

---

# 2018 年服装行业研究报告



# 蜜蜂学堂



# 前沿资讯报告

每日精选业内3份前沿资讯报告

你——值得拥有最优质内容

扫码加【首席王牌助教Annie酱】

拉你入【HRD前沿资讯群】





## 一、服装行业概况

服装行业产业链较长，行业下游消费需求变化日益加快；服装行业价值链中品牌营销渠道运营附加值最高，其次为研发设计，而加工制造环节附加值最低，下游消费需求变化有利于行业向微笑曲线两端延伸。

### 1. 行业划分与界定

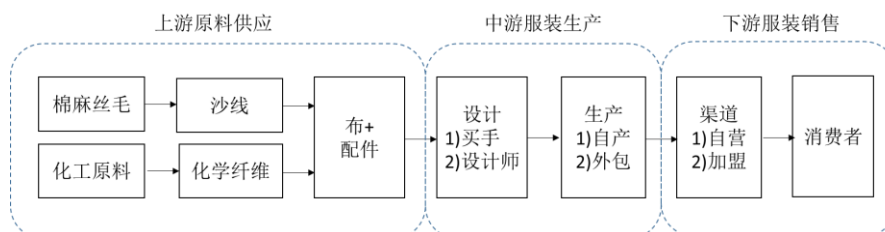
服装行业主要是指将天然纤维（棉、毛、麻、丝等）、化学纤维（合成纤维、人造纤维）等原材料通过纺纱、织造、印染等工艺过程，加工成纱、线、布，最后再加工成成衣的工业行业，按照国民经济行业分类，服装行业属于制造业的子行业，又可以具体分为纺织业和服装、服饰业。本报告中服装行业的界定范围以国家统计局的国民经济行业分类为标准，以服装、服饰业为分析重点，基于行业共性提炼相关要素进行分析。

### 2. 行业产业链及价值链

从产业链来看，服装行业处于纺织服装产业链中下游。中游服装生产中，从目前我国行业终端收入来看，内销品牌零售企业占比约为 40%，外销加工制造约为 60%，但内销品牌企业占比逐渐提升。

服装消费属性较强，需求具有一定刚性，但与其他生活必需品相比需求价格弹性大，宏观经济波动可通过影响消费者收入预期进而影响服装市场整体需求。随着国民经济的不断发展和居民收入水平的不断提高，国民对于服装的消费需求已经基本完成了从温饱型消费向时尚、文化、品牌形象消费的转变，行业需求呈现快速变化的特征。

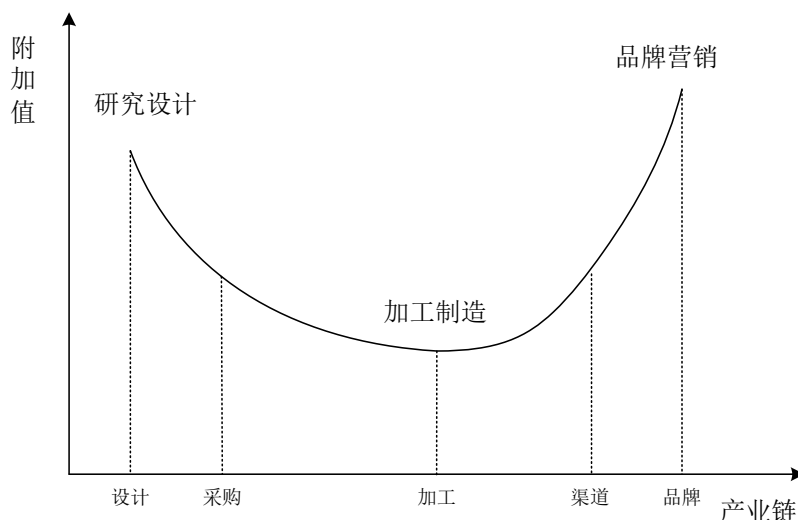
图 1 服装行业产业链



资料来源：联合评级整理

从价值链来看，服装行业价值链主要由研发设计、加工生产和品牌渠道运营三个环节构成，每个环节获取利润收益相差较大，其中品牌渠道运营占据服装行业超半数的利润，研发设计占据超三分之一的利润，而加工生产仅占约 10% 的利润。过去十几年，我国服装行业取得了快速发展，但主要体现为代加工生产，利润空间固定且处于较低水平，导致行业附加值并不高。近年来，随着行业下游消费的升级，居民对于服装产品的消费由价格导向趋向于品牌化，我国品牌类服装企业面临较好的发展机遇，行业附加值将随之提高。

图 2 服装行业微笑曲线



资料来源：联合评级整理

### 3. 运行概况

2018 年服装行业维持上年的弱复苏状态；随着品牌类服装企业去库存及品牌终端渠道调整渐入尾声，品牌服装零售端将面临较好的市场发展空间；国家出台促进消费指导意见，未来消费预期有好转，品牌服装企业有望受益，信用水平有望提升。棉花价格波动对服装行业成本控制造成一定压力，但随着服装制造企业推行智能制造及供应链管理，大型服装代工企业信用水平有望提升；同时，受贸易战影响，在成本上升以及海外订单数量减少的压力下，中小型代工企业的信用风险将上升。2018 年颁布消费指导意见，消费预期有望好转，品牌类服装企业有望获益，同时，我国品牌服装不断转型升级，注重品牌价值建设，拥有渠道和供应链的精细化管理能力的品牌服装企业信用水平将较高，行业集中度不断提高。

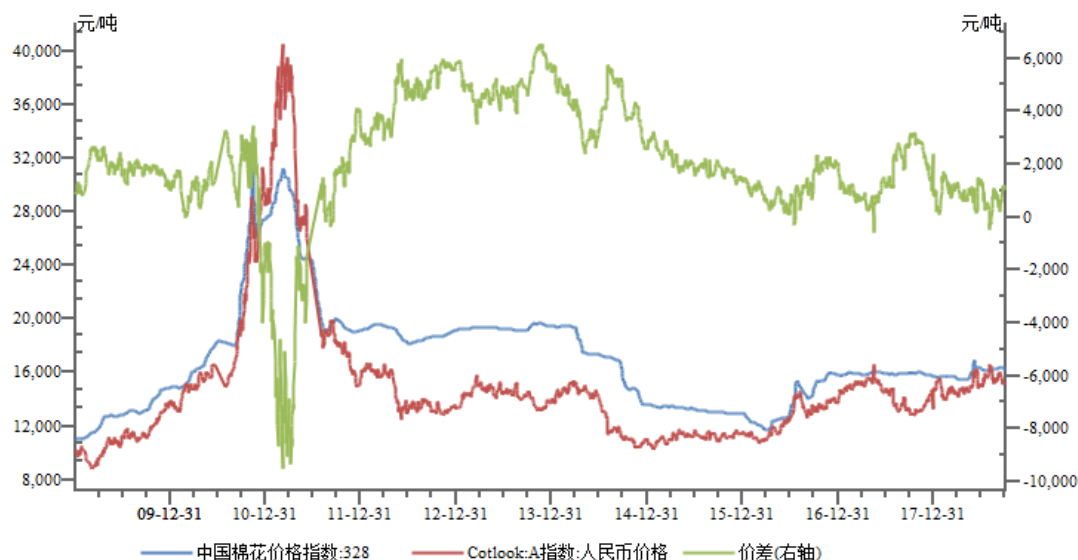
近年来，我国服装行业波动较大，2001~2007 年，得益于我国经济的快速发展、国民消费水平的提高、以及我国加入 WTO 后对服装出口的带动作用，我国服装行业呈快速增长态势；2008 年，受国际金融危机影响，全球经济增速明显放缓，我国服装主要出口国欧洲、美国、日本等国 GDP 增速出现负增长，服装行业需求快速回落，服装出口额大幅下降，行业增速于 2009 年跌至低谷；2010 年以来，受我国服装需求全面放缓的影响，服装行业产能过剩矛盾凸显，服装行业进入低迷状态；2011~2016 年，随着我国人均收入水平的大幅提高致消费者消费观念升级，外资快时尚品牌业务在国内大幅扩张，网络销售平台的快速发展，以及我国本土品牌同质化竞争较为严重，我国传统服装品牌消费需求大幅下降，我国限额以上服装零售批发额增速呈下降趋势；同时随着我国劳动力成本的上升，服装代工订单外移，我国服装出口数量大幅下降。2017 年以来，随着上游端产能迁移和行业整合持续进行，以及下游消费端需求持续改善，服装行业呈现出弱复苏态势；2017 年根据国家统计局数据，2017 年，服装行业规模以上企业累计实现主营业务收入 21,903.86 亿元，同比增长 1.06%；利润总额 1,263.74 亿元，同比增长 2.95%；销售利润率为 5.77%，比 2016 年同期提升 0.11 个百分点；销售毛利率 14.32%，比 2016 年同期提升 0.27 个百分点。

受益 2017 年以来下游需求端消费不断升级，服装行业零售情况向好，行业去库存及品牌终端渠道调整渐入尾声，以及制造端持续扩产、部分产能向海外生产成本较低的地区转移，企业持续推进多品牌差异化运营等有利因素，2018 年 1~9 月，我国服装行业规模以上企业累计实现主营业务收入

12,814.48 亿元，同比增长 3.51%；利润总额 697.06 亿元，同比增长 7.96%；销售利润率为 5.54%，比 2017 年同期提升 0.22 个百分点；销售毛利率 14.22%，比 2017 年同期下降 0.16 个百分点。

从上游原材料供应来看，2010 年以来，全球棉花价格持续上涨，2011 年价格波动幅度加大，我国启动棉花临时收储政策，导致国内外棉价差不断拉大，2013 年棉价差扩大至 6,000 元/吨，严重挤压了国内服装行业利润空间，产品国际竞争力也受到较大影响；2014 年以来，全球棉花库存量过大，国家取消棉花临时收储政策，棉花价格回归市场化，棉花价格快速下滑带动国内外棉价差逐步缩小，国内 328 棉花价格指数由 2010 年底最高点 31,320 元/吨持续下跌至 2015 年底 12,922 元/吨水平，国内服装企业经营压力有所缓解；2016 年由于棉花抛储进度不及预期，且当时国内棉花生产和需求出现一定缺口，棉花价格快速上涨。2016 年底国内 328 棉花价格指数达到 16,000 元/吨高位。2017 年至今棉花价格总体波动不大，维持在 15,900 元/吨的高位小幅震荡。2018 年 8 月全国棉花生长情况及产量预测调查显示，截至 2018 年 8 月底，全国各棉区处于开花至裂铃吐絮期，气象条件较适宜棉花生长，病虫害发生程度较轻，长势好于去年。2018 年 8 月，中国棉花协会对全国植棉面积进行了核实，并将其调整为 4,617.1 万亩，同比下降 2.97%；按照被调查农户植棉面积加权平均计算，预计全国棉花总产量约为 602.1 万吨，同比减少 0.43%，较上期增加 0.25%。2018 年 9 月美国农业部预测我国 2018/19 年棉花产量较 8 月预测值增加 21.7 万吨，消费量及进口量与 8 月预测数据相同。综合来看，据美国农业部 9 月预测数据，2018/19 年我国棉花供需缺口在 326.6 万吨、较此前 8 月份减少 21.7 万吨，该部分缺口主要由进口棉花及国储棉轮出满足。短期来看，新棉上市补充短期棉花供给，国储棉轮出成交热情有一定下降，期货市场价格平稳、期货价格略有下降；但中长期看，国内棉花供需格局偏紧、棉花价格上行周期或将形成。

图 3 2009 年以来国内外棉花价格指数及价差

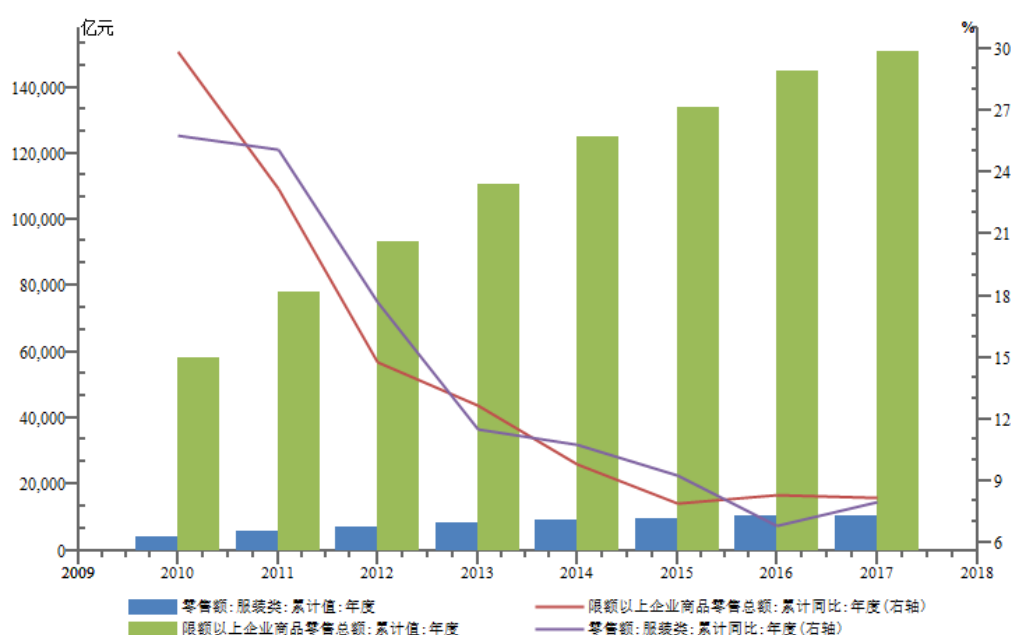


资料来源：Wind

2017 年 3 月，国家发展改革委财政部发布《关于深化棉花目标价格改革的通知》，称对新疆享受目标价格补贴的棉花进行上限管理，上限为基期全国棉花平均产量的 85%；确定 2017~2019 年，新疆棉花目标价格水平为 18,600 元/吨。整体而言，国内应季棉花供需缺口长期存在，需通过储备棉轮出的方式补足缺口，长期来看国内棉花去库存速度较快，国内产量无法有效满足棉花消费，未来预计我国棉花价格将呈现上涨的趋势，对服装企业未来成本控制将会造成一定压力。

从下游消费端来看，零售市场方面，2009~2010 年，随着我国人均可支配收入逐年增长，限额以上依法和零售业商品零售总额持续增长，服装类零售额增速维持在较高水平，服装行业发展较为迅速。自 2011 年起，随着国外品牌及网络购物的快速发展，我国服装零售额增速大幅下降，服装行业发展持续低迷，与此同时行业进入洗牌阶段。2015 年起行业去库存及品牌终端渠道调整的逐步推进，服装行业零售额增速有所恢复，但仍维持在较低水平。2017 年，我国服装行业限额以上品批发和零售服装类零售额 10,356.40 亿元，较上年同期增长 8.20%，呈现出弱复苏的态势。2018 年 1~9 月，我国限额以上企业商品零售额累计同比增 6.90%、较去年同期放缓 1.00 个百分点，终端消费数据放缓；其中限额以上企业服装鞋帽零售额累计同比增 8.90%、较去年同期提升 1.70 个百分点。长期来看，服装行业仍将维持较为缓慢的增速。

图 4 近年来我国限额以上企业服装类零售额及变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

品牌建设方面，本土时尚服饰品牌加大品牌形象升级的投入力度，在门店体验、产品设计、价格定位、营销策略方面制定出更符合国人消费需求的发展战略。还有一些国产品牌或玩转民族风，或以中国深厚的文化积淀为设计灵感传递时尚。热风、拉夏贝尔、太平鸟、江南布衣、茵曼、韩都衣舍等等国产品牌逐渐打响知名度，并且向海外扩张。此外，社交平台、电商平台的出现与巨大影响力使得消费者能够有机会有时间对产品有清晰的认识，消费不再盲目追求外国品牌，而转向“只选对的”。对于曾经一度被忽略的国内本土服装品牌企业来说，消费者认知正在增加与本土品牌的粘性，本土品牌也将因此得到快速发展。2017 年度购物中心关注服饰品牌榜 TOP 50 中，国内品牌占 31 家（占 62%），较 2016 年增加了 10 家。

