

# 弱市中存结构性机会，关注高景气品类和全链路提效

## ——纺织服装行业 2020 年投资策略

行业年度报告

### ◆行业回顾：需求仍疲软、上下游均承压，品类有分化

品牌服饰行业 2019 年以来在需求疲软环境下收入增速放缓、盈利能力和周转亦受到影响，但品类有分化、运动服饰等维持了较高景气度。纺织制造行业受国内外需求均不振影响业绩压力有所加大。

行情和估值回顾方面，2019 年以来港股运动服饰龙头、波司登等行情表现亮眼、基本面和估值双重抬升，A 股行情表现低迷、估值处于历史较低水平。

### ◆短期：零售承压背景下，关注高景气细分品类和内生提效公司

短期行业整体增速预计将继续承压，但存在结构性机会，亮点主要体现在：1) 运动服饰品类高景气预计仍可持续，一方面发达国家经验显示消费偏好持续以运动服饰为优先，消费升级促其增速长期跑赢服装行业总体；另一方面，国内体育产业变迁、政策支持推动大众体育普及，促体育相关消费持续繁荣。2) 关注厚积薄发、内生提效公司，改革效益释放有望强化竞争优势、拉开与同业差距、并带来业绩的持续好转，如产品年轻化效果显著、实现内生二次增长的波司登。

### ◆中长期：消费者变化加快，全链路提效势在必行

消费群体及其偏好变化加剧，实体店数字化创新、社交电商、低线城市、KOL 带货等成为热点，传统品牌面临全渠道/全市场/数字化改革升级的要求。另外，IP 联名款、潮鞋、国潮等概念走红，年轻消费者支付意愿增强，但同时对产品的设计感、社交情感属性、上新速度等带来更高要求。

以在成熟市场中成功实现第二曲线增长的优衣库为案例，国内公司在精细化管理上仍有较大挖掘空间，结合消费变化，可关注在产品升级、全链路优化、订单规模化、柔性供应链建设等方面持续推进的公司。

### ◆投资建议

行业整体基本面仍承压，建议关注三条投资主线：1) **短期**基于运动服饰品类基本面表现靓丽、高景气有望延续，推荐龙头安踏体育、李宁及相关产业链龙头公司申洲国际、运动时尚标的比音勒芬，另外可关注品牌升级成功、实现内生二次增长的波司登；2) **防御角度**可关注低估值、高分红、行业地位突出的海澜之家、地素时尚、中国利郎、鲁泰 A 等；3) **中长期**，从品类角度建议关注景气度持续较高的运动服饰龙头及相关标的（安踏体育、李宁、申洲国际、比音勒芬），童装龙头（森马服饰）；基于优衣库第二曲线的成功经验，认为性价比定位在较长经济周期中具有相对更强的生命力和结构性机会，结合行业地位、消费者变化特征、国际龙头案例和全链路精细化管理进度，建议持续关注海澜之家、森马服饰、开润股份、南极电商等标的。

### ◆风险分析

宏观经济增速下行、终端消费持续疲软；汇率波动；中美贸易摩擦继续发酵；棉价下跌或大幅波动。

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

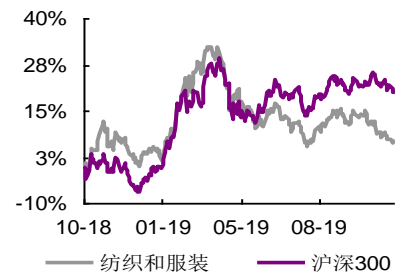
[lijie\\_yjs@ebsec.com](mailto:lijie_yjs@ebsec.com)

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebsec.com](mailto:sunww@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

需求未见改善，关注长期景气度和短期业绩稳健性——纺织服装行业 2019 年三季度报总结 ..... 2019-11-15

服装行业马太效应持续，化妆品线上保持高景气——服装&化妆品 2019 年 9 月淘宝数据跟踪与解读 ..... 2019-10-20

需求继续疲软，子行业和公司表现分化、关注优质标的——纺织服装行业 2019 年中报总结 ..... 2019-09-08

低速增长长期尽显英雄本色，精细化运营孕育服装龙头——日本服装行业发展历史及优衣库 SPA 模式变革深度剖析 ..... 2019-06-13

十年复盘：行业红利减弱，龙头溢价凸显——纺织服装行业 2019 年下半年投资策略 ..... 2019-06-12

需求不佳拖累业绩，期待后续季度逐步修复——纺织服装行业 2018 年报及 2019 年一季度报总结 ..... 2019-05-24

增值税减税降低企业负担，强定价权龙头更为受益——纺织服装行业增值税税率下调影响分析 ..... 2019-03-17

远近高低各不同：以美为鉴探究经济起落中服装行业内部变化——纺织服装行业 2019 年度投资策略 ..... 2019-01-08

## 投资聚焦

### 研究背景

2018 年二季度以来受经济增速放缓等影响，国内消费环境整体承压，服装消费增速亦持续放缓。品牌服饰行业自 2017 年中期以来的复苏进程受到低迷外部需求环境干扰，除少数公司（运动服饰龙头公司为代表）未受影响外，服装上市公司普遍收入增速放缓、基本面承压，估值水平降至低位。

### 创新之处

我们从短期和中长期两个角度来判断未来行业增长所在。

1) 短期来看，行业总体增速预计仍将承压，但看好细分品类中以运动服饰为代表的高景气度的延续。一方面对标发达国家美日，消费者对运动服饰的偏好持续领先于其他服装产品；另一方面，我国体育产业变迁中政策支持推动大众体育不断普及，促体育产业相关消费持续繁荣。另外，我们认为可持续关注内部改革显效、运营效率提升从而在经营和业绩端持续体现的公司，竞争优势不断获得认可、拉开与同业差距，以年轻化效果突出的波司登为代表。

2) 中长期而言，消费群体及其偏好变化加快，实体店数字化创新、社交电商、低线城市、KOL 带货、促销活动等方面成为热点，传统品牌面临全渠道/全市场/数字化改革升级的要求。潮鞋、IP 联名款、国潮等概念走红，年轻消费者对产品的原创设计感和社交情感属性更为关注，并且对国产品牌更为友好。

在此基础上我们借鉴积极寻找第二曲线的国际龙头优衣库经验，结合我国消费变化分析，可关注在产品设计升级、全链路优化、生产规模化、柔性供应链建设等方面持续推进的公司。

### 投资建议

行业基本面整体仍存压力，建议关注三条投资主线：

1) 短期来看，持续重点推荐高景气度品类的龙头公司及相关产业链公司，包括运动服饰龙头公司安踏体育、李宁，制造商龙头申洲国际，运动时尚标的比音勒芬，另外关注羽绒服行业龙头、内生实现二次增长的波司登。

2) 从防御性角度，可关注低估值、分红率较高、行业地位突出的标的，包括海澜之家、地素时尚、中国利郎、鲁泰 A 等。

3) 长期来看，可从品类景气度、性价比定位和塑造第二曲线两个角度选择具有长期跟踪和投资价值的标的。品类方面建议长期持续关注运动服饰龙头及相关标的（安踏体育、李宁、比音勒芬、申洲国际）、童装龙头（森马服饰）；其次，基于性价比定位在经济增速下行过程中具有结构性机会和寻找第二曲线的逻辑，建议长期关注海澜之家、森马服饰、开润股份、南极电商等标的。

# 目录

1、 行业回顾：需求仍疲软、上下游均承压，品类有分化.....	6
1.1、 品牌服饰行业：零售承压下品类分化，运动服饰等景气度高.....	6
1.1.1、 A 股：收入增长较弱、盈利和周转承压，现金流改善是亮点.....	6
1.1.2、 港股：运动服饰龙头表现靓丽.....	7
1.1.3、 细分品类总结：运动服饰和童装增速相对较高.....	9
1.2、 纺织制造行业：国内外需求不佳，业绩压力加大.....	10
1.3、 行情与估值回顾：港股存亮点，A 股估值处低位.....	12
2、 短期：零售承压背景下，关注高景气细分品类和内生提效公司.....	13
2.1、 服装行业总体增速短期仍存压力.....	13
2.2、 看好运动服饰等品类的景气度延续.....	14
2.3、 “旧貌换新颜”，关注厚积薄发、改革显效公司.....	17
3、 中长期：消费者变化加快，全链路提效势在必行.....	19
3.1、 消费者变化加剧，全渠道全市场数字化需求加强.....	19
3.2、 IP、国潮翻红，“潮”字当道.....	20
3.3、 成熟市场寻找第二曲线，以优衣库为案例.....	22
3.3.1、 优衣库第二成长期转型 SPA 模式的启示.....	22
3.3.2、 从优衣库衍生的国内外公司对比.....	24
4、 投资建议与个股推荐.....	26
4.1、 投资策略.....	26
4.2、 推荐标的.....	27
5、 风险分析.....	28
附录.....	29

## 图表目录

图 1：2015 年~2019 年 10 月我国限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额增速（%）	6
图 2：A 股品牌服饰行业营业收入合计及增速	7
图 3：A 股品牌服饰行业归母净利润合计及增速	7
图 4：A 股品牌服饰行业存货周转天数情况（天）	7
图 5：A 股品牌服饰行业经营净现金流/收入占比情况（%）	7
图 6：港股体育服饰代表公司营业收入同比增速（%）	8
图 7：港股体育服饰代表公司归母净利润同比增速（%）	8
图 8：港股体育服饰代表公司净利率走势（%）	8
图 9：港股体育服饰代表公司存货周转天数（天）	8
图 10：美元兑人民币中间价走势（更新至 2019/12/4）	10
图 11：2015 年~2019 年 10 月我国纺织品及服装出口同比增速（%）	10
图 12：A 股纺织制造行业营业收入（亿元）及增速（%）	11
图 13：A 股纺织制造行业归母净利润（亿元）及增速（%）	11
图 14：港股纺织制造代表公司营业收入同比增速（%）	11
图 15：港股纺织制造代表公司净利率走势（%）	11
图 16：A 股各一级行业指数 2019 年至今涨跌幅（%，更新至 2019/12/4）	12
图 17：A 股纺织服装行业与大盘累计涨跌幅走势（%，更新至 2019/12/4）	12
图 18：A 股纺织服装行业及子行业 2011 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/12/4）	12
图 19：A 股品牌服饰代表性公司市盈率（TTM，更新至 2019/12/4）	12
图 20：港股代表公司和恒生指数 2019 年初至今累计涨跌幅（%，更新至 2019/12/4）	13
图 21：港股代表公司 2011 年初至今 PE 估值走势（TTM，更新至 2019/12/4）	13
图 22：2015 年~2019 年 10 月社会消费品零售总额增速（%）	14
图 23：2001 年~2019Q3 我国 GDP 季度同比增速（%）	14
图 24：1930~2018 年美国 GDP、个人消费及服装消费同比增速（%）	14
图 25：1929~2018 年美国服装及娱乐消费占个人消费比例（%）	14
图 26：中日美三国 2013~2018 年服装及细分品类行业规模复合增速（%）	15
图 27：Nike 公司大中华区收入季度同比增速（%）	16
图 28：Adidas 公司大中华区收入季度同比增速（%）	16
图 29：我国体育产业规模及同比增速（%）	16
图 30：我国体育消费规模及增速（%）	16
图 31：我国品牌服饰行业和运动服饰子行业近年来景气度示意	17
图 32：波司登营业收入和归母净利润同比增速（%）	18
图 33：波司登存货周转天数和存货周转率走势	18
图 34：波司登 2019 年高缇耶联名款产品图	19
图 35：波司登 2019 年登峰系列产品图	19
图 36：我国购物中心数量及同比增速	20

图 37：国内外代表服装品牌最新财报中国市场门店数量（家） .....	20
图 38：国产品牌 2009 年和 2019 年关注度占比比较.....	21
图 39：6 大行业国产品牌关注占比增长.....	21
图 40：我国奢侈品消费按年龄划分的消费者人数和总金额.....	21
图 41：优衣库母公司迅销收入及增长情况 .....	23
图 42：优衣库母公司迅销门店数量及单店收入情况.....	23
图 43：迅销公司存货周转天数变化 .....	25
图 44： 国内外代表公司存货周转天数变化 .....	25
图 45：Nike 品牌分品类前五大供应商采购额占比（%） .....	25
图 46：Nike、Adidas 公司上游供应商数量变化（家） .....	25
图 47：国内代表公司前五名供应商占总采购额比例（%） .....	26
表 1：港股代表品牌服饰公司 2019 年最新经营情况.....	9
表 2：品牌服饰行业各品类表现概括 .....	10
表 3：中国数字消费者的消费趋势特征.....	19
表 4：1984~2018 年迅销集团发展分为四个成长阶段.....	23
表 5：优衣库与国内服装品牌的对比 .....	24
表 6：A 股纺织制造行业样本公司列表.....	29
表 7：A 股品牌服饰行业样本公司列表.....	30
表 8：重点公司盈利预测与估值表.....	30

