

# 得中国者得天下，国产化风在起

## 纺织服装2020年度策略报告

评级：推荐

华西证券纺织服装及教育团队

2019年11月

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5977 5330

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

# 目录

contents

01 品牌服装

02 纺织制造

03 投资策略

04 风险提示



## 01 品牌服装

冰火两重天，高端显韧性

## 1. 品牌服装：冰火两重天，高端显韧性

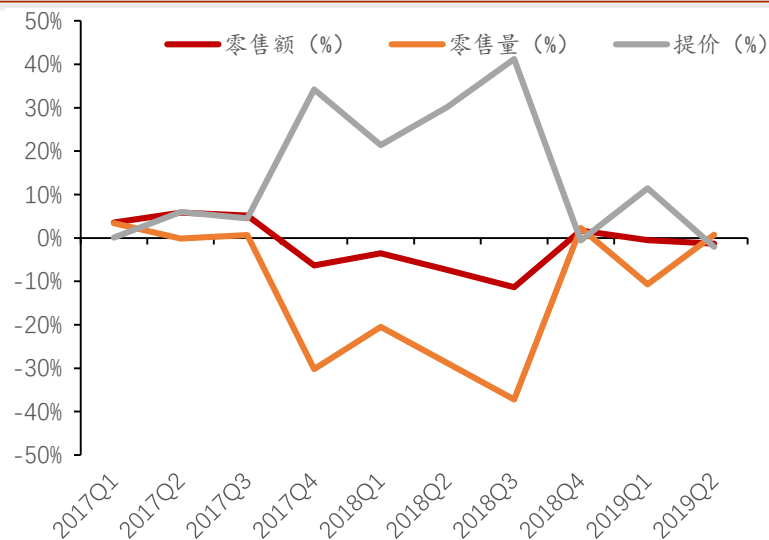
### 1.1. 行业表现：终端低迷，量价齐缓

2019年服装终端零售额增速呈现断崖式下行：1-9月限额以上服装类零售额累计同比增速仅3%，较去年同期下滑6.7pct；分月度看，除3月和8月实现分别实现6.3%和5.6%的同比增速外，其余月份增速均不超过5%，4月增速甚至下滑。

今年销量略有改善，但呈现出提价乏力态势：

- 2019年上半年服装总体平均销量下降5.08%，其中Q1同比下降10.71%，Q2同比上涨0.75%
- 2017Q4-2018Q3年服装提价均在两位数水平，2018Q4价格同比略降，2019Q1有所改善，2019Q2再次同比下降2%，我们判断Q4、Q2主要受“双11”和“618”电商活动影响。

**图表1：14-19年9月服装类销售额累计同比增速 (%)** **图表2：17Q1-19Q2单季服装类量价同比增速 (%)**



资料来源：wind，华西证券研究所

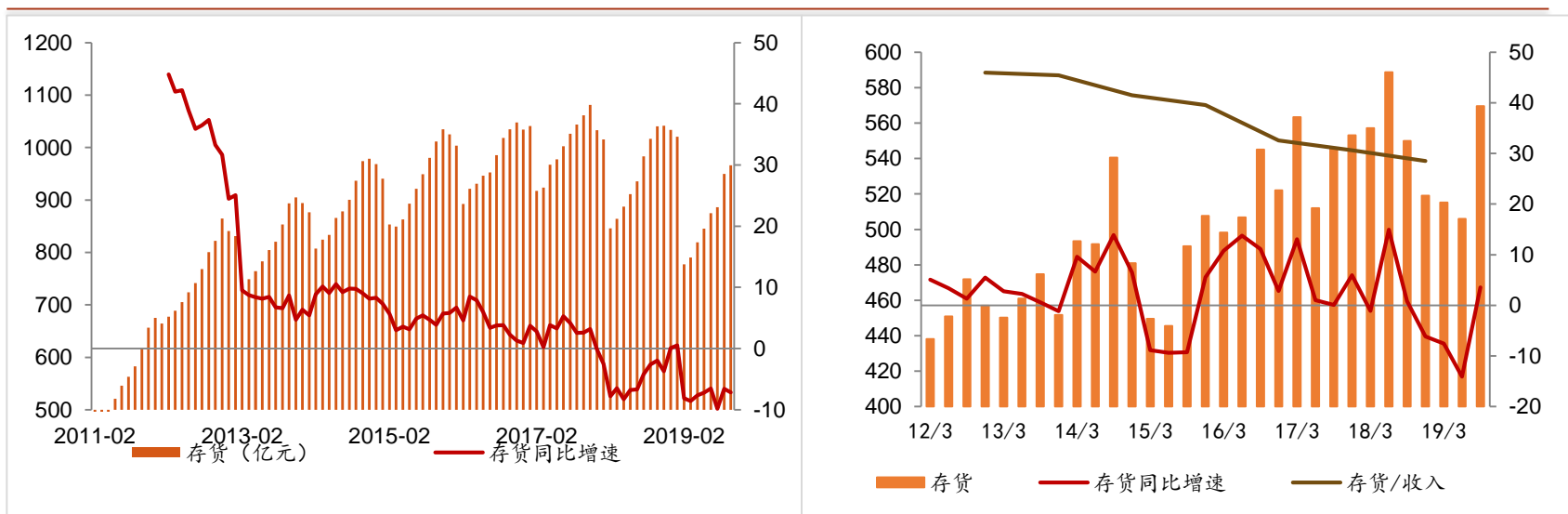
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

## 1. 品牌服装：冰火两重天，高端显韧性

### 1.1. 行业表现：终端低迷，量价齐缓

然而，此轮终端低迷的下行周期并未同步带来库存积压：2018年以来，存货同比呈下降趋势，截至2019年9月底，纺织服装、服饰业存货共1,903.9亿元，同比下降0.4%，其中产成品存货共966.20亿元、占比51%，同比下降7.14%。究其原因，我们分析，16年下半年-18年上半年这轮消费复苏小周期主要来自棚改货币化的财富效应，而服装公司并未进行大规模开店、压货，经销商进货也较为谨慎；18年下半年至今，服装公司继续进行关店调整、净开店不多，及时针对过季库存进行了处理。

**图表3： 12-19年纺织服装、服饰存货情况 (亿元, %) 图表4： 2012-2019年SW服装家纺存货情况 (亿元, %)**



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

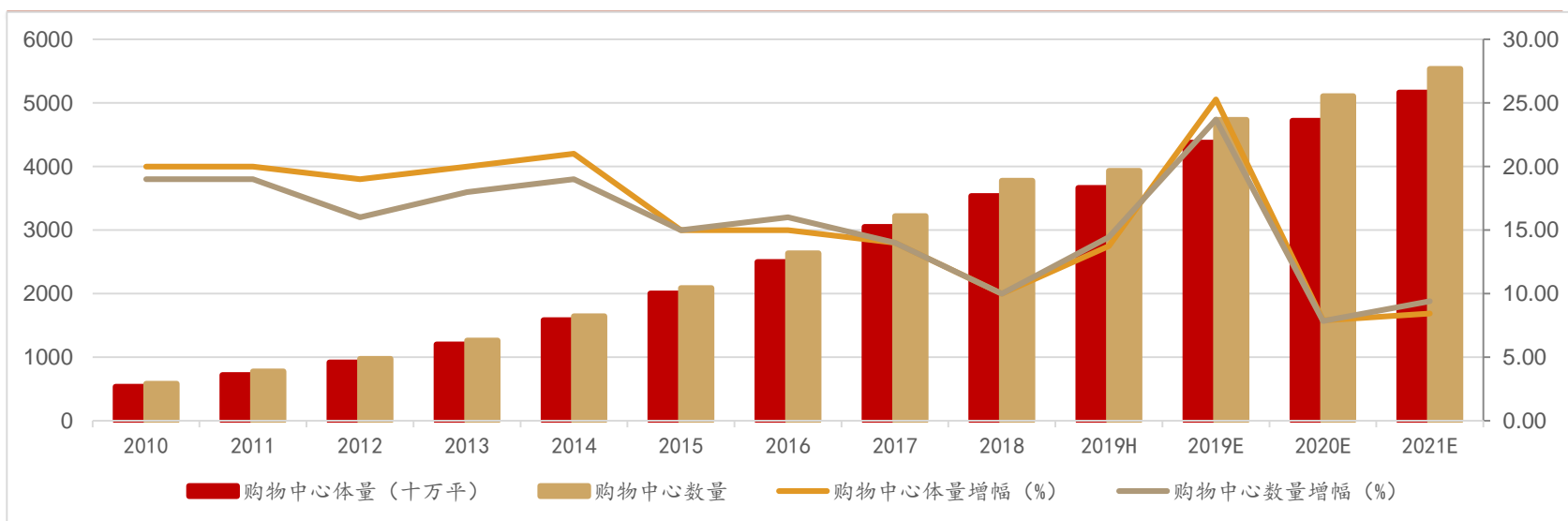
## 1.2. 渠道变化：购物中心、奥特莱斯、社交电商崛起

### 1.2.1. 商场和街边店衰退，购物中心和奥特莱斯崛起

目前，街边店和商场店客流量下降，购物中心和奥特莱斯店随之崛起。根据赢商大数据显示，截至2019年上半年，购物中心门店体量已达36,627万平方米，同比增长13.75%；购物中心门店数已达3,933家，同比增长14.46%。二者均已连续9年保持双位数增速。根据截至2019年8月1日的统计数据显示，2019年全年将新开955家购物中心，增幅达到23.7%；新增面积8,382平方米，增幅达到25.27%。

从企业看，比音勒芬、海澜之家、森马、安踏、太平鸟等众多品牌均纷纷调整渠道，加大购物中心、奥特莱斯的进驻力度，但以直营为主，可能短期更多贡献收入增长，但盈利端则短期承压。

**图表5：购物中心面积、数量及其增速**



资料来源：wind，赢商大数据，华西证券。另注：2019E-2021E体量和数量为赢商大数据统计的未来2年待开购物中心增长。



## 1.2. 渠道变化：购物中心、奥特莱斯、社交电商崛起

### 1.2.1. 商场和街边店衰退，购物中心和奥特莱斯崛起

2018年国内奥特莱斯行业规模持续高速增长。根据行业智库最新统计，全国已开业、停业、转型、在建及规划的被命名为“奥特莱斯”项目超过500家，前20强年销售额合计约510亿元，同比增长25%；全年新开业项目20个，业态组合逐步从传统零售业态为主向消费导向的多业态奥特莱斯组合转变，未来奥特莱斯面临着一、二线接近饱和、逐步往三线乃至更低线城市下沉的问题。

奥特莱斯渠道的发展关键在于营运能力的控制，真正经营好的不到10%：奥特莱斯的毛利率水平较低，通常在9-11%。2018年王府井和百联股份两家公司旗下奥特莱斯项目的毛利率分别为10.82%和12.57%，低于百货业态（17.47%和18.85%）。但对于高端品牌来说，由于加价率较高，在奥特莱斯销售4-6折的折扣下仍有45-50%的毛利率水平，且奥特莱斯店客流较多、连带率较高，但需要关注的是奥特莱斯渠道数量有限、相应制约品牌的库存消化能力，从而制约品牌的开店能力。

**图表6：购物中心面积、数量及其增速**

奥特莱斯	销售额（亿元）
百联奥特莱斯广场(上海·青浦)	47.54
佛罗伦萨小镇·京津名品奥特莱斯	40
北京首创奥特莱斯	29.77
北京燕莎奥特莱斯	29.7
百联奥特莱斯广场(武汉·盘龙)	25
八达岭奥特莱斯	23.34
砂之船(重庆)西部奥特莱斯艺术商业广场	22.81
佛罗伦萨小镇·上海名品奥特莱斯	22
沈阳兴隆大奥特莱斯	20.4
北京赛特奥特莱斯	20