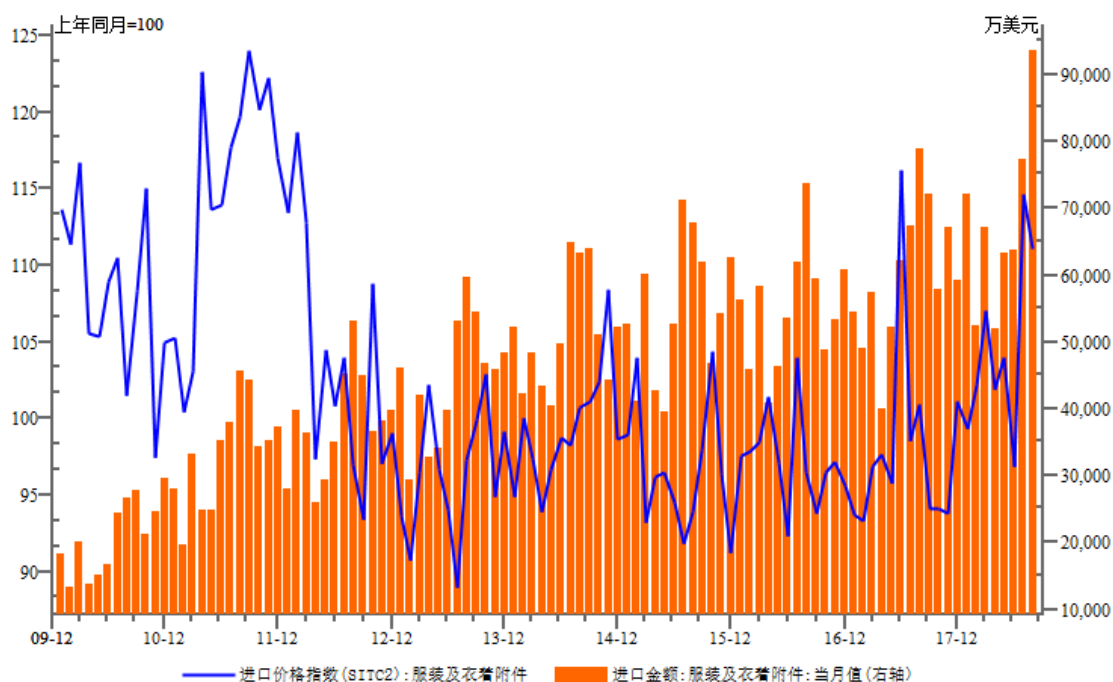
供应链管理方面，RFID（射频识别）技术现在已经用于很多快时尚品牌的供应链跟踪上，利用 RFID 标签和读写设备，产品能在数秒之内被检测，能加快配送速度，比传统人工计算的方式准确，确保了库存管理的正确性。衣服上植入一个微型 RFID 芯片，随后，每件衣服在线下体验店被顾客带进试衣间的次数，都可被追踪，有助于辨别热销产品并提升前端的产品设计。通过收集各种数据，从每件商品的销售数据、消费者的反馈到核心竞争对手和最新趋势的数据，快时尚品牌能够将数据



转化为有意义和可操作的见解,实现更加贴近顾客以及清晰掌握实时需求,以数据驱动快时尚营销。

进口方面,2009~2010年,我国服装进口数量变动不大,进口服装价格指数基本围绕在110.00上下波动。2011年起,随着国外快时尚品牌在国内的快速扩张,我国服装进口金额快速增长,进口价格指数呈现出下降趋势,2012年起进口价格指数降至100.00以下,围绕95.00上下波动,进口服装对我国本土品牌服装造成了巨大冲击。2017年我国服装及衣着附件进口金额71.96亿美元,同比增长11.30%。2018年1~9月,服装及衣着附件累计进口金额为1,184.78亿美元,同比增长14.40%,主要系海外品牌受到进口关税下调的影响,进口金额存在一定增长。

图5 2009年以来我国服装及衣着进口金额及价格指数(单位:万美元)

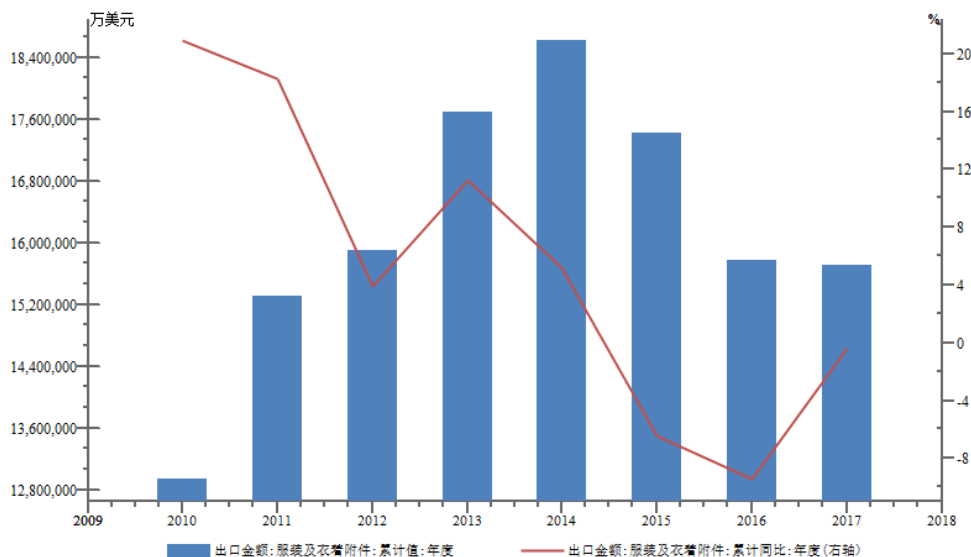


资料来源: Wind

出口方面,我国服装产品主要出口市场为欧盟、美国、东盟、日本、香港、韩国等国家和地区,出口市场集中度较高。入世以来,欧美日三大市场出口额占我国纺织品服装出口总额的比例在50~70%。2008年起,我国主要服装出口国经济发展受金融危机冲击较大,消费需求下降;另一方面,人民币升值、人口红利消失、以及劳动力成本上升等因素,导致我国劳动力资源禀赋优势逐渐丧失,部分国际服装代工订单转向越南、柬埔寨等东南亚国家。受上述因素综合影响,我国服装出口增速整体呈波动下降趋势,至2015年出现负增长,2016年全年服装出口额为1,578.19亿美元,同比下降9.40%,降幅较2015年扩大了3.00个百分点;服装出口数量为295.93亿件,同比下降2.75%,降幅较2015年收窄4.16个百分点;服装出口平均单价4.29美元/件,同比下降7.54%,降幅较2015年扩大7.54个百分点。2017年,我国累计出口服装1,572.01亿美元,同比下降0.40%。2018年1~9月,我国服装及衣着附件累计出口1,318.34亿美元,累计同比增长1.20%。近年来随着东南亚服装代工厂数量的增加,其生产技术水平较为落后、配套产业链不成熟等问题逐渐显现;我国服装行业中大型服装代工企业逐步推行智能制造,注重企业供应链优化和变革,制造优势凸显,外部代工订单增长,未来发展条件较好;但中小型服装加工企业在劳动力成本上升背景下受东南亚新兴服装制造企业影响较大。此外,2018年美国公布的2,000亿美元加征10%关税项目中,纺织服装项目约1,000

余个，涉及绝大部分纺织原料、半成品以及少量服装附件产品。由于加税项目大多可替代性较强，部分纺织制造产能将进一步转移至东南亚等人力成本较低、较多税收优惠的国家，我国纺织服装企业中服装代工企业预计将会受到一定影响，但品牌服装类企业受影响较小。

图 6 2010 年以来我国纺织服装出口额及增速情况



资料来源: Wind

政策方面，针对当前宏观经济预计较为悲观，下游消费需求疲软的情况，国家为增强消费需求、促进消费，推出一系列刺激消费的政策，品牌服装企业有望受益。2018 年 9 月国务院印发《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》（以下简称“《意见》”），提出以消费升级引领供给创新、以供给提升创造消费新增长点的循环动力持续增强，实现更高水平的供需平衡，居民消费率稳步提升。其中，吃穿用消费方面，未来将推动闲置的传统商业综合体加快创新转型，通过改造提升推动形成一批高品位步行街，促进商圈建设与繁荣。

总体看，2018 年，随着终端消费回暖，以及经过近几年各服装品牌进行调整和整合，服装行业零售端有所改善，服装行业整体呈现出弱复苏状态；2018 年颁布消费指导意见，消费预期有望好转，品牌类服装企业有望获益；受贸易战升级的影响，服装代工类企业来自海外的订单数量或将下降。

## 二、行业需求

### 1. 终端需求变化情况

近年来，消费者对服装的消费需求观念已有所改变，服装消费对象也较为明确，逐渐形成了多品牌个性化偏好的消费需求，由原来的低价格服饰转向紧跟流行趋势的中高端品牌服装的体验消费。未来快时尚服装的发展速度将有所趋缓，紧跟当下时代潮流的同时，品牌定位中高端且拥有完善的供应链管理的龙头服装企业将呈现较高的信用水平。店面布局方面，品牌渠道下沉将愈加明显，已提前完成二、三线城市的服装企业信用水平有望提升。

我国的服装行业需求主要是终端消费者的消费需求。自 2012 年以来，我国文化及电子商务的迅猛发展推动了消费者服装消费需求的转型和升级。经济发展进入“新常态”后，传统服装的一种设计可持续 3~4 年长销的时代已经过去，消费者对服装的需求已升级换代，随着我国网络信息迅速发



