



证券研究报告
(优于大市, 维持)

《纺织服装行业研究方法》

梁希 (纺织服装行业分析师)

SAC 号码: S0850516070002

2018年7月17日

1. 纺织服装行业基本情况
2. 纺织服装行业分析框架
3. 纺织制造
4. 服装零售
5. 研究方法的具体实施
6. 风险提示

1. 纺织服装行业基本情况

- 纺织工业包括纺织业、服装业、化学纤维制造业和纺织专用设备制造业四大类。根据全球纺织网数据显示，前三者**2017**年收入依次分别为**38640**亿元、**22172**亿元、**8159**亿元，纺织专用设备制造业**17H1**收入**610**亿元。根据产品的最终用途不同，纺织业可分为服装用、家用、产业用纺织三大类。
- 根据Euro monitor数据显示**2017**年服装业中男装、女装、童装规模分别达到**5346**亿元、**9232**亿元、**1796**亿元，同比分别增加**4.4%**、**5.7%**、**14.3%**。据中国电子商务研究中心披露，**2016**年服装电商渗透率已达**37%**。
- **2017**年我国纺织品服装累计出口**2670**亿美元，同比增长**1.56%**。其中，纺织品纱线、织物及制品出口**1098**亿美元，同比增长**4.5%**；服装及衣着附件出口**1572**亿美元，同比下降**0.4%**。
- 我国纺织服装行业截至**2017**年末有**36012**家企业，较**2016**年增加**96**家企业，其中纺织业有**20187**家企业，较**2016**年减少**14**家企业；纺织服装、服饰业有**15825**家企业，较**2016**年增加**110**家企业。

1. 纺织服装行业基本情况
2. 纺织服装行业分析框架
3. 纺织制造
4. 服装零售
5. 研究方法的具体实施
6. 风险提示

板块基本情况

- SW板块总市值：5624亿元
- 个股数量：93
- 平均市值（亿元）：61亿元
- 市值中位数（亿元）：37亿元
- 市值前5：海澜之家、雅戈尔、森马服饰、际华集团、太平鸟
- 市值后5：浪莎股份、华升股份、凤竹纺织、牧高笛、乔治白

结论：纺服板块较为偏小盘

板块表现跟踪指标

- 行业指数表现（绝对、相对）
- 行业估欧盘价值表现（绝对、相对）
- 个股涨跌幅表现

2. 纺织服装行业分析框架

板块表现跟踪

年初至今，**SW纺织服装行业跌幅18.45%**，略跑输大盘（深成指），较**2017年至今**指数表现有较大幅度提升；由于消费升级和新零售业态兴起，服装家纺子板块表现好于纺织制造子板块。

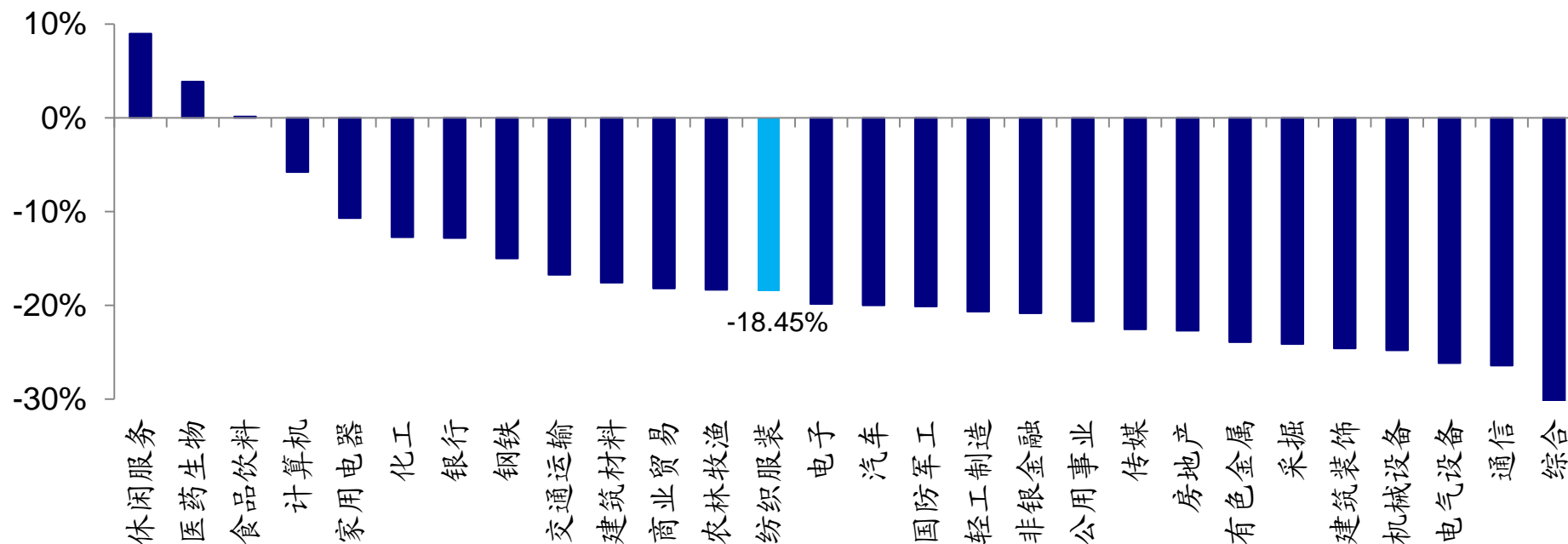
表：行业指数表现

单位 (%)	2018年初至今涨幅(%)	2017年至今涨幅(%)	2017年7-12月涨幅(%)	2017年1-6月涨幅(%)	2016年全年涨幅(%)	2015年全年涨幅(%)	2014年全年涨幅(%)
统计区间	2018/1/1-2018/7/12	2017/1/1-2018/7/12	6/30-12/31	1/1-6/30	1/1-12/31	1/1-12/31	1/1-12/31
上证综指	-14.20	-8.57	12.81	-18.00	-12.31	9.41	52.87
深证成指	-16.00	-8.88	5.54	-18.62	-19.64	14.98	35.62
SW纺织服装	-18.45	-37.90	-19.08	-19.78	-13.56	89.17	33.27
SW纺织制造	-22.63	-40.13	-19.58	-17.21	-11.82	89.64	30.43
SW服装家纺	-14.81	-35.59	-18.35	-21.57	-14.77	89.99	35.70

2. 纺织服装行业分析框架

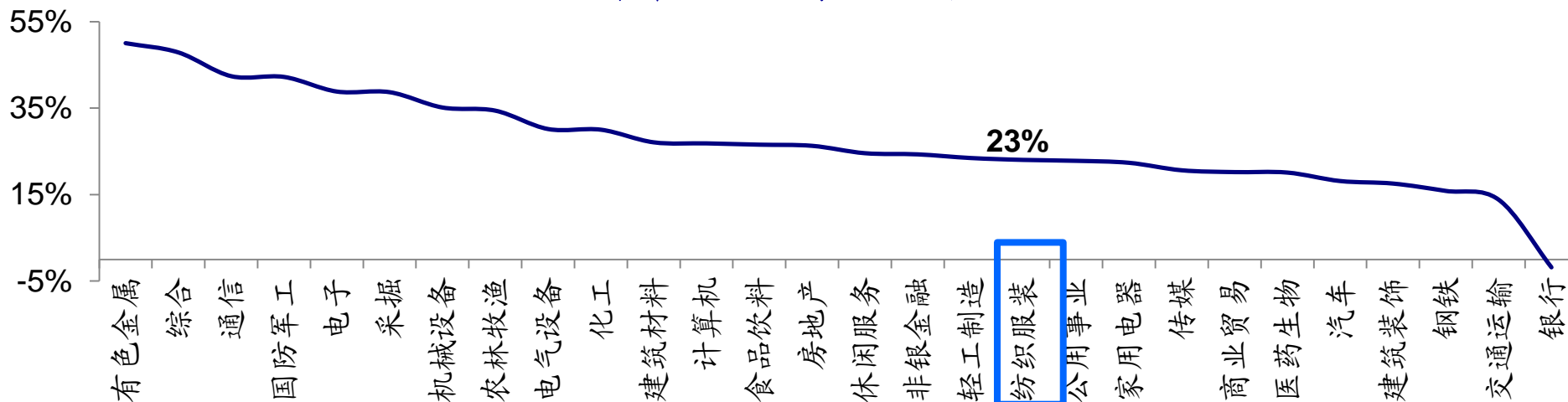
2018年至今，SW纺织服装行业指数跌幅-18.45%，位列所有一级子行业的第13位，在各一级子行业中的表现中等。WIND一致预期纺织服装行业18年整体净利润增速为23%。目前SW纺织服装行业市盈率估值（TTM）在23倍。

图：各申万行业涨跌幅（%）

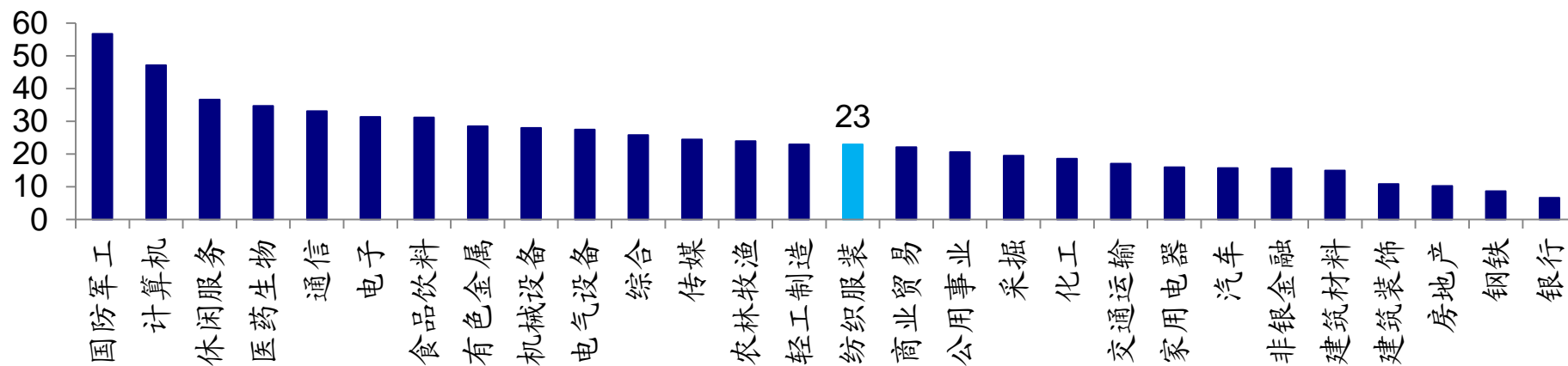


2. 纺织服装行业分析框架

图：2018年申万行业净利润增速一致预测



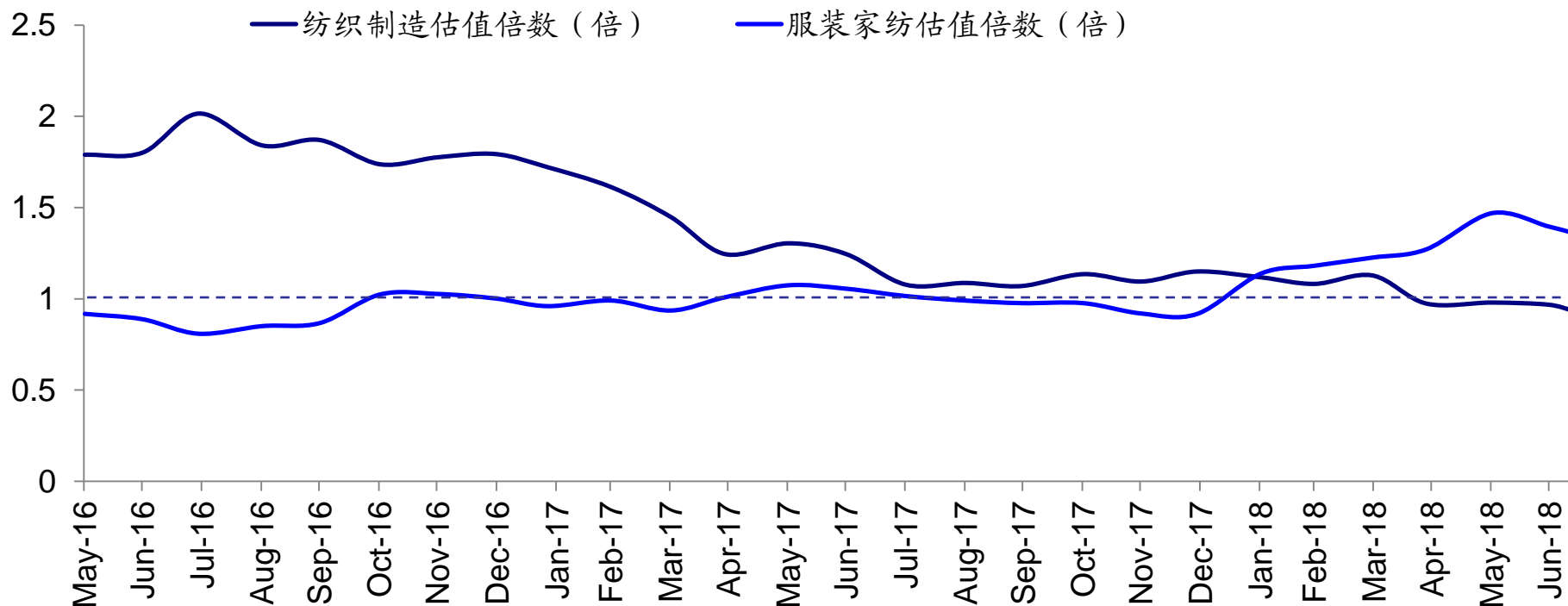
图：2018年申万行业最新市盈率估值（倍，TTM，整体法）



2. 纺织服装行业分析框架

纺织制造子板块自2016年年初受棉花价格大幅上涨影响，相对估值倍数明显提升后，17年年初至今下降明显；由于消费升级、电商渗透影响，下游需求改善，服装家纺子板块的估值水平自2018年初稳中略有上升。

图：子板块的相对全部A股（剔除银行股）PE估值



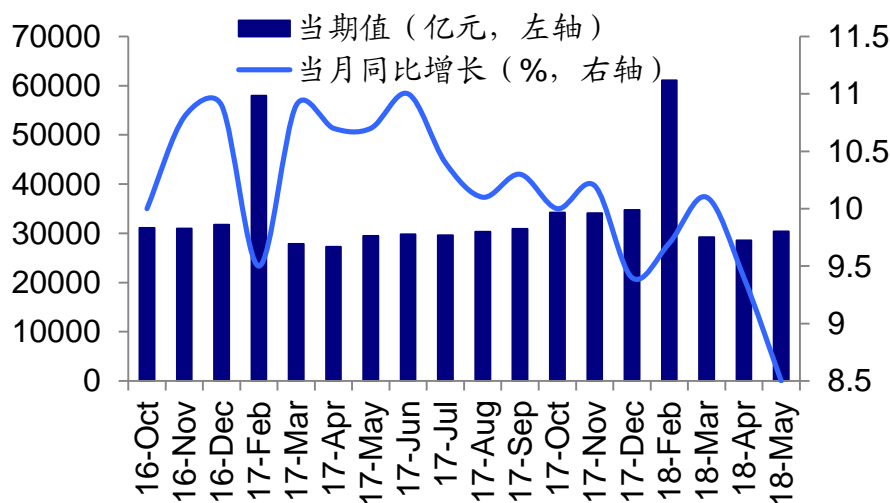
2. 纺织服装行业分析框架

行业状况

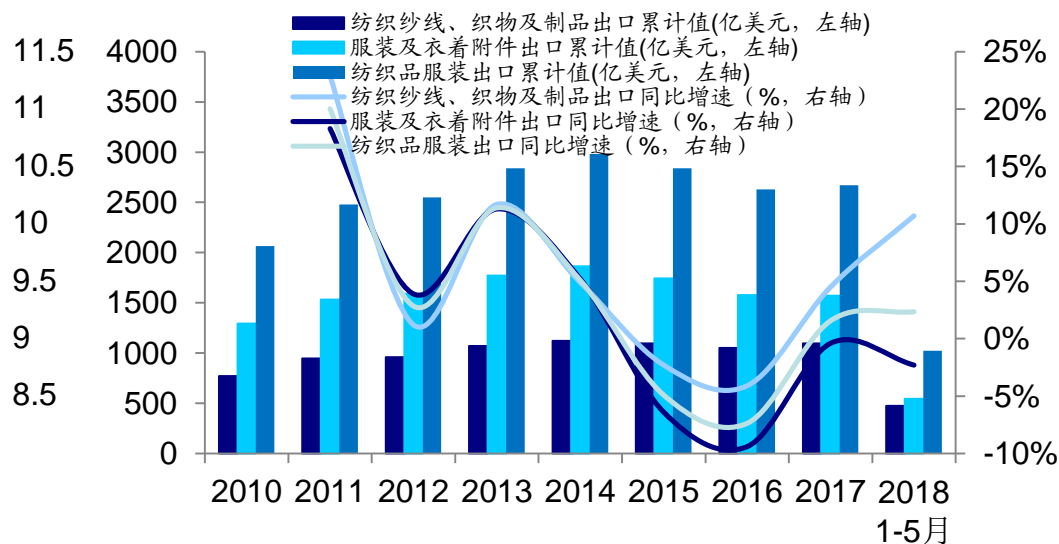
2018年5月社会消费品零售总额同比增长8.5%，18年1-5月社会消费品零售总额累计同比增长9.5%，同比17年同期累计增速下降0.8pct。

纺织服装出口增速自2016年持续回升，2018年1-5月累计出口纺织品服装约1022.3亿美元，同比增速为2.35%，出口纺织纱线、织物及制品475.77亿美元，累计增速为10.70%，出口服装及衣着附件546.54亿美元，累计增速为-2.30%。

图：社会消费品零售总额及增速



图：纺织品服装出口总额及增速



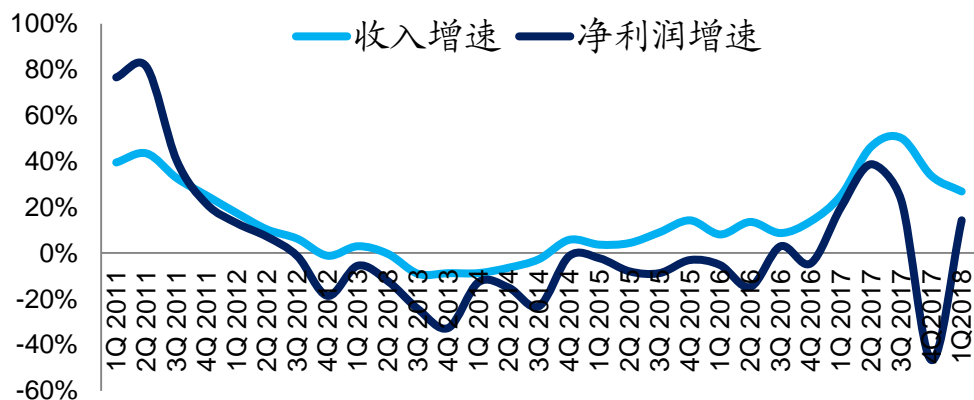
2. 纺织服装行业分析框架

财务状况

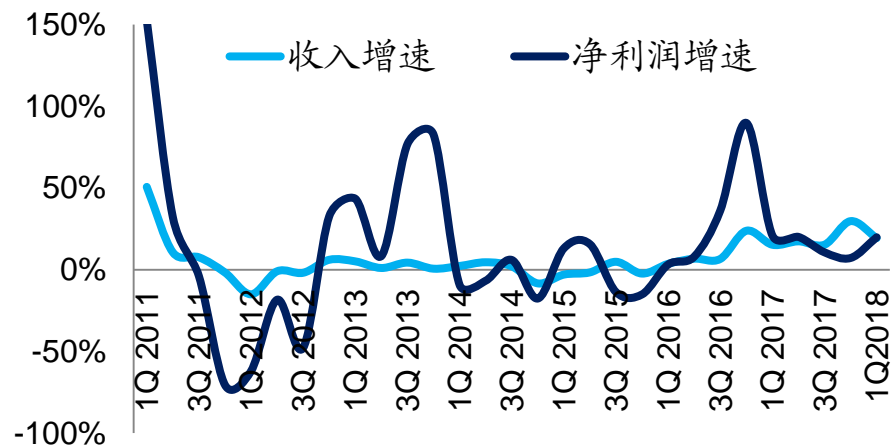
18Q1服装家纺子板块收入同比增加26.87%，增速同比17Q1增加1.79pct，零售端需求复苏趋势明显，18Q1净利润同比增加14.30%，增速同比下降5.54pct主要系部分公司外延并购导致的财务费用提升和资产减值损失造成的影响。

18Q1纺织制造子板块收入同比增加19.28%，增速同比提升4.06pct主要由于龙头企业产销量持续提升；18Q1净利润同比增加19.81%，增速同比略降1.1pct。

