影响。我国纺织制造类企业大部分为出口型企业，贸易摩擦将直接影响产品出口销售。
2. 棉价和汇率波动对出口制造公司经营的影响。棉花为纺织制造企业最大的成本来源，棉价的波动直接影响产品销售的利润率，汇率则对出口产品的收入有直接影响。
3. 宏观经济波动对消费的影响，国内终端零售增速进一步低于预期等。品牌服饰的终端销售受到消费者信心影响显著。
4. 大平台流量衰减对龙头公司电商业务的拖累。电商已经成为行业内品牌服饰类公司的重要销售渠道，流量的衰减将影响产品销售且会提高获客成本。
5. 相关公司并购投资后的资源整合和管理挑战等。对并购资产的管理不善将直接影响到公司盈利端表现。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有老凤祥(600612)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