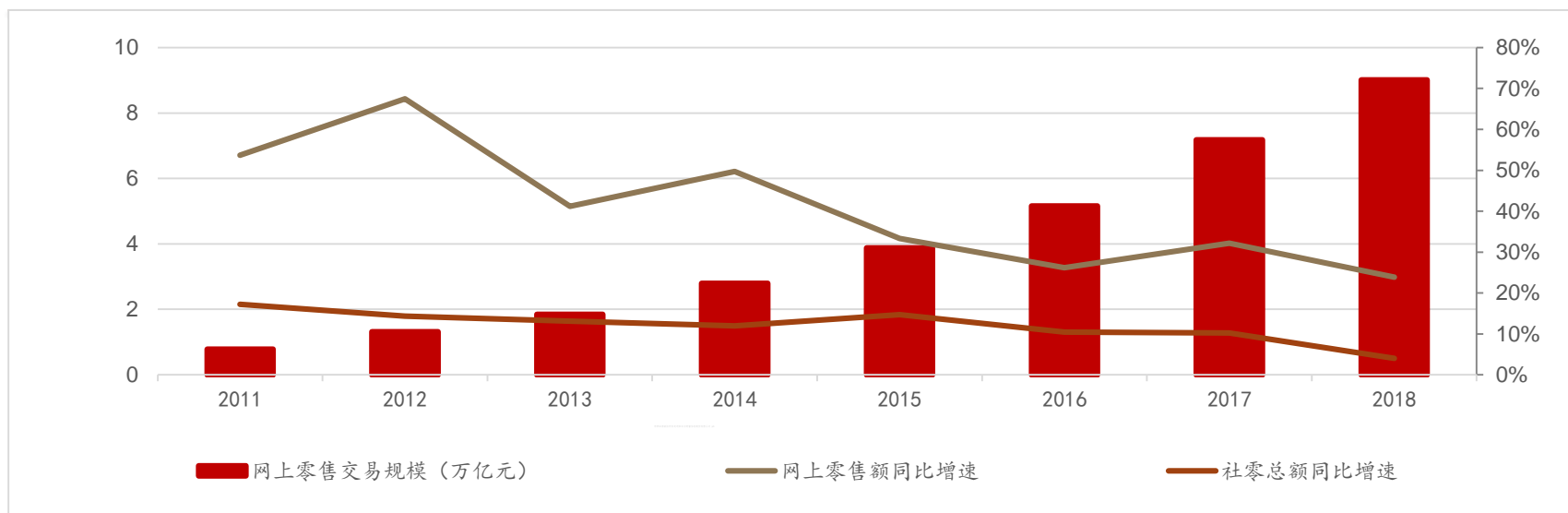
资料来源：2018中国奥特莱斯总评榜，华西证券研究所。

## 1.2. 渠道变化：购物中心、奥特莱斯、社交电商崛起

### 1.2.2. 传统电商衰退，新型社交电商、电商代运营崛起

自2015年以来，电商增速逐年放缓。2019年1-9月，网上实物商品零售额为57,777亿元，占社会消费品零售总额的比例达到19.5%，同比增速为20.5%，同比、环比均有所放缓。细分到服装市场，根据艾媒咨询数据显示，2018年中国服装电商市场规模达8,205.4亿元，同比增长22%。2019年阿里双十一GMV为2,684亿元，同比增长25.71%，服装、3C等传统品类让位于化妆品，而随着线上扣点、活动费用高企，双十一“增量不增利”的问题凸显，今年服装公司如罗莱、探路者、九牧王等多采取提高折扣、控制费用的策略，尽管收入端增速不高甚至下滑，但毛利增长较好。

**图表7：网上零售额、增速及占比**



资料来源：国家统计局、商务部《中国电子商务报告2018》，华西证券研究所



## 1.2. 渠道变化：购物中心、奥特莱斯、社交电商崛起

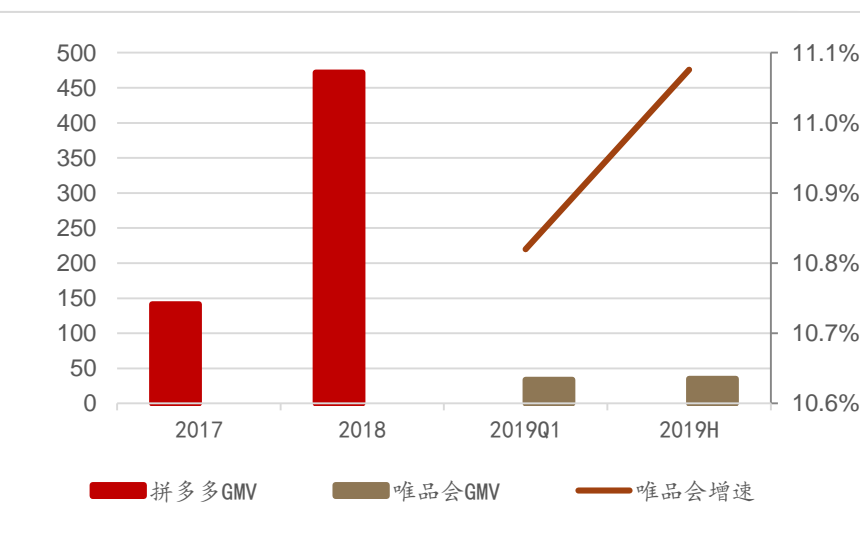
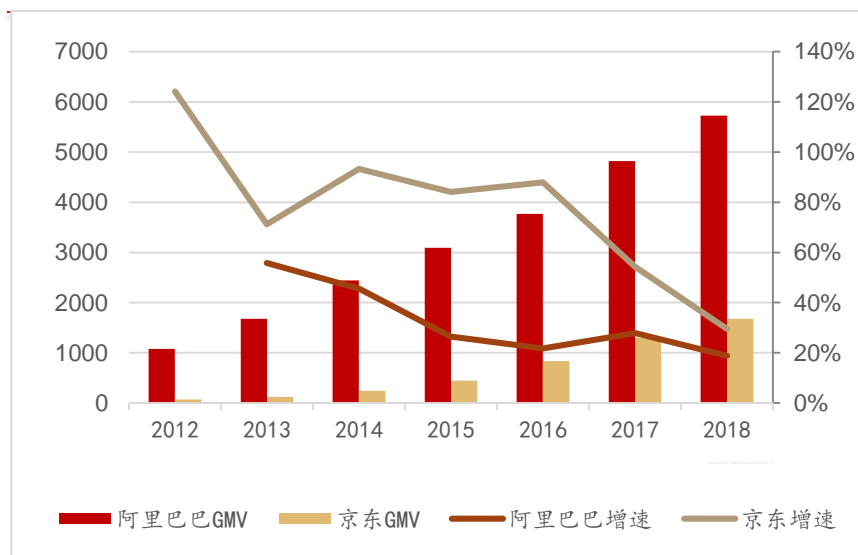
### 1.2.2. 传统电商衰退，新型社交电商、电商代运营崛起

截至2019Q2，中国网络购物市场移动端占比已达85.3%，移动端渗透已基本完成，目前渠道下沉已成为电商增长的重要驱动力。根据阿里和京东2019年Q2财报披露，目前新增年购买用户中均有70%以上来自低线城市；从上市公司看，部分公司电商占比已达25-30%、随后增速开始放缓，大部分公司均已完成京东、淘宝、天猫等主流电商平台的布局，积极布局新兴社交渠道以扩展电商份额。

Instagram、Facebook、小红书等社交电商平台崛起，也带动了网红带货模式的兴起。2016年中国网红人数超过100万，2018年，粉丝规模在10万人以上的网络红人数量同比增长51%、粉丝超过100万人的头部网红增长23%。网红直播在2018年撑起了淘宝的千亿销售额，接近阿里电商业务一周的成交额。“618”和“双十一”电商活动中，直播带货更是成为各大电商平台的标配。据艾媒咨询数据显示，五成消费者愿意购买网红宣传服装，其中一线城市消费者的购买意愿最高，达到近六成。

**图表8：阿里巴巴和京东GMV及增速（亿元）**

**图表9：拼多多和唯品会GMV及增速（亿元）**



资料来源：公司公告，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

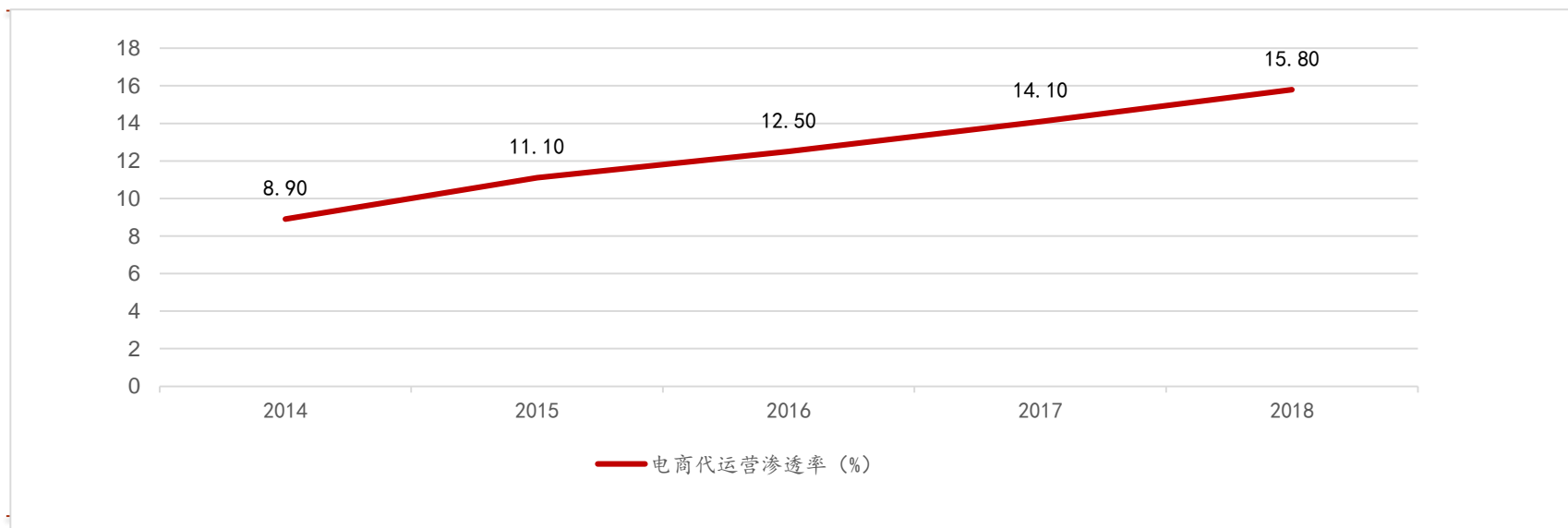
## 1.2. 渠道变化：购物中心、奥特莱斯、社交电商崛起

### 1.2.2. 传统电商衰退，新型社交电商、电商代运营崛起

今年天猫双11预售首日，有1.7万品牌采取了直播；天猫双11全天，淘宝直播带来的成交接近200亿元，超过10个直播间引导成交过亿元。

面对一二线市场的饱和和激烈竞争，电商平台致力于挖掘三四线市场流量。尽管电商渠道放缓，但仍是国内外老品牌、新品牌聚焦的渠道，在自建渠道之外，电商代运营行业兴起。2018年电商代运营行业GMV为9623亿元、渗透率为15.8%，2013-2018年规模CAGR为51%。

**图表10： 2014-2018年我国电商代运营渗透率趋势**



资料来源：wind，华西证券研究所

## 1.2. 渠道变化：购物中心、奥特莱斯、社交电商崛起

### 1.2.2. 传统电商衰退，新型社交电商、电商代运营崛起

目前，代运营行业集中度不高：26家天猫生态服务商年GMV超过10亿元，15家服务商年GMV超过20亿元，天猫服务商GMV同比增速高于天猫大盘近20%。目前行业已从初始提供的基础服务（运营服务、客户服务）拓展至核心服务（IT服务、营销服务、仓储物流服务），化妆品、服装、3C家电为最大的3个品类，其中3C家电佣金率低于化妆品和服装。

**图表11：电商代运营公司主要模式**

公司	主要业务	旗下品牌个数	市值 (亿元)	2018年GMV(亿元)	2018年营收 (亿元)	收入3年CAGR	2018净利 (亿元)	净利率
宝尊电商	B2C模式，业务结构正在向服务模式偏移	212	195	294.26	53.93	27.56%	2.70	5.0%
凯诘电商	B2C、B2B和创意营销，B2C占比近一半	-	-	-	15.38	58.33%	0.53	3.4%
若羽臣	B2C、B2B及品牌策划，B2B占比近40%	70+	-	-	9.31	70.88%	0.77	8.3%
丽人丽妆	B2C、品牌营销、B2B，B2C占比超90%	60+	-	-	36.15	43.74%	2.52	7.0%
百秋电商	B2C、B2B	-	-	30	2.20	69.32%	0.60	27.3%
蓝标电商	B2C和整合营销服务	-	-	-	4.31 (2018H)	51.41% (15-17年2年CAGR)	0.17 (2018H)	3.9%
杭州悠可	B2B、B2C	-	-	-	-	-	-	-
壹网壹创	B2B模式	20+	134	-	10.13	41.30%	0.16	16.2%

