



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

纺织服装行业2020年投资策略

聚焦景气赛道龙头

西南证券研究发展中心
纺织服装研究团队
2019年11月

核心观点

2019年纺织服装行业表现弱于大市，SW纺织服装指数下跌1.4%，同期沪深300指数上涨28.7%，在28个申万一级行业中排名第26位。在社零环境低迷、中美贸易摩擦背景下我们建议对纺织服装板块的投资保持谨慎，建议关注运动鞋服龙头李宁(2331.HK)、安踏体育(2020.HK)，及细分领域具备竞争优势、业绩稳健增长的森马服饰(002563.SZ)、比音勒芬(002832.SZ)、开润股份(300577.SZ)、地素时尚(603587.SH)、申洲国际(2313.HK)。

服装家纺：品牌表现分化，建议关注高景气度细分领域龙头

2019年1-10月社零增速8.1%，增幅较去年同期放缓1.2个百分点，零售环境承压下服装品牌表现分化。1) 体育产业景气度持续，头部运动鞋服企业安踏体育、李宁、特步国际零售端及订货会数据继续向好；2) 大众休闲、高端服饰板块部分龙头因社零放缓及自身品牌业务调整等因素今年三季度业绩出现波动，渠道拓展空间较大或精细化管理成效显现的比音勒芬、地素时尚仍能维持较稳健的增长；3) 家纺行业线上表现良好，但线下销售出现放缓。因增速滞后地产销售增速约1-1.5年，可适当关注2019下半年竣工改善带来的明后年家纺板块机会。

纺织制造：贸易摩擦不确定性仍存，短期经营环境并不乐观

2019年1-10月我国纺织品累计同比增0.3%，服装累计出口同比降4.9%。受中美贸易摩擦、行业竞争加剧影响纺企出口订单下滑，上游纱线企业因棉价下跌毛利率出现下滑，因人民币贬值纺企净利率整体高于去年同期水平。

风险提示：社零增速持续放缓；品牌服饰库存积压；新品牌发展不及预期；原材料价格大幅波动，汇率大幅波动。

目 录

◆ **2019年纺织服装行业回顾**

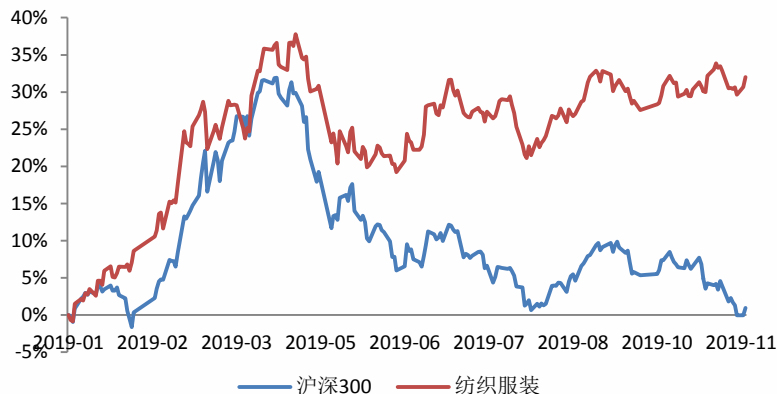
◆ **服装家纺板块**

◆ **纺织制造板块**

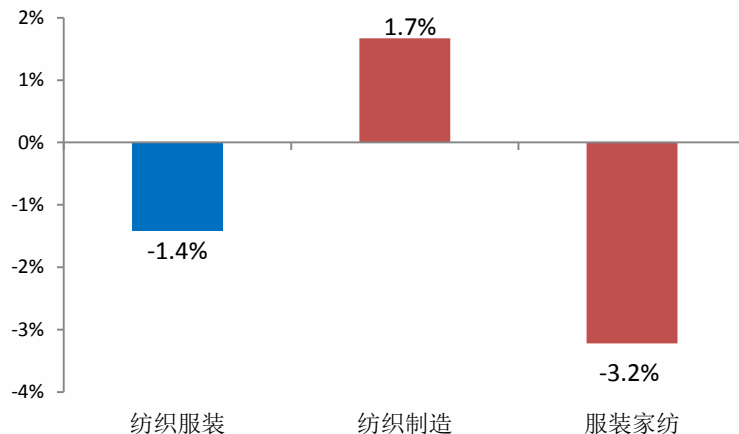
◆ **2020年投资策略**

2019年行业回顾：纺服行业涨幅弱于大市

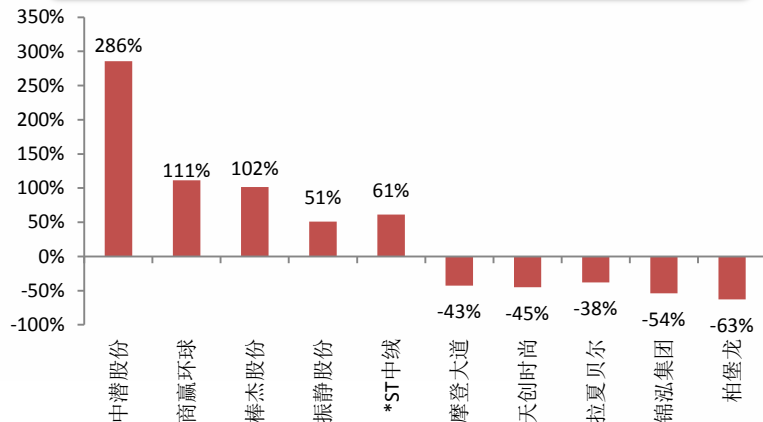
SW纺织服装指数相对沪深300走势



纺织服装二级子行业涨跌幅



SW纺织服装行业涨跌幅前五个股

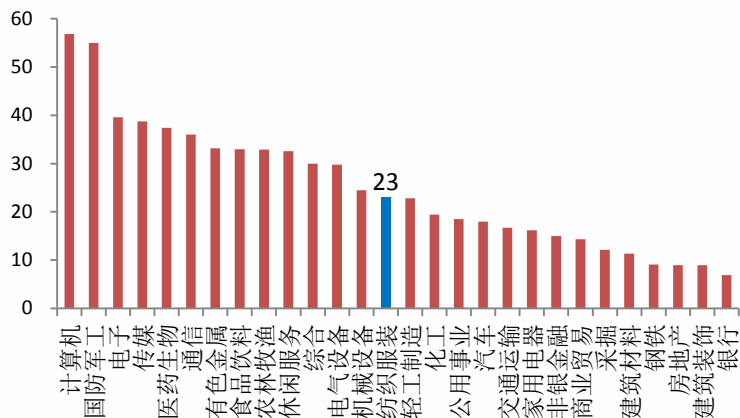


- 2019年初截至11月27日申万纺织服装指数下跌1.4%，跑输沪深300指数约30.1个百分点。
- 2019年初截至11月27日纺织制造板块涨幅为1.7%，服装家纺板块下跌3.2%。
- 不考虑2019年上市次新股，期间板块内涨幅最大的为中潜股份（+286%）、商赢环球（+111%）、棒杰股份（+102%）；跌幅最大的为柏堡龙（-63%）、锦泓集团（-54%）、拉夏贝尔（-38%）。

