



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 7 月 19 日

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:
S0080511010016

huangf@cicc.com.cn

持续增长创造价值

2011 半年报预览及下半年展望

2011 半年报预览:

除运动子行业外,服装行业上半年保持较好增长,品牌公司量价齐升,毛利率改善,净利润平均增速可超过 40%。**经营性利润增速超过 40%的有:**富安娜,罗莱,报喜鸟,九牧王,美邦,港股博士蛙;**超过 30%的有:**梦洁,七匹狼,森马,鲁泰 A,港股利郎;港股百丽在高基数下可达到 30%以上的税前利润增长,非常出色。而港股运动李宁、中国动向出现同比下滑,主要受到休闲和时尚品牌替代影响。

我们的二季度推荐非常成功,“1-2-3”重点推荐组合平均涨幅 18.5% (同期大市下跌 6.5%),印证了我们的判断,业绩增长是股票上涨的基础。展望三季度,我们继续看好持续增长公司,建议大家提前布局中报行情。分子行业来看:

- 1) **家纺板块增速最快:**富安娜 (80%), 罗莱 (63%), 梦洁 (38%, 税前利润增长 52%)。收入增长均超过 30%, 利润率改善。行业快速增长,集中度提升趋势显著,三家公司未来两年可保持 40%以上业绩增速。
- 2) **男装增速在 30%以上:**报喜鸟 (53%), 九牧王 (42%), 七匹狼 (37%), 利郎 (32%)。男装整体涨价明显,成本上涨完全转嫁给下游消费者,毛利率显著提升。预计未来两年可保持 30%以上业绩增速。
- 3) **休闲板块增长显著:**美邦 (807%, 收入增长 46%), 森马 (30%) 作为行业领军公司,继续保持高速增长,市场份额进一步扩大,预计未来两年可保持 30%以上业绩增速。
- 4) **女鞋强者愈强:**百丽 (25%, 税前利润增长 31%), 星期六 (5%)。百丽在业内一枝独秀,尽管鞋类销售规模近 200 亿,仍能保持 20%以上同店增长及 20%以上开店速度,管理效率显著强于业内第二第三名竞争对手。
- 5) **婴童行业快速成长:**博士蛙 (50%左右, 收入增长超 50%, 营销费用在上半年集中支付, 下半年利润率将明显提升)。中国的婴童用品行业实现了 20-25%的快速增长,领先企业的渠道拓展和品牌提升持续推进。
- 6) **运动行业面临挑战:**安踏 (20%), 李宁 (-52%), 中国动向 (-73%)。运动行业需求增速放缓,品牌过度竞争,多个品牌面临严重的库存、品牌定位和销售渠道控制等问题,收入和利润率显著下降,短期难以恢复。
- 7) **纺织企业差异大,伴随棉价大幅下跌高价库存压力较大:**鲁泰 A (30%), 申洲 (20%), 魏桥 (5%)。随着二季度棉价暴跌,魏桥等上游企业毛利率下滑,订单萎缩,产品定价出现滞后性下滑,下半年业绩压力较大。

关注要点:

► **各品牌秋冬订货会订单饱满, 2011 平均业绩增长超过 40%有保障。**家纺订单同比增长超 50%, 休闲男装同比增长超过 30%。下半年可保持上半年良好增势,全年品牌服装行业平均可超 40%增长。

► **处于品牌发展不同阶段的子行业分化明显。**处于第一阶段 (品牌化阶段) 的行业 (如家纺、休闲、男装、童装) 业绩较好,发展潜力大;处于第二阶段 (品牌竞争阶段) 的行业 (如运动) 过度竞争,业绩放缓/下降;处于第三阶段 (品牌胜出阶段) 行业中的行业领军者 (如女鞋行业的百丽) 业绩保持稳定增长。

► **需求决定行业增速, 家纺、休闲、男装向好。**国内工资提升带动消费升级,着装细分趋势明显,带动子行业需求快速增长。第一阶段优质公司可快于行业平均增速,未来两年保持 30%以上增长。

估值与建议: 关注 2012 市盈率, 逢低介入稳健成长股

A 股: 可重点关注男装七匹狼 (2011/12PE: 27x/20x), 九牧王 (26x/20x) 和休闲品牌美邦 (27x/20x), 森马 (28x/21x), 业绩均可保持 30%以上增速,估值较为合理,未来 12 个月估值平移可带来约 30%上涨空间。我们仍看好家纺行业基本面,但三家公司 2011PE 均超过 30 倍,短期具有一定估值压力,却仍是中长期投资良好标的。

港股: 可重点关注百丽 (25x/19x)、利郎 (18x/13x)、博士蛙 (18x/12x), 估值较低且基本面特色显著。

纺织服装行业中报预览表

图表 1：重点追踪公司 2011 年半年报业绩预览

行业	公司	中报公布日期	收入（百万元）			净利润（百万元）			预测每股收益	预测每股收益	市盈率	2011上半年占 全年盈利比例
			1H10A	1H11E	YoY	1H10A	1H11E	YoY	1H2011	2011		
家纺	梦洁家纺	8/10/2011	347	529	52%	28	39	38%	0.26	0.95	31.7	27.4%
	富安娜	8/14/2011	453	603	33%	48	86	80%	0.64	1.43	33.1	45.1%
	罗莱	8/15/2011	662	1,037	57%	77	125	63%	0.89	2.38	34.9	37.5%
男装	七匹狼	8/12/2011	974	1,189	22%	124	170	37%	0.60	1.33	27.1	45.2%
	报喜鸟	8/26/2011	468	596	27%	56	86	53%	0.15	0.56	26.3	25.9%
	九牧王	8/21/2011	736	964	31%	165	235	42%	0.41	0.90	26.2	45.8%
青少年休闲装	中国利郎	8/23/2011	787	991	26%	140	185	32%	0.15	0.46	17.8	33.2%
	美邦服饰	8/21/2011	2,542	3,704	46%	40	366	807%	0.36	1.21	27.0	30.0%
	森马服饰	8/11/2011	2,202	2,885	31%	339	441	30%	0.66	2.01	27.6	32.8%
女鞋	星期六	8/15/2011	503	605	20%	57	60	5%	0.16	0.37	30.8	44.0%
	百丽	8/24/2011	11,153	13,770	23%	1,556	1,947	25%	0.23	0.52	25.3	44.4%
婴童用品	博士蛙	8/29/2011	595	928	56%	116	176	51%	0.08	0.21	17.7	40.6%
运动	李宁	8/25/2011	4,505	4,279	-5%	582	278	-52%	0.26	0.47	16.3	56.6%
	安踏	8/16/2011	3,453	4,144	20%	760	912	20%	0.37	0.75	13.2	48.7%
	中国动向	8/25/2011	2,145	1,180	-45%	786	212	-73%	0.04	0.08	19.2	49.8%
上游生产	魏桥纺织	8/22/2011	8,312	9,143	10%	545	572	5%	0.48	1.01	4.4	47.5%
	鲁泰A	8/26/2011	2,247	3,023	35%	367	477	30%	0.48	0.94	12.9	51.2%
	申洲国际	8/22/2011	3,137	4,015	28%	659	790	20%	0.63	1.26	7.2	50.5%

资料来源：公司数据，Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

订货会锁定全年业绩，盈利确定性强

对于服装行业来说，每个季度订货会的订单状况可以在较大程度上反映该公司相应时间的业绩，使得我们对该类企业的业绩预测有了一个重要的参考指标和验证标准，提高其盈利能力的确定性。

从订单情况统计和业绩增速对比表中可以看到，我们重点推荐的子行业，包括家纺、青少年休闲服、休闲男装，2011 年下半年的订单增长表现良好。家纺行业 2011 年下半年订单增速大多超过 50%，商务休闲男装行业的七匹狼、九牧王、利郎下半年订单同比增长也超过 30%，青少年休闲服行业的美邦和森马也有超过 20% 的增长。相反，我们不看好的运动服装行业，除了安踏下半年订单保持约 20% 的增速以外，李宁下半年订单同比下降 1~14%，动向更是大幅下降 40%，变动趋势符合我们的预期。

图表2：纺织服装公司2011年订单情况统计及业绩增速对比

行业	公司	2010业绩增速	2011订单增长	2011上半年业绩预测增速	2011全年业绩预测增速
家纺	罗莱家纺	63%	春夏订货接近7亿，秋冬订货超过11亿，价增20%（订货占收入60-80%）	63%	40%
	富安娜	48%	春夏订货同比增长30%以上，秋冬订货同比增长50%-60%	80%	50%
	梦洁家纺	54%(经营性)	春夏订货接近3亿，秋冬订货超过5亿（订货占50-60%）	38%	56%
男装	七匹狼	39%	春夏订货同比增长约20%，秋冬同比增长约30%	37%	32%
	报喜鸟	31%	春夏订货同比增长约15%，秋冬同比增长约20%	53%	36%
	九牧王	40%	订货同比增长超过30%	42%	42%
	利郎	38%	春夏同比增长26.5%，秋季同比增长28%，冬季同比增长34%	32%	33%
青少年休闲装	美邦服饰	25%	春夏订货同比增长超过40%，秋季同比增长30-40%，冬季同比增长20-30%	807%	61%
	森马服饰	46%	春夏订货同比增长超过60%，秋冬同比增长30%	30%	34%
女鞋	星期六	-12%	不适用	5%	36%
	百丽	35%	不适用	25%	28%
婴童用品	博士蛙	107%	2011年秋冬订货同比增长50%	51%	73%
运动	李宁	17%	春季同比增长12%，夏季同比不变，秋冬同比分别下降14%, 1%	-52%	-56%
	安踏	24%	春夏秋冬分别同比增长23%,21%,20%,25%	20%	21%
	中国动向	0%	春夏分别同比增长11.8%和2.8%，秋冬同比下降40%	-73%	-71%
上游生产	魏桥纺织	82%	不适用	5%	-26%
	鲁泰A	30%	不适用	30%	26%
	申州国际	2%	不适用	20%	23%

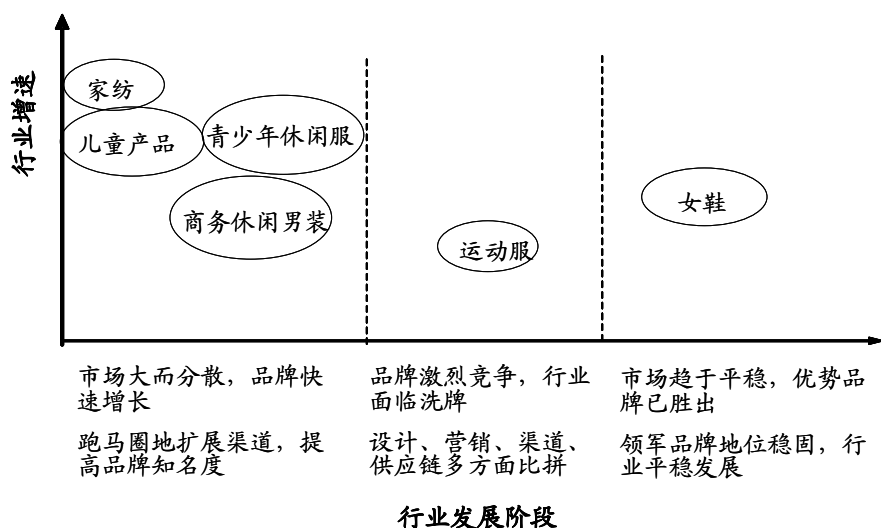
资料来源：公司数据，Wind，中金公司研究部

处于品牌发展三阶段模型中不同阶段的子行业的业绩分化明显

纺织服装行业的各个子行业之所以在中报业绩预览中有截然不同的表现，我们认为这与各子行业所处的行业发展阶段的不同有很大关系。

我们根据行业的市场集中度、行业内前几大公司的市场份额、盈利能力提升空间和竞争力度等指标，将行业发展和品牌成长的路径分为三个阶段——品牌化、品牌竞争、优势品牌胜出。下面是这三个阶段各自的特点及其对应的有代表性的子行业。

图表 3：品牌发展的三阶段模型



资料来源：中金公司研究部

- **第一阶段：品牌化阶段。**从无品牌到有品牌的“品牌化”阶段，品牌公司粗放式经营，通过跑马圈地迅速扩张市场分额。高性价比的产品定位和渠道建设是成功的关键，较好的品牌都能够实现超出行业平均成长。**家纺、童装、青少年休闲、休闲男装和婴童用品行业处于第一阶段。**
- **第二阶段：品牌竞争阶段。**市场趋于饱和，品牌之间激烈竞争导致优胜劣汰的“品牌竞争阶段”，市场过度竞争，各竞争品牌难以获得显著超出行业平均的增长。树立品牌美誉度和领导力、技术创新是关键，市场份额通过竞争向强势品牌集中是必然趋势，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。**运动行业处于第二阶段。**
- **第三阶段：品牌胜出阶段。**品牌消费和产品的普及度高，行业竞争格局稳定，有序发展。这时，企业不太可能获得超额增长，但如果行业需求增速良好，则优势品牌可获得可持续的增长。**女鞋行业处于第三阶段。**

根据上述分析，我们看好的上市公司是处于第一阶段的具有品牌建设先发优势的公司，包括家纺行业的三家领军公司罗莱、富安娜和梦洁，青少年休闲行业的两强美邦和森马，和商务休闲男装行业的七匹狼、利郎等；以及处于第三阶段具有已经胜出的优秀品牌的公司，例如女鞋行业的百丽。

需求决定行业增速：家纺、休闲、男装向好

市场容量大、增速快的行业表现向好。除了上述品牌发展三阶段模型所体现出来的供给端的差异外，市场容量及增速同样影响着不同行业的表现。从表 3 中可以看出，家纺、青少年休闲服、休闲男装和女鞋等行业未来三年的市场容量增速快，均达到 15~20%，其行业内领军公司的增速更高，预计将达到 20~60%；而运动行业市场容量的增速较低，仅有 10%；这种差异将反映在各行业上市公司 2011 年上半年的业绩中。

图表 4：子行业市场容量和增速测算

子行业	2010年市场 容量(亿元)	未来三年 增速	2015年市场 容量(亿元)	驱动因素	领军公司	未来三年领军 公司收入增速	前五名市 场份额	1H2011 订单增速	近半年同 店增长
 家纺	600	20%	1,200	品牌	罗莱、富安娜、 梦洁	30~40%	10~20%	>30%	~20%
 中年男士休闲装	2,000	15%	4,000	品牌	七匹狼、利郎	25~30%	10~15%	~25%	10-20%
 青少年休闲服	2,000	15~20%	4,000	产品	美邦、森马	25~30%	10~15%	30~40%	15%
女鞋	1,000	15%	2,000	品牌	百丽	20~30%	20~30%	不适用	10-20%
婴童用品	2,000	20%	4,000	产品	博士蛙、森马	40%	<5%	50%	~20%
运动	1,000	10%	1,500	产品	耐克、阿迪达斯 、李宁、安踏	0~10%	~50%	0%	~5%

资料来源：Euromonitor, 中金公司研究部

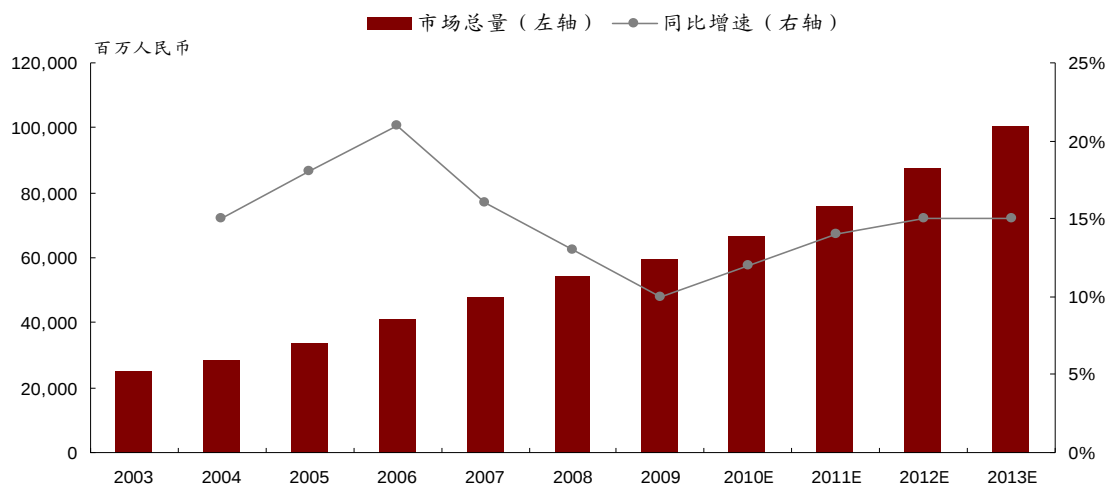
各子行业综合比较

我们从需求、供应、盈利驱动和公司的市场地位等方面详细分析纺织服装各子行业及相应上市公司的表现。

家纺板块快速增长，品牌产品市场前景广阔

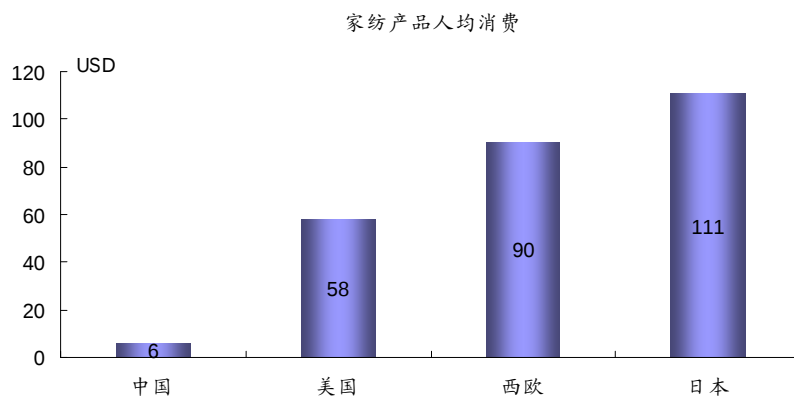
- ▶ **需求端稳健增长。**行业内在驱动力方面，具有功能性、艺术性的新产品推动消费升级；外在驱动力消费习惯转变为主导：中国人均家纺产品消费尚低，消费水平的提高和消费习惯的转变有巨大的成长空间；此外，房地产和结婚人口的增长也将拉动家纺消费。上述因素共同拉动家纺市场快速增长，目前市场规模已超过 600 亿人民币，预计在 5 年内翻一番。
- ▶ **供给端市场分散，行业集中度有待提升。**家纺行业处于品牌发展三阶段模型中的第一阶段，具备显著的朝阳行业特征、处于品牌普及阶段。各品牌区域性经营优势显著，成长环境宽松，最大品牌市场占有率只有个位数，发展潜力大，业绩增速快。
- ▶ **罗莱、富安娜、梦洁三家上市公司处于家纺行业领军地位。**这三家公司是行业前三名，2011 年上半年预计收入分别为 10 亿、6 亿和 5 亿元，同比增速分别为 57%，33%和 52%，净利润分别增长 63%，80%和 38%。
- ▶ **品牌驱动、产品驱动双管齐下。**品牌家纺的核心竞争力在于设计及质量控制、品牌营销、供应链、零售渠道。罗莱、富安娜、梦洁三家公司均有多品牌运营、细分产品线、加强渠道建设、提高利润率方面做出了巨大努力。

图表5：家纺产品与室内软装饰消费市场总量和增长趋势



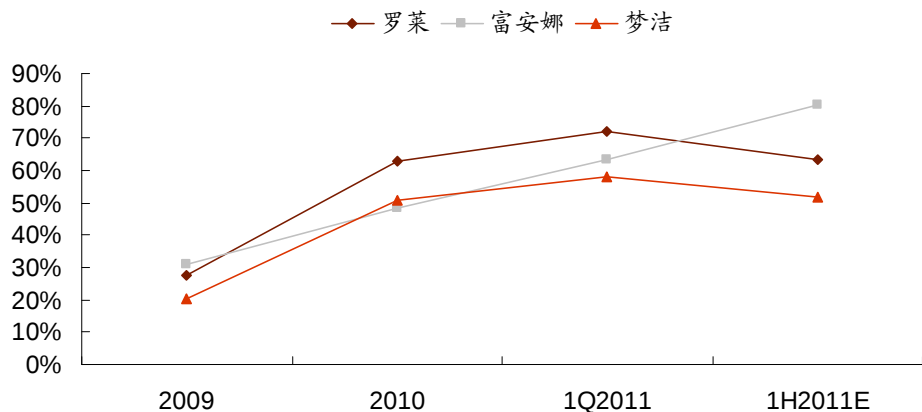
资料来源：Euromonitor，中金公司研究部 注：包含床上用品、餐布、毛巾、浴巾等产品。

图表6：家纺产品人均消费国内外对比



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表7：三家家纺公司增速对比

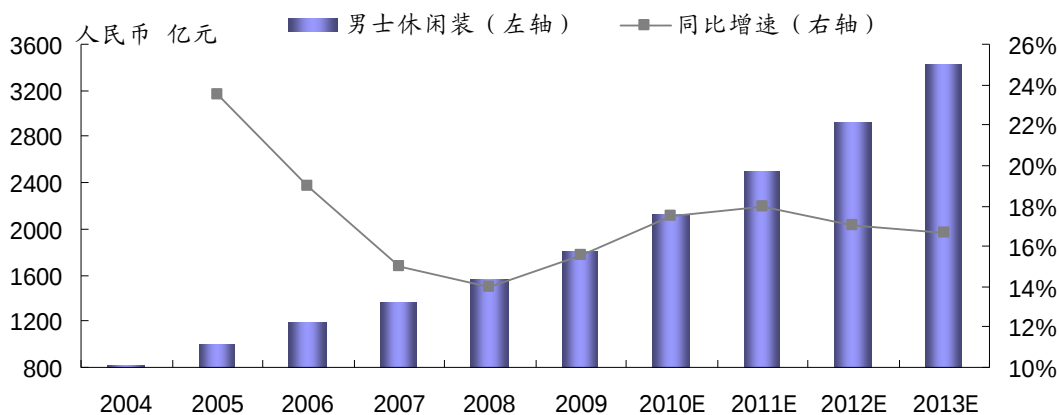


资料来源：公司数据，中金公司研究部

男装市场大而分散，塑造品牌管控渠道是焦点

- **需求端与供给端：男装市场份额大而行行业集中度低。**需求方面，男装市场规模大而分散，增长潜力巨大，正装休闲化趋势明显。供给方面，行业集中度较低，男装市场规模为运动服装的三倍，但单个品牌的销售额和门店数量明显小于运动服装。发达国家的一些男装品牌规模颇大，一个典型代表是Polo Ralph Lauren，北美销售额超过30亿美元。相比之下，中国男装品牌要小得多。尽管已经连续数年保持高速增长，许多领先品牌每年的销售额只有10~20亿人民币。而美国男装市场总额仅为中国的1.3倍。国内男装市场整合势将继续。
- **男装行业属于品牌驱动，不仅要外延扩张，更要内生增长。**一方面采取多种营销手段提升品牌形象与内涵，另一方面采取直营化、参股经销商、加强IT系统监控等精细化手段加强终端掌控。九牧王、利郎等公司上半年同店销售增长保持15%以上水平。
- **七匹狼、九牧王、利郎是我国休闲男装领军品牌。**七匹狼定位于休闲男装，拓展多产品系列针对不同年龄不同消费档次细分人群，并进行持续有效的品牌推广，品牌建设保证持续的提价能力。九牧王以差异化产品确立品牌优势，西裤连续十一年位列同行业市场占有率第一；销售系统扁平化，未来将通过加强终端管控、品类延伸与二三线门店扩张继续做大规模。利郎是中国领先的中档商务男装品牌，以高性价比著称；利郎将二三线城市作为核心市场，品牌加强带动价格和销量双提升，主品牌进入快速增长期。

图表8：休闲男装市场增长



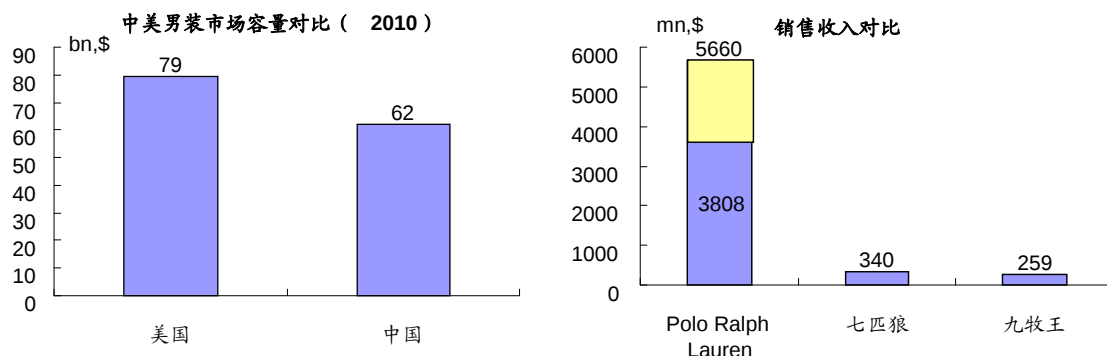
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表9：与运动服装相比，男装市场规模更大而行行业集中度较低

男休闲装	零售门店	销售收入 (十亿)	运动装	零售门店	销售收入 (十亿)
七匹狼	3525	2.2	李宁	7915	8.6
利郎	2805	2.1	安踏	7549	6.8
九牧王	2710	1.7	动向	3771	3.6
柒牌	~2300	-	匹克	7224	3.8
劲霸	~3200	-	351度	7263	4.3
男正装	零售门店	销售收入 (十亿)	特步	7031	4.2
雅戈尔	2145	3.1	耐克	-	11.4 (大中华区)
报喜鸟	856	1.3	阿迪达斯	-	9.3 (大中华区)
杉杉	>1500	1.5			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10：中美男装市场容量、品牌销售收入对比



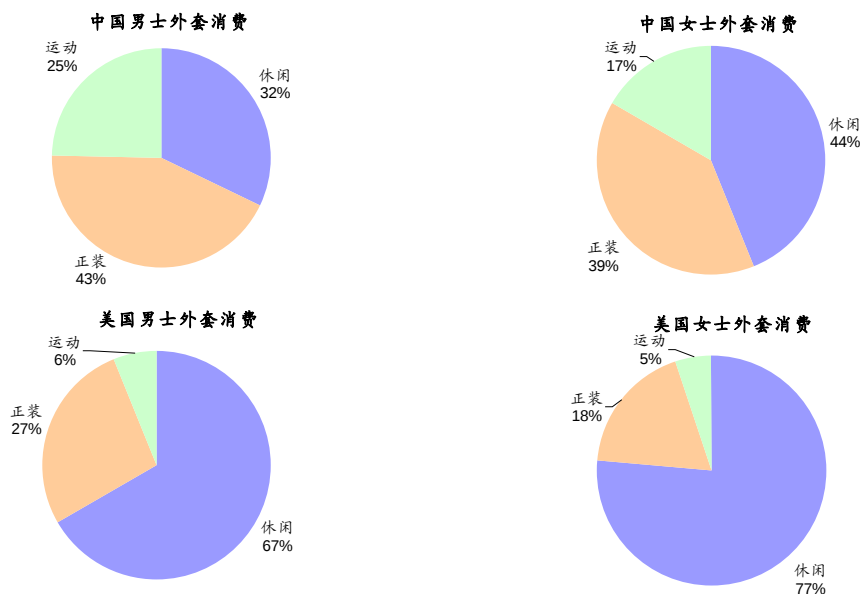
资料来源：公司数据，Euromonitor，中金公司研究部

注：Polo Ralph Lauren 北美销售 38.08 亿美元

青少年休闲服市场前景广阔，领军企业有望做大做强

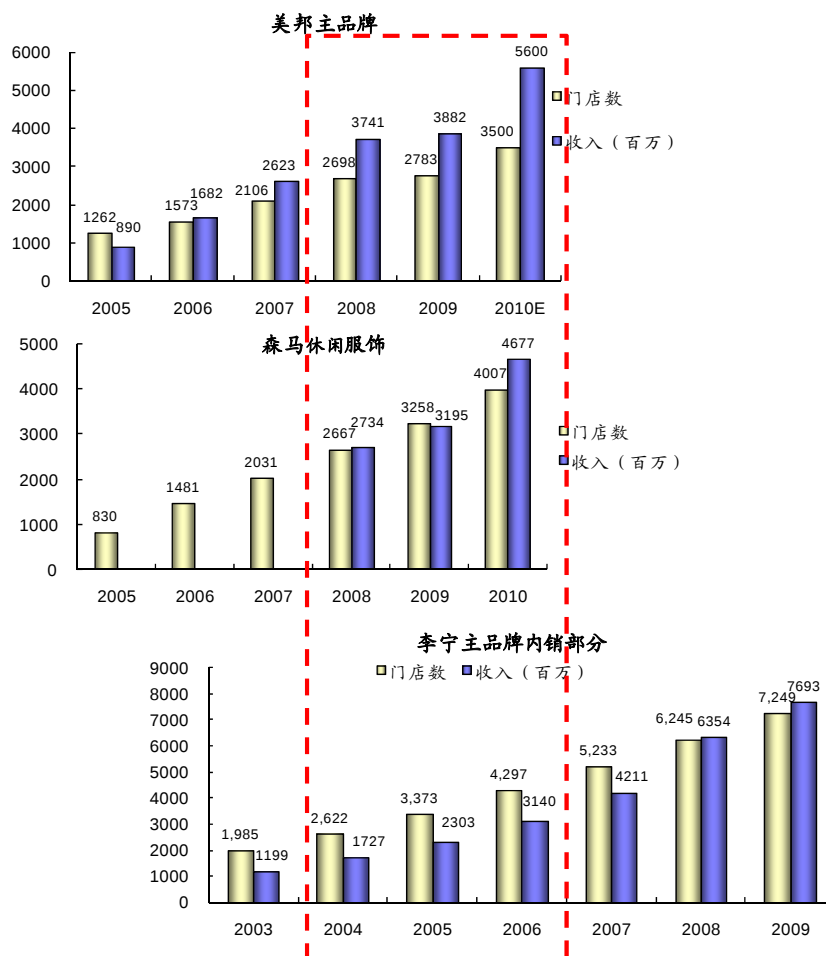
- ▶ **需求端抢占运动服市场，市场潜力巨大。**青少年休闲服市场属于中低端服装品牌，能够很好的受益于中国国民收入提高、消费增加且更加注重品牌消费的趋势。相比较国际品牌，本土品牌的性价比较高，具备吸引力。此外，随着着装区分度日益清晰，越来越多的中国消费者不再以运动服作为不运动时的着装，而是转向了休闲服。与发达国家的服装消费结构相比，中国的休闲服消费比例仍然很低，市场潜力巨大。
- ▶ **供给端市场集中度低，渠道扩展与下沉有空间。**青少年休闲服行业处于品牌发展三阶段模型中的第一阶段，两家最大的休闲服品牌美邦、森马占 15~29 岁青少年服装消费市场份额分别为 5%、4%，预计三年后可超 8%。休闲装市场容量大于运动装，现在五大本土运动品牌李宁、安踏等在国内都拥有超过 7000 家门店，而本土最大的休闲品牌美邦、森马主品牌门店约 4000 家，对比来看休闲品牌拥有更大的发展空间。
- ▶ **产品驱动利于快速扩张，能够做大做强。**青少年消费者较为注重产品的性价比、时尚度以及创新性。所以此行业以产品为核心竞争力，以产品本身的特色（性价比高，时尚度高，创新品类等）吸引消费者，并通过广泛的渠道渗透将产品送到消费者身边。这类产品经营更类似快速消费品，通过销售网络广泛铺开、供应链快速反应，以量取胜。这类公司相对容易快速做到较大规模，但由于产品易复制，品牌粘性一般。对这类公司来讲，产品创新是关键。
- ▶ **美邦、森马是该行业两强。**美邦服饰是国内领先的休闲服品牌运营商，市场占有率第一，终端销售超百亿。森马品牌是国内休闲服饰领域第二大品牌；旗下童装品牌巴拉巴拉是童装第一品牌，品牌门店总数 2676 家，远超行业第二名（700~800 家店）。美邦和森马两强均都在市场中领先，产品性价比高，宣传力度强，有较好的品牌知名度，渠道下沉程度高，并且价格能够随主流客户收入的增长而增长。

图表 11：休闲服占比对比：中国仍有广阔发展空间



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表 12：森马，美邦，李宁对比（都已换算为批发出货金额）

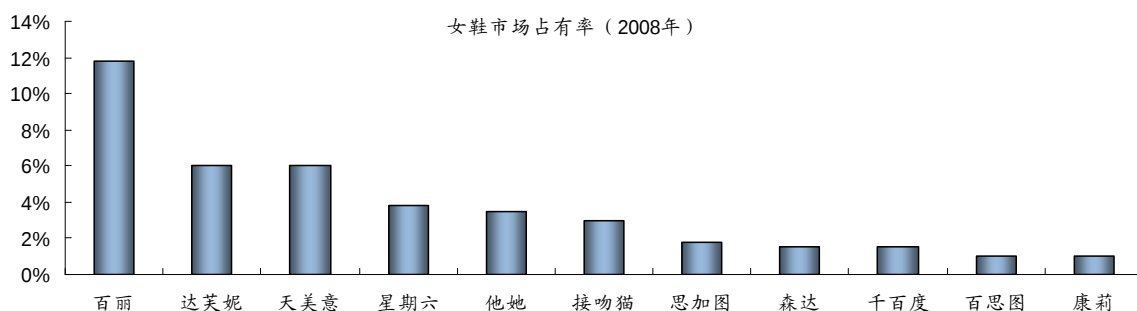


资料来源：公司数据，中金公司研究部

女鞋市场百丽一枝独秀，享受稳定增长

- **需求端有一定的持续增长动力。**随着国民收入的提高引起消费水平的提高，以及品牌女鞋公司销售渠道下沉，女鞋行业仍保有一定的持续增长能力，预计未来三年增长率为 15%
- **供给端：品牌胜出阶段，百丽是当之无愧的 No.1，行业竞争格局稳定。**百丽规模巨大，旗下拥有多个鞋类品牌和近 12,000 家门店，成熟门店占比较高，同店增速改善推动销售强劲增长和利润率上升。无论在门店数、单店销售额还是净利率，都显著强于竞争对手。
- **在保持品牌驱动的同时，下沉渠道。**百丽有优秀的品牌经营能力，在中国女鞋市场份额前十品牌中，百丽坐拥其六。由于其强大的新品牌整合能力和成功的业务克隆模式，使得并购品牌的盈利能力显著提升。公司未来的开店会以二三线市场为主，以主品牌百丽为例，2010 年超过 200 家新门店开在二三线城市，约占新店的一半以上。门店数仅有 1500 家店，渠道下沉空间巨大。我们认为，三线市场的租金和其它费用都较低，开拓三线市场并不会影响公司的净利润。并且，公司的多品牌战略也有利于渠道下沉。

图表 13：女鞋市场占有率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 14：百丽、达芙妮、星期六对比

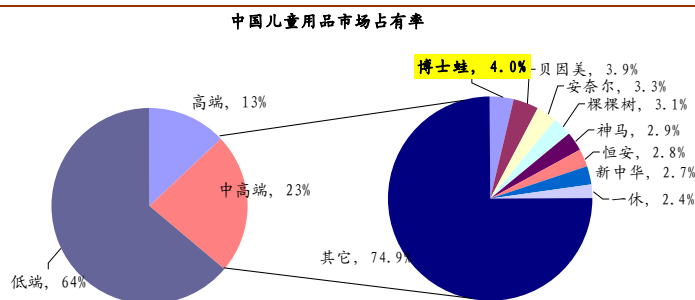
人民币百万元	2008	百丽 2009	2010	2008	达芙妮 2009	2010	2008	星期六 2009	2010
门店数	9,169	9,612	11,967	3,642	4,225	5,199	1,293	1,409	1,713
销售收入	17,856	19,762	23,706	4,721	5,140	5,771	769	880	1,143
YoY	53.0%	10.7%	20.0%	25.7%	8.9%	12.3%	26.8%	14.4%	29.9%
净利润	2,010	2,533	3,425	440	347	519	103	114	100
YoY	1.6%	26.0%	35.2%	17.4%	-21.1%	49.5%	20.1%	10.6%	-11.9%
单店销售额	1.9	2.1	2.0	1.3	1.2	1.1	0.6	0.6	0.7
毛利率	51.7%	53.3%	55.7%	52.7%	55.0%	57.4%	44.9%	47.0%	47.4%
净利率	11.3%	12.8%	14.4%	9.3%	6.8%	9.0%	13.4%	12.9%	8.8%
有效税率	11.4%	11.5%	17.0%	25.4%	36.8%	28.1%	13.8%	12.9%	26.5%
存货周转天数	138	161	153	172	156	128	207	294	310
应收账款周转天数	33	33	30	33	34	34	70	87	94
应付账款周转天数	44	43	32	55	66	58	140	170	109

资料来源：公司数据，中金公司研究部

婴童用品行业快速增长、领先企业快速扩张中

- **需求端市场关注度持续提升、行业整体快速增长。**随着个人可支配收入的不断增加、消费升级的持续进行、中国即将到来第四次婴儿潮、以及中国家庭在儿童支出方面有较强的消费意愿，我们认为行业中的领先品牌有望通过渠道拓展和品牌提升来实现快速增长。
- **供给端领先企业市场份额尚小、龙头尚未出现。**婴童用品的市场格局目前在中国还极为分散，领先公司的市场份额不足 5%（博士蛙在中高端的市场份额仅为 4%）、门店网络目前仅 2000-3000 家左右、远低于其他服装服饰子行业的门店渗透率。

图表 15：婴童用品市场占有率

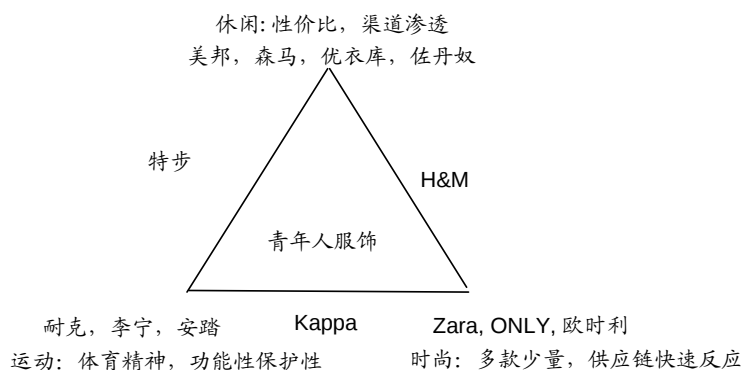


资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

运动行业增速放缓，面临过度竞争

- **需求端增速放缓，市场受休闲/时尚服装挤压。**随着运动服装在国人服装消费中的比重减少，运动服装行业的增速开始放缓。中国巨大的青少年服装市场，可以分为互相渗透而又互相替代的三个领域——运动、时尚和休闲。运动是2000年以来国内发展最快的子行业之一，在过去几年，很多运动品牌（尤其是国产品牌）在快速扩张中抢占了基础休闲服市场分额。但是目前市场明显趋于饱和，各品牌同质化严重，多年来缺乏产品创新，对消费者的吸引力下降。更重要的是，随着生活水平的提高，越来越多的消费者不再以运动装作为不运动时的着装，运动服市场受到纯休闲/时尚服装的挤压。
- **供给端过度竞争，门店增速放缓，库存积压成问题。**运动服装行业处于品牌发展的第二个阶段——品牌竞争阶段，由于过去几年的快速发展，目前有竞争过度迹象，前十大品牌占据了约80%的市场份额，其中有五家国内品牌的门店数超过了7000，与青少年休闲装和男装行业对比，运动行业的竞争激烈程度明显更高。市场的饱和以及过度的扩张导致一些国内品牌遇到了存货积压、低同店增长和低于预期的订单等问题。包括李宁和动向在内的许多品牌面临着清理存货、改变市场定位和重建销售渠道的问题。

图表 16：年轻人着装需求的三个方面



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17：运动服装行业竞争激烈

	2010年单品牌 内销收入(十亿)	国内单品牌门店数
耐克	11.4(大中华区)	-
阿迪达斯	9.3(大中华区)	-
李宁	8.6	7915
安踏	6.8	7549
361度	4.3	7263
特步	4.2	7031
匹克	3.8	7224
动向	3.6	3771

资料来源：公司数据，中金公司研究部

关注 2012 市盈率，逢低介入稳健成长股

进入 2011 年下半年，随着公司 2011 年业绩的走势日趋明显，我们可以对 2012 年的业绩进行更加合理的估计，我们应关注 2012 市盈率，逢低介入稳健的成长股。给予服装行业稳健成长股 25~30 倍 2012 市盈率目标，股价具有约 30% 上涨空间。

图表 18: 2012 市盈率及目标价

行业	公司	币种	当前股价 (2011-7-18)	2011 市盈率	2012 市盈率	目标价市盈率	目标股价	上升空间
家纺	梦洁家纺	人民币	29.99	31.7	22.6	30	39.86	33%
	富安娜	人民币	47.25	33.1	24.7	32	61.33	30%
	罗莱	人民币	83.00	34.9	25.0	32	106.08	28%
男装	七匹狼	人民币	35.88	27.1	20.0	25	44.90	25%
	报喜鸟	人民币	14.85	26.3	19.8	25	18.75	26%
	九牧王	人民币	23.50	26.2	19.6	25	29.94	27%
	中国利郎	港币	10.20	17.8	13.0	20	15.74	54%
青少年休闲装	美邦服饰	人民币	32.67	27.0	19.9	25	40.97	25%
	森马服饰	人民币	55.38	27.6	21.1	25	65.59	18%
女鞋	星期六	人民币	11.53	30.8	22.9	25	12.58	9%
	百丽	港币	16.24	25.3	19.1	25	21.28	31%
婴童用品	博士蛙	港币	4.56	17.7	11.8	17	6.45	41%
运动	李宁	港币	9.36	16.3	15.0	15	9.35	0%
	安踏	港币	12.26	13.2	10.4	12	14.10	15%
	中国动向	港币	1.78	19.2	15.2	15	1.76	-1%
	魏桥纺织	港币	5.44	4.4	3.7	4	5.88	8%
上游生产	鲁泰A	人民币	12.08	12.9	11.2	12	12.98	7%
	申洲国际	港币	11.24	7.2	5.7	8	15.69	40%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 19: 估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG
			本地货币	(百万元)	百万美元	2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
服装纺织																			
婴童产品	1698.HK	博士娃	4.56	9,462	1,214	251	107%	434	73%	618	43%	0.14	0.26	0.39	32.0	17.7	11.8	56.9%	0.31
	MTC.LN	Mothercare	4.05	358	577	22	n.a	24	10%	32	30%	0.25	0.28	0.36	16.1	14.7	11.3	19.2%	0.76
	2911.TT	丽婴房	42.20	8,244	285	327	18%	341	4%	428	26%	1.67	1.74	2.19	25.2	24.2	19.3	14.4%	1.68
	1086.HK	好孩子	3.70	3,700	475	203	5%	208	2%	259	25%	0.20	0.21	0.26	18.2	17.8	14.3	13.0%	1.37
青少年休闲装	002269.CH	美邦服饰	32.67	32,833	5,149	758	25%	1,218	61%	1,647	35%	0.75	1.21	1.64	43.3	27.0	19.9	47.4%	0.57
	002563.CH	森马服饰	55.38	37,105	5,579	1,001	46%	1,346	34%	1,758	31%	1.49	2.01	2.62	37.1	27.6	21.1	32.5%	0.85
	002503.CH	搜于特	37.46	5,994	883	91	68%	144	59%	220	53%	0.57	0.90	1.38	66.0	41.6	27.2	55.7%	0.75
	330.HK	思捷环球	21.20	27,357	3,584	4,226	-11%	3,516	-17%	3,665	4%	3.27	2.72	2.84	6.5	7.8	7.5	-6.9%	-1.13
鞋类	1880.HK	百丽	16.24	136,972	17,419	3,425	35%	4,389	28%	5,527	26%	0.48	0.64	0.85	34.0	25.3	19.1	27.0%	0.93
	210.HK	达芙妮	8.68	14,217	1,759	596	51%	839	41%	1,020	22%	0.43	0.63	0.81	20.3	13.7	10.7	30.9%	0.44
	1836.HK	九兴控股	20.05	15,927	2,058	826	19%	967	17%	1,122	16%	1.22	1.50	1.83	16.4	13.3	10.9	16.6%	0.80
	002291.CH	星期六	11.53	4,189	653	100	-12%	136	36%	183	34%	0.28	0.37	0.50	41.8	30.8	22.9	35.0%	0.88
男装	1234.HK	利郎	10.20	12,246	1,571	419	38%	556	33%	728	31%	0.41	0.57	0.79	24.9	17.8	13.0	31.8%	0.56
	891.HK	利邦	7.95	13,484	1,743	341	90%	477	40%	639	34%	0.24	0.35	0.49	33.6	22.9	16.3	36.9%	0.62
	238.HK	长兴国际	3.75	3,608	455	153	46%	198	29%	273	38%	0.19	0.25	0.37	20.0	14.8	10.2	33.5%	0.44
	002029.CH	七匹狼	35.88	10,150	1,552	283	39%	375	32%	508	35%	1.00	1.33	1.80	35.8	27.1	20.0	34.0%	0.80
	601566.CH	九牧王	23.50	12,089	1,860	360	40%	513	42%	686	34%	0.63	0.90	1.20	37.4	26.2	19.6	38.0%	0.69
	600177.CH	雅戈尔	10.23	22,778	3,560	2,672	-18%	1,512	-43%	1,953	29%	1.20	0.68	0.88	8.5	15.1	11.7	-14.5%	-1.04
	600177.CH	雅戈尔(经营性)	10.23	22,778	3,560	1,421	-13%	1,512	6%	1,953	29%	0.64	0.68	0.88	16.0	15.1	11.7	17.2%	0.88
	002154.CH	报喜鸟	14.85	8,724	1,320	243	31%	331	36%	441	33%	0.41	0.56	0.75	35.9	26.3	19.8	34.7%	0.76
	002485.CH	希努尔	22.80	4,560	725	144	29%	160	11%	204	28%	0.72	0.80	1.02	31.7	28.5	22.4	19.2%	1.49
	家纺	002293.CH	罗莱家纺	83.00	11,650	1,830	239	63%	334	40%	465	39%	1.70	2.38	3.32	48.8	34.9	25.0	39.7%
002327.CH		富安娜	47.25	6,327	981	128	48%	191	50%	257	34%	0.95	1.43	1.92	49.5	33.1	24.7	41.7%	0.79
002397.CH		梦洁家纺	29.99	4,534	711	92	51%	143	56%	201	40%	0.61	0.95	1.33	49.4	31.7	22.6	48.0%	0.66
运动	2331.HK	李宁	9.36	9,881	1,213	1,108	17%	491	-56%	507	3%	1.24	0.57	0.62	7.6	16.3	15.0	-32.4%	-0.50
	3818.HK	中国动向	1.78	10,086	1,352	1,464	0%	426	-71%	511	20%	0.30	0.09	0.12	5.9	19.2	15.2	-40.9%	-0.47
	2020.HK	安踏	12.26	30,577	3,839	1,551	24%	1,875	21%	2,256	20%	0.73	0.93	1.17	16.8	13.2	10.4	20.6%	0.64
	1368.HK	特步	4.38	9,531	1,248	814	26%	948	17%	1,101	16%	0.44	0.54	0.66	10.0	8.1	6.7	16.3%	0.50
	1361.HK	361度	4.14	8,560	1,106	917	45%	1,026	12%	1,187	16%	0.52	0.61	0.75	7.9	6.8	5.6	13.8%	0.49
	1968.HK	匹克	4.46	9,357	1,273	822	31%	995	21%	1,168	17%	0.46	0.59	0.72	9.7	7.6	6.2	19.2%	0.40
	3813.HK	宝胜国际	1.21	5,192	655	145	-	364	151%	464	27%	0.04	0.10	0.14	30.5	11.6	8.6	79.0%	0.15
	NKE.US	耐克	91.70	43,478	43,601	2,133	12%	2,291	7%	2,627	15%	5.55	5.96	6.84	16.5	15.4	13.4	11.0%	1.40
	ADS.GY	阿迪达斯	56.89	11,902	16,561	567	131%	680	20%	809	19%	2.71	3.25	3.87	21.0	17.5	14.7	19.5%	0.90
	3998.HK	波司登	2.27	17,643	2,293	1,276	18%	1,431	12%	1,560	9%	0.19	0.23	0.26	11.7	10.0	8.7	10.5%	0.95
户外	300005.CH	探路者	18.00	4,824	721	54	22%	95	77%	149	56%	0.20	0.36	0.55	89.5	50.7	32.5	66.0%	0.77
	002486.CH	嘉麟杰	14.77	3,072	477	62	44%	88	43%	128	46%	0.30	0.42	0.62	49.9	35.0	23.9	44.4%	0.79
女装	002425.CH	凯根股份	20.11	4,304	667	63	9%	65	2%	76	17%	0.30	0.30	0.36	67.9	66.2	56.6	9.5%	6.99
	589.HK	宝姿	16.48	9,372	1,211	473	1%	539	14%	658	22%	0.98	1.17	1.50	16.8	14.1	11.0	17.9%	0.78
裘皮	002494.CH	华斯股份	22.10	2,508	378	53	41%	75	42%	108	44%	0.46	0.66	0.95	47.6	33.4	23.2	43.2%	0.77
鞋底	002517.CH	泰亚股份	22.80	2,016	307	38	12%	48	27%	70	46%	0.43	0.54	0.79	53.2	42.0	28.8	36.0%	1.17
纺织	2698.HK	魏桥纺织	5.44	6,497	841	1,628	82%	1,204	-26%	1,364	13%	1.60	1.24	1.48	3.4	4.4	3.7	-8.5%	-0.52
	2313.HK	中洲国际	11.24	13,994	1,795	1,272	2%	1,564	23%	1,880	20%	1.20	1.55	1.96	9.4	7.2	5.7	21.6%	0.34
	321.HK	德永佳	10.20	13,882	1,718	1,133	13%	1,314	16%	1,503	14%	0.98	1.19	1.43	10.4	8.6	7.1	15.2%	0.56
	551.HK	裕元集团	24.75	40,811	5,288	3,261	3%	3,588	10%	4,138	15%	2.33	2.69	3.26	10.6	9.2	7.6	12.7%	0.73
	000726.CH	鲁泰A	12.08	10,096	1,576	739	30%	931	26%	1,076	16%	0.74	0.94	1.08	16.3	12.9	11.2	20.7%	0.62
	601718.CH	际华集团	4.77	18,398	2,916	510	12%	749	47%	1,036	38%	0.13	0.19	0.27	36.1	24.6	17.8	42.6%	0.58
	002042.CH	华孚色纺	28.01	7,777	1,164	371	154%	485	31%	656	35%	1.58	2.06	2.79	17.7	13.6	10.0	32.9%	0.41
	002003.CH	伟星股份	19.60	5,076	773	256	48%	328	28%	435	33%	0.99	1.27	1.68	19.8	15.5	11.7	30.4%	0.51

资料来源: Bloomberg 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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

