

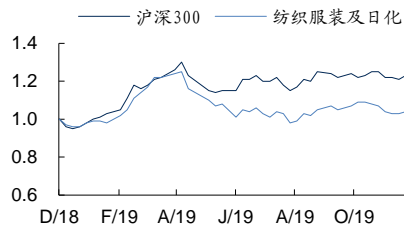
纺织服装及日化

纺织服装 2020 年度投资策略

中性

2019 年 12 月 09 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《19 年三季报总结暨 11 月投资策略: 行业表现持续分化, 优选赛道关注经营》——2019-11-14  
《化妆品深度系列三-电商代运营专题: 迎接最好的时代, 一站式服务助力品牌价值塑造》——2019-11-11  
《化妆品行业专题系列之二: 美妆双雄各显千秋, 把握红利迈向龙头》——2019-10-21  
《10 月投资策略暨三季报前瞻: 关注三季报绩优龙头, 把握估值修复机会》——2019-10-14  
《19 年半年报总结暨 9 月投资策略: 分化延续龙头率先复苏, 继续关注优质赛道》——2019-09-16

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141  
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809  
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

联系人: 彭若恒

电话: 18818779167  
E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn

联系人: 冯思捷

电话: 15219481534  
E-MAIL: fengsijie@guosen.com

行业投资策略

深挖结构性增量机会, 关注龙头经营韧性

● 行业复盘: 行业基本面整体依旧承压, 优势赛道保持突出表现

年初以来纺织服装行业受经济环境下行等因素影响, 行业整体基本面表现依旧较为平淡, 1-10 月限额以上服装类社零销售额增长 2.8%, 增速较去年同期放缓 5.6pct; 板块行情也受景气度承压以及缺乏热点等因素影响, 整体大幅跑输大盘。而具体来看, 行业间分化趋势依旧明显, 体育服饰以及童装等赛道依旧保持相对较高的增长水平, 同时电商及低线市场依旧展现出较大的活力; 此外从细分行业内部来看, 龙头企业仍体现出了较为明显的增长韧性。

● 增量挖掘: 关注高景气赛道和电商新模式开拓下沉市场

1) 体育鞋服和童装两大景气赛道对标国际仍具较大发展空间。同时, 消费者展现出来的新消费特征也成为其市场规模持续扩大的重要动力。其中运动时尚化趋势的强化帮助体育品牌加速吸纳了休闲服市场的年轻消费群体, 童装行业则有望受益未来生育政策全面放开预期强化。关注李宁、比音、森马; 2) 低线消费市场空间仍广阔, 在电商平台下沉策略开拓下, 具备高性价比的国内品牌将有较大发展空间, 南极、开润等通过产业链整合打造出高性价比产品并以电商为主要渠道进行快速扩张的新模式企业有望继续在下沉中获得持续的高增长动能。

● 存量竞争: 关注龙头长期实力下的经营韧性

在当下行业整体仍处于景气度较低阶段, 具有较强综合实力的细分板块龙头展现出了明显更优的基本面表现: 1) 从品牌服饰角度来看, 重点看好品牌龙头公司通过过去几年内在品牌、产品、渠道等方面积极提效后中长期改革红利的释放: 波司登、海澜、歌力思等; 2) 从上游纺织制造来看, 龙头公司积极对外扩张产能以降低成本和增强抗风险能力, 并能在产业链强强联合趋势下获得更高效优势。此外, 内功扎实的龙头企业在行业回暖契机中具备更强业绩弹性: 健盛集团、百隆东方等。

● 风险提示: 消费环境持续低迷, 行业竞争格局恶化, 龙头公司业绩不达预期

● 投资策略: 把握增量机会, 关注龙头经营韧性

展望 2020 年我们认为, 行业整体有望在促销政策等落地逐步企稳, 但分化依旧为主线: 一是, 体育及童装两大赛道景气度仍有较大支撑, 同时其中的竞争格局优化下龙头有望实现快速成长; 二是, 低线市场仍将是目前国内渠道端主要挖潜的空间所在, 依托电商新营销新渠道下将更有效的帮助品牌实现下沉增量客群获取; 三是, 积累了较深厚内功, 具有较强经营韧性的等龙头公司, 在行业回暖预期下, 仍具较大业绩和估值弹性。综合考虑我们建议重点关注: 森马服饰、李宁、比音勒芬、南极电商、开润股份、健盛集团等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
002563	森马服饰	买入	9.74	26,284	0.67	0.80	14.5	12.2
2331.HK	李宁	买入	23.35	54,064	0.64	0.79	36.7	29.8
002832	比音勒芬	买入	24.95	7,691	1.33	1.68	18.8	14.9
002127	南极电商	增持	11.18	27,445	0.49	0.63	22.8	17.7
300577	开润股份	增持	31.96	6,949	1.08	1.45	29.5	22.1
603558	健盛集团	无评级	9.09	3,785	0.77	0.94	11.8	9.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

#### 增量挖掘：关注高景气度赛道和创新模式品牌下沉能力

1) 体育鞋服和童装为当前纺服行业里最具成长空间的两大赛道。同时，消费者展现出来的新消费特征也将催化两大行业规模持续扩大，且在竞争格局方面未来仍具集中度提升基础，有利于头部品牌公司持续享受行业红利，且通过不断加深竞争壁垒实现进一步发展。主要推荐李宁、比音勒芬、森马服饰。

2) 整体来看，国内低线消费市场空间仍广阔，品牌消费下沉空间巨大。且在电商平台下沉策略开拓下，具备高性价比的国内品牌将有较大发展空间，如南极电商、开润股份等通过产业链整合打造出优质低价大众品牌产品并以电商为主要渠道进行快速扩张的新模式企业有望在下沉中获得持续的高增长动能。

#### 存量竞争：关注龙头长期实力下的经营韧性，把握复苏业绩弹性

在当下行业整体仍处于景气度较低的阶段，具较强综合实力的细分板块龙头公司展现出明显更优的基本面表现：1) 从品牌服饰角度来看，重点看好品牌龙头公司通过过去几年内在品牌、产品、渠道等方面积极提效后中长期改革红利的释放：如波司登、海澜之家 2) 从上游纺织制造业来看，龙头公司积极对外扩张产能以降低成本和增强抗风险能力，并能在产业链强强联合趋势下获得更高效率优势。此外，内功扎实的龙头企业在行业回暖契机中具备更强业绩弹性：如健盛集团、中洲国际等。

### 核心假设或逻辑

- 1、在行业仍处于景气度较低的过程中，龙头公司通过几年的渠道优化，供应链提效以及品牌建设等方面的内功修炼，有望实现强者恒强；
- 2、随着经济进入发展新常态，消费环境也在发生深刻变化：城市中产更加偏向理性消费，低线需求正得到进一步释放，符合相应消费趋势变化的细分行业有望迎来发展；

### 与市场预期不同之处

市场认为明年在经济下行背景下，消费仍将承压明显，在行业前景不明朗的前提下，对整体板块的投资机会感到担忧，但是我们认为，具高景气度及良好竞争格局的优质赛道和电商渠道下沉结合低线消费升级都是可以把握的增量市场机遇，同时存量市场竞争中积累了深厚内功的龙头企业不仅具有较强经营韧性，而且在复苏契机中具备很强的业绩及估值弹性，同样值得提前关注布局。

### 股价变化的催化因素

- 1、经济回暖，行业增速有所回升；
- 2、体育、童装等优质赛道高景气度持续验证；
- 3、随渠道、流量、产品的下沉，低线消费空间持续印证

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1、经济形势恶化，消费数据不达预期，行业景气度继续下行；
- 2、行业竞争格局恶化，龙头公司业绩不达预期。

## 内容目录

行业复盘：整体承压改善显露，优势赛道表现突出 .....	6
行业基本面：零售增速明显放缓，内部分化延续 .....	6
板块业绩及行情回顾：基本面延续平淡趋势，行情表现相对平淡 .....	9
展望一：增量挖掘，关注高景气度赛道及模式创新 .....	12
体育及童装两大赛道空间仍然广阔，龙头有望继续分享行业红利 .....	12
以电商为主导渠道下沉趋势凸显，高性价比产品将获得进一步增长动力 .....	19
展望二：存量竞争，关注龙头长期实力下的经营韧性 .....	21
优质龙头公司内功深厚，行业弱势中基本面表现明显更优 .....	21
品牌服饰：重视运营能力提升，品牌渠道产品多维度向好 .....	22
上游制造：中美贸易纠纷有所缓和，纺织制造业或迎复苏契机 .....	27
2020 年投资策略：把握增量机会，关注龙头韧性 .....	32
国信证券投资评级 .....	34
分析师承诺 .....	34
风险提示 .....	34
证券投资咨询业务的说明 .....	34

## 图表目录

图 1: 纺织服装零售额当月值及同比增速 .....	6
图 2: 服装类零售额当月值及同比增速 .....	6
图 3: 社零总额及增速 .....	6
图 4: 实物商品网上零售额当月值及同比增速 .....	6
图 5: 从竞争格局以及行业增速角度看待当前各细分赛道发展情况 .....	7
图 6: 运动鞋服行业整体零售额及增速 .....	7
图 7: 运动鞋&运动服零售额及增速 .....	7
图 8: 我国童装市场规模及增速% .....	9
图 9: 我国童鞋市场规模及增速% .....	9
图 10: 森马童装营收及增速 .....	9
图 11: 安奈儿童装营收及增速 .....	9
图 12: 纺织服装板块季度营收增速情况 (%) .....	10
图 13: 纺织服装板块季度业绩增速情况 (%) .....	10
图 14: 纺织服装分板块季度营收增速 .....	10
图 15: 纺织服装分板块季度业绩增速% .....	10
图 16: 纺服日化板块今年以来走势 .....	11
图 17: 纺服板块估值情况 .....	11
图 18: 纺服日化行业重点公司今年以来涨跌幅 (%) .....	11
图 19: 2018 年人均运动鞋服消费支出的国际对比。 .....	12
图 20: 国内健身俱乐部数量及会员数 .....	13
图 21: 2018 年国内长跑赛事情况 .....	13
图 22: 童装的细分市场规规模及增速 .....	15
图 23: 儿童鞋服人均消费 .....	15
图 24: 不同年龄段消费者的月均育儿支出% .....	15
图 25: 2017-2022E 童装的购买单价和购买数量的增长 .....	15
图 26: 消费者婴童用品品牌的重视度区分 .....	16
图 27: 2018 年国内前 10 运动品牌零售市场份额 (%) .....	17
图 28: 15-18 年运动品牌行业集中度趋势 (%) .....	17
图 29: 各国童装市场集中度对比 .....	18
图 30: 各国童鞋市场集中度对比 .....	18
图 31: 规模以上快递业务量呈下滑趋势 .....	19
图 32: 南极电商优势品类优势极为明显 .....	19
图 33: 小镇青年消费市场特点 .....	20
图 34: 纺服行业整体&重点公司季度营收增速 .....	21
图 35: 纺服行业整体&重点公司季度业绩增速 .....	21
图 36: 纺服行业整体&重点公司季度毛利率与净利率情况 .....	21
图 37: 纺服行业整体&重点公司季度期间费用情况 .....	21
图 38: 纺服行业整体&重点公司季度运营能力情况 .....	22
图 39: 纺服行业整体&重点公司季度现金流情况 .....	22
图 40: 龙头品牌顺应大势的发展战略 .....	22
图 41: 不同世代的消费增速% .....	23
图 42: 年轻一代消费者对本土品牌的态度正日益开放 .....	23
图 43: 不同媒介近年来广告投入增长情况 .....	24
图 44: 新形势下的营销形式变革 .....	24
图 45: 品牌服饰产品方面的改革转型 .....	25
图 46: 供应链流程 .....	26
图 47: 波司登上海南京东路门店形象 .....	26
图 48: 波司登品牌自营/加盟渠道数量占比% .....	26
图 49: 19 年 1-10 月规模以上纺织企业主营收入同比下滑 0.5% .....	27
图 50: 19 年 1-10 月规模以上纺织企业利润总额下滑 6.4% .....	27
图 51: 1-10 月国内纺织品出口累计金额微增 0.34% .....	28
图 52: 1-10 月国内服装出口累计金额下降 4.8% .....	28
图 53: 1-10 月国内纺服大类产品对美出口额下降 11.6% .....	28
图 54: 1-10 月国内服装类产品对美出口额下降 4.3% .....	28
图 55: 内外棉价走势 .....	28
图 56: 棉花主力期货价格走势 .....	28
图 57: 主要化纤原材料走势 .....	29
图 58: 羽绒价格走势 .....	29

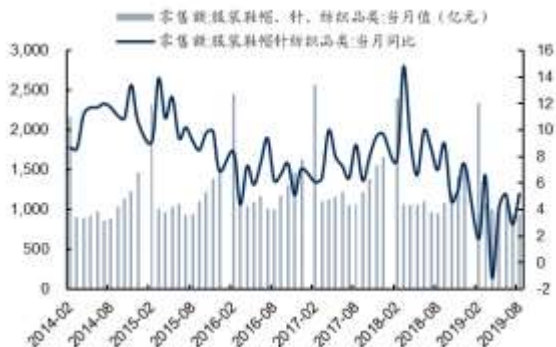
图 59: 服装生产过程及相关龙头公司.....	31
图 60: 服装生产过程及相关龙头公司.....	31
表 1: 2019 年以来主要国际综合运动品牌国内销售情况.....	8
表 2: 体育板块内主要公司今年以来零售表现.....	8
表 3: 不同年龄层体育消费特点.....	13
表 4: 近年来部分体育相关重要政策文件.....	14
表 5: 近几届奥运会门票销售情况.....	14
表 6: 体育用品公司市值及主品牌收入比较.....	16
表 7: 国内体育鞋服市场定位比较—以篮球鞋为例.....	17
表 8: 童装和童鞋品牌的市占率.....	18
表 9: 各种平台下沉拉新为未来主要战略.....	19
表 10: 我国“新世代”和“上一代”对比.....	23
表 11: 龙头公司旗下品牌及定位.....	24
表 12: 纺织制造板块重点公司对东南亚国家投资进展.....	30

