

服装家纺行业

从迅销和岛村服饰的发展历程看国内服装龙头企业的发展机会

分析师： 糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

核心观点：

- 目前中国与 1980-1990 年代的日本在宏观经济、人口结构、国际环境等方面存在诸多相似之处

中国目前面临着 GDP 增速放缓、人口出生率下降社会老龄化特征明显、成为世界第二大经济体后国际贸易环境恶化等问题，与 1980-1990 年代经济增速换挡期的日本有诸多相似之处。

- 不同时期日本服装消费呈现不同特征，一批优质纺服企业成功穿越经济周期

战后日本的经济的发展可以划分为经济高速增长期、经济增速换挡期、经济增长停滞期三个阶段。经济高速增长期服装消费品类丰富化选择多样化，经济增速换挡期消费开始呈现个人化特征、追逐高端品牌，经济增长停滞期服装消费更多注重产品品质和性价比。1990 年至今，日本服装消费长期负增长，但是有一批服装企业业绩和市场表现优异，成功穿越经济周期，这些服装企业主要包括了高性价比的大众服饰龙头（迅销、岛村服饰等）以及技术积累深厚的鞋类、内衣、袜类子行业龙头（亚瑟士、华歌尔、Tabio）。

- 成功穿越经济周期的迅销、岛村服饰股价和业绩表现优异

通过分析各品牌的不同历史阶段，各品牌成功穿越经济周期的关键因素不尽相同。迅销：高性价比的产品定位、积极进行产品变革和海外扩张；岛村：高性价比的产品定位、持续提升运营管理能力降低成本、童装品类的快速发展。

- 对标国内 A 股市场，我们看好男装大众服饰龙头海澜之家和童装龙头森马服饰

对标日本服装消费的演变，未来国内服装消费将向本土化和高性价比化发展，因此看好男装大众服饰龙头海澜之家以及童装龙头森马。海澜之家高效的供应链体系降低了成本，提升了产品的性价比；类直营的销售模式则有力加速了渠道扩张与产品销售。森马旗下巴拉巴拉是国内童装行业龙头，在规模、渠道、研发等方面具备先发优势，同时森马联手 The Children's Place、收购 Kidiliz，积极推进投资合作也为童装的发展打开了新空间。

- 风险提示

终端销售不景气风险，行业竞争加剧风险。

相关研究：

目录索引

引言	6
一、中国目前环境与 1980-1990 年代的日本存在诸多相似之处	6
1、宏观经济：当前中国和 1980-1990 年代的日本同处于经济增速换挡期	6
2、人口结构：出生率下降，社会老龄化特征凸显	7
3、国际环境：国际贸易摩擦加剧，出口环境恶化	8
二、不同时期日本的消费特征	11
1、第一阶段（1960-1973）：经济高速增长，科技以及工业技术的进步推动电器等耐用消费品快速提升	11
2、第二阶段（1974-1991）：经济实力提升，消费逐步向个人化以及高端化转变 ..	12
3、第三阶段（1992-2018）：泡沫经济破裂后进入增长停滞期，M 型社会特征显现，消费回归理性	13
三、服装消费受经济环境影响进入长期负增长，行业龙头穿越经济周期实现高速增长 ...	14
四、行业龙头企业发展历程分析	15
1、迅销（优衣库母公司）	15
2、岛村（岛村服饰母公司）	23
五、国内优质企业对标	31
1、海澜之家——男装行业大众品牌龙头	31
2、森马服饰——童装行业龙头	35
六、风险提示	43
1、终端销售不景气风险	43
2、行业竞争加剧风险	43

图表索引

图 1: 日本 GDP 同比增速	6
图 2: 中国 GDP 同比增速	6
图 3: 中国与日本 GDP 对比 (国际元)	7
图 4: 日本总生育率	7
图 5: 中国总生育率	7
图 6: 日本人口出生率	8
图 7: 中国人口出生率	8
图 8: 日本国民各年龄结构人群占比 (%)	8
图 9: 中国居民各年龄结构人群占比 (%)	8
图 10: 日本家庭主要家用电器百户保有量 (台)	12
图 11: 日本 6 个主要城市总体平均土地价格指数	12
图 12: M 型社会形成	13
图 13: 日本员工工资薪金增速	13
图 14: 日本人均可支配收入占总收入比例	13
图 15: 日本 GDP 增速与服装类零售额增速情况	14
图 16: 日本服装子行业零售额增速情况	14
图 17: 迅销营收情况 (FY2002-FY2017)	16
图 18: 迅销净利润情况 (FY2002-FY2017)	16
图 19: 迅销上市以来股价 (日元) 以及日经 225 指数涨跌情况	16
图 20: 迅销营收情况 (FY1994-FY2001)	17
图 21: 迅销净利润情况 (FY1994-FY2001)	17
图 22: 迅销集团门店数量/家 (FY1984-FY2001)	17
图 23: 迅销营收情况 (FY2002-FY2009)	17
图 24: 迅销净利润情况 (FY2002-FY2009)	17
图 25: 日本 UNIQLO 网点数量/家 (FY2002-FY2009)	18
图 26: Global Brand 营收情况 (FY2005-FY2009)	20
图 27: Global Brand 营收占比 (FY2005-FY2009)	20
图 28: Global Brand 及 UNIQLO 网点数量/家 (FY2005-FY2009)	20
图 29: UNIQLO 国际营收情况 (FY2005-2017)	21
图 30: UNIQLO 国际营收占比 (FY2005-FY2017)	21
图 31: UNIQLO 国际与 UNIQLO 日本网点数/家 (FY2005-FY2017)	21
图 32: UNIQLO 国际和 UNIQLO 日本收入增长驱动情况 (FY2006-FY2017)	22
图 33: Global Brand 营收情况 (FY2010-FY2017)	22
图 34: Global Brand 营收占比 (FY2010-FY2017)	22
图 35: Global Brand 及 UNIQLO 网点数量/家 (FY2010-FY2017)	23
图 36: 岛村营收情况 (FY2000-FY2018)	23
图 37: 岛村净利润情况 (FY2000-FY2018)	23
图 38: 岛村各品牌收入占比 (FY2004-FY2018)	24
图 39: 岛村上市以来股价 (日元) 以及日经 225 指数涨跌情况	24
图 40: 岛村门店数量粗估/家 (1984-1994)	25
图 41: 岛村营收情况 (FY2000-FY2008)	25

图 42: 岛村净利润情况 (FY2000-FY2008)	25
图 43: 岛村集团产品平均单价	26
图 44: Shimamura 门店数量/家 (FY2004-FY2008)	26
图 45: Shimamura 同店收入 (FY2004-FY2008)	26
图 46: 直接物流货品数量	27
图 47: 直接物流采购货品占比	27
图 48: 每箱货物运输成本	27
图 49: 岛村收入情况 (FY2009-FY2018)	28
图 50: 岛村净利润情况 (FY2009-FY2018)	28
图 51: Shimamura 门店数量/家 (FY2009-FY2018)	29
图 52: Shimamura 同店收入 (FY2009-FY2018)	29
图 53: Shimamura 收入占总体营收比例 (FY2009-FY2018)	29
图 54: 主品牌 Shimamura 婴童服饰销售额 (FY2009-FY2018)	29
图 55: 主品牌 Shimamura 婴童服饰销售额占比 (FY2009-FY2018)	29
图 56: Birthday 收入情况 (FY2009-FY2018)	30
图 57: Birthday 营收占比 (FY2009-FY2018)	30
图 58: Birthday 收入情况	30
图 59: Birthday 营收占整体比例	30
图 60: Birthday 单店收入情况 (FY2009-FY2018)	31
图 61: 岛村各品牌收入增速 (FY2004-FY2018)	31
图 62: 岛村和西松屋童装收入和增速对比 (亿日元)	31
图 63: 2011-2017 年中国男装行业市场规模	32
图 64: 2011-2017 年中国男装行业产品市场结构	32
图 65: 海澜之家的加价倍率低于其他主要男装上市企业 (估算)	33
图 66: 海澜之家供应链体系	34
图 67: 海澜之家类直营模式优势	35
图 68: 我国 0-14 岁人口数目恢复增长	36
图 69: 城镇居民人均可支配收入	36
图 70: 中国童装市场规模	36
图 71: 2016 年各国人均消费童装金额	36
图 72: 童装行业前五名和前十名品牌份额占比	37
图 73: 各国童装前五名品牌份额合计	37
图 74: 公司童装品牌巴拉巴拉历年收入情况	38
图 75: 巴拉巴拉与国际品牌收入对比(亿美元)	38
图 76: 巴拉巴拉与国际品牌收入增速比较	38
图 77: 巴拉巴拉与国内品牌收入对比(亿元)	39
图 78: 巴拉巴拉与国内品牌收入增速比较	39
图 79: 国内童装公司研发费用对比	40
图 80: 国内童装公司研发费用率情况	40
图 81: TCP 营业收入及增速	41
图 82: TCP 净利润及增速	41
图 83: TCP 销售渠道数量/家	41
图 84: TCP 销售渠道区域结构 (16/17 财年)	41

图 85: Kidiliz 集团发展历程	42
图 86: Kidiliz 集团员工数量/人	43
图 87: Kidiliz 集团渠道数量/家	43
表 1: 美日贸易战时间表	8
表 2: 美日 1980-1990 年代贸易摩擦情况	9
表 3: 中美贸易摩擦情况	10
表 4: 经济低迷期表现优异的纺服企业	14
表 5: 优衣库功能性产品	18
表 6: 迅销集团并购品牌时间表	19
表 7: 岛村公司旗下主要品牌	27
表 8: 海澜之家价格下降带动销售量大幅增长(2012H1 和 2013H1 价格销量比较)	33
表 9: 海澜之家价格下降带动销售量大幅增长(2014 和 2015 价格销量比较) ..	33
表 10: 童装公司渠道数量对比/家	39
表 11: 童装品牌双 11 排名	39
表 12: Kidiliz 集团旗下品牌	42

引言

日本经济经历 20 世纪 60 年代到 70 年代中期的高速增长期以及 70 年代中期到 90 年代初的增速换挡期，1980 年代开始美日贸易摩擦逐步加剧，1990 年房地产泡沫破裂，日本经济陷入了长期增长停滞阶段。同为东亚国家，中国与日本在文化习俗、消费习惯上有很多共同之处，日本经济增长换挡期到停滞期仍然涌现出一批业绩及股价表现优异的品牌服装企业，我们选取了其中具有代表性的两家：**迅销（优衣库母公司）、岛村服饰**，对他们的发展历程以及重大战略转折点进行分析，关于这些服装企业的研究对于当下资本市场具有较强的借鉴意义。我们认为，未来国内的服装消费将向本土化以及高性价比化迈进，所以我们推荐 A 股男装大众服饰龙头**海澜之家**，童装子行业龙头**森马服饰**。

一、中国目前环境与 1980-1990 年代的日本存在诸多相似之处

1、宏观经济：当前中国和 1980-1990 年代的日本同处于经济增速换挡期

在 1960-1973 的战后经济高速增长期，日本 GDP 平均增速高达 16.4%。1973 年第一次石油危机爆发，日本经济受到较大冲击，由于政府实施了积极改革调整，产业结构顺利升级，经济股市持续繁荣，1974-1991 经济增速换挡期，GDP 平均增速 7.7%。1991 年前后，日本房地产泡沫破裂，此后经济进入漫长的增长停滞期，1992-2016 年，GDP 平均增速 0.49%。

中国经历了改革开放后 30 余年的高速发展，2011 年以来 GDP 增长逐步放缓。2014-2017，以不变价计算的中国 GDP 同比增速分别为 6.9%、6.7%、6.9%，增幅小于 7%。从 GDP 增速水平看，1980-1990 期间，日本 GDP 的平均增速约为 6.1%，同样处于经济增长的换挡期。

图1：日本GDP同比增速

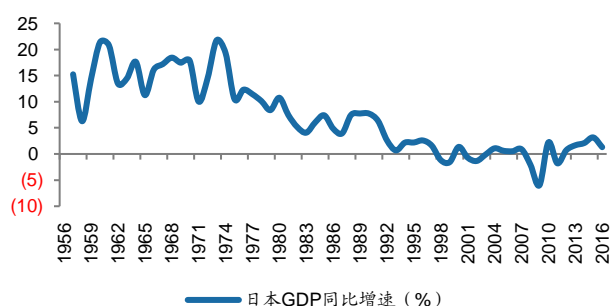
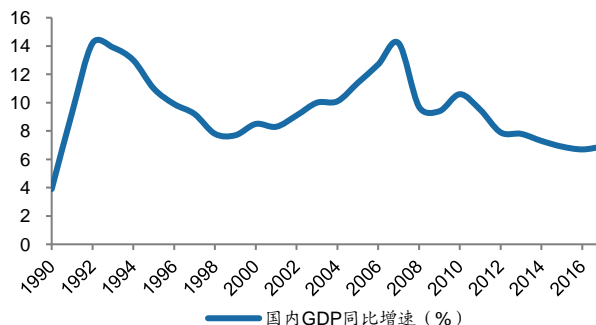


图2：中国GDP同比增速



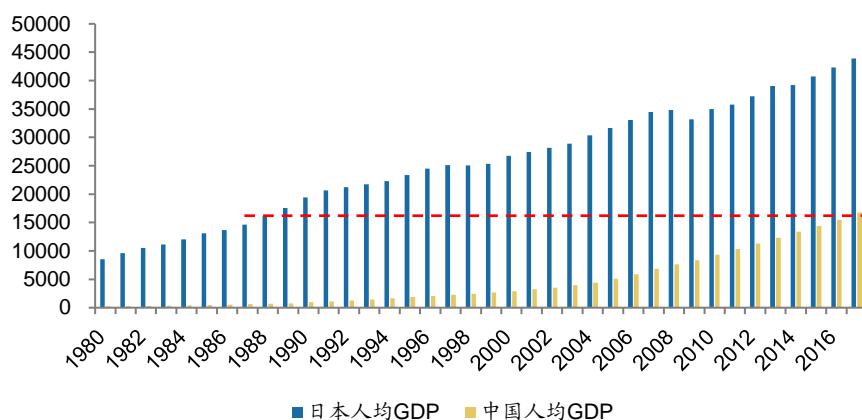
数据来源：日本经济产业省，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从人均 GDP 的角度看，2017 年，世界银行统计的中国人均 GDP 达到了 16762 国

际元，这个数字与 1980 年代后期的日本人均 GDP 水平相当。

图3：中国与日本GDP对比（国际元）

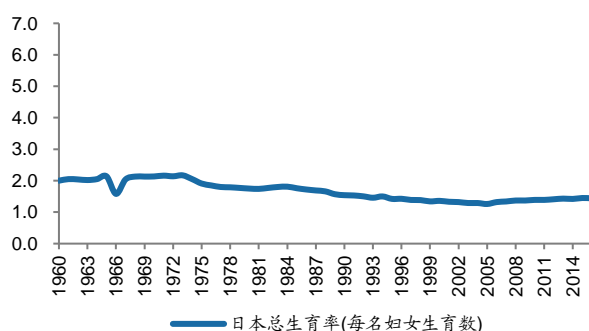


数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

2、人口结构：出生率下降，社会老龄化特征凸显

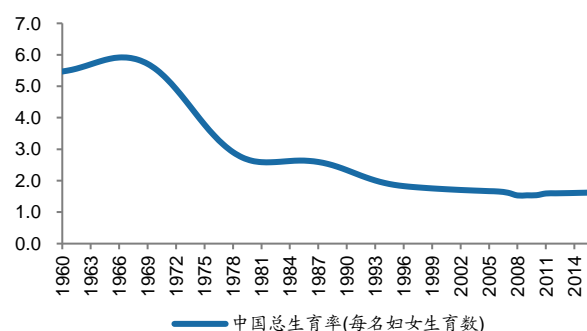
伴随经济及社会教育水平的提高，人口抚养成本提升，女性生育意愿下降。1970 年代起，日本总生育率降低，人口出生率逐步下降。根据世界银行统计 1980-1990 年代，日本人口出生率（每一千人口中的活产婴儿人数）从 13‰下降到 10‰。我国自施行计划生育政策以来，人口出生率持续下降，2003 年以来总生育率（每个妇女平均生育的子女数）在 1.7 以下，远低于 2.1 的标准人口替代率（一个国家或某区域在人口出生与死亡达到相对平衡时的总生育率）水平，人口出生率在 12‰左右，2015 年全面二孩政策放开后，人口出生率短暂上升后继续回落。