展，以及以快时尚为代表的国外服装品牌进入中国市场，消费者可选择范围更广，信息更加对称，消费更趋于理性，更趋向追求个性化品牌和高性价比产品，消费者对于服装的需求观念发生巨大转变，同时也促使服装行业在近年来发生了较大变革。

图 7 1990 年至今我国服装产业消费升级的路径



资料来源：联合评级根据公开渠道整理

快时尚服装具有紧跟当季服装潮流，快速地推出新的服装设计，服装更新品类多，新品到店速度快，每款上新服装数量较少以及价格较为亲民等特点，正好满足了主流消费人群的置装需求。

快时尚品牌新开门店数量方面，近几年，随着我国一、二线城市商业地产的快速繁荣，形成了以优质写字楼和零售门店为核心的购物商圈，以快时尚为代表的国内外服装品牌在进驻一、二线城市后快速扩张，其中扩张店铺速度较快的是 H&M 和优衣库，2013~2016 年，年均新开设店铺 65 家以上。2017 年，包括 H&M、ZARA、UNIQLO（优衣库）、MJ style、MUJI（无印良品）、NEW LOOK、UR、C&A、Forever 21、GAP 在内的十大快时尚品牌在中国内地新开门店达 473 家（不含升级重开门店）与 2016 年 415 家相比，2017 年新增了 58 家门店，增长近 14%。国际快时尚品牌在内地的扩张步伐已在放缓，存在感及在消费者心目中的竞争力也逐步降低；本土快时尚品牌加速崛起、导致竞争加剧。

从新店分布来看，一线城市 84 家（约占 18%），其中上海最多共 31 家、深圳 24 家、北京 18 家、广州 11 家；2016 年一线城市新增快时尚门店为 90 家，2017 年略减少了 6 家。随着一线城市、东部经济发达城市市场饱和度越来越高，未来快时尚在该区域的拓展步伐或许会慢慢收缩；省会城市（不含一线城市及直辖市）128 家（约占 27%），其中西安、杭州、武汉、哈尔滨、长沙、太原等城市门店数量相对较多，这表明东部地区快时尚市场已渐渐饱和，中西部区域则仍有较大空白，快时尚也正在加紧抢占市场。此外，除去一线、新一线城市，其余新店共 274 家（约占 58%）。随着二、三线城市消费力的增长以及对品牌认知度的提升，越来越多的国际快时尚品牌在扎根一线城市后，纷纷将发展的重点慢慢地转向二、三线甚至是四线城市以开辟新的市场。这种下沉式发展的好处是拓展还待开发的新市场，并且三、四线城市“人口红利”显著，商业地产具有较大的可操作空间，对快时尚的吸引力逐渐增强。

快时尚品牌的经营模式多为快速的服装设计以及优质供应链协同作用，尤其以 ZARA 为代表的

快时尚品牌，从下单到交货的时间一般为 6~8 周，快速翻单的一般为 4 周，最快的可以做到 2~3 周，这种经营模式保证了产品的更新速度，以确保每次带给消费者不一样的购物体验，而国内很多品牌的这一时间则长达数月，因此，快速反应和优质供应链很大程度上改变了消费者的对于传统服装的消费习惯。快时尚品牌服装紧跟当季服装时尚潮流，快速的反应设计，更多的品类上新以及相对较低的价格，给消费者提供全新的购物选择。国内服饰品牌如美特斯邦威、佐丹奴、班尼路、以纯及真维斯等老牌休闲服饰品牌由于设计款式脱离当下主流市场潮流和上新速度较慢等劣势而面临着巨大经营压力和转型考验。

总体看，随着快时尚等新型服装经营概念的不断冲击，我国消费者的服装消费习惯已转变为贴近时尚潮流，注重多品类的服装消费。快时尚品牌渠道下沉将愈加明显，这也将成市场发展的必然趋势。

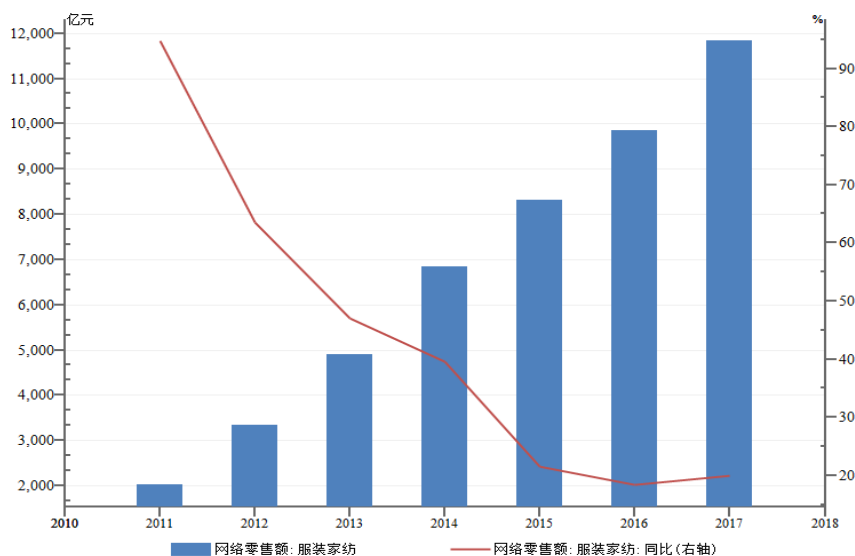
## 2. 线上需求情况

随着移动互联网的飞速发展，我国零售市场中网络购物规模在近年来呈快速增长的趋势，对传统服装终端零售业冲击较大。但经过近几年调整，品牌服装企业更倾向于线上线下结合的全渠道销售模式，中小企业品牌线上销售将进一步被边缘化，品牌服装企业将获得更大的市场份额，未来信用水平有望提升。

服装作为电商第一大细分品类，自 2012 年来，其发展呈上升趋势，作为零售业的新业态，电商渠道成为拉动传统品牌服饰业绩增长的主要动力之一。此外，服装销售受季节、时间的影响较大，高企的库存成为及高额的存货跌价准备对服装企业盈利水平会造成较大的影响，在此背景下，各服装企业加大线上渠道的建设的投入，构建线上商城等多渠道立体式销售网络，同时部分企业开始开展“线上+线下”的综合营销模式，提高用户购物体验。

根据中国纺织工业联合会统计，我国服装家纺类网络零售额规模逐年增长，但增速呈下降态势，2017 年，随着各品牌服装企业线上渠道构建逐步完成，我国服装家纺类网络零售额为 11,828 亿元，同比增长 20.08%，增速较上年小幅上升 1.55 个百分点。

图 8 2011~2017 年我国服装家纺网络零售额及增速情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

自 2012 年来，网络购物中的服装消费额大幅上升，由于一些传统服装品牌将线上作为清理存货的渠道，最直观的表现是线上服装价格低于终端实体店，是最初吸引众多消费者的原因之一，而早期一些淘品牌的兴起与扩张也符合线上低价、爆款的流行趋势，但是低质低价只能是短时期的行为，无法持续。2016 年以来，服装电商发展进入相对成熟期，具体表现为服装行业传统的“大而全”的时代已经过去，如今的服装电商对客群准确定位，突出个性化和年轻化的品牌形象。服装电商已不是早期仅仅作为存货的低价粗放清理的渠道，而是成为服装销售的重要拉动力量，注重线上线下双渠道共同发展以满足消费者需求。2018 年双十一线上购物节全网共实现收入 3,143 亿，同比增长 24%。双十一期间服装各品牌整体表现较好，众多品牌销售额保持高速增长，各个细分领域均有亮点。安踏、李宁双十一期间销售额增速均在 60% 以上。女装板块，主要上市公司主品牌增速在 40~50% 之间，保持高增长。大众休闲领域，森马成人休闲天猫销售额达 3.8 亿元，同比增长超 20%；巴拉巴拉连续三年获得天猫童装品类第一名，龙头地位巩固。随着传统服装企业的电商化，以往的淘品牌线上占主导的情况已然有所改变，消费者对于传统服装品牌线上线下全渠道运营的需求逐渐扩大。

### 三、细分行业运行情况

随着我国服装制造成本上升、人口红利的消失，以及出口压力加大，未来国内服装企业信用水平将出现进一步分化，从细分市场来看，男装子行业呈现强者恒强的局面，品牌男装企业竞争优势较为明显，整体信用水平较高；女装子行业整体呈现回暖趋势，行业内并购重组较为集中，拥有多品牌、多渠道运营的女装品牌企业抗风险能力更强，女装品牌企业整体信用水平呈上升趋势；受益于二胎政策红利和市场急剧扩张，童装需求较大，其发展空间广阔，整体增速较快，未来行业内龙头企业将呈现较高的信用水平；此外，随着技术升级后部分国际订单回流，设备先进、技术水平高、研发能力强同时拥有完善的供应链的服装制造企业的抗风险能力将更强，龙头企业的信用水平更高。

