

中性

——维持

日期：2018年09月27日

行业：服装家纺



分析师：虞婕雯

Tel: 021-53686153

E-mail: yujiewen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870515070001

旺季来临 短期催化剂

——服装家纺四季度策略

主要观点

终端消费市场仍平稳

目前我国经济运行平稳，内需方面：2018年1-8月份，社会消费品零售总额210752亿元，同比增长9.3%。其中，限额以上单位消费品零售额81125亿元，增长7.3%，实物商品网上零售额穿类商品增长23.90%，终端服装销售市场保持稳定增长。

进入传统旺季 迎来催化剂

中报结束，服装家纺行业整体增长平稳，但各子行业业绩表现分化。四季度进入传统服装旺季，叠加国庆黄金周及双十一购物节因素，短期迎来催化剂。

投资建议

国内消费需求增长逐步放缓的大背景下，服装品牌企业收入和利润表现平稳增长，但各子行业表现分化以及企业之间差异较大。整个三季度服装家纺板块经历大幅调整，四季度进入传统服装旺季，叠加国庆黄金周及双十一购物节因素，短期迎来催化剂，建议关注主营业务增长较为确定，运营效率持续提升的企业。

数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

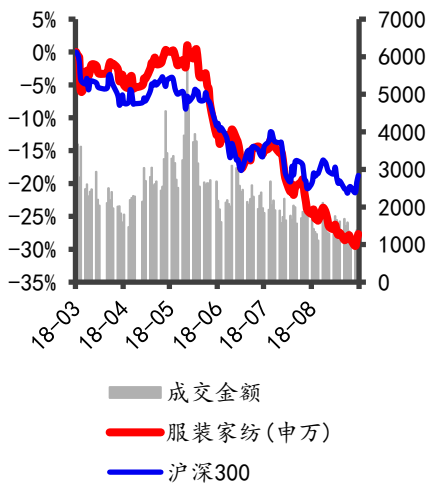
公司名称	股票代码	股价	EPS		PE		PBR	投资评级
			18E	19E	18E	19E		
歌力思	603808.SH	17.64	1.11	1.40	15.89	12.60	2.64	增持
森马服饰	002563.SZ	10.73	0.57	0.69	18.82	15.55	2.85	增持
比音勒芬	002832.SZ	32.92	1.34	1.77	24.57	18.60	4.09	增持

资料来源：Wind, 上海证券研究所股价数据为2018年9月19日收盘价

行业经济数据跟踪 (18年8月)

社会消费品零售总额当月同比 9.00%
 服装鞋帽针纺织品类总额当月同比 7.00%

近6个月行业指数与沪深300比较



报告编号：YJW18-CL01

报告日期：2018年09月27日

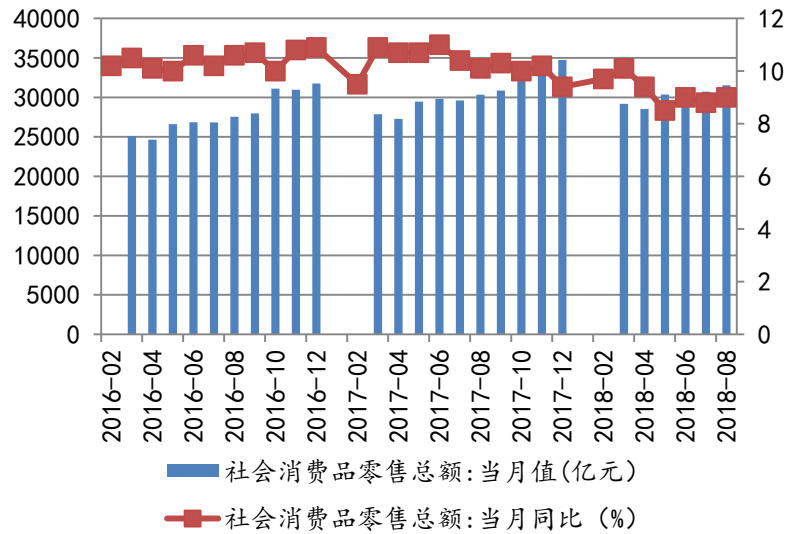
相关报告：

一、行业主要数据

根据国家统计局数据，2018年8月份，社会消费品零售总额31542亿元，同比名义增长9.0%（扣除价格因素实际增长6.6%）。其中，限额以上单位消费品零售额11832亿元，同比增长6.0%。