图：18Q1服装家纺子板块收入、净利润增速（%）



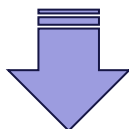
图：18Q1制造子板块收入、净利润增速（%）



2. 纺织服装行业分析框架

上游

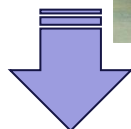
棉花种植
采摘、皮棉加工



百隆东方、华孚时尚
新野纺织

中游

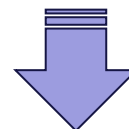
纺纱、织布
印染、后整理
成衣制造



航民股份、伟星股份
浔兴股份、新澳股份
申洲国际、健盛集团

下游

批发零售
新零售



女装：朗姿股份、华斯股份
男装：七匹狼、九牧王
休闲装：美邦服饰、森马服饰
家纺：罗莱家纺、富安娜

2. 纺织服装行业分析框架

影响行业的内外因素

1

海外需求

- 出口棉纱线/纱/布量价
- 出口订单PMI
- 出口地经济增速

2

供给能力

- 产量
- 新增产能
- 固定资产投资增速
- 库存
- 行业工业增加值

3

国内需求

- 消费者信心指数
- 社会消费品零售总额
- 限额以上批发零售额

4

价格指数

- PPI
- CPI
- RPI

5

其他因素

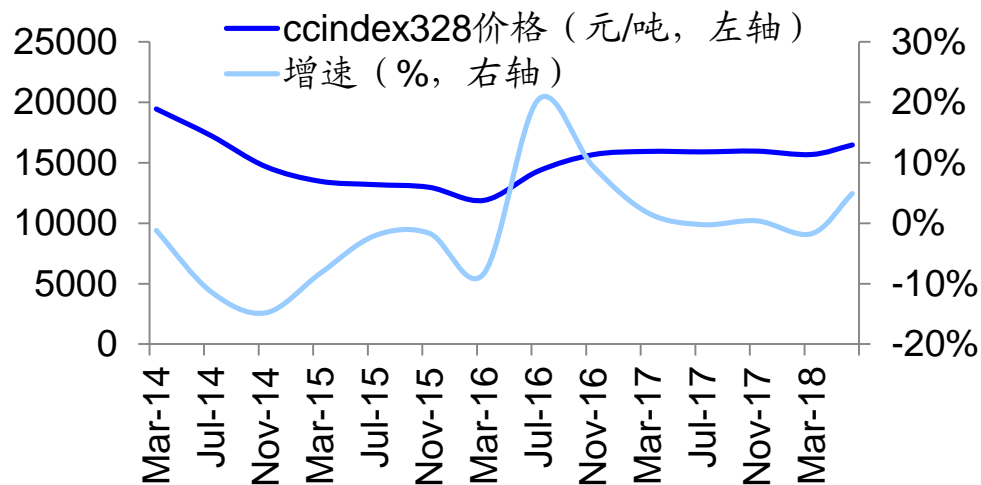
- 汇率
- 税率
- 人力成本

1. 纺织服装行业基本情况
2. 纺织服装行业分析框架
3. 纺织制造
4. 品牌服饰
5. 研究方法的具体实施
6. 风险提示

3. 纺织制造

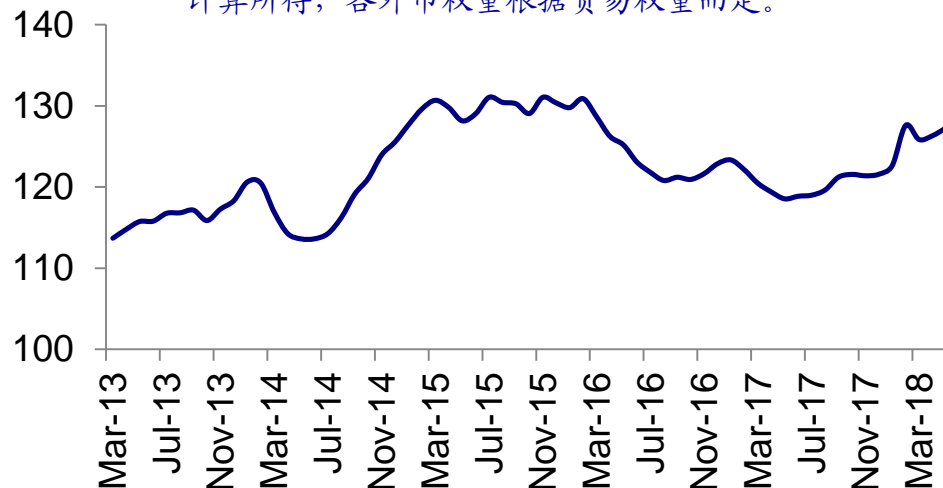
影响棉纺公司的短期因素：棉价和汇率

图：棉花价格

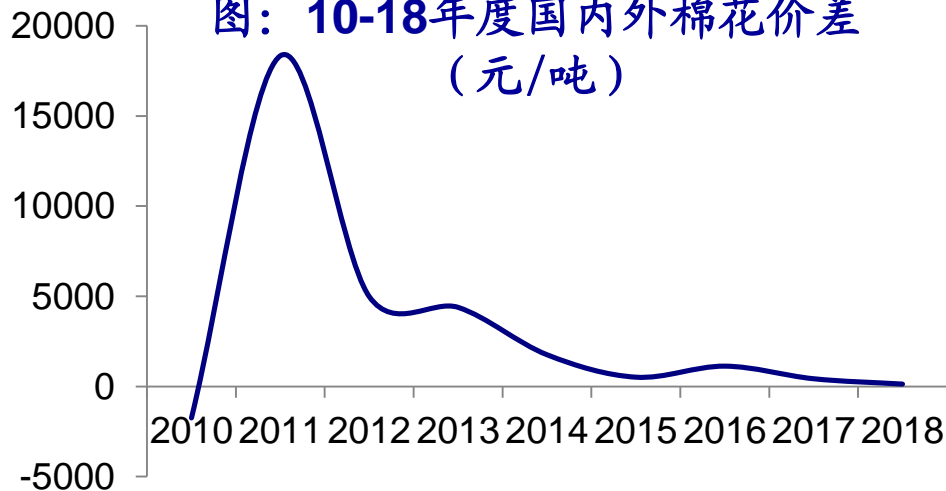


图：人民币实际汇率指数

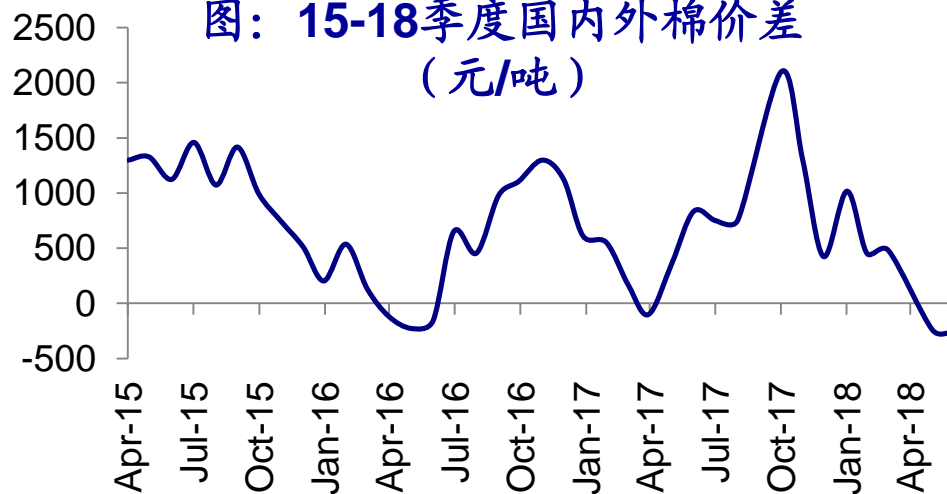
注：人民币实际汇率指数由人民币兑一揽子货币计算所得，各外币权重根据贸易权重而定。



图：10-18年度国内外棉花价差 (元/吨)

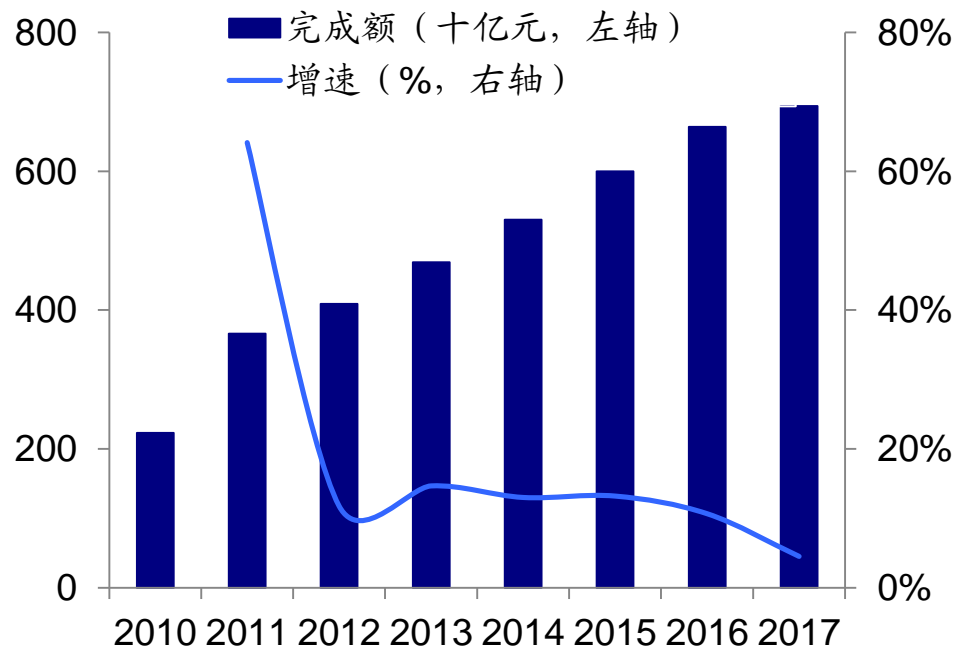


图：15-18季度国内外棉花价差 (元/吨)