#### 1. 男装子行业

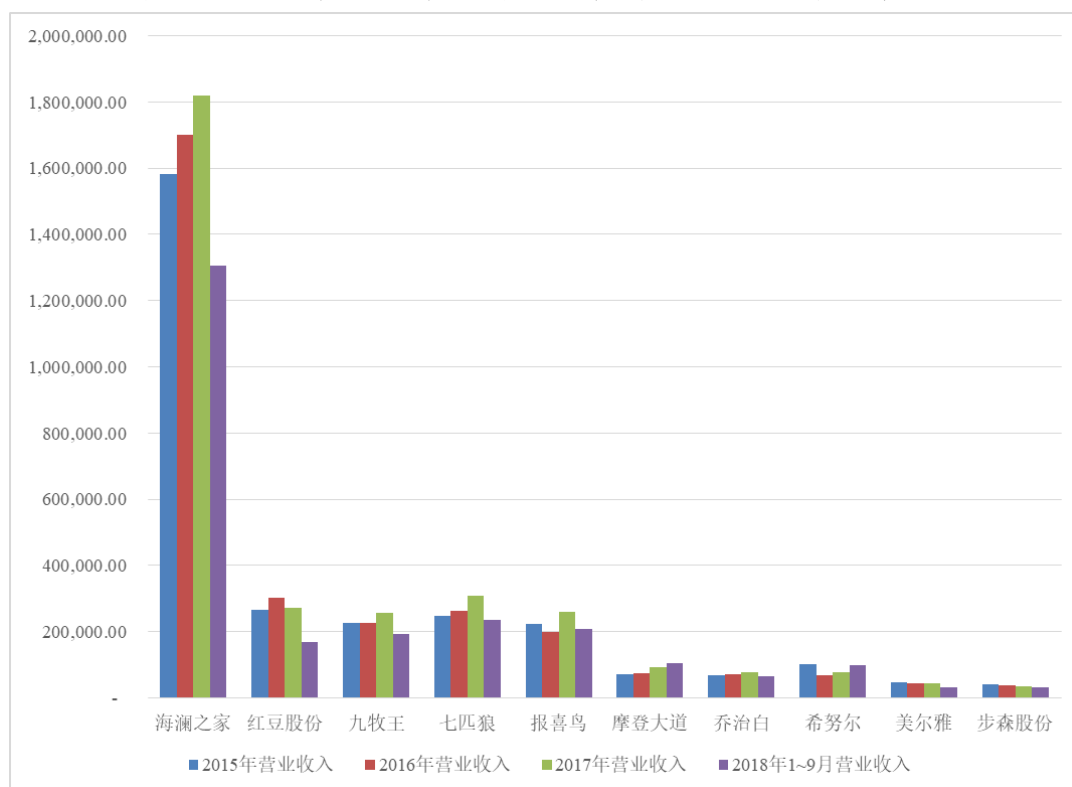
国内男装行业市场规模不断扩大，竞争较为激烈，未来随着行业集中度不断提升，将呈现强者恒强的局面，品牌知名度高的男装企业整体信用水平较高。

经过多年发展，男装是我国服装业中发展最为成熟的子行业，也是竞争较为激烈的行业之一，目前我国已经建立了比较完备的服装工业体系，形成了比较成熟的男装产业链。主要经历了 OEM 生产、制造商品牌、商业品牌、零售商品牌等四个阶段，形成了一些独具特色的产业集群，对男装成衣工艺技有了大幅提高，企业运营更多元化、专业化。目前男装品牌消费市场仍处于一个变化的过渡期和调整期，品牌淘汰快，呈现强者恒强的局面，竞争激烈，已从低层次的价格竞争上升到品牌综合实力的竞争。

我国男装行业市场规模不断壮大，由于男装标准化程度较高，行业集中度和市场占比情况均持续提升，且高于女装，从 2007 年至 2017 年，国内男装市场规模从 2,438 亿元增长至 5,346 亿元，增长较为稳定。根据 Euromonitor 的预测显示，未来 5 年我国男装市场的年均复合增速为 3.71%。男装 CR10 从 2008 年的 10.6% 上升至 2017 年的 16.4%，集中度不断提升。



图9 2015~2017年及2018年1~9月我国上市男装企业营业收入情况（单位：万元）



资料来源：Wind，联合评级整理

品牌男装中，海澜之家占据市场龙头地位，领先优势较大，且发展较为稳定，2017年的营业收入为182.00亿元，同比增长6.60%，其净利润为33.29亿元，同比增长6.60%。2017年，七匹狼、九牧王营收规模分别为24.86亿元和22.57亿元，分别位列第二、三位，体现了老牌男装企业的竞争优势。2018年1~9月，男装品牌的前三名依次为海澜之家、七匹狼和报喜鸟。

总体看，我国男装产业已经进入成熟期并处于产业调整转型中，并处于缓慢复苏中，男装企业持续优化品牌，突出品牌差异性，避免品牌同质化，未来经营规模大、品牌知名度高、供应链管理完善和渠道建设全面的男装企业将在激烈的市场竞争中占据优势地位，行业集中度将进一步提升。

## 2. 女装子行业

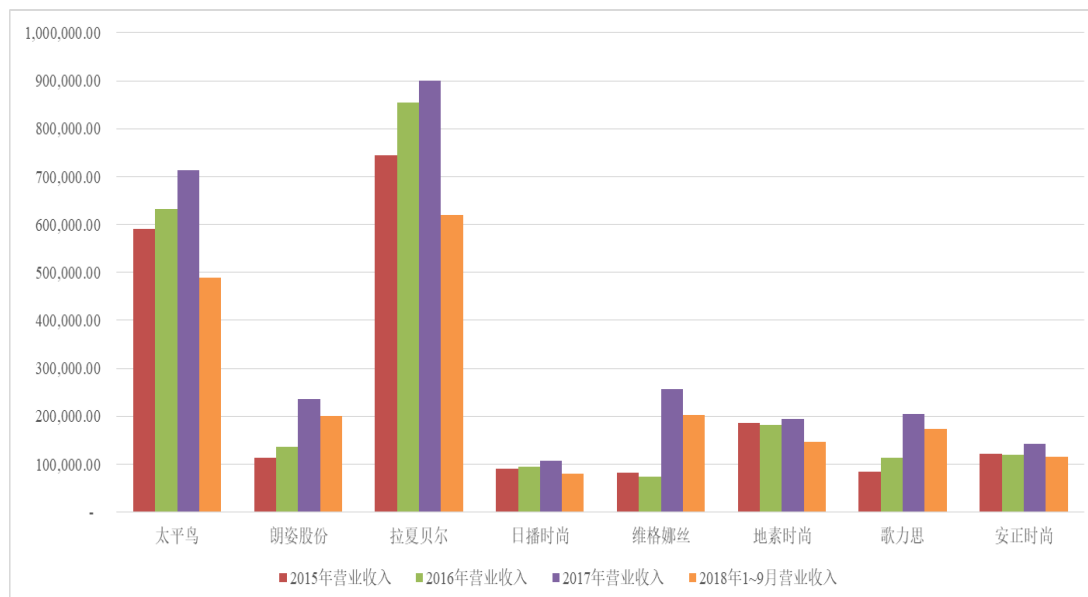
女装子行业整体呈现回暖趋势，行业内并购重组活动频繁，行业分化速度加快，未来拥有品牌文化、多品类且全渠道运营的品牌女装企业抗风险能力更强，整体信用水平较高。

国内女装行业品牌较为分散，呈现多元化和个性化品牌趋势，且品牌效应影响逐渐显现。2016年以来，行业内并购、上市较为集中，品牌女装呈现回暖趋势，拥有品牌文化、多品类且全渠道运营的中高端女装品牌服装企业的信用风险将会更小。

女装市场是我国服装行业发展最早、市场活跃度最高，同时需求转变最快的细分市场之一。随着女性对服装品味和质量要求的提升，女性服装行业正在向品牌多样化和差异化发展，中国女装行业经过近40年的发展，已经形成一条贯穿产品设计、生产和销售的完整产业链。截至2017年底，中国女装总体市场规模达9,232亿元，占总服装市场49%；2010~2017年，女装市场规模年均复合增长率为8.2%，整体相对平稳。预计2018年女装市场规模可以达到9,522亿元，女装市场是整体服装市场中增速稳定且体量规模较大的子行业。2017年我国女装人均消费为98.9美元，低于发达国家水

平。我国女装市场呈现出完全竞争的市场格局，市场集中度较低，2017 年女装 CR10 仅为 8.2%，竞争较为激烈。目前女装市场高度分散化，尚未出现具有绝对领先地位的行业龙头，为新晋品牌提供了生存空间。其中，低端女装、中高端女装以及高端女装的市场规模占比分别约为 27%、54% 和 19%，女装市场主要集中在中高端女装部分。

图 10 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月我国上市女装企业营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报，联合评级整理

低端女装市场规模较小，企业主要的经营方式是薄利多销，面对中低收入人群，设计以模仿为主，销售渠道大多在三、四线城市的大卖场和小型专卖店，消费者议价能力较强。中高端品牌女装为女装市场中的主要组成部分。2017 年，中高端女装企业业绩普遍好转，是品牌服饰弱复苏进程中回暖最为明显的子行业。上图 8 家中高端上市女装企业 2017 年营业收入合计 275.51 亿元，同比增长 19.84%。

中高端女装市场主要面对那个对中高收入、对服装的设计感和质感有一定要求的都市女性。这类女装企业会注重紧跟当下时尚潮流的设计，注重品牌形象的树立和品牌价值的提升。中高端女装市场竞争较为激烈，品牌较多，市场集中度低，在品牌价值及产品设计方面具有一定壁垒龙头企业优势不明显，主要在一、二线城市的购物中心销售，为完全竞争格局。而高端女装是建立在中高端女装的特性基础上，更强调多年的品牌文化积淀和设计内涵，定价较高，主要面对的是对品牌忠诚度更高的精英阶层女性，目前主要为国际品牌和少量国产高端女装品牌，行业进入壁垒高，集中度较高，竞争格局较为稳定。

2016 年以来，品牌女装行业出现并购潮，多家中高端品牌女装企业除在自身主业上积极调整转型之外，同时参与品牌并购以打造时尚集团，丰富延伸其产业链和服装品类以增强整体竞争力，增加新的利润增长点，积极发展多品牌战略，未来中高端女装行业集中度有望提升。

随着 IPO 发行提速，女装企业也较为集中地登陆资本市场，仅 2017 年有太平鸟、拉夏贝尔、安正时尚和日播时尚四家女装企业成功在 A 股上市，2018 年地素时尚完成 A 股首次发行。作为成功上市的女装企业，也反应出当下品牌女装行业转型方向由单核心品牌向多品牌的转型的趋势，总体上还处于前期阶段，尚未达到成熟稳定的结构和状态，但品牌女装发展空间很大。

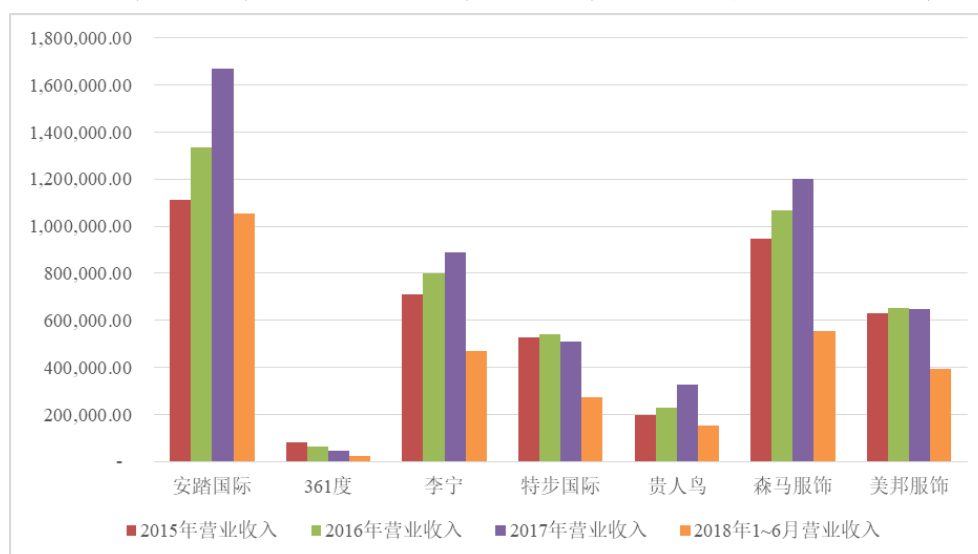
总体看，女装市场仍处于市场集中度相对较低，市场较为细分、竞争相对激烈但缺乏行业垄断型的企业和品牌，品牌女装将继续向多品牌，全渠道拓展，并购投资以拓展产业链等方向转型。

### 3. 运动休闲子行业

我国各大国际赛事助力推动国内运动休闲品牌快速发展，国内龙头企业与国际知名品牌之间差距逐步缩小。

进入 21 世纪以来，我国运动休闲服饰行业进入快速发展期，在北京奥运会、广州亚运会、深圳大运会等各类赛事的推动影响之下，运动服行业市场年复合增长率保持在 30% 左右。我国运动休闲行业主要有森马、美特斯邦威、特步、李宁和 361 度等休闲运动品牌，国外品牌则是阿迪达斯、耐克、卡帕、乔丹等。

图 11 2015~2017 年及 2018 年 1~6 月我国 A 股上市及 H 股上市运动休闲服装企业营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理

注：H 股上市企业未公布 2018 年 1~9 月财务数据。

我国运动服饰行业品牌众多，竞争较为激烈，且内外资并存。由于国产运动服饰品牌在设计、品牌定位和品质等多个方面处于中低端竞争，因而数家跨国运动品牌企业在国内运动服饰市场占据主要市场份额。但近年来，随着“大健康”、“全民健身计划”等相关政策的提出，消费者的运动生活方式随消费升级也发生显著变化，并向成熟体育市场发展，消费者对功能性为主的专业运动产品需求逐步增加。

2017 年，国际知名品牌耐克和阿迪达斯业绩仍然名列前茅，分别为 2,160.4 亿元和 1,640.9 亿元，遥遥领先与我国运动休闲龙头企业；国内运动服饰龙头企业，安踏完成营业收入 166.92 亿元，同比增长 20.05%；李宁销售回暖，实现营业收入 88.74 亿元，同比增长 9.68%。毛利率方面，国内两大龙头企业安踏和李宁表现较好，其中安踏近两年毛利率分别为 48.4% 和 49.4%，仅次于阿迪达斯的 49.2% 和 50.4%，位列第二，超越了耐克；同时李宁近两年分别为 46.2% 和 47.1%，均位列第 4 位。中短期来看，除耐克、阿迪达斯难以撼动外，安踏、李宁都有逐渐靠近并超越其他几大国际品牌的趋势，发展前景较为乐观。

休闲服饰方面，森马服饰是目前三、四线城市具备领先优势的龙头企业，在过去几年渠道扁平化、分销商强管控、供应链优化、电商运营方面积累了足够的领先优势，在行业回暖的情况下，其



龙头地位有望进一步得到巩固，同时其成功孵化国内童装龙头品牌巴拉巴拉，为其业绩持续增长提供了有力支撑。

#### 4. 童装子行业

童装行业受益于二胎政策红利市场急剧扩容，需求持续上升，童装品牌众多，集中度较低，竞争较为激烈。随着对童装消费的不断品牌化，未来，品牌定位精准，符合消费者审美以及安全性高的全渠道运营的童装企业信用水平将较高，行业集中度将会不断提高。

童装消费人群为婴童，因而其童装产品要求相较于成人服装更加注重安全性与舒适性，童装行业在产品品质与设计研发方面存在进入壁垒。今年初国务院颁布的“二胎政策”规定夫妻双方为独生子女的享受二胎政策。这意味着今后每年新生儿的出生率将保持较高幅度增长，未来十年，童装市场消费需求将呈现一个稳步上升的趋势。据国家卫计委测算，2016 年婴童市场规模为 2.6 万亿元，同比增长 12.5%，预计 2018 年全年将增加至 3.2 万亿元，年均复合增长率超过 10%。此外，根据国家统计局数据，我国 0~14 岁人口数量在 2011 年后也处在一个缓慢上涨的过程中，目前已经形成了庞大的儿童消费市场，2017 年也被称为“童装市场爆发元年”，婴童产业的市场规模将进一步扩容。

由于童装消费相对成人服装更高的景气度，童装行业吸引众多参与者进入，形成了成人装延伸品牌（如：太平鸟、拉夏贝尔、安踏等）与专业童装品牌（例如：巴拉巴拉、安奈儿、小猪班纳等）、国内品牌与国外品牌并存的格局，其中国外品牌定位较高、大部分国内品牌定位于中高端或其以下、并且正逐步由区域性品牌成长为全国性品牌。