2018年1-8月份，社会消费品零售总额242294亿元，同比增长9.3%。其中，限额以上单位消费品零售额92368亿元，增长7.1%。

图1 社会消费品零售总额及同比

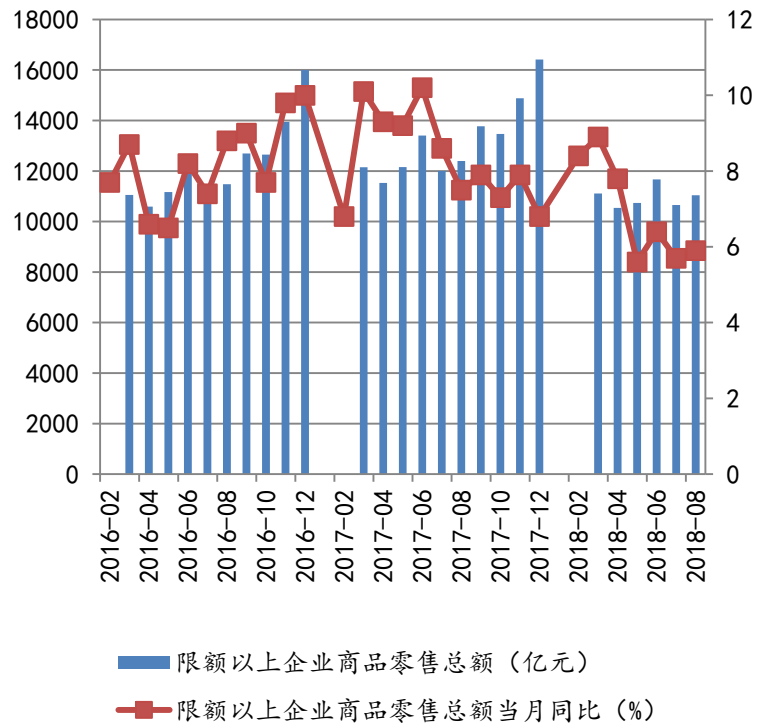


数据来源: wind, 上海证券研究所

按消费类型分，8月份商品零售28026亿元，同比增长8.9%，1-8月份，商品零售215977亿元，同比增长9.2%。

限额以上单位商品零售11041亿元，同比增长5.9%。1-8月份，限额以上单位商品零售86460亿元，同比增长7.1%。

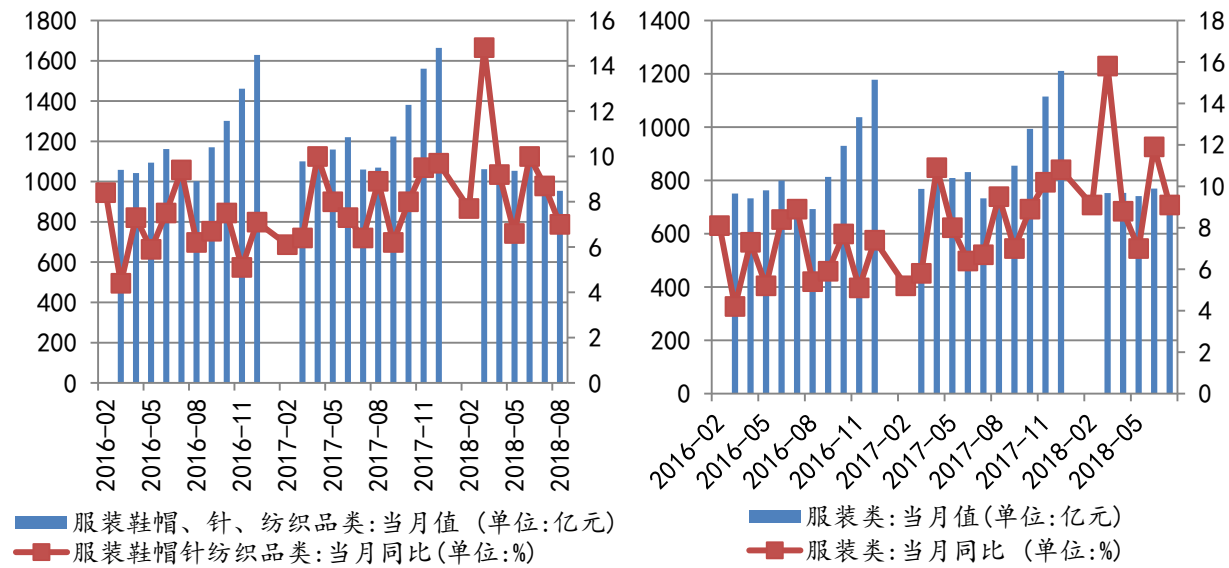
图2 限额以上单位商品零售额及同比



数据来源: wind, 上海证券研究所

限额以上单位零售商品中,8月份服装鞋帽针纺织品类总额954亿元,同比增长7.0%,其中:服装类商品零售总额671亿元,同比增长7.5%。1-8月份,服装鞋帽针纺织品类总额8521亿元,同比增长8.90%,服装类商品零售总额6102亿元,同比增长9.7%。

