

消费预期承压、生产型龙头崛起
关注行业格局变化中的Alpha型企业
——纺织服装行业18中报总结

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002 联系邮箱: mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001 联系邮箱: chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003 联系邮箱: linjch@dwzq.com.cn

2018年9月2日

■ 品牌服饰方面:

- ✓ 板块在17Q4/18Q1业绩强势催化下，主流标的18年1-5月均取得了可观的涨幅，尤其是4月底季报披露完成后整体涨幅最为明显；自6月上旬宏观社零数据不及市场预期，并且叠加了去杠杆、P2P、贸易战等等负面预期影响后，市场对于消费股的减仓造成了品牌服饰板块的深度回调。
- ✓ 存量竞争下，优质品牌龙头竞争优势凸显；配置上核心关注优质龙头品牌，绝对收益角度可以在低估值前提下等待优质龙头的年度估值切换，板块性机会预计要等待来年。
- ✓ 重点推荐：森马服饰、中国利郎、比音勒芬、富安娜、歌力思、海澜之家、太平鸟、波司登。

■ **生产制造方面：**中报中全球布产企业的越南产能盈利明显高于国内，继续推荐关注研发能力强、生产高效、具有前瞻性全球布局眼光的龙头，港股重点推荐天虹纺织、申洲国际、维珍妮、A股推荐华孚时尚、百隆东方。

■ **新模式方面：**“消费降级”呼唤下高性价比产品需求增长持续旺盛，龙头马太效应明显，估值相对业绩增速具有吸引力，推荐南极电商、跨境通、开润股份。

■ **风险提示：**全球经济波动带来出口需求下滑；国内宏观经济波动导致内需下滑；大宗商品价格波动带来的原材料成本波动；汇率意外波动。



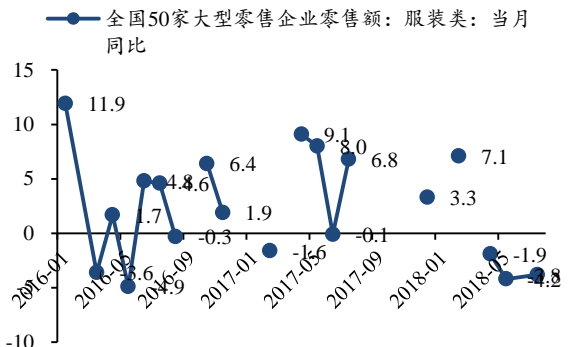
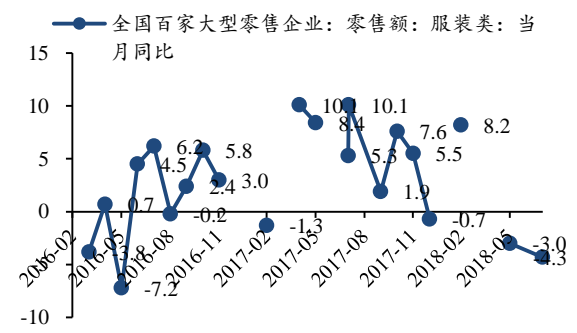
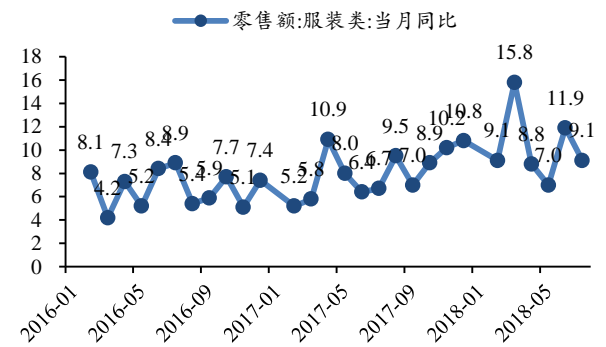
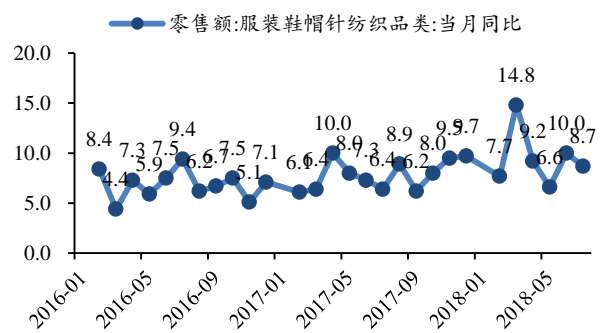
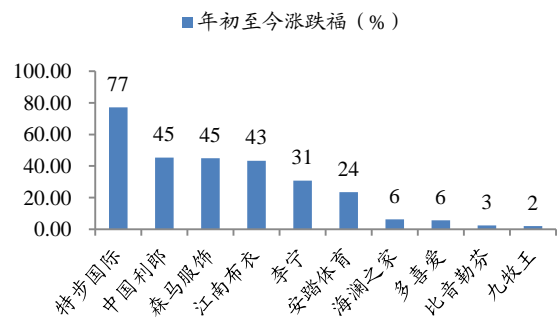
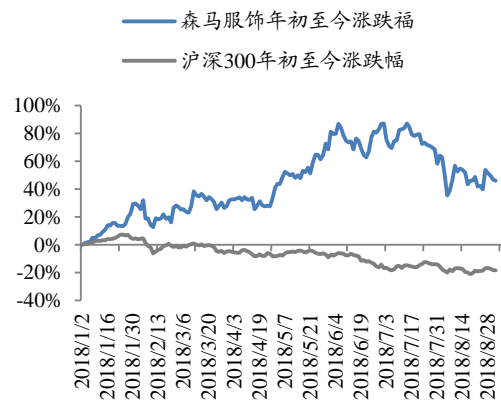
1 品牌服饰：消费预期转冷，关注优质龙头Alpha

2 纺织制造：延全球布局主线优选龙头

3 新模式企业：消费降级时代龙头马太效应明显

1.1 行情回顾：主流标的1-5月涨幅可观，6月以来有所回调

- 板块在17Q4/18Q1业绩强势催化下，主流标的18年1-5月均取得了可观的涨幅，以森马服饰为例，尤其是4月底季报披露完成后整体涨幅最为明显；
- 自6月上旬宏观社零数据不及市场预期，并且叠加了去杠杆、P2P、贸易战等等负面预期影响后，市场对于消费股的减仓造成了品牌服饰板块的深度回调。



1.2.1 中报回顾之大众休闲

- 大众休闲龙头：18二季度零售环境承压，多数龙头收入增速放缓，其中Q2森马收入与业绩增速表现相较Q1有所提升，体现童装强劲+休闲装改革到位后整体活力爆发。

表：休闲服企业季度表现（单位：亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
森马服饰						
收入	20.67	23.66	36.09	39.84	25.12	30.20
YOY	7.47%	20.97%	11.24%	12.44%	21.57%	27.62%
归母净利	2.52	2.82	4.78	1.26	3.12	3.55
YOY	3.16%	5.08%	-2.29%	-70.36%	23.88%	26.01%
经营性现金流	-0.42	3.60	3.11	15.62	3.77	-3.86
海澜之家						
收入	51.59	40.94	32.26	57.22	57.86	42.27
YOY	0.55%	12.71%	-2.40%	16.01%	12.16%	3.27%
归母净利	10.10	8.65	6.37	8.16	11.31	9.35
YOY	5.47%	6.13%	-0.65%	15.25%	11.97%	8.08%
经营性现金流	1.69	3.61	-6.02	29.53	10.93	-2.53
太平鸟						
收入	15.14	13.00	14.98	28.29	17.37	14.33
YOY	11.47%	14.20%	4.52%	18.37%	14.67%	10.17%
归母净利	0.59	0.35	0.76	2.86	1.33	0.64
YOY	-4.59%	-56.71%	-20.27%	51.43%	126.92%	81.13%
经营性现金流	-0.17	-1.39	-1.06	8.89	-1.13	-1.58

数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2.3 中报回顾之中高端服饰

- **中高端**：18二季度表现总体符合预期，收入增速较Q1呈现放缓，但比音勒芬因运动时尚细分领域需求爆发，二季度收入及业绩增长表现较一季度再提速。

表：中高端企业季度表现（单位：亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
歌力思						
收入	3.40	4.38	6.02	6.74	5.75	5.07
YOY	88.37%	100.63%	111.48%	50.07%	69.28%	15.77%
归母净利	0.60	0.62	0.80	1.00	0.80	0.81
YOY	153.19%	149.80%	92.53%	-7.11%	33.18%	31.40%
经营性现金流	0.62	0.80	1.18	2.00	1.33	0.46
安正时尚						
收入	3.08	3.17	3.71	4.25	3.91	3.61
YOY	18.89%	17.40%	23.87%	12.47%	26.84%	13.98%
归母净利	0.71	0.59	0.75	0.68	0.92	0.71
YOY	16.50%	3.45%	36.94%	7.49%	30.10%	20.12%
经营性现金流	0.57	0.18	0.89	1.53	-0.05	-0.39
比音勒芬						
收入	2.84	2.11	2.63	2.96	3.70	3.05
YOY	20.26%	22.09%	33.64%	25.48%	30.31%	44.86%
归母净利	0.60	0.24	0.53	0.43	0.85	0.38
YOY	20.38%	24.03%	47.93%	56.83%	41.54%	56.58%
经营性现金流	1.27	-0.12	-0.20	0.32	0.35	0.06

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
江南布衣						
收入		10.23		16.56		12.11
YOY		22.88%		26.26%		18.39%
归母净利		1.04		3.12		0.98
YOY		86.77%		36.84%		-5.00%
经营性现金流		0.26		3.89		-0.10
朗姿股份						
收入	5.36	5.21	5.87	7.09	6.46	6.52
YOY	101.29%	152.55%	66.16%	30.85%	20.46%	25.07%
归母净利	0.35	0.19	0.48	0.85	0.60	0.51
YOY	29.82%	68.87%	8.95%	4.58%	71.73%	168.04%
经营性现金流	0.69	-0.18	0.51	0.27	0.85	0.52
维格娜丝						
收入	3.11	6.17	6.17	10.19	7.54	6.23
YOY	63.91%	239.56%	263.83%	401.46%	142.40%	0.94%
归母净利	0.30	0.15	0.12	1.33	0.65	0.52
YOY	31.78%	132.40%	-68.43%	305.48%	119.66%	248.93%
经营性现金流	-0.31	0.74	1.15	2.21	1.02	1.24

数据来源：Wind、东吴证券研究所,江南布衣为半年度数据

1.2.4 中报回顾之男装

- **男装：**零售环境下18Q2收入增长承压，但中国利郎仍然凭借12年以来全体系改革成效在18H1实现高速收入及业绩增长。

表：男装企业季度表现（单位：亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
中国利郎						
收入		10.67		13.83		13.35
YOY		-11.8%		7.81%		25.17%
归母净利		2.71		3.40		3.41
YOY		1.62%		24.44%		25.89%
经营性现金流		1.54		3.32		1.96
七匹狼						
收入	8.07	4.75	7.73	10.30	9.19	5.40
YOY	13.89%	9.08%	19.69%	21.21%	13.90%	13.71%
归母净利	0.71	0.51	0.73	1.22	0.84	0.51
YOY	9.80%	25.64%	14.44%	23.81%	18.45%	-0.47%
经营性现金流	1.63	-1.01	2.61	3.27	0.23	-1.38
九牧王						
收入	6.64	4.75	6.44	7.82	7.47	5.14
YOY	13.60%	19.08%	15.22%	7.29%	12.47%	8.17%
归母净利	1.59	0.65	1.19	1.51	1.93	0.69
YOY	23.93%	-5.79%	3.35%	36.75%	21.37%	6.68%
经营性现金流	2.12	-0.13	0.83	2.15	2.15	0.07

数据来源：Wind、东吴证券研究所,中国利郎为半年度数据

1.2.2 中报回顾之运动服饰

- **运动服饰**：18H1增长势头仍良好，其中安踏在高基数基础上收入、利润由于FILA的爆发（二季度收入增长85%-90%）再次实现高增。

表：安踏体育企业季度表现（单位：亿元）

	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1
安踏体育					
收入	62.50	70.98	74.96	91.97	107.99
YOY	19.75%	20.14%	19.94%	29.56%	44.06%
归母净利润	11.29	12.56	14.51	16.36	19.45
YOY	16.98%	16.84%	28.53%	30.25%	34.00%
经营性现金流	10.98	13.69	20.58	11.24	14.76
李宁					
收入	36.05	44.29	40.05	48.85	47.21
YOY	-1.17%	28.17%	11.10%	10.30%	17.87%
归母净利润	1.13	5.30	1.89	3.26	2.69
YOY	-485.65%	1111.87%	66.79%	-38.47%	41.97%
经营性现金流	3.46	6.50	5.89	5.70	6.60
特步国际					
收入	25.40	28.59	23.16	28.11	27.46
YOY	6.08%	-1.53%	-8.82%	-1.70%	18.53%
归母净利润	3.80	1.48	3.10	0.98	3.75
YOY	10.64%	-47.05%	-18.35%	-33.80%	20.90%
经营性现金流	2.32	1.13	-0.84	6.42	2.25
361°					
收入	25.57	24.93	28.05	24.09	30.47
YOY	15.50%	10.01%	9.73%	-3.39%	8.63%
归母净利润	2.73	1.30	3.18	1.38	3.35
YOY	1.29%	-47.76%	16.54%	6.86%	5.27%
经营性现金流	3.72	7.59	4.88	3.43	0.22

数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2.5 中报回顾之家纺

- **家纺龙头**：18二季度零售承压，家纺龙头线上增速较去年同期放缓明显，线下表现与Q1持平，较为稳健。

表：家纺企业季度表现（单位：亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
富安娜						
收入	4.31	5.30	5.77	10.78	5.52	5.94
YOY	0.06%	17.75%	23.71%	11.81%	28.04%	12.02%
归母净利	0.79	0.79	0.82	2.53	0.97	0.88
YOY	-10.39%	-1.94%	10.56%	29.35%	22.13%	10.99%
经营性现金流	-0.47	-1.24	0.15	5.22	0.86	-0.15
罗莱生活						
收入	10.58	9.24	12.01	14.79	11.72	10.25
YOY	38.66%	59.19%	47.90%	48.37%	10.75%	11.01%
归母净利	1.17	0.45	1.49	1.17	1.56	0.62
YOY	7.38%	6.62%	37.07%	102.89%	33.94%	38.26%
经营性现金流	0.91	-1.99	1.30	3.76	-0.22	-0.12
水星家纺						
收入	4.78	5.17	5.92	8.75	5.97	5.63
YOY				17.00%	24.79%	8.89%
归母净利	0.58	0.41	0.58	1.01	0.73	0.47
YOY				19.10%	24.59%	15.56%
经营性现金流	-0.24	-0.10	-0.66	4.05	-0.87	-1.11

数据来源：Wind、东吴证券研究所

■ 品牌服饰长期逻辑：优秀龙头的成长确定性将不断增强

- ✓ 存量竞争环境下，品牌企业出现显著分化，加强货品竞争力（产品开发及供应链改革）、收回订货权力、加强零售管控从而实现整体提效成为优秀品牌企业共同改革方向，未来将进入优秀龙头不断强化、逐步展现竞争优势的时代；
- ✓ 渠道端、供应链端集中度提升趋势越加明显，外部环境有利于龙头品牌企业不断加深竞争壁垒。

■ 18H2投资策略：优选龙头

- ✓ 宏观上，市场对下半年消费形势较悲观；
- ✓ 中观上，基于行业运行规律，17Q4/18Q1基数较高，不容易在18Q4/19Q1使市场对整体行业基本面形成正面预期；
- ✓ 微观上，优秀公司的Alpha十分明显。

- 配置上核心关注优质龙头品牌，绝对收益角度可以在低估值前提下等待优质龙头的年度估值切换，板块性机会预计要等待来年。

1.4 重点推荐标的和估值（1/2）

- **森马服饰**：预计2018/2019年净利润16.1/19.5亿元，同比增长41.3%/21.2%，估值19/16X，童装持续强势、休闲装恢复增长，表面业绩增速之外建议关注其内部深度改革的推进，核心推荐标的，“买入”评级。
- **中国利郎**：预计2018/2019年净利润8.0/9.3亿元，同比增长30%/17%，当前对应18年估值11X，分红比例70%，股息率6%，2012年以来全体系提效效果显著、订货会表现持续良好，“买入”评级。
- **比音勒芬**：2018/2019年预计净利润2.6/3.6亿元，同比增长45%/39%，对应估值18年25倍，在原有高尔夫服饰基础上推出休闲度假系列拓展品牌内涵，运动时尚市场大有可为，门店扩张及同店增长空间大，“买入”评级。
- **歌力思**：2018/2019年预计净利润3.8/4.6亿元，同比增长25%/21%，当前对应18年估值16X，基于品牌运营能力得到证明后的持续外延预期，给予“买入”评级。
- **海澜之家**：2018/19年预计净利润增长10%/9%至36.7/40.0亿元，对应PE12/11X，预计本年度在完成拓店计划基础上全年主品牌同店可实现正增长，作为增长稳健、高分红低估值白马继续推荐，“买入”评级。
- **太平鸟**：2018/2019年净利润6.6/8.5亿元，同比增长44%/30%，当前对应18年估值17X，在品牌调整见效后，伴随持续的内部提效，将进入盈利水平恢复及外延扩张重启的成长周期，维持“买入”评级。
- **富安娜**：预计2018/2019年净利润5.8/6.7亿元，同比增长16%/16%，当前对应18年估值12X，家纺业务发展稳健，全年净开100家预期不变，家居业务拓展审慎、亏损可控，作为家纺企业中报表质量最优秀的龙头，“买入”评级。
- **波司登**：FY19/20预期净利润8.1/10.7亿，对应估值11/9X，18年专注羽绒服主业、产品革新配合大力品牌宣传，有望迎来戴维斯双击，“买入”评级。
- **罗莱生活**：2018年扩店计划继续在200家左右，增长稳健，莱克星顿在原有基础上实现个位数收入增长；公司整体提效空间较高、业绩增速快于收入，预计18/19年归母净利润5.6/6.7亿元，对应PE15/12倍，给予“买入”评级。

1.4 重点推荐标的和估值(2/2)

表：品牌服饰标的估值表

上市公司	市值(亿元)	17归母	2018归母净利润 (亿元)	YOY	18PE	2019归母净利润 (亿元)	YOY	19PE	
休闲装									
002563.SZ	森马服饰	302	11.4	16.1	41.3%	18.8	19.5	21.2%	15.5
3998.HK	波司登	92	6.2	8.1	32.0%	11.3	10.7	31.5%	8.6
600398.SH	海澜之家	447	33.3	36.7	10.1%	12.2	40.0	9.0%	11.2
603877.SH	太平鸟	108	4.6	6.6	43.6%	16.5	8.5	29.9%	12.7
体育									
2020.HK	安踏体育	998	30.9	39.6	28.4%	25.2	49.7	25.4%	20.1
2331.HK	李宁	157	5.2	7.1	37.0%	22.3	9.3	32.1%	16.9
1368.HK	特步国际	102	4.1	6.2	52.8%	16.4	7.2	16.0%	14.1
高端									
603808.SH	歌力思	58	3.0	3.8	24.8%	15.5	4.6	21.4%	12.7
603839.SH	安正时尚	54	2.7	3.6	31.9%	14.9	4.7	29.6%	11.5
002832.SZ	比音勒芬	65	1.8	2.6	44.8%	24.9	3.6	39.4%	17.8
3306.HK	江南布衣	60	4.1	4.9	18.9%	12.4	5.7	17.7%	10.5
603587.SH	地素时尚	109	4.8	5.8	21.5%	18.6	6.5	12.1%	16.6
家纺									
002327.SZ	富安娜	72	5.0	5.8	16.1%	12.4	6.7	15.8%	10.7
002293.SZ	罗莱生活	83	4.3	5.6	31.2%	14.8	6.7	19.4%	12.4
603365.SH	水星家纺	45	2.6	3.2	23.9%	14.2	3.9	22.2%	11.6
男装									
1234.HK	中国利郎	91	6.1	8.0	30.3%	11.4	9.3	16.7%	9.8
601566.SH	九牧王	78	4.9	5.6	14.1%	13.9	6.4	13.6%	12.3
002029.SZ	七匹狼	48	3.2	3.5	10.7%	13.8	4.2	19.9%	11.5

数据来源：Wind、东吴证券研究所，其中安正时尚、水星家纺、安踏体育、李宁、特步国际来自Wind一致预期

注：波司登18归母净利润指18/4/1-19/3/31业绩，江南布衣18归母净利润指2018/7/1-2019/6/30业绩



1 品牌服饰：消费预期转冷，关注优质龙头Alpha

2 纺织制造：延全球布局主线优选龙头

3 新模式企业：消费降级时代龙头马太效应明显

2.1 汇率影响下制造型企业18H1中报业绩增速放缓

- **总结18Q2生产型企业中报特点：**出口型企业由于18H1人民币兑美元汇率相对去年同期升值影响，用美元结算订单收入兑换成人民币后反映在报表上较去年同期减少，致出口型企业相对去年同期普遍出现收入增速放缓、汇兑损失提升，业绩增速较为平淡。

表：代表性制造龙头18H1经营情况（单位：亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
申洲国际						
收入		82.72		98.32		91.70
YOY		18.77%		20.54%		10.86%
毛利率		31.63%		31.07%		32.24%
归母净利润		17.99		19.64		21.79
YOY		24.05%		31.13%		21.14%
华孚时尚						
收入	23.17	31.01	34.52	37.26	30.34	37.56
YOY	30.77%	24.75%	36.21%	82.24%	30.96%	21.12%
毛利率	13.67%	14.32%	11.42%	6.83%	11.95%	13.38%
归母净利润	1.66	2.73	1.66	0.73	2.19	3.33
YOY	63.25%	37.00%	65.53%	-7.12%	31.88%	22.22%
鲁泰A						
收入	12.73	17.17	16.32	17.87	15.20	17.61
YOY	-0.76%	10.91%	13.80%	4.10%	19.40%	2.54%
毛利率	32.42%	30.73%	28.40%	29.56%	28.58%	27.59%
归母净利润	1.58	2.35	1.97	2.51	1.59	2.18
YOY	5.14%	20.94%	-16.69%	11.93%	0.82%	-7.23%
伟星股份						
收入	3.51	8.24	6.80	7.69	4.22	8.43
YOY	14.38%	23.46%	13.28%	28.38%	20.26%	2.29%
毛利率	38.02%	43.88%	43.35%	42.80%	37.70%	42.62%
归母净利润	0.09	1.54	1.16	0.85	0.16	1.64
YOY	27.17%	21.38%	14.08%	43.09%	74.36%	6.92%

数据来源：Wind，东吴证券研究所，申洲国际、天虹纺织为半年度数据

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
天虹纺织						
收入		74.49		88.73		88.23
YOY		27.89%		13.28%		18.45%
毛利率		11.47		12.93		14.77
归母净利润		6.45		5.07		6.02
YOY		41.17%		-30.61%		-6.57%
百隆东方						
收入	13.77	16.85	15.02	13.87	13.43	16.00
YOY	21.96%	13.07%	2.22%	0.37%	-2.51%	-5.07%
毛利率	18.13%	18.57%	17.68%	15.43%	18.26%	17.36%
归母净利润	1.14	1.95	0.79	1.01	0.88	2.38
YOY	14.33%	-3.03%	-19.30%	-51.46%	-22.72%	22.23%
健盛集团						
收入	1.98	2.62	3.01	3.77	3.42	4.15
YOY	28.36%	82.17%	66.13%	104.21%	72.97%	58.07%
毛利率	30.75%	29.78%	27.44%	26.12%	26.75%	27.96%
归母净利润	0.33	0.32	0.41	0.25	0.44	0.67
YOY	-31.03%	14.46%	42.37%	-	32.62%	108.33%
航民股份						
收入	7.19	8.98	9.16	9.64	8.33	11.04
YOY	6.35%	-1.32%	15.39%	18.74%	15.97%	23.00%
毛利率	27.08%	32.17%	27.87%	31.88%	27.00%	28.56%
归母净利润	0.94	1.50	1.33	1.97	1.03	1.74
YOY	1.91%	3.38%	10.54%	6.14%	10.50%	16.50%

数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

2.1.2 越南业务高盈利水平成为中报亮点

- 越南业务高盈利水平成为各纺织制造龙头中报业绩亮点。从部分披露了越南产能盈利水平的企业的盈利水平来看，越南将成为未来的主要看点。
- ✓ 鲁泰A：2014年开始布局，18H1越南子公司收入/净利润2.5亿/0.4亿元，净利润率16.0%，远超公司整体11.5%的净利润率。
- ✓ 百隆东方：2014年随大客户申洲开始越南布产，18H1越南业务收入/净利润10.6/1.5亿元，净利润率14.22%，远超公司整体11.08%的净利润率（其中18H1国内净利率约为6.77%）。
- ✓ 健盛集团：2014年开始布局，18H1越南业务收入/净利润1.6亿/0.38亿元，净利润率23.7%，远超公司整体14.6%以及国内9.3%的净利率。

表：鲁泰A主要子公司盈利情况

重要子公司	收入（百万元）			净利润（百万元）			净利率	
	17H1	18H1	YOY	17H1	18H1	YOY	17H1	18H1
鲁丰织染	791.13	793.45	0.29%	66.83	28.73	-57.00%	8.45%	3.62%
新疆鲁泰	259.17	342.13	32.01%	14.64	35.06	139.51%	5.65%	10.25%
鲁泰越南		249.79			40.01			16.02%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：百隆东方越南经营情况（单位：亿元）

	2017H1	2018H1	YOY
越南收入	9.94	10.62	6.84%
收入占比	32.45%	36.09%	
越南净利润	1.34	1.51	12.69%
净利润率	13.48%	14.22%	0.74%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：健盛集团越南经营情况（单位：亿元）

	18H1收入 (亿元)	18H1净利润 (亿元)	净利率	2018年预计产能 (亿双)
越南棉袜业务	1.6	0.38	23.7%	1.2
中国棉袜业务	3.7	0.35	9.3%	1.8
棉袜业务整体	5.3	0.72	13.7%	3.0
俏尔婷婷并表	2.3	0.38	16.6%	
合并报表	7.6	1.11	14.6%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所估算

2.2 重点企业越南布产情况（1/2）

- **上游纱线类企业：**天虹纺织出海最早、布局坚定，投资包括纱线规模化业务及垂直一体化；百隆东方2013年跟随大客户申洲出海布产，未来随申洲订单扩张继续配套扩张；华孚时尚此前产能扩张重点在国内，未来预计国内（新疆）及东南亚并重。

公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2017年海外产能占比	现状说明	未来规划
天虹纺织	越南	2006	已投入45亿元	40%（纱线）	2006年赴越南建纱厂，目前313万锭纱线产能中国内/越南188/125万锭；2016年集团在越南广宁建立天虹工业园，垂直一体化业务在工业园内展开	纱线产能维持双位数增长（海外为主）；下游垂直一体化（牛仔裤、针织、无纺布）业务主要在越南展开
	柬埔寨、中美洲等	2015	2005年以0.57亿元收购柬埔寨成衣工厂，2017年收购年兴纺织旗下工厂获得越南、柬埔寨成衣工厂及尼加拉瓜染厂，未来除越南外计划建立其他海外生产基地，中美洲凭借靠近目标市场（美国）、关税优惠（对美出口免税）成为有力候补			
百隆东方	越南	2013	45亿元（共7亿美金，其中B区3亿17年起分3年投入）	42%	2013年随大客户申洲国际出海越南，越南A区50万锭纱线产能13年底试产、16年底全部投产；截至2017年色纺纱产能120万锭，国内/越南70/50万锭	越南B区50万锭产能17年5月启动，投资额3亿美金，2018H2逐渐释放，19年B区产能完全释放后不排除进一步产能扩张。
华孚时尚	越南	2013	已投入14.3亿元	16%	2013年成立越南华孚，一期12万锭2015年投产、二期16万锭2016年末陆续投产，2018H1年总产能188万锭，新疆/东部沿海/越南产能96/64/28万锭	未来产能总体以双位数速度扩张，新疆及东南亚并重。

- **中游面料企业：**超盈国际控股对准日本及美国市场开发越南及斯里兰卡产能，鲁泰海外扩产注重垂直产业链搭建（尤其越南地区）

公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2017年海外产能占比	现状说明	未来规划
鲁泰	越南	2014	10.7亿元	15%（色织布） 15%（衬衣）	公司总产能：色织布现有产能1.8-1.9亿米，匹染布产能0.8亿米，衬衫总产能2000万件。 越南1）纺纱：15年底纺纱一期（3万锭）投产；2）3000万米色织布面料项目：一期16年投产；3）600万件衬衫项目：17年一期300万件投产，处于产能爬坡阶段	越南纺纱二期7.6万锭开建，4000万米色织面料扩产项目筹备中，制衣二期300万件衬衫开建
	柬埔寨	2014	1.4亿元	15%（衬衣）	300万件衬衫产能，14年一期投产，15年二期投产	暂无
	缅甸	2014	0.8亿元	5%（衬衣）	100万件，15年投产	暂无
超盈国际	越南	2016	近6亿元（0.84亿美金）	10%左右	公司目前拥有1.10/16.7/0.25亿米面料/织带/蕾丝产能，出于服务大客户Uniqlo角度建立越南工厂，17Q3投产，占面料产能比重10%左右。	远期来看，越南+斯里兰卡占到50%产能
	斯里兰卡	2017	6.5亿元（1亿美金，此处仅为初始投资）	未过户	从开发Nike等潜在美国客户角度出发2017年底签订两个框架协议，一为出资5000万美元持股51%与MAS成立合营公司接管其已有工厂，二为出资5000万美元持股75%与Brandix成立合营公司建立新工厂，两工厂同时起量后将整体产能带来20%增长	

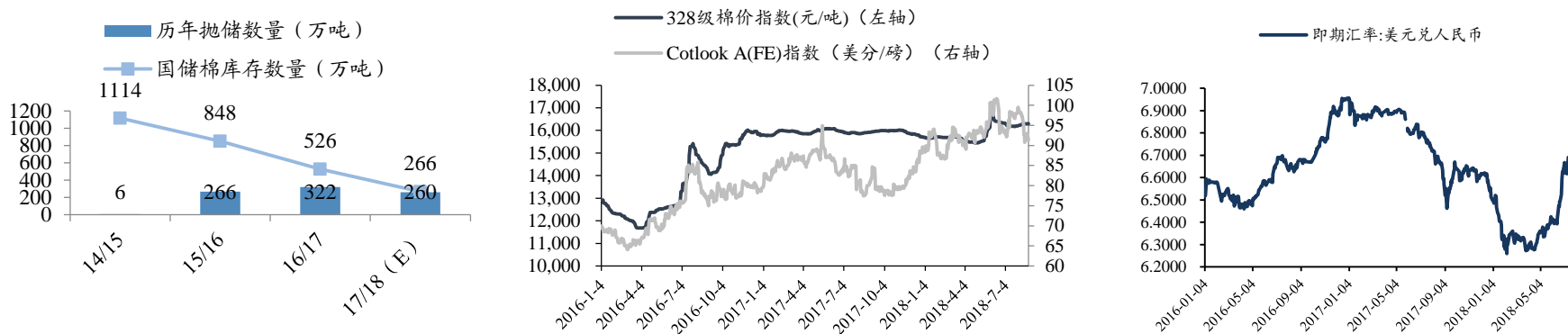
2.2 重点企业越南布产情况 (2/2)

- 下游成衣企业：申洲国际、维珍妮、晶苑国际东南亚投资魄力十足，后续扩产计划明晰；健盛国际、南旋控股处于消化海外已有产能阶段

公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2017年海外产能占比	现状说明	未来规划
申洲国际	越南	2013	约40亿元	40% (面料) 12% (成衣)	公司整体产能约14万吨，宁波/越南分别8.5/5.7万吨；成衣方面，越南产能4200万件（整体3.5亿件），公司现有工人共7.7万人，其中国内/越南分别5.0/1.6万人。	面料部分，越南2018目标产能300吨/天；成衣部分，在现有万人工厂基础上计划未来进一步增加5000人
	柬埔寨	2005	超过5亿元	15% (成衣)	2017年成衣工厂扩张到1.1万人	考虑新建制衣工厂
维珍妮	越南	2014	约30亿元	40%	目前越南产能占比40%； A工厂16/3投产，产能4600万件胸围及贴身内衣，基本满产； B工厂17/5投产，产能9000万对胸杯，目前基本满足越南生产需要； C工厂18/4投产，规划产能3000万件胸围及运动服； D工厂预计18Q4竣工，规划产能3000万件胸围及运动内衣； E工厂预计19年投产，200万双运动鞋及部分内衣产能。	随越南C工厂招工，D/E工厂陆续建成，目标接下来两财年越南产能占比达到50%/70%-75%
晶苑国际	越南	2003	约为20亿元	44%	约为1.80亿件，总产能约为4.1亿件	2019年前扩张1.29亿件，投资1.63亿美元（约合10.6亿元）
	孟加拉	2006	约为3亿元	6%	约为0.25亿件	2019年前扩张0.27亿件，投资1.81亿美元（约合11.8亿元）
	柬埔寨	2011	约为7亿元	15%	约为0.61亿件	2019年前扩张0.18亿件，投资800万美元（约合5200万元）
	斯里兰卡	1981	约为2亿元	4%	约为0.18亿件	暂无扩张计划
健盛集团	越南	2014	约7亿元（计划投资1.1亿美金）	30% (袜子)	2014年赴越南投资，计划投资1.1亿美金、形成年产2亿双袜子产能截至2017年越南产能形成2亿+人民币销售规模，自产产量7000万双。	越南产能进一步释放，2018年计划生产1.2亿双（占比40%）。未来不排除在越南发展无缝内衣产能的可能。
南旋控股	越南	2014	近6亿元	35% (毛衫) 30% (鞋面)	14年为配合Uniqlo订单赴越南扩产，17年毛衫产能4600万件，越南产能1600万件，利用率50%；鞋面产能2000万双，其中越南600万双，属于初投放阶段。	未来关注越南产能利用率提升

2.3 下半年来看，棉价和汇率也将形成业绩利好

- **基于全球性棉花供给缺口的存在，我们认为棉价正处在一个中长期上升趋势中，长期利好棉纺龙头盈利能力：**根据UDSA数据，17/18年全球棉花缺口154万吨，中国棉花供需缺口352万吨，后者需要通过进口及国储棉抛储补足，按照正常抛储进度18年轮出国储棉库存将接近临界值，加之稳定市场情绪中储棉7/31宣布本年度抛储延长至9/30结束，进一步凸显棉花供给紧俏行情，我们对于棉价中期走势持乐观态度。棉纺龙头出于生产效率最优化通常保持4-6月的棉花库存，棉花价格上涨利好棉纺龙头的毛利率提升。



- **人民币的贬值有利于催化生产型龙头企业的短期业绩：**5月以来人民币的迅速贬值对于纺织制造企业的业绩影响主要体现在以下几个方面：1) 利好收入增长与毛利率提升（与出口占比正相关、接单周期正相关）；2) 与外汇敞口正相关（对应汇兑损益）；3) 套保会减少汇率波动对于业绩的影响（对应汇兑损益）。

证券简称	市值	2017出口占比	2017海外产能占比	应收账款周转天数	2017年末外汇敞口	贬值5%带来的业绩弹性	是否套保	18年净利润(一致预期)	2018PE(一致预期)	18年净利润考虑贬值5%	2018PE考虑贬值5%
华孚时尚	10,484	25%	17%	24	-564	12.8%	是	878	12.1	991	10.6
鲁泰A	8,272	63%	14%	18	118	14.9%	是	927	9.3	1,065	7.8
新野纺织	3,145	9%	0%	40	17	5.7%		397	8.0	420	7.5
百隆东方	8,040	42%	42%	29	436	12.9%	是	586	13.1	662	12.2
孚日股份	4,930	61%	0%	33	490	30.8%	是	451	10.9	590	8.4
联发股份	3,188	59%	3%	38	387	29.4%	是	365	8.7	472	6.8
新澳股份	3,629	35%	0%	17	65	15.6%		252	14.4	291	12.5
健盛集团	3,626	82%	20%	60	333	20.5%	是	222	17.0	267	13.6
伟星股份	5,882	22%	0%	49	189	7.5%		432	13.8	464	12.7

数据来源：公司公告、Wind、东吴证券研究所

注：本表格中各公司2018净利润采用Wind一致预期，贬值后利润算法=原有预测利润+收入*海外收入占比*(1-海外产能占比)*贬值幅度*(1-所得税率)+货币性外币敞口*贬值幅度*(1-所得税率)

2.4 重点推荐标的 (1/2)

■ 港股重点推荐天虹纺织、申洲国际、维珍妮，关注晶苑国际、超盈国际

- ✓ **天虹纺织**：弹力包芯纱全球龙头，17年纱线收入145亿元，产能313万锭（越南占比40%），未来每年扩产10%，正常年份纱线业务毛利率17%-18%；下游业务方面，17年与华利达合作建越南工厂、收购亚洲前三大牛仔裤生产商年兴纺织越南及柬埔寨工厂，下游成衣业务迅速放量，17年已取得优衣库订单，下游业务发展有望降低公司业绩对原材料价格波动敏感性的同时打造新增长点。正常年份ROE超20%，预计2018/2019/2020年公司收入同增18%/13%/11%至192/217/241亿元，考虑汇率影响，18/19/20年归母净利同增13%/24%/18%至13.1/16.2/19.0亿元，对应PE8/7/6X，低估制造龙头，重点推荐，“买入”评级！
- ✓ **申洲国际**：针织服装制造全球龙头，领先研发+高效垂直一体化生产成为其最大优势，作为Nike、Adidas、Uniqlo、Puma针织服装品类全球最大供应商活跃，前四大客户订单占比达到70%，带来订单增长及盈利能力的高度稳定。每年产能以15%-20%扩张，预计18/19年归母净利同增23%/19%至46.1/54.7亿元，对应PE29/25X，“买入”评级。
- ✓ **维珍妮**：内衣制造全球龙头，无缝技术领先，不仅作为L Brands等传统内衣领域龙头重要供应商活跃，更凭借无缝技术获得包括Nike、Adidas等多个运动品牌客户，并拓展内意外服装、鞋品业务合作；2014年起越南相关产能投资超过30亿元，未来随盈利能力更强的越南产能占比提升盈利水平将有长足恢复，FY19/20业绩一致预期3.9/5.3亿港元，对应PE21/12X。

■ A股提示重点关注华孚时尚及百隆东方，关注鲁泰A、健盛集团。

- ✓ **华孚时尚**：2017年底色纺纱产能达到180万锭，其中东部沿海/新疆/越南达到72/80/28万锭，未来两年产能复合增速预计在15%（包括新疆和越南）；同时公司依靠新疆大量棉花资源所开展的网链业务正处在迅速放量，打磨新盈利模式的过程同样值得期待，预计18/19/20年归母净利润规模8.6/10.5亿元，对应估值12/10倍，“买入”评级
- ✓ **百隆东方**：2017年底色纺纱产能120万锭，其中中国/越南70/50万锭，越南B区50万锭产能18H2开始逐步释放，随后若订单增长顺畅不排除继续扩张可能，考虑主业作为色纺双雄技术壁垒较高，加之越南产能布局早、与核心客户申洲关系深厚，外币敞口得到有效控制（从而控制汇兑损益波动性）盈利稳定性将明显提升，预计公司18/19/20年归母净利同增25%/15%/13%至6.08/7.00/7.92亿，对应估值13/11/10X，考虑作为色纱全球龙头业绩增长的持续性及稳定性，当前估值具有吸引力，维持“增持”评级。

2.4 重点推荐标的(2/2)

表：纺织制造行业重点标的估值表

	上市公司	市值(亿元)	17归母	2018归母净利润 (亿元)	YOY	18PE	2019归母净利润 (亿元)	YOY	19PE
纱线									
2678.HK	天虹纺织	107	11.5	13.1	13.3%	8.2	16.2	23.9%	6.6
002042.SZ	华孚时尚	105	6.8	8.6	26.6%	12.2	10.5	22.4%	10.0
601339.SH	百隆东方	80	4.9	6.1	24.7%	13.2	7.0	15.0%	11.5
面料									
000726.SZ	鲁泰A	83	8.4	8.8	4.5%	9.4	9.9	13.0%	8.3
2111.HK	超盈国际	23	2.5	3.3	28.9%	7.0	3.9	18.7%	5.9
成衣									
2313.HK	申洲国际	1,346	37.6	46.1	22.5%	29.2	54.7	18.7%	24.6
2232.HK	晶苑国际	122	9.7	12.3	26.4%	9.9	15.1	22.9%	8.1
2199.HK	维珍妮	63	1.9	3.0	56.3%	20.8	5.1	68.3%	12.4
603558.SH	健盛集团	36	1.3	2.1	59.8%	17.3	2.5	20.1%	14.4
1982.HK	南旋控股	22	2.6	3.9	37.6%	5.7	4.2	7.0%	5.4
印染辅料									
600987.SH	航民股份	61	5.7	6.4	11.3%	9.5	6.9	7.5%	8.9
002003.SZ	伟星股份	59	3.6	4.3	17.2%	13.8	4.9	15.3%	11.9

数据来源：Wind、东吴证券研究所，其中超盈国际、晶苑国际、南旋控股、伟星股份来自Wind一致预期



1 品牌服饰：消费预期转冷，关注优质龙头Alpha

2 纺织制造：延全球布局主线优选龙头

3 新模式企业：消费降级时代龙头马太效应明显

“消费降级”呼唤下，高效新模式龙头基本面表现跑赢行业（1/2）



■ “消费降级”持续呼唤高效率新模式企业，龙头受益马太效应基本面表现持续强劲：消费趋势转冷，高性价比产品增速仍然维持高位，拼多多的高速增长从侧面可以反映本类需求之强劲。

■ 南极电商：GMV维持健康增长，电商龙头马太效应明显。

✓ 18H1南极电商实现GMV 67.9亿（+61.6%），Q2单季度GMV34.2亿（+48.5%）。我们认为18Q2在行业整体增速下行趋势下，南极电商的增长表现出了在线上存量流量逐渐成为主导的情况下，龙头的运营优势正逐步明显。18H1，南极电商在53个细分产品类目的GMV居阿里行业前十名，龙头地位显著。

✓ 公司主品牌在目前高性价比快消品类上在线上拥有较强的优势，在线上流量逐步进入存量竞争的情况下，其作为头部品牌在马太效应下有望不断提升核心竞争壁垒。同时我们看到公司在拼多多等新渠道的快速增长也有望为其拓展新的增长渠道。我们预计18-20年公司净利润8.8亿/11.8亿，同比增长为64%/34%对应估值分别为22/16倍，“买入”评级

表：拼多多基础经营数据增长惊人

	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30
活跃买家数量（百万人）	67.7	99.7	157.7	244.8	294.9	343.6
YOY					336%	245%
APP用户数量（百万人）	15.0	32.8	71.1	141.0	166.2	195.0
YOY					1008%	495%
单个用户平均消费（元/人）	308.7	385.0	449.2	576.9	673.9	762.8
YOY					118%	98%
GMV（亿元）（过去12月累计）	209	384	709	1412	1987	2621
YOY					851%	583%
GMV（亿元）（单季）	87	196	未披露	未披露	662	830
YOY					661%	323%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：南极电商分季度运营表现（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
南极电商整体GMV分平台						
总GMV	1,898	2,303	2,286	5,916	3,369	3,421
YOY	73%	127%	77%	55%	78%	49%
阿里平台	1,290	1,580	1,643	4,381	2,410	2,322
YOY	57%	103%	61%	64%	87%	47%
占比	68%	69%	72%	74%	72%	68%
附：阿里GMV增速 （季度增速为天猫商品实体增速）		49%	49%	43%	40%	34%
京东平台	522	585	437	992	610	671
YOY	96%	155%	9%	12%	17%	15%
占比	28%	25%	19%	17%	18%	20%
附：京东GMV增速	42%	46%	32%	33%	31%	30%
拼多多	43	91	106	457	265	324
YOY					516%	256%
占比	2%	4%	5%	8%	8%	9%
唯品会	17	73	39	106	72	91
YOY					516%	256%
占比	1%	3%	2%	2%	2%	3%
整体收入（时间互联17/10/31并表）	70	182	150	584	504	730
YOY	65%	56%	4%	168%	620%	301%
归母净利润	26	114	103	291	89	203
YOY	58%	66%	74%	86%	246%	78%
归母净利润（剔除时间互联）	26	114	103	264	60	177
YOY	58%	66%	74%	69%	132%	55%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 开润股份：18H1业务发展较17H1再加速，2B、2C两翼齐飞

- ✓ 2C业务18H1增速113%较去年同期再加速，未来：1) 继续保持传统电商渠道高速增长并加强对新型电商（社交电商，例如云集、环球捕手等）方面的投入；2) 线下将通过小米线下、团购、百货集合店、自有零售渠道；3) 因地制宜，多种方式推动海外布局，预计18年2C收入增速不低于100%。
- ✓ 2B业务18H1增速30%且毛利率实现提升，未来包括印度在内的海外布局继续铺开，国内预计通过合资方式继续办厂，预计在18年2B收入增速不低于25%
- ✓ 预计公司18/19/20年归母净利润有望达到1.88/2.65，同比增速41%/41%，对应PE38/27X，“买入”评级。

■ 跨境通：上半年理清管理思路及体系建设，18H2成果逐步体现，延续高增同时报表质量有望继续提升

- ✓ 18H1管理层厘清思路、团队管理及业务认知提升明显，整体体系（人才、物流、供应链、大数据、技术团队等）搭建趋于成熟，下半年成果将逐步体现
- ✓ 具体来看18下半年增长，我们预计：**1)** 电子站和服装站方面分别以平台化/品牌化为核心战略，网站增速下半年将快于上半年；**2)** 第三方和上半年增速持平，有望看到核心竞争力的逐步提升。**3)** 前海帕拓逊增速有望保持上半年增速。**4)** 优壹电商增速略低于上半年，但从今年全年、明年来看超额完成业绩承诺可能性较高。
- ✓ 预计公司18/19年归母净利润分别为12.4亿/16.9亿，同比增长65%/37%，若剔除优壹同比增长为32%/37%，对应当前市值PE为18/13X，看好跨境电商行业的高成长性、公司的战略卡位以及核心竞争能力的累积，维持“买入”评级。

表：开润股份经营情况（单位：亿元）

	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1
2C收入	0.95	1.36	1.92	3.15	4.10
YOY			102.7%	132.0%	113.4%
2B收入	2.43	3.02	3.03	3.52	3.90
YOY			24.5%	16.7%	29.9%
收入合计	3.38	4.37	4.95	6.67	7.99
YOY			46.4%	52.5%	62.4%
归母净利润	0.34	0.50	0.60	0.73	0.84
YOY			76.6%	46.7%	80.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：跨境通分季度运营表现（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
收入合计	2,650	2,922	3,169	5,277	4,622	5,253
YOY	51%	74%	52%	75%	74%	80%
其中：出口业务总计	2,410	2,500	2,950	4,540	3,700	3,370
YOY	40%	69%	53%	65%	57%	32%
环球易购出口业务	1,990	2,040	2,320	3,719	2,949	2,660
YOY	35%	61%	51%	64%	48%	30%
前海帕拓逊	420	460	630	821	751	710
YOY	110%	119%	66%	64%	79%	54%
其中：进口业务总计	184	242	140	100	888	1,963
YOY		201%	-67%	-85%	383%	711%
环球易购	184	242	140	100	95	119
YOY					-48%	-51%
优壹电商					793	1,844
YOY						
归母净利润	159	156	180	256	263	244
YOY	82%	120%	58%	111%	65%	57%
归母净利率	6%	5%	6%	5%	6%	5%
经营性现金流	(568)	516	(475)	235	(250)	86
环球易购					(124)	141
帕拓逊					(6)	11
优壹电商					(106)	(35)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 风险提示

- 全球经济波动带来出口需求下滑：若出现全球性经济萧条，将对我国纺织服装、尤其制造业出口需求造成负面影响。
- 国内宏观经济波动导致内需下滑：若宏观经济下滑带来居民可支配收入下降、消费热情下降、零售环境遇冷，将对品牌服饰企业零售表现带来负面影响。
- 大宗商品价格波动带来的原材料成本波动：参考2011年受量化宽松影响下全球大宗商品经历了整体大涨后大跌的周期，棉价波动剧烈，带动当年棉纺企业、尤其上游纱线企业业绩波动剧烈。若未来出现全球性经济危机带来货币波动、影响大宗商品价格、致棉价大幅波动，将对生产制造企业成本管控带来巨大挑战。
- 汇率意外波动：若人民币意外大幅升值，将对海外投资较多的制造业形成较大汇兑损失、以及对出口企业需求带来负面影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园