目前我国专业童装品牌大多集中于中高端市场，童装市场参与者众多，质量参差不齐，市场仍不成熟，尚未形成某品牌一家独大的现象。

根据 Euromonitor 数据显示，当前我国童装市场前十大品牌中以国内品牌为主，国外品牌仅有 Adidas、Disney 及 Nike 等延伸童装品牌。2013~2017 年，森马服饰旗下童装品牌巴拉巴拉优势突出，多年占据我国童装龙头地位。具体来看，2017 年，其市场占有率约为 5% 左右，第二明品牌市占率近 1.1%，并且纵向来看其市场占有率不断提升，横向来看，其市占率水平远远超过市占率排名第二的品牌，前十名中其他品牌市占率相差不大。

总体看，我国童装处于行业发展初期，品牌企业市场占有率低，行业集中度低。受益于二胎政策红利并且在消费升级的带动下，童装消费更加注重童装的设计和品质，消费者对品牌的信任度将不断提高。未来，童装消费趋向于品牌化，品牌定位准确、产品质量安全性高、把握当季流行趋势、线上线上全渠道运营的童装企业将具有更大的市场优势，我国童装市场也将会逐渐趋于集中化。

#### 四、行业信用风险分析

2017 年，服装行业整体运行情况较上年略有好转，收入规模较上年有所提升，但盈利能力分化明显，存货周转率及应收账款周转率较上年基本维持稳定，存货及应收账款仍是服装企业需要关注的经营指标；行业整体现金收入比维持在较好水平，债务规模较小；2018 年服装零售表现出持续弱复苏状态，未来行业将面临较好的发展环境。

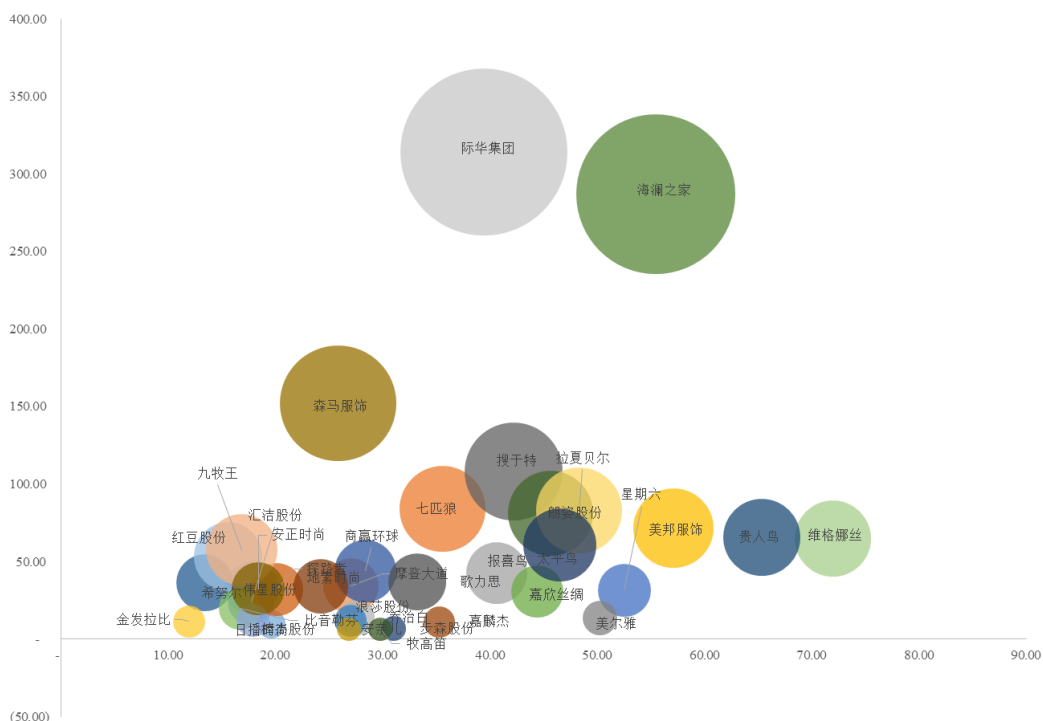
联合评级对服装行业企业（发债主体和上市公司）进行了筛选，剔除了营业收入中服装行业收入占总收入的比重在 60% 以下的企业，本报告以 36 家<sup>1</sup> 公司为样本进行比较和分析。

<sup>1</sup> 富贵鸟股份有限公司未公布 2017 年年报，因此未进行统计。

## 1. 资产规模和资本结构

样本企业总资产分布差异较大，截至 2017 年底，样本企业资产总额从 6~310 多亿元不等，主要与企业产品品类不同有关。样本企业资产负债率大部分分布于 20%~40%之间，中位数为 29.10%，较 2016 年的 27.08%有所上升。其中，截至 2017 年底，资产规模最大企业为际华集团 313.95 亿元，际华集团是国内最大的军需轻工生产制造企业，公司拥有职业装、纺织印染、职业鞋靴、防护装具四大制造业务板块和铁合金、医药等高新技术板块，此外还开展了高端零售连锁等业务，因此资产规模较大；资产负债率最高的企业是维格娜丝为 71.97%，主要系 2017 年通过借款收购衣恋集团旗下 TEENIE WEENIE 品牌所致；服装行业全部债务资本化比率中位数为 10.59%，较上年底的 9.15% 小幅上升，行业整体债务水平较低，这与近年来服装行业增速缓慢，行业企业洗牌过程中中小企业被淘汰有关。

图 12 截至 2018 年 9 月底服装行业样本企业资产规模及资产负债率（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理

截至 2017 年底，样本企业总资产变化趋势不尽相同，其中增长率最高的维格娜丝，为 314.32%，主要是 2017 年收购衣恋集团旗下 TEENIE WEENIE 品牌致无形资产和商誉大幅增长所致；总资产下降幅度最大的是红豆股份，为 44.64%，主要系红豆股份剥离房地产业务所致。截至 2017 年底，净资产下降幅度最大的为星期六，主要系经营亏损致未分配利润大幅下降所致；增幅最大的企业是牧高笛，为 129.75%，主要系 2017 年公开发行股票所致。

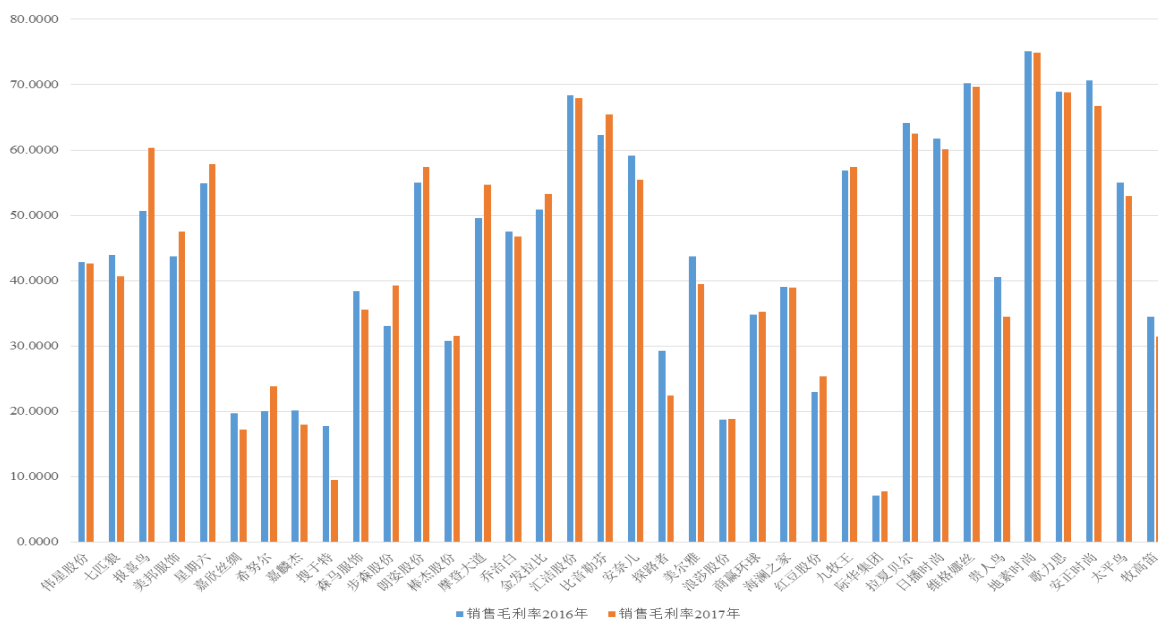
截至 2018 年 9 月底，样本企业资产总额总体较年初变化不大，其中降幅最大的为嘉麟杰，较年初下降 37.73%，主要系提前偿付“14 嘉杰债”所致；增幅最大的为希努尔，较年初增长 61.90%，主要系公司战略升级涉足旅游行业，收购小镇项目和新增土地使用权所致。