## 行业复盘：整体承压改善显露，优势赛道表现突出

### 行业基本面：零售增速明显放缓，内部分化延续

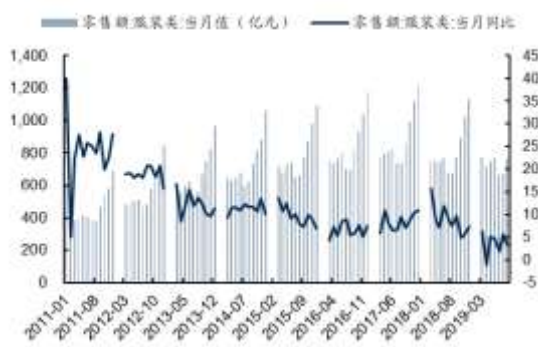
根据国家统计局，2019年1-10月限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额同比增长**2.8%**至10624亿元，增速较去年同期**放缓5.6pct.**，而社零总额同比增长**8.1%**，增速较上年**放缓1.1pct.**。整体来看，今年以来纺织服装基本面整体表现平淡，国内经济增长放缓和持续的悲观预期使得零售消费市场也明显承压。进入下半年后，随降息等稳经济政策也的出台显效，以及贸易局势的积极变化等因素作用，行业呈现一定回暖，行业整体略有改善。

图 1：纺织服装零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 2：服装类零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

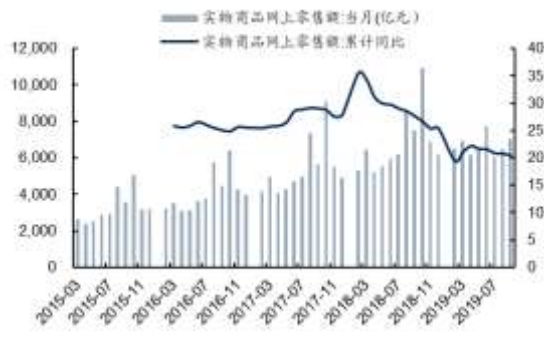
实物商品网上零售额同比增长**21.6%**至6.5万亿元，增速较上年**放缓6.9pct.**，渗透率达**19.5%**。整体来看，线上零售增速较线下依然处于相对高水平，但随渗透率不断提高整体流量红利有所减弱，更高营运能力和布局新兴平台的要求则有利于各大龙头品牌发展。

图 3：社零总额及增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 4：实物商品网上零售额当月值及同比增速

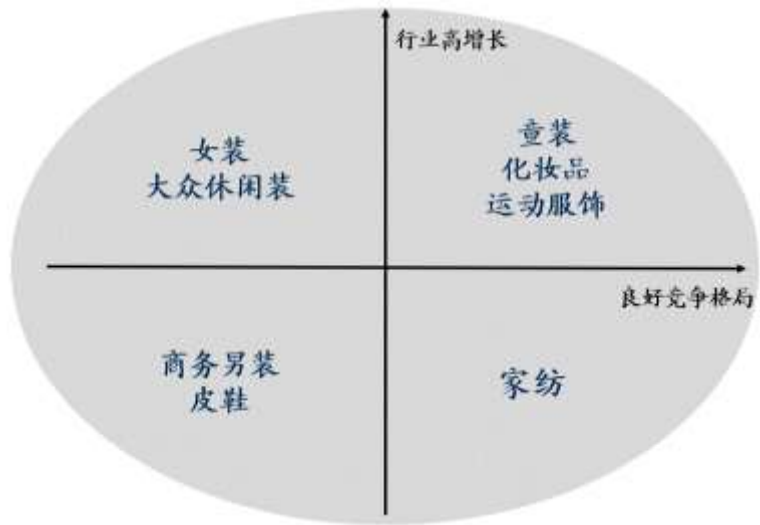


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

而从板块细分行业的表现来看，不同细分行业间也存在明显分化，体育用品、童装相对仍有着较高的景气度，其中的龙头企业也在通过自身运营效率的提升，不仅充分享受了所处细分赛道快速增长的红利，同时也通过有效提升自身市占率水平，受益于所处行业集中度提升趋势。

从行业长期发展趋势来看，我们在此前对消费牛股复牌中总结过，一个能孕育优势消费龙头的赛道必须满足两个条件，首先自身行业空间足够大且在快速增长中，其次是竞争格局良好龙头具备集中度提升趋势。

图 5: 从竞争格局以及行业增速角度看待当前各细分赛道发展情况



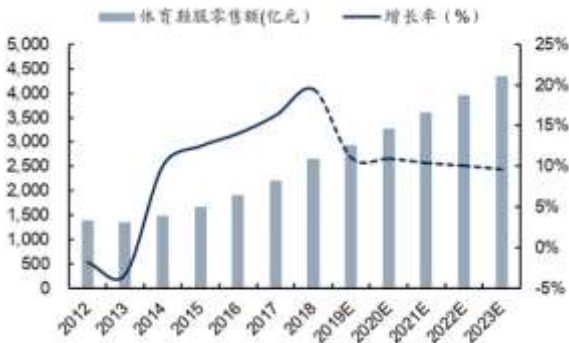
资料来源:国信证券经济研究所整理

从当前品牌服饰的细分行业来看，童装以及运动服饰最为符合上述两大特征，而两者也在过去一年消费整体景气度相对低迷的背景，仍然取得了极为优异的表现。

➤ **运动服饰：体育用品仍是纺服板块中增速最快且竞争格局最优的赛道**

国内运动服饰行业近年来一直保持较高增长速度。根据欧瑞数据，2014 年起行业整体收入每年增速均超 10%，并呈逐年加速增长态势，领跑各服装子行业。2018 年，运动服饰行业整体零售额达到 2647.6 亿元的历史记录，增速则达到 19.6% 的近年高点，其中运动鞋类同比增长 22.21%，近 5 年 CAGR 达 15.4%，增速相对更快，运动服装类 18 年同比增长 14.0%，近 5 年 CAGR 为 7.0%，且皆呈现逐年加速趋势。

图 6: 运动鞋服行业整体零售额及增速



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图 7: 运动鞋&运动服零售额及增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**短期来看高增长、高集中度的行业趋势仍然十分明朗且在不断延续之中**

今年以来，国内运动鞋服市场依然保持高度景气，各主要品牌公司在零售方面基本都取得良好表现。从国际品牌来看，中国市场在全球范围内仍然表现最好。其中，两大巨头 NIKE 和 ADIDAS 均在国内市场销售收入快速增长，其中 NIKE 表现尤为突出。此外，其他两个知名综合性国际运动品牌 Under Armour 和 PUMA 在前两个季度也取得良好销售表现。

而从本土运动品牌公司情况来看，根据公开的零售市场经营数据，市占率前二的李宁和安踏在前三季度都保持了强劲的零售额增长，公司整体层面明显优于

行业平均水平，其中李宁公司下半年开始增长再次提速，而安踏旗下 FILA 品牌销售保持 50% 以上的强劲增长，主品牌也保持了稳定较高的增速。此外，特步在前三季度都取得了 20% 以上的增长，同样表现良好，361 度也保持了增长态势。另外，从同店情况来看，披露数据的李宁和特步在各季度都取得两位数以上增长，内生增长动力十足。

考虑到目前国内运动鞋服市场已经较高的集中度，结合上述主要品牌的销售情况，预计全年行业整体零售增速仍能保持在 15% 以上，同时头部品牌增速仍将明显的高于行业平均，行业集中度还将继续提升，未来竞争格局基本稳定。

**表 1：2019 年以来主要国际综合运动品牌国内销售情况**

公司	国内相关市场销售情况
Adidas	Q1 中国市场销售额同比增长 16% Q2 中国市场销售额同比增长 14% Q3 中国市场销售额同比增长 11%
Nike	截至到 2 月 28 日的 18/19 财年第三季度： 大中华区销售额同比增长 24% 截至 2019 年 5 月 31 日 2019 财年第四季度： 大中华区销售额同比增长 16% 截止到 8 月 31 日,19/20 财年第一季度 大中华地区净销售额同比增长 27%，连续 21 个季度实现双位数增长。
Under Armour	Q1 亚太地区销售同比增长 30% Q2 亚太区销售同比增长 22.6%
PUMA	Q1 亚太地区销售增长 28.6%，主要是中国市场带动 Q2 亚太区销售增长 21.6%，中国市场高速增长带动

资料来源:公司公告、华丽志, 国信证券经济研究所整理

**表 2：体育板块内主要公司今年以来零售表现**

公司	零售情况	Q1	Q2	Q3
李宁	<b>零售额增长:</b>			
	全销售渠道 (除童装)	20-30%低段	20-30%低段	30-40%低段
	线下整体	10-20%高段	20-30%低段	20-30%高段
	线下直营	10-20%低段	高单位数	10-20%中段
	线下经销	20-30%低段	20-30%中段	30-40%高段
	线上电商	40-50%低段	20-30%高段	50-60%高段
	<b>同店销售增长:</b>			
	全渠道 (除童装)	10-20%中段	10-20%中段	10-20%高段
	线下直营	高单位	10-20%低段	10-20%低段
	线下经销	10-20%低段	10-20%低段	10-20%低段
线上电商	30-40%高段	30-40%中段	50-60 中段	
安踏	<b>零售额增长:</b>			
	安踏品牌	10-20%低段	10-20%中段	10-20%中段
	FILA 品牌*	—	—	50-55%
	其他品牌 (不含 Amer Sports):	65-70%	55-60%	30-35%
特步	<b>全平台零售流水增长:</b>	超过 20%	超过 20%	约 20%
	<b>同店销售增长:</b>	低双位	低双位	约 10%
361 度	<b>主品牌零售流水增长:</b>	低单位	低单位	低单位
	<b>童装品牌零售流水增长:</b>	高单位	高单位	高单位

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

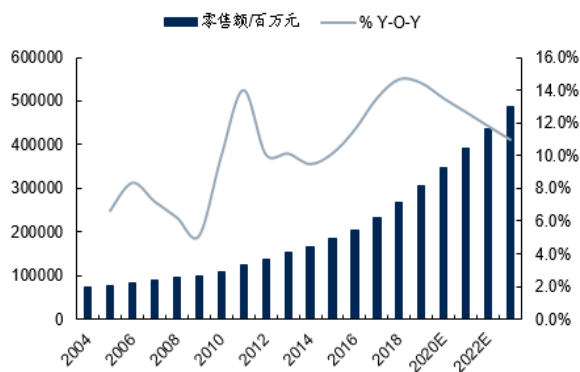
注: 安踏 Q3 将 FILA 品牌从其他中单独列出

### ➤ 童装：行业规模仍在快速扩张，消费升级下客单价提升趋势明显

2018 年我国童装市场零售规模约为 2674.52 亿元，同比增长 14.70%。具体来看，其中大童装市场规模为 2090.96 亿元，同比增长 16.2%，达到自 2005 年以来的最高增速；其中婴童装市场零售规模约为 422.53 亿元，同比增长 20.1%，在出生率下降的背景下，婴童装市场的高增长预计主要受童装领域消费升级趋势下客单价的提升带动。

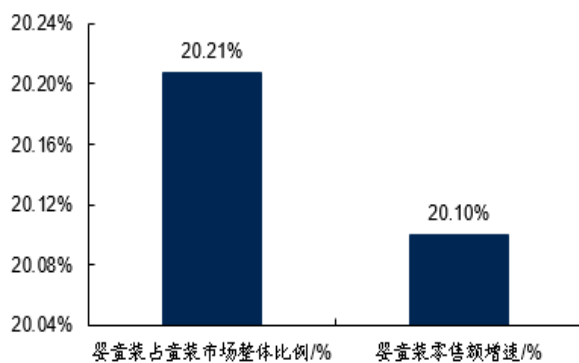


图 8: 我国童装市场规模及增速%



资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

图 9: 我国童鞋市场规模及增速%



资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

目前 A 股主营童装的上市公司有三家，分别是森马服饰、安奈儿和金发拉比，其中森马服饰旗下巴拉巴拉是目前童装行业市占率第一品牌，2018 年公司通过收购法国童装公司 kidiliz，其童装规模达到 88.25 亿元。根据三家上市公司的过去营收情况来看，森马的童装业务和安奈儿均表现较为良好的态势，森马的童装业务营收自 2012 年开始保持加速上升的趋势，安奈儿的营收在 2015 年开始保持持续上升的趋势。其中从最新的情况来看，2019H1，森马服饰旗下的巴拉巴拉童装品牌营收同比增长 30% 以上，而 Q3 童装主业收入增长预计超过 20%；安奈儿 19 年前三季度实现营收 9.02 亿元，同比增长 13.4%。两者在今年以来服装行业零售消费景气度不高的背景下仍取得了较高的稳健增长。

图 10: 森马童装营收及增速



资料来源: Wind、国信证券研究所整理

图 11: 安奈儿童装营收及增速

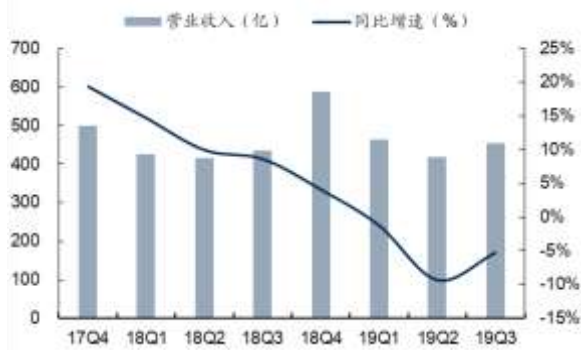


资料来源: Wind、国信证券研究所整理

**板块业绩及行情回顾：基本面延续平淡趋势，行情表现相对平淡**  
**业绩回顾：Q3 板块基本受行业承压延续放缓趋势**

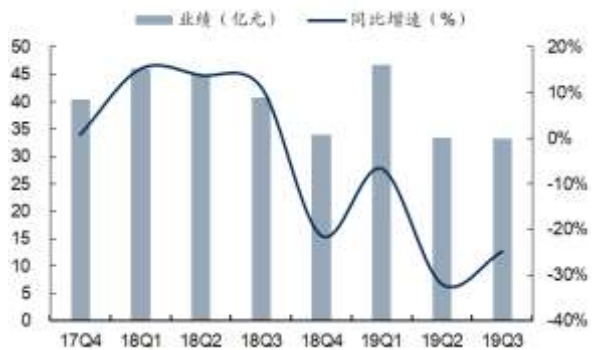
国信纺织服装板块 19 年前三季度实现营收 1336.7 亿元，同比增长 2.5%，较去年增速放缓明显；实现业绩 113.4 亿元，同比下滑 14.1%；扣非后业绩下降 17.8%。分季度来看，在贸易局势升级、全球经济降速和国内经济下行、消费承压等多重不利因素影响下，板块整体营收从 Q1 延续增长放缓态势，在 Q2 开始出现明显下滑，但进入下半年后随稳经济政策陆续出台显效和贸易纠纷的缓和，行业需求端开始显现一定回暖迹象，虽然营收同比仍处于下滑状态，但明显改善。而在业绩层面，板块整体自去年末季度开始持续处于下滑状态，同时下滑速度波动较大，从 Q3 来看环比上季度有所改善。