图4：日本总生育率



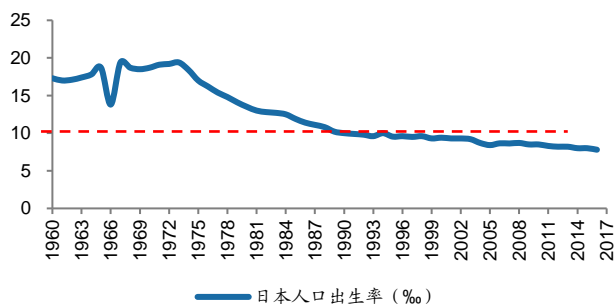
数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

图5：中国总生育率



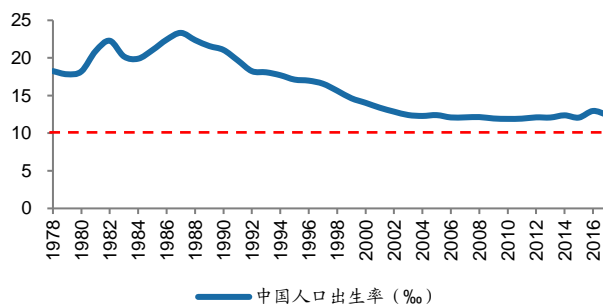
数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

图6: 日本人口出生率



数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

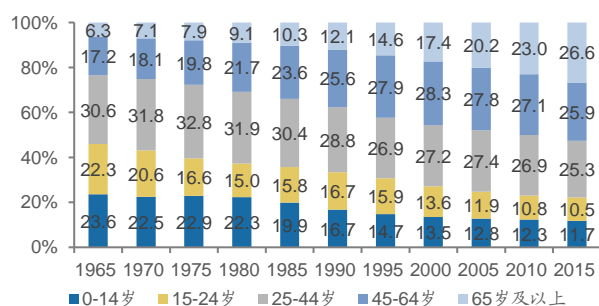
图7: 中国人口出生率



数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

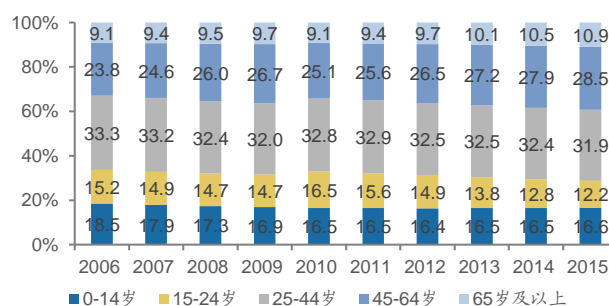
出生率下降以及经济和医疗水平的提升使得老龄人口比例持续提高。1980-1990 年代, 日本 65 岁以上老年人口比例逐步超过 10%, 老龄化现象日益严重。中国自 2013 年以来, 65 岁以上老年人口比例达到 10.1% 并逐步提高, 人口老龄化问题加剧。

图8: 日本国民各年龄结构人群占比 (%)



数据来源: 日本经济产业省, 广发证券发展研究中心

图9: 中国居民各年龄结构人群占比 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3、国际环境: 国际贸易摩擦加剧, 出口环境恶化

国际贸易方面, 战后日本工业的高速发展以及出口导向型的经济特征使得美日关系矛盾逐步显现, 两国在多个行业领域出现不同程度的贸易摩擦。20 世纪 50 年代至 60 年代末, 日本和美国围绕棉织品产生了贸易摩擦; 60 年代后半期到 70 年代, 日本和美国的摩擦领域有钢铁、电视、机械等; 1980 年代起, 汽车、电子等技术密集型高端制造产业开始引领日本经济的增长, 同时日本经济也逐步由内需主导向出口主导切换使得美日之间贸易摩擦激化。80 年代后, 日本和美国的贸易交叉领域又扩大到汽车、半导体等高技术产品和第三产业。

表 1: 美日贸易战时间表

时间	行业	美国采取的贸易战保护措施	日本应对方式	结果
----	----	--------------	--------	----

50年代起	纺织品	多边与双边贸易谈判、基辛格外交渠道、Mills 配额法案即 1970/1971 年通商法案、1956 年农业调整法 204 条（美国与韩国台湾香港等达成协议后有权单对日施加配额），对敌国贸易法第 232 条协定等	要求以多边、GATT 框架内方式解决纺织品问题；自愿出口限制；轻工业向重工业转型，将纺织工业转移到中国和东南亚	1957 日美纺织品协议、1962 日美棉纺织品短期协议、1963 日美棉纺织品长期协议、1972 美日纺织品贸易协议
60年代起	钢铁	要求自愿限制出口、1977 反倾销起诉、301 条款等	自愿限制出口	1968 日美钢铁产品协议、1974 年自愿限制出口、1976 美日特殊钢进口配额限制协定、1978 美国钢铁启动价格限制
70年代起	彩电	美国国际贸易委员会作出不利日本裁定、反倾销反补贴调查等	自愿限制出口、政府鼓励厂家海外投资	
80年代起	汽车	1980 卡特汽车行业救济政策、要求自愿限制出口、开放市场等	日本汽车厂家到美国投资建厂、自愿限制出口、开放市场	1981 日美汽车及零部件协议
	半导体	301 条款、反倾销诉讼、禁止日资在美投资与并购、贸易制裁性关税等	第三国出口价格管制、对美出口产品价格控制、日本市场份额 20%	1987 日美半导体协议
	电信	301 条款、里根特使、系统性全行业的市场开放等	移除贸易壁垒	系统性全行业的市场开放
	全行业	1989 国家贸易评估报告、超级 301 条款等迫使日本启动谈判；美国国务院、财政部和贸易代表处三个部门为主导进行多个部门谈判	日本承诺 10 年投入 430 万亿公共投资、审查土地税收体系、修正大店法、增强反垄断法、修改专利法、修改不利外企投资的相关法律、调查商品价格并控制公共用品价格	美日结构性障碍协议

数据来源：金融四十人论坛；广发证券发展研究中心

70 年代后半期到 80 年代，对美贸易摩擦成为日美之间的一个重大外交问题，日本的出口被视为引起美国经常收支赤字的元凶，美国要求日本采取出口资源限制。1985 年 9 月，美、德、法、英、日五国财政部长及央行行长召开 G5 会议，会上各国达成广场协议，试图调整美元贬值以消除各国贸易间的不平衡。

表2：美日1980-1990年代贸易摩擦情况

日期	事件
1985 年 9 月	美、德、法、英、日五国签订广场协议
1988 年 4 月 21 日	美众议院通过《1988 年贸易和竞争综合法案》
1988 年 4 月 27 日	美参议院通过《1988 年贸易和竞争综合法案》
1988 年 5 月 24 日	美总统否决《1988 年贸易和竞争综合法案》
1988 年 8 月 23 日	美国出台新贸易法《1988 年综合贸易与竞争法案》，含超级 301 条款
1989 年 5 月 25 日	超级 301 条款首次启用，USTR 认定日本在大型计算机、商业卫星、木材制品方面封闭市场，将日列为进行不公平贸易的三个主要国家之一。若日本在 18 个月内不能就消除贸易壁垒采取行动，美将对日出口商品强征 100% 报复性关税
1989 年 6 月 28 日	美日两国政府展开正式的官方会谈

1989 年 7 月 14 日	美日于巴黎峰会正式启动结构性贸易障碍的谈判，并发布联合声明，声明指出将通过结构性障碍谈判解决导致两国贸易失衡的国内结构性问题。计划于 1990 年春季左右达成中间协议，一年之内签署正式协议。两国建立联合工作小组。
1989 年 9 月 4 日	美日陷入紧张关系
1990 年 4 月 5 日	美日达成中期报告，双方均有妥协和让步
1990 年 6 月 28 日	《美日结构性障碍协议》发布，日本系统性开放市场，超级 301 条款并未付诸实施
1993 年 7 月 7 日	G7 东京会谈，美日达成“结构性经济协议”，日本同意在汽车及零件、电信器材、药品及医疗器械、保险业开放市场。但未达成具体落实措施的协议。
1994 年 2 月 11 日	细川护熙和克林顿进行贸易谈判，美要求以具体数额指标来保证去年 7 月协议的落实，双方谈判破裂
1994 年 2 月 15 日	美国政府贸易代表坎特扬言要对日本进行制裁，并明确告知日本：美国“在 30 天内宣布将采取的贸易行动”
1994 年 3 月 3 日	美再次启用超级 301 条款，宣布对日征收惩罚性关税，18 个月后实施，贸易制裁措施延期至 1997 年。谈判截止日期为 9 月 30 日。
1994 年 3 月 12 日	日美两国政府就开放日本移动电话市场问题达成协议，美宣布暂时停止将对日本实施的贸易制裁
1994 年 5 月	日本同意进一步开放市场
1994 年 9 月 30 日	美日政府宣布达成部分贸易协议：玻璃制品、保险、政府采购

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

从国际贸易环境来看，特朗普政府上台以来，不断发动针对中国的贸易限制，高筑关税壁垒，先后公布了500亿美元和2000亿美元的加税清单，国内出口环境恶化。未来中美贸易摩擦可能会呈现长期性以及反复性的特征，将对我国整体经济环境产生一定影响。

表3：中美贸易摩擦情况

日期	事件
2017 年 8 月 14 日	特朗普授权美国贸易代表审查所谓的“中国贸易行为”（包括中国技术转让等知识产权领域的做法）。
2017 年 8 月 18 日	美方宣布对中国发起“301 调查”。
2018 年 1 月	特朗普政府宣布“对进口大型洗衣机和光伏产品分别采取为其 4 年和 3 年的全球保障措施，并分别征收最高税率达 30% 和 50% 的关税”。
2018 年 2 月	特朗普政府宣布“对进口中国的铸铁污水管道配件征收 109.95% 的反倾销关税”。
2018 年 2 月 27 日	美商务部宣布“对中国铝箔产品厂商征收 48.64% 至 106.09% 的反倾销税，以及 17.14% 至 80.97% 的反补贴税”。
2018 年 3 月 9 日	特朗普正式签署关税法令，“对进口钢铁和铝分别征收 25% 和 10% 的关税”。
2018 年 3 月 22 日	特朗普政府宣布“因知识产权侵权问题对中国商品征收 500 亿美元关税，并实施投资限制”。
2018 年 3 月 23 日	中商务部拟对价值 30 亿美元的美国产水果、猪肉、葡萄酒、无缝钢管和另外 100 多种商品征收关税，以平衡美国加征进口钢铁和铝产品关税造成的损失。
2018 年 4 月 2 日	中国对原产于美国的 7 类 128 项进口商品中止关税减让义务，并加征关税
2018 年 4 月 4 日	美国政府发布加征关税商品清单，将对中输美的 1333 项 500 亿美元的商品加征 25% 的关税。
2018 年 4 月 4 日	中商务部发布 2018 年第 34 号公告，将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等约 500 亿美元进口商品采取加征 25% 关税。
2018 年 4 月 5 日	特朗普要求额外对 1000 亿美元中国进口商品加征关税。
2018 年 4 月 16 日	美国商务部下令禁止美国公司向中兴出口电信零部件产品，期限 7 年。
2018 年 4 月 16 日	美方研究发起新的 301 调查以反制中国在云计算与其他高科技服务领域的所谓“不公平限制”。
2018 年 4 月 17 日	美商务部宣布对产自中国的钢制轮毂产品发起即“双反”调查并初裁从中国进口的通用铝合金板存在补贴行为。

2018 年 4 月 17 日	中商务部公布对美国进口高粱反倾销调查的初裁。自 4 月 18 日进口经营者在进口原产美国进口高粱时，应依据 178.6%保证金比率向中国海关提供保证金。
2018 年 4 月 17 日	美方禁止移动运营商使用联邦补贴购买中国企业（包括华为公司和中兴公司）生产的任何电信设备。
2018 年 4 月 20 日	中商务部公布对原产于美国、欧盟和新加坡的进口卤化丁基橡胶（也称卤代丁基橡胶）反倾销调查的初裁。进口经营者在进口原产于美国、欧盟和新加坡的卤化丁基橡胶时，应依据裁定所确定的各公司 26.0%-66.5%倾销幅度向中国海关提供保证金；中商务部公布对原产于美国、加拿大和巴西的进口聚酰胺反倾销措施再调查裁定公告，并继续按照商务部 2014 年第 18 号公告内容实施反倾销措施。
2018 年 5 月 18 日	中商务部公布关于终止原产于美国的进口高粱反倾销反补贴的公告。
2018 年 5 月 29 日	美国宣布将对从中国进口的含有“重要工业技术”的 500 亿美元商品（包括与“中国制造 2025”计划相关的商品）征收 25%的关税。
2018 年 6 月 15 日	美方将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%的关税，其中 340 亿美元商品自 7 月 6 日起实施措施，对 160 亿美元商品加征关税开始征求公众意见。
2018 年 6 月 15 日	国务院发布公告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，其中对农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元商品自 7 月 6 日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告。
2018 年 6 月 18 日	特朗普宣称将对 2000 亿美元中国商品加征 10%关税，并称如果中国继续反击，美国将对额外 2000 亿美元中国商品追加额外关税。
2018 年 7 月 6 日	美国开始对第一批清单上 818 个类别、价值 340 亿美元的中国商品加征 25%的进口关税。
2018 年 7 月 6 日	中国对 340 亿美元的美国产品加征 25%的进口关税。
2018 年 7 月 11 日	美国拟对约 2000 亿美元中国产品（海产品、农产品、水果、日用品等项目）加征 10%的关税。
2018 年 7 月 26 日	美国参议院口头表决通过《综合关税法》同意降低超过 1600 种进口商品（近一半商品来自中国）的关税。
2018 年 8 月 2 日	美国声明称拟将 2000 亿美元中国商品加征税率由 10%提高至 25%。
2018 年 8 月 3 日	中方拟对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5%不等关税，与美方同步实施。
2018 年 8 月 8 日	美国公布第二批对 279 个项目、价值 160 亿美元中国进口商品加征 25%关税的清单，8 月 23 日起生效。
2018 年 8 月 8 日	中方决定对 160 亿美元自美进口产品加征 25%的关税，并与美方同步实施。
2018 年 9 月 18 日	美方宣布 9 月 24 日起对 2000 亿美元中国商品加征 10%关税
2018 年 9 月 18 日	中方商务部发言人指出将采取反制措施

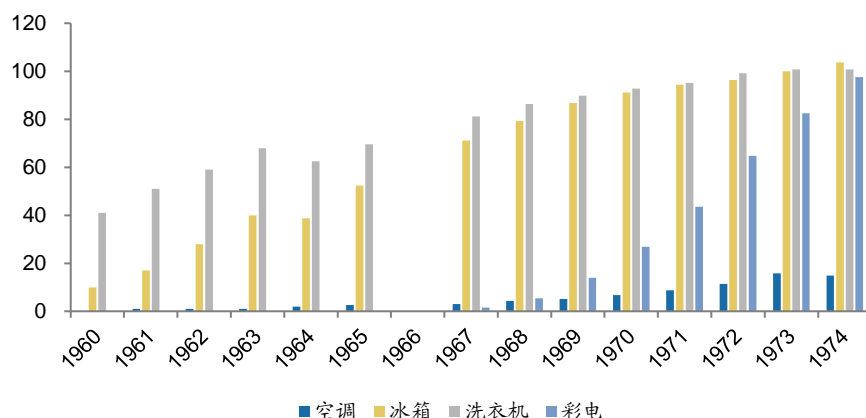
数据来源：新浪网，广发证券发展研究中心

二、不同时期日本的消费特征

1、第一阶段（1960-1973）：经济高速增长，科技以及工业技术的进步推动电器等耐用品消费快速提升

二战后，日本以贸易立国为方针，1950-1970 年代主要进行纺织品、玩具等轻工业品以及钢铁、机械等重工业品的生产和出口，实现了战后经济的高速增长。经济增长带来了居民消费能力的提升，科技以及工业技术的进步使得电器等耐用消费品的生产规模迅速扩张，家用电器（电视、洗衣机、冰箱、空调等）快速普及，到 1970 年代中后期，主要家用电器在日本家庭中的普及率超过了 90%。

图10: 日本家庭主要家用电器百户保有量(台)