资料来源：各公司公告，华西证券研究所

## 1.3. 品类变化：高端消费好于平价消费

### 1.3.1. 平价和快时尚衰退，高端稳健

受经济下滑和电商冲击等影响，拉夏贝尔（-7.16%）、爱居兔（-9.79%）、美邦服饰（-27.26%）等大众品牌收入增速明显放缓，而LVMH（9.84%）、加拿大鹅（59.06%）、盟可莱（15.54%）等高端和奢侈品牌收入增速十分稳健。

**图表12：高端品牌和中低端品牌收入增速对比**

报告期（财年）	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3
<b>大众品牌：</b>							
拉夏贝尔	19.8	14.9	5.2	13.1	-6.9	-9.8	-7.2
美邦服饰	-4.9	3.7	-0.7	18.8	-20.7	-31.5	-27.3
爱居兔	0.7	67.2	75.5	22.7	1.1	-9.8	
<b>快时尚：</b>							
优衣库	21.64	6.16	4.29	14.37	12.8	14.3	15.3
H&M	18.9	7	4	5	10	6	12
INDITEX集团	8	6.2	4	3	5	7	-
<b>高端品牌或奢侈品：</b>							
歌力思	12.3	35.5	81.4	18.7	8.3	17.1	8.6
地素时尚	4.4	-2.0	7.2	7.9	13.5	14.4	15.9
安正时尚	4.5	-1.5	17.8	16.1	41.5	49.5	54.1
TAPESTRY	-12.8	7.2	-0.1	31.0	7.2	3.5	2.7
Moncler	26.8	18.2	14.7	19.0	-	15.5	-
CAPRI	7.8	-4.6	5.0	11.0	11.9	-	-
加拿大鹅	33.2	38.8	46.4	40.5	59.1	-	-
LVMH集团	16.4	5.4	13.4	9.8	-	-	-
瑞士历峰集团	6.4	-3.9	3.1	27.4	-	-	-
开云集团	15.4	6.9	25.0	-11.7	-	-	-
BURBERRY	-0.3	10.0	-1.2	-0.5	-	-	-
SALVATORE FERRAGAMO	8.5	-0.5	-3.1	-3.3	-	-	-

资料来源：wind，华西证券研究所。另注：优衣库财年截至每年8月底，HM财年截至每年11月底，INDITEX财年截至每年1月底，TAPESTRY财年截至每年6月底，CAPRI、加拿大鹅、历峰集团、BURBERRY财年截至每年3月底，其余均与自然年相同。



## 1.3. 品类变化：高端消费好于平价消费

### 1.3.2. 海外品牌：得中国者得天下

外国品牌的大中华/亚太区市场业绩表现十分优异：2020财年Q1，耐克在北美市场增速仅为4%（去年同期为6%），但在大中华市场录得27%的固定汇率强劲增幅，此前的三季度和四季度也分别实现24%和22%的增幅。2019财年，日本品牌优衣库母公司迅销集团在大中华区录得14.3%的收入增速（集团整体增速为7.5%）。迅销表示，预计到2022财年，大中华市场的销售额有望能突破1万亿日元。总的来看，中国市场成为国外品牌成长的重要驱动，能否在中国成功已成为海外老牌消费公司发展好坏的风向标。

**图表13：大中华市场录得强劲增长**

	整体增速	大中华区/亚太区增速	大中华/亚太区收入占比
耐克 (2020财年Q1)	10%	27% (连续21季度实现双位数增长)	15.7%
阿迪达斯 (2019年Q3)	9.5%	11% (连续22季度实现双位数增长)	32.61%
Moncler (2019年Q3)	10%	15%	40%
欧莱雅 (2019年Q3)	7.8%	22.6%	31.76%
TAPESTRY (2020财年Q1)	-1.7%	2.0%	14.06%
CAPRI(2019年Q3)	15.1%	38.1%	16.02%
Canada Goose (2019年Q2)	59.1%	174.2%	25.46%
LVMH集团 (2019年Q2)	15%	23% (除日本外亚太地区)	33%
瑞士历峰集团 (2018/19财年)	27%	20%	37.48%
Kering (2019年上半年)	18.8%	27.6%	36%
BURBERRY (2019/2020财年Q1)	2%	高单位数	-
SALVATORE FERRAGAMO (2019H)	4.6%	8.1% (亚太) /17.4% (中国)	39.29%
Hermès (2019年上半年)	15.1%	21.1% (除日本外亚太地区)	39.56%
Brunello Cucinelli (2019H)	8.1%	15.9%	9.9%
优衣库 (截至8月底的财年)	0.9%	14.3%	26.41%
H&M (2019年Q3)	12%	10%	4.91%
INDITEX集团 (截至7月底上半年)	7%	-	-
Ralph Lauren (截至9.28的二季度)	0.9%	6.9%	1% (中国内地22%)

资料来源：wind，各公司财报，华西证券研究所



## 1.4. 分行业：运动、电商景气度最高

### 1.4.1. 高端女装：整体稳健，关注行业复苏及新品牌成熟

受终端低迷影响，高端女装板块收入有所放缓，但由于老客户的重复购买占比高，行业整体稳健，但目前市场并未给予板块估值溢价，基本参照主品牌的成长性给予1xPEG左右的估值。

估值：高端女装行业受时尚变化影响较大，存在一定的存货风险；单品牌天花板低：高端女装定位于高端商场渠道，但高端商场渠道有限，单品牌开店瓶颈可能在500家左右；高端女装公司多通过并购或新设子品牌的方式实施多品牌战略，以突破单品牌成长瓶颈，但并购后并未体现出显著的协同效应，因此对于单纯多品牌并表带来的业绩加总，市场也并未给予估值溢价。

**图表14：高端女装公司规模与业绩对比**

	2018年渠道数	2019H渠道数	2018年收入(亿元)	2018年归母净利润(亿元)	市值(亿元)	2019H收入增速(%)	2019H归母净利润增速(%)	2019PE
歌力思	592	577	24.36	3.65	46.02	17.09	17.90	11.07
朗姿股份	1504	1405	26.62	2.10	36.42	7.72	-20.18	18.19
江南布衣	1994	2018	28.64	4.10	57.27	22.57	22.12	9.37
安正时尚	973	939	16.49	2.81	54.74	49.49	18.34	15.41
地素时尚	1062	-	21.00	5.74	98.25	14.42	1.09	14.98
日播时尚	1067	983	11.32	0.38	28.56	1.39	-190.78	182.76
锦泓集团	1386	1392	30.86	2.73	16.53	-6.53	-78.58	8.84
赢家时尚	862	885	25.21	2.73	55.49	10.57	13.43	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：市值和PE均采用2019年11月13日收盘价。

## 1.4. 分品类

### 1.4.1. 高端女装：整体稳健，关注行业复苏及新品牌成熟

从2019上半年来看，大部分品牌较年初相比为净关店，仅江南布衣、锦泓集团、赢家时尚略有开店；从2019Q3跟踪情况来看，高端女装同店增长从高个位数降至中个位数水平；从运营能力来看，目前地素时尚在ROE、净利率、存货周转率等指标方面领先于行业。

**图表15：高端女装公司盈利能力和营运能力对比**

	2018年直营单店收入 (万元)	2019H毛利率 (%)	2019H管理+销售费用 率 (%)	2019H净利率 (%)	2019H存货周转天 数	2019H应收账款 周转天数
歌力思	458.55	67.03	40.17	17.87	227	51
朗姿股份	302.65	58.64	49.06	7.90	284	48
江南布衣	257.68	61.37	37.67	18.78	186	14
安正时尚	188.86	54.99	30.90	18.27	290	21
地素时尚	240.74	75.47	38.62	28.14	182.15	8.71
日播时尚	140.63	59.18	51.69	-1.13	294.15	27.19
锦泓集团	194.75	68.73	52.93	2.43	453.71	65.59
赢家时尚	318.88	72.31	53.80	10.93	194.55	39.24

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：直营单店收入由2018年直营收入和年底直营渠道数计算所得。

## 1.4. 分品类

### 1.4.2. 户外及运动：运动行业维持高景气，户外行业仍旧低迷

2015年开始，马拉松带动全民健身热潮兴起，叠加运动行业5年去库存调整结束，运动行业成为景气度最高的服装子行业；同时，随着小品牌在去库存周期中逐步退出，企业龙头市场份额进一步提升，竞争格局不断优化。安踏、李宁、特步收入增速均在15-25%左右；同时，国外品牌中华区或亚太区表现也较为靓丽：耐克/阿迪/安德玛大中华区或亚太区营收同比+21%/12%/29%。

**图表16：户外及运动公司规模与业绩对比**

	2018年渠道数	2019H渠道数	2018年收入(亿元)	2018年归母净利(亿元)	市值(亿元)	2019H收入增速(%)	2019H归母净利润增速(%)	2019PE
比音勒芬	764	798	14.76	2.92	78.64	25.15	42.01	19.10
特步国际	6230	6312	63.83	6.57	111.30	23.01	23.42	13.62
安踏体育	12188	12479	241.00	41.03	2034.47	40.34	27.66	32.84
李宁	7137	7294	105.11	7.15	593.89	32.72	196.01	39.72
金陵体育	-	-	4.54	0.35	33.74	16.39	10.95	-
际华集团	-	-	226.77	-0.68	137.90	-13.99	-92.30	36.83
牧高笛	349	364	5.51	0.41	17.20	-8.25	-4.24	-
贵人鸟	2878	2694	28.12	-6.86	22.38	-47.27	-269.59	-17.66
裕元集团	-	-	96.95	3.07	367.58	6.32	10.52	13.88
宝胜国际	9199	9651	226.77	5.43	149.98	19.37	39.31	-
中国动向	1502	1128	17.06	3.15	50.62	-	-	7.60
耐克公司	1182	1152	391.17	40.29	1,425.08	7.16	25.18	30.04
阿迪达斯	-	-	219.15	17.02	587.28	-	-	-
安德玛	-	-	51.93	-0.46	74.23	1.53	-104.08	-
Columbia	5700	-	28.02	2.68	62.53	8.44	0.97	21.56
Northface	-	-	46.49	-	-	5	5	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：市值和PE均采用2019年11月13日收盘价。

## 1.4. 分品类

### 1.4.2. 户外及运动：运动行业维持高景气，户外行业仍旧低迷

户外行业仍旧低迷，2018年行业增速仅2%，2011年行业最高增速为50%，2015年开始放缓，目前行业终端折扣仍旧不高，但大幅关店、去库存接近尾声。探路者主品牌2019年上半年实现收入4.72亿元，同比增长8.11%；渠道数较去年同期净关闭100家至1153家，外延增速为-7.98%；可以看出在渠道调整下，同店增速显著提升。同时，国外户外品牌Columbia和Northface也表现平淡，分别实现8.44%和5%的收入增速，较NIKE、ADIDAS等运动品牌表现逊色。

**图表17：户外及运动公司盈利能力和营运能力对比**

	2018年直营单店 收入 (万元)	2019H毛利率 (%)	2019H管理+销售费用 率 (%)	2019H净利率 (%)	2019H存货周转天数	2019H应收账款周 转天数
比音勒芬	258.76	67.46	39.58	20.57	399	24
特步国际	-	44.60	27.34	13.76	79	117
安踏体育	-	56.05	30.94	16.82	86	34
李宁	-	49.69	39.56	12.70	73	24
金陵体育	-	34.31	18.71	8.79	171	122
际华集团	-	8.87	6.82	0.34	111	68
牧高笛	71.33	28.83	15.72	9.59	179	25
贵人鸟	60.04	35.06	26.97	-14.25	190	335
裕元集团	-	25.10	18.93	3.80	80	44
宝胜国际	-	34.52	30.07	3.42	137	47
中国动向	-	55.98	56.21	18.04	169	-
耐克公司 (USD)	1020.23	45.69	21.67	12.82	89	38
阿迪达斯	-	53.51	-	10.22	119	41
安德玛	-	46.76	42.00	2.81	128	53
Columbia(USD)	-	49.99	-	8.23	194.83	55.64
Northface	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：直营单店收入由2018年直营收入和年底直营渠道数计算所得。



