

纺织服装行业 2020 年中期策略

危中有机，关注疫情后的若干投资机会

核心观点：

- **2020 年初至今纺服行业整体承压，走势弱于大盘。**2020 年初至 5 月 31 日，沪深 300 和 SW 纺织服装涨跌幅分别为-5.6%和-9.1%。2020 年至今受疫情影响纺织品及服装出口均出现较大降幅。根据国家统计局统计，2020 年一季度服装企业线下门店大量关闭，故造成限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额出现大幅下降。随着国内疫情得到控制，门店恢复营业，零售额降幅呈收缩趋势。2020Q1 基金对纺织服装行业持仓环比 2019Q4 略有下降，处近年较低水平。港股运动行业景气度较高，南下资金持仓中纺服企业持股占比 Q2 有所提高。
- **2020 下半年上游纺织制造板块策略：关注行业内稀缺的优质供应链龙头，关注有望成功将产业链延伸至下游零售环节的制造业龙头。**(1) 全球疫情自 3 月爆发后纺织制造出口企业订单遭取消或延期，Q2 为板块全年业绩低点。近期欧美下游零售回暖，出口订单恢复，预计 7 月份开始业绩将好转。长期看疫情危机将会淘汰一批中小企业，建议关注板块内优质供应链龙头，市场份额有望提升。(2) 代工厂由于承受着品牌方和渠道端的双向压制，开拓公司自有品牌成为趋势，建议关注有望成功将产业链延伸至下游零售环节的制造业龙头，将受益业绩和估值的双提升。推荐标的：申洲国际、健盛集团、开润股份、诺邦股份。
- **2020 年下半年下游服装家纺板块策略：关注率先复苏的家纺和运动子行业龙头；关注开拓直播电商并取得成果的纺服企业；关注设计 C2M 领域的纺服企业。**(1) 家纺产品的需求受出行频次降低影响不大，同时电商收入占比较高，运动行业景气度较高，预计将快速复苏，另外疫情催化健康需求，推动行业增长，建议关注家纺和运动行业龙头。(2) 直播电商于 2018-2019 期间迎来爆发期，建议关注板块内积极开拓直播电商并取得成果的龙头公司。(3) C2M 作为一种大批量个性化定制模式有望迎来发展，从事大规模定制服装的酷特智能即将上市，建议关注拥有定制服装业务产能以及提前布局 C2M 模式的纺服企业，有望进行价值重估。推荐标的：森马服饰、海澜之家、地素时尚、太平鸟、安正时尚、歌力思、星期六、鲁泰 A、奥康国际、安踏、李宁、滔搏。
- **风险提示：**宏观景气度持续下行风险；汇率波动风险；原材料价格持续上涨风险；海外产能扩张不及预期风险；库存积压风险；管理不善风险。

行业评级

买入

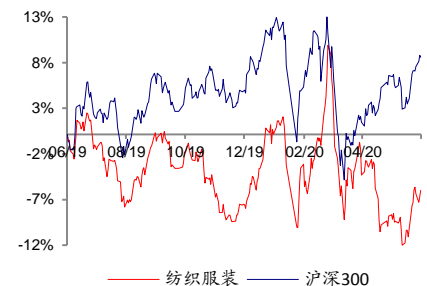
前次评级

买入

报告日期

2020-06-11

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-60750604

mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

纺织服装行业：从酷特智能看 2020-06-08

C2M 模式在纺织服装行业未来发展空间

纺织服装行业全球观察之加 2020-06-05

拿大鹅：加拿大鹅 (GOOS)

20 财年：疫情冲击四季度收入，整体仍呈上升态势

纺织服装行业：4 月纺织品服 2020-06-02

装出口数据及服装家纺社零数据点评

联系人：

胡幸

huxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
健盛集团	603558.SH	CNY	8.38	2020/04/28	买入	10.44	0.58	0.73	14.45	11.48	9.61	7.88	7.5	8.6
诺邦股份	603238.SH	CNY	35.59	2020/05/12	增持	46.85	1.56	1.28	22.81	27.80	11.90	13.26	17.7	12.7
鲁泰 A	000726.SZ	CNY	7.7	2019/08/06	买入	12.00	1.10	1.18	7.00	6.53	4.05	3.77	11.8	12.0
比音勒芬	002832.SZ	CNY	14.99	2020/04/30	买入	38.00	1.53	2.10	9.80	7.14	13.71	10.07	20.2	22.5
罗莱生活	002293.SZ	CNY	9.95	2020/04/21	买入	11.05	0.65	0.71	15.31	14.01	12.23	10.90	12.8	13.6
富安娜	002327.SZ	CNY	7.9	2020/05/07	买入	9.10	0.65	0.76	12.15	10.39	10.18	8.74	14.6	15.8
歌力思	603808.SH	CNY	12.46	2020/05/05	买入	15.15	1.36	1.01	9.16	12.34	12.52	9.03	19.9	13.4
安正时尚	603839.SH	CNY	12.45	2020/05/10	买入	17.19	0.92	1.12	13.53	11.12	9.45	7.43	12.3	14.0
太平鸟	603877.SH	CNY	15.5	2020/04/26	增持	16.50	1.10	1.37	14.09	11.31	10.04	9.13	13.1	14.0
海澜之家	600398.SH	CNY	6.35	2020/05/05	买入	8.40	0.56	0.78	11.34	8.14	6.88	5.28	16.7	20.9
森马服饰	002563.SZ	CNY	7.3	2020/04/29	增持	9.00	0.45	0.63	16.22	11.59	7.77	5.85	9.8	13.2
星期六	002291.SZ	CNY	24.78	2020/05/05	买入	27.02	0.29	0.82	85.45	30.22	41.31	24.24	6.0	14.5
申洲国际	02313.HK	HKD	101.60	2020/03/22	买入	95.79	4.29	5.30	23.68	19.17	20.4	16.8	21.1	21.8
安踏体育	02020.HK	HKD	73.95	2020/1/18	买入	76.01	2.32	3.32	31.87	22.28	20.16	14.42	23.44	25.78
李宁	02331.HK	HKD	25.60	2020/5/6	买入	25.47	0.69	0.94	37.10	27.23	21.71	17.00	19.47	21.54
滔搏	06110.HK	HKD	11.54	2020/5/28	买入	12.27	0.43	0.48	26.84	24.04	14.61	13.16	20.32	18.85

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 港股的 EPS 单位为港元。

目录索引

一、2019 年初至今行业回顾及 2020 年投资逻辑.....	7
(一) 年初以来走势: 行业整体显著弱于大盘, 服装家纺略好于纺织制造.....	7
(二) 行业重点经济数据回顾: 2019 年以来纺织品服装出口持续承压, 服装家纺社零增速处于下降区间.....	8
(三) A 股纺织制造板块 2019 年和 2020 年一季度业绩回顾	9
(四) A 股服装家纺板块 2019 年和 2020 年一季度业绩回顾	10
(五) 港股运动鞋服板块 2019 年和 2020 年一季度经营情况回顾	11
(六) 纺织服装行业基金持仓情况: 关注度低, 处历史较低水平	16
(七) 港股南下资金持仓情况	16
(八) 纺织服装行业 2020 年中期投资策略	19
二、纺织制造板块: 关注两类公司	20
(一) 关注行业内稀缺的优质供应链龙头, 虽然短期预计业绩承压, 但中长期有望受益行业集中度提升.....	20
(二) 关注有望成功将产业链延伸至下游零售环节的制造业龙头	24
三、服装家纺板块: 关注三条投资主线.....	26
(一) 关注率先复苏的家纺和运动子行业龙头.....	26
(二) 关注积极开拓直播电商并取得成果的纺服企业.....	28
(三) 酷特智能已过会, 建议关注拥有规模化定制业务的纺服企业及向 C2M 模式转型的公司	36
四、风险提示	42
(一) 宏观经济景气度持续下行风险	42
(二) 汇率波动风险.....	42
(三) 原材料价格持续上涨风险	42
(四) 海外产能扩张不及预期风险	42
(五) 库存积压风险.....	42
(六) 管理不善风险.....	42

图表索引

图 1: 2019 申万纺服与沪深 300 走势	7
图 2: 2020Q1 申万纺服与沪深 300 走势	7
图 3: 申万一级行业 PE (TTM)	8
图 4: 申万一级行业股息率 (%)	8
图 5: 纺织品出口金额 (亿美元)	8
图 6: 服装出口金额 (亿美元)	8
图 7: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	9
图 8: 限额以上服装鞋帽针纺织品零售额同比增速 (%)	9
图 9: 纺织制造行业营业收入 (亿元)	9
图 10: 纺织制造行业扣非后净利润 (亿元)	9
图 11: 纺织制造子行业营收同比情况	10
图 12: 纺织制造子行业扣非后净利润同比情况	10
图 13: 服装家纺行业营业收入 (亿元)	10
图 14: 服装家纺行业扣非后净利润 (亿元)	10
图 15: 服装家纺子行业营收同比情况	11
图 16: 服装家纺子行业扣非后净利润同比情况	11
图 17: 运动板块行业营收	12
图 18: 运动板块各公司营收 (亿元)	12
图 19: 运动板块行业净利润	12
图 20: 运动板块个股净利润 (亿元)	12
图 21: 运动鞋服毛利率	15
图 22: 运动鞋服净利率	15
图 23: 运动鞋服销售费用率	15
图 24: 运动鞋服管理费用率	15
图 25: 运动鞋服存货周转天数 (次)	16
图 26: 运动鞋服应收周转天数 (次)	16
图 27: 纺织服装基金持仓占比	16
图 28: 南下资金持股总市值	17
图 29: 南下资金纺织服装持股市值及占比	17
图 30: 南下资金纺织服装持股市值前五及占比	17
图 31: 2020 年 3 月 19 日-5 月 31 日, 港股 GICS 二级行业涨跌幅	18
图 32: 2020 年 3 月 19 日-5 月 31 日, 港股概念板块涨幅前十	19
图 33: 2020 年 3 月 19 日-5 月 31 日, 港股概念板块跌幅前十	19
图 34: 20 年初-5 月底港股通纺服个股涨跌幅	19
图 35: 3 月 19 日-5 月底港股通纺服个股涨跌幅	19
图 36: 美国 ICSC-高盛连锁店销售指数周同比 (%)	21
图 37: 欧盟 27 国纺织服装皮革类专门性商店零售额当月同比 (%)	21
图 38: 新增新冠肺炎患者人数	21
图 39: 儒鸿上市以来市值变化	23

图 40: 2010Q1 起儒鸿收入高速增长	23
图 41: 2010Q2 起儒鸿归母净利润高速增长	23
图 42: 箱包行业景气度逐步回升	25
图 43: 箱包行业头部品牌均为中高端品牌	25
图 44: 开润股份 B2C 业务规模及增速	25
图 45: 开润股份 B2C 业务规模及占比	25
图 46: 邦怡历年收入及净利润 (含 OEM)	26
图 47: 部分洁面巾单片价格对比	26
图 48: 19 年家纺公司经营性现金流净额大于净利润	27
图 49: 2017 年家纺需求占比	27
图 50: 19 年中国运动服饰行业零售额 3166 亿元, 近 5 年复合增速 16.4%	28
图 51: 中国运动服饰行业增速领跑服装子行业, 14 年以来运动服饰增速始终为子行业第一	28
图 52: 2005-2009 年百货单店数量	29
图 53: 2005-2009 年百货店总面积 (万平米)	29
图 54: 百丽国际历年店面数量及增速	29
图 55: 2011-2014 全国购物中心数量快速增长	30
图 56: 太平鸟各类渠道收入 (亿元)	30
图 57: 太平鸟各类渠道收入增速	30
图 58: 森马电商收入占比持续提高	31
图 59: 水星家纺电商收入占比持续提高	31
图 60: 淘宝直播带货规模趋势	31
图 61: 淘宝直播内容规模 (时长/商品数)	32
图 62: 淘宝直播生态	32
图 63: 服装家纺企业电商直播持续爆发	34
图 64: 淘直播分品类店铺数排行	34
图 65: 传统业务模式与 C2M 业务模式对比	37
图 66: 传统手工定制与大规模个性化定制区别	37
图 67: 定制服务具体应用	38

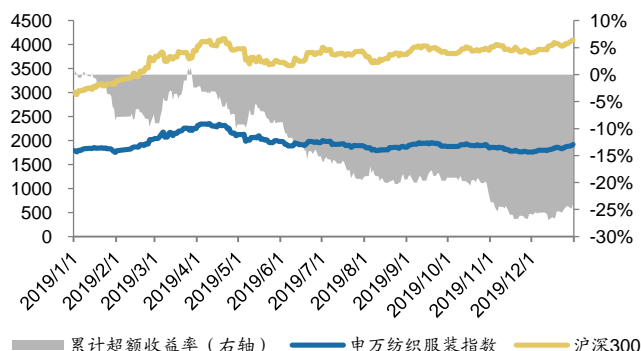
表 1: 运动鞋服各季度运营数据	13
表 2: 运动鞋服门店数据	14
表 3: 南向资金前五大港股纺服持股的市值、占比总市值（2019 年末、20Q1、20 年 5 月）	18
表 4: 国内主要纺织制造企业海外地区收入占比	22
表 5: 双十一箱包 GMV 前十品牌中低端的 90 分快速上榜	25
表 6: 淘宝全网 1-4 月服装细分品类销售情况	27
表 7: 各公司直播电商领域成果	35
表 8: C2M 部分平台发展历程	39

一、2019年初至今行业回顾及2020年投资逻辑

（一）年初以来走势：行业整体显著弱于大盘，服装家纺略好于纺织制造

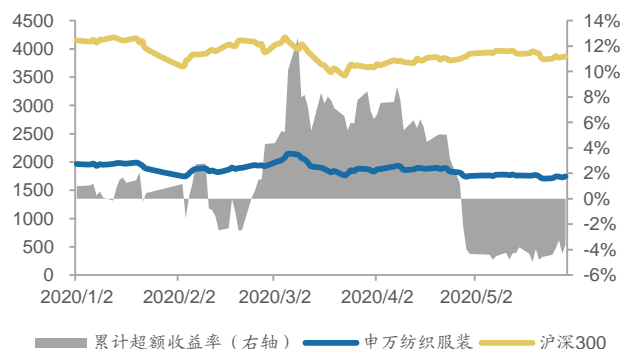
从市场表现来看，2019年纺织服装行业明显跑输大盘，2020年一季度纺织服装表现略逊于大盘。2019年沪深300和SW纺织服装涨跌幅分别为36.1%和7.1%，今年年初至5月31日，沪深300和SW纺织服装涨跌幅分别为-5.6%和-9.1%。从2019年初至2020年5月31日，SW纺织服装PE(TTM)最大值为63.1，最小值为16.1，中位数为27.2，而截至2019年末和2020年5月31日，PE(TTM)分别为25.3和29.6，PE估值仍处较低水平。

图 1：2019申万纺服与沪深300走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

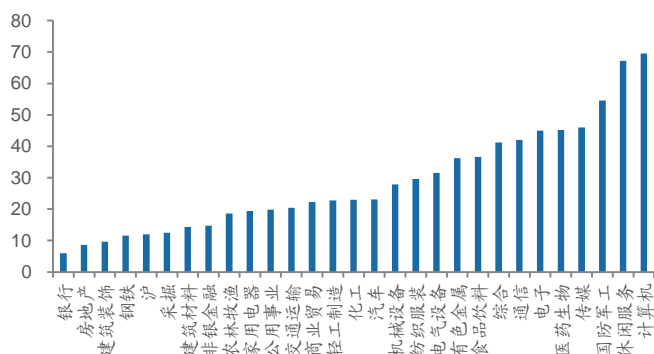
图 2：2020Q1申万纺服与沪深300走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

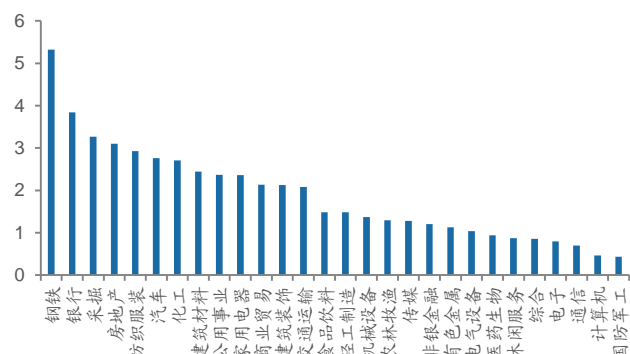
目前纺织服装行业PE(TTM)为29.6，在28个申万一级行业里面排第12位，处于中间水平；纺织服装行业2019年股息率为2.93%，在28个申万一级行业里面排第5位，位居前列。（PE(TTM)统计截止日期为2020/5/31，股息率以当日收盘价作为计算依据）。

图 3：申万一级行业PE（TTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：申万一级行业股息率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）行业重点经济数据回顾：2019 年以来纺织品服装出口持续承压，服装家纺社零增速处于下降区间

根据海关总署统计，2019年纺织品累计出口金额1203亿美元，同比增长0.9%，服装累计出口金额1516亿美元，同比下降4.5%。2019年纺织品和服装出口都呈下降趋势，主要由于中美贸易战对国内出口造成了显著的负面影响。而2020年第一季度由于受国内新冠疫情影响，纺织制造企业复工延迟、物流受阻，大量订单延迟生产及交付，导致一季度纺织品及服装出口金额均出现大幅下滑。2020年二季度以来，虽然国内疫情得到控制，工厂产能逐步恢复，但国外疫情爆发，零售店铺大规模关闭，使得国内纺织制造企业下游订单大量被取消或者延期，其中纺织品由于口罩等防疫用品大量出口，4-5月出口金额较去年同期取得大幅增长，而服装出口金额则进一步下滑。

图 5：纺织品出口金额（亿美元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：服装出口金额（亿美元）

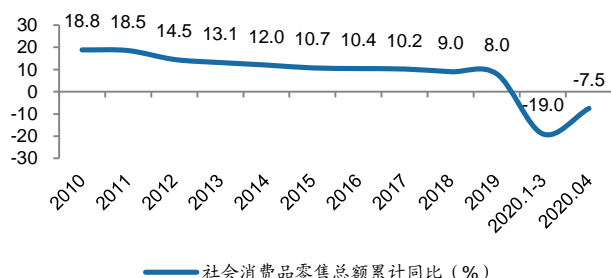


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

根据国家统计局统计，2019年限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额同比增长

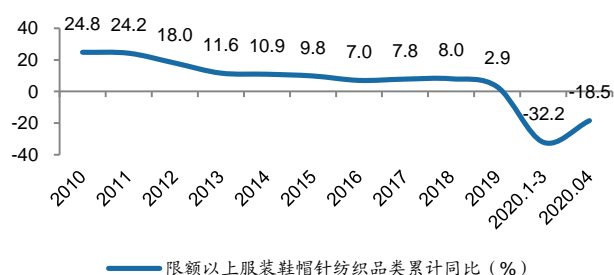
2.9%，明显低于2018年8.0%的同比增速，反映终端需求不振，下游服装销售低迷。2020年一季度受疫情影响，服装企业线下门店大量关闭，商场客流量也急剧下降，故造成限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额出现大幅下降。截至4月底，随着国内疫情得到控制，门店恢复营业，客流量上升，零售额降幅呈收缩趋势。

图 7：社会消费品零售总额同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：限额以上服装鞋帽针纺织品零售额同比增速（%）

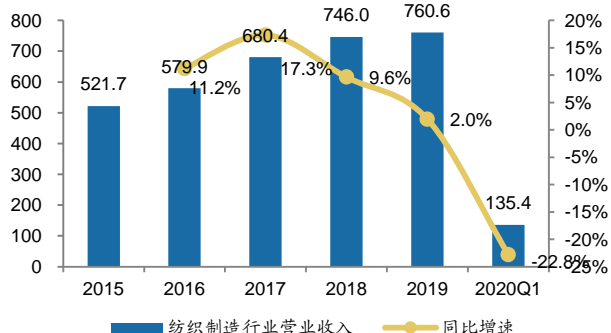


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）A 股纺织制造板块 2019 年和 2020 年一季度业绩回顾

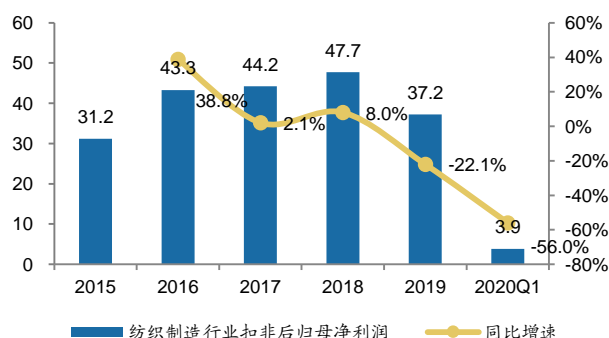
纺织制造板块2018/2019/2020Q1营收增速分别为9.6%/2.0%/-22.8%，归母净利润增速达分别为8.0%/-22.1%/-56.0%。2019年主要由于中美贸易战影响，下游出口不振盈利能力下降。2020年一季度受国内新冠疫情影响春节后绝大部分企业复工复产较往年有所延迟，受海外新冠疫情爆发影响，3月中下旬开始纺织制造板块面临订单被大量取消和延迟。

图 9：纺织制造行业营业收入（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：纺织制造行业扣非后净利润（亿元）

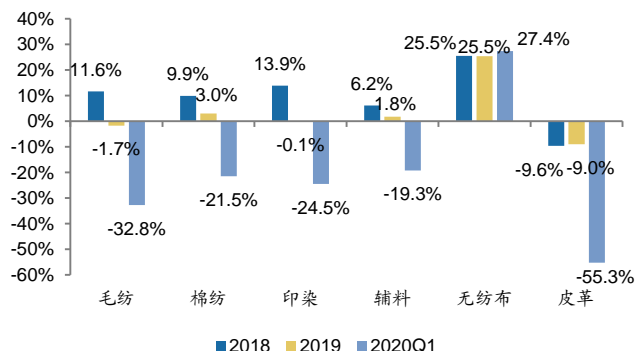


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

将其他纺织、皮革类公司（皮革行业利润绝对额非常小，同比增速波动性太大，失去意义）排除，对毛纺、棉纺、印染、无纺布、辅料等主要细分子行业进行横向对比，纺织制造板块整体收入增速下降。2019年，仅无纺布子行业保持较高景

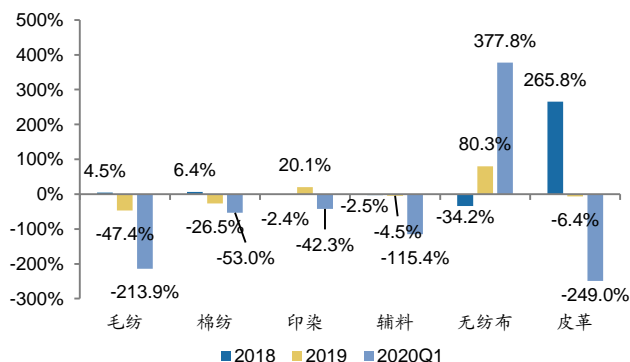
气度，其他子行业收入增速均不及2018年，净利润方面则只有印染和无纺布行业保较2018年有较好增长。2020年一季度除无纺布子行业外各个细分子行业营收及净利润增速均出现下降，无纺布子行业受益防疫物资生产，下游需求激增，价格明显上涨致净利润增长较大。

图 11: 纺织制造子行业营收同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 纺织制造子行业扣非后净利润同比情况

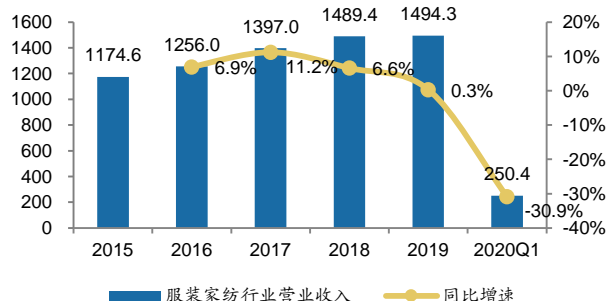


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) A 股服装家纺板块 2019 年和 2020 年一季度业绩回顾

服装家纺板块2018/2019/2020Q1营收增速分别为6.6%/0.3%/-30.9%，归母净利润增速分别为-2.0%/-37.7%/-103.7%。2019年主要受国内经济放缓，内需较为低迷影响，且2019年为暖冬，冬装销售情况一般，所以增速较2018年出现明显回落。2020年一季度营收大幅下降主要由于受国内新冠疫情影响，物流运力下降，线下门店闭店，客流大幅减少。

图 13: 服装家纺行业营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 服装家纺行业扣非后净利润 (亿元)

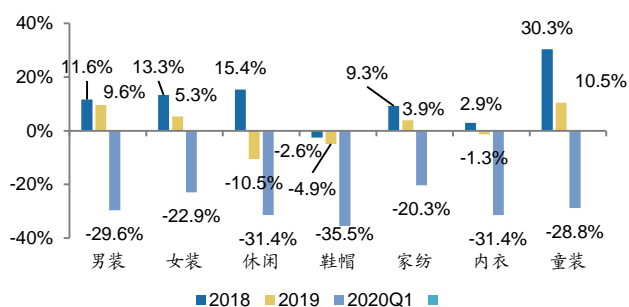


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

将其他服装类公司排除，对男装、女装、休闲、鞋帽、家纺、内衣、童装等主要

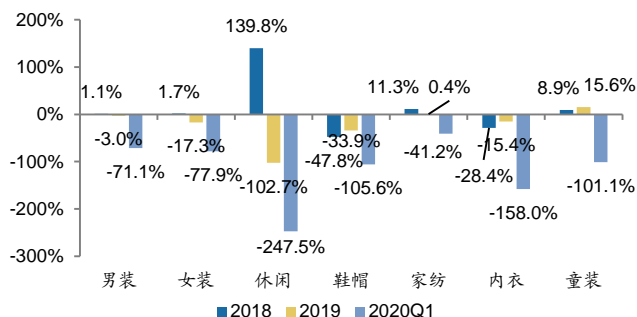
细分子行业进行横向对比。服装家纺板块2019年所有子行业收入增速均不及2018年，其中童装行业保持两位数增长，其他子行业均个位数增长甚至下降，净利润表现则除童装行业外均不如2018年。2020年一季度受疫情影响所有子行业收入及净利润增速均大幅下降。

图 15: 服装家纺子行业营收同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 服装家纺子行业扣非后净利润同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(五) 港股运动鞋服板块 2019 年和 2020 年一季度经营情况回顾

由于运动鞋服行业相关公司（安踏体育、李宁、特步、361度、中国动向、滔搏、宝胜国际）主要在港股上市，因此我们单独统计运动鞋服行业2019年、2020年一季度的业绩情况。

营业总收入:

(1) 2019年: 剔除未披露全年业绩的中国动向，运动鞋服板块实现总收入1225.6亿元，同比增长20.7%。这主要是因为运动鞋服行业景气度高。此外还考虑到安踏旗下的FILA势能强劲，19年四个季度收入增速均在50%以上。滔搏方面，因将其财年作自然年计以方便计算，导致计入了二月份疫情所导致的收入同比下降超过90%，因此以上运动鞋服2019年的整体收入数据和增速会略微低于实际值。

(2) 2020年Q1: 板块收入同比下滑基本在20%以上，主要是疫情影响2-3月份门店开业。具体而言，下滑幅度由低到高分别为：FILA下滑中个位数，李宁流水下滑15%-20%，安踏、特步流水下滑20%-25%，宝胜国际收入下滑25%，361度、中国动向流水下滑25%-30%。4月份由于运动鞋服属于可选消费，疫情后销售恢复速度可能较慢，且根据宝胜国际的月度数据，4月份宝胜国际同比增速仍为-11%，因此我们预计4月份各运动品牌的流水增速同比仍然为负。5月份伴随鞋服箱包行业整体持续复苏，且运动鞋服行业景气度高，我们预计运动鞋服龙头公司大概率流水同比实现正增长。

归母净利润: 2019年，剔除未披露全年业绩的中国动向，运动鞋服板块实现归

母净利润111.9亿元，同比增长31.0%，这主要是归母净利润排名第三的李宁业绩大幅改善，归母净利润达15.0亿元，同比增长109.6%。

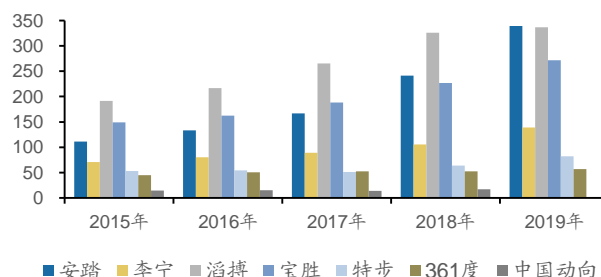
图 17: 运动板块行业营收



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 因中国动向暂未披露19年全年业绩, 同比增速予以剔除调整。

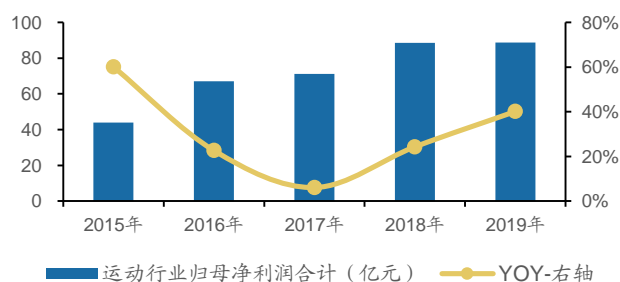
图 18: 运动板块各公司营收 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。

注: 因中国动向暂未披露19年全年业绩, 同比增速予以剔除调整。

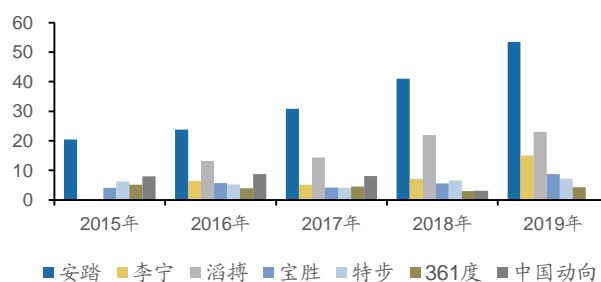
图 19: 运动板块行业净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 因中国动向暂未披露19年全年业绩, 同比增速予以剔除调整。

图 20: 运动板块个股净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 因中国动向暂未披露19年全年业绩, 同比增速予以剔除调整。

表 1: 运动鞋服各季度零售同比增速数据

		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
安踏	安踏	20%-25%	低双位数	中双位数	10%-20%	10%-15%	10%-20%	10%-20%	15%-20%	下滑 20%-25%
	FILA	80%-85%	90%-95%	90%-95%	80%-85%	65%-70%	55%-60%	50%-55%	50%-55%	下滑中单位数
	其他							30%-35%	25%-30%	下滑高单位数
李宁	全平台	10%-20%	10%-15%	10%-20%	15%-20%	20%-25%	20%-25%	30%-35%	30%-40%	下滑 15%-20%
	线下整体	10%-15%	高单位数	10%-20%	10%-15%	15%-20%	20%-25%	25%-30%	30%-40%	下滑 20%-25%
	直营	20%-25%	10%-20% 中段	10%-20%	中单位数	10%-15%	中单位数	10%-20%	15%-20%	下滑 30%-40%
	批发	25%-30%	中单位数	10%-15%	10%-15%	20%-25%	20%-30%	30%-40%	40%-45%	下滑 15%-20%
	电商	35%-40%	35%-40%	30%-35%	50%-60%	40%-45%	25%-30%	50%-55%	40%-45%	10%-15%
特步	全平台	低双位数	中双位数	中双位数	中双位数	20%+	20%+	约 20%	20%+	下滑 20%-25%
361 度	主品牌	高单位数	高单位数	中单位数	持平	低单位数	低单位数	低单位数	低单位数	下滑 25%-30%
	童装	高单位数	低双位数	低双位数	低双位数	低单位数	高单位数	高单位数	高单位数	下滑 25%-30%
宝胜国际	收入	18%	18%	25%	22%	20%	19%	22%	19%	-25%
中国动向	Kappa	高单位数	持平	低双位数	低单位数	中单位数	中单位数	中双位数	低双位数	下滑 25%-30%

数据来源: 公司年报及营运数据公告, 广发证券发展研究中心。注: 18 年特步数据为同店增长数据。

渠道统计: 分品牌计算, 19 年运动鞋服门店数量 (全渠道), 安踏体育总计门店 12943 家, 同比增加 755 家。其中, 安踏 10516 家、FILA 1951 家、其他品牌 476 家, 分别增长 459 家、增长 299 家、减少 3 家。李宁、特步、361 度分别为 7550 家、7204 家、7441 家, 分别同比增加 413 家、524 家、65 家。宝胜国际门店总数 9833 家, 增加 634 家。此外, 18 年底滔搏门店总数为 10223 家, Kappa 1502 家。

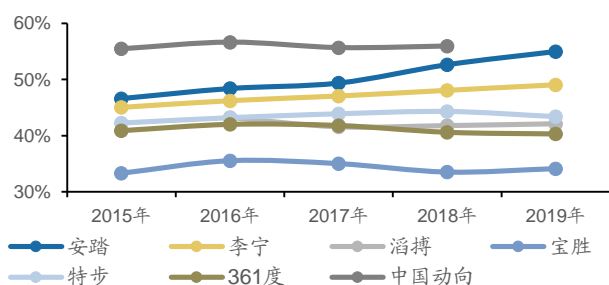
表 2: 运动鞋服门店数据

		2015	2016	2017	2018	2019
安踏	安踏	8,489	8,860	9,467	10,057	10,516
	FILA	591	802	1,086	1,652	1,951
	其他	-	6	430	479	476
	合计	9,080	9,668	10,983	12,188	12,943
李宁	经销	4,618	4,829	4,721	4,838	5,157
	直营	1,515	1,611	1,541	1,506	1,292
	童装	-	-	173	793	1,101
	合计	6,133	6,440	6,435	7,137	7,550
特步	大货	7,000	6,800	6,000	6,230	6,379
	儿童	600	250	250	450	825
	合计	7,600	7,050	6,250	6,680	7,204
361 度	大货	7,208	6,357	5,808	5,539	5,519
	儿童	2,350	2,000	1,797	1,837	1,922
	合计	9,558	8,357	7,605	7,376	7,441
滔搏	直营	6,962	7,605	8,302	8,343	
	经销				1,880	
	合计				10,223	
宝胜国际	直营	5,365	5,560	5,465	5,648	5,883
	经销	3,132	3,199	3,313	3,551	3,950
	合计	8,497	8,759	8,778	9,199	9,833
Kappa	大货	1,267	1,301	1,137	1,207	
	儿童		262	350	295	
	合计	1,267	1,563	1,487	1,502	

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

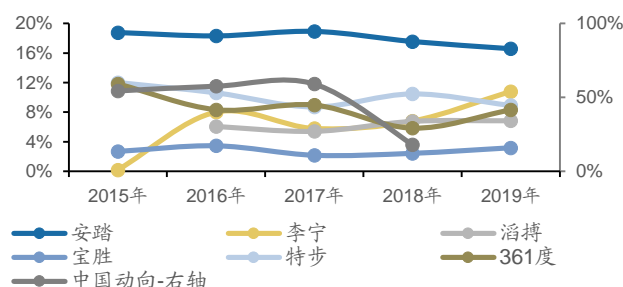
利润率及费用率：（1）毛利率：19年安踏、李宁、滔搏毛利率上升，其余略有下降，其中安踏毛利率55.0%（+2.4pp）、李宁毛利率49.1%（+1.0pp）、滔搏毛利率42.1%（+0.3pp）。三者均受益于不断推出高价系列的产品，安踏毛利率提振还受益于FILA这一高毛利率的直营收入占比快速提升。**（2）费用率：**19年安踏销售费用率28.7%（+1.6pp），主要系直营费用高，其收入占比提升；管理费用率3.9%（-1.2pp），主要系规模效应。19年李宁销售费用率32.0%（-3.2pp），主要系直营收缩、广告费用收缩等；管理费用率7.0%（+0.5pp），主要系研发和员工薪酬大幅上涨。其他品牌费用率变动不大。

图 21: 运动鞋服毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

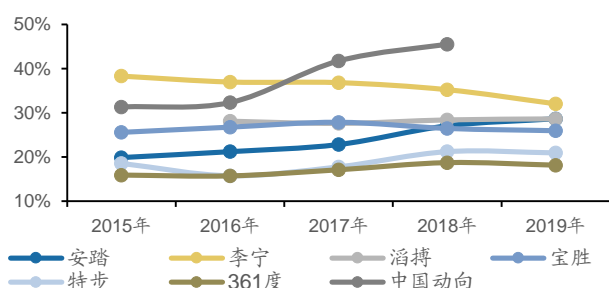
图 22: 运动鞋服净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

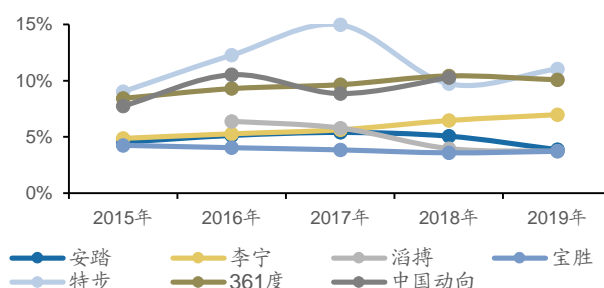
注: 中国动向净利润变动幅度大主要系此前非主营业务贡献利润高。

图 23: 运动鞋服销售费用率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 运动鞋服管理费用率

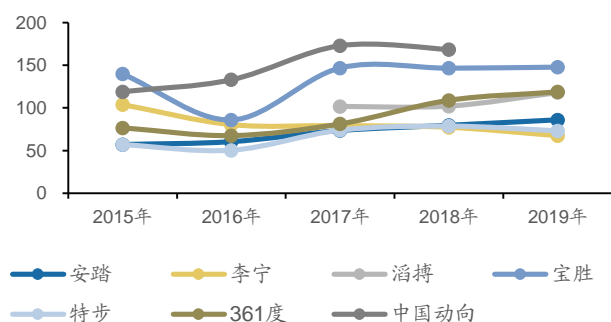


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

存货: 安踏存货周转86天 (+6天), 主要系直营占比提升和FILA扩SKU。李宁存货周转67天 (-10天), 主要系品牌势能强和零售导向带来的轻库存经营。滔搏存货周转118天 (+16天), 主要系计入了2月份无销售的库存。此外, 特步73天 (-6天)、宝胜148天 (+1天)、361度119天 (+10天), 宝胜国际系专业零售商, 品牌方订货提前2个季度, 因此存货周转天数天然较高。相对而言, 整体库存周转良性, 李宁改善最明显, 361度压力最大。

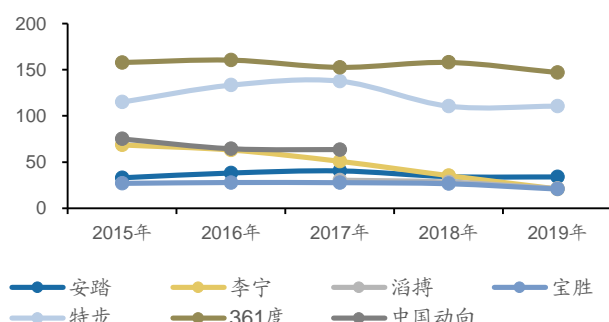
应收: 运动鞋服周转天数大部分改善, 其中安踏34天 (基本不变)、李宁21天 (-14天)、滔搏21天 (-7天)、宝胜21天 (-6天)、特步111天 (基本不变)、361度147天 (-11天)。相对而言, 李宁、滔搏、宝胜应收周转最佳, 特步、361度压力较大, 主要系经销商库存压力相对较大, 资金周转不畅。

图 25: 运动鞋服存货周转天数 (次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 运动鞋服应收周转天数 (次)

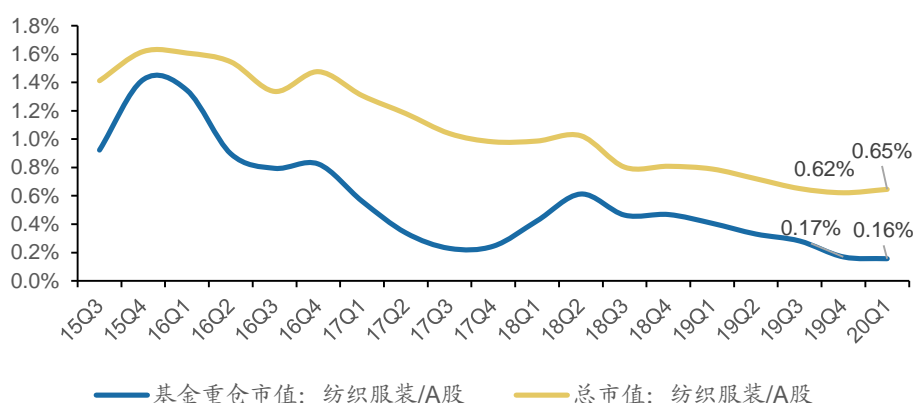


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(六) 纺织服装行业基金持仓情况: 关注度低, 处历史较低水平

从基金持仓方面来看, 从近四年的数据来看, 公募基金重仓持股纺织服装行业占比自2015Q4起呈现持续下降的趋势, 在2017Q3达到最低值0.23%, 2017Q4开始逐步上升, 上升至2018Q2的0.61%后, 又开始下降, 到2020Q1相较2019Q4下降0.01个百分点至0.16%。变动趋势基本与纺织服装行业占A股流通总市值的比例趋势相同, 但是持续低于纺织服装行业占A股总市值的比例, 这一比例在2020Q1为0.65%, 较2019Q4环比增加0.03个百分点。

图 27: 纺织服装基金持仓占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(七) 港股南下资金持仓情况

19年末、20Q1、20年5月, 南下资金持股总市值分别为11382、12016、12719亿港元; 持有纺服市值分别为202.1、171.4、237.5亿港元, 占比南下资金总持股市值1.8%、1.4%、1.9%; 持有的纺服前五大个股市值合计分别为190.9、162.2、228.2亿港元, 占比纺服板块持股市值94.5%、94.6%、96.1%。南下资金5月底持有的纺服

个股合计24支。

图 28: 南下资金持股总市值



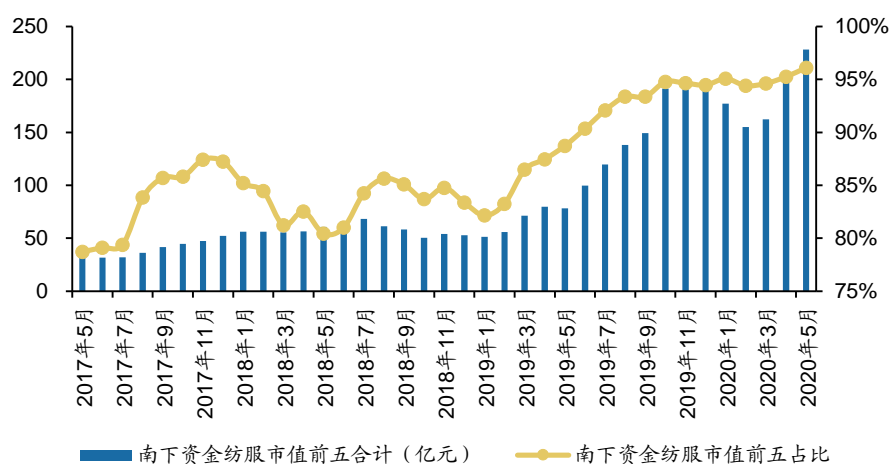
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 南下资金纺织服装持股市值及占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。注: 计入滔搏、宝胜国际。

图 30: 南下资金纺织服装持股市值前五及占比



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心。注: 计入滔搏、宝胜国际。

注: 此处货币为港元

19年末、20Q1、20年5月南向资金前五大持股中, 安踏体育、申洲国际、李宁、波司登4只始终在列, 天虹纺织19年底在列, 此后出列, 中国利郎入列。

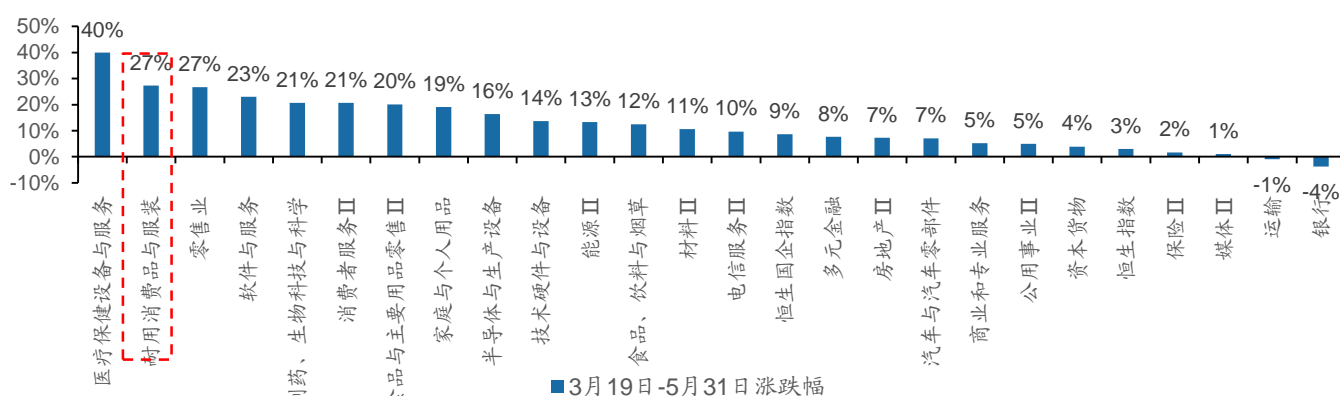
表 3: 南向资金前五大港股纺服持股的市值、占比总市值 (2019年末、20Q1、20年5月)

	南向资金前五大纺服持股	持有市值 (亿港元)	占比总市值
2019 年底	安踏体育	88.62	4.69%
	申洲国际	49.55	2.88%
	李宁	34.41	6.35%
	波司登	15.93	5.21%
	天虹纺织	2.38	2.96%
2020 年 Q1	安踏体育	74.67	4.84%
	申洲国际	47.95	3.86%
	李宁	26.63	4.78%
	波司登	11.09	5.67%
	中国利郎	1.82	3.38%
2020 年 5 月底	安踏体育	125.55	6.71%
	申洲国际	53.04	3.82%
	李宁	34.43	5.36%
	波司登	13.33	6.23%
	中国利郎	1.89	3.81%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

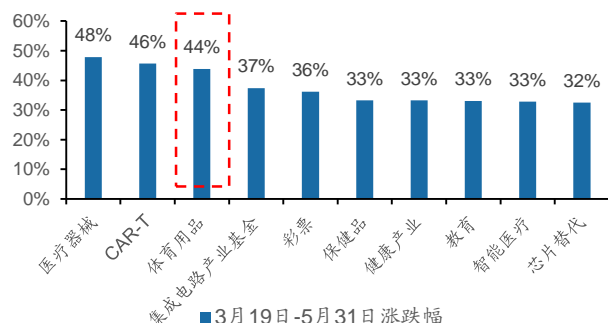
20年3月19日市场底-5月31日, 港股GICS二级行业涨幅中, 耐用消费品与服装涨幅27%, 排名第2。概念板块涨跌幅中, 体育板块涨幅44%, 排名第3。

图 31: 2020年3月19日-5月31日, 港股GICS二级行业涨跌幅



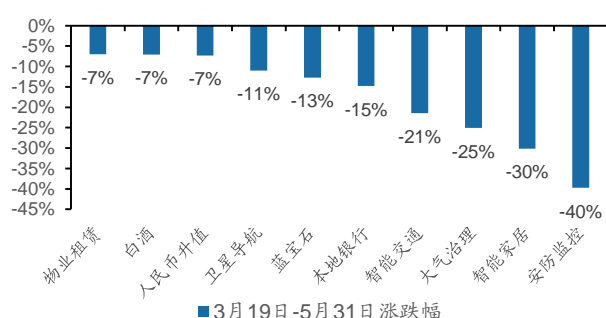
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 2020年3月19日-5月31日, 港股概念板块涨幅前十



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

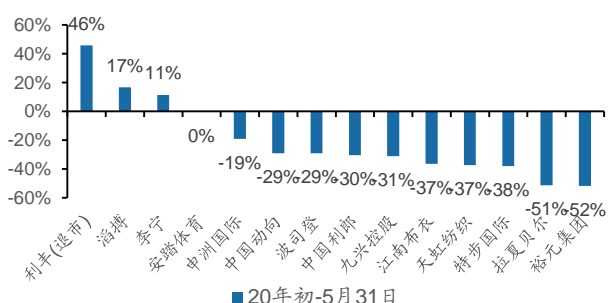
图 33: 2020年3月19日-5月31日, 港股概念板块跌幅前十



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

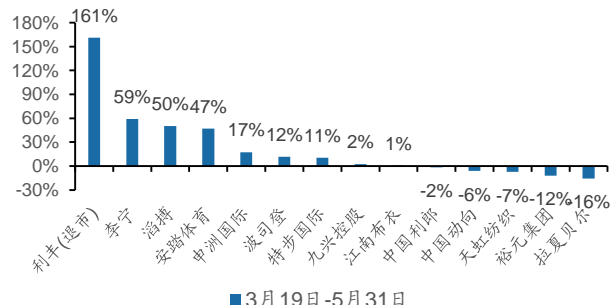
20年1月1日-至今, 港股通纺织个股涨跌幅中, 前五分别为利丰(退市)、滔搏、李宁、安踏体育、申洲国际, 涨幅分别为46%、17%、11%、0%、-19%。20年3月19日市场大底-至今, 港股通纺织个股涨跌幅中, 前五分别为利丰(退市)、李宁、安踏体育、滔搏、申洲国际, 涨幅分别为161%、59%、50%、47%、17%。

图 34: 20年初-5月底港股通纺织个股涨跌幅



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 35: 3月19日-5月底港股通纺织个股涨跌幅



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(八) 纺织服装行业 2020 年中期投资策略

展望下半年, 上游纺织制造板块虽然预计中报业绩承压, 但我们预计二季度是板块业绩低点, 三季度有望逐步改善。首先, 建议关注板块内优质供应链龙头, 借鉴儒鸿在2007年金融危机前后的历史经验, 看好疫情后优质供应链龙头有望受益行业集中度进一步提升。其次, 建议关注有望成功将产业链延伸至下游零售环节的制造业龙头, 将受益业绩和估值的双提升。

A股相关标的: 健盛集团、鲁泰A、诺邦股份。港股相关标的: 申洲国际。

下游服装家纺板块建议关注三条投资主线, 首先, 考虑到6月下旬和7月上旬为中报业绩预告期, 建议关注家纺和运动子行业龙头, 服装家纺板块各子行业从复苏快慢

角度看，家纺和运动子行业恢复较快，预计前者主要和家纺产品的需求受消费者因为疫情影响出行频次降低关系不大，同时电商收入占比较高，后者主要由于疫情前行业景气度本身就高，因为伴随疫情转好，快速复苏，另外疫情催化健康需求，推动行业增长。其次，建议关注板块内积极开拓直播电商并取得成果的龙头公司，电商直播爆发给相关公司线上业务的发展注入活力，有望带来新增长点。最后，由于酷特智能即将上市，建议关注拥有规模化定制业务的纺服企业及向C2M模式转型的公司。另外近期业绩复苏和回弹好于行业，疫情后市场优势地位有望进一步巩固的板块龙头也值得关注。

A股相关标的：比音勒芬、罗莱生活、富安娜、水星家纺、安正时尚、星期六、太平鸟、歌力思、森马服饰、海澜之家。**港股相关标的：**安踏体育、李宁、滔搏。

二、纺织制造板块：关注两类公司

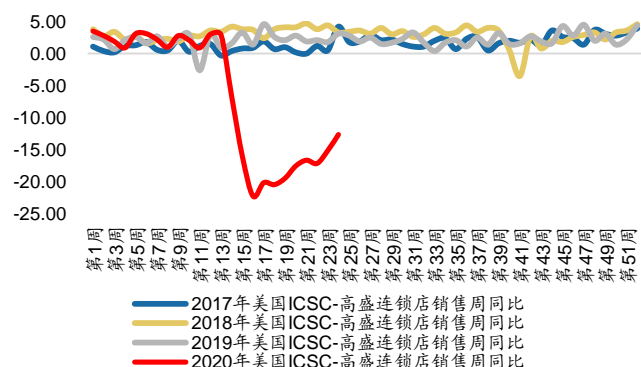
（一）关注行业内稀缺的优质供应链龙头，虽然短期预计业绩承压，但中长期有望受益行业集中度提升

1. 海外疫情下，纺织制造板块Q2预计为全年业绩低点，Q3有望改善

全球新冠疫情自3月中下旬开始爆发，多地区服装零售门店关闭，纺织制造板块很多出口企业订单遭客户取消或者延期，因此预计Q2为板块全年业绩低点，中报业绩承压。

近期虽然海外新增新冠肺炎患者仍在持续上升，但主要的消费市场欧美新增患者人数有所下降，美国和欧洲部分地区开始陆续解禁，预计下游零售将缓慢恢复。因此预计纺织制造企业出口订单将有所好转，考虑从接单到生产到销售的时间周期，预计7月份开始业绩将好转，三季度业绩有望迎来改善。

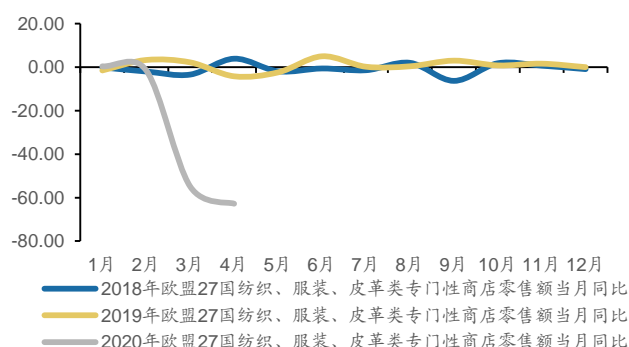
图 36: 美国ICSC-高盛连锁店销售指数周同比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 该指数是以ICSC对覆盖广泛的22家零售商大约40家零售连锁店同店销售作为统计基准, 反映了过去一周折扣店销售及百货商店销售情况, 是美国零售商店销售的一个晴雨表。该指数不包括餐厅和车辆需求。

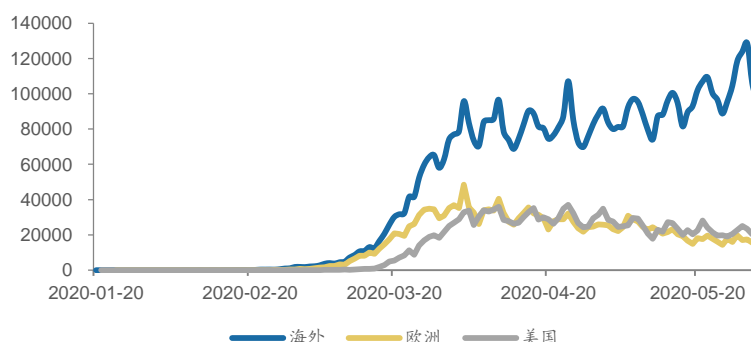
图 37: 欧盟27国纺织服装皮革类专门性商店零售额当月同比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。

注: 统计内容为覆盖地区该时间段内纺织品、针织纱、服装及配件、毛皮制品、雨伞、鞋类等专门性商店的零售额。

图 38: 新增新冠肺炎患者人数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4：国内主要纺织制造企业海外地区收入占比

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
申洲国际	81.0%	77.7%	76.3%	75.6%	73.2%	69.9%	68.5%
健盛集团	85.8%	88.5%	87.2%	80.1%	81.8%	85.0%	87.8%
鲁泰 A	53.2%	53.2%	58.4%	61.0%	57.4%	57.4%	57.5%
孚日股份	66.9%	64.5%	68.3%	65.6%	60.7%	60.7%	
棒杰股份	80.1%	91.4%	86.1%	80.1%	73.8%	66.6%	67.4%
联发股份	63.3%	68.7%	67.3%	60.0%	59.5%	54.7%	49.0%
百隆东方	34.7%	36.3%	39.8%	39.8%	42.0%	47.4%	49.7%
华纺股份	74.3%	79.5%	79.2%	85.3%	82.5%	83.5%	79.5%
浔兴股份	18.3%	20.8%	19.9%	20.2%	37.4%	45.6%	38.3%
伟星股份	18.4%	21.0%	21.5%	24.6%	22.1%	21.3%	25.4%
华孚时尚	31.9%	33.9%	45.3%	35.0%	25.4%	14.1%	14.9%
新野纺织	20.7%	26.0%	23.8%	10.3%	8.7%	7.4%	9.0%
航民股份	0.2%	1.0%	1.7%	1.6%	1.9%	0.5%	0.7%
华斯股份	60.0%	43.8%	45.4%	40.1%	42.9%	22.9%	19.6%
万里马	7.0%	6.5%	8.9%	4.5%	1.8%	1.6%	2.1%
兴业科技	2.1%	1.2%	1.1%	0.8%	1.3%	8.8%	10.3%
振静股份		3.1%	4.5%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%

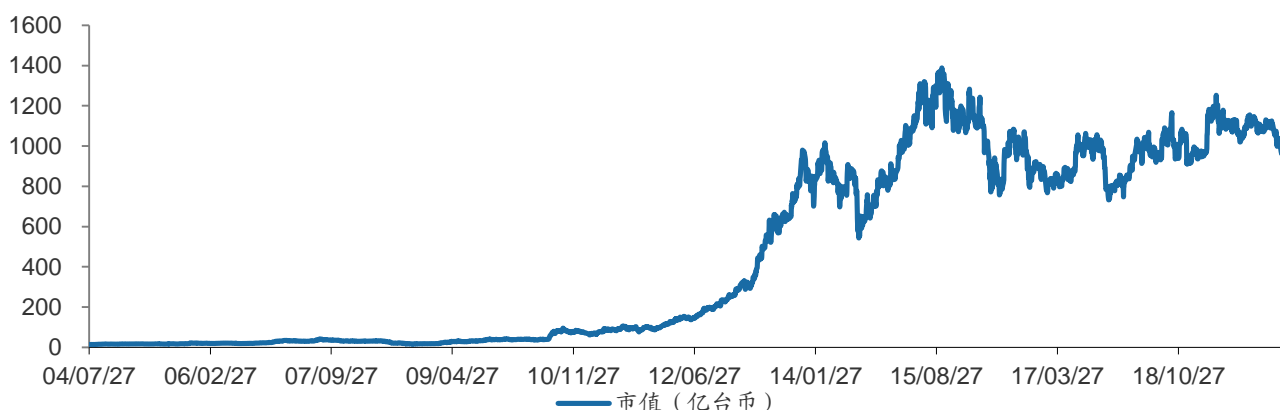
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2. 参照台湾著名针织一体化制造商儒鸿经验，龙头公司危机后有望提升市占率

儒鸿（Eclat）是台湾地区知名的纵向一体化针织布和成衣生产商，主要为 Nike、UA、lululemon、target 等国际知名服饰品牌提供针织面料和成衣。公司业务环节包括面料织造、染整、定型、成衣制造，产能分布在台湾地区和东南亚地区，拥有台湾地区员工 1800 人，全球员工 18000 人。

2008 至今，公司市值最低为 15.7 亿台币，最高一度达到 1344.5 亿台币。金融危机期间由于下游需求不振，公司业绩下滑，股价经历调整，但危机期间行业洗牌出清，公司产品领先、率先在东南亚进行产能布局、与品牌客户合作关系紧密，整体竞争力强受益明显，金融危机后业绩和市场表现双双实现飞跃。

图 39: 儒鸿上市以来市值变化

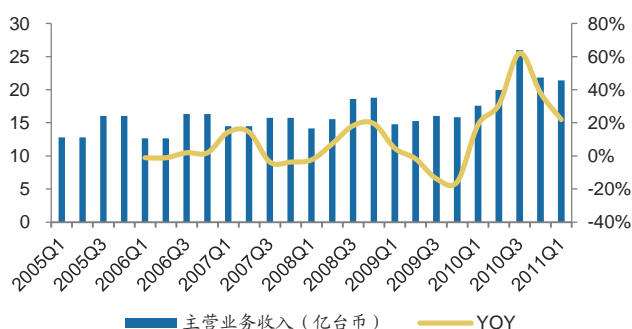


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

虽然在金融危机期间儒鸿业绩受到影响,但金融危机后公司业绩快速恢复增长并创新高主要由于:(1)消费恢复,下游需求回暖(2)新台币兑美元汇率情况好转,盈利压力减小(3)纺织制造行业洗牌,小型成衣制造厂商产能出清(4)儒鸿越南新建产能开始量产,盈利优化,公司盈利能力不断增强。

2010Q2儒鸿单季营收和归母净利润分别同比增长+30.8%/+138.5%,无论从营收和归母净利润的绝对金额还是增速来看,均创造了有历史数据以来的最高水平。估值方面2010年8月到2010年10月,公司PE(TTM)中枢为16.1,较前期10左右的水准上升明显。营收及归母净利润增速达新高反映公司顺利渡过金融危机,并且成功实现弯道超越,行业地位强化,业绩和估值双升驱动公司股价快速上涨。

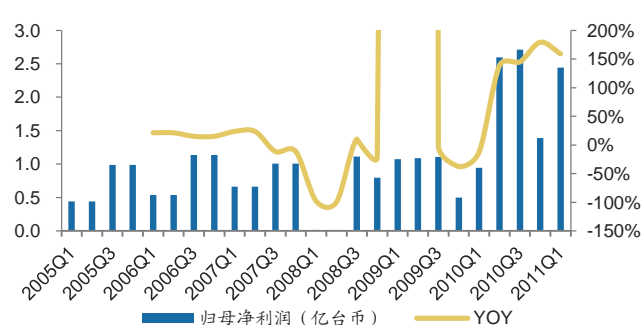
图 40: 2010Q1起儒鸿收入高速增长



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2005Q1-2007Q4 数据为原半年度数据取平均数估算

图 41: 2010Q2起儒鸿归母净利润高速增长



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2005Q1-2007Q4 数据为原半年度数据取平均数估算

通过复盘优质的儒鸿在2007-2010年期间的市场表现可以发现,虽然在金融危

机期间公司股价经历了数轮调整，短期内业绩也受到一定影响。但是公司产品技术领先，较早进行了东南亚产能布局，危机不改公司核心竞争优势，行业出清反而给公司带来了弯道超越、提升市占率的机会。一旦下游回暖，公司业绩及股价都将迅速回升甚至再创新高。

3. 建议关注针织代工龙头申洲国际和优质的一体化棉袜和无缝服饰制造商健盛集团

我们认为对于具备长期核心竞争力的企业来说，此次疫情全球蔓延对行业造成的影响是危也是机，危机期间一批中小企业会被淘汰，市场集中度有望提升，行业龙头或将受益。相关标的方面，我们建议关注**申洲国际**和**健盛集团**：申洲国际作为全球最大的纵向一体化针织制造商，与Nike、Adidas、UNIQLO、PUMA等品牌形成长期紧密的合作关系，公司业务环节涵盖面料生产和成衣制造，研发及技术积累深厚，自动化程度高，目前在国内宁波、衢州、安庆及东南亚越南、柬埔寨均建有生产基地，近年来产能持续扩张且投产顺利，未来三年产能扩张计划明确。短期可能会出现由于下游客户订单和国内产能短暂停工给公司带来一定影响；但长期看疫情终将过去，由于公司技术先进、国内外产能布局成熟且持续扩张，将直接受益于服饰品牌销售增长以及低端成衣制造产能的退出，在供应链中占比进一步提高，行业地位持续夯实。市场表现方面，未来股价短期仍有可能由于业绩波动而波动，但中长期随着全球疫情结束，行业集中度将得到提升，公司业绩有望取得更快增长，估值和股价有望取得较好表现；健盛集团是国内棉袜制造商龙头，无缝服饰业务快速增长。健盛集团主要产品包括棉袜和无缝服饰，与PUMA、优衣库、迪卡侬等全球品牌拥有长期合作关系，在主要品牌客户相关产品品类供应商中占比较高。目前在国内和越南均设有生产基地，近年海外产能占比也在快速提升。公司的棉袜业务和无缝服饰业务由于技术实力领先、客户资源优质、以及海外产能的扩张，将会在未来持续增长。

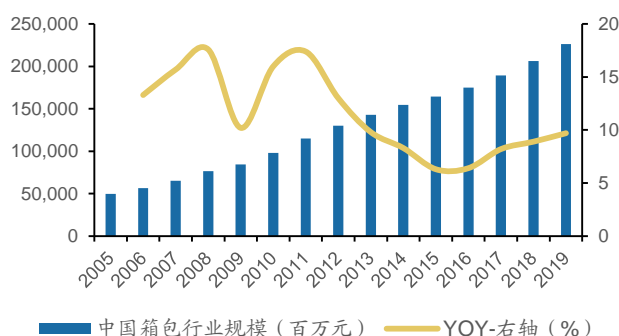
（二）关注有望成功将产业链延伸至下游零售环节的制造业龙头

代工企业向零售渠道和自有品牌延伸成为趋势之一。代工厂作为U型产业链的底端，承受着品牌方和渠道端双向压制，部分代工厂因此而寻求布局自有品牌。但是成功实现代工厂向品牌转型的难度极大，有不少巨头布局但失败的案例，如代工龙头申洲国际的自有品牌Maxwin。Maxwin成立于2011年12月23日，有着中国优衣库的美誉，但连续多年亏损最终申洲国际将其出售，并重新专注于主业。但也有成功实现自有品牌开发的代工企业，如开润股份。

依托米系渠道，90分成为线上箱包第一品牌。回溯开润股份的成功经验，（1）受益于旅游需求等带动的箱包行业景气度回升，且箱包行业属于蚂蚁市场，竞争格局高度分散，头部品牌全部为高端品牌，中低端市场没有具备份额收割能力的知名品牌；（2）依托开润股份自身的代工优势，再通过大单品模式集中精力做强有限的SKU，产品具备高性价比；（3）避开传统渠道，依托米系渠道实现降维打击，使得

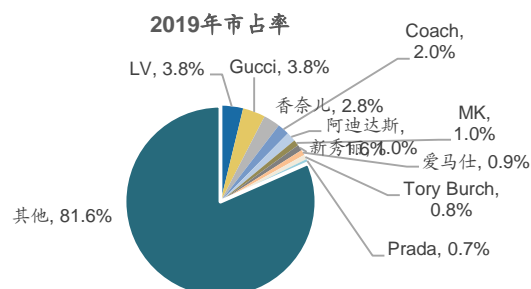
90分迅速成长为电商渠道第一大品牌。

图 42: 箱包行业景气度逐步回升



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 43: 箱包行业头部品牌均为中高端品牌



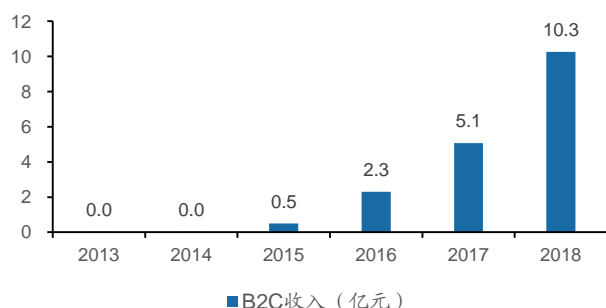
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

表 5: 双十一箱包GMV前十品牌中低端的90分快速上榜

	2017 年	2018 年	2019 年
1	七匹狼	90 分	90 分
2	稻草人	新秀丽	Charles Keith
3	Charles Keith	Charles Keith	新秀丽
4	Coach	美旅	MCM
5	花花公子	稻草人	MK
6	佐斯登	七匹狼	卡帝乐鳄鱼
7	摩比斯	菲安妮	美旅
8	新秀丽	迪桑娜	七匹狼
9	90 分	MCM	稻草人
10	皮尔卡丹	ELLE	金利来

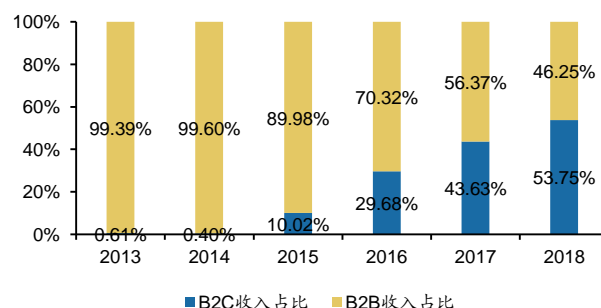
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 44: 开润股份B2C业务规模及增速



数据来源: 年报, 广发证券发展研究中心

图 45: 开润股份B2C业务规模及占比

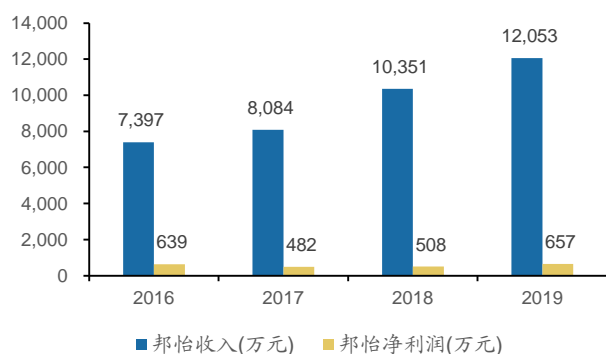


数据来源: 年报, 广发证券发展研究中心

诺邦股份自有品牌有望抢占洗脸巾市场。参考开润股份成功的案例, 诺邦股份的洗脸巾品牌邦怡和小植家有望打造成爆品。(1) 首先, 洗脸巾市场同样和箱包一

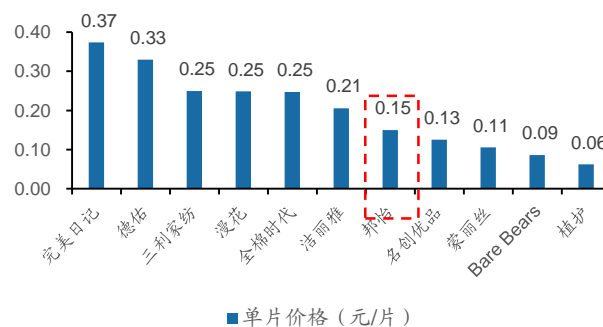
样高景气度，因为洗脸巾用于替代容易滋生细菌和发生交叉感染的传统毛巾，市场空间广阔。且洗脸巾市场同样为蚂蚁市场，至今没有龙头品牌，先发者包括全棉时代等，但全棉时代全部棉柔巾的18年收入也只有7.18亿元。（2）其次，诺邦股份同样具备过硬的技术优势，在水刺无纺布领域技术上始终是国内第一。我们将相对销量较高的三利家纺与诺邦股份做对比，同样20cm*20cm的规格，三利单片重量为60克，而邦怡为65克，用料够足、吸水性更好。（3）第三，公司的产品具备性价比。依据天猫，邦怡的产品定价仅比走量的名创优品等品牌的洗脸巾略高，且邦怡产品全线通过FDA认证。（4）最后，开润销售模式依托小米实现降维打击，邦怡暂时仅通过电商销售，但既可以像开润依托小米那样依托老板集团的品牌打造能力，实现C位出道；也可以通过直播等新兴渠道实现品牌快速曝光，如公司参加了张大奕等多位权重主播加盟的4月17日-4月20日的“淘直播·购杭品”余杭畅购嘉年华，主推两款邦怡洗脸巾和一款邦怡“懒人厨房抹布”。

图 46：邦怡历年收入及净利润（含OEM）



数据来源：年报，广发证券发展研究中心

图 47：部分洁面巾单片价格对比



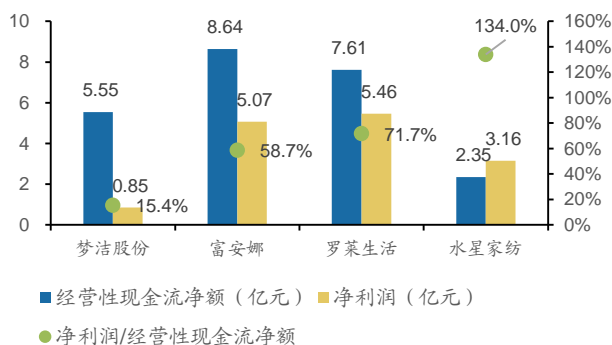
数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

三、服装家纺板块：关注三条投资主线

（一）关注率先复苏的家纺和运动子行业龙头

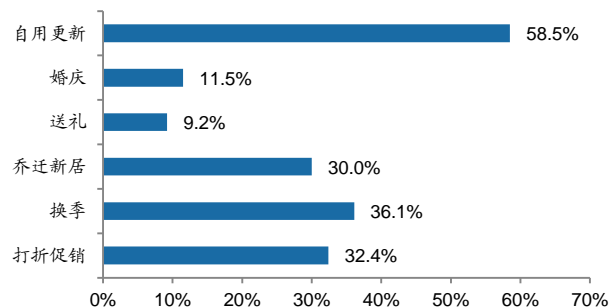
家纺：（1）一季度家纺行业营收同比减少20.3%，净利润（扣非）同比减少41.2%，显著低于其他服装子行业，主要系床上用品消费受出行频次降低影响小，同时相关公司电商收入占比高，疫情期间电商受影响较小，另外家纺公司19年经营质量普遍较好，梦洁、富安娜、罗莱全年经营性现金流净额均超过净利润。（2）二季度家纺行业从4月份淘宝天猫的爬虫数据看，复苏也非常明显，排名服装家纺各子行业第4。另外根据中家纺统计，婚庆需求是家纺行业重要的需求因素之一，今年是双立春，婚庆大年，我们预计上半年因为疫情被压制的婚庆需求有望在下半年集中释放，对家纺行业构成利好。

图 48: 19年家纺公司经营现金流净额大于净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 49: 2017年家纺需求占比



数据来源: 中国家纺协会, 广发证券发展研究中心

表 6: 淘宝全网1-4月服装细分品类销售情况

	1月销售额 (百万元)	YOY	2月销售额 (百万元)	YOY	3月销售额 (百万元)	YOY	4月销售额 (百万元)	YOY	合计 (百万元)	YOY
运动服	1477	37%	712	5%	1735	15%	1539	25%	5463	22%
内衣	4648	-30%	2409	-15%	5773	14%	6501	39%	19331	1%
床上用品	2090	-23%	971	-23%	2268	11%	3079	33%	8408	1%
女装	23584	-24%	9763	-10%	24862	4%	30346	48%	88555	3%
运动鞋	3353	11%	1652	-20%	3441	2%	3122	20%	11568	5%
童鞋	923	-26%	286	-25%	1049	0%	1230	-3%	3488	-12%
户外	1253	-21%	704	-2%	1459	-1%	1960	20%	5376	-1%
女鞋	3541	-32%	1290	-35%	4478	-6%	5579	28%	14888	-9%
童装	5198	-27%	1408	-16%	4231	-6%	5135	4%	15972	-12%
男鞋	2219	-40%	537	-53%	1878	-15%	3591	47%	8225	-13%
男装	11750	-36%	2875	-41%	8008	-28%	10402	-8%	33035	-28%
箱包(旅行箱)	517	-22%	142	-59%	213	-42%	213	-39%	1085	-37%

数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

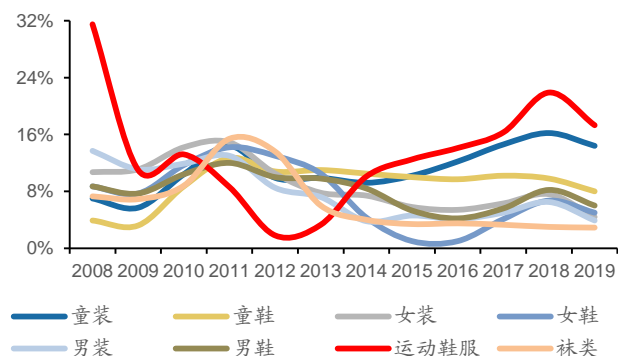
运动: (1) 运动板块近年来景气度高, 19年我国行业零售额达3166亿元, 近5年CAGR达16.4%, 龙头公司收入增速普遍至少双位数。(2) 一季度运动鞋服线上销售是仅有的实现同比增长的子行业, 我们认为主要系运动鞋服高景气度且疫情居家对运动服需求影响相对其他子行业较小。二季度的4月份, 运动鞋服线上销售额增速仍然为正, 需求依然强劲。(3) 后续NBA复赛、奥运等连续的体育盛事有望带动行业回归高景气度, 且疫情催化健康需求, 有望进一步夯实消费者基数。

图 50: 19年中国运动服饰行业零售额3166亿元, 近5年复合增速16.4%



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 51: 中国运动服饰行业增速领跑服装子行业, 14年以来运动服饰增速始终为子行业第一



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

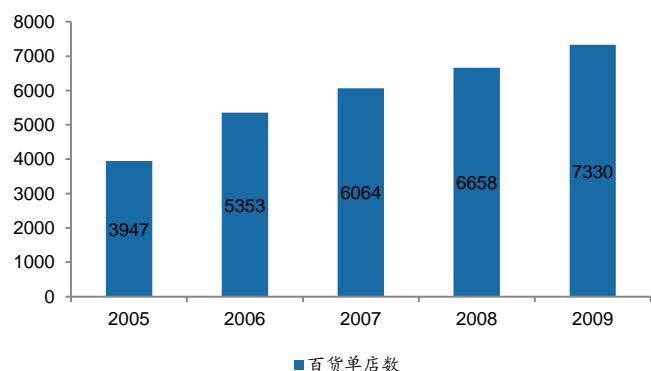
（二）关注积极开拓直播电商并取得成果的纺服企业

1. 消费场景变迁孕育渠道拓展新机遇

品牌服装销售作为零售细分行业之一, 具备有三个关键要素: 人、货、场, 其中的场是指零售场景。随着消费习惯的变化, 服装零售的场景即服装销售的渠道也在逐步变化, 品牌服装企业可以利用消费场景变迁的机会拓展新兴渠道, 利用新兴渠道流量增加销售。

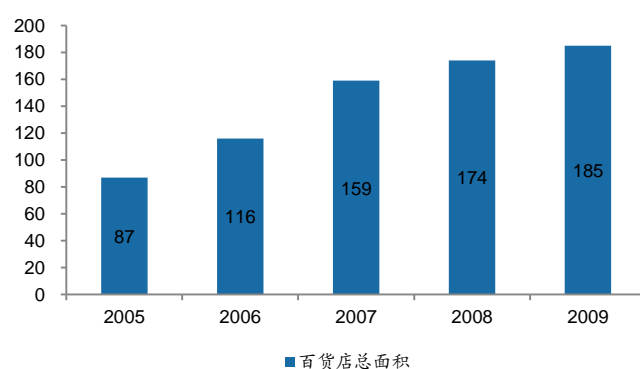
最早品牌服装开店以街边店为主, 独立街边店便于展示品牌形象, 突出独特风格, 客流量主要由所处商业位置决定。2000年以后, 由于零售业对外开放, 外资百货企业以及国内新兴百货企业快速发展, 百货业拓展迎来一轮热潮, 呈现速度快、规模大的特点。部分品牌利用百货实现了渠道的快速扩张, 2010年前后百丽平均不到两天便会开设一家新店, 主要依赖在百货渠道极快的渗透速度, 以拓展多线城市市场。

图 52: 2005-2009年百货单店数量



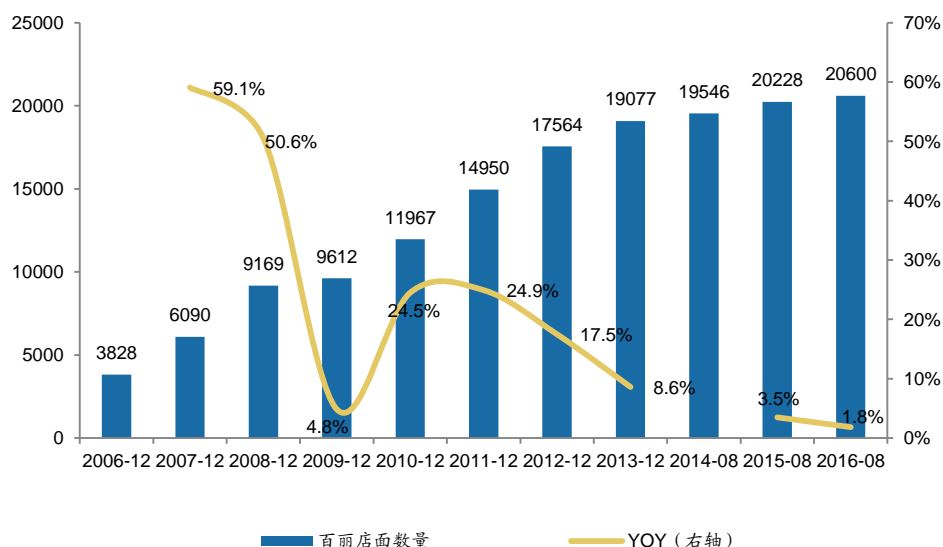
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 53: 2005-2009年百货店总面积 (万平方米)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

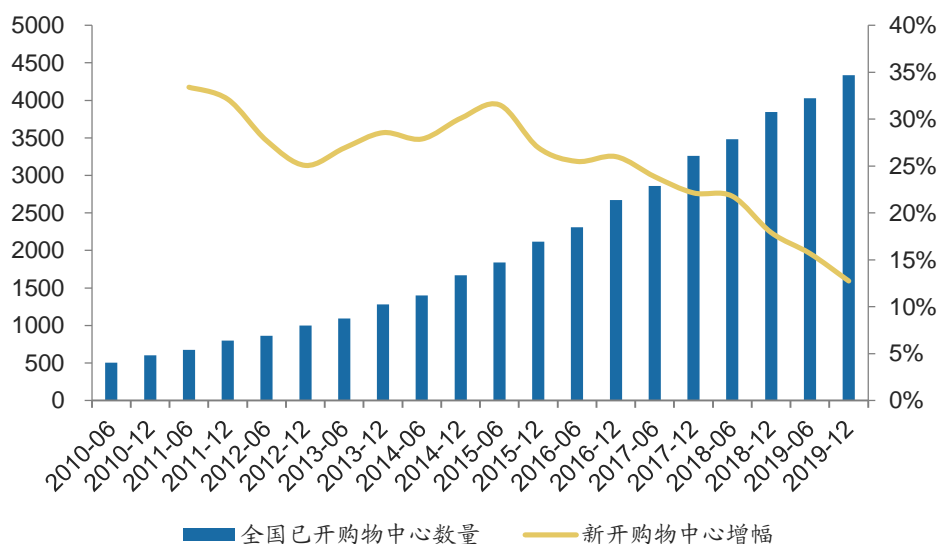
图 54: 百丽国际历年店面数量及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

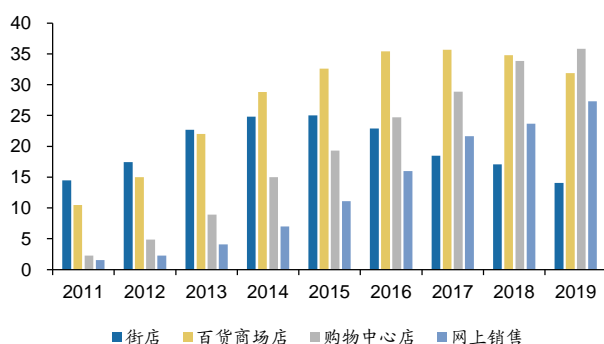
与百货相比,购物中心内部集合了餐饮、购物、娱乐、体育运动、美容护理、文创体验、生活配套服务等多元业态,并且内部空间以及服务设施方面规划设计更加完善,可逛性和吸引客流能力更强,在2010年之后迎来了快速发展。部分品牌服饰例如太平鸟利用在购物中心渠道的全面布局,驱动销售业绩的快速增长。

图 55: 2011-2014全国购物中心数量快速增长



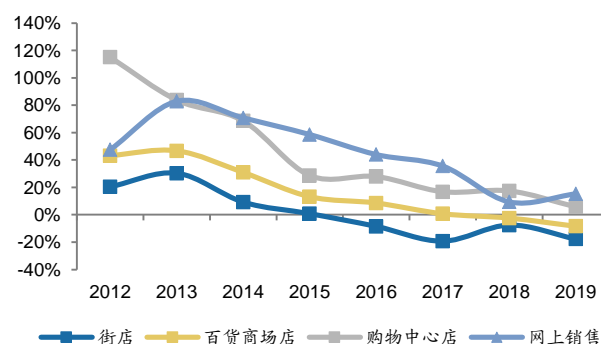
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 56: 太平鸟各类渠道收入 (亿元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

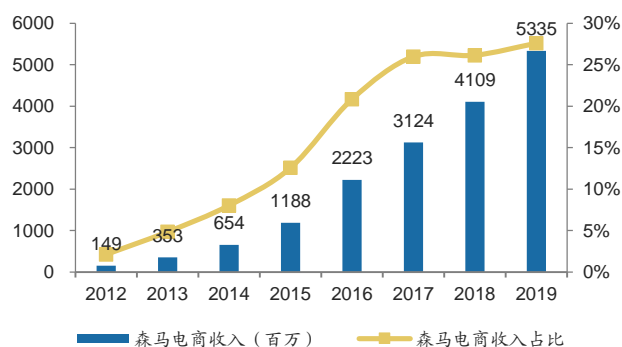
图 57: 太平鸟各类渠道收入增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

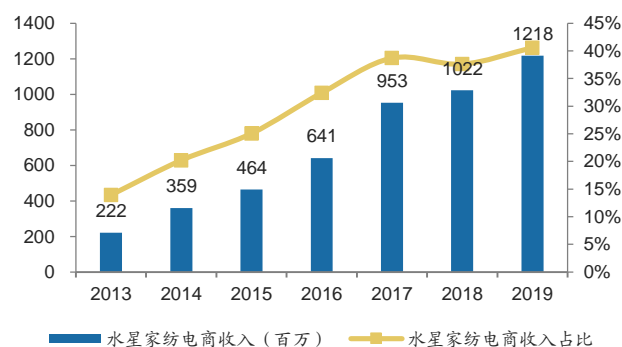
电商平台爆发也给品牌服装企业带来了新的业务增长点。品牌服装企业中森马服饰、水星家纺均抓住了电商平台流量爆发的红利时代，倾斜公司资源投入线上业务，在电商平台发展早期占据了有利地位，电商收入快速增长，在公司整体收入中占比也在不断提高。

图 58: 森马电商收入占比持续提高



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 59: 水星家纺电商收入占比持续提高



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2. 直播电商兴起, 看好服装家纺企业直播电商业务未来发展

电商直播是使用直播技术进行近距离商品展示、即时互动的新型消费服务方式。这种消费方式的“新”主要体现在电商直播通过引入“主播推荐和介绍”的环节改变了原有的商品展示形态和消费形态。目前主要的直播电商平台主要有淘宝、京东等传统电商平台以及新兴的快手、抖音等短视频平台。

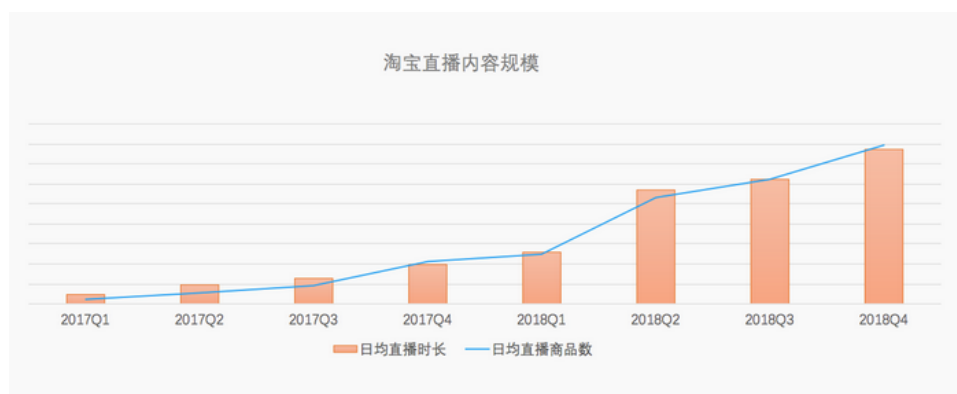
电商直播在2018-2019期间迎来爆发期。根据淘宝平台数据, 2018年淘宝直播拥有1.48亿用户总量, 1460亿成交额, 平均成交率高达12.75%, 带货同比增速接近400%。

图 60: 淘宝直播带货规模趋势



数据来源: 淘榜单, 淘宝直播, 广发证券发展研究中心

图 61：淘宝直播内容规模（时长/商品数）



数据来源：淘榜单，淘宝直播，广发证券发展研究中心

目前淘宝平台的主流直播电商主要有两种形式：主播带货和商家直播。主播带货指主播和商家协议价格，通过主播自有直播间帮助商家宣传、销售产品，商家支付主播产品上架费和佣金，其中佣金和对应产品销售数量和销售金额相关联，目前为大众熟悉的李佳琦、薇娅均为知名带货主播；商家直播指商家培养或邀请主播在自有店铺对粉丝进行直播，盘活粉丝拉动产品销售，打造自有直播基地。目前商家直播形式占据淘宝直播的大部分。

图 62：淘宝直播生态



数据来源：淘榜单，淘宝直播，广发证券发展研究中心

直播的优势从消费者角度看：主播带货和商家形成协议，拥有更大力度的折扣或者更多的赠品，产品价格更优惠；相对电商平台原有静态或短视频展示的方式，视频+实时互动的直播展示和推介能更好突出产品特点，节约消费者决策时间。

从商家角度看：直播形态下主播推介和产品的动态展示能直接促进产品销售的^{增长}；直播除了直接增加产品销售外，起产品宣传和推广作用，相较于传统的营销方式，直播间集成销售渠道和营销渠道，使消费者决策链更短，显著提高营销推广的转化率，销售情况的数据反馈更直接，便于直接衡量效果提高营销费用投放效率。

从电商平台角度看：在原有销售模式下，主要电商平台流量增长缓慢，直播兴起后用户停留时长增加；其他内容平台如微博、抖音、快手等博主开始进入电商平台直播，为电商平台引入了新增流量。

从主播（非品牌培育的独立主播）角度看：拥有粉丝和流量基础，与品牌议价能力强，能够以优惠价甚至全网最低价获得商品，以低价优质进一步增加粉丝黏性吸引新粉丝，形成良性循环；头部主播已形成个人IP，除进行已有品牌产品销售外，主播可以与供应链厂商合作，打造个人品牌利用直播渠道销售。

另外随着5G技术的发展，电商直播销售预计会进一步普及，甚至成为电商商家的标配。进入5G时代后，直播更快更高清，产品细节展示也会更全面，直播间的可看性更强。AR、VR等新技术应用于电商直播变成可能，消费者和主播及直播间的互动深化，消费者在直播间的感受无限趋近于线下。

对于服装家纺企业来说，电商直播爆发给线上业务的发展注入活力，有望带来新增长点。服装家纺企业进行电商直播有以下显著优势：

（1）电商直播方式较大程度解决了目前服装购买过程中的痛点。作为非标品，服装线上与线下消费过程主要差距之一在于体验环节，服装类产品进行直播销售时主播类似线上导购可以进行产品展示与听众互动，动态直观展示服装产品效果，缩短消费者决策时间。

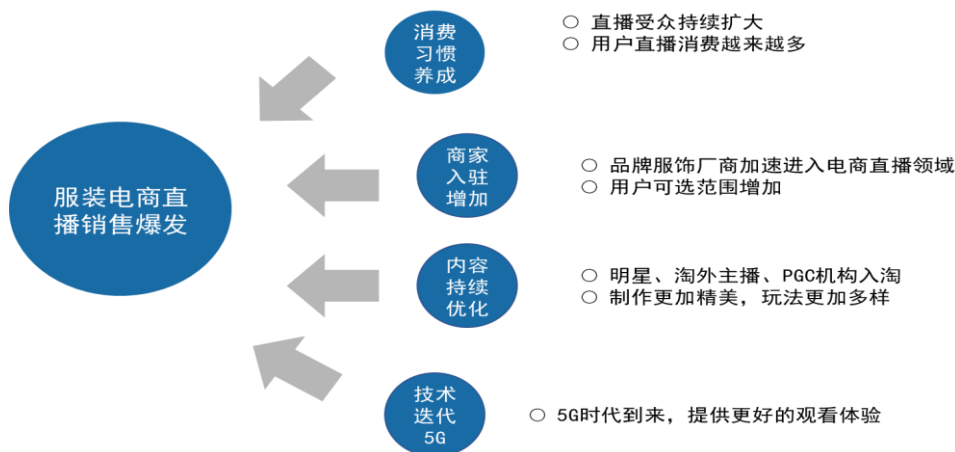
（2）电商直播可以一次性展示多款产品，通过搭配方式增加购买连带率。

（3）可以通过直播触达低线城市消费者直接进行销售，相较于传统线下销售方式来说，省去了中间的层层代理环节，价格上具备吸引力。

（4）服装家纺企业拥有丰富的产品和优质的供应链体系，大部分品牌服装家纺企业电商团队运营成熟，具备快速拓展电商直播业务的条件。

（5）服装家纺产品有品牌背书，款式多元，淘宝主播可以扩充产品品类，品牌原有消费者可以给主播带来新增流量。

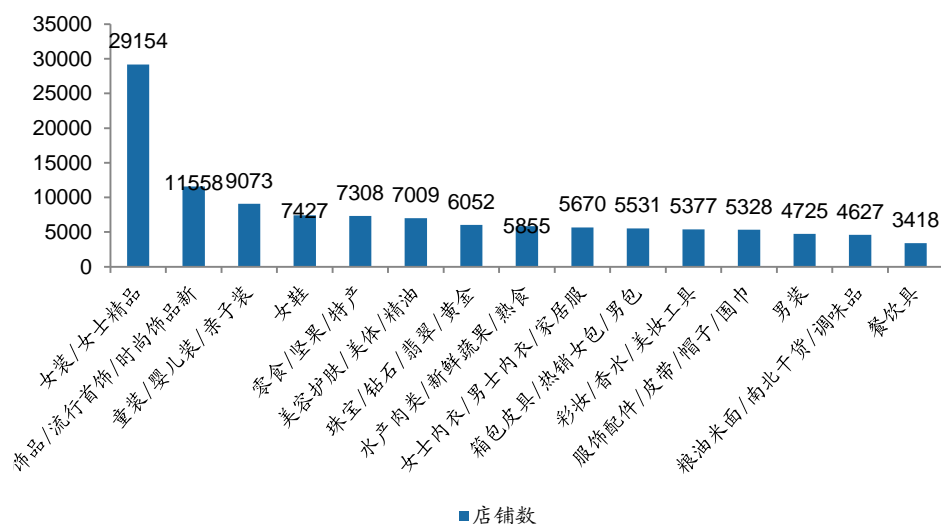
图 63: 服装家纺企业电商直播持续爆发



数据来源：淘榜单，淘宝直播，广发证券发展研究中心

目前大量服装家纺企业已开始进行直播销售，根据淘宝直播品类排行榜，排名前十的品类中有7类是服饰品类。

图 64: 淘直播分品类店铺数排行



数据来源：亿邦动力网，广发证券发展研究中心

3. 推荐关注在直播电商领域取得成果的纺服企业

从我们看好线上业务占比高，提前在直播电商领域布局，未来有望抓住直播电商红利，实现业绩快速增长的各家公司：

表 7：各公司直播电商领域成果

公司	直播电商领域成果
海澜之家	电商团队主要在做淘系等类似的直播，和明星、达人合作的直播频率也在明显提升在门店端推动各个品牌以店铺为单位来做一些直播活动，引导门店的员工在微信和微商城等来进行推广或者直播，从而获取新客户及盘活老客户。公司积极拥抱短视频平台，包括抖音、快手、火山小视频、西瓜视频、微视等，并增设了拼多多、云集、贝店、蜜芽、小红书等细分社交化销售渠道。多渠道覆盖消费人群，吸引全网用户，从不同领域收获粉丝；同时，加快商品短视频内容的产出，结合平台流量，提高产品的更高曝光和有效销售转化。
森马服饰	2019 年森马电商树立生态化理念，调整直播结构，店铺自播结合红人直播，抓住风口加速从“搜索存量时代”到“直播增量时代”的生态化调整，双十一天猫自播销量行业第一。2020 年森马品牌将全面拥抱新零售，完善全渠道零售战略布局，开展社群营销，构建私域流量。将品牌推广重心转移到线上平台，重点推进直播平台营销拓展，建立品牌直播室，输出内容创意及品牌直播标准，开展百城 KOL 计划，赋能 KA 客户。
太平鸟	2019 年，公司积极探索直播带货、微博、小红书、抖音、KOL、KOC、小程序等等社交新零售渠道，强化线上、线下渠道的零售协同，加速推进全网零售进程。2019 年公司网上销售渠道再创佳绩，全年 GMV 增长 22%，达 44 亿元。同时，公司在探索新零售中，围绕“人、货、场”进行了大量的营销方式和工具方面的准备，在 2020 年公司应对新型冠状病毒疫情过程中发挥了重要作用。公司以会员粘性提升为核心牵引，积极发展社交零售，实现线下时尚顾问对顾客的有效触达和优质服务，大力推进电商业务，推动线上线下商品、会员、服务的无缝畅通。
水星家纺	公司除了在行业内最早进入天猫、京东、唯品会等传统电商平台，还进入了拼多多、云集等新崛起的社交电商平台，实现了各大网络销售渠道的全覆盖。公司建立了一支高度专业化的电商业务团队，积累了较为丰富的电商业务运作经验，通过基于大数据分析的整体业务规划、营销活动的精心策划组织、网络产品的专供策略，实现了公司网络销售规模持续增长。水星家纺联合快手直播，水星家纺首秀 GMV 超过 2500 万，快手号涨粉超 4 万，30+名快手垂类达人参与，活动吸引了超过 982 万人，总弹幕互动 38 万条。水星家纺亲子线产品，冰丝凉席单款销量超 120 万，水星家纺迪士尼联名款宝宝床品四件套，及蜜芽旗下的法蔓兰口红、宝宝洗护件套等商品均在 1 分钟内卖出超 1 万件。
梦洁股份	公司“一屋好货”平台正式上线，平台打破线下门店受营业时间、产品展示空间以及销售地域等限制，赋能线下终端，不断迭代，成为终端门店重要的流量入口，初见成效。梦洁股份目前与薇娅共合作 7 次，双方在 2019 年合作直播销售梦洁股份产品 3 次，累计销售金额 469.25 万元，占梦洁股份 2019 年经审计营业收入的 0.18%。2020 年，梦洁股份与薇娅的合作变得较为频繁，直播前 3 次累计销售金额为 812.12 万。
星期六	2019 年遥望网络基于腾讯生态圈流量的营销业务规模进一步扩大。遥望网络通过搭建专业运营团队，自 2018 年四季度开始，基于“人-货-场”的商业逻辑，链接明星、达人与品牌电商开展短视频与直播形态的社交电商服务业务。公司巩固时尚 MCN 影响力，发力社交媒体短视频账号建设及直播业务 OnlyLady 女人志与 Kimiss 闺蜜已成为微博、抖音、淘宝、快手、小红书等多个社交平台在时尚领域的重要 MCN 合作机构，OnlyLady 旗下拥有专属红人 45 个，签约战略达人 1000+，Kimiss 拥有独家达人 43 个，同时与星期六旗下遥望网络密切合作，通过遥望签约的王祖蓝、李亚男、张柏芝、张

	予曦等知名艺人的快手、小红书、抖音账号，为更多时尚品牌提供短视频和直播领域的营销传播服务。
天创时尚	公司建立了线下直营店零售+经销商分销，线上电商业务的全渠道销售模式。以直播模式积累起步，公司计划于 2020 年全力打造 C2M+MCN 店厂合一创新商业模式:从用户需求出发，根据用户画像、流行趋势、公域私域流量分析预判等进行商品选品、预热及预售，以网红带货+产线直播的方式推广品牌及商品并实时反馈订单信息，最终实现柔性制造及供给端与消费者的有效连同，达到产销协同、供求合一。
歌力思	公司顺应“宅经济”，迅速搭建直播营销的团队，并在业内率先尝试邀约时尚博主担任主播，不定期开启宣导品牌形象的总部线上直播，不断为顾客提供丰富的消费体验和服务。公司加快公司数字化、智能化转型，加速布局数字化门店，引入新零售业务模式，全力支持社群营销，充分利用微信、淘宝、小红书、抖音等平台以直播带货、限时秒杀、网红博主推荐等多种营销手段，打通线上线下销售渠道，不断加大公司品牌宣传推广力度，助力公司扩大销售和提高市场份额，歌力思每周四晚上 7:30 都有直播，直播人员为原来培训过的在线下店铺形象顾问。
安正时尚	公司仍在进一步加大新零售渠道方面的投入，从小红书、微信、抖音等多个渠道入手多维度接触消费者，并使用消费者数据进一步增强生产端效率。公司旗下礼尚信息集零售管理、全渠道分销、全域整合营销、全渠道 CRM、国内外供应链解决方案和 IT 技术服务于一体，深刻理解传统电商平台运作模式，并积极探索社交电商、O2O、社群营销等新型业务领域，多年以来打磨出专业的前台营销、中台运营和后台供应链 IT 能力，满足品牌客户从前到后的所有需求。

数据来源：公司年报及一季报，广发证券发展研究中心

（三）酷特智能已过会，建议关注拥有规模化定制业务的纺服企业及向 C2M 模式转型的公司

1. 酷特智能即将上市，主要业务经营模式为 C2M，与传统定制模式相比具有规模优势

酷特智能是一家专注于定制服装业务的公司，主要从事包括男士、女士正装全系列各品类在内的个性化定制服装的生产与销售，并向国内相关传统制造企业提供数字化定制工厂的整体改造方案及技术服务。公司核心品牌为 CotteYolan 酷特云蓝，是全球个性化定制的供应商品牌、企业治理品牌、个性化定制时尚品牌，此外公司还拥有“REDCOLLAR 红领”、“CAMEO 凯妙”、“R.PRINCE 瑞璞”、“RCOLLAR”等定制品牌，为国内市场及美国、欧洲、澳大利亚等海外市场提供个性化定制智能制造服务。

酷特智能 IPO 已于 5 月底过会，申购将在 6 月 24 日进行，申购将在 6 月 24 日进行，发行价 5.94 元/股。公司的核心经营模式即为由订单驱动的大规模个性化定制（Customer/Business to Manufacturer + Made to Measure，简称为 C/B2M+MTM）。

C2M（Customer to Manufacturer）是指由订单驱动的大规模个性化定制模式，也称为反向定制模式，即从以往传统的先产后销转变为先销后产。制造商根据客户的订单量实现定量生产，同时利用互联网、大数据等技术手段，指导工厂选品、设计

并生产出满足客户个性化需求的定制产品。其优势包括（1）C2M按需求生产，基本没有库存风险，能够极大的缓解制造商的资金压力。（2）C2M采用消费者与厂家直接对接的方式，省去了多项中间环节的费用，实现低售价的同时还能保证较高的利润。（3）C2M满足了消费者个性化需求的同时，由于规模化效应拥有更高的性价比。

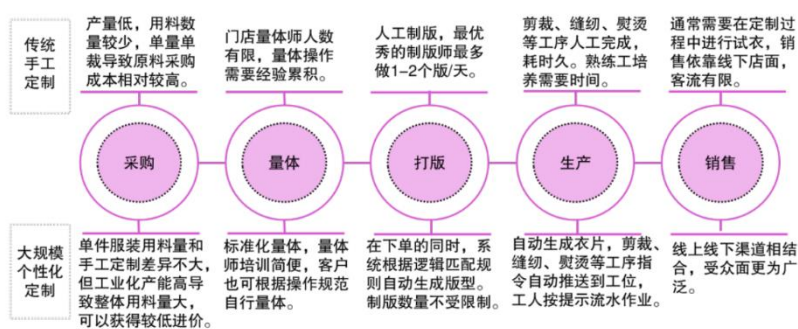
图 65：传统业务模式与C2M业务模式对比

传统模式		C2M模式
先生产后销售	需求	先销售后生产
同质化	设计	个性化
高库存	库存	低库存
层层加价	渠道	客户直接对接工厂
综合成本高，利润空间小	成本	综合成本低，利润空间大
用户粘性低，维护成本高	客户	用户粘性高，维护成本低

数据来源：首诺电商，广发证券发展研究中心

C2M属于个性化定制的一种模式，与传统个性化定制业务的不同在于：使用C2M模式的公司主要通过电商平台和公司自有个性化定制平台来实现消费者与制造商的直接对接，能够实现订单的收集和规模化生产。

图 66：传统手工定制与大规模个性化定制区别



数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

2. 个性化定制需求兴起，C2M有望迎来持续发展

随着生活水平和消费能力的提升，消费者对于产品的需求层次逐步升级，消费除基本的使用价值之外，越来越重视情感需求。所以消费理念逐渐从生存型消费向服务式、体验式消费转变。在这样的消费升级背景之下，从众模仿型消费行为逐渐减少，个性化、差异化在产品整体价值中占比越来越高，能够快速、准确地设计和制造消费者需要的产品成为企业获取市场竞争优势的关键因素。

依托互联网、物联网、数据挖掘和分析、CAD 等新兴技术，大规模生产与个性

化定制的深入融合逐步从理论走向实践，大规模个性化定制已经深入到社会生活中衣食住行各个方面。

图 67：定制服务具体应用



数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

服装类产品非标且需求多元，消费者个体体型与审美都存在较大差异，因此服装成为定制业务主要应用行业之一。目前定制服装行业仍处于发展初期，以高级定制为主营业务的工作室或设计师品牌（如Grace Chen等），服务方面强调高端、唯一，目标客户群体范围较小。一些成衣品牌也逐渐推出了定制系列或定制子品牌（如报喜鸟、雅戈尔等），至于以团装生产为主营业务的企业，仅针对团体客户提供小批量、复杂程度较低的定制服务（如校服定制业务）。服装定制与生产成衣的关键区别在于量体和制版，从事服装定制业务的企业虽然均能在一定程度上对服装定制的生产工艺进行柔性化改造，但改造程度参差不齐，导致产品个性化需求实现的精细水平存在较大差异。

随着大数据、人工智能等技术逐渐成熟，大规模生产与个性化定制的深入融合逐步从理论走向实践，C2M模式的兴起将助推定制服装行业发展。传统服装企业向定制化转型仍面临着较高的壁垒。大规模进行个性化服装定制需要依赖智能生产线和大数据技术的应用。就硬件方面而言，为了进行个性化定制生产，企业的生产线须进行自动化改造；就软件而言，为获取客户的定制需求，企业要实现数据驱动，搭建连接消费者与工厂的中台系统。未来，定制服装行业成熟后将使消费者可以为购买的产品选择任意面料辅料、任意版型、任意款式、任意工艺，产品会完全按照消费者的身形尺寸及个人需求制作，即一人一版，一衣一款。

目前各大电商平台已开始布局C2M电商平台模式，C2M有望迎来长期发展。

必要商城：成立于2014年底，是国内第一家专注于C2M的电商平台，工厂以自主品牌方的身份入驻，用户在平台下单后，订单将直接反馈到工厂，由工厂进行生产和配送。2019年已覆盖国内三分之一的优质工厂，未来将继续保证优质稳定的供应链资源和高质流量。

阿里巴巴：2012年，阿里的曾明教授提出C2B的概念，随后2013年阿里巴巴的1688推出淘工厂，开启对工厂的数字化改造。2019年12月，淘宝事业群正式成立C2M事业部。2020年3月，淘宝发布C2M战略，推出淘宝特价版和构造百亿数字化产区，带动C2M模式持续进化。

京东：2019年京东旗下京造上线C2M模式的个性化服务，零售集团CEO徐雷宣布计划未来三年反向定制商品及独家新品在京东平台的累计成交额达到1万亿元。

拼多多：2018年开启基于C2M模式的新品牌计划，预计未来5年拼多多C2M订单量将达到10亿级。

苏宁易购：2020年1月苏宁拼购与首批20家企业签订C2M招商合作协议，未来将继续优中选优，通过精细化管理打造一支优质的C2M团队。

表 8：C2M部分平台发展历程

阿里巴巴	2019年7月，阿里系天天特卖就已经携手阿里云共同升级C2M数字智造系统，计划将在3年内完成100个产业带、10000家天天工厂的智能化改造。
	2019年10月，阿里系下沉先锋聚划算上线“厂销通”系统，让C2M工厂拥有一套数字管控系统。
	2019年12月，阿里为C2M进行了一次重要的组织升级，淘宝事业群正式成立C2M事业部。
	2020年3月，淘宝发布C2M战略：推出淘宝特价版app和构造百亿数字化产区。
京东	2019年，京东于618前夕宣布了C2M反定制工作的五步法。而后，京东又宣布将直播间定向投入亿级资源，进驻厂家直播，是电商直播与C2M的有效结合。
	2019年“双十一”购物狂欢节中，京东C2M模式推出的产品和新兴产品引发消费热潮。
	京东零售集团CEO徐雷：“未来3年，希望反向定制商品及独家新品在京东平台的累计交易额能达到10000亿元。”
拼多多	2018年，拼多多就开启了基于C2M模式的新品牌计划，宣布要扶持1000家工厂，对接5.3亿消费者。
	截至2019年9月10日，拼多多新品牌计划正式成员已达85家，超800家知名品牌在企业参与C2M定制化生产，累计推出了1800款定制化产品，订单量更是超过7000万单。
	预计未来5年拼多多C2M订单量将达到10亿级。
苏宁易购	2020年1月，苏宁拼购将与首批20家企业共聚河北保定，签订C2M招商合作协议。同时，苏宁质检联盟将全程参与生产销售过程，保证商品质量。
	2020年，苏宁拼购将在2019年建设的供应链基础上，优中选优，精细化管理，打造出一支C2M供应链中的“御林军”。

数据来源：首诺电商，广发证券发展研究中心

3. 纺织服装企业有望利用C2M模式的发展开拓全新成长轨道

对纺织制造企业：（1）C2M模式直连消费市场和制造企业，为纺织制造企业打开了新的增长空间。纺织制造企业原先多为to B模式，下游客户为企业，客户数量以及规模有限。而以“淘宝特价版”为代表的C2M定制商品核心供给新平台已经拥有数亿电商消费群体，市场空间广阔，用户端规模优势明显。to B模式下一一般采用成本加成法定价，制造企业盈利空间有限，而C2M模式下中间多余流通环节消失，且C端消费者对于价格的敏感度较企业而言较低，纺织制造企业可以与消费者一同分享减少流通环节带来的价值增量，从而实现盈利能力的提升。**（2）由于订单的个性化及时效性需求，纺织制造企业将进一步升级智能化和数字化水平，生产和运营效率有望持续改善。**C2M模式下采用先订单后生产的模式，单个订单生产量减小，款式丰富度增加，从需求到送达消费者的时间周期明显缩短，这与传统纺织制造企业大批量订单的模式有显著区别。制造企业适应订单模式变化一方面需要电商平台利用已有海量消费数据，对上游制造企业进行设计选品指导，另一方面纺织制造企业需要对生产线以及制造流程进行改造，缩短备货和生产周期，提高资金流转速度。**（3）通过与下游消费者直接触达，市场影响力的提升将助力制造企业打造自有品牌。**传统纺织制造企业往往在品牌身后，消费者群体中影响力较低，通过C2M模式纺织制造企业可以对接C端消费者，提升影响力，在业务模式逐步成熟的情况下可以打造自有品牌，从单纯制造企业向下游品牌业务延伸。

对品牌服装企业：（1）C2M模式能够帮助品牌服装企业实现大规模个性化定制，同时为新品设计和生产提供方向，有效降低库存风险和资金压力。大多数品牌服装企业经营模式是先生产再销售，而终端消费潮流变化快，库存压力是品牌服装企业长期面临的问题。C2M模式下先下单再生产，品牌服装企业可以利用电商平台数据实现大规模个性化定制，实现按需生产，大大降低了库存风险。同时C2M模式下线上订单数据也为线下产品设计和备货提供了方向，有利于品牌服装企业把握消费风向，设计生产出符合流行趋势的产品。**（2）品牌服装企业可利用自身优势提升影响力，向外输出品牌管理和C2M运营经验。**部分拥有产能的品牌服装企业早期就进行了大规模定制化业务，运行C2M模式。经过多年探索和实践，积累了大量用户数据，形成了丰富的产品数据库，可以满足用户的多样化和个性化需求。生产制造方面，研发了下单、设计、排程、生产的全流程管理系统，使生产环节高度自动化，缩短了产品交货期。用户数据库以及生产系统是企业C2M模式下的核心竞争力，品牌服装公司拥有基于大规模定制化业务生产方面的丰富经验，公司可向电商平台及其他企业输出工厂升级整体解决方案业务，提供生产线升级相关培训咨询业务。

4. 建议关注拥有规模化定制业务的纺服企业及向C2M模式转型的公司

根据对2020年上市的新股的统计结果，截至6月2日，2020年共有96家公司新上市，从收盘价口径看，新股最高涨幅1232.1%，最低涨幅44.0%，平均涨幅241.7%；剔除最近两周上市公司数据后，新股最高涨幅1232.1%，最低涨幅44.0%，平均涨幅259.2%。酷特智能未来上市后将会上涨，建议关注已经拥有大规模个性化定制业务的上市公司，短期价值有望重估。

纺织服装行业上市公司中涉及大规模定制服装业务的包括：

报喜鸟：2016 年公司完成智能化生产升级改造，与 SAP 签订战略合作备忘录，实施SAP智能制造解决方案，成立云翼智能平台，部署工业4.0智能化生产。同时培养一批优质的专职量体师、搭配师为门店服务，携手天猫进行高级定制直播提升品牌影响力。

雅戈尔：2017年启动高端智能制造项目，计划累计投入8亿元，利用大数据分析、AR和智能制造等技术，在宁波生产基地建设大规模量体定制工厂，在全渠道大规模定制方面形成自有核心技术，满足消费者个性化的功能和体验需求，推动传统生产向C2B/C2M模式转型。

鲁泰A：公司控股子公司北京鲁泰优纤电子商务股份有限公司于2014年5月成立，采用“线上下单、上门量体”的O2O模式，通过君奕官网、微信商城、京东旗舰店和400电话等多种方式便捷地预约和下单，为消费者提供高品质的量身定制服务。同时，推出高级男装定制品牌“UTAILOR君奕”，逐步将业务从高端衬衫定制扩大到服装服饰定制，满足市场的个性化需求。

另外除了应用在正装领域外，其他纺织服装子行业也在尝试利用C2M的模式满足消费者对于高性价比的个性化鞋服需求，包括鞋（奥康国际、天创时尚）、女装（歌力思）、休闲服（美邦服饰）。C2M模式除了能够为新品设计和生产提供方向，有效降低库存风险和资金压力外，还可以利用线上订单数据为线下产品设计和备货提供方向，帮助企业把握消费风向，设计生产出符合流行趋势的产品，因此各类企业也尝试运用C2M模式进行转型升级。目前国内运用C2M模式的其他纺服子行业企业主要包括：

奥康国际：2017年首次推出了鞋行业的“C2M”高端定制战略，通过线下智慧门店，脚型数据采集应用等方面提升消费黏性，为消费者提供更加多元化的服务与体验。目前公司可以在15秒内通过镭射准确量出顾客一只脚脚型三维数据，经过云计算及大数据分析，把生成的数据传输给工厂进行定制生产。

天创时尚：2020年3月与北高峰资本达成合作，提出“云鞋数仓”项目，致力于实现数字化的转型升级。从前端的产品企划到研发设计、生产制造交付，再到仓储物流，团队将通过工业大脑和商业大脑技术的结合，做到对市场变化的洞察，使供给侧和需求侧实现统筹，保证流通环节的增值。

歌力思：公司将通过SAP系统、VIP管理系统、3D云试衣镜、特邀VIP客户、参加走秀及设计环节等方式调查和统计数据，进而分析消费者需求和偏好，并根据分析结果实时调整设计趋向和供应链生产，从而达到消费者主导生产及合理控制库存的效果。未来将继续致力于打造以用户为中心的数字化时尚生态圈，继续深入探索以用户为中心的C2M模式，持续提升旗下各品牌的盈利能力，进一步开拓市场和提高市场份额。

美邦服饰：公司目前已在杭州、重庆等地区，接受消费者的个性化订单，并放到上海的试验工厂里制作，未来将大力构建以“M2C”（Manufacture to Customer）为核心的快速反应供应链，全面提升产品的更新速度和精准满足市场需求的能力。

四、风险提示

（一）宏观经济景气度持续下行风险

部分纺织制造企业出口市场包括全球多地区市场。如果未来全球发达国家市场消费景气度下行，公司产品的终端需求将受到显著影响，公司订单将受到波及。

（二）汇率波动风险

部分纺织制造公司主要客户多为国际客户，出口收入占比较高，出口收入一般以外币计价，而生产在国内，成本以人民币计价，因此受汇率影响较大。如果短期人民币汇率维持在高位，甚至出现持续大幅升值的情况，以外币计价的收入不变的情况下以人民币计价的收入在减小。所以人民币升值情况下，一方面，以出口为主的纺织制造企业产品收入及毛利率受到影响，企业有提价需求导致在全球市场的竞争力下降，影响企业订单；另一方面产生汇兑亏损，减少了企业的净利润。

（三）原材料价格持续上涨风险

部分纺织行业的原材料价格大幅上涨，对于企业的盈利造成了一定的压力，尤其是纺织本身毛利率、净利率水平不高的情况下，原材料持续大幅涨价会压制制造企业的利润增长。

（四）海外产能扩张不及预期风险

部分纺织制造公司在东南亚多个国家设立了生产基地并筹备新建产能，如果由于政治、经济环境等原因海外产能的投放进度不达预期，将对公司的生产和销售产生负面效应。

（五）库存积压风险

纺织服装公司需要提前备货，如果终端需求不佳，将会积压库存，影响公司收入及盈利。

（六）管理不善风险

随着公司业务规模的扩大，零售终端增长、供应链品牌方面管理都将面临新挑战。如果管理水平不能支持公司持续发展速度，则可引发一系列风险进而对公司品牌形象和经营业绩造成不利影响。

广发纺织服装行业研究小组

廖韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，带领团队荣获 2019 年新财富轻工和纺织服装行业第四名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：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。
- 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	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 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	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。