

## 三月消费数据转好，关注行业弱复苏趋势

### ——4月动态报告

#### 核心观点

##### ● 最新观点

1) 社会消费品零售增长趋缓背景下，纺织服装景气度回落。我国人均可支配收入增速放缓，消费者信心有所提高，服装消费需求呈多元化。

2) 多项政策刺激终端服装消费，但中美贸易摩擦影响纺织出口。服装质量、生产过程环保标准不断提高，催生企业产能升级、加速中小企业出清；二胎政策已全面放开，童装、母婴消费成服装子领域高景气赛道；中美贸易谈判持续，纺企海外产能转移缓解产品出口不确定性。

3) 因终端需求疲软，服装家纺业绩分化持续；2018年人民币汇率大幅贬值，纺织制造盈利显著提升。

4) 行业整体规模持续增长，子行业发展周期进程不同，未来童装、运动服饰增速较高。

5) 纺织服装行业竞争格局较分散，行业龙头议价能力较强。纺织制造企业议价能力持续提升：龙头制造企业加速生产一体化、海外产能布局；服装家纺企业议价能力普遍较强：终端零售直接影响企业毛利率水平。

6) 技术革新：智能制造、新零售等因素加速行业成长。

7) 目前行业面料研发、服装设计、品牌影响力等自主性不足，导致中国纺织服装企业核心竞争力不足。建议加大研发投入，以面料开发、服装设计、品牌意识等为公司核心竞争力。

8) 上市家数增至 87 家，A 股市值占比仍较小。年初至今板块表现弱于沪深 300，估值处于历史中等偏低位置。

##### ● 投资建议

截至 2019 年 04 月 22 日，纺织服装行业一年滚动市盈率为 24.71 倍 (TTM)，低于 2005 年以来的历史均值 (31.64)。年初以来，A 股市场投资情绪高涨，但纺服板块涨幅有限，处于申万 28 个子行业中第 24 位。我们认为此时正是配置业绩靓丽、仍有估值修复空间个股的时机，我们继续推荐森马服饰(002563.SZ)、海澜之家(600398.SH)、比音勒芬(002832.SZ)、开润股份(300577.SZ)。截止当前我们核心推荐组合自年初以来累计收益 19.46%，跑输 SW 纺织服装指数 9.66PCT。

##### ● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
002563.SZ	森马服饰	-6.15%	17.53	296.71
600398.SH	海澜之家	-6.31%	11.96	413.34
002832.SZ	比音勒芬	13.44%	25.87	87.22
300577.SZ	开润股份	-3.85%	44.44	77.21

##### ● 风险提示

终端消费回暖不及预期，汇率大幅波动带来的风险等。

## 纺织服装行业

### 推荐 维持评级

#### 分析师

李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

#### 特别鸣谢

林相宜

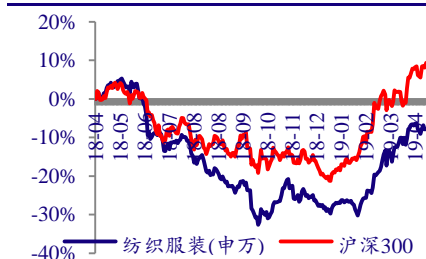
☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130118090029

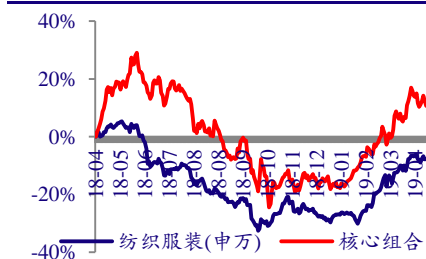
对本报告编制提供信息

#### 相对沪深 300 表现图 2019.04.22



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 核心组合表现 2019.04.22



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

【银河纺服】品牌服饰行业深度报告暨年度投资策略\_消费分层时代，服装龙头享价值增长

## 目 录

<b>一、社会消费品零售增长趋缓背景下，纺织服装景气度回落</b> .....	<b>1</b>
(一) 纺织服装行业是国民经济的传统支柱产业、重要民生产业.....	1
(二) 人均可支配收入增速放缓，消费者信心有待提高.....	2
(三) 多项政策刺激终端服装消费，中美贸易摩擦影响纺织出口.....	3
1. 服装质量、生产过程环保标准不断提高，催生企业产能升级.....	3
2. 二胎政策已全面放开，童装、母婴消费成服装子领域高景气度赛道.....	3
3. 中美贸易谈判持续，纺企海外产能转移缓解产品出口不确定性.....	3
(四) 纺织服装产业链：越靠下游毛利率越高.....	4
1. 上游纺织制造行业以出口外销为主，行业壁垒逐年提高.....	4
2. 中游设计生产包括服装设计和生产，主要受生产地人力成本政策等影响.....	5
3. 下游销售以国内销售为主，产品、品牌、渠道较为重要，主要包括产成品的批发、零售.....	5
(五) 财务分析：服装家纺业绩分化持续，纺织制造盈利显著提升.....	6
1. 因终端需求疲软，服装家纺板块业绩分化.....	6
2. 2018年人民币汇率大幅贬值，纺织制造板块盈利水平较优.....	7
3. 纺织服装行业存货周转天数波动下降，应收账款周转天数波动上升.....	7
4. 纺织服装行业现金流结构较健康.....	8
5. 杜邦分析：受销售净利率影响，ROE波动下降.....	8
<b>二、智能制造、新零售重塑纺织服装行业竞争格局，催生行业集中度提升</b> .....	<b>9</b>
(一) 服装需求呈多元化、个性化趋势，消费者日趋理性.....	9
(二) 行业整体规模持续增长，子行业发展周期进程不同.....	10
(三) 纺织服装行业竞争格局较分散，行业龙头议价能力较强.....	11
1. 纺织制造企业议价能力持续提升：龙头制造企业加速生产一体化、海外产能布局.....	11
2. 服装家纺企业议价能力普遍较强：终端零售直接影响企业毛利率水平.....	11
(四) 技术革新：智能制造、新零售等因素加速行业成长.....	11
1. 聚焦数字平台的建设、人工智能和区块链技术，提高服务效率.....	11
2. “新零售”，整合业态结构，起步生态圈建设.....	11
3. 柔性化改造“供应链”，加强前端生产弹性度.....	12
(五) 国际品牌发展已实现全球化，国内服装业竞争激烈、集中度低.....	12
1. 中国已成为国际服装品牌的最大海外收入市场，国内服装品牌竞争压力较大.....	12
2. 中国服装行业目前仍处于集中度提升进程中，竞争异常激烈.....	13
3. 国际品牌发展已实现全球化，国内仍需借鉴国际品牌优秀管理经验.....	13
<b>三、行业面临的问题及建议</b> .....	<b>14</b>
(一) 现存问题.....	14
1. 盈利管理能力有待提高，纺织企业棉花期货、汇率对冲等管理能力不足.....	14
2. 面料研发、服装设计、品牌影响力等自主性不足，导致中国纺织服装企业核心竞争力不足.....	14
3. 上游纺织制造生产效率仍有提高空间，海外投资步伐有待加快.....	14
4. 营销效率仍有提升空间，对新兴电商渠道重视程度不够.....	15
5. 企业供应链管理仍有提升空间，柔性供应链、快速反应能力有待提高.....	15
(二) 建议及对策.....	15
1. 制定和落实产业政策，加大财政金融支持力度.....	15
2. 建议优化棉花管理体制，优化生产成本结构.....	15
3. 加大研发投入，以面料开发、服装设计、品牌意识等为公司核心竞争力.....	15
4. 加快对外投资步伐，有效实施政府的对外职能.....	16
5. 纺织工业应当加速“智能制造”进程.....	16
<b>四、纺织服装行业在资本市场中的发展情况</b> .....	<b>16</b>

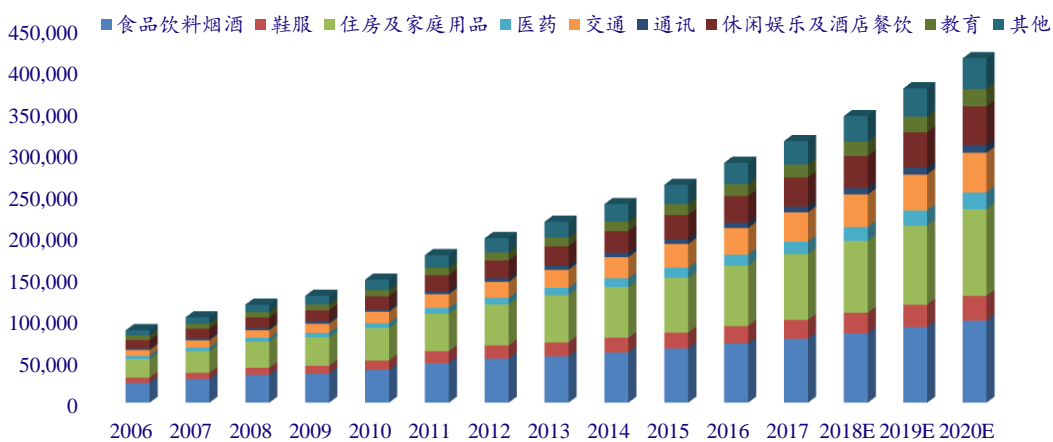
（一）上市家数增至 87 家，A 股市值占比仍较小.....	16
（二）年初至今板块表现弱于沪深 300，估值仍有提升空间.....	17
1. 目前估值低于 05 年以来均值水平，今年仍有很大估值修复空间.....	18
2. 与市场相比，纺织服装行业估值处于中游水平.....	19
3. 国内纺织服装板块市盈率高于美日，相对溢价率处于较低水平.....	19
<b>五、投资建议及股票池.....</b>	<b>20</b>
（一）最新观点：板块表现分化，仍处于估值底部，具有配置机会.....	20
1. 重点关注低估值、高股息率、有业绩支撑个股.....	20
2. 服装家纺：精选高成长、高弹性个股.....	21
3. 纺织制造：上游纺织制造龙头企业竞争壁垒不断增强.....	21
（二）核心组合.....	22
<b>六、风险提示.....</b>	<b>23</b>

## 一、社会消费品零售增长趋缓背景下，纺织服装景气度回落

### (一) 纺织服装行业是国民经济的传统支柱产业、重要民生产业

虽然日常消费品的品类已极大丰富，服装及其他纺织品的支出仍为我国居民消费支出结构中的重要部分。和许多日常消费品一样，服装纺织品的消费也随着本行业的发展和人民生活水平、消费能力的普遍提高而呈现分层化和升级化的趋势。而作为最贴近人民日常生活的行业之一，人民生活水平的提高也可以直接从服装行业品牌的多样化和个性化中得到直接体现。由此来看，纺织服装行业在居民的生活中起到了举足轻重的作用。

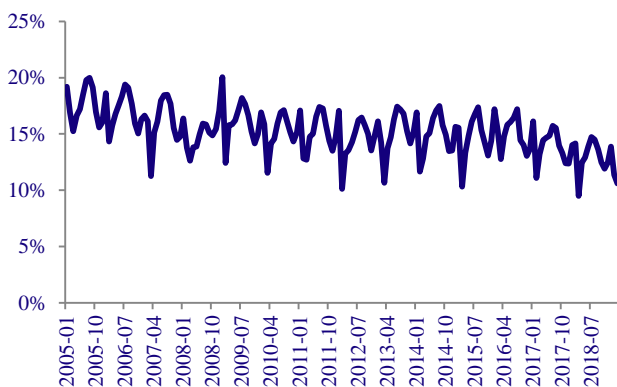
图 1：中国居民消费支出结构（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

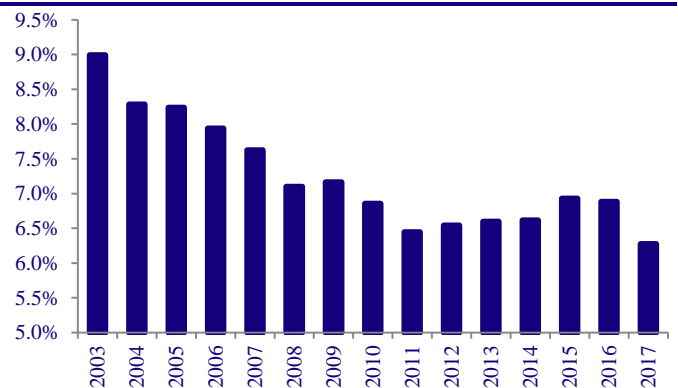
从我国纺织服装产业历史发展的角度看，服装产业为国内消费者提供服饰需求，并为国家创造大量外汇，支持了我国的经济建设。经数十年发展，我国已成为服装大国，却并非服装强国，服装产业问题众多，引起了服装产业停滞衰退。此时，我国政府提出了供给侧改革、三品战略等一系列政策措施，从国家层面促进消费品工业的发展。此外，纺织服装行业作为传统的劳动密集型行业，对国家和地区的劳动就业具有拉动作用。由此可见，服装在经济建设中具有重要作用。

图 2：纺织业出口在中国出口总量中所占比例变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 3：纺织业主营业务收入在工业企业中的占比变化

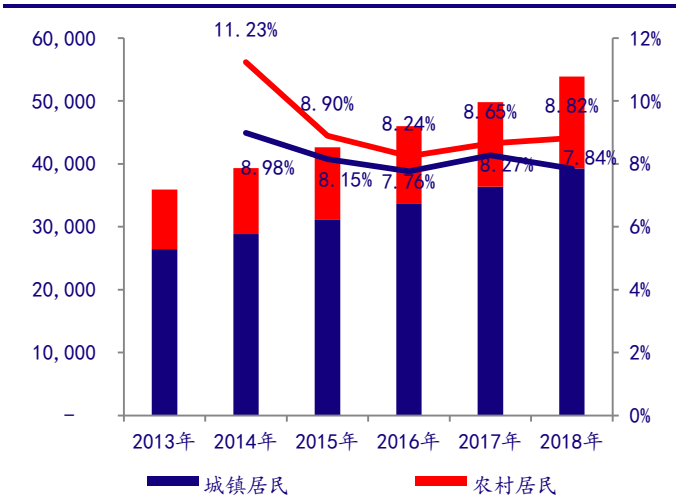


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## (二) 人均可支配收入增速放缓，消费者信心有待提高

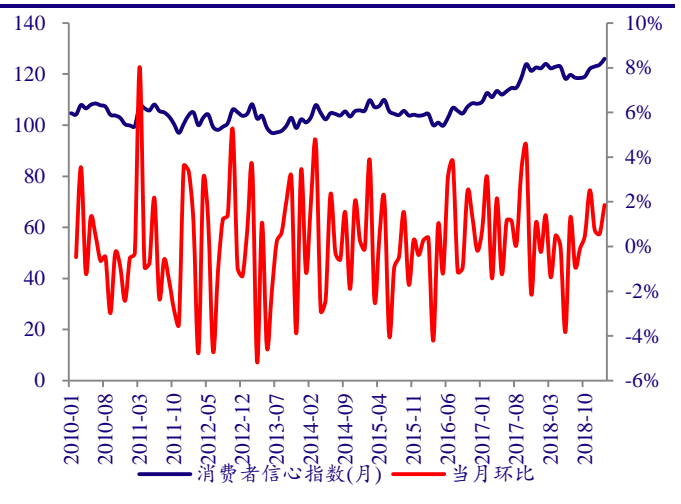
农村居民的消费改善弹性大于城镇居民，2018 年我国农村居民的人均可支配收入同比增速有显著提升，但城镇居民的人均可支配收入增速出现明显下滑。消费者信心指数近年来震荡上行，2018 年受全球经济形势低迷和国内经济形势放缓影响，指数增速放缓甚至有所下降，但长期来看指数总体上行。

图 4：城镇、农村居民人均可支配收入增速不同



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 5：消费者信心指数总体向上

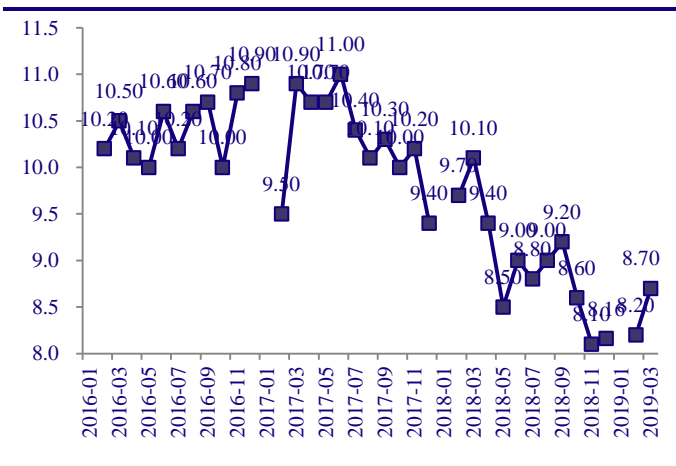


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

截至 2019 年 3 月份，社会消费品零售总额同比增长 8.70%，表现符合预期，行业整体处于弱复苏阶段，往年数据中 3 月增速较以往月度会有所提升(2018 年 3 月环比提升 0.4PCT)。自 2018 年 3 月份以来连续一年社消增速低于 10%，总体呈现出波动下滑的趋势。

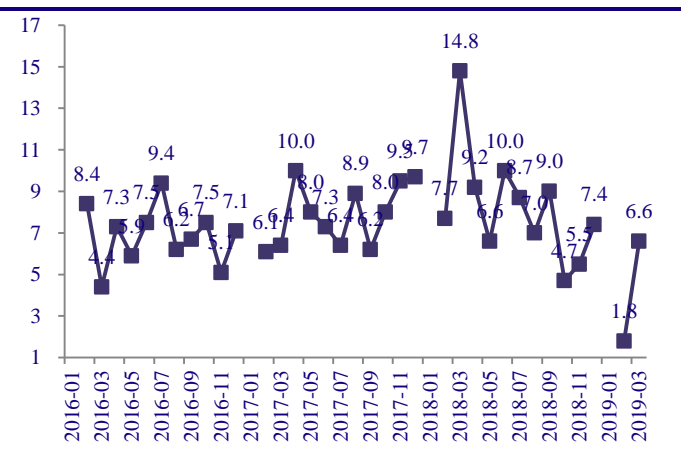
限额以上企业消费品零售总额服装鞋帽针织品类同比增长 6.6%，较去年同期大幅下滑 8.2 个百分点。行业销售增速持续下行，春节期间表现较差，基本符合预期。我们预计未来服装销售将随着宏观经济的缓慢回暖而复苏。

图 6：2016 年至今社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

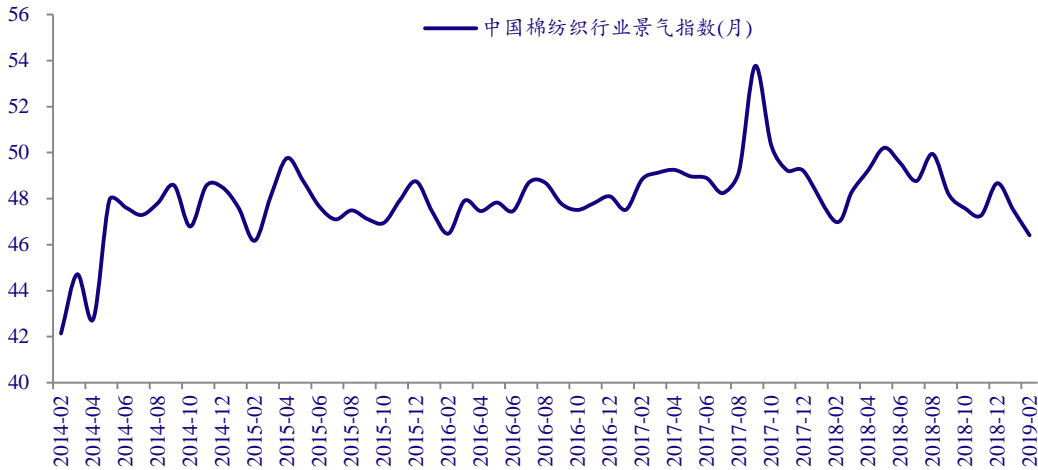
图 7：服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额当月同比 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2018年，棉纺织行业总景气指数保持在45-50之间，总体保持在发展区间，且整体较2017年运行区间有所提升，主要在于行业新订单指数、销售价格指数较上年有明显提升。

图 8：中国棉纺织行业景气指数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

### （三）多项政策刺激终端服装消费，中美贸易摩擦影响纺织出口

#### 1. 服装质量、生产过程环保标准不断提高，催生企业产能升级

纺织服装产业链较长，污染主要集中于染整环节，以水污染为主，子行业中印染、制革污染较为严重。环保趋严对整体行业影响具有两面性，一方面导致上游成本上涨影响产业链整体盈利能力，直接推动印染、制革行业整体成本增加，另一方面加速去产能、行业集中度提升、龙头企业享受“剩者红利”。

#### 2. 二胎政策已全面放开，童装、母婴消费成服装子领域高景气度赛道

随着我国“二胎”政策放开，儿童市场异常火爆。无论是婴幼儿教育还是婴幼儿童服装，都热度空前。欧睿咨询预计2019、2020年中国童装市场增速为14.10%、12.45%，童装行业尚处于高速增长的成长期，尚未确立竞争格局，童装业务发展前景广阔。

#### 3. 中美贸易谈判持续，纺企海外产能转移缓解产品出口不确定性

全球布局产能的纺织服装龙头企业受贸易摩擦影响相对较小、抗风险能力更强。众多东南亚国家如越南、柬埔寨等地税收优惠、贸易环境良好，在这些国家优化产能布局能够减少对美贸易依赖，推动业绩长期向上。

图 9：中美贸易摩擦历程

<p>美方宣布第二批对 2000 亿美元中国商品进口加征 10% 的关税；8 月 3 日，中方宣布对 600 亿美元美国商品进口加征 5%-25% 的关税。</p>	<p>双方就贸易争端达成了重要共识：停止升级关税等贸易限制措施取消今年以来加征的关税，推动双边经贸关系尽快回到正常轨道，实现双赢。</p>	<p>双方进一步落实两国元首达成的共识，围绕协议文本开展谈判，在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等方面的具体问题上取得实质性进展。</p>			
<p>2018.6.15</p>	<p>2018.7.10</p>	<p>2018.9.24</p>	<p>2018.12.1</p>	<p>2019.2.14</p>	<p>2019.2.24</p>
<p>美发布加征关税商品清单，将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25% 的关税；6 月 16 日，中国决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税。</p>	<p>美方开始对 2000 亿美元中国输美产品加征 10% 的关税，同日，中国对原产于美国的 5207 个税目、约 600 亿美元商品加征 10% 或 5% 的关税。</p>	<p>双方对技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等共同关注的议题以及中方关切问题进行了深入交流。</p>			

资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

#### （四）纺织服装产业链：越靠下游毛利率越高

##### 1. 上游纺织制造行业以出口外销为主，行业壁垒逐年提高

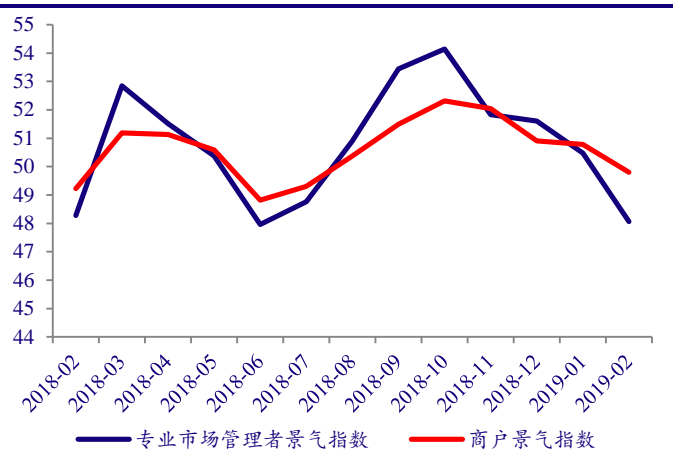
上游纺织制造行业受棉花、石油等大宗商品价格影响，与制造业类似，具有一定周期性，以出口外销为主，劳动力、固定资产、生产效率、生产规模、汇率、环保政策等影响较大。上游行业的制造企业主营靠外销，核心竞争力主要表现在技术研发能力、供应链管理能力和产能布局、规模效应等方面。2013 年以来柯桥纺织总景气指数双向波动，2016 年制造业回暖，经济形势上行，景气指数表现强势，但 2018 年收到宏观经济经济面低迷、中美贸易战影响下降幅度较大。去年纺织服装市场景气指数震荡幅度较大，年中主要受到贸易摩擦升温和销售淡季影响，管理者景气指数和商户景气指数双双下跌，第四季度“双十一”“年货节”等促销活动拉动市场信心上行，景气指数均有所回暖。

图 10：柯桥纺织总景气指数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 11：纺织服装行业市场专业景气指数



资料来源：中国纺织工业联合会流通分会，中国银河证券研究院

## 2. 中游设计生产包括服装设计和生产，主要受生产地人力成本政策等影响

中游设计行业，分为品牌签约设计师和独立设计师，设计师需要平衡个人风格与商业规模的矛盾，而且需要具有跟上潮流甚至引领潮流的能力。中游生产制造行业产品销售方向分为外销和内销，外销加工制造约占 60%，其余为内销品牌零售，受我国人力成本、原材料成本逐年提升、东南亚国家政策支持等原因，内销的占比呈上升趋势。中游服装生产制造有 OBM/ODM/OEM 三种模式，毛利率依次降低。

表 1：服装生产制造的解析

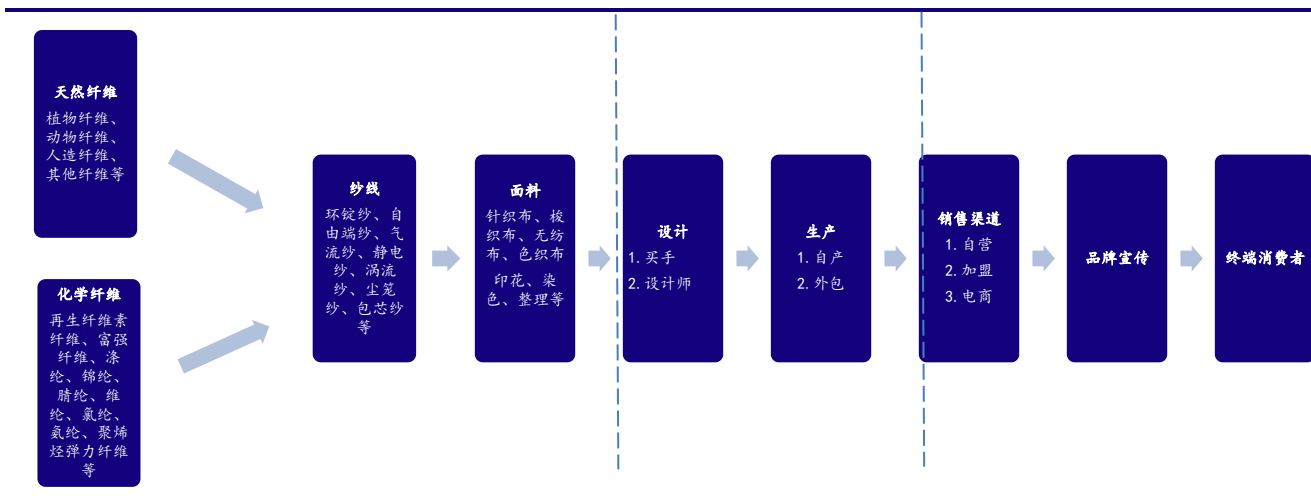
模式	定义	毛利率	特点
OBM	Original Brand Manufacture 代工厂经营自有品牌	35-50%	生产商自行创立产品品牌，生产、销售拥有自主品牌的产品，直接面向终端消费者，故毛利率最高。  可同时进行设计和生产，采取买断或不买断的方式提供给品牌商。买断方式是由品牌商买断 ODM 厂商现成的某型号产品的设计，或品牌商单独要求 ODM 厂商为自己设计产品方案；不买断方式是品牌商不买断 ODM 厂商某型号产品的设计，ODM 厂商可将同型号产品的设计采取不买断的方式同时卖给其他品牌。
ODM	Original Design Manufacturer 原始设计制造商	10-20%	大部分国内服装制造企业采用此模式。制造商按照品牌商的产品样式和需求进行加工生产，获得代工费。而品牌商不直接生产产品，而是利用自己掌握的“关键的核心技术”，负责设计和开发、控制销售渠道。
OEM	Original Equipment Manufacturer 原始设备制造商	5-10%	

资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

## 3. 下游销售以国内销售为主，产品、品牌、渠道较为重要，主要包括产成品的批发、零售

下游品牌零售行业核心竞争力主要体现在销售渠道布局、品牌开发与运作能力、产品研发、供应链管理等方面。品牌商和销售商利润远高于加工生产商，约在 40-50%，而服装制造商的毛利率仅在 15% 左右。

图 12：纺织服装行业产业链情况



资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

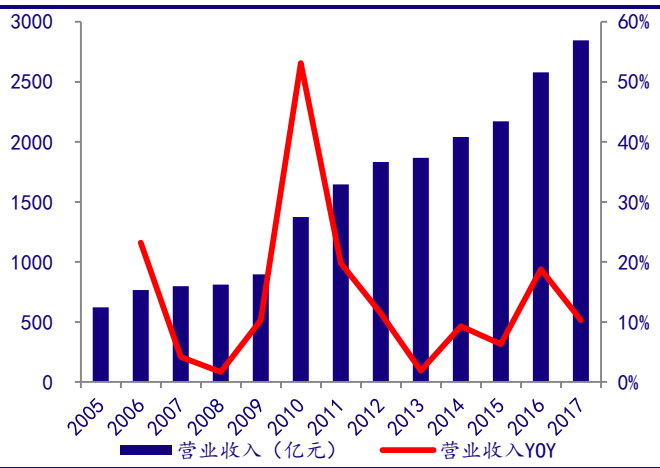


## (五) 财务分析：服装家纺业绩分化持续，纺织制造盈利显著提升

### 1. 因终端需求疲软，服装家纺板块业绩分化

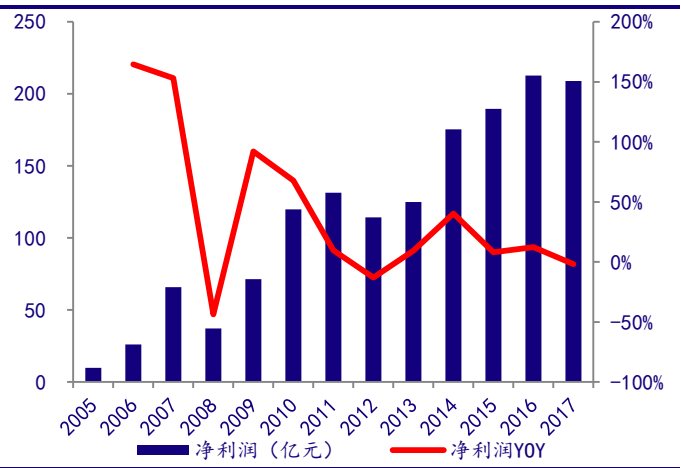
纺织服装行业 2013 年起收入增速缓慢增长，净利润增速逐年下降。受益于服装消费分层、个性化消费兴起以及线上线下销售渠道的拓宽，2005 年以来纺织服装行业的营业收入保持了强劲的增长势头，行业总体上仍处于稳定增长区间，预计 2018 年行业体量将达到 3000 亿元以上。整体社会消费品零售总额累计同比增速持续下行，备货秋冬季产品单价较高，行业库存压力普遍较大，叠加多家企业在 2018 年三季度采取剪标等大幅度折扣去库存的手段，服装家纺板块业绩短期压力较大。

图 13：纺织服装行业 2013 年起收入增速缓慢增长



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

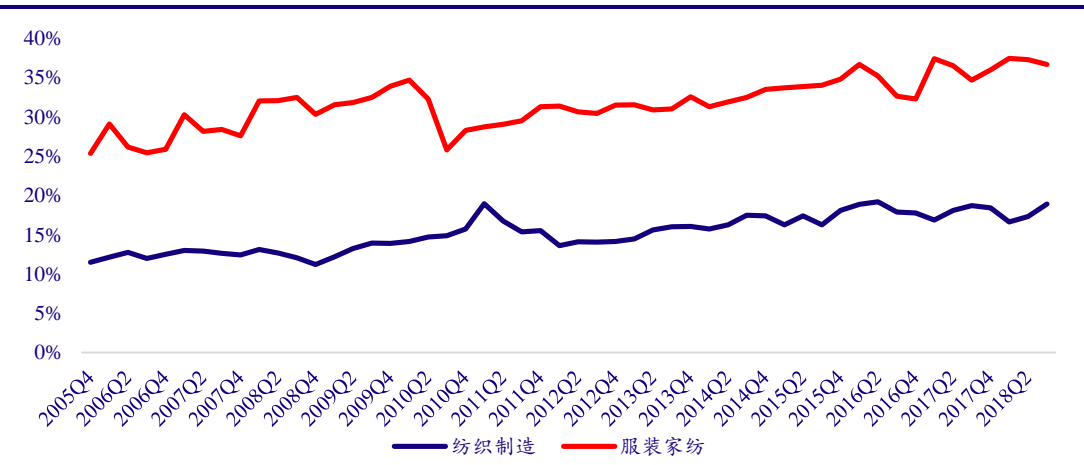
图 14：纺织服装行业净利润增速逐年下降



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

18Q3 平均毛利率 41.69%，与 17Q3 (-0.28%) 基本持平，下游受季节性、宏观经济消费影响较大。服装家纺子行业毛利率明显高于纺织制造子行业，因为下游服装销售普遍加倍率较高。但较高的销售费用降低了服装家纺子行业的利润水平。同时，毛利率受宏观经济消费水平影响较为明显，当终端消费疲弱时，直接影响毛利率水平，同时可能造成较大的存货压力。

图 15：2005 年至今纺织制造、服装家纺逐季毛利率

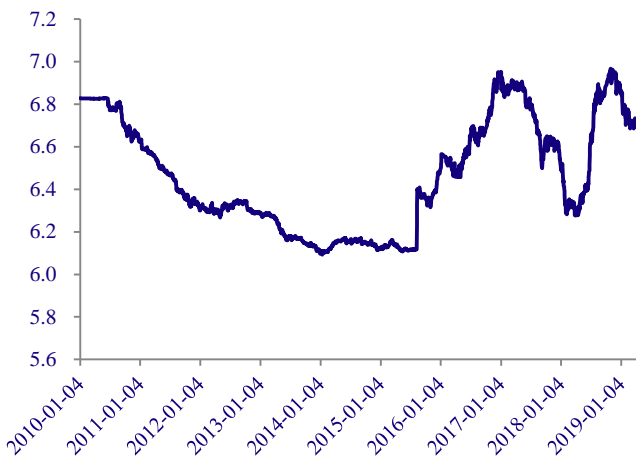


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 2.2018 年人民币汇率大幅贬值，纺织制造板块盈利水平较优

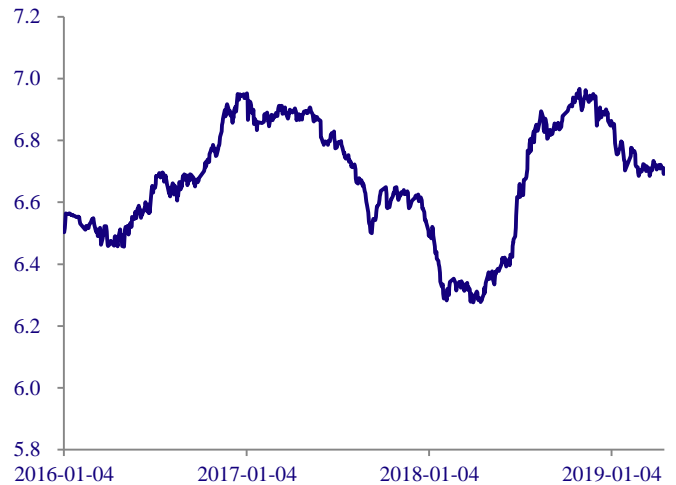
受益于出口回暖、海外及新疆新增成本较低产能陆续释放等因素，纺织制造公司业绩稳定增长，叠加人民币汇率自 6 月以来持续贬值，纺织制造子板块 18Q3 收入/净利润/扣非净利润分别为 237.20/18.21/15.87 亿元，同比增速 8.87%/17.80%/20.74%。

图 16：2010 年至今美元兑人民币中间价走势



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

图 17：2016 年年初至今美元兑人民币中间价走势

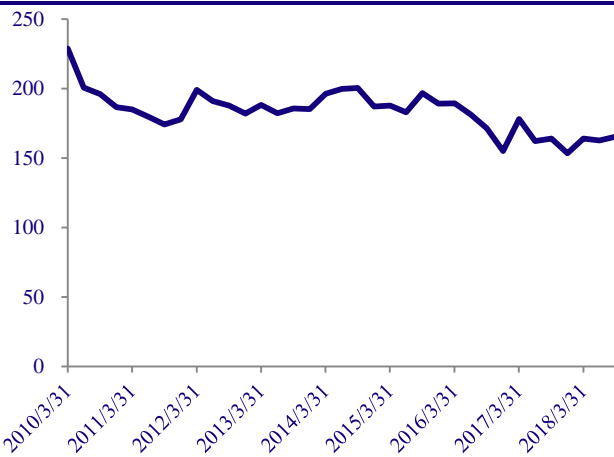


资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

## 3.纺织服装行业存货周转天数波动下降，应收账款周转天数波动上升

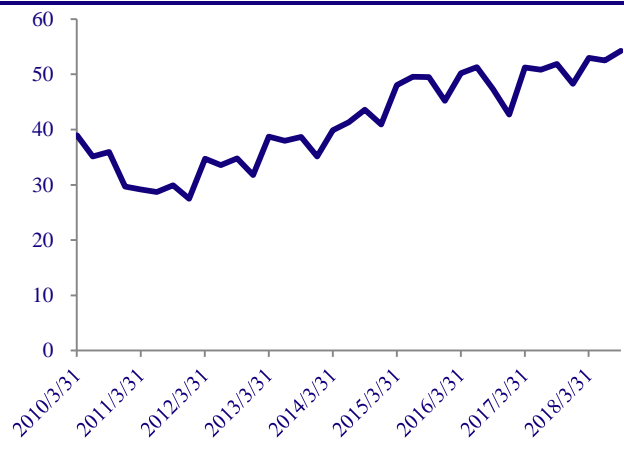
纺织服装行业存货周转天数整体呈波动下降趋势，企业存货管理能力有所提升。说明即使在终端消费不景气的背景下，企业的收账速度保持增长，企业的营运管理能力逐步增长。存货周转天数呈季节波动的特点，在三季度普遍备货单价较高的秋冬货品的背景下，存货周转天数会有季度性上升，说明公司重视解决服装行业内生性的存货问题，通过改善库龄结构、增加产品设计以增加适销度、增强终端零售数据反馈及分析能力等，不断提高公司的存货管理，降低营运成本，从而增强公司的盈利能力。

图 18：2010 年至今纺织服装行业存货周转天数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 19：2010 年至今纺织服装行业应收账款周转天数



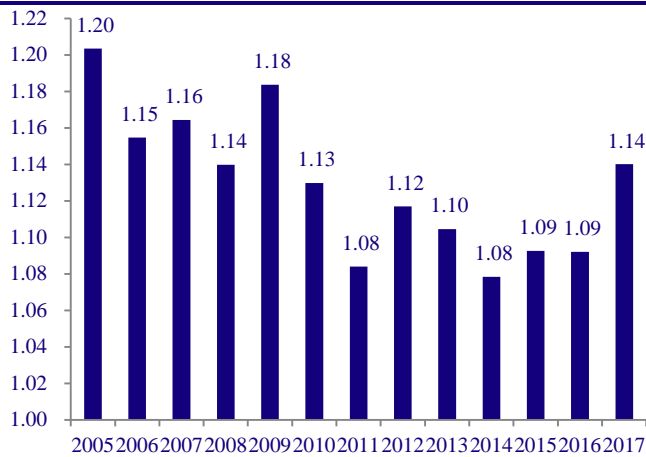
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

#### 4. 纺织服装行业现金流结构较健康

根据现金流量表的特点，经营性现金流净流入是企业主要业务收入创造的现金流，即确认的营业收入收回的现金量，考虑增值税的情况下，一般值约为 1.16（2018.5.1 起增值税从 17% 改为 16%，此处以 1.16 为一般标准），即经营活动现金净流入/营业收入=1.16。纺织服装行业是传统的现金流较好的行业，从 2005-2017 年的经营数据来看，纺织服装行业的现金流状况较为充裕，受近年来业务扩张等因素，现金流有所降低，但整体上现金流情况较好。

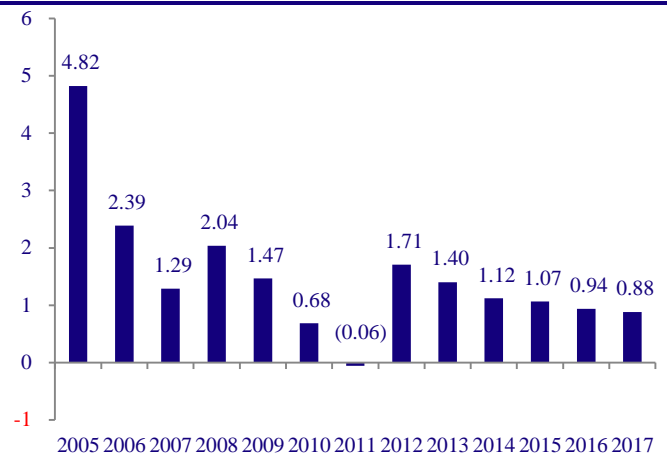
考虑到经营活动现金流出并不全部等于营业成本和期间费用之和，从实际情况来看，经营活动现金流量净额/净利润比例超过 1 是比较好的状态，意味着业务发展创造的净利润均通过现金流入至企业。从纺织服装行业经营活动现金流量净额/净利润来看，与经营性现金流净流入/营业收入情况相对应，普遍终端销售情况不及预期时，经营性现金流情况将会出现下降。

图 20：经营性现金流净流入/营业收入情况较正常



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 21：经营性现金流净额/净利润状况逐年下降



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

#### 5. 杜邦分析：受销售净利率影响，ROE 波动下降

纺织服装行业净资产收益率（ROE）波动下降，从 2014 年的 10.15% 下降至 2017 年的 8.28%。根据杜邦分析法的分解，ROE 的变化主要受三个因素影响：权益乘数、资产周转率、销售净利率。其中销售净利率变动影响最大，2017 年仅为 7.34%，比 2014 年减少 1.25PCT，表明公司营业收入转化成净利润的效率有所下降，需继续降低费用，压缩成本；权益乘数小幅波动下降，可能是受近几年去杠杆政策的影响，负债比率下降，公司杠杆随之下降；资产周转率变动不大，这表明板块公司的资产利用效率基本保持稳定。

表 2：纺织服装行业杜邦分析指标

年份	ROE (%)	权益乘数	资产周转率	销售净利率 (%)
2010	24.46	1.97	1.43	8.72
2011	22.79	1.95	1.47	7.98
2012	15.89	1.88	1.36	6.23
2013	16.13	1.86	1.29	6.69
2014	20.08	1.88	1.24	8.59

2015	19.75	1.94	1.17	8.73
2016	17.92	1.81	1.20	8.25
2017	15.50	1.81	1.17	7.34

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、智能制造、新零售重塑纺织服装行业竞争格局，催生行业集中度提升

### (一) 服装需求呈多元化、个性化趋势，消费者日趋理性

我国经济增速虽有所趋缓，但年轻人依旧相信靠自己的努力实现梦想的价值观，并且享受着消费所带来的愉悦感和安全感。从需求端来看，1) 一二线城市房贷、医疗、教育，挤压可支配收入，导致人口回流低线城市。同时回流人口带来较强的购买力及新的消费理念，呈现出“质”、“量”的消费升级；2) 政策红利、人口结构的深刻变化分化消费结构；从供给端来看，1) 个性化、差异化消费兴起，原创品牌和新品类商品（如智能家电）将开拓消费市场的新蓝海；2) 一二线购物中心为体验式消费供血，电商全面渗透下沉至低线城市。

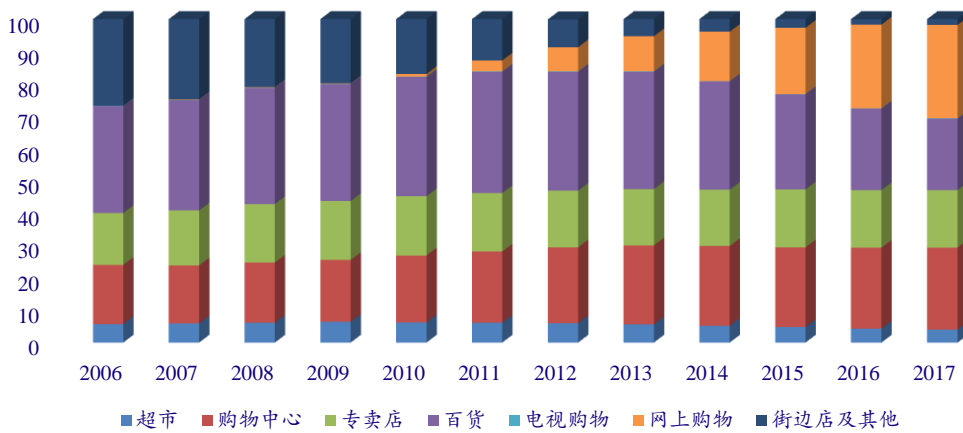
图 22: 1990 年至今我国服装产业消费升级的路径



资料来源: 百度百科, 中国银河证券研究院

营销渠道多样化，对企业经营管理提出较高要求。服装产品的经营模式经过多年的演变，国际上各种商业模式和商业业态均以进入中国服装行业，并拓宽了我国服装的营销渠道，对我国服装企业的经营管理提出了更高的要求。服装企业作为互联网红利最大的受益者，线上销售已是服装销售渠道不可分割的一部分。

图 23：2017 年服装销售各渠道占比



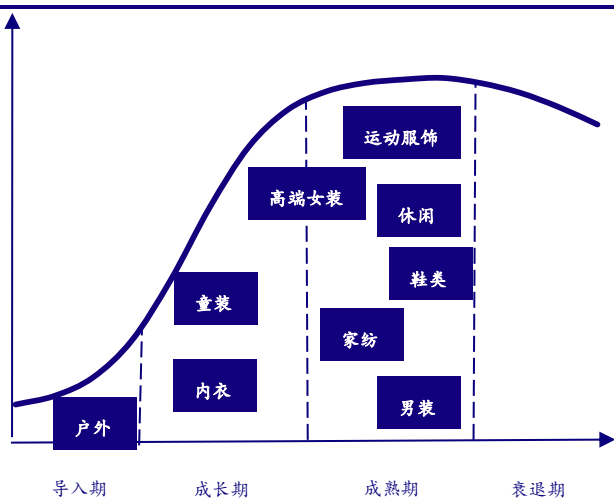
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

## (二) 行业整体规模持续增长，子行业发展周期进程不同

从产业发展周期来看，未来童装、运动服饰增速较高。由于消费者的需求变化以及影响市场的其他因素众多，消费者的消费结构、消费方式、消费水平和消费心理不断变化，服装家纺行业内各子行业处于产业发展的不同阶段。

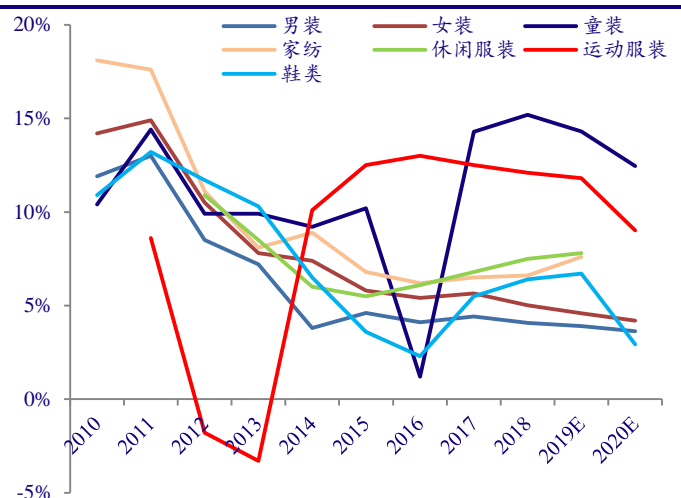
具体来看，户外鞋服行业处于导入期，当需求出现持续增长或爆发性临界点，且企业初期投入运营管理合理可持续时，可能会出现高速增长；内衣、童装行业处在成长期，国内品牌企业较少，分散度较高，竞争较为激烈。当企业优化供应链管理、产生规模效应时，行业可能会有更大的市场发展空间；高端女装行业和家纺行业目前处于向成熟期过渡阶段，品牌定位、布局细分市场达到协同效应，可能是行业增长新契机；运动户外行业、鞋类、男装行业、品牌休闲服饰行业目前已处于成熟期，产品销售量增长缓慢，产品利润不断压缩，市场竞争异常激烈，行业内品牌众多。当企业进行市场战略调整，行业整合和产业结构将延长企业成熟期，或使子品牌的产品生命周期实现新一轮循环。

图 24：服装家纺子行业发展周期



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 25：2015-2020 年国内纺服规模增速预测



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

### （三）纺织服装行业竞争格局较分散，行业龙头议价能力较强

#### 1. 纺织制造企业议价能力持续提升：龙头制造企业加速生产一体化、海外产能布局

一方面，产能过剩和成本压力对经营不善的中小型纺企造成挤压；另一方面，行业内部的整合趋势及品牌对供应商的优中选优倾向对行业龙头形成利好。在我国服装产业人工、物料成本上升的背景下，柬埔寨、越南等国家的人口红利逐渐显现，国内领先服装制造商推进全球产能配置，将生产基地从国内转移至东南亚等低成本海外地区，有助于降低成本、提高毛利，形成更高的进入壁垒。

#### 2. 服装家纺企业议价能力普遍较强：终端零售直接影响企业毛利率水平

服装家纺企业议价能力通常较强，含税买价往往会随着增值税的降低而降低，报表成本会保持不变。服装家纺企业大部分将产品外包给加工厂，自己并不负责生产，所以进项成本占比很大，其中利润贡献最大的是增值税降低和终端销售量带来收入的增加。

### （四）技术革新：智能制造、新零售等因素加速行业成长

#### 1. 聚焦数字平台的建设、人工智能和区块链技术，提高服务效率

《中国制造 2025》提出智能制造是两化深度融合的主攻方向，纺织工业智能制造包括智能化装备和智能化运营。**智能化装备**主要包括粗细络联等产品自动转运系统、立体成型编织设备、印染数字化监控系统、光机电一体化缝纫系统等实现自动化、数字化控制、实时在线监测和自适应控制的关键装备，实现机器人代，提高劳动生产效率和实现柔性制造；**智能化运营**包括智能化生产和智能化管理：智能化生产是纺织业分步骤建设智能制造示范生产线和数字化工厂，包括智能化纺纱示范生产线，从纺丝到产品包装的智能化长丝生产线，全流程数字化监控的印染示范生产线，智能化服装和家纺示范生产线等；智能化管理是整合供应链、设计、生产、销售相关的全部环节，建立云工厂与实现电子商务。

**纺织服装行业是传统的劳动密集型行业，随着行业工作复杂程度提升，劳动力竞争优势正从数量向质量转变。**数据成为重要资源，纺织材料价值含量不断提升，性能、功能、性价比、可获得性、经济型、环保性持续改善。

#### 2. “新零售”，整合业态结构，起步生态圈建设

“新零售”意味着真正从顾客的需求出发做商业，回归到商业现实、商业本源，以提升消费者的购物体验，实际上是零售商商品力、服务力和营销力的提升，这种改变绝不是因为某个零售商、某个电商或者是某个互联网平台，新零售也绝不是简单地把货物放到网上去卖。为了满足分层的消费需求和加快的消费节奏，纺织服装企业应努力整合企业现有渠道资源，运用大数据、云计算等技术，完成线上、线下平台优劣势互补的过程，打通不同平台之间的鸿沟，实现消费去中心化，建设属于自己品牌的“一条龙”生态圈。

**创新的服务生态以实现产品、服务差异化，重塑行业竞争格局。**纺织服装企业应通过调整产品结构、贸易模式创新、提升产品附加值、提供增值服务、提高产品设计研发能力、提升供应链管理水平和培育自有品牌、开拓内销市场、开展跨境电子商务、建立国际市场营销网络

等手段提升在产品价值链中的地位，培育新的竞争优势。在技术升级和需求升级的大背景下，可以建设品牌零售端的智慧门店，服装企业需要打造更柔性化、快速反应的供应链和更个性化、定制化的品牌消费体验的共同选择和重要工具。

### 3. 柔性化改造“供应链”，加强前端生产弹性度

随着信息化时代使人们对于时尚潮流的反应越来越敏捷，潮流也在经历着越来越短的生命周期。因此，让企业拥有反应更快，弹性更强的服装生产供应链就显得尤为重要。目前纺织服装行业企业的精力通常集中在靠近消费者的后端，对前端的智能化升级投入不够。运用数字化手段提高设计、投产全过程效率，可以达到高效改造供应链的目的。

## （五）国际品牌发展已实现全球化，国内服装业竞争激烈、集中度低

### 1. 中国已成为国际服装品牌的最大海外收入市场，国内服装品牌竞争压力较大

与国内品牌相比，国际品牌更具品牌号召力、快速反应能力、全球资源整合能力以及较成熟的快时尚品牌文化。国际企业的国内市场份额逐年增加，对国内服装品牌，形成较大的冲击。随着国际品牌对国内服装市场的不断拓展，服装企业竞争压力仍将持续并加大，巨头企业应当发挥本土企业的优势，通过分析多年、大量消费数据，加大渠道下沉力度，以谋求突破和发展。

以女装行业为例，目前行业竞争较为激烈。高级品牌由于其在设计、品牌推广、精准营销等方面更贴合消费者的实际需求，在激烈的市场竞争中存在着更多的机会。由于国内女装巨大的市场容量和旺盛的需求，将有越来越多的国际品牌进驻中国女装市场，行业竞争将更加激烈。

表 3：女装行业主要品牌及其所属公司概况

公司名称	基本情况	2017 年市场份额
绫致时装(天津)有限公司	绫致时装 Bestseller 于 1975 年始建于丹麦，主要经营设计和销售适合都市女性、男性、儿童及青少年的流行时装和饰品。该集团于 1996 年进入中国并成立绫致时装(天津)有限公司，在华经营 ONLY、VERO MODA、SELECTED 和 JACK&JONES 四个主要品牌。	1.8%
上海拉夏贝尔服饰股份有限公司	拉夏贝尔成立于 2001 年，现拥有 La Chapelle、Puella、Candie's、7m 及 La Babit 等多个品牌风格差异互补、客群定位交织延展的大众时尚女装品牌，亦推出男装、童装品牌和中国本土快时尚品牌 UlifeStyle。	1.2%
迅销(中国)商贸有限公司	迅销公司于 1963 年成立于日本，是日本乃至亚洲服装零售业的领军企业，旗下品牌优衣库(UNIQLO)现已发展成为国际领先的快时尚品牌之一。2002 年在中国开设第一家门店。	1.1%
飒拉商业有限公司	飒拉公司的母公司 Inditex 于 1963 年成立于西班牙，目前是全球第一大服装集团，旗下拥有 Zara、Massimo Dutti、Bershka 等品牌，其中 Zara 为国际领先的快时尚品牌之一。Zara 于 2006 年在中国开设第一家门店，正式进入中国市场。	1.1%
赫基(国际)香港有限公司	赫基国际成立于 1999 年，目前旗下拥有 Ochirly、Five Plus、Trendian、MissSixty 等男女时装品牌。	1.1%
衣恋时装(上海)有限公司	衣恋集团于 1980 年创立于韩国，现已成为韩国最大的时装流通公司。该集团于 1994 年成立衣恋时装(上海)有限公司进入中国市场，先后引入 E.LAND、TEENIE WEENIE、SCOFIELD、Roem、PRICH 等中高档品牌，并于 2013 年将快时尚品牌 SPAO 引入中国。2016 年，衣恋集团将 TEENIE WEENIE 业务出售给维格娜丝时装股份有限公司。	0.7%

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司	太平鸟公司成立于 2001 年，旗下拥有 PEACEBIRD 女装、PEACEBIRD 男装、乐町 LED'IN 女装、MATERIAL GIRL 女装、AMAZING PEACE 男装、Mini Peace 童装等多个品牌。	0.6%
海恩斯莫里斯（上海）商业有限公司	海恩斯莫里斯公司的母公司 Hennes & Mauritz 于 1947 年成立于瑞典，目前是全球规模最大的服装集团之一，旗下拥有的 H&M 品牌为国际领先的快时尚品牌之一。H&M 于 2007 年在中国开设第一家门店，正式进入中国市场。	0.6%

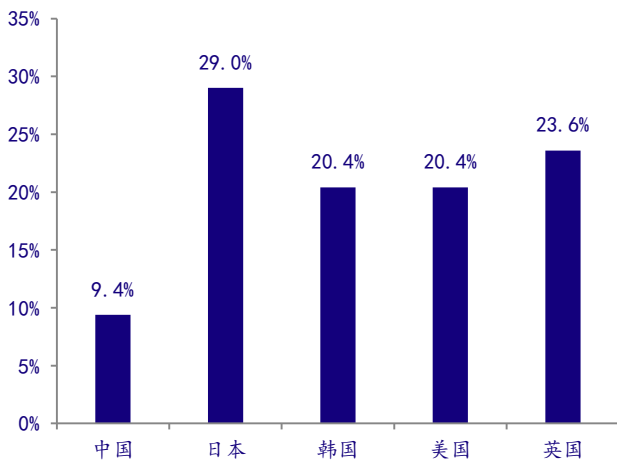
注：标底色为国际品牌

资料来源：各公司官网、Euromonitor，中国银河证券研究院

## 2. 中国服装行业目前仍处于集中度提升进程中，竞争异常激烈

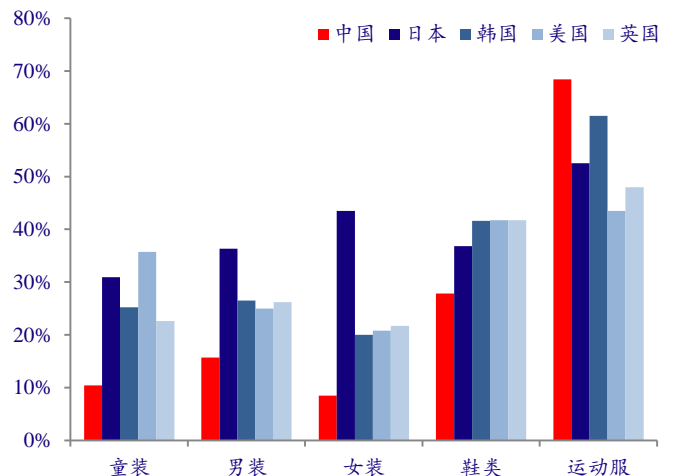
根据美国经济学家贝恩和日本通产省对产业集中度的划分标准，将产业市场结构粗分为寡占型（CR8 ≥ 40%）和竞争型（CR8 < 40%）两类。其中，竞争型又细分为低集中竞争型（20% ≤ CR8 < 40%）和分散竞争型（CR8 < 20%）。可以看出，我国服装行业 CR8 为 9.4%，远低于日本、韩国、美国和英国，处于较低级别的分散竞争型格局。我国除运动服外，童装、男装、女装的集中度仍有很大的提升空间。

图 26：2017 国内外服装行业集中度（CR8）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 27：2017 国内外服装各子行业集中度（CR8）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

## 3. 国际品牌发展已实现全球化，国内仍需借鉴国际品牌优秀管理经验

从国内外服装发展情况来看，目前知名国际品牌已渗透至全球各个国家，其在品牌建立、推广、管理方面，以及设计研发、供应链管理等方面，仍有很多需要学习的地方。

表 4：服装行业国内外发展情况对比

子行业	国内情况	国际情况
女装	总体来看，我国女装行业目前正在走向成熟，规模增速不断下降，市场集中度较低，正处于竞争激烈的转型升级期	经过长时间发展，在消费者需求不断细分和升级的情况下，国际女装行业已迈入多元化，精细化发展阶段
男装	我国男装行业市场规模增速不断下降，男装竞争格局受快消品牌外延冲击。我国男装企业销售周期较长，在消费观念多元化趋势下，预计多元化战略布局将突破现有受限的竞争格局，进一步提高市场集中度	社交属性已成为国外男装市场发展的关键因素和新的增长来源。相对国内市场而言，国外男装市场消费者更看重品质和设计，消费分层倾向更显著



<b>休闲服饰</b>	休闲服饰行业目前仍然处于转型期，盈利能力稳定性差，许多大企业通过渠道、产品整合的方式寻找新的增长点	得益于产业链有效整合以及和大 IP 的跨品牌合作，国际休闲服装巨头正在完成行业变革，使设计、生产、销售过程进一步高效化
<b>运动服饰</b>	国内的运动服饰市场基本已经被瓜分完毕，进入稳定增长阶段，具有较高水平的市场集中度。国际品牌市场占有率更高	为了顺应个性化消费需求，国外运动服饰企业纷纷通过线上平台为消费者提供个性化定制服务。个性化需求将成为国外成熟运动服饰市场的新增长点，也会进一步推动服饰巨头的渠道整合进程
<b>童装</b>	随着“全面二胎”政策实施以来，我国 0-14 岁人口占总人口比例将有进一步提升，给童装市场带来巨大发展潜力。童装市场尚处于成长期，竞争格局混乱，市场集中度较低	国际童装设计风格出现了明显的成人化倾向，多为国际知名品牌的延伸领域
<b>鞋类</b>	国内鞋业正处于调整期，尚未出现复苏迹象，企业业绩承受巨大压力，仍需探索战略改革的明确方向以帮助公司扭转亏损	以意大利为代表的高档鞋生产国家，其鞋类出口额呈现回暖趋势。制鞋业呈向低人力成本及存在政策优惠的国家转移的趋势，如印尼、越南、印度等

资料来源：中国银河证券研究院整理

### 三、行业面临的问题及建议

#### (一) 现存问题

##### 1. 盈利管理能力有待提高，纺织企业棉花期货、汇率对冲等管理能力不足

由于我国纺织制造企业以出口为主，且目前龙头企业在海外建厂的规模不断扩大，汇率变化将直接影响企业的利润水平。企业对于汇率对冲管理能力存在不足。一般情况下，棉花成本占纺织制造企业成本的 50-70%，我国棉花进口量受配额限制，棉花价格上下浮动较明显。成本定价机制决定成本上涨一定程度上影响企业利润，即产品售价以确定的原材料成本和期间费用等加上企业预留的固定盈利金额来计算，产品定价受成本影响较大，企业盈利能力是成本转嫁能力高低的最终体现。行业内供需关系、对上下游议价能力、库存周期性波动更多的体现在成本转嫁影响因素中，产业链越长的棉纺企业对棉价波动弹性越小。企业应当增强棉花期货等金融工具的使用，以缩小棉花等原材料价格浮动带来的利润水平变化。

##### 2. 面料研发、服装设计、品牌影响力等自主性不足，导致中国纺织服装企业核心竞争力不足

服装行业具有较强的时尚性和潮流性因素，消费者的品味及需求处于持续动态变动过程中。因此，企业往往需要具有较强的产品设计研发能力，除了需要对产品图案、面料、辅料等中药产品构成要素进行持续跟踪、研发外，还需要一批能够深刻理解并呈现公司品牌理念、兼具设计研发灵感及时尚潮流敏感性的专业设计师团队，以把我甚至创造时尚潮流。

##### 3. 上游纺织制造生产效率仍有提高空间，海外投资步伐有待加快

目前纺织制造企业人工成本约占 10-25% 之间，随着国内人力成本的不断提升和工人权益意识的提高，公司的相关成本也相应提高。但技术改革可以部分减少该成本，通过智能制造、更加机械化生产工艺程序较少的服装品类，以降低人工成本，从而提高利润水平。鉴于越南、柬埔寨等新兴东南亚国家成本、贸易方面相对中国较大，纺企海外布局战略的进度仍有加快的空间。

#### 4.营销效率仍有提升空间，对新兴电商渠道重视程度不够

我国网购消费随着互联网技术和物流业的快速发展迎来井喷式增长而得到广泛运用，服装做为互联网红利的最大受益消费品类，服装通过电子商务进行销售的模式也得到迅猛发展。但由于普遍网上零售价格相对较低，对线下渠道带来一定的冲击。传统百货商场的经营业绩有所放缓甚至下滑，这就要求企业应及时掌握、分析终端消费者的消费习惯，以多样的营销方式，提升品牌知名度、吸引消费者。

#### 5.企业供应链管理仍有提升空间，柔性供应链、快速反应能力有待提高

目前靠近下游的服装家纺子行业中，大部分企业仍采用订货会形式季度采购，这样既不能及时反映终端消费者对于时尚、服装款式的最新需求，也不能根据上游成本的变化，及时调整库存量，导致服装企业内生的存货问题一直困扰着各家企业。

### (二) 建议及对策

#### 1.制定和落实产业政策，加大财政金融支持力度

与其他行业相比，不论是债券发行金额还是沪深两市企业的总市值，纺织服装行业均处于相对落后的位置。关于财政金融支持方面，我们认为：1) 应当促进产业政策全面有效落实，加大有关政策规划对产业转型升级的支持作用，监督并保证我国《纺织工业“十三五”规划》中各类要求的执行进程。2) 建议政府规定金融机构结合纺织企业实际采取差别化的信贷政策，对于符合资信要求企业的流动资金需求以及项目投资需求，给予充分的信贷支持，包括足额、无附加条件放贷，给予合理利率，禁止贷转存，取消不合理收费等。

#### 2.建议优化棉花管理体制，优化生产成本结构

由于我国施行棉花进口配额制度，导致我国棉花价格与国际棉价存在价差。我们认为：1) 应当继续在新疆实行棉花目标价格补贴政策并实行量与质协同，实行优质优价，为国内棉纺企业提供所需性价比高的棉花原料；2) 国家有关部门调整棉花政策，放开对进口配额管理。3) 在当前不能取消配额管理的情况下，建议改革配额发放机制，如年末公布下年发放配额的数量（包括一般贸易、加工贸易、滑准税等），在信用网站公布发放企业的数量、使用情况，便于监督及改进等。4) 支持与中国棉花协会积极沟通，建立上下游可接受的国内棉价质量升贴水机制。

#### 3.加大研发投入，以面料开发、服装设计、品牌意识等为公司核心竞争力

中国的纺织服装企业要强化自主创新意识，提高技术研发水平，努力研发新产品，实现产品的差异化。为满足关键生产设备和生产技术的先进性，除了引进国外高水平生产工艺和生产设备之外，还需对其消化吸收，努力实现再创新。加大研发资金和研发人员的投入，建立并完善研发中心和创意中心。重点开发技术含量较高、绿色环保、高附加值的新产品，重视非价格竞争，摆脱低价竞争和恶性竞争模式。纺织服装企业在进行品牌打造和培育时，可以将中国特有的文化元素融入其中，有故事有历史的品牌才会更容易与客户有感情的联接。另外，对于国际上一些由于经济或政治因素面临破产的知名品牌，国内有实力的企业可以考虑尝试进行收购。

#### 4. 加快对外投资步伐，有效实施政府的对外职能

由于对外投资通过经济效应和技术效应对我国纺织服装业的转型升级起到推动作用，结合我国纺织服装业的现状，需要加快对外投资的步伐，合理地进行产业转移。1) 建议支持纺织业在“一带一路”重点国别打造标志性项目；2) 积极与国际组织沟通合作，加强与发达国家的技术交流，合理协调境外投资政策，完成信息对接，推动我国纺织服装企业的发展。3) 还需完善棉花进口配额管理，建立常态化储备棉轮机制，实行储备棉销售底价与国内外现货价格挂钩联动，以此保证我国纺织业高质量棉花的稳定供应量。

#### 5. 纺织工业应当加速“智能制造”进程

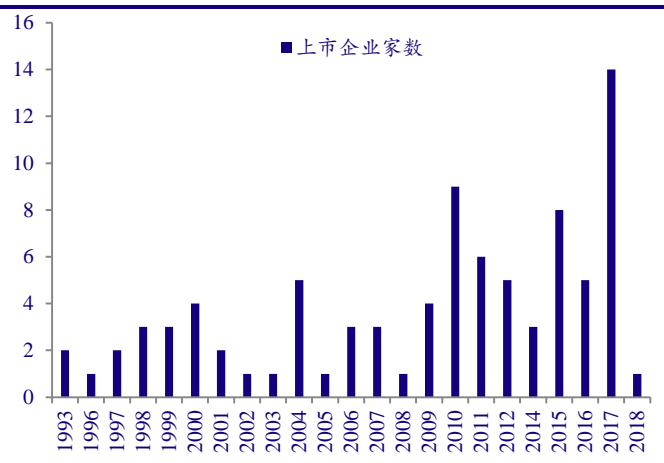
为了进一步提高生产效率，应当积极推进纺织制造行业“智能制造”的进度：1) 鼓励传统产业走智能制造创新之路。保护纺织服装企业智能制造相关知识产权，保护技术路线多样性、多元化；2) 国家政策鼓励和资金支持行业协会开展的针对纺织服装智能制造领域紧缺人才的第三方培养培训工作。如智能制造总体构架工程师、精益管理（IE 工程）工程师、RFID 供应链应用工程师等；3) 建议政府加强对纺织服装智能制造相关共性技术和关键技术研发的支持。如柔性材料抓取精准技术、半成品服装精确传输定位技术、耐水洗低成本可复用 RFID 芯片技术等；4) 建议政府结合地方政府配套，针对基于产业集群的纺织服装智能制造公共服务平台加大支持力度。如集成设计、打版、小型智能化流水线等功能的公共服务和示范平台。

### 四、纺织服装行业在资本市场中的发展情况

#### （一）上市家数增至 87 家，A 股市值占比仍较小

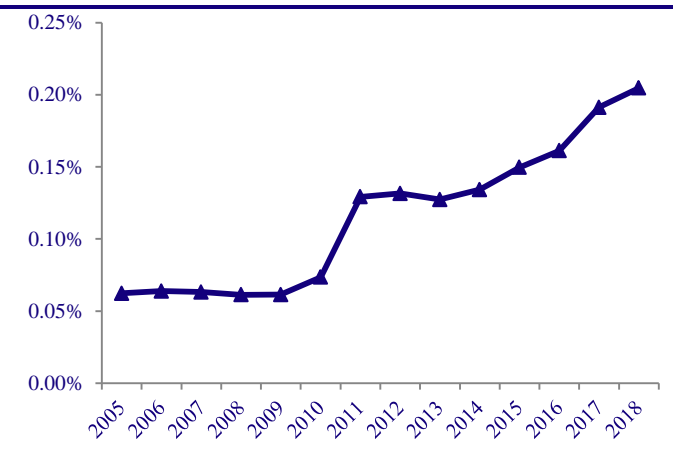
至今 A 股上市家数增至 87 家，其中纺织制造子板块有 35 家、服装家纺子板块有 52 家，占比中国纺织服装企业比例近年来有所提升，但总体较低，2018 年约 0.2%。港股上市家数共 23 家。纺织服装板块相对上证综指 β 值（最近 100 周）平均为 0.8981。在消费增速下降和宏观经济疲软的背景下，服装行业整体竞争越发激烈、纺织行业积极海外布局以降低生产成本，导致纺织服装行业整体在 2017 年迎来上市潮，2018 年以来上市企业较少。随着行业集中度的不断提升，未来新上市企业数量增速不会很快，更多的是已上市的较大型纺织服装企业在提升行业集中度、品牌影响力等。

图 28：我国 A 股纺织服装企业上市时间划分



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

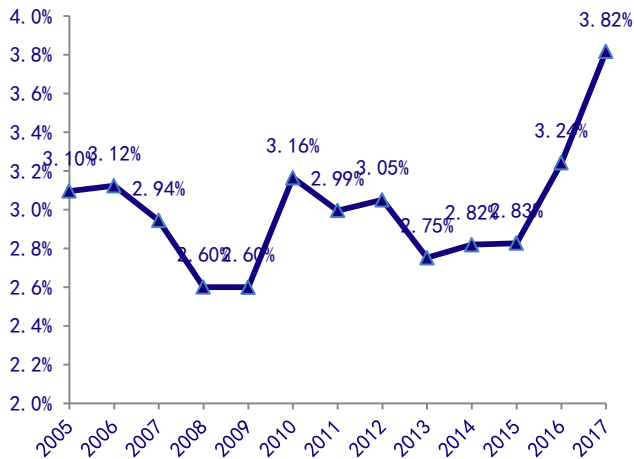
图 29：A 股纺织上市公司数量占中国纺织服装企业比例较低



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

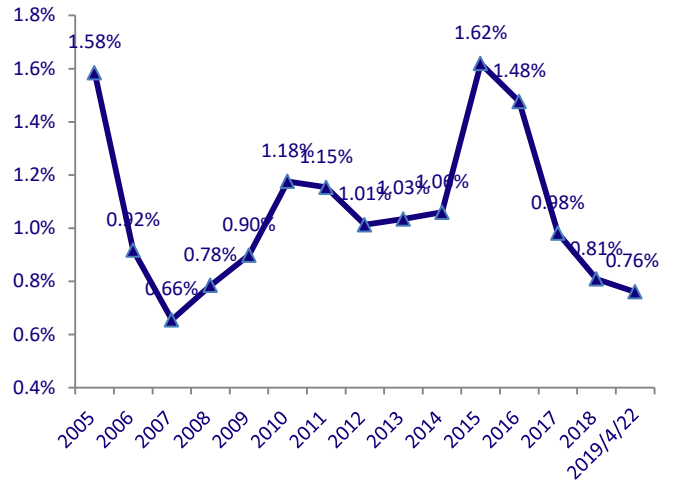
A股纺织服装企业主营业务收入占比逐年提升，2017年达到3.2%，说明上市公司的盈利能力正不断加强。纺织服装板块自2016年以来，市值占比持续降低，主要因为15年以来存货结构调整、终端消费不景气。截至2019/4/22，板块市值占万得全A市值比例为0.76%。

图 30：A股纺织服装企业主营业务收入占比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 31：纺织服装板块 A 股市值占比

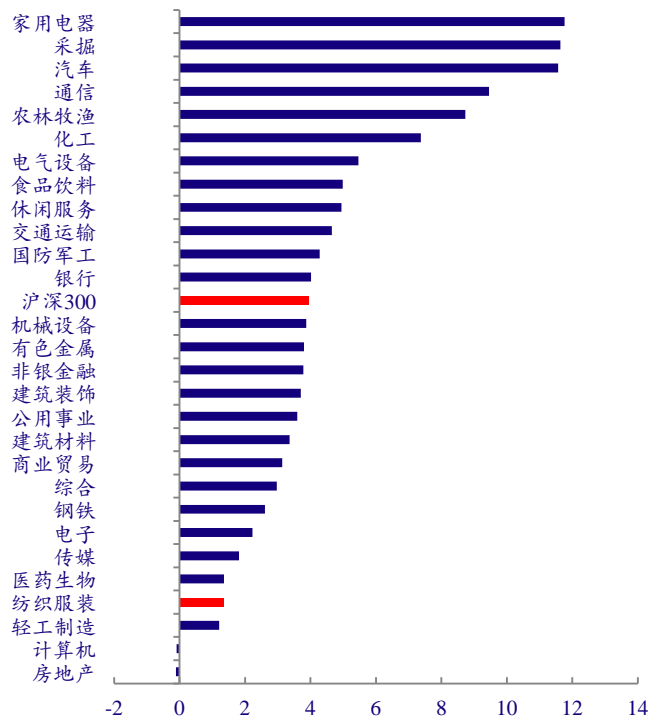


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 年初至今板块表现弱于沪深 300，估值仍有提升空间

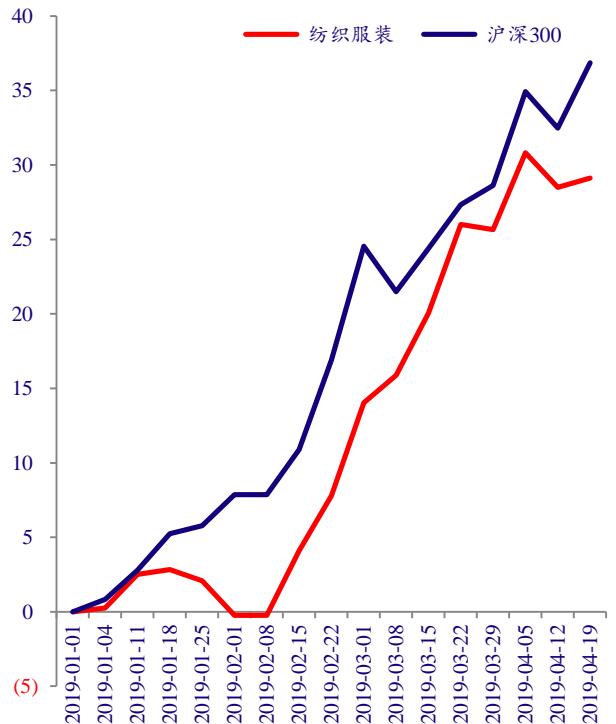
本月 SW 纺织服装板块上涨 11.15%，沪深 300 指数上涨 4.48%。年初至今纺织服装板块上涨 26.00%，整体表现不及沪深 300（27.34%）。

图 32：本月各行业涨跌幅



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 33：纺织服装行业年初以来市场表现

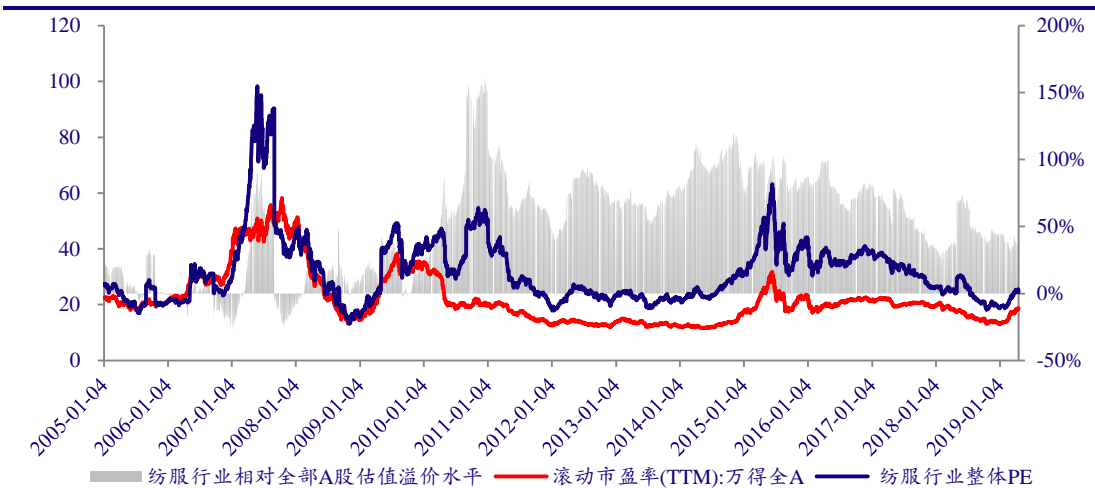


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 1. 目前估值低于 05 年以来均值水平，今年仍有很大估值修复空间

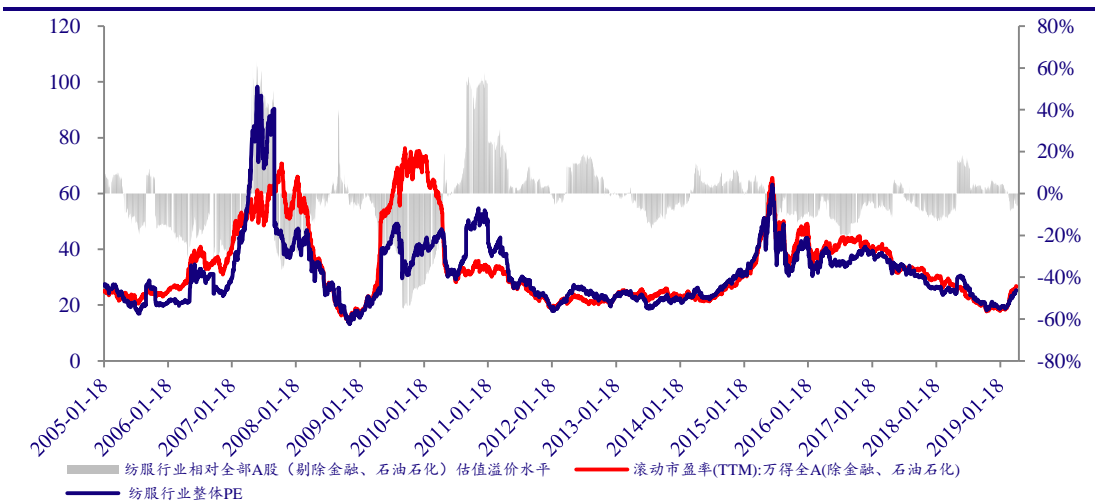
本月纺织服装板块估值小幅上升，本月纺织服装行业估值溢价较上月上升 2.28PCT。截至 2019 年 04 月 22 日，纺织服装行业一年滚动市盈率为 24.71 倍（TTM），全部 A 股为 18.36 倍，分别较 2005 年以来的历史均值变化-6.89/-3.35 个单位。纺织服装股票估值溢价率（A 股剔除金融、石油石化后）为-8.19%，历史均值为-2.24%，估值溢价率较 2005 年以来的平均值减少 6.89PCT，位于相对较低位置。

图 34：纺织服装股票估值溢价情况



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 35：纺织服装股票估值溢价情况-剔除金融、石油石化

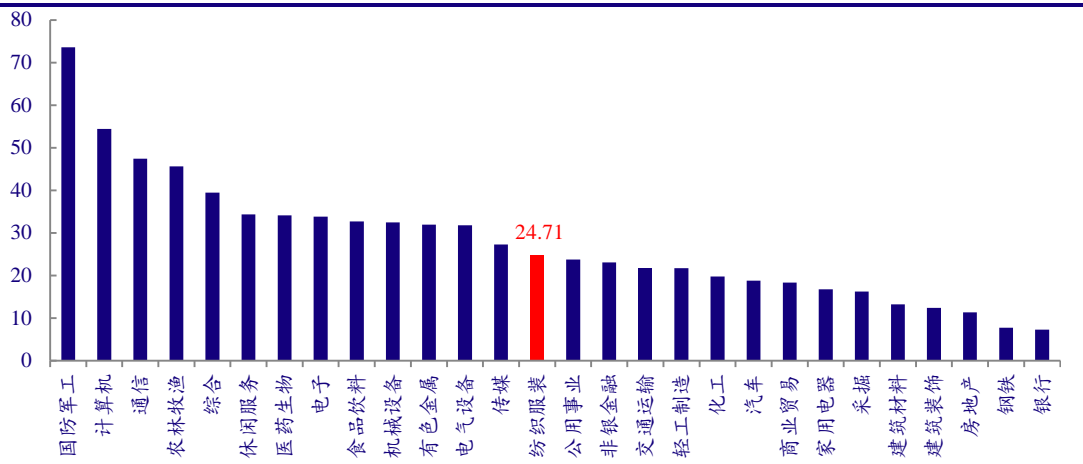


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 2.与市场相比，纺织服装行业估值处于中游水平

横向来看，在申万 28 个子行业中，纺织服装行业 PE (TTM) 24.71 倍 (2019/4/22)，处于中游水平。因纺织服装行业属于必选消费，且商业模式相对成熟，故估值水平较低。

图 36：纺织服装行业估值处于 A 股市场中游



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 3.国内纺织服装板块市盈率高于美日，相对溢价率处于较低水平

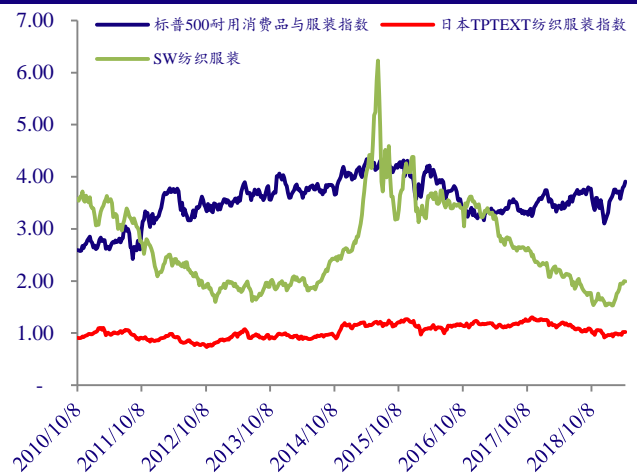
以 2019 年 04 月 19 日收盘价计算，国内纺织服装板块的动态市盈率为 24.75 倍 (TTM)，同期美国纺织服装板块为 18.52 倍。纺织服装对各国纺织服装板块的 PE 溢价率计算，国内相对美国纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 22.35%，当前值为 33.60%，历史均值为 55.95%；国内相对日本纺织服装板块的溢价率较历史平均水平高 2.56%，当前值为 54.82%，历史均值为 52.26%。我们的观点是国内纺织服装指数市盈率估值水平普遍高于国际纺织服装指数的原因主要是国内纺织服装上市公司整体增速高于全球服装市场增速，国内上市公司整体增速在 20-25%，而全球纺织服装市场增速在 8% 左右。由于最近一个月 A 股处于调整，纺织服装企业估值进一步下降，已低于美国市场。

目前国内纺织服装板块市净率低于美国，高于日本，相对溢价率处于历史平均水平。以 2019 年 04 月 19 日收盘价计算，国内纺织服装板块的市净率为 1.95 倍，同期美国纺织服装板块为 3.91 倍，日本纺织服装板块为 1.02 倍，我国纺织服装板块 PB 低于美国，略高于日本。以 SW 纺织服装对各国纺织服装板块的 PB 溢价率计算，国内相对美国纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 25.40%，当前值为 -49.13%，历史均值为 -23.73%；国内相对日本纺织服装板块的溢价率较历史平均水平低 61.33%，当前值为 94.66%，历史均值为 155.99%。我们的观点是国内纺织服装指数市净率估值水平低于美国，略高于日本的原因主要是美国服装市场较为成熟，盈利能力明显强于中国和日本的服装企业。

图 37: 美、日、中三国纺织服装板块 PE 比较



图 38: 美、日、中三国纺织服装板块 PB 比较



资料来源: Bloomberg, WIND, 中国银河证券研究院

资料来源: Bloomberg, WIND, 中国银河证券研究院

## 五、投资建议及股票池

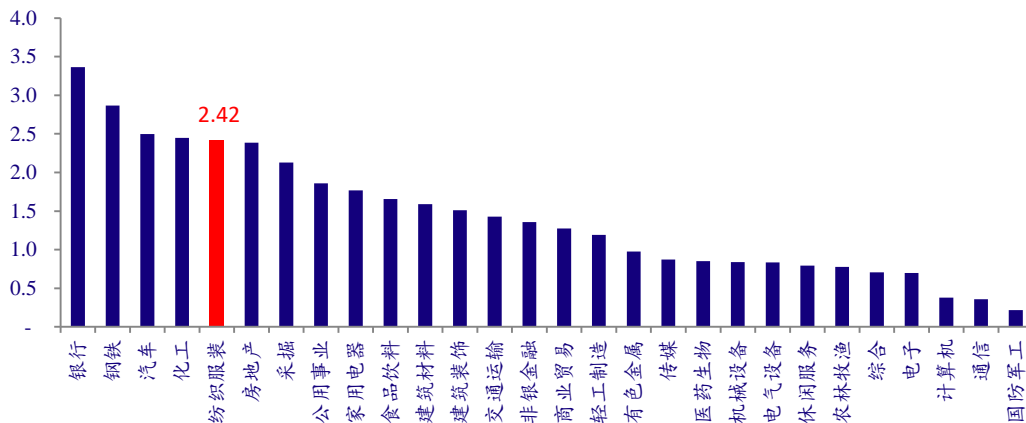
### (一) 最新观点: 板块表现分化, 仍处于估值底部, 具有配置机会

#### 1. 重点关注低估值、高股息率、有业绩支撑个股

股息率反映了在特时间点持有某一股票所获得的现金分红收益率。在企业盈利预期下滑及市场估值持续走低的过程中, 高股息率标的具备一定的避险价值。股息分红是股东追求稳定回报的来源, 从监管角度来看, 近年来证监会始终积极鼓励上市公司派发现金股利, 引导上市公司注重回报股东。

从行业横向比较来看, 在 18 年下半年市场调整幅度较大的背景下, 纺服板块股息率快速提升, 已达到 2012 年以来较高水平。截至 2019 年 4 月 22 日, 纺服板块近 12 个月股息率为 2.42, 排名第 5; 同期 1 年期国债收益率为 2.6797。目前板块股息率无论从横向选择的角度还是从低风险收益的角度来看, 均具备投资价值。

图 39: 近 12 个月申万一级行业股息率 (截至 2019.4.22)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

从个股来看,筛选出的近3年现金分红比例高于20%、近3年收入和净利润CAGR为正、市值大于50亿、估值小于50倍的个股,我们认为海澜之家、森马服饰、百隆东方、罗莱生活、太平鸟、华孚时尚、歌力思、富安娜、比音勒芬、开润股份具有较高的投资价值,防御能力较强。

表 5: 板块内具备低估值、股息率高、具备业绩支撑的个股(截至 2019.4.22) (单位: 亿元、%)

证券代码	证券简称	年度现金分红比例			近3年现金分红比例均值	近3年收入CAGR	近3年净利润CAGR	市值	PE(TTM)	股息率
		2015	2016	2017						
002042.SZ	华孚时尚	24.80	10.09	74.77	36.55	15.48	33.27	109.40	14.03	4.63
600398.SH	海澜之家	50.20	70.50	64.78	61.83	8.08	6.95	413.34	11.96	5.22
002293.SZ	罗莱生活	34.23	44.24	60.92	46.46	11.04	2.62	84.64	16.15	3.08
603877.SH	太平鸟	-	55.55	73.77	43.11	7.39	1.01	96.82	16.94	3.48
002327.SZ	富安娜	20.79	19.80	44.13	28.24	5.84	5.56	77.65	14.29	2.80
002563.SZ	森马服饰	49.93	70.83	59.09	59.95	8.10	0.77	296.71	17.53	2.27
601339.SH	百隆东方	50.46	37.69	70.12	52.75	5.20	0.59	83.10	18.99	1.81
002832.SZ	比音勒芬	-	16.09	59.19	25.09	10.17	10.89	87.22	25.87	1.22
603808.SH	歌力思	26.94	34.87	28.98	30.26	22.51	20.76	57.99	15.74	1.51
300577.SZ	开润股份	-	39.68	29.87	23.18	22.76	27.55	77.21	44.44	0.52

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 2. 服装家纺: 精选高成长、高弹性个股

中高端服饰可选属性较强,在宏观经济、消费向好的背景下,中高端服饰反弹弹性更大。叠加中高端服饰单价相对较高,净利润降低幅度相比毛利率降低小。我们建议关注中高端服饰优于服装板块提前复苏的机会。

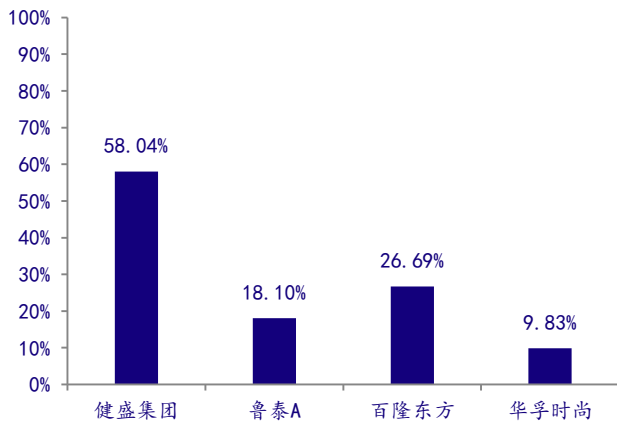
个股方面,我们建议关注中高端女装龙头企业歌力思(603808.SH):公司基于优秀的管理经验带来高端时尚产业集团式的高速发展,已初步建立公司独特的品牌优势;我们推荐高尔夫服饰龙头企业比音勒芬(002832.SZ):公司主营产品依托高尔夫服饰,产品风格和特点在国内较为稀缺,高尔夫服饰高速发展的同时,积极孕育新品牌拓展细分领域市场份额。在服装整体消费增速趋缓背景下,公司店效同比提升以及门店数量稳步增加,期间费用率下降双向提升净利润增速高于收入。

## 3. 纺织制造: 上游纺织制造龙头企业竞争壁垒不断增强

纺织制造目前已呈现在全球范围内,已有制造产能垄断的趋势,下游销售客户集中度较高,生产的壁垒使得纺织制造龙头订单不断提升。如棉袜、无缝纺织行业龙头健盛集团、高端衬衫制造一体化龙头鲁泰A、色纺纱双寡头百隆东方和华孚时尚,以及港股的国际白马龙头企业申洲国际。从各龙头企业的下游集中度来看,即使国内消费由于宏观经济略有下行,导致国内下游需求订单减少,但我国龙头企业的订单普遍来自国际品牌服饰企业,所以国内消费需求疲弱对纺织制造龙头企业影响相对较小。

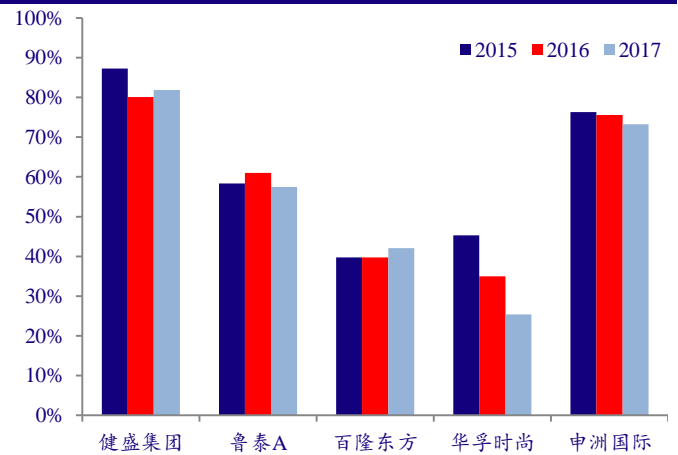


图 40: 纺织制造龙头企业下游前五名销售客户的集中度



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 41: 纺织制造龙头企业海外收入占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 核心组合

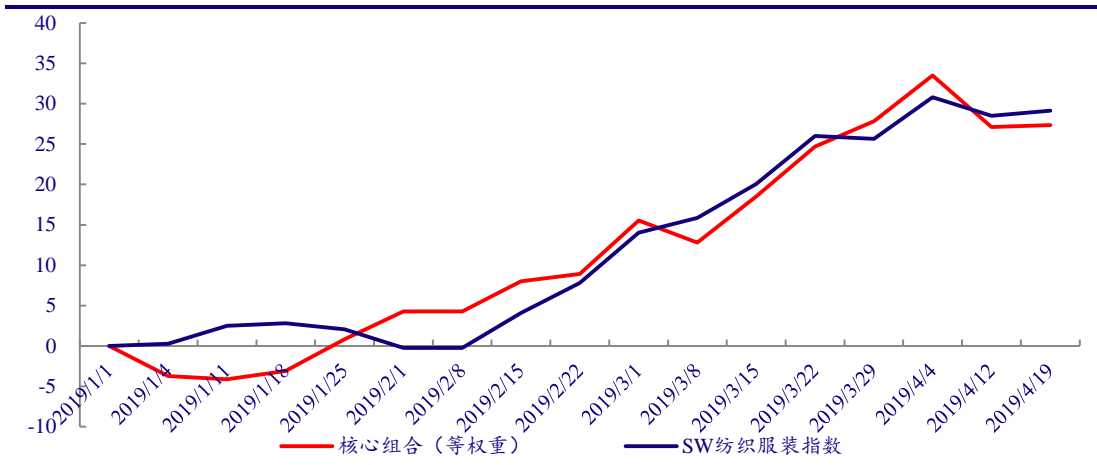
本月 SW 纺织服装板块上涨 1.08%，其中服装家纺子板块指数本月上漲 0.46%，纺织制造子板块指数本月上漲 1.97%。受益于“消费升级+行业回暖”趋势，组合推荐：森马服饰 (002563.SZ)、海澜之家 (600398.SH)、比音勒芬 (002832.SZ)、开润股份 (300577.SZ)。截止当前我们核心推荐组合自年初以来累计收益 19.46%，跑输 SW 纺织服装指数 9.66PCT；入选至今，我们的核心推荐组合夏普比率为 2.17，低于 SW 纺织服装指数的夏普比率 (4.61)。

表 6: 核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由	月涨幅	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)
002563.SZ	森马服饰	休闲服饰板块持续复苏，童装板块内生外延双向高速增长，供应链管理优化+线上线下渠道深度融合，基本面持续改善。 公司发行 30 亿元可转债，为公司产业链信息化+物流+研发品牌	-6.15%	23.21%	-4.15%
600398.SH	海澜之家	设计提供夯实基础；有效整合产业上下游资源，多品牌“平台型”快速发展，稳步布局与数字化改革双管齐下，业绩增长可期。	-6.31%	8.49%	-18.87%
002832.SZ	比音勒芬	公司作为专注高尔夫服饰领域的新兴龙头，品牌定位高端，客户粘性高，在消费升级的大背景下业绩增长可期。 公司目前仍处于高速增长阶段，品牌、品类拓展、渠道、供应链管理已逐步优化，B 端、C 端业务协同效应逐渐增强盈利能力。	13.44%	44.01%	16.66%
300577.SZ	开润股份	公司是纺织制造板块内品牌销售能力较强，在 A 股市场上品类较为稀缺。	-3.85%	13.79%	-13.57%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

图 42: 核心组合年初至今收益率变动



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

内容终端消费回暖不及预期; 大量存货减值风险; 汇率大幅波动风险; 棉价大幅波动的风险; 部分公司解禁压力。

## 插图目录

图 1: 中国居民消费支出结构 (亿元) .....	1
图 2: 纺织业出口在中国出口总量中所占比例变化 .....	1
图 3: 纺织业主营业务收入在工业企业中的占比变化 .....	1
图 4: 城镇、农村居民人均可支配收入增速不同 .....	2
图 5: 消费者信心指数总体向上 .....	2
图 6: 2016 年至今社会消费品零售总额当月同比 (%) .....	2
图 7: 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额当月同比 (%) .....	2
图 8: 中国棉纺织行业景气指数 .....	3
图 9: 中美贸易摩擦历程 .....	4
图 10: 柯桥纺织总景气指数 .....	4
图 11: 纺织服装行业市场专业景气指数 .....	4
图 12: 纺织服装行业产业链情况 .....	5
图 13: 纺织服装行业 2013 年起收入增速缓慢增长 .....	6
图 14: 纺织服装行业净利润增速逐年下降 .....	6
图 15: 2005 年至今纺织制造、服装家纺逐季毛利率 .....	6
图 16: 2010 年至今美元兑人民币中间价走势 .....	7
图 17: 2016 年年初至今美元兑人民币中间价走势 .....	7
图 18: 2010 年至今纺织服装行业存货周转天数 .....	7
图 19: 2010 年至今纺织服装行业应收账款周转天数 .....	7
图 20: 经营性现金流净流入/营业收入情况较正常 .....	8
图 21: 经营性现金流净额/净利润状况逐年下降 .....	8
图 22: 1990 年至今我国服装产业升级的路径 .....	9
图 23: 2017 年服装销售各渠道占比 .....	10
图 24: 服装家纺子行业发展周期 .....	10
图 25: 2015-2020 年国内纺服规模增速预测 .....	10
图 26: 2017 国内外服装行业集中度 (CR8) .....	13
图 27: 2017 国内外服装各子行业集中度 (CR8) .....	13
图 28: 我国 A 股纺织服装企业上市时间划分 .....	16
图 29: A 股纺服上市公司数量占中国纺织服装企业比例较低 .....	16
图 30: A 股纺织服装企业主营业务收入占比 .....	17
图 31: 纺织服装板块 A 股市值占比 .....	17
图 32: 本月各行业涨跌幅 .....	17
图 33: 纺织服装行业年初以来市场表现 .....	17
图 34: 纺织服装股票估值溢价情况 .....	18
图 35: 纺织服装股票估值溢价情况-剔除金融、石油石化 .....	18
图 36: 纺织服装行业估值处于 A 股市场中游 .....	19
图 37: 美、日、中三国纺织服装板块 PE 比较 .....	20
图 38: 美、日、中三国纺织服装板块 PB 比较 .....	20
图 39: 近 12 个月申万一级行业股息率 (截至 2019.4.22) .....	20

图 40: 纺织制造龙头企业下游前五名销售客户的集中度 .....22  
图 41: 纺织制造龙头企业海外收入占比 .....22  
图 42: 核心组合年初至今收益率变动 .....23

## 表格目录

表 1: 服装生产制造的解析 .....5  
表 2: 纺织服装行业杜邦分析指标 .....8  
表 3: 女装行业主要品牌及其所属公司概况 .....12  
表 4: 服装行业国内外发展情况对比 .....13  
表 5: 板块内具备低估值、股息率高、具备业绩支撑的个股（截至 2019.4.22）（单位：亿元、%） .....21  
表 6: 核心推荐组合及推荐理由 .....22

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，商贸零售行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)