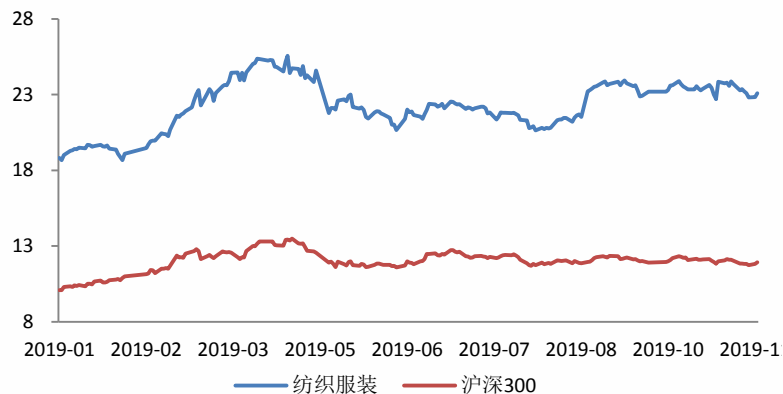
数据来源：Wind，西南证券整理

2019年行业回顾：纺服行业涨幅弱于大市

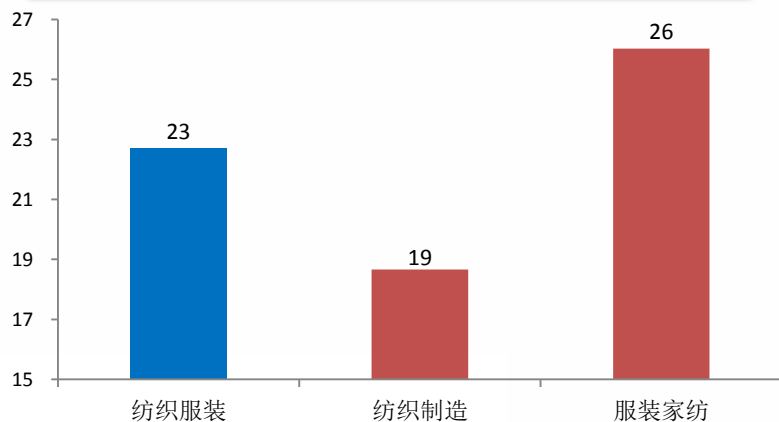
申万一级行业市盈率（TTM整体法）



沪深300与SW纺织服装市盈率比较



SW纺织服装子行业市盈率（TTM整法）



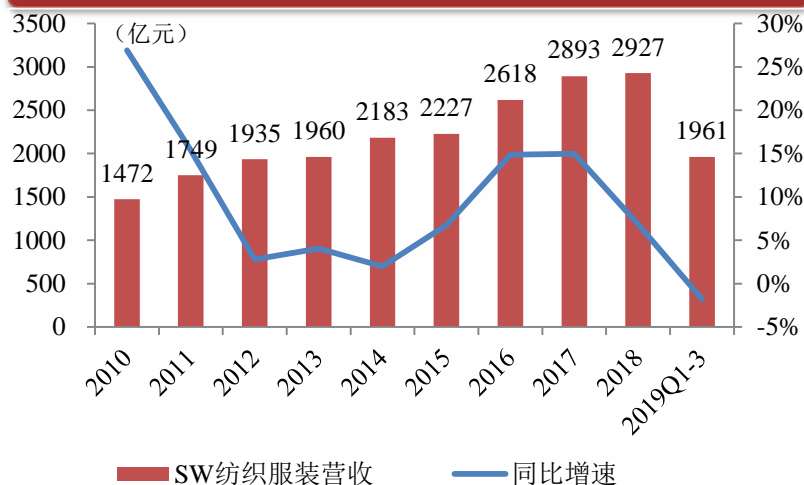
- 横向看：纺织服装行业PE(TTM)为23倍，在申万行业中处于中位数水平。
- 纵向看：纺织服装行业PE较年初提升4个点，同期沪深300的市盈率提升2个点。
- 从子板块来看，服装家纺的市盈率（26倍）高于纺织制造板块（19倍）。

数据来源：Wind，西南证券整理

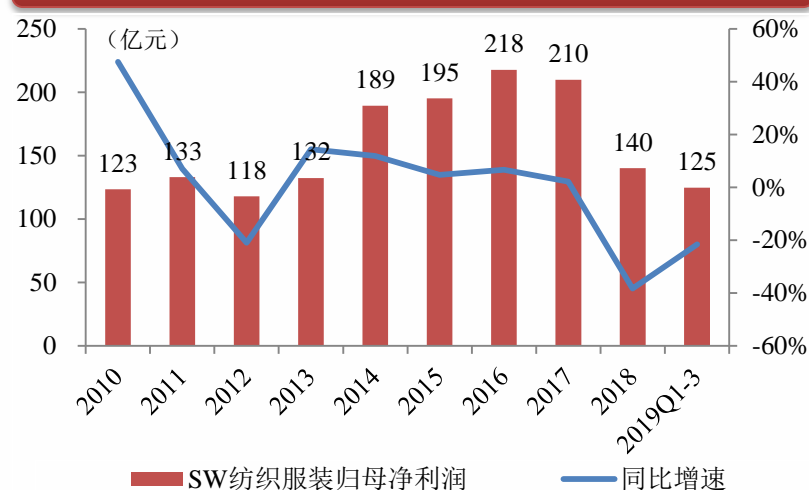
2019年行业回顾：收入同比小幅下滑，净利润增速下降明显

- ❑ 2019年1-9月SW纺织服装行业实现主营业务收入1961亿元（同比-1.8%），归母净利润125亿元（同比-21.5%）。
- ❑ 服装家纺板块因零售需求疲软销售基本持平，不同品类品牌表现分化，童装、运动行业相关品牌收入增速高于行业平均。2019Q1-3行业归母净利润下滑明显，存货周转天数同比小幅上升，经营性现金流净额同比改善。
- ❑ 纺织制造板块因2018年春季以来的中美贸易持续摩擦营收增速自2018Q2起持续放缓，棉价、汇率变动的同时作用下净利润增速波动较大。行业存货较去年高位已有所回落，经营现金流19Q3单季度出现改善。

SW纺织服装主营收入及增长率



SW纺织服装归母净利润及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

◆ 2019年纺织服装行业回顾

◆ 服装家纺板块

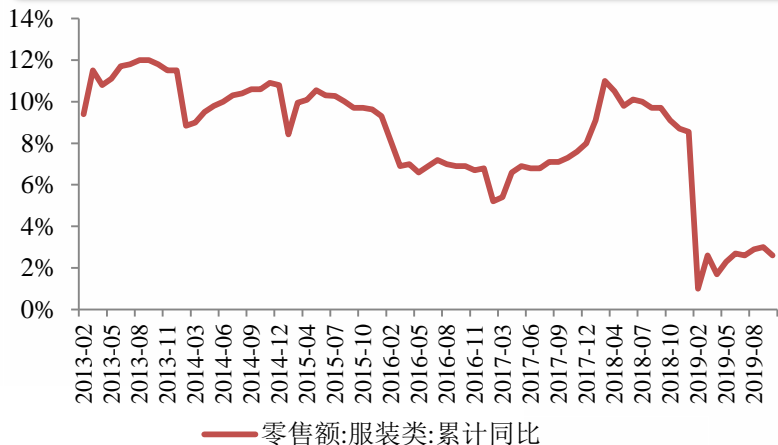
◆ 纺织制造板块

◆ 2020年投资策略

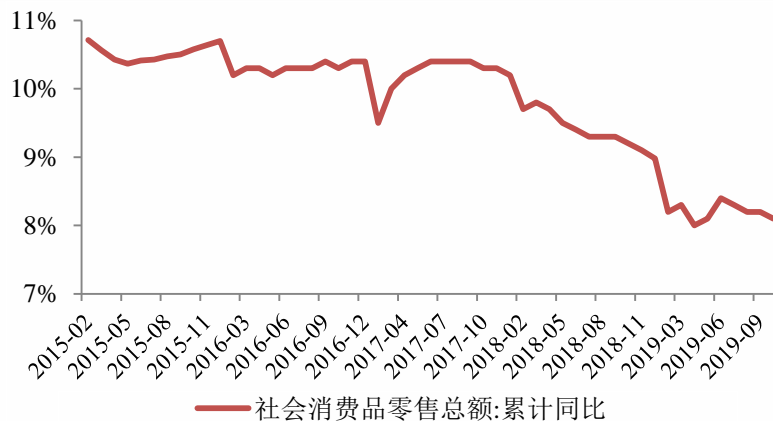
品牌服饰：社零服装增速放缓，品牌“双11”策略转变

- ❑ **服装零售额增速放缓**：在2019年社零整体增速放缓的背景下，线上服装零售额、网上穿类商品的增幅同样呈现下滑趋势。或受“双11”可选消费滞后的影响，10月服装社零当月同比增速为-0.3%。
- ❑ **“双11”部分品牌策略改变**：2019年“双11”全网销售额达到4101亿元（+30.5%），今年特步国际、罗莱生活等品牌改变销售策略，并非单纯追求销售增长，而是设定了一定的销售目标控制线上毛利率维持较稳定水平。