图 12: 纺织服装板块季度营收增速情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

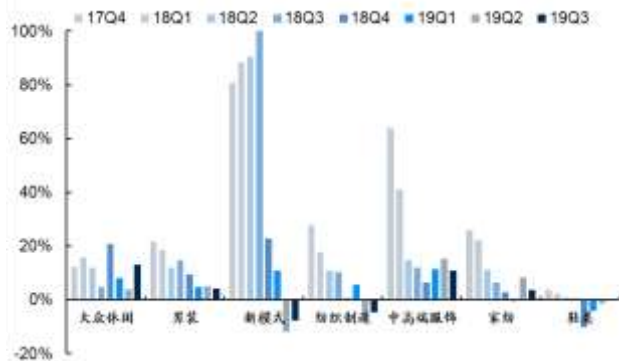
图 13: 纺织服装板块季度业绩增速情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

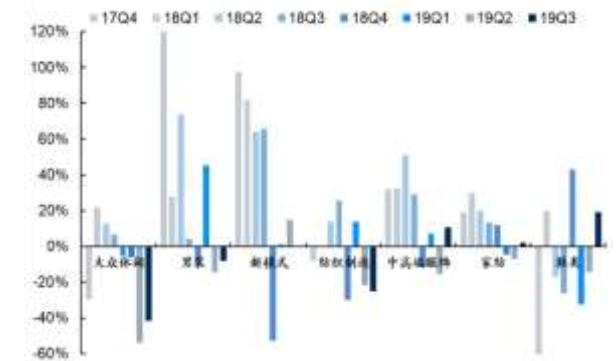
分板块来看,在营收增速方面,2019 年前三季度,中高端(12.5%)>鞋类(8.7%)>大众休闲(8.4%)>男装(4.7%)>家纺(3.7%)>鞋类(-1.8%)>纺织制造(-2.8%)>新模式(-3.7%);业绩增速方面,男装(16.9%)>新模式(5.3%)>中高端(1.1%)>家纺(-2.9%)>纺织制造(-14.5%)>鞋类(-19.6%)>大众(-31.2%)。在行业整体调整与复苏中,各子板块出现明显分化,且经营效率也表现不一,相对的营收增速与业绩增速之间出现较大的不一致。

图 14: 纺织服装分板块季度营收增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 纵坐标上限为 100%, 新模式 18Q3 为 101.9%

图 15: 纺织服装分板块季度业绩增速/%



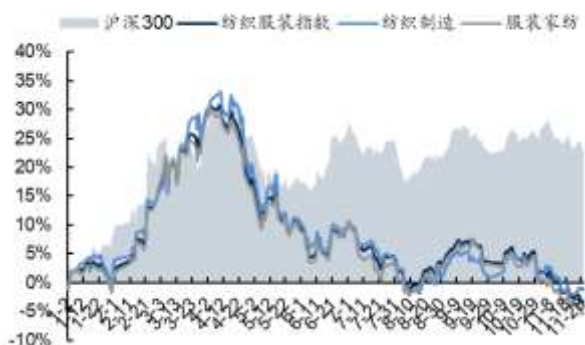
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 纵坐标上/下限为 120/-60%, 男装 17Q4 为 527.9%, 鞋类 17Q4 为 -191.4%

行情回顾: 今年以来纺服板块跑输大盘 15.30 个点

今年初至 11 月 29 日,SW 纺织服装板块下跌 3.27%,沪深 300 上涨 22.65%,跑输大盘 25.92 个点,其中 SW 纺织制造板块下跌 1.31%,跑输大盘 23.96 个百分点,SW 服装家纺板块下跌 5.21%,跑输大盘 27.86 个百分点。整体来看,行业景气度相对不高且缺乏市场热点的情况下板块行情表现较为弱势。

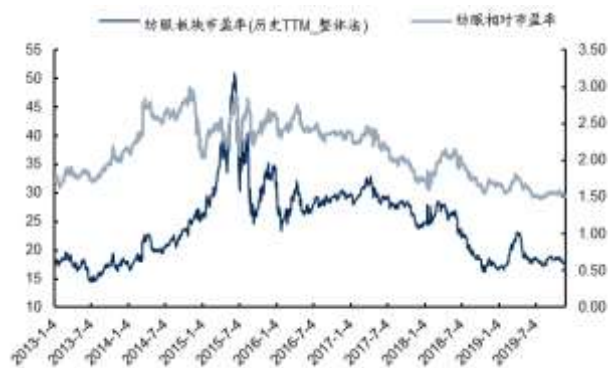
从估值来看,2005 年 1 月 4 日至 2019 年 11 月 29 日,SW 纺服板块 TTM 市盈率均值为 25.38 倍,波动区间为【11.50, 57.27】。截至 11 月 29 日,纺服板块整体 TTM 市盈率为 17.45 倍,处于历史区间的相对低位。相对估值方面,SW 纺服板块相对市盈率(沪深 300, TTM 市盈率)均值为 1.76 倍,波动区间为【0.69, 2.99】。截至 11 月 29 日,纺服板块相对市盈率为 1.52 倍,环比继续回落,与历史均值差距拉大。

图 16: 纺服日化板块今年以来走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

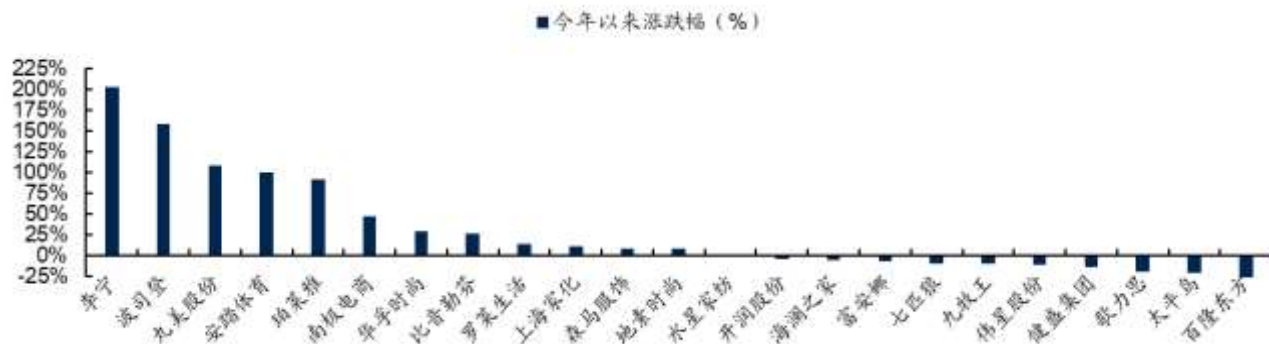
图 17: 纺服板块估值情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同时, 从我们关注的 23 家重点公司方面, 今年以来平均上涨 29.44%, 相对而言显著强于板块整体。具体来看, 重点个股之间同样表现出较大分化, 但股价表现与其业绩基本面情况基本吻合, 同时也与其所处赛道景气度及业内竞争地位有较强相关性, 自身经营实力过硬的优质赛道龙头公司在较确定的业绩预期下显现出较高的估值溢价。其中, 港股的李宁、波司登今年以来涨幅翻倍以上分别为 201.97%、158.29%, 分别为国产运动鞋服、羽绒服等高成长性、集中度形势良好的优质赛道的龙头公司, 并具备靓丽的业绩支撑。此外同样属于上述优质赛道并具备较好基本面支撑的国产运动鞋服龙头安踏体育 (+99.91%), 高端运动休闲服饰龙头比音勒芬 (+26.78%), 新模式大众快消品龙头南极电商 (+47.47%) 均有远高于行业平均的优异股价表现。

图 18: 纺服日化行业重点公司今年以来涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 展望一:增量挖掘，关注高景气度赛道及模式创新

整体来看，2020 年预计行业基本面在促消费政策落地以及行业基数效应下有望逐步企稳，但分化仍将是主线，结构性增量机会仍存：一方面，体育以及童装等优质赛道预计在龙头公司带动以及当前消费理念革新的催化下，仍有一定发展空间；另一方面，下沉市场仍是消费增量的主要来源，三四线城市需求随着电商渠道下沉推动下正得到进一步释放，与其消费能力匹配的高性价比产品将得到广泛关注。

### 体育及童装两大赛道空间仍然广阔，龙头有望继续分享行业红利

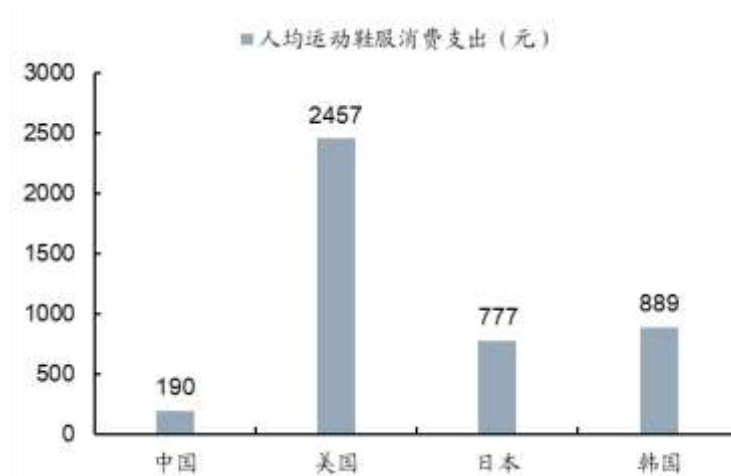
#### 发展空间：行业发展空间仍然广阔，消费理念革新带动高速增长

首先相比与国际发达国家，我国在体育及亲子消费中的发展空间仍然较大，其次，当前消费者展现出来的两大新消费特征，也为体育及童装版块打开空间实现快速发展带来了重要支撑：

#### ➤ 体育用品：运动年轻一代运动偏好增强，穿着习惯形成，融合个性时尚

根据欧睿国际数据，国内人均运动鞋服年消费额已经由 2007 年的 59.8 元提高至 2018 年的 189.8 元，增幅较两倍还多，但与发达国家对比来看，国内运动鞋服消费水平有很大提升空间，与中国相邻的日本与韩国 2018 年人均运动鞋服年消费额分别达到了 777 和 889 元，而在综合体育相对领先的美国则高达 2457 元。表明韩各样未来空间依旧广阔。

图 19： 2018 年人均运动鞋服消费支出的国际对比。



资料来源:欧睿，国信证券经济研究所整理

同时，根据波士顿咨询和阿里研究院联合发布的报告，1980 年后出生的消费者是推动中国消费市场转型升级的主要驱动力之一，这些消费者在 16 年时在总人口的比重中的比重已超过一半，因此他们的偏好是影响运动鞋服行业重要因素。

当前来看，年轻一代消费者热衷于体育运动，而相比于上一代，他们更喜爱于篮球、跑步、健身等新兴大众运动，相关受众基数庞大并持续增加。同时，习惯于穿着运动服的年轻一代也更加追求对自身个性与品位的表达，因此运动时尚风格也受到热捧。

表 3: 不同年龄层体育消费特点

年龄段	年轻时期体育运动环境	当前的运动鞋服消费特点
50/60 后	年轻时以羽、乒等国球为主；举国体制影响较大；受限于国家开放度及各项体育运动本身发展，大众专业度一般	(1) 以养老养生性运动为主，较年轻者偶尔参与传统项目 (2) 相对节俭，个人体育消费少。
70 后	年轻时开始接触新兴运动项目，选择更加多元，但以足球为主；开始认识体育明星；举国体制影响依然较大，大众专业度一般。	(1) 开始以养生和发挥运动余热为主，体育主要参与传统羽、乒项目，较年轻者参与足球活动 (2) 偶尔呈现一定个性化需求 (3) 体育消费一般。
80 后	眼界拓宽，篮球等新兴大众运动在年轻群体中兴起；国际联赛和体育关注度提高；讲求运动释放个性，专业度有所提升；举国体制对大众体育项目影响开始减弱。	(1) 生活压力相对较大阶段，以篮球为主的体育爱好仍存，但参与力减弱，注重健身、跑步等健康属性较强的运动 (2) 养成了一定运动服饰穿着习惯，讲求一定的个性化和时尚性 (3) 注重品牌和品质 (4) 消费能力较强。
90/00 后	更多新兴大众运动相继引入并发展为潮流，以篮球、跑步等运动成为年轻人重要生活方式；体育认知度和专业度提高，重度和资深爱好者群体扩大；国际顶级赛事和体育明星关注度空前；体育时尚意识增强	(1) 整体而言以篮球为首的主流运动丰富，基本为娱乐性或强竞争性运动，健康性运动需求还较少 (2) 个性化诉求强烈，对体育时尚有较强认知和追求，体育明星的粉丝效应明显 (3) 消费观念超前，在消费信用和上一辈支持下消费能力较强。

资料来源:易观咨询, 国信证券经济研究所整理

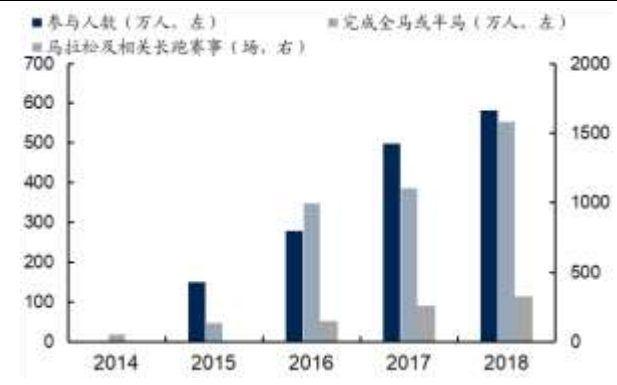
1) 年轻群体对体育健康重视度提升, 参与者群体持续壮大。1980 年之后正值经济开始高速腾飞的时期, 各类主流运动项目也是在这一时期开始相继在国内兴盛流行起来。近年来看, 随 80、90 后人群逐渐步入青壮年, 工作压力加大, 其对健康的重视程度较上一代人也显著提高, 也开始更多的投身到健身跑步的锻炼大潮。

图 20: 国内健身俱乐部数量及会员数



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2018 年国内长跑赛事情况



资料来源: 中国田协, 国信证券经济研究所整理

2) 年轻一代穿着场景拓宽, 运动时尚愈发流行。由于新兴大众运动项目已融入年轻一代的日常生活, 加上运动鞋服本来具备便于活动的特点, 运动鞋与运动服渐渐成为一种流行度较高的穿着习惯。此外, 由于运动鞋服可以传达体育运动本身十足的精神个性和社交属性, 因此能与年轻人强烈的个性审美及潮流追求相融合, 渐渐形成独特的运动时尚。根据企业智库的调查显示, 54.4% 的年轻人将打篮球视作酷和帅气的表现。

