

纺织服装

8月社零增速环升0.2PCT，时尚消费偏爱美妆珠宝

行业观点。8月社会消费品零售额同增9.0%，分品类看，珠宝当先/美妆持平/服饰回落。日用品类（yoy+15.8%，增速环升4.5PCTs）、金银珠宝类（+14.1%，增速环升5.9PCTs）表现亮眼；化妆品类同增7.8%，增速环比持平；服饰类同增7.0%，增速环降1.7%。我们判断消费增速放缓过程中，大众消费品表现较为均衡，优质高端品牌表现显著超越市场。服装优质高端品牌之所以超越市场的表现主要源于产品创新+VIP客户维护+精细化的终端管理。以海外品牌为代表的高端化妆品牌借助渠道资源倾斜获取高增长。

最新跟踪。歌力思：我们预测公司经营稳健，7-8月主品牌同店10%，EdHardy依旧双位数增长。**比音勒芬：**我们认为公司高增长的持续性与空间性兼具，预测终端Q3依旧延续较高增速。**太平鸟：**线下方面，我们预计7-8月公司整体同店延续Q2增速，保持个位数增长，其中PB男装同店增速高于公司整体平均水平。线上方面，7-8月GMV基本维持双位数增长，在电商平台8月营销活动中排名略有提升。

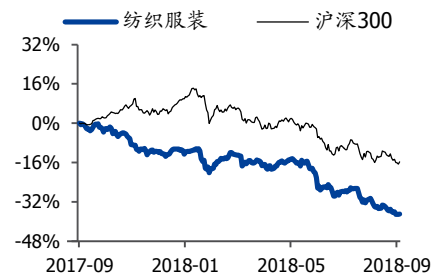
时尚前沿。1) 安踏公告拟收购芬兰 Amer Sports，截至目前公司市值约39亿美元。Amer Sports 成立于1950年，旗下拥有户外装备始祖鸟、网球装备 Wilson、滑雪装备 Atomic 等；2) 欧莱雅集团 (L' Oreal Group) 美国子公司获得特拉华州法庭同意，将以近31.3万美元的价格收购已经破产的美国连锁百货公司 The Bon-Ton Stores Inc 的美妆客户数据资产。

投资建议。我们认为优质企业已实现在产品端、品牌运营策略及渠道布局上竞争力的质变。虽然社会零售数据显示各细分品类增速放缓加剧市场对消费行情的担忧但根据我们终端跟踪发现，7-8月优质公司同店表现优于行业平均水平。从估值水平上看，品牌服饰板块估值水平已由Q1末的24倍调整至当前16倍，我们认为当前估值吸引力较此前有所增加，维持推荐歌力思、比音勒芬，长期看好太平鸟、海澜之家、上海家化。

风险提示：宏观经济增速放缓风险；终端消费低迷风险；棉价异动致风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服装：7家公司最新跟踪及中报预览》2018-06-25
- 2、《纺织服装：从板块估值修复到核心质优标的分化轮动》2018-05-15
- 3、《纺织服装：如何正确认知服饰板块本轮大涨？》2018-05-08

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603808	歌力思	买入	0.90	1.12	1.41	1.75	19.07	15.29	12.11	9.77
002832	比音勒芬	买入	0.99	1.44	1.99	2.71	31.25	21.50	15.60	11.45
600398	海澜之家	买入	0.74	0.82	0.91	1.01	12.93	11.61	10.49	9.46
603877	太平鸟	买入	0.95	1.39	1.71	2.12	21.66	14.77	12.01	9.68
600315	上海家化	增持	0.60	0.80	1.00	1.30	48.06	36.81	28.26	21.61