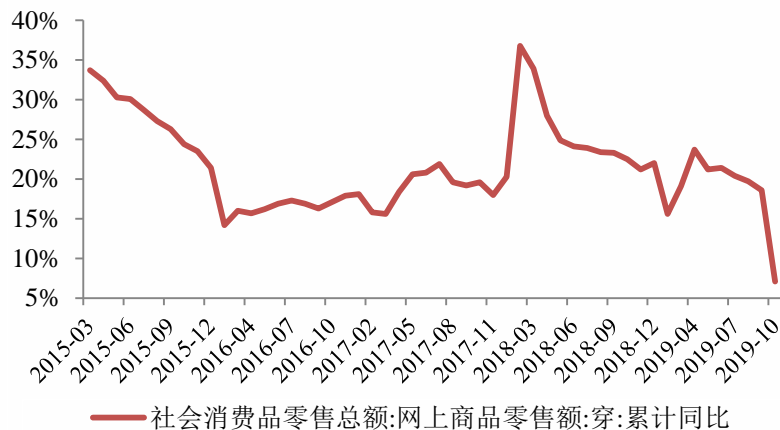
限上服装零售额累计同比



社会消费品零售总额累计同比



限上网上穿类商品零售额累计同比

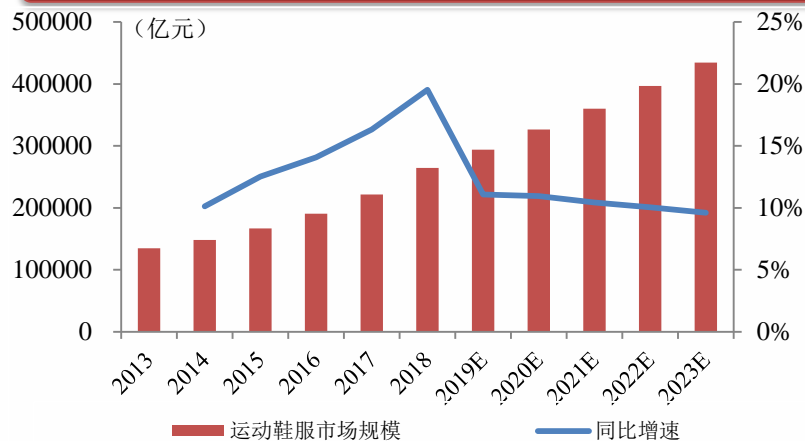


数据来源: Wind, 西南证券整理

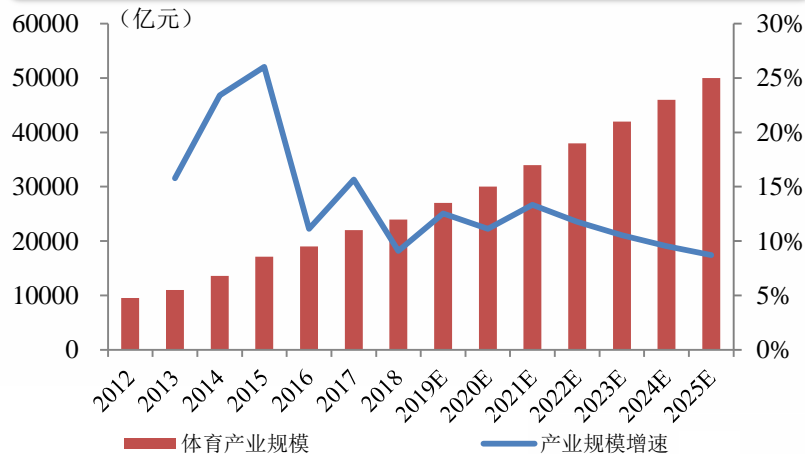
运动鞋服：行业景气度较高，龙头持续稳健

- **运动行业景气度较高**：2018年我国运动鞋服行业市场规模达到2648亿元，同比增长19.5%，Euromonitor预计2019-2023年行业年均复合增速达110.3%，至2023年市场规模达4346亿元。
- **政策利好推动体育产业发展**：政策推动下我国体育产业进入稳健增长期，国务院印发体育行业相关意见提出到2025年体育产业总规模超过5万亿元。
- **大众对体育项目参与热情高**：跑步是国内参与度最高的运动项目，2015年以来马拉松赛事保持快速增长，侧面反映运动市场需求持续向好。

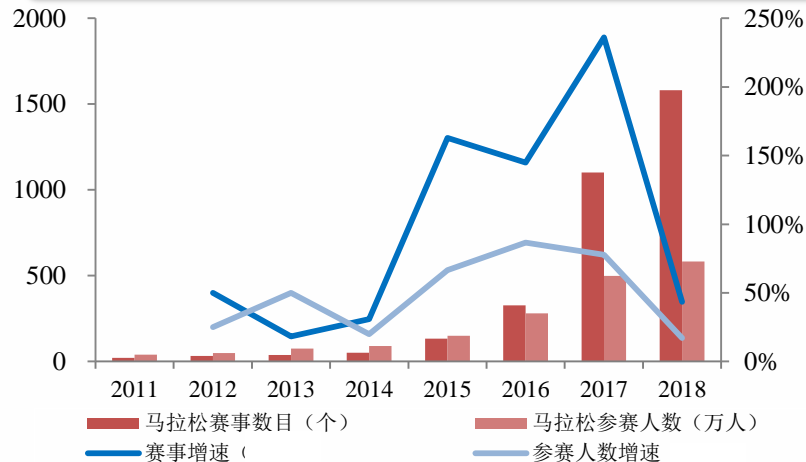
中国运动鞋服市场规模及增速



体育产业规模及增速



中国马拉松赛事数量及参赛人数

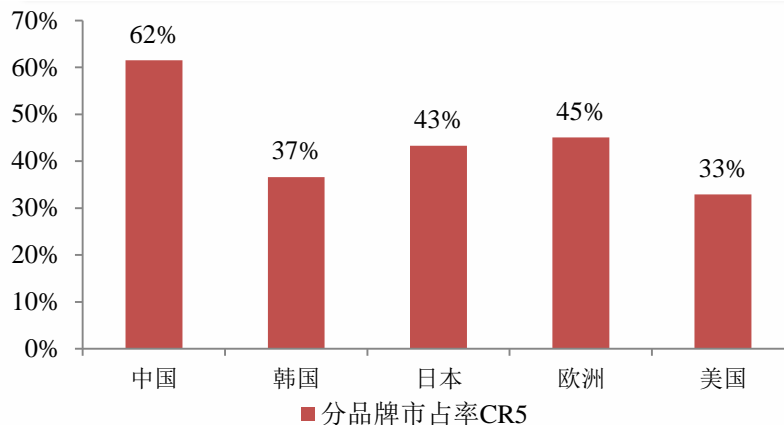


数据来源：Euromonitor，国务院《体育强国建设纲要》，马拉松协会，西南证券整理

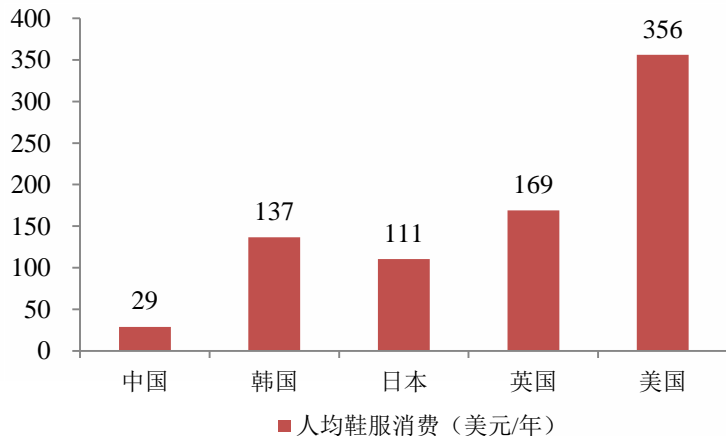
运动鞋服：行业景气度较高，龙头持续稳健

- **人均运动鞋服消费金额具备较大成长空间**：2018年中国人均运动鞋服消费27美元/年，是欧、日、韩平均水平的22%，美国的7.5%。
- **具备专业细分优势的品牌仍有机会胜出**：美国是运动鞋服品牌发展较为成熟的市场，专业化、多元化的专业运动需求使得Under Armour、Lulu Lemon等细分领域的龙头品牌具备一定竞争优势，因此运动鞋服CR5集中度低于其他国家。

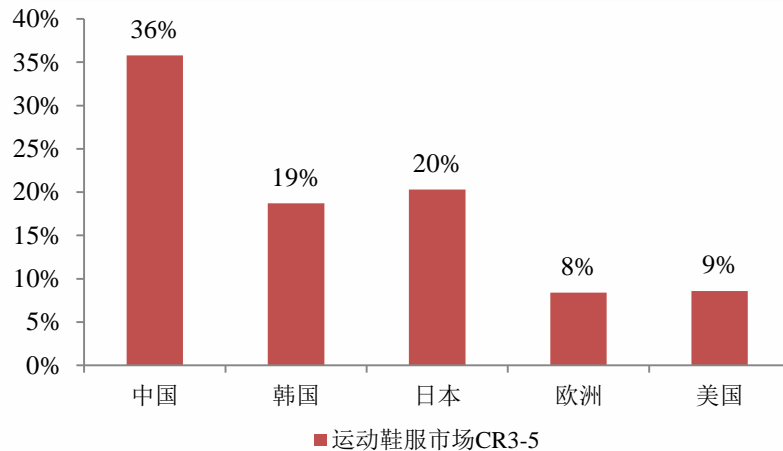
全球运动鞋服主要市场CR5集中度比较



全球运动鞋服主要市场人均消费比较



除adidas、NIKE CR3-5品牌市占率合计

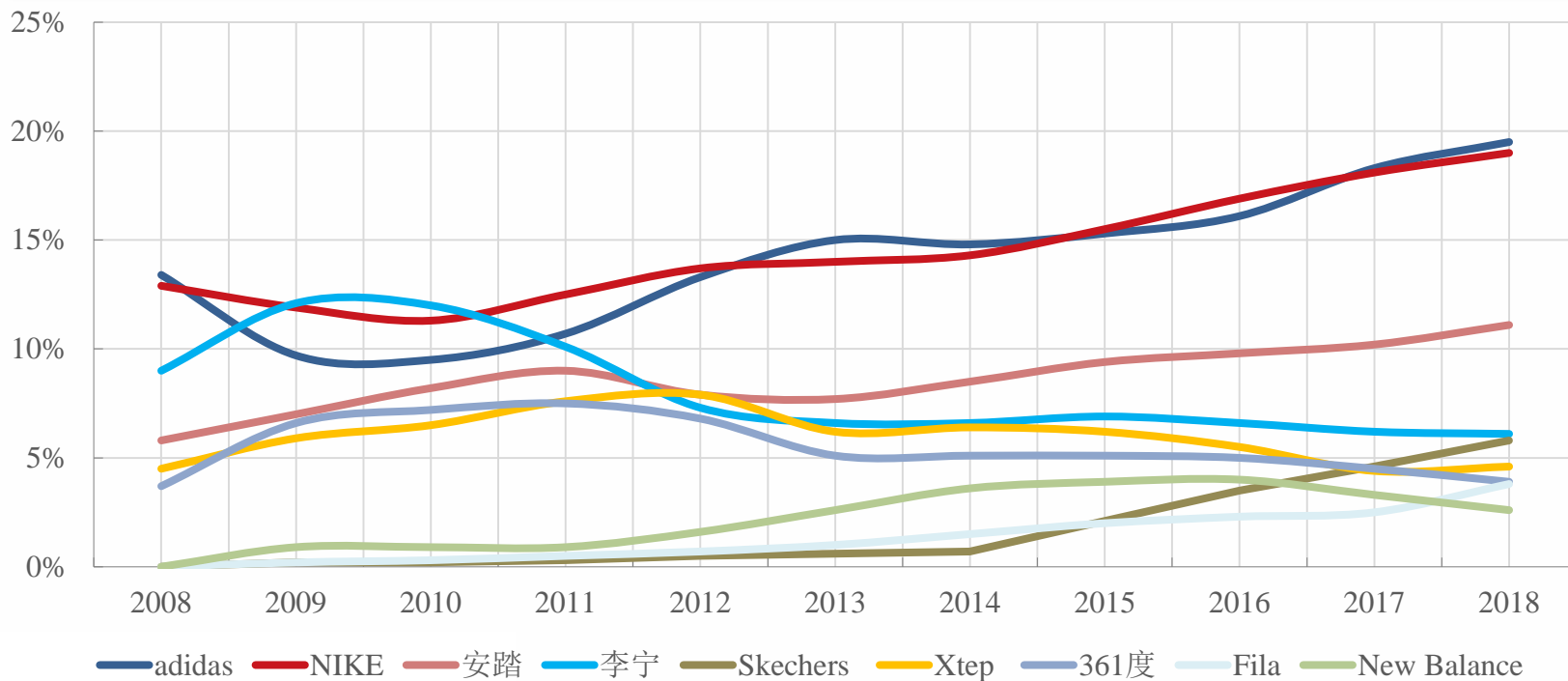


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

运动鞋服：行业景气度较高，龙头持续稳健

- **国际运动龙头牢牢把控行业前2地位**：NIKE、adidas2012年以来在国内运动鞋服市场市占率持续提速，两大龙头2018年的市占率较2012年提升22pp至49%。
- **内资品牌表现分化，一线运动品牌市占率稳中有升**：经历库存危机行业第一轮洗牌后，2013-2017年安踏、李宁、特步、361度四大一线品牌市占率之和保持在22%左右，2018年同比提升5pct至26%，其他内资中小品牌市占率持续下滑。

中国运动鞋服市场品牌市占率变化

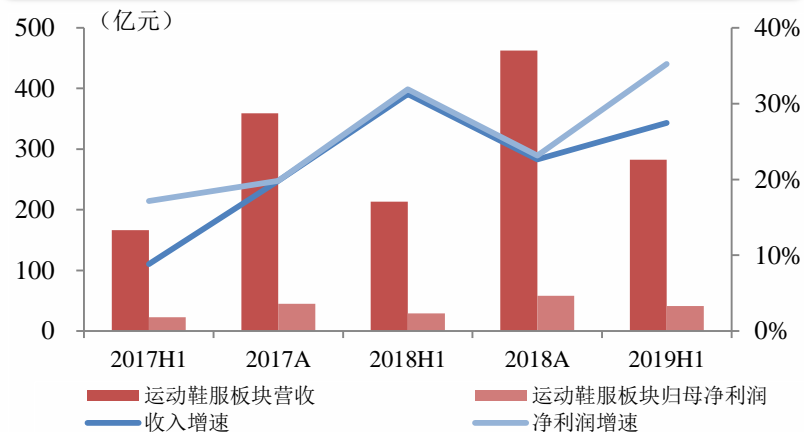


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

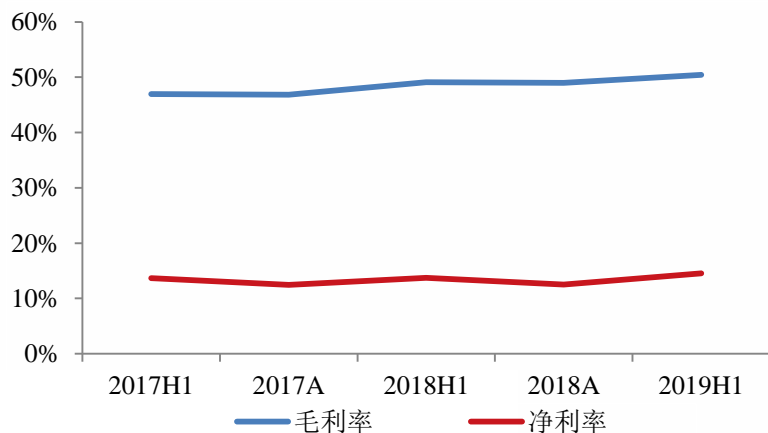
运动鞋服：行业景气度较高，龙头持续稳健

- **收入端稳健增长**：2019H1运动鞋服板块仍维持较高景气，营收同比增27.5%，龙头企业安踏体育（+42.1%）、李宁（+32.6%）表现更加亮眼。
- **盈利水平小幅提升**：2019H1板块毛利率同比提升1.3pp至50.4%，期间费用率整体持平，净利率同比提升0.8pp至14.6%。
- **存货周转水平提升，现金流改善明显**：2019Q1-3存货周转天数较去年同期下降4天至83天，经营性现金流同比增长121%。

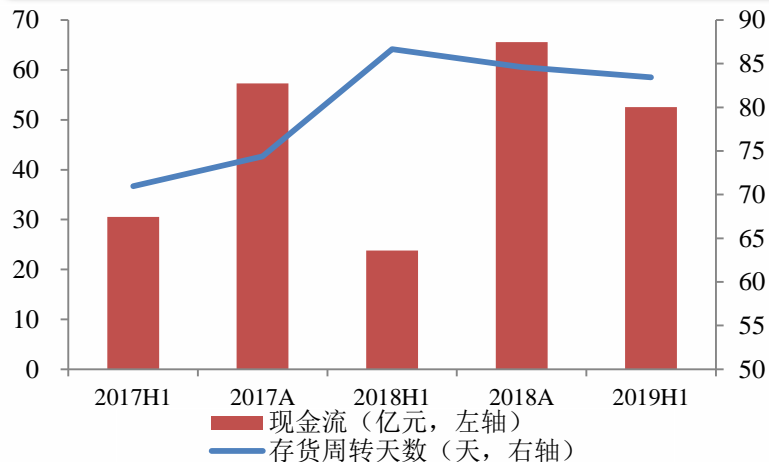
运动鞋服板块营收及净利润



运动鞋服板块毛利率及净利率



运动鞋服板块存货周转天数及现金流

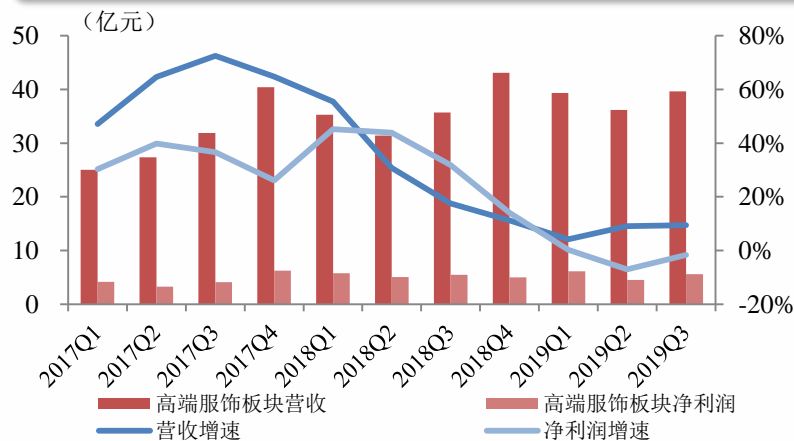


数据来源：Wind，西南证券整理

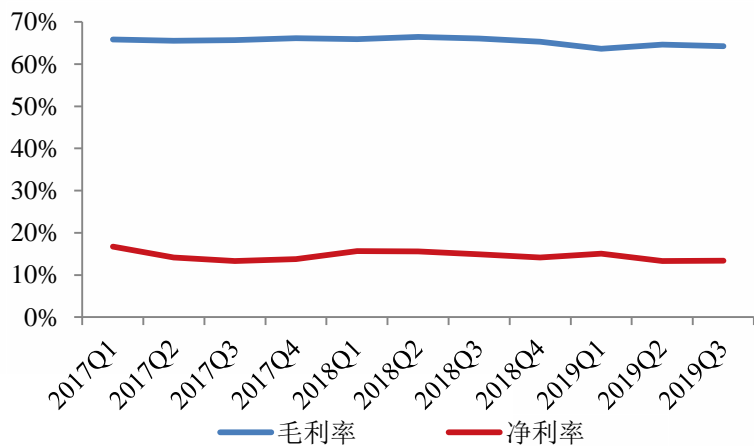
高端服饰：收入端稳健增长，盈利能力小幅下降

- **收入端平稳增长**：2019Q1-3 高端服饰板块营收同比增长 12.5%，其中比音勒芬（+25%）持续快速增长、地素时尚（+15.9%）渠道改革效果明显且收入逐季提速。
- **盈利水平小幅下降**：主因2019Q1-3 板块毛利率同比下降 1.8pp 至 64.5%、新品牌拓展及直营渠道建设下销售费用率提升，整体净利率下滑 1.9pp 至 14.1%。
- **存货周转放缓，现金流改善明显**：2019Q1-3 存货周转天数较去年同期上升 25 天至 315 天，经营性现金流同比增 125%。

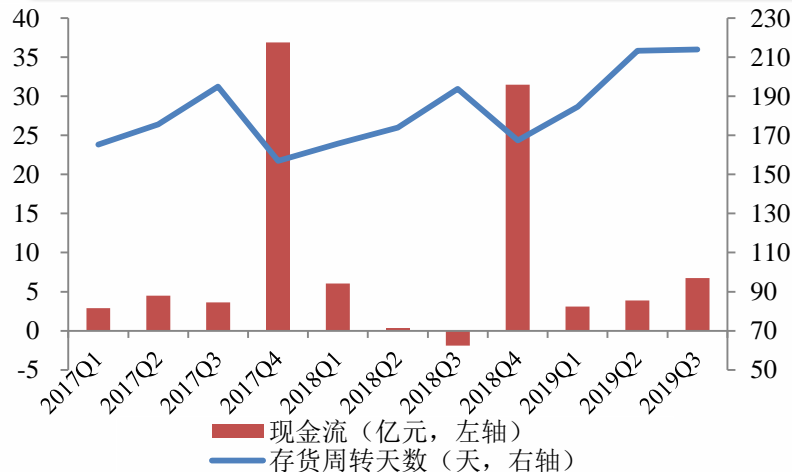
高端服饰板块营收及净利润



高端服饰板块毛利率及净利率



高端服饰板块存货周转天数及现金流

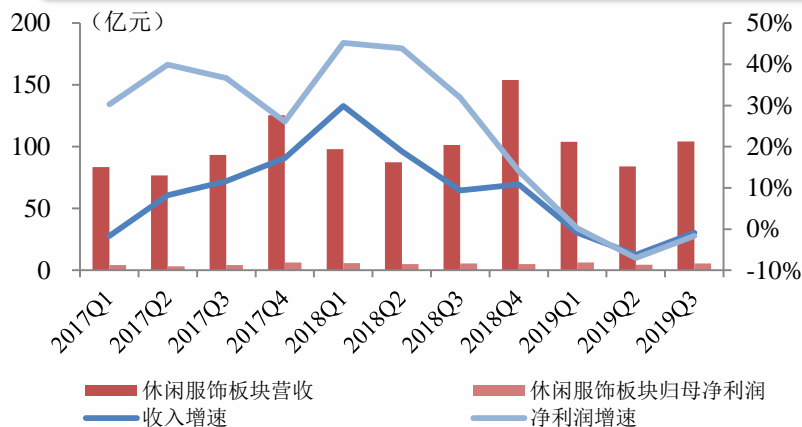


数据来源：Wind，西南证券整理

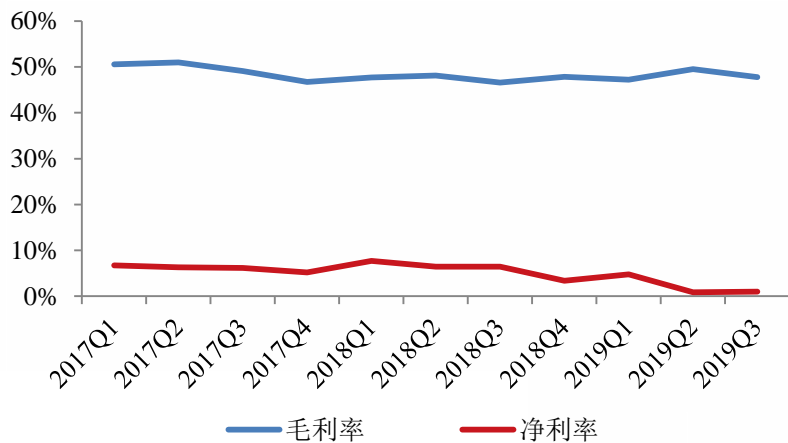
休闲服饰：龙头企业主品牌稳增，板块现金流改善明显

- **收入端平稳增长**：2019Q1-3休闲服饰板块营收同比增长8.4%，剔除森马服饰后板块增速基本持平。剔除并表影响后森马服饰预计原主业维持高单位数增长，海澜之家主品牌逐季提速，前三季度同比增7.3%。
- **盈利能力下滑**：2019Q1-3板块毛利率同比小幅降0.5pp至46.4%，主因部分企业收入端持续下滑致净利润亏损，板块整体净利率下滑4.3pp至6.9%。
- **存货周转天数小幅下降，现金流改善**：2019Q1-3存货周转天数较去年同期下降4天至246天，经营性现金流由负转正改善明显。

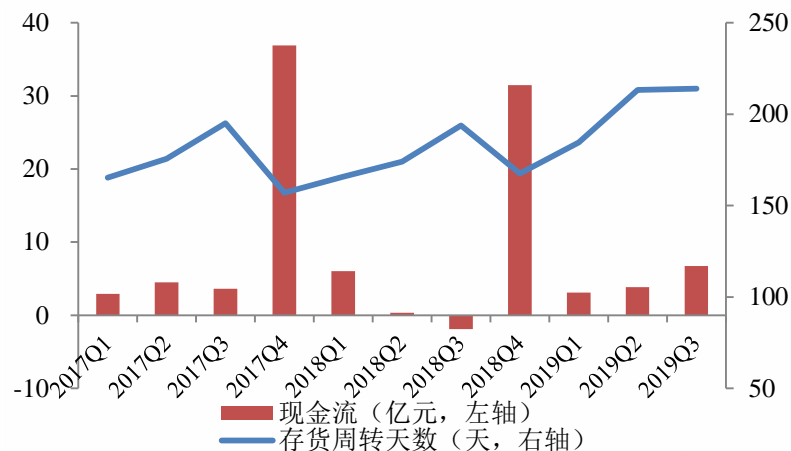
休闲服饰板块营收及净利润



休闲服饰板块毛利率及净利率



休闲服饰板块存货周转天数及现金流

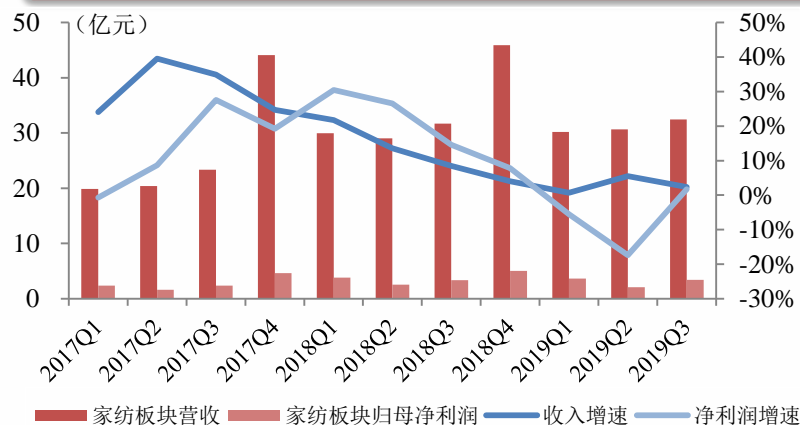


数据来源：Wind，西南证券整理

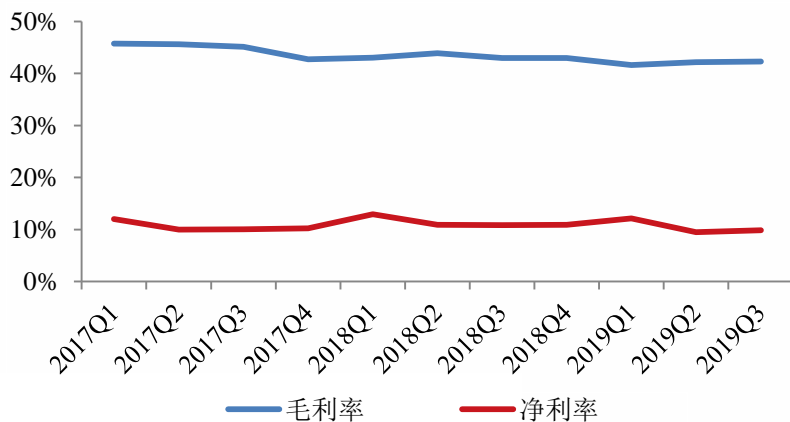
家纺：线上线下表现分化，现金流改善

- 收入端整体持平**：2019Q1-3家纺板块营收增速同比增0.1%，线上方面水星家纺电商业务持续提速，Q3单季度增速达38%，富安娜电商业务前三季度也保持20%+增速。线下家纺企业销售整体表现平淡，水星家纺维持稳增，富安娜、罗莱生活线下均有下滑。
- 盈利水平小幅下降**：2019Q1-3行业整体毛利率同比降0.7pp至42.7%，净利率同比下降1.2pp至9.8%。
- 存货水平维持高位，现金流改善**：2019Q1-3存货周转天数与去年同期持平维持206天，经营性现金流由负转正改善明显。

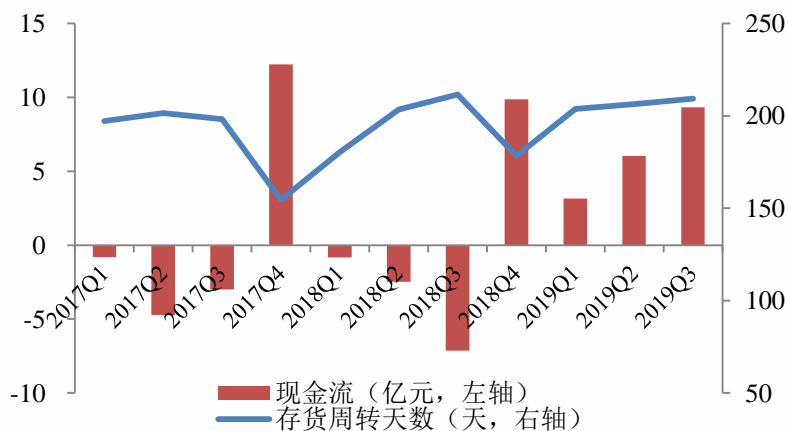
SW家纺板块营收及净利润



SW家纺板块毛利率及净利率



SW家纺板块存货周转天数及现金流



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

◆ 2019年纺织服装行业回顾

◆ 服装家纺板块

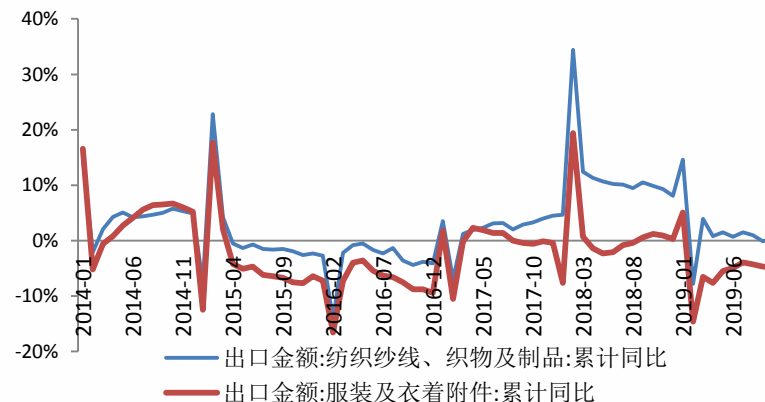
◆ 纺织制造板块

◆ 2020年投资策略

纺织制造：贸易保护主义抬头，纺织品出口增速下滑

- ❑ **贸易摩擦不断**：2018年3月起中美贸易争端不断，加税清单几乎覆盖我国对美出口的全部纺织品服装。
- ❑ **出口增速放缓**：因贸易保护主义加剧、全球纺织竞争日趋激烈等因素中国纺织品服装出口压力加大，2019年1-10月中国服装、纺织品出口增速分别为0.3%、-4.9%。
- ❑ **棉价回落**：国内下游市场需求低迷、出口订单放缓而棉花供应较充足，328棉价持续下滑。
- ❑ **本币贬值**：2018年4月后美元兑人民币持续升值，一定程度上利好纺企盈利端改善。

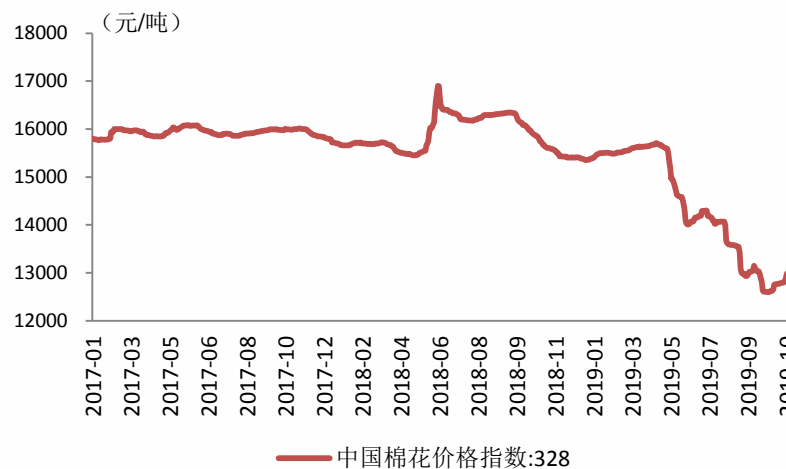
中国纺织品出口累计增速



美元兑人民币月度平均汇率



国内棉花328指数

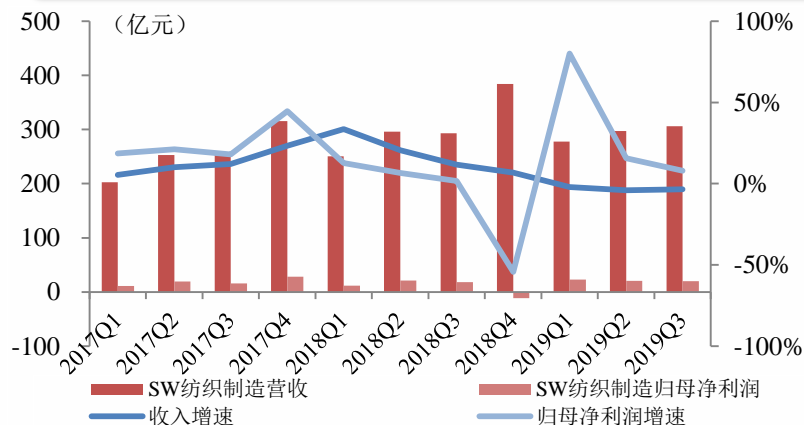


数据来源: Wind, 西南证券整理

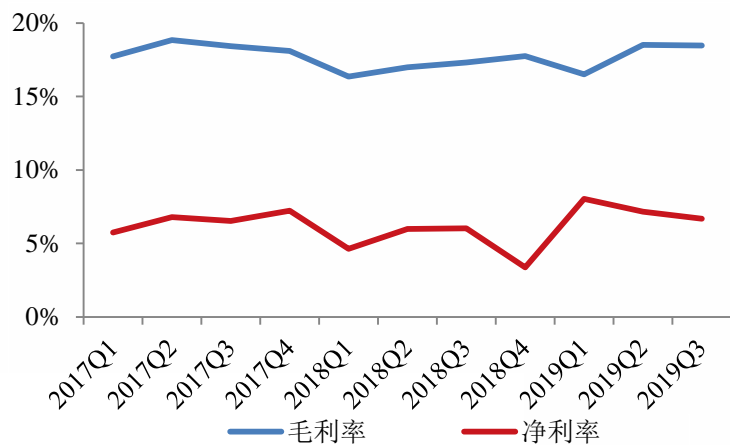
纺织制造：贸易保护主义加剧，短期经营环境不容乐观

- **收入端放缓**：出口订单下滑叠加内需回落，纺织板块营收增速自2018Q2起环比放缓，2019Q1-3同比下滑3.1%。
- **盈利能力下滑**：棉价下跌的同时纺企消化高价库存拉低行业毛利率水平，2019Q1-3毛利率同比下滑0.7pp至18.2%。部分企业因产业转移人工成本上升带动管理费用率增长，2019Q1-3净利率同比下滑1pp至6%。
- **存货改善，现金流同比下滑**：2019Q1-3存货周转天数较去年同期下降15天至148天，经营性现金流小幅下滑15%但第三季度单季度开始出现改善。

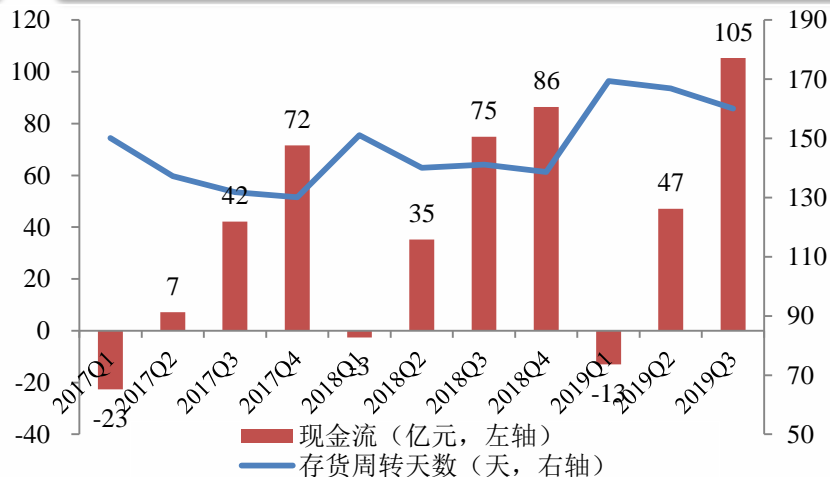
SW纺织板块营收及净利润



SW纺织板块毛利率及净利率



SW纺织板块存货周转天数及现金流



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

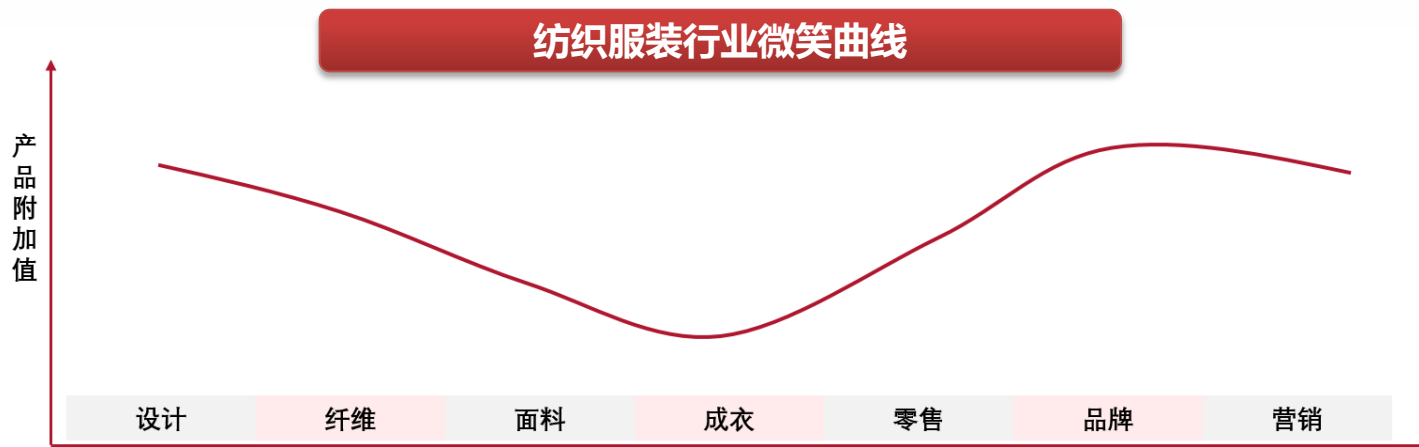
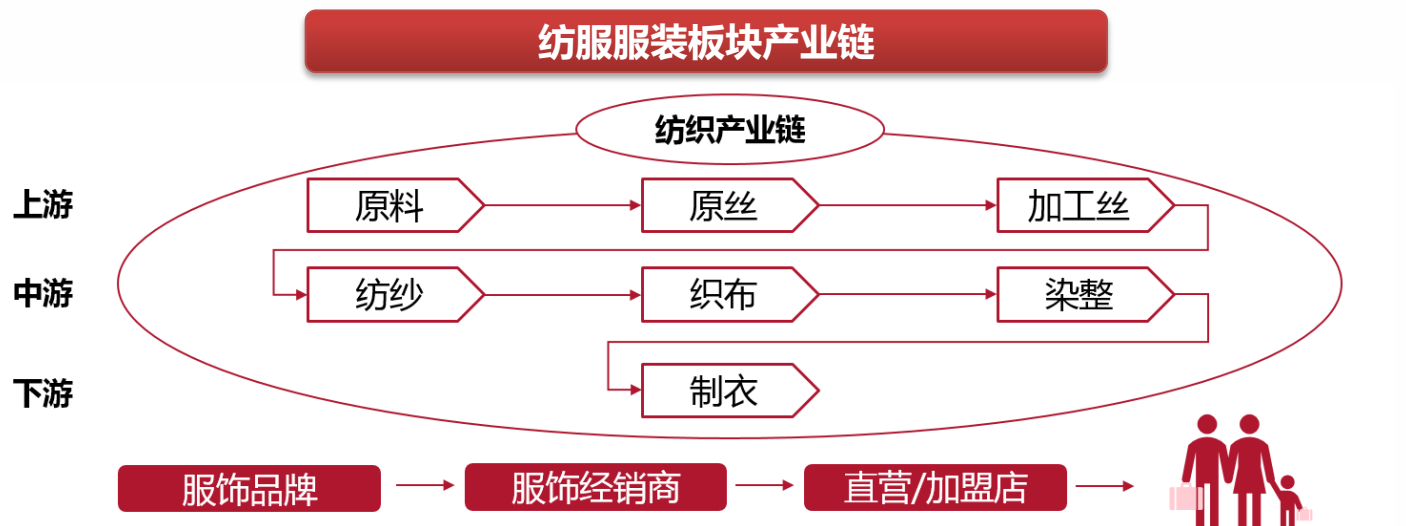
◆ 2019年纺织服装行业回顾