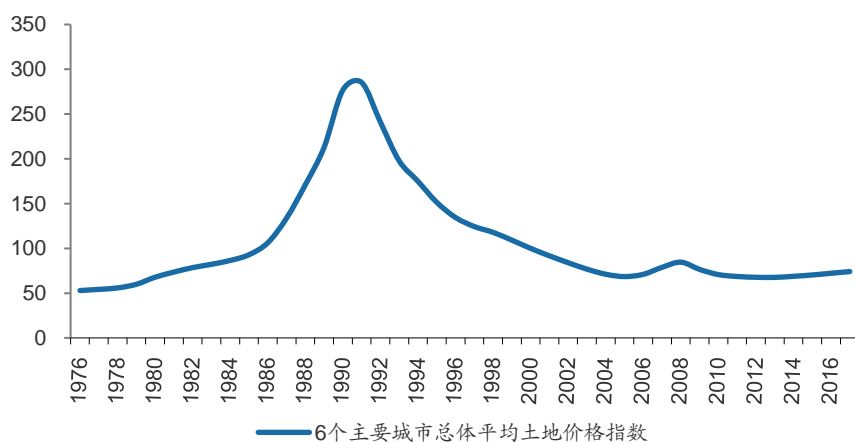
数据来源: 日本内阁府, 广发证券发展研究中心

在服装消费方面, 得益于1950-1960年代日本纺织业在战后的快速发展, 服装产品丰富化, 消费者的选择也逐步多样化, 这一时期日本诸多服饰品牌处于初创时期。

2、第二阶段(1974-1991): 经济实力提升, 消费逐步向个人化以及高端化转变

经过战后工业的高速发展, 日本经济实力显著提升, 于1986年成为世界第二大经济体。1985年《广场协议》签订, 日元持续升值, 出口导向型经济承压。为应对出口环境恶化对国内经济的影响, 日本政府开始实施扩大内需的财政政策。日本央行连续5次降息, 货币供应量连续四年双位数增长, 金融过度自由化使得巨量资本流入房地产和股票市场, 经济呈现泡沫化繁荣。

图11: 日本6个主要城市总体平均土地价格指数



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

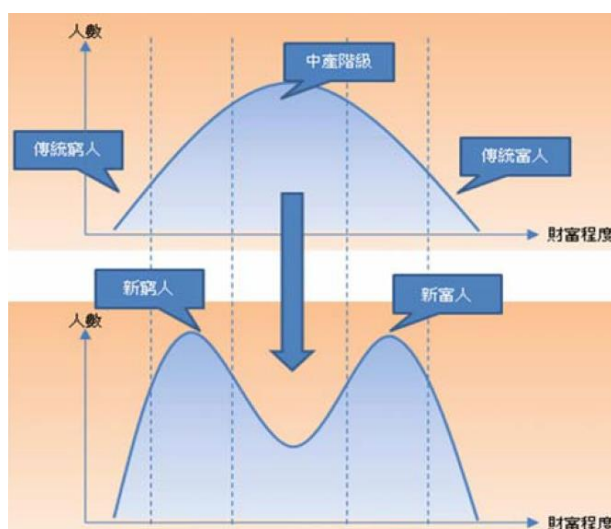
由于整体经济实力的提升以及后期经济泡沫导致居民财富高速增长, 日本居民消费

重心由 1960-1970 年代初期以家庭为核心的耐用品消费转向以个人为核心的高端化消费。滑雪、高尔夫等贵族运动兴起，服装配饰消费方面，国际奢侈品品牌 LV、Channel、Hermes 广受欢迎，日本销量在全球范围内最高。

3、第三阶段（1992- 2018）：泡沫经济破裂后进入增长停滞期，M 型社会特征显现，消费回归理性

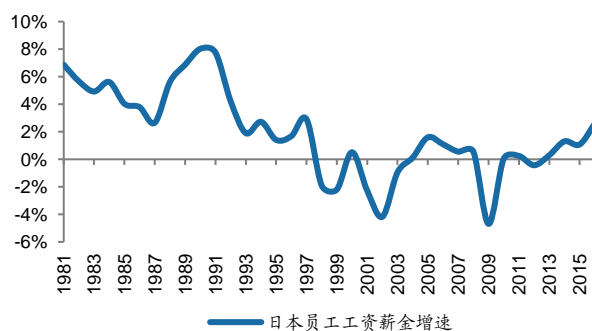
1989 年起，日本央行通过 5 次加息将贴现率提高到 6%，重创日本房地产市场，房地产价格从 1991 年开始直线下滑，日本经济自此进入长达 20 年的增长停滞期。宏观经济不景气，员工薪资增速持续走低甚至呈现负增长，导致劳动人口中产阶级大量减少，收入阶层分布向低层阶层和高层移动，呈现出了左右两边高峰、中间低谷的 M 型社会结构。与此同时，国民可支配收入占总收入比例也在持续降低，导致消费能力进一步下降。

图12: M型社会形成



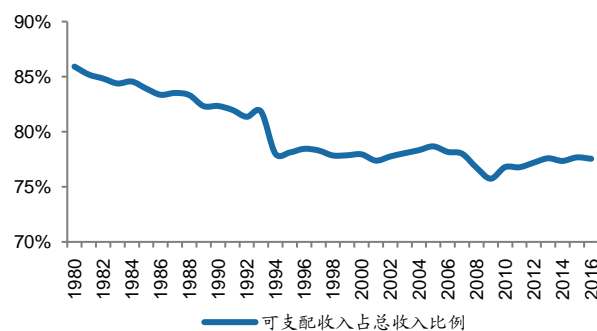
数据来源：大前研一《M型社会》；广发证券发展研究中心

图13: 日本员工工资薪金增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图14: 日本人均可支配收入占总收入比例



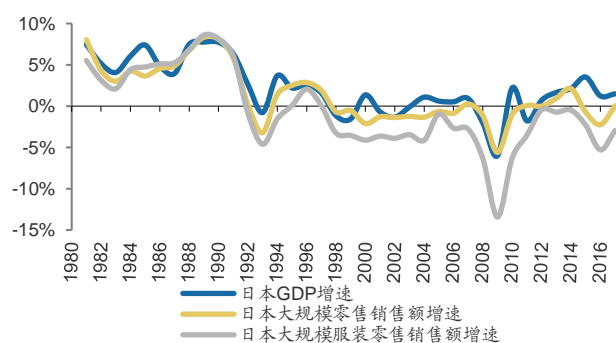
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

经济增长停滞以及收入增速放缓对于产品消费习惯产生了显著影响。消费者对于品牌的概念弱化，更加注重产品的品质以及性价比，消费趋势向理性回归。一大批以性价比著称的品牌如优衣库、无印良品、大创、岛村服饰等脱颖而出，成为了日本国民品牌并逐步走向世界。

三、服装消费受经济环境影响进入长期负增长，行业龙头穿越经济周期实现高速增长

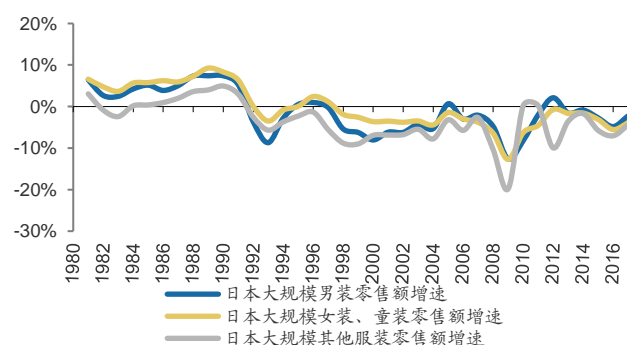
消费发展情况与经济兴衰高度相关。1991年后，由于GDP增速放缓，人均收入减少，服装消费受到影响。根据日本经济产业省统计数据，日本大规模服装销售零售额包括男装、女装和童装等零售额从1990至今长期处于负增长。

图15：日本GDP增速与服装类零售额增速情况



数据来源：日本经济产业省，广发证券发展研究中心

图16：日本服装子行业零售额增速情况



数据来源：日本经济产业省，广发证券发展研究中心

从日本的上市服装企业中进行筛选，我们发现仍然有一批企业在GDP增长停滞期的环境下，实现较高的营收增速，同时股票的表现也优于同期的市场指数（股价以及指数提取日期为2018/8/30）。这些公司涵盖了快时尚（迅销、岛村、ADASTRIA）、服饰家居（良品计划）、商务正装（青山商事）、鞋类（亚瑟士）、袜类（Tabio）、内衣（华歌尔）、工作制服（workman）等多个纺织服装子行业。

这些公司普遍历史较为悠久，最早的华歌尔和亚瑟士成立于1949年，最晚的workman成立于1982年，均成功穿越日本经济周期，长期焕发生命力；从产品定位来看，主要为主打高性价比的服饰品牌（迅销、岛村、ADASTRIA、良品计划、青山商事）和技术研发积累深厚的子行业龙头（亚瑟士、华歌尔、Tabio）。

表4：经济低迷期表现优异的纺服企业

公司代码	公司名	品牌简介	有数据以来股价涨跌幅	对应期间日经指数涨跌幅	有数据以来营收年均复合增长率	对应期间日本GDP年均复合增长率
------	-----	------	------------	-------------	----------------	------------------

9983 JP Equity	迅销	旗下有优衣库、GU、Theory、Comptoir Des Cotonniers、J Brand 和 Princesse tam.tam	312%	10%	11.91%	0.54%
8227 JP Equity	岛村	旗下有岛村、Birthday、Chambre、Divalo 等	349%	-23%	35.26%	0.11%
7453 JP Equity	良品计 划	旗下主品牌为 MUJI，还经营 IDEE 品牌，从事露营地 的经营，销售房屋	751%	40%	9.73%	0.06%
7936 JP Equity	亚瑟士	主要从事体育产品制造和销售，旗下品牌包括、Asics Tiger 和 Onitsuka Tiger	449%	231%	4.11%	0.21%
8219 JP Equity	青山商 事	从事商务服装，休闲服装，信用卡，印刷和媒体，杂项 销售，维修服务以及其他业务。旗下品牌包括青山洋服、 CALAJA 和特许经营的 American Eagle、Outfitters	31%	2%	2.56%	0.11%
3591 JP Equity	华歌尔	旗下品牌包括 Wacoal Junior、tsumori chisato、Wacoal Maternity、Remamma、Wellness by Wacoal、CW-X	684%	231%	0.94%	0.29%
2685 JP Equity	ADAST RIA	旗下品牌主要有 AGEBLUE、HARE、GLOBAL WORK、 LOWRYS FARM、JEANASIS、Heather、agrea、NINE BLOCKS、apart by lowrys 等	167%	52%	17.73%	0.15%
7564 JP Equity	WORK MAN	经营工作制服和相关商品，包括工作手套和安全鞋，旗 下有 Field Core、Find-out、XEBEC、CO-COS 等品牌	338%	27%	5.80%	-0.04%
2668 JP Equity	TABIO CORP	旗下品牌包括靴下屋、Tabio 等品牌	336%	43%	4.02%	0.34%

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

四、行业龙头企业发展历程分析

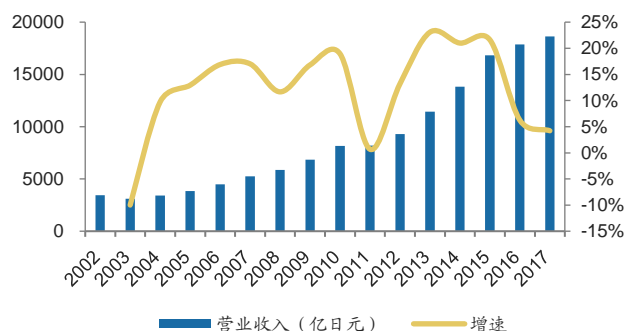
1、迅销（优衣库母公司）

迅销为全球著名服装公司，旗下品牌包括优衣库、GU、Theory等。公司1963年成立，1984年开出第一家门店，1999年在东京证券交易所上市，目前在全球设有3294家店铺。1994-2018（数据最早追溯到1994年），营收从333亿元上升到18619亿元，CAGR为18.3%；净利润从13亿日元上升到643亿日元，CAGR为17.7%。上市至今（2018/8/30）股价涨幅超过300%。

公司旗下核心品牌为优衣库，主要提供基本款休闲服饰，注重产品的平价、优质和

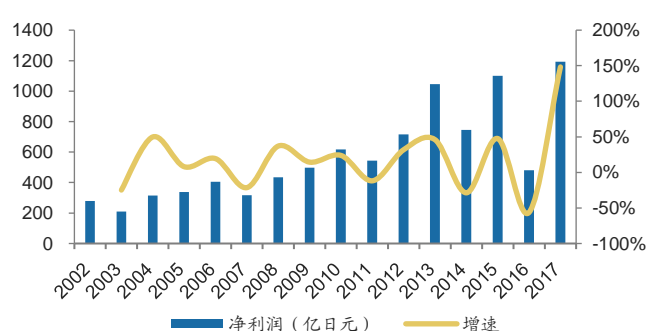
款式的多样性，旨在以中低阶层能够承受的价格，提供拥有中上阶层质感的商品。

图17: 迅销营收情况 (FY2002-FY2017)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图18: 迅销净利润情况 (FY2002-FY2017)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图19: 迅销上市以来股价 (日元) 以及日经225指数涨跌情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

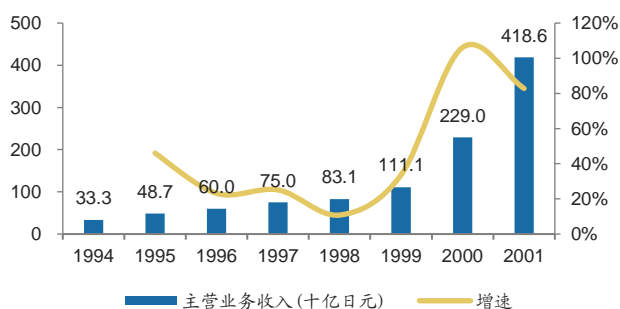
我们依据公司的经营情况，将公司的成长历程主要划分为三个阶段，分别是

(1) 第一阶段: 本土快速扩张阶段 (1984-2001)

1984年优衣库在日本郊区开出第一家门店，率先将仓储式卖场的销售形式引入服装销售业，产品主推基本款休闲服，定位低价高质，一经推出收到广泛欢迎，在本土实现迅速扩张。初期优衣库店铺均开设在郊区，能够以较低的租金开设仓储式店铺，降低运营成本，让利消费者。

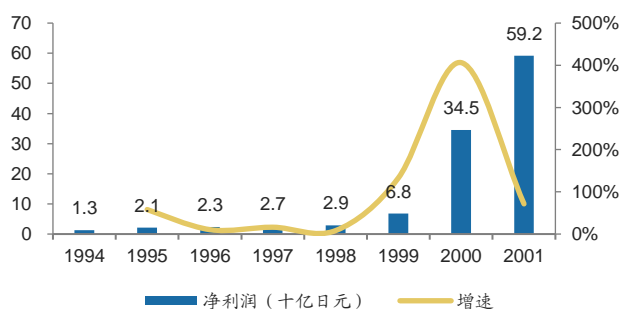
公司于1998年在东京开设第一家市区门店，开始向主要城市地区扩张。增加新店的同时对原有店铺进行升级改造，增加销售面积。1984-2001属于迅销在日本本土的高速扩张期，门店数目从1984年的7家上升到2001年的519家，营收以及净利润高速增长，2001年营收和净利润分别达到了4186和592亿元。

图20: 迅销营收情况 (FY1994-FY2001)



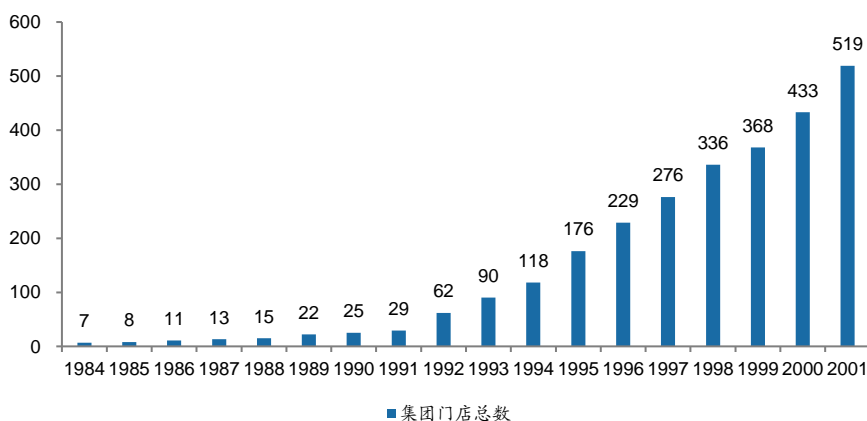
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图21: 迅销净利润情况 (FY1994-FY2001)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图22: 迅销集团门店数量/家 (FY1984-FY2001)