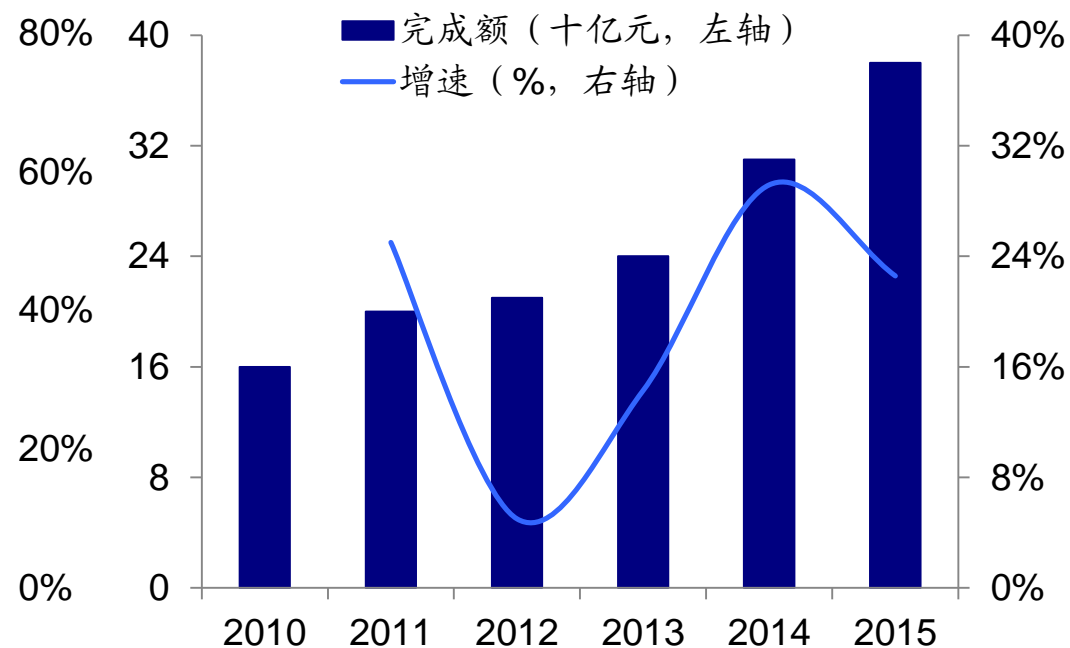


影响棉纺公司的长期因素：纺织业固定资产投资额

图：中国纺织业固定资产投资完成额（十亿元）和增速



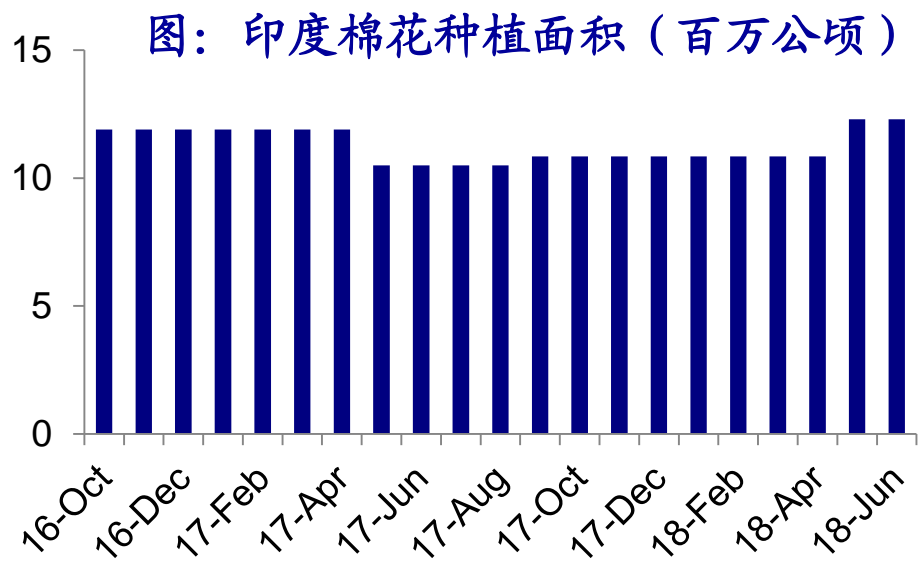
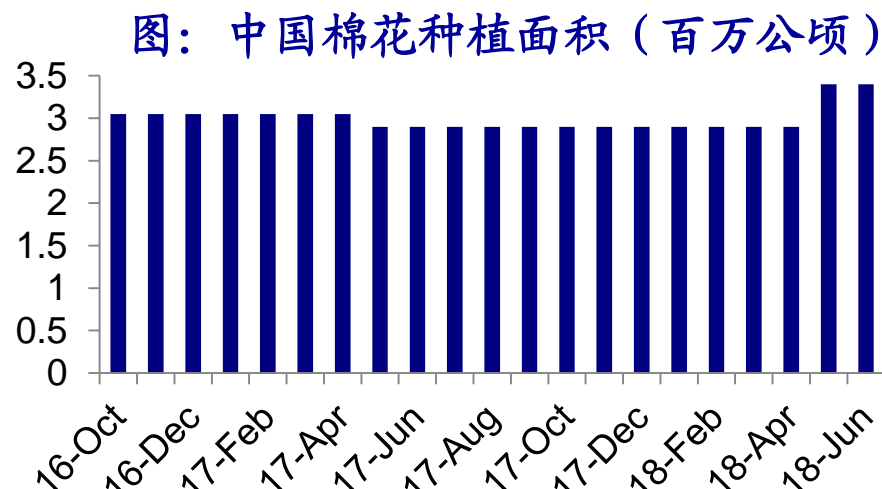
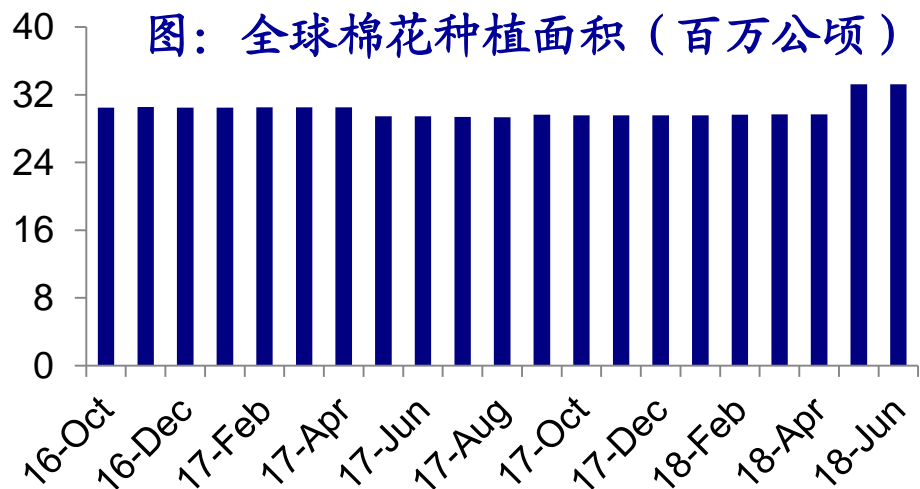
图：越南纺织业固定资产投资完成额（十亿元）和增速



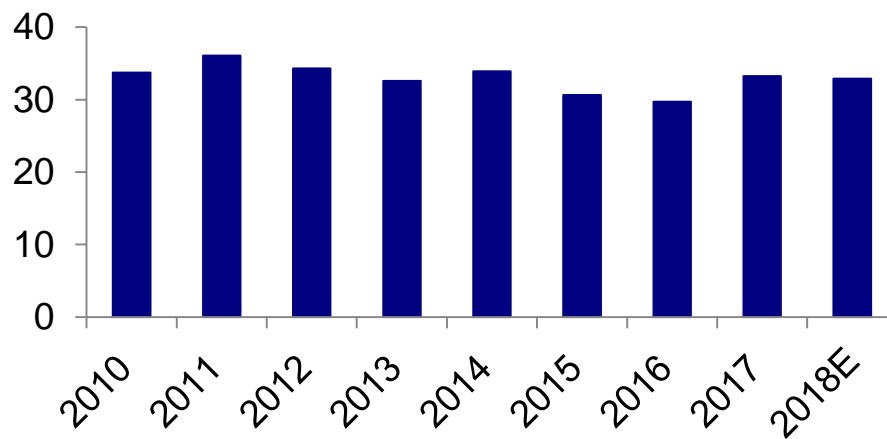
资料来源：WIND，越南统计局，海通证券研究所

3. 纺织制造

全球棉花种植面积自16年末保持稳定，全球棉花总体单产在17年有所提升。



图：全球棉花收获面积面积（百万公顷）



3. 纺织制造

纺织制造各环节个股一览及2017年收入（亿元）

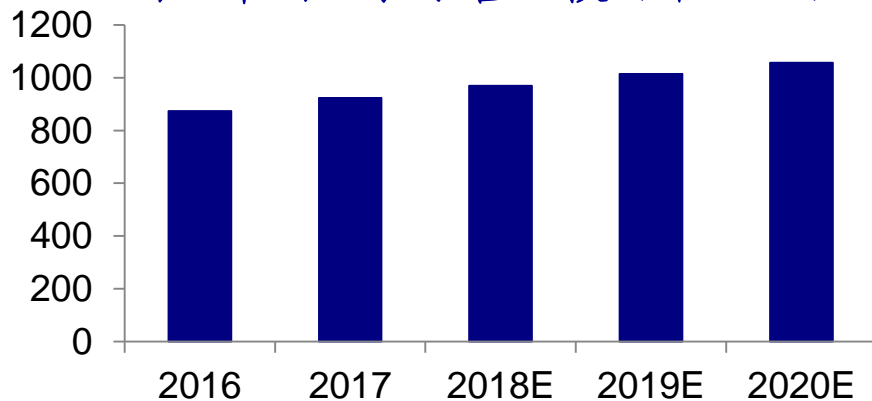


1. 纺织服装行业基本情况
2. 纺织服装行业分析框架
3. 纺织制造
4. 品牌服饰
5. 研究方法的具体实施
6. 风险提示

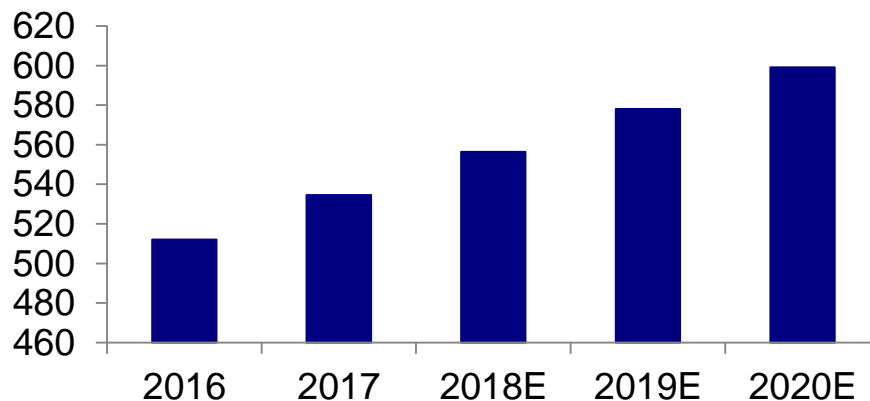
4. 品牌服饰

服装品类空间预测：子板块零售规模

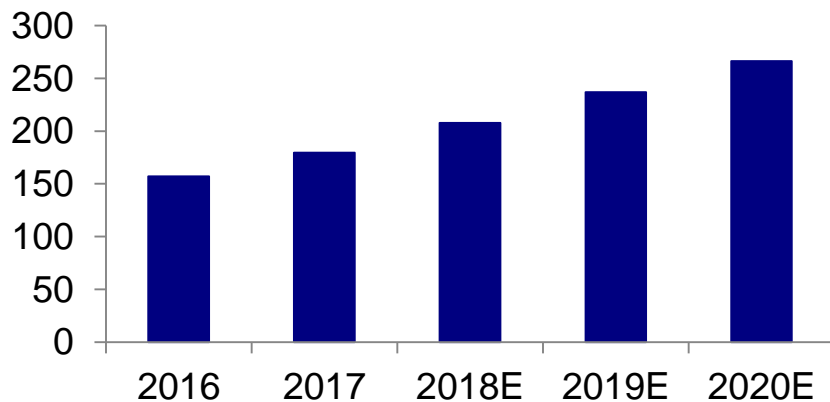
图：中国女装零售规模（十亿元）



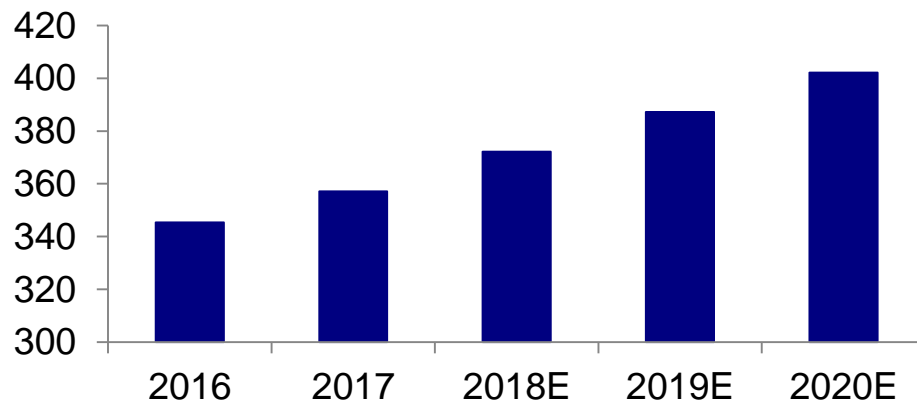
图：中国男装零售规模（十亿元）



图：中国童装零售规模（十亿元）



图：中国鞋类零售规模（十亿元）



我们认为：

宏观
环境

1. 经济增速企稳，消费更加理性、成熟，高线城市消费者对产品品质、质量加大关注。
2. 电商渗透率至今已高达37%，服装网络消费仍占据网络消费品类第一。
3. 传统品牌向线上拓展，电商流量红利接近尾声。

我们认为：

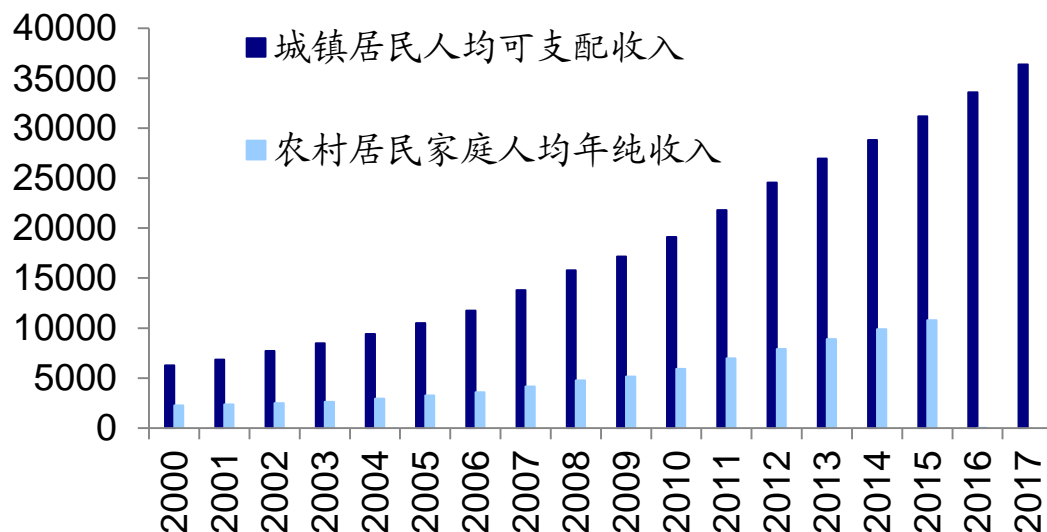
消费
趋势

1. 收入增加后，消费者对中低端、大众品类服装的价格敏感度降低，该品类电商消费的比价需求减弱；对实体体验需求增加。
2. 消费升级，对非使用需求增加，个性化需求彰显。
3. 品牌服饰销售属性增强，行业具备自上而下投资逻辑。

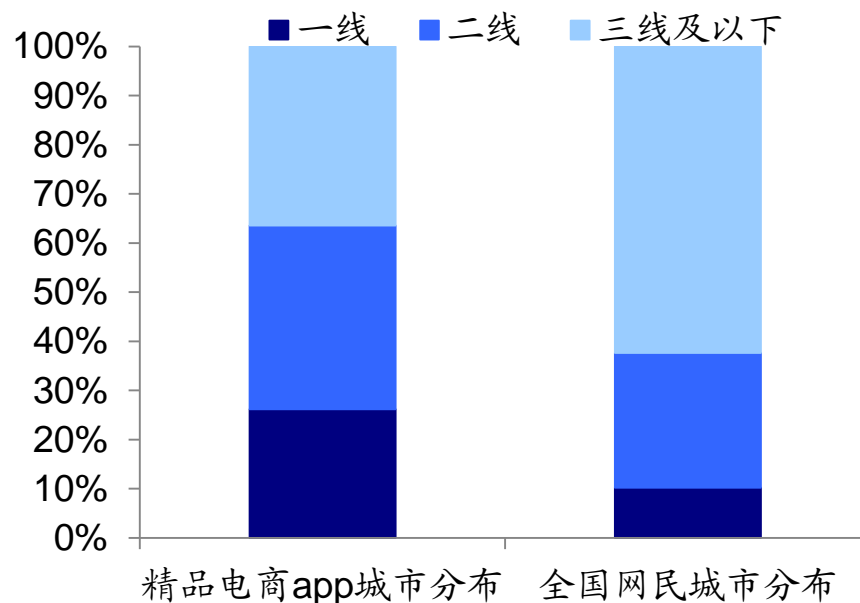
4. 品牌服饰

随着收入的提升，消高线消费者更加关注产品品质和质量，精品电商也应运而生，其在高线城市的占比也明显高于低线城市，一二线城市合计占比为64%。

图：2000-2017 城镇和农村居民人均可支配收入（元）



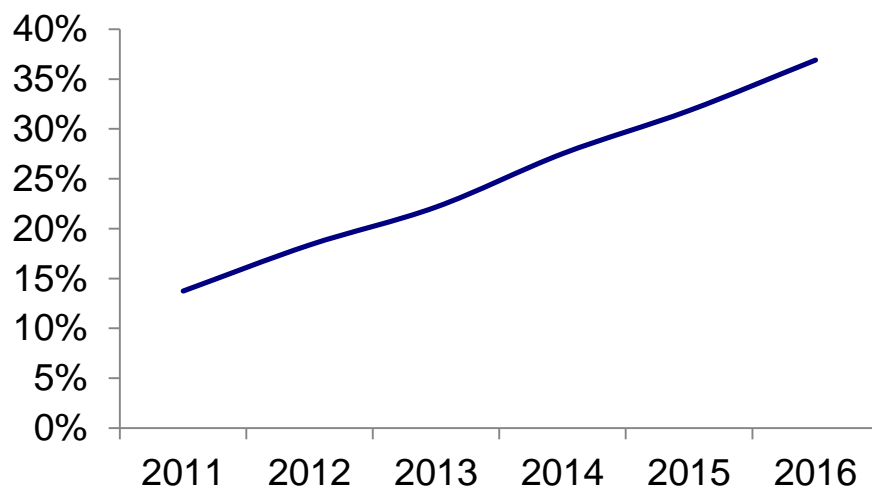
图：精品电商APP城市等级分布



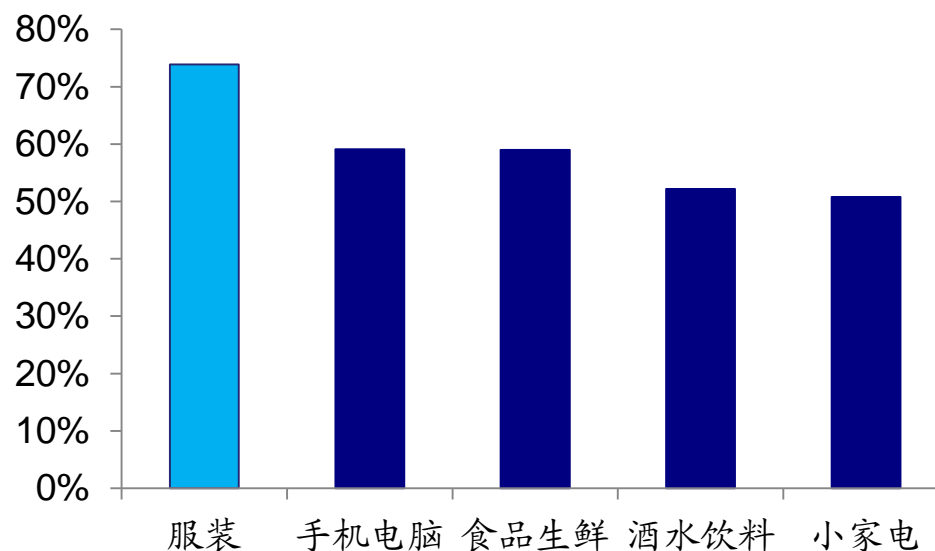
4. 品牌服饰

服装电商渗透率2016年已达到37%，服装类产品线上销售增速逐渐放缓，而直到2017年，服装仍然是网购参与度最高的品类，电商消费者中超过70%购买过服装类产品。

图：2011-2016 服装电商渗透率



图：2017 各品类网购参与度



渠道的演变阶段

购物方式的演变，本质上是流量入口平台和分发渠道的演变。体现的是技术进步、消费观念渐变背景下，流量不同阶段的变迁。



- 依靠核心商圈吸引消费人群，表现出中心化特征。

- 依靠综合平台聚集和分发流量，表现出中心化特征。

- 依靠社交平台积聚粉丝、变现，表现出去中心化特征。

- 消费升级，对非使用需求增加，线下品牌价值优势将助其拓展线上渠道。

表：线上线下载费率对比

项目	线上电商品牌	线下传统服装品牌
广告推广	12%-15%	2%-3%
人工薪酬	8%-9%	5%-7%
物流	3%-4%	1%-2%
平台/商场扣点	5%-6%	15%-20%
合计	28%-34%	23-32%

传统电商平台运营成本测算，早期低成本及流量红利不复存在

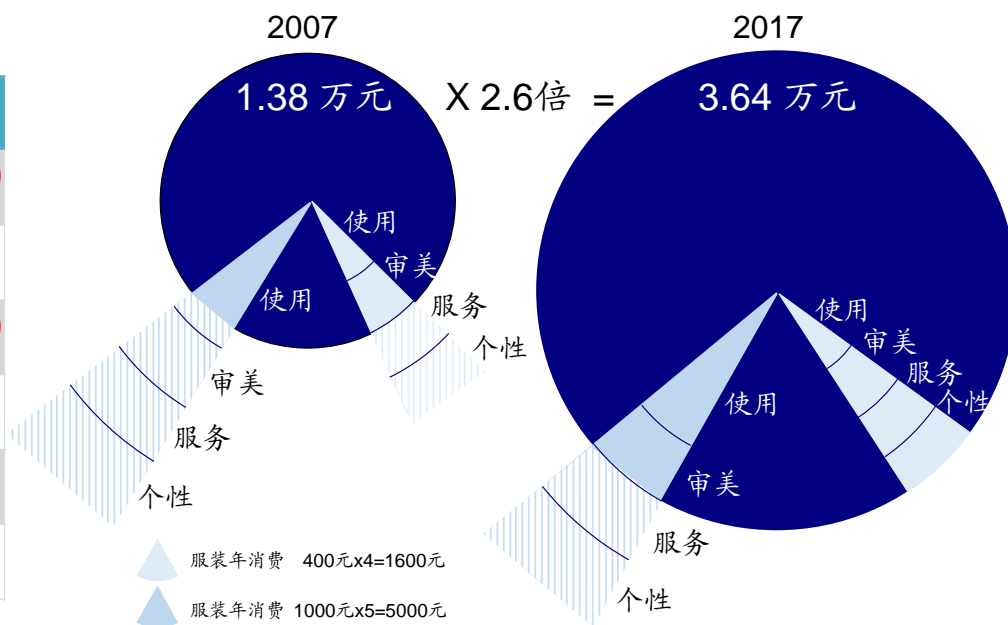
4. 品牌服饰

人均收入增加后，消费者对基础类服装产品价格敏感度降低，对即买即走的要求提高，对产品预期差的容忍度降低，体验式消费需求被唤醒。

图：线上VS线下服装消费优劣势

	线下	电商
价格优势	弱	强
质量预期差	小	大
产品丰富度	中	强
物流等待	无	有
退换货	需求少	需求多
体验服务	强	弱

图：服装价格敏感度随城镇居民可支配收入增加而降低



4. 品牌服饰

消费选择呈现个性化趋势

- 流行趋势变化更快，周期更短。
- 消费逐渐理性、成熟，个性化需求提升，KOL影响力增强。
- 网红效应、潮牌追捧、海外小众品牌进军国内均体现了消费个性化的现象。