## 1.4. 分品类

### 1.4.3. 家纺：整体增速放缓，期待竣工改善

目前，家纺行业上市公司整体放缓至个位数增长，主要由于：（1）线下：加盟商提货动力不强；（2）线上：线上占比接近瓶颈，增速放缓。

未来值得期待的是：（1）竣工改善：全国房屋竣工面积累计同比负增长，但单月环比改善，家纺作为地产产业链后周期行业有望受益。2019年1-10月，全国房屋竣工面积累计同比下降5.54%、降幅较上月缩窄3.06pct，自7月开始环比改善，10月同比增长19%、强劲反弹。（2）家纺ROE的稳定性获得估值修复。

**图表18：家纺公司规模与业绩对比**

	2018年渠道数	2019H渠道数	2018年收入(亿元)	2018年归母净利润(亿元)	市值(亿元)	2019H收入增速(%)	2019H归母净利润增速(%)	2019PE
富安娜	1310	1350	29.18	5.43	59.99	-3.58	-16.22	11.78
水星家纺	2763	-	27.19	2.85	41.07	9.93	12.48	12.43
罗莱生活	2700	2800	48.13	5.35	74.47	-0.43	-5.05	13.27
梦洁股份	-	-	23.08	0.84	39.27	14.19	-9.58	23.15
卡撒天娇	224	232	3.38	0.08	1.68	24.79	573.86	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：市值和PE均采用2019年11月13日收盘价。

**图表19：家纺公司盈利能力和营运能力对比**

	2018年直营单店收入(万元)	2019H毛利率(%)	2019H管理+销售费用率(%)	2019H净利率(%)	2019H存货周转天数	2019H应收账款周转天数
富安娜	59.85	50.30	34.02	14.02	258	39
水星家纺	-	37.59	24.96	10.55	185	22
罗莱生活	-	44.21	29.99	9.75	195	40
梦洁股份	-	39.97	27.63	7.18	202	64
卡撒天娇	-	61.84	54.15	6.11	253	60

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：直营单店收入由2018年直营收入和年底直营渠道数计算所得。



## 1.4. 分品类

### 1.4.4. 母婴儿童：平稳增长，儿童服饰市场持续向好

受益二胎政策放开持续影响，母婴及儿童服饰领域持续向好。从盈利能力看，爱婴室和安奈儿均实现双位数收入增速，爱婴室归母净利增速高达27.31%。

**图表20：母婴公司规模与业绩对比**

	2018年渠道数	2019H渠道数	2018年收入(亿元)	2018年归母净利润(亿元)	市值(亿元)	2019H收入增速(%)	2019H归母净利润增速(%)	2019PE
爱婴室	223	251	21.35	1.20	46.97	15.92	27.31	31.14
安奈儿	1433	1459	12.13	0.83	25.18	15.22	1.62	29.83
金发拉比	-	-	4.54	0.40	17.88	-8.44	-23.05	-
延江股份	-	-	7.66	0.49	21.86	50.28	168.39	-
起步股份	2374	2,422	13.99	1.81	43.39	17.00	-2.42	22.82
好孩子国际	-	-	86.29	1.64	23.69	0.19	2.12	11.98

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：市值和PE均采用2019年11月13日收盘价。

**图表21：母婴公司盈利能力和营运能力对比**

	2018年直营单店收入(万元)	2019H毛利率(%)	2019H管理+销售费用率(%)	2019H净利率(%)	2019H存货周转天数	2019H应收账款周转天数
爱婴室	-	28.87	22.20	5.71	105	4
安奈儿	80.00	54.70	43.31	8.60	250	21
金发拉比	-	56.41	37.06	15.68	426	29
延江股份	-	28.22	15.85	8.19	62	67
起步股份	573.91	35.86	15.44	14.18	90	138
好孩子国际	-	43.19	38.16	3.07	134	47

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：直营单店收入由2018年直营收入和年底直营渠道数计算所得。

## 1.4. 分品类

### 1.4.5. 男装：调整进行时

在经济增速放缓、电商冲击等难题尚未突破的背景下，男装同时面临3方面竞争压力：（1）运动和时尚休闲的分流；（2）品牌老化，消费群体被个性化潮牌分流；（3）同业竞争压力加大。在此趋势下，男装品牌纷纷改革以求复苏。目前，男装品牌PE仅为14x，位于底部估值区域，但同店增长未见明显改善。

**图表22：男装公司规模与业绩对比**

	2018年渠道数	2019H渠道数	2018年收入(亿元)	2018年归母净利润(亿元)	市值(亿元)	2019H收入增速(%)	2019H归母净利润增速(%)	2019PE
七匹狼	-	-	35.17	3.46	42.24	6.55	-8.42	12.00
海澜之家	6673	7740	190.90	34.55	342.55	7.07	2.87	9.47
中国利郎	2670	2753	31.68	7.51	75.44	19.09	14.05	7.83
九牧王	2774	2772	27.33	5.34	62.81	7.33	23.69	11.31
红豆股份	1338	1379	24.83	2.07	84.61	1.86	-14.77	40.91
乔治白	-	-	10.05	1.13	19.50	16.38	34.93	-
摩登大道	293		15.62	0.28	34.20	9.15	-40.69	223.81
雅戈尔	2258	2352	96.35	36.77	356.00	27.81	79.58	8.47
中国服饰控股	135	144	8.98	0.60	6.20	-8.95	-46.22	-
利邦	253	224	17.23	-2.65	7.99	15.64	138.93	-
长兴国际	103	99	2.85	-1.12	3.70	-28.77	21.93	-
金利来集团	945	935	16.81	3.76	23.57	-4.89	-4.54	-
希努尔	-	-	17.20	1.29	34.49	336.91	341.18	12.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：市值和PE均采用2019年11月13日收盘价。

## 1.4. 分品类

### 1.4.5. 男装：调整进行时

图表23：男装公司盈利能力和营运能力对比

	2018年直营单店收入 (万元)	2019H毛利率 (%)	2019H管理+销售 费用率 (%)	2019H净利率 (%)	2019H存货周转天数	2019H应收账款周 转天数
七匹狼	-	41.00	30.34	7.82	173	43
海澜之家	-	41.67	14.58	19.70	264	12
中国利郎	-	41.44	14.46	24.39	128	99
九牧王	103.46	56.88	35.51	23.76	234	22
红豆股份	189.01	31.57	23.58	8.20	55	56
乔治白	-	50.82	26.50	10.80	230	90
摩登大道	307.77	45.93	37.60	-2.87	244	89
雅戈尔	-	59.62	30.94	44.77	1561	11
中国服饰控股	118.91	78.38	69.83	7.48	771	46
利邦	-	68.31	60.18	7.18	355	49
长兴国际	-	53.38	91.15	-36.70	424	95
金利来集团	-	58.11	39.70	21.93	231	24
希努尔	-	13.33	8.14	4.55	25	41

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：直营单店收入由2018年直营收入和年底直营渠道数计算所得。

## 1.4. 分品类

### 1.4.6. 鞋类：受制于传统渠道调整，净利下滑显著

鞋类行业收入低迷，净利同比大幅下降，同时外延扩张基本停滞，奥康国际渠道数实现负增长。主要关注零售端改善带来收入增长。

**图表24：鞋类公司规模与业绩对比**

	2018年渠道数	2019H渠道数	2018年收入(亿元)	2018年归母净利润(亿元)	市值(亿元)	2019H收入增速(%)	2019H归母净利润增速(%)	2019PE
奥康国际	2989	2899	30.43	1.37	36.45	-15.75	-43.13	-
红蜻蜓	4135	4207	30.41	1.96	40.05	-1.18	-31.42	-
天创时尚	1925	1861	20.52	2.42	26.96	4.28	-12.40	10.86
达芙妮国际	2820	2208	41.27	-9.94	2.34	-37.90	20.86	-
千百度	1710	1560	29.24	-3.87	5.09	-31.85	-344.88	-
九兴控股	-	-	15.89	0.65	112.50	1.53	69.69	13.14
哈森股份	1588	1532	13.48	-0.62	14.95	-12.50	-76.77	186.41

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：市值和PE均采用2019年11月13日收盘价。

## 1.4. 分品类

### 1.4.6. 鞋类：受制于传统渠道调整，净利下滑显著

图表25：鞋类公司盈利能力和营运能力对比

	2018年直营单店 收入 (万元)	2019H毛利率 (%)	2019H管理+销售费用率 (%)	2019H净利率 (%)	2019H存货周转天 数	2019H应收账款周 转天数
奥康国际	109.47	37.74	25.45	7.15	168	158
红蜻蜓	73.55	32.35	24.35	7.33	133	77
天创时尚	94.41	54.44	38.95	11.48	189	54
达芙妮国际	-	46.43	74.81	-27.91	194	19
千百度	-	59.97	59.94	-6.25	271	55
九兴控股	-	17.99	13.47	5.12	54	88
哈森股份	94.97	52.45	49.10	-0.06	341	29

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：直营单店收入由2018年直营收入和年底直营渠道数计算所得。



## 1.4. 分品类

### 1.4.7. 休闲：平价消费承压，但港股休闲品牌开始复苏

休闲板块持续承压，美邦服饰、搜于特收入、净利大幅下滑。美邦2019年10月29日预告2019全年亏损将达5-10亿元；森马三季报低于预期主要由于进行快反供应链改革、提升补货频次，使得当期订货发货确认收入减少，但究其原因，在于终端放缓、加盟商提货动力不足。

港股休闲品牌德永佳、旭日集团等经历多年调整收入降幅收窄、净利恢复正增长：德永佳2019H净利+8.34%，毛利率+0.8pct，主要由于原料及燃料价格下调使纺织业务毛利率提升5.4pct；旭日企业归母净利+44.38%主要由于去年将亏损的中国真维斯业务出售。

**图表26：休闲公司规模与业绩对比**

	2018年渠道数	2019H渠道数	2018年收入(亿元)	2018年归母净利(亿元)	市值(亿元)	2019H收入增速(%)	2019H归母净利增速(%)	2019PE
美邦服饰	-	-	76.77	0.40	50.25	-31.47	-359.61	-8.77
搜于特	-	-	184.94	3.69	67.11	-44.14	-56.94	27.76
森马服饰	9123	9404	157.19	16.94	277.14	48.57	8.20	14.89
柏堡龙	-	-	10.50	1.92	37.28	15.05	8.37	17.48
太平鸟	4594	4438	77.12	5.72	72.21	-1.54	-33.06	11.82
拉夏贝尔	9269	5513	101.76	-1.60	16.50	-9.78	-311.23	-
德永佳集团	2572	2261	82.10	3.25	29.15	-3.42	8.34	-
旭日企业	11	0	12.71	1.07	12.84	-4.60	44.38	-
思捷环球	495	429	154.55	-25.54	27.18	-15.84	-85.85	-3.95
BOSSINI	938	1061	19.58	-0.29	3.59	-10.13	117.80	-
佐丹奴国际	2426	2424	55.09	4.80	37.57	-11.12	-36.61	12.37
HM(SEK)	4968	4972	2104	126.52	5,506.88	6%	-10.62%	-
Inditex(EUR)	7490	-	261.45	34.40	1,696.86	7%	10%	-
迅销集团(JPY)	3345	3589	21300.60	1693.73	71599.72	6.82	9.93	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：市值和PE均采用2019年11月13日收盘价。

## 1.4. 分品类

### 1.4.7. 休闲：平价消费承压，但港股休闲品牌开始复苏

**图表27：休闲公司盈利能力和营运能力对比**

	2018年直营单店收入 (万元)	2019H毛利率 (%)	2019H管理+销售费用率 (%)	2019H净利率 (%)	2019H存货周转天数	2019H应收账款周转天数
美邦服饰	-	44.34	41.74	-5.11	265	76
搜于特	-	8.59	3.50	3.23	101	54
森马服饰	171.18	44.84	28.44	8.67	171	38
柏堡龙	-	30.48	9.49	15.45	32	72
太平鸟	-	54.75	47.67	4.02	236	29
拉夏贝尔	96.18	58.96	74.95	-15.40	270	38
德永佳集团	-	31.72	26.50	5.02	133	44
旭日企业	-	17.20	8.50	8.36	73	53
思捷环球 (HKD)	1173.43	50.27	4.90	-16.58	116	28
BOSSINI (HKD)	154.66	51.54	59.47	-8.37	104	21
佐丹奴国际	118.37	59.32	50.63	7.63	94	20
HM(SEK)	4235.10	52.86	46.47	6.43	67	23
Inditex(EUR)	349.07	56.67	15.82	13.16	86	11
迅销集团(JPY)	63678.92	48.88	34	7.76	135	8