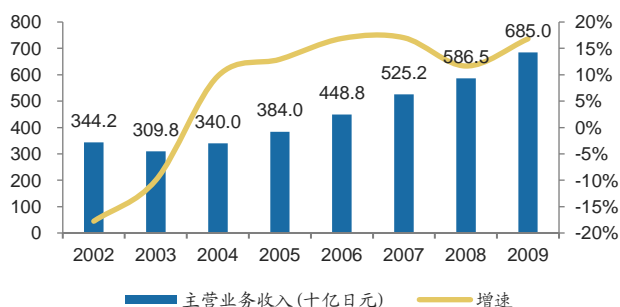


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(2) 第二阶段: 打造性能化产品, 扩充品牌矩阵 (2002-2009)

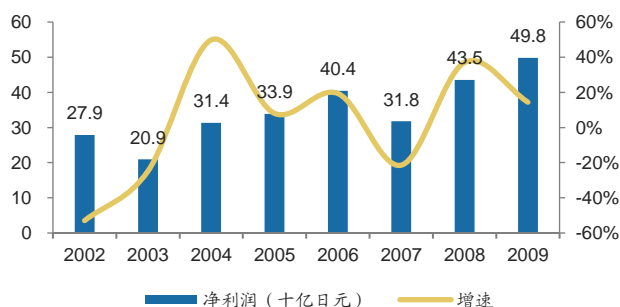
2002-2003年, 公司营收和净利润出现下滑, 一方面由于店铺高速扩张情况下单店客流下降, 另一方面公司的主推的基本款服饰缺乏变化, 对客户的吸引力减弱。

图23: 迅销营收情况 (FY2002-FY2009)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图24: 迅销净利润情况 (FY2002-FY2009)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

公司从产品、供应链、渠道多角度入手解决销售下降问题。

产品方面，公司开始与日本著名纤维制造企业东丽集团开展技术合作，东丽负责进行纤维和面料的研发生产，而优衣库将研发的新型面料应用于公司的服饰产品。双方通过投资创建“次世代原料开发团队”，投身新型高性能技术的研发，HEATTECH等一系列服饰科技由此诞生。通过新型服饰科技的开发与应用，优衣库逐步摆脱平质低价标签，产品更具功能化特征，打造独特竞争力，与ZARA、H&M等快时尚品牌形成错位竞争。此后15年，优衣库与东丽保持长期合作关系，开发了一系列功能性纤维以及面料产品，应用于优衣库的多款产品，深受消费者欢迎。

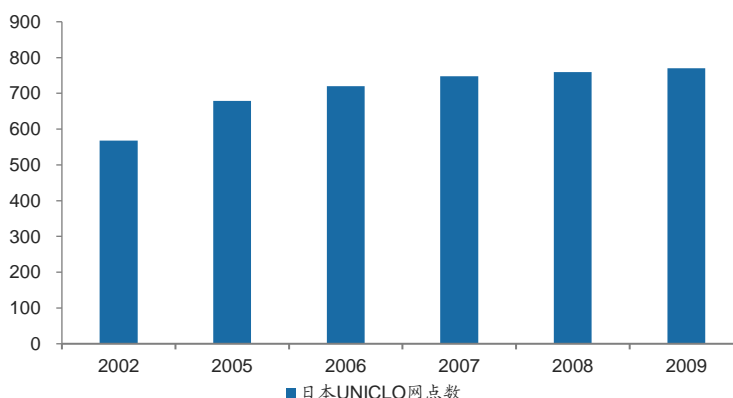
表 5: 优衣库功能性产品

科技产品	HEATTECH 温暖内衣系列	ULD 高级轻型羽绒服系列	AIRism 舒爽内衣系列	Kando Pants 感动裤系列	Dry-EX 快干科技面料
简介	发热保暖、轻薄透气	兼具轻量、保暖，重量仅206克	具有强大吸汗速干性能，防止闷湿、透气除臭	面料弹力十足，吸汗速干、剪裁利落	吸汗透气，保持干爽
图片展示					

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

供应链方面，对所有商品进行评估，将产品规划周期由一年三次增加到一年六次，提升供应链效率以加快门店销售产品的更新速度；在渠道方面，降低开店速度，2002-2009年，平均年开店数约为28家左右，保证渠道合理增长。

图25: 日本UNIQLO网点数量/家（FY2002-FY2009）





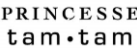





数据来源：公司官网，Bloomberg，广发证券发展研究中心

由于公司在产品、供应链以及渠道方面的积极调整，2004年公司收入利润开始重新恢复增长。

在这一阶段，迅销开始积极以收购方式进行多品牌布局。2003-2009收购了多个日本国内以及海外品牌，涵盖了多个服饰细分品类，如日本日常服装品牌PLST、美国商务男女装品牌Theory、鞋类连锁企业Onezone、法国女装品牌COMPTOIR DES COTONNIER、内衣品牌PRINCESSE tam.tam、高级成衣品牌HELMUT LANG等。迅销从单一品牌公司逐步转变为多品类多品牌的服饰集团。

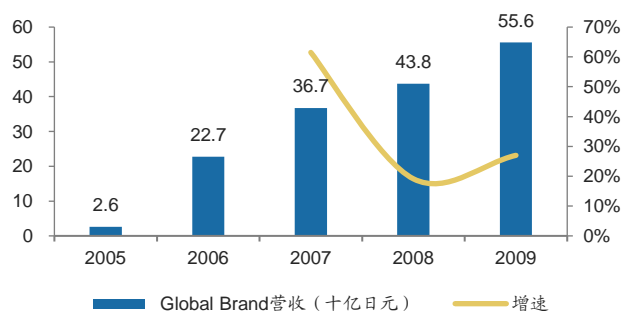
表 6：迅销集团并购品牌时间表

品牌	并购日期	特点	图片展示
PLST	2003 年 9 月	日本日常服装品牌	
Theory	2004 年 1 月	美国优雅时尚商务男女装,设计简洁, 面料舒适	
Onezone	2005 年 3 月	日本鞋业连锁	
COMPTOIR DES COTONNIER	2005 年 5 月	设计时尚、追求 品质的法式风情女装	
PRINCESSE tam.tam	2006 年 2 月	提供内衣、休闲装、泳装、运动装的法国中端内衣品牌	
Cabin	2007 年 10 月	女性为主的鞋店	
HELMUT LANG	2009 年 5 月	设计简约、以黑白灰颜色为主、男女装高级成衣	
JBRAND	2012 年 11 月	时尚、高品质的高端牛仔服品牌	

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

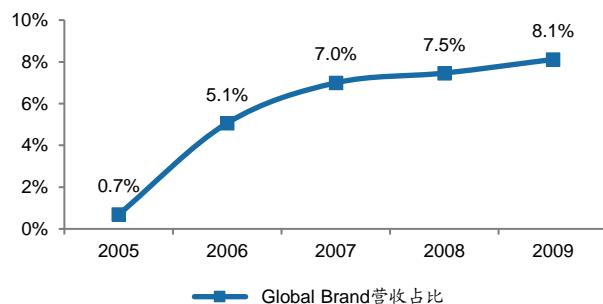
对于并购品牌，公司进行积极的渠道扩张，2006年其他品牌门店数量即超过主品牌优衣库的门店数量。但就业绩占比情况看，并购的品牌（Global Brand）营收规模较小，占集团营收比例较低，2010年以前占集团整体营收比例小于10%，对业绩增长的贡献效果不明显。

图26: Global Brand营收情况 (FY2005-FY2009)



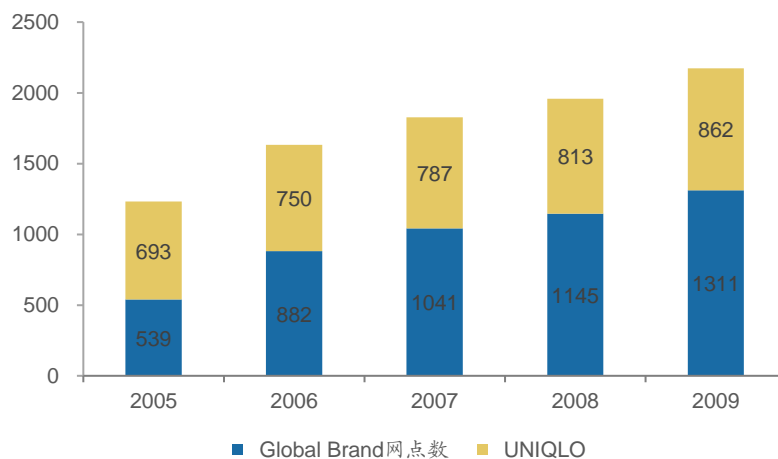
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图27: Global Brand营收占比 (FY2005-FY2009)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图28: Global Brand及UNIQLO网点数量/家 (FY2005-FY2009)

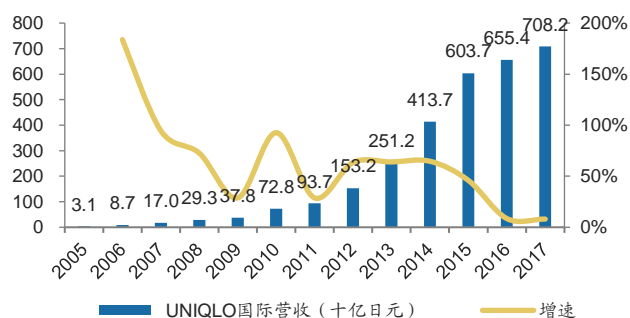


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(3) 第三阶段: 加速海外扩张, 成为全球一流服装企业

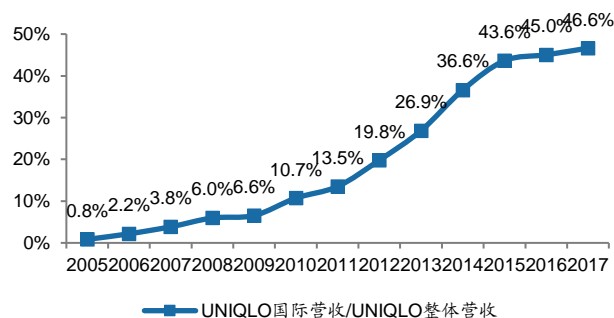
2001年, 迅销在伦敦开设了第一家优衣库海外店, 开始进军国际市场。将欧洲作为开拓海外市场的第一站并不顺利, 在英国开设的店铺大多数在约一年以后关闭。前期主品牌优衣库的海外扩张处于摸索阶段, 开店速度较低, 2005-2008年海外年均开店数约8家。2009年开始, 优衣库的海外门店布局速度逐步加快, 2009-2017年均开店数约125家, 2016年优衣库国际门店数量超过日本本土门店数量。优衣库国际营收占比也由2005年的0.8%上升到了2017年的46.6%, 海外市场逐步成为迅销重要收入来源。

图29: UNIQLO国际营收情况 (FY2005-2017)



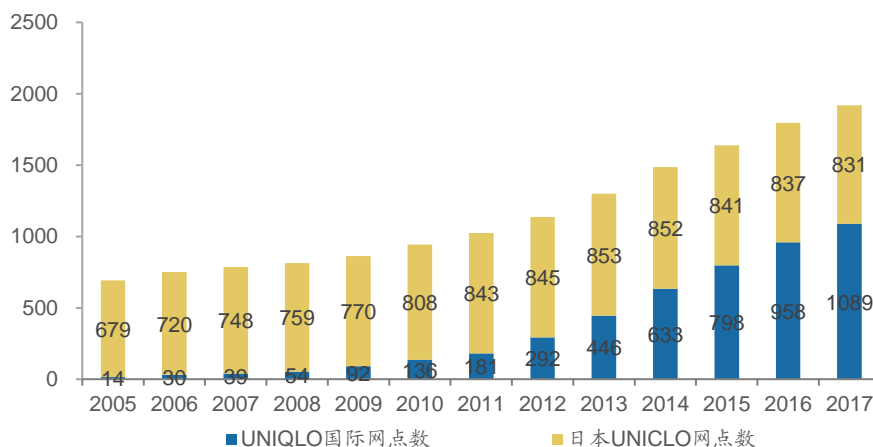
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图30: UNIQLO国际营收占比 (FY2005-FY2017)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

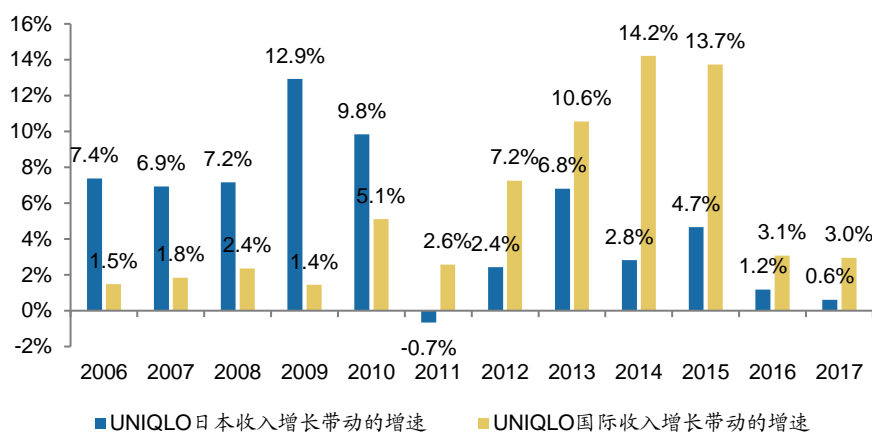
图31: UNIQLO国际与UNIQLO日本网点数/家 (FY2005-FY2017)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

分别从优衣库日本和优衣库国际对优衣库品牌的收入增长驱动情况来看，2011年以前，优衣库收入增长主要依靠本土门店驱动，而在2011年以后，优衣库收入的增长主要依靠优衣库国际收入增长驱动，2011-2017年，优衣库国际收入驱动的增速均高于日本优衣库收入驱动的增速。

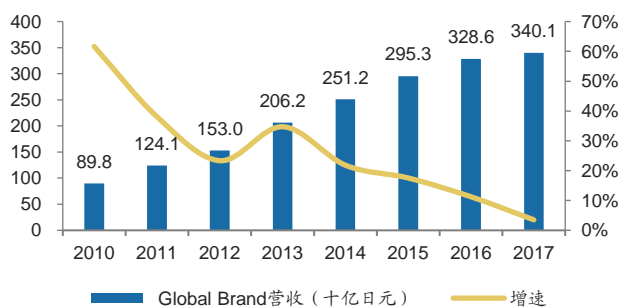
图32: UNIQLO国际和UNIQLO日本收入增长驱动情况 (FY2006-FY2017)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

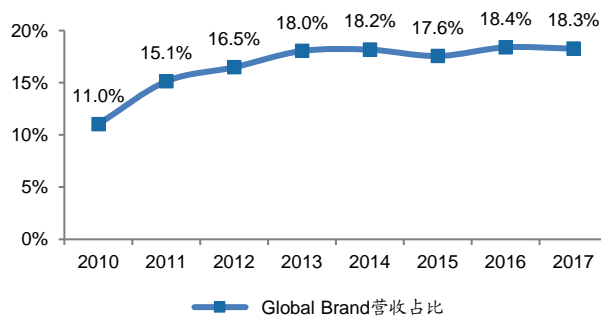
在此期间, 迅销多品牌业务发力, Global Brand整体营收从2010年的898亿日元上升到3401亿日元, 在集团中营收占比也从2010年的11%上升到2017年的18.3%, 门店数经过调整后从2010年的1259家上升到2017年的1374家。

图33: Global Brand营收情况 (FY2010-FY2017)



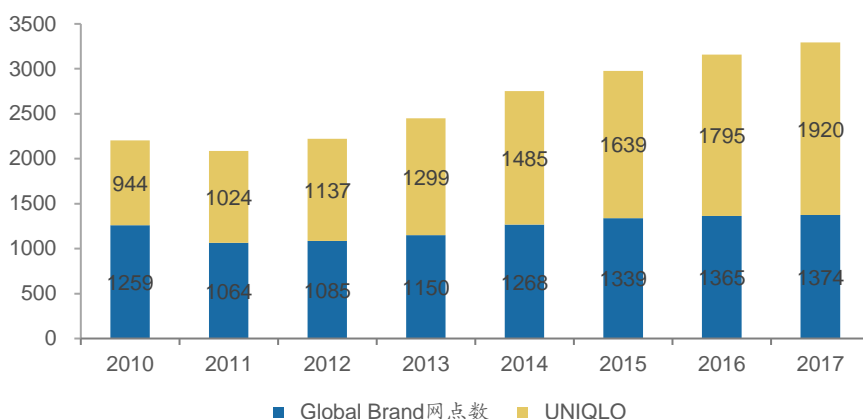
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图34: Global Brand营收占比 (FY2010-FY2017)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图35: Global Brand及UNIQLO网点数量/家 (FY2010-FY2017)

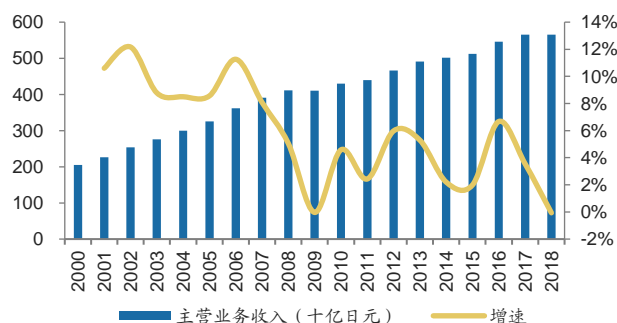


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2、岛村 (岛村服饰母公司)

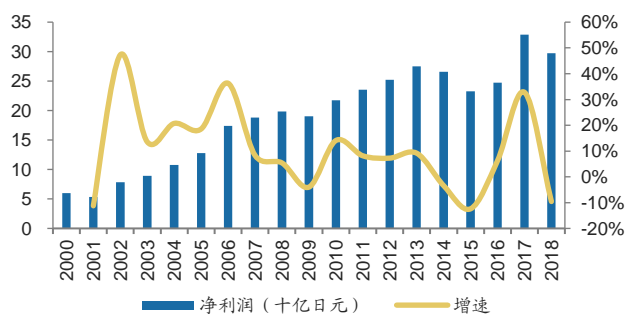
岛村为日本知名服饰集团, 旗下品牌包括岛村 (Shimamura)、Birthday、Avail、Chambre等。公司1953年成立, 1991年在东京证券交易所主板上市。目前在日本、台湾及中国大陆地区共设有2145家店铺。2000-2018, 岛村集团营收从2047亿元上升到5651亿元, CAGR为5.8%; 净利润从60亿元上升到297亿日元, CAGR为9.3%。上市至今 (2018/8/30) 股价涨幅超过300%。

图36: 岛村营收情况 (FY2000-FY2018)



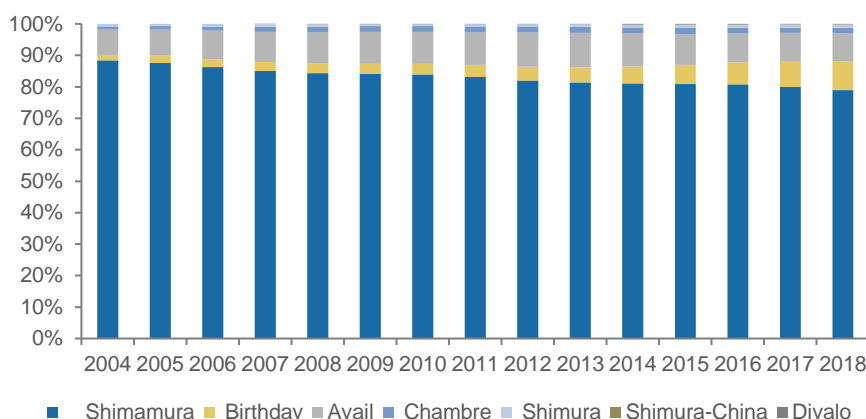
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图37: 岛村净利润情况 (FY2000-FY2018)



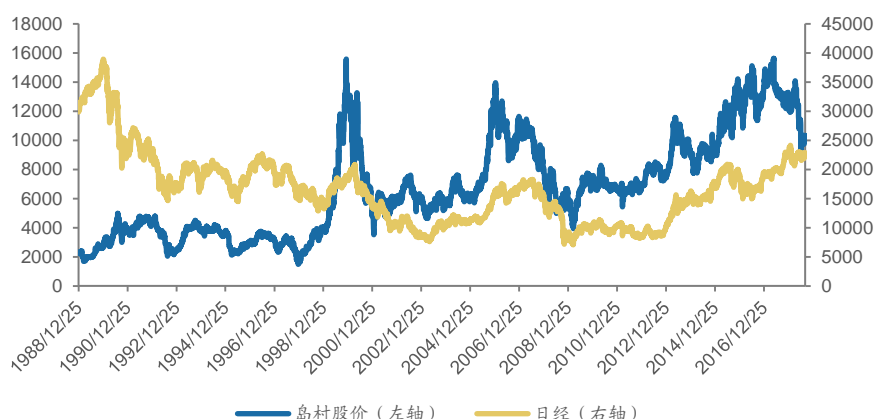
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图38: 岛村各品牌收入占比 (FY2004-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图39: 岛村上市以来股价 (日元) 以及日经225指数涨跌情况



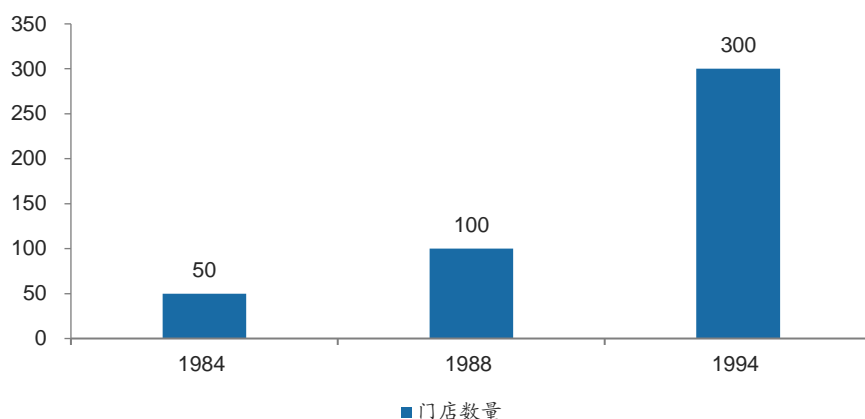
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

我们依据公司的经营情况，将公司的成长历程主要划分为三个阶段，分别是：

(1) 第一阶段：私人和服商店起家的大众服装品牌 (1953-1994)

岛村前身为日本小川市一家销售和服的私人商店，业务扩展至成衣服装销售后快速增长，经营范围也逐步扩张至日本全国。1984年，岛村日本门店数量超过50家，1994年超过300家，由于服饰品种多样，物美价廉，这一时期岛村服饰逐步成为日本家喻户晓的国民品牌。

图40: 岛村门店数量粗估/家 (1984-1994)



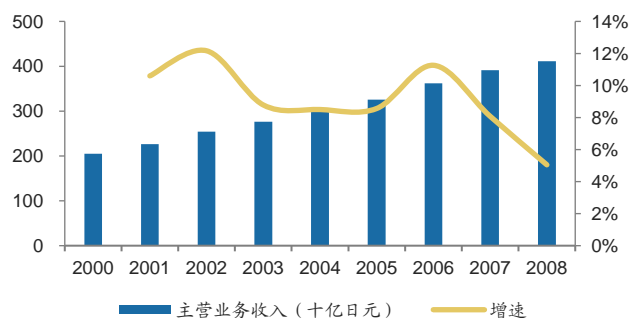
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

岛村服饰极早进行了计算机信息系统的建设以及全国物流中心的布局, 开辟了高速发展的快车道。销售管理方面, 公司1970年代开始进行基于产品管理的内部计算机系统开发, 并在1981年成功创建产品数据库, 通过手动输入的POS系统连接全国门店销售网络。后期将手动输入的POS系统转化为基于条形码的管理系统, 可以实现从生产到销售的全过程产品跟踪。物流系统方面, 公司1970年代即拥有专门的物流包车, 旨在将物流高效化精准化。同时在全国建设多个物流分配中心, 不断进行改革, 简化交货验收流程, 提升配送效率。

(2) 主品牌高速增长, 推进多元化品牌布局, 精益管理降低成本 (1995-2008)

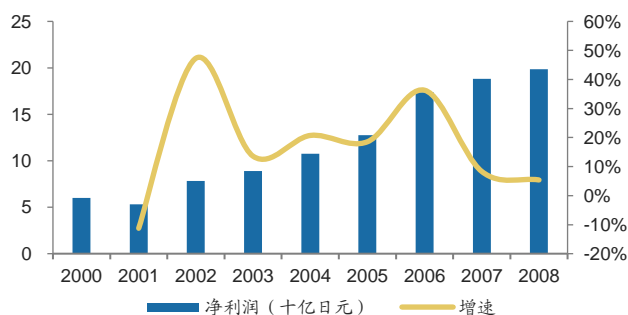
1995-2008年, 公司收入利润高速增长, 2008财年的营收和净利润分别达到了4110日元和198亿日元。岛村的快速发展主要得益于: 产品物美价廉广受欢迎; 渠道快速扩张的同时同店收入持续增长; 物流系统持续优化, 提升效率的同时降低了运营成本。

图41: 岛村营收情况 (FY2000-FY2008)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图42: 岛村净利润情况 (FY2000-FY2008)

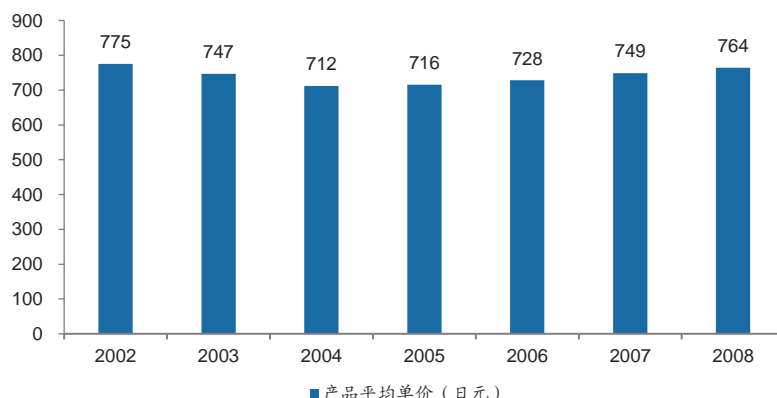


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

岛村主要销售价格较为低廉的大众服装, 产品平均单价不到800日元, 由于物美价廉

广受消费者欢迎。

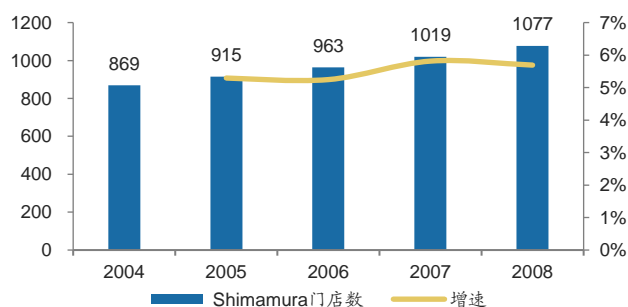
图43: 岛村集团产品平均单价



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

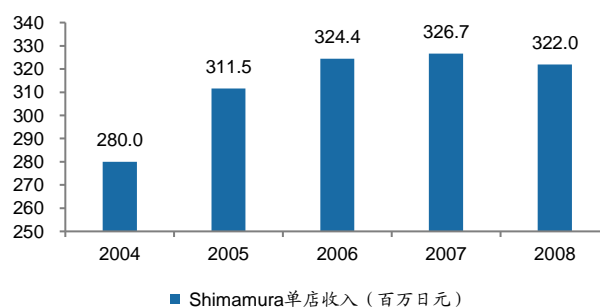
主品牌Shimamura渠道和同店收入双增驱动销售收入快速提升。1995-2008, 主品牌Shimamura门店数量由300余家快速上升到1077家, 2004-2008每年的渠道数量增速超过5%。渠道扩张的同时同店收入持续增加, 由2004年的2.8亿日元上升至2008年的3.2亿日元 (1995-2003数据缺失)。

图44: Shimamura门店数量/家 (FY2004-FY2008)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

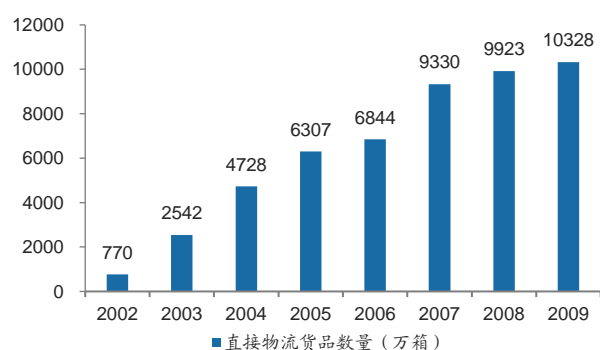
图45: Shimamura同店收入 (FY2004-FY2008)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

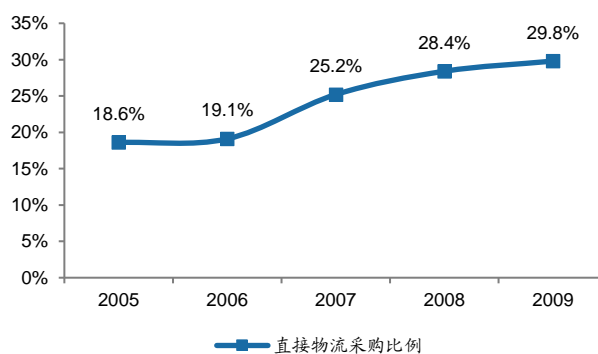
运营管理方面, 岛村加强与供应商的合作, 持续进行物流系统优化。根据公司公布数据, 自2002年起, 直接物流货品 (指供应商直接将货品运送至销售网点) 数量不断提升, 由220万箱上升至2009年的10328万箱, 采购产品中由供应商直接物流的占比也从18.6%上升到29.8%。效率提升的同时带来成本快速下降, 每箱货物的运输成本由2002年的63.8日元下降到2008年的57.6日元。

图46: 直接物流货品数量



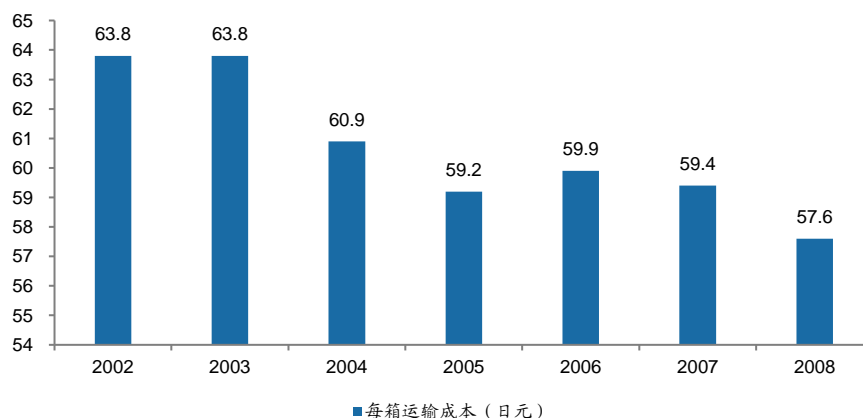
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图47: 直接物流采购货品占比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图48: 每箱货物运输成本



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

1996年起, 公司开始针对多个年龄层次人群以及细分品类进行多品牌布局。1996年创立品牌Avail, 主营针对年轻客群的休闲服饰; 1999年创立Birthday, 销售多个品牌包括自有品牌的婴幼儿服饰和用品; 1999年创立Chambre, 主营女性杂货和饰品; 2006年创立品牌Divalo, 主营女性鞋履以及杂货。1997年和2011年创立的思梦乐和饰梦乐分别为公司在台湾地区和中国大陆地区销售使用品牌。进行多品牌布局丰富了产品品类, 扩大了客户群, 岛村从单一品牌服饰公司向多元化发展的服饰集团迈进。

表 7: 岛村公司旗下主要品牌

品牌	主营产品品类	成立时间	门店数量	Logo
Shimamura	销售成人时装、婴童服装、鞋类、配饰等	1953 年	1419	
Avail	主打 15 至 35 岁男女年轻顾客群, 以休闲服装服饰为主	1996 年	317	

