

十年复盘：行业红利减弱，龙头溢价凸显

——纺织服装行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆品牌服饰行业：需求疲软致增速放缓，借鉴日美经验看长期发展

品牌服饰行业经历了 2011 年及之前的粗放增长期、12~16 年的持续调整期、17 年中期~18Q1 的回暖期，18Q2 以来终端需求不振影响行业整体增速放缓。短期来看，终端需求持续疲软、行业增长压制因素仍存，但 19Q1 的高基数效应在后续季度消除有望带来行业增速的环比修复。

对行业未来空间及中长期谁能胜出进行研究：1) 我国服装行业发展时间相对较短、尚不成熟，人均消费水平、行业集中度存在继续提升空间，美日人均服装消费各为我国的 4.1 倍、2.3 倍。2) 美国经验显示经济波动的长周期内服装细分品类表现不同，部分品类如童装、运动服饰具有持续较高的景气度，大众服饰则波动相对较小。3) 日本经验显示经济持续下行期间，部分定位性价比、满足消费者更加细分/极致需求的业务模式创新型公司有望做大，并且能够穿越经济周期并明显跑赢行业，如优衣库等。

◆纺织制造行业：多重影响因素带来不确定性

18 年行业外部影响因素错综复杂，18Q2 以来中美贸易摩擦一波三折、逐渐升温，影响国外客户下单积极性，叠加国内消费现疲软，纺织制造行业收入端增速随之放缓，但汇率贬值增厚行业收入、以及利好毛利率等多个指标，另外 19Q1 部分公司投资收益在净利润端带来一定提振。

短期来看，仍需继续关注中美贸易摩擦进展和汇率走向，外部较大不确定性暂未消除。长期来看，行业产能向外转移趋势不改（或加快），龙头公司全球化布局、扩大规模效应和领先优势、提升抗风险能力，将促使行业优胜劣汰加剧、集中度提升。

◆近十年行情复盘：行业红利减弱，龙头溢价凸显

复盘 09~18 年纺织服装行业行情，明显跑赢大盘的阶段有三个：09~11 年、15 年、18Q1，但各阶段驱动力不同。15 年为牛市中转型带动、估值提升贡献，其余 2 个阶段则主要为业绩驱动、由基本面与估值共同贡献，其中 09~11 年行情提前业绩启动，18Q1 则是对品牌服饰行业 17H1 开始的复苏的滞后反应、启动晚于其他大市值消费行业并以龙头公司为领先。

总结涨幅居前的公司特征，09~15 年大市值公司并未明显跑赢行业，但 16 年以来龙头溢价逐步凸显，开始出现森马、比音、开润、南极等凭借业绩高增长在较长周期内持续领涨的市值较大标的。此种现象表明行业已由过去的粗放式发展（整体行业性机会）向精细化转变（优质公司机会），部分公司在此过程中开始逐步构筑可以支撑长期发展的护城河及抗风险能力，从而获得持续较高的收益。

◆投资建议与推荐公司

结合我国不同子行业的景气度差异、借鉴国外优质龙头公司的成长路径，推荐两条投资主线：1) 景气度持续较高的细分品类中具有优势地位的标的，包括童装龙头**森马服饰**、运动服饰龙头**安踏体育**、高端运动时尚服饰代表**比音勒芬**；2) 所在品类相对成熟但空间较大，可凭借性价比优势、规模效应和精细化管理能力不断壮大、跑赢行业，包括大众服饰龙头**海澜之家**、极致单品代表**开润股份**。另外，建议关注高端服饰中个体经营素质突出的**歌力思**、**地素时尚**，以及一二线城市地产回暖带来增量利好的家纺龙头**罗莱生活**。

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

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

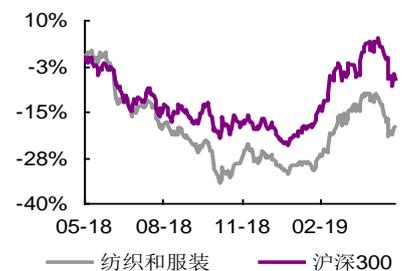
lijie_yjs@ebsec.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

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

2019-05-23
服装行业马太效应持续，化妆品快速增长——服装&化妆品 2019 年 4 月淘宝数据跟踪与解读

2019-05-19
关注地产数据好转背景下家纺龙头未来的边际改善

2019-04-05
工业大麻在纺织服装和化妆品领域应用梳理

2019-04-03
增值税减税降低企业负担，强定价权龙头更为受益——纺织服装行业增值税税率下调影响分析

2019-03-17
18Q4 收入增速放缓，基本面好转有待观察——2018 年纺织服装行业业绩快报总结

2019-03-06
远近高低各不同：以美为鉴探究经济起落中服装行业内部变化——纺织服装行业 2019 年度投资策略

2019-01-08

目 录

1、 品牌服饰行业：需求疲软致增速放缓	5
1.1、 行业业绩回顾	5
1.2、 行业展望	8
1.2.1、 行业当前所处发展阶段判断	8
1.2.2、 中长期：行业空间和集中度较国外可提升	9
1.2.3、 国际经验：美日经验显示细分品类和性价比消费存在机会	11
1.2.4、 短期：终端需求疲软制约增长，19Q1 高基数影响消除后望环比修复	13
2、 纺织制造行业：多重影响因素带来不确定性	14
2.1、 行业业绩回顾	14
2.2、 棉价短期承压，长期持续存在供需缺口	15
2.3、 出口压力较大，关注全球化布局龙头	16
3、 纺织服装行业近十年行情复盘：行业红利减弱，龙头溢价凸显	18
3.1、 板块概览	18
3.2、 行情与估值复盘	19
3.3、 行情驱动力分析	21
3.4、 公司特征：行业红利减弱，龙头溢价凸显	24
4、 投资建议与推荐公司	27
4.1、 投资建议	27
4.1.1、 品牌服饰行业	27
4.1.2、 纺织制造行业	28
4.2、 推荐公司	29
4.2.1、 森马服饰（002563.SZ）	29
4.2.2、 安踏体育（2020.HK）	30
4.2.3、 海澜之家（600398.SH）	31
4.2.4、 比音勒芬（002832.SZ）	33
4.2.5、 申洲国际（2313.HK）	34
4.2.6、 开润股份（300577.SZ）	35
5、 风险分析	36
6、 附录	37

图表目录

图 1：品牌服饰行业上市公司合计收入及增速.....	5
图 2：品牌服饰行业上市公司合计归母净利润及增速.....	5
图 3：品牌服饰行业单季度营业收入和归母净利润增速.....	6
图 4：品牌服饰行业上市公司合计毛利率走势.....	6
图 5：品牌服饰行业上市公司合计归母净利率走势.....	6
图 6：品牌服饰行业存货周转天数情况（天）.....	7
图 7：品牌服饰行业应收账款周转天数情况（天）.....	7
图 8：品牌服饰行业经营净现金流/收入占比情况（%）.....	7
图 9：品牌服饰行业计提相关损失占收入比例（%）.....	7
图 10：品牌服饰行业营业收入合计增速.....	8
图 11：品牌服饰行业归母净利润合计增速.....	8
图 12：2018 年美日中人均服装鞋帽消费金额对比.....	9
图 13：2005~2018 年美日中三国服装消费金额同比增速（%）.....	9
图 14：我国服装行业品牌集中度（%）.....	10
图 15：我国服装行业公司集中度（%）.....	10
图 16：2018 年美日中分品类公司集中度 CR5 对比（%）.....	10
图 17：2018 年美日中分品类龙头公司市场份额对比（%）.....	10
图 18：服装行业及子行业市场规模年复合增速（%）.....	11
图 19：美国服装及各子行业规模复合增速（%）.....	11
图 20：美国代表性公司分品类销售收入增速（%）.....	11
图 21：日本消费龙头主要诞生于 20 世纪 70-80 年代.....	12
图 22：20 世纪 90 年代日本传统服装龙头收入下滑、优衣库快速成长（亿元人民币，%）.....	13
图 23：2001 年至 2019 年 4 月限额以上服装零售额同比增速（%）.....	13
图 24：2001 年至 2019 年 4 月社会消费品零售总额同比增速（%）.....	13
图 25：纺织制造行业营业收入（亿元）及增速（%）.....	14
图 26：纺织制造行业归母净利润（亿元）及增速（%）.....	14
图 27：美元兑人民币汇率走势（更新至 2019/6/10）.....	14
图 28：代表性纺织制造企业单季度毛利率走势（%）.....	14
图 29：国内外棉花现货价格指数走势（更新至 2019/6/10）.....	16
图 30：郑棉期货活跃合约价格走势（更新至 2019/6/10）.....	16
图 31：我国纺织服装当月出口总额及增速.....	17
图 32：我国纺织服装累计出口总额及增速.....	17
图 33：纺织服装行业各年度上市公司数量（家）.....	18
图 34：纺织服装行业分上下游各年度上市公司数量（家）.....	18
图 35：代表消费行业成交额占全 A 股比例（%，更新至 2019/6/10）.....	19
图 36：代表消费行业年涨跌幅比较（%，更新至 2019/6/10）.....	19

图 37：纺织服装行业上下游与大盘累计涨跌幅走势（%）	19
图 38：纺织服装和大盘累计涨跌幅走势（%，更新至 2019/6/10）	20
图 39：纺织服装行业年收益走势（%，更新至 2019/6/10）	20
图 40：纺织服装行业与大盘估值（PE-TTM，更新至 2019/6/10）	21
图 41：纺织服装分上下游板块估值（PE-TTM，更新至 2019/6/10）	21
图 42：男装代表公司七匹狼收入增长拆分（%）	22
图 43：品牌服饰提价幅度与居民收入增速比较（%）	22
图 44：纺织服装行业及上下游合计营业收入同比增速（%）	23
图 45：纺织服装行业及上下游合计归母净利率走势（%）	23
图 46：纺织制造板块营业收入增速与超额收益对比（%）	23
图 47：服装家纺板块营业收入增速与超额收益对比（%）	23
图 48：纺织服装行业公司按市值大小统计（家，更新至 2019/6/10）	24
图 49：代表消费一级行业 17Q1~18Q1 季度超额收益比较（%）	24
图 50：2016 年以来涨幅排名前十公司业绩和估值情况（更新至 2019/6/10）	26
表 1：2019 年 6 月美国农业部棉花产销量统计及预测（单位：万吨）	15
表 2：中国棉花供求平衡表（2019 年 5 月预测，单位：万吨）	15
表 3：代表纺织制造龙头企业海外产能布局情况	17
表 4：各年度涨幅前十名上市公司（更新至 2019/6/10）	25
表 5：森马服饰主要财务指标及盈利预测	30
表 6：安踏体育主要财务指标及盈利预测	31
表 7：海澜之家主要财务指标及盈利预测	32
表 8：比音勒芬主要财务指标及盈利预测	34
表 9：申洲国际主要财务指标及盈利预测	35
表 10：开润股份主要财务指标及盈利预测	36
表 11：纺织制造行业样本公司列表	37
表 12：品牌服饰行业样本公司列表	37
表 13：纺织服装行业上市公司 09 年至今年复合收益率对比（%）	38

1、品牌服饰行业：需求疲软致增速放缓

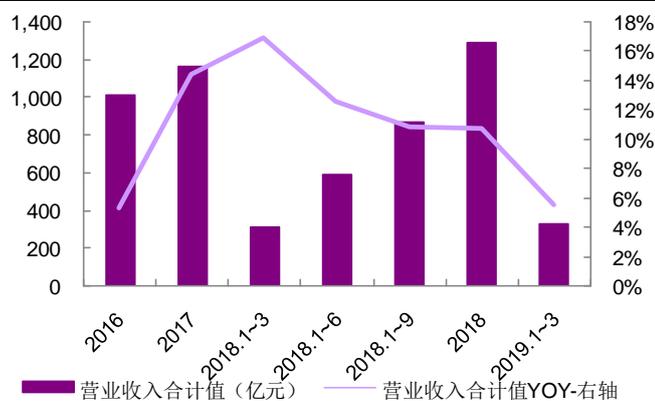
1.1、行业业绩回顾

品牌服饰行业 2011 年及之前快速扩张、上市公司业绩实现较高增长，但粗放式扩张带来存货积压、终端价格虚高以及渠道变迁背景下抗风险能力差等问题，导致行业 2012~2016 年持续调整，收入增长明显放缓、净利润出现下滑。2017 年行业针对前期积累问题的调整基本完成，出现收入增速回升、盈利能力及周转能力好转等多项指标的修复。但 18Q2 以来又受到终端需求不振影响，行业整体增长出现放缓，同时对应的是盈利能力指标（净利率）和营运能力指标（存货、应收账款周转）、计提指标的陆续走弱。

行业收入增长放缓、净利润下滑。统计品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 38 家公司，行业 2018 年合计收入 1286.95 亿元、同比增 10.76%，2019Q1 合计收入 331.66 亿元、同比增 5.55%。对比历史增速，行业 2017 年相比 2016 年增长明显提速，收入增速自个位数提升至 14%，18 年收入增速相比 17 年放缓至 11%，19Q1 进一步放缓至 6%。

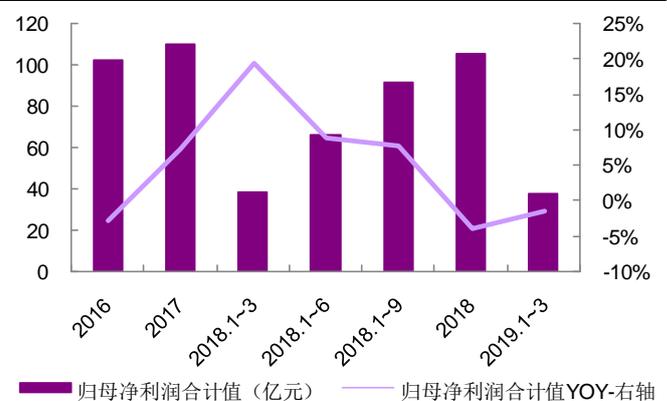
行业净利润走势基本与收入一致，17 年增速较 16 年转正、同比增 7.29%，18 年则逐季放缓、全年实现净利润 105.47 亿元、同比下降 4.01% 出现下滑，19Q1 延续下滑态势、实现净利润 37.71 亿元、同比下降 1.64%，降幅较 18 年全年略有收窄。

图 1：品牌服饰行业上市公司合计收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

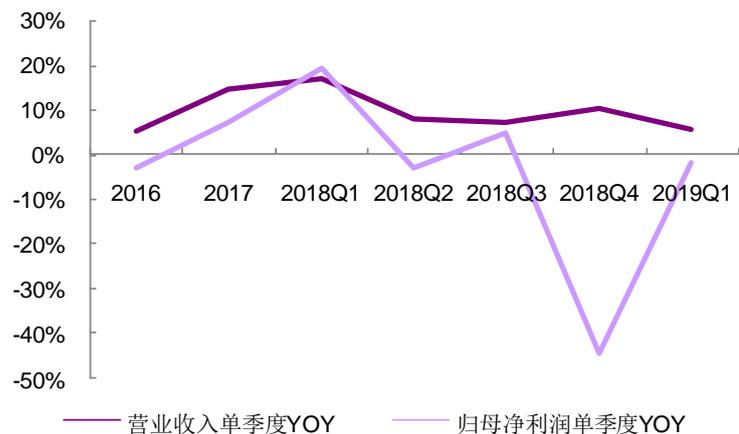
图 2：品牌服饰行业上市公司合计归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

分单季度来看，18Q1 后收入增速逐步放缓。18Q1 为 2016 年以来单季度收入增速高点、同比增 16.97%，随后 18Q2 以来销售端波动中增速放缓至个位数，19Q1 收入同比增 5.55%，为 18 年以来低点；净利润方面 18Q2 开始出现下滑，18Q4 利润下滑幅度较大（同比下降 44.24%，为费用率提升、计提损失增加等导致，其中贵人鸟、拉夏贝尔 18Q4 各亏损约 7 亿、4 亿对行业拖累较大，若扣除这两家统计行业净利润增长 7%），19Q1 降幅收窄至 -1.64%。

图 3：品牌服饰行业单季度营业收入和归母净利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

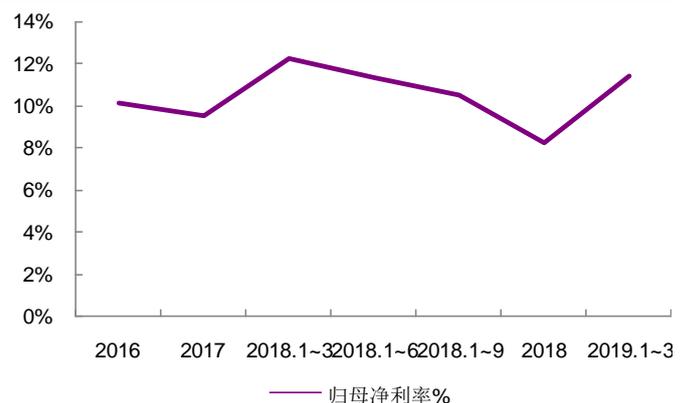
行业盈利能力（净利率）持续下降。近年来行业毛利率略增，但净利率同比下降，2018年、19Q1分别同比下降1.26PCT、0.83PCT。毛利率持平略增背景下净利率下滑，主要原因为行业费用率的刚性上升，另外2018年末以来资产减值损失计提增加较多也有影响。

图 4：品牌服饰行业上市公司合计毛利率走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

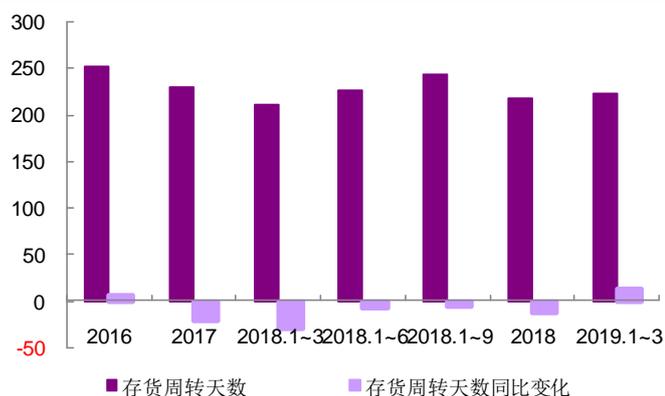
图 5：品牌服饰行业上市公司合计归母净利率走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

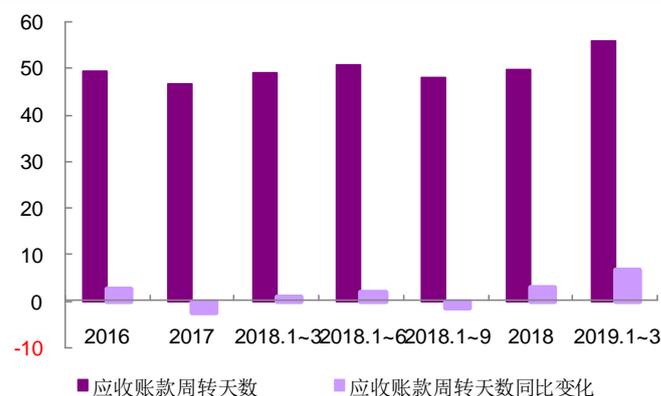
营运能力方面，2018年以来存货周转先加快后放缓、应收账款周转持续放缓。经历过2012~2016年调整期消化库存，2017年行业存货周转出现改善，该趋势延续到了2018年，显示行业在经营和货品管控方面的效率有所提升。随着18Q2以来外部需求持续疲软的影响加大，19Q1存货周转现放缓，终端需求疲弱给行业货品消化加大难度、带来干扰。另外，应收账款周转天数方面，2017年相比2016年亦有加快，2018年初至今该趋势未能维持（18年前三季度除外）、周转天数持续放缓。

图 6：品牌服饰行业存货周转天数情况（天）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 7：品牌服饰行业应收账款周转天数情况（天）

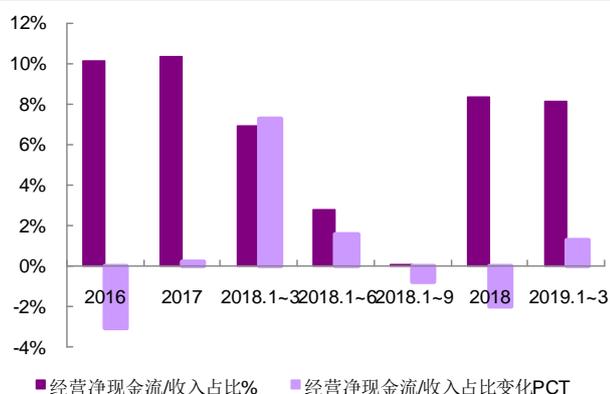


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

行业现金流变化不大，计提占比有所提升。行业现金流各季度间存在波动，如二三季度为夏装销售季、回款相对较少，但同时为冬装备货、现金流出较多。拉长周期来看，经营净现金流占收入比例变化幅度不大，18 年该比例呈下降、但 19Q1 有回升。

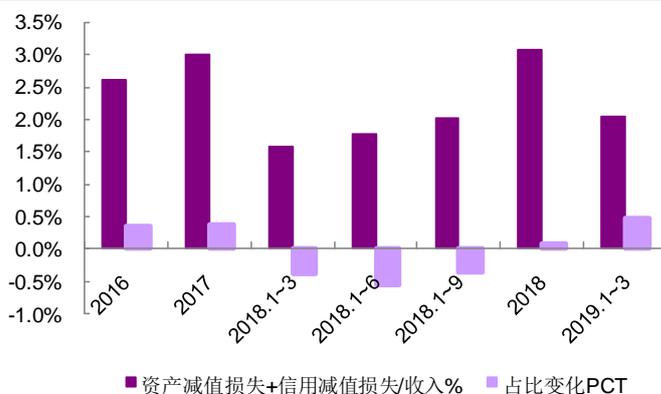
另外，2018 年以来行业计提资产减值损失占收入比例有所提升，与销售增长放缓背景下、存货和应收账款周转能力有所减弱相对应；部分企业投资并购相关损失增加（如商誉损失计提等）亦带来总体计提损失的增加。

图 8：品牌服饰行业经营净现金流/收入占比情况（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 9：品牌服饰行业计提相关损失占收入比例（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

分子行业来看，不同品类发展程度不同、业绩特征不同。其中，童装、箱包、内衣一类高景气、成长性较好的品类收入增速绝对值水平较高，在消费环境不佳背景下收入增速放缓幅度相对较小，但同时考虑到行业处于发展前期、公司经营重点在扩大规模、抢占份额，净利率等方面有一定牺牲；高端服饰、大众服饰、家纺作为相对成熟的品类，收入增速上虽跟随行业总体有所放缓、但拉长周期来看波动相对较小、主要财务指标表现相对稳健。

1.2、行业展望

1.2.1、行业当前所处发展阶段判断

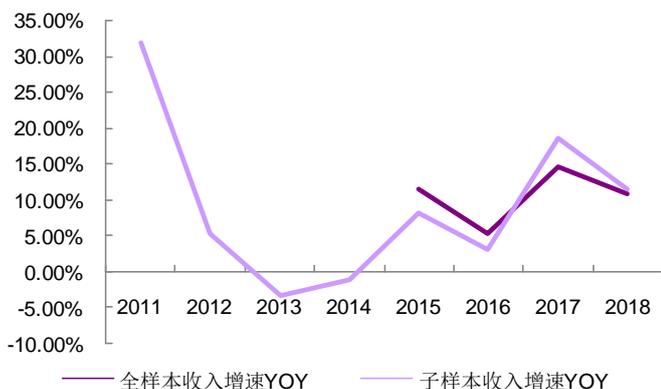
2009~2011年可概括为行业的成长期，景气度较高，在此阶段参与者均可获得较高的业绩增长，并吸引了越来越多的新进入者瓜分行业红利。同时，由于大多数参与者重点放在快速开店扩张和盲目提价上，未实施差异化竞争，导致品牌的竞争力和抗风险能力较弱。

2012~2016年，总体消费和服装行业增速均逐步放缓，其中服装行业增速自2009~2011年的20%左右逐步放缓至中个位数。前期粗放增长积累的库存积压、终端产品价格虚高等问题爆发，同时，行业的经营环境发生了较大变化，渠道结构风云变幻，电商、购物中心等渠道快速崛起，信息传递更为快速和充分，消费者对品牌的理解更加深入和理性，以及国外众多品牌的陆续进驻，传统品牌依靠的渠道稀缺性优势被大幅削弱，产品、渠道、零售经营能力等方面的弱点逐步暴露，进入去库存叠加自身业务调整变革的阶段。

2017年中期~2018Q1，行业总体经营好转、步入复苏阶段，体现在收入端增速明显提升，以及盈利能力、周转能力等多项指标好转。从业务层面，业内公司更加注重单店内生增长的培育、渠道结构的均衡发展 and 品牌力的培育，前期粗放增长的思维已经渐渐转变。

2018Q2以来，终端消费需求持续疲软、至今未见改善，给行业的复苏带来较大干扰，行业收入增速放缓、主要经营指标亦走弱。

图 10：品牌服饰行业营业收入合计增速



注：1) 全样本指统计 38 家品牌服饰类上市公司，但由于部分新股缺少历史数据以及海澜之家 2014 年借壳上市带来异常值影响，可比时间序列为 2014~2018 年。

2) 子样本指 2010 年以来持续有数据的 17 家品牌服饰类上市公司（已扣除海澜之家）。下同。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图 11：品牌服饰行业归母净利润合计增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

综上所述几个发展阶段，其中持续时间较长的是 2012~2016 年的调整期，在该阶段行业增速放缓以及经营环境发生明显变化，其结果是一方面业内所有传统品牌均受到影响、程度不一，进入业绩增长放缓的调整期；另一方面，由于各品类所处生命周期不同，不同品类走出调整的节奏亦不同，举例而言行业总体收入增速在 2017 年呈现好转，但其中高端女装公司在 2016 年年

末已呈现收入端复苏，大众服饰公司则在 2017Q4 开始复苏。同时，2012~2016 年的调整促进了行业的优胜劣汰，部分凭借 09~11 年行业性红利发展做大、但未注重自身竞争力塑造的中小品牌被淘汰、部分未专注于服装行业的企业发展阻力加大，个体经营能力突出的品牌正在逐渐塑造自己的护城河、未来有望持续跑赢行业、成长壮大（类似日本优衣库）。

概括来看，09~11 年行业高速增长红利不再，在历经早期粗放式高成长—调整—复苏阶段后，行业未来增长水平将较 09~11 年下降一个台阶，行业经营将日趋精细化、竞争更加激烈，未来业内品牌表现将更为分化，优质公司有别于行业的竞争优势将得到更为明显的体现（这方面我们将在下文中借鉴美日成熟经验分析）。

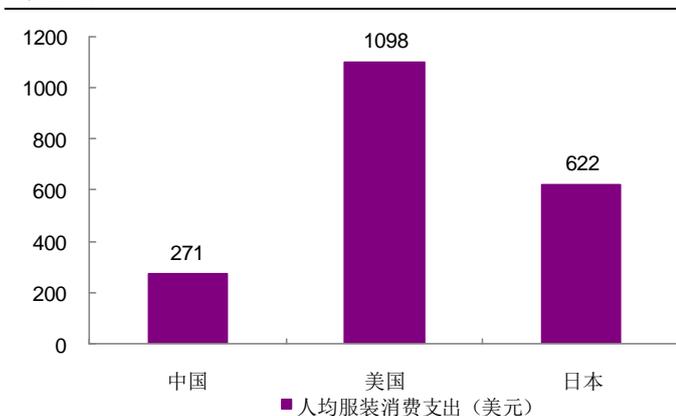
1.2.2、中长期：行业空间和集中度较国外可提升

与发达国家相比，我国服装行业发展时间相对较短、尚不成熟，人均消费水平和行业集中度低于国外，存在行业总体蛋糕做大和集中度提升的空间。

从人均消费支出来看，2018 年我国人均服装鞋帽消费金额为 271 美元，分别为美国的 1/4.1、日本的 1/2.3。

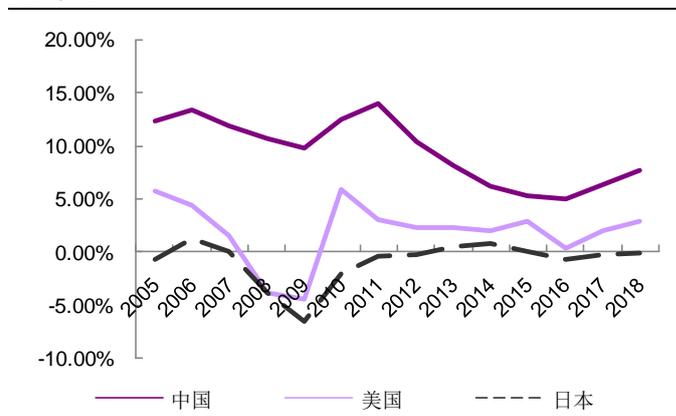
从增速来看，我国服装消费当前增速在 6~7% 左右，高于美国和日本低个位数的增速水平。虽然 2012 年以来我国服装消费增速自 10% 以上收窄至个位数，但相对发达国家而言增速仍较高，人均服装消费将持续向发达国家水平接近。

图 12：2018 年美日中人均服装鞋帽消费金额对比（美元）



资料来源：Euromonitor

图 13：2005~2018 年美日中三国服装消费金额同比增速 (%)



资料来源：Euromonitor

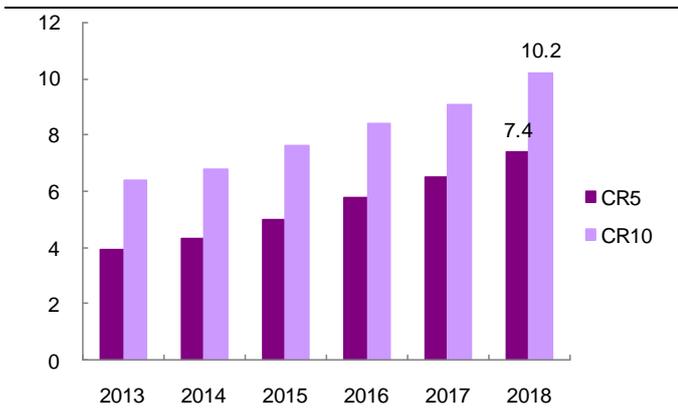
从行业集中度方面，近年来我国服装行业集中度持续小幅提升，2018 年公司 CR5、CR10 各为 8.6%、12.5%，5 年内分别提升了 2.7、3.7PCT。但横向比较发达国家美国和日本仍处于较低水平，美国和日本 CR5 各为 15.8%、25.7%。

细分品类来看，除运动装以外其他品类集中度均明显低于美国和日本，其中以内衣、童装和女装差距最大，我国内衣 CR5 为 7.4%（为美国、日本的 1/7、1/9），童装 CR5 为 10%（为美国、日本的 1/3、1/3），女装 CR5 为 6%（为美国、日本的 1/3、1/6）。运动服饰子行业集中度较高，主要为

国际强势品牌阿迪、耐克占据了前二大龙头地位及合计 42.6%的份额，本土品牌安踏位于第三、占据 14.9%份额，其他本土品牌李宁、361 度、特步份额较小，相比于国际龙头差距较大。

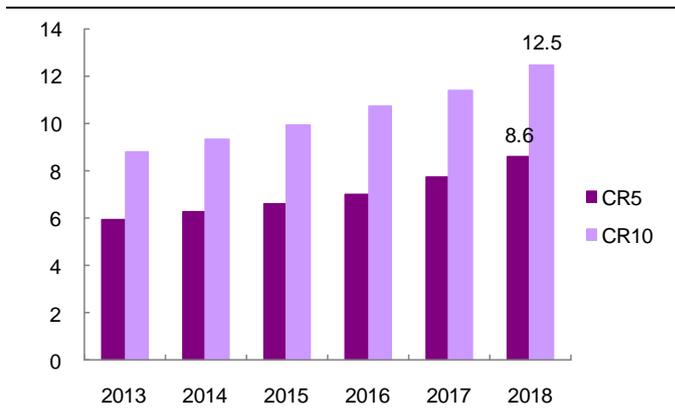
从龙头份额来看，我国龙头公司市场份额也明显低于国外，举例来看，我国童装龙头森马服饰旗下的巴拉巴拉占据了 5.6%份额，相比于美国龙头 Carter's 的 10.8%和日本龙头 Shimamura 的 9.5%仍较低。

图 14: 我国服装行业品牌集中度 (%)



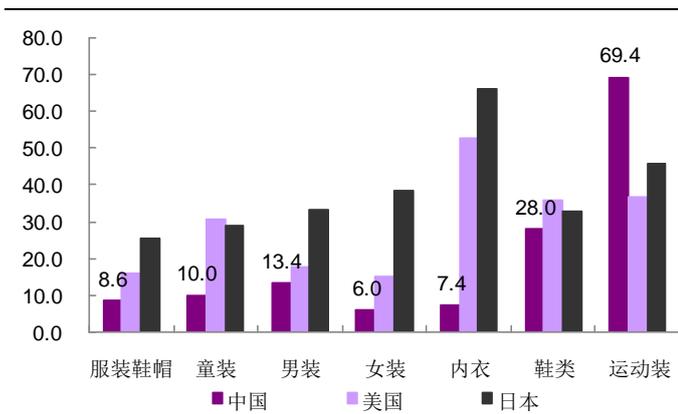
资料来源: Euromonitor

图 15: 我国服装行业公司集中度 (%)



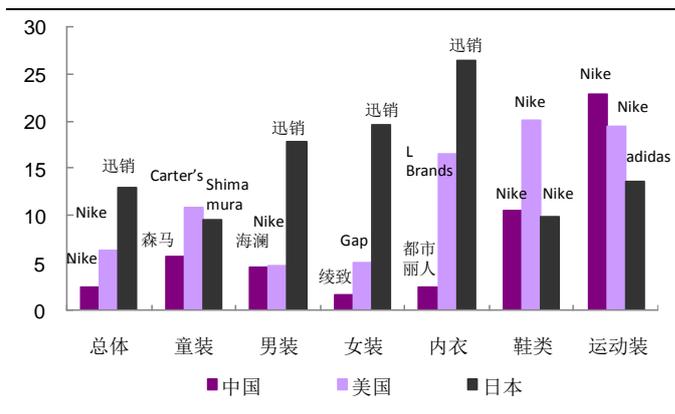
资料来源: Euromonitor

图 16: 2018 年美日中分品类公司集中度 CR5 对比 (%)



资料来源: Euromonitor

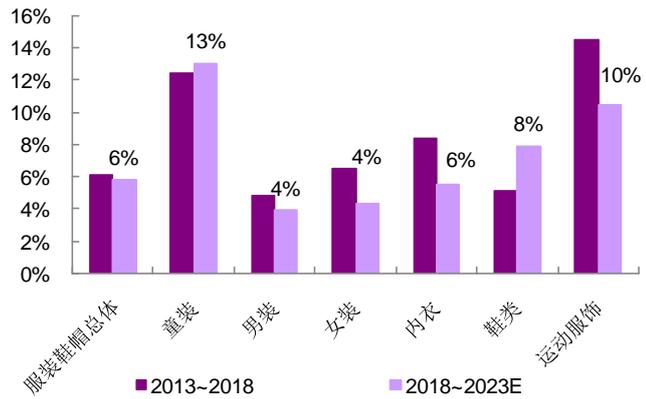
图 17: 2018 年美日中分品类龙头公司市场份额对比 (%)



资料来源: Euromonitor

另一个角度，细分品类发展阶段存在差异、增速不同。我国童装、运动服饰等子行业仍存在一定行业红利（另外，这两个品类在经济已经较为发达的美国景气度也相对较高）。根据欧睿预测，较为成熟的男装、女装、鞋类等子行业未来增速将保持稳定在中个位数水平，而童装、运动服饰则持续保持了较高的增长，18~23 年复合增速仍将在 10%以上，景气度较高。

图 18：服装行业及子行业市场规模年复合增速（%）



注：2019~2023 年行业规模为 Euromonitor 预测。

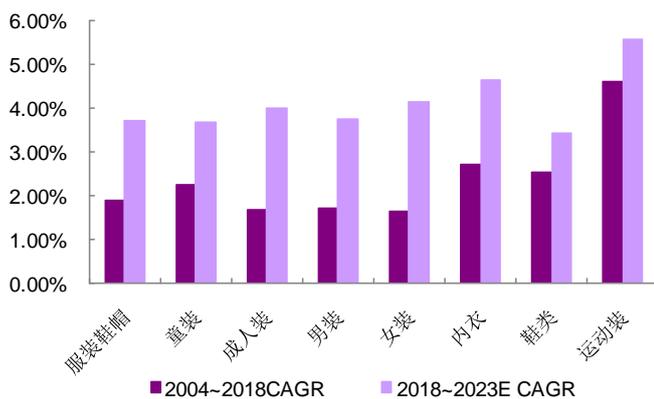
资料来源：Euromonitor

1.2.3、国际经验：美日经验显示细分品类和性价比消费存在机会

展望行业未来发展趋势，我们参考美国和日本两个相对发达、服装行业发展成熟的国家，观察其服装行业的特征，为我国提供一定借鉴。

美国经验：对比美国在近十二年“经济波动—长期增长”的长周期中服装行业的变化，我们观察到：1) 细分品类如运动服饰、童装、内衣等展现了持续的高景气，即使美国服装行业已经处于成熟期、增速较低，但这些细分品类的增速相对较高，并且在长周期中跑赢行业。2) 男装和女装品类发展相对成熟，但若分高端和大众两种定位，大众品类调整较快、恢复也较快，调整的幅度也相对高端服饰小，与其定位性价比有关，在经济悲观的充分预期下消费者会更加偏好高性价比产品、在初始冲击消化后结构性优势凸显，从而大众服饰会结构性受益（日本经验也有相似之处）。

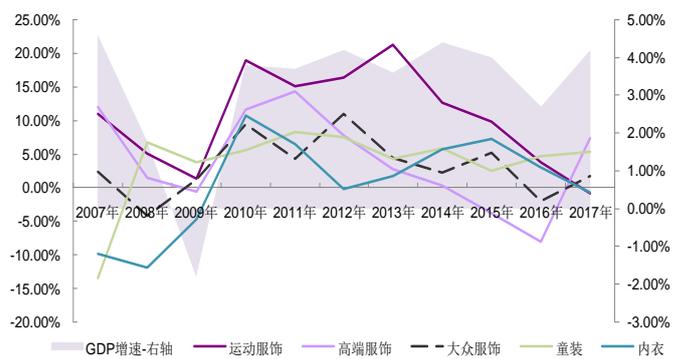
图 19：美国服装及各子行业规模复合增速（%）



注：2018~2023 年行业增速为 Euromonitor 预测。

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所计算

图 20：美国代表性公司分品类销售收入增速（%）



注：我们选取美国 24 家上市公司在美国本土市场（或者取近似的北美或美洲市场）销售收入进行统计。本图中童装和内衣走势与经济周期关联度不高且波动较大，与样本少有关（童装 2 家公司、内衣 1 家），对行业代表意义较弱。

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所测算

日本经验：借鉴日本发展经验，经济增速出现放缓并长期持续的背景下，性价比消费风潮逐步兴起，并且定位性价比、通过打造规模效应和创新经营模式的企业有望铸就长期增长的护城河（如优衣库）。

日本 20 世纪 70 年代末、80 年代初与目前中国经济及服装行业发展阶段相类似，这一时期日本经济增速放缓、居民收入已经达到较高水平，居民消费开始“分化”，消费结构开始进一步向旅游、医疗、教育等升级。观察日本服装消费趋势变化，80 年代受资产泡沫等影响奢侈品消费较为旺盛，90 年代后在经济不振背景下服装消费增长低迷，同时大众性价比消费成为主导。

另外值得注意的是，20 世纪 70-80 年代是日本经济增速放缓、消费持续升级的阶段，也是本土定位性价比的新消费品龙头密集诞生和成长的时期。1972 年全家便利店、大创生活馆、宜得利成立，1974 年 7-11 便利店成立，1980 年无印良品成立，1984 年优衣库开出第一家店。并且，所在行业增速放缓背景下，这些优质公司与其他公司的运营差距明显拉大。

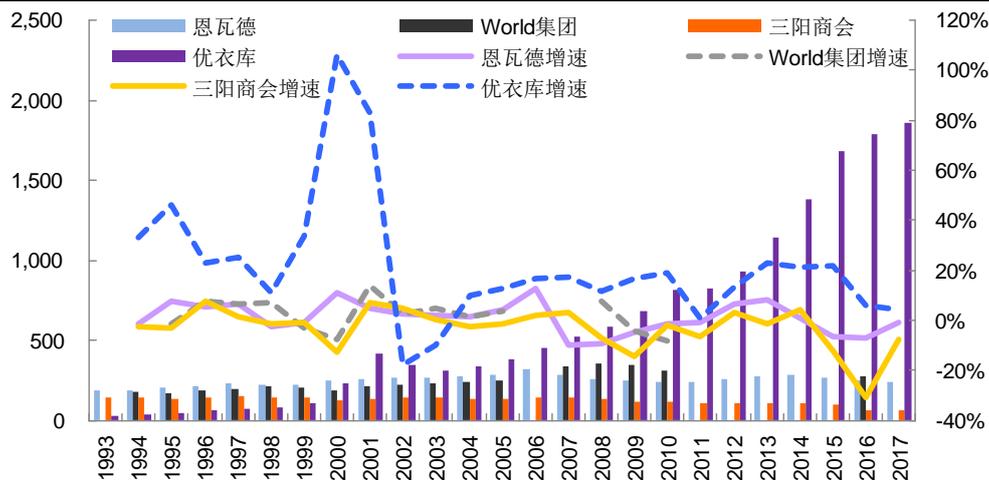
图 21：日本消费龙头主要诞生于 20 世纪 70-80 年代



资料来源：Wind，光大证券研究所

龙头崛起、跑赢行业的背后，是由消费者需求的变化和龙头公司自身的业务创新来共同作用和实现的。1) 需求方面，在经济快速增长长期居民消费升级方向相对统一，经济增速放缓后社会逐渐呈现 M 型分层，居民需求分化加剧；并且，消费者不断成熟，新一代消费者逐步成为消费主力，对商品价值与价格的判断力明显增强，对个性化产品、品牌化产品等较为偏好，对商品及服务也更为挑剔。在此背景下，消费者对于相对标准、基本款的大众日常消费品的性价比偏好逐步凸显。2) 供给方面，传统服装、家居等公司销售模式整体较为粗放，以超市&百货渠道、批发模式为主，加价倍率偏高，企业更注重快速扩张占领市场，对精细化运营不够重视，零售效率较为低下、产品价格存在虚高。70-80 年代，部分新生的品牌致力于提升供应链效率，缩短零售环节，提供更优质同时价格更低的性价比产品，更加契合消费者需求，独辟蹊径打开了市场。

图 22：20 世纪 90 年代日本传统服装龙头收入下滑、优衣库快速成长（亿元人民币，%）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

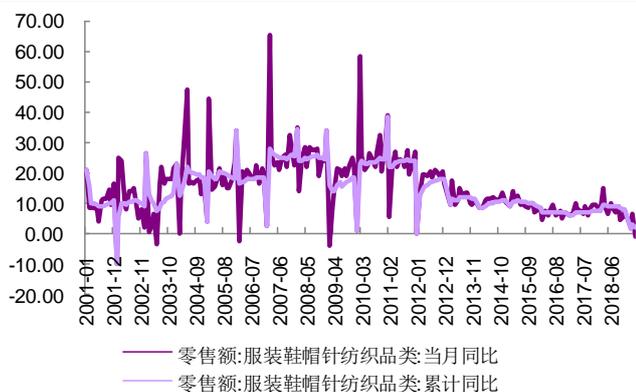
1.2.4、短期：终端需求疲软制约增长，19Q1 高基数影响消除后望环比修复

宏观经济增速呈现放缓，2018 年二季度以来我国 GDP 增速逐步放缓，19Q1 为 6.4%，增速水平为 09 年金融危机以来的历史低位，经济下行压力有所加大。2018 年二季度以来国内外经济形势变化，影响到国内零售环境。社会零售总额增速 2018 年年初以来持续放缓。

作为可选消费品类之一，品牌服饰销售端增长受宏观经济和消费环境变化影响较大。2016~18 年限额以上服装鞋帽类零售额分别同比增 7%、7.8%、8.0%。18Q2 以来社会消费品总体零售额增速下行，服装零售额亦受影响，增速波动中放缓，18 年月度服装鞋帽零售额增速在 10 月降至低点 4.7%，19 年以来增速继续放缓至 4 月的-1.1%，拖累 19 年 1~4 月累计同比增 2.2%。

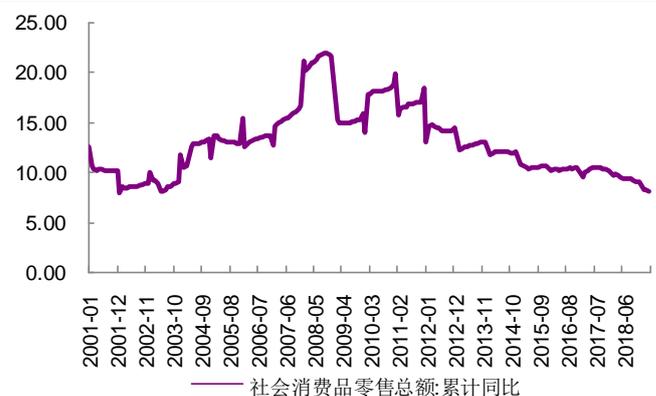
但是，服装行业在 17Q4~18Q1 传统冬装销售旺季中，叠加消费需求旺盛、冷冬及春节较晚等因素，收入增速较高、接近 20%，自 18Q2 开始收入增速放缓。19Q1 因此受到高基数影响，由于其中部分为一次性因素（天气和春节因素），19Q2 高基数效应有望减弱，行业收入端增长环比或现改善。

图 23：2001 年至 2019 年 4 月限额以上服装零售额同比增速（%）



资料来源：Wind

图 24：2001 年至 2019 年 4 月社会消费品零售总额同比增速（%）



资料来源：Wind

2、纺织制造行业：多重影响因素带来不确定性

2.1、行业业绩回顾

纺织制造行业 44 家公司 2018 年合计收入 1465.53 亿元、同比增 11.93%，2019Q1 合计收入 328.76 亿元、同比增 5.36%，2018 年以来收入增速逐季放缓；行业净利润波动较大，归母净利润合计 2018 年为 32.98 亿元、同比降 57.91%，2019Q1 为 20.93 亿元、同比增 62.05% 大幅回升。

总体来看行业 2018 年全年收入增速虽较 2017 年略提升，但各季度来看波动中放缓、18Q1 增速为高点，19Q1 收入增幅放缓至最低。作为上游行业，2018 年国内服装消费需求疲软，以及外部出口环境变化较大、中美贸易摩擦影响海外客户下单积极性，影响纺织制造行业收入端的增长。但 2018 年以来人民币汇率呈贬值，对收入、毛利率及汇兑相关损益方面有一定提振。

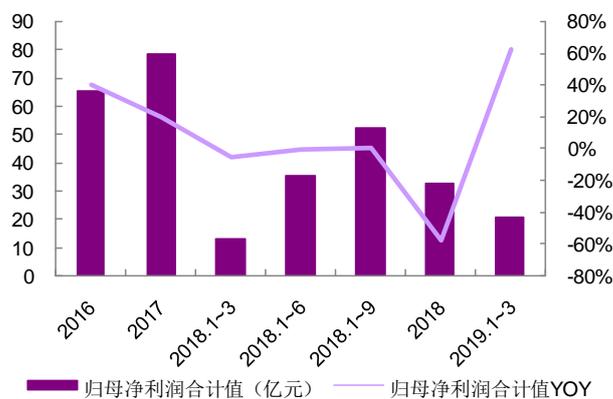
在收入增速放缓背景下，叠加 2018 年行业中部分公司（中银绒业、浔兴股份等）大额计提资产减值损失致净利润下滑幅度较大。19Q1 收入继续放缓但净利润回升幅度较大，主要为部分公司投资类收益贡献较大，如华茂股份持有股票类资产确认公允价值变动收益 4.05 亿元、致当期净利润大增 359.13%。

图 25：纺织制造行业营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 26：纺织制造行业归母净利润（亿元）及增速（%）



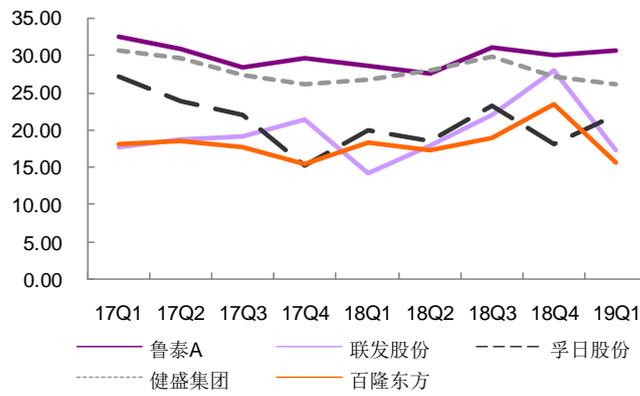
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 27：美元兑人民币汇率走势（更新至 2019/6/10）



资料来源：Wind

图 28：代表性纺织制造企业单季度毛利率走势（%）



资料来源：Wind

2.2、棉价短期承压，长期持续存在供需缺口

长期来看，我国棉花产不足需带来的供需缺口持续存在，在国储棉库存持续减少背景下、预期未来该缺口将主要由进口补足，棉花进口将持续增加，国内外棉价长期具备上行基础。

根据中国棉花协会，2018/19 年度我国棉花产量 611 万吨、消费量为 823 万吨。根据 USDA 预测，2019/20 年度我国棉花产量为 604 万吨、消费量 904 万吨，存在 300 万吨缺口。2019 年国储棉拟抛储 100 万吨，按上限计算、且假设不轮入背景下，2019 年末国储棉库存将不到 200 万吨，且质量较差，对市场棉花需求的满足作用较弱，预期供需缺口将转为主要通过进口满足，而中国加大棉花进口将明显增加全球市场上对棉花的需求，从而推动国外棉价上行。在全球棉花亦处于供给略小于需求背景下，中国的棉花供需缺口 200~300 万吨相对于全球出口 900 万吨体量将明显加大需求，从而通过内外棉联动传导至内棉、推动内棉上涨。

表 1：2019 年 6 月美国农业部棉花产销量统计及预测（单位：万吨）

2019/20 年度	产量	消费量	进口量	出口量	期末库存	产销缺口
中国	604.2	892.7	228.6	-	685.7	(288.5)
中国以外	2124.3	1834.7	745.6	987.3	996.4	289.6
全球	2728.5	2727.4	974.2	974.4	1682.1	1.1
2018/19 年度	产量	消费量	进口量	出口量	期末库存	产销缺口
中国	604.2	881.8	185.1	-	732.0	(277.6)
中国以外	1974.4	1789.9	730.0	915.1	932.9	184.5
全球	2578.6	2671.7	915.1	915.1	1664.9	(93.1)

资料来源：USDA，中国棉花网

表 2：中国棉花供求平衡表（2019 年 5 月预测，单位：万吨）

	产量	消费量	进口量	期末库存	产销缺口
2018/19 年度	611.0	823.0	200.0	794.2	(212.0)
2017/18 年度	604.7	855.0	132.4	806.2	(250.3)
2016/17 年度	493.7	800.0	111.0	924.1	(306.3)

资料来源：中国棉花协会

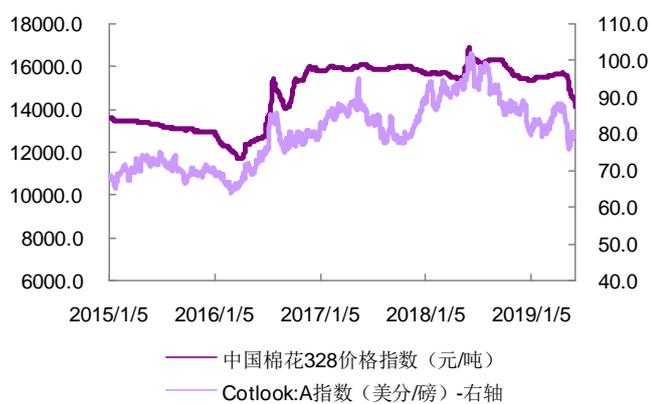
短期来看，需求不振及供给充足自 2018 年下半年以来持续对棉价形成压制，导致价格持续下行。

2018 年以来我国棉价呈先涨后跌态势。18 年 5 月中旬在长期供需缺口预期及天气刺激影响下快速上涨、6 月初达到高点，但随着中美贸易摩擦升级压制海外订单积极性、以及国内消费疲软等需求端因素影响，叠加供给端 18 年棉花丰产和国家政策层面的持续增加供给（发放 80 万吨滑准税配额），18 年三季度至今棉价持续下行。当前（2019 年 6 月 10 日）国内 328 棉花现货价格指数为 14019 元/吨、较 19 年初下降 8.78%，较 18 年 6 月初的高点下降 17.05%。

根据中国棉花协会统计，截至 2019 年 4 月底全国棉花商业库存总量约 379.49 万吨，较上月减少 36.91 万吨，同比仍高 92.15 万吨。

目前来看棉价的压制因素尚未得到解决，一方面中美贸易摩擦尚未定论，海外需求难以改善，另一方面国内需求端亦未明显好转。其中最大的变量是中美贸易摩擦，未来中美贸易谈判可能带来的影响是：若贸易谈判恶化，美方明确在加征关税范围中纳入全部纺织服装产品，可能带来美国对中国的纺服进口需求减弱，对国内棉花消费带来利空；另一方面，若贸易谈判缓和，中国可能加大自美进口棉花等农产品，并且当前作为回击中国对美国包含棉花在内的部分产品加征进口关税，若中国同意加大自美国进口棉花并且减免当前已加的关税，亦可能带来国内棉花供给的增加、从而制约内棉价格的上涨。

图 29：国内外棉花现货价格指数走势（更新至 2019/6/10）



资料来源：Wind

图 30：郑棉期货活跃合约价格走势（更新至 2019/6/10）



资料来源：Wind

2.3、出口压力较大，关注全球化布局龙头

2018 年我国纺织服装出口累计较 2016~2017 年继续好转，全年出口 2767.31 亿美元、同比增 3.66%。但 18 年二季度至今中美贸易摩擦一波三折、19 年升温，致海外品牌商下单积极性减弱，19 年 1~5 月累计出口 995.89 亿美元、同比降 2.23%。

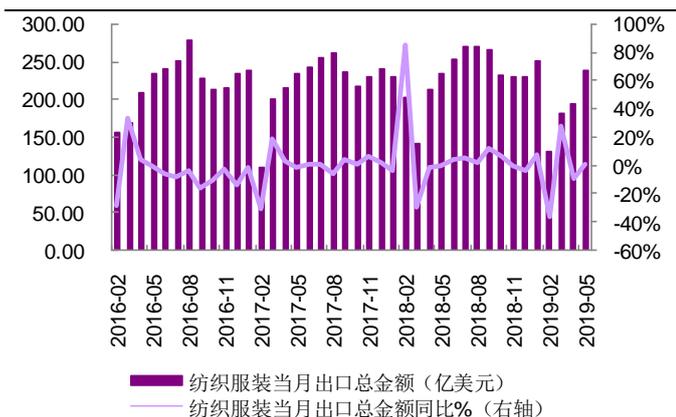
目前来看，美方已明确自 19 年 5 月 10 日对价值 2000 亿美元的中国商品关税税率自 10%上调至 25%，该部分商品中包含的纺织品数量不多。另外美方可能将对另外价值 3250 亿美元的中国商品加征 25%关税、尚未实施，包含全部纺织品和服装。

若贸易环境继续恶化，短期而言影响需求环境及中国纺织制造产业在国际的竞争力，长期将加速订单向外转移。

1) 短期来看，目前实质性加征关税对行业直接影响不大，但海外客户出于对后续贸易环境的不确定性考虑、下单积极性明显减弱，纺织服装出口企业接单已经受到较大波及。未来若加征关税继续实施、范围扩大，国内出口美国的纺织服装产品将面临关税上升、国际竞争力下降的局面。

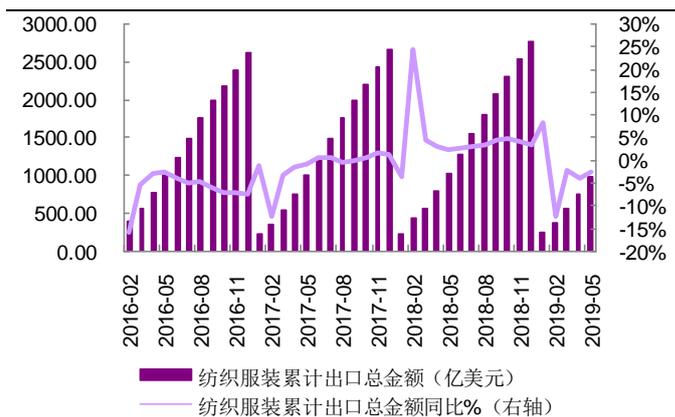
2) 长期而言，我国纺织制造行业在近年来国内人工成本等刚性上升背景下、国际竞争力已逐步减弱，东南亚等低成本地区逐步崛起，订单呈现向外转移趋势，中美贸易摩擦将加速该进程，给我国纺织制造产业带来不利影响。

图 31：我国纺织服装当月出口总额及增速



资料来源：Wind

图 32：我国纺织服装累计出口总额及增速



资料来源：Wind

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

表 3：代表纺织制造龙头企业海外产能布局情况

公司	海外产能进展
申洲国际	1) 越南面料厂附近新建一家制衣工厂，现有产能部分工人 1 万人左右、总体产能占比 13~14%，新制衣工厂 19Q2 开始分批招工、预计下半年投产，规模在 6000-7000 人； 2) 2018 年 9 月公司公告将于柬埔寨金边投资 1-1.5 亿美金建设新制衣厂，2019 年上半年开工，可容纳规模 1.5-1.8 万人，预计 2020 年年中开始陆续投产；目前柬埔寨员工 1.1 万人、产能占比在 15% 左右。
百隆东方	越南 A 区 50 万锭纱线产能已投产，目前在建 B 区 50 万锭，其中 18 年末已投产 20 万锭、其他部分于 19~20 年陆续投产，全部建成后越南产能占总体比例约为 60%。
华孚时尚	越南已投产 28 万锭纺纱产能、2 万锭染色产能，2018 年 12 月公告拟新建 50 万锭产能，预计于 19~21 年陆续投产。
健盛集团	2013 年开始在越南规划建设年产 2.5 亿双棉袜、1800 万件无缝针织运动服饰及产业链配套项目。2018 年越南棉袜产能达 1.1 亿双，2019 年计划产能达 1.5 亿双。
鲁泰 A	缅甸、柬埔寨已投产衬衫产能各 300/600 万件；越南已投产 3000 万米色织布、13.6 万锭纺纱产能，在建 4000 万米色织布、300 万件衬衫、14.4 万锭纺纱及气流纺 3000 头项目预计 19 年下半年开始陆续投产。
联发股份	目前在柬埔寨拥有 2 家制衣子公司。2019 年 5 月公告拟于印尼建设 6600 万米梭织服装面料项目，包含 3600 万米色织布、3000 万米印染布，预计建设期 2019 年 10 月~2022 年 2 月，分两期实施。
天虹纺织	海外生产基地主要包括越南、柬埔寨、尼加拉瓜，其中 2018 年越南产能 138 万锭、占比 39% 左右。2019 年重点发展越南和尼加拉瓜的梭织染色面料产能、补充建设纺纱及织布产能，计划形成纺纱、织布、染整垂直整合的梭织染色面料生产基地，生产销售每年超过 1.8 亿米梭织染色面料。另外将在土耳其收购并建设约 8 万锭。

资料来源：公司公告

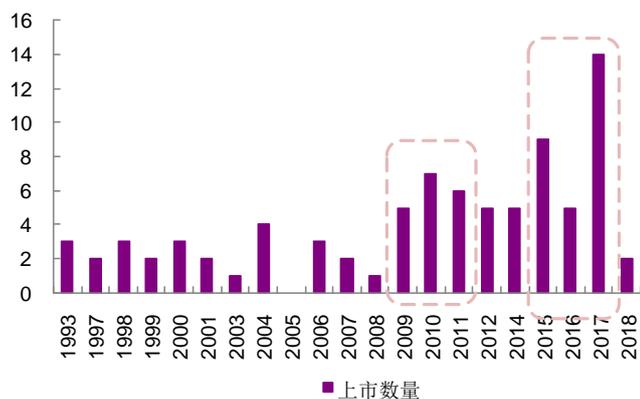
3、纺织服装行业近十年行情复盘:行业红利减弱,龙头溢价凸显

3.1、板块概览

按 2019 年最新统计,行业内上市公司 84 家,其中上游纺织制造、下游品牌服饰、其他各有 44 家、38 家、2 家。其中目前市值最大的几家公司海澜之家、森马服饰、南极电商分别于 2014 年、2009 年、2015 年上市(海澜之家和南极电商通过借壳完成)。

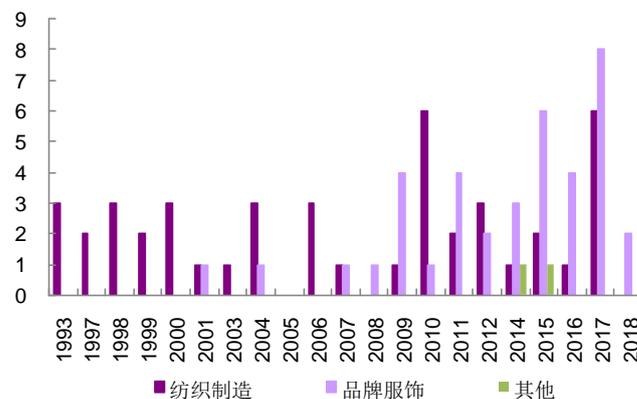
2008 年之前,纺织服装行业上市公司中多为上游纺织制造企业,2008 年以来在服装行业消费高景气背景下,品牌服饰类上市公司明显增加。在行业高增长、盈利能力高、进入门槛相对较低的背景下,新进入者纷纷布局,并且有越来越多的企业选择上市、募集资金加速扩张。

图 33: 纺织服装行业各年度上市公司数量(家)



资料来源: Wind

图 34: 纺织服装行业分上下游各年度上市公司数量(家)



注: 其他包含南极电商和跨境通。资料来源: Wind

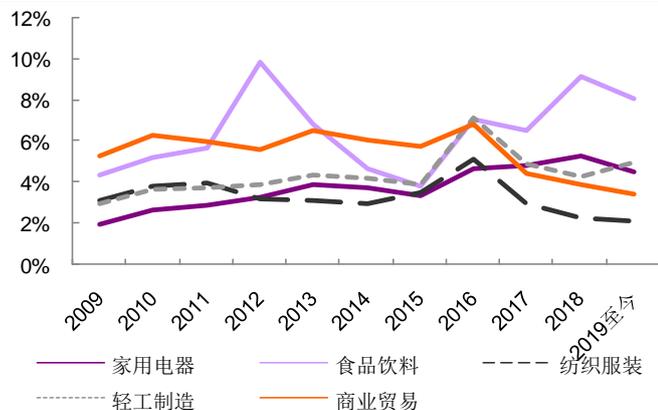
2018 年行业上市公司平均收入 35.73 亿元、归母净利润 1.83 亿元。从行业上市公司分布来看,大部分公司收入体量未超过 20 亿元,收入超过 100 亿的公司仅 7 家;归母净利润大部分位于 0~5 亿之间。

因此,纺织服装行业的上市公司特征可以概括为: 1) 单个体量较小。2) 品牌服饰大市值公司上市较晚,在行业景气度较高的 09~11 年市值曾超过 200 亿的 A 股公司仅有森马服饰、美邦服饰等。3) 2015~2017 年 A 股公司上市数量增加较多,在当前时点,加上港股已上市公司(如运动服饰龙头安踏、李宁,男装代表公司利郎、GXG 等),目前品牌服饰行业各细分品类的龙头已经基本实现了上市。

从纺织服装行业成交额在全市场中占比来看,09 年纺织服装行业成交额占全 A 股比例为 3.11%,之后稳步提升至 11 年的高点 3.98%;随后,在行业调整阶段占比下降至 14 年的 2.93%,但 15~16 年在转型炒作事件频繁的驱动下一举提升至 16 年的 5.17%,之后再次持续下降,目前占比为 2.10%,为历史低点。

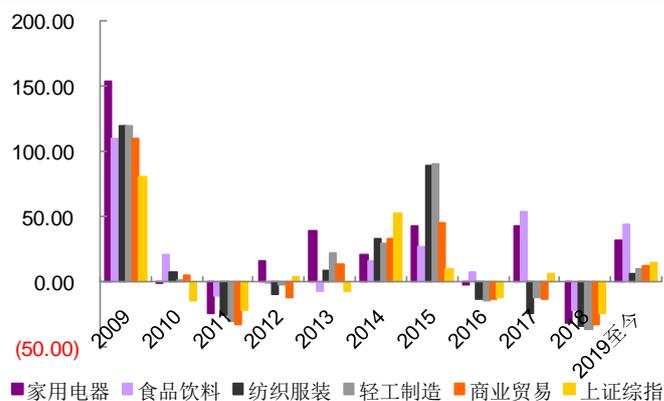
相比于其他典型消费行业，纺织服装行业具有行业总市值小、行业集中度低、龙头体量较小的特征，与食品饮料、家电行业表现迥异，与商贸、轻工行业走势有一定相似。

图 35: 代表消费行业成交额占全 A 股比例 (%)，更新至 2019/6/10



资料来源: Wind

图 36: 代表消费行业年涨跌幅比较 (%)，更新至 2019/6/10

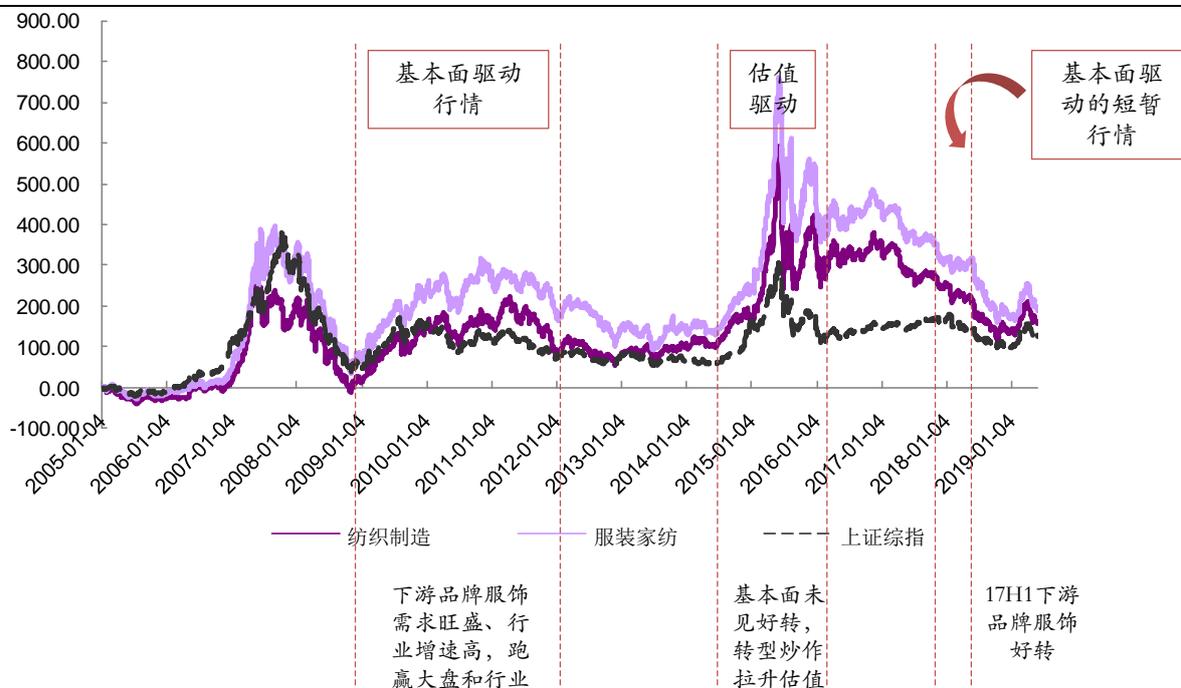


资料来源: Wind

3.2、行情与估值复盘

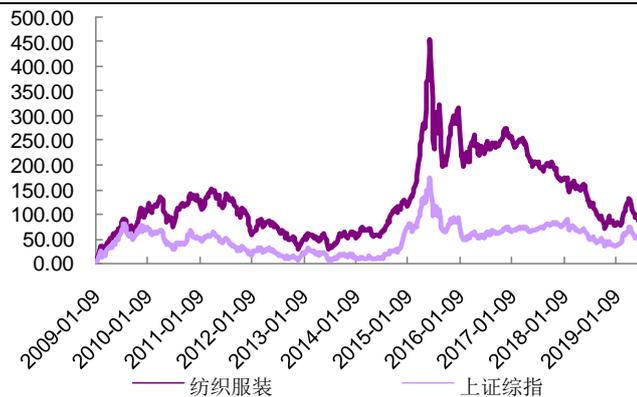
回顾 09 年以来十年的纺织服装行业行情表现，行情走势可以概括为几个阶段：

图 37: 纺织服装行业上下游与大盘累计涨跌幅走势 (%)



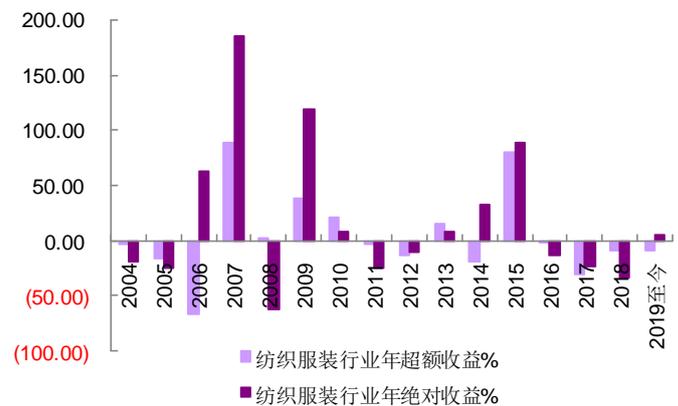
资料来源: Wind

图 38: 纺织服装和大盘累计涨跌幅走势(%, 更新至 2019/6/10)



资料来源: Wind

图 39: 纺织服装行业年收益走势(%, 更新至 2019/6/10)



资料来源: Wind

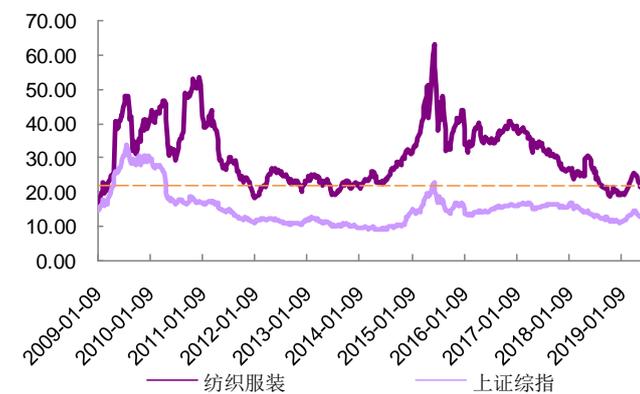
1) 2009~2011 年, 行业行情跑赢大盘(上证综指, 下同), 3 年中纺织服装板块、上游纺织制造、下游服装家纺分别累计上涨 75%、70%、80%, 分别跑赢大盘 55PCT、49PCT、59PCT, 其中以下游服装家纺板块表现更为突出。在此阶段, 品牌服饰行业高景气、需求旺盛、行业增速较高(统计局限额以上服装零售额增速在 20%左右), 服装家纺板块基本面业绩表现突出、同时公司上市数量明显增加、市场关注度高。与此对应的是该时期行业估值较高, PE-TTM 在 20~50 倍之间。

2) 2012~2014 年, 行业持续跑输大盘。其中品牌服饰行业前期粗放增长积累问题爆发(库存积压、价格虚高、渠道变迁等), 品牌类上市公司业绩增长停滞、进入调整期, 行业总体增速逐步放缓, 下游需求走弱反馈到上游、纺织制造板块收入增长亦放缓。该时期纺织服装行业总体估值下调至 20~30 倍左右。

3) 2015 年, 行业大幅跑赢大盘。行业上下游基本面未见明显改善, 但牛市中炒作情绪升温, 结合行业具有公司市值小的特点同时下游品牌的零售属性赋予了相对较好的现金流, 转型并购频繁出现、拉高估值, 但基本面表现不温不火、未有明显改善。2015 年全年纺织服装板块上涨 89%、跑赢大盘 80PCT, 行业估值一度超过 60 倍。

4) 2016 年至今, 行业总体跑输大盘、18Q1 短暂跑赢。2016 年后行业处于消化前期估值泡沫阶段、且基本面未有明显好转; 2017 年可选消费旺盛, 且品牌服饰行业经过多年调整, 前期困扰行业的库存、渠道变迁、价格虚高问题得到解决、出现复苏, 业绩好转在 17 年中期得到较为集中的反映, 慢于其他行业(白酒、家电等), 行情启动时点在消费行业中靠后, 促使板块 18Q1 跑赢大盘。但随着 2018Q2 以来终端消费持续疲软影响需求, 行业业绩端增长也出现放缓, 总体跑输大盘。该时期行业估值呈现回调大趋势, 目前纺织服装行业 PE 为 21 倍, 已经基本回到 2015 年之前的较低水平。

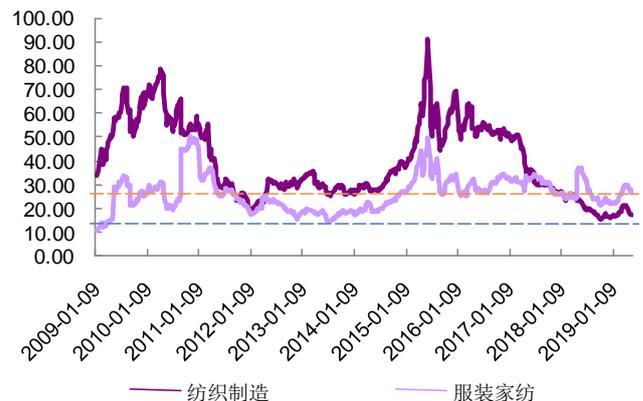
图 40: 纺织服装行业与大盘估值 (PE-TTM, 更新至 2019/6/10)



注: 虚线为当前估值水平。下同。

资料来源: Wind

图 41: 纺织服装分上下游板块估值 (PE-TTM, 更新至 2019/6/10)



资料来源: Wind

行业估值方面, 1) 当前时点纺织服装行业、上游纺织制造、下游服装家纺估值各为 21 倍、17 倍、26 倍, 09 年至今估值中枢分别为 20~38 倍、18~51 倍、19~34 倍。当前估值处于历史偏低水平。2) 过去十年内, 除品牌服饰龙头公司在 09~11 年行业景气期估值明显超越行业外, 上下游龙头公司估值均未高于行业, 未获得明显估值溢价, 与龙头公司尚未形成明显竞争力、业绩增长的稳健性欠佳有关。

3.3、行情驱动力分析

概括而言, 近十年内行业明显跑赢大盘的阶段有三个: 2009~2011 年、2015 年、2018Q1, 但各阶段背后驱动力不同, 2015 年为转型炒作带动, 其余 2 个阶段则主要受到基本面驱动。具体分析如下:

➤ 09~11 年: 基本面支撑, 外延开店和内生提价共促增长

从行业经营层面, 经过 2008 年金融危机, 09~11 年经济恢复和消费繁荣给国内服装行业增长带来了有力的支撑, 该阶段服装行业增速在 20% 左右的较高水平。

在此期间, 国内消费者对服装消费的品牌意识开始觉醒, 但对品牌的认知多停留在传统实体店渠道以及广告宣传等方面, 信息不对称比较严重, 传统品牌凭借渠道稀缺性优势快速跑马圈地, 开店与提价共促业绩快速增长 (但过度依赖该增长方式、发展偏粗放, 埋下隐患)。上游纺织制造行业受益于国内外需求的复苏, 业绩表现也较为突出。

2009~2011 年业内公司开店积极性较高, 以七匹狼为例, 外延开店对收入的增长贡献基本在一半左右; 而行业的内生性增长则主要为提价贡献, 且提价幅度不断上升, 尤其到 2011 年提价幅度最为明显, 森马服饰、七匹狼、罗莱生活等多家公司当年每年提价幅度在 5~20% 不等。到 2011 年底服装价格虚高问题已经比较严重, 服装价格的提升幅度明显超过居民收入增速, 而造成“服装价格畸高”的消费印象。

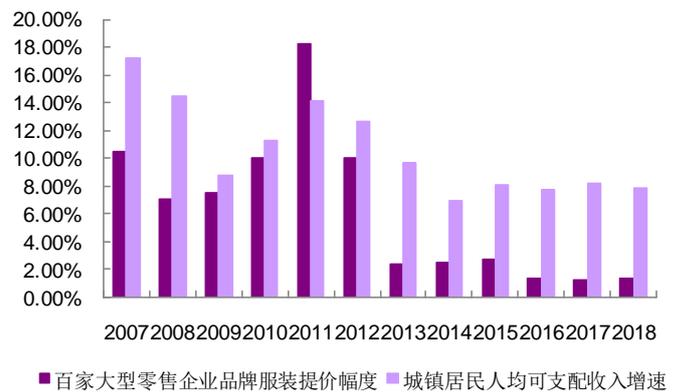
图 42：男装代表公司七匹狼收入增长拆分（%）



注：同店增长为根据收入增长和渠道数量增速进行简单推算，下同。

资料来源：公司年报，光大证券研究所统计

图 43：品牌服饰提价幅度与居民收入增速比较（%）



注：2013年之后由于数据不可得，采用统计局服装CPI增幅代替。

资料来源：中华商业信息网、Wind，光大证券研究所

➤ 15年：转型炒作拉升估值，基本面未见好转

相比于09~11年业绩和估值双重抬升驱动行情，15年行业基本面未见明显改善，板块行情主要来自于估值提升而非业绩（见下图）。在此期间，品牌服饰行业仍处于调整期，纺织制造行业增速相比之前变化不大，上下游收入和净利润的增速抬升表现不明显。但同时，多家公司拓展第二主业、开展并购转型等，抬高估值、带来一波行情。

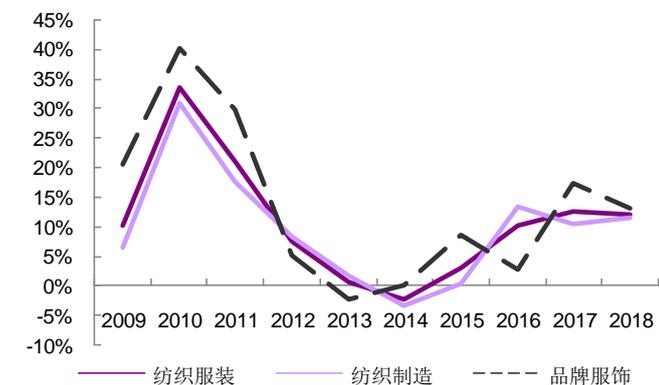
➤ 18Q1：品牌服饰复苏带来短暂行情

2017年中期时点，品牌服饰行业各项业绩数据出现明显改善，包括收入增速以及净利率等经营指标等，我们认为行业整体数据的改善主要由于前期调整期遇到的三大问题（库存积压、终端价格虚高、渠道变迁）均已出现较大改善和消化，对行业的增长制约影响已经基本消除，行业逐步回归良性增长。

具体来看，1) 存货消化方面，存货周转2012~2016年持续放缓、2017~2018年加快、现好转。业内公司积极推进精细化、信息化运营，提高存货周转和消化效率；2) 服装产品终端价格方面，2011年价格虚高问题出现、2012年行业进入调整期以来，服饰产品吊牌价格基本持平，随着居民收入水平的稳步提升该问题已逐步缓解；3) 渠道结构方面，经过几年拓展，线下龙头在电商和购物中心新兴渠道占比持续提升（如太平鸟电商和购物中心零售额合计占比2018年已达51%，森马服饰、海澜之家等龙头亦重点拓展线下的购物中心渠道、总渠道中占比已经达到一定水平），传统品牌已逐步在新渠道确立竞争优势，渠道布局更为均衡和健康。

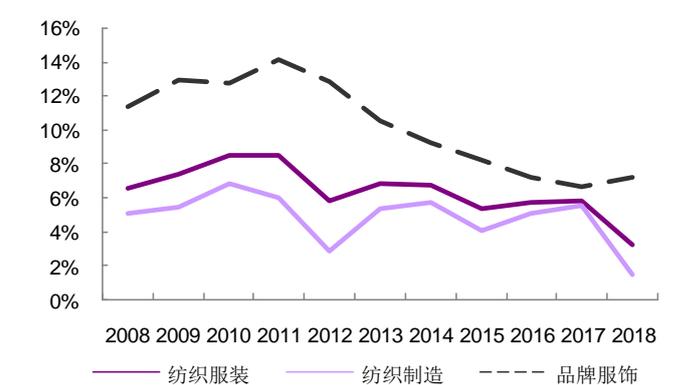
2017年中期品牌服饰行业出现复苏（其中各细分品类回暖节奏不一，收入体量较大的龙头公司海澜之家、太平鸟等在17Q4收入回升），业绩好转传导到股价有所滞后，到2018Q1才开始反应，2018Q2以来消费环境持续疲软、干扰了行业复苏进程、基本面表现低迷，这轮行情因此较为短暂、未能持续。而上游纺织制造则未有体现。

图 44: 纺织服装行业及上下游合计营业收入同比增速 (%)



注：我们统计上市较早、09 年至今持续有数据的 49 家纺织制造和品牌服饰类上市公司样本进行计算。
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

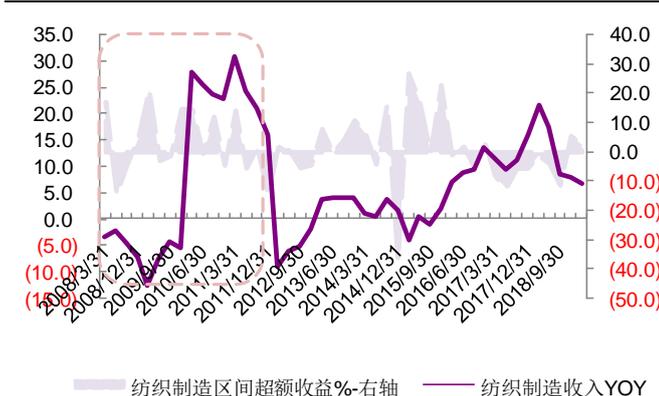
图 45: 纺织服装行业及上下游合计归母净利率走势 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

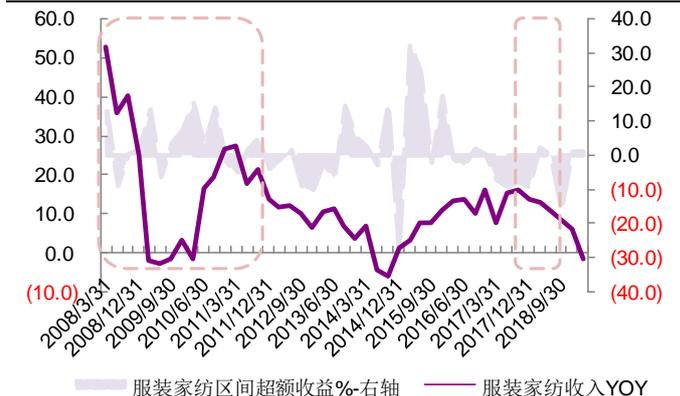
行情启动跟业绩表现的关系

图 46: 纺织制造板块营业收入增速与超额收益对比 (%)



资料来源：Wind

图 47: 服装家纺板块营业收入增速与超额收益对比 (%)



资料来源：Wind

纺织服装行业由基本面驱动的行情有特点，其启动时点是提前还是滞后、有无规律可循？我们分析 09-11 年、18Q1 这 2 个由业绩驱动行情的阶段：

1) 09~11 年的行情启动较为提前：09~11 年的行情主要为国内服装消费需求旺盛、对未来预期乐观贡献，行情启动早于行业业绩好转。业绩方面，2008 年金融危机后，原本收入增速较高的下游服装家纺受到冲击，09 年短暂调整一年、收入略下滑，2010 年恢复较高增长、并节节攀升，在 11Q1 收入增速达到高点 27%。内销需求旺盛促上游纺织制造业业绩走势也在 2010 年开始明显回暖。

2) 18Q1 出现的短暂行情、是对 17H1 品牌服饰行业复苏的滞后反应：17 年二季度品牌服饰行业大部分公司收入端已经呈现好转（但细分品类复苏节奏不一），纺织制造行业在海外需求有所好转背景下收入端也有回升。但股价反应较为滞后，在 17Q4 部分龙头海澜之家、太平鸟等收入端增速提升后，行情才开始启动。

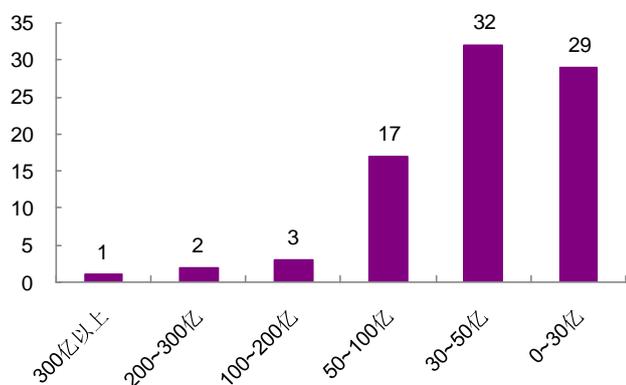
总结来看：

1) 行业行情启动时点与基本面表现暂无明显规律。目前两段基本面带来的行情启动时点，一为提前、一为滞后。

2) 服装行业发展相对成熟，景气度、集中度弱于其他行业，横向与其他消费行业比，纺织服装行业大市值公司较少、细分品类多、龙头体量亦不大，18年下半年业绩好转带来的行情启动，晚于食品饮料、家电等市值较大、龙头格局明确的行业。

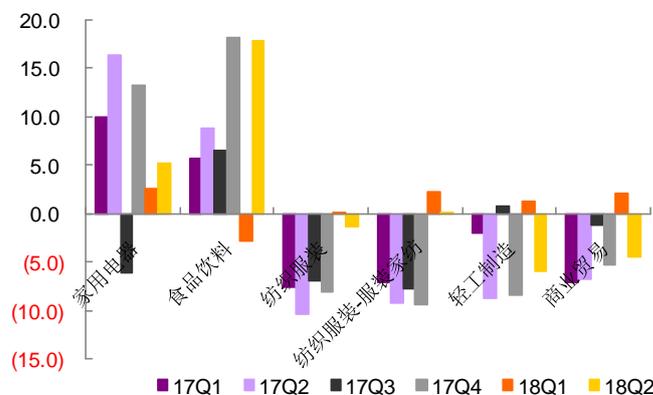
3) 龙头对行情的带动作用较强。在下游品牌服饰龙头公司海澜之家等17Q4收入增速明显回升后，行情才开始启动。

图 48：纺织服装行业公司按市值大小统计（家，更新至2019/6/10）



资料来源：Wind

图 49：代表消费一级行业 17Q1~18Q1 季度超额收益比较 (%)



资料来源：Wind

3.4、公司特征：行业红利减弱，龙头溢价凸显

➤ 在各个行情阶段，龙头股价是否能够跑赢行业？分析如下：

1) 09~11 年行业高景气阶段，龙头未跑赢行业，为行业整体性机会

举例来看，在此期间涨幅最高的公司为中高端男装公司七匹狼（累计涨幅 242%），但收入和市值体量均为最大的际华集团（纺织制造）和美邦服饰（品牌服饰）、森马服饰（品牌服饰）累计涨跌幅为-44%、48%、-39%，未能跑赢纺织服装行业指数累计 75% 的收益率。

按年划分，09~11 年每年涨幅居前的公司变化较大，涨幅持续领先的公司数量较少，3 年中 2 年进入前十的仅为华孚时尚（09 年借壳上市）、罗莱生活（09 年上市后业绩持续高增长，促 10~11 年涨幅持续较高）、报喜鸟、凤竹纺织、中银绒业。并且在此阶段，涨幅前十名中大市值公司不多，最大市值的品牌服饰公司美邦服饰仅在 10 年进入前十。

2) 12~15 年，龙头股价表现未跑赢行业

此阶段，行业基本面持续调整、业绩表现低迷、投资缺乏主线，15 年转型炒作升温。在此背景下，一方面龙头并未跑赢行业、涨幅居前的几乎全部为小市值公司，另一方面由于行情驱动力偏短期、有持续行情的公司较少。

3) 16 年至今，估值泡沫消化后，龙头公司跑赢行业

此阶段，海澜之家、森马服饰、华孚时尚、南极电商分别累计涨-28%、-7%、-4%、59%，较纺织服装行业跌幅 54% 明显跑赢。其中，18Q1 这一轮品牌服饰行业基本面复苏带来的行情中，龙头海澜之家、森马服饰、罗莱生活、富安娜分别涨 18%、31%、2%、7%，较纺织服装行业的-4%跑赢。

按年划分来看，16 年至今各年度涨幅居前的公司中大市值公司有所增加，如森马服饰、南极电商、华孚时尚为常客，另外，开润股份、比音勒芬依靠业绩持续高增长多次涨幅居前。

表 4：各年度涨幅前十名上市公司（更新至 2019/6/10）

涨幅排名	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019至今	2016年至今
1	航民股份	*ST中绒	富安娜	*ST中绒	申达股份	际华集团	三夫户外	中潜股份	万里马	爱婴室	三夫户外	开润股份
2	华孚时尚	罗莱生活	九牧王	航民股份	嘉麟杰	百圆裤业	红豆股份	哈森股份	振静股份	柏堡龙	兴业科技	比音勒芬
3	*ST中绒	探路者	七匹狼	摩登大道	龙头股份	浔兴股份	多喜爱	*ST中绒	开润股份	森马服饰	*ST中绒	中潜股份
4	凤竹纺织	美邦服饰	探路者	探路者	鲁泰A	*ST步森	华斯股份	开润股份	牧高笛	日播时尚	申达股份	万里马
5	报喜鸟	华孚时尚	罗莱生活	华纺股份	棒杰股份	华升股份	金发拉比	天创时尚	拉夏贝尔	百隆东方	华茂股份	南极电商
6	如意集团	浔兴股份	梦洁股份	嘉欣丝绸	旷达科技	华纺股份	跨境通	嘉麟杰	起步股份	天创时尚	比音勒芬	爱婴室
7	华纺股份	七匹狼	凤竹纺织	美尔雅	联发股份	华茂股份	朗姿股份	比音勒芬	台华新材	九牧王	华孚时尚	牧高笛
8	孚日股份	报喜鸟	华茂股份	龙头股份	华斯股份	江苏阳光	三毛派神	健盛集团	诺邦股份	比音勒芬	南极电商	振静股份
9	三房巷	三毛派神	*ST中绒	百圆裤业	跨境通	旷达科技	健盛集团	浔兴股份	富安娜	三房巷	华纺股份	华孚时尚
10	新野纺织	如意集团	鲁泰A	欣龙控股	森马服饰	浪莎股份	龙头股份	浪莎股份	华孚时尚	南极电商	罗莱生活	森马服饰

注：跨境通于 2015 年借壳上市、原名为百圆裤业；南极电商于 2015 年借壳上市，原名为新民科技。

浅紫色底色表示当年年末市值超过 100 亿元（定义为市值较大的公司）。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

➤ 考察长周期收益率表现，分 2 个区间进行分析：

1) 09 年至今的十年间，跑赢行业和大盘的公司以上游纺织制造居多，下游品牌服饰数量较少（见附录表 13）。究其原因，过去十年间品牌服饰行业变化较大，经历了粗放成长—调整—复苏几个阶段，龙头公司在发展早期并未树立核心竞争力，业绩增长持续性较弱，未能在长周期内获得超额收益。

2) 由于部分品牌服饰公司上市较晚，以及为了消除 15 年牛市抬高估值的影响，我们统计 16 年至今公司的收益率（见表 4 最后一列），发现凭借业绩持续增长而获得超额收益的品牌服饰公司有所增加。累计涨跌幅前十名中，南极电商、森马服饰均为业绩持续靓丽的细分领域的龙头公司，开润股份、比音勒芬亦持续有高业绩增长支撑。这些公司持续较好的业绩增长在较长的时间内展现了自己的稳定收益能力。

另外，从估值水平看，2016 年以来涨幅居前的上市公司，扣除部分新股和业绩波动的标的之外，开润股份、比音勒芬、南极电商、森马服饰在市值和业绩持续高增长方面表现突出，亦有较为明显的行业地位优势或者细分定位及独特业务模式，相应获得了比传统品牌更高的估值水平。

图 50：2016 年以来涨幅排名前十公司业绩和估值情况（更新至 2019/6/10）

代码	公司	市值 (亿元)	2018年收入 (亿元)	近3年收入 复合增 速%	2018年归 母净利润 (亿元)	近3年归母 净利润复 合增速%	2018年归 母净利 率%	PE-ttm
300577.SZ	开润股份	66	20.48	61%	1.74	38%	8%	36
002832.SZ	比音勒芬	82	14.76	25%	2.92	33%	20%	24
300526.SZ	中潜股份	24	4.01	3%	0.23	-19%	6%	144
300591.SZ	万里马	19	6.93	6%	0.38	6%	5%	48
002127.SZ	南极电商	243	33.53	105%	8.86	73%	26%	26
603214.SH	爱婴室	35	21.35	15%	1.20	26%	6%	28
603908.SH	牧高笛	16	5.51	7%	0.41	-9%	7%	48
603477.SH	振静股份	18	6.19	4%	0.59	14%	10%	31
002042.SZ	华孚时尚	111	143.07	28%	7.52	31%	5%	16
002563.SZ	森马服饰	278	157.19	18%	16.94	8%	11%	16

资料来源：Wind

➤ 总结来看：

1) 龙头公司未在行业高景气成长期和调整期跑赢行业，但随着 2017 年行业结束调整、恢复合理增长，行业趋于精细化运营，龙头优势凸显、开始跑赢行业。究其原因，在行业快速发展的红利期，公司更加注重市场份额抢占、尚未形成护城河，抗风险能力较弱，在随后的行业调整期，外部经营环境的变化促使优胜劣汰加剧、品牌更迭较快。随着调整期结束，龙头公司积极提升内在经营能力、竞争优势和规模效应逐步凸显，行业地位和业绩增长的稳健性更为突出，从而能够持续跑赢行业。

2) 对涨幅居前（尤其是 16 年至今）的品牌服饰公司特点进行总结归纳：定位的业务领域具有较高的景气度，或者行业增速较高、或者竞争还不充分存在抢占份额的机会。如童装、运动服饰（包含运动休闲风格）在全部服装品类中生命周期靠前、景气度较高、行业增速高于总体，森马服饰较早切入童装领域、比音勒芬较早切入运动休闲（以及近年来业绩高增长的 FILA），通过定位细分市场并抢占优势地位，可以享受这些细分品类成长的行业性红利。南极电商和开润股份虽然并非品牌服饰公司，但其具有独特的业务模式，且符合新一代消费趋势（如南极电商和开润股份均突出了性价比这一定位，并且具有互联网思维、对新兴的电商渠道理解和利用较为充分）。

另一方面，公司的经营能力较强，在精准切入细分市场后能够顺利执行既定战略、持续把握销售机会，并根据市场变化不断对战略进行升级调整，从而实现稳定且持续的业绩增长。举例而言，森马服饰积极调整渠道结构，布局新兴渠道购物中心、线上和奥莱店，以及不断强化童装产品品质和购物体验；比音勒芬在传统高尔夫服饰基础上，推出旅游亲子装布局新兴市场等。

4、投资建议与推荐公司

4.1、投资建议

4.1.1、品牌服饰行业

品牌服饰行业继 2012~2016 年调整、2017~2018Q1 回暖之后，18 年以来受终端需求疲软影响较大，18Q1 为单季度增速高点，18Q2 以来收入增速波动中放缓、19Q1 增速降至低点，导致 18 年收入增速低于 17 年，同时净利呈现下滑、19Q1 降幅略收窄。

从短期行业基本面的影响因素来看，多重影响存在：

1) 18Q2 以来终端消费持续疲软，不仅是服装行业，其他消费（尤其可选消费）增速亦出现放缓。宏观经济下行预期、消费大环境的景气度减弱持续影响服装行业的终端销售，该因素暂时未见明显改善，短期行业增长的压制因素仍存。但另一方面，从去年年末国家陆续出台多个减税降费政策而言，鼓励消费的大方向可以预见，在宏观经济平稳运行背景下，期待消费端实现传导。

2) 19 年一季度存在一次性高基数因素（19 年春节早于 18 年从而减少了节前销售旺季时间、18 年存在冷冬利好等），高基数因素在 19 年 1~2 月体现较为明显、当期服装行业零售增速放缓至低点 1.8%，3 月高基数影响逐步消除、服装行业零售增速亦回升到 6.6%（一季度累计增长 3.3%）、4 月受需求仍不佳影响、五一节日错位影响等同比下滑 1.1%，月度之间存在波动。全年来看 19Q2 开始行业增速在基数效应减弱下有望实现逐步修复。

中长期来看，我国服装行业发展空间大，较发达国家在人均消费水平、集中度等方面仍存在较大提升空间，服装消费品牌化晚于发达国家、仍在推进。借鉴国外服装巨头经验（大众品类 INDITEX、迅销，高端品类 LVMH 等公司）以及发达国家的各品类龙头份额情况，服装领域作为基础性消费、有诞生巨头的空间和机会，我国企业可看到的成长空间和潜力巨大。

品类和标的选择思路方面，可以借鉴发达国家美国和日本长周期服装行业发展特征。美国经验显示长周期内部分品类如童装、运动服饰具有持续较高的景气度，大众服饰则波动相对较小，高端服饰个体与行业关联度较小、更看重个体公司经营能力；日本经验显示经济持续下行周期中，部分定位性价比、满足消费者更加细分/极致需求的业务模式创新型龙头有望做大，并且可明显跑赢宏观经济和行业，如优衣库等。

结合我国不同子行业的景气度差异、借鉴国外优质龙头公司的成长路径，推荐两条投资主线：1) 细分子行业仍存一定行业红利的，包括景气度持续较高的童装、运动服饰子行业，标的包括**森马服饰**（童装行业景气度高、处于生命周期前端，龙头优势稳固）、**安踏体育**（运动服饰行业景气度高，多品牌培育能力得到验证）、**比音勒芬**（定位运动时尚品类具有赛道优势，外延开店、内生同店共促增速较高）；2) 行业增速放缓、但空间较大，可以凭借性价比优势、规模效应和精细化管理能力不断壮大、跑赢行业的大众服饰龙头**海澜之家**（男装龙头地位强、定位性价比优势突出），**开润股份**（研

发能力较强打造高性价比极致单品、互联网基因深厚、业务模式创新的箱包龙头)。

另外，虽然高端女装、家纺品类在国际经验中表现不突出，但我们认为个体经营能力对公司成功与否影响较大。建议关注高端女装中质地优秀、多品牌战略稳步推进不断做大的标的**歌力思、地素时尚**；基于一二线城市地产回暖，地产后周期相关的家纺龙头有望得到一定增量利好，建议关注市占率第一的家纺龙头**罗莱生活**。

4.1.2、纺织制造行业

18年行业外部影响因素错综复杂，18Q2开始中美贸易摩擦逐步升温、影响国外客户下单积极性，同时叠加国内消费亦出现疲软，纺织制造行业收入端增速随之放缓。而同时，汇率贬值增厚行业收入、以及提升毛利率等多个指标，在净利润端带来一定利好。19年一季度，行业仍然表现出收入增速放缓、净利率提升的状态，其中投资类收益增加对净利润贡献较大、持续性较低。

短期来看，仍需继续关注中美贸易摩擦进展和汇率走向，外部不确定性暂未消除。截至目前美国将2000亿美元中国出口美国产品加征25%关税、目前覆盖纺织服装类产品范围较小，但若贸易摩擦进一步升级、关税加征范围扩大至全部出口美国的5000多亿美元产品，纺织服装产品将受到较大影响。

分析贸易摩擦对行业的影响，短期而言影响需求环境及中国纺织制造产业在国际的竞争力，长期将加速订单向外转移。1)短期来看，在目前实质性加征关税对行业直接影响不大的背景下，海外客户出于对后续贸易环境的不确定性考虑、下单积极性明显减弱，纺织服装出口企业接单已经受到较大波及。未来若加征关税继续实施、范围扩大，国内出口美国的纺织服装产品将面临关税上升、国际竞争力下降的局面。2)长期而言，我国纺织制造行业在近年来国内人工成本等刚性上升背景下、国际竞争力已逐步减弱，东南亚等低成本地区逐步崛起，订单呈现向外转移趋势，中美贸易摩擦将加速该进程，给我国纺织制造产业带来不利影响。

从业内公司角度，纺织制造行业充分竞争、参与者众多、平均规模小，龙头份额不高。行业长期向外转移趋势以及短期不确定性的加大，将促使行业优胜劣汰加剧。国内纺织制造产能受到上述贸易摩擦的不利影响，但部分龙头公司已率先开展全球化产能布局，向东南亚等低成本地区转移，如针织龙头申洲国际，纱线龙头天虹纺织，色织龙头鲁泰、联发，色纺龙头百隆东方、华孚时尚，棉袜龙头健盛集团等，这些拥有海外产能的纺织制造企业具有相对优势，可通过订单转移来适当缓解美方加征关税影响。龙头企业的规模效应、全球化布局、议价能力高等优势将使其跑赢同业，有利于竞争力和份额的持续提升，促使行业集中度提升、强者恒强。我们建议持续关注**申洲国际**等纺织制造龙头优势明确的公司。

4.2、推荐公司

4.2.1、森马服饰 (002563.SZ)

森马服饰是国内童装和休闲装龙头公司。公司旗下“巴拉巴拉”童装品牌 2018 年占据国内童装市场 5.6% 的份额、位居第一，另外拥有休闲装“森马”等品牌。2018 年公司实现营业收入 157.19 亿元、同比增 30.71%，归母净利润 16.94 亿元、同比增 48.83%。2019Q1 公司收入、归母净利润分别增 63.90%、11.06%。公司是 A 股多品牌经营较为突出的公司，旗下两个主要品牌森马和巴拉巴拉年收入体量均超过 50 亿元。

分品类来看，公司业务包括儿童服饰和休闲服饰两大品类，2018 年收入占比分别为 56%、44%，分别同比增 39.60%、20.54%。分渠道来看，公司以线下加盟模式为主，2018 年线上收入占比约 26%，线下收入中直营、加盟渠道收入占比各为 18%、82%。门店数量方面，2018 年末公司拥有 9905 家门店、较 18 年初净增 17.59%。

公司业务在 2012~2013 年随行业调整呈现放缓，但随后童装业务恢复迅速，至今持续保持了 20% 以上的增长，龙头地位不断巩固；休闲装业务方面经过多方面改革（如产品年轻化、供应商精简、渠道调整、订货批次加快及试水快反等），18 年收入已经恢复增长至 20% 以上、并且恢复净开店，显示前期调整改革基本到位。分渠道来看，公司电商渠道发展较快，对总体收入增长具有较大提振贡献，线下渠道收入近年来个位数增长、小幅波动，18 年增速提升至 20% 以上。

另外，2018 年公司在战略上将企业愿景明确为“成为全球领先的时尚服务提供商”，并且在对外投资并购上取得多个进展，如 18Q4 开始并表法国童装公司 KIDILIZ、代理合作北美童装龙头 The Children's Place、投资美国设计师品牌 Jason Wu 等。2018Q4 法国 KIDILIZ 并表给公司收入端带来较大增厚、同时该标的业绩端为亏损对公司总体业绩将带来拖累。

从中长期来看，公司童装龙头地位稳固、行业深耕经验丰富，同时童装行业具有较高的景气度和增长水平，公司先发优势较为明显。另外公司引入北美童装品牌 TCP、法国童装公司 KIDILIZ，有望发挥巴拉巴拉国内龙头领先优势、拓展新发展空间，并利用国际品牌的全球化采购、运营经验实现公司经营能力与国际接轨，提高全球化竞争力。

公司限制性股票激励计划目标为以 2017 年为基数，2018~2020 年扣非归母净利润增速目标分别为 25%、44%、65%，营业收入增速分别为 15%、32%、52%。其中 18 年目标已达成。

2018 年 10 月 30 日公司公告实控人家族中的周平凡（董事长之女婿，任公司副董事长）、邱艳芳（董事长之女）拟各减持不超 5399.69 万股（占总股本 2%）、1.35 亿股（占总股本 5%）。截至 5 月 20 日，周平凡减持期限届满、以集中竞价和大宗交易方式完成减持 2% 股份。2019 年 6 月 1 日公司公告，邱艳芳将 5% 股权转让予上市公司欧普照明实控人王耀海，转让价格为 9.69 元/股。本次减持已结束。

我们维持公司 2019~2021 年 EPS 为 0.69、0.79、0.90 元，对应 19 年 PE15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费疲软；电商销售不及预期；线下渠道拓展不力或费用等投入超预期；并购后整合效果不及预期；汇率波动影响并购品牌境外业务业绩。

表 5：森马服饰主要财务指标及盈利预测

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,026.30	15,719.13	20,304.07	22,929.38	25,846.85
营业收入增长率	12.74%	30.71%	29.17%	12.93%	12.72%
净利润（百万元）	1,137.93	1,693.63	1,852.06	2,139.55	2,424.85
净利润增长率	-20.23%	48.83%	9.35%	15.52%	13.33%
EPS（元）	0.42	0.63	0.69	0.79	0.90
ROE（归属母公司） （摊薄）	11.27%	15.20%	15.37%	16.35%	17.04%
P/E	24	16	15	13	11
P/B	2.8	2.5	2.3	2.1	2.0

注：股价更新至 2019 年 6 月 10 日。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.2.2、安踏体育（2020.HK）

安踏体育是国内最大的体育用品公司，目前旗下拥有体育用品品牌安踏、运动时尚服饰品牌 FILA、高端滑雪品牌 Descente、儿童时尚品牌 KINGKOW、户外品牌 KOLON SPORT 以及健步鞋品牌 Sprandi 等。2018 年公司实现收入 241.00 亿元、同增 43.78%，归母净利 41.03 亿元、同增 32.87%。

2010 年后公司受运动行业去库存影响，收入增速持续放缓，2012-13 年收入同比出现负增长。公司对主品牌进行持续优化，培育 FILA 品牌逐渐发力，2014 年后公司业绩实现持续快速增长，在体育服饰业内最早实现复苏，2014-18 年公司收入年均复合增速为 27.00%，净利年复合增速为 25.56%。其中公司主品牌安踏收入保持稳定增长，2018 年收入同增 10% 以上，FILA 快速崛起成为业绩增长驱动力，估计 2018 年 FILA 收入同增约 90%，占比提升至约 40%。

安踏主品牌较早实现由批发向零售转型，公司持续优化供应链、物流等基础设施，加强对经销商的指导和管控，持续推动终端渠道转型升级。2018 年末安踏品牌共有门店 10057 家，公司在门店数量提升空间有限背景下通过转型成功实现依靠店效增长，安踏主品牌大货/童装单店年店效分别为 264 万、156 万，同比增长约 10%。

2009 年安踏收购 FILA 中国区权益，此后对品牌定位、设计、营销、渠道进行优化，2014 年后业绩增长开始发力。目前 FILA 品牌定位高端运动时尚服饰，不断通过联名国际知名设计师、登陆米兰时装周等措施提升品牌设计水平、强化品牌形象，带动整体收入快速增长。2018 年 FILA 发布潮流运动品牌 FILA FUSION，主打年轻、阳光、潮流运动风格，以副牌形式独立开店，全面进军 20-30 岁年轻人市场。2018 年末 FILA 共有门店 1652 家，主

要分布在一二线城市，2018年FILA大货/童装年店效达840万、360万，分别同增40%、50%。

2018年9月公司公告联合方源资本等收购芬兰高端体育用品集团Amer Sports，收购总金额56.6亿欧元。标的公司拥有户外、球类、健身领域14个行业知名品牌，包括始祖鸟、萨洛蒙、Atomic、Mavic、Suunto、Wilson等。2017年标的公司实现收入26.85亿欧元、税前利润2.2亿欧元，2018年上半年实现收入11.07亿欧元。本次收购已获得全球各相关市场主管机构批准，收购完成后安踏与Amer之间业务协同整合值得期待。

我们维持公司2019~2021年EPS为1.84、2.21、2.65元人民币，对应19年PE24倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品牌进展低于预期；行业竞争加剧；并购标的业绩低于预期等。

表6：安踏体育主要财务指标及盈利预测

指标	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,692	24,100	30,323	36,621	43,057
营业收入增长率	25.1%	44.4%	25.8%	20.8%	17.6%
净利润(百万元)	3,088	4,103	4,934	5,937	7,114
净利润增长率	29.4%	32.9%	20.3%	20.3%	19.8%
EPS(元)	1.17	1.53	1.84	2.21	2.65
ROE(归属母公司) (摊薄)	22.5%	26.0%	26.0%	26.0%	25.9%
P/E	38	29	24	20	17
P/B	10.6	9.3	7.7	6.3	5.2

注：股价更新至2019年6月10日，采用1港币=0.8789元人民币换算。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.2.3、海澜之家(600398.SH)

海澜之家是国内男装龙头公司，拥有主品牌“海澜之家”男装、大众女装“爱居兔”品牌、折扣卖场“海一家”、职业装团体定制“圣凯诺”等多个品牌。2018年公司占据国内男装市场份额4.6%、位居第一。2018年公司实现营业收入190.90亿元、同比增4.89%，归母净利润34.55亿元、同比增3.78%。19Q1公司收入、归母净利润分别同比增5.23%、6.96%。

公司主品牌海澜之家占据主导，2018年收入占比79.33%。2018年主品牌海澜之家、爱居兔、圣凯诺、其他(海一家及新品牌)收入分别同比增2.62%、22.68%、12.82%、25.78%。其中主要品牌海澜之家、爱居兔收入增速在18Q2以来消费疲软背景下有所放缓。

公司以线下为主要销售渠道，线上2018年收入占比为6%左右。线下销售中以类直营模式经营的加盟店为主，加盟店及商场店2018年占公司总收入占比为83.54%，另外直营店收入占比为3.54%（其他为职业装团体定制圣凯诺收入）。2018年末，公司总门店6673家、较18年初净增15.21%，其中海澜之家主品牌、爱居兔、其他分别净增13.19%、22%、23.43%。

公司主品牌海澜之家采用独特的绑定上游供应商和下游加盟商、利益和风险共享的经营模式。对下游加盟商采用类直营模式，公司负责终端门店经营、承担存货，加盟商仅负责财务投资，公司与加盟商进行分成；对上游供

应商，公司大部分采购采用可退货模式（2018 年末公司扣除圣凯诺职业装的品牌服饰存货中，可退货商品占比约为 56%，其中主品牌采购以可退货模式为主，小品牌采购以不可退货模式为主），即货品若滞销、公司可将其退还予供应商、公司不承担存货风险。

公司近两年来通过内生培育+外延投资并购双管齐下、加大多品牌战略推进力度，目前已覆盖男女装、童装、职业装、家居等多个品类，对主要服装品类的布局基本完善。公司近年来培育了轻奢女装 OVV、轻奢男装 AEX、家居生活馆海澜优选等，未来将继续重点孵化这些新品牌、实现上量，有望带来新增长。另外 2018 年公司收购了大童装品牌男生女生 52% 股权，零售额体量在 4~5 亿，19 年也将对总体业绩带来一定贡献。

从公司定位来看，公司旗下主要品牌均致力于提供高性价比的产品（主品牌海澜之家倍率在 2.5 倍左右，新培育品牌 OVV、AEX 即使定位轻奢，其倍率亦明显低于同类品牌）。公司基于规模效应和先发优势已经抢占了优质的供应商资源和渠道资源，并可形成正向循环，将主品牌的资源协同共享予培育的新品牌，成本优势等方面的护城河是其他同业规模较小的品牌无法超越的，如公司 2018 年新推出 2 倍倍率的内衣系列，持续提高产品性价比、强化成本优势，行业集中度将持续提升、使得龙头强者恒强。

2018 年 2 月腾讯通过腾讯普和有限合伙企业（林芝腾讯等参与出资）入股公司获得 5.31% 股份、总价 25 亿元、均价 10.48 元/股；同时公司与林芝腾讯、宁波挚信共同发起设立产业投资基金、规模拟定为 100 亿元，围绕海澜之家战略方针对服装相关产业链、服饰品牌、服装制造等进行投资。目前，公司与腾讯在新零售领域合作目前仍在尝试中。

公司股息率持续较高，2016~2018 年分别为 5.74%、5.62%、4.45%。公司 2018 年末实施了回购计划、目前尚待完成，拟以总金额 6.66~9.98 亿元、2018 年 12 月 18 日起始的 6 个月内回购、单价不超过 12 元/股，回购股份用于注销，截至 2018 年 5 月 31 日已累计回购 5.68 亿元。

我们维持公司 2019~2021 年 EPS 为 0.82、0.87、0.94 元，对应 19 年 PE11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费疲软、天气异常、终端售罄率降低。

表 7：海澜之家主要财务指标及盈利预测

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	18,200.09	19,089.73	20,476.28	21,924.98	23,518.15
营业收入增长率	7.06%	4.89%	7.26%	7.07%	7.27%
净利润（百万元）	3,328.87	3,454.77	3,668.30	3,893.54	4,203.20
净利润增长率	6.60%	3.78%	6.18%	6.14%	7.95%
EPS（元）	0.74	0.77	0.82	0.87	0.94
ROE（归属母公司） （摊薄）	29.78%	26.66%	24.54%	23.93%	23.68%
P/E	12	11	11	10	9
P/B	3.5	3.0	2.6	2.4	2.2

注：股价更新至 2019 年 6 月 10 日。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.2.4、比音勒芬 (002832.SZ)

公司以高尔夫服饰起家，定位中高端时尚休闲市场，逐步成长为国内知名的中高端服装集团。目前公司旗下拥有“比音勒芬”主品牌，产品分为高尔夫、生活、时尚三大系列，并于2018年推出旅游度假品牌“威尼斯”，定位中产阶级细分需求。

公司坚持高品质、高品位、高科技、不断创新，积累设计、品质、营销等方面优势，近年来业绩实现快速增长。2018年公司实现收入14.76亿元、同增39.96%，归母净利2.92亿元、同增62.16%。公司持续扩张店铺数量，2018年共有门店764家，较年初增17.18%，平均店效同增约20%至193万元，公司加大产品研发力度，提高产品适销度，签约明星杨烁、江一燕等提高品牌影响力，并增加精品店、大型店带动单店收入提升。19Q1公司收入4.72亿元、同增27.37%，归母净利1.30亿元、同增52.91%，持续保持较快增长。

公司定位中高端运动时尚市场，赛道较为稀缺，竞争对手较少，近年来业绩保持稳定增长。此外公司产品具有设计、品质、面料等优势，客户忠诚度较高，2018年会员收入占比在60%以上，未来品牌影响力提升后有望吸引更多消费群体，推动业绩持续增长。

2018年8月公司正式推出度假旅游服饰品牌“威尼斯”，开启双品牌运营。威尼斯主营配饰、男装等品类，主打亲子装、情侣装、家庭装，满足细分市场“功能性、设计感与拍照效果、家庭温情体验、时尚度”四大核心需求，定价较主品牌低50%。近年来我国旅游消费持续增长，新品牌有望借助主品牌设计、渠道、供应链等资源快速扩张，打开市场空间。2018年威尼斯开店约30家，2019年预计可开店80家。

2018年12月4日公司发布回购预案，拟以集中竞价交易的方式回购股份，回购金额在5000万元-1亿元之间，回购价格不超42元/股，按回购金额、回购价格上限测算回购股份238.10万股，占总股本1.31%。本次回购股份将用于后续员工持股计划或股权激励计划，绑定员工与股东利益。2019年6月4日已累计回购208.11万股，占总股本1.15%，成交金额7740.99万元，回购平均价格37.20元/股，目前回购尚未完成。

我们维持公司2019~2021年EPS为2.26、2.94、3.75元，对应19年PE20倍，维持“买入”评级。

风险提示：服装消费增速下行、存货积压、行业竞争加剧、解禁风险（首发9520万股将于2019年12月23日解禁、占总股本52.50%）等。

表 8：比音勒芬主要财务指标及盈利预测

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,054	1,476	1,886	2,389	2,973
营业收入增长率	25.23%	39.96%	27.82%	26.65%	24.47%
净利润（百万元）	180	292	410	534	679
净利润增长率	35.92%	62.16%	40.21%	30.26%	27.29%
EPS（元）	1.69	1.61	2.26	2.94	3.75
ROE（归属母公司） （摊薄）	12.49%	17.95%	21.04%	22.64%	23.61%
P/E	27	28	20	15	12
P/B	5.7	5.0	4.2	3.5	2.8

注：股价更新至 2019 年 6 月 10 日。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.2.5、申洲国际（2313.HK）

公司为全球针织制造业龙头，行业地位突出，客户为 Nike、Adidas、优衣库、彪马等国际龙头品牌，结构优质、认可度高、粘性高。2018 年公司实现营业收入 209.5 亿元人民币、同比增 15.8%，归母净利润 45.4 亿元、同比增 20.7%。

公司自 2013 年至今持续保持了双位数的收入增长，净利润增速持续高于收入，ROE20%左右，在纺织制造行业中表现突出。公司主要生产的产品品类中，运动类（2018 年收入占比 68.1%）在 2014 年至今持续保持了高双位数（部分年份超过 20%）增速的高景气度，与中国、美国等主要国家对运动类产品需求较大有关，根据欧睿数据运动服饰为中美两国近 5 年来复合增速最高的服装子行业、景气度高。另外，休闲类产品近 3 年亦保持了双位数的健康增长，增速略低于运动类产品。内衣类产品收入略有波动，与下游客户的产品开发定位有关，2018 年增速 2%、较 2017 年的增速低点 0.7%略有回升。

公司持续扩大海外产能规模、实现业务规模的不断扩张，同时持续推进自动化改革、设备更新等措施，提升内部经营效率。公司已在越南、柬埔寨等持续建设产能，未来 3 年持续有新增产能投放，预计年产能增速在 10%左右。公司持续推进自动化技改工作、改进生产工艺、提高客户沟通效率、合作设备制造商生产定制化设备等，从而总体提升生产效率、缩短交货周期以及保证产品质量。2018 年公司单人效率提升约 9%。

回顾公司历史，早期公司以优衣库等日本客户为主，但随着运动服饰景气度持续提升，公司较早切入运动服饰制造领域、并注重提升相应产能和专业度，合作 Nike、Adidas 等优质客户，形成了长期稳定的合作关系。另外，公司积极扩充产能和提高效率，规模效应凸显，持续巩固竞争力、不断深挖护城河，形成了难以取代的领先优势，从而具备更稳健的业绩增长和更强的抗风险能力，持续获得客户和投资者的认可，业绩和估值长期双双提升。整体来看，公司针织制造龙头地位突出、客户认可度高、订单增长持续性较强，同时产能持续扩张贡献未来增长动力。

我们维持公司 2019~2021 年 EPS 为 3.62、4.18、4.83 元人民币，对应 19 年 PE24 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外产能扩张不及预期；人民币升值；主要客户订单下滑；中美贸易摩擦可能影响公司国内产能接单。

表 9：中洲国际主要财务指标及盈利预测

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	18,085	20,950	24,271	27,983	32,162
营业收入增长率	19.8%	15.8%	15.9%	15.3%	14.9%
净利润（百万元）	3,763	4,540	5,441	6,289	7,264
净利润增长率	27.7%	20.7%	19.8%	15.6%	15.5%
EPS（元）	2.58	3.02	3.62	4.18	4.83
ROE（归属母公司） （摊薄）	19.0%	20.2%	21.6%	22.2%	22.7%
P/E	33	28	24	20	18
P/B	6.5	5.7	5.1	4.5	4.0

注：股价更新至 2019 年 6 月 10 日，采用 1 港币=0.8789 元人民币换算。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.2.6、开润股份（300577.SZ）

公司是国内领先的箱包龙头，2009 年起家于 B2B 箱包代工业务，专注于研发、设计、生产和销售箱包产品，2015 年借助小米生态链打造自有品牌“90 分”开展 B2C 业务，借助高性价比优势抢占市场份额，快速成长。2018 年公司实现收入 20.48 亿元、同比增 76.19%（其中 2B、2C 业务分别为 8.82 亿元、10.26 亿元，同增 35.38%、102.29%），净利 1.74 亿元、同比增 30.23%。19Q1 收入、净利分别同比增 43.99%、31.63%。

公司 B2B 业务包括 ODM 和 OEM 模式，以 ODM 为主，主要为惠普、戴尔、华硕、联想等提供电脑包等设计、生产服务，OEM 业务为迪卡侬、VB 等提供运动包、女包生产服务。2018 年公司积极拓展互联网、新零售等客户订单，与客户成立合资公司深度绑定，2019 年 2 月收购印尼工厂 100% 股权，拓展运动包袋产品生产，并进入耐克供应商体系，借此拓展更多国际优质品牌。

公司 B2C 业务主要为公司携手小米、京东打造的自有品牌“90 分”，依托小米生态链打造极致单品，以少 SKU 模式降本提效，并借助小米渠道及阿里、京东等非米系渠道快速拓展市场份额。2018 年公司继续引进供应链管理人才，选择优质箱包供应商，并强化与美国铝业、科思创（原德国拜耳）、杜邦、日本东丽等优质供应商合作，强化产品质量，自有品牌进入快速放量阶段。

2019 年公司推出可转债发行预案，计划募资不超过 2.54 亿元用于滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目并补充流动资金，拓展 2B 业务产品品类。公司在箱包行业竞争优势明显，2B、2C 两大业务协同发展，未来仍有较大成长空间。

我们维持公司 2019~2021 年 EPS 为 1.10、1.47、1.92 元，对应 19 年 PE28 倍，维持“买入”评级。

风险提示：品类拓展不及预期、客户流失、渠道拓展不及预期、解禁风险（首发 1.52 亿股将于 2019 年 12 月 23 日解禁、占总股本 69.97%）等。

表 10：开润股份主要财务指标及盈利预测

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,162.44	2,048.07	2,776.37	3,766.71	4,997.61
营业收入增长率	49.84%	76.19%	35.56%	35.67%	32.68%
净利润 (百万元)	133.41	173.73	239.30	320.38	417.74
净利润增长率	58.81%	30.23%	37.74%	33.89%	30.39%
EPS (元)	0.61	0.80	1.10	1.47	1.92
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.35%	27.30%	28.10%	29.57%	30.22%
P/E	50	38	28	21	16
P/B	13.6	10.4	7.8	6.1	4.8

注：股价更新至 2019 年 6 月 10 日。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

5、风险分析

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

6、附录

表 11：纺织制造行业样本公司列表

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

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 12：品牌服饰行业样本公司列表

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

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 13: 纺织服装行业上市公司 09 年至今年复合收益率对比 (%)

公司	一级行业	二级行业	上市日期	年涨跌幅 (%)	当前市值 (亿元)	2018年归母净利润 (亿元)	2018年营业收入 (亿元)	净利润历史复合增速 (%)	营业收入历史复合增速 (%)	当前PE-TTM
比音勒芬	品牌服饰	高端服饰	2016-12-23	26.09%	82	2.92	14.76	31%	25%	24
航民股份	纺织制造	印染	2004-08-09	19.55%	68	6.62	75.34	17%	17%	10
棒杰股份	纺织制造	针织	2011-12-05	19.55%	25	0.18	4.16	-2%	9%	144
南极电商	其他		2015-08-24	18.27%	243	8.86	33.53	35%	11%	26
红豆股份	品牌服饰	大众服饰	2001-01-08	17.97%	92	2.07	24.83	26%	10%	44
伟星股份	纺织制造	辅料	2004-06-25	12.90%	52	3.10	27.12	7%	8%	17
凤竹纺织	纺织制造	针织	2004-04-21	12.42%	16	0.31	10.05	6%	4%	51
申达股份	纺织制造	贸易	1993-01-07	11.96%	59	1.25	163.31	2%	14%	11
浔兴股份	纺织制造	辅料	2006-12-22	11.05%	23	(6.50)	22.72	-240%	13%	(3)
三毛派神	纺织制造	毛纺	1997-05-28	10.98%	38	2.37	21.15	53%	28%	13
*ST中绒	纺织制造	毛纺	2000-07-06	10.93%	32	(29.83)	20.20	-262%	11%	(1)
三房巷	纺织制造	印染	2003-03-06	10.25%	23	0.54	11.82	5%	1%	41
新野纺织	纺织制造	棉纺织	2006-11-30	9.94%	31	3.86	60.60	33%	14%	8
华纺股份	纺织制造	印染	2001-09-03	9.53%	33	0.21	32.64	-182%	10%	159
鲁泰A	纺织制造	棉纺织	2000-12-25	9.02%	82	8.12	68.79	4%	6%	10
纺织制造指数				8.99%						18
乔治白	纺织制造	服装制造	2012-07-13	8.04%	19	1.13	10.05	12%	14%	16
金鹰股份	纺织制造	丝麻制品	2000-06-02	8.03%	20	0.25	11.99	11%	5%	72
兴业科技	纺织制造	毛皮	2012-05-07	7.95%	40	1.16	18.07	4%	9%	31
旷达科技	纺织制造	产业用纺织品	2010-12-07	7.59%	43	2.32	17.67	14%	13%	21
纺织服装指数				7.19%						21
如意集团	纺织制造	毛纺	2007-12-07	7.03%	23	0.99	13.28	8%	12%	23
孚日股份	纺织制造	棉纺织	2006-11-24	6.94%	50	4.35	51.71	17%	5%	10
上海三毛	纺织制造	贸易	1993-11-08	6.51%	19	0.11	13.78	-3%	0%	182
华升股份	纺织制造	丝麻制品	1998-05-27	6.42%	20	0.28	10.17	19%	3%	69
华孚时尚	纺织制造	棉纺织	2009-06-08	6.34%	111	7.52	143.07	20%	18%	16
华茂股份	纺织制造	棉纺织	1998-10-07	6.02%	42	1.19	27.82	6%	6%	9
服装家纺指数				6.00%						26
报喜鸟	品牌服饰	男装	2007-08-16	5.77%	41	0.52	31.10	-13%	12%	38
嘉欣丝绸	纺织制造	丝麻制品	2010-05-11	5.37%	33	1.44	31.81	9%	9%	22
台华新材	纺织制造	化纤	2017-09-21	5.27%	62	3.45	29.74	17%	10%	19
欣龙控股	纺织制造	产业用纺织品	1999-12-09	5.15%	24	(1.09)	7.43	-252%	17%	(25)
浪莎股份	纺织制造	服装制造	1998-04-16	5.05%	14	0.29	3.88	0%	7%	45
上证综指				4.71%						13

注: 1、市值及 PE 数据日期为 2019 年 6 月 10 日; 年涨跌幅采用 09 年 1 月 1 日至 19 年 6 月 10 日期间收益率进行年化后计算, 若公司晚于 09 年上市, 则扣除新股因素、采用其上市 1 年后至今的期间收益率进行年化计算。

2、营业收入、归母净利润历史复合增速以公司 09~18 年业绩进行计算, 新上市公司采用最早有数据至今的全部时间区间计算。

资料来源: Wind, 光大证券研究所计算

行业及公司评级体系

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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

特别声明

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

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

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