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：直营单店收入由2018年直营收入和年底直营渠道数计算所得。

## 1.4. 分品类

### 1.4.8. 电商：维持较快增速

电商收入增速有所放缓，但仍维持较快增速。2019年上半年，开润股份和南极电商均保持同比30%以上的收入和净利增速：其中，开润股份的高增长主要由于B2B同比+50%以上（剔除收购印尼PT公司并表因素，老客户同比+15-20%）、B2C同比+40%以上；南极电商剔除时间互联后主业同比+29%、环比放缓。

**图表28：电商公司规模与业绩对比**

	2018年渠道数	2019H渠道数	2018年收入(亿元)	2018年归母净利(亿元)	市值(亿元)	2019H收入增速(%)	2019H归母净利增速(%)	2019PE
开润股份	-	-	20.48	1.84	70.08	40.71	31.44	29.79
南极电商	5535	4640	33.53	8.87	250.89	32.44	32.00	20.68

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：市值和PE均采用2019年11月13日收盘价。

**图表29：电商盈利能力和营运能力对比**

	2018年直营单店收入(万元)	2019H毛利率(%)	2019H管理+销售费用率(%)	2019H净利率(%)	2019H存货周转天数	2019H应收账款周转天数
开润股份	-	27.69	13.23	9.27	80.23	49.09
南极电商	-	29.18	4.71	22.75	0.63	86.74

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：直营单店收入由2018年直营收入和年底直营渠道数计算所得。

## 1.4. 分品类

### 1.4.9. 内衣：仍处于去库存阶段

内衣行业仍处于去库存阶段，2019年上半年仅汇洁股份实现正的收入/净利增速（+12.46%/6.49%），龙头股份和都市丽人均承压严重，净利大幅下降。

**图表30：内衣公司规模与业绩对比**

	2018年渠道数	2019H渠道数	2018年收入(亿元)	2018年归母净利润(亿元)	市值(亿元)	2019H收入增速(%)	2019H归母净利润增速(%)	2019PE
汇洁股份	2845	3001	23.55	1.96	32.11	12.46	6.49	20.03
龙头股份	-	-	43.62	0.39	29.83	7.19	-56.50	86.61
都市丽人	7305	6526	50.96	3.80	26.09	-5.49	-77.29	6.10

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：市值和PE均采用2019年11月13日收盘价。

**图表31：内衣盈利能力和营运能力对比**

	2018年直营单店收入(万元)	2019H毛利率(%)	2019H管理+销售费用率(%)	2019H净利率(%)	2019H存货周转天数	2019H应收账款周转天数
汇洁股份	89.08	67.14	47.70	12.99	340.35	29.22
龙头股份	-	25.95	23.06	0.88	143.12	31.93
都市丽人	106.30	41.06	39.70	1.78	169.94	65.53

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：直营单店收入由2018年直营收入和年底直营渠道数计算所得。



## 02 纺织制造

国储棉库存降至底部，期待未来订单复苏

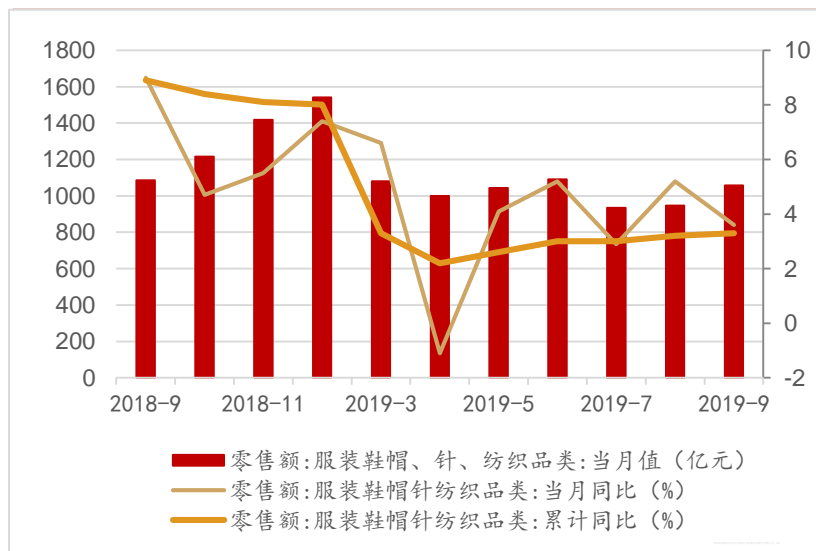


## 2.1. 棉价：国储棉库存降至底部，外棉强于内棉

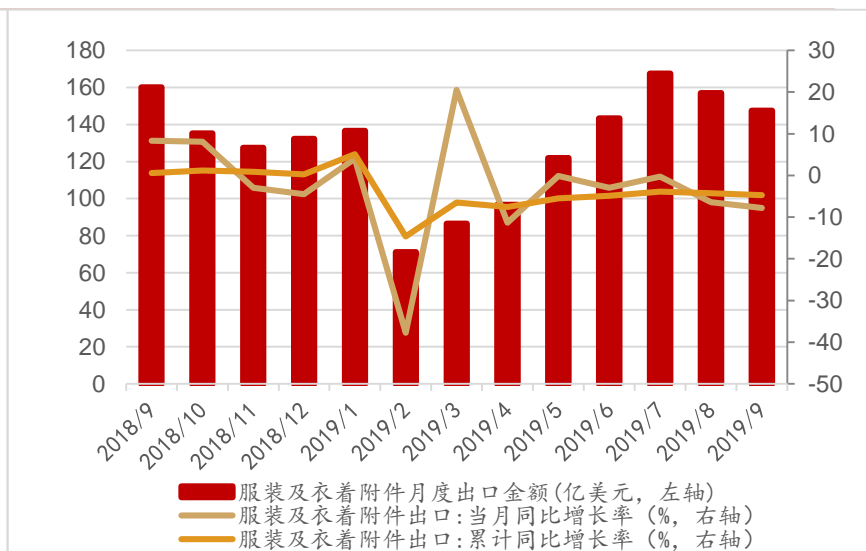
当前棉价最强的支撑因素在于国储棉库存降至底部区域，且从库存消费比来看，也已经走出底部区域；但受贸易战影响，需求疲弱影响棉价上涨空间。

从内棉供给来看，根据棉花协会被调查棉农植棉面积加权平均计算，预计全国棉花总产量590.57万吨，同比下降3.35%，单产同比下降1.61%，比上期下降3.05%；从内棉需求来看，纺织服装内销+出口增速均同比放缓：2019年1-9月，限额以上服装鞋帽针纺织品类当月零售销售额累计同比增长3.3%；1-9月累计服装及衣着附件出口金额同比下降4.7%。

**图表32：限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额**



**图表33：服装及衣着附件月度出口金额及同比增速**

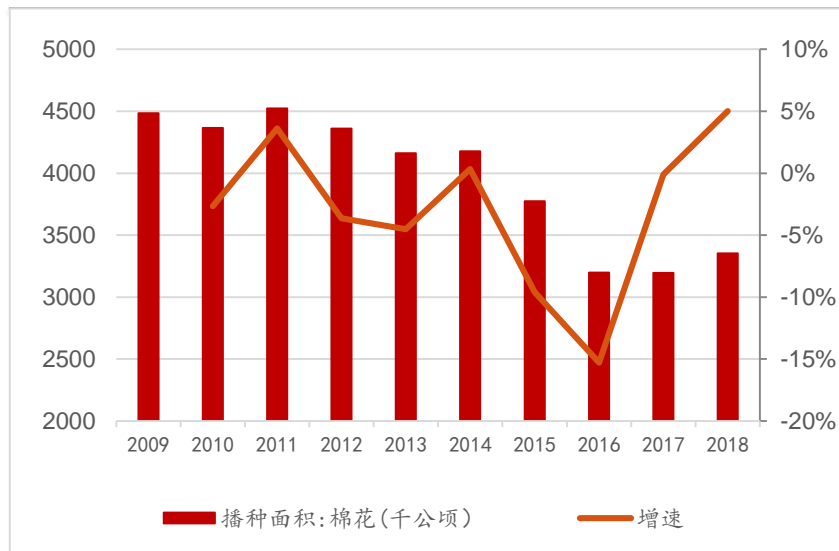


资料来源：美国农业部，华西证券研究所

资料来源：wind，国家统计局，华西证券研究所

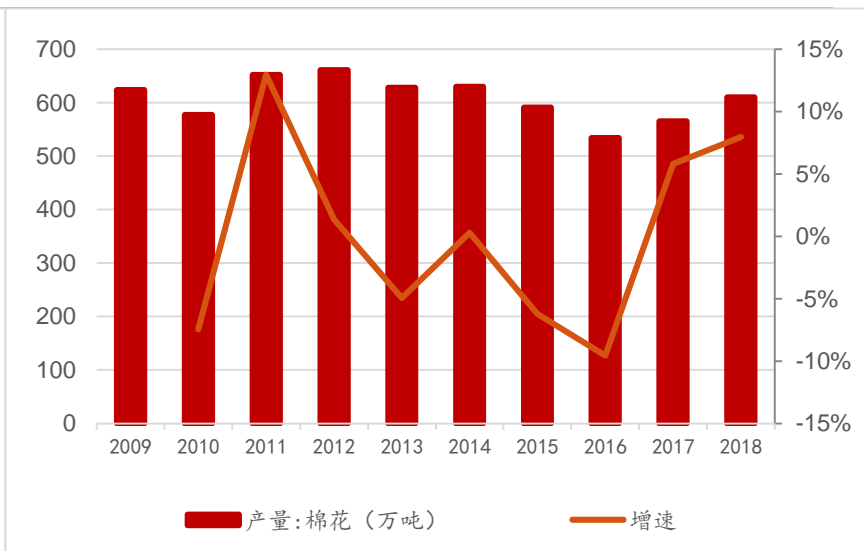
## 2.1. 棉价：国储棉库存降至底部，外棉强于内棉

**图表34：历年棉花种植面积及增速**



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

**图表35：历年棉花产量及增速**



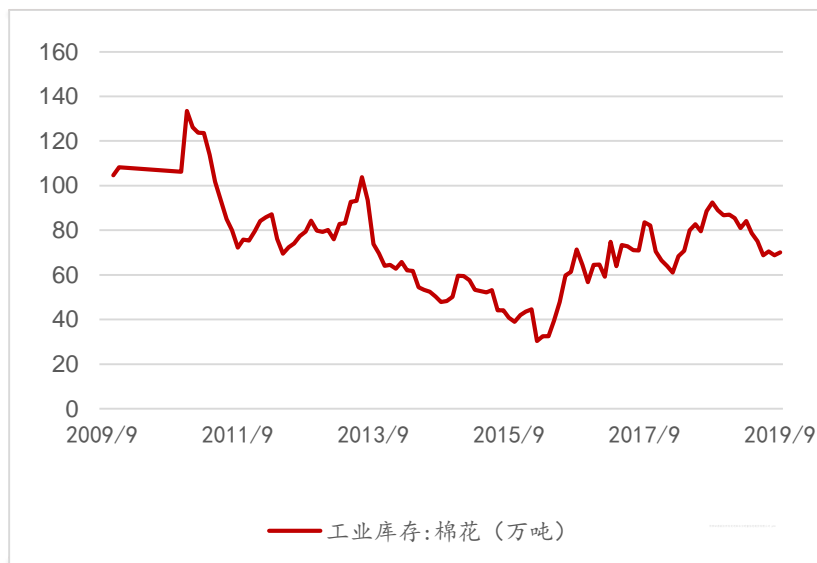
资料来源：wind，华西证券研究所

## 2.1. 棉价：国储棉库存降至底部，外棉强于内棉

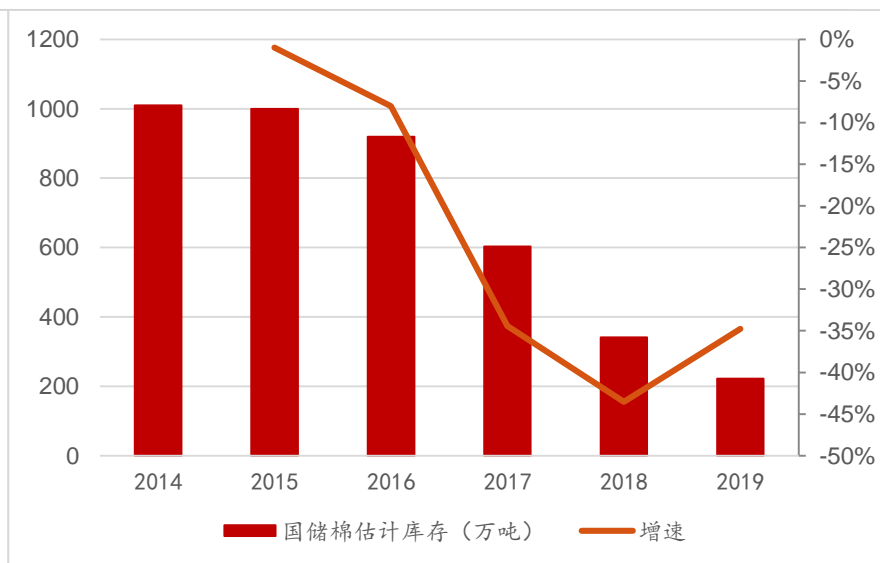
2018/2019年度轮出结束后，中国储备棉库存预计降至220万吨左右。截至9月底，棉纺织企业棉花库存为70.14万吨，同比下降24.15%，较年初下降19.40%，已至年内较低水平。