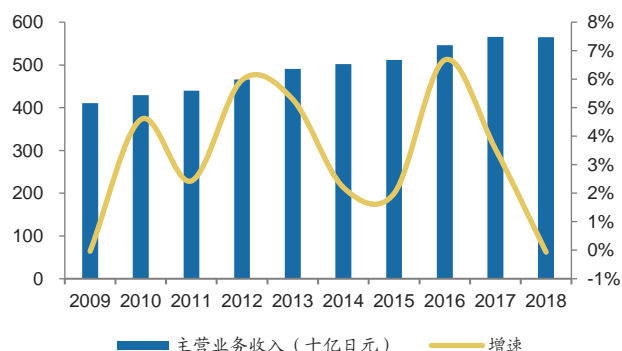
Birthday	婴幼儿服装及用品	1999 年	274	
Chambre	针对 20-40 岁女性的杂货和饰品专卖店	1999 年	98	
思梦乐	提供物美价廉的时尚服饰	1997 年	46	
Divalo	20-50 岁的女性鞋履及服饰杂货	2006 年	16	
饰梦乐	提供物美价廉的时尚服饰	2011 年	11	

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（3）主品牌平稳发展，童装品牌迅速增长（2009-2018）

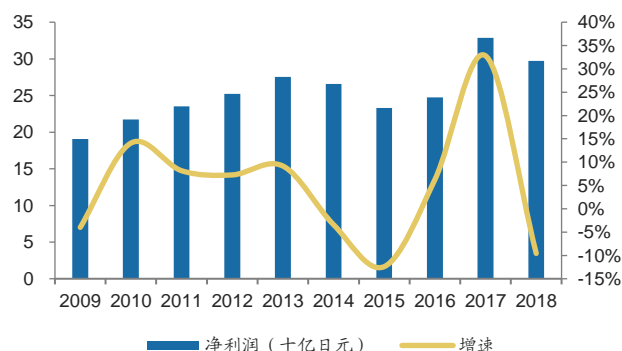
2009-2018，公司营收从4108亿日元上升到5601亿元，CAGR为3.6%，净利润从191亿日元上升到297亿日元，CAGR为5.0%，总体进入较为稳定的增长阶段。

图49：岛村收入情况（FY2009-FY2018）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

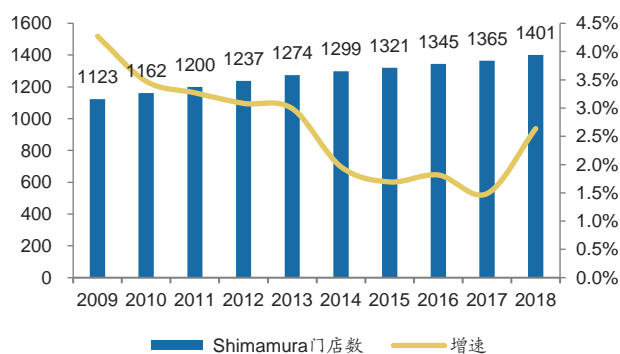
图50：岛村净利润情况（FY2009-FY2018）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

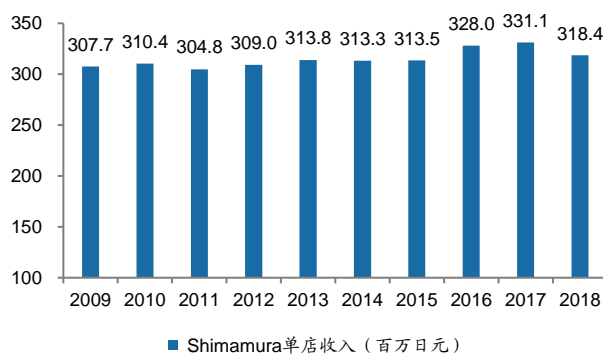
2009年以后，主品牌Shimamura进入稳定增长期，渠道数目从2009年的1123家增长到2018年的1401家，年均净开店数约31家，同店收入略超过3亿日元，总体较为稳定，占集团营收比例在80%左右。

图51: Shimamura门店数量/家 (FY2009-FY2018)



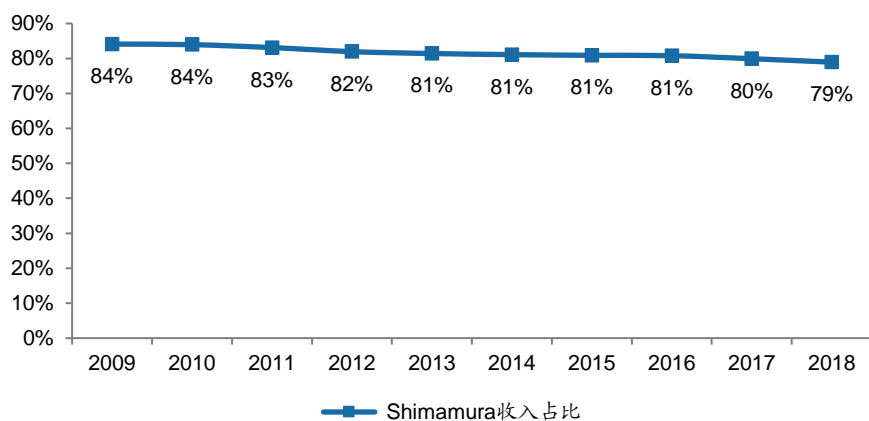
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图52: Shimamura同店收入 (FY2009-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

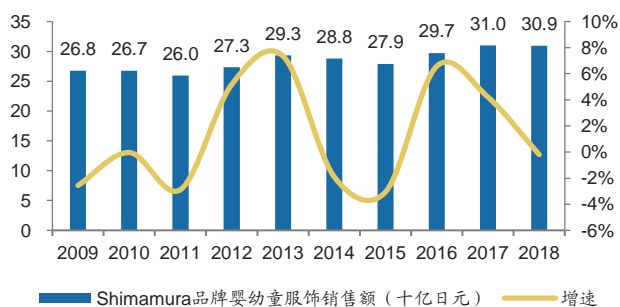
图53: Shimamura收入占总体营收比例 (FY2009-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

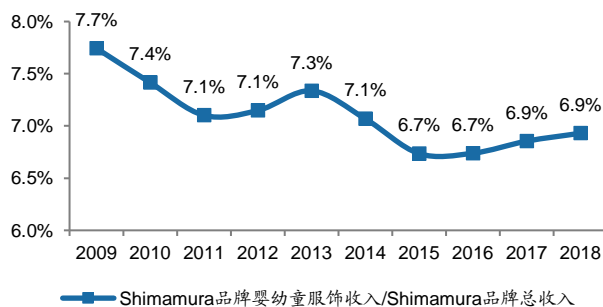
主品牌Shimamura下婴幼儿童装依托品牌的渠道、管理等各项资源优势实现了较高的营收规模。2009-2018, 主品牌Shimamura下的婴幼儿童服饰销售额在260亿日元到310亿日元之间, 占主品牌Shimamura总营收的6%-8%。

图54: 主品牌Shimamura婴幼儿童服饰销售额 (FY2009-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

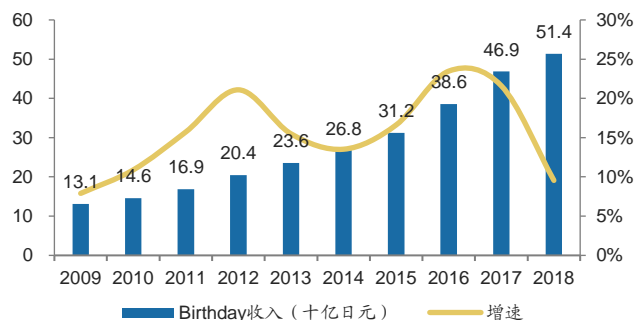
图55: 主品牌Shimamura婴幼儿童服饰销售额占比 (FY2009-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

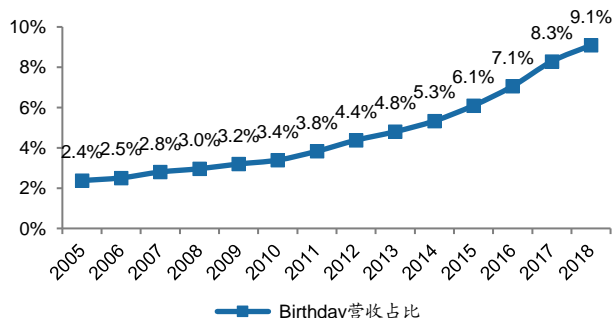
婴幼儿童装品牌Birthday表现优异。2009-2018，Birthday门店数量从100家上升到240家，年均复合增速10.2%，占岛村总体渠道比例从3.5%上升到12.2%；收入从131亿日元上升到514亿日元，年均复合增速16.4%，占岛村总体收入比例从2.4%上升到9.1%。

图56: Birthday收入情况 (FY2009-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图57: Birthday营收占比 (FY2009-FY2018)



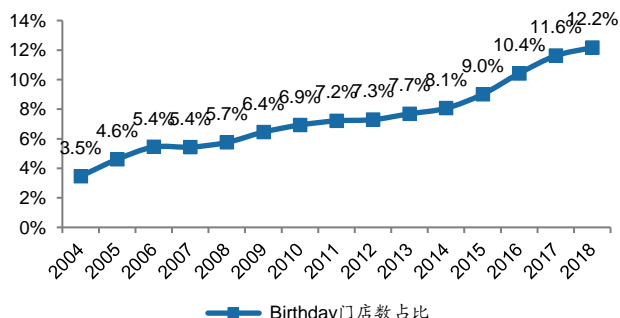
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图58: Birthday收入情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图59: Birthday营收占整体比例



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

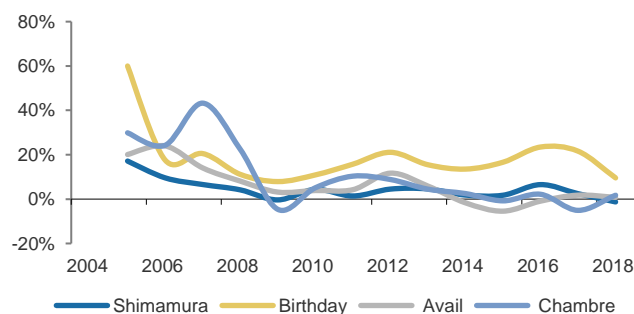
门店数量与同店收入提升双轮驱动Birthday品牌营收快速增长。2009年起，Birthday即成为集团收入增长最快的品牌。一方面由于Birthday在童装市场依靠优质产品成功打造了品牌竞争力，不断提升市场份额；另一方面由于依靠强大的岛村集团，渠道资源以及运营优势明显。

图60: Birthday单店收入情况 (FY2009-FY2018)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

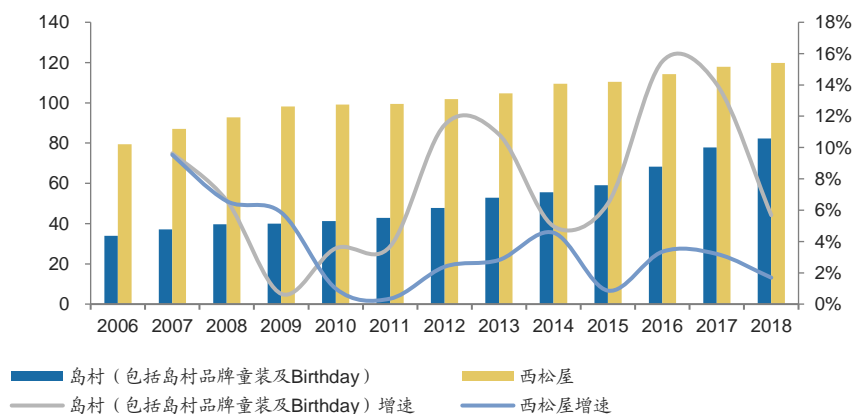
图61: 岛村各品牌收入增速 (FY2004-FY2018)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

由于主品牌Shimamura下婴幼儿服装的销售规模较大且Birthday品牌营收快速增长, 岛村在日本童装行业的市场占有率不断提升, 逐步超越日本专门母婴零售品牌西松屋。

图62: 岛村和西松屋童装收入和增速对比 (亿日元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

五、国内优质企业对标

我国目前面临经济增速换挡, 未来服装消费向本土化以及高性价比化迈进, 市场集中度将进一步提升, A股大众服饰品牌或将受益。因此, 我们推荐男装大众服饰龙头海澜之家, 童装行业龙头森马服饰。

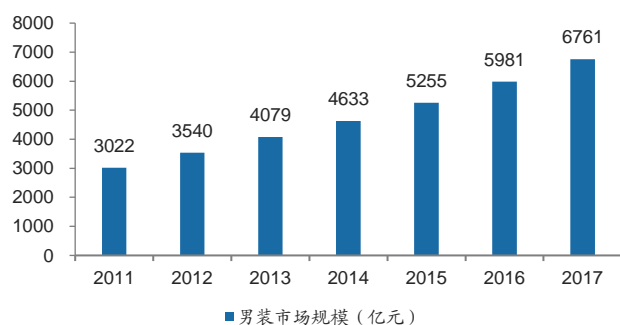
1、海澜之家——男装行业大众品牌龙头

(1) 男装行业市场空间大, 市场集中度呈提升趋势

男装市场空间较大, 定位分高端和主流两大类。男装分为职业装、商务正装, 商务

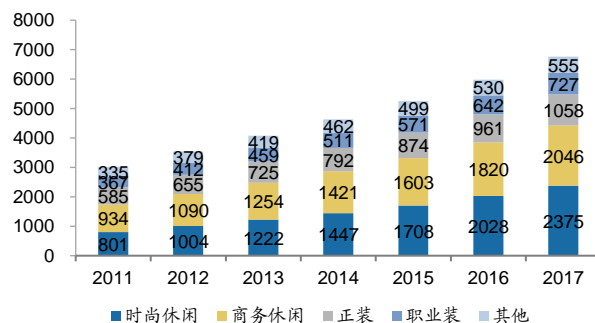
休闲装，时尚休闲装等。根据中国产业信息网的统计，2017年国内男装市场的零售规模达到了6761亿元，2011年至今年均复合增长14.36%，其中商务正装，商务休闲装，时尚休闲装占比超过81%，2020年，男装市场的零售规模预计将达到9793亿元。

图63：2011-2017年中国男装行业市场规模



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图64：2011-2017年中国男装行业产品市场结构



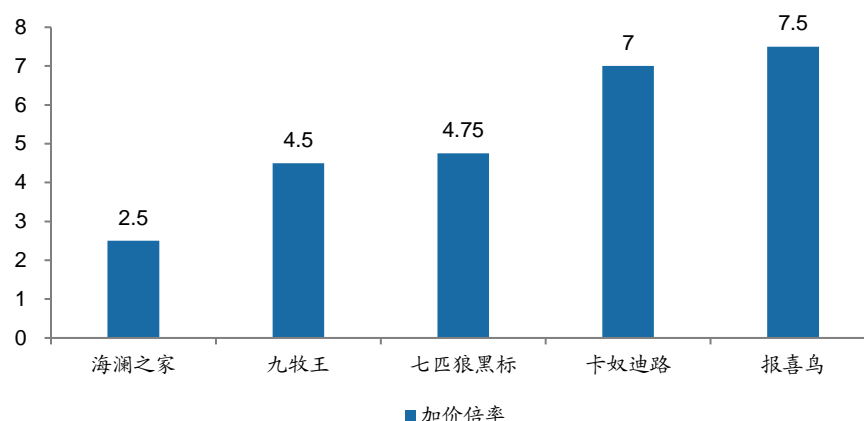
数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

从定位上看，国内男装品牌基本上可以分为高端品牌和主流品牌两大类。高端品牌的主要销售渠道是高档百货商店和品牌专卖店，网点集中于一线城市和省会城市，主要包括国际著名高端品牌和国内领先高端品牌，如ZEGNA，DUNHILL 和 CERRUTI 1881等。主流品牌的主要销售渠道是品牌专卖店，网点集中于二线及二线以下城市，如海澜之家、九牧王、利郎和七匹狼等。

(3) 公司综合竞争优势明显

依托高效供应链体系打造平价产品。公司2.5倍的加价倍率远低于其他主要男装上市企业平均4-7倍的加价倍率之外，还得益于公司没有设置各级代理，所有加盟商均就每个加盟店直接与公司签约，加盟店直接面向消费者，形成了“供应商—海澜之家—门店—消费者”的最扁平化的销售层级，而最短的销售环节意味着最少的逐级加价。另外，海澜之家及其加盟店不承担存货滞销风险，在销售商品时，也不必在商品价格上涨增加库存风险溢价。因此，可以降低商品的零售价，最充分的让利给消费者。

图65: 海澜之家的加价倍率低于其他主要男装上市企业 (估算)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