## 2. 盈利规模和盈利能力

从收入和净利润规模来看，2017 年大部分样本企业收入较上年有不同程度的增长，利润总额及净利润增长的企业为 25 家，下降企业为 11 家，较 2016 年增长和下降企业数量相当的情况有所改善，主要是由于 2017 年服装行业呈弱复苏状态，终端消费有所回暖所致。

从盈利指标来看，2017 年，大部分样本企业销售毛利率较上年变动幅度不大，总资产报酬率和净资产收益率较上年有不同程度的下降，但不是很显。从销售毛利率来看，2017 年样本企业毛利率大部分分布在 35~60% 左右，中位数为 44.67%，毛利率水平较高的企业为品牌运营类企业，其中地素时尚和歌力思毛利率处于第一位和第二位，分别为 74.84% 和 68.84%，二者主要产品均为中高端时尚品牌女装；际华集团毛利率水平最低，为 7.75%，主要系一方面其主营军需品招标方式的改变及市场竞争加剧，军品价格及利润空间大幅压缩，另一方面其贸易业务原材料价格上升致贸易业务毛利率下降所致。2017 年样本企业总资产报酬率中位数分别为 9.11%，较上年的 6.60% 略有上升；净资产收益率中位数 7.47%，较上年的 8.46% 均略有下降，行业盈利能力仍一般。从近两年盈利指标变化来看，2017 年，大部分样本企业销售毛利率和总资产报酬率较 2016 年有小幅上升，2017 年服装行业呈现弱复苏状态。

图 13 服装样本企业 2016 年与 2017 年销售毛利率对比情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2018 年 1~9 月，大部分样本企业销售毛利率较上年同期变动幅度不大，其中降幅最大的探路者，销售毛利率较上年同期下降 9.18 个百分点至 21.14%，主要系体育服务业务毛利率较上年同期大幅下降所致；增幅最大的为摩登大道，销售毛利率较上年同期上升 9.23 个百分点至 53.98%。2018 年 1~9 月，样本企业销售毛利率中位数较上年同期上升 0.15 个百分点至 44.08%，服装行业弱复苏状态持续。

## 3. 收现质量和经营效率

从经营活动现金流来看，2017 年大部分样本企业经营活动现金流入较上年均有不同程度的增长，其中增幅最大的是商赢环球，为 333.35%，增幅最小的是星期六，仅为 1.65%；其中经营活动现金流入下降的企业 6 家，其中降幅最大的是希努尔，降幅达 14.46%；样本企业中 15 家经营活动净现金

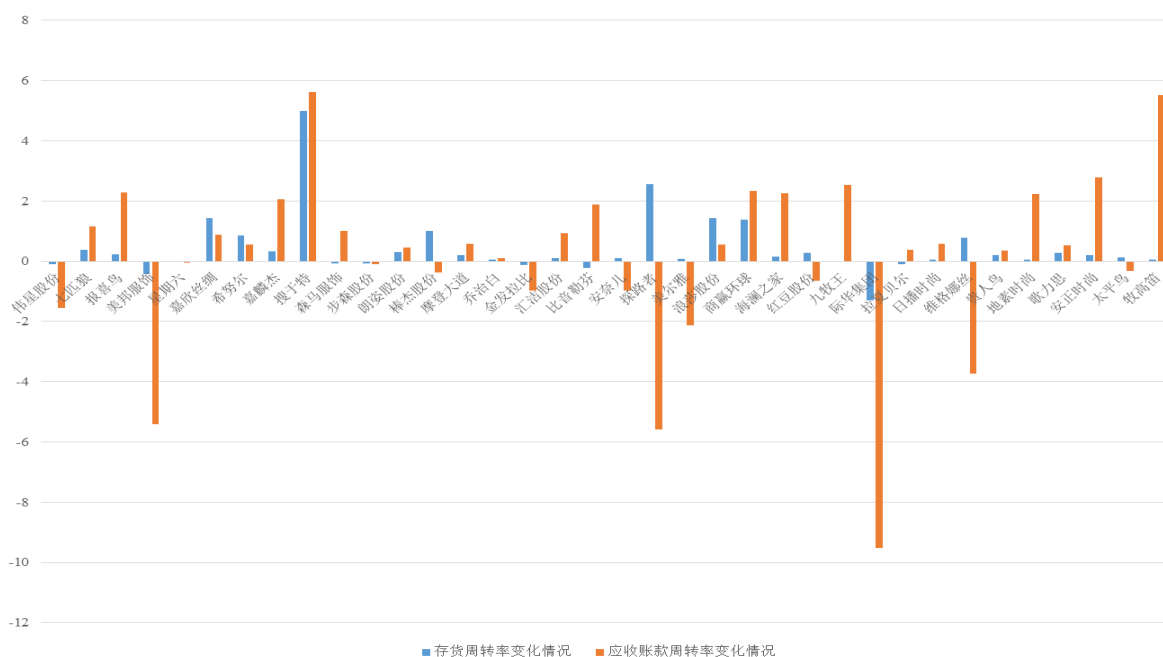


流较上年增长，其中增幅最大的企业为维格娜丝，为 389.00%，主要系收购 TEENIE WEENIE 营业收入大幅增加所致；经营活动净现金流较上年下降的企业 21 家，其中降幅最大的为际华集团，降幅达 336.64%，主要系 2017 年其未开展应收账款保理业务，以及当年军队客户货款结算方式调整所致。

2017 年部分样本企业收入现金收入比较上年变化不大，中位数为 109.78%，其中 100% 以下的 3 家，分别为棒杰股份（97.13%）、探路者（94.20%）和商赢环球（87.18%）。

从经营效率指标来看，随着服装企业清理库存进入尾声，大部分样本企业存货周转率较上年小幅提升；大部分样本企业应收账款周转率较上年变化不大，其中降幅最大的际华集团由 2016 年的 19.87 次下降至 10.35 次。存货周转天数方面 2017 年样本企业平均周转天数 209 天，较 2016 年的 217 天有所下降，这说明样本企业经营效率有所提高。

图 14 2017 年服装样本企业存货周转率、应收账款周转变化情况（单位：次）



资料来源：Wind，联合评级整理

#### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年 9 月底，样本企业流动比率、速动比率和现金短期收入比中位数分别为 2.20 倍、1.59 倍和 1.29 倍。其中流动比率和速动比率最高的均为地素时尚分别为 7.03 倍和 6.28 倍；流动比率和速动比率最低的均为美尔雅，分别为 0.89 倍和 0.38 倍；样本企业中有 14 家企业无短期债务，其余样本企业中森马服饰现金短期债务比最高，为 57.96 倍，主要系其债务规模很小所致。

从长期偿债能力指标来看，2017 年样本企业 EBITDA/全部债务中位数为 0.38 倍，其中伟星股份最高，为 72.84 倍，主要系其利润规模较大且债务规模较小所致；2017 年 EBITDA/利息费用中位数为 1.49 倍。整体看，行业长期偿债能力较强。

#### 五、行业展望

伴随着我国国民经济的持续发展和国民衣着消费水平的不断扩大，我国服装产业也日趋成熟，

国际竞争力也由劳动力成本优势向产品质量创新优势、产品开发创新优势、品牌创新优势等高层次优势转变。2017 年以来服装行业各项指标呈现出弱复苏状态，2018 年服装行业维持弱复苏状态，低速增长，主要体现在中高端品牌企业收入及盈利规模均有所提升。

我国服装行业发展进入品牌经营期，品牌对于消费者的吸引力与影响力逐步扩大，服装企业的品牌文化和品牌理念等将渗入到服装的综合品牌价值中，服装企业准确定位自身品牌、确立自身品牌风格、提升自身的品牌附加值同时拓展多品类品牌将成为服装市场的新市场格局。同时，越来越多的服装企业注重供应链的管理以及全产业链布局，供应链管理未来将趋于精细化，不仅仅只是纯粹对销售数据，而是基于大数据平台对各种原材料，设计与研发，生产与采购，供应商管理，成本管理，品质管理，甚至样衣制作与跟进管理等供应链数据进行记录，汇总和分析。同时通过全产业链布局 and 精细化供应链管理优化整合各个资源和环节的效率，以更快的速度更低的成本响应市场的需求。未来拥有较高品牌价值，产品具有独特性及辨识度，且有与之相匹配的供应链管理体的服装企业将会表现出更高的信用水平。

## 研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。