根据美国农业部(USDA)最新发布的11月份全球棉花供需预测报告，总体供过于求：2019/20年度全球棉花总产2654.9万吨，相比上月调减61.7万吨；但较2018/19年度仍高出68.4万吨，增幅2.6%；全球消费量2645.2万吨，环比调减2.5万吨，较2018/19年度增加26.2万吨，增幅1%。进出口贸易量约为959万吨，较上月调增约24.5万吨。全球期末库存1759.3万吨，环比调减62.9万吨，同比增加5.5万吨。

**图表36：中国棉纺织企业棉花库存（万吨）**



**图表37：2014-2019年度国储棉库存估算值（万吨）**



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，中国棉花信息网，华西证券研究所整理和估算

## 2.1. 棉价：国储棉库存降至底部，外棉强于内棉

图表38：全球棉花预测供需平衡表（百万包）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
期初库存	50.36	73.64	91.66	103.31	110.76	90.34	80.29	80.94	80.55
产量	126.64	123.63	120.41	119.19	96.20	106.66	123.78	118.80	121.94
进口	45.02	46.32	41.23	36.07	35.42	37.70	41.16	42.50	44.03
国内消费 总计	102.86	107.73	109.92	111.41	112.29	116.18	122.76	120.29	121.49
出口	46.02	46.65	40.87	35.30	34.97	37.91	41.41	41.28	44.03
损耗	-0.30	-0.83	-0.36	0.11	0.20	0.21	0.12	0.12	0.20
期末库存	73.44	90.04	102.86	111.74	94.91	80.40	80.94	80.55	80.80
总供给	222.02	243.59	253.30	258.57	242.38	234.70	245.23	242.24	246.52

资料来源：wind，美国农业部，华西证券研究所

## 2.1. 棉价：国储棉库存降至底部，外棉强于内棉

**图表39：中国棉花预测供需平衡表（百万包）**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
期初库存	10.60	31.08	50.36	62.71	66.42	56.70	45.92	37.99	35.67
产量	34.00	35.00	32.75	30.00	22.00	22.75	27.50	27.75	27.25
进口	24.53	20.33	14.12	8.28	4.41	5.03	5.71	9.64	9.50
国内消费总计	38.00	36.00	34.50	34.50	36.00	38.50	41.00	39.50	39.50
出口	0.06	0.05	0.03	0.07	0.13	0.06	0.14	0.21	0.18
损耗	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
期末库存	31.08	50.36	62.71	66.42	56.70	45.92	37.99	35.67	32.75

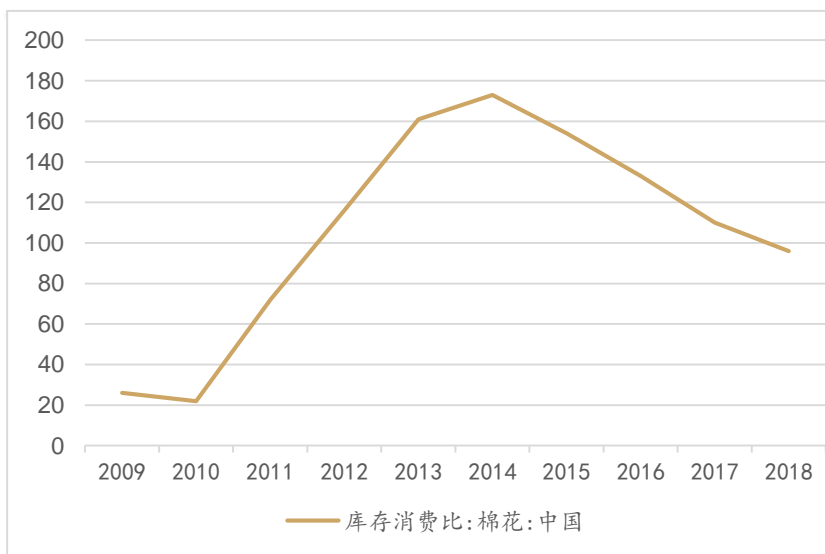
资料来源：wind，美国农业部，华西证券研究所



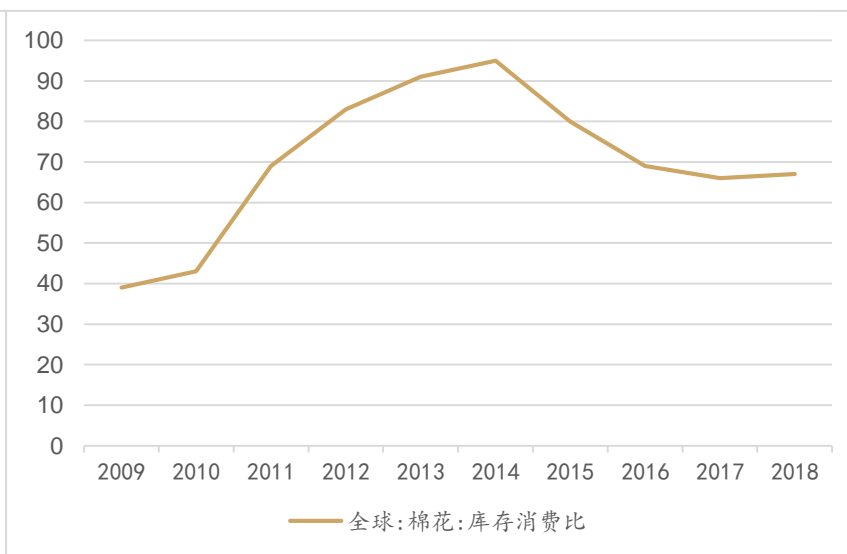
## 2.1. 棉价：国储棉库存降至底部，外棉强于内棉

今年以来，国外棉花价格跌幅小于国内，内外棉价差较年初缩小54.66%。截至11月13日，内外棉价差（固定汇率下，中国棉花价格指数与进口棉价格指数FC INDEX M之差）为1284元/吨。

**图表40：2009-2018年中国棉花库存消费比 (%)**



**图表41：2009-2018年全球棉花库存消费比 (%)**



资料来源：美国农业部，wind，华西证券研究所

资料来源：美国农业部，wind，华西证券研究所

## 2.1. 棉价：国储棉库存降至底部，外棉强于内棉

**图表42：年初至今国内外棉价走势图（元/吨）**



资料来源：全国棉花交易市场，wind，华西证券研究所

**图表43：年初至今内外棉价差（元/吨）**

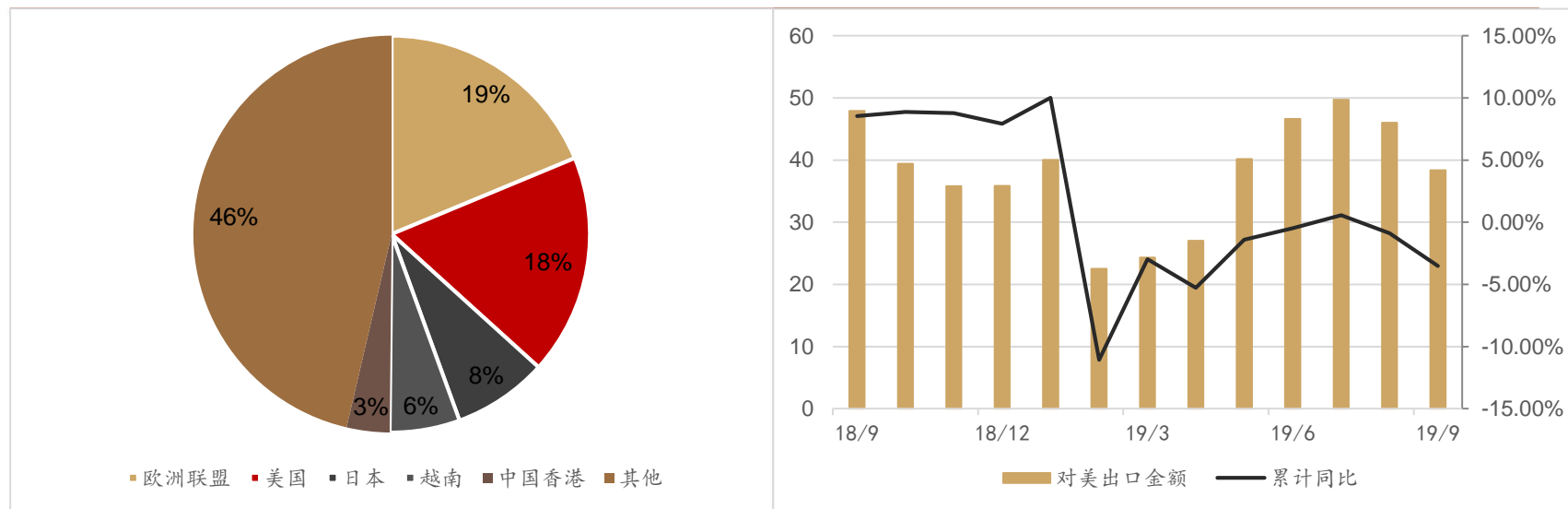


资料来源：全国棉花交易市场，wind，华西证券研究所

## 2.2. 受贸易战影响，纺织企业订单放缓

我国是世界上最大的纺织品服装出口国，其中美国占比第二；2019年前三季度，我国对美出口金额达334.84亿元，占比达到18%。今年以来，受贸易战恶化影响，我国对美纺织原料及制品出口金额同比大幅下跌，前三季度同比降幅达3.51%，其中2月单月同比跌幅高达33.63%。

**图表44：2019Q3分国别/地区纺织原料及制品出口额占比** **图表45：对美纺织原料及制品出口金额（亿元）**



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所



## 03 投资策略

板块：推荐运动、关注纺织；  
个股：比音勒芬、南极电商、歌力思、中国利郎

### 3.1. 板块位于低部估值水平，重点关注高景气赛道

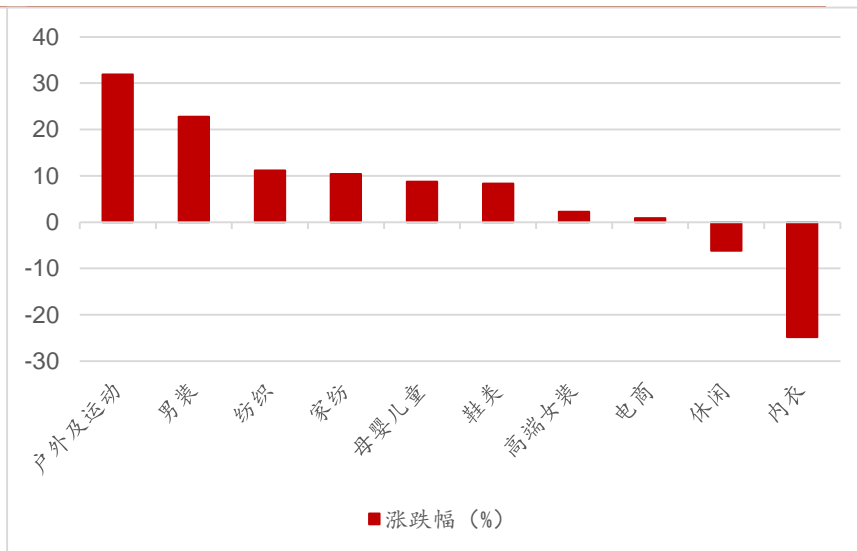
2019年1-10月底，全部A股上涨22.97%，沪深300指数上涨26.03%，同期SW纺织服装行业指数上涨3.74%。目前板块市盈率为18倍（纺织17倍、服装19倍）。