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

一周观点	3
板块表现	3
核心公司跟踪	4
服饰板块	4
化妆品/珠宝	5
时尚前沿	6
服饰鞋包	6
化妆品/珠宝	7
附表	7
风险提示	8

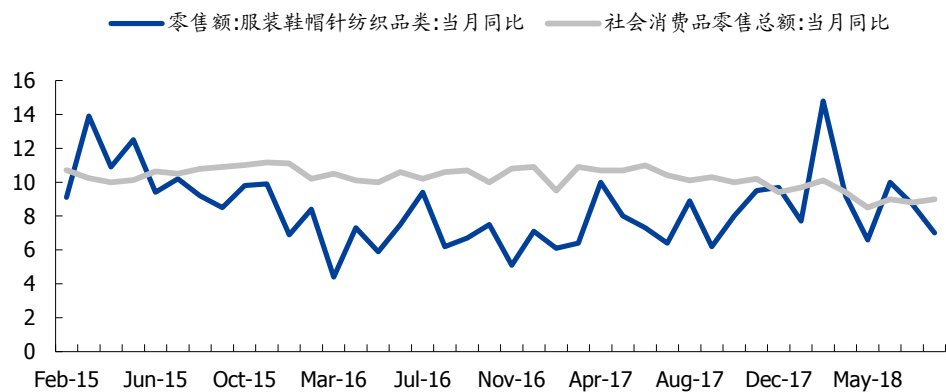
图表目录

图表 1: 社会消费品零售总额单月同比增长情况	3
图表 2: 上周板块表现: 品牌服饰 (-1.46%) 和加工制造 (-3.76%), 均跑输沪深 300 指数 (-1.08%)	4
图表 3: 上周个股表现: 天创时尚、多喜爱、安正时尚等涨幅居前; 星期六、安奈儿等跌幅居前	4
图表 4: 时尚消费公司估值表	7
图表 5: 国棉现货(同增 2.4%至 16343 元/吨)	7
图表 6: 长绒棉 237 (同增 19%至 24600 元/吨)	7
图表 7: 内外棉差价波动 (截止至 2018 年 9 月 14 日, 内棉价格高于人民币计价的外棉价格 691 元/吨)	8
图表 8: 涤纶短纤(同增 32%至 11400 元/吨)	8
图表 9: 黏胶短纤 (同降 6%至 15200 元/吨)	8

一周观点

8月社零同增9.0%，分品类看，珠宝当先/美妆持平/服饰回落。国家统计局披露数据显示，8月社会消费品零售总额同比增长9.0%，增速环比回升0.2PCT。从细分品类上看，商品零售同增8.9%，增速环比回升0.2PCT。日用品类、金银珠宝类表现亮眼，分别同增15.8%/14.1%，增速环升4.5PCTs/5.9PCTs；化妆品类同增7.8%，增速环比持平；服饰类同增7.0%，增速环降1.7%。

图表1: 社会消费品零售总额单月同比增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

优质高端品牌表现稳定，超越市场。一方面，优质高端品牌客群相较大众服饰更为成熟稳定；另一方面，公司层面持续的产品创新+精准的VIP客户维护+精细化的终端管理使得优质高端品牌表现能够好于市场整体表现。2018H1表现来看，定位优质高端的歌力思（直营同店8%）/比音勒芬（同店25%）主攻线下，在渠道外延速度略缓的情况下仍然维持同店增长；以海外品牌为代表的高端化妆品牌借助渠道资源倾斜获取高增长。

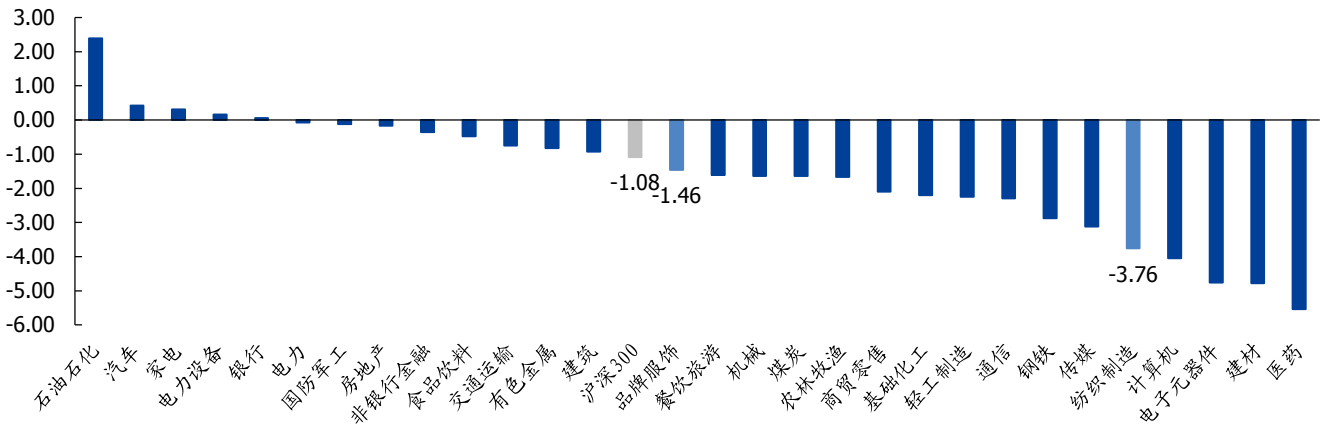
电商渠道虽红利衰减依然为时尚消费品增速较快的渠道业态。统计局数据披露，我国18年1-8月网上零售额累计同增28.6%。上海家化自营电商/珀莱雅电商收入2018H1增速超过50%，服装中大众服饰龙头海澜之家/太平鸟/森马服饰电商收入同增34%/24%/32%。根据我们对公司线上销售跟踪判断，7-8月各大品牌服饰公司整体线上增速仍快于线下渠道增速。

我们维持认为优质企业竞争力已发生质变，且品牌服饰板块估值水平已由Q1末的24倍调整至当前16倍，我们认为当前估值吸引力较此前有所增加，维持推荐歌力思、比音勒芬，长期看好太平鸟、海澜之家、上海家化。

板块表现

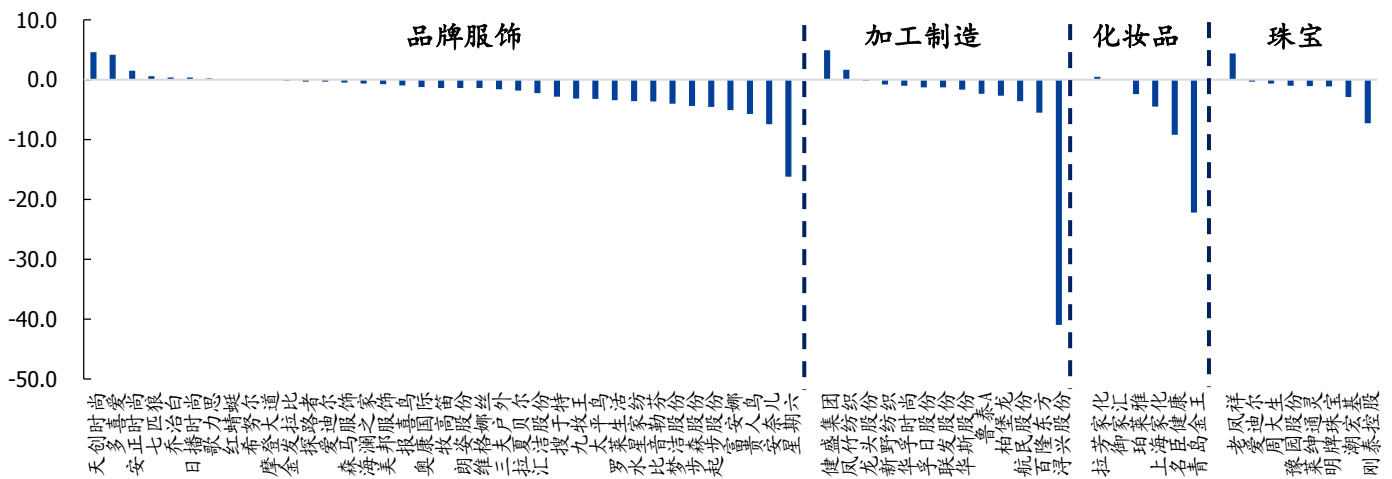
本周品牌服饰板块与加工制造板块跌幅分别为1.46%/3.76%，跑输沪深300指数1.08%的跌幅。品牌服饰板块中天创时尚、多喜爱、安正时尚等涨幅居前；星期六、安奈儿等跌幅居前。

图表 2: 上周板块表现: 品牌服饰 (-1.46%) 和加工制造 (-3.76%), 均跑输沪深 300 指数 (-1.08%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 上周个股表现: 天创时尚、多喜爱、安正时尚等涨幅居前; 星期六、安奈儿等跌幅居前



资料来源: wind, 国盛证券研究所

核心公司跟踪

服饰板块

歌力思: 稳健运营, 集团化效应凸显

公司 2018H1 营业收入/归母净利润分别为 10.81/1.61 亿元, 同增 39%/32%。其中 Q2 收入/净利润增速分别为 16%/31%。根据我们预测, 7、8 月份主品牌保持 10%左右同店水平, 运营稳健; EdHardy 依旧保持双位数增速; 其他品牌陆续高效落地, 协同效应凸显。

看好公司运营能力以及多品牌整合能力。主品牌老店单店盈利能力不断提高, 新开店讲究“一炮而红”, 即培育期提前从而新店首月店效较高; 成熟的信息管理系统及时掌控/调配库存情况, 提高售罄率; 数字化管理的 VIP 系统可以做到“千人千面”的用户画像,

精准营销。多品牌在管理模式以及运营效率上可有所协同，例如借鉴/引入主品牌的管理模式/系统以提高效率，并且由于多品牌定位相当便于同商场百货谈判时拿到更优位置或较低扣点，以降低集团整体运营成本。

我们预计公司 2018/19/20 年净利润为 3.77/4.76/5.9 亿元，对应 18 年 PE15 倍，维持“买入”评级。

比音勒芬：同店水平行业领先，业绩增速靓丽

公司业绩增速行业领先，2018H1 营业收入/归母净利润分别为 6.76/1.22 亿元，同增 37%/46%。其中 Q2 收入/净利润分别同增 45%/57%。根据公告预测推算出 Q3 利润增速 32%~85%。我们预测 7、8 月终端表现依旧持续高增长。

我们认为公司高增长的持续性与空间性兼具。目前业绩主要得益于高店效（同店超 25%）：渠道不断优化，面积扩大+SKU 丰富，上新提速，终端管理精细，促使客流转换率提升；2018 上半年加强品牌推广力度，直接提高品牌曝光度。由此可见未来终端表现有望延续增长。截至 2018H1 公司终端店铺 692 家，开店仍具空间；同时新品牌威尼斯计划于 2019 年独立开店，率先抢占旅游服饰市场，打破原有单一品牌天花板，有望成为规模增长的后继力量。

基于中报超预期业绩，我们上调 2018/19/20 年净利润为 2.60/3.61/4.92 亿元，对应 18 年 PE22 倍，维持“买入”评级。

太平鸟：Q3 终端销售保持增长，维持长期看好

线下方面，我们预计 7-8 月公司整体同店延续 Q2 增速，保持个位数增长，其中 PB 男装同店增速高于公司整体平均水平。线上方面，7-8 月 GMV 基本维持双位数增长，在电商平台 8 月营销活动中排名略有提升。

我们看好公司源于渴求创新的文化及其相对自由的体制架构打造了公司的核心竞争力，在此基础上公司产品完成年轻化转型、建立 TOC 快反体系、搭建电商和云仓平台，预期后期收入增长将显著提速。

2018 年公司轻装上阵，随着 TOC 模式全面推进+新零售推进，公司业绩将稳步提升。预计 2018-2020 年净利润分别为 6.7/8.2/10.2 亿元，对应 18 年 PE 15 倍，长期看好。

海澜之家：主品牌经营稳健，维持长期看好

公司 2018H1 营业收入/归母净利润分别为 100.1/20.7 亿元，同增 8.2%/10.2%。预计 7-8 月公司主品牌同店略有增长；爱居兔品牌处于较为快速增长通道，基本延续 Q2 同店的个位数增长；新品副牌及海外业务稳步拓展，预期全年收入增速为 10%。

腾讯受让海澜之家 5.31% 股份，百亿产业基金成立将助力公司的外延扩张，推动公司终端新零售升级；同时，公司通过可转债募集资金助力提高公司整体运营效率，实现总部、门店、供应商全产业链的信息化沟通，平台型龙头竞争壁垒强化。

我们预计公司 2018/19/20 年净利润为 37.1/41.0/45.5 亿元，对应 18 年 PE 12 倍，维持长期看好。

化妆品/珠宝

上海家化：内生步调稳健，线上经销及特渠有望 Q3 末改善

公司增长稳定，上半年特渠及线上经销渠道运营不达预期，整体电商渠道未实现超速增长。分渠道来看，自营电商 50%+，除特渠外电商增速接近 30%，线下增长高于预期，商超及 CS 渠道双位数增长，百货渠道个位数微增。线上经销渠道（唯品会+聚美优品）销售不达预期主要系聚美整体平台流量下滑，及线上经销商自身发展阶段因素导致备货量低于安全备货线，预计三季度末，线上经销商问题将得到解决。

分品牌来看，除高夫及佰草集外其他品牌均双位数增长，其中启初、玉泽等品牌增速超过 50%，佰草集单位数增长（不考虑特渠则实现双位数增长），高夫个位数下滑。

公司内生增长基本符合预期，下半年的品牌推广等营销工作准备较充分，线上经销及平安特渠有望于 9 月调整完毕。预计 2018-2020 年收入预测至 74.83/88.19/106.27 亿元、净利润至 5.09/6.63/8.67 亿元，对应 EPS0.8/1.0/1.3 元。

珀莱雅：强渠道品牌，电商及单品牌店为主力引擎

公司线上渠道 Q1/Q2 分别增长 30%+/70%+，上半年整体增长 58.46%；线下渠道 Q1/Q2 分别增长 5%-/10%+，上半年整体增长 9.6%。公司电商渠道运营经验成熟，2018H1 电商营收占比提升至 39.59%，增速高达 58.46%；同时，优资菜单品牌店展店迅速，年化单店贡献约为 20-25 万元，预计 2018 年底加盟店数可超过 500 家。

公司依托电商渠道，以及线下加盟展店模式获得快速成长。2018 年的股权激励目标为营收增速不低于 30.8%，业绩增速不低于 30.1%，若要完成该股权激励目标，下半年电商渠道需增长 80%+，全年电商渠道需增长 60%+，线下维持 10%+ 的增长。

时尚前沿

服饰鞋包

【安踏计划收购户外品牌始祖鸟母公司 Amer Sports】：本周，安踏公告拟收购芬兰 Amer Sports，截至目前公司市值约 39 亿美元。Amer Sports 成立于 1950 年，旗下拥有户外装备始祖鸟、网球装备 Wilson、滑雪装备 Atomic 等。（资料来源：LADYMAX）

【快时尚巨头 ZARA 上半年仅录得 2% 增长，三年最低】：本周 ZARA 母公司 Inditex 公布上半年业绩数据，销售额同增 3% 至 120.3 亿欧元，毛利率 56.7%，EBITDA 同增 2%。净利润同增 3% 至 14.1 亿欧元。（资料来源：LADYMAX）

【收购 JASON WU 母企 11% 股权 森马纽约时装周后拓高端女装】：9 月 13 日晚，森马服饰发布公告称，森马将以每股 0.70 美元认购 JWU, LLC 新发行股份 710.4 万股，合计 500 万美元，按照 2018 年 9 月 12 日汇率人民币兑美元中间价 6.8546（下同）计算，约合 3,427.30 万元人民币。增资完成后，公司将持有 JWU, LLC 11.00% 的股权。（资料来源：服装新闻网）

【加拿大鹅已正式入驻天猫奢侈品频道】：全球领先的高端功能性服饰品牌 Canada Goose 加拿大鹅于 9 月 12 日正式宣布入驻中国电子商务平台暨其天猫店铺正式开幕，此举意在为中国消费者直接提供他们钟爱已久的高品质户外装备产品。

【Celine 宣布中止开启不久的电商业务】：法国奢侈品品牌 Celine 在 Hedi Slimane 到来之后，不仅将原来的 LOGO 从 Ce'line 改为简洁版的 Celine，还宣布关闭品牌电商业务。

(资料来源: 华丽志)

化妆品/珠宝

【欧莱雅集团收购美国百货连锁 Bon-Ton 的美妆客户数据资产】: 日前, 法国美妆巨头欧莱雅集团 (L' Oreal Group) 美国子公司获得特拉华州法庭同意, 将以近 31.3 万美元的价格收购已经破产的美国连锁百货公司 The Bon-Ton Stores Inc (简称“Bon-Ton”) 的美妆客户数据资产。(资料: 华丽志)

【伊夫·黎雪全面退出 CS 渠道】: 近日, 据多位代理商说明, 伊夫·黎雪全面退出了已进驻的中国市场线上线下渠道, 品牌运营团队相关负责人也已证实。从现状来看, 伊夫·黎雪正在放弃此前所有渠道布局。伊夫·黎雪退出中国主流渠道, 转入直销渠道已是定局。(资料: 品观网)

附表

图表 4: 时尚消费公司估值表

	股价 (元)	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)	评级
			18E	19E	20E	18E	19E	20E		
大众服饰	太平鸟	20.55	1.39	1.71	2.12	14.77	12.01	9.68	98.83	买入
	海澜之家	9.58	0.82	0.91	1.01	11.61	10.49	9.46	430.41	买入
中高端服饰	比音勒芬	31.06	1.44	1.99	2.71	21.50	15.60	11.45	56.32	买入
	九牧王	12.88	1.04	1.22	1.45	12.40	10.53	8.86	74.01	买入
	歌力思	17.11	1.12	1.41	1.75	15.29	12.11	9.77	57.66	买入
家纺	罗莱生活	10.72	0.74	0.90	1.06	14.56	11.88	10.07	79.83	买入
化妆品	珀莱雅	38.83	1.35	1.74	2.37	29.03	22.50	16.49	78.09	/
	上海家化	27.89	0.76	0.99	1.29	36.81	28.26	21.61	187.34	增持

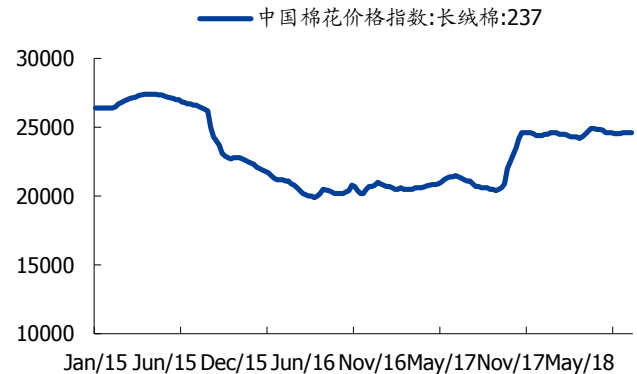
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 收盘价截至 2018 年 9 月 14 日, 珀莱雅盈利预测采用 wind 一致预期

图表 5: 国棉现货(同增 2.4%至 16343 元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 长绒棉 237 (同增 19%至 24600 元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表7: 内外棉差价波动 (截止至2018年9月14日, 内棉价格高于人民币计价的外棉价格691元/吨)



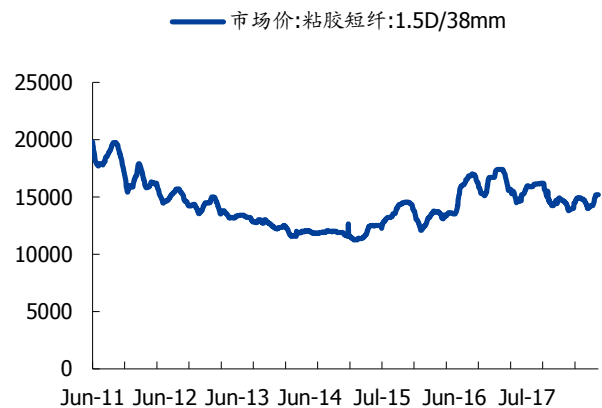
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 涤纶短纤(同增32%至11400元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 黏胶短纤(同降6%至15200元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

宏观经济增速放缓风险。经济增速下行影响居民可支配收入, 削弱消费升级驱动力。
终端消费低迷风险。消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。
棉价异动致风险。棉花产业政策存在不确定性, 价格剧烈波动下纺织企业盈利恐承压。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com