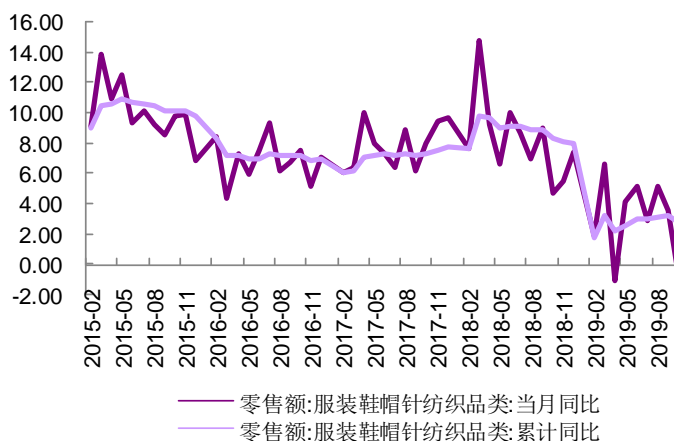


## 1、行业回顾：需求仍疲软、上下游均承压，品类有分化

### 1.1、品牌服饰行业：零售承压下品类分化，运动服饰等景气度高

2019年以来服装行业零售环境总体较为疲软，限额以上服装零售额1~10月累计增长2.8%，较2018年全年及之前有所放缓。在此大环境下，品牌服饰行业上市公司受需求不佳影响、大部分业绩表现较为平淡，但其中品类表现存在分化，运动服饰品类一枝独秀、延续了较高的景气度。

图 1：2015 年~2019 年 10 月我国限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额增速 (%)



资料来源：Wind

#### 1.1.1、A 股：收入增长较弱、盈利和周转承压，现金流改善是亮点

我们统计 A 股品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 38 家公司(见附录)，相比于 2017 年、2018 年全年品牌服饰行业收入增速超过 10%，2019 年前三季度收入同比增 5.37%，较前几年增速有所放缓。

拉长周期来看，行业 2011 年及之前为快速扩张期（主要增长来自外延开店+提价），2012~2016 年为行业调整期（消化高库存、高终端价格、渠道变迁等问题），2017 年~2018Q1 现复苏，2018Q2 至今受宏观经济下行压力、整体终端零售环境疲软影响，行业增速下一个台阶。

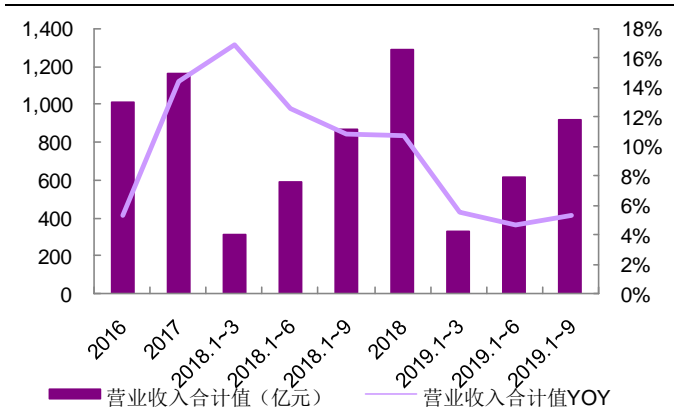
利润方面，品牌服饰 2017 年复苏时全年实现净利润高个位数正增长，2018 年随着零售环境转弱、企业盈利能力变差、当年净利润同比下滑 4.01%，2019 年前三季度在收入同比增长背景下、净利润降幅进一步扩大至 17.86%；另外，2019 年前三季度亏损公司数为 7 家，相比于 2018 年前三季度的 1 家、2019 年上半年的 6 家同比和环比均增加。

利润端压力超过收入，主要为在毛利率变化不大背景下，费用端压力加大，显示行业经营难度增加、企业需要投入更多资源来实现收入增长（如员工工资、店铺租金、打折促销活动、店铺装修、线上流量费、广告宣传费等

增加), 管理和控费压力加大。另外, 营运指标方面, 随着收入端表现疲软, 行业存货和应收账款周转亦呈同比放缓趋势、压力有所加大。

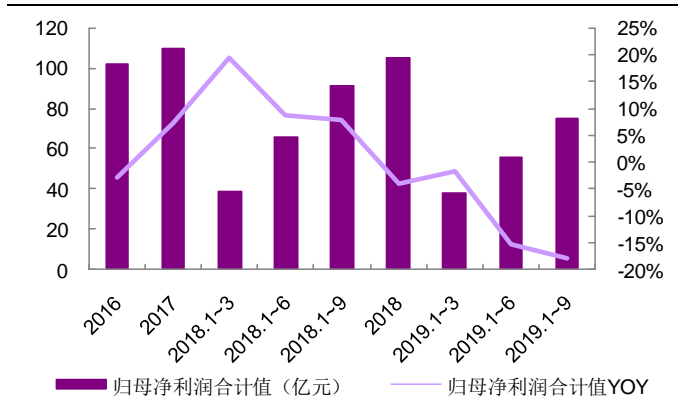
行业财务表现的较大亮点是经营性净现金流同比明显好转、系企业主动控制备货所致。

图 2: A 股品牌服饰行业营业收入合计及增速



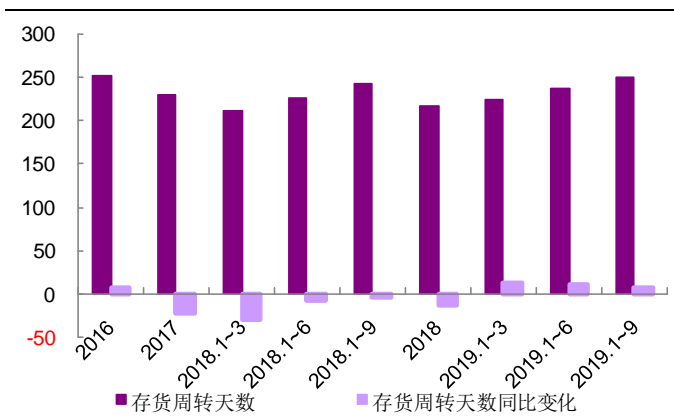
注: 统计样本为 A 股 38 家上市公司。  
资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

图 3: A 股品牌服饰行业归母净利润合计及增速



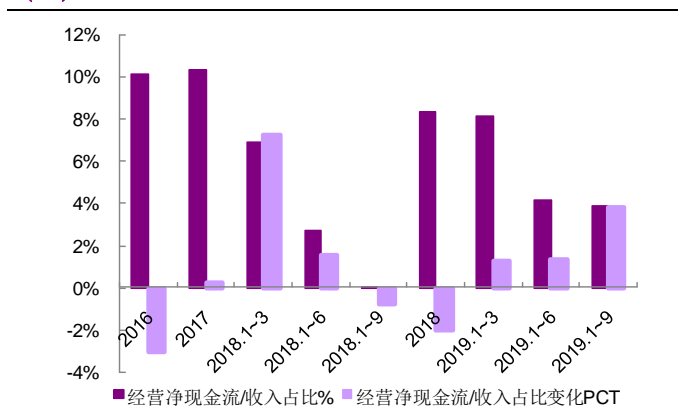
资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

图 4: A 股品牌服饰行业存货周转天数情况 (天)



资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

图 5: A 股品牌服饰行业经营净现金流/收入占比情况 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

### 1.1.2、港股: 运动服饰龙头表现靓丽

在行业零售环境疲弱背景下, 港股品牌服饰品类表现差异较大, 其中运动服饰品类呈现了较高的景气度、2019 年以来的收入增速较 2018 年有所提升, 其他品类则与 A 股公司情况一致、受零售环境影响收入增速较 2018 年有所放缓。

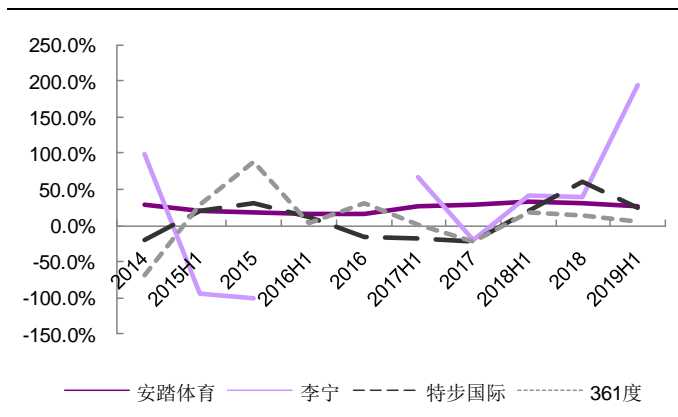
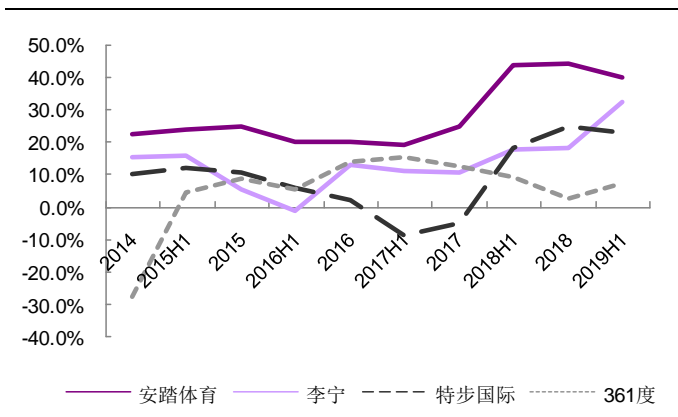
运动服饰品类方面, 安踏体育、特步国际自 2018 年开始收入增速提升、2019 年维持了较高水平, 尤其是安踏自 2018 年以来保持了 40% 以上的收入增速; 李宁 2019 年上半年收入增速提升明显、至 30% 以上, 361 度收入增速亦小幅抬头。

运动服饰品类在财务指标方面亦向好。其中, 龙头安踏体育各项财务指标表现持续健康, 净利率平稳, 存货周转天数因 Fila 直营占比提升有所增加。

李宁业绩改善幅度明显，净利润、存货周转均呈现趋势性好转、公司自身运营能力持续升级并显著。特步、361度净利率均有小幅提升。

图 6：港股体育服饰代表公司营业收入同比增速 (%)

图 7：港股体育服饰代表公司归母净利润同比增速 (%)



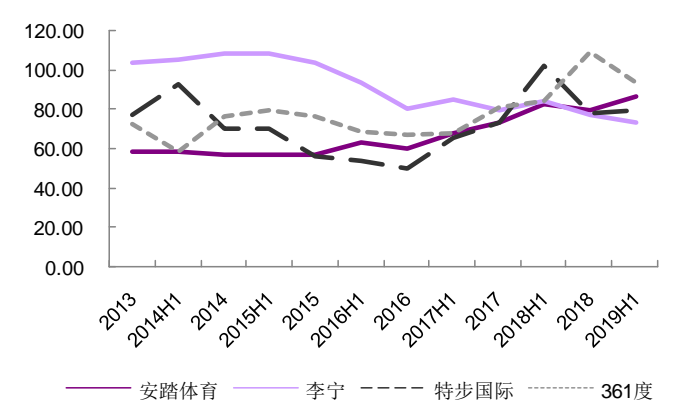
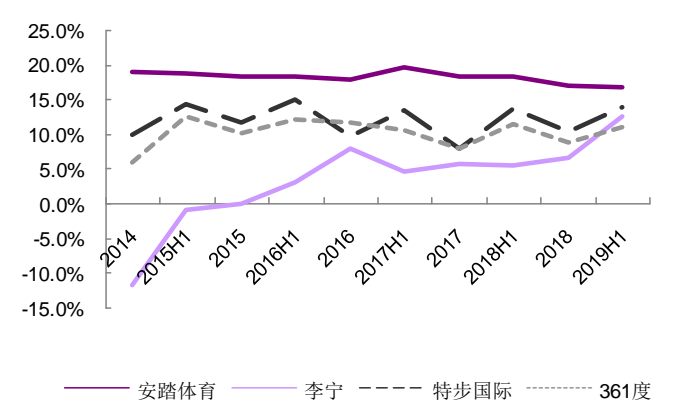
资料来源：Wind

注：已剔除李宁部分异常值。

资料来源：Wind

图 8：港股体育服饰代表公司净利率走势 (%)

图 9：港股体育服饰代表公司存货周转天数 (天)



资料来源：Wind

资料来源：Wind

从 2019 年三季度运营表现来看，运动服饰龙头公司零售端仍保持了靓丽表现，基本延续中报水平。其中，安踏主品牌 Q3 零售额同比中双位数增长、Fila 品牌保持 50% 以上增长、李宁增速超过 30%（其中同店销售增长接近 20%）。

另外，羽绒服公司波司登业绩表现突出，2019 年 4~9 月收入增长接近 30%、较上一报告期提速。

其他品类则受零售环境影响较大，2019 年以来多数公司收入表现转弱，规模较大的大众服饰公司思捷环球、佐丹奴国际和内衣公司都市丽人 2019 年上半年收入同比下滑，大众服饰江南布衣 2019 年上半年收入增速放缓，表现均差于 2018 年。公布三季度运营情况的公司数据未见明显好转，男装中国利郎 1~8 月同店销售高个位数增长、延续上半年水平；儿童用品好孩子国际收入前三季度持平、较中报相当。