从纺织服装板块历史估值来看，目前品牌服装板块在估值底部：2015-2017年，品牌服装板块估值在24-62倍；2018年估值中枢下降至17-29倍；2019年估值中枢进一步下降至17-22倍。

**图表46：2014-2019年纺织服装板块PE估**



**图表47：2019年初至今纺织服装细分行业涨跌幅**



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所，另注：截至2019年11月13日。



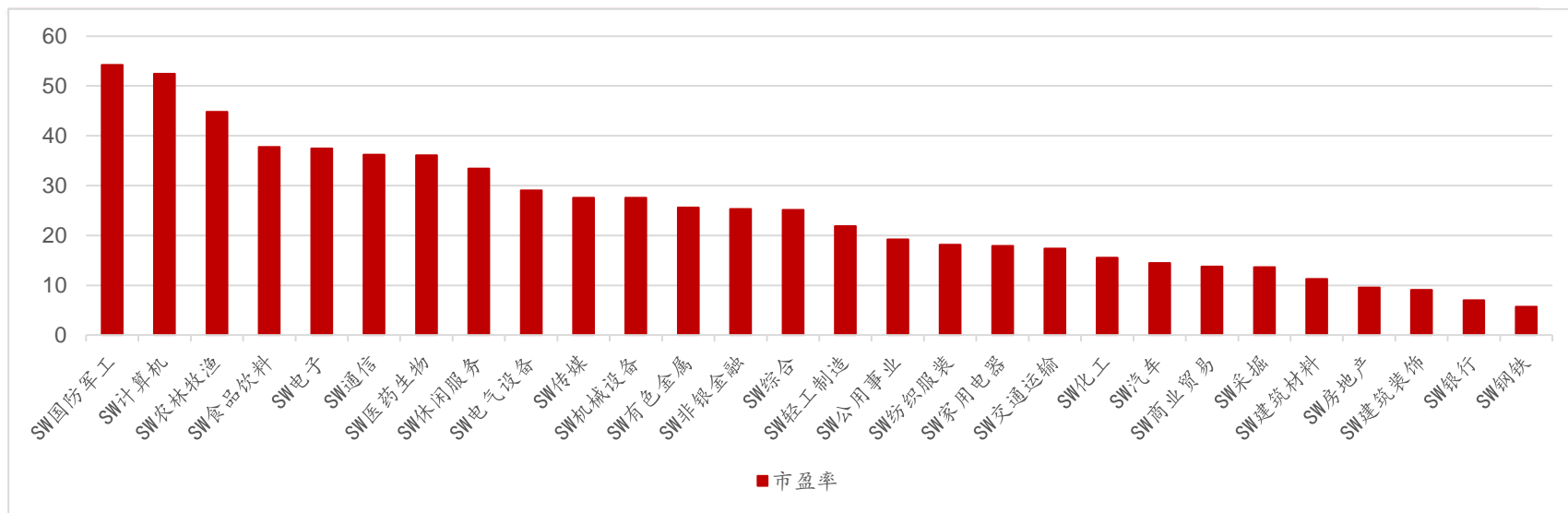
### 3.1. 板块位于低部估值水平，重点关注高景气赛道

和其他SW一级行业相比（军工、计算机在50x以上，食品饮料、电子、医药接近40x），纺服板块相对估值优势明显。

从子板块情况来看，SW纺织制造年初至今上涨3.31%，SW服装家纺板块上涨4.86%；其中，户外及运动板块和男装板块最强，上涨31.87%和22.74%；休闲和内衣板块走势最弱，下跌6.15%和24.83%。

从个股来看，涨幅居前的个股主要为运动板块个股：安踏体育、李宁、三夫户外、宝胜国际、阿迪达斯；跌幅居前的主要为男装和业绩估值双杀的品牌个股：都市丽人、摩登大道、拉夏贝尔、贵人鸟、利邦。

**图表48：申万一级行业PE估值**



资料来源：wind，华西证券研究所，另注：PE采用2019年11月13日收盘价。

### 3.1.1. 聚焦运动板块高增长

#### 体育政策利好，兴起全民健身热潮

近六年体育行业法律法规及指导意见密集出台，在国家财政的支持下，国家文化体育与传媒支出高速增长态势持续。受国家政策刺激影响，全民健身风潮持续高涨，大众健身活动迎来高速增长。目前全国每年举办约2500场的大众健身活动，其中，健身、马拉松、冰雪运动成为当前最热门的大众健身活动项目。

**图表 49 近年来体育行业法律法规**

时间	体育政策
2014. 10	国务院：《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
2016. 05	体育总局：《体育发展“十三五”规划》
2016. 06	国务院：《全民健身计划（2016-2020年）》
2018. 01	体育总局：《自行车运动产业发展规划》、《马拉松运动产业发展规划》
2019. 01	体育总局、发改委：《进一步促进体育消费的行动计划（2019-2020年）》

资料来源：政府公开信息，华西证券研究所

## 年龄结构变化带来旺盛“泛需求”

人口老龄化趋势拓展健康需求。国家统计局数据显示，2018年我国65岁及以上人口比重已达到11.9%，人口老龄化程度持续加深。而随着社会意识的进步，老年人对运动的需求越来越高，相应产生对运动服饰、运动辅助设备（护手，护指，护膝）等运动用品的巨大需求。

90后成为运动板块消费主力军，拓展出对时尚化和个性化运动用品的需求。随着90后对时尚化运动产品需求增多，各运动服饰企业通过推出“潮牌”子品牌、发售明星联名款、签约各领域明星等手段，化流量为销量，大力拓展个性化时尚化细分市场。

**图表51：各大鞋企开启“花式”联名**

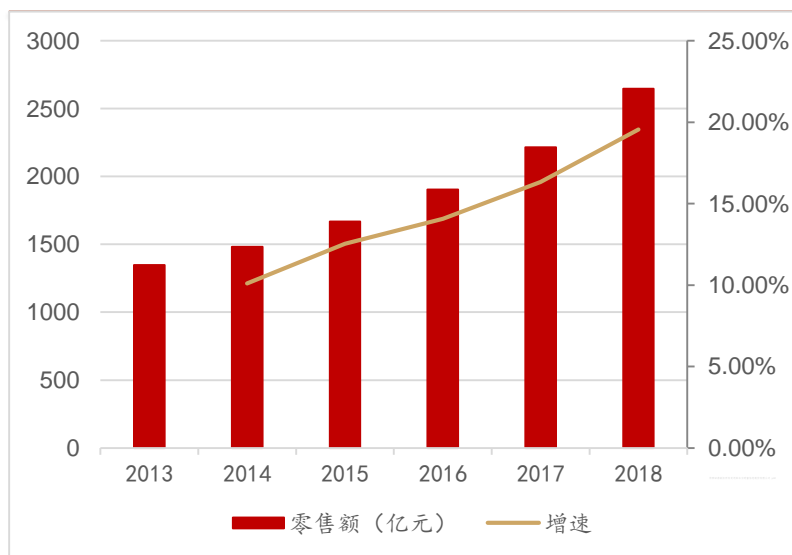
公司	联名产品
耐克	Off-White x Nike Vapor Street等
阿迪达斯	KITH x adidas Consortium FYW S-97等
New balance	Aimé Leon Dore x New Balance M997等
Converse	Footpatrol x Converse 2019 Chuck 70&Jack Purcell等

资料来源：wind，华西证券研究所

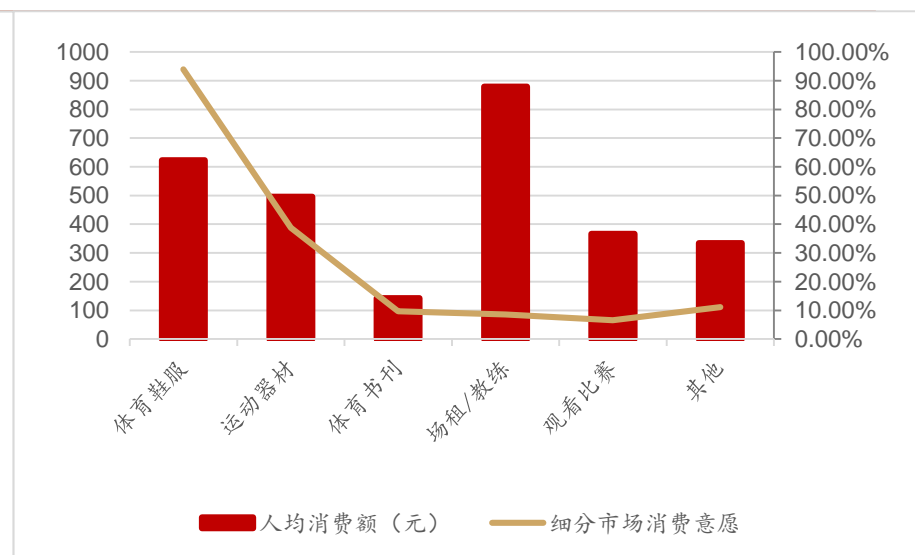
## 人均收入提升，居民消费意愿增强

随着人均可支配收入的增长和社会的发展，居民自主健身意识显著增强，对运动产品的消费意愿也逐渐提升。据中国第四次全民健身状况调查报告中显示，我国“参加体育锻炼”的人口占总人口的比例已达33.9%，与2007第三次调查相比增加了5.7个百分点；20岁及以上的人群中，“经常参加体育锻炼”的人群占比为14.7%，比2007年第三次调查时有了显著提升。报告显示，在20岁及以上人群中，有40%的人有过体育消费，全年人均消费926元。而且，在所有的体育消费人群中，购买体育鞋服的人群百分比最高，为93.9%；其次包括购买体育器材、订阅体育书刊等。从人均消费金额看，体育消费人群为购买运动服装鞋帽的人均消费金额为623元，仅次于“场租和聘请教练”的人均费用。根据Euromonitor数据显示，2018年中国运动鞋服市场已达2,648亿元，6年CAGR达到14.14%。

**图表52：2013-18年中国运动服饰零售额**



**图表53：运动用品细分市场消费意愿及人均年消费额**



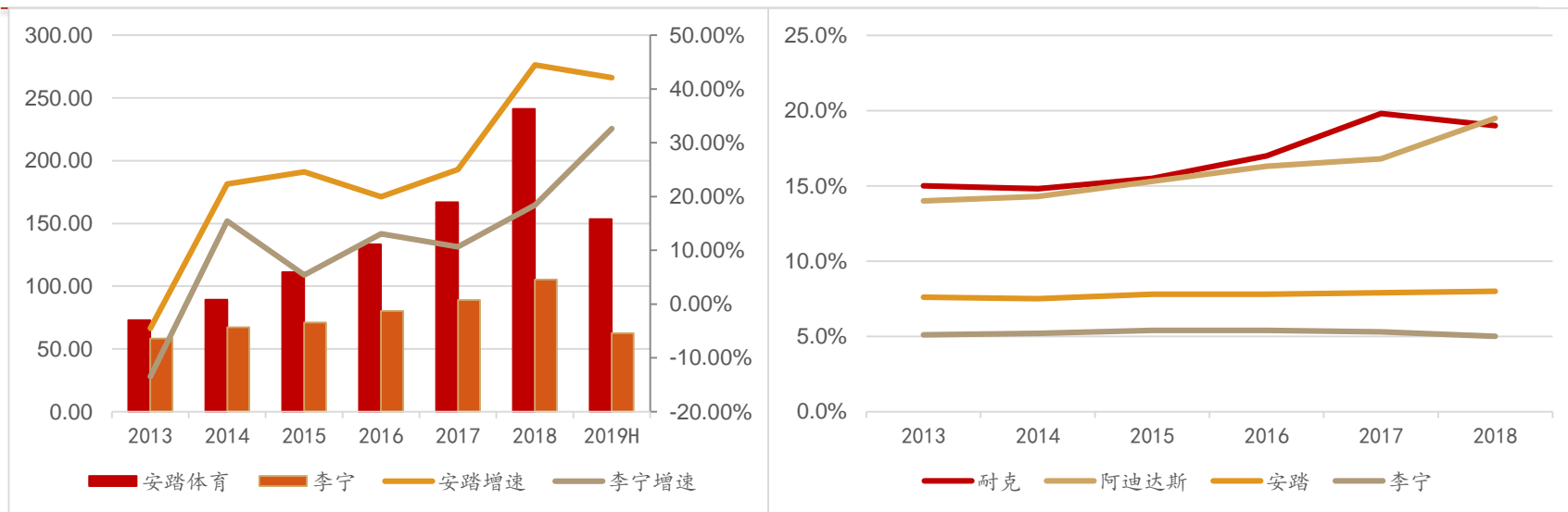
资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：2014年全民健身状况调查报告，华西证券研究所