3) 体育政策力度大, 东京奥运会或成又一助推力。自 2015 年以来体育行业政策力度一直处于较高的水平, 政策致力于全面完善的体育产业体系, 培养一批有影响力的高质量体育品牌和企业。体育用品及服饰行业作为我国体育产业中的主要部分, 将直接受益于政策对行业整体和细分项目的发展推动。

**表 4: 近年来部分体育相关重要政策文件**

时间	政策文件	部门	关键内容
2014.10	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国务院	到 2025 年,基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系,体育产业总规模超过 5 万亿元,经常参加体育锻炼人数达到 5 亿。
2016.05	《体育发展“十三五”规划》	体育总局	到 2020 年全国体育产业总规模超过 3 万亿,在国内生产总值中的比重达到 1%,体育服务业增加值占比超过 30%。体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%。经常参加锻炼人数达到 4.35 亿、人均体育场地面积达到 1.8 平方米。
2016.06	《全民健身计划 2016-2020》	国务院	每周参加 1 次及以上体育锻炼的人数达到 7 亿,经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿,体育消费总规模达到 1.5 万亿元,全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源。
2016.09	《青少年体育“十三五”规划》	体育总局	到 2020 年青少年体育活动更加广泛,训练基础更加坚实,基本公共体育服务更加协调,每 2 万名青少年拥有一个青少年体育俱乐部,认定国家高水平体育后备人才基地 380 个左右,国家级体育传统项目学校达到 500 所,常在在体育传统项目学校训练的运动队达到 3 万个以上。
2016.11	《冰雪运动发展计划(2016-2025 年)》	体育总局	以筹办 2022 年冬奥会为契机,在京津冀地区建设一批能承办高水平、综合性国际冰雪赛事的场馆,并积极普及冰雪运动项目,大力发展冰雪健身休闲业、高水平竞赛表演业和冰雪旅游业,带动全国冰雪运动发展。建设一批国家冰雪产业示范企业,2025 年达到 20 个;
2017.08	《全民健身指南》	体育总局	提出了不同体育活动方式的健身效果、运动能力测试与评价方法、体育健身活动原则、体育活动方案要素案等。涵盖了青少年、成年人、老年人等健康人群的健身指南和不同慢病人群的运动处方。
2018.01	《马拉松运动产业规划》	体育总局、发改委、工信部、科技部、旅游局等 11 部委	(1)到 2020 年,马拉松运动产业规模将达到 1200 亿元,出现十大品牌赛事运营公司和 10 家品牌马拉松运动产业技术服务装备商;全国马拉松赛事场次(800 人以上规模)达到 1900 场,中国田径协会认证赛事达到 350 场,各类路跑赛事参赛人数超过 1000 万人次。
	《自行车运动产业规划》		(2)到 2020 年,自行车运动产业总规模力争达到 1500 亿元,各级各类自行车赛事活动达到 5000 场。
	《击剑运动产业规划》		(3)到 2020 年,基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的击剑运动产业体系,全国参与击剑运动的人数规模达到 20 万,形成 700 家以上具备高水准的击剑运动俱乐部。
2018.12	《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》	国务院	到 2025 年,建设若干体育竞赛城市和体育竞赛表演产业集聚区,推出 100 项体育精品赛事,打造 100 个体育竞赛表演品牌,培育一批具有较强市场竞争力的体育竞赛表演企业,体育竞赛表演产业总规模达到 2 万亿元

资料来源:本门官网,国信证券经济研究所整理

而即将到来的 **2020 年东京奥运会**或成为凝聚国内大众对体育运动关注度,提升**运动鞋服消费积极性的促进因素**。从历史经验来看,奥运会前后国内居民的运动积极性都会受到良好带动,因而增加运动鞋、服的购置需求,除 2012 年正值行业危机爆发外,相关品牌在销售方面都能取得不错表现。本次奥运主办国日本与中国紧邻,时差仅有一小时,对国内观众而言无论是通过电视等媒体的直播观看还是亲身前往现场观赛,便利性和经济性都相对前两次奥运提高许多,根据目前估算,本次奥运会中国门票数量将达到以往 10 倍以上规模。同时当前港澳遇冷情况下,日本或将成为是周边国家中的一大主要游客分流地,也将有助推升奥运关注度。

**表 5: 近几届奥运会门票销售情况**

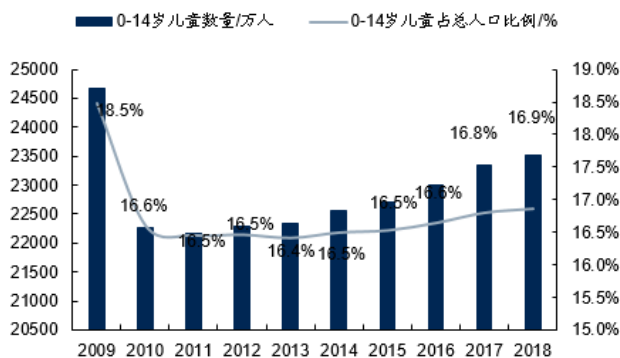
时间	奥运会	门票总数	非东道主国家和地区门票数	中国门票数
2012 年 7 月 27 日-8 月 12 日	伦敦奥运会	660 万	100 万	1 万
2016 年 8 月 5 日-8 月 21 日	里约奥运会	750 万	230 万	约有 3000 多名中国游客前往奥运会会场观赛
2020 年 7 月 24 日-8 月 9 日	东京奥运会	880 万	220 万(其中观众 100 万)	初步估算 10 万

资料来源:各国奥委会、新华网等,国信证券经济研究所整理

### ➤ 童装: 年轻中产亲子消费重视程度提升, 童装消费均价提升更值得关注

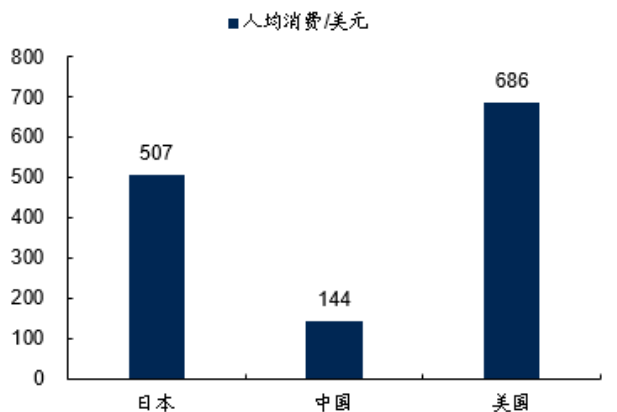
从行业空间来看,对比发达国家美国和日本来看,我国的童装的人均消费(童装市场整体的零售额/0-14 岁儿童数量)相较于发达国家的人均消费仍有一定的提升空间(欧睿的数据),2017 年,我国童装的人均消费为 144 美元,而同期日本和美国童装人均消费为 507 美元和 686 美元。而未来国内全面放开生育政策的预期强化一定程度也将对行业长期发展有所支撑。

图 22: 童装的细分市场规模及增速



资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

图 23: 儿童鞋服人均消费

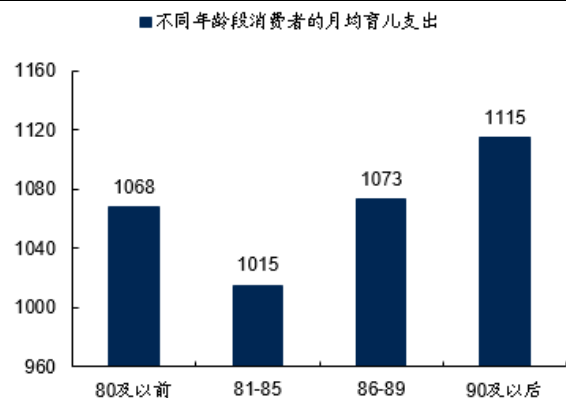


资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

当前,一方面晚婚晚育、少生优生以及“4+2+1”式倒三角家庭结构使得儿童俘获了整个社会与家庭前所未有的高度重视,儿童消费在家庭中的占比也不断的提升。另一方面,随着80/90后进入生育期,他们较为先进的消费观念使得其育儿质量明显提升,消费者愿意为高质量、高安全性和高附加值的童装支付溢价。

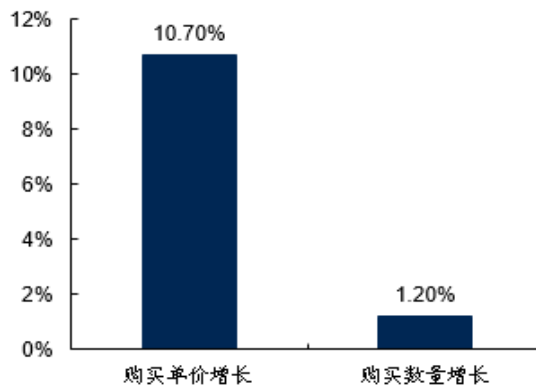
相应对子女衣物的开支有所增加。2010年左右,以80后为主的人群开始进入结婚生育期,出生人口并没有大幅增长,但是童装行业开始高速增长。根据CMBE发布的《2017中国孕婴童消费市场调查报告》显示,当前90后的月均育儿支出为1115元,高于80及以前的消费者。

图 24: 不同年龄段消费者的月均育儿支出%



资料来源: CMBE、国信证券经济研究所整理

图 25: 2017-2022E 童装的购买单价和购买数量的增长



资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

消费习惯的变化对于童装消费的量价均有显著影响,根据罗兰贝格的预测显示,预计2017-2022E 儿童鞋服购买单价年复合增速为10.79%,购买数量的年复合增速为1.20%。从量来看,童装需求本身偏向刚需且高频,家庭穿旧衣的习惯减少使得童装替换频率不断提升;从价来看,童装本身的客单价相对要较低且90/95后对于价格较为不敏感,同时,儿童的个性和颜值越来越被重视,童装市场也由满足基本穿着的实用型向追求时尚美观的品牌化转变。根据CMBE发布的《2017中国孕婴童消费市场调查报告》显示,消费者对于婴童服装的品牌重视程度并不高,未来品质化、品牌化和时尚化消费将推动了客单价的提升。

图 26: 消费者婴童用品品牌的重视度区分

哪些类别的产品消费者更看重品牌 (按不同年龄消费者)



资料来源: CMBE 报告、国信证券经济研究所整理

竞争格局: 行业竞争格局持续优化, 龙头企业产品升级步入快车道

我在前文就提到, 一个相对优质的消费品行业赛道, 竞争格局也应具备一定优化的基础, 因而在这一过程中龙头企业不仅有望分享行业高增长红利, 更将依靠此前的发展积累优势, 作为行业尖兵在行业发挥在那进程中充当推动快速发展的角色。

➤ 体育服饰: 龙头格局逐渐稳定, 专业+时尚不断带动行业变革

从竞争格局来看, 运动服饰于世界范围内都具备龙头集中度相对较高的特征, 存在 Nike 这样体量巨大的单一品牌。而作为全球巨头的 Nike 和 Adidas 公司市值分别高达 9000 亿和 4000 亿人民币, 国产龙头安踏近期市值也已达到 1200 亿人民币。综合来看, 运动服饰行业能够孕育出大体量单一品牌和大市值公司。

表 6: 体育用品公司市值及主品牌收入比较

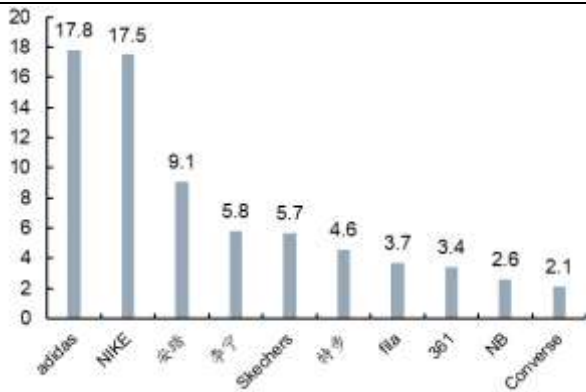
公司	近期市值 (亿元)	主品牌最新年报收入 (亿元)
Nike	10,259	2389 (含 Jordan 品牌)
Adidas	4,169	1538
Lululemon	1996	228
Under Armour	527	360
安踏	1854	160 (估计)
李宁	569	105

资料来源: wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

与国际一般情况相一致, 运动服饰行业在国内的所有服装子行业中表现出了最高的集中度, 甚至高于世界整体水平, 并在过去数年里稳步提升。按单品牌 (童装品牌单独计算) 看, 2018 年行业两大国际巨头 Adidas 和 Nike 市占率分别为 17.8% 和 17.5%, 合计市占率在 10/15/18 年分别为 22.9/ 28.3/35.3%, 提升明显; 随后的安踏、李宁、和 Skechers 三大品牌 2018 年市占率分别为 9.1%、5.8%、和 5.7%, 因此行业 CR5 高达 55.9%, 在 15-18 年间提升 6.1pct, CR10 则高达 72.3%, 提升 6.9pct。若按公司计算, 则去年行业 CR2/5/10 分别为 42.6/69.3/83.7%, 行业高度集中表现更为明显。



图 27: 2018 年国内前 10 运动品牌零售市场份额 (%)



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

图 28: 15-18 年运动品牌行业集中度趋势 (%)



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

从目前国内运动鞋服市场竞争格局来看, 大体分为以 Nike、adidas 为首的国际品牌、以安踏、李宁等为代表的国产龙头公司和其他非上市国产品牌三类, 这三类品牌的主要价格定位较为分明: 国际品牌雄踞高端和中高端市场, 国产龙头公司主打中端和中低端市场, 而其他国产品牌主要在低端和部分中低端市场。这样的格局的形成, 综合体现为品牌力的差异, 但本质差异在于产品力, 核心依然是专业功能性和时尚设计性。

表 7: 国内体育鞋服市场定位比较—以篮球鞋为例

品牌组	知名国际品牌	国内龙头公司	其他国产品牌
代表	Nike、Adidas、Under Armour 等	安踏、李宁等	鸿星尔克等
<b>-产品定位-</b>			
当季、上季	高端	中端、中低端	低端、中低端
过季、工厂店	高端、中高端	中端、中低端	低端
<b>-篮球鞋主要价位-</b>			
当季、上季	900-1500	300-700	100-300
过季、工厂店	600-1000	150-400	<200

资料来源: 天猫商城、线下调研, 国信证券经济研究所整理

**板块内我们建议重点关注比音勒芬、李宁和安踏体育:**

当前来看, 国内体育鞋服市场在总体高度景气的背景下两级分化现象十分明显, 这种格局从 14 年行业调整结束后越发明显。一方面, 国际品牌因产品及品牌力较强, 受到需求升级同时购买力提升的消费者青睐, 充分享受红利而高速增长, 引领整个行业。另一方面, 非头部的本土品牌公司, 因缺乏核心竞争力市占率快速下滑, 逐步退出市场, 包括一些原本已有一定名气的品牌公司, 在行业竞争压力中, 因未能及时做出转型升级, 迟迟不能走出困局而最终倒闭破产。

在这样的背景下, 本土运动龙头公司随自身实力大幅提升, 实际也获得了良好的崛起机遇, 重点关注李宁和安踏两大龙头。

**李宁:** 近年来通过在专业性和时尚性两方面的突破, 产品力快速升级, 同时通过丰富多层次的产品体系满足多样的消费者需求, 打动以年轻人为主力的消费者群体的能力极大提高, 而公司在零售端及供应链端的升级提效也大幅提升了公司的经营效率, 盈利能力逐年提升, 运营及现金流质量不断优化。

**安踏:** 同样凭借核心产品力的飞跃和性价比方面的综合优势不断巩固本土第一龙头地位, 旗下 fila 品牌成功打入高端运动时尚领域牢牢占据一定市场份额, 在消费者的青睐下增长势头依然强劲。其他品牌的稳步发展为进一步拓展细分市场带提供了较大潜力空间。综合来看两大龙头公司有望持续巩固自身在中、低端市场的优势, 同时向高端市场渗透, 充分享受行业红利。

此外，推荐关注特色运动细分领域中的**比音勒芬**。公司深耕中高尔夫运动，打造出一些列专业比赛服和高尔夫风格休闲服，在中高端服饰领域将运动功能性与休闲时尚良好结合，形成了独特的品牌优势，具备较大成长空间。

➤ **童装：国内竞争格局持续优化，未来具备集中度进一步提升空间**

首先从童装的市场竞争格局来看，目前森马服饰旗下巴拉巴拉的市占率最高，达到**5.6%**，**CR3**为**8.3%**，**CR10**为**12.9%**。由于消费者对于童装的诉求主要是以安全舒适为主，个性化的元素相对较小，目前美国、日本的童装市场集中度均较高，美国最大的童装品牌市占率为**9.4%**，**CR3**达到**20.4%**，**CR10**为**38.4%**；日本最大的童装品牌的市占率为**8.0%**，**CR3**达到**19.9%**，**CR10**为**31.5%**。同时，由于目前美国和日本的童装公司多品牌运作较为成熟，公司的市占率相对更高，美国市占率最大的童装公司Carter's的市占率为**10.8%**，日本市占率最大的童装公司Shimamura市占率为**9.5%**。

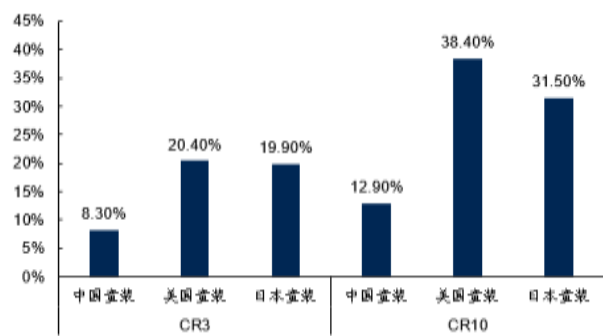
表 8：童装和童鞋品牌的市占率

童装品牌	童装市占率/%	童鞋品牌	童鞋市占率/%
巴拉巴拉	5.6	耐克儿童	4.9
安踏儿童	1.5	安踏儿童	3.6
阿迪达斯儿童	1.2	ABC	3.6
小猪班纳	0.8	阿迪达斯儿童	3.1
安奈儿	0.8	七波辉	2.5
塔嘀嗒	0.7	斯凯奇	2.4
迪士尼	0.6	巴布豆	1.6
迷你太平鸟	0.6	卡丁	1.3
耐克儿童	0.6	巴拉巴拉	1.3
ABC	0.5	斯乃纳	1.1

资料来源:Euromonitor、国信证券研究所整理

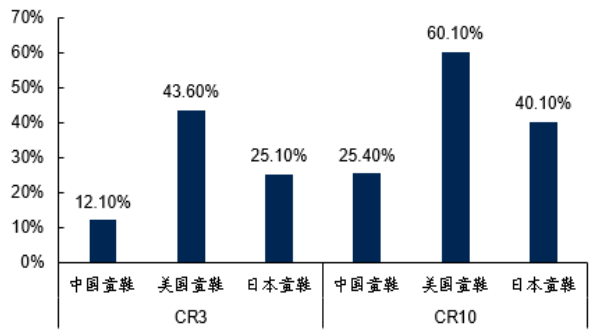
目前我国童鞋的市场竞争度要比童装的市场集中度更高，且以运动品牌为主导，这主要是由于童鞋的品类较为单一且消费者的诉求更加集中在舒适性上。目前耐克儿童的市占率最高，达到**4.9%**，安踏儿童以**3.6%**的市占率居于第二位。**CR3**为**12.1%**，**CR10**为**25.4%**。从海外对比来看，美国童鞋市场**CR3**为**43.6%**，**CR10**为**60.10%**，日本童鞋市场**CR3**为**25.1%**，**CR10**为**40.10%**，且美国和日本市占率前三均为运动品牌。

图 29：各国童装市场集中度对比



资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

图 30：各国童鞋市场集中度对比



资料来源: Euromonitor、国信证券研究所整理

板块内我们建议重点关注**森马服饰**：公司童装主业十年营收年复合增速**30.8%**，巴拉巴拉行业市占率第一（**5.6%**）。目前童装业务已形成完整多品牌矩阵，在前期积累的品牌优势下，公司在渠道议价能力不断提升。目前品类丰富度加速拓宽，随着公司对Kidlize设计资源及供应链的整合，公司童装竞争壁垒有望不断加深。另外，公司休闲装业务今年推出了“质在日常”的新品牌定位，符合当前消费趋势，未来有望通过存量店铺调整深耕，推进多品类拓张，以及借力

新媒体手段，夯实成人装复苏增长。而电商业务在近 8 年的发展过程中，已经从一个去库存的工具升级到一个内容运营的平台。新时期下森马电商通过新媒体加强消费者联系，大数据挖掘新需求，依托品牌力扩充品类或是推出线上品牌进一步打开增长空间。

**以电商为主导渠道下沉趋势凸显，高性价比产品将获得进一步增长动力**

➤ **流量下沉渐成主流，已具用户规模及新品打造基础品牌具备优势**

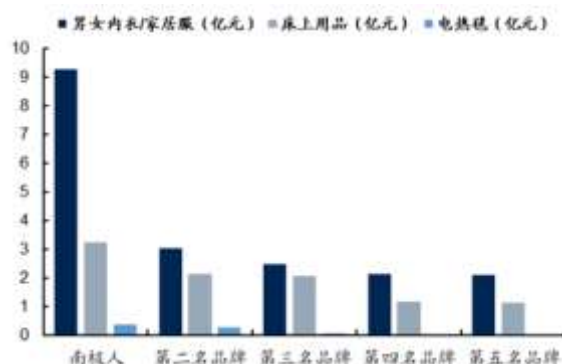
整体来看，电商渠道仍然是零售市场中增速相对最高的渠道之一，但近年来由于流量红利的消退，整体进入边际放缓的趋势。根据电子商务研究中心的数据显示，中国网络零售市场的交易规模增速从 2014 年以来呈现持续放缓的趋势。社零数据中 Q1 线上增速约 21%，较去年同期 34% 有较为明显的放缓，同时，规模以上快递业务量自 2016 年 3 月以来增速也呈现逐步放缓的趋势。

图 31: 规模以上快递业务量呈下滑趋势



资料来源: 电子商务研究中心, 国信证券经济研究所整理

图 32: 南极电商优势品类优势极为明显



资料来源: 淘数据, 国信证券经济研究所整理

为了应对流量红利衰竭，增速放缓趋势，主流电商平台今年以来纷纷以低线下沉为主要策略，以达到新客获取的最终目的。这一策略也会平台带来了新的增量，根据阿里巴巴最新财报显示，淘宝天猫在过去一财年的新增用户超 1 亿，77% 都来自下沉市场。

表 9: 各种平台下沉拉新为未来主要战略

平台	下沉措施
阿里	新客战略: 包括平台新客、品类新客和品牌新客, 618 重启聚划算承诺全网最高优惠, 最低定价; 新品战略: 未来三年将品牌完成 1 亿次新品首发, 孵化 100 个 10 亿品牌。
京东	618 以获取新用户为第一目标, 下半年将在微信平台上线全新的针对下沉市场的产品
拼多多	19 年将继续联合超过 100 个知名大品牌, 定向直补不低于 5 亿元, 以促进“品牌下乡”和农村消费市场升级”。

资料来源: 亿邦动力网, 国信证券经济研究所整理

而我们从下沉市场客群特征来看，18-35 岁的三四线的消费人群——即小镇青年，是目前最具潜力的消费人群。这一客群定位的特征在于 1) 产品需求上追求优质产品的同时仍具价格敏感性，因此性价比尤为重要；2) 与各大电商平台主体用户需求较为契合，而美妆电商平台（天猫、京东等）这几年也在加大对下沉市场开拓，行业的发展方向与之比较一致；3) 有钱有闲，在直播短视频上所花时间以及花费不断增加。

定位大众高性价比的新模式龙头在开拓低线市场中优势明显: 从流量下沉角度，南极电商以及开润股份均有望明显受益。

一方面，流量的获取离不开优质新品的快速推陈出新，以吸引新的客群。而南极以及开润已经在优质产能的整合上具备较强的经验基础，达到了极致的成本效率与周转速度，新进品类也可以迅速与赛道内原有企业成倍拉开销售差距，同时目前通过品控、设计等增值服务方面的大力投入，能够进一步帮助品牌在

各个品类中的销量和市占率快速提高，并且可以在短时间里打造“爆款”产品。

另一方面，低线消费人群近年来对于品牌的认知度在不断提升，目前线上马太效应凸显，品牌集中化趋势开始凸显。从近年的趋势来看，由于服装在线上的渗透率已经较高，逐渐步入流量的存量竞争时代，服装品牌的线上线下融合趋势明显，大品牌流量优势明显，而淘品牌在流量红利消逝的大背景下颓势尽显。

图 33: 小镇青年消费市场特点



资料来源:KWP 《2019 年金妆奖白皮书 V9》，国信证券经济研究所整理。

➤ 新模式企业积极整合优质中小优质产能，打造高性价比产品

结合当前我国大部分纺服小企业仍面临产能过剩的问题，集群化和规模化能够更好的帮助解决产能过剩的问题。同时，借助电商平台和互联网的发展红利，一些服装品牌在经营方式和策略上进行了重大变革，从自产自销产品的传统经营模式向面向厂商的综合品牌服务平台模式转变，这类具备一定流量资源的品牌商可以根据渠道数据的集合对供应商在产品生产、供应链服务上予以支持和赋能，并为大量的中小供应商找到流量入口。

以南极电商以及开润股份为代表的新模式企业，其中在产品上通过整合国内优质中小产能，打造极致性价比的大众消费品，或凭借生产端的过硬实力切入品牌端，打造价格亲民的高品质商品，符合当前潜力巨大的低线消费市场的消费偏好；在渠道上，借力当前电商渠道向低线城市下沉趋势的加强，通过新品快速迭代进一步扩大自身用户规模基础：

**南极电商：**公司品牌服务核心主业始终维持强劲增长，19 年前三季度 GMV 达到 168 亿元，同比增速达 59%，在拼多多、唯品会等与品牌定位契合的平台表现靓丽。中长期来看，公司通过具极强扩张能力的独特品牌业务模式强势突破高频化、标品化的大众消费品市场，打造的极致性价比商品符合当下消费趋势发展，在庞大消费者基础之上效率壁垒逐步加深，拥有持续增长动能。

**开润股份：**公司原为箱包制造业领先的龙头公司，自主打造“90 分”品牌切入零售市场，凭借小米生态流量的加持以爆发式增长的方式四年内成为行业领导者，形成 2B 和 2C 两端双轮驱动业务模式。当前来看 C 端业务有望通过非米系渠道开拓以及围绕泛出行领域扩品类下实现进一步强化，仍具有较强成长性，2B 端业务在与原有客户维持稳定合作关系的同时，今年通过收购优质海外工厂成功切入耐克等全球顶级品牌供应链，强力背书下有望获更多优质客户，未来有望在产能释放下获得持续增长动能。

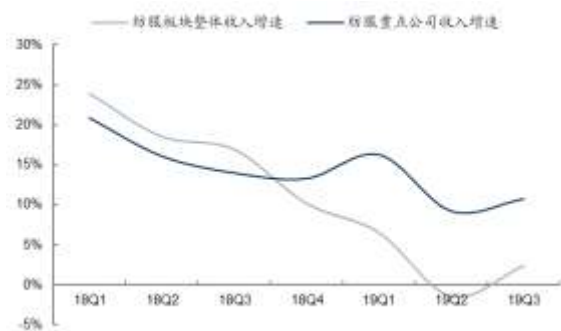
## 展望二:存量竞争, 关注龙头长期实力下的经营韧性

### 优质龙头公司内功深厚, 行业弱势中基本面表现明显更优

除了上述体育及童装等赛道仍具一定增量空间外, 整体来看纺服板块中的品牌服饰、纺织制造等主要领域已处于相对的成熟阶段, 业内企业基本也处于存量竞争之中。在当下行业调整景气度较低的阶段, 各公司基本面分化更为突出, 而具较强综合实力的细分板块龙头公司表现明显更优。

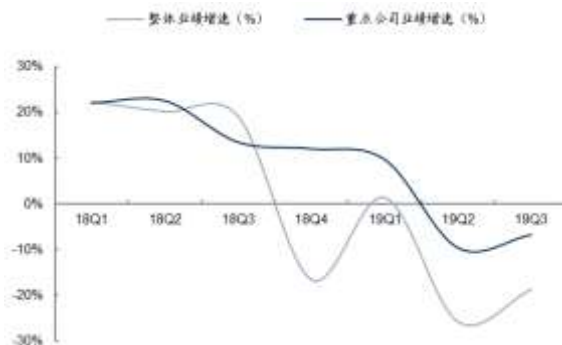
具体来看, 自去年末季度行业加速下行以来, 我们在纺服板块所重点关注的 17 家龙头纺服公司的整体营收仍保持了 10% 左右的稳健增长态势, 与板块整体收入增速的放缓甚至下滑情况对比明显, 平均而言每个季度增速高出 8.0pct。而在业绩方面, 虽然重点公司整体自 Q2 起也开始出现下滑, 但仍好于板块整体。