图：海外品牌信息

品牌	Furla	Indibrand
成立时间	1927	2013
国家	意大利	韩国
主要产品	皮革制品	女装
进军中国时间	2016	2015
亚太地区销售增速、占比	17H1亚太地区收入增速 63% ，占销售总额 24%	截至 15 年末中国销售额占海外销售总额 70%
中国主要销售渠道	13 家店铺 阿里巴巴旗舰店	直营网站



Indibrand



4. 品牌服饰

品牌服装消费属性增强，行业具备自上而下投资逻辑。

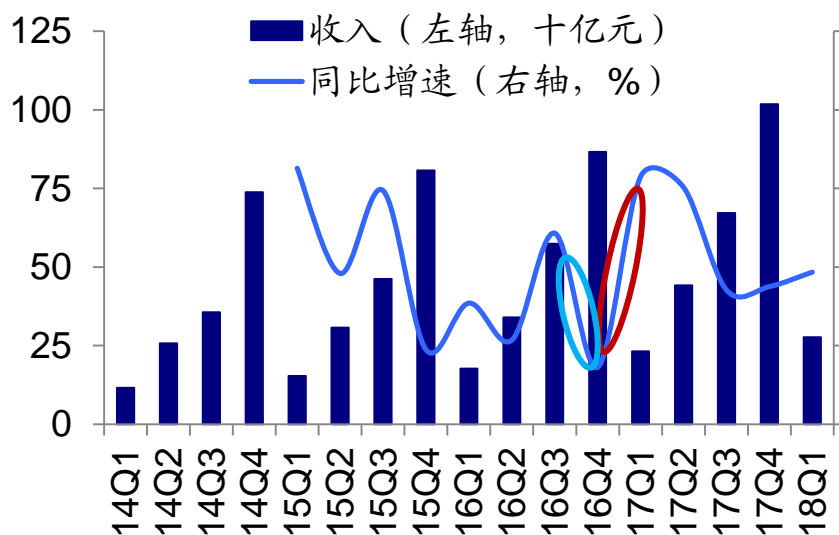
图：2014-2017 服装类单月零售额（亿元）和增速



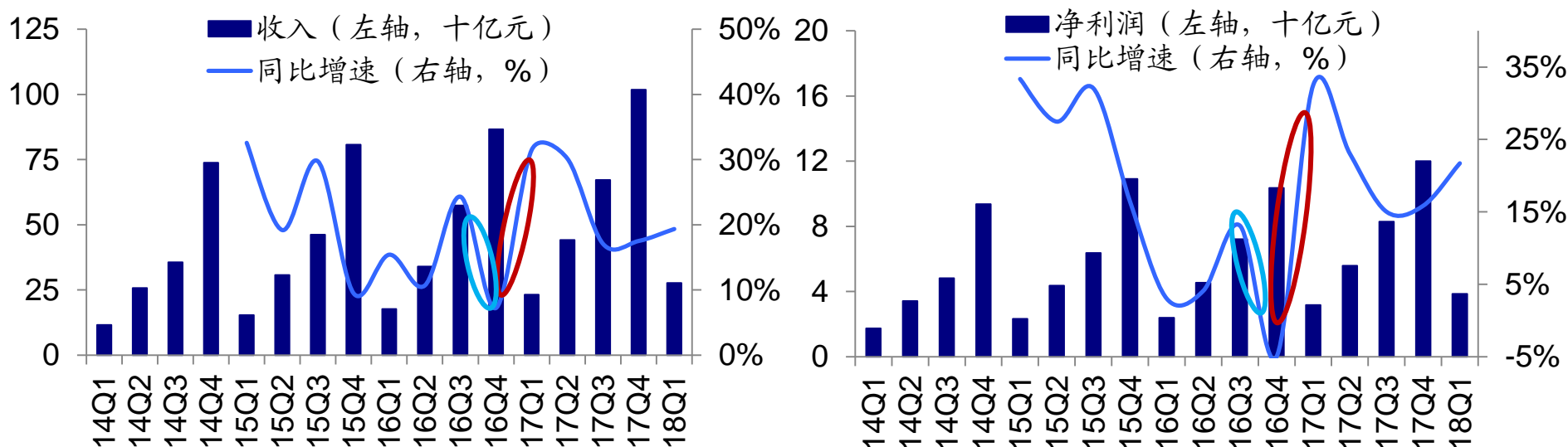
4. 品牌服饰

品牌服装消费属性增强，2017年收入和净利润增速较2016年均呈上升趋势。

图：2014-2017品牌服饰
季度累计收入额(十亿元)和增速



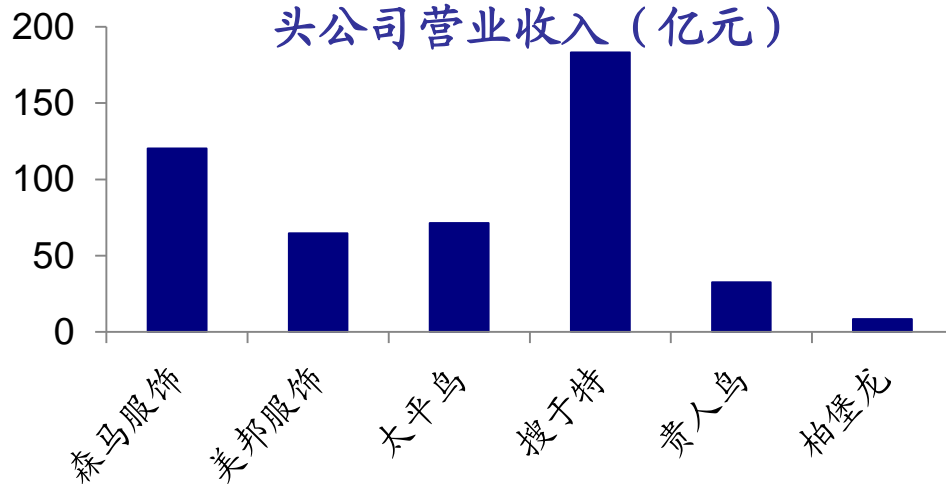
图：2014-2017品牌服饰
季度累计净利润(十亿元)和增速



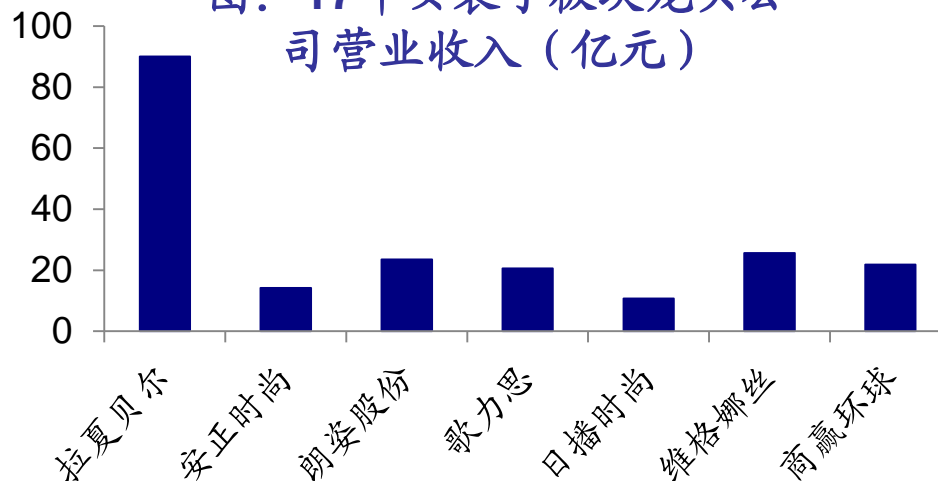
4. 品牌服饰

如何挑选龙头公司？大规模是重要因素之一

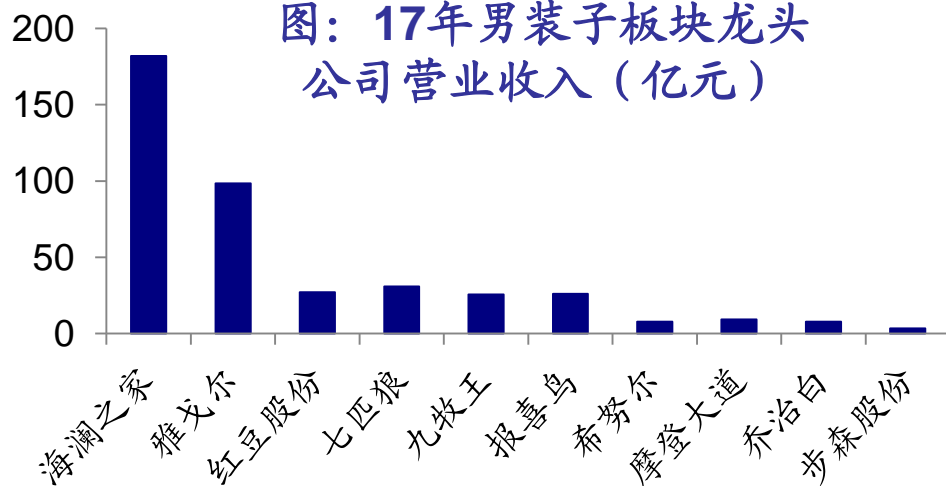
图：17年休闲服装子板块龙头公司营业收入（亿元）



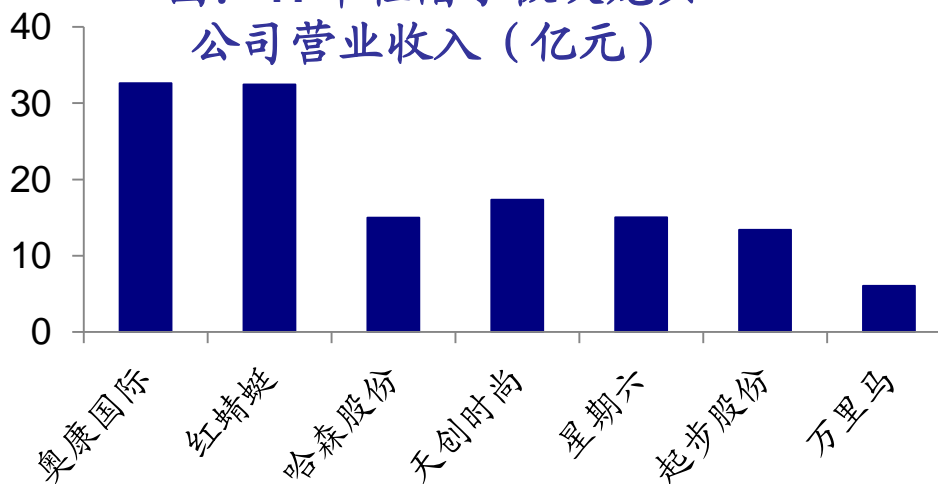
图：17年女装子板块龙头公司营业收入（亿元）



图：17年男装子板块龙头公司营业收入（亿元）



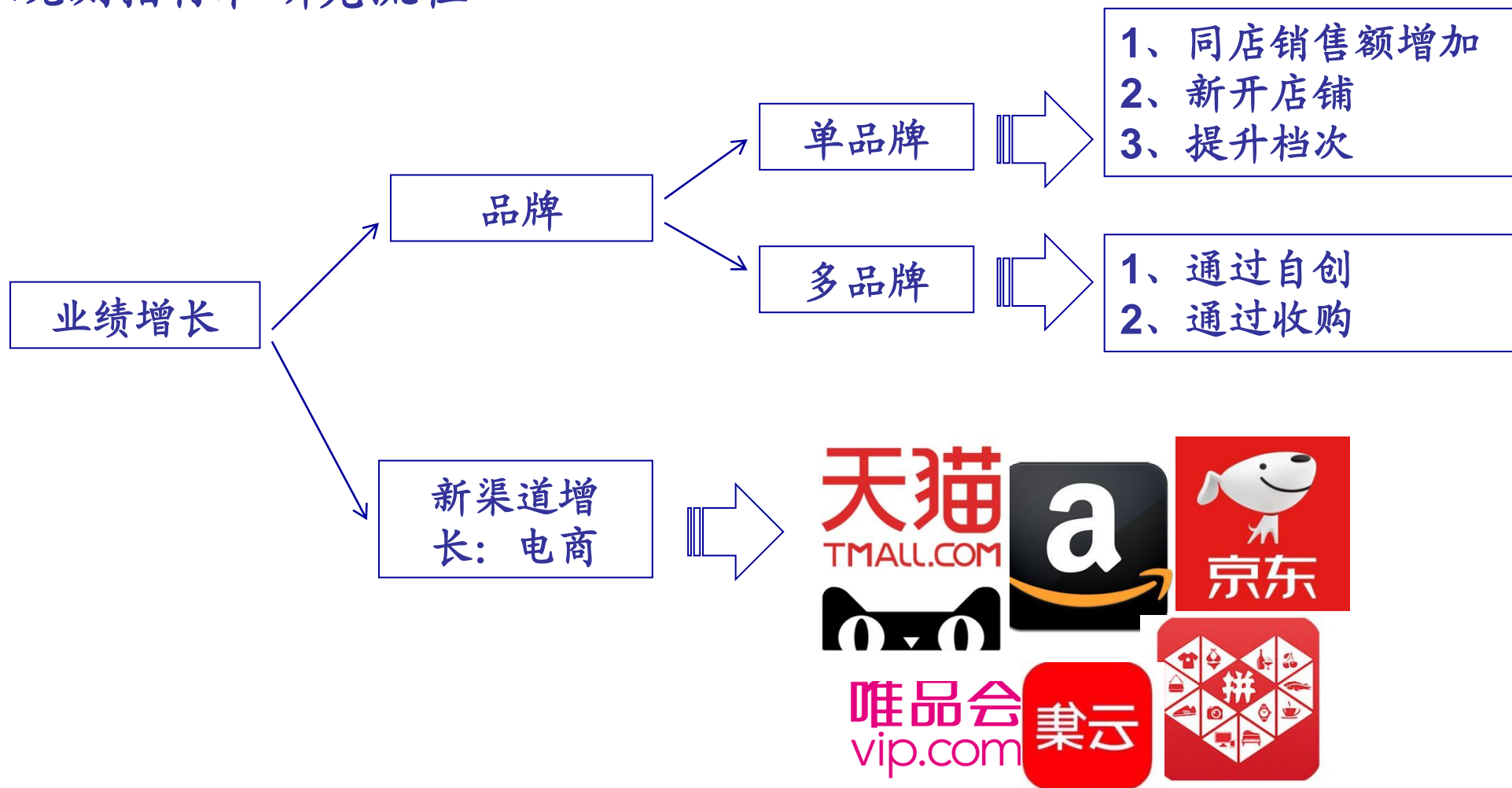
图：17年鞋帽子板块龙头公司营业收入（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

4. 品牌服饰

观测指标和研究流程

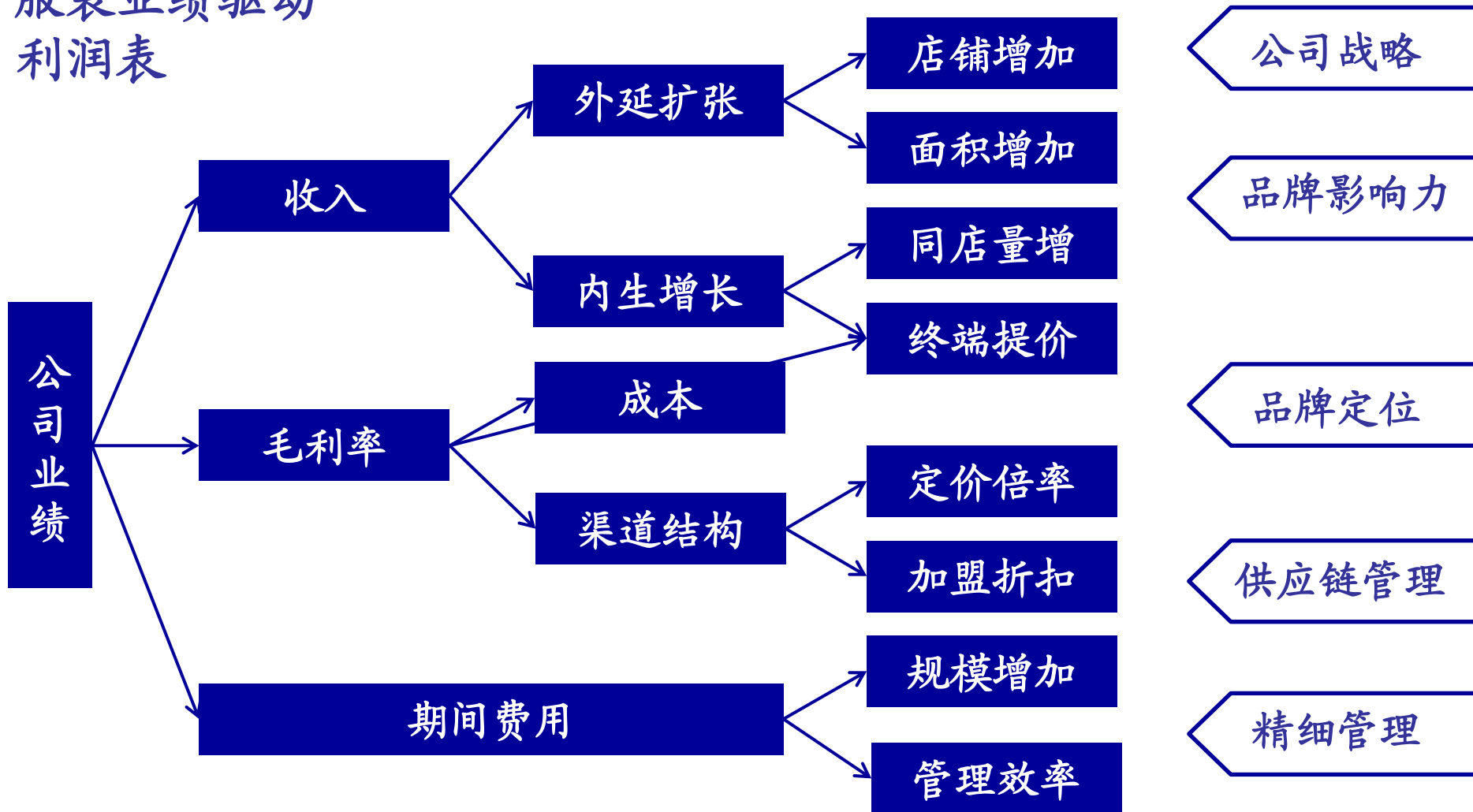


观测指标和研究流程

- 1、新渠道两个指标：盈利能力、销售占比。
- 2、内生增长三个指标：同店增长（提价、量增）、周转、加盟商库存情况（库销比）。