## 国内国产化风潮

国产化风潮下，国内品牌发展势头十分强劲。在近些年高景气的运动板块，安踏、李宁销售额高速增长，2019年上半年分别录得42.14%和32.63%的高收入增速；同时，在与国际龙头耐克和阿迪达斯同台竞争的环境下，本土龙头安踏仍实现市场份额的逐步提升，2018年已达8%，表现十分强劲。

**图表54：本土品牌安踏、李宁收入增长迅猛 (%)** **图表55：本土品牌安踏、李宁市占率 (%)**



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所



### 3.1.2. 关注纺织企业订单改善

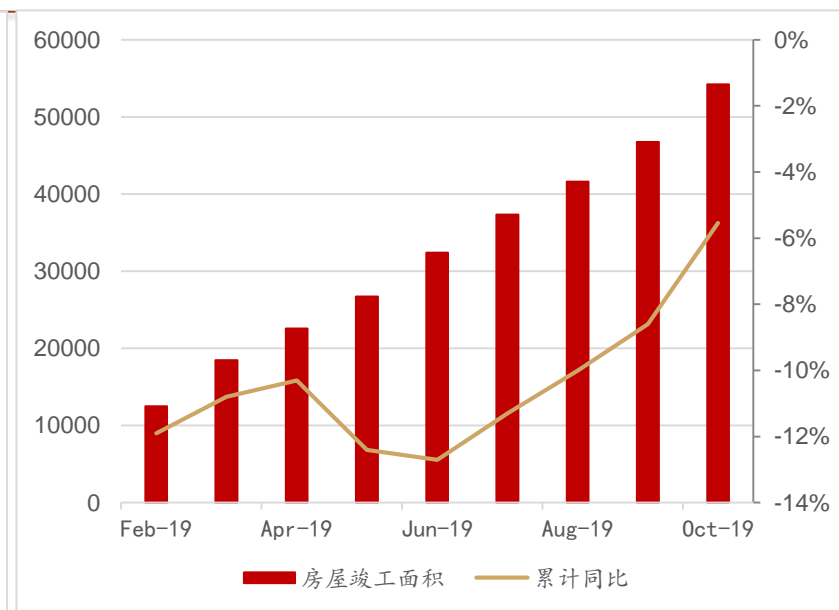
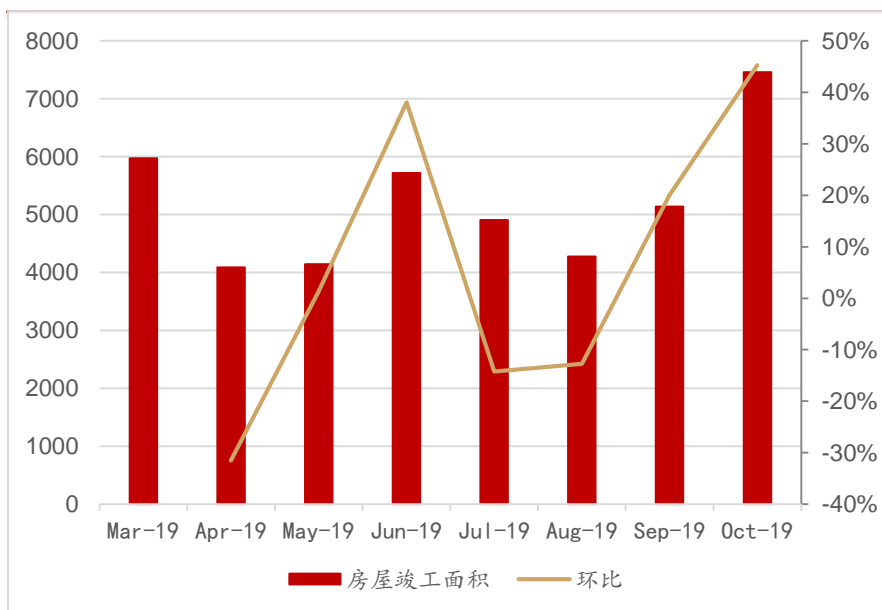
截至2019年11月13日，纺织制造板块PE为17倍，接近底部估值中枢。前三季受贸易战影响，纺企订单放缓；而10月随着贸易战传来利好，根据第一纺织网数据，约41%的企业表示国庆节后订单较节前增加，但企业反映订单持续性稍差，正积极寻求新的订单。目前，随着贸易战可能缓和带来市场情绪复苏，建议关注订单改善情况良好的低估值细分龙头企业。

### 3.1.3. 关注有望受益竣工数据改善的家纺板块

全国房屋竣工面积累计同比负增长，但单月环比改善，家纺作为地产产业链后周期行业有望受益。2019年1-10月，全国房屋竣工面积累计同比下降5.54%、降幅较上月缩窄3.06pct，自7月开始环比改善，10月单月同比增长19%、强劲反弹。

**图表56：月度房屋竣工面积及环比增速（万平方米）**

**图表57：累计房屋竣工面积及同比增速（万平方米）**



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

## 3.2. 重点推荐个股

### 3.2.1. 比音勒芬

➤ **公司介绍：**公司主要从事自有品牌比音勒芬高尔夫服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理。

➤ **投资逻辑：**

(1) 公司一部分消费群体，恰恰是其他男装品牌在年轻化过程中流失的部分群体；

(2) 给予加盟商退换货比例灵活，加盟商开店动力较高；

(3) 店效高，商场不断给予更好的位置贡献同店面积增长；

(4) 作为可选消费品，复购率较高、会员消费占比60%；

(5) 与竞品相比，同等价位下，面料、版型品质更高。

**估值与建议：**

增持评级。预计2019-2021年EPS为1.33、1.73、2.16元。

**图表58：比音勒芬业绩预测和估值指标**

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1054.43	1475.75	1947.77	2434.13	2927.77
YoY (%)	25.23	39.96	31.99	24.97	20.28
归母净利润(百万元)	180.22	292.26	410.08	533.38	664.54
YoY (%)	35.92	62.16	40.32	30.07	24.59
毛利率 (%)	65.40	63.28	64.99	65.84	66.83
每股收益 (元)	0.58	0.95	1.33	1.73	2.16
ROE (%)	12.49	17.95	21.38	23.07	23.77
市盈率	43.98	26.85	19.18	14.75	11.81

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：PE采用2019年11月13日收盘价。

## 3.2. 重点推荐个股

### 3.2.2. 南极电商

➤ **公司介绍：**公司主营业务为向千万家小微电商及供应商提供品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链园区服务，并经营货品销售业务。

➤ **投资逻辑：**

转化率高、加盟商资金周转率高、品牌复购率高，目前GMV规模（19年前三季度GMV为168.08亿元，YOY+59.46%，其中Q3单季GMV+55%）远高于其他授权模式平台，未来成长在于平台扩张+品类扩张+品牌扩张，股权激励行权条件提供增速相对保障。

**估值与建议：**

增持评级。预计2019-2021年EPS为0.50、0.66、0.82元。

**图表59：南极电商业绩预测和估值指标**

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	985.79	3352.86	4508.59	5517.61	6642.10
YoY (%)	89.22	240.12	34.47	22.38	20.38
归母净利润(百万元)	534.29	886.47	1218.37	1612.66	2017.31
YoY (%)	77.42	65.92	37.44	32.36	25.09
毛利率 (%)	70.05	34.47	33.72	36.29	37.39
每股收益 (元)	0.22	0.36	0.50	0.66	0.82
ROE (%)	17.68%	23.71%	27.10%	29.04%	28.94%
市盈率	46.45	28.39	20.44	15.48	12.46

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：PE采用2019年11月13日收盘价。

## 3.2. 重点推荐个股

### 3.2.3. 中国利郎

- **公司介绍：**集团为集设计、产品开发、生产、营销于一体的中国商务男装领军品牌企业，专注于中国制造及批发男装及配饰，旗下拥有品牌包括利郎LILANZ及子品牌L2。
- **投资逻辑：**
  - (1) 2013-2014年率先坚定推行年轻化改革实现业绩复苏，目前80-85后已成为公司主要消费群体，占比达到2/3；
  - (2) 在加盟商盈利下降、开店意愿不高背景下，公司推出代理模式有望减轻代理商库存压力、降低开店后顾之忧；
  - (3) 电商业务快速发展，同时注重价格管控，有望提高收入贡献部分；
  - (4) 当前估值基本处于历史底部区间、PEG<1、且股息率达9.31%，具备估值优势。

#### 估值与建议：

买入评级。预计2019-2021年EPS为0.72、0.80、0.88元。

**图表60：中国利郎业绩预测和估值指标**

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2441.06	3167.87	3682.12	4182.23	4609.24
YoY (%)	1.22	29.77	16.23	13.58	10.21
归母净利润(百万元)	611.04	751.19	862.35	959.03	1058.10
YoY (%)	77.42	65.92	37.44	32.36	25.09
毛利率 (%)	41.53	40.98	41.22	41.58	42.13
每股收益 (元)	0.51	0.63	0.72	0.80	0.88
市盈率	11.06	8.95	7.83	7.05	6.41

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：PE采用2019年11月13日收盘价。



## 3.2. 重点推荐个股

### 3.2.4. 歌力思

- **公司介绍：**公司主要从事女装设计研发、生产和销售。旗下有Ellassay、Laurèl、Ed Hardy、IRO等高端、轻奢女装品牌。
  - **投资逻辑：**
    - (1) 百秋电商依托电商平台资源+IT能力+线上线下一体化整体解决方案+海外布局的竞争优势，预计GMV持续高速增长；中关注壹网壹创上市后带来的百秋估值提升；
    - (2) 主品牌有望开店加速+EH品牌去库存后恢复增长+IRO收购剩余股权并表以及开店加速；长期来看关注品牌开店空间以及店效提升情况；我们判断主品牌未来开店空间在500家以上、EH在250家以上、其他国际品牌在200家以上。
- 估值与建议：**  
增持评级。预计2019-2021年EPS为1.21、1.39、1.63元。

图表61：歌力思业绩预测和估值指标

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2053.05	2436.10	2833.92	3290.74	3812.98
YoY (%)	81.35	18.66	16.33	16.12	15.87
归母净利润(百万元)	302.32	365.01	402.39	461.80	543.43
YoY (%)	52.72	20.74	10.24	14.77	17.68
毛利率 (%)	68.84	68.21	67.56	67.82	68.09
每股收益 (元)	0.91	1.10	1.21	1.39	1.63
ROE (%)	14.59%	15.66%	16.37%	17.36%	18.80%
市盈率	15.21	12.58	11.44	9.96	8.49

资料来源：公司公告，华西证券研究所，另注：PE采用2019年11月13日收盘价。



## 04 风险提示

暖冬导致库存高企风险；贸易战恶化风险；系统性风险。

## 4. 风险提示

暖冬导致库存高企风险：10月终端受长江以南有暖冬迹象影响，预计行业增长在低中单位数，或将导致企业库存高企的风险；

贸易战恶化风险：贸易战恶化将影响服装企业出口情况和纺织制造企业下游订单，板块业绩和估值均会受到影响；

系统性风险。

## 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。