表 1：港股代表品牌服饰公司 2019 年最新经营情况

细分行业	公司	2019 年三季度运营表现	2019 年上半年业绩表现
运动服饰	安踏体育	安踏品牌 Q3 零售额同比增长中双位数	安踏品牌上半年收入同比增长 18.3%
		FILA 品牌 Q3 零售额同比增长 50~55%	FILA 品牌上半年收入同比增长 79.9%
		其他品牌合计 Q3 零售额同比增长 30~35%	其他品牌合计上半年收入同比增长 36.2%
	李宁	李宁品牌 Q3 零售额同比增长 30%+, 其中线下同比增近 30%、线上同比增 50%+	收入同比增长 32.6%，批发、直营、电商收入分别同比增 45.1%、12.2%、38.3%；零售额同比增长 20~25%
		同店销售 Q3 增长接近 20%	同店销售实现 10~20%中段增长
	特步	Q3 零售额同比增长约 20%	上半年收入同比增长 23%
Q3 同店销售增长约 10%			
361 度	主品牌 Q3 零售额同比增长低个位数	上半年收入同比增长 7.3%	
	童装品牌 Q3 零售额同比高个位数增长		
男装	中国利郎	1~8 月同店销售高个位数增长	上半年收入同比增长 19.1%，同店销售高个位数增长
羽绒服	波司登	4~9 月收入同比增长 28.8%	2018 年 4 月~2019 年 3 月收入同比增 16.9%，其中 2018 年 10 月~2019 年 3 月收入同比增长约 17%
儿童用品	好孩子国际	1~9 月收入同比下滑 0.1%（恒定货币下增长 4.2%）	上半年收入同比增长 0.2%（恒定货币下增长 4.3%）
大众服饰	江南布衣	-	上半年收入同比增长 10%，较 2018H1、H2 各同比增长 18.4%、22.6%放缓
内衣	都市丽人	-	上半年收入同比下滑 5.5%，较 2018 年全年的同比增长 12.2%转弱

注：波司登财年截止日为 3 月 31 日；江南布衣财年截止日为 6 月 30 日。

资料来源：公司公告，光大证券研究所统计

### 1.1.3、细分品类总结：运动服饰和童装增速相对较高

国内品牌服饰龙头公司主要有安踏体育（2018 年收入规模 241 亿元）、海澜之家（191 亿元）、森马服饰（157 亿元）、李宁（105 亿元）等，其中安踏、李宁系港股上市的运动服饰品类龙头，海澜之家、森马服饰于 A 股上市，分别为大众服饰、童装龙头。

总结而言，综合 A 股、港股两个市场的上市公司表现来看，2019 年至今零售环境仍疲软、未见明显改善，亮点是运动服饰品类景气度持续较高、保持了高增长态势，同时 A 股方面童装品类增速相对较高，其他相对成熟的品类竞争更为激烈，公司业绩表现分化加大。

我们对品牌服饰的各细分品类表现总结如下：

表 2: 品牌服饰行业各品类表现概括

细分品类	代表公司	A 股公司 2019 年前三季度收入合计同比增速 (%)	财务表现概括
大众服饰	海澜之家、森马服饰、太平鸟、江南布衣、思捷环球、拉夏贝尔、美邦服饰等	8.09%	发展较成熟, 收入增长表现基本与行业总体一致、2019 年以来增速呈放缓竞争激烈、利润压力加大, 公司业绩表现分化更明显, 亏损公司增加
运动服饰	安踏体育、李宁等	-	多家公司业绩表现突出, 收入 (零售) 增速、盈利能力、周转等多个指标均向好
童装	森马服饰、安奈儿等	29.56%	龙头森马服饰收入增速较高 (前三季度同比增 36%), 系内生增长和收购并表共同贡献、但各季度之间增速有放缓
高端服饰	比音勒芬、歌力思、地素时尚、安正时尚等	13.54%	公司差异较大, 比音勒芬、地素时尚收入和利润增长水平基本延续, 其他公司增速放缓
家纺	罗莱生活、富安娜、水星家纺、梦洁股份等	2.80%	收入低个位数增长, 公司表现不一
中高端男装	中国利郎、七匹狼、九牧王等	2.39%	收入增速较 18 年有所放缓, A 股公司前三季度收入低个位数增长
箱包	开润股份	35.48%	收入延续较高增速
内衣	汇洁股份、都市丽人	11.37%	汇洁股份收入维持双位数增长、都市丽人 19H1 收入现下滑
鞋类	奥康国际、天创时尚等	-1.83%	收入表现较弱、延续下滑
户外	探路者、三夫户外、牧高笛	-14.68%	收入延续下滑, 探路者户外业务有好转、净利润端现改善

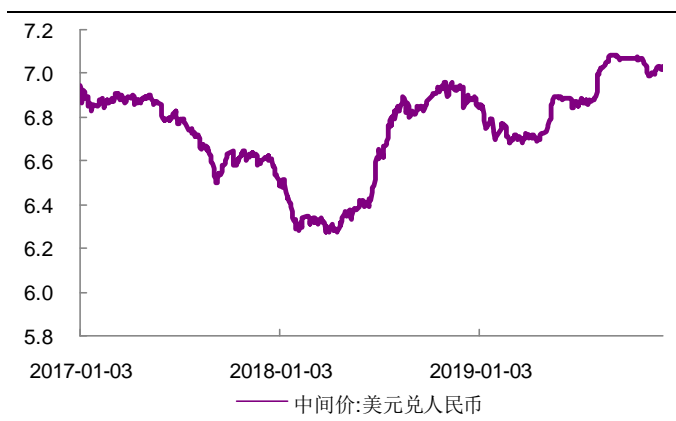
资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 1.2、纺织制造行业：国内外需求不佳，业绩压力加大

纺织制造行业下游出口和内销均存压力，需求不振影响收入增长。内销方面，国内服装消费需求持续疲软、目前未见改善；出口方面，中美贸易摩擦加剧、目前美方已经将全部纺织服装出口产品纳入加征关税范围，从 9 月 1 日实施（少量产品延迟至 12 月实施）、双方贸易谈判尚未有完全定论，海外品牌客户下单积极性减弱、出口企业接单情况变差。2019 年 1~10 月我国纺织品、服装累计出口金额分别同比增加 0.40%、-4.80%。

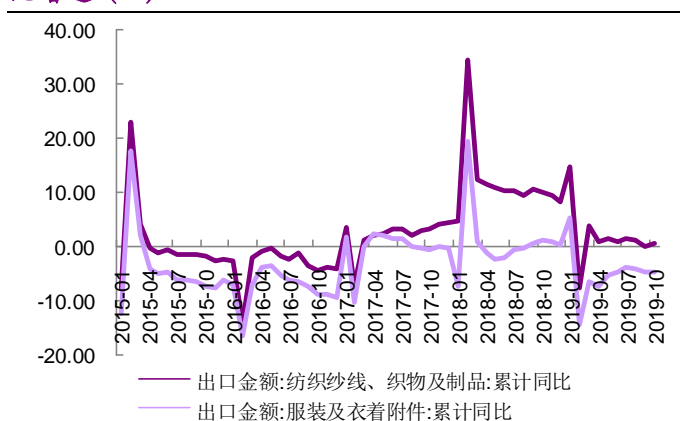
人民币兑美元汇率 2019 年以来呈贬值状态、但已逐步企稳，对企业的利好作用减弱。

图 10: 美元兑人民币中间价走势 (更新至 2019/12/4)



资料来源: Wind

图 11: 2015 年~2019 年 10 月我国纺织品及服装出口同比增速 (%)

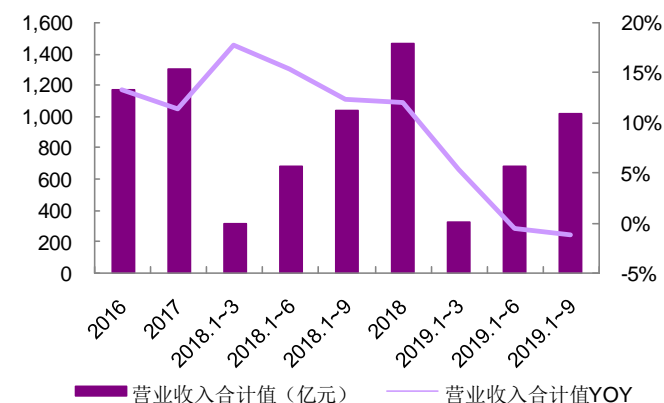


资料来源: Wind

上市公司层面：1) 受上述需求不佳影响，A 股纺织制造 44 家上市公司 2019 年前三季度收入合计同比下滑 1.20%，相比于 2016~2018 年持续同比增长，收入端压力加大，同时净利润方面前三季度同比下滑 3.94%；

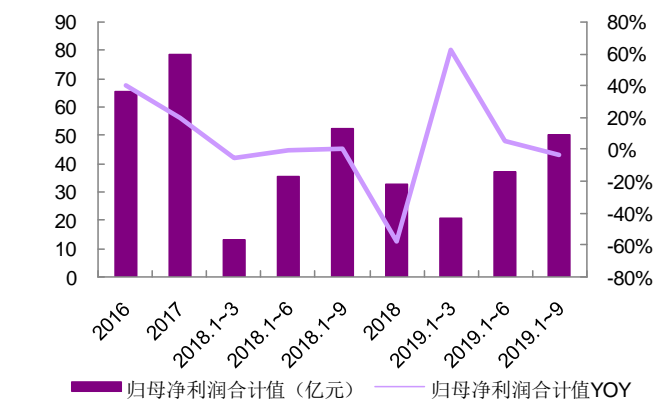
2) 港股纺织制造公司中，大部分公司 2019 年以来的收入增速较 2018 年全年放缓，仅少数公司业绩表现突出、未有明显影响。代表公司中，针织龙头申洲国际业绩表现相对稳健，较强的客户议价能力和优质客户结构使其受中美贸易摩擦和需求不佳影响较为有限，2019 年上半年收入和利润延续双位数增长（增速有所放缓主要系收缩零售业务影响），另外规模较大的代表公司天虹纺织、魏桥纺织收入走弱、利润承压。

图 12: A 股纺织制造行业营业收入 (亿元) 及增速 (%)



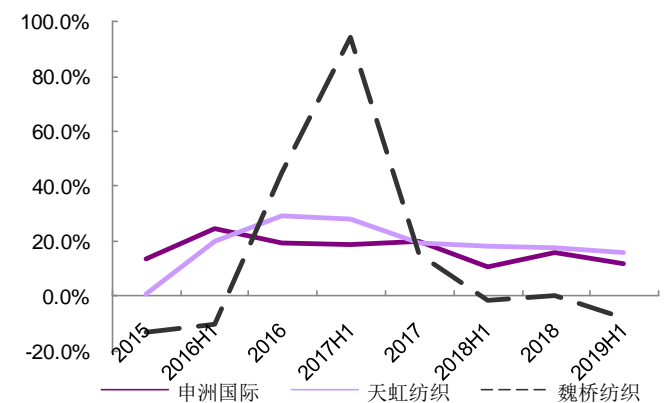
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 13: A 股纺织制造行业归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



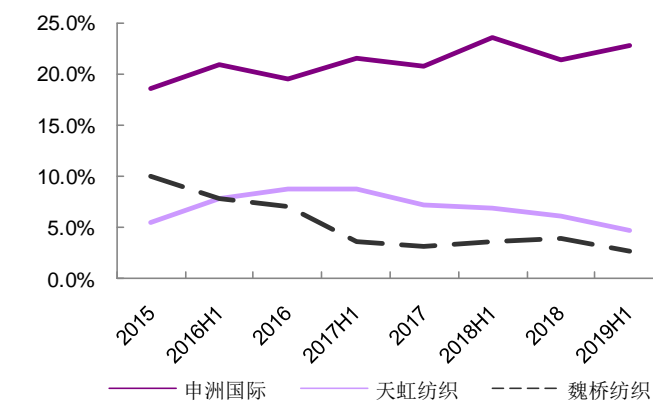
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 14: 港股纺织制造代表公司营业收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 15: 港股纺织制造代表公司净利率走势 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

总结来看，纺织制造行业 2019 年以来受国内外需求不佳影响仍较大，收入较 2018 年明显放缓，且利润端压力超过收入、盈利能力有所下降。目前国内消费仍疲软，中美贸易谈判尚未完全定论、外围环境仍存不确定性不利于出口，内外需求目前均未见改善。

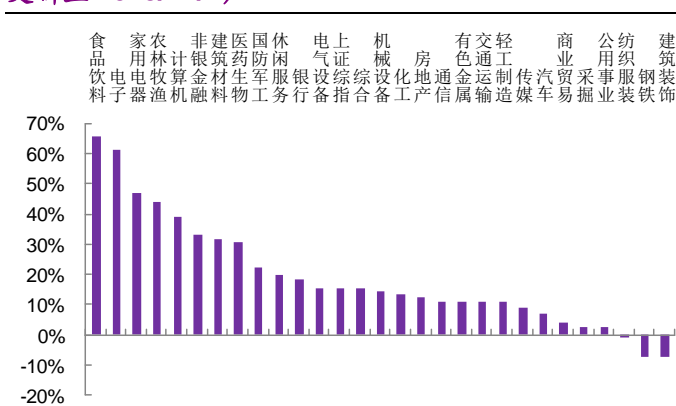
纺织制造行业子行业较多，行业分散、龙头份额不高，上市公司质地参差不齐。从长期来看行业景气度处于下行阶段，低人力成本优势的逐步减弱导致产能向海外转移成为大趋势，中美贸易摩擦将加快该进程。总体来看，建议关注公司个体经营能力、行业地位（对上下游议价能力）、抗风险能力（全球化布局情况）、以及业绩稳定性。

