

纺织服装行业

2020 年投资策略：上游关注涨价，下游关注景气子行业

核心观点：

● 2019 年初以来纺服行业回顾：行业整体承压，走势明显弱于大盘

2019 年以来纺织服装行业指数（SW）的绝对收益率为 4.71%，沪深 300 为 26.70%。分板块看，纺织制造板块绝对收益率为 4.09%，服装家纺板块为 4.88%。根据海关总署统计，2019 年 1-10 月纺织品累计出口总额同比增长 0.4%，服装累计出口总额同比下降 4.8%，上年同期分别为 9.9% 和 1.2%。纺织品服装出口金额增长面临较大压力。根据国家统计局统计，1-10 月限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额累计同比增长 2.8%，上年同期为 8.4%。服装家纺消费低迷。2019Q3 基金对纺织服装行业持仓比例 0.28%，环比 2019Q2 略有下降，处近年较低水平。

● 2020 年上游纺织制造板块策略：关注受益棉价上涨的棉纺龙头公司；关注行业依然较为景气的非织造布龙头公司

1) 目前棉纺产业链棉花库存处于近三年较低水平，考虑到中美两国已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致，看好未来下游纺织品服装出口回暖，进而有望推动产业链补库存带动棉价上涨，产品采用成本加成定价法的棉纺龙头公司业绩有望受益；2) 产业用纺织品整体处于景气区间，非织造布 2019 年 1-9 月产量同比+13.5%，增速近年来最高，显示下游需求向好，预计行业景气趋势有望延续，相关上市公司业绩表现值得期待。

推荐标的：新野纺织、百隆东方、华孚时尚

● 2020 年下游服装家纺板块策略：关注持续较为景气的细分运动服饰和童装子行业龙头公司；关注低估值高股息率公司；关注控股电商代运营龙头公司的高端女装公司

1) 重点关注在持续高景气的运动和童装子行业，前者受益消费者消费习惯变化和比其他服装品类更好的抓住了千禧一代，后者受益品牌化趋势；2) 长期来看，高股息分红组合能够跑赢市场指数。纺织服装行业股息率在 A 股各行业中排名靠前。3) 电商代运营行业仍处高速发展过程中，未来市场空间依旧广阔。目前行业格局较为清晰，专业型代运营龙头公司依托专业领域建立起的优势，受益市场集中度不断提高，业绩有望持续保持快速增长。目前相关公司在高端女装公司体系内估值较低，未来有望重估。

推荐标的：比音勒芬、森马服饰、海澜之家、地素时尚、太平鸟、安正时尚、歌力思

● 风险提示

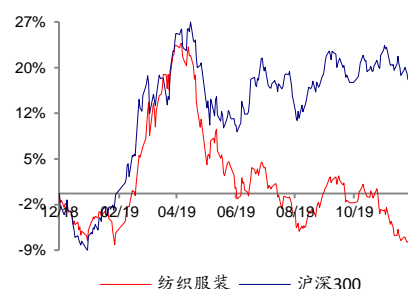
宏观景气度持续下行风险；汇率波动风险；原材料价格持续上涨风险；海外产能扩张不及预期风险；库存积压风险；管理不善风险。

行业评级 **买入**

前次评级 **买入**

报告日期 **2019-12-16**

相对市场表现



分析师： 糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师： 赵颖婕



SAC 执证号：S0260518070004



SFC CE No. BNN845



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

纺织服装行业:10 月纺织品服 2019-11-17

装出口数据及服装家纺社零

数据点评

纺织服装行业:高景气度运 2019-11-13

动、箱包、羽绒服表现优异，线下品牌占据电商优势地位

纺织服装行业:中美同意随协 2019-11-09

议进展分阶段取消加征关税有望利好纺织制造板块

联系人： 胡幸

huxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
新野纺织	002087	CNY	3.48	2019/10/22	买入	4.29	0.33	0.43	10.55	8.09	3.86	3.46	6.69%	7.79%
百隆东方	601339	CNY	3.87	2019/10/29	买入	4.50	0.25	0.34	15.48	11.38	7.04	6.72	4.70%	6.00%
华孚时尚	002042	CNY	7.4	2019/04/25	买入	8.32	0.52	0.59	14.23	12.54	8.12	7.10	10.20%	10.40%
比音勒芬	002832	CNY	24.67	2019/10/20	买入	39.90	1.33	1.73	18.55	14.26	16.01	12.23	21.00%	24.00%
森马服饰	002563	CNY	9.53	2019/10/31	增持	15.18	0.69	0.83	13.81	11.48	8.39	7.07	15.70%	17.40%
海澜之家	600398	CNY	7.78	2019/11/30	买入	9.75	0.78	0.90	9.97	8.64	6.58	5.66	24.90%	23.80%
地素时尚	603587	CNY	24.46	2019/10/30	增持	24.90	1.66	1.84	14.73	13.29	11.93	10.22	19.85%	19.99%
太平鸟	603877	CNY	14.76	2019/10/27	增持	14.79	1.02	1.13	14.47	13.06	9.75	8.81	12.20%	11.90%
安正时尚	603839	CNY	11.05	2019/12/02	买入	14.85	0.88	0.99	12.56	11.16	10.18	8.10	12.60%	13.40%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、2019 年初至今行业回顾及 2020 年投资逻辑.....	6
(一) 年初以来走势: 行业整体显著弱于大盘, 服装家纺略好于纺织制造	6
(二) 行业重点经济数据回顾: 2019 年以来纺织品服装出口持续承压, 服装家纺社零增速处于下降区间.....	7
(三) A 股纺织制造板块 2019 年业绩回顾.....	8
(四) A 股服装家纺板块 2019 年业绩回顾.....	9
(五) 纺织服装行业基金持仓情况: 关注度低, 处历史较低水平	11
(六) 纺织服装行业 2020 年投资策略	12
二、纺织制造板块: 关注两条投资主线.....	13
(一) 关注棉花可能存在产业补库存的价格上涨机会	13
(二) 关注整体处于景气区间的产业用纺织品行业.....	16
三、服装家纺板块: 关注三条投资主线.....	19
(一) 关注较高景气度的运动服饰和童装子行业.....	19
(二) 关注板块内低估值高股息率公司	29
(三) 关注拥有优质电商代运营子公司的高端女装公司	37
四、风险提示.....	43
(一) 宏观经济景气度持续下行风险	44
(二) 汇率波动风险.....	44
(三) 原材料价格持续上涨风险	44
(四) 海外产能扩张不及预期风险.....	44
(五) 库存积压风险.....	44
(六) 管理不善风险.....	44

图表索引

图 1: 2019 年前三季度申万纺织制造与沪深 300 走势	6
图 2: 2019 年第三季度申万纺织制造与沪深 300 走势	6
图 3: 申万一级行业 PE (TTM)	6
图 4: 申万一级行业股息率 (%)	6
图 5: 纺织品出口金额 (亿美元)	7
图 6: 服装出口金额 (亿美元)	7
图 7: 社会消费品零售总额当月同比增速	8
图 8: 限额以上服装鞋帽针纺织品零售额 (亿元) 及增速	8
图 9: 纺织制造行业营业收入 (亿元)	8
图 10: 纺织制造行业扣非后净利润	8
图 11: 纺织制造子行业营收情况	9
图 12: 纺织制造子行业扣非后净利润	9
图 13: 服装家纺行业营业收入 (亿元)	10
图 14: 服装家纺行业扣非后净利润	10
图 15: 服装家纺子行业营收情况	10
图 16: 服装家纺子行业扣非后净利润	11
图 17: 纺织服装基金持仓占比	12
图 18: 中国棉花价格指数 328	13
图 19: 棉花期货收盘价	13
图 20: 中国棉花产量 (2019 年数据为预计数)	14
图 21: 纱线库存天数	15
图 22: 坯布库存天数	15
图 23: 中国棉花库存消费比	15
图 24: 中国棉花工业库存	16
图 25: 我国非织造布产量	18
图 26: 纺织制造子行业营收情况	18
图 27: 纺织制造子行业扣非后净利润	19
图 28: 国内运动服饰行业终端零售及增速	20
图 29: 运动服饰行业 2013-2018 年均复合增长较快	20
图 30: 中国、日本、美国人均运动服饰开支 (美元/人)	20
图 31: 国内 0-14 岁人口及增速	21
图 32: 国内新生儿出生率	21
图 33: 国内童装行业市场规模及增速	22
图 34: 中国童装行业集中度情况	23
图 35: 各国童装行业集中度情况	23
图 36: 美国童装龙头公司增长情况	24
图 37: 日本童装龙头公司增长情况	24
图 38: 美国前三童装品牌市占率变化情况 (%)	24
图 39: 日本前三童装品牌市占率变化情况 (%)	24

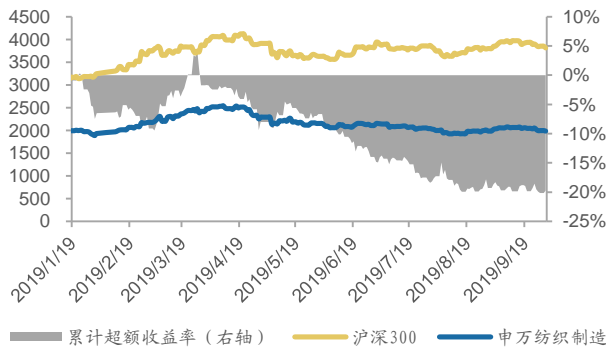
图 40: Carter's 公司采购方式构成.....	28
图 41: 历年来 A 股及纺服行业股息率情况	29
图 42: 纺织服装行业股息率排名	29
图 43: 纺织服装行业分红公司总数及占比	30
图 44: 纺织服装行业分红总金额及分红率	30
图 45: 上证综指和上证红利	35
图 46: 沪深 300 全收益和沪深 300 红利全收益.....	35
图 47: 太平鸟 PE (TTM) 估值情况.....	37
图 48: 太平鸟 PB 估值情况	37
图 49: 2011-2021 中国品牌电商服务市场交易规模.....	38
图 50: 2014-2018 年我国电商代运营在网络零售市场的渗透率	38
图 51: 2018-2021E 网络购物交易规模及增速	38
图 52: 2018-2021E B2C 交易规模及增速	38
图 53: 2018-2021E 中国品牌电商服务市场交易规模及增速	39
图 54: 2018 年中国品牌电商服务市场竞争格局	39
表 1: 棉花供需平衡表	14
表 2: 规模以上产业用纺织品企业运行数据.....	17
表 3: 国际快时尚龙头和运动服饰龙头天猫旗舰店粉丝数及开店时间	20
表 4: 国际快时尚龙头和运动服饰龙头天猫旗舰店粉丝数及开店时间	25
表 5: 美国和日本前五童装品牌公司情况	26
表 6: 美国主要童装品牌产品价格情况 (美元)	27
表 7: 日本主要童装品牌产品价格情况 (日元)	27
表 8: 纺织服装行业各公司近三年分红总额.....	30
表 9: 纺织服装行业各公司近三年股息率情况.....	32
表 10: 纺织服装行业各公司分红潜力情况	33
表 11: 电商企业简介	41
表 12: 天猫星级权益	41

一、2019年初至今行业回顾及2020年投资逻辑

（一）年初以来走势：行业整体显著弱于大盘，服装家纺略好于纺织制造

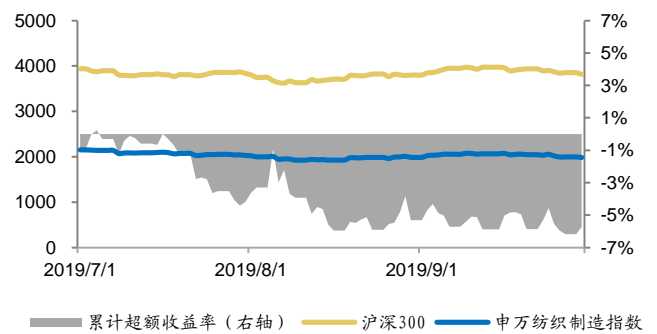
从资本市场表现来看，2019年至今纺织服装行业走势显著弱于市场。2019年前三季度，SW纺织服装和沪深300的涨幅分别为4.71%和26.70%。其中SW纺织制造和SW服装家纺的涨幅分别为4.09%和4.88%。服装家纺板块走势略强于纺织制造板块。

图1：2019年前三季度申万纺织制造与沪深300走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

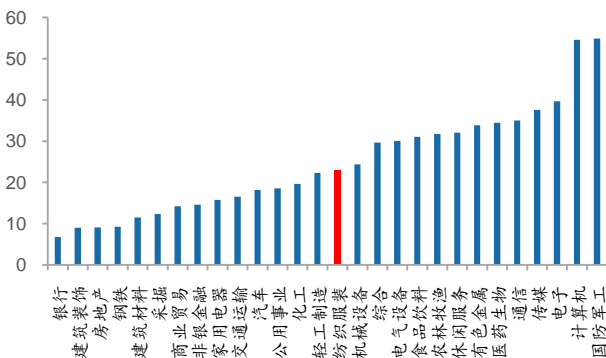
图2：2019年第三季度申万纺织制造与沪深300走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

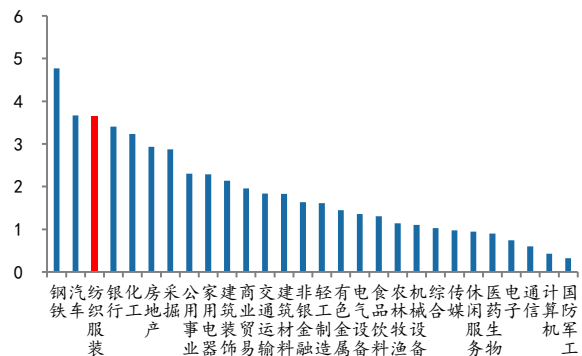
目前纺织服装行业PE(TTM)为22.85，在28个申万一级行业里面排第15位，处于中间水平；纺织服装行业2018年股息率为3.64%，在28个申万一级行业里面排第3位，位居前列。（PE(TTM)统计截止日期为2019/12/3，股息率以当日收盘价作为计算依据）

图3：申万一级行业PE (TTM)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：申万一级行业股息率 (%)

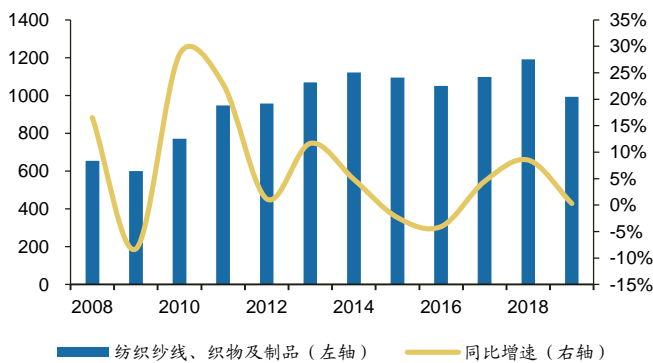


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）行业重点经济数据回顾：2019 年以来纺织品服装出口持续承压，服装家纺社零增速处于下降区间

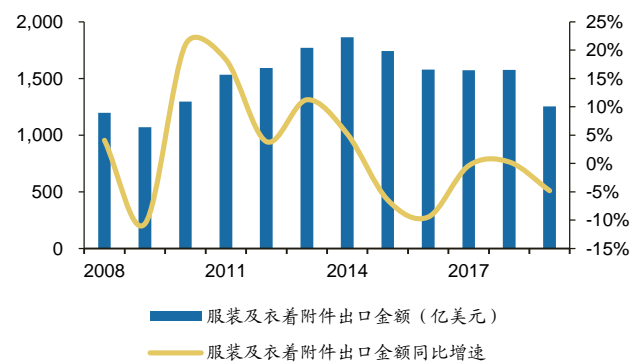
根据海关总署统计，2019年1-10月纺织品累计出口金额993.1亿美元，同比增长0.4%，服装累计出口金额1255.0亿美元，同比下降4.8%。10月纺织品服装出口金额同比增速（10月纺织品和服装出口金额分别增长4.2%和-5.9%）稍好于9月（9月纺织品和服装出口金额分别增长-7.9%和-7.8%），我们预计主要由于中美贸易摩擦形势缓和，同时10月圣诞订单增加的影响。考虑到2018年中国对美国出口纺织品服装占中国纺织品服装出口的比重为16.6%，美国目前同意取消12月15日对剩余1600亿美元商品加征关税，同时对9月已加征的商品关税税率从15%降至7.5%，这包含了大部分国内纺织品服装出口，因此我们预计如果未来第一阶段协议中美双方法律程序和签字通过，未来国内纺织品服装出口有望好转。

图5: 纺织品出口金额 (亿美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

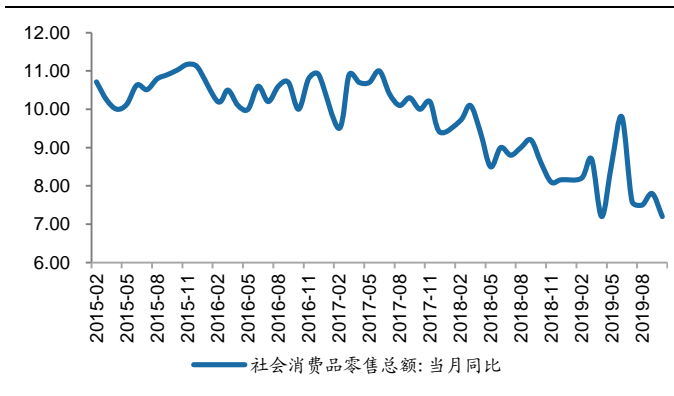
图6: 服装出口金额 (亿美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

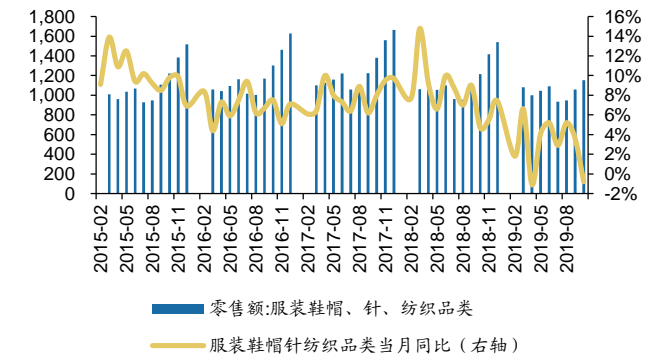
根据国家统计局统计，2019年1-10月限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额同比增长2.8%，其中10月当月增速-0.8%，明显低于2018年1-10月8.1%的同比增速，反映终端需求不振，下游服装销售低迷。2019年1-10月穿类商品网上累计零售额增长7.1%，大幅低于1-9月的18.6%，预计10月单月穿类商品网上零售额大幅下降，这也直接导致服装鞋帽针织品零售额增速在10月出现明显波动。

图7: 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 限额以上服装鞋帽针纺织品零售额 (亿元) 及增速



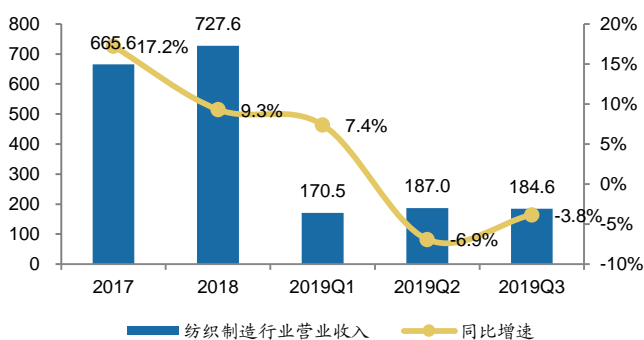
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) A 股纺织制造板块 2019 年业绩回顾

纺织制造板块2019Q1/Q2/Q3营收增速分别为7.4%/-6.9%/-3.8%，归母净利润增速分别为13.4%/-4.4%/-43.2%，一方面由于中美贸易摩擦持续升级影响，营业收入增速大幅放缓，另一方面由于主要原材料价格下跌，消化高价库存导致毛利率下降。

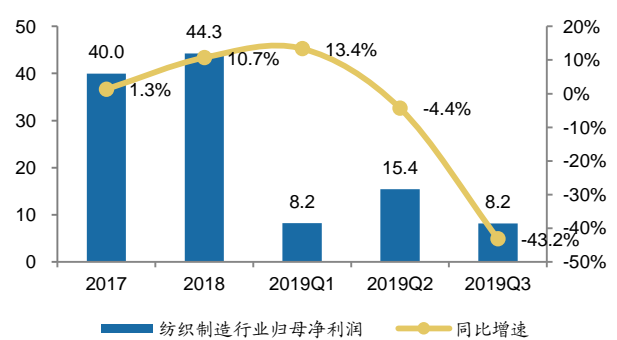
将其他纺织公司排除，对毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革等主要细分子行业进行横向对比。纺织制造板块无纺布行业2019Q3营收实现增长，其他行业2019Q3营收持续下滑，除毛纺和皮革外，其他纺织制造子行业2019Q3营收降幅较Q2略有收窄。毛纺、棉纺、皮革均呈现2019Q1增速最高，2019Q2/Q3增速放缓甚至为负的现象，主要由于中美贸易摩擦持续升级，贸易环境存在较强不确定性，同时终端消费景气度下降，下游品牌客户下单谨慎，加上原材料价格出现较大幅度波动所致。纺织制造子行业中，除辅料外其他行业净利润增速均较2019Q2出现下滑。

图9: 纺织制造行业营业收入 (亿元)



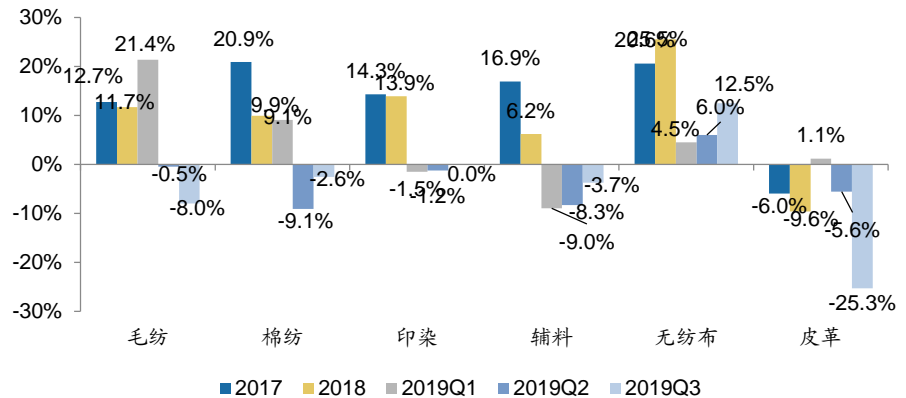
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 纺织制造行业扣非后净利润 (亿元)



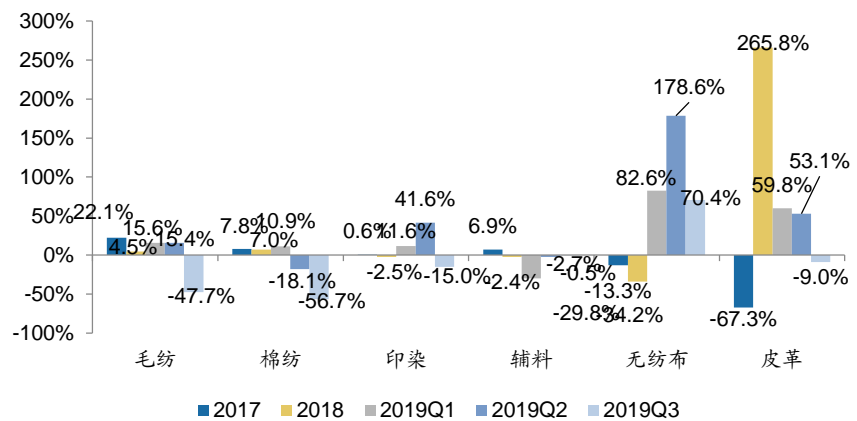
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 纺织制造子行业营收同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 纺织制造子行业扣非后净利润同比情况



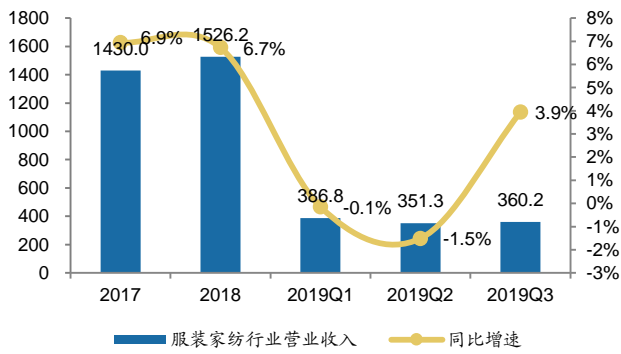
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) A股服装家纺板块2019年业绩回顾

服装家纺板块2019Q1/Q2/Q3营收增速分别为-0.1%/-1.5%/3.9%，归母净利润增速分别为-8.0%/-18.3%/1.3%，三季度单季转正。

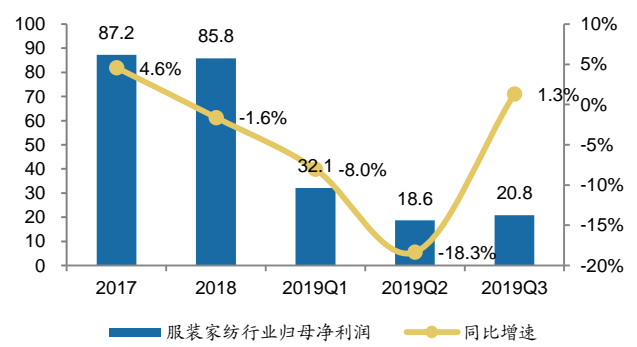
服装家纺板块子行业收入出现分化，男装、女装行业2019Q3收入增速较Q2上升，休闲、鞋帽行业收入降幅缩窄。童装行业虽然Q3收入增速放缓，但单季增速依然高于大部分其他服装家纺子行业。服装家纺子行业中，除男装外其他行业净利润增速均较2019Q2出现下滑。

图13: 服装家纺行业营业收入 (亿元)



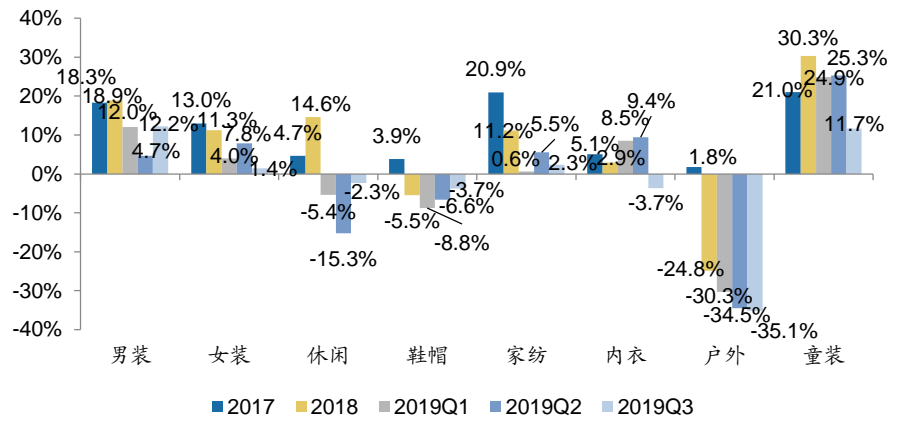
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 服装家纺行业扣非后净利润 (亿元)



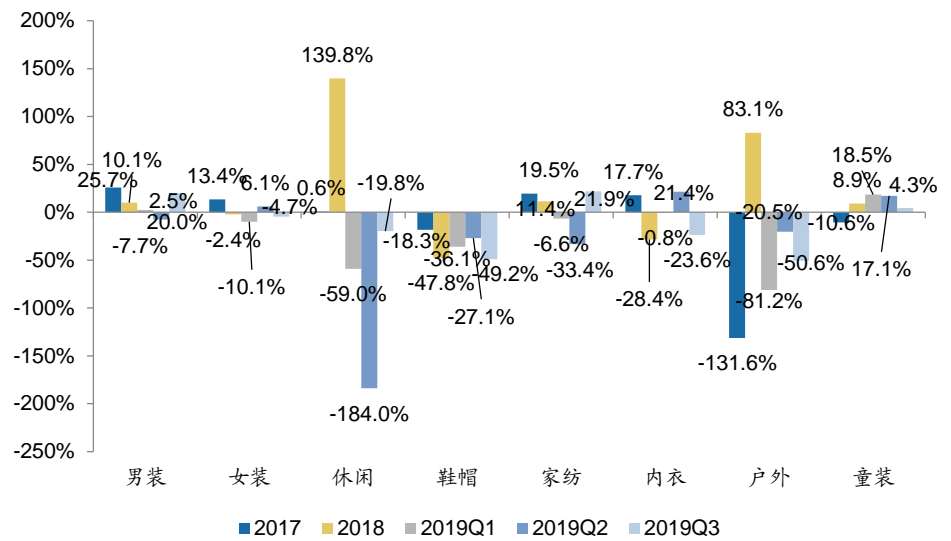
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 服装家纺子行业营收同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 服装家纺子行业扣非后净利润同比情况

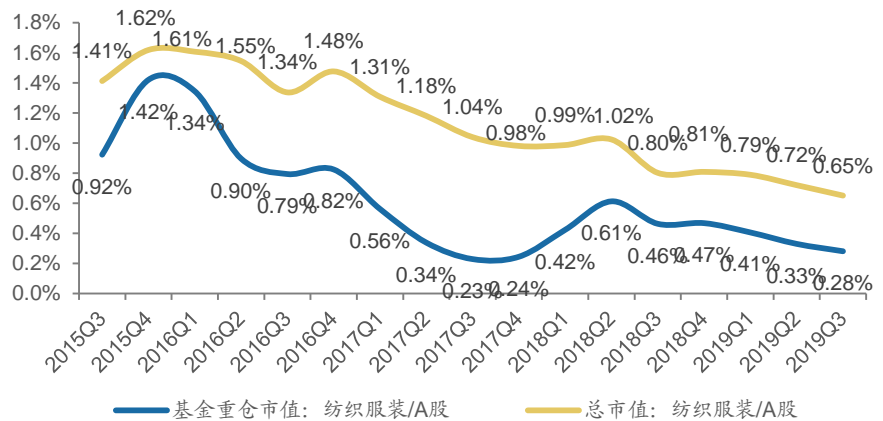


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(五) 纺织服装行业基金持仓情况: 关注度低, 处历史较低水平

基金对纺织服装行业持仓比例处于较低位置, 2019Q3较2019Q2持仓比例略有下降, 从整体上看: 从近四年的数据来看, 公募基金重仓持股纺织服装行业占比自2015Q4起呈现持续下降的趋势, 在2017Q3达到最低值0.23%, 2017Q4开始逐步上升, 上升至2018Q2的0.61%后, 又开始下降, 到2019Q3相较2019Q2下降0.05个百分点至0.28%, 变动趋势基本与纺织服装行业占A股总市值的比例趋势相同, 但是持续低于纺织服装行业占A股总市值的比例, 这一比例在2019Q3为0.65%, 较2019Q2环比减少0.07个百分点。

图17: 纺织服装基金持仓占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(六) 纺织服装行业 2020 年投资策略

展望2020, 对于上游纺织制造板块, 建议关注两条投资主线: 1) 受益棉价上涨的棉纺龙头公司。考虑到目前棉纺产业链棉花库存处于近三年较低水平, 纱线和坯布存货周转天数持续走低, 考虑到中美两国已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致, 美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺, 实现加征关税由升到降的转变, 我们看好未来下游纺织品服装出口逐步回暖, 进而有望推动产业链补库存带动棉价上涨, 而产品采用成本加成定价法的棉纺龙头公司业绩有望受益; 2) 行业依然较为景气的非织造布龙头公司。2019年产业用纺织品行业在内外双重压力下整体仍然相对景气, 行业下游需求向好, 最主要的非织造布行业前三季度产量同比增速达到+13.5%, 为近年来最高, 反映下游需求向好, 从2020年的订单看, 景气趋势有望延续, 相关龙头公司业绩表现值得期待。

相关标的: 新野纺织、百隆东方、华孚时尚、诺邦股份

对于下游服装家纺板块, 建议关注三条投资主线: 1) 持续较为景气的细分运动服饰和童装子行业龙头公司。在整体行业偏弱的大环境下, 细分子行业有所分化, 运动服饰和童装子行业持续景气, 前者一方面受益消费者更加注重运动的消费习惯变化, 另一方面受益比其他服装品类更好的抓住了目前最具购买力的千禧一代消费者, 后者主要受益年轻一代父母更加注重童装的安全性、舒适性、设计感, 品牌化趋势越来越明显。2) 低估值高股息率公司。长期来看, 高股息分红组合能够跑赢市场指数。我们对比上证综指和上证红利指数以及沪深300全收益和沪深300红利全收益指数, 高股息分红组合(上证红利及沪深300红利全收益)均能获得超额收益。3) 控股电商代运营龙头公司的高端女装公司。电商代运营行业仍处高速发展过程中, 未来市场空间依旧广阔。目前行业格局较为清晰, 专业型代运营龙头

公司依托专业领域建立起的优势，受益市场集中度不断提高，业绩有望持续保持快速增长。目前相关公司在高端女装公司体系内估值较低，未来有望重估。

相关标的：比音勒芬、森马服饰、海澜之家、地素时尚、太平鸟、安正时尚、歌力思

二、纺织制造板块：关注两条投资主线

（一）关注棉花可能存在产业补库存的价格上涨机会

由于中美贸易摩擦对纺织品服装出口负面影响明显，同时国内宏观经济环境景气度不高下游消费不振，纺织服装出口及国内消费较为低迷，棉价受下游需求影响较为明显。2019年棉花价格期货及现货价格处于下行区间，10月以来价格有所回升，但整体仍处于近年来较低水平。

图18：中国棉花价格指数328



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

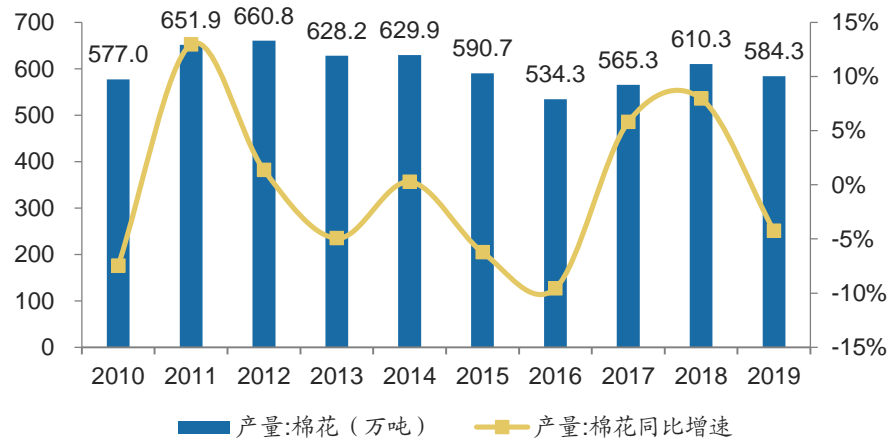
图19：棉花期货收盘价（元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

供应方面看，国内棉花产量2019/2020年度将有所下降。中储棉最新报告预计2019/2020年度国内新棉总产584.3万吨，较2018/2019年度同比下降4.3%。USDA预测2019/2020年度国内棉花产量593.3万吨，较2018/2019年度同比下降1.8%。需求方面看，国内棉花消费2019/2020年度根据USDA的预测为842.2万吨，较2018/2019年度同比下降2.6%。

图20: 中国棉花产量 (2019年数据为预计数)



数据来源: 中国棉花网, 广发证券发展研究中心

表 1: 棉花供需平衡表

年份	供给 (万吨)			消费 (万吨)			损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	期末库存/消费	
	期初库存	产量	进口量	总供给	消费总计	出口				总消费
2008	446.3	799.0	152.4	1397.8	958.0	1.7	959.7	-49.0	487.0	50.84%
2009	487.0	696.7	237.3	1421.1	1088.6	0.4	1089.0	0.0	332.0	30.50%
2010	332.0	664.1	260.8	1256.9	1001.5	2.6	1004.1	0.0	230.8	23.04%
2011	230.8	740.3	534.1	1505.1	827.3	1.3	828.7	0.7	676.7	81.79%
2012	676.7	762.0	442.6	1881.3	783.8	1.1	784.9	0.0	1096.5	139.89%
2013	1096.5	713.0	307.4	2116.9	751.1	0.7	751.8	0.0	1365.3	181.77%
2014	1365.3	653.2	180.3	2198.8	751.1	1.5	752.7	0.0	1446.1	192.52%
2015	1446.1	479.0	96.0	2021.1	783.8	2.8	786.6	0.0	1234.5	157.50%
2016	1234.5	495.3	109.5	1839.3	838.2	1.3	839.5	0.0	999.8	119.27%
2017	999.8	598.7	124.8	1723.3	892.7	2.8	895.5	0.0	827.8	92.73%
2018 (1)	827.1	604.2	209.9	1641.2	860.0	4.6	864.6	0.0	776.6	90.30%
2018 (2)	827.1	604.2	209.9	1641.2	860.0	4.6	864.6	0.0	776.6	90.30%
2019 (1)	776.6	593.3	206.8	1576.8	860.0	3.9	863.9	-0.2	713.0	82.91%
2019 (2)	776.6	593.3	196.0	1565.9	838.2	3.9	842.2	-0.2	723.9	86.36%

数据来源: USDA, 广发证券发展研究中心; 注: 2018 (1): 19年11月对2018/2019的预测; 2018 (2): 19年12月对2018/2019的预测; 2019 (1): 19年11月对2019/2020的预测; 2019 (2): 19年12月对2019/2020的预测。

从库存方面来看，2019/2020年度国内期末库存723.9万吨，较2018/2019年度同比下降6.8%。库存消费比从2018/2019年度的90.3%下降至86.36%，显示国内棉花供求关系持续改善。另外供产业链看，棉花工业库存2019年10月为70.96万吨，低于2018年同期的89.05万吨和2017年同期的82.12万吨，为近三年最低。纱线和坯布虽然目前看存货变动天数较高，但是处在快速下降通道。

图21: 纱线库存天数

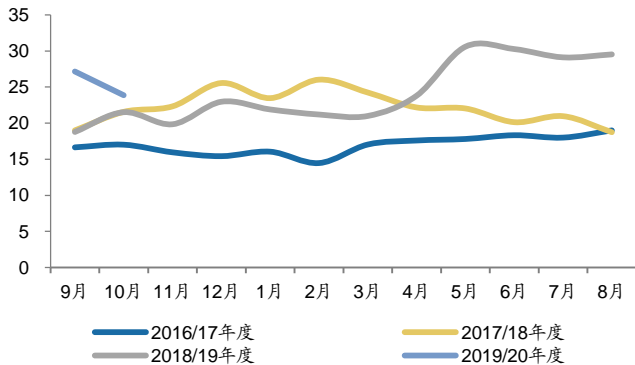
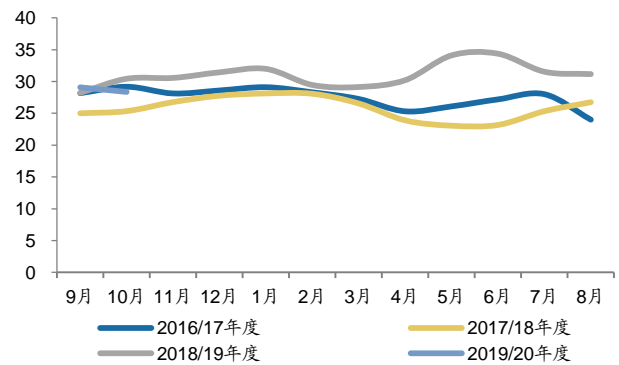


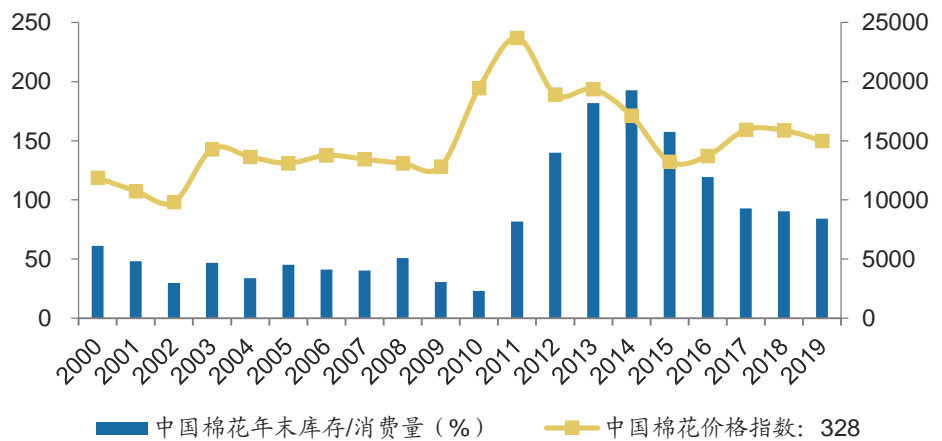
图22: 坯布库存天数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

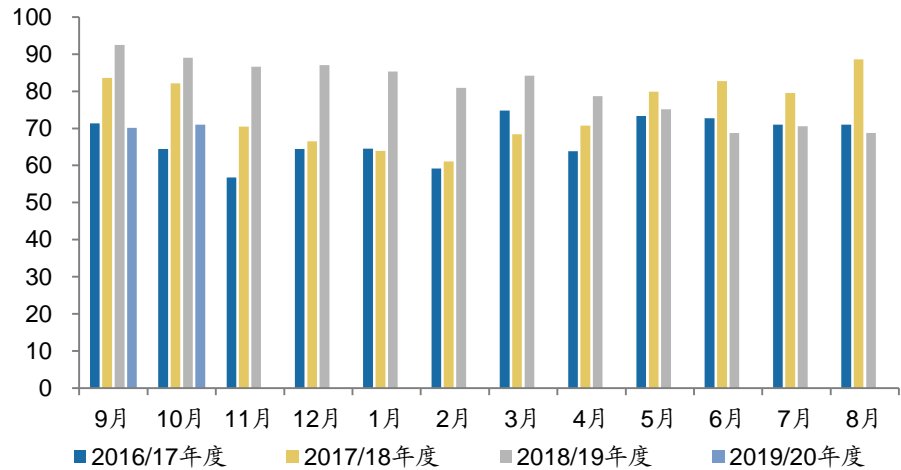
图23: 中国棉花库存消费比



数据来源: 中国产业用纺织品行业协会, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为中国棉花年末库存/消费量(%), 右轴为中国棉花价格指数: 328

图24: 中国棉花工业库存 (万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

考虑到中美两国已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致, 美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺, 实现加征关税由升到降的转变, 我们看好未来下游纺织品服装出口逐步回暖, 进而有望推动产业链补库存带动棉价上涨, 因为国内供给相对稳定, 而产品采用成本加成定价法的棉纺龙头企业业绩有望受益;

因为虽然棉花是下游纺织企业的原材料, 但是对于纺织企业, 尤其是规模较大的企业来说, 生产用棉一般是过去采购的棉花。当棉花价格持续上升时, 产品价格将会由于成本加成定价法提升, 但是产品成本保持不变, 因此毛利率会相应增长, 利润水平也会提升。相反, 如果用库存棉花生产, 棉花市价不断走低, 那么定价基础可能低于成本价格, 除了定价加成的利润, 公司还面临定价基础低于材料成本价格部分的损失。

经过对历史数据测算, 我们分析了棉花价格与下游纺织企业的业绩相关性, 新野纺织作为国内主要纱线及面料企业之一, 假设棉价上涨10%, 则净利润预计上涨21.65%。华孚时尚和百隆东方作为全球最大的两家寡头色纺纱生产企业, 均以提供时尚环保科技的色纺纱线为主营, 棉价每上涨10%, 净利润分别预计上涨16.90%和14.86%。

(二) 关注整体处于景气区间的产业用纺织品行业

2019年国内纺织产业处于中美贸易摩擦以及经济增速下行环境中, 整体形势较为严峻。产业用纺织品行业运行较为平稳, 2019年1-9月, 我国产业用纺织品行业继续保持中高速发展, 行业规模以上企业的工业增加值同比增加7.4%, 高于纺织

行业和工业的同期增速。非织造布是产业用纺织品的重要原材料，1-9月规模以上企业的非织造布产量达到377.02万吨，同比增长13.54%，表明非织造布作为产业用纺织品的重要原料，各个领域对其需求依然非常大；帘子布的产量为51.69万吨，同比下降8.82%，帘子布是产业用纺织品内的传统产品，应用于交通工具轮胎，应用市场非常单一，受制于汽车市场的低迷，近年来帘子布的生产基本处于收缩状态。

经济效益方面，1-9月行业规模以上企业的主营业务收入和利润总额分别同比增长3.82%和0.36%，利润率5.77%，同比降低0.16个百分点。尽管行业利润增速较低，但企业的经营情况普遍较好。1-9月行业规模以上企业的毛利润增长7.70%，毛利润率增加0.51个百分点；行业的营业利润同比增长11.85%，营业利润率同比增加0.44个百分点。分领域看，非织造布的主营业务收入增长6.44%，篷、帆布的利润总额增长9.03%，过滤、土工、汽车用纺织品所在的其他产业用纺织品的利润率达到7.01%，继续保持较高的水准。

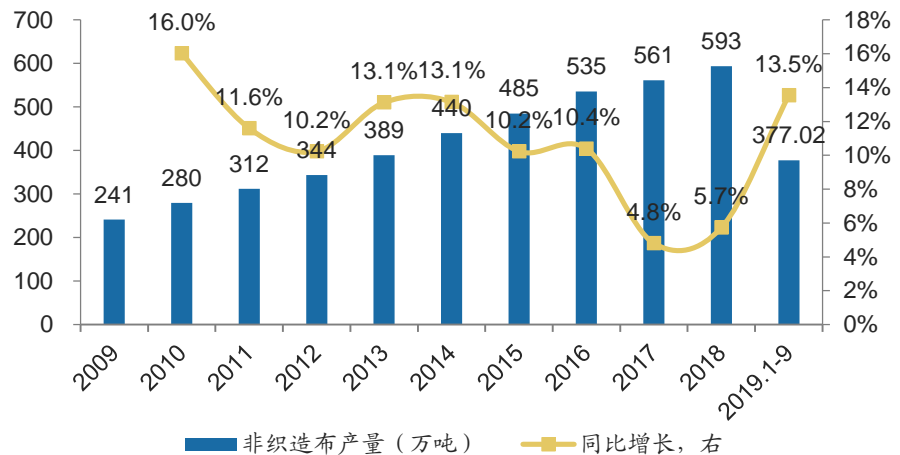
进出口方面，1-9月行业出口产业用纺织品204.11亿美元，进口50.23亿美元。主要产品中，非织造布出口76.78万吨，价值22.87亿美元，分别同比增长8.01%和6.17%，全球市场对非织造布的需求依然旺盛；工业用纺织品（海关商品综合分类表第59章产品）出口173.01万吨，价值59.11亿美元，分别同比降低3.59%和2.33%。在对美国出口方面，1-9月中国对美国出口非织造布、特种纱线，线、绳、索、缆及其制品（海关商品综合分类表第56章产品）4.72亿美元，同比降低16.15%；出口工业用纺织品（海关商品综合分类表第59章产品）3.42亿美元，同比降低30.18%。在美国对华加征关税的目录中，上述两章产品对美出口额分别只占两章产品总出口额的10.62%和5.78%，因此其降幅对当期行业整体出口的影响基本可控。

表 2: 规模以上产业用纺织品企业运行数据

	2011	2012.1-11	2013	2014	2015.1-11	2016	2017	2018.1-11	2019.1-9
主营业务收入同比增速			16.46%	12.39%	6.51%	5.79%	5.19%	8.45%	3.82%
利润总额同比增速	33.20%	16.22%	16.37%	13.79%	14.44%	8.28%	-3.90%	3.76%	0.36%
利润率		5.05%	5.64%	5.71%	5.90%		5.70%	5.20%	5.77%
毛利润同比增速							-0.09%		7.70%
营业利润同比增速									11.85%

数据来源：中国产业用纺织品行业协会，广发证券发展研究中心

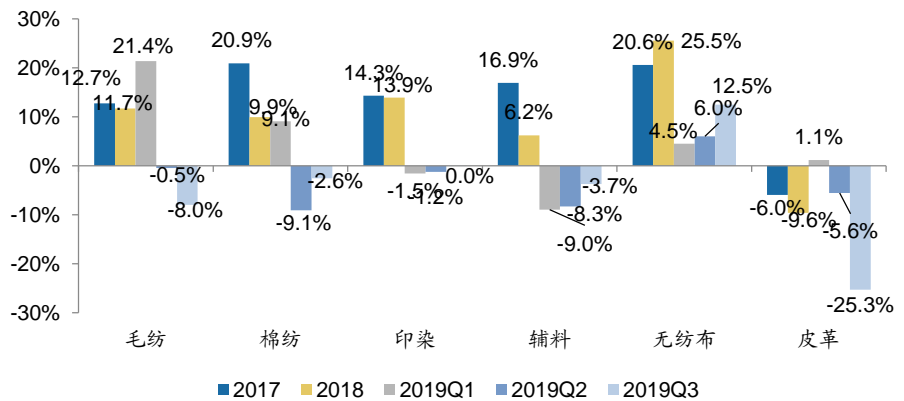
图25: 我国非织造布产量



数据来源: 中国产业用纺织品行业协会, 广发证券发展研究中心

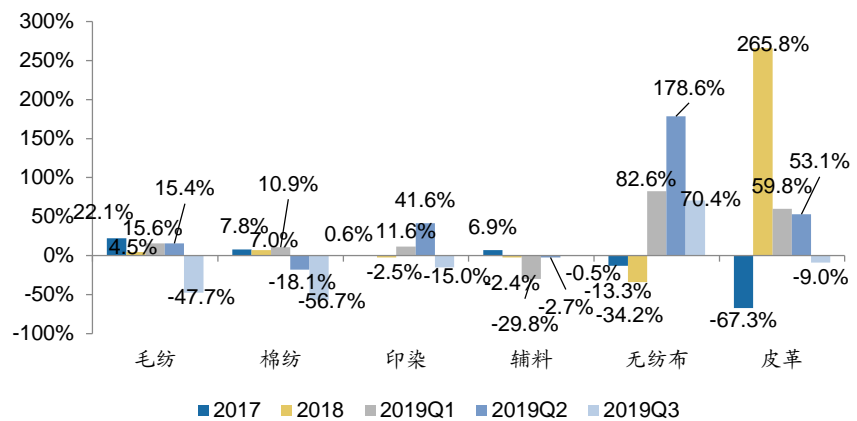
从上市公司业绩来看(统计样本包括诺邦股份和延江股份), 2019年Q1-Q3, 无纺布企业收入增速逐季加快, 行业整体需求尚佳, 业内上市公司持续新增产能投放带来业绩增长。盈利方面明显改善, 扭转了2017年以来净利润下滑的趋势。

图26: 纺织制造子行业营收同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 各细分子行业口径划分可参见已外发报告《2019纺织服装行业三季度综述》

图27: 纺织制造子行业扣非后净利润同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 各细分子行业口径划分可参见已外发报告《2019纺织服装行业三季报综述》

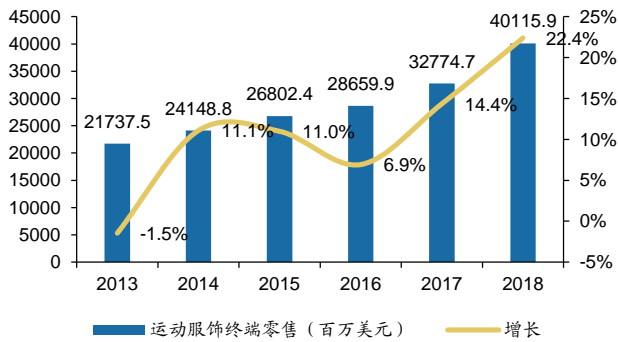
三、服装家纺板块: 关注三条投资主线

(一) 关注较高景气度的运动服饰和童装子行业

1. 运动服饰行业

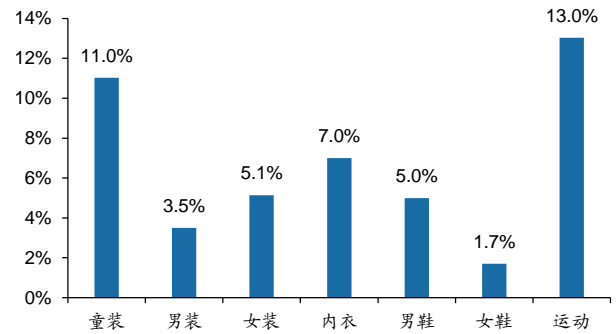
(1) 国内运动服饰行业持续高景气, 市场容量仍有较大提升空间。运动服饰行业持续高景气, 未有明显受到经济下行压力影响, 2013年至2018年年均复合增长13.04%, 在服装各子行业中排名靠前。我们认为运动服饰行业的高景气, 一方面受益消费者消费习惯的变化, 越来越多的消费者把运动作为日常生活的一部分, 而且最近几年整个运动服饰类产品也是越来越时尚, 消费者愿意在各种场合穿着, 另一方面也和运动服饰相比快时尚覆盖客群更加年轻, 营销投入更大, 更早的与电商合作, 很好的抓住了千禧一代(1982-2000出生)消费者的需求有关。而且从人均消费看, 中国的运动服饰人均消费28.75美元/年, 日本是110.57美元/年, 美国是357.48美元/年, 差距依然很大, 显示出运动服饰行业增长仍将持续很长一段时间。

图28: 国内运动服饰行业终端零售及增速



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图29: 运动服饰行业2013-2018年均复合增长较快



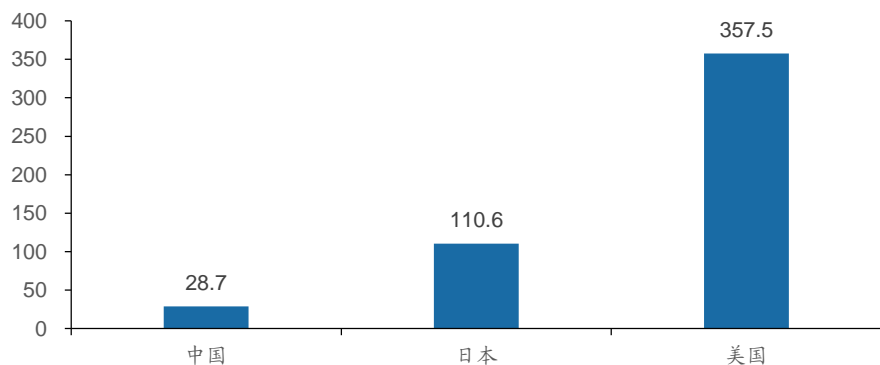
数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

表 3: 国际快时尚龙头和运动服饰龙头天猫旗舰店粉丝数及开店时间

公司名称	粉丝数量 (万)	开店时间
ADIDAS	2185.7	2010/7/16
NIKE	1999.2	2012/5/18
FAST RETAILING (UNIQLO)	1808.9	2009/3/10
INDITEX (ZARA)	1772.9	2014/9/11
PUMA	1166.6	2011/7/18
H&M	833.7	2018/1/14
GAP	738.3	2011/2/10

数据来源: 天猫, 广发证券发展研究中心

图30: 中国、日本、美国人均运动服饰开支 (美元/人)



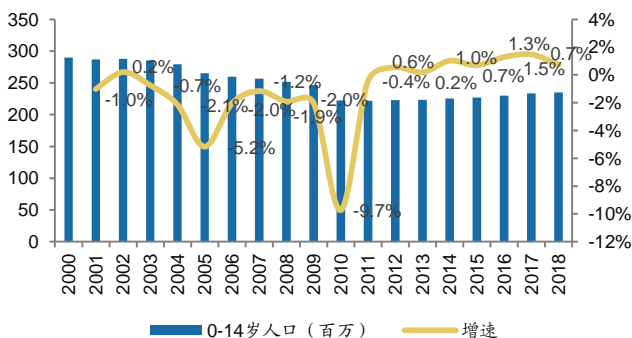
数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

(2) 推荐标的。比音勒芬核心逻辑：①公司是国内高尔夫服饰和度假旅游服饰行业龙头。公司成立于2003年，主要从事自有品牌比音勒芬高尔夫服饰和威尼斯度假旅游服饰的研发设计、品牌推广、网络建设以及供应链管理。2018和2019Q3公司营业收入分别增长39.96%/24.95%，归母净利润分别增长62.16%/51.09%。②公司四季度业绩有望加速和年底存货周转天数预计环比改善。四季度是服装的传统旺季，加之预计公司四季度会有比较多的VIP活动，考虑VIP占公司收入比重较高，因此预计公司四季度业绩有望进一步加速。另外随着四季度产品的逐步销售，全年存货周转天数有望趋于稳定。③看好公司未来三年业绩持续保持快速增长。首先，公司主品牌开店空间大，预计市场容量达到1500到2000家。其次，公司平均单店店效有望保持双位数增长，运动服饰行业景气度有望持续，2020年东京奥运会，2022年北京冬奥会，且公司产品品类不断丰富，渠道不断优化，运营能力持续提升。第三，公司激励充分，先后推出两期员工持股计划。最后，国家发文激发旅游消费潜力，公司新品牌威尼斯聚焦度假旅游服饰市场，有望成为新的利润增长点。④我们预计公司19-21年每股收益预计分别为1.33元/股、1.73元/股、2.16元/股。目前股价（2019年12月12日）对应市盈率仅18倍，参考可比公司平均估值，考虑到公司有较好的成长性，维持公司19年市盈率约30倍，合理价值39.90元/股，维持“买入”评级。风险提示：新品牌销售不及预期风险；零售业态变化的风险；

2. 童装行业

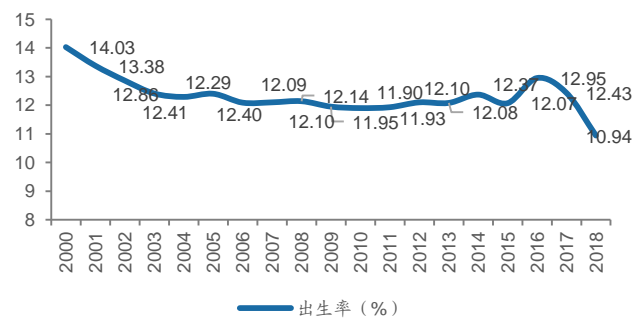
(1) 童装行业市场规模大，景气度高。根据国家统计局数据，2012年以来国内0-14岁人口逐步恢复增长，截止2018年末，国内0-14岁人口约2.35亿，国内童装市场目标人群基数庞大。

图31：国内0-14岁人口及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：左轴表示人口数，右轴表述增速

图32：国内新生儿出生率

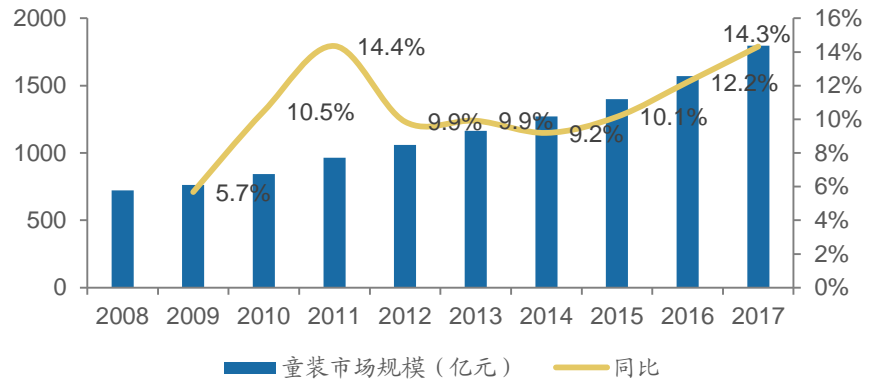


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

伴随着消费群体的扩张，国内童装市场规模快速上升。根据中国产业信息网数据，国内童装市场规模由2008年的722亿上升到2017年的1796亿，年均复合增速

达到了10.66%。

图33: 国内童装行业市场规模及增速

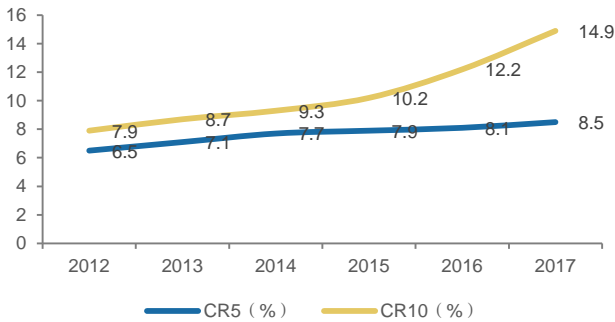


数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心；注：左轴表示规模，右轴表示同比增速

(2) 行业集中度低于发达国家,未来有望继续提升。与成人服装产品相比,消费者更注重童装的舒适性以及安全性,所以面料和印染材料是否安全舒适成为关注重点。龙头企业有品牌背书,在这两点上占据较大的优势,这为行业集中度的提升提供了有利条件。根据中国产业信息网数据,2012-2017年,童装行业前五名品牌占比由6.5%上升到了8.5%,前十名品牌占比由7.9%上升到了14.9%。但是与发达国家相比,仍有一定差距,2017年日本、美国、英国前五名童装品牌市场份额分别达到了24.1%、28.3%、19.6%,所以童装市场具备高集中度基础。

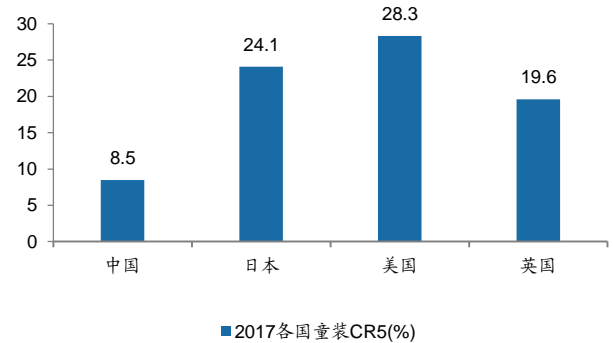
与行业竞争加剧,服装品牌纷纷进入童装市场将加快行业整合出清,助力龙头企业长期成长。面对广阔的市场,国内专业童装品牌逐步崛起,国际快时尚品牌Zara、H&M、C&A,运动品牌NIKE、Adidas、安踏、361度等均涉足国内童装市场。随着服装企业巨头的切入,中小型童装生产企业将受到挤压,市场份额被大型企业瓜分,优化了行业的竞争格局,龙头企业将受益于行业集中度的提高。

图34：中国童装行业集中度情况



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图35：各国童装行业集中度情况

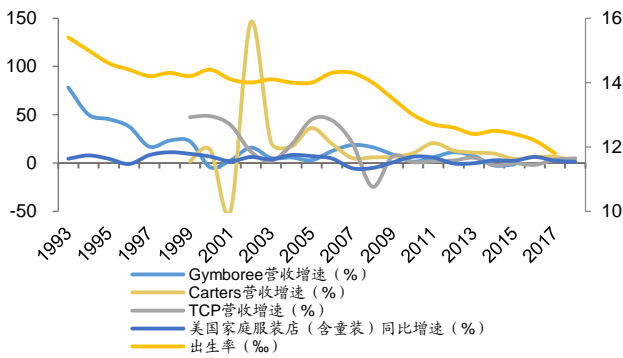


数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

(3) 美国与日本童装龙头的共性。①出生率下滑龙头公司强者恒强；②多品类产品线延伸；③产品具有较高性价比

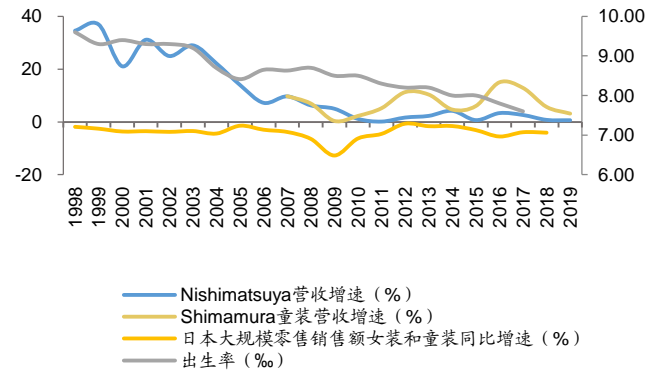
对比分析美国和日本童装龙头公司的发展情况，我们发现，在美国和日本出生率开始下滑的时期，各童装发展出现了分化，并且在此期间，龙头公司呈现强者恒强的竞争格局。美国在2008年之后，出生率（达14‰的时候）出现了显著的下滑趋势（即出生率的下滑幅度大于2008年之前）。而美国的童装公司在2008年之前，每年营收基本呈现双位数的增长，2008年之后，Gymboree和The Children's Place公司增速均降至个位数，仅Carter's公司基本保持双位数的增长，到2014年之后，Gymboree和The Children's Place公司营收均开始出现下滑，仅Carter's公司仍然保持增长。2008年以来，日本的生育率也呈现逐年下降的趋势，从2008年的8.7‰持续下降至2017年的7.6‰，日本母婴零售商Nishimatsuya也跟随日本生育率趋势，2008年之后营收增速由过去的双位数增长放缓至中低个位数增长，同时期Shimamura童装营收（因为旗下独立童装品牌Birthday增长不错）增速持续高于Nishimatsuya，但无论Shimamura还是Nishimatsuya其增速均高于日本童装行业增速。

图36: 美国童装龙头公司增长情况



数据来源: Bloomberg, 世界银行, 广发证券发展研究中心; 注: 左轴表示营收增速和同比增速, 右轴表示出生率

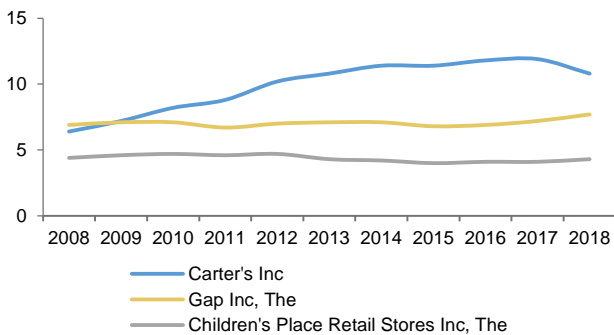
图37: 日本童装龙头公司增长情况



数据来源: Bloomberg, 世界银行, 广发证券发展研究中心; 注: 左轴表示营收增速和同比增速, 右轴表示出生率

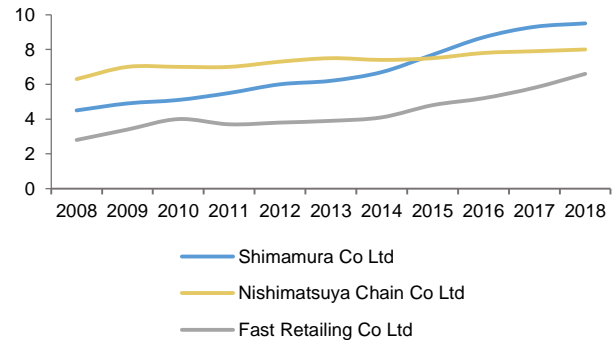
从美日两国主要童装品牌市占率变化情况来看, 排名前三的品牌市占率长期来看呈现上升的趋势。龙头品牌在与排名第二的品牌市占率差距不大的时候(2%以内的差距), 可能会发生被赶超的情况, 一旦市占率拉开差距(3%及以上的差距), 龙头品牌的地位较为稳固, 能够长期保持。

图38: 美国前三童装品牌市占率变化情况(%)



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图39: 日本前三童装品牌市占率变化情况(%)



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

童装消费尤其是婴幼儿童装的消费, 因为小孩的生长速度较快, 其产品尺寸多、更新频率较高, 具有快消品的性质。相较于成人服饰, 儿童服饰单价相对较低, 所以童装品牌的单店店效往往小于成人装。因此为了提升消费者购买的便利性以及提升童装单店店效, 美日童装龙头公司Carter's以及Shimamura产品线都十分丰富: Carter's品牌提供各式各样的服装系列、配饰系列、玩具和礼品系列和其他用品系列; Shimamura本身是集合男女童装、家纺和生活杂货的品牌, 而旗下童装品牌Birthday也提供婴儿服饰、儿童服饰和母婴用品三大品类, 单店面积均在900-1000平方米, 产品选择多样化。

美日龙头公司品类发展较为均衡, 童装龙头Carter's和Shimamura在童鞋行业也有一定的市占率, 反之亦然, 美日童鞋龙头Nike在童装行业也有一定市占率。同

时，婴童品类是其中重要的产品类别，基本上美日前五的童装品牌均从婴童品类一直延续到小中大童。因为童装产品的客群是随着年龄的增长而自然流失的，如果从婴童品类做起，可以尽可能的把握最长的产品周期。

表 4: 国际快时尚龙头和运动服饰龙头天猫旗舰店粉丝数及开店时间

美国童装品牌公司概况	排名	定位	风格	类型
Carter's Inc	1	0-14 岁	时尚休闲	专业童装品牌
Gap Inc, The	2	0-13 岁	时尚休闲	成人装延伸品牌
Nike Inc	3	0-16 岁	运动	成人装延伸品牌
Children's Place Retail Stores Inc, The	4	0-14 岁	时尚休闲	专业童装品牌
Target Corp	5	0-16 岁	时尚休闲	零售渠道品牌
日本童装品牌公司概况	排名	定位	风格	类型
Shimamura Co Ltd	1	0-16 岁	时尚休闲	成人装延伸品牌
Nishimatsuya Chain Co Ltd	2	0-16 岁	时尚休闲	零售渠道品牌
Fast Retailing Co Ltd	3	0-16 岁	时尚休闲	成人装延伸品牌
Miki House Co Ltd	4	0-6 岁	时尚休闲	专业童装品牌
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	5	0-14 岁	时尚休闲	成人装延伸品牌

数据来源：中国产业信息网，公司官网，广发证券发展研究中心

表 5: 美国和日本前五童装品牌公司情况

美国童装前十品牌童鞋排名					日本童装前十品牌童鞋排名				
	排名	市占率 (%)	排名	市占率 (%)		排名	市占率 (%)	排名	市占率 (%)
Carter's Inc	1	10.8	13	0.5	Shimamura Co Ltd	1	9.5	5	3.5
Gap Inc, The	2	7.7	-	-	Nishimatsuya Chain Co Ltd	2	8	8	2.3
Nike Inc	3	4.6	1	32.8	Fast Retailing Co Ltd	3	6.6	-	-
Children's Place Retail Stores Inc, The	4	4.3	5	2.9	Miki House Co Ltd	4	3	-	-
Target Corp	5	3.2	-	-	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	5	2	7	2.5
Fruit of the Loom Inc	6	1.9	-	-	adidas Group	6	1.2	4	7.9
H&M Hennes & Mauritz AB	7	1.5	-	-	Mizuno Corp	7	1.2	6	3.2
Under Armour Inc	8	1.3	10	1.5	TSI Holdings Co Ltd	8	0.9	11	1.2
Hanesbrands Inc	9	1.2	-	-	World Co Ltd	9	0.8	24	0.3
Levi Strauss & Co	10	1	-	-	Inditex, Industria de Diseño Textil SA	10	0.7	19	0.5

美国童鞋前十品牌童装排名	童鞋 (2018)		童装 (2018)		日本童鞋前十品牌童装排名	童鞋 (2018)		童装 (2018)	
	排名	市占率 (%)	排名	市占率 (%)		排名	市占率 (%)	排名	市占率 (%)
Nike Inc	1	32.8	3	4.6	Nike Inc	1	18.4	13	0.6
adidas Group	2	8.9	11	0.9	Achilles Corp	2	14.8	-	-
Skechers USA Inc	3	5.5	-	-	Asics Corp	3	8.4	20	0.3
Payless Holdings	4	4.3	-	-	adidas Group	4	7.9	6	1.2
Children's Place Retail Stores Inc, The	5	2.9	4	4.3	Shimamura Co Ltd	5	3.5	1	9.5
Wolverine World Wide Inc	6	2.7	-	-	Mizuno Corp	6	3.2	7	1.2
VF Corp	7	2.4	19	0.4	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	7	2.5	5	2
Deckers Outdoor Corp	8	2.3	-	-	Nishimatsuya Chain Co Ltd	8	2.3	2	8
New Balance Athletic Shoe Inc	9	1.9	-	-	Kering SA	9	2.1	24	0.2
Under Armour Inc	10	1.5	8	1.3	Skechers USA Inc	10	1.7	-	-

数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

美日童装龙头Carter's和Shimamura产品性价比较高, 与行业里其他公司相比, 产品价格相对比较平价。

表 6: 美国主要童装品牌产品价格情况 (美元)

公司	品牌	T 恤/上衣	T 恤/上衣
Carter's	Carter's	\$4.19-\$30	\$5-\$22
Target	Cat&Jack	\$4-\$12.99	\$6.99-\$12.99
Gap	Gap	\$6-\$30	\$4-\$29
	Old Navy	\$2-\$28	\$3-\$25
Nike	Nike Kids	\$15.97-\$30	\$18
The Children's Place	The Children's Place	\$3-\$24	\$5-\$15

数据来源: 公司官网, 亚马逊, 广发证券发展研究中心

表 7: 日本主要童装品牌产品价格情况 (日元)

公司	品牌	小童/上衣
Shimamura	Birthday	¥700
Nishimatsuya	Nishimatsuya	¥448-779
Fast Retailing	UNIQLO	¥790
Miki House	Miki House	¥9180-19440

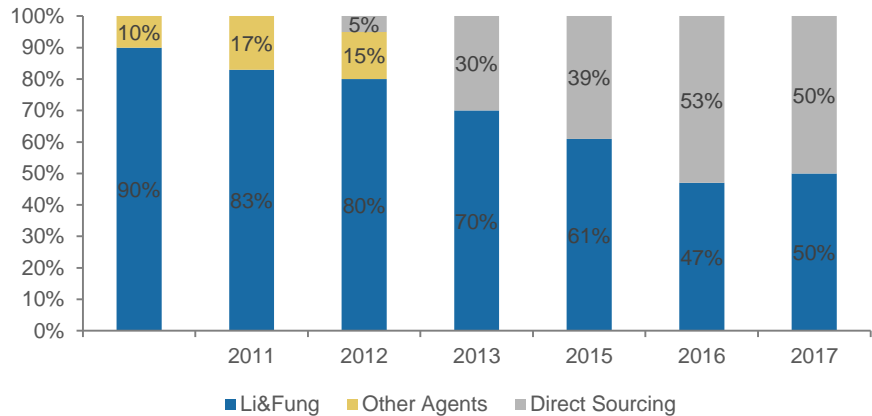
数据来源: 公司官网, 乐天商城, 广发证券发展研究中心

为了维持高性价比的定位, 美日龙头公司持续的对供应链和运营管理进行优化, 以降低成本。

前面分析的Shimamura公司, 在店铺运营上运用最精简的工作流程形成最高效的运营方式, 在员工配置上以兼职人员为主且科学安排不同时段的销售人员数量, 在物流管理上通过高效的信息化系统进行管理, 包括前期发展选址郊区以降低租金成本, 均为公司降低成本、保持高性价比的举措。

Carter's 公司则通过提升直接采购比例, 对生产供应链进行优化, 这也是有利于加强对于货品的控制力, 保障产品质量, 提升产品对市场的响应速度, 且能够显著地整合订单, 降低采购成本。公司从2010年前后开始将之前与五个采购机构合作的间接采购模式进行整改, 计划打造直接采购模型, 截至2010年三季度, 90%的采购业务来自于利丰有限公司 (Li & Fung), 其余四个采购机构只占比不到10%。2017年采购方只有两个组成部分, 50%来自于Li&Fung, 50%来自于直接采购, 直接采购的占比不断加大。提升直接采购比例使得公司受到采购商对毛利率的影响越小, 从而提高整体毛利率。

图40: Carter's公司采购方式构成



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

(4) 推荐标的。森马服饰核心逻辑: ①森马服饰拥有童装和休闲装两块业务, 其中巴拉巴拉童装是国内最大的童装品牌, 2018年市占率5.6%, 休闲装业务以森马品牌为主, 是国内领先的休闲装龙头之一。②公司三季度单季业绩增速稍有波动, 但经营质量显著改善。三季度单季剔除kidiliz影响, 公司原有业务收入预计低个位数增长, 较上半年收入21.38%的增长有所放缓, 我们预计主要和公司控制发货(给加盟商)有关, 其中童装收入预计继续保持双位数增长, 休闲装预计有所下降, 但从经营质量看, 出现显著改善, 有利于长期健康增长。第三季度单季公司经营性现金流净额为1.30亿元, 较上年同期0.37亿元增长251.35%。前三季度存货同比增长27.03%, 较上半年58.97%的增长也是明显放缓(前三季度存货均有kidiliz并表的影响)。三季度单季归母净利润略有下降主要是kidiliz亏损所致, 四季度随着kidiliz去年底并表, 负面影响由于基数原因将减弱, 中长期我们看好kidiliz减亏。③我们预计公司四季度业绩增速环比三季度有望加快, 且对公司中长期继续保持较快仍有信心。首先, 根据公司第二期限限制性股票激励计划的业绩目标, 2019年归母扣非净利润需要较2018年增长10.64%, 今年前三季度归母扣非净利润增长3.53%。其次, 公司童装行业龙头地位稳固, 且行业较为景气, 明年上半年伴随渠道库存恢复正常, 预计业绩增速有望重新加快, 休闲装虽然行业景气度一般, 但公司积极变革, 竞争力明显提升, 今年四季度再次启动新一轮改革, 涉及产品、渠道、营销等方面, 目前终端反馈良好, 未来一旦行业趋暖, 业绩弹性较大。④我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.69元/股、0.83元/股、0.97元/股。参考公司上市至今平均市盈率, 给予公司今年22倍市盈率, 合理价值15.18元/股, 维持公司“增持”评级。风险提示: 终端销售不景气; 存货减值计提风险; 法国公司投后管理不善风险;

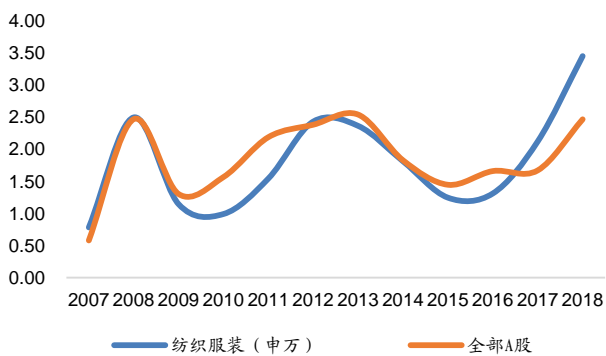
(二) 关注板块内低估值高股息率公司

1. 纺织服装行业股息率在A股各行业中排名靠前

从近年来A股及纺织服装行业的股息率趋势来看，因为整体PE估值水平的下行，A股股息率和纺织服装行业股息率近年来在持续上升，2018年，全部A股平均股息率为2.47%，纺织服装行业平均股息率为3.45%。

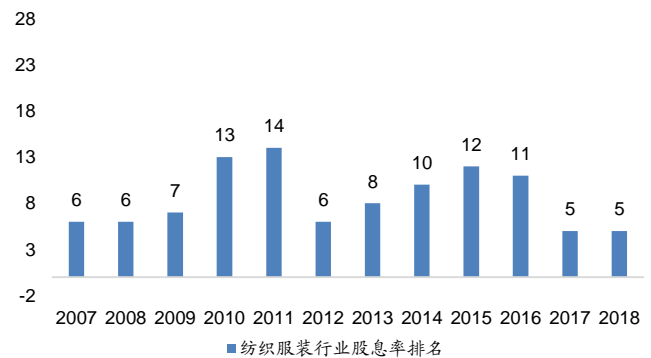
从申万一级行业股息率排名情况来看，在申万一级28个子行业中，纺织服装行业股息率排名在中等偏上，其中2018年股息率排名第5。（此处各年度股息率计算以行业年末市值作为计算依据）

图41：历年来A股及纺服行业股息率情况（%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图42：纺织服装行业股息率排名



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

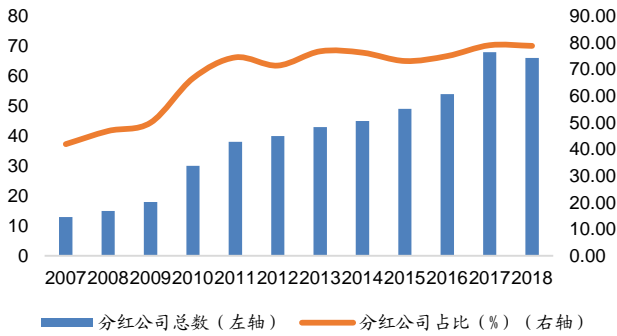
2. 纺织服装行业的公司近年来分红力度持续提升

从纺织服装行业分红公司个数来看，参与分红的公司数量持续增多，从2007年的13家上升至2018年的66家，并且分红公司占纺织服装行业公司数量占比也在持续提升，从2007年的41.94%提升至2018年的78.82%。

从纺织服装行业分红金额来看，行业分红总金额由2007年的5.73亿元上升至2018年的104.73亿元，行业平均分红率也从2007年的22.71%上升至2018年80.50%。

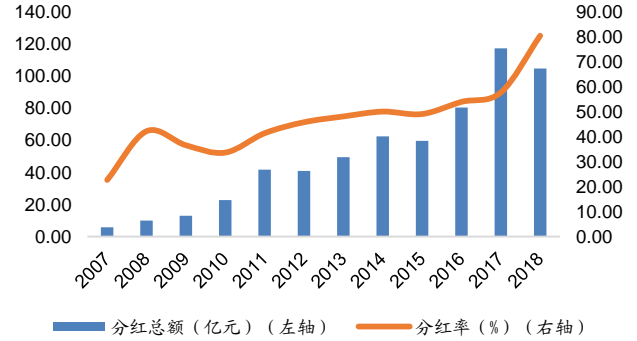
由此可见，纺织服装行业各公司无论从数量、金额还是分配比例上，对分红的力度都在持续加大。

图43: 纺织服装行业分红公司总数及占比



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图44: 纺织服装行业分红总金额及分红率



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

从纺织服装行业的下游服装家纺板块上市公司近三年累计分红金额来看, 排名前十的公司分别是: 海澜之家 (60.52亿元)、森马服饰 (26.28亿元)、九牧王 (17.24亿元)、太平鸟 (10.48亿元)、际华集团 (10.01亿元)、地素时尚 (8.02亿元)、富安娜 (7.35亿元)、罗莱生活 (7.03亿元)、搜于特 (6.64亿元) 和红豆股份 (6.48亿元)。

表 8: 纺织服装行业各公司近三年分红总额

代码	公司名称	三年累计分红总额 (亿元)	2018 年度累计分红总额 (亿元)	2017 年度累计分红总额 (亿元)	2016 年度累计分红总额 (亿元)
002029.SZ	七匹狼	2.2671	0.7557	0.7557	0.7557
002154.SZ	报喜鸟	1.4611	1.2176	0.1263	0.1172
002269.SZ	美邦服饰	0.0000			
002291.SZ	星期六	0.0000			
002293.SZ	罗莱生活	7.0278	3.0176	2.6066	1.4036
002327.SZ	富安娜	7.3494	4.3023	2.1779	0.8692
002397.SZ	梦洁股份	2.2979	1.1440	0.4679	0.6860
002485.SZ	希努尔	0.1251	0.1251		
002486.SZ	嘉麟杰	0.0000			
002494.SZ	华斯股份	0.0772	0.0386		0.0386
002503.SZ	搜于特	6.6389		6.2484	0.3905
002563.SZ	森马服饰	26.2776	9.4495	6.7236	10.1045
002569.SZ	*ST 步森	0.0000			
002612.SZ	朗姿股份	1.8000	1.0000	0.6000	0.2000
002634.SZ	棒杰股份	0.4610		0.2305	0.2305

002656.SZ	摩登大道	0.0953	0.0285	0.0668	
002687.SZ	乔治白	1.5896	0.5250	0.5323	0.5323
002761.SZ	多喜爱	0.0996	0.0408	0.0312	0.0276
002762.SZ	金发拉比	0.8266	0.3186	0.3057	0.2023
002763.SZ	汇洁股份	3.7800	1.7496	1.1664	0.8640
002776.SZ	柏堡龙	0.7675	0.3587	0.2405	0.1683
002780.SZ	三夫户外	0.0629	0.0224		0.0405
002832.SZ	比音勒芬	2.1867	0.9067	1.0667	0.2133
002875.SZ	安奈儿	0.4143	0.2110	0.2033	
300005.SZ	探路者	1.1884			1.1884
300526.SZ	中潜股份	0.2645	0.0514	0.0857	0.1274
300591.SZ	万里马	0.1560			0.1560
600107.SH	美尔雅	0.0000			
600137.SH	浪莎股份	0.1750	0.1167	0.0583	
600146.SH	商赢环球	0.0000			
600398.SH	海澜之家	60.5178	16.9381	21.5652	22.0145
600400.SH	红豆股份	6.4825	1.2186	3.6189	1.6450
600630.SH	龙头股份	0.3866		0.3866	
600824.SH	益民集团	1.2121	0.3373	0.4216	0.4532
601566.SH	九牧王	17.2392	5.7464	5.7464	5.7464
601718.SH	际华集团	10.0130	0.4392	7.4658	2.1080
603001.SH	奥康国际	5.5780	1.1672	2.0049	2.4059
603116.SH	红蜻蜓	3.7075	1.0167	1.6688	1.0220
603157.SH	拉夏贝尔	4.3814	1.3692	3.0122	
603196.SH	日播时尚	0.4920	0.2400	0.2520	
603365.SH	水星家纺	2.6668	1.3334	1.3334	
603518.SH	锦泓集团	0.8454	0.4092	0.2853	0.1509
603555.SH	贵人鸟	4.4002		1.5715	2.8287
603557.SH	起步股份	0.4717	0.1897	0.2820	
603558.SH	健盛集团	1.1957	0.2007	0.6245	0.3705
603587.SH	地素时尚	8.0200	8.0200		
603608.SH	天创时尚	3.1145	1.0554	1.0791	0.9800
603665.SH	康隆达	0.3500	0.2000	0.1500	
603808.SH	歌力思	3.3121	1.7457	0.8762	0.6902
603839.SH	安正时尚	3.9741	1.3887	1.4452	1.1402
603877.SH	太平鸟	10.4750	4.7343	3.3657	2.3750
603908.SH	牧高笛	1.1005	0.5002	0.3335	0.2668
603958.SH	哈森股份	1.1369		0.5718	0.5651

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

从纺织服装行业的下游服装家纺板块上市公司近三年股息率情况来看，排名前十的公司分别是：海澜之家（5.71%）、地素时尚（5.65%）、九牧王（5.31%）、太平鸟（4.91%）、富安娜（4.83%）、森马服饰（4.37%）、罗莱

生活 (3.82%)、汇洁股份 (3.77%)、际华集团 (3.04%) 和奥康国际 (2.73%)。

表 9: 纺织服装行业各公司近三年股息率情况

代码	公司名称	三年平均股息率	2018 年股息率	2017 年股息率	2016 年股息率
600398.SH	海澜之家	5.71%	4.45%	7.04%	5.65%
002563.SZ	森马服饰	4.37%	3.92%	5.78%	3.39%
601566.SH	九牧王	5.31%	7.55%	4.49%	3.90%
603877.SH	太平鸟	4.91%	5.24%	4.95%	4.54%
601718.SH	际华集团	3.04%	0.30%	5.99%	2.83%
603587.SH	地素时尚	5.65%	9.10%	4.37%	3.49%
002327.SZ	富安娜	4.83%	6.58%	3.09%	
002293.SZ	罗莱生活	3.82%	4.62%	3.18%	3.65%
002503.SZ	搜于特	2.03%	0.00%	3.46%	2.62%
600400.SH	红豆股份	2.68%	1.28%	4.33%	2.44%
603001.SH	奥康国际	2.73%	2.88%	2.58%	
603555.SH	贵人鸟	1.08%	0.00%	2.16%	
603157.SH	拉夏贝尔	2.50%	2.92%	2.48%	2.11%
603839.SH	安正时尚	2.63%	3.21%	2.04%	
002763.SZ	汇洁股份	3.77%	5.62%	4.85%	0.84%
603116.SH	红蜻蜓	2.08%	2.49%	2.22%	1.52%
603808.SH	歌力思	2.58%	3.19%	2.90%	1.66%
603608.SH	天创时尚	2.07%	2.21%	2.50%	1.49%
603365.SH	水星家纺	2.53%	3.35%	3.73%	0.51%
002397.SZ	梦洁股份	2.38%	3.57%	2.40%	1.16%
002029.SZ	七匹狼	1.67%	1.61%	2.13%	1.26%
002832.SZ	比音勒芬	1.82%	1.50%	2.78%	1.17%
002612.SZ	朗姿股份	1.97%	2.85%	1.74%	1.32%
002687.SZ	乔治白	1.89%	2.39%	1.39%	
002154.SZ	报喜鸟	2.02%	3.19%	1.41%	1.46%
600824.SH	益民集团	1.23%	0.96%	1.87%	0.87%
603558.SH	健盛集团	1.28%	0.44%	2.15%	1.24%
300005.SZ	探路者	1.12%	0.00%	2.19%	1.17%
603958.SH	哈森股份	1.24%	0.00%	2.59%	1.13%
603908.SH	牧高笛	2.20%	3.08%	1.32%	
603518.SH	锦泓集团	1.80%	1.61%	3.61%	0.18%
002762.SZ	金发拉比	1.61%	1.72%	2.53%	0.59%
002776.SZ	柏堡龙	0.96%	0.61%	1.01%	1.25%
603196.SH	日播时尚	0.91%	0.80%	1.09%	0.84%
603557.SH	起步股份	0.77%	0.54%	1.00%	
002634.SZ	棒杰股份	0.66%	0.00%	1.66%	0.33%
002875.SZ	安奈儿	1.10%	1.12%	1.21%	0.98%
600630.SH	龙头股份	0.81%	0.00%	1.65%	0.76%
603665.SH	康隆达	0.95%	0.76%	1.30%	0.78%

300526.SZ	中潜股份	0.58%	0.27%	0.90%	
600137.SH	浪莎股份	1.05%	0.94%	1.92%	0.30%
300591.SZ	万里马	0.67%	0.00%	1.13%	0.87%
002485.SZ	希努尔	0.53%	0.30%	0.75%	
002761.SZ	多喜爱	0.52%	0.11%	0.54%	0.91%
002656.SZ	摩登大道	0.53%	0.06%	1.21%	0.32%
002494.SZ	华斯股份	0.59%	0.16%	1.34%	0.28%
002780.SZ	三夫户外	0.56%	0.16%	1.07%	0.44%
002269.SZ	美邦服饰	0.61%	0.00%	0.45%	1.38%
002291.SZ	星期六	0.39%	0.00%	0.69%	0.47%
002486.SZ	嘉麟杰	0.44%	0.00%	1.00%	0.31%
002569.SZ	*ST步森	0.26%	0.00%	0.53%	
600107.SH	美尔雅	0.39%	0.00%	0.92%	0.26%
600146.SH	商赢环球	0.23%	0.00%	0.46%	

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心；注：三年平均股息率为16-18年股息率的平均值

我们筛选出留存收益较高的服装家纺公司，且今年归母净利润未大幅下滑（大于-5%），这些公司具有高分红潜力。他们分别是：黑牡丹、报喜鸟、安正时尚、罗莱生活、海澜之家。

表 10：纺织服装行业各公司分红潜力情况

公司名称	归母净利润 (亿元)	归母净利润 增速 (%)	货币资金/总 市值	留存收益/总 市值	总市值 (亿元)	货币资金 (亿元)	留存收益 (亿元)
	2019/9/30	2019/9/30			2019/12/11	2019/9/30	2019/9/30
七匹狼	1.98	-7.75	55.81%	75.59%	42.39	23.66	32.04
黑牡丹	6.41	462.6	77.12%	61.44%	64.61	49.82	39.69
维格娜丝	0.3	-77.98	40.92%	57.94%	16.91	6.92	9.8
红蜻蜓	1.14	-51.04	15.15%	53.10%	41.14	6.23	21.85
奥康国际	1.06	-38.48	13.00%	48.45%	34.85	4.53	16.88
富安娜	2.46	-15.44	8.17%	41.94%	57.41	4.69	24.08
际华集团	0.44	-74.29	36.17%	40.34%	138.78	50.2	55.98
报喜鸟	1.63	131.28	4.24%	34.83%	36.41	1.54	12.68
安正时尚	2.78	12.55	9.96%	33.38%	44.88	4.47	14.98
罗莱生活	3.58	-5	23.06%	31.22%	73.97	17.06	23.09
海澜之家	26.16	-0.45	21.61%	30.03%	338.13	73.09	101.53
歌力思	2.75	2.62	13.67%	28.41%	42.4	5.8	12.04
搜于特	3.04	-45.98	13.23%	27.01%	66.49	8.8	17.96
水星家纺	2.15	18.78	12.40%	26.46%	39.79	4.93	10.53
旷达科技	1.45	-34.89	5.67%	25.92%	38.98	2.21	10.1
天创时尚	1.72	-7.88	12.57%	25.92%	26.92	3.38	6.98
金发拉比	0.48	-21.05	9.04%	25.90%	18.62	1.68	4.82
汇洁股份	2.16	20.25	19.95%	25.77%	32.28	6.44	8.32
朗姿股份	1.57	-14.92	3.63%	24.56%	36.37	1.32	8.93

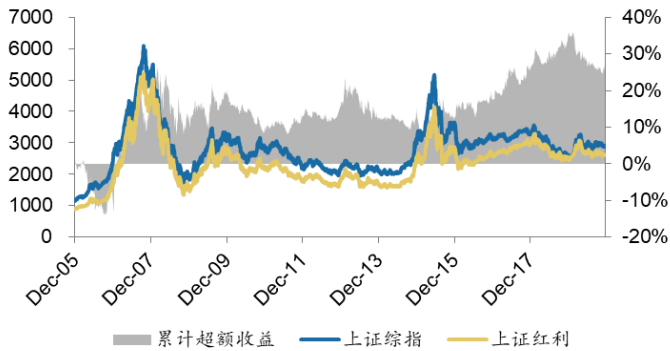
森马服饰	13.07	2.79	6.72%	24.54%	257.44	17.31	63.17
鹿港文化	0.86	32.66	12.46%	23.28%	32.58	4.06	7.59
哈森股份	0.01	-87.2	3.51%	21.99%	15.24	0.54	3.35
健盛集团	2.28	31.04	9.11%	21.88%	37.26	3.4	8.15
希努尔	0.86	7.99	2.49%	20.95%	33.24	0.83	6.96
太平鸟	2.07	-26.78	5.45%	20.92%	68.96	3.76	14.42
乔治白	0.78	32.97	6.06%	19.76%	19.6	1.19	3.87
柏堡龙	1.09	-8.74	37.82%	19.06%	38.04	14.38	7.25
旺能环境	3.11	39.19	17.66%	18.42%	61.11	10.79	11.26
安奈儿	0.33	-42.29	14.58%	18.15%	19.11	2.79	3.47
探路者	0.99	293.22	34.76%	17.41%	34.76	12.08	6.05
华斯股份	0.12	1.09	7.55%	16.70%	18.35	1.39	3.07
康隆达	0.66	-10.15	11.09%	16.48%	21.36	2.37	3.52
起步股份	1.51	2.46	13.56%	16.30%	41.35	5.61	6.74
九牧王	3.81	8.88	4.98%	16.12%	64.88	3.23	10.46
龙头股份	0.25	-52.52	13.02%	15.77%	29.95	3.9	4.72
日播时尚	-0.01	-103.71	4.06%	15.13%	19.54	0.79	2.95
比音勒芬	3.11	51.09	7.05%	14.62%	75.99	5.36	11.11
红豆股份	1.44	-16.93	9.30%	13.52%	82.33	7.65	11.13
梦洁股份	0.98	2.35	14.53%	13.10%	39.43	5.73	5.16
地素时尚	4.8	6.65	18.57%	11.98%	98.08	18.21	11.75
三毛派神	2.41	21.99	24.20%	11.00%	38.41	9.29	4.23
摩登大道	-0.25	-143.05	4.88%	10.41%	28.5	1.39	2.97
牧高笛	0.42	-0.19	18.51%	9.22%	16.23	3.01	1.5
多喜爱	-0.03	-108.51	2.12%	8.18%	40.02	0.85	3.27
棒杰股份	0.32	28.1	6.25%	7.44%	32.8	2.05	2.44
拉夏贝尔	-8.25	-444.69	8.25%	6.79%	28.42	2.35	1.93
三夫户外	0.01	-46.09	11.36%	6.41%	24.35	2.77	1.56
万里马	0.11	-9.4	10.36%	5.73%	17.1	1.77	0.98
星期六	1.05	432.56	5.02%	5.18%	48.62	2.44	2.52
浪莎股份	0.17	-22.07	10.53%	4.88%	13.6	1.43	0.66
嘉麟杰	-0.19	-284.5	1.96%	4.86%	26.29	0.52	1.28
中潜股份	0.21	0.2	0.30%	3.20%	93.04	0.28	2.98
美尔雅	0.41	1,172.79	2.68%	2.75%	25.38	0.68	0.7
美邦服饰	-2.38	-692.42	7.58%	-0.77%	48.74	3.69	-0.38
贵人鸟	-1.66	-1,134.18	0.51%	-6.36%	29.8	0.15	-1.89
步森股份	-0.4	-619.69	4.96%	-15.60%	12.84	0.64	-2
商赢环球	-2.85	-532.76	0.55%	-32.73%	67.06	0.37	-21.95
天首发展	-0.19	60.25	0.96%	-34.84%	12.8	0.12	-4.46

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

3. 长期来看高股息分红组合能够跑赢市场指数

长期来看，高股息分红组合能够跑赢市场指数。我们对上证综指和上证红利指数以及沪深300全收益和沪深300红利全收益指数，高股息分红组合（上证红利及沪深300红利全收益）均能获得超额收益。

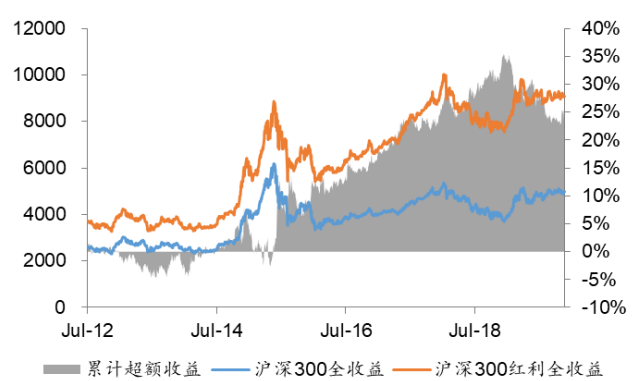
图45: 上证综指和上证红利



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 累计超额收益计算方式为每日上证综指日涨跌幅减去上证红利日涨跌幅的加总求和

图46: 沪深300全收益和沪深300红利全收益



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 累计超额收益计算方式为每日沪深300全收益日涨跌幅减去沪深300红利全收益日涨跌幅的加总求和

4. 推荐标的

(1) 地素时尚核心推荐逻辑: ①公司是中高端女装龙头，业绩增长趋势良好。公司主品牌DAZZLE在2014-2015年中国中高端女装行业市场占有率中排名第四和第三。2019年前三季度累计营收17.05亿元，同比增长15.90%，归母净利润4.80亿元，同比增长6.65%，扣非后归母净利润4.33亿元，同比增长21.29%。2019Q3单季营收5.94亿元，同比增长18.78%，归母净利润1.40亿元，同比增长23.01%，三季度单季营收及归母净利润增长加速。②公司经营质量优秀。2019年前三季度店铺数量净增仅6家，线下直营渠道和加盟渠道营收分别同比增长17.92%和10.76%，增长主要来自同店增长的驱动，线上渠道同比增长28.75%，亦有较高增长。与此同时，前三季度存货周转和应收账款周转天数分别同比减少19天和0.06天，营运指标持续改善，经营活动产生现金流净额为5.33亿元，同比增长51.31%，现金流情况较好。③公司具有较高分红。2018年公司现金分红金额达4亿元，以公司目前市值（截至2019年11月17日）来计算，公司股息率达4%，在纺织服装行业中处于较高水平。④我们看好公司未来同店持续提升，店铺数量保持增长，业绩有望稳健增长，预计公司2019-2021年EPS分别为1.66/1.84/2.14元/股，现价对应19年PE估值为13倍，可比公司19年平均PE估值15倍，给予19年合理PE估值15倍，合理价值24.9元/股，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争日益激烈的风险；无法把握潮流风险；终端零售不景气风险。

(2) 海澜之家 (600398.SH) 核心推荐逻辑: ①公司成立于1997年，是一家主要从事品牌管理、供应链管理、营销网络管理的大型消费品牌运营平台公司。公司旗

下拥有包括男装、女装、童装、职业服及家居等品牌。其中男装品牌海澜之家是国内最大的男装品牌。2018和2019Q3公司营业收入分别增长4.89%/12.63%，归母净利润分别增长3.78%/-0.45%。②公司今年三季报收入增速较上半年加快，超预期。前三季度收入增长12.63%（上半年增长7.07%），其中主品牌海澜之家前三季度收入增长7.26%（上半年增长5.05%），时隔六个季度重新回到双位数增长，主要得益于适当调降倍率对销售产生了较好的促进作用，商超比例增加，门店布局调整效果不断显现，电商逐步打开局面，恢复双位数增长（海一家转做线上）。③公司营运指标和经营质量不断改善。公司前三季度存货周转天数和应收帐款周转天数分别为299天和14天，较上年同期333天和16天明显减少。前三季度经营性现金流净额为2.01亿元，上年同期为1.36亿元，同比增加47.79%。前三季度存货绝对金额94.49亿元，低于上年同期97.34亿元。另外公司今年羽绒服备货不多，部分采取快反订单，预计短期天气波动对全年存货影响较小。④看好公司四季度特别是明年净利润增长跟上收入增长。公司10月和11月主品牌终端零售平稳。今年前三季度归母净利润微降0.45%，明显低于收入增长，主要由于1）子品牌爱居兔，去年四季度并表的童装男生女生，包括其他新品牌有所亏损，2）去年下半年发行可转债和在建工程转固，使得今年上半年财务费用和折旧大幅增加，但这些因素中大部分明年将不存在，爱居兔大部分股权已经剥离，男生女生明年有望盈亏平衡，财务费用和折旧不会增加，加上英氏婴童今年四季度和明年有望贡献并表净利润。⑤我们预计公司2019-2021年每股收益分别为0.78元/股、0.90元/股、1.01元/股，对应归母净利润分别增长1.3%、15.8%、11.5%，目前股价对应市盈率仅10倍、9倍、8倍，处历史低位。公司在今年7月份推出了第二期回购，资金总额6.91-10.36亿元，回购股份将注销，截至11月底累计仅回购了1.99亿元，同时根据2018年的五年规划，2020-2022公司还将继续推出三期回购。另外公司目前股息率接近5%。参考可比公司2019年平均PE，给予公司2019年12.5倍PE，合理价值9.75元/股，维持“买入”评级。风险因素：极端气候影响服装销售风险；终端库存积压的风险；新品牌培育风险；

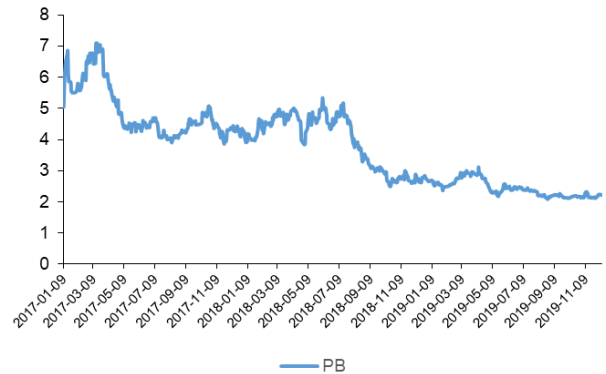
（3）太平鸟（603877.SH）核心推荐逻辑：①太平鸟成立于1995年，是一家以零售为导向的多品牌时尚服饰公司，旗下品牌覆盖男装、女装和童装，包括PEACEBIRD 女装、PEACEBIRD男装、乐町 LED'IN 女装、MATERIAL GIRL 女装、Mini Peace 童装等五大品牌。2018和2019Q3公司营业收入分别增长7.78%/2.36%，归母净利润分别增长27.51%/-26.78%。②公司业绩处于触底回升阶段。2019Q3公司营收和归母净利润分别增长9.55%和-12.26%，相较2019Q2单季的1.99%和-29.24%和2019Q1单季的-4.46%和-34.90%，公司的营收增长在加速、归母净利润降幅在持续收窄，业绩呈现出逐季改善的态势；③公司股价已经处于上市以来较低水平。截至2019年12月10日，太平鸟公司PE（TTM）估值为14.10倍，PB估值为2.22倍，均为上市以来的较低水平；④公司股息率较高。太平鸟2018年现金分红金额4.73亿元，当前市值对应股息率为6.77%，具有较高股息率。⑤我们预计公司19-21年EPS为1.02/1.13/1.22元/股，当前股价对应19年PE为12倍，行业可比公司19年平均PE估值16倍，考虑到公司短期业绩承压，给予公司19年合理PE估值14.5倍，合理价值14.79元/股，维持“增持”评级。风险提示：行业竞争加剧风险；存货跌价风险；流行趋势变化的风险。

图47: 太平鸟PE (TTM) 估值情况



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图48: 太平鸟PB 估值情况



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

(三) 关注拥有优质电商代运营子公司的高端女装公司

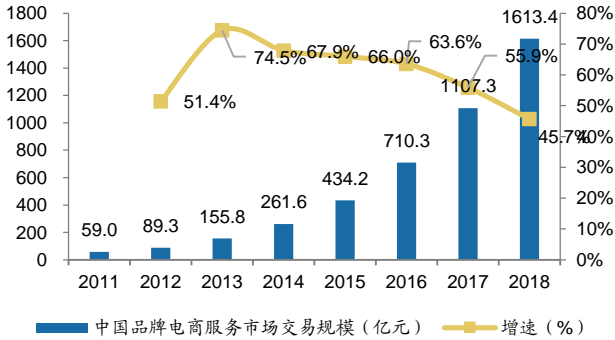
1. 电商代运营渗透率逐步提高, 未来仍将保持高速增长

随着国内经济水平的增长以及电商平台发展成熟化, 网络购物逐步成为民众日常生活中最重要的购物方式之一。互联网作为销售渠道的重要性日益凸显, 越来越多的企业对产品线上销售也愈发重视, 电商代运营服务因此得以高速发展。电商代运营服务主要指由在电子商务活动中的第三方服务商为品牌方提供的包括运营、IT、营销、仓储物流、客户服务等内容的综合电子商务服务。电商代运营服务的主要渠道包括B2C平台的品牌官方旗舰店、品牌专卖店以及品牌官网商城。

由于目前多个电商平台并存, 电商代运营产品品类丰富且不同品牌方对电商业务的定位和需求不同, 电商代运营服务业务模式呈现多元化特点, 主要包括经销、代销、分销、品牌线上管理以及内容服务等业务模式。

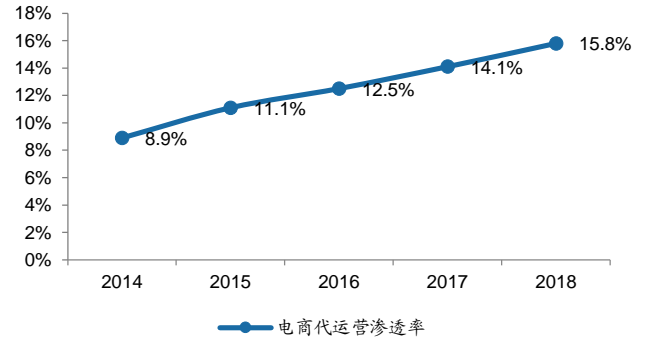
中国品牌电商服务市场交易规模从2011年的59.0亿元增加到2018年的1613.4亿元, CAGR达到60.4%, 电商代运营渗透率也从2014年的8.9%上升到2018年的15.8%。表明未来一段时间电商代运营市场规模增速高于电商整体交易规模增速。根据2019天猫生态服务商大会数据, 2018年天猫服务商引入新品牌843个, 店均成交是大盘新商家近3倍, 天猫服务商总GMV同比增长高于大盘近20%。

图49: 2011-2021中国品牌电商服务市场交易规模



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

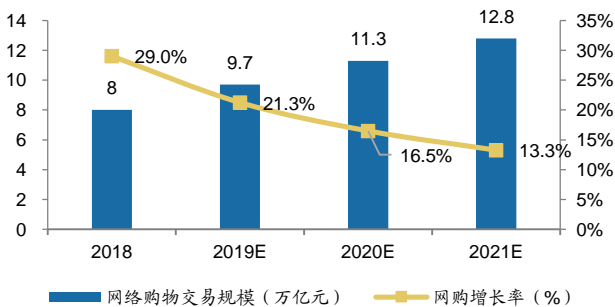
图50: 2014-2018年我国电商代运营在网络零售市场的渗透率



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

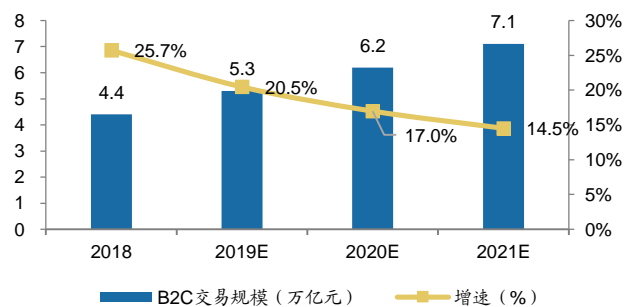
电商代运营行业仍处在高速发展过程中, 未来市场空间依旧广阔。根据艾瑞咨询预计, 2021年, 网络购物交易规模和B2C交易规模将分别达到12.8万亿和7.1万亿, 品牌电商服务市场规模也将扩张至3473.6亿。电商平台也将继续助力电商服务商发展。2019天猫生态服务商大会宣布, 未来三年天猫服务商规模将翻两倍, 将创造5000亿市场规模, 将扶持50家10亿规模服务商, 同时还将开放2000家品牌招商名额, 以此带来更多新供给。伴随行业逐步成熟化, 电商代运营业务入局难度加大, 小企业竞争加剧, 市场集中度提高, 资源进一步向头部电商代运营企业集中, 头部电商代运营企业优势地位夯实。

图51: 2018-2021E网络购物交易规模及增速



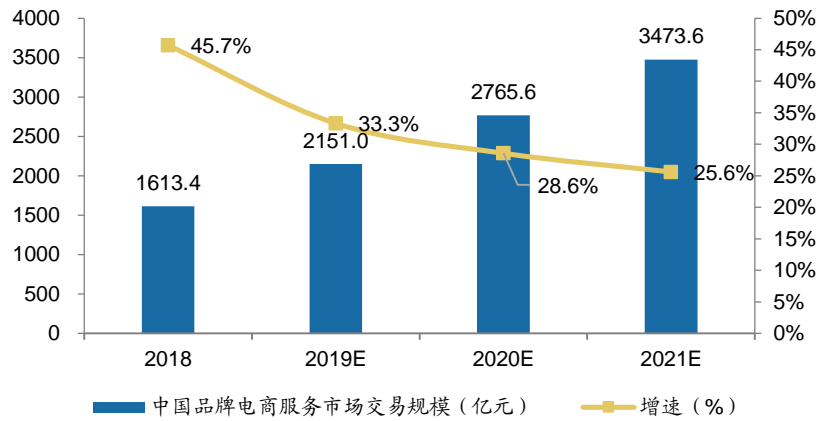
数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图52: 2018-2021E B2C交易规模及增速



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图53: 2018-2021E中国品牌电商服务市场交易规模及增速

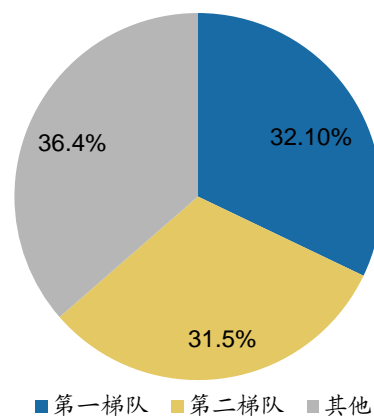


数据来源: 丽人丽妆招股说明书、广发证券发展研究中心

2.行业格局清晰, 头部公司具备竞争优势

电商代运营行业由于具备一定的资金、技术以及资源壁垒, 头部公司具备竞争优势, 呈现头部集中的竞争格局。根据艾瑞咨询的数据, 第一梯队四家电商代运营公司的GMV整体占比达到32.1%。

图 54: 2018年中国品牌电商服务市场竞争格局



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

目前电商代运营行业整合仍在继续, 但是已经初步形成了较为清晰的行业竞争格局:

1) 第一层级是宝尊电商，依靠强大的规模化优势、丰富的增值服务占据行业的绝对龙头地位。宝尊电商的客户大多是顶尖海内外品牌，这类客户市场空间广阔，最看重规模化优势，而宝尊凭借自身的市场控制力与上游品牌、下游仓储物流供应商都享有较强的议价能力。

2) 第二层级是凯诘电商、壹网壹创、百秋电商、礼尚信息、若羽臣、杭州悠可等在某些专业领域建立起专业优势，凭借优势品牌资源实现业绩高增长的专业型代运营龙头。对于某些品类（如母婴、奢侈品、美妆、快消品）来讲，消费者具有鲜明的特性，而供应链资源也相对特殊，如果在这些品类上建立起自身的供应链优势以及运营优势，就会形成自己的竞争壁垒。第二层级的代运营公司往往把精力聚焦在某一个或者某几个品类上，而且这些品类大多符合消费升级趋势，线上拓展还有较大空间。此外，这一层级业绩较好的代运营公司服务的客户主要是海外品牌，海外客户一方面契约精神较好，合作较为顺畅；另一方面人力成本比国内高很多，且不清楚国内电商的运营技巧，对电商代运营公司的依赖性较强；第三方面是海外品牌本身知名度、质量较好，市场空间相对较大，业绩、现金流也很稳定。

3) 第三层级是不知名的小型代运营公司，这些公司大多单纯从事网店运营外包业务，服务效率较低，缺乏品牌资源，因此经营较为困难，逐渐退出市场。这一类电商代运营公司以服务国内品牌或者区域品牌为主，主要运营品类集中在大众服饰、3C产品等领域。因为这些品类的线上可拓展空间较为有限，品牌自身的经营情况一般，所以行业竞争异常激烈。

从行业内主要代运营公司的资本背景来看，目前宝尊电商在美股上市，壹网壹创在创业板上市，及若羽臣均拟在A股上市。宝尊电商为阿里巴巴参股企业，朗姿股份持有若羽臣16.43%股权，安正时尚持有礼尚信息70%股权，歌力思持有百秋网络75%股权，中信资本持有杭州悠可100%股权。

表 11: 电商企业简介

公司	成立时间	主要运营品类	2018 营收		上市情况
			规模 (亿元)	运营品牌数	
宝尊电商	2007 年初	服饰、食品、医药保健、美妆、家电、运动户外、3C 数码、家居、建材 8 大品类	53.95	185	公司 2010 年获得阿里 A 轮投资；2015 年 IPO 登陆美国纳斯达克；截至 2019 年 3 月 15 日，阿里巴巴持股为 15.3%，为大股东
壹网壹创	2012/4/6	美妆、日化	10.13	16	创业板
若羽臣	2011/5/10	母婴、美妆、食品、医疗保健、个人防护	9.31	77	拟深交所；朗姿股份持有上市前股份 16.43%
凯诘电商	2010/7/19	母婴、美妆、食品、医疗保健、快消	15.38	32	新三板终止挂牌
礼尚信息	2009/1/23	母婴、食品、医疗保健、户外等	6.77		安正时尚持股 70%
百秋电商	2010/9/16	箱包、服饰、鞋、配饰等	2.2	30+	歌力思持股 75%
杭州悠可	2012/7/24	美妆	11.39	30+	中信资本持股 100%

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

3. 头部公司有望获取更多份额，业绩有望持续快速增长

从平台来看，优质服务商有望在未来获得天猫的资源倾斜，进一步拉开与小型公司的差距。

表 12: 天猫星级权益

平台权益	一星	二星	三星	四星	五星	六星
星级背书	√	√	√	√	√	√
平台透出	√	√	√	√	√	√
天猫店铺主体变更	√	√	√	√	√	√
榜单公示			√	√	√	√
新品牌推荐			√	√	√	√
专属赋能培训				√	√	√
重点品牌推荐					√	√
专人服务支持					√	√

数据来源：天猫运营官网、广发证券发展研究中心

从企业自身来看，目前头部电商代运营企业正在不断提升专业能力以持续获取市场份额，目前主要集中在以下几个方面：

(1) 增强技术储备，提升运营能力。对于电商代运营行业来说，IT 技术是基本要素，是支撑公司发展的基础。技术优化升级将极大降低成本，提高代运营企业的效率，例如通过人工智能的方式用系统或者工具替代传统人工作业，实现效率大幅提升

高。电商代运营行业龙头宝尊电商持续进行技术改革及创新，比如智能内容生成，智能图像识别，一键铺货等，为品牌提供稳定、高效、安全的一站式服务。

(2) 深度绑定现有品牌，孵化具备潜力的优质品牌。传统线下优质品牌利用电商代运营企业可以迅速拓展线上业务，完善电商领域布局，电商代运营企业可以利用优质品牌及产品实现规模扩张。电商代运营企业不仅是产品的销售渠道，更是传统线下企业的线上品牌建设渠道，为线下企业提供全方位线上品牌建设服务可以深化双方合作，深度绑定稀缺的品牌资源。

在电商代运营行业逐步发展成熟，现有知名品牌被逐步瓜分的情况下，电商代运营企业业务外延扩张的重要途径就是利用已有经验，孵化具备潜力的优质品牌。部分优质的海外品牌和国内中小品牌尚未切入国内电商领域，电商代运营企业可以利用丰富的线上品牌运营经验、对相关行业的深度认知创立品牌或协助打造品牌知名度，成为优质品牌孵化渠道。壹网壹创2012年开始为百雀羚提供天猫平台代运营服务，经过数年将百雀羚打造成为国货化妆品线上王者，连续多年“双十一”获得天猫美妆类销售第一名，并与百雀羚合作孵化三生花品牌，进行新品牌的系列产品的线上代运营服务。

(3) 打通线上线下，探索新零售。虽然线上零售增速较快，但线下零售依然占比很高，而且伴随消费体验的不断升级，电商代运营企业也在尝试帮助品牌拓展线下业务，并且借助大数据的优势，实现精准营销，提升线下销售。百秋电商和高端鞋品牌Clarks的新零售探索为行业打造了一个多渠道融合的范本。百秋全面托管了Clarks的新零售店铺，并打通了线上与线下壁垒：通过智能导购对会员进行精准触达和主动营销，利用直播、云店等手段促进了离店会员的活跃度，打通了天猫旗舰店库存和门店库存，大大提升门店转化和销售。

(4) 整合全域资源，进行一站式整合营销。电商平台流量红利时代结束，获客成本逐步提高，新兴流量渠道例如微信、小程序、短视频、直播、时尚社区等兴起，电商代运营厂商需要为品牌提供多方位营销服务，整合线上线下全域资源，进行一站式整合营销的能力显得尤为重要。电商代运营企业全渠道融合力体现在：电商生态内的整合营销能力、线上线下协同的全域营销能力、营销驱动下的产品创新能力。“天猫超级品牌日”凯诒电商为百奇樱花口味新品提供的主题为“樱你盛开，纷享时刻”整合营销方案，启动线上线下整合传播，为电商平台引流，在天猫超级品牌日达成声誉和销量的双重爆发，实现闭环式营销，为品牌方和消费者提供了新零售时代更好的购物体验。

4. 推荐标的

(1) 安正时尚 (603839.SH) 核心逻辑：①公司是国内知名女装企业，旗下主品牌玖姿是国内成熟女装领导品牌之一。公司还拥有尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨等新兴品牌，包括代理了英国奢侈品牌Stella McCartney及Stella McCartney Kids在大中华区的经营，参股了中国十大童装品牌青蛙王子。公司于2018年10月

收购了电商代运营公司礼尚信息，拥有礼尚信息70%的股权。②礼尚信息是母婴等领域电商代运营龙头，近年业绩高速增长。礼尚信息是集电商运营与整合营销服务于一体的品牌电商服务商，已经和贝拉米、安佳、a2、李宁、渴望（宠物主粮）等海内外知名品牌建立了高效、稳固的合作关系。其中，a2、渴望是今年天猫双十一最受欢迎五大进口品牌第2和第4位。目前为天猫五星服务商，业务模式以经销为主。2018年礼尚信息实现净利润6281万元，同比增长104.79%。2019年上半年礼尚信息实现净利润4298万元，同比增长19.55%。③电商代运营行业未来发展空间广阔，头部公司有望持续获取市场份额。电商代运营服务主要包括经销、代销、分销、品牌线上管理以及内容服务等业务模式。行业竞争格局主要划分为三个层级：1) 第一层级是宝尊电商。2) 第二层级是凯诘电商、壹网壹创、百秋电商、礼尚信息、若羽臣、杭州悠可等专业型代运营龙头。3) 第三层级是不知名的小型代运营公司，经营较为困难，逐渐退出市场。电商代运营行业仍处高速发展过程中，未来市场空间依旧广阔。行业入局难度加大，市场集中度不断提高，资源进一步向头部电商代运营企业集中。④我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.88元/股、0.99元/股、1.22元/股。参考可比公司2010年平均市盈率估值，且考虑到公司电商代运营业务市场空间大，头部效应明显，可以给予一定估值溢价，给予公司2020年市盈率15倍，合理估值14.85元/股，维持“买入”评级。风险提示：品牌合作及拓展风险；运营平台合作风险；人才和技术风险；品牌方切入电商行业风险；行业竞争加剧风险。

(2) 歌力思 (603808.SZ) 核心逻辑：①歌公司成立于1999年，自设立以来一直专注于高级时装品牌的发展，旗下品牌包括主品牌ELLASSAY、并购品牌Ed Hardy、Laurel、IRO、VIVIENNE TAM、Jean-Paul Knott等多个定位高端至轻奢的国际品牌。其中主品牌ELLASSAY在2018年夺得中国高端女装市场综合占有率第一名。②公司2016年收购百秋电商75%股权，近期公告红杉资本等投资人拟向百秋电商增资及受让百秋电商部分股权，预计完成后持有百秋电商27.75%的股权，百秋电商和壹网壹创、包括在美国上市的宝尊电商，均为2019年上半年9家天猫6星服务商之一（天猫是电商代运营主要发展平台，2019年上半年已认证服务商933家，星级服务商310家），百秋电商在轻奢箱包鞋帽方面具有明显优势，旗下代运营的知名品牌包括sandro、maje、new balance、鬼冢虎、潘多拉、天梭、clarks、MCM等；2018年百秋电商净利润6005万元，今年预计增长26%。③公司原有时装品牌业务今年三季度单季业绩稍有波动。营业收入增速略有下降主要由于主品牌加盟业务有所下降，Ed Hardy降幅扩大，回购部分加盟商库存动作延续，IRO波动较大（预计和公司收购股权，原有股东海外业绩冲量有关）。净利润降幅超过营业收入主要由于毛利率下降，其中Laurel倍率有所调整，Ed Hardy奥莱渠道销售占比提升。④我们预计公司明后年业绩增速有望好于今年。主品牌亲民线订货良好，明后年有望发力，Ed Hardy回购加盟商的库存随着明年在奥莱渠道销售，收入有望恢复增长，IRO在股权收购完成后，国内预计将发力加速增长，百秋在电商代运营良好外部环境和公司自己竞争力下预计保持快速增长。

四、风险提示

（一）宏观经济景气度持续下行风险

部分纺织制造企业出口市场包括全球多地区市场。如果未来全球发达国家市场消费景气度下行，公司产品的终端需求将受到显著影响，公司订单将受到波及。

（二）汇率波动风险

部分纺织制造公司主要客户多为国际客户，出口收入占比较高，出口收入一般以外币计价，而生产在国内，成本以人民币计价，因此受汇率影响较大。如果短期人民币汇率维持在高位，甚至出现持续大幅升值的情况，以外币计价的收入不变的情况下以人民币计价的收入在减小。所以人民币升值情况下，一方面，以出口为主的纺织制造企业产品收入及毛利率受到影响，企业有提价需求导致在全球市场的竞争力下降，影响企业订单；另一方面产生汇兑亏损，减少了企业的净利润。

（三）原材料价格持续上涨风险

部分纺织行业的原材料价格大幅上涨，对于企业的盈利造成了一定的压力，尤其是纺织本身毛利率、净利率水平不高的情况下，原材料持续大幅涨价会压制制造企业的利润增长。

（四）海外产能扩张不及预期风险

部分纺织制造公司在东南亚多个国家设立了生产基地并筹备新建产能，如果由于政治、经济环境等原因海外产能的投放进度不达预期，将对公司的生产和销售产生负面效应。

（五）库存积压风险

纺织服装公司需要提前备货，如果终端需求不佳，将会积压库存，影响公司收入及盈利。

（六）管理不善风险

随着公司业务规模的扩大，零售终端增长、供应链品牌方面管理都将面临新挑战。如果管理水平不能支持公司持续发展速度，则可引发一系列风险进而对公司品牌形象和经营业绩造成不利影响。

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

赵颖婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与起步股份(603557)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与延江股份(300658)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。