图 34: 纺服行业整体&重点公司季度营收增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

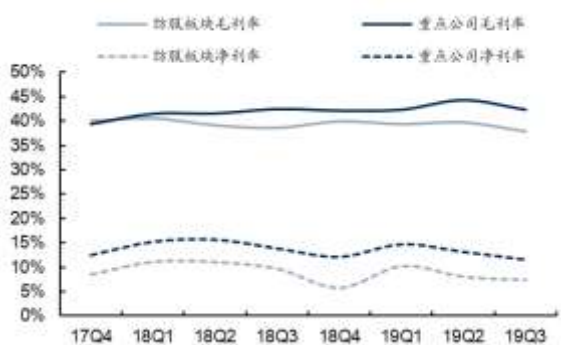
图 35: 纺服行业整体&重点公司季度业绩增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

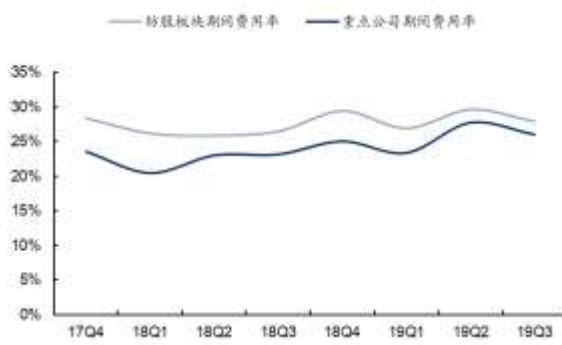
在其他财务指标方面, 重点公司也体现出了经营效率方面的优势, 特别是在盈利能力方面。从毛利率来看, 重点公司毛利率较纺服板块整体更高, 并且差距有拉大的趋势。而在期间费用方面, 重点公司的费用率水平一直相对更低, 主要系更低的销售费用率带动, 而财务费用率方面同样占有优势。

图 36: 纺服行业整体&重点公司季度毛利率与净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

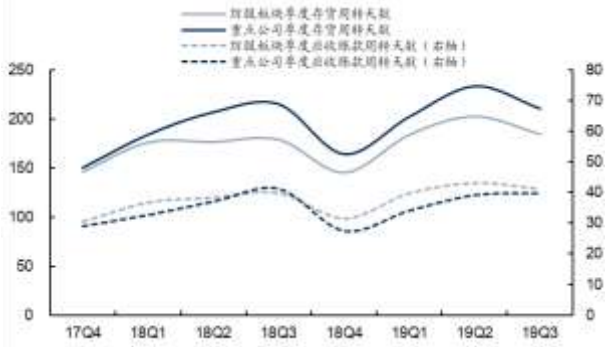
图 37: 纺服行业整体&重点公司季度期间费用情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

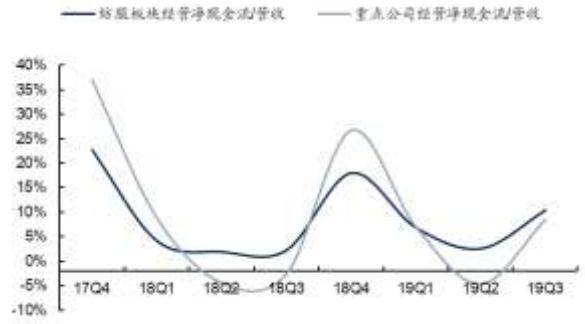
现金流方面, 重点公司总体来看也相对具有优势, 经营净现金流情况明显较纺服板块整体更为稳健。此外, 在运营能力方面, 重点公司的应收账款周转天数水平更低但存货周转天数更高, 考虑各子行业之间因为所处产业链位置和业务特征的不同, 预计一定程度上是由重点公司的子行业分布导致。

图 38: 纺服行业整体&重点公司季度运营能力情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 纺服行业整体&重点公司季度现金流情况



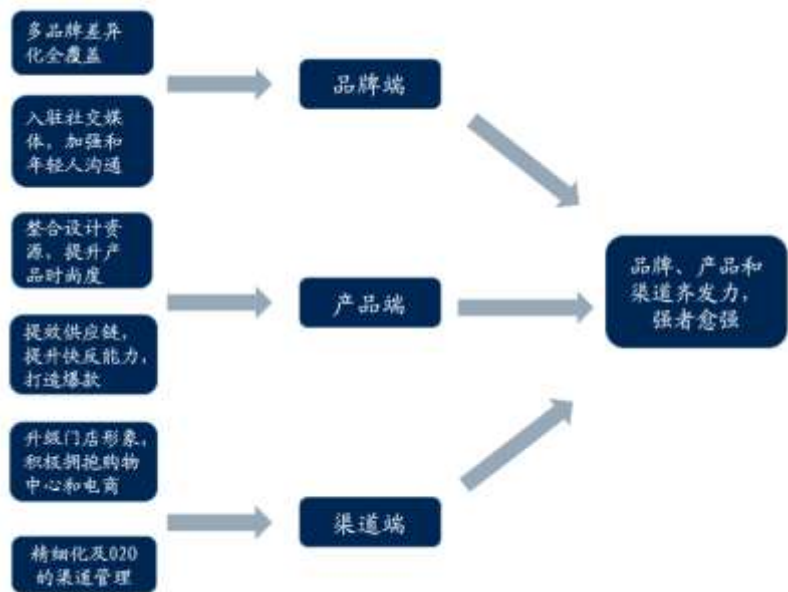
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合来看，龙头公司在行业相对弱势期间仍有着较好的基本面表现，不仅受益于规模优势带来的更强抗风险能力，更与针对行业发展趋势而进行的内部业务升级提效及战略布局有密切关联。我们在 2019 年年度策略曾提到，对于服饰品牌，如今国内消费已经呈现整体升级、内部分层和代际变迁的特点，背后共同反映的是经济发展到一定程度后，消费进入存量市场，这在主动满足消费者偏好的速度和能力方面提出了更高的要求，产品的品质、供应链的优化、经营效率的提高已成为竞争的关键。同时对于上游纺织企业，积极的向成本更低的周边国家拓展产能，上下游龙头公司之间强化合作关系，在长期来看都将使公司获得更强竞争力，将高市场份额提升到更高水平。

**品牌服饰：重视运营能力提升，品牌渠道产品多维度向好**

品牌服饰今年以来行业整体仍实现了平稳增长，但企业间分化也在加速显现。长期来看，品牌龙头企业在经历了行业低谷期后，近年来通过在产品升级、营销革新和渠道优化等方面的改善，未来市场份额有望加速向优质龙头品牌集中，实现强者愈强。

图 40: 龙头品牌顺应大势的发展战略



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

**品牌端：新一代消费者消费偏好变化较快，品牌需顺应大势进行升级重塑**

从当前消费的大背景来看，我国消费市场的发展与当前人口结构变化同样有着较为明显的联系，呈现出复杂多样化的特征。由于不同年龄段的人群在成长背景、教育背景和所处的人生阶段有很大的差异，导致不同年龄段人群的消费方式和消费习惯均有一定的差异。

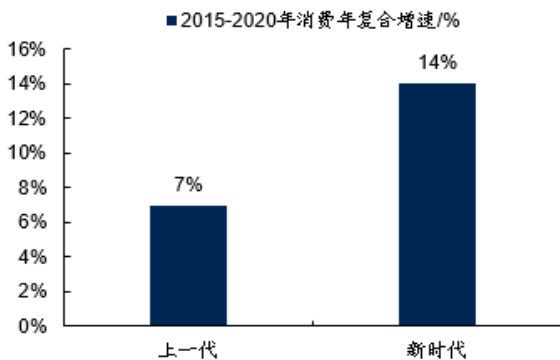
**表 10：我国“新世代”和“上一代”对比**

各阶段人群	新时代	上一代
成长背景	独立、开放、物质丰富时代	闭塞、物质匮乏时代
教育背景	接受高等教育占比较高（25%），具有国际化视野	接受高等教育占比较低（3%）
消费意识	消费意识超前，善用消费贷等方式提前透支消费	高储蓄、低消费，消费的增长没有跟上财富增长的步伐
品牌认知度	品牌认知度很强	有一定的品牌认知，但远低于新世代

资料来源：波士顿咨询、国信证券经济研究所整理

根据波士顿咨询显示，出生在 1980 年以后的中国人即将成为推动全球第二大经济体从投资驱动增长向消费驱动增长转变的主要力量。预计 2015-2020 年中国平均的消费额年复合增速为 9%，其中“上一代”消费者消费的年复合增速为 7%，而同期“新世代”消费者的消费的年复合增速为 14%。目前，成熟的新世代消费者（15-35 岁）在中国城镇 15-70 岁人口中占比 40%，这一比例在 2020 年将达到 46%，新世代的消费占比将从现在的 45%激增至 2020 年的 53%。他们较上一代更为强劲和多样化的消费需求，让本土消费市场发生深刻变革。

**图 41：不同世代的消费增速%**



资料来源：波士顿咨询，国信证券经济研究所整理

**图 42：年轻一代消费者对本土品牌的态度正日益开放**



资料来源：波士顿咨询，国信证券经济研究所整理

随着新世代消费的高增长，他们的消费特点和习惯将引领品牌的变革，在这场变革中，本土品牌的机遇和挑战并存，只有从新世代消费者的需求出发的品牌才能在这场变革中取得长盛不衰。

**面对新一代消费群体，龙头品牌通过年轻化转型及多品牌发展保障持续增长**

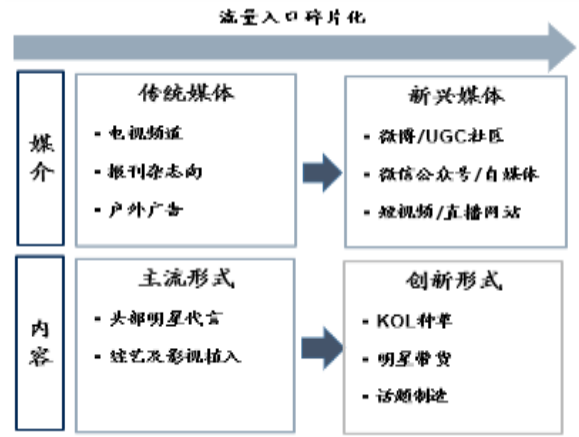
1) 企业在品牌营销方式上须有针对性对当前新媒体形式作出改变：当前，形式多样、内容丰富、互动性强的互联网等新媒体正在不断崛起，这些媒介的主要受众也主要为 80、90 后消费群体。从目前的整体营销媒介变化趋势来看，如下图所示，传统媒体渠道仍在下行趋势之中，而网络等新兴媒介处于稳步提升当中。同时，营销也随着媒体渠道变迁也经历了从传统的电视报刊杂志，到网络社交媒体的转变，在形式上也从简单的明星代言，进阶到内容营销。

图 43: 不同媒介近年来广告投入增长情况



资料来源: CTR、国信证券研究所整理

图 44: 新形势下的营销形式变革



资料来源: 搜狐网、国信证券研究所整理

去年以, 来多家品牌服饰公司开始积极运用小红书、抖音等社交媒体传播等渠道, 实现了营销内容植入场景和热门综艺热点直追, 对品牌的年轻化、时尚化、并具有功能性定位认知起到了良好的推动作用。举例来看海澜之家、太平鸟、森马等主要的大众服饰品牌都已经在抖音上开通了官方账号, 并针对单品通过短视频展示或有剧情的方式进行推广和直接卖货。

2) 企业需丰富旗下品牌矩阵, 多品牌的运营将实现对消费者全方位覆盖。并平缓单一品牌在市场波动所受影响, 通过多品牌的布局能够捕获更多的消费者, 同时也能够通过多品牌迭代成长实现基本面稳步向好。如下表所示, 太平鸟、海澜之家、森马和歌力思等龙头品牌服饰正在逐步扩大品牌矩阵, 培育新的增长点。

表 11: 龙头公司旗下品牌及定位

公司	旗下品牌	性别定位	年龄定位	品牌风格定位
太平鸟	PEACEBIRD WOMAN 太平鸟女装	女	25-30 岁 都市女性	时尚、优雅、亚洲
	PEACEBIRD MAN 太平鸟男装	男	25-30 岁 都市男性	风格“时尚、活力、亚洲”; “活出我的闪耀”的品牌精髓, 热衷于表达自由, 自信的都市男性形象
	LEDIN 乐町	女	18-25 岁 都市少女装	风格“甜美、优雅、活力”; “欢乐、趣味、分享”为核心价值, 崇尚以趣味时尚的单品混搭不同造型, 妆点不同心境
	MATERIAL GIRL	女	18-25 岁 新时代潮流少女装	“都市、明星、音乐”; 时尚音乐, 流行天后风采, 自信独立大胆前卫
	Mini Peace	男、女	2-10 岁 童装	时尚、活泼
海澜之家	海澜之家	男	成人	商务、时尚、休闲的大众平价优质男装
	圣凯诺	男、女	成人	量身定制的商务职业装
森马服饰	森马 Semir	男、女	16-30 岁 时尚、潮流年轻人	年轻、时尚、活力、高性价比的大众休闲服饰
	巴拉巴拉 Balabala	男、女	0-14 岁 童装	时尚、品类丰富、覆盖年龄范围广泛的大众休闲童装
	Kidiliz	男、女	童装	时尚, 定位中高端的童装品牌
歌力思	ELLASSAY 歌力思	女	25-45 岁	优雅、时尚及完美品质的现代都市风格
	LAUREL	女	年轻女性	欣赏、感知和热爱为品牌宗旨, 面向严谨、积极、自信的女性客群
	Ed Hardy	男、女	年轻群体	轻奢潮流品牌
	IRO	男、女	年轻女性	追求街头情怀的法式简约风格, 主打时尚女装产
	VIVIENNE TAM 薇薇安谭	女	年轻女性	以中国元素为创作灵感, 通过时间、空间的转换将都市与古典, 唯美与摩登完美融汇
	JeanPaulKnott	男、女	成人	比利时设计师品牌, 风格简约经典, 注重独特性
Self-portrait	女	年轻女性	浪漫独特的当代风格	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

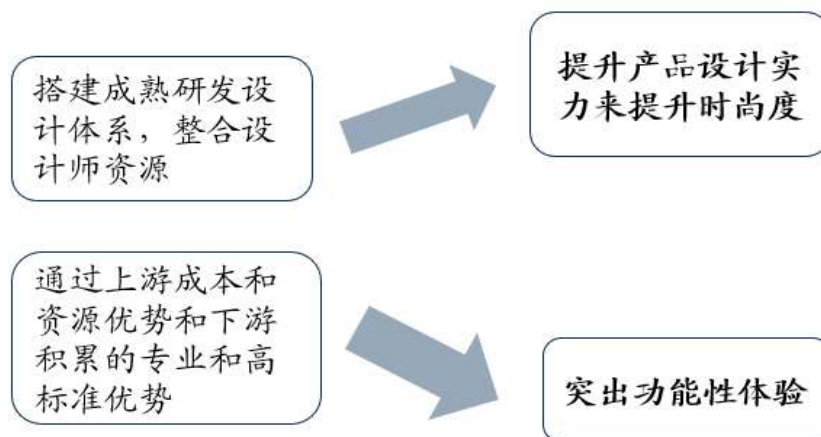
产品端: 把握市场风口推陈出新, 供应链优化提升爆品打造能力

1) 积极增强研发设计能力, 为客单价提升打下基础



产品力的提升是运营能力提升的基础，在行业消费升级的背景下品牌服饰的产品端升级从显性来看主要体现在一是时尚度以及舒适度两方面，即一是通过提升产品设计实力来提升时尚度，二是通过其不断累计的专业和高标准的生产优势突出其功能性和舒适度的体验，从而打造差异化的锚点。两者结合的背景下通过符合年轻化及消费升级趋势，从而实现新品迭代提升了客单价水平。

图 45: 品牌服饰产品方面的改革转型



资料来源:国信证券研究所整理

目前品牌服饰龙头普遍已经搭建了较为完善的研发设计体系，如近年积极时尚化转型的太平鸟拥有超过 500 人的设计团队，平均年龄在 28 至 29 岁之间，年设计量可以达到 8000 款产品，功能性服饰龙头波司登在上海设立了产品研发中心主要负责一些高势能款的设计开发。另一方面，各大公司也积极整合国内外设计师资源，与知名 IP 进行跨界合作。

## 2) 供应链升级正当时，快反模式力促新品快速迭代

企业在产品供应链上试水快反模式，拥有具有小批量和快出货的生产体系，以便快速推陈出新，紧跟时尚潮流，不同于传统的订货会模式，即公司需要提前预测未来时尚流行趋势，由于市场流行趋势快速变化，消费者喜好快速更迭，难以实现准确预测，从而出现畅销款断货、平销款积压的库存问题。“以销定量，以销定产”的快速反应模式下，服装企业采用“多品种，小批量”的生产销售模式，增加 SKU 整体数量，减少单个 SKU 产量，得以快速推陈出新，紧跟时尚潮流，并最终取得了商品货期缩短、产品售罄率提升、库存压力减少以及运营效率的提升，但这一模式的实现离不开对上游供应链的升级整合。

具体来看，目前本土大众休闲品牌已经开始整合上游的生产制造商，如海澜之家持续将供应商工厂向公司总部附近转移，并加强与周边核心供应商的合作，这样可以更灵活的进行采购和安排补单，适应市场的变化。当前周边的核心供应商基本已经专供公司生产，包括了前五大供应商，供货占比超 30%。同时公司也在向供应商输出内部的相关管理人员。而从产品方面，公司品质要求高、较为标准化、销量较大的订单基本由核心供应商生产，而相对分散、快时尚性较强的产品交给小供应商。此外，公司对供应商会执行严格考核，所有供应商每年都会进行指标排名，包括供货能力，交货期，数量，售罄率指标、开发人员的市场考察次数，员工福利等，排名靠前的供应商将会获得更多订单。

图 46: 供应链流程



资料来源:国信证券研究所整理

**渠道端：流量向新兴渠道加速转移，传统渠道面临收缩**

**1) 首先近年渠道流量集中度正在加速提升，且获客成本也在加速提升。**

从线下来看，购物中心渠道仍是流量的主要聚集地，其聚合能力以及成熟简便的综合管理对于家庭消费有着较大的吸引力。但相应的购物中心租金相对传统百货更高，主要具备一定品牌引流能力，产品品类丰富，具备规模优势企业才能实现较高的坪效，并通过强大的议价能力，抢占流量最佳的位置。

同时，从线上来看，淘品牌对于本土大众休闲服饰的冲击已逐步减弱，未来大平台的品牌化趋势仍将加速，头部商家集中度不断上升。因此，面对渠道变迁，品牌企业一方面需要适时进行渠道调整，提升流量获取能力，并通过提升品牌力提升对优质渠道的议价能力。

**2) 营销和渠道边界打破，渠道体验将有效传达品牌升级效果**

升级的产品必须配合升级的门店体验，才能传达品牌升级的效果。此外，当前产品销售渠道和营销的边界越来越模糊化，无论是线下门店还是线上服务都是建立消费者联系，加强品牌形象的重要渠道。

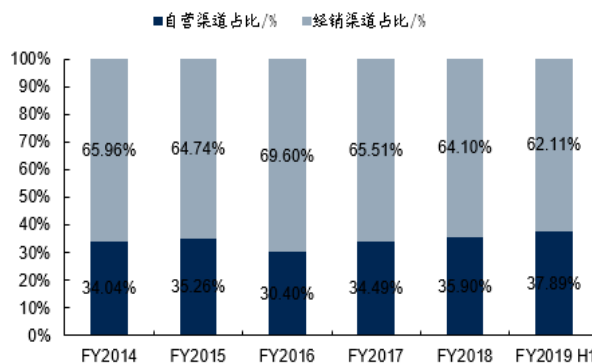
如波司登近年来为了推进品牌提档，波司登的渠道进行了结构性的升级。一方面公司通过提升自营渠道占比强化公司与消费者之间的直接联系，并能够快速针对消费者需求进行产品结构改变，以更好的推进品牌转型。同时也积极对门店进行升级改造，截至 2018 年 9 月 30 日，波司登品牌在全国拥有 3431 家门店，2019 财年公司对其中 1200 多家部分门店进行翻新装修，提升品牌形象，也带来了新一代消费者年轻化、时尚化的体验。

图 47: 波司登上海南京东路门店形象



资料来源:公司公告、国信证券研究所整理

图 48: 波司登品牌自营/加盟渠道数量占比/%



资料来源: Wind、公司公告、国信证券研究所整理

对于投资标的我们建议从估值低估以及基本面改善明显的角度重点推荐：波司登，海澜之家等。

**波司登：**在需求升级供给出清推动行业集中度稳步提升趋势下，波司登通过多

年来积累的研发生产和品牌资源，以产品升级及供应链优化为抓手，大力推进品牌重塑有效把握年轻化消费升级趋势，有望持续实现基本面复苏。集团行业龙头地位稳固，品牌改革红利有望持续释放。

**海澜之家：**19年改善主品牌在产品端继续通过与知名IP跨界合作等方式进行年轻化及个性化升级，新品牌布局进入开拓期，预期将逐步贡献更多收入及业绩，预计全年整体收入仍有高单位数增长，中长期来看公司作为行业龙头业务稳定性较强，上市以来稳定高分红，且5年股份回购规划彰显中长期发展信心。

**上游制造：中美贸易纠纷有所缓和，纺织制造业或迎复苏契机**

在内外宏观环境皆为不利的背景下，今年以来纺服上游制造企业的经营状况不甚乐观。截至10月，国内规模以上纺织企业主营业务收入同比下滑0.5%，较去年全年降幅扩大0.3pct，尤其是进入下半年后的数月里，中美贸易争端继续升级，前期已实施的关税影响逐步抬升同时新的关税继续加码，摩擦在各个领域持续扩大，而内外经济疲态延续，行业承压更为明显。于是在盈利方面，国内规模以上纺织企业截至10月的利润总额同比下滑6.4%，较去年全年下降11.7pct，反映了收入下滑与市场不景气带来的价格下降的双重影响。

但是，从近期来看，一方面贸易争端的解决开始有了实质进展，另一方面国内11月PMI时隔6个月重返荣枯线以上，短期内行业整体性复苏有望逐步显现。同时中长期来看，各龙头制造企业海外布局仍在积极推进，同时产业集中、企业强强联合的趋势继续进行，近来的行业不景气或加速中小企业出清，综合来看各细分行业龙头有望持续建立优势。

图 49: 19年 1-10 月规模以上纺织企业主营业务收入同比下滑 0.5%



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 50: 19年 1-10 月规模以上纺织企业利润总额下滑 6.4%



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

**短期：贸易纠纷有望逐步步入解决进程，行业从底部有望迎来复苏**

纺织制造为中国的主要出口行业之一，近年来每年出口额已接近 3000 亿美元级别，因此受国际贸易局势和全球经济景气度影响较大。去年以来由美国在全球范围内挑起的贸易纠纷对全球经济运行造成较为不利的影 响，而随着中美贸易纠纷的趋于缓和，对于国内纺织制造企业而言，在经历了一年多的需求疲软、悲观预期、订单减少等的压制后，贸易争端的解决不论是对出口还是产品价格都有望快速产生力度较大的提振作用，出口转内销加剧竞争的情况也有望得到迅速的缓解，有利于推动业绩反弹。

**1) 出口：延续下滑态势，进入下半年后仍然明显承压，有待贸易局势明朗**

从进出口数据来看，1-10月我们纺织品出口累计金额微增0.34%，而服装出口金额下降4.8%，受关税及外需减弱影响明显。从对美出口情况来看，1-10月我国纺服产品对美出口累计金额同比下滑达11.6%，较去年下降24.2pct.，主要的服装类产品对美出口累计金额下滑4.3%，较去年同期下降12.4pct，可见

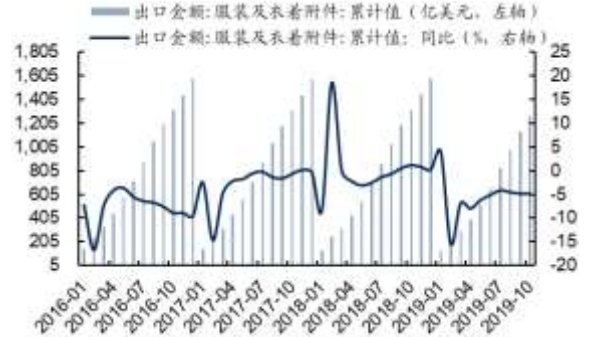
关税造成的短期直接负担，未来持续时间及税率不确定性带来的市场担忧都对市场产生较强冲击效应。目前来看，考虑争端中的复杂性及反复性，预计仍需等待解决协议明朗化，不确定性逐步消除后才会迎来外需订单的实质性拐点。

图 51: 1-10 月国内纺织品出口累计金额微增 0.34%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 52: 1-10 月国内服装出口累计金额下降 4.8%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 53: 1-10 月国内纺织服装类产品对美出口额下降 11.6%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 54: 1-10 月国内服装类产品对美出口额下降 4.3%

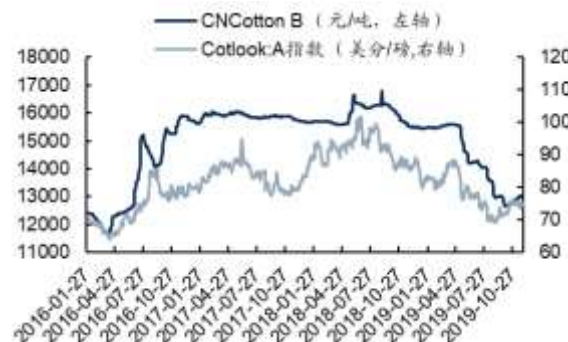


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 2) 原材料: 棉花价格形成筑底之势, 其他原材料延续下行

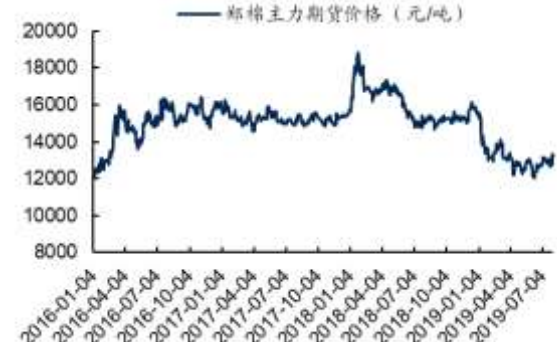
今年以来, 主要原材料棉花走势疲弱。对于不少上游企业, 棉价的下降不仅导致成本加成定价下的产品价格下降, 也使得相关套期保值决策难度加大, 更容易出现较大的非经常性亏损, 带来业绩上的双重打击。但近一两个月来看, 内外棉价皆呈现了企稳趋势, 也有利于企业稳定未来业务开展。

图 55: 内外棉价走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 56: 棉花主力期货价格走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

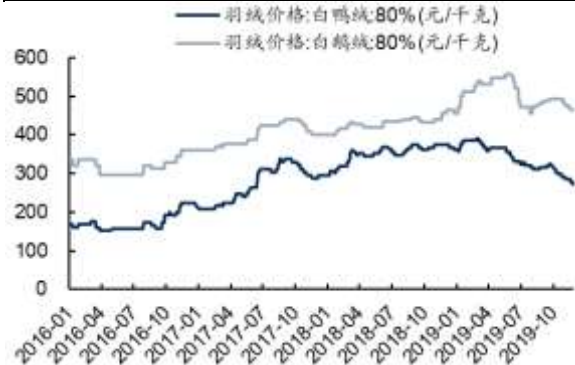
在其他原材料方面，今年以来化纤原料涤纶短纤和黏胶短纤在同样持续下行，整体来看上游原油年内供应持续过剩，下游纺企压力仍然较大，因此**胶黏短纤价格较年初下跌 26.2%，而涤纶短纤下降 23.9%**，整体市场情况弱勢明显。另一方面，今年以来，羽绒价格持续上行趋势发生变化，其中白鸭绒价格自 4 月以来持续回落，而白鹅绒涨势受到抑制。目前来看 80%白鸭绒价格已较年初下跌 25.1%，而 80%白鹅绒价格较年初的涨幅也回落至 1.8%。

图 57: 主要化纤原材料走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 58: 羽绒价格走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**中长期：“海外拓产” + “强强联合”，优质产能集中度加速提升**

**1) 海外产能：龙头公司海外扩产稳步推进，长期成本优势和抗风险能力**

当前来看，国内龙头纺企仍在稳步推进对外投资拓产，尤其是对越南等综合生产成本相对较低且纺织行业已有一定基础的周边国家。具体而言，目前中国周边的东亚、南亚等国家在人力、土地等制造业成本方面仍较国内具有优势，而纺织制造业，尤其是成衣制造又属于人力密集型行业，因此将一些相对低端、对劳动力素质要求较弱的产能投建在这些国家可以良好的享受低成本优势。同时这些周边国家在贸易方面往往能较国内取得更加优惠的条件，尤其是在当前贸易保护主义不断抬头的背景下可较大程度的降低关税风险。而在政策上，这些国家对于海外企业也有一定优惠倾向。

因此，不少具备一定资本、技术实力的国内龙头纺企很早就开始对周边国家进行了产能布局，目前已经形成了相当的规模，并掌握了先发优势，综合竞争力随产能的不断扩张持续增强。另一方面，资金实力相对较弱，又无技术优势的部分中小企业，不仅要承受国内日渐抬升的生产成本和环保成本，在遭遇贸易关税壁垒时也无法通过产能分散和调配来抵御冲击，在行业竞争加剧的背景下下降越发处于劣势，生产空间将被进一步压缩。在这样的情况下，业内强者恒强情形将越发突出，龙头企业在对外拓产中将逐步实现优质产能的集中，获得市场份额提升和长期的竞争优势。

**表 12: 纺织制造板块重点公司对东南亚国家投资进展**

重点公司	投资国家	启动年份	项目计划投资金额	投资概况	项目进展情况
百隆东方	越南	2012 年	7 亿美元	于越南西宁设立百隆(越南)公司, 投建 100 万锭色纺纱项目。	A 区 50 万锭产能全部建成, 2015 年起实现盈利, B 区 50 万锭产能中 20 万锭以完全释放, 另外 20 万锭今年内将如期投产; 2020 上半年 B 区剩余 10 万锭预计也将如期投产, 届时在越南产能将占总产能的 60%。
华孚时尚	越南	2014 年	2.1 亿美元	设立华孚(越南)公司, 位于越南隆安, 投建 16 万锭色纺纱项目, 二期追加为 28 万锭。	已完全投产。
		2018 年	25 亿元	筹建华孚(越南)50 万锭新型纱线项目, 为规划规划中的 100 万锭项目的第一期。	正通过发行可转债方式募集其中 18 亿元资金。
鲁泰 A	柬埔寨	2013 年	2000 万美元	设立鲁泰(柬埔寨)公司, 投建衬衫加工厂, 设计产量年 600 万件。	已于 2016 年投产
	缅甸	2014 年	1000 万美元	设立鲁泰(缅甸)公司, 投建衬衫加工厂, 设计产量年 300 万件。	
	越南	2015 年	预计 3.5 亿美元	(1) 设立鲁泰(越南)公司, 投建 13.6 万锭纱线及 7000 万米色织面料生产线, (2) 设立鲁泰安成衣公司, 投建年产 900 万件衬衣生产线。	(1) 一期 6 万锭纺纱和年产 3000 万米色织面料生产线已于 17 年投产, 二期 7.6 万锭和年产 4000 万米色织面料扩产项目预计 19 年下半年投产 (2) 一期 600 万件衬衣项目已完成, 二期 300 万件衬衣开始试生产。
		2018 年	6000 万美元	设立鲁泰(新洲)公司, 投建 14.4 万锭纺纱及气流纺 3000 头项目。	预计陆续投产工作已展开
健盛集团	越南	2013 年	39020 万元	于越南海防, 设立健盛越南公司, 投建 (1) 16500 万双中高档棉袜生产线项目 (2) 年产 2000 吨氨纶、橡胶线项目。	海防基地 18 年袜子产量超 1 亿双, 同比增长 40%, 新建成第四工厂; 19 年重点做好越南清化棉袜项目和越南兴安无缝内衣项目的建设工作, 确保 19 年底前实现两个项目的投产; 19 年越南袜子产能目标 1.5 亿双, 无缝内衣板块争取未来三年基本实现产能翻倍。
		2015/18 年	37500/25000 万元	于兴安设立越南印染公司, 投建 (1) 年产 6500 万双高档袜子 (2) 15000 吨染色产品新建项目。 (3) 18 年, 新增年产 1800 万件无缝针织运动服饰新建项目。	
		2018 年	20010 万元	于清化设立健盛越南清化公司, 投建 9000 万双中高档棉袜生产线项目。	
联发股份	柬埔寨	2014 年	8,411,292 元人民币	增资取得 AMM 制衣(柬埔寨)公司经营控制权, 主要业务为衬衣制作。	当年完成投产
		2014 年	30,962,590 元人民币	投资设立联发恒宇(柬埔寨)制衣有限公司, 主要业务为衬衣制作。	取得净利润 457,765 元 (2017 年)
		2012 年	160 万美元 (转让前)	收购取得金城制衣有限公司控制权, 主要业务。	已转让
开润股份	印尼	2018 年	2280 万美元	收购印尼箱包制造公司, 收购标的为 Nike 全球三大供应商之一。	已完成交割, 开始产能爬坡。
申洲国际	柬埔寨	2005 年		金边安达成衣工厂, 配套印花工序设, 一期建成后产能 50 万件/月, 2016 越南总产能规模 2400 万件/年, 2018 年 1.1 万人规模	一期 2005 年投产, 2011 年二期工厂建成, 2012 年全部投产
		2018 年	1 亿美元	成衣工厂, 1.3 万人规模	2019 年开始建设, 预计 2020 年下半年投产
	越南	2013 年	3 亿美元	设立越南西宁利德面料生产基地, 2018 年越南整体产能达 250 吨/天, 预期 2020 年提升至 350 吨每天。	一期于 2014 年投产, 二期与 2016 年投产
		2013 年	1.4 亿美元	世通成衣工厂, 配套印花、织花工序设施, 至 2018 年产量约 4000 万件/年	于 2016 年投产
		2019 年	1 亿美元	阿迪达斯成衣生产厂	已开始建设, 预计 2021 年开始逐步投产

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 1) 强强联合: 垂直龙头产业链逐步形成, 构建长期效率优势

在我国成熟而庞大的“世界工厂”体系里, 产业链各环节中的龙头厂商和数量众多的中小厂商并存, 而近年“抓环境”、“调结构”的内环境及东南亚诸国的外竞争使得成本日渐高涨同时订单不断减少, 产能过剩问题日益凸显。在这样的背景下, 纺服产业链上下游龙头企业之间合作日渐紧密, 使得双方在规模、成本、效率等方面的优势更加突出, “强强联手”的龙头产业链逐渐形成。

国内纺织制造业发展多年, 不仅产业链十分完整, 而且在各个环节都已出现规模较大、生产技术较为领先、实力较为雄厚的龙头型企业。这些企业陆续完成了从手工为主的劳动密集型生产向机械化为主的资本密集型生产的转变, 部分企业也完成了充分的纵向一体化, 掌握了相关的多个环节来降低成本、提高生产效率、扩大规模优势。因此, 产业整体面临的内外压力不仅加速这些企业龙头优势的展现, 而且龙头企业之间, 以及龙头企业与顶部品牌之间也开始出现“强强联合”, 进一步巩固自身优势。

图 59: 服装生产过程及相关龙头公司

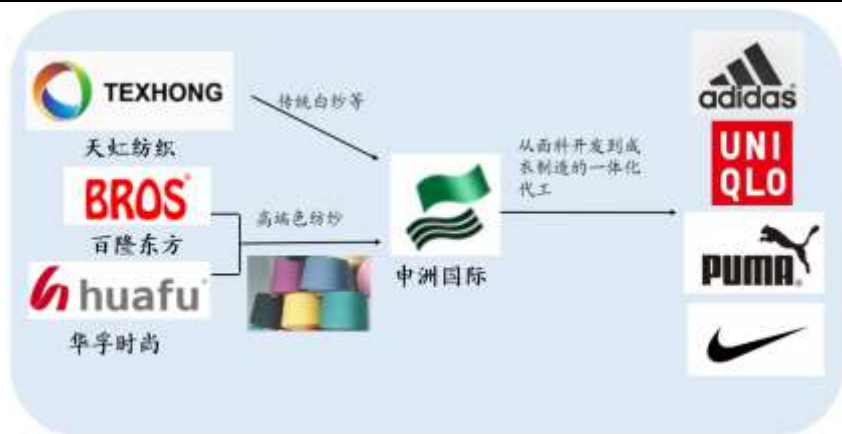


资料来源:国信证券经济研究所整理

制造企业之间及制造企业与终端品牌的“强强联合”可以带来明显的效率优势。一方面，上游制造业企业可以凭借自身在产能、技术等方面的雄厚实力完全满足下游企业或终端品牌在数量、品质等方面的较高要求，节省了下游企业为搜寻多家合格供应商而可能产生的成本，反过来，这也为上游制造企业提供了大额订单，以充分发挥其规模化成本优势，并节省了交易成本。此外，上游企业还可以在下游较高要求的推动下不断升级领先的设备和技术，实现持续共赢。

举例来看，以申洲国际为中心的针织龙头产业链：成衣巨头申洲国际是国内最具规模的纵向一体化针织制造商，申洲国际从面料的生产研发开始为客户代工制造成衣。在品牌方面，申洲是 NIKE、adidas、PUMA、优衣库等国际顶部运动服饰和大众服饰品牌的最主要供应商，除此之外也是安踏等国内一线品牌的主要供应商。在供应商方面，申洲的主要白纱供应商为国内纱线巨头天虹纺织，而色纺纱的供应商为国内高端色纺双寡头百隆东方和华孚时尚。

图 60: 服装生产过程及相关龙头公司



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

综合来看，纺织行业各领域的龙头企业因规模优势和管理效率优势而具备更强抗风险能力，并在业务调整到位和行业筑底后具备更强复苏能力，有望以贸易争端逐步解决为契机，在 2020 年表现出较业绩大弹性。另一方面，随海外拓产能和龙头企业合作强化的持续，龙头纺企也将在长期内获得持续的竞争优势并在优质产能逐步集中、落后产能逐步淘汰的过程中持续受益。建议重点关注棉袜及运动内衣制造龙头**健盛集团**、针织龙头**申洲国际**、色纺纱龙头**百隆东方**。

## 2020 年投资策略：把握增量机会，关注龙头韧性

### 行业复盘：行业整体依旧承压，优势赛道保持突出表现

回顾 2019 年以来行业情况，受到国内经济增长放缓和中美贸易纠纷带来不确定性情绪等因素影响，年初以来纺织服装基本面表现依旧承压明显。而板块行情也受景气度下行以及缺乏热点等影响，整体大幅跑输大盘。但具体来看，行业间分化趋势明显，体育服饰以及童装等赛道依旧保持相对较高的增长水平，同时电商及低线市场依旧展现出较大的活力；此外从细分行业内部来看，龙头企业仍体现出了较为明显的抗压韧性。

对于 2020 年我们认为，一是：细分行业间分化趋势仍将延续，体育及童装两大赛道景气度仍有较大支撑，同时其中竞争格局优化下龙头有望实现快速成长；二是：低线市场仍将是目前国内渠道端主要挖潜的空间所在，电商创新模式的应用将更有效的帮助品牌实现增量客群获取；三是：积累了较深厚内功，具有较强经营韧性的等龙头公司，在行业回暖预期下，仍具较大业绩和估值弹性。

### ➤ 增量挖掘：关注高景气度赛道和创新模式品牌下沉能力

1) 体育鞋服和童装市场规模对标发达国家来看还具有很高的增量空间。同时，消费者展现出来的新消费特征也成为其市场规模持续扩大的重要动力。其中运动时尚化趋势的强化帮助体育品牌加速吸纳了休闲服市场的年轻消费群体，童装行业则有望受益未来生育政策全面放开预期强化。关注**李宁、比音、森马**；

2) 低线消费市场空间仍广阔，在电商平台下沉策略开拓下，具备高性价比的国内品牌将有较大发展空间，**南极电商、开润股份**等通过产业链整合打造出高性价比产品并以电商为主要渠道进行快速扩张的新模式企业有望在下沉中获得持续的高增长动能。

### ➤ 存量竞争：关注龙头长期实力下的经营韧性，把握复苏业绩弹性

在当下行业整体仍处于景气度较低阶段，具较强综合实力的细分板块龙头企业展现出明显更优的基本面表现：**1) 从品牌服饰角度来看**，重点看好品牌龙头企业通过过去几年内在品牌、产品、渠道等方面积极提效后中长期改革红利的释放：如**波司登、海澜之家、歌力思**等；**2) 从上游纺织制造业来看**，龙头企业积极对外扩张产能以降低成本和增强抗风险能力，并能在产业链强强联合趋势下获得更高效优势。此外，内功扎实的龙头企业在行业回暖契机中具备更强业绩弹性：如**健盛集团、百隆东方、申洲国际**等。

综合上述分析，我们 2020 年纺服板块重点推荐组合为：**森马服饰、李宁、比音芬、开润股份、波司登、健盛集团**等。



**附表：重点公司盈利预测及估值**

代码	公司简称	投资评级	收盘价 12/08	EPS				PE				PB
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2018
002563	森马服饰	买入	9.74	0.63	0.67	0.80	0.97	15.5	14.5	12.2	10.0	2.2
002832	比音勒芬	买入	24.95	1.61	1.33	1.68	2.08	15.5	18.8	14.9	12.0	3.7
002293	罗莱生活	买入	8.59	0.72	0.70	0.78	0.87	11.9	12.3	11.0	9.9	1.7
603877	太平鸟	买入	14.71	1.20	1.33	1.50	1.7	12.3	11.1	9.8	8.7	2.6
600398	海澜之家	买入	7.59	0.76	0.82	0.89	0.99	10.0	9.3	8.5	7.7	3.1
603365	水星家纺	增持	14.89	1.07	1.25	1.43	1.62	13.9	11.9	10.4	9.2	1.8
603839	安正时尚	增持	11.23	0.70	0.93	1.09	1.22	16.0	12.1	10.3	9.2	1.6
601339	百隆东方	增持	3.89	0.29	0.34	0.39	0.44	13.4	11.4	10.0	8.8	1.1
002127	南极电商	增持	11.18	0.36	0.49	0.63	0.76	31.1	22.8	17.7	14.7	4.9
300577	开润股份	增持	31.96	0.80	1.08	1.45	1.87	40.0	29.5	22.1	17.1	10.7
603558	健盛集团	无评级	9.09	0.50	0.63	0.77	0.94	18.2	14.4	11.8	9.7	1.6
2331.hk	李宁	买入	23.46	0.29	0.64	0.79	1.05	80.4	36.7	29.8	22.4	2.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032