◆ 服装家纺板块

◆ 纺织制造板块

◆ 2020年投资策略

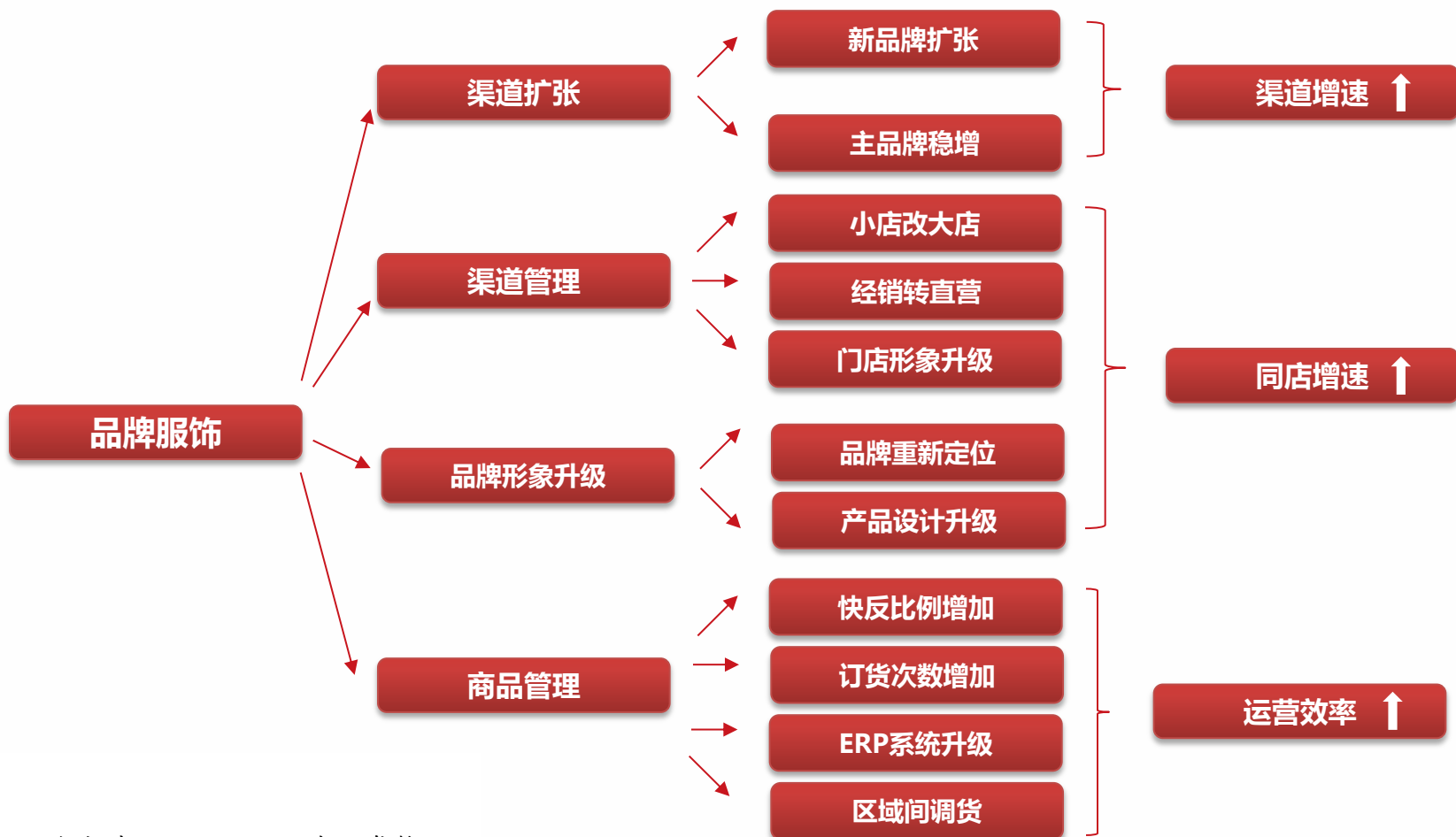
建议关注两条主线：景气行业龙头和低估值经营稳健标的



数据来源：西南证券整理

建议关注两条主线：景气行业龙头和低估值经营稳健标的

服装行业经营业绩提升的几种路径



数据来源：Wind，西南证券整理

建议关注两条主线：景气行业龙头和低估值经营稳健标的



数据来源：西南证券整理

建议关注两条主线：景气行业龙头和低估值经营稳健标的

□ 2020年投资主线：

1) 国内体育消费需求持续提升，叠加2020年奥运会、2022年北京冬奥会大型赛事的对运动消费的刺激，运动鞋服成为品牌服饰中的最优赛道。建议关注多品牌驱动下渠道保持较快增长、且渠道管理能力优秀头部企业；

2) 其他品牌服饰板块虽受到社零低迷影响，但其中仍不乏优质的低估值标的。建议关注在细分领域占据优势、具备差异化竞争力的优质企业，及通过运营端持续改革提升效率的行业龙头。

□ 相关标的投资逻辑

李宁 (2331.HK)：1) **渠道、单店提升空间仍存：**从门店数量看，至2019Q3公司大货、童装门店分别为6564、926家，对标国际及国内竞品仍有扩张空间。从单店店效看，大货、童装单月零售额对标国际及国内竞品还有进步空间。2) **运营效率不断提升，业绩提升仍将持续：**公司在产品、渠道方面的运营效果在店数增长、零售表现、订货会增长等方面不断体现，我们认为随品牌力提升、渠道精细化管理推进、经销提货政策改革及供应链能力提升，公司整体运营效率和盈利能力仍望继续提升。

安踏体育 (2020.HK)：1) **主品牌运营稳健，FILA保持较快增长：**安踏品牌稳健增长，2019Q3零售流水实现中双位数增长的同时较Q2还有提速。FILA品牌19Q3零售端增速在50%-55%，虽将从高速增长期逐步过渡至快速增长期，但随年轻副牌、童装品类的持续增长及收回经销商门店计划的推进，后期仍望表现出较高的增速水平。2) **公司渠道运营能力强，新收购品牌望释放增长活力：**DESCENTE品牌19全年零售增速望达10亿元，公司多品牌运营能力逐步获验证。收购Amer Sports后公司向全球运动品牌集团迈进，始祖鸟等顶级品牌在中国市场的中长期发展空间仍存。

建议关注两条主线：景气行业龙头和低估值经营稳健标的

(接上页)

比音勒芬 (002832.SZ)：1) 高尔夫服饰龙头，产品具备差异化竞争优势：公司是国内高尔夫运动服饰龙头，产品差异化卡位高尔夫运动与商务休闲风格之间，抓住男装年轻休闲化后其他高端商务男装品牌流失的客群，同时顺应近年的运动时尚风潮。**2) 开店空间仍存，渠道布局持续优化：**19H1公司主品牌店数798家，我们预计主品牌的开店空间在1300家以上，同时新品牌拓展空间足，目前整体店数距开店上限仍有空间。公司持续实施“调位置、扩面积”计划，同时给予加盟商政策优惠使其具备较强的开店动力，主品牌同店、渠道望继续增长。

开润股份 (300577.SZ)：1) 2B业务保持高增长：公司2019年年初收购的印尼工厂后开启全球产能布局，享受制造成本、关税优惠。印尼工厂的NIKE包袋订单持续增长，预计未来B端业务仍将维持较快增速。**2) 2C业务较快增长，利润率提升空间大：**公司持续拓展线上自营店、线下等非米系渠道，预计2019Q1-3非米渠道的收入增速在80%+，收入占比提升的同时将带动2C端整体利润率提升。小米渠道因Q3优化调整短期收入增速放缓，影响因素消除后预计将继续保持较高的增长水平。

森马服饰 (002563.SZ)：1) 发货模式变化致休闲装放缓，童装及线上表现良好：2019Q1-3剔除Kidiliz并表后预计童装业务维持20%+增长，休闲装业务低单位数增长；线上整体增速约30%。休闲服饰业务因推行柔性供应链改革，发货频次从1年4次变为1年12-16次，导致2019Q3单季度收入确认减少，预计当季线下收入低双位数下滑。**2) 童装业务地位稳固，大众休闲装调整期后望稳定增长：**童装行业景气度较高，巴拉巴拉作为龙头品牌行业地位稳固且市占率稳步提升。Kidiliz仍处于亏损状态，长期看收购Kidiliz带来的全球化产品设计及供应链资源望助力公司增加童装业务的竞争壁垒。休闲装业务短期调整影响业绩表现，但发货节奏的调整有望提升整体运营效率，有利品牌长期发展。

□ **风险提示：社零增速持续放缓；品牌服饰库存积压；新品牌发展不及预期；原材料价格大幅波动，汇率大幅波动。**



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn