



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 1 月 10 日

纺织服装

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

黄芳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210090005
huangf@cicc.com.cn

精选子行业, 品牌与渠道决定未来发展

纺织服装行业 2011 年投资策略

投资提示:

我们看好纺织服装行业中长期增长, 大部分男装、女鞋、家纺等公司未来三年有望保持 30%以上利润成长。业绩确定性增长, 强盈利能力(轻资产、高利润率), 令品牌服装板块成为值得持续关注的投资品类。我们坚信: 子行业发展阶段的判断是投资逻辑的根本, 品牌(高性价比)与渠道(容易被买到)是企业核心竞争力。

2011 年投资建议: 1) 以盈利确定性强、估值相对合理的**男装(利郎、七匹狼、雅戈尔、报喜鸟、利邦)**、**女鞋(百丽)**、**家纺(罗莱、梦洁、富安娜)**行业龙头为基础配置, 获取 30~40%确定性收益; 2) 风险偏好较高的投资者可适当参与**探路者、搜于特**、以及**美邦**的交易型机会; 3) 价值投资者可提前布局**鲁泰 A**、**华孚色纺**等出口制造型企业, 以待估值及盈利双提升。

理由:

行业中长期向好, 消费升级是增长动力, 品牌鞋服无惧成本压力, 量价齐升。“十二五”规划着力扩大消费, 提高国民收入, 民生消费大发展已是大势所趋。可以预见, “十二五”期间越来越多的家庭会以更快的速度跨入富裕家庭的行列, 品牌服装无疑将成为消费升级重要目标。品牌服装可有效控制成本, 通过调整产品结构及原材料构成, 并适当涨价向下游传导成本压力。历史经验表明, 消费升级可推动品牌鞋服保持很好的量价齐升态势。

子行业发展阶段的判断是投资逻辑的根本, 品牌与渠道是企业核心竞争力:

- **看清三个发展阶段、精选子行业。**我们按照三阶段发展模型对服装子行业进行划分, 休闲男装、家纺、户外处于行业第一发展阶段, 市场容量大, 份额分散, 进入了 5 年左右的快速发展期(男装市场总额是运动的 2.5 倍, 单品牌门店数量只有运动的 1/3); 而女鞋处于第三阶段, 领先公司已经胜出, 行业竞争格局稳定, 有序发展; 相比之下, 处于第二阶段的运动行业市场过度竞争, 门店过多争相打折, 各大品牌难以获得显著超出行业平均的增长。在第一阶段, 甚至小公司也能够获得快速增长, 具备板块性投资机会; 第三阶段则应投资于已胜出的行业龙头。
- **本土品牌受益大众消费市场的腾飞, “高性价比”是受消费者欢迎的关键。**未来五年, 我们看好大众民生的改善和大众消费市场的崛起, 而本土品牌是这一市场的主力军。大众市场容量大大超过高端市场, 更容易产生由小到大、获得爆发式增长的消费品公司。高性价比的定位(不能仅仅是价格便宜, 而应注重质量、款式和价格的平衡)是受到消费者欢迎的要点。
- **渠道方面, 我们看重内生增长, 渠道渗透力以及扁平度。**内生增长是终端盈利能力的保障, 同店销售持续增长才能抵消店铺租金和人工成本的提升。我们认为, 10%以上内生增长对于全国性品牌来说较为安全。而渠道渗透决定了品牌外延扩张维度的增长力, 根据运动品牌经验, 单品牌全国开出 5000 家店才达到较好覆盖, 男装、女鞋、家纺、户外等子行业均有提升空间。**利郎、七匹狼等渠道下沉较好的品牌**可将 60~70%门店开到三线及以下城市, 而渠道扁平度较好的品牌可对终端实现更好的控制力。

纺织龙头仍处价值洼地, 业绩增长、估值修复有望实现双提升。纺织企业普遍估值偏低, 但优势公司订单饱满, 利润率较高, 业绩可持续增长。龙头企业**鲁泰、华孚色纺**等具有盈利增长, 估值修复的双重提升空间。业绩超预期、美国经济复苏拉动出口企业增长, 有望成为股价催化剂。

风险: 目前 A 股品牌公司估值处于较高水平, 若市场风格转换, 板块表现可能受到抑制。

目录

投资策略：行业中长期向好，把握热点，分层配置.....	3
2010 年回顾：A 股行业性普涨，新股高价发行股价飙升；港股子行业差异显著，男装女鞋表现突出.....	3
2011 年投资策略：关注五大热点，投资于好行业中的领军公司	4
行业中长期向好，品牌鞋服可抵御成本压力，量价齐升	8
消费者有钱了买什么？品牌鞋服是消费升级重要目标.....	8
CPI 波动无碍品牌保持良好利润率，行业链具有成本转嫁能力	9
子行业优选排序	11
我们的推荐顺序：第一阶段>第三阶段>第二阶段.....	11
男装：市场大而分散，正装与休闲融合趋势明显	12
女鞋：领军公司已胜出，增速快于行业平均	13
品牌家纺：品牌化消费初期，领先品牌快速增长	14
户外装备：爆发式增长，国内市场空间广阔	15
运动：进入品牌竞争阶段	15
青少年休闲服：类似快速消费品的发展模式.....	16
本土品牌主要走大众品牌路线，高性价比和市场渗透是关键.....	17
“十二五”将是民生消费大发展的五年，物美价廉的大众品牌将迎来发展良机	17
渠道下沉，三四线城市成为品牌重要抢占点.....	17
租金等成本上涨，平销较高、渠道扁平的品牌竞争力强	18
品牌鞋服登陆网销渠道，中长期有望成为新的增长点.....	18
纺织龙头仍处价值洼地，业绩增长、估值修复有望实现双提升.....	20

图表目录

图表 1：A 股行业表现	3
图表 2：新股表现	3
图表 3：港股行业表现.....	4
图表 4：市盈率和业绩增速比较.....	6
图表 5：A 股主题梳理和估值	7
图表 6：港股估值表	7
图表 7：中金消费者调查问卷：计划加大哪些方面的开支？	8
图表 8：麦肯锡解读中国：富裕人群对服饰鞋类的消费比重更高.....	8
图表 9：品牌服装成本传导	9
图表 10：CPI 和品牌服装企业盈利能力趋势比较.....	9
图表 11：百强零售企业服装零售同比增长.....	10
图表 12：服装子行业发展三阶段.....	11
图表 13：子行业对比	12
图表 14：男装上市公司比较	13
图表 15：与运动服装相比，男装市场规模更大而行业集中度较低.....	13
图表 16：国内品牌女鞋市场占有率	14
图表 17：女鞋上市公司比较	14
图表 18：家纺公司收入增长比较.....	15
图表 19：户外装备：行业爆发式增长	15
图表 20：各运动品牌的定位	16
图表 21：国外主要品牌服装公司市场份额.....	16
图表 22：梦想品牌 vs 大众品牌	17
图表 23：渠道渗透	18
图表 24：淘宝网交易额增长	19
图表 25：品牌试水网销.....	19
图表 26：鲁泰相对大盘表现及历史 PE	20
图表 27：低估值，平稳增长的纺织龙头企业列表.....	20
图表 28：可比公司估值表.....	21

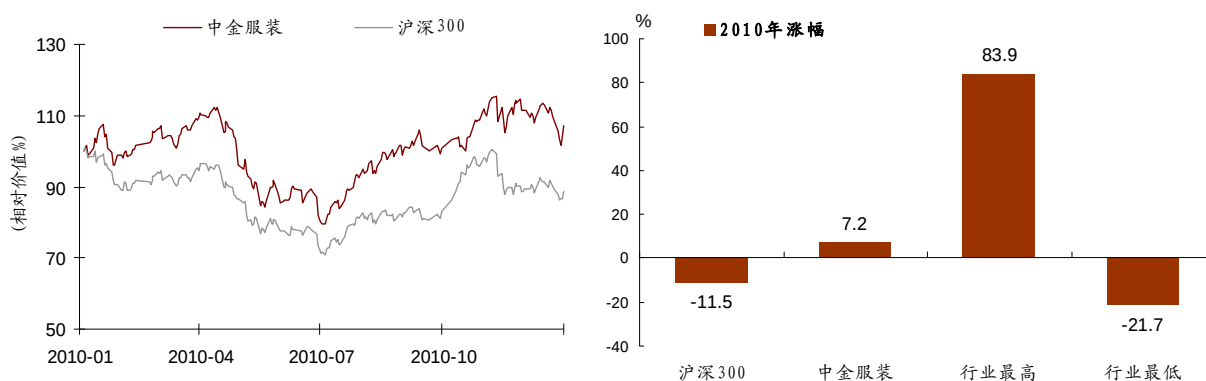
投资策略：行业中长期向好，把握热点，分层配置

2010 年回顾：A 股行业性普涨，新股高价发行股价飙升；港股子行业差异显著，男装女鞋表现突出

2010 年，A 股品牌服装家纺板块出现行业性普涨，我们重点关注公司中，全年有 16 家股价上涨，仅 4 家下跌。中金服装行业指数上涨 7.2%，个股最高涨幅达到 84%，同期沪深 300 指数下跌 11.5%，行业表现显著优于大势。年内行业中有 8 家新股 IPO，总体来说高位发行股价飙升，平均涨幅达到 23%，目前新股 2011 年平均市盈率超过 40 倍，反映了资本市场对服装板块的高度认同与追捧。

港股行业内个股表现差异较大，男装平均上涨 91%、女鞋上涨 44%，明显跑赢大市（恒生指数全年上涨 5.6%），运动板块相对落后，全年持平。我们中期策略中提示的运动行业处于第二阶段过度竞争增长放慢的问题凸现，第四季度大幅下跌平均 17%，拖累纺织服装板块整体表现。当前估值较为便宜，2011 年市盈率普遍处于 10~20 倍区间。

图表 1：A 股行业表现

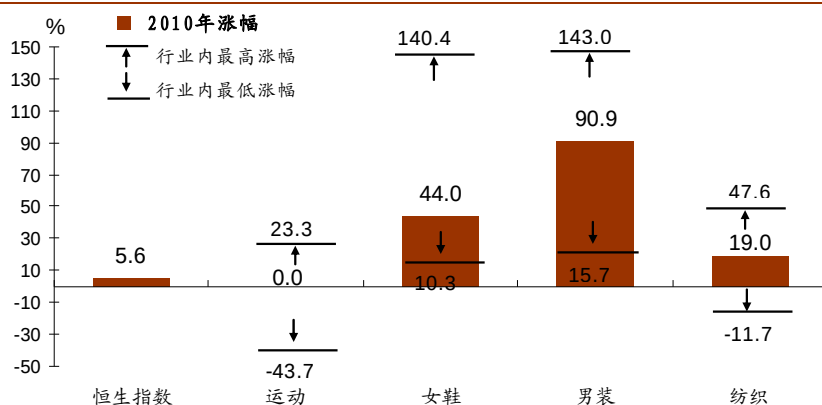


资料来源：中金公司研究部，万得资讯

图表 2：新股表现

公司	IPO 日期	1 周涨幅 (%)	1 个月涨幅 (%)	3 个月涨幅 (%)	IPO 后总涨幅 (%)	IPO 首日涨幅 (%)	IPO 首日 后涨幅 (%)	市盈率	
								2010E	2011E
梦洁家纺	2010-04-29	-2.4	-5.2	-8.3	22.1	18.0	3.5	40.8	28.6
凯撒股份	2010-06-08	0.7	-4.0	21.5	85.2	13.2	63.6	67.1	57.4
际华集团	2010-08-16	0.7	-3.8	-13.2	21.7	76.3	-31.0	31.9	26.2
希努尔	2010-10-15	1.1	-6.4	n.a.	4.9	1.5	3.3	37.2	28.6
嘉麟杰	2010-10-15	4.0	-1.1	n.a.	42.1	37.9	3.1	51.1	41.0
华斯股份	2010-11-02	-3.8	-6.7	n.a.	36.8	28.6	6.4	66.9	51.1
搜于特	2010-11-17	1.9	-5.2	n.a.	24.0	14.0	8.8	92.0	51.5
泰亚股份	2010-12-07	-1.3	n.a.	n.a.	32.2	20.0	10.2	60.2	45.8

资料来源：中金公司研究部，万得资讯 注：IPO 以来涨幅是以上市第一天为基础测算

图表 3：港股行业表现


资料来源：中金公司研究部，彭博资讯

2011 年投资策略：关注五大热点，投资于好行业中的领军公司

我们看好纺织服装行业中长期增长，这与国家政策指向和民生改善是根本一致的。十二五规划中，消费被提为中国经济增长的第一大驱动力。服饰鞋类占城镇居民消费比重 10%，内销市场容量超万亿，随居民收入提升年增速保持 15% 以上。

我们认为，品牌企业的发展要看子行业、渠道与品牌。**子行业是根本，渠道与品牌是企业核心竞争力。**

- **精选子行业，寻找具有持续增长能力的公司进行中长期投资。**我们按照三阶段发展模型对服装子行业进行划分，家纺、户外、休闲男装处于行业第一发展阶段，市场容量很大，品牌份额较为分散，发展潜力巨大；而女鞋处于第三发展阶段，领先公司已经胜出，行业竞争格局稳定，有序发展；相比之下，处于第二阶段的运动行业市场过度竞争，门店过多争相打折，各大品牌难以获得显著超出行业平均的增长。我们最看好处于第一阶段的家纺、休闲男装及户外，其次第三阶段的女鞋、男正装，建议回避第二阶段的运动行业。
- **本土品牌多定位大众品牌路线，性价比是关键。**我们将品牌划分为梦想品牌与大众品牌：国人心目中的梦想品牌多为定位中高档的国际品牌，具有一定品味及阶层归属象征，享受品牌溢价；而大众品牌则具有更广泛消费群体，是质量与性能统一性的保障，性价比至关重要。
- **渠道方面，我们看重内生增长，渠道渗透力以及扁平度。**内生增长是终端盈利能力的保障，同店销售持续增长才能抵消店铺租金和人工成本飞涨。我们认为，10% 以上内生增长对于全国性品牌来说较为安全。而渠道渗透决定了品牌外延扩张维度的增长力，根据运动品牌经验，单品牌全国开出 5000 家店才达到较好覆盖。渠道下沉较好的品牌可将 60~70% 门店开到三线及以下城市，而渠道扁平度较好的品牌可对终端实现更好的控制力。

当前 A 股行业估值处于历史较高水平，一定程度上反映了市场对品牌服装行业的乐观预期。对于一些短期热点，可进行趋势性投资。我们将 A 股行业投资热点可分为以下五类：

- ▶ **业绩平稳增长，估值平移带来确定性收益：罗莱家纺，富安娜，梦洁家纺，七匹狼，报喜鸟。**预计三家家纺公司明后年盈利增长可达 40% 左右，而男装公司业绩增速可超 30%。当前个股估值普遍处于 25~30 倍 2011 年市盈率，估值平移带来的确定性收益可达 30~40%。
- ▶ **超高增长（超过 50%）：探路者、搜于特。**探路者明年春夏订单增长 52%，搜于特订单增速高达 70~80%，低基数下高成长可期。然而两家公司估值已经较高，2011 年市盈率超出 40 倍，而且规模很小经营风险较大，需要更长时间证明可持续增长能力。风险偏好较高的投资者可适当参与年报超预期，高送配等交易性机会，以高风险换取超额收益。

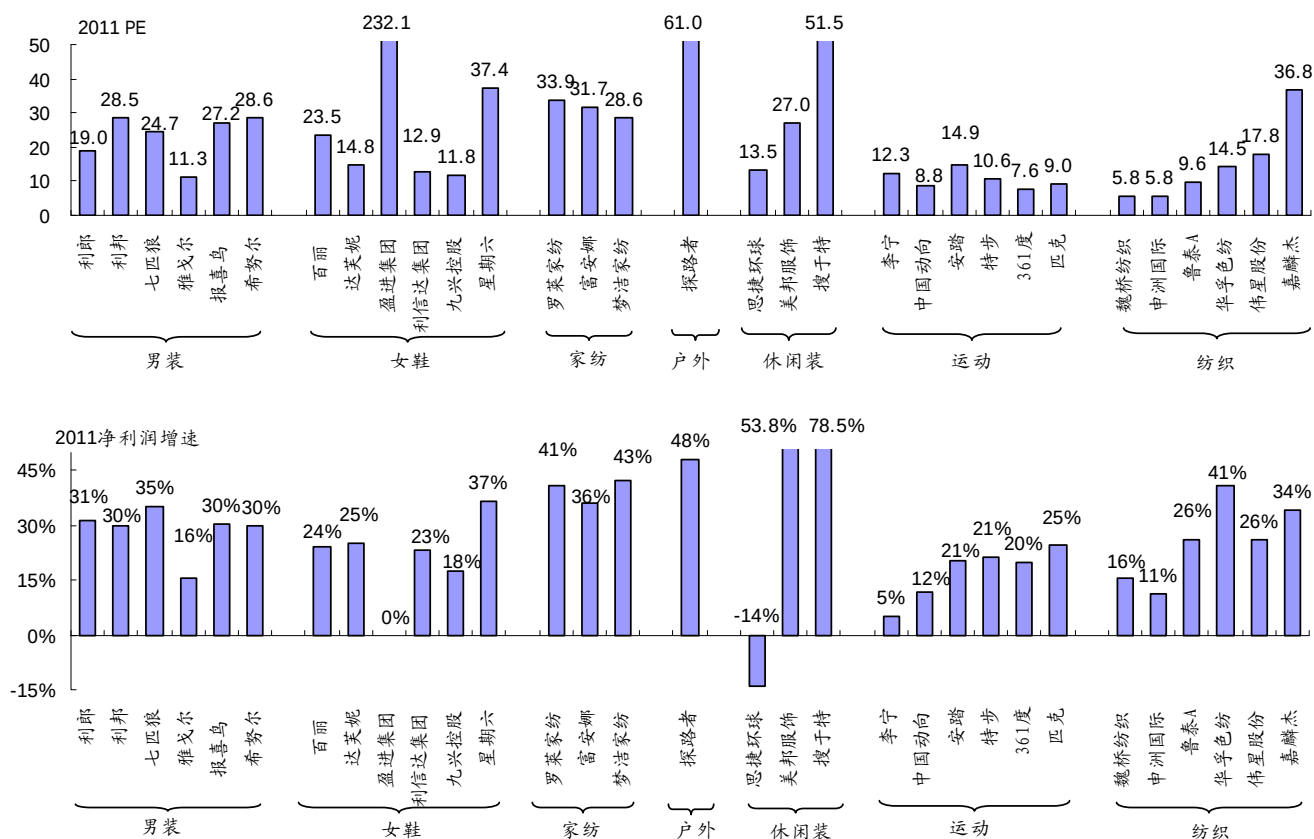
- ▶ **经营改善业绩反转：美邦服饰，星期六。**在经历了几个季度业绩下滑之后，美邦与星期六有望业绩反转。美邦已在 2010 年下半年开始扭转，星期六明年有望重新开始高速增长。但这两家公司上市以来业绩波动较大，主要由于费用支出较高。当前估值已经反映市场乐观预期，能否进一步超预期仍需考察。更重要的是，我们希望看到公司的现金流与盈利同步改善，才能证明经营真正改善。
- ▶ **价值洼地，估值与盈利具有双重提升空间：鲁泰 A，雅戈尔，华孚色纺。**2010 年由于成本飙升，人民币大幅升值等负面因素，出口制造型企业股价表现较弱。但龙头企业经营稳健，业绩增长强劲。鲁泰 A 等公司估值已达历史底部，回归平均估值水平即有 50% 以上空间。根据历史经验，纺织出口型企业上涨行情通常落后品牌服装企业 6~12 个月，2011 年全球经济复苏有望拉动出口型企业新一轮上涨。价值投资者可提前布局，等待盈利与估值双提升。
- ▶ **产能扩张拉动增长：华斯股份，嘉麟杰，泰亚股份。**这三个公司均为 2010 年上市的新股，均为上游制造型企业。当前估值偏高，建议投资者等待回调。

我们建议以盈利确定性高，估值相对合理（第一类）作为基础配置，风险偏好者适当参与高增速（第二类）与业绩反转（第三类）的交易性机会，价值投资者可布局估值与盈利双提升（第四类）板块。需要提示的是，一些公司的高估值已然透支了明年甚至后年的成长性，一旦业绩不达预期，估值与盈利预测双下调将会带来投资风险，警惕高估值个股，尤其是上市时间较短的新股及次新股的下滑风险。

港股方面，行业估值普遍偏低，价值型投资仍为主导。精选子行业是关键核心，好行业中经营良好业绩稳固的公司具备持续上升动力。

- ▶ 男装是主推板块，由于其处于行业发展第一阶段，市场很大，份额分散，具有一定品牌知名度和渠道优势的公司有望持续快速发展。我们首推**中国利郎**，因其中高档商务休闲定位精准，品牌形象优，同店增长快（不慢于 15%），分销渠道网络扩展性强（已有 2800 家，每年再开 200~300 家），未来三年利润可持续增长 30% 以上。
- ▶ 女鞋行业首推**百丽**，因其是行业第三阶段中的已胜出者，多品牌经营卓有成效，市场份额较大，品牌知名度美誉度高，尽管门店总数已经较大（女鞋业务超过 7000 家），但单品牌门店数较低（不超过 2000 家），开店动力十足，且同店增长仍能保持高双位数水平，经营杠杆提升显著。预计未来三年业绩增长保持 25% 左右水平。
- ▶ 运动板块仍建议短期回避。行业处于第二发展阶段，品牌过度竞争，市场集中度较高，行业前十名公司资金实力雄厚，经营规模都较大，正面竞争，都难以获得远超行业平均增速。近期多个品牌处于渠道整合及品牌重塑/个新阶段，市场格局很不稳定，品牌同店增长及订单增速劣于其他子行业。建议短期回避，待行业格局明朗后再作抉择。

图表4：市盈率和业绩增速比较



资料来源：中金公司研究部，彭博资讯

图表 5：A 股主题梳理和估值

分类	公司	评级	新股/ 次新股	总市值 (百万元)	每股收益		净利润增速		市盈率		上市以来平均 动态市盈率	2010年 涨幅(%)	公司关注要点
					2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E			
业绩平稳增长，估值平移带来确定性收益	罗莱家纺	审慎推荐	次	9,994	1.49	2.10	45%	41%	47.8	33.9	29.0	78.1	1) 业内规模最大，当前行业领头羊。 2) 多品牌运作全面推进各销售渠道。 3) 华东地区优势明显，长三角一带享有盛誉。
	富安娜	审慎推荐	次	5,028	0.87	1.18	35%	36%	43.2	31.7	34.6	29.8	1) 产品风格鲜明，多品牌覆盖多层次消费人群。 2) 直营占比较高，有效控制终端门店。 3) 珠三角市场优势较为明显，受外部经济影响显著。
	梦洁家纺	推荐	新	3,875	1.00	1.43	56%	43%	40.8	28.6	30.3	25.1	1) 多品牌细分产品线清晰运作。 2) 百货商场渠道优势较为明显。 3) 积极开店，加速增长。
	七匹狼	推荐		9,245	0.98	1.32	36%	35%	33.4	24.7	23.3	46.4	1) 品牌建设成效显著。 2) 强大的商品企划与研发能力。 3) 直营与加盟相结合，销售渠道快速扩张。
	报喜鸟	审慎推荐		8,959	0.86	1.12	37%	30%	35.5	27.2	23.6	41.0	1) 市场定位准确，经营管理水平上乘，激励到位。 2) 营销网络覆盖全国，渗透二、三线城市。 3) 多品牌经营深入挖掘市场需求。
	希努尔	无评级	新	5,580	0.75	0.97	35%	30%	37.2	28.6	29.2	3.8	1) 西装行业龙头，位居国内男装上市公司第二。 2) 毛利率高，渠道运营有效。 3) 扩大营销网络，提升品牌形象。
超高增长（超过50%）	探路者	无评级	次	4,691	0.39	0.57	18%	48%	90.4	61.0	42.8	60.2	1) 中国本土第一户外运动品牌。 2) 门店基数较小扩张迅猛，店效仍有较大提升空间。 3) 加大品牌形象塑造与产品研发力度，成效显著。
	搜于特	无评级	新	7,440	1.01	1.81	50%	78%	92.0	51.5	50.8	21.7	1) 迅速崛起的青春休闲服饰品牌。 2) 专注三四级市场，产品物美价廉。 3) 渠道拓展潜力大，同时具备较强终端控制能力。
经营改善，业绩反转	美邦服饰	无评级		32,522	0.78	1.20	30%	54%	41.5	27.0	28.4	50.4	1) 品牌战略清晰，MB、MC、邦购三大品牌共同拓展。 2) 供应链体系灵活，平价服装更能抵御通胀。
	星期六	推荐	次	5,255	0.37	0.50	-10%	37%	51.2	37.4	42.0	3.8	1) 国内女鞋行业前三名。 2) 未来两年快速扩张将带来爆发式增长。 3) 规模效益增强经营利润率进入提升期。
价值洼地，估值与盈利具有双重提升空间	鲁泰A	审慎推荐		8,429	0.77	0.97	35%	26%	12.1	9.6	15.8	-20.1	1) 全球领先的高档色织布及衬衫生产厂商。 2) 产品结构提升可进一步提高利润率水平。
	雅戈尔	推荐		25,094	0.86	0.99	-41%	16%	13.1	11.3	13.5	-21.7	1) 股价大幅低于NAV。 2) 纺织服装业务势头良好，多品牌战略初见成效。 3) 房地产业务保持良好运转。
	华孚色纺	无评级	次	8,180	1.45	2.04	111%	41%	20.3	14.5	14.3	59.4	1) 色纺纱行业龙头，规模、技术、产品优势明显。 2) 布局中西部战略，降低生产成本。
产能扩张拉动增长	华斯股份	无评级	新	3,416	0.45	0.59	37%	31%	66.9	51.1	53.4	42.2	1) 国内裘皮行业规模最大的加工型企业。 2) 经营模式具有稀缺性和不可复制性。 3) 产品结构调整拉动利润提升。
	嘉麟杰	无评级	新	3,222	0.31	0.42	53%	34%	49.3	36.8	35.3	36.7	1) 多家全球知名户外运动品牌的指定供应商，精细化管理难以复制。 2) 自主品牌KROCEUS稳步展开。
	泰亚股份	无评级	新	2,336	0.44	0.58	15%	31%	60.2	45.8	43.3	33.9	1) 福建泉州规模最大、研发能力最强的鞋底生产商。 2) 鞋底制造业具有一定技术壁垒。 3) 与其他客户扩展合作空间较大。

资料来源：中金公司研究部，万得资讯

图表 6：港股估值表

子行业分类	代码	公司	股价 本地货币	总市值 百万美元	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG		
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E		2012E	
服装纺织																		
男装	1234.HK	利郎	10.80	1,668	425	40%	558	31%	733	31%	0.41	0.57	0.74	26.3	19.0	14.5	31.4%	0.61
	891.HK	利邦	7.93	1,621	278	55%	362	30%	478	32%	0.20	0.28	0.37	38.9	28.5	21.6	31.0%	0.92
	238.HK	长兴国际	5.26	664	151	44%	216	43%	278	28%	0.18	0.27	0.34	29.4	19.6	15.3	35.6%	0.55
鞋类	1880.HK	百丽	13.96	15,144	3,304	30%	4,108	24%	4,941	20%	0.46	0.59	0.71	30.6	23.5	19.5	22.3%	1.05
	210.HK	达芙妮	7.96	1,677	704	22%	880	25%	1,134	29%	0.43	0.54	0.84	18.5	14.8	9.4	27.0%	0.55
	1386.HK	盛进集团	1.49	119	4	37%	4	0%	n.a.	n.a.	0.01	0.01	n.a.	232.1	232.1	n.a.	n.a.	n.a.
	738.HK	利信达集团	4.15	341	167	36%	206	23%	271	31%	0.26	0.32	0.42	15.9	12.9	9.8	27.3%	0.47
	1836.HK	九兴控股	15.44	1,578	887	12%	1,043	18%	1,271	22%	1.12	1.31	1.95	13.8	11.8	7.9	19.7%	0.60
运动	2331.HK	李宁	16.64	2,253	1,113	18%	1,168	5%	1,361	17%	1.23	1.36	1.58	13.5	12.3	10.5	10.5%	1.17
	3818.HK	中国动向	3.44	2,507	1,630	12%	1,823	12%	2,047	12%	0.33	0.39	0.44	10.3	8.8	7.8	12.1%	0.73
	2020.HK	安踏	13.28	4,260	1,510	21%	1,819	21%	2,268	25%	0.70	0.89	1.11	18.9	14.9	12.0	22.6%	0.66
	1368.HK	特步	5.52	1,545	768	19%	933	21%	1,113	19%	0.41	0.52	0.62	13.4	10.6	8.9	20.3%	0.52
	1361.HK	361度	5.57	1,482	1,044	14%	1,251	20%	1,563	25%	0.59	0.74	0.92	9.5	7.6	6.0	22.3%	0.34
	1968.HK	匹克	5.22	1,408	798	27%	997	25%	1,218	22%	0.44	0.58	0.71	11.8	9.0	7.4	23.5%	0.38
	3813.HK	宝胜国际	1.25	690	252	878%	417	66%	536	28%	0.06	0.10	0.15	21.3	12.9	8.2	45.9%	0.28
	330.HK	思捷环球	38.10	6,319	4,226	-11%	3,637	-14%	3,903	7%	3.28	2.82	3.70	11.6	13.5	10.3	-3.9%	-3.47
羽绒服	3998.HK	波司登	3.29	3,289	1,416	31%	1,699	20%	2,061	21%	0.21	0.27	0.32	15.5	12.3	10.2	20.7%	0.60
纺织	2698.HK	魏桥纺织	7.79	1,197	1,136	27%	1,314	16%	1,507	15%	1.11	1.34	1.54	7.0	5.8	5.1	15.2%	0.38
	2313.HK	申洲国际	9.07	1,452	1,437	15%	1,599	11%	1,814	13%	1.34	1.57	1.78	6.8	5.8	5.1	12.4%	0.47
	321.HK	德永佳	9.63	1,674	1,118	11%	1,314	18%	1,526	16%	0.83	0.97	1.38	11.6	9.9	7.0	16.8%	0.59
	551.HK	裕元集团	27.70	5,875	3,687	2%	4,225	15%	4,588	9%	2.24	2.56	3.39	12.4	10.8	8.2	11.5%	0.94

资料来源：中金公司研究部，彭博资讯

行业中长期向好，品牌鞋服可抵御成本压力，量价齐升

消费者有钱了买什么？品牌鞋服是消费升级重要目标

服装服饰是展示一个人品味的最佳途径之一，随着消费者收入水平的提高，其投入服装服饰的消费比重也越来越高，2009 年度中金公司消费者调查问卷结果显示，对于年收入 5 万以下及 20 万以上的家庭，服装服饰的消费是其首要考虑提高的消费。麦肯锡公司的研究结果也印证了我们的结论：越是富裕的家庭其用于服装服饰的消费占比越高，在中国最富裕的家庭里，服装服饰甚至成为日常消费的第一支出，占比超过 30%。

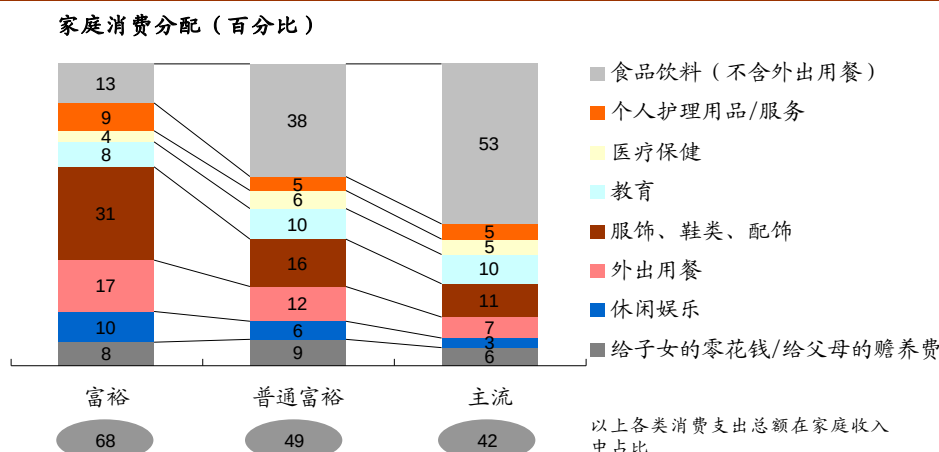
“十二五”规划着力扩大消费，提高国民收入，民生消费大发展已是大势所趋。可以预见，“十二五”期间越来越多的家庭会以更快的速度跨入富裕家庭的行列，品牌服装无疑将成为消费升级重要目标。

图表 7：中金消费者调查问卷：计划加大哪些方面的开支？

分类	买房	买车	买家电	服装、首饰、化妆品、手表	食品	外出就餐
家庭年收入						
5 万以下	25.5%	12.2%	9.8%	17.8%	17.1%	10.1%
5 万~10 万	24.7%	21.3%	10.1%	17.4%	14.0%	12.4%
10~20 万	30.5%	25.7%	9.5%	22.9%	16.2%	12.4%
20~30 万	27.1%	16.9%	10.2%	30.5%	10.2%	18.6%
30~50 万	41.2%	25.5%	15.7%	33.3%	9.8%	17.6%
50 万以上	32.1%	23.2%	10.7%	23.2%	10.7%	21.4%

资料来源：中金公司研究部

图表 8：麦肯锡解读中国：富裕人群对服饰鞋类的消费比重更高



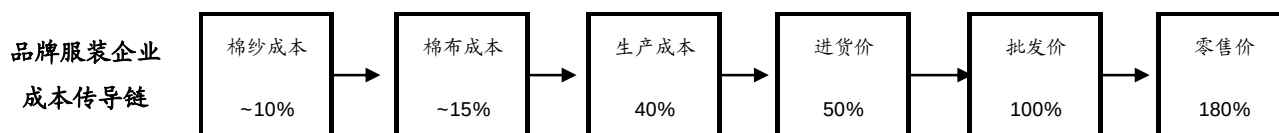
资料来源：麦肯锡研究报告，中金公司研究部

CPI 波动无碍品牌保持良好利润率，行业链具有成本转嫁能力

我们认为品牌服装可有效控制成本，通过调整产品结构及原材料构成，并适当涨价向下游传导成本压力。

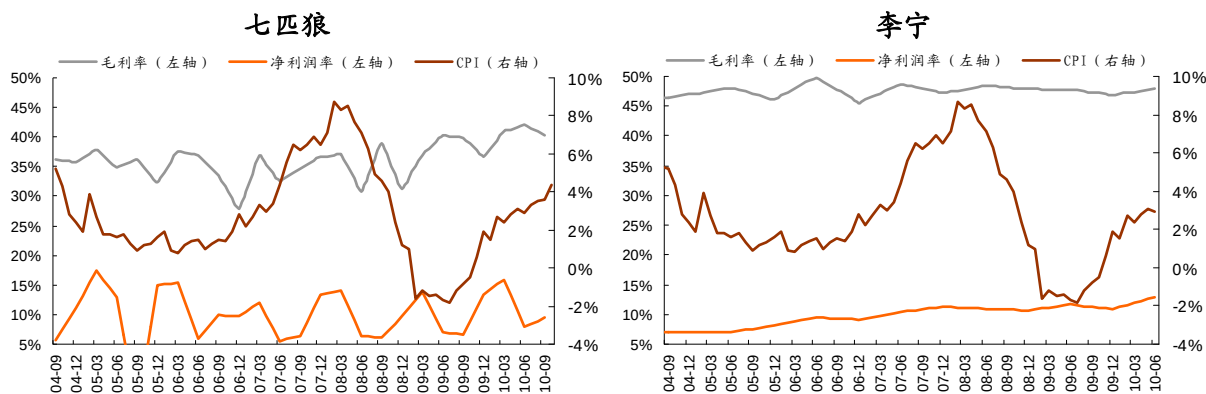
1. 如图 9 所示，中档品牌服装成本构成中，棉纱成本约占批发价格的 10%，占比零售价格仅 5% 左右。因此品牌很容易将原材料价格上涨转嫁给下游消费者。
2. 历史数据表明，品牌利润率对 CPI 变动并不敏感。如图 10 所示，尽管 CPI 在过去几年里大幅波动，品牌服装可很好地保持利润率稳中有升。品牌提升带来的毛利率改善及经营杠杆加强可抵消人工成本上涨带来的销售管理费用率上升。
3. 我们预计明年上半年品牌服装价格涨幅约为 5~15%。适当的价格上涨不会对销量造成显著影响。事实上，品牌服装销售近两年来一直保持量价齐升的良好态势。如图 11 所示，我国百强零售企业服装销售均价增速近两年来保持在 10% 左右水平，主要受益于居民收入上涨及消费升级。中长期趋势不改，我们看好品牌服装行业量价齐升。

图表 9：品牌服装成本传导



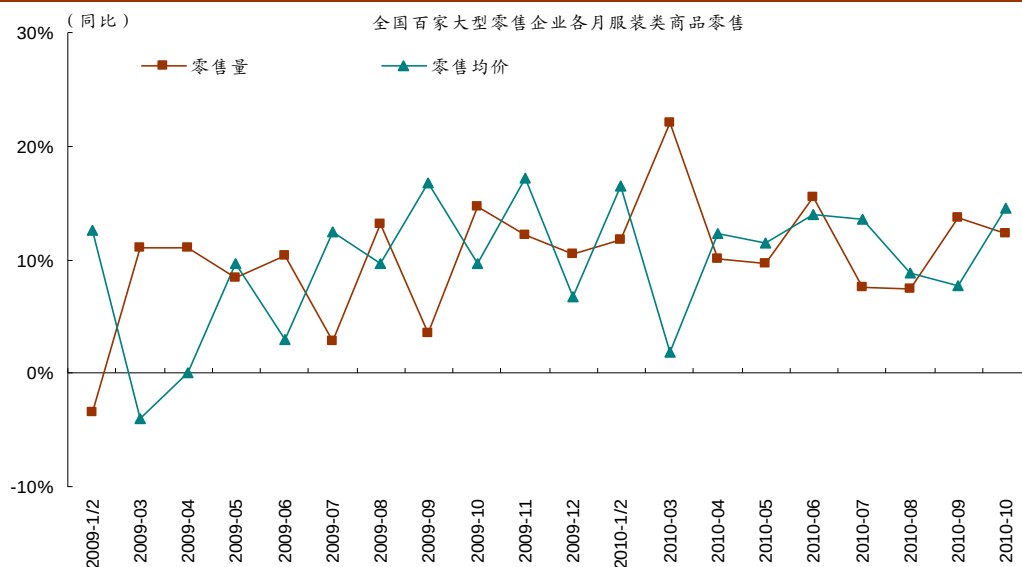
资料来源：中金公司研究部

图表 10：CPI 和品牌服装企业盈利能力趋势比较



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 11：百强零售企业服装零售同比增长



资料来源：中华全国商业信息中心，中金公司研究部

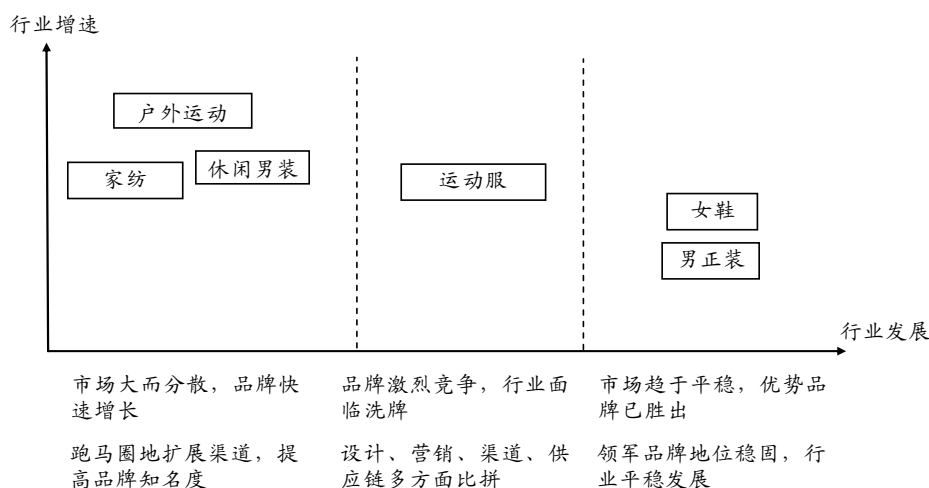
子行业优选排序

我们的推荐顺序：第一阶段>第三阶段>第二阶段

我们按照三阶段发展模型对服装子行业进行划分，家纺、户外、休闲男装处于第一阶段，运动处于第二阶段，女鞋、男正装处于第三阶段。我们最看好第一阶段，其次第三阶段，建议回避第二阶段。

- 品牌家纺、户外装备成为消费新热点，是中长线持续看好的品种。家纺行业增长快，品牌规模基数低，罗莱、富安娜、梦洁、探路者未来三年可保持 40% 以上业绩增速，业绩超预期和估值平移可望带来高收益。户外装备以每年 40% 复合增速增长，上市公司只有探路者一家，是细分行业中的小基数，快增长的代表性公司。
- 男装市场容量很大，品牌份额较为分散，发展潜力巨大。正装和休闲风格融合趋势明显。中档休闲男装品牌七匹狼、报喜鸟性价比高，渠道渗透有一定基础，可保持 30% 以上业绩增速，估值相对较低，防御性强，股价随估值平移可带来较稳定收益。
- 女鞋行业领先公司已经胜出，行业竞争格局稳定，有序发展。百丽作为行业龙头一支独秀，星期六是唯一一家 A 股女鞋上市公司，在业内排名较为领先，具备较强实力。百丽和星期六在 2010 年都保持快速开店与双位数同店增长，经营杠杆增强可拉动利润率进一步提升。
- 运动行业市场过度竞争，门店过多争相打折，各大品牌难以获得显著超出行业平均的增长。李宁、动向等公司均已出现同店增长减慢，订单放缓的迹象。行业未来将出现整合，在此期间很多品牌将经历痛苦的调整期。建议投资者回避板块。

图表 12：服装子行业发展三阶段



资料来源：中金公司研究部

图表 13：子行业对比

子行业	品牌消费占比	前3大市场份额	行业发展路径		行业竞争程度	市场规模(亿元)	未来3年需求CAGR	相关上市公司
			平均毛利率	平均净利率				
休闲男装	20~30%	10%	40%	10~20%	中	1000~1500	15-18%	七匹狼、利郎、美邦
男正装	>65%	25%	50%	20%	低	~1000	8~10%	雅戈尔、报喜鸟
女鞋	>40%	15~20%	50~60%	10~20%	低	~1000	15%	百丽、星期六、达芙妮
家纺	10~20%	5%	40%	10~15%	低	~600	15%	罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺
户外运动	>60%	30%	50%	~10%	中	~80	>30%	探路者、嘉麟杰(面料生产)
运动	80%	35%	40~50%	10~20%	高	~1000	15%	李宁、动向、安踏

资料来源：公司数据，中金公司研究部

男装：市场大而分散，正装与休闲融合趋势明显

男装市场总量约为三千亿元，正装格局稳定，休闲装快速成长，两者融合趋势明显，市场竞争弱于运动，各品牌仍处于跑马圈地快速增长阶段。门店数量有 1-2 倍的提升空间。

中档定位的男装品牌性价比高，内生增长和门店扩张都较快。这类服装多定位于公务员，教师，白领等消费人群，单价千元左右，具有一定设计感，质量较好。传统的浙江正装品牌如雅戈尔、报喜鸟，以及近十年涌现出的闽系商务休闲男装品牌七匹狼，利郎等，都是国内中档男装的代表。

国内男装品牌运营商多以批发经营模式为主，轻资产经营，利润率高（毛利率高于 3%，净利率高于 10%），资金周转较快。

我们精选定位精准，渠道下沉，业绩平稳增长，运营效率高的公司：A 股重点推荐七匹狼、雅戈尔，报喜鸟，港股重点推荐利郎。

港股中，我们首推中国利郎的主要依据是：

1. 市场份额大。利郎是中国规模最大知名度最高的男装品牌之一，2009 年收入超过 15 亿元，是利邦的 6 倍。
2. 增长快。2009 年利郎收入增速 37%，快于同业所有其他上市公司。我们估计未来三年公司可保持 30%以上收入增速。
3. 存货周转快。利郎的存货周转天数只有 58 天，远快于其他竞争对手。批发与零售经营模式差异是导致这一差别的部分原因，而部分品牌存货周转达到 1 年以上，可能存在严重的库存问题。利郎存货天数正常，而高双位数同店增长和订单强劲增长显示分销渠道库存健康。
4. 毛利率存在改善空间。利郎目前中档定位，毛利率低于其他上市公司。随着品牌提升与产品结构改善，毛利率有望逐渐提高。公司目标是 2012 年达到 40%水平。

图表 14：男装上市公司比较

	利郎	利邦	长兴	七匹狼	雅戈尔	报喜鸟	希努尔
品牌定位	中端	奢侈品	中高端	中端	中高端	中高端	中低端
运营模式	品牌运营商	分销商/ 品牌运营商	品牌运营商	品牌运营商	服装制造/ 品牌运营商	品牌运营商	品牌运营商
销售模式	批发	零售	零售&批发	零售&批发	零售&批发	零售&批发	零售&批发
门店数量	2,561	392	259	3,249	1,922	748	577
净增加	70	10	17	480	114	66	30
销售收入（百万人民币）	1,560	1,449	409	1,987	2,576	1,092	850
同比增长	37%	8%	20%	20%	19%	16%	-4%
净利润（百万人民币）	303	158	105	204	536	185	111
应收账款周转天数	66	39	62	40	-	41	136
应付账款周转天数	72	45	65	81	-	90	30
存货周转天数	58	388	251	105	-	203	178
毛利率	35.3%	73.6%	60.6%	37.5%	-	50.1%	37.4%
净利率	19.4%	10.9%	25.7%	10.3%	-	16.9%	13.1%

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

图表 15：与运动服装相比，男装市场规模更大而行业集中度较低

男士正装休闲化	零售门店	销售收入（百万元）	市场份额	运动装	零售门店	销售收入（百万元）	市场份额
利郎	2,561	1,560	3.4%	耐克	~ 5000	>8000	12.7%
七匹狼	3,249	1,987	3.4%	李宁	7,249	8,387	10.4%
柒牌	2,300	n.a.	3.4%	阿迪达斯	~ 5000	>7000	9.0%
劲霸	3,200	n.a.	2.8%	安踏	7,162	5,875	8.0%
九牧王	2,400	n.a.	2.5%	动向	3,511	3,970	4.9%
男士正装	零售门店	销售收入（百万元）	市场份额	特步	6,103	3,545	4.8%
雅戈尔	1,922	2,576	15.0%	361度	6,559	3,447	4.6%
报喜鸟	748	1,092	5.0%	匹克	6,206	3,095	4.2%
杉杉	>1500	1,329	6.0%				
红豆	>600	457	2.0%				

资料来源：公司数据，中金公司研究部

女鞋：领军公司已胜出，增速快于行业平均

女鞋行业公司规模悬殊，行业秩序稳定，百丽多品牌遥遥领先，本土品牌占据主导地位。

中国女鞋市场规模约为一千亿。根据 CIIC 数据显示，2000 年~2008 年女鞋市场前十大品牌分别按销售量和销售额计算的市场份额分别由 30%、35.3% 增加到 42.15%、38.44%，充分说明女鞋市场已出现集中趋势，前十大品牌所占市场份额正在不断扩大。业内前三大公司分别是百丽、达芙妮和星期六，过去 3~5 年间销售增速全都快于行业平均。

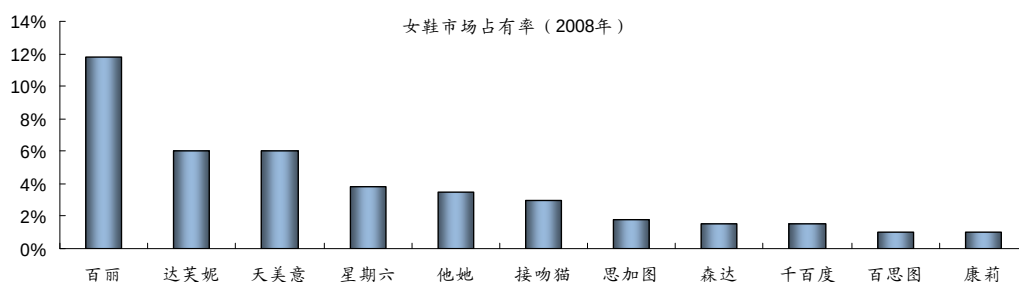
- ▶ 百丽是中国最大的鞋类经销商，在国内市场具有绝对优势。公司拥有百丽、天美意、他她、思加图等十余个女鞋品牌，在全国十大女鞋品牌中占据六席，门店数量近 7000 家，年销售额超百亿。与此同时，公司代理耐克、阿迪达斯等十余个运动休闲品牌，经营近 3000 家门店，年销售额超过 80 亿。
- ▶ 达芙妮位居行业第二，核心品牌达芙妮在国内市场占有率仅次于百丽，同时经营自有品牌 Shoebox，拥有近 400 家门店，年销售额近 60 亿元。
- ▶ 星期六位居行业第三，核心品牌星期六市场份额紧随百丽、达芙妮、天美意之后，2008 年达到 3.8%，同时经营 SAFIYA 等自有品牌，拥有约 1300 家门店，年零售额近 10 亿元。

品牌有序扩张，超大公司仍可保持快速门店扩张和内生增长。业内最大的公司百丽拥有近万家门店，2010 年仍可开出千家门店，女鞋业务同店增长高达 18%，显示出旺盛的增长动力。

品牌运营商利润率较高。女鞋上市公司品牌零售业务毛利率都高达 50%以上，优秀的公司女鞋营业利润率可做到 20%以上。

港股首推百丽，A 股重点关注星期六：中档定位符合消费升级趋势，渠道建设较好。

图表 16：国内品牌女鞋市场占有率



资料来源：中华全国商业信息中心，中金公司研究部

图表 17：女鞋上市公司比较

	百丽	达芙妮	利信达	九兴控股	盈进集团	星期六
品牌定位	中高端	低端	中高端	中高端	中低端	中低端
运营模式	品牌运营商	品牌运营商/ OEM制造商	品牌运营商/ OEM制造商	品牌运营商/ OEM制造商	品牌运营商	品牌运营商
门店数量	9,612	4,225	568	256	790	~1400
净增加	443	583	165	83	52	~100
销售收入 (百万人民币)	19,762	5,135	881	6,886	1,002	880
同比增长	11%	10%	10%	-8%	9%	14%
净利润 (百万人民币)	2,533	347	108	698	3	114
总市值 (百万人民币)	104,652	12,684	2,340	11,031	876	5,288
应收账款周转天数	33	11	45	71	37	92
应付账款周转天数	65	54	119	61	78	171
存货周转天数	161	156	202	50	223	294
毛利率	53.3%	55.0%	60.6%	23.8%	54.4%	60.3%
净利润率	12.8%	6.8%	12.3%	10.1%	0.3%	12.9%

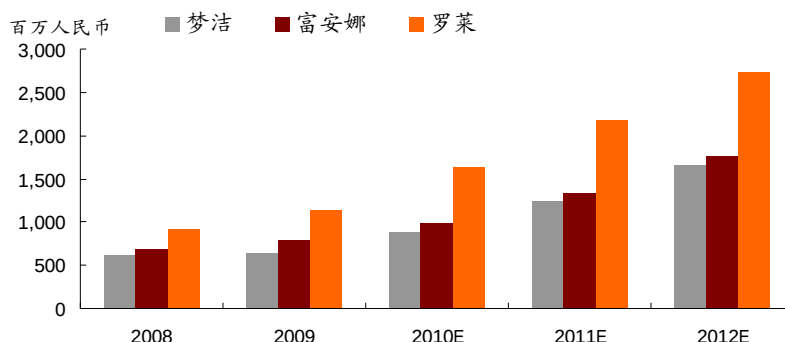
资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

品牌家纺：品牌化消费初期，领先品牌快速增长

我们首推家纺板块，重申板块投资策略：

- 家纺处于品牌化消费初期阶段，行业增速很快，是我们中长线持续看好的品种。行业增长快，品牌规模基数小，经营管理较为成熟。罗莱、富安娜、梦洁均已完成明年春夏季新品订货会，同比增长可达 50%以上（会上定的新品促销品大概占总销售 50%左右）。目前市场预测三家公司明年业绩增长在 40%左右，将来具有超预期的可能。
- 国家明年建设 1000 万套保障性住房计划出台，直接利好家纺行业。家纺是新居消费一部分，按照户均消费 1000 元计算，每 100 万套保障性住房建成可拉动家纺消费需求增长 1.7%。
- 当前估值仍然相对合理，2011 年市盈率约为 28~34 倍，低于 1 倍 PEG。我们看好家纺行业未来 3~5 年快速发展，每年业绩高增长估值平移就可带来很好的确定性收益。

图表 18：家纺公司收入增长比较



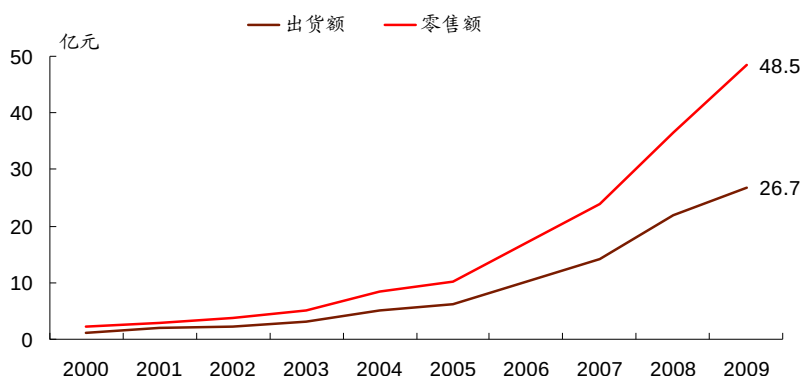
资料来源：公司数据，中金公司研究部

户外装备：爆发式增长，国内市场空间广阔

户外运动行业处于服装行业三阶段发展模型中的第一阶段。尽管细分市场规模较小，不足百亿，但年增长率高达 40% 以上，且未来 3~5 年有望保持。消费习惯的养成是当前推动市场增长的根本动力，符合消费升级大趋势，超越于普通体育用品之后的户外生活消费刚刚起步。

国内户外行业的前三大品牌 Columbia, The North Face, 探路者规模都较小，门店不超过千家，收入规模未达十亿。在行业快速发展的推动下，行业集中度提升，龙头品牌的收入增速可达 50% 以上，实现爆发式增长。

图表 19：户外装备：行业爆发式增长



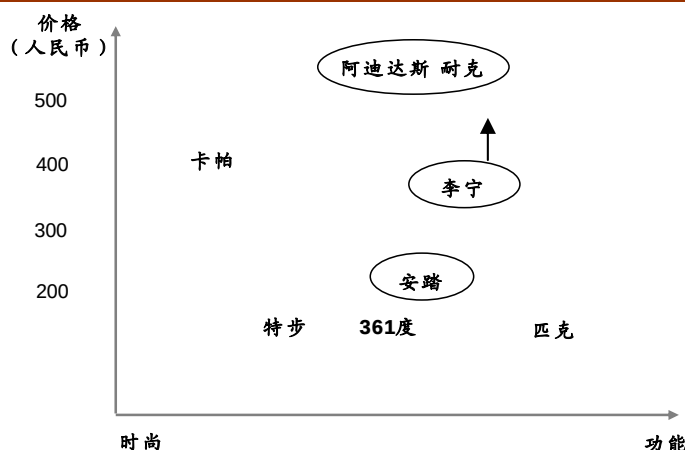
资料来源：中国纺织品商业协会户外用品分会，中金公司研究部

运动：进入品牌竞争阶段

当前中国运动服行业面临激烈竞争。越来越多的品牌公司在香港上市，募集大量资金。这些公司的营销拓展战略十分激进。尽管它们大多已经开设超过 6,000 多家门店，很多国内品牌计划继续保持每年开 800~1,000 家店。门店的供过于求和激烈的竞争会推高零售折扣、压低每家门店的零售额。一些品牌零售门店利润很薄，不利于未来发展。

自 2008 年奥运会之后，国内运动行业开始显示增长乏力。2009 年国际品牌率先曝光库存问题，采取折扣促销等多种形式清理库存，终端门店整合。2010 年以来，一些国内品牌如李宁、中国动向相继报出库存及销售渠道问题，同店增长较慢，订单大幅低于预期。运动行业门店过度供应激烈竞争问题显著影响品牌经营表现。我们预期这一状况至少还要持续 1~2 年，在此期间市场激烈竞争整合调整仍将继续，品牌难以获得高增长高估值，建议投资者短期回避。

图表 20：各运动品牌的定位



资料来源：中金公司研究部

青少年休闲服：类似快速消费品的发展模式

青少年休闲服消费与其他服装类别有所不同，更类似于快速消费品模式，以量取胜。消费者的关注度通常集中于三点：时尚度，质量及价格。行业内成功两极分别是：1）时尚度高，如 Zara；2）经典平价，如 Uniqlo。无论快时尚，还是经典款，重要的是以高性价比，渠道渗透吸引广泛消费者重复购买。当前许多国际休闲品牌已经进入中国，在一二线城市密集渗透，本土休闲品牌多走平价策略，伴随渠道下沉吸引大众消费者。

我国休闲服装市场总量水平约为 5000 亿元，占服装总消费 40%以上，是运动市场的 5 倍。根据 Euromonitor 统计，2001~2008 年，我国休闲服市场零售额复合增长率达到 15.6%，高于服装市场 14.3%的整体增长速度。

国际对比显示，我国休闲装有很大增长空间：1）消费比例仍然偏低。在中国，休闲服只占到男士服装销量的 30%，女士服装销量的 45%，而在欧美休闲装消费占到服装消费总量的 60%以上，在日韩休闲服销量也稳占服装市场 45%以上。2）市场集中度低。我国最大的休闲服品牌市场分额不足 2%，在欧美及韩国，优秀的休闲服公司市场分额可以达到 5%，甚至 10%以上。3）门店数量尚低。中国最大的休闲品牌门店数量不足 4000 家，远未达饱和水平。休闲装市场容量大于运动装，现在运动品牌李宁在国内已经拥有近 8000 家门店，那么休闲装应该拥有更大的发展空间。

A 股美邦服饰和搜于特均为国内中低端休闲服品牌，定位于 18~30 岁年轻顾客群，渠道下沉至二三线及三线以下城市，可受益于中低收入阶层收入提升，开店空间广阔。市场预计两家公司明年利润增长 50%以上，有望成为全行业业绩增速最快的公司。但搜于特上市时间很短且规模尚小，美邦近两年业绩波动很大，高增长预期具有一定不确定性。

图表 21：国外主要品牌服装公司市场份额

公司	主要品牌	国家	市场份额（2008年）
Gap Inc	Gap, Old Navy	美国	4.1%
Indiex SA	Zara	西班牙	18.1%
C&A Mode KG	Victoria's Secret	德国	9.5%
Hennes & Mauritz (H&M) AB	H&M	德国	4.6%
E Land World Co Ltd	E-Land	韩国	4.4%
Fast retailing	Uniqlo	日本	5.9%

资料来源：Euromonitor，公司数据，中金公司研究部

本土品牌主要走大众品牌路线，高性价比和市场渗透是关键

“十二五”将是民生消费大发展的五年，物美价廉的大众品牌将迎来发展良机

我们将品牌划分为梦想品牌与大众品牌，而本土品牌大多走大众品牌路线，满足日常生活需求与消费功能，提供品质保障。高性价比与渠道渗透是关键。

“十二五”政策重点之一是改善大众民生，包括上调工资水平、大力推动城市化进程和新农村建设、户籍、税收体制改革等。普通民众收入水平的提高将转化成为对于定位中低档、且物美价廉的大众品牌的广泛购买力，我们看好具有品牌和渠道优势的大众消费品牌。

图表 22：梦想品牌 vs 大众品牌

	概念	功能	核心竞争力
梦想品牌	■ 高档或奢侈品 ■ 国际化 ■ 品牌溢价	品味及阶层归属	■ 保持品牌溢价和国际视野 ■ 站在时尚或科技的前沿
大众品牌	■ 中低档定位 ■ 本土化 ■ 品质保障	■ 日常生活需求、频繁消费 ■ 中国地域广阔、城市众多，树立品牌有利于产品销售渠道的建设和规模效益的提升	■ 高性价比（最实惠的质量和价格组合） ■ 容易被买到（开店和市场渗透）

资料来源：中金公司研究部

渠道下沉，三四线城市成为品牌重要抢占点

- 家纺与户外品牌门店数较少，仍集中于一二线城市，渠道下沉空间较大。
- 男装上市公司普遍已下沉至二三线城市，但门店数量仍然较少，区域性经营特征仍然显著。
- 女鞋上市公司采取差异化经营模式，百丽、星期六主要依靠百货渠道占领一二线城市；达芙妮采取街边店模式渗透低层级市场。
- 运动服上市公司已充分渗透全国各地一二三线城市，很多品牌街边店比重超过 70%

图表 23：渠道渗透

		销售收入 (百万元)	门店数量	加盟店比例	门店数量占比	
					一二线	三线及以下城市
家纺	罗莱家纺	1,145	1723	87%	70~80%	20~30%
	富安娜	792	1188	73%	70~80%	20~30%
	梦洁家纺	631	1662	85%	60~80%	20~40%
户外	探路者	294	481	89%	80%	20%
	七匹狼	1,987	3249	93%	30~40%	60~70%
	利郎	1,560	2561	100%	30~40%	60~70%
男装	长兴	409	259	69%	80%	20%
	雅戈尔	2,576	1922	23%	50%以上	50%以下
	报喜鸟	1,092	748	>80%	30~40%	60~70%
女鞋	希努尔	850	577	97%	5~10%	90~95%
	百丽	19,762	9612	10~20%	60%	40%
	达芙妮	5,135	4225	22%	30%	70%
运动	星期六	880	~1400	36%	80%	20%
	李宁	8,387	7249	94.6%	24%	76%
	中国动向	3,970	3511	100%	40~50%	50~60%
	安踏	5,875	7162	100%	20~30%	70~80%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

租金等成本上涨，平销较高、渠道扁平的品牌竞争力强

在租金和人工成本上涨的环境下，单店收入与同店增长尤为重要，直接关系到终端门店的盈利状况。而渠道扁平度则决定了品牌对终端销售的控制能力。

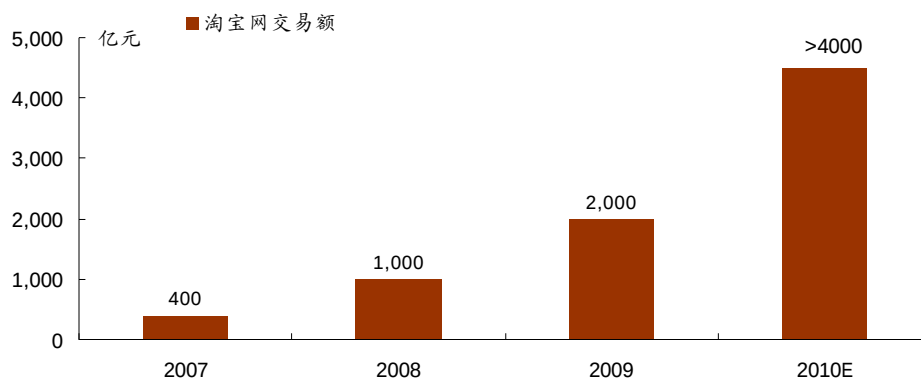
- 家纺与户外品牌店效较低，但同店增长很快，终端盈利能力改善，目前以经销商开加盟店为主，有望经历一轮快速渠道扩张。
- 男装品牌店效较高，同店增长较好，能有效抵御成本上涨，经销商开店动力较强，有望保持健康增长。
- 女鞋品牌渠道扁平度高，直营为主，对终端具有强大控制和快速反应。店效和同店增长差距较为明显，显示出第三阶段不同公司能力差异较大。
- 运动品牌平销较高，但同店增长接近于零，终端利润受压，市场趋于饱和。预计未来开店速度将显著放慢。

品牌鞋服登陆网销渠道，中长期有望成为新的增长点

随着互联网的普及应用和物流行业的飞速发展，网上购物以其商品价格低廉，消费便利吸引了大批中低端消费者，已经逐渐成为消费购物的重要方式。自 2007 年以来，淘宝网交易额每年翻番，预计 2010 年将超过 4000 亿人民币，网上购物甚至已经成为部分都市年轻人的主要消费方式。

调查显示，在网络渗透率达 75% 的韩国，网购人数达到 2400 万人，占网民 70%，网上购物占社会总体零售额的比例达到 12%，为韩国第二大商品流通渠道。而在中国，这一比例不足 5%。但是这一比例势必继续提升，线上将成为消费的重要渠道。

图表 24：淘宝网交易额增长



资料来源：公司数据，中金公司研究部

网上购物的兴起已经引起了众多品牌的关注，目前多个服装及家纺品牌均已开始试水网络销售渠道（见下表），通过自建或与淘宝等购物网站的合作拓展自有品牌的网络销售渠道。随着消费者购物方式的转变，网络将会成为品牌分销的重要渠道。在网销渠道掌握优势的品牌有望在线上发展第二个增长点。

图表 25：品牌试水网销

已涉足网上销售	专门建立网购品牌或子产品线
七匹狼、李宁、中国动向、安踏、百丽、星期六等	罗莱（LOVO） 富安娜（馨而乐） 美邦（AMPM）

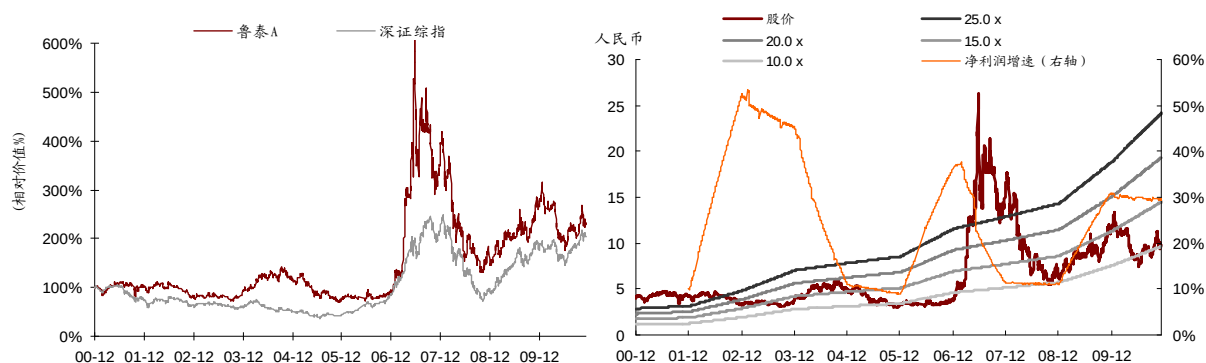
资料来源：公司数据，中金公司研究部

纺织龙头仍处价值洼地，业绩增长、估值修复有望实现双提升

2010 年由于成本飙升，人民币大幅升值等负面因素，出口制造型企业股价表现较弱。但龙头企业经营稳健，业绩增长强劲。鲁泰 A 等公司业绩增长 30% 以上，不逊于品牌服装企业，而其估值已达历史底部，回归平均估值水平即有 50% 以上空间。

根据历史经验，纺织出口型企业上涨行情通常落后品牌服装企业 6~12 个月，上一轮行情出现在 2007 年品牌公司大涨之后，伴随着出口强劲，鲁泰等公司经历了一轮强劲上涨。目前同样是品牌与制造业公司估值巨大差异，而 2011 年全球经济复苏拉动出口，上游公司有望迎来新一轮上涨。价值投资者可提前布局，等待盈利与估值双提升。

图表 26：鲁泰相对大盘表现及历史 PE



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 27：低估值，平稳增长的纺织龙头企业列表

公司	过去三年净利润复合增速	2010净利润增速	2011净利润增速	2011市盈率
鲁泰	11%	35%	26%	9.6
华孚色纺	n.a.	111%	47%	14.5
伟星	22%	40%	26%	17.8

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 28：可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润(百万美元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底	PEG
			本地货币	百万美元	2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	净利润CAGR	
服装纺织																		
男装	1234.HK	利邦	10.80	1,668	425	40%	558	31%	733	31%	0.41	0.57	0.74	26.3	19.0	14.5	31.4%	0.61
	891.HK	利邦	7.93	1,621	278	55%	362	30%	478	32%	0.20	0.28	0.37	38.9	28.5	21.6	31.0%	0.92
	238.HK	长兴国际	5.26	664	151	44%	216	43%	278	28%	0.18	0.27	0.34	29.4	19.6	15.3	35.6%	0.55
	002029.CH	七匹狼	32.68	1,394	277	36%	374	35%	507	35%	0.98	1.32	1.79	33.4	24.7	18.2	35.3%	0.70
	600177.CH	雅戈尔	11.27	3,785	1,914	-41%	2,215	16%	2,696	22%	0.86	0.99	1.21	13.1	11.3	9.3	18.7%	0.61
	600177.CH	雅戈尔(经营性)	11.27	3,785	1,914	17%	2,215	16%	2,696	22%	0.86	0.99	1.21	13.1	11.3	9.3	18.7%	0.61
	002154.CH	报喜鸟	30.50	1,351	253	37%	329	30%	428	30%	0.86	1.12	1.46	35.5	27.2	20.9	30.1%	0.90
	002485.CH	希努尔	27.90	842	150	35%	195	30%	279	43%	0.75	0.97	1.40	37.2	28.6	20.0	36.4%	0.79
鞋类	1880.HK	百丽	13.96	15,144	3,304	30%	4,108	24%	4,941	20%	0.46	0.59	0.71	30.6	23.5	19.5	22.3%	1.05
	210.HK	达芙妮	7.96	1,677	704	22%	880	25%	1,134	29%	0.43	0.54	0.84	18.5	14.8	9.4	27.0%	0.55
	1386.HK	盛通集团	1.49	119	4	37%	4	0%	n.a.	n.a.	0.01	0.01	n.a.	232.1	232.1	n.a.	n.a.	n.a.
	738.HK	利信达集团	4.15	341	167	36%	206	23%	271	31%	0.26	0.32	0.42	15.9	12.9	9.8	27.3%	0.47
	1836.HK	九兴控股	15.44	1,578	887	12%	1,043	18%	1,271	22%	1.12	1.31	1.95	13.8	11.8	7.9	19.7%	0.60
	002291.CH	星期六	18.80	793	103	-10%	140	37%	188	34%	0.37	0.50	0.67	51.2	37.4	28.0	35.2%	1.06
	2331.HK	李宁	16.64	2,253	1,113	18%	1,168	5%	1,361	17%	1.23	1.36	1.58	13.5	12.3	10.5	10.5%	1.17
	3818.HK	中国动向	3.44	2,507	1,630	12%	1,823	12%	2,047	12%	0.33	0.39	0.44	10.3	8.8	7.8	12.1%	0.73
运动	2020.HK	安踏	13.28	4,260	1,510	21%	1,819	21%	2,268	25%	0.70	0.89	1.11	18.9	14.9	12.0	22.6%	0.66
	1368.HK	特步	5.52	1,545	768	19%	933	21%	1,113	19%	0.41	0.52	0.62	13.4	10.6	8.9	20.3%	0.52
	1361.HK	361度	5.57	1,482	1,044	14%	1,251	20%	1,563	25%	0.59	0.74	0.92	9.5	7.6	6.0	22.3%	0.34
	1968.HK	匹克	5.22	1,408	798	27%	997	25%	1,218	22%	0.44	0.58	0.71	11.8	9.0	7.4	23.5%	0.38
	3813.HK	宝胜国际	1.25	690	252	878%	417	66%	536	28%	0.06	0.10	0.15	21.3	12.9	8.2	45.9%	0.28
	NKE.US	耐克	83.76	40,079	2,169	14%	2,408	11%	2,672	11%	6.49	7.56	8.39	12.9	11.1	10.0	11.0%	1.01
	ADS.GY	阿迪达斯	47.87	12,996	566	131%	663	17%	747	13%	3.15	3.86	4.35	15.2	12.4	11.0	14.8%	0.83
	330.HK	思捷环球	38.10	6,319	4,226	-11%	3,637	-14%	3,903	7%	3.28	2.82	3.70	11.6	13.5	10.3	-3.9%	-3.47
	002269.CH	美邦服饰	32.36	4,905	784	30%	1,206	54%	1,563	30%	0.78	1.20	1.55	41.5	27.0	20.8	41.2%	0.65
	002503.CH	搜于特	93.00	1,122	81	50%	144	78%	241	67%	1.01	1.81	3.01	92.0	51.5	30.9	72.6%	0.71
羽绒服	3998.HK	波司登	3.29	3,289	1,416	31%	1,699	20%	2,061	21%	0.21	0.27	0.32	15.5	12.3	10.2	20.7%	0.60
家纺	002293.CH	罗莱家纺	71.20	1,507	209	45%	295	41%	409	39%	1.49	2.10	2.92	47.8	33.9	24.4	39.8%	0.85
	002327.CH	富安娜	37.55	758	117	35%	158	36%	212	34%	0.87	1.18	1.58	43.2	31.7	23.7	34.8%	0.91
	002397.CH	梦洁家纺	41.00	584	95	56%	135	43%	191	42%	1.00	1.43	2.03	40.8	28.6	20.2	42.0%	0.68
纺织	2698.HK	魏桥纺织	7.79	1,197	1,136	27%	1,314	16%	1,507	15%	1.11	1.34	1.54	7.0	5.8	5.1	15.2%	0.38
	2313.HK	申洲国际	9.07	1,452	1,437	15%	1,599	11%	1,814	13%	1.34	1.57	1.78	6.8	5.8	5.1	12.4%	0.47
	321.HK	德永佳	9.63	1,674	1,118	11%	1,314	18%	1,526	16%	0.83	0.97	1.38	11.6	9.9	7.0	16.8%	0.59
	551.HK	裕元集团	27.70	5,875	3,687	2%	4,225	15%	4,588	9%	2.24	2.56	3.39	12.4	10.8	8.2	11.5%	0.94
	000726.CH	鲁泰A	9.36	1,271	767	35%	969	26%	1,172	21%	0.77	0.97	1.18	12.1	9.6	7.9	23.6%	0.41
	601718.CH	际华集团	4.26	2,485	516	14%	628	22%	817	30%	0.13	0.16	0.21	31.9	26.2	20.1	25.9%	1.01
	002042.CH	华孚色纺	29.46	1,234	341	111%	479	41%	657	37%	1.45	2.04	2.79	20.3	14.5	10.5	38.9%	0.37
	002083.CH	孚日股份	9.88	1,399	166	53%	262	58%	345	32%	0.18	0.28	0.37	55.9	35.4	26.9	44.2%	0.80
	002003.CH	伟星股份	26.15	818	242	40%	305	26%	383	25%	1.17	1.47	1.84	22.4	17.8	14.2	25.8%	0.69
户外	300005.CH	探路者	35.01	708	52	18%	77	48%	111	44%	0.39	0.57	0.83	90.4	61.0	42.4	46.1%	1.32
	002486.CH	嘉麟杰	15.49	486	65	53%	88	34%	134	53%	0.31	0.42	0.64	49.3	36.8	24.0	43.2%	0.85
女装	002425.CH	凯撒股份	40.75	658	65	11%	76	17%	115	51%	0.61	0.71	1.07	67.1	57.4	37.9	33.0%	1.74
	589.HK	宝姿	21.55	1,575	538	15%	611	14%	715	17%	1.10	1.31	1.53	19.6	16.4	14.0	15.3%	1.07
裘皮	002494.CH	华斯股份	30.10	515	51	37%	67	31%	96	43%	0.45	0.59	0.84	66.9	51.1	35.7	36.9%	1.39
鞋底	002517.CH	泰亚股份	26.43	352	39	15%	51	31%	69	34%	0.44	0.58	0.77	60.2	45.8	34.1	32.8%	1.40

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED