

推荐 (维持)

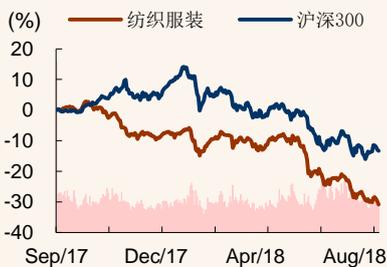
Q2品牌淡季增速放缓 制造龙头短期表现或优于品牌

2018年9月2日

纺织服装行业2018年中报综述

上证指数	2725
行业规模	占比%
股票家数 (只)	109 3.1
总市值 (亿元)	6569 1.4
流通市值 (亿元)	5030 1.3

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-10.2	-22.7	-29.9
相对表现	-5.0	-5.5	-17.2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《纺织服装行业“时尚半月谈”8月上期—龙头终端运转良性 中报期将迎来估值修复期》2018-07-30
- 2、《纺织服装行业“时尚半月谈”7月下期—美国加征关税影响有限 震荡市下择优布局绩优龙头》2018-07-15
- 3、《纺织服装行业 2018 年中报前瞻—择优配置绩优龙头 把握估值修复机会》2018-07-13

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

18Q2 受淡季及多雨天气影响, 板块收入同比增速较 Q1 收窄, 但整体复苏趋势仍延续。1) 品牌: Q2 中高端品牌复苏的延续性和内生成长力仍优于大众; 线下渠道受直营内生复苏、净开店及经销商补库拉动, 自 17H2 起复苏并延续至今; 线上渠道因基数提升及低价平台分流影响增速放缓。库存周转加快, 库龄结构好转。2) 电商: 上半年整体仍保持快速增长, Q2 淡季增速较 Q1 放慢亦属正常。3) 制造: 订单饱满, 利润端受 Q2 人民币贬值影响环比改善。我们认为本轮行业龙头的复苏是在出清库存基础上, 运营质量及效率提升拉动的, 库存等风险控制意识明显提升, 现阶段仍在持续夯实运营基础。目前龙头公司估值正向 15X 历史底部估值回归, 短期行业淡季销售表现叠加弱市情绪, 预计 9 月品牌板块仍以跟随大盘波动为主, 制造板块受盈利及周期双属性提升预期催化表现或将优于品牌, 品牌龙头建议待 Q4 销售旺季, 15X 底部中枢位置把握修复和切换行情。

- 18H1 纺服板块结构性复苏趋势延续: 18H1 行业收入/净利润分别增长 24%/30%。其中, 纺织制造板块收入/净利润分别增长 21%/8%; 品牌板块收入/净利润分别增长 16%/31%; 电商板块收入/净利润分别增长 57%/60%。
18Q2 同比增速放缓: 品牌板块受 Q2 淡季及多雨天气影响, 收入增速由 Q1 的 21% 放缓至 12%, 但受存货跌价计提减少、政府补贴及投资收益增加, 利润同比增长 24%; 电商板块保持较高增速, 收入/净利润增速分别为 55%/43%。
- 品牌零售: 中高端女装 18Q1/Q2 主业收入分别增长 22%/16%, Q2 同店仍保持双位数增长。休闲龙头受自身存货压力缓解、渠道调整完毕、产品力提升等因素驱动, 18Q1/Q2 收入增速分别为 16%/14%。家纺在行业集中度提升及地产后周期拉动下, 叠加龙头自身革新显效, 18Q1 收入增长 23%, 但 Q2 水星线上增速放缓, 使收入增速降至 11%。中高端商务男装龙头 18Q1/Q2 收入增速分别为 13%/10%。户外及鞋帽业务仍处于底部阶段。电商: 剔除并表后, 国内及国外电商 Q2 淡季收入均有不同程度放缓, 但仍处于正常区间。
- 纺织制造: 18H1 订单饱和, 收入稳定增长; 利润端受 18Q2 人民币贬值影响, 部分公司环比改善。受下游需求好转, 订单饱和, 产品价格稳中有升、外延并购等因素影响, 纺织制造 18H1 收入增长 21%, 其中 Q1/Q2 分别为 28%/16%。受 18Q2 人民币贬值因素影响, Q1/Q2 利润增速分别为 16%/10%。
- 投资策略: 1) 品牌: 7 月以来淡季及雨水因素导致行业零售数据走弱。但目前龙头终端表现优于行业, 同店收入增长介于大个位数至低双位数之间, 尚未出现库存压力, 处于相对良性运转区间, 下半年开店部署正常。我们认为本轮行业龙头的复苏是在出清库存基础上, 运营质量及效率提升拉动的。现阶段龙头公司估值正向 15X 历史底部估值回归, 短期行业淡季销售表现叠加弱市情绪, 预计 9 月品牌板块仍以跟随大盘波动为主, 待 Q4 销售旺季, 可在 15X 底部中枢位置把握低估龙头的修复和切换行情。2) 制造: 龙头全年订单饱和, 海外产能可规避贸易战影响, 18H2 贬值及棉价上涨预期将拉动龙头盈利及周期双属性提升。预计制造业短期相对收益好于品牌板块。
- 风险提示: 1、终端消费持续低迷; 2) 行业转型低于预期。

正文目录

一、18H1 电商板块保持较快增长，纺织制造业绩增长表现优于品牌零售	4
二、品牌行业：淡季及多雨天气致 Q2 收入增速趋缓 高端品牌内生成长力优于大众	5
1、中高端女装：内生成长基础扎实，Q2 仍保持稳健增长	5
2、休闲：龙头表现良好 潮流时尚化产品备受追捧	7
3、家纺板块：线上增速放缓 线下稳健增长	9
4、商务休闲男装：Q2 开始同店出现放缓迹象 时尚年轻化新品牌快速成长	11
5、户外板块：调整持续，仍处底部	12
三、电商板块：高增长延续，但 Q2 淡季增速有所放缓	13
四、纺织制造：订单饱满，人民币 Q2 贬值改善利润空间	14
五、板块估值及投资策略	15
1、板块估值：正向历史估值低点 15X 中枢回归	15
2、投资建议	15
六、风险提示	19

图表目录

图 1：女装公司近 4 年门店数量	6
图 2：女装公司近 4 年净增门店数量	6
图 3：错峰备货导致中高端女装存货周转天数略有增加	7
图 4：休闲龙头近 4 年门店数量	8
图 5：休闲龙头近 4 年净增门店数量	8
图 6：休闲存货周转天数自 2017 年起缩短	9
图 7：家纺公司近 4 年门店数量	10
图 8：家纺公司近 4 年净增门店数量	10
图 9：家纺公司存货周转天数自 2017 年起缩短	11
图 10：中高端商务休闲男装近 4 年门店数量	12
图 11：中高端商务休闲男装近 4 年净增门店数量	12
图 12：商务休闲男装存货周转天数自 2017 年起缩短	12
图 13：美元兑人民币即期汇率	14
图 14：年初至今申万一级子行业走势排名	15

图 15: 行业绝对估值 (PE-TTM/整体法/剔除负值)	15
图 16: 行业相对估值 (行业/沪深 300)	15
图 17: 纺织服装行业历史 PE Band	20
图 18: 纺织服装行业历史 PB Band	20
表 1: 纺织服装各板块 2018H1 财务数据	4
表 2: 纺织服装各板块 2018Q2 财务数据	4
表 3: 女装收入增速	6
表 4: 女装同店增速	6
表 5: 女装净利润增速	6
表 6: 休闲龙头公司收入增速	8
表 7: 休闲龙头公司分渠道收入增速	8
表 8: 休闲龙头净利润增速	8
表 9: 家纺公司收入增速	10
表 10: 家纺公司分渠道收入增速	10
表 11: 家纺公司净利润增速	10
表 12: 商务休闲男装龙头公司收入增速	11
表 13: 商务休闲男装龙头公司 (主品牌) 直营同店增速	11
表 14: 商务休闲男装龙头公司净利润增速	12
表 15: 户外板块公司收入增速	12
表 16: 户外板块公司净利润增速	13
表 17: 电商公司收入增速	13
表 18: 电商公司净利润增速	13
表 19: 棉纺公司收入增速	14
表 20: 棉纺公司净利润增速	14
表 21: A 股重点公司估值表	18
表 22: 重点公司大小非解禁时间及数量表	19
表 23: 重点公司员工持股计划情况一览表	19

一、18H1 电商板块保持较快增长，纺织制造业绩增长表现优于品牌零售

我们选取了纺织服装行业重点 43 家公司进行统计分析，18H1 纺织服装行业整体收入/净利润分别增长 24%/30%。分板块看，纺织制造子行业收入/净利润增速分别为 21%/8%；品牌服饰子行业收入/净利润增速分别为 16%/31%；电商子行业收入/净利润增速分别为 57%/60%。

分季度看，18Q2 纺织服装行业整体收入/净利润增速分别为 20%/21%，其中纺织制造收入/净利润增速分别为 16%/10%；品牌服饰受 Q2 淡季及多雨天气影响，收入增速由 Q1 的 21% 放缓至 12%，但受存货跌价计提减少、政府补贴及投资收益增加因素影响，利润端同比增长 24%，表现好于收入端；电商子行业保持较高增速，收入/净利润增速分别为 55%/43%。

表1：纺织服装各板块2018H1财务数据

板块名称	收入 YOY (%)	归母净利润 YOY (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费率 (%)	管理费率 (%)	财务费率 (%)	应收账款周转率 (次)	存货周转率 (次)	经营性现金流量净额 (亿元)
纺织服装	23.57	30.37	39.10	13.01	15.54	6.77	0.58	7.59	7.00	1.58
纺织制造	20.57	7.63	23.10	9.37	4.75	6.80	1.85	5.65	1.83	1.31
毛纺	12.67	26.59	19.25	7.30	3.20	6.31	1.75	4.04	1.14	-0.55
棉纺	16.67	12.42	19.21	9.63	2.55	5.56	2.40	6.70	1.23	1.74
丝绸	22.39	12.94	14.62	4.63	4.67	5.34	0.88	4.68	3.61	1.71
印染	19.87	14.19	27.89	16.93	1.93	5.87	-0.07	8.57	6.13	3.54
辅料	34.52	-15.07	38.60	8.63	13.73	11.24	1.46	2.68	1.60	0.18
品牌服饰	16.16	31.01	46.14	14.14	19.16	7.58	0.13	8.88	0.91	2.11
男装	13.52	14.12	49.45	15.31	21.39	8.13	0.13	6.24	0.90	0.52
女装	29.36	55.66	66.22	14.71	32.26	13.31	2.04	4.77	0.63	0.93
休闲	15.78	31.25	43.23	15.68	15.49	5.93	-0.38	12.40	0.92	3.69
鞋帽	9.90	3.99	40.64	10.65	18.22	10.14	-0.05	2.31	1.11	0.85
家纺	16.71	25.96	45.01	12.04	22.38	6.57	0.18	5.44	0.90	-0.45
童装	17.48	24.62	57.19	9.75	40.55	7.16	-0.77	8.49	0.74	-0.07
户外	-1.07	54.82	33.67	5.14	12.51	10.72	1.76	3.37	1.30	-0.59
电商	57.21	60.33	34.06	13.72	16.59	3.54	0.58	5.20	38.56	-0.15

资料来源：Wind、招商证券（注1）

表2：纺织服装各板块2018Q2财务数据

板块名称	收入增速 (%)		归母净利润增速 (%)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
	18Q1	18Q2	18Q1	18Q2	18Q1	18Q2	18Q1	18Q2
纺织服装	30.03	19.81	36.77	23.79	38.41	39.39	12.14	13.14
纺织制造	28.40	15.93	14.17	10.29	22.78	23.10	7.01	11.06
毛纺	13.49	12.22	32.63	23.33	18.23	19.79	5.73	8.34
棉纺	21.93	13.49	13.34	18.38	19.00	19.26	7.80	11.16
丝绸	33.61	13.73	52.20	-7.07	15.07	14.21	4.35	4.89
印染	15.97	23.00	10.51	16.50	27.00	28.56	14.71	18.61

1 数据样本：毛纺：如意集团、新澳股份；棉纺：鲁泰 A、华孚时尚、百隆东方、孚日股份、新野纺织、联发股份、健盛集团；丝绸：嘉欣丝绸；印染：航民股份；辅料：伟星股份、浔兴股份；其他制造：延江股份、诺邦股份；男装：七匹狼、九牧王、乔治白；女装：朗姿股份、维格娜丝、歌力思、日播时尚、安正时尚；运动休闲：森马服饰、太平鸟、海澜之家；鞋帽：万里马、奥康国际、红蜻蜓、天创时尚；家纺：罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺；户外：三夫户外、比音勒芬、探路者、中潜股份、牧高笛；童装：安奈儿；电商：跨境通、南极电商（剔除并表）、开润股份。

辅料	66.92	17.48	12.73	-16.21	38.61	37.93	2.35	12.05
品牌服饰	20.82	12.45	31.07	23.82	45.78	46.71	14.59	13.32
男装	14.61	12.31	21.00	4.17	47.42	51.77	16.88	11.76
女装	54.59	13.85	53.58	70.97	65.44	66.80	14.98	13.83
休闲	16.21	14.45	33.95	27.42	43.27	43.58	16.02	15.74
鞋帽	11.49	8.52	19.45	-13.36	39.69	41.03	10.88	9.56
家纺	24.34	11.14	29.61	23.02	44.63	45.61	14.10	9.70
童装	21.72	12.96	6.31	83.83	58.98	55.13	11.87	7.30
户外	2.10	-4.89	1.86	-58.90	32.55	34.78	5.95	4.25
电商	62.48	54.52	85.73	42.93	35.08	33.62	10.96	9.00

资料来源: Wind、招商证券

二、品牌行业：淡季及多雨天气导致 Q2 收入增速趋缓 高端品牌内生成长力优于大众品牌

Q2 以来，受销售淡季及多雨天气影响，线上及线下增速均有不同程度放缓。但各子行业表现有所分化，中高端品牌内生成长力仍优于大众品牌。运营质量方面，截至 18 年 6 月末，库存、应收账款、经营活动净现金流仍处于健康水平。

中高端女装板块凭借扎实的内生增长基础，叠加产品力提升，渠道优化调整，供应链效率提升等因素的综合影响下，剔除并表因素，龙头公司 18Q1/18Q2 加权平均收入增速分别为 22%/16%。中高端商务休闲男装龙头公司 18Q1/18Q2 加权平均收入增速分别为 13%/10%。休闲服饰龙头自身存货压力缓解、存货周转加快，渠道调整完毕、产品力提升等因素，于 17Q4 起经营质量好转，18H1 延续稳定增长趋势，18Q1/18Q2 收入增速分别为 16%/14%。家纺子行业在行业集中度提升以及地产后周期拉动下，叠加家纺龙头自身革新显效，18Q1 收入增速达 23%，进入 Q2 以来受水星电商业务放缓影响，Q2 收入增速降至 11%。户外及鞋帽业务仍处于底部阶段。

1、中高端女装：内生成长基础扎实，Q2 仍保持稳健增长

剔除并表，受益于扎实的内生成长基础，产品力持续提升，渠道结构优化，供应链效率提升等因素，在 Q2 消费放缓趋势下，业绩仍实现了稳健增长，18Q1/Q2 收入同比增长 22%/16%。渠道数量方面，整体净增，但歌力思和维格娜丝有极少部分低效门店关闭。存货周转方面，因错峰为秋冬备货导致存货周转变慢，但仍处于良性区间。现金流方面，各龙头公司回款正常，变动处于正常区间。

歌力思：受自身品牌力持续提升以及 VIP 服务质量持续改善影响，主品牌 18Q1/Q2 收入增速分别为 18%/12%，上半年同店增速保持在 15%左右，渠道调整接近尾声，关闭极少低效门店。新品牌顺利拓展，下半年能够完成新品牌开店规划，渠道成本优势已有所体现，Laurel 目前已实现盈亏平衡，Ed hardy 及 X 系列快速发展，证实了公司多品牌运作基础。资产运转效率角度看，存货周转天数从去年同期的 272 天缩短至目前的 235 天，应收账款周转天数也从去年同期的 50 天缩短至目前的 48 天，营运周期缩短 39 天至 283 天。

安正时尚：主品牌玖姿产品力提升的同时，渠道持续整合，业绩稳健增长，同店增速高个位数，18Q1/Q2 收入增速分别为 35%/20%；但新品牌因短期调整，Q2 收入增速环比放缓。利润端，品牌建设力度增加导致费用投入加大，但投入仍处于正常范围，扣非净利润同比微增主要是受现金转为理财产品，由贡献利息收入经常性收益转变为理财非

经常性收益导致。淡季提前为秋冬装备货导致存货周转天数增加 33 天至 393 天，但库龄结构好转，2 年以内库龄占比较年初增加 5PCT 至 79%；错峰备货及税费提前支付导致上半年经营性现金流为-4337 万元。

朗姿股份：产品设计向年轻化、简约化、时尚化转变；加大渠道下沉力度，加快布局三四线城市，营销方面丰富产品款式和搭配，拉宽产品价格带等改革措施逐渐显效，18H1 女装收入增速达 31%，同店 15%-20%增长，单季度看，Q1 与 Q2 同比增速差异不大。

维格娜丝：自 17 年起 VGRASS 主品牌在面料、设计研发、技术工艺、渠道结构、终端门店店铺陈列、服务及供应链等各层面升级持续显效，单店业绩提升明显，带动收入提升。18H1 收入同比增长 16%，其中单店收入同比增长 20%左右，产品提价 11%，销量高个位数增长。分季度看，18Q1/18Q2 主品牌收入增速达 19%/12%，同店增速分别为 34.5%/10%左右。

表3: 女装收入增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
歌力思	88%	101%	111%	50%	69%	16%
歌力思主品牌	14%	14%	45%	14%	18%	12%
朗姿股份	101%	153%	66%	31%	20%	25%
朗姿女装	7% (17H1)		20% (17H2)		31% (18H1)	
维格娜丝	64%	240%	264%	401%	142%	1%
维格娜丝 (剔除 TW)	-4%	5%	17%	23%	19%	12%
安正时尚	19%	17%	24%	12%	27%	14%
日播时尚	4%	27%	13%	12%	16%	6%

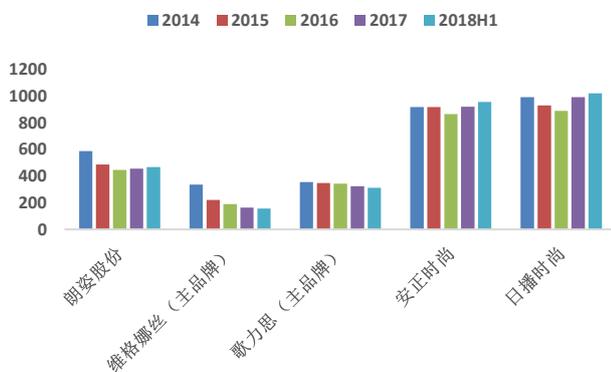
资料来源: Wind、招商证券, 注: 歌力思、维格娜丝 18Q1 收入主要是受并表拉动

表4: 女装同店增速

公司名称	2017H1	2017H2	2018Q1	2018Q2
朗姿股份	5%-10%	双位数增长	15%-20%	15%-20%
歌力思	26%	20%+	接近 20%	10%+
安正时尚	10%	双位数增长	双位数增长	高个位数
维格娜丝		全年 20%+	34.5%	10%左右

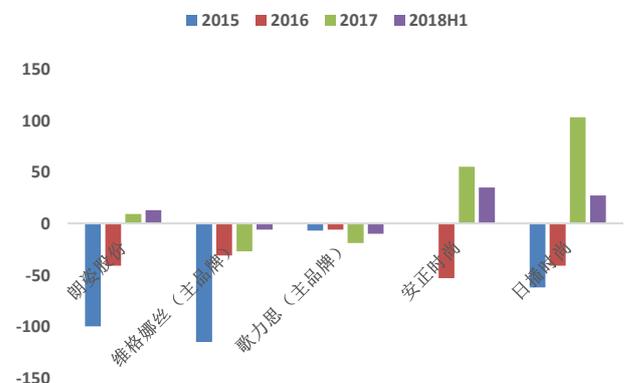
资料来源: Wind、招商证券

图 1: 女装公司近 4 年门店数量



资料来源: Wind、招商证券

图 2: 女装公司近 4 年净增门店数量



资料来源: Wind、招商证券

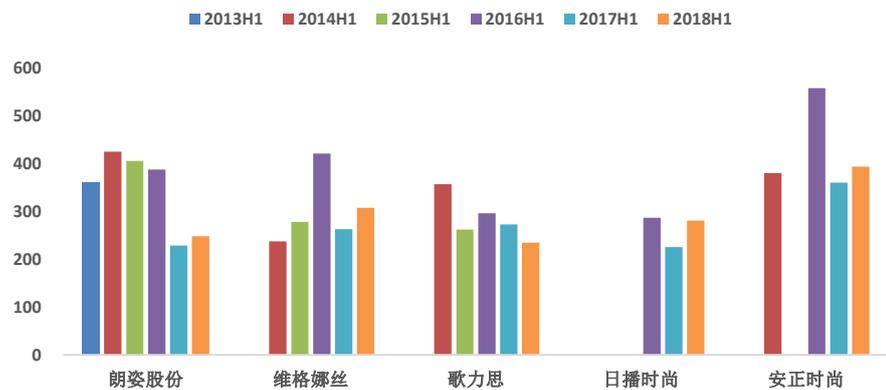
表5: 女装净利润增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

歌力思	153%	150%	93%	-7%	33%	31%
朗姿股份	30%	69%	9%	5%	72%	168%
维格娜丝	32%	132%	-68%	305%	120%	249%
安正时尚	17%	3%	37%	7%	30%	20%
日播时尚	20%	48%	40%	-9%	30%	-90%

资料来源: Wind、招商证券

图 3: 错峰备货导致中高端女装存货周转天数略有增加



资料来源: wind、招商证券

2、休闲: 龙头表现良好 潮流时尚化产品备受追捧

大众休闲服饰龙头受自身存货压力缓解、存货周转加快, 渠道调整完毕、产品力提升等因素影响, 于 17Q4 起经营质量好转, 18 年上半年延续稳定增长趋势, 门店数量略有增加, 存货周转持续改善。分季度看, 18Q1/18Q2 收入增速分别为 16%/14%。Q2 整体收入增速虽有所放缓, 但潮流化时尚化产品备受追捧 (如太平鸟联名款、海澜“林更新同款”)。

比音勒芬: 公司定位中高端高尔夫服饰, 近年凭借国际化企划设计能力, 通过与海外品牌优质面料辅料商合作, 利用旗下高尔夫、生活休闲、时尚休闲及旅游度假四大系列产品进行男、女、童装全品类覆盖, 与传统休闲服饰品牌实现差异化竞争。公司 2018H1 收入/净利润同比增幅分别为 37%/46%, 其中 Q1/Q2 收入增速分别为 30%/45%, Q2 内生同店增速提升至 20%+。

森马服饰: 18 年以来, 公司休闲装在产品力提升、供应链提效、渠道及库存优化等方面的持续改善情况下, 18H1 线下增速恢复至双位数增长; 童装龙头地位稳固, 线下增速可达 20%+; 电商保持 30%+ 快速增长。业绩增长靓丽的同时, 报表质量明显改善, 18H1 公司存货周转天数和应收账款周转天数分别缩短 24 天/25 天至 133 天/38 天。经历了上一轮库存危机, 公司对渠道终端存货进行了有效控制, 虽然 Q2 发货节奏较 Q1 有所加快, 但是公司也相应加强了终端销售和库存水平的监测。下半年一旦需求数据不达预期, 公司会通过快反补单调节发货量, 保障终端的良性运转。另外, 应收账款周转天数的缩短也反映了加盟商货品销售状况良好, 回款情况好转。

太平鸟: 18H1 收入增长 12%, Q1 和 Q2 分别增长 14% 和 10%; 其中男装在产品创新及 TOC 模式推动下, 供货效率提升, 售罄率和折扣率有所好转, 内生发力, 驱动整体收入增速达 20%; 女装风格调整逐渐被市场接受实现 6% 的稳定增长, 乐町受联营转加盟影响收入个位数下滑。利润端受资产减值计提额减少及投资收益增加影响, 归母净利

润同比增长 115%。

海澜之家：收入端：在内生增长以及外延扩张驱动下，18H1 收入同比增长 8%，其中 Q1/Q2 分别增长 12%/3%。分品牌看，主品牌在拓店以及内生增长拉动下收入同比增长 6%（Q1/Q2 分别增长 9%/2%）；爱居兔实现 82%高增长；分渠道看，18H1 线上收入同比增长 34%（Q1/Q2 分别增长 101%/3%），线下渠道收入增长 5%（Q1/Q2 分别增长 9%/1%）。

表6：休闲龙头公司收入增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
海澜之家	1%	13%	-2%	16%	12%	3%
森马服饰	7%	21%	11%	12%	22%	28%
太平鸟	11%	14%	5%	18%	14%	10%
比音勒芬	20%	22%	34%	25%	30%	45%

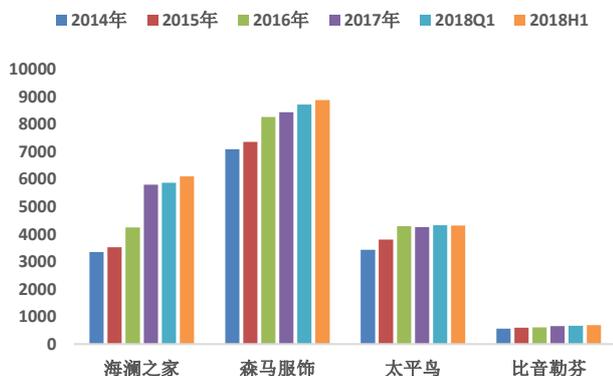
资料来源：Wind、招商证券

表7：休闲龙头公司分渠道收入增速

公司	渠道	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
海澜之家	线上	3%	4%	17%	55%	101%	3%
海澜之家	线下	1%	15%	-3%	15%	9%	-0.6%
森马服饰	线上					40%左右	20%左右
森马服饰	线下					20%左右	25%左右
太平鸟	线上	46.46% (2017H1)		32.66% (2017H2)		24%	20%+
太平鸟	线下	5.92% (2017H1)		7.69% (2017H2)		11%	8%

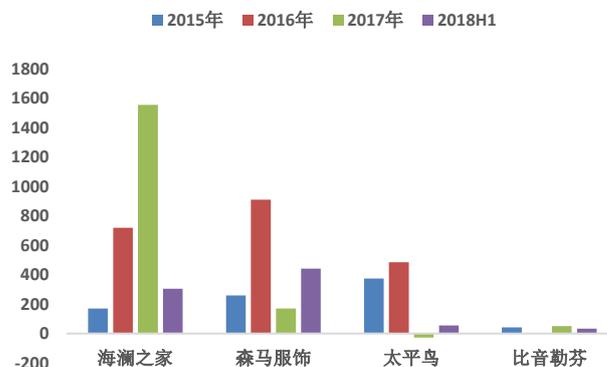
资料来源：Wind、招商证券

图 4：休闲龙头近 4 年门店数量



资料来源：Wind、招商证券

图 5：休闲龙头近 4 年净增门店数量



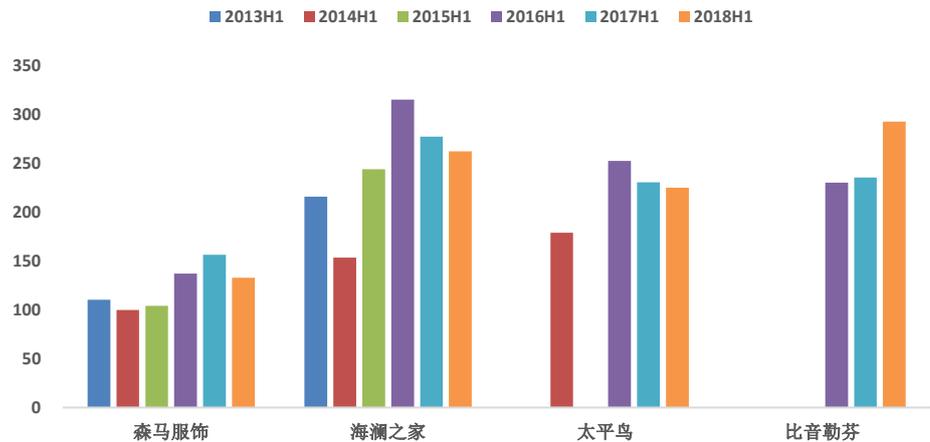
资料来源：Wind、招商证券

表8：休闲龙头净利润增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
海澜之家	5%	6%	-1%	15%	12%	8%
森马服饰	3%	5%	-2%	-70%	24%	26%
太平鸟	-5%	-57%	-20%	51%	132%	88%
比音勒芬	20%	24%	48%	57%	42%	57%

资料来源：Wind、招商证券

图 6: 休闲存货周转天数自 2017 年起缩短



资料来源: wind、招商证券 (比音勒芬 18H1 存货周转天数增长的原因因为旅游度假系列新品备货)

3、家纺板块: 线上增速放缓 线下稳健增长

在行业集中度提升及地产后周期拉动下, 叠加家纺龙头自身革新显效 (渠道库存压力减轻、低效门店调整近尾声、渠道精细化管理程度加强), 家纺主业业绩于 17H2 开始复苏。但 18H1 家纺电商受高基数及低价流量平台分流影响, 增速有所放缓, 其中, 特别是因水星 Q2 电商业务下滑, 拖累家纺板块电商增速放缓明显。线下终端运转良性, 受经销商补库存驱动, 仍保持稳健增长。

罗莱生活: 受新品供货调整影响, 18H1 家纺主业收入增长 13%, Q1 和 Q2 分别增长 14% 和 12%。电商业务随着基数抬高及拼多多分流, 增速较去年有所放缓, 但在客单价及转化率提升驱动下, 18H1 电商收入预计增长 20% 左右; 线下预计收入增长 10% 左右, 同店实现个位数增长。考虑到经过近 5 年的库存消化, 经销商进入补库周期, 18 年秋冬新品订货额增长 15% 优于春夏 10%, 预计下半年伴随常规品的补货及新开店拉动, 公司线下收入增速有望优于上半年。

富安娜: 家纺主业 18H1 预计增长 15%-20%; 其中 Q1 增长接近 20%-25%, Q2 受季节及天气影响, 增速预计放缓至双位数。分渠道看, 18H1 电商收入增长 22.5%, 其中 Q1/Q2 增速预计分别为 25%/18% 左右。线下增速 15%+, 其中 Q1/Q2 增速预计分别为 20%/10%+。考虑到家纺线下库存周转效率提升, 18 秋冬订货会在订货政策更加严格情况下实现双位数增长优于春夏, 且直营化占比持续提升进一步稳固品牌同店内生基础, 伴随适度外延扩张, 预计今年下半年复苏趋势有望延续, 全年家纺业务收入增长有望优于 17 年。家具业务 20 家直营门店开业及装修有序推进, 18 年加盟商的引进有望进一步加大后期收入弹性。盈利方面, 家纺产品提价能够缓解原材料价格上涨压力, 但家具直营店建设及转固增加将使费用略有增加, 预计 18 年利润增速将缓于收入。

水星家纺: 18H1 公司线下增速提升至 25%。鉴于 18 年秋冬订货会实现 20%+ 增长, 伴随下半年外延开店贡献, 预计下半年收入增速有望延续上半年的增长趋势, 但二级代理模式下精细化管理水平需要持续加强。线上受高基数及低价流量平台分流等因素影响 18Q2 电商收入呈现下滑趋势, 18H1 电商收入增长仅为 4.8%, 表现低于预期。

表9: 家纺公司收入增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
罗莱生活	39%	59%	48%	48%	11%	11%
罗莱家纺业务	19%	19%	25%	26%	14%+	12%
梦洁股份	32%	53%	40%	22%	47%	13%
梦洁家纺业务	17H1 增长 20%		17H2 增长 17%		50%	30%
富安娜	0%	18%	24%	12%	28%	12%
水星家纺	17年 Q1-Q3 增长 29%			17%	25%	9%

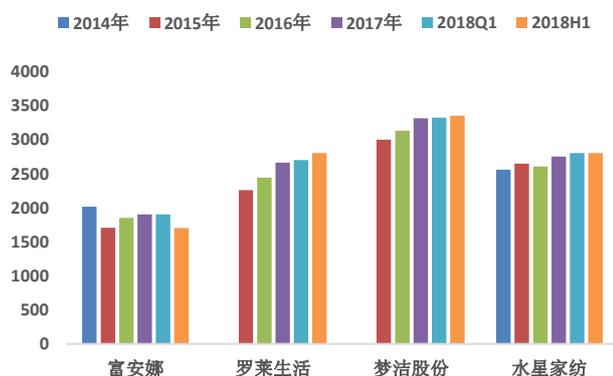
资料来源: Wind、招商证券

表10: 家纺公司分渠道收入增速

公司	渠道	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
罗莱生活	线上	17年前三季度增速超 50%			30%+	25%	15%左右
	线下	17年前三季度增速 12%左右			20%左右	高个位数	高个位数
	同店	5%			5-10%	个位数	个位数
水星家纺	线上	17H1 增速 85%		17H2 增速 29.7%		20%+	下滑 10%
	线下	17H1 增速 1.26%		17H2 增速 18.5%		20%+	25%+
富安娜	线上	17H1 增速 47%		17H2 增速 33%		20%+	18%
	线下	17H1 增速 0%		17H2 增速 5%		20%+	10%

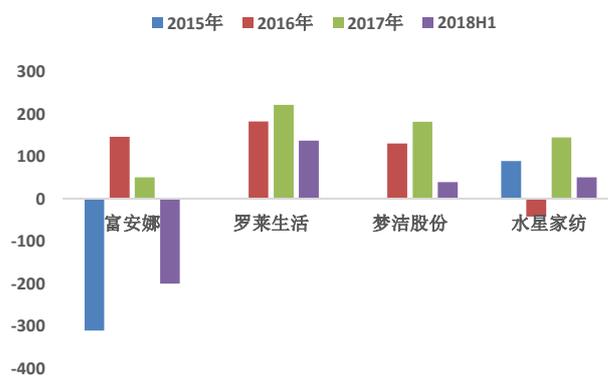
资料来源: Wind、招商证券

图 7: 家纺公司近 4 年门店数量



资料来源: Wind、招商证券

图 8: 家纺公司近 4 年净增门店数量



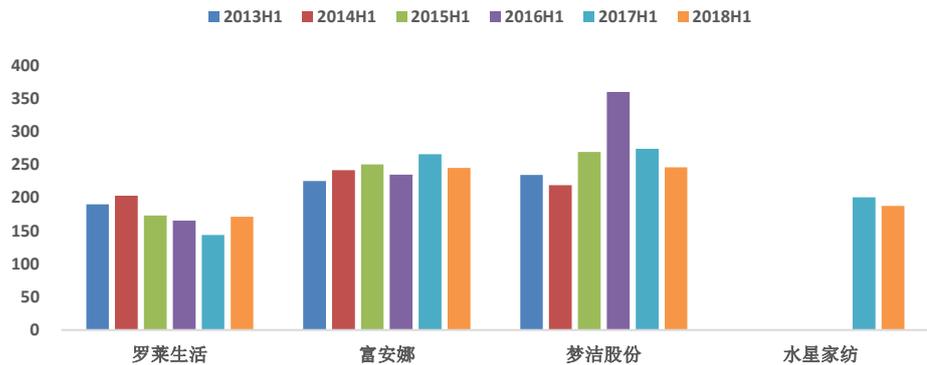
资料来源: Wind、招商证券

表11: 家纺公司净利润增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
罗莱生活	7%	7%	37%	103%	34%	38%
梦洁股份	11%	45%	84%	-151%	41%	21%
富安娜	-10%	-2%	11%	29%	22%	11%
水星家纺	17Q1-Q3 增长 39%			19%	25%	16%

资料来源: Wind、招商证券

图 9: 家纺公司存货周转天数自 2017 年起缩短



资料来源: wind、招商证券

4、商务休闲男装: Q2 开始同店出现放缓迹象 时尚年轻化新品牌快速成长

商务休闲男装自 16 年底复苏以来, 整体内生成长力有所提升, 低效门店闭店接近尾声, 库存压力有所缓解。整体来看, 剔除雅戈尔服装部分, 18Q1 收入/归母净利润同比增速分别为 15%/21%; 18Q2 受外部需求因素影响, 增速有所放缓, 收入/归母净利润同比增长 12%/4%。

七匹狼: 18H1 收入/净利润增速分别为 14%/10%, 针纺业务收入增速约为 10%, 增速较以前年度有所放缓; 男装收入增速约为 15%左右, 复苏趋势延续, 上半年直营同店增速 5%左右。

九牧王: 18H1 收入/净利润增速分别为 11%/17%, 其中主品牌收入增长 5% (Q1/Q2 收入增速分别为 9%/1%), 副品牌 FUN 及新品牌在新开店拉动下表现强劲, FUN 收入同比增长 77%。

表12: 商务休闲男装龙头公司收入增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
七匹狼	14%	9%	20%	21%	14%	14%
九牧王	14%	19%	15%	7%	12%	8%

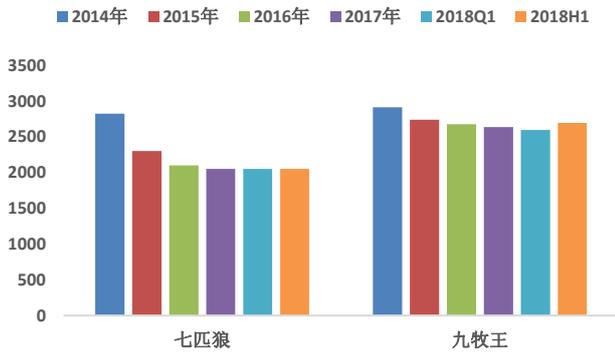
资料来源: Wind、招商证券

表13: 商务休闲男装龙头公司 (主品牌) 直营同店增速

公司名称	2017H1	2017H2	2018Q1	2018Q2
七匹狼	中个位数增长	高个位数增速	低双位数增长	低个位数增长
九牧王	高个位数	中个位数增速	中个位数增长	低个位数下滑

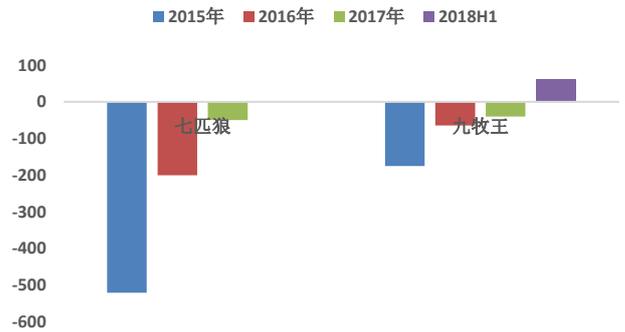
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 中高端商务休闲男装近 4 年门店数量



资料来源: Wind、招商证券

图 11: 中高端商务休闲男装近 4 年净增门店数量



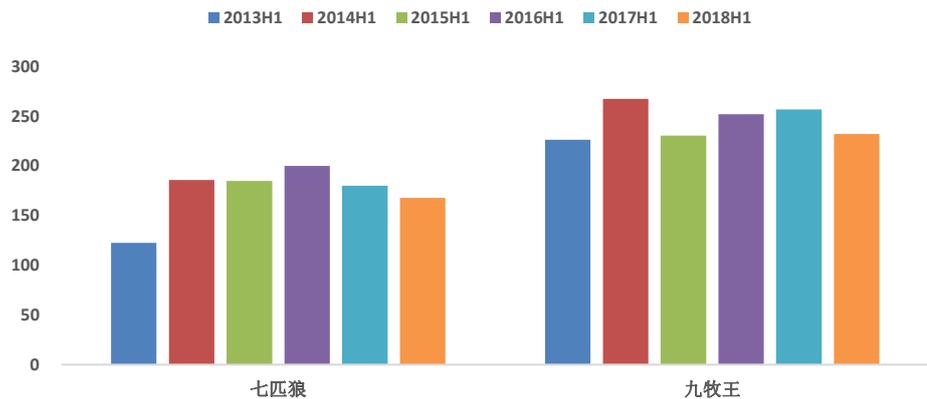
资料来源: Wind、招商证券

表14: 商务休闲男装龙头公司净利润增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
七匹狼	10%	26%	14%	24%	18%	10%
九牧王	24%	-6%	3%	37%	21%	17%

资料来源: Wind、招商证券

图 12: 商务休闲男装存货周转天数自 2017 年起缩短



资料来源: wind、招商证券

5、户外板块: 调整持续, 仍处底部

户外板块整体仍处于调整之中, 虽然自 18 年起收入端有所复苏, 但利润受存货减值计提、低效门店关闭、投资业务亏损等因素影响, 表现仍未见起色。

表15: 户外板块公司收入增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
三夫户外	16%	17%	-7%	-15%	37%	16%
牧高笛	8%	30%	20%	21%	13%	12%
探路者	21%	14%	11%	-8%	-29%	-33%
中潜股份	1%	8%	9%	-2%	17%	6%

资料来源: Wind、招商证券

表16: 户外板块公司净利润增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
三夫户外	-618%	-44%	-425%	-122%	152%	-70%
牧高笛	28%	19%	2%	-141%	-19%	-9%
探路者	-30%	27%	-63%	-355%	-56%	-93%
中潜股份	4%	49%	99%	-18%	-13%	-39%

资料来源: Wind、招商证券

三、电商板块: 高增长延续, 但 Q2 淡季增速有所放缓

开润股份: 18H1 收入/归母净利润同比增幅分别为 75%/39%。收入方面, B2C 业务在团队高效能释放下, 凭借稳定优质供应链体系, 快速进行品类扩充及渠道拓展, 在巩固 90 分品牌领先地位的基础上, 不断裂变定位儿童出行的“稚行”品牌以及泛出行的“悠启”品牌, 同时伴随多样化新零售渠道拓展, 18H1 收入同比增 113% (不含材料销售) 至 4.1 亿, 占比 51.25%。若考虑材料销售则 18H1 收入增长 150%左右, Q1/Q2 分别增长 200%/100%。B2B 业务收入同比增长 29.85% (不含材料销售)。随着网易严选及名创优品新零售客户订单逐渐释放, 收入弹性有望进一步加大; 印度建厂也将逐步增强公司国际竞争力。利润方面, 由于低净利润率的 B2C 业务快速发展拉低整体盈利水平, 故净利润增速慢于收入增速。

南极电商: 时间互联于 17 年 10 月并表, 18H1 整体收入/净利润增速分别为 390%/109%。若剔除并表影响, 18H1 公司 GMV 增长 62%, Q2 受消费需求不振影响, GMV 增速放缓至 49%; 上半年原主业收入及净利润增速达 31%/68%, 其中 18Q2 原主业收入增速及净利润达 26%/26%。

跨境通: 18H1 在优壹并表、前海帕托逊高增长 (收入同比增长 66%)、环球易购增速放缓 (受进口业务调整拖累整体收入增速放缓至 26%), 共同影响下, 整体收入增长 77%; 若剔除优壹并表影响, 则公司上半年收入增长 30%。利润端因优壹电商并表拉低毛利率, 精细化管理控费能力增强, 净利率小幅降低, 导致净利润增速不及收入增速。库存、应收账款、经营性现金流负值受优壹电商并表影响均有所增长, 但环球易购结构性指标有所改善。

表17: 电商公司收入增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
开润股份	41%	51%	37%	67%	88%	65%
跨境通	51%	74%	52%	75%	74%	80%
其中: 环球易购					26% (2018H1)	
南极电商	65%	56%	4%	168%	620%	301%
南极 (剔除并表)	65%	56%	4%	58%	40%+	25%+

资料来源: Wind、招商证券

表18: 电商公司净利润增速

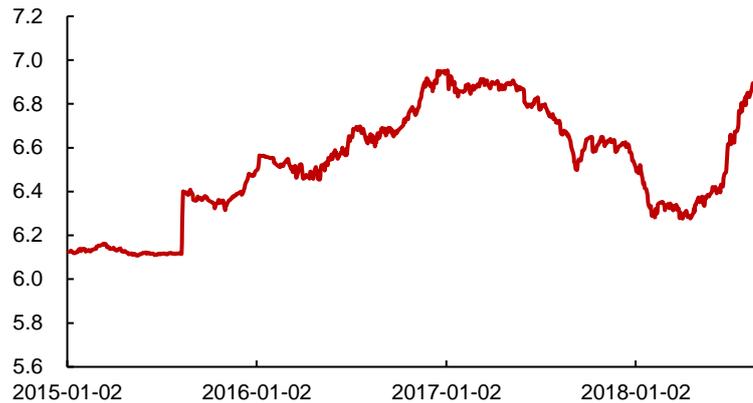
公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
开润股份	113%	54%	10%	102%	25%	50%
跨境通	82%	120%	58%	111%	65%	57%
其中: 环球易购					27% (2018H1)	
南极电商	58%	66%	74%	86%	246%	78%
南极 (剔除并表)				69%	130%	26%

资料来源: Wind、招商证券

四、纺织制造：订单饱满 Q2 人民币贬值改善利润空间

18 年上半年棉纺企业订单饱满，鲁泰、华孚时尚、孚日股份、新野纺织、联发股份、健盛集团、百隆东方 18H1 收入增速分别为 9%/25%/9%/24%/10%/64%/-4%。受 6 月人民币贬值影响，汇兑收益增加，出口占比较高的公司如鲁泰、孚日股份、百隆东方、联发股份、健盛集团净利润增速自 18Q2 起环比改善，扭转了自 17Q3 起利润端增速放缓甚至下滑的局面。

图 13: 美元兑人民币即期汇率



资料来源：wind、招商证券

表19: 棉纺公司收入增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
鲁泰 A	-1%	11%	14%	4%	19%	2%
华孚时尚	31%	25%	36%	82%	31%	21%
孚日股份	6%	7%	6%	22%	11%	7%
新野纺织	40%	43%	13%	18%	16%	30%
联发股份	2%	9%	15%	3%	13%	7%
健盛集团	28%	82%	66%	104%	73%	58%
百隆东方	22%	13%	2%	0%	-3%	-5%

资料来源：Wind、招商证券

表20: 棉纺公司净利润增速

公司名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
鲁泰 A	5%	21%	-17%	10%	0%	-8%
华孚时尚	63%	37%	66%	-7%	32%	22%
孚日股份	37%	42%	25%	-39%	-33%	-7%
新野纺织	40%	122%	38%	-18%	128%	11%
联发股份	3%	-9%	-11%	-11%	-25%	11%
健盛集团	-31%	14%	42%	2384%	33%	108%
百隆东方	14%	-3%	-19%	-51%	-23%	22%

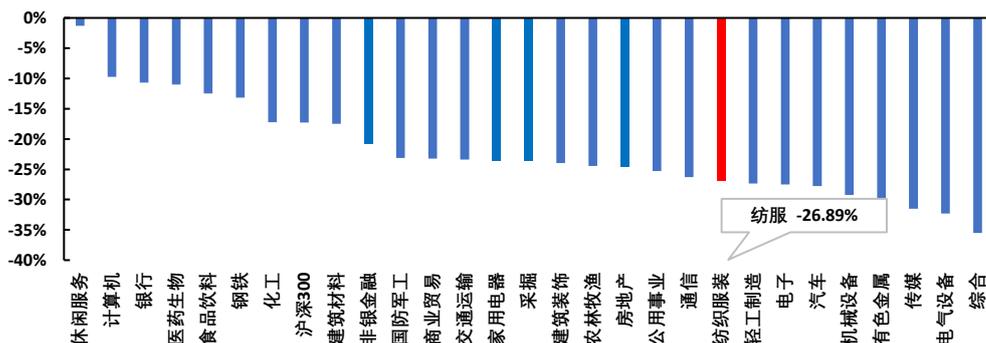
资料来源：Wind、招商证券

五、板块估值及投资策略

1、板块估值：正向历史估值低点 15X 中枢回归

年初以来，申万纺织服装指数下跌 26.89%，跑输上证综指 9.30 个百分点，在 28 个申万一级行业中涨幅排名第 20 位。

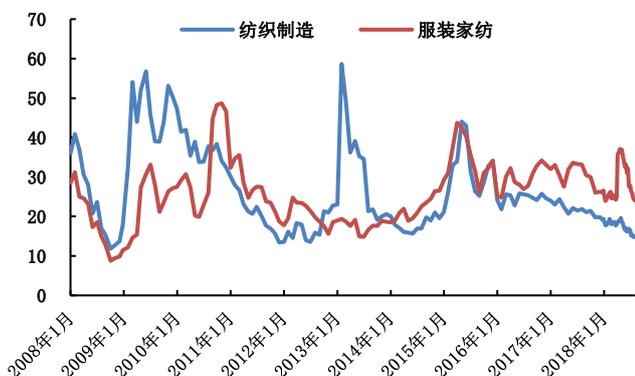
图 14：年初至今申万一级子行业走势排名



资料来源：wind、招商证券

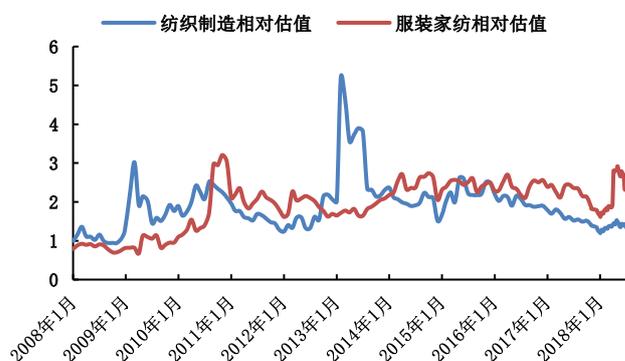
截至 18 年 8 月 31 日，纺织制造板块绝对估值为 14.94X，服装家纺板块绝对估值 23.96X。纺织制造相对市盈率(TTM/整体法/剔除负值)为 1.33X，服装家纺相对市盈率为 2.14X。

图 15：行业绝对估值 (PE-TTM/整体法/剔除负值)



资料来源：Wind、招商证券

图 16：行业相对估值 (行业/沪深 300)



资料来源：Wind、招商证券

2、投资建议

1) 品牌：7 月以来淡季及雨水因素导致行业零售数据走弱。但目前龙头终端表现优于行业，同店收入增长介于大个位数至低双位数之间，尚未出现库存压力，处于相对良性运转区间，下半年开店部署正常。我们认为本轮行业龙头的复苏是在出清库存基础上，运营质量及效率提升拉动的，库存等风险控制意识明显提升，现阶段仍在持续夯实运营基础。在宏观经济增速放缓背景下，行业分化的加剧将进一步巩固龙头市场地位及份额。现阶段龙头公司估值正向 15X 历史底部估值回归，短期行业淡季销售表现叠加弱市情绪，预计 9 月品牌板块仍以跟随大盘波动为主，待 Q4 销售旺季，可在 15X 底部中枢位置把握低估龙头的修复和切换行情。可重点关注大众品牌森马服饰 (18PE19X)、开

润股份 (18 PE37X); 中高端品牌歌力思 (18PE15X)、罗莱生活 (18PE15X) 和比音勒芬 (18PE26X); 电商龙头跨境通 (18PE18X)。

2) 纺织制造: 龙头全年订单饱和, 海外产能可规避贸易战影响, 18H2 贬值及棉价上涨预期将拉动龙头盈利及周期双属性提升。预计短期制造业相对收益好于品牌, 可重点关注百隆东方 (18PE14X) 和华孚色纺 (18PE12X)。

3) 推荐理由:

➤ 森马服饰

18 年以来, 公司休闲装在产品力提升、供应链提效、渠道及库存优化等方面的持续改善情况下, 18H1 线下增速恢复至双位数增长; 童装龙头地位稳固, 线下增速可达 20%+; 电商保持 32% 的快速增长。业绩增长靓丽的同时, 报表质量明显改善, 公司加强渠道库存监测, 加大去库存力度, 存货周转天数明显缩短; 加盟商进入良性运转轨道, 回款加快, 公司账期明显缩短。下半年考虑到公司基数更低, 利润弹性将优于上半年, 预计全年有望实现净利润 15-16 亿, 同比增长 40% 左右。目前总市值 302 亿元, 对应 18PE19X, 经过近期大幅调整, 现价低于员工持股均价 14.1 元, 仍可继续把握龙头估值修复行情。

➤ 太平鸟

公司 17 年品牌向年轻化时尚化转型成功, 赢得新生代消费者喜爱; 渠道方面, 优化直营、放缓加盟、关闭联营, 实现了渠道的升级, 积极拥抱新零售, 线下提升重点大型百货及购物中心销售占比, 线上与天猫积极合作; 产品力方面, 保持产品时尚度, 推进精益零售, 男装在 TOC 模式下, 售罄率/折扣率/补单率均有所提升, 17Q4 及 18Q1 同店恢复增长, 尽管 Q2 受淡季影响, 收入同比增速较 Q1 略有放缓, 但上半年预计仍可保持双位数增长。18 年公司将持续提升设计创新力、发力电商渠道、加强渠道精细化管理、提升供应链效率; 另外, 考虑到库存结构有所优化, 预计 18 年存货跌价损失将有所减少, 加之出售宜昌制造约 3000 万元投资收益确认, 预计全年有望实现股权激励 6.5 亿最低净利润目标 (同比增长 43.49%)。目前市值 108 亿元, 对应 18PE17X, 在激励行权目标 18/19 年净利润分别增长 43.5%/31% 的指引下, 鉴于估值已回落至年初 20X 以下的水平, 震荡市下, 可逢低为 Q4 布局。

➤ 开润股份

公司 B2C 小米生态链业务经过 2 年运营, 利用爆款思维, 凭借商品极致高质价比优势及团队高效推广, 快速抢占出行领域产品市场份额, 米系新零售渠道及自有销售齐放量, 品牌知名度已打响, 下个阶段将通过产品迭代逻辑, 但不违背高质价比特性基础上 (B2C 业务净利率不超过 10%), 进一步提升自身营利性, 并逐步开拓线下出行零售及海外等新渠道, 与新品迭代战略进行匹配, 持续提升市占率; 同时, B2B 代工业务老客户关系紧密, 不考虑汇率波动, 以美金核算基本维持在 20%+ 的增长。开润作为小米生态链中最大消费品公司, 18 年在团队综合高效能持续释放下, 依托小米资源, B2C 业务凭借极致产品科技感及功能性的持续迭代、品类扩充、品牌裂变和渠道多样化扩张驱动下, 预计今年仍有望保持翻倍式高增长, 进一步快速抢占箱包等出行领域市占率; 而 B2B 代工业务老客户关系紧密, 伴随名创优品、网易严选及其他新零售客户订单逐步释放, 今年收入弹性有望加大。

目前总市值 71 亿, 18PE37X, 尽管受制于流动性短期估值略高, 但我们认为公司深得小米体系产品价值观、工业设计及高效运营的精髓, 从团队配置、自主创新能力、渠道

资源等多方面实力均明显高于大众出行市场中的其他竞争对手，因此，利用互联网思维和高质价比商品，更易于快速网络大众产品品质化消费升级需求，公司未来几年有望保持快速增长，仍建议积极布局。

➤ 罗莱生活

在行业集中度持续提升背景下，公司作为龙头，正通过加强产品研发创新及功能属性强化品牌及产品的差异化标识度；同时，深入生产环节提质增效，利用“2+6”订配货模式提升整体供应链反应效率，强化零售终端库存管控。电商业务亦保持了 20%+ 的稳定增长。考虑到当前公司终端单店运转仍处于良性状态，18 年秋冬新品订货额增长 15% 优于春夏的 10%，且下半年伴随常规品的补货及新开店拉动，预计下半年公司线下收入增速有望优于上半年，并保持 15-20% 的增长趋势；电商业务在客单价及转化率提升驱动下，亦有望保持 20%+ 的常态化增长，整体看，公司家纺业务全年有望达到年初 15-20% 的增长预期。另外，今年家具业务费用摊销影响减弱将使利润释放的更加充分。目前公司市值 83 亿，对应 18PE15X，估值处于相对底部位置，待大盘企稳可把握绝对收益行情。

➤ 歌力思

公司发展战略清晰，针对高端“小而美”的市场，通过集团化运作有效打破单一品牌发展的规模瓶颈，并且充分保持了各品牌的差异化调性及独立运作能力。18 年以来，国内高端女装行业持续稳定增长，歌力思主品牌内生发力，同店保持双位数增长；海外新品牌在保持独立品牌调性基础上；复制集团渠道/供应链/品牌运营成功经验，加速落地，Ed Hardy 品类扩张，Laurel 实现盈亏平衡，VT 加速拓店，均证实了公司多品牌运作的强大实力。我们认为在高端个性化发展的市场中，同店内生增长实力的提升才是维系品牌长期发展的核心驱动力，鉴于新老品牌内生发展基础良好，随着协同效果的持续体现，新品牌下半年将加速开店，驱动 18 年业绩保持良好的增长态势。随着前期的下跌，目前公司市值 58 亿，对应 18PE15X，估值具备一定吸引力，维持“强烈推荐-A”评级，可底部布局。

➤ 安正时尚

18H1 经过产品力的提升及渠道的持续整合，自主孵化多品牌效果显现，主品牌同店内生增长持续，但部分小品牌短期调整、品牌建设力度增加导致费用投入加大及错峰备货触发跌价计提增加，拖累上半年扣非净利润增长表现。我们认为公司多品牌战略稳步推进，初步完成了线上线下多品牌矩阵的搭建。短期费用投入有利于长期品牌潜力的提升，后期随着品牌运营、产品开发及精细化管理能力的不断提升，内生增长力的稳定增长叠加渠道的稳步拓展，今明两年仍有望完成股权激励净利润年均增长 31% 的目标。当前市值 54 亿，18/19PE 分别为 15X/11X，震荡市下，短期投入加大或影响短期股价以跟随大盘震荡为主，但中长期看，公司单店运营基础良好，在品牌力持续提升背景下，仍可把握估值修复行情。

➤ 百隆东方

公司作为国内色纺双寡头之一，始终专注于主业，率先布局越南，并不断优化产品结构提升自身核心竞争力。Q2 汇兑收益增加拉动利润增长弹性。下半年随着 Q3 越南产能陆续投产，预计全年产能年化同比增加 8%，届时越南产能占比达到 50%；同时，考虑到自 5 月开始公司产品成交价略有提升，预计下半年收入有望转正，全年收入有望实现 9% 左右的增长。利润端，在低基数及汇兑收益贡献下，下半年利润弹性加大，预计全年净利润增幅有望达到 20% 左右。目前公司市值 80 亿元，对应 18PE14X，下半

年受人民币持续贬值及新棉季棉价存在上涨预期催化，公司盈利性有望进一步提升，估值仍具修复空间，可把握绝对收益行情。

➤ 华孚色纺

公司以纱线主业为根基，积极开展网链业务，共享产业，以纱线贯通纺织服装产业，致力于打造全球纺织服装产业时尚营运商。纱线主业方面，在市场份额继续向龙头企业集中的背景下，18H1 产能同比提升 13%；同时新型纱线占比提升，优化产品结构，推动收入增长 17%，毛利率小幅提升。另外，网链业务 16 年全面启动，前端网链发展速度超预期，后端网链业务规划雏形初现。公司全产业链发战略持续推进，目前总市值 105 亿，对应 18PE 12X，估值处于历史低位，随着后续新增产能保持年均低双位数幅度的释放，主业维稳发展及网链业务的快速成长将有效保障业绩快速增长趋势延续。同时 18/19 新棉季棉价上涨预期将有望加强公司的周期属性，可在底部把握估值修复行情

➤ 跨境通

不考虑优壹并表影响，环球经过一年多的精细化管理，中报库存与现金流指标有所好转。我们认为公司在出口跨境电商行业龙头地位稳固，上半年公司在技术升级、自有品牌建设、供应链及物流提效及智能营销等层面核心竞争力的打造，将有效的配合电子网站平台化、本地化，服装网站自主化、品牌化发展的推进；随着下半年行业逐渐进入旺季，及公司核心战略布局进入收获期，收入规模与利润端将继续保持快速增长。预计 18-19 公司净利润有望实现 12+和 17+亿元，当前市值 220 亿元，对应 18 年 PE 分别为 18X 和 12X，估值不高，考虑到公司精细化改革持续推进有望加强后期库存与现金流的改善，且后续控股权转让有望强化市场信心，估值存在修复空间，建议震荡市下在底部为长期布局。

表21: A股重点公司估值表

细分行业	公司名称	市值 (亿元)	股价	招商盈利预测			市盈率			股息率 (近 12 个月)	评级
				17EPS	18EPS	19EPS	PB	18PE	19PE		
男装	七匹狼	48	6.40	0.42	0.49	0.58	0.87	13.06	11.03	1.56%	强烈推荐-A
	九牧王	78	13.65	0.86	0.99	1.14	1.72	13.79	11.97	7.33%	强烈推荐-A
	海澜之家	447	9.96	0.74	0.82	0.91	3.40	12.15	10.95	4.12%	强烈推荐-A
时尚休闲	森马服饰	302	11.17	0.42	0.58	0.69	2.97	19.26	16.19	2.23%	强烈推荐-A
	太平鸟	108	22.46	0.95	1.36	1.77	3.62	16.51	12.69	3.12%	强烈推荐-A
	比音勒芬	65	35.80	1.00	1.38	1.80	4.62	25.94	19.89	1.64%	强烈推荐-A
女装	朗姿股份	41	10.36	0.47	0.70	0.80	1.64	14.80	12.95	1.45%	强烈推荐-A
	歌力思	58	17.32	0.91	1.12	1.38	2.81	15.46	12.55	1.50%	强烈推荐-A
	日播时尚	27	11.17	0.35	0.40	0.46	2.62	27.93	24.15	NA	审慎推荐-A
	安正时尚	54	13.3	0.67	0.89	1.17	2.89	15.00	11.36	2.69%	强烈推荐-A
童装	安奈儿	21	15.85	0.52	0.63	0.76	3.76	25.16	20.86	NA	审慎推荐-A
家纺	富安娜	72	8.23	0.57	0.65	0.74	2.26	12.66	11.12	3.04%	强烈推荐-A
	罗莱生活	83	11.18	0.57	0.73	0.86	2.43	15.32	12.99	3.13%	强烈推荐-A
	水星家纺	45	17.02	0.96	1.18	1.38	3.31	14.42	12.33	2.94%	强烈推荐-A
	梦洁股份	37	4.7	0.07	0.14	0.21	2.84	33.57	22.38	1.28%	审慎推荐-A
内衣	汇洁股份	35	8.95	0.57	0.70	0.84	2.54	12.79	10.65	3.35%	审慎推荐-A
	健盛集团	36	8.71	0.34	0.49	0.62	1.71	17.78	14.05	1.72%	强烈推荐-A
电商	开润股份	71	32.6	0.61	0.87	1.30	19.83	37.47	25.08	0.56%	强烈推荐-A
	跨境通	220	14.10	0.49	0.79	1.15	3.50	17.85	12.26	0.38%	强烈推荐-A
	南极电商	190	7.75	0.22	0.35	0.52	8.16	22.44	14.97	0.00%	强烈推荐-A
辅料	伟星股份	59	7.76	0.48	0.55	0.63	3.01	14.00	12.25	4.96%	审慎推荐-A
纺织	新野纺织	31	3.85	0.36	0.45	0.55	1.25	8.50	6.99	1.04%	审慎推荐-A
	鲁泰 A	83	9.57	0.91	0.99	1.08	1.31	9.71	8.83	5.13%	强烈推荐-A

百隆东方	80	5.36	0.33	0.39	0.44	1.05	13.74	12.18	4.25%	审慎推荐-A
华孚时尚	105	6.9	0.45	0.57	0.70	1.56	12.11	9.86	4.83%	审慎推荐-A

资料来源：招商证券、Wind（股价更新日期为8月31日）

表22：重点公司大小非解禁时间及数量表

证券简称	解禁时期	截至18年12月31日解禁数量(万股)	总股本(万股)	占比
三夫户外	2018-12-21	909	11,235	8.09%
健盛集团	2018-12-03	1,374	41,636	3.30%
华纺股份	2018-11-29	9,233	52,485	17.59%
水星家纺	2018-11-20	2,191	26,667	8.22%
南极电商	2018-11-09	6,919	163,658	4.23%
拉夏贝尔	2018-09-25	9,103	54,767	16.62%
维科精华	2018-09-10	1,374	44,066	3.12%
摩登大道	2018-09-04	1,464	44,532	3.29%
跨境通	2018-08-20	320	143,511	0.22%
起步股份	2018-08-20	17,190	46,998	36.58%

资料来源：公司公告、招商证券

表23：重点公司员工持股计划情况一览表

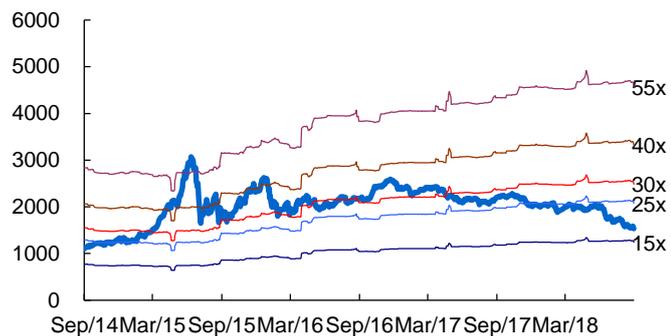
公司	员工持股计划名称	成交平均价(元)	8月31日收盘价	锁定期到期日	员工持股计划占总股本比例(%)	当前状态
海澜之家	第一期员工持股计划	14.87	9.96	2016/8/25	0.65	锁定期到期,无固定存续期
森马服饰	第一期员工持股计划	21.92	11.17	2019/7/04	0.31	购买完成
贵人鸟	17年第一期员工持股计划	22.48	6.70	2018/9/29	3.54	购买完成
	15年第一期员工持股计划	15.11	6.70	2016/9/24	0.67	锁定期到期
九牧王	第一期员工持股计划	8.87	13.65	2016/9/29	3.15	锁定期到期,存续期延长至2018年6月5日
华孚时尚	第二期员工持股计划	11.47	6.90	2017/3/4	2.67	锁定期到期
	第一期员工持股计划	16.56	6.90	2016/6/29	2.07	出售完毕
探路者	第一期员工持股计划	7.01	3.32	2017/3/22	1.03	锁定期到期
孚日股份	第一期员工持股计划	7.59	5.43	2017/10/30	1.07	购买完成
瑞贝卡	第一期员工持股计划	10.93	3.05	2017/11/11	1.98	购买完成
富安娜	第一期员工持股计划	9.47	8.23	2019/3/9	2.14	购买完成
摩登大道	第一期员工持股计划	14.33	9.61	2019/8/2	2.69	购买完成
朗姿股份	第二期员工持股计划	15.23	10.36	2018/7/22	1.13	购买完成
奥康国际	员工持股计划	6.78	11.40	2015/12/12	4.15	出售完毕
红豆股份	第一期员工持股计划	7.28	4.10	2018/7/19	0.62	购买完成
	第二期员工持股计划	59.05	4.10	2018/12/22	1.45	购买完成
比音勒芬	第一期员工持股计划	61.6	35.80	2019/1/30	1.59	购买完成
开润股份	第一期员工持股计划	11.04	32.60	2018/11/9	1.97	购买完成
伟星股份	第一期员工持股计划	-	7.76	2018/12/25	2.31	购买完成
美邦服饰	第一期员工持股计划	14.87	2.81	购买完成日起12个月	-	尚未开始购买

资料来源：公司公告、招商证券（股价截止日8月31日）

六、风险提示

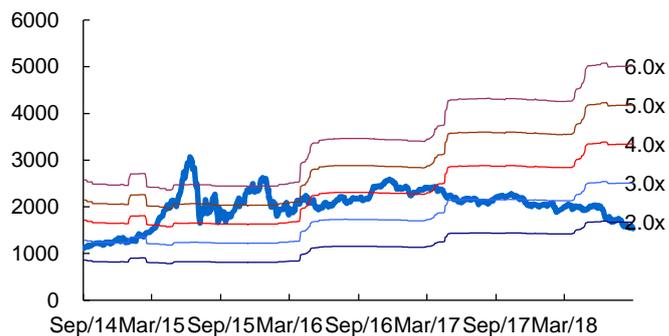
- 1) 终端消费持续低迷;
- 2) 行业转型低于预期。

图 17: 纺织服装行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 18: 纺织服装行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《纺织服装行业“时尚半月谈”（12 月上旬）——板块跟随大盘持续调整 底部把握优质低估龙头》2017-12-06
- 2、《纺织服装行业“时尚半月谈”（12 月下旬）——品牌服饰零售端回暖趋势延续 板块调整择优逢低布局》2017-12-18
- 3、《品牌零售开年献礼篇——龙头蓄势 守望 2018》2018-01-02
- 4、《纺织服装行业“时尚半月谈”（1 月上旬）——2018Q1 基本面复苏延续 限售股解禁对板块整体影响有限》2018-01-07
- 5、《纺织服装行业“时尚半月谈”（1 月下旬）——春节前旺季延长及冷冬催化 18Q1 旺销局面基本确立》2018-01-21
- 6、《招商纺织服装行业：秋冬装销售靓丽 腾讯入股海澜事件加速板块估值提升-“时尚半月谈”（2 月上旬）》2018-02-04
- 7、《招商纺织服装行业：1 月家纺销售表现靓丽，坚守板块业绩复苏拉动的修复行情-“时尚半月谈”（2 月下旬）》2018-02-26
- 8、《招商纺织服装行业：开年品牌零售表现佳 建议增加板块龙头配置-“时尚半月谈”（3 月上旬）》2018-03-11
- 9、《招商纺织服装行业：中美贸易摩擦对纺服板块影响有限 逢低布局错杀品种-“时尚半月谈”（3 月下旬）》2018-03-26
- 10、《纺织服装行业 2018 年一季报前瞻——品牌零售复苏持续 汇率波动侵蚀纺织制造板块业绩》2018-04-08
- 11、《行业基本面复苏逐步兑现 龙头品种仍存估值修复空间 -“时尚半月谈”（4 月上旬）》2018-04-16
- 12、《纺织服装行业 17 年报及 18 一季报综述：结构性复苏延续 品牌服饰线下表现超预期》2018-05-03
- 13、《招商纺织服装行业：基本面持续复苏，奠定品牌服饰持续上涨基础-“时尚半月谈”（18 年 5 月下旬）》2018-05-15
- 14、《招商纺织服装行业：理性看待行情演绎 核心配置品牌运营效率提升优质龙头-“时尚半月谈”（6 月上旬）》2018-06-04
- 15、《招商纺织服装行业：销售淡季龙头竞争优势凸显，回调可逢低配置-“时尚半月谈”（6 月下旬）》2018-06-19
- 16、《纺织服装行业 2018 年中期投资策略——龙头竞争力重塑启动溢价时代新引擎》2018-06-25
- 17、《纺织服装行业 2018 年中报前瞻——择优配置绩优龙头 把握估值修复机会》2018-07-13
- 18、《纺织服装行业“时尚半月谈”7 月下旬——美国加征关税影响有限 震荡市下择优布局绩优龙头》2018-07-15
- 19、《纺织服装行业“时尚半月谈”8 月上旬——龙头终端运转良性 中报期将迎来估值修复期》2018-07-30

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，9 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。