### 1.3、行情与估值回顾：港股存亮点，A股估值处低位

2019年纺织服装行业A股和港股市场表现各异，其中港股部分公司行情表现突出，系基本面和估值双重提振。

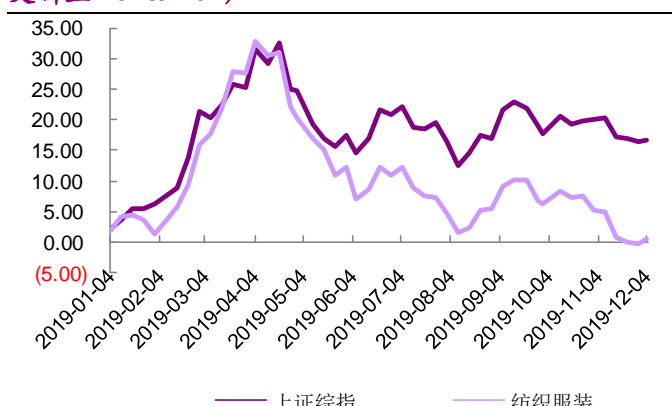
1) A股纺织服装行业在2012年以来进入调整后市场表现相应较弱，2014~15年因转型牛市炒作、市场表现较好，2016~2017年连续两年跑输大盘，且为行业中涨跌幅倒数第一。2018年上半年在基本面支撑背景下行情好转，但18Q2以来随着国内外需求均走弱、基本面承压，行业表现持续跑输大盘，2019年初至今行业累计下跌0.94%，其中纺织制造、服装家纺两个子板块分别涨3.36%、跌3.37%。

图 16：A 股各一级行业指数 2019 年至今涨跌幅（%，更新至 2019/12/4）



资料来源：Wind

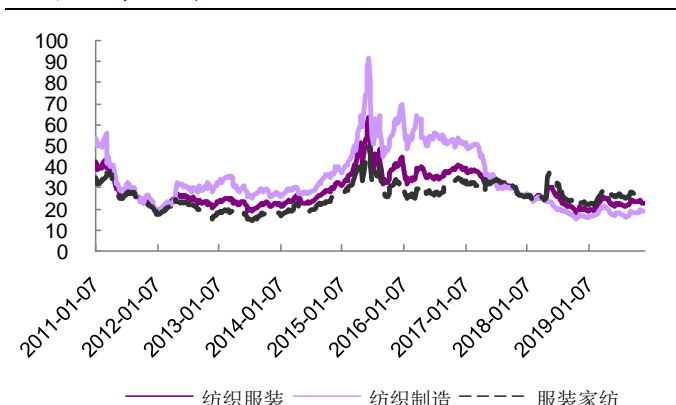
图 17：A 股纺织服装行业与大盘累计涨跌幅走势（%，更新至 2019/12/4）



资料来源：Wind

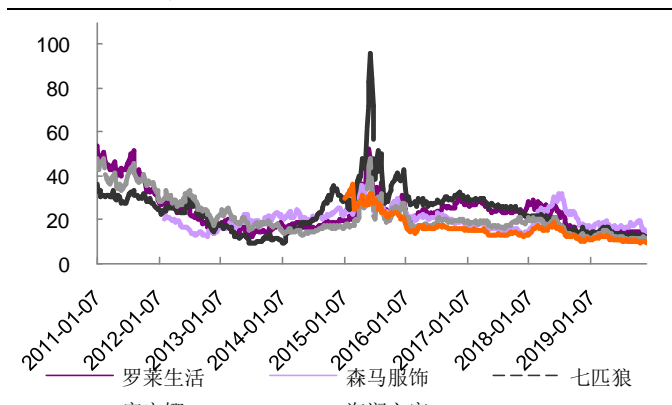
从估值情况来看，2015年牛市之前，2012~2014年A股纺织服装行业市盈率在10~40倍，其中纺织制造在10~25倍、品牌服饰在10~35倍。目前行业估值位于历史水平低位附近。当前A股品牌服饰行业代表公司估值基本处于历史低位附近，海澜之家、罗莱生活、森马服饰、七匹狼、富安娜等公司19年PE基本在10~15倍。

图 18：A 股纺织服装行业及子行业 2011 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/12/4）



资料来源：Wind

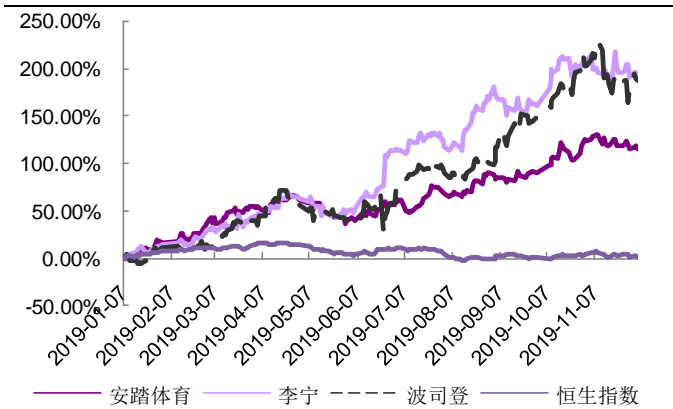
图 19：A 股品牌服饰代表性公司市盈率（TTM，更新至 2019/12/4）



资料来源：Wind

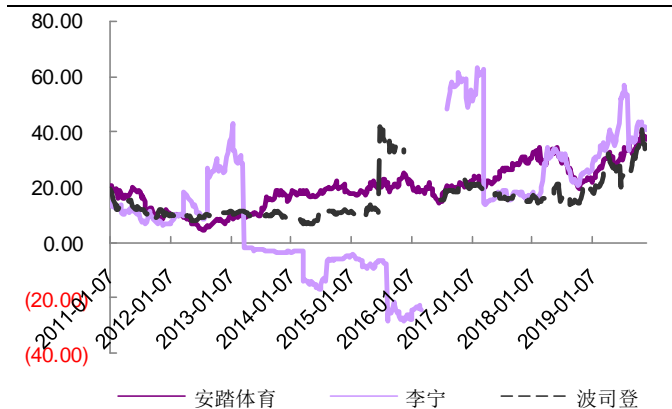
2) 港股部分公司行情表现突出, 运动服饰龙头公司安踏体育、李宁、以及羽绒服专业公司波司登均大幅跑赢恒生指数, 19年初至今分别累计上涨115%、187%、187%。基本面持续向好叠加估值层层攀升共促龙头公司行情表现靓丽, 2019年至今安踏、李宁、波司登的PE估值均一路走高, 目前PE(TTM)倍数在35~41倍左右。其他纺织服装公司中, 除新股宝胜国际(运动服饰零售商)、慕尚集团控股(男装)涨幅居前(19年初至今累计各涨74%、70%)外, 行情表现相对平淡。

图 20: 港股代表公司和恒生指数 2019 年初至今累计涨跌幅 (% , 更新至 2019/12/4)



资料来源: Wind

图 21: 港股代表公司 2011 年初至今 PE 估值走势 (TTM, 更新至 2019/12/4)



注: 已删除部分异常值; 李宁 2013~2014 年净利润亏损、PE 为负值。

资料来源: Wind

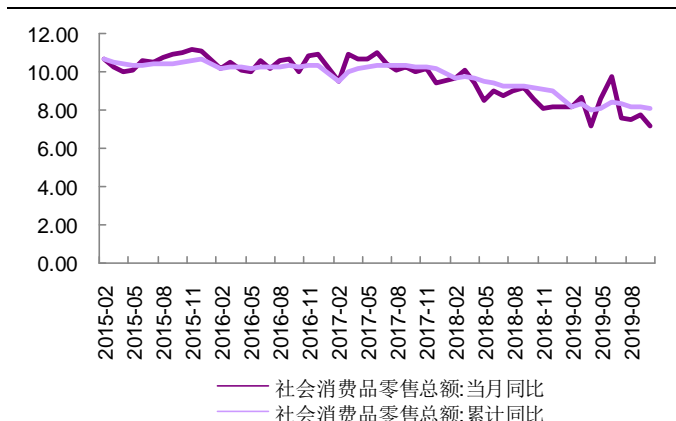
## 2、短期：零售承压背景下，关注高景气细分品类和内生提效公司

### 2.1、服装行业总体增速短期仍存压力

服装行业层面和品牌服饰上市公司层面 2019 年以来收入端增速均呈放缓, 主要为服装作为可选消费品类之一, 其销售增长受宏观经济和消费环境变化影响较大。18Q2 以来, 我国 GDP 增速存在下行压力, 社会消费品零售总额增速逐步放缓, 服装的可选属性使其难以幸免, 消费者对于服装类产品的消费意愿降低, 服装行业增长受限。

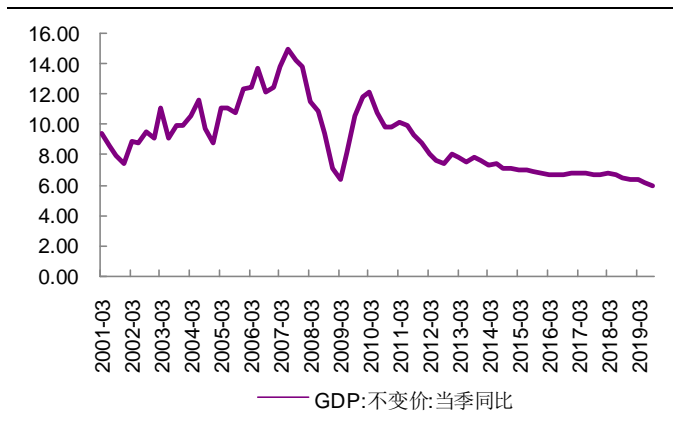


图 22:2015 年~2019 年 10 月社会消费品零售总额增速 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局

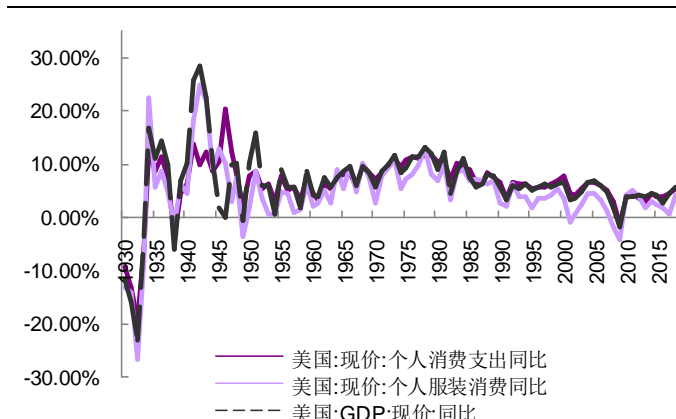
图 23: 2001 年~2019Q3 我国 GDP 季度同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局

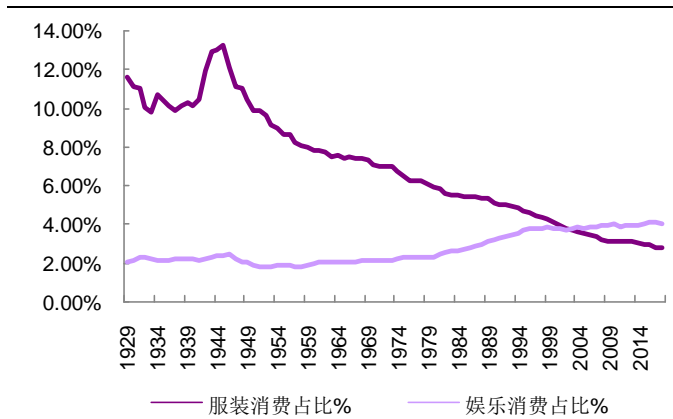
上述服装消费的变化在国外亦有经验可循。对比发达国家美国, 服装消费与 GDP 走势基本一致、增速略低于总体经济增速。在经济增速放缓的阶段(20 世纪 80 年代左右至今), 服装消费增速亦随宏观经济放缓, 且增速持续低于 GDP 和总体消费增速, 导致服装在总体消费中的占比长期为下降趋势, 反而代表更高阶消费需求的娱乐消费占比则呈现小幅提升。

图 24: 1930~2018 年美国 GDP、个人消费及服装消费同比增速 (%)



资料来源: Wind

图 25: 1929~2018 年美国服装及娱乐消费占个人消费比例 (%)



资料来源: Wind

因此, 短期来看, 若宏观经济增速下行压力不减、服装可选属性仍明显, 服装消费的需求端可能持续受到压制, 行业总体增速预计仍将面临一定压力。

虽然服装行业端增速预计表现平淡, 但我们认为基本面端存在结构性机会, 如高景气品类运动服饰以及部分内生改善型公司的改革效益释放。

## 2.2、看好运动服饰等品类的景气度延续

基于前文财务回顾中对不同品类的分析总结, 我们认为在细分品类中可继续关注景气度长期持续较高的运动服饰、童装等品类, 预计将持续跑赢行业总体。

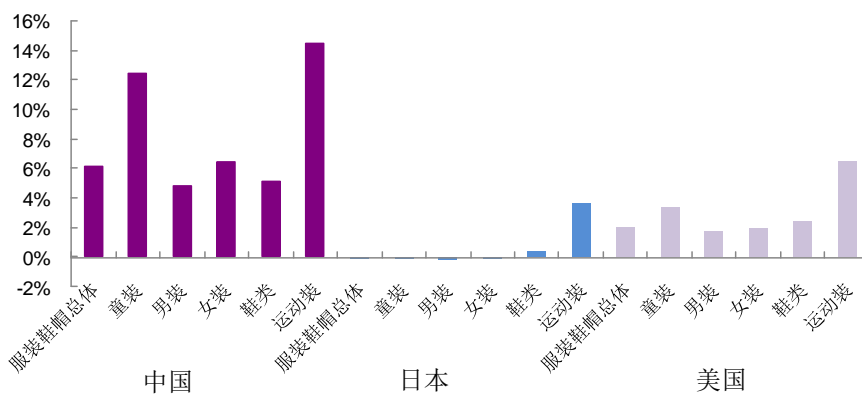
其中，A股童装公司2019年以来收入增速处于相对较高水平、较A股其他品牌服饰子行业表现突出，但仍受到消费大环境的影响，如龙头巴拉巴拉品牌2019年以来各季度收入增速亦呈放缓。相比之下，运动服饰品类（尤其是龙头公司）业绩表现更为稳健和持续，受环境影响相对较小，我们认为与其品类特点有关，一方面来自于消费升级和消费者偏好变化，另一方面来自于中国体育产业变迁的推动，这两方面作用均偏长期，因此我们判断运动服饰的高景气度有望持续。

### 1) 美日经验显示，长期经济增长中运动服饰仍为消费者最偏好的服装细分品类，消费升级趋势持续体现。

对比中国和发达国家美日，运动服饰的增速均为所有服装品类中最高。其中中国运动服饰品类2013~2018年的5年复合增速为14%（其次为童装12%），明显高于服装行业总体的6%。而在经济已经达到发达标准的美国和日本，服装消费已较为成熟、基本处于低个位数增长或者持平的水平，运动服饰品类近5年复合增速分别为7%、4%，仍为增速最高的品类、持续跑赢行业总体。

我们认为结合中国现状和美日经验显示，在一国经济发展水平逐步迈向发达的过程中，从消费者偏好角度，运动服饰相比于传统服装产品具有更强的功能专业属性和社交文化属性，消费升级中消费者出于运动健身需求（追求健康）或者彰显个性爱好的社交需求（追求娱乐或者情感满足），对于运动服饰的消费意愿将持续高于服装总体。

图 26：中日美三国 2013~2018 年服装及细分品类行业规模复合增速（%）

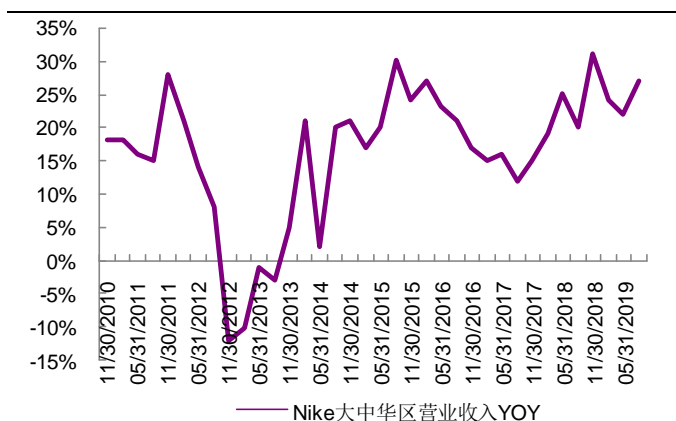


资料来源：Euromonitor

### 2) 我国体育产业近年来的变迁促大众体育得到普及，体育消费持续繁荣。

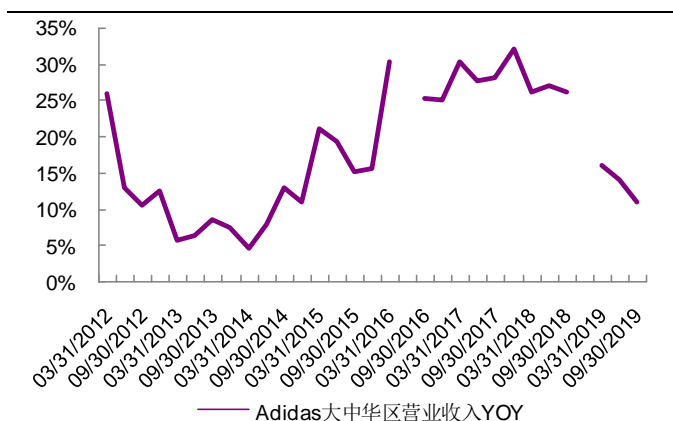
我国运动服饰品类受体育产业发展变迁影响较大。我国体育产业化尚处于初级阶段，2015年至今管办分离逐步推进、市场化程度不断提高，产业发展模式由早期的竞技体育为主导向大众体育为主导转变，期间国家支持政策不断出台、推动运动人口持续攀升，体育相关行业均将受益于大众体育普及下的消费需求增加。2015年以来国际运动服饰龙头品牌 Nike、adidas 大中华区收入均较之前上升一个台阶，国内体育消费繁荣发展。

图 27: Nike 公司大中华区收入季度同比增速 (%)



注: Nike 财年截止日为 5 月 31 日。  
资料来源: Bloomberg, 公司公告

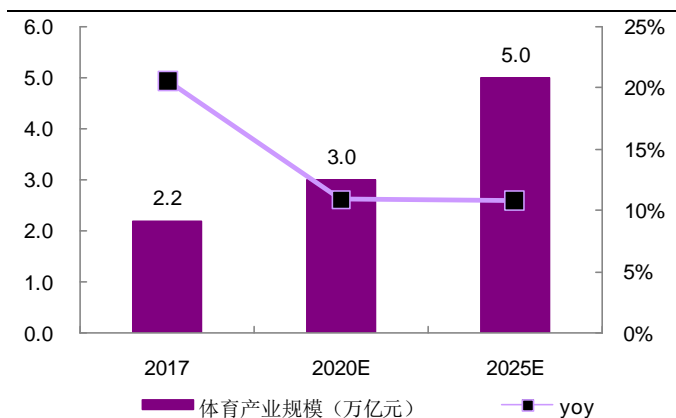
图 28: Adidas 公司大中华区收入季度同比增速 (%)



资料来源: Bloomberg, 公司公告

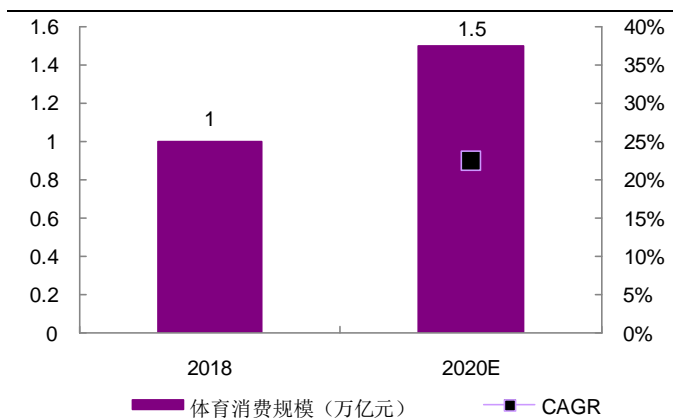
从政策目标来看,至 2025 年我国体育产业规模和体育消费增速仍可达双位数水平。2017 年我国体育产业总规模 2.2 万亿元左右、同比增 20.6%,按国务院 46 号文发布的目标计算、至 2025 年年复合增速不低于 11%;2018 年我国体育消费约 1 万亿元、相比于 2020 年目标 1.5 亿元、未来 2 年年复合增速可达 22%。

图 29: 我国体育产业规模及同比增速 (%)



注: 2025 年数据为 46 号文提出目标、2020 年数据为体育产业十三五规划提出目标,增速为年复合增速。  
资料来源: 国家体育总局

图 30: 我国体育消费规模及增速 (%)

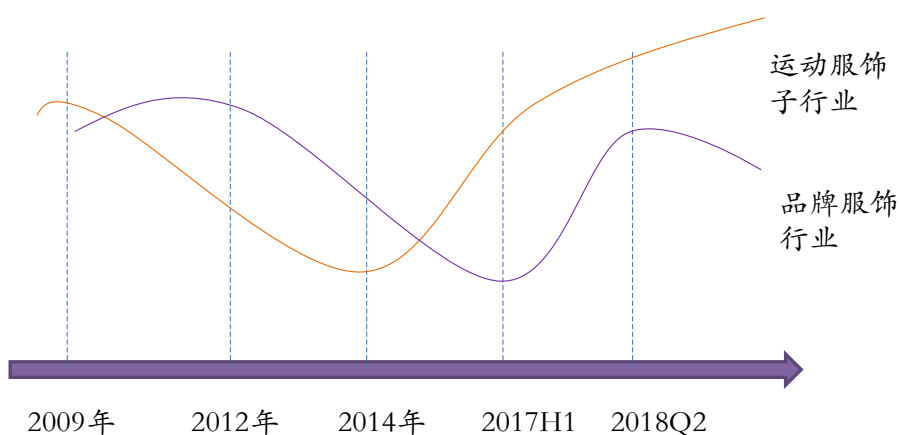


资料来源: 发改委、国家体育总局

由于体育产业的变迁影响,使得运动服饰子行业的发展周期亦不同于品牌服饰大部分子行业。早期我国体育产业侧重于发展竞技体育、事件驱动特征明显。体育服饰上一轮的高峰期在 2009 年之前完成,主要就是受到 2008 年奥运会影响,奥运驱动体育服饰行业在 2009 年之前经历了快速的野蛮成长、并于 2009 年开始进入调整。

因此运动服饰行业进入和走出调整的时间点均早于品牌服饰行业总体,于 2009 年进入去库存调整、2014 年进入复苏阶段,并且后续由于体育产业变迁和消费升级趋势的推动,不同于品牌服饰行业在 2018 年以来受宏观经济和零售环境压力增速放缓,运动服饰则延续了较高的景气度、未见明显影响。

图 31：我国品牌服饰行业和运动服饰子行业近年来景气度示意



注：曲线表示景气度，起点表示进入调整时点、低点表示结束调整时点。

资料来源：光大证券研究所

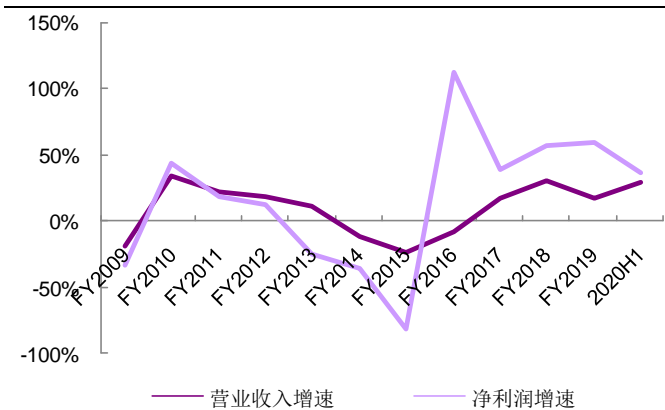
### 2.3、“旧貌换新颜”，关注厚积薄发、改革显效公司

品牌服饰行业增长动力切换，自 2012 年之前的外延开店、提价增长模式转变为内生精细化运营、同店增长为主导的发展模式。经历了 2012~2017 年期间的大幅度调整，行业库存水平回归合理，电商、购物中心等新兴渠道冲击基本消化，传统品牌商渠道结构更为均衡和优化，另外产品价格保持平稳、与居民收入之间的错配幅度减小、“价格虚高”问题亦得到缓解。

在业内普遍认可追求高质量内生性增长的背景下，近年来部分公司围绕产品、渠道、供应链、营销推广等方面积极变革、夯实竞争力，以下述案例波司登为代表。不同公司改革的思路 and 方向存在差异，执行力和进展亦有高低快慢之分，但我们认为核心是更加契合消费者需求、提高经营效率。因此，制定有符合新一代消费者变化特征的明确战略、且执行力相对较强的公司，其改革效益将逐步得到释放，公司竞争力得以加强，最终将落实到业绩端、表现出持续跑赢行业的优势，值得长期关注。

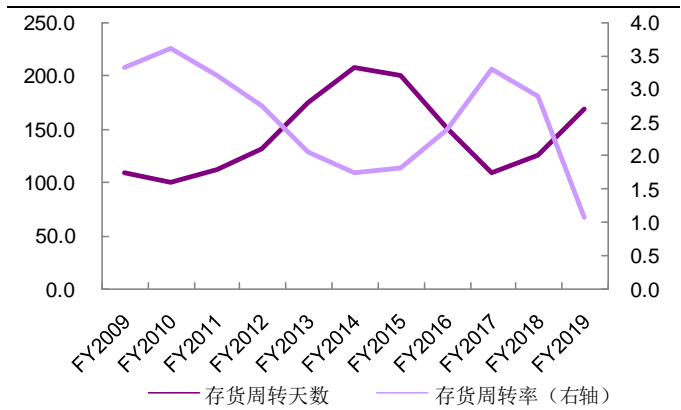
举例而言，老牌羽绒服品牌商波司登 1976 年成立、具有 43 年羽绒服行业积累，2012~2015 年随着服装行业红利期收尾，公司收入出现下滑、门店亦呈净关店状态。2016 年以来，公司羽绒服业务收入回升，品牌年轻化战略显效，收入利润恢复持续健康增长、存货周转恢复良性。

图 32：波司登营业收入和归母净利润同比增速（%）



注：波司登 2020 财年上半年时间为 2019 年 4 月~2019 年 9 月。  
资料来源：Wind

图 33：波司登存货周转天数和存货周转率走势



资料来源：Wind

我们认为公司品牌重塑、实现二次增长，主要归功于以产品年轻化为核心的多方面改革。

一方面，公司产品年轻化升级效果明显，主要来自于强化功能性优势、加码时尚属性，提升品质和设计感。1) 功能角度，公司拥有多年羽绒服生产和品牌运营经验，积累了广泛的消费者基础和良好的专业口碑，近年来契合消费升级趋势、积极深耕“专业”“品质”优势，品质和价格双重提档，于 2017 年推出极寒系列、2018 年对其进行升级并成功提价、产品高端化获得消费者认可，2019 年推出登峰系列，持续强化功能性和科技感；2) 时尚角度，2016 年以来公司内部持续优化设计师团队，在羽绒服轻便保暖的“功能性”基础上增加时尚休闲元素，并多次合作外部设计师及 IP 资源，2016 年邀请 Moncler 前男装首席设计师设计产品，2018 年与前 LV 和巴黎世家设计师、拉夫·劳伦前设计总监、山本耀司名徒等国际顶级设计师推出羽绒服联名系列，2019 年与曾任 7 年爱马仕设计总监的法国顶级设计师让·保罗·高缙耶合作推出联名系列，通过内部升级和外部合作，明显提升了产品的设计感、时尚感、曝光度以及对年轻消费者的吸引力。

另一方面，配套产品升级，公司优化升级原有渠道、积极拓展新兴渠道（购物中心、时尚百货、电商等），加强品牌宣传，品牌形象得以升级、更加贴近年轻消费者；另外，公司在生产端打造柔性供应链、订单管理精细化，库存管控更为合理、有效把握销售机会。以上多方面业务改革措施共促公司业绩明显好转，老品牌蜕变新生。



图 34：波司登 2019 年高缇耶联名款产品图



资料来源：波司登微信公众号

图 35：波司登 2019 年登峰系列产品图



资料来源：波司登官方网站

### 3、中长期：消费者变化加快，全链路提效势在必行

#### 3.1、消费者变化加剧，全渠道全市场数字化需求加强

服装行业增速放缓的同时，消费者偏好和消费习惯的快速变化加大了业内企业的经营难度。电商渗透率进一步提升，根据麦肯锡 2019 年报告国内数字化消费者已达 8.55 亿人、并且拥有世界上最活跃的移动社交用户群体。对这部分群体消费特征的研究显示，在中国电商发展逐步成熟（增速放缓）的同时，消费者对全渠道（线上线下融合）、全市场（相比于一二线城市，低线城市购买力具有较大发掘空间）、数字化（新技术和新功能的应用，帮助结合线上线下）、社交娱乐属性（社交电商崛起，KOL 带货能力突出）的需求不断加强，这对服装品牌商的经营提出了更高的要求。

表 3：中国数字消费者的消费趋势特征

项目	内容
实体零售的数字化创新	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2019 年 85% 的消费者已经通过全渠道进行服饰购买决策（2017 年 80%）</li> <li>● 全渠道服务，门店数字化，新投放模式</li> <li>● 领先品类包括<b>家装、奢侈品、包装食品、个护彩妆、洋酒、服饰</b></li> </ul>
社交电商	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 促成冲动式消费，创造增量需求</li> <li>● 直达消费者（DTC）：如通过微信小程序进行品牌认知</li> <li>● 社交平台对于<b>服饰、彩妆、包装食品</b>类交易尤其重要</li> </ul>
低线城市	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 生活成本相对低，购买力强</li> <li>● 价格敏感度低于一二线城市</li> <li>● 对社交互动、特款产品更为看重</li> <li>● 品牌暂未完全覆盖</li> </ul>
KOL/KOC	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 专业性（洋酒、母婴、医药保健品、家装）</li> <li>● 娱乐性（<b>个护彩妆、食品、服饰</b>）</li> </ul>
大促和折扣	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 以数据驱动定价和促销</li> <li>● 高频补货品类：倾向于每日低价</li> <li>● 低频大额非必需品：倾向于大幅折扣</li> </ul>

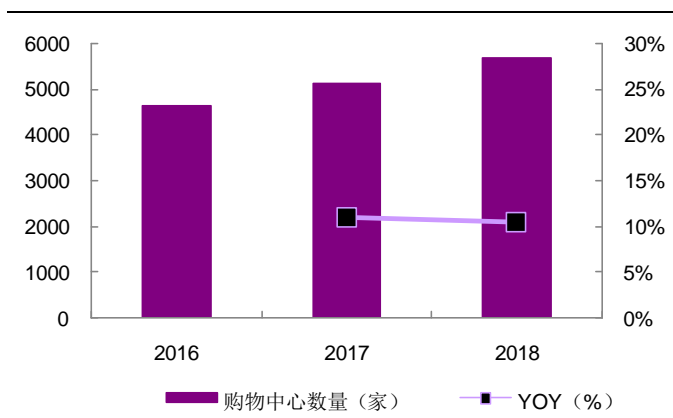
资料来源：麦肯锡 2019 年报告

落实到服装品牌商而言，我们认为这些趋势带来的启示有以下几点：

1) 对线下渠道中购物中心等新业态的拓展能力。根据麦肯锡报告，2018 年国内购物中心数量为 5666 家、同比增长 10%，购物中心仍然为线下渠道中增长最快、人流最旺的种类之一，而传统街边店和百货的零售表现则仍较为疲软（根据全国商业信息中心，2019 年 1~10 月百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.3%、2018 年全年同比增 0.7%，统计样本以百货渠道为主）。从数量来看，购物中心渠道的布局空间较为广阔，对购物中心等新业态的议价能力将成为服装品牌的重要竞争力和外延增长支撑。

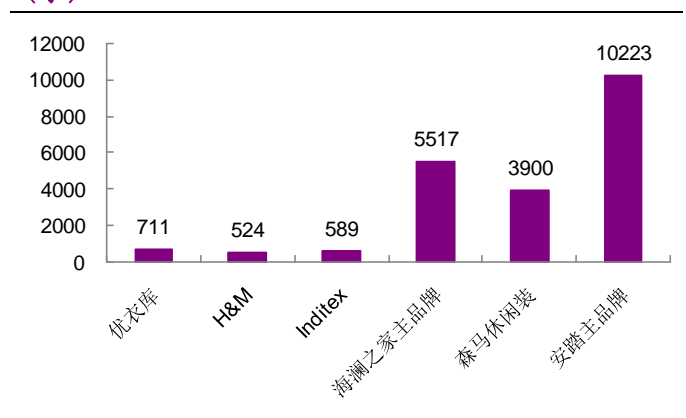
2) 全渠道全市场的布局能力。一二线城市和低线城市消费习惯各异，南北方气候差异明显，不同市场的竞争格局也有所不同，国际龙头品牌和公司虽然在规模和经营能力、产品流行趋势方面相对领先，但对于国内下沉尚未完成（优衣库 2019 年 8 月末在中国拥有 711 家门店、H&M 524 家，Inditex 2019 年 1 月底 589 家），相比于国内大众服饰龙头（海澜之家主品牌 9 月末 5517 家、森马休闲装 3900 家、安踏主品牌 10223 家）还处于较低水平。国内服饰品牌商在低线城市渠道布局以及消费者理解上具有相对优势。

图 36：我国购物中心数量及同比增速



资料来源：麦肯锡 2019 年报告

图 37：国内外代表服装品牌最新财报中国市场门店数量 (家)



资料来源：公司公告

3) 对终端渠道的掌控力以及全链路数字化应用能力。线上线下融合趋势不断加强，品牌商在线上线下一体化、信息化数字化建设的进展，很大部分受到对线下实体店渠道的掌控力（特别是经销模式下）影响，工作重点在于线上线下的资源对接打通（包括货品流转和服务、信息系统建设、数字化工具应用、与零售商/经销商的利益分配等）。直营占比高的品牌商（如优衣库），或者经销模式下对渠道掌控力强的品牌商（如海澜之家、安踏等），在上述工作中的推进相对更为领先。

### 3.2、IP、国潮翻红，“潮”字当道

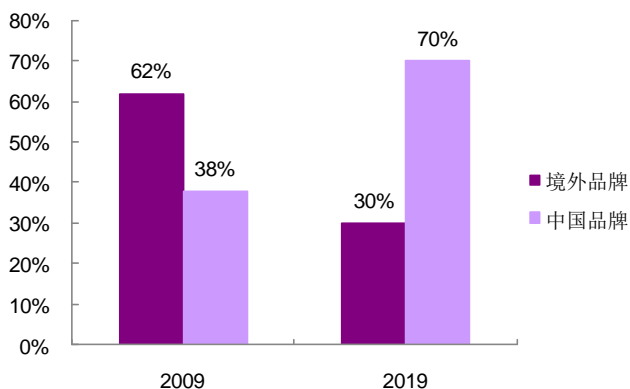
自 2018 年以来，国潮风格、IP 联名、潮鞋等热词盛行其道，归根结底，一方面来自于国人尤其是年轻消费群体文化自信的明显提升，另一方面亦来自于年轻消费者为爱好买单的消费意愿加强。

以国潮为例，2018 年李宁携原创产品“悟道”系列登上纽约时装周秀场以来，以富含中国风和复古情怀的原创设计感产品获得了强烈的消费者认同和群众口碑。太平鸟、海澜之家等国产服饰品牌亦推出了多款 IP 联名款，强化国产品牌的设计感以及与传统文化元素的结合（如海澜之家联合上海美术电影制片厂推出的“大闹天宫”T恤系列、太平鸟 X 凤凰联名款等）。而年轻人对国潮品牌的认可度明显提高，关注国产品牌的主力人群为 20~29 岁（2009 年则为 30~39 岁）。

服饰是国潮品牌崛起的代表品类之一，在对国产品牌关注度占比增长幅度排名中位列第三，仅次于电子、文娱。对于服装品牌，2009 年的相关热词是“复兴计划”“代工”“促销”“内销”“耐穿耐用”，2019 年则已演变为“盈利提升”“品牌”“国潮”“出口”“原创设计”。

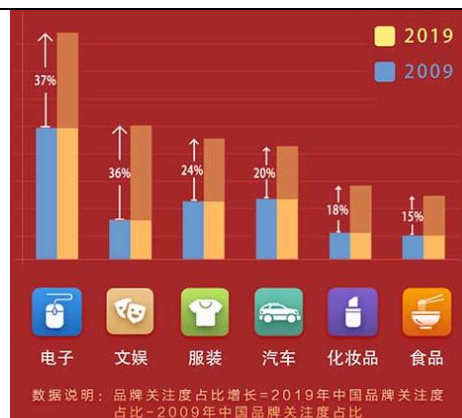
国产品牌的演变和“国潮”概念的出现和走红，表示从消费者端，年轻一代消费者对于国产品牌的态度更加友好，有一定历史积淀和较强影响力并且积极进取、革新产品的国产品牌在与国际品牌的竞争中将获得相对优势。

图 38：国产品牌 2009 年和 2019 年关注度占比比较



资料来源：百度&人民网《百度国潮骄傲大数据》

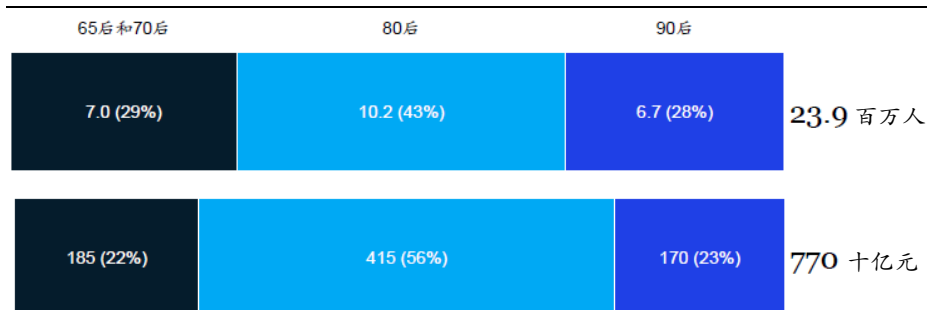
图 39：6 大行业国产品牌关注占比增长



资料来源：百度&人民网《百度国潮骄傲大数据》

另外，结合 Nike AJ 等产品价格被炒高，我们认为抛去其中的投机属性，年轻消费者为爱好支付溢价的意愿明显提升。举例而言，我国奢侈品消费者年轻群体（90 后）已占到消费人数的 28%、消费总金额的 23%。

图 40：我国奢侈品消费按年龄划分的消费者人数和总金额



资料来源：麦肯锡 2019 年中国奢侈品报告

总结而言，在年轻消费者购买意愿提升的背景下，产品的本质（研发设计、创新、潮流文化元素结合）等成为吸引年轻消费者的重要关键。面临行

业增速放缓和更为激烈的竞争环境，服饰品牌商一方面需要提升自己的原创设计能力、或者适当推出 IP 联名款提升时尚度和话题性（要求对 IP 的资源获取能力，以及自身品牌定位调性和相关 IP 的兼容性），另一方面，在年轻消费者购买偏好更加碎片化、冲动式消费、潮流趋势变化加快的背景下，品牌商应提高自身供应链的柔性制造能力，既能发现或者跟上趋势快速生产，又能根据终端销售反馈及时调整订单、实现补单或其他调整等。

### 3.3、成熟市场寻找第二曲线，以优衣库为案例

企业通过早期创业时构建的竞争优势实现第一曲线增长，随着生命周期步入成熟期、增长斜率逐步缩小、瓶颈出现，若要实现长期持续增长、则需要寻找第二曲线、为企业注入新的增长动能。

服装行业未来总体增速上预计仍表现平稳、高速增长概率不大，并且随着经济发展其增速或跑输 GDP 和消费行业整体。同时消费者变化加快，对品牌全渠道、全市场、数字化、原创设计（国潮、IP 合作）等要求提升，在上述多方面的经营考验品牌全链路经营和管理能力，如对渠道的管控、设计—生产—销售的全链路打通等。在前期的行业性红利难以持续、竞争环境更为激烈、企业经营难度加大的背景下，服装企业需要转变思路、寻找新的增长动力。

在此我们可以借鉴日本近二十多年以来经济和服装行业消费双双下行趋势中、位于成熟市场中的大众定位服饰品牌优衣库逆势成长壮大的案例，分析国际龙头如何实现第二曲线增长。

#### 3.3.1、优衣库第二成长期转型 SPA 模式的启示

优衣库自 1984 年品牌成立以来，其发展可分为四个阶段：第一成长期（1991-1995 年）公司主要通过外延开店带动业绩增长，成立早期采用郊区连锁街边店模式，以低价为核心竞争力；第二成长期（1999-2001 年）公司通过同店增长驱动业绩，实施 ABC（ALL BETTER CHANGE）改革彻底转型 SPA 模式，摇粒绒等高性价比明星单品彰显公司竞争力；第三成长期（2005-2009 年）公司通过外延并购、大店改造、品类延伸推动收入进一步提升，定位向高品质高性价比升级；第四成长期（2012 年至今）公司海外尤其是中国市场快速成长、新品牌放量成为驱动业绩增长的关键变量。

总结来看，优衣库在过去 20 多年中不断成长壮大、发展成为国际服装龙头，最为核心的成功要素在于提出并持续强化低倍率高性价比定位，符合日本经济下行周期中消费者对于基本款需求增加的消费偏好结构性变化，同时公司持续挖掘第二曲线，包括内部多方面改革提效（渠道、供应链、产品、品牌等）以及适当拓展海外市场等，实现了长周期中的持续增长。

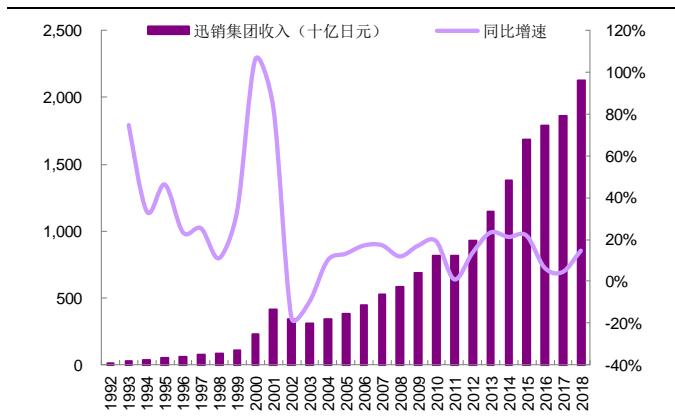


表 4：1984~2018 年迅销集团发展分为四个成长阶段

年份	1984-1990	1991-1995	1996-1998	1999-2001	2002-2004	2005-2009	2010-2011	2012至今
发展阶段	奠基期	第一成长期	第一停滞期	第二成长期	第二停滞期	第三成长期	第三停滞期	第四成长期
收入年均复合增速	-	61.26%	17.74%	94.12%	-0.61%	15.57%	0.68%	14.84%
门店年均复合增速	23.63%	56.96%	21.13%	18.76%	5.81%	16.35%	-5.22%	7.58%
同店年均复合增速	-	2.74%	-2.80%	63.46%	-6.07%	-0.67%	6.22%	6.75%
渠道特征	首创自助式仓储型门店	以郊外公路边街边店为主；目标店铺面积约500平方米	核心商圈，市中心专卖店大楼，郊外购物中心大楼等；目标店铺面积约800平方米			改造老店；目标店铺面积约1600平方米		全球旗舰店；新开旗舰店多超过3000平米
主导机制	总部主导			终端主导				
定价策略	低价			低价，提升性价比		2004年宣布放弃低价，主要产品价格带上移		
品牌形象	纯粹低价			低价优质、高性价比		高品质高功能		

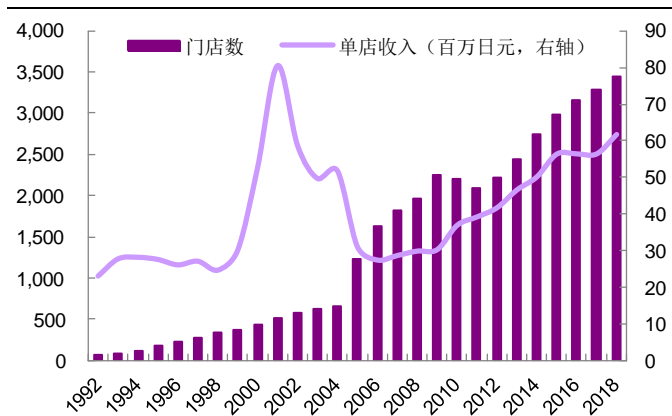
资料来源：Bloomberg，优衣库官网，光大证券研究所

图 41：优衣库母公司迅销收入及增长情况



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 42：优衣库母公司迅销门店数量及单店收入情况



资料来源：公司官网，光大证券研究所

我们认为优衣库第二成长期正是其发展第二曲线的典型代表，早期（第一成长期）外延开店贡献明显减弱、同店增长现瓶颈，在此期间公司于1999~2001年大幅改革产品和经营模式，核心竞争力得以夯实，同店增长提速明显。具体而言，公司转型SPA模式、实现精细化管理，重点包括：

- 1) 生产管理：规模化生产控制成本、精简供应商和SKU数量强化少款高质低价，联合东丽开发高性价比优质面料、打造摇粒绒和heattech等爆款产品；
- 2) 店铺管理：改革组织架构、推出“超级明星店长”制度强化店长地位，提高零售能力；
- 3) 库存管理：生产和销售及成本管理以周为单位，每周一次例会汇总门店数据和调整生产销售策略（如每周在成衣采购端反馈销量和调整订单）；
- 4) 人才管理：从其他行业积极吸引人才，并强化区域经理地位。

对比优衣库在上述多个方面的成功改革，国内品牌目前与其仍存较大差距，但部分公司已经在积极借鉴其改革经验、逐步提升经营效率。



表 5：优衣库与国内服装品牌的对比

	优衣库	国内大众休闲服装品牌	借鉴思路
定位	以低价基本款为主，包括男女童装、内衣	多数以时装为主、基本款为辅	-
生产管理	1) 供应链、SKU 数量压缩强化规模效应，降低成本； 2) 派人驻厂，指导生产并强化管理； 3) 与东丽合作，提升面料品质、开发高性价比爆款产品	供应商数量相对较多，对生产工厂掌控能力较弱，部分服装品牌甚至存在采购回扣现象	1) 部分品牌开始逐步压缩供应商数量，加强对生产端掌控，如森马服饰、海澜之家等； 2) 加强与优质面料供应商合作，比如音勒芬、开润股份等
店铺管理	1) 不断强化店长职能和地位； 2) 以直营为主，快速反应终端需求变化	1) 店长多处于从属地位，总部作为运营主导，运营机制不够灵活； 2) 门店以加盟为主，掌控力较弱	1) 总部主导制改为店铺主导制，强化门店零售功能，提升店长地位赋予更多职能； 2) 未来开店重要性降低，提升对现有加盟渠道的掌控和运营能力
库存管理	1) 实行柔性化生产，首次采购量仅为店铺铺货及预计首次追单时间段的销售量； 2) 生产和销售以周为单位精细化管理，保证稳定的售罄率	早期多以期货订货为主，近年来逐步开始柔性化生产，销售以季度为单，售罄率不稳定；由于销售端难以精细化，柔性生产效果尚未完全体现	柔性供应链需要库存管理精细化配套，国内服装品牌需加强对经销商销售及库存掌控来实现快速反应，如太平鸟 (TOC)、海澜之家 (RFID)、拉夏贝尔 (RFID)
人才管理	优衣库积极从行业外龙头公司引进管理人才，并提高店长待遇，培育出经验丰富的区域经理连接总部与门店	发展时间短，以早期创业团队或家族管理人员为主，店长运营时间相对较短，优秀人才的积累尚需时间	积极从电商、咨询、零售等外部公司引进零售经验丰富的管理人才，培养、积累优秀店长团队

资料来源：光大证券研究所

### 3.3.2、从优衣库衍生的国内外公司对比

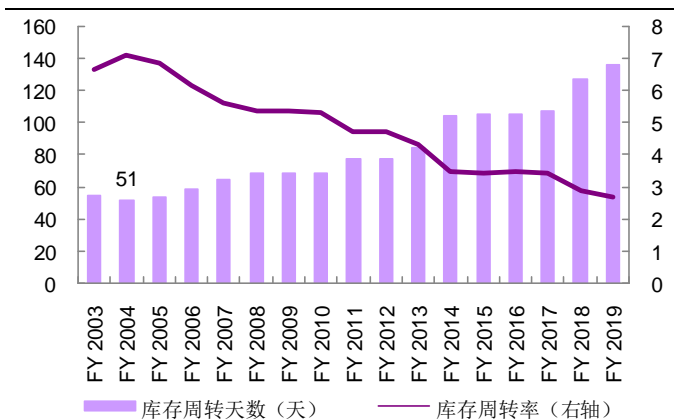
以上述优衣库在“生产管理”和“库存管理”方面的改革为例，我们对国际服装龙头公司与国内公司在部分具有代表性的量化指标上存在哪些差距：

**1) 库存管理方面，优衣库等国外服装龙头在订单和库存管控上能力明显领先，存货周转效率亦好于国内公司。**

在基本全直营模式下，优衣库母公司迅销公司的存货周转天数在早期保持了 50 天左右、6~7 次的快速周转水平。与其业务模式类似、直营为主的 Zara 品牌母公司 Inditex 的存货周转天数也在 80~90 天，另外经销占比高的运动服饰龙头公司 Nike、Adidas 存货周转为 90 天左右、120 天左右，总体保持平稳水平。

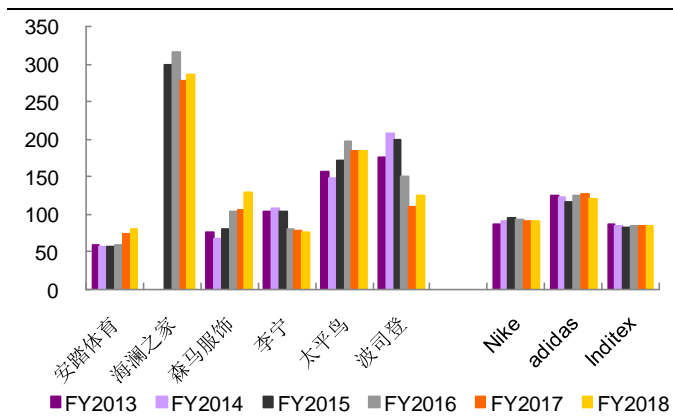
对比而言，国内公司虽然在直营和经销比例上差异较大，但存货周期普遍较国际龙头公司长，且从历史趋势而言存货周转有放缓的趋势（近三年李宁、波司登除外），库存管控方面距离国外龙头尚有差距。

图 43: 迅销公司存货周转天数变化



注：因优衣库为迅销公司主品牌（2019 财年收入占比 83%左右），此处以公司的存货周转数据可以近似表示优衣库品牌周转情况。  
资料来源：Bloomberg

图 44: 国内外代表公司存货周转天数变化



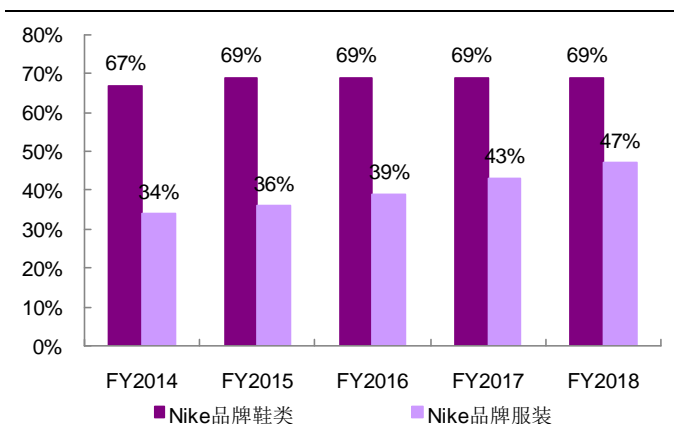
资料来源：Wind

2) 生产管理方面，供应商集中度相比国外公司有提升空间，期待订货规模效应体现。

对比国外龙头公司 Nike、Adidas，近年来呈现明显精简供应商、规模化生产的趋势，如 Nike 服装产品的前五名供应商份额已经逐步提升至 47%，同时这两家公司持续收缩合作供应商数量；国内部分公司近年来亦主动精简供应商数量、并且注重加强与头部供应商的合作，但从前五名供应商占总采购额的比例而言，国内服装龙头安踏、海澜、森马最高达到 20~25%，生产订货规模化程度和供应商集中度相比国外仍有提升空间。

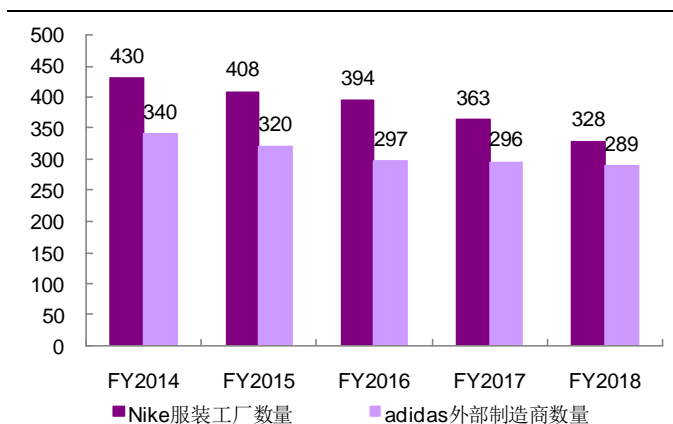
结合当前竞争环境趋于激烈、龙头公司具有先发优势和规模效应积累，我们认为长期来看，未来在供应链方面进行积极改革措施（如学习优衣库规模化安排订单控制成本、与终端零售结合推进柔性供应链等）的公司将具有更强的竞争力。