- 3、外延扩张两个指标：新开门店数量（公司会披露）、加盟商盈利能力（租售比）。
- 4、对于服装企业最重要的财务指标：存货、应收账款、经营性现金流。直营占比较高的企业看存货，加盟占比较高的企业看应收账款。
- 5、过去两年品牌服装企业大多依靠“提价”、“开店”这两个不健康的驱动力进行扩张。

4. 品牌服饰

- 服装业绩驱动
- 利润表



1. 纺织服装行业基本情况
2. 纺织服装行业分析框架
3. 服装零售
4. 纺织制造
5. 研究方法的具体实施
6. 风险提示

观测指标和研究流程

行业专家

关注企业具体如何经营，一方面是计划实施步骤，另一方面是相应的企业架构和人员调整。

财务分析

财务报表是企业运营情况的阶段性答卷，三张表一起研究。

草根调研

了解终端情况，从竞争品牌了解行业、调研公司情况。

纺织服装行业跟踪指标归纳

纺织板块：紧盯出口数据（指标和来源）和原材料价格数据（指标和来源）

	指标	数据来源
出口数据	纺织品、服装出口额、出口增速	WIND
	子行业的出口额、出口增速	WIND
	向欧美的出口额、出口增速	第一纺织网
原材料价格 (棉花价格)	内棉价格：中棉328、纯棉40s纱	WIND
	外棉价格：ICE2号棉花、cotlookA指数等	WIND
原材料价格 (化纤价格)	聚酯切片、PTA、MEG、涤纶短纤、DTY、POY、FDY、棉短线、粘胶短纤、粘胶长丝、人棉纱、PTMEG、MDI、氨纶40D	WIND

纺织服装行业跟踪指标归纳

服装板块：更多需要研究公司的模式。

行业销售趋势：同店增长情况，终端折扣情况。

新渠道网购：盈利情况、销售占比。

终端库存压力（内生增长）：调研终端库销比情况。

加盟商盈利能力（外延扩张）：调研终端租售比情况。

订货会数据：上次订货会的数据锁定了本季度上市公司的业绩情况。但现阶段订货会的指引作用越来越弱，还是通过跟踪终端销售数据比较直接。

5.研究方法的具体实施

品牌：精炼内功，供应链垂直优化

- 核心：以**SPA**优化为目标，夯实大品牌+批量生产+订货制为基础的**B2C**范式。
- 措施：寻求优质供应商战略合作，增加补单比例、提升终端反馈。
- 代表：森马服饰、海澜之家、都市丽人等。

SPA体系的四大模块

生产体系的扩展

信息和物流系统的完善

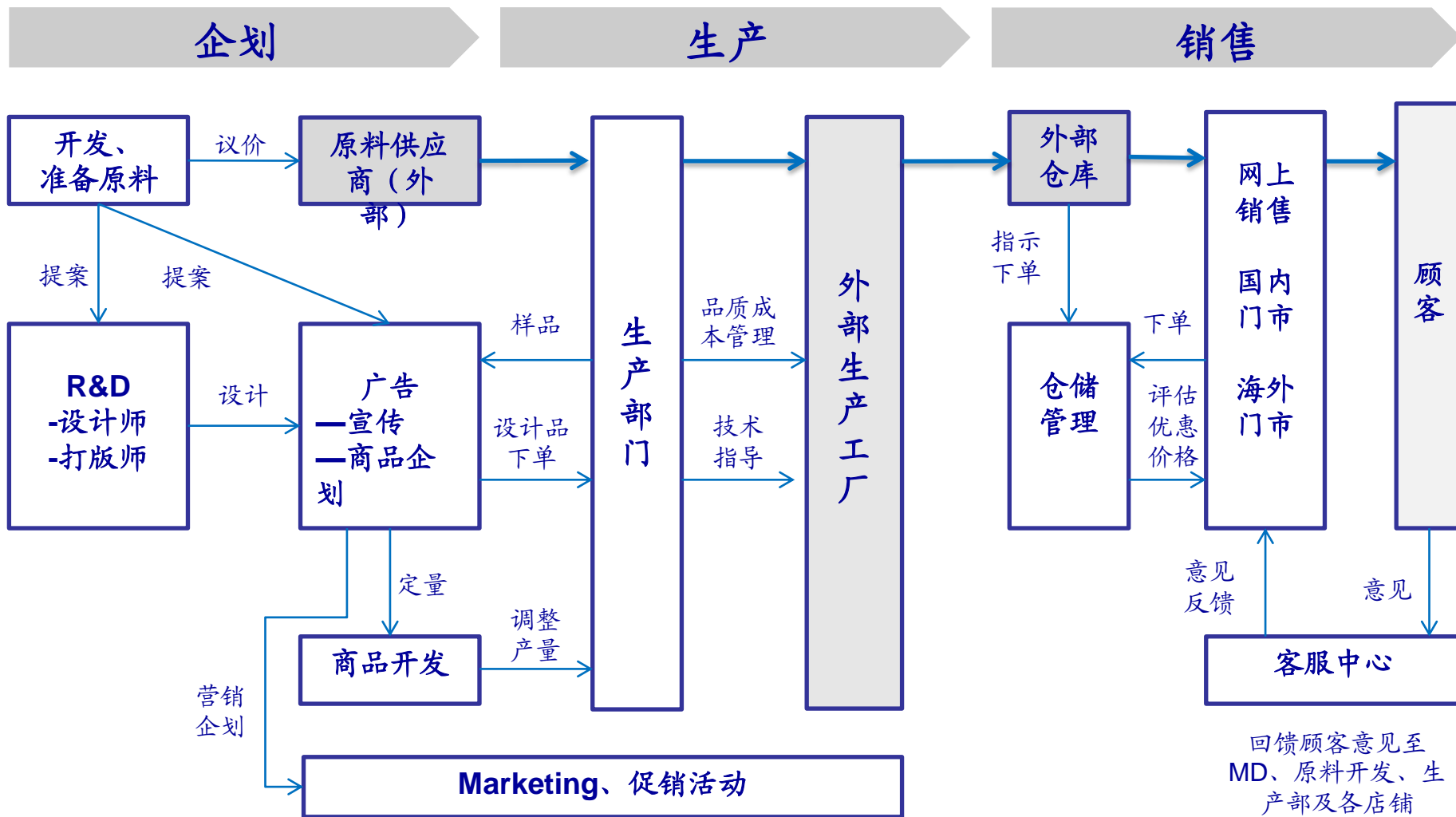
零售网络的发展

对渠道和商品策划的控制

SPA倡导微调型**MD**模式，1) 缩短从发出订单到交货的商品供货周期，建立追加订单的生产体系，以此减少库存和损耗；2) 每天收集售点销售信息，经分析后，实现以周为单位的商品策划。完善的信息和物流网络是支撑**SPA**体系的关键。

5.研究方法的具体实施

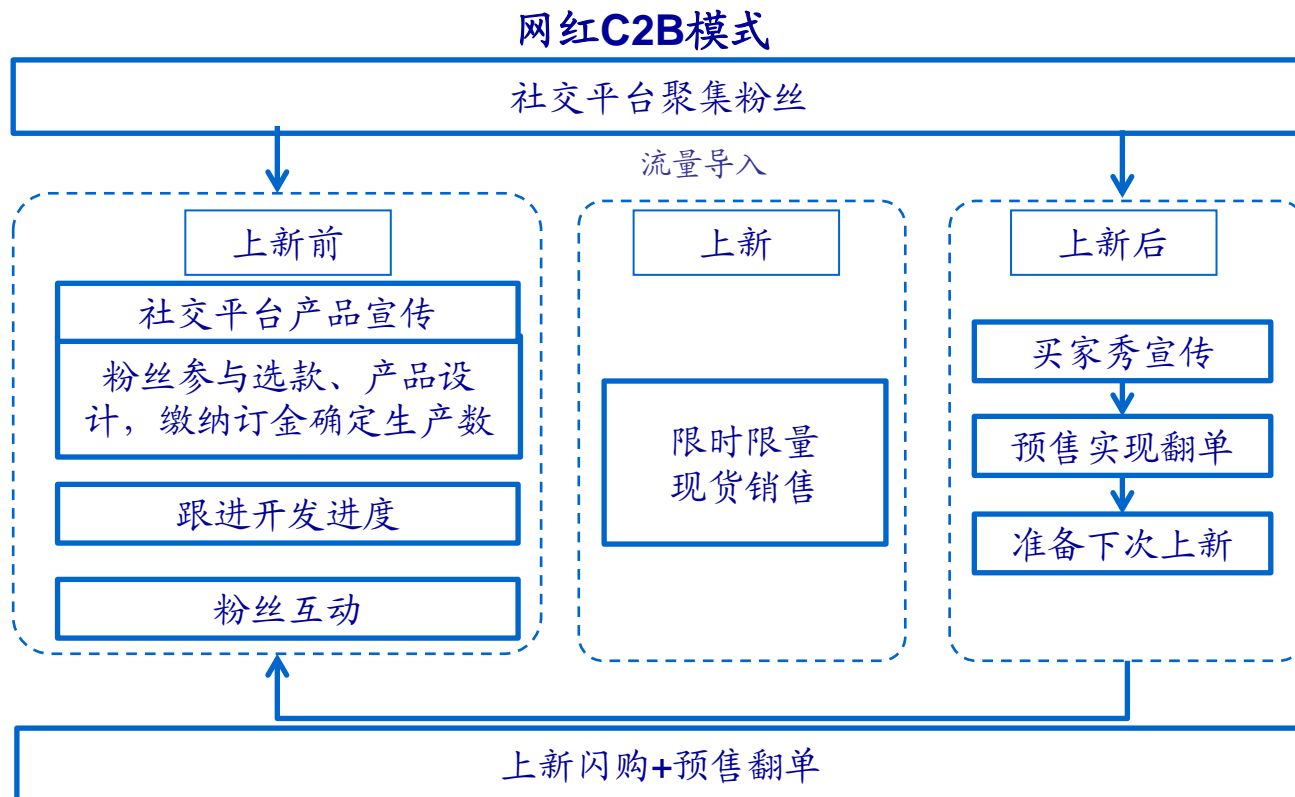
品牌：精炼内功，供应链垂直优化——优衣库SPA模式解析



5.研究方法的具体实施

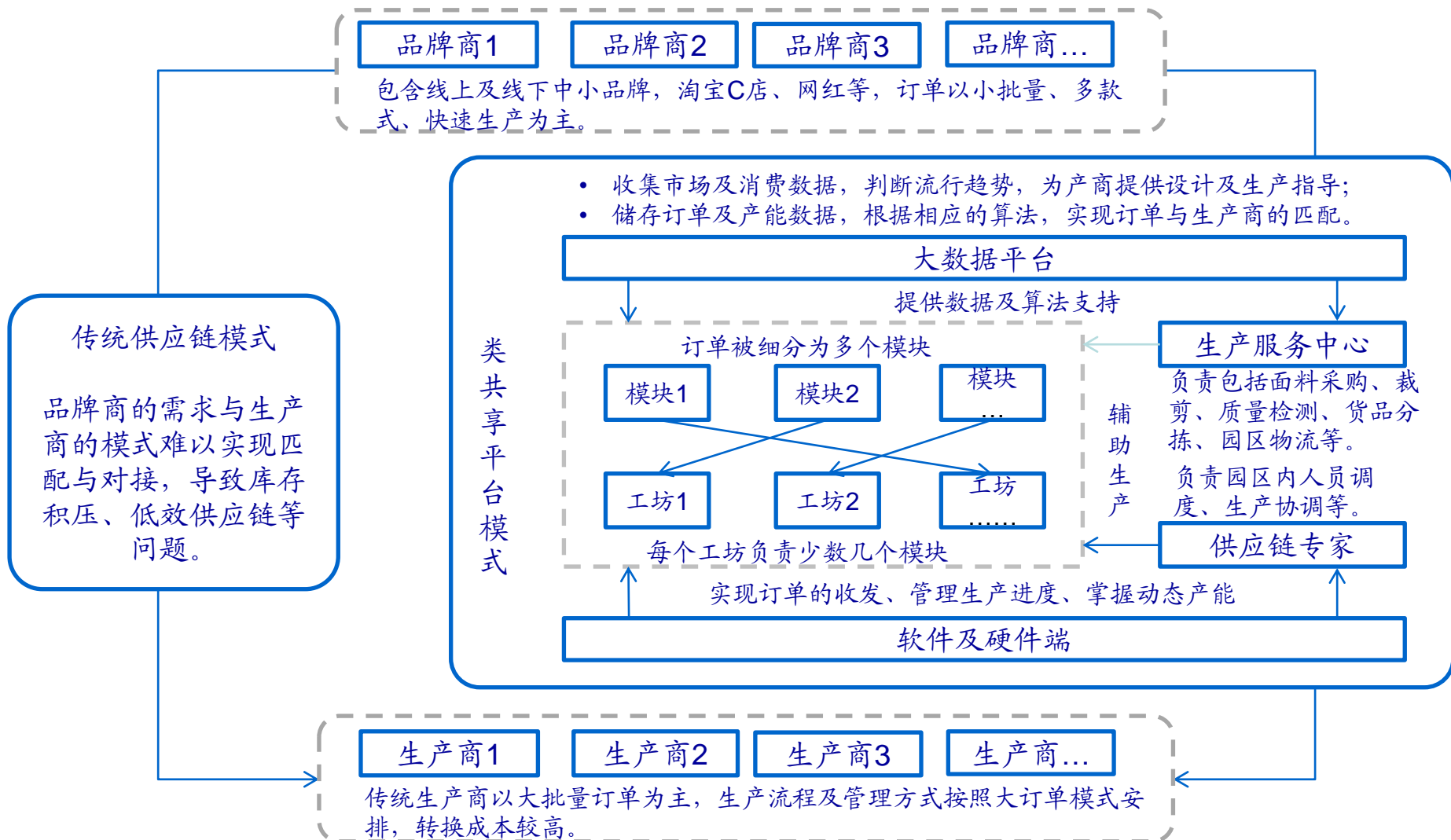
平台：搭建平台，整合外部产业链资源

- 核心：供给过剩、小品牌涌现背景下，打造小而美+柔性生产+补货制的**C2B**新范式。
- 措施：通过平台建设，实现供需信息的共享及有效匹配。
- 代表：南极电商、华孚色纺、辛巴达等。



5.研究方法的具体实施

平台：搭建平台，整合外部产业链资源——平台模式



6. 风险提示

- 终端需求下滑
- 行业竞争加剧
- 原材料价格波动
- 人民币汇率波动
- 中美贸易争端对出口商品关税不确定性
- 实体门店线上拓展不及预期等

分析师声明

梁 希

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

纺织服装研究团队：

分析师

梁 希

SAC执业证书编号：S0850516070002

电 话：021-23219407

Email: lx11040@htsec.com

联系人：盛开

电 话：021-23154510

Email: sk11787@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。