同时, 2012年末开始, 公司在采购环节采取了重大的改革措施, 即海澜之家联合其主要供应商, 与上游服装原辅材料提供商进行统一的谈判和议价, 获得价格折扣后再由海澜之家的供应商同上游原辅料提供商分别签订采购合同, 这种方式有效降低了海澜之家供应商的生产成本。另一方面, 海澜之家在掌握了原辅料的价格信息后, 能更有效地管控供应商成衣的报价, 避免了供应商报高价影响了产品性价比的问题。采购成本的下降带来了销售价格的下降, 从而刺激了服装销售量的大幅增长。

表 8: 海澜之家价格下降带动销售量大幅增长 (2012H1 和 2013H1 价格销量比较)

产品类别	单价 (元/件)			销量 (万件)			销售收入 (万元)		
	2013H1	2012H1	变动率	2013H1	2012H1	变动率	2013H1	2012H1	变动率
西服	332.2	370.9	-10.4%	151.8	98.6	53.9%	50417.6	36567.1	37.9%
裤子	146.4	166.9	-12.3%	497.9	253.5	96.4%	72869.0	42297.3	72.3%
衬衫	121.2	134.7	-10.0%	466.1	273.0	70.7%	56496.8	36774.8	53.6%
茄克衫	299.6	350.9	-14.6%	85.3	45.2	88.7%	25555.6	15860.4	61.1%
T 恤衫	91.4	147.5	-38.1%	670.5	215.7	210.8%	61258.1	31821.5	92.5%
针织衫	166.2	205.5	-19.1%	106.8	68.0	57.1%	17758.5	13973.5	27.1%
其他	191.7	176.3	8.8%	340.0	250.5	35.8%	65193.5	44154.9	47.7%
合计	150.8	183.9	-18.0%	2318.4	1204.5	92.5%	349549.1	221449.7	57.9%

数据来源: 公司重大资产重组报告, 广发证券发展研究中心

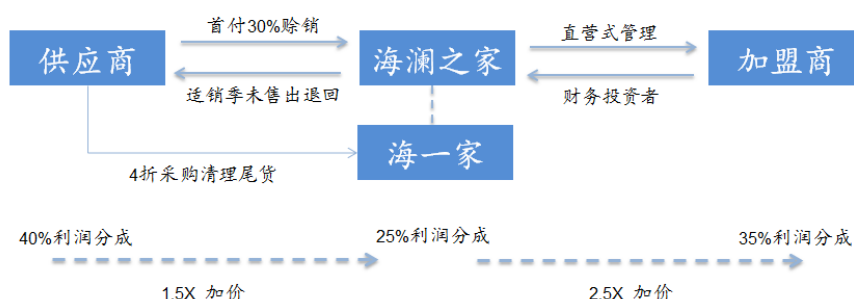
表 9: 海澜之家价格下降带动销售量大幅增长 (2014 和 2015 价格销量比较)

产品类别	单价 (元/件)			销量 (万件)			销售收入 (万元)		
	2014	2015	变动率	2014	2015	变动率	2014	2015	变动率
裤子	140.4	136.3	-2.9%	18.7	25.4	35.9%	2621.9	3461.1	32.0%
衬衫	118.1	110.2	-6.6%	15.4	19.1	23.9%	1821.2	2106.5	15.7%

T恤衫	81.9	73.4	-10.3%	19.4	28.0	44.3%	1588.6	2055.9	29.4%
西服	347.1	340.2	-2.0%	4.9	5.8	17.8%	1708.9	1973.0	15.5%
羽绒服	299.4	272.6	-9.0%	3.6	5.2	44.7%	1082.2	1425.8	31.8%
茄克衫	204.7	209.6	2.4%	3.7	4.8	29.9%	751.7	1000.1	33.0%
针织衫	150.8	143.8	-4.7%	4.5	6.5	45.9%	673.1	936.2	39.1%
其他服饰	143.7	139.9	-2.7%	12.4	17.4	40.5%	1779.5	2433.1	36.7%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图66：海澜之家供应链体系



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

类直营的经营模式有助于于统一品牌形象、加速门店扩张和商品销售。由于海澜之家拥有门店的管理权，实际控制了销售渠道，因此加盟店由海澜之家统一形象策划（包括统一的商标、统一的店面厅房形象、统一的员工服饰、统一的广告宣传），统一供货，统一指导价格，统一业务模式，统一服务规范，有利于统一品牌形象。在海澜之家的加盟模式下，对加盟商没有服装行业从业经验的要求，加盟商实际上只需要承担加盟租金或折旧和相关费用，不必具体参与加盟店的管理，从而大幅降低了加盟门槛，可以最大程度的利用社会资源，加速海澜之家的营销网络布局。另外，海澜之家可以根据各门店的销售情况灵活调配商品。通过强大的信息系统，海澜之家及时掌握所有产品在全国各门店的销售情况，如果出现某些商品在某处滞销而在其他门店畅销的情形，海澜之家可以灵活将该等商品调配到畅销的门店，从而促进公司商品的销售，减少商品在门店的滞销情形，增加整个海澜之家的销售规模。2012年至2014年，海澜之家产品售罄率预计在80%以上，2012年至2015年单店坪效持续提升，最高达到3.5万元以上，远高于其他国内中高端男装品牌。

图67: 海澜之家类直营模式优势

直营	加盟	类直营
特点: 1) 店铺、货物所有权归品牌公司 2) 店铺、货物经营管理权归品牌公司 3) 资金需求量大 4) 拓展速度慢	特点: 1) 店铺、货物所有权归加盟商 2) 店铺、货物经营管理权归加盟商 3) 资金需求量大 4) 拓展速度快	特点: 1) 店铺所有权归加盟商, 货物所有权归品牌公司 2) 店铺、货物经营管理权归加盟商 3) 资金需求量大 4) 拓展速度快

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(3) 风险提示

经营风险。产品是企业发展的根本, 如果公司产品开发不能把握发展趋势, 不能满足消费者的需求偏好, 产品将面临滞销风险进而销售业绩。

管理风险。随着公司业务规模的扩大, 门店数量的增长, 公司的门店管理、供应链管理、品牌管理都将面临新的挑战。如果管理水平的提升、管理体系的完善不能支持持续发展的速度, 则可能引发一系列风险, 进而对公司的品牌形象和经营业绩造成不利影响。

新品牌培育风险。公司针对童装、年轻时尚、轻奢等其他服装细分领域及家居生活领域推出多个子品牌, 实现对细分市场的覆盖, 新品牌培育时间一般需要几年, 且前期推广费用较大, 新品牌未来的发展能否达到公司的预期存在不确定性。

2、森马服饰——童装行业龙头

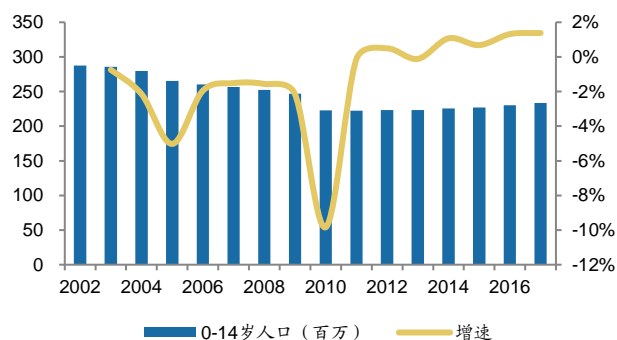
(1) 我国童装市场快速增长, 未来仍存广阔空间

人口基础: 14年以来我国0-14岁人口逐步恢复增长, 截止17年末, 国内0-14岁人口约2.3亿, 国内童装市场目标人群基数庞大, 且二胎政策在长期有益于儿童数量稳健增长。

收入水平: 我国城镇居民人均可支配收入从05年的10493元上升到17年的36396元, 居民收入水平不断提高为童装市场的繁荣奠定了基础。

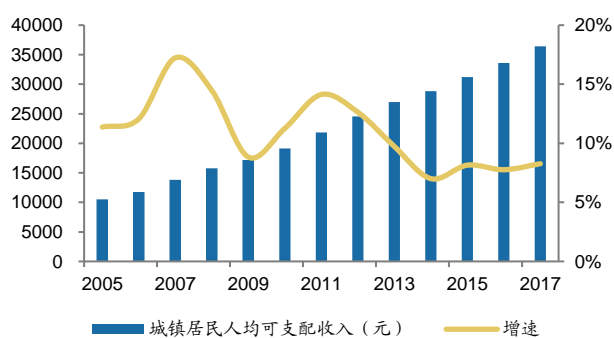
消费者年轻化: 80后、90后进入婚育高峰期也将有力促进童装行业的增长, 这部分新消费群体家庭财富积累充足, 购买力强, 消费意识领先, 更加注重生活品质, 注重品牌消费, 在孩子身上投入更多, 新兴消费群体的崛起是童装消费升级的重要驱动力。

图68: 我国0-14岁人口数目恢复增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图69: 城镇居民人均可支配收入

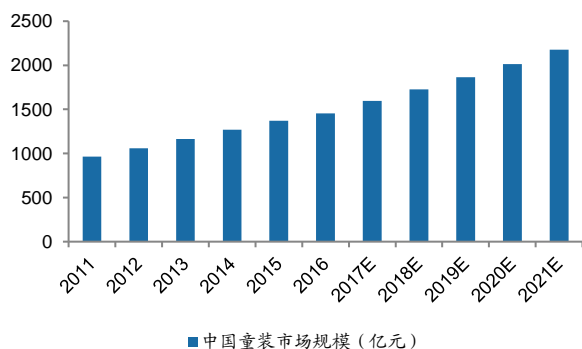


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

国内童装行业现有市场规模大，增速快：伴随着消费群体的扩张，我国童装市场规模快速上升，国内童装市场规模由11年的964亿上升到16年的1455亿，年均复合增速达到了8.6%。近几年童装行业增速在所有品牌服装子板块类一直居于首位，明显快于成人服饰。

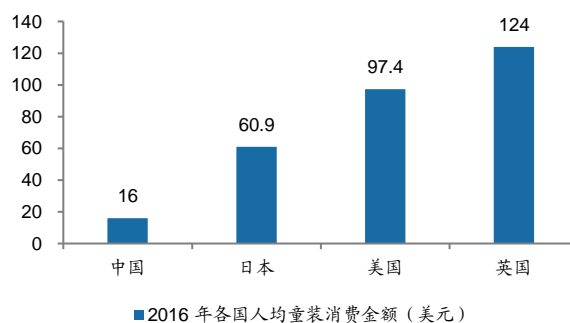
与海外相比仍存大幅提升空间，未来行业增长预期乐观：我国童装的人均消费金额只有16美元左右，远低于美、英、日等发达国家，未来存在较大的提升空间。预计未来几年我国童装市场规模仍将保持8%以上的年均复合增速，2021年市场规模有望达到2177亿元。

图70: 中国童装市场规模



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图71: 2016年各国人均消费童装金额



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

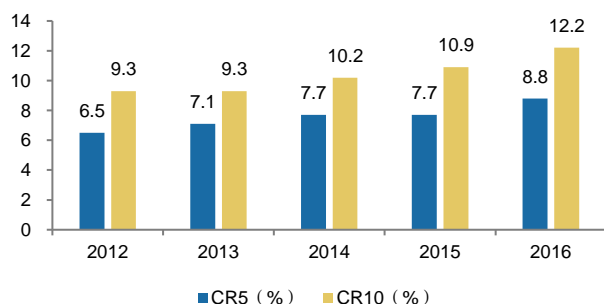
(2) 中长期集中度提升趋势利好国内龙头企业

童装天然具备较高集中度的产品特性：稳态情况下，服装子行业的集中度取决于产品特质，一般情况下，产品时尚度越低、功能性越强的子行业越能做高集中度。童装消费者对于时尚性的要求明显低于成人装，且较为强调产品的质量、舒适性、安全性，天然有利于优秀企业做大做强。

中长期市场集中度提升将持续利好龙头企业：与成人服装产品相比，消费者更注重

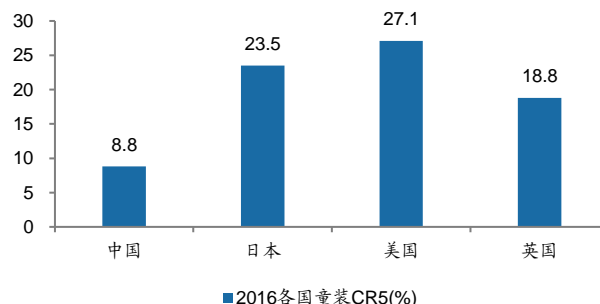
童装的舒适性以及安全性，所以面料和印染材料是否安全舒适成为关注重点。龙头企业有品牌背书，在这两点上占据极大的优势，这为行业集中度的提升提供了有利条件。根据中国产业信息网数据，2012-2016年，童装行业前五名品牌占比由6.5%上升到了8.8%，前十名品牌占比由9.3%上升到了12.2%。但是与发达国家相比，仍有一定差距，日本、美国、英国前五名童装品牌市场份额分别达到了23.5%、27.1%、18.8%，所以童装市场具备高集中度基础。

图72：童装行业前五名和前十名品牌份额占比



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图73：各国童装前五名品牌份额合计

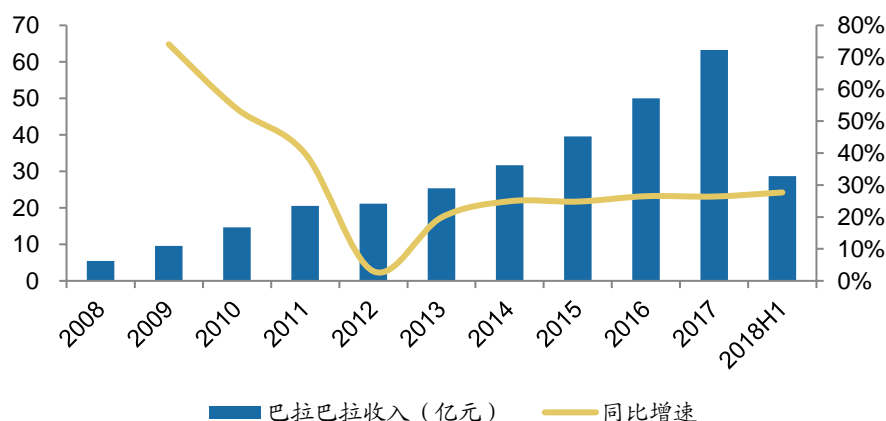


数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

（3）公司童装业务在业内构建起综合竞争优势

童装主品牌巴拉巴拉创立于2002年，产品覆盖0-14岁儿童的服饰、童鞋、配饰等全品类，坚持大众消费定位，采用特许加盟为主，加盟与直营相结合的销售模式，外包生产的生产方式。08-17年，巴拉巴拉收入由5.48亿上升到63.22亿，年均复合增速高达31.2%。其他童装品牌布局上，Mongdodo，定位于3-12岁儿童，产品更加时尚潮流；MarColor是首个合伙人项目品牌，定位于0-7岁婴幼儿童；The Children's Place（战略合作）是北美最大的全年龄段专业童装零售商，品牌坚持大众定位，为0-14岁儿童提供高性价比的全品类产品；Kidiliz（拟收购），欧洲童装龙头，定位于全年龄段中高端儿童服饰。

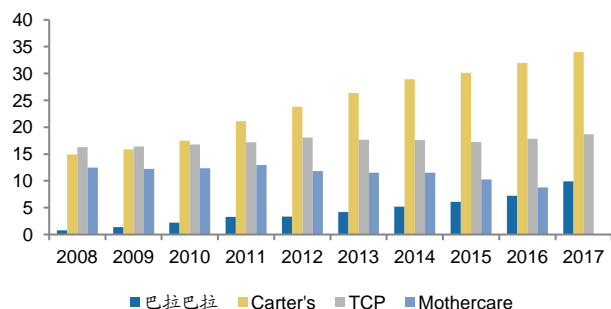
图74: 公司童装品牌巴拉巴拉历年收入情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

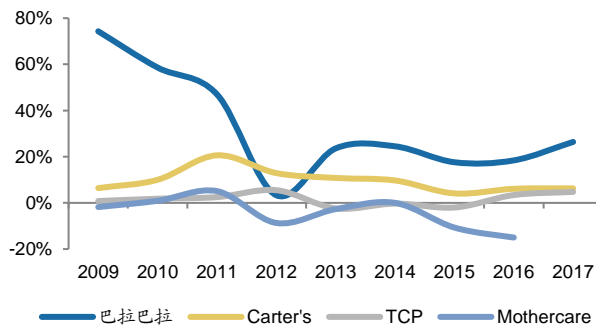
公司童装业务规模在全球居于领先地位, 增速高于国际竞争对手: 在国际童装市场, 巴拉巴拉规模向全球知名童装品牌靠拢, 目前巴拉巴拉营收规模接近英国母婴品牌Mothercare, 与北美童装品牌Carter's、The Children's Place的差距也在逐步减小, 向国际一线童装品牌迈进。凭借深耕中国市场的优势, 在国际知名童装品牌Carter's、The Children's Place、Mothercare增速较低甚至出现下滑的情况下, 巴拉巴拉一直保持着较高的增长速度。

图75: 巴拉巴拉与国际品牌收入对比(亿美元)



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

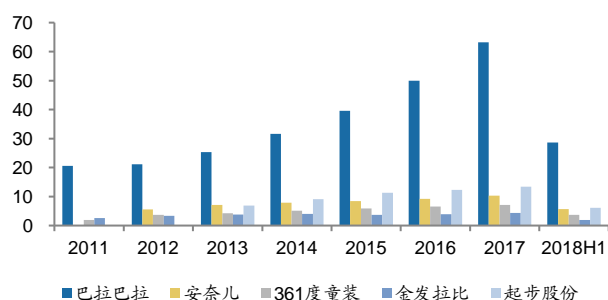
图76: 巴拉巴拉与国际品牌收入增速比较



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

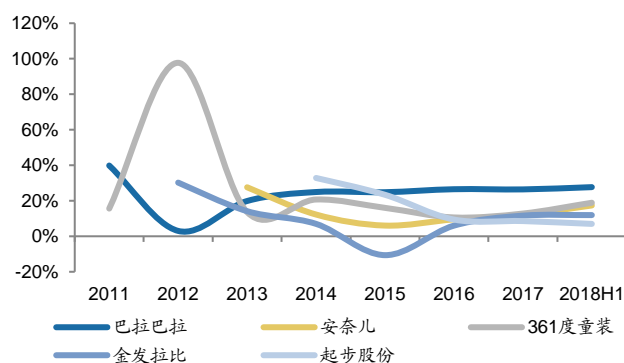
品牌方面, 巴拉巴拉在国内起步早, 坚持大众消费定位, 凭借市场红利及先发优势, 在国内建立起规模壁垒: 巴拉巴拉品牌成立于2002年, 是国内最早进入童装行业的品牌企业, 创立之初就坚持大众消费的定位, 充分借助森马休闲装的资金支持、渠道支持、供应链支持, 迅速将品牌铺向市场。巴拉巴拉创立发展的过程正好是国内童装行业快速增长期, 且当时行业内不存在竞争力很强的对手。巴拉巴拉的管理层基本为内部培育, 人才储备充足, 近年来尝试的创业合伙人制度更是充分激发管理团队潜能。目前巴拉巴拉是国内当之无愧的龙头, 在营收规模上远超国内其他上市童装品牌, 且近年来营收增速保持在25%左右, 总体增速位居第一。

图77: 巴拉巴拉与国内品牌收入对比(亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图78: 巴拉巴拉与国内品牌收入增速比较



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

渠道方面, 线下渠道布局广, 购物中心渠道占优, 电商渠道竞争力强: 目前巴拉巴拉在国内拥有4795家门店, 通过长期合作的经销商将渠道广泛布局于全国一二三四线城市, 市场辐射力强于竞争对手。公司持续优化渠道结构, 目前购物中心店1000家左右, 未来公司将继续推进购物中心布局, 预计18年底购物中心店达到1500家, 此外还将继续推进海外渠道、体验店渠道、奥特莱斯渠道的布局。公司是国内较早大力布局电商的品牌服装企业, 随着电商消费越来越品牌化, 公司电商业务高速发展, 目前占总体营收接近3成, 巴拉巴拉连续多年获得天猫“双11”童装类销售冠军, 电商渠道将为公司的增长提供新的增长引擎。

表10: 童装公司渠道数量对比/家

公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
巴拉巴拉	-	3308	3471	3928	4278	4578	4795
安奈儿	-	-	-	1628	1545	1458	1435
金发拉比	696	833	1005	1120	1190	1267	1394
起步股份	-	-	-	1885	2058	2273	2396

数据来源: 公司年报, 高德地图, 广发证券发展研究中心

表11: 童装品牌双11排名

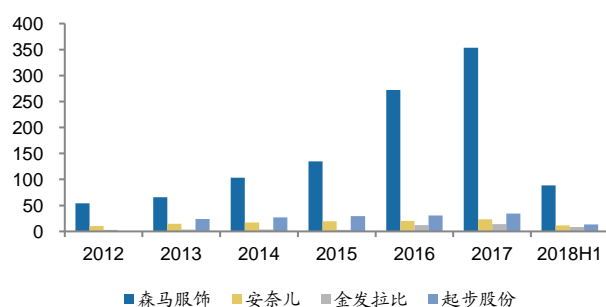
2016	2017
1、巴拉巴拉	1、巴拉巴拉
2、英氏	2、DAVE&BELLA
3、GAP	3、GAP
4、DAVE&BELLA	4、英氏
5、安奈儿	5、安奈儿
6、优衣库	6、优衣库
7、笛莎	7、mini peace

8、南极人	8、笛莎
9、小猪班纳	9、小猪班纳
10、mini peace	10、Marcjanie

数据来源：公司官网，亿邦动力网，广发证券发展研究中心

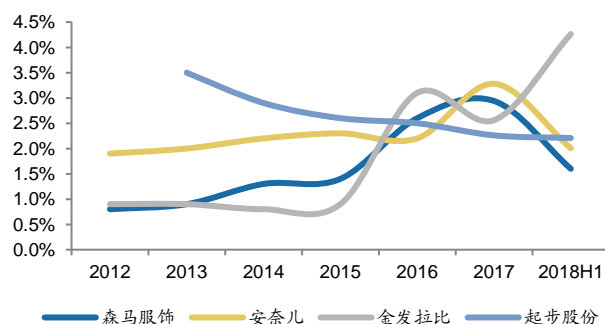
产品方面，研发支出在业内居于领先地位，供应商结构不断优化：公司不断加大研发投入，研发费用占比逐步提高（此处以森马公司数据为口径），以提升产品设计感以及技术水平。2017年，森马公司研发人员753人，研发费用率近3%。2016年以来，公司开始对产品研发实施项目管理制，关注研发效率，增加研发成果。公司不断加强对于订货SKU的把控，缩减核心供应商数量，提升订单集中度，与大型优质供应商建立起长期合作关系，以降低产品生产采购成本。近年来公司不断与中洲、溢达、东丽、德永佳等顶尖供应商达成合作。

图79：国内童装公司研发费用对比



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图80：国内童装公司研发费用率情况



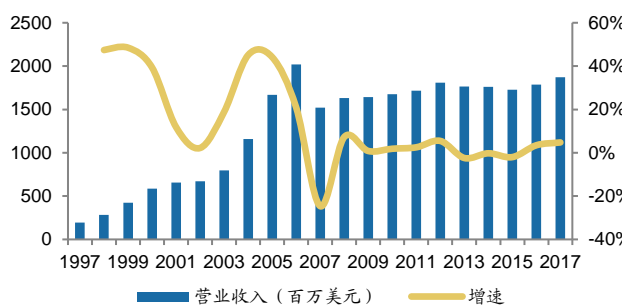
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

（4）积极推进投资合作为童装发展打开新空间

联手The Children's Place：2018年3月20日，森马服饰公告与 THE CHILDREN'S PLACE 签署长期战略合作协议，获得TCP旗下品牌在大陆及港澳台地区的经营权。森马可从TCP采购产品，亦可自主设计生产产品，通过直营、加盟及电商渠道进行产品销售，森马将按营业收入的一定比例向TCP支付许可费。

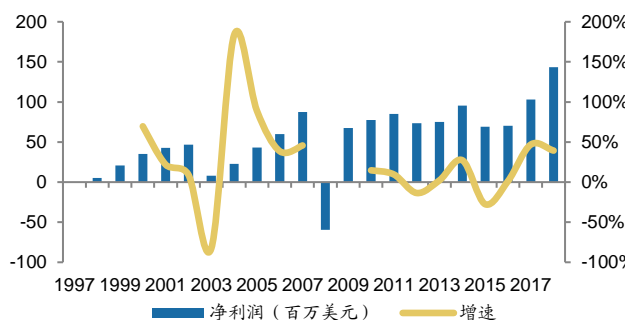
TCP是北美最大的全年龄段专业童装零售商：TCP成立于1969年，是北美规模最大的全年龄段专业童装零售商，旗下主要拥有“The Children's Place”、“Place”、“Baby Place”等主要品牌。公司坚持大众定位，为0-14岁儿童提供高性价比的全品类产品，在北美市占率超过4%。17/18财年（截至18年1月）公司实现营收18.70亿美元，净利润1.44亿美元。

图81: TCP营业收入及增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图82: TCP净利润及增速

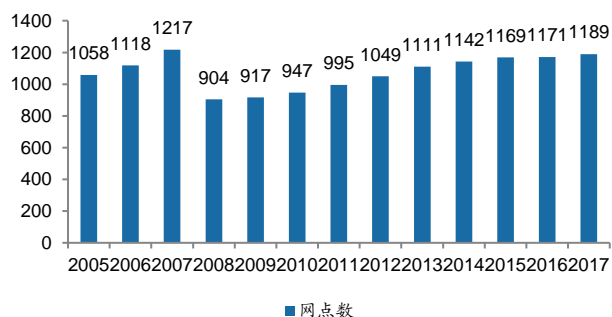


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

与TCP战略合作规划: 森马与TCP战略合作期限共20年, 未来5年, 森马将负责TCP在大陆及港澳台的全渠道扩张, 包括设立不少于300家TCP线下直营店及加盟店, 并且拓展电商业务渠道, 目标在5年内零售收入规模达到1.25-1.50亿美元。

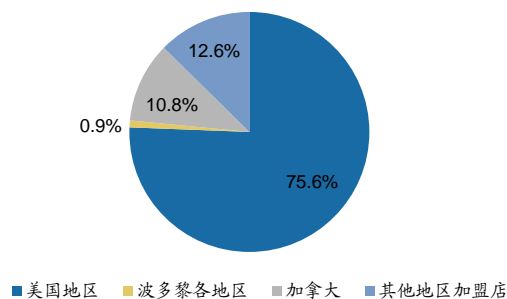
与TCP战略合作意义: 森马与TCP合作是强强联合, 双方品牌定位相似, 森马旗下巴拉巴拉是国内童装行业绝对龙头, 市占率近5%, 零售额超过百亿, 合作之后森马与TCP将在产品、设计、供应链、渠道、零售等方面深度协同, 也有利于推动森马童装业务多品牌发展, 为童装业绩增长提供驱动力。

图83: TCP销售渠道数量/家



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图84: TCP销售渠道区域结构 (16/17财年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

拟收购Kidiliz集团: 2018年5月2日, 森马服饰公告拟通过全资子公司森马国际集团(香港)有限公司, 以约1.1亿欧元(约合人民币8.44亿元)收购拥有Kidiliz集团100%股权的Sofiza SAS 100%股权及债权, 进而达到收购Kidiliz集团全部资产的目的。

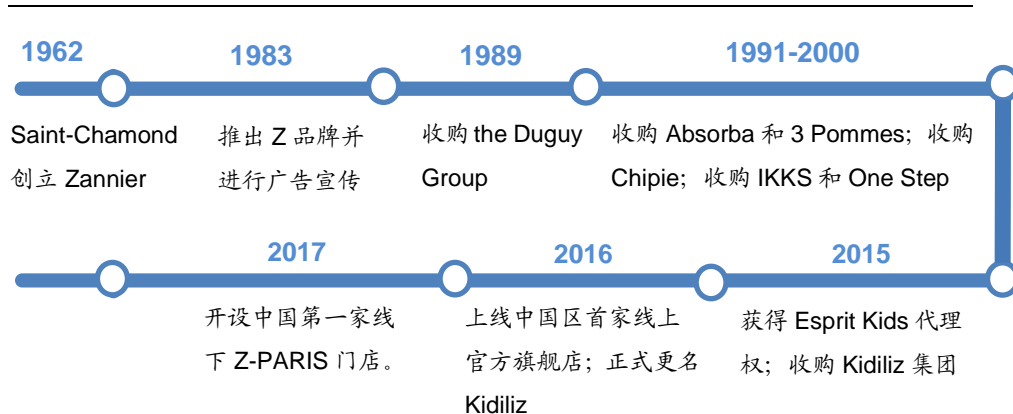
Kidiliz集团是欧洲童装龙头: Kidiliz集团创立于1962年, 目前旗下拥有10个自有童装品牌以及5个授权业务品牌, 提供从中端到高端定位, 从新生儿到青少年, 多年龄段差异化的产品选择。截至17年底, Kidiliz集团总资产4.96亿欧元, 净资产2.85亿欧元; 17年营业收入4.27亿欧元, EBITDA 0.20亿欧元, 净利润为-0.27亿欧元。

表12: Kidiliz集团旗下品牌

旗下品牌			代理品牌		
Absorba	Z 品牌	Catimini	Kenzo Kids	Levi's Kids	DIM
Lili	My First	Beckaro	Paul Smith	Esprit Kids	
Gaufrette	Dressing		Junior		
Chipie	Jean Bourget	3 Pommes			

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

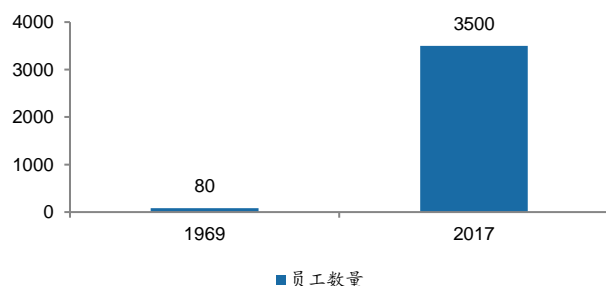
图85: Kidiliz集团发展历程



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

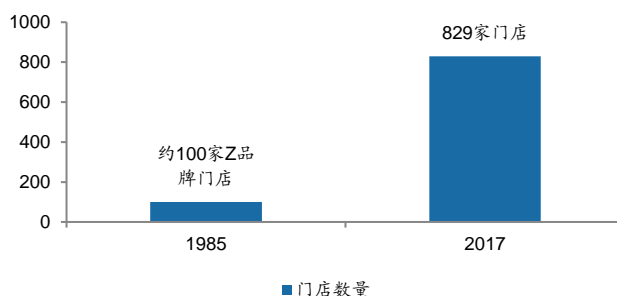
收购Kidiliz集团战略意义: 扩大童装业务规模, 巴拉巴拉童装收入63亿元, 是国内市占率第一的童装品牌, Kidiliz集团全球收入约30亿元人民币, 完成收购后公司童装业务体量及市占率将飞速提升; **嫁接中国市场, 寻找新的利润增长点,** 本次出售Kidiliz集团主要是创始人年龄较大, 前期对于业务投入较少导致利润表现较弱, 收购完成后原管理层仍将留任并参与股权激励, 森马将Kidiliz集团嫁接中国市场, 资源投入后有望迅速做大其收入及利润; **全方位协同,** Kidiliz集团和巴拉巴拉在设计和供应链方面、渠道方面存在诸多协同, 收购成功也有助于推动公司童装海外市场拓展, 为发展打开空间。

图86: Kidiliz集团员工数量/人



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图87: Kidiliz集团渠道数量/家



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(5) 风险提示

终端销售风险。从历史经验看,服装品牌零售作为传统的可选消费品,一定程度上受经济环境影响,如果经济不景气,消费者预期收入降低,则终端零售将承受较大压力。

快反供应链改革不及预期风险。公司目前进行快反供应链改革,过程中涉及到诸多利益方,公司、供应商、加盟商都需要去学习适应这一新模式,如果不能很好地磨合调整,则会影响到快反供应链的运作,进一步影响到公司整体的业务竞争力,并且会造成前期投入的浪费。

六、风险提示

1、终端销售不景气风险

目前中国经济增长处于降速阶段,进入发展新常态。经济不景气将对服装终端零售产生较大影响。

2、行业竞争加剧风险

大众休闲服饰面临海外快时尚龙头的激烈竞争,童装行业近年来供给逐渐增加,新进入者不断,如果供给端的竞争日趋激烈,有可能导致企业经营承压,引起存货积压,会影响公司的收入增长和盈利能力。

广发纺织服装行业研究小组

- 廉韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
张 萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
赵颖婕：联系人，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
胡 幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。