图 45: Nike 品牌分品类前五大供应商采购额占比 (%)



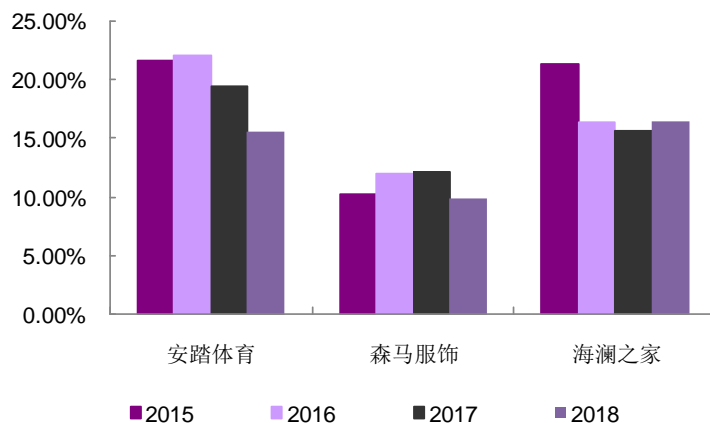
注：Nike 财年截止日为 5 月 31 日。  
资料来源：Nike 公司年报

图 46: Nike、Adidas 公司上游供应商数量变化 (家)



注：2018 年 Adidas 将其“外部制造商”名称更改为“生产设施”。  
资料来源：Nike 公司、Adidas 公司年报

图 47：国内代表公司前五名供应商占总采购额比例（%）



资料来源：公司公告

**总结来看**，借鉴国外龙头公司发展经验和前文消费者变化趋势，我们认为国内服饰品牌商在竞争中可关注以下几个方向：

1) 产品端，契合年轻消费者需求，提供更“潮”的产品，设计研发端升级、提升原创设计感，或者适当推出 IP 联名款提升时尚度和话题性；

2) 渠道端，持续优化渠道，注重外延开店的数量和质量（如加大购物中心或奥莱等新渠道的布局）、提升单店产出和对终端门店的掌控能力，并且积极应用新兴数字化系统和工具，促进信息化、智能化、数字化运营，形成终端销售反馈至生产设计端的闭环、提高售罄率并减少库存积压风险；

3) 生产端，提升库存管理和生产管理效率，优化供应商结构，一方面实现订单规模化降低成本，另一方面深度合作供应商实现柔性供应链的搭建；

4) 最关键的是打通全渠道和产品全链路，品牌商作为中心环节主导数据在生产—销售的闭环流动，提高品牌商在闭环中的主动性和控制力、从而提升经营效率和挖掘更深层次更精细化的消费者需求并付诸实践，最终可落实在多个财务指标的持续良性增长上。

## 4、投资建议与个股推荐

概括来看，2019 年以来在需求不佳背景下，纺织服装行业基本面总体承压，A 股行业估值目前处于历史较低水平，未来若出现催化因素、不排除出现估值修复的机会；港股部分龙头公司基本面和估值双双走强，凭借高景气度存在长期投资价值。

### 4.1、投资策略

#### ◆ 品牌服饰行业

2019 年至今品牌服饰行业受零售环境继续疲软影响，总体收入端表现弱于 2018 年，同时盈利能力和周转方面压力有所加大。但其中运动服饰品类凭借国内体育产业变迁影响叠加消费升级驱动、高景气度一枝独秀，龙头公司基本面表现靓丽，受终端需求不佳影响不明显。

对行业未来增速判断来看，服装目前可选消费属性较强、对宏观经济环境敏感度较高，随着经济下行压力的持续存在、行业整体仍将承压。未来随着服装消费被压缩到一定程度后，服装的可选属性弱化、必选属性加强，行业整体压力将减弱，同时内部将出现结构性分化，优质公司有望逐步胜出。

#### ◆ 纺织制造行业

18Q2 至今中美贸易摩擦波折中加剧，目前加税范围已经囊括全部纺织服装出口产品，19 年 9 月开始美针对中方出口产品第一批加征 15% 关税措施已正式实施（少量产品延后至 12 月）。中美贸易摩擦历经一年多的反复，海外客户下单积极性受损，我国纺织服装出口数据已有体现，且大部分纺织制造类上市公司的收入和盈利能力端亦受到影响（少数对客户议价能力较强同时有海外产能布局调节的公司如申洲国际受影响则相对有限）。当前中美双方贸易谈判仍在继续、尚未有完全定论，国际贸易环境的不稳定预计持续、出口端仍存压力。另外，国内需求方面在经济增长呈下行压力下短期未见明显改善，综合国内外需求均表现不佳，纺织制造行业面临较大的经营和业绩压力的局面预计持续。另外需关注人民币汇率走向。

从业内公司角度，纺织制造行业充分竞争、参与者众多、平均规模小，龙头份额不高。行业长期向外转移趋势以及短期贸易摩擦带来干扰，将促使行业优胜劣汰加剧。部分龙头公司已率先开展全球化产能布局，向东南亚等低成本地区转移，如针织龙头申洲国际，纱线龙头天虹纺织，色织龙头鲁泰、联发，色纺龙头百隆东方、华孚时尚，袜类龙头健盛集团等，这些拥有海外产能的纺织制造企业具有先发优势，可通过订单转移来适当缓解美方加征关税影响，抗风险能力相对较强。龙头企业的规模效应、全球化布局、议价能力高等优势将使其跑赢同业，有利于竞争力和份额的持续提升，促使行业集中度提升、强者恒强。

## 4.2、推荐标的

我们建议关注三条投资主线：

1) 短期来看，持续重点推荐高景气度品类的龙头公司及相关产业链公司：

结合美日经验和自身行业发展特性（政策支持、产业变迁促大众体育普及、消费升级趋势助推等），运动服饰品类具有持续跑赢经济和服装行业大盘的景气度和增长动力，龙头经营能力突出、业绩高增长可持续，推荐标的包括安踏体育（主品牌和 Fila 均向好、多品牌培育能力得到验证、拓宽业务发展空间）、李宁（品牌调整到位焕发新貌）、申洲国际（国际运动服饰龙头 Nike、Adidas 核心供应商、议价能力强）、比音勒芬（运动时尚风格稀缺具赛道优势、内生外延共促增长）。

另外，建议关注细分品类羽绒服行业龙头波司登，专业积累深厚叠加产品年轻化效果显著，内生性二次增长有望持续。

2) 宏观经济和零售总体增速存下行压力背景下，可关注低估值同时分红率较高、行业地位突出的标的的防御性特征，包括海澜之家、地素时尚、中国利郎、鲁泰 A 等。

3) 长期来看，可从品类景气度、性价比定位和塑造第二曲线两个角度选择具有长期跟踪和投资价值的标的：

一方面，运动服饰和童装景气度在服装细分品类中排名长期持续靠前，建议持续关注运动服饰龙头及相关标的（安踏体育、李宁、申洲国际、比音勒芬）、童装龙头（森马服饰）；

另一方面，基于优衣库长期发展壮大及其寻找第二曲线的成功经验，认为性价比定位在较长经济周期中具有相对更强的生命力，同时在经济下行阶段中具有结构性机会，结合行业地位、消费者变化特征和国际龙头案例，建议长期持续关注国内龙头公司中定位大众、强化性价比优势同时积极进行全链路精细化管理提效的海澜之家、森马服饰、开润股份、南极电商等标的。

## 5、风险分析

- 1) 宏观经济增速下行致需求不景气、终端消费持续疲软，影响品牌服饰行业及其他可选消费品类的销售。
- 2) 汇率波动风险影响纺织制造出口型企业业绩。汇率若出现升值或者大幅波动，可能影响出口型企业的人民币计订单价格及汇兑损益，以及产品的国际竞争力。
- 3) 中美贸易摩擦继续发酵，影响纺织制造出口型企业业绩。中美贸易摩擦若继续升级，短期一方面可能直接影响企业关税税率、从而影响企业产品的国际竞争力，另一方面也可能间接影响产业链上企业下单积极性；长期将加速订单向国外转移。
- 4) 棉价下跌或大幅波动的风险。棉价下跌或大幅波动不利于棉纺织企业的原材料成本控制，棉纺织企业需要储备一定量的原材料，棉价下跌或者大幅波动可能导致企业原材料成本难以传导至订单端，从而影响企业盈利能力。



## 附录

表 6: A 股纺织制造行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
棉纺织	000726.SZ	鲁泰 A	产业用纺织品	000955.SZ	欣龙控股
	000850.SZ	华茂股份		002516.SZ	旷达科技
	002042.SZ	华孚时尚		300658.SZ	延江股份
	002083.SZ	孚日股份		603238.SH	诺邦股份
	002087.SZ	新野纺织	服装制造	002687.SZ	乔治白
	002394.SZ	联发股份		002776.SZ	柏堡龙
	601339.SH	百隆东方		300526.SZ	中潜股份
针织	002634.SZ	棒杰股份		600107.SH	美尔雅
	600493.SH	凤竹纺织		600137.SH	浪莎股份
	603558.SH	健盛集团		600630.SH	龙头股份
印染	600370.SH	三房巷	601718.SH	际华集团	
	600448.SH	华纺股份	603665.SH	康隆达	
	600987.SH	航民股份	毛皮	002494.SZ	华斯股份
辅料	002003.SZ	伟星股份		002674.SZ	兴业科技
	002098.SZ	浔兴股份		603477.SH	振静股份
化纤	603055.SH	台华新材	贸易	600626.SH	申达股份
毛纺	000779.SZ	三毛派神		600689.SH	上海三毛
	000982.SZ	*ST 中绒	丝麻织品	002404.SZ	嘉欣丝绸
	002193.SZ	如意集团		600156.SH	华升股份
	600220.SH	江苏阳光		600232.SH	金鹰股份
	601599.SH	鹿港文化	其他制造	002486.SZ	嘉麟杰
	603889.SH	新澳股份		300591.SZ	万里马

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 7: A 股品牌服饰行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司	
大众服饰	002269.SZ	美邦服饰	运动服饰	603555.SH	贵人鸟	
	002563.SZ	森马服饰		鞋类	002291.SZ	星期六
	600398.SH	海澜之家			603001.SH	奥康国际
	600400.SH	红豆股份			603116.SH	红蜻蜓
	603157.SH	拉夏贝尔			603608.SH	天创时尚
	603196.SH	日播时尚			603958.SH	哈森股份
	603877.SH	太平鸟			002029.SZ	七匹狼
童装	002563.SZ	森马服饰	男装		002154.SZ	报喜鸟
	002762.SZ	金发拉比		002569.SZ	*ST 步森	
	002875.SZ	安奈儿		002656.SZ	摩登大道	
	603557.SH	起步股份		601566.SH	九牧王	
	603214.SH	爱婴室		002293.SZ	罗莱生活	
高端服饰	002612.SZ	朗姿股份	家纺	002327.SZ	富安娜	
	002832.SZ	比音勒芬		002397.SZ	梦洁股份	
	603518.SH	维格娜丝		002761.SZ	多喜爱	
	603587.SH	地素时尚		603365.SH	水星家纺	
	603808.SH	歌力思		002780.SZ	三夫户外	
	603839.SH	安正时尚		300005.SZ	探路者	
箱包	300577.SZ	开润股份	603908.SH	牧高笛		
内衣	002763.SZ	汇洁股份				

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 8: 重点公司盈利预测与估值表

行业	公司	代码	EPS (元)			PE			2019~21年 CAGR	PEG	现价 (元)	市值 (亿元)
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E				
体育服饰	安踏体育	2020.HK	1.52	2.12	2.66	43	31	25	27.97%	1.11	73.20	1978
	李宁	2331.HK	0.31	0.59	0.67	72	38	33	38.45%	0.99	24.80	574
大众服饰	海澜之家	600398.SH	0.78	0.80	0.89	10	10	9	7.17%	1.33	7.65	338
	森马服饰	002563.SZ	0.63	0.68	0.78	15	14	12	12.24%	1.16	9.67	261
家纺	罗莱生活	002293.SZ	0.64	0.66	0.72	13	13	12	7.93%	1.63	8.59	71
	水星家纺	603365.SH	1.07	1.22	1.39	14	12	11	13.70%	0.89	14.94	40
高端服饰	比音勒芬	002832.SZ	0.95	1.33	1.73	25	18	14	32.44%	0.55	23.72	73
	歌力思	603808.SH	1.10	1.21	1.45	12	10	9	15.75%	0.67	12.73	42
	地素时尚	603587.SH	1.43	1.61	1.85	17	15	13	14.20%	1.07	24.51	98
电商	南极电商	002127.SZ	0.36	0.49	0.64	31	23	18	31.33%	0.73	11.18	274
箱包	开润股份	300577.SZ	0.80	1.10	1.47	39	28	21	34.00%	0.84	31.23	68
纺织制造	申洲国际	2313.HK	3.02	3.39	4.03	31	28	23	15.45%	1.79	104.30	1568
	鲁泰A	000726.SZ	0.95	1.02	1.11	9	9	8	7.64%	1.14	8.89	71
	健盛集团	603558.SH	0.50	0.63	0.79	18	14	11	26.21%	0.54	9.02	38

注: 港股公司市值单位为港币, 按 1 港元=0.8990 元人民币换算。

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 4 日

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