图 3 限额以上单位服装鞋帽针纺织品类零售当月值及同比； 图 4 限额以上单位服装类商品零售当月值及同比；



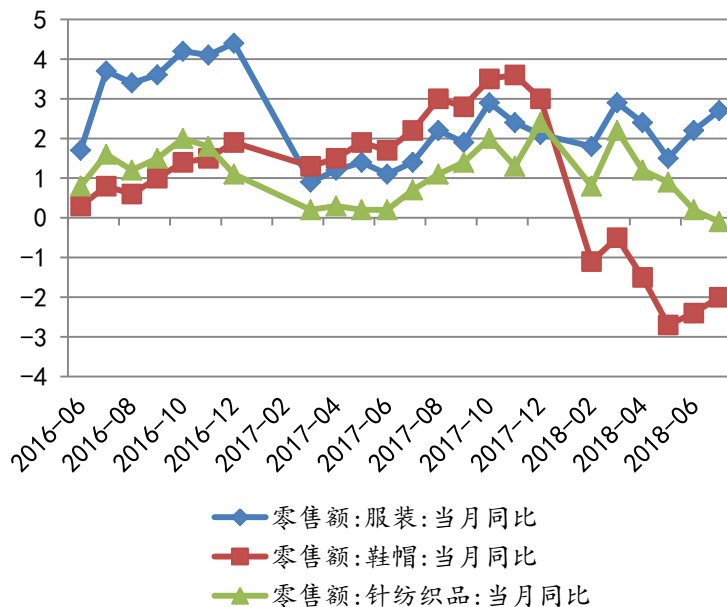
数据来源: wind、上海证券研究所

数据来源: wind、上海证券研究所

据商务部监测, 2018 年 7 月, 全国 5000 家重点零售企业销售额同比增长 4.6%。

分商品看 2018 年 7 月, 服装同比增长 2.7%, 鞋帽同比下降 2.0%, 针纺织品同比微降 0.1%。

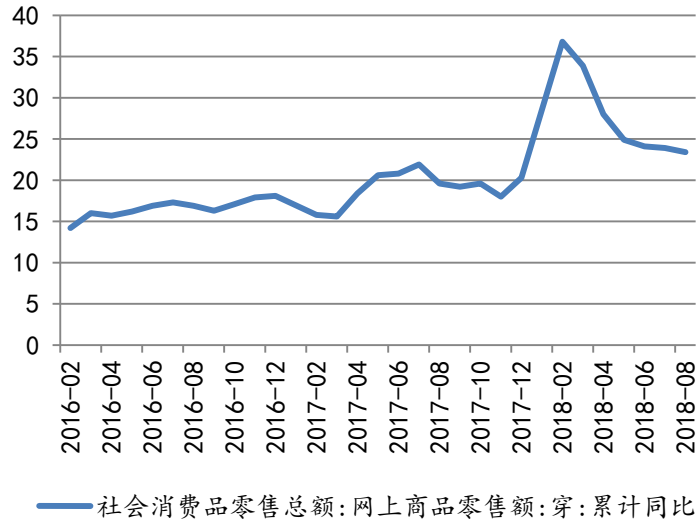
图 5 重点零售企业零售额同比 单位: %



数据来源: 同花顺, 上海证券研究所

2018年1-8月份,全国网上零售额55195亿元,同比增长28.2%。其中,实物商品网上零售额41993亿元,增长28.6%,占社会消费品零售总额的比重为17.3%;在实物商品网上零售额中,吃、穿和用类商品分别增长42.7%、23.4%和29.0%。

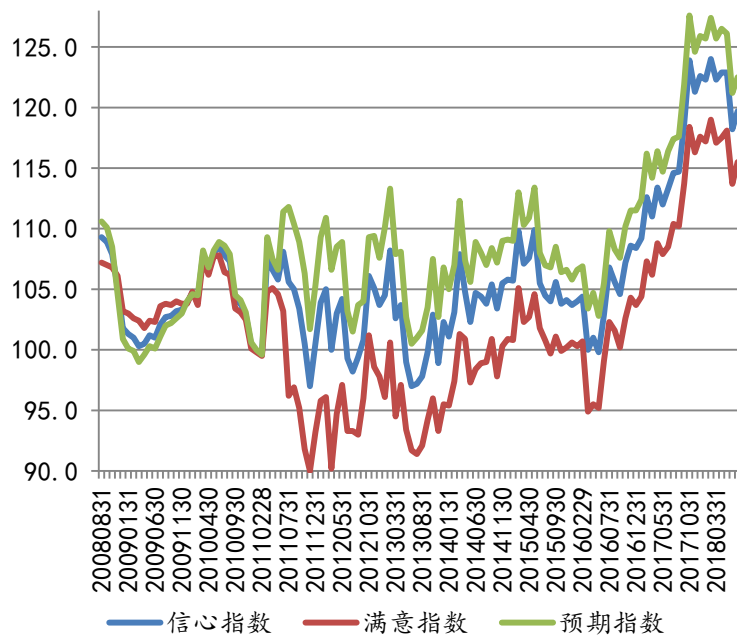
图6 网上商品零售额:穿累计同比 单位: %



数据来源: wind, 上海证券研究所

根据统计局公布的最新中国消费者信心调查显示:7月中国消费者信心指数为119.70,消费者满意指数115.50,消费者预期指数122.50,三个指数较上个月有回升。

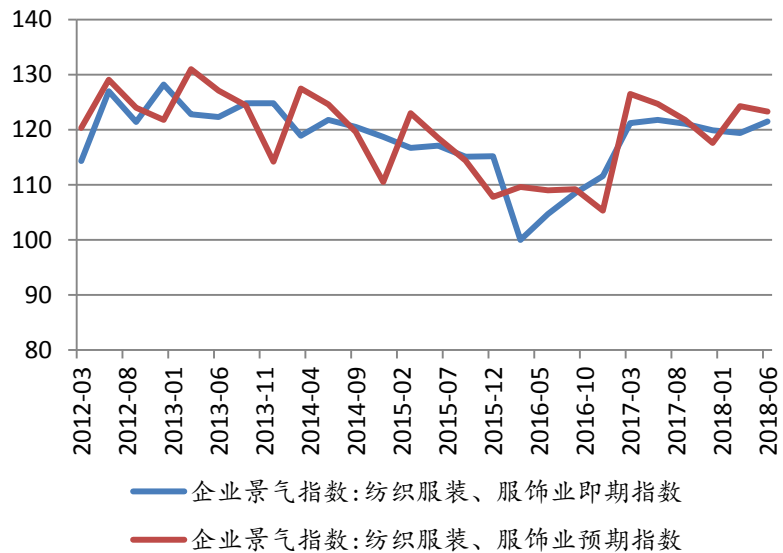
图7 消费者信心指数



数据来源: wind, 上海证券研究所

根据国家统计局发布的二季度最新纺织服装、服饰业企业的景气指数：18年二季度即期指数为121.50，较上一季度上升2.1点，企业景气状态平稳；18年二季度的预期指数为123.30，比上一季度微降1点，我们认为由于市场需求端的弱复苏，企业对未来仍充满乐观预期。

图8 纺织服装服饰业企业景气指数



数据来源: Wind、上海证券研究所

二、中报行业整体增长平稳

2.1 行业业绩平稳增长

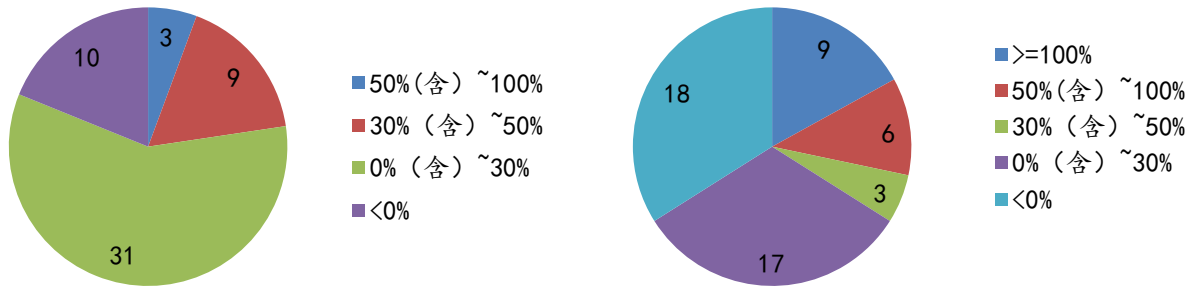
近期，服装家纺行业中报业绩披露完毕，53家上市企业上半年实现营业收入904.21亿元，同比增长10.79%，实现归属母公司净利润90.52亿元，同比减少1.97%，扣除非经常性损益实现归属母公司净利润76.74亿元，同比增长10.63%。

从增长情况来看，大多数公司营业收入实现增长，其中：营业收入增速超过100%的0家，在50%（含）至100%的有3家，在30%（含）至50%的有9家，增速在0%至30%的有31家，还有10家营业收入负增长。

扣非后净利润增速超过100%的9家，在50%（含）至100%的有6家，在30%（含）至50%的有3家，增速在0%至30%的有17家，增速小于0%的有18家。

图 9 服装家纺企业营业收入增长分布；

图 10 服装家纺企业扣非后归母净利润增长分布；



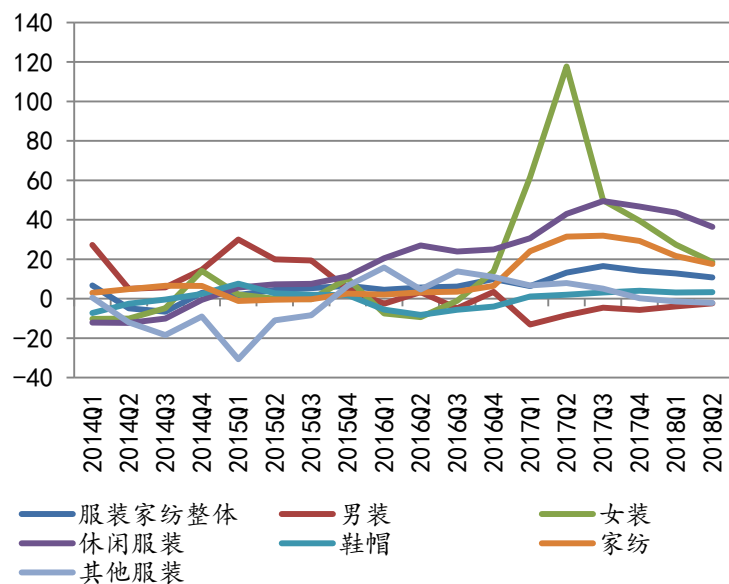
数据来源: wind、上海证券研究所

数据来源: wind、上海证券研究所

2.2 细分子行业分化

从营业收入情况来看，通过并购走多品牌路线的女装仍持续较高增速，但增速下降，家纺自 2017 年企稳复苏，增速开始逐步放缓，休闲服装整体增长由于搜于特供应链管理业务得到快速发展提升业绩，剔除搜于特休闲服装营业收入表现同比下降，男装同比下降则主要是受到雅戈尔及红豆股份的房地产业务拖累，剔除雅戈尔和红豆股份，男装营收则同比增长，鞋帽仍增长疲软。

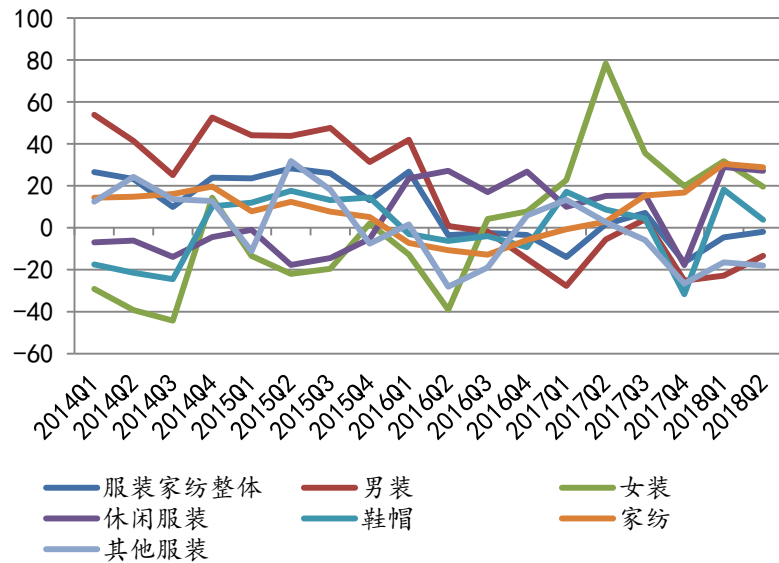
图 11 服装家纺及子行业营业收入同比（单位：%）



数据来源: 同花顺、上海证券研究所

从归母净利润来看，男装归母净利润同比下降 13%，而扣非后归母净利润同比增长 1.46%，主要是男装受非经常性项目利润下降影响较大，其主营业务盈利能力有所增强。家纺自 2017 年逐步企稳复苏，归母净利润增速持续提升。女装归母净利润同比增速下降。休闲服装归母净利润同比增长 12pct 回升至 27%。

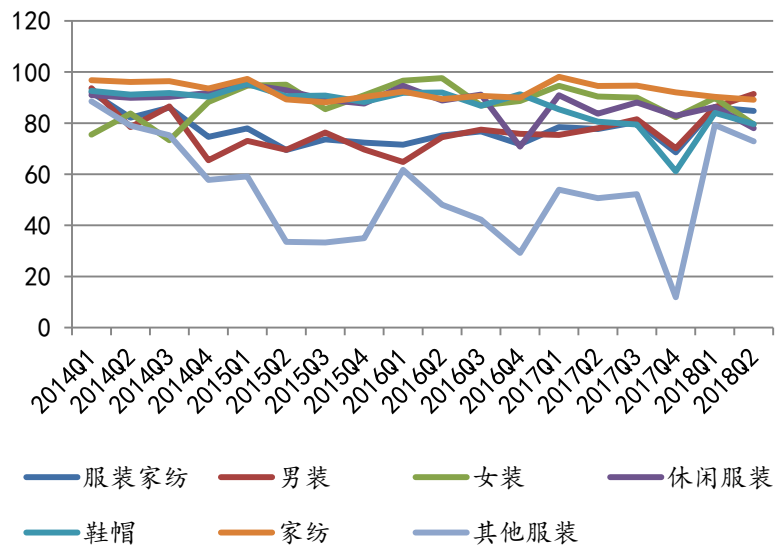
图 12 服装家纺及子行业归母净利润同比（单位：%）



数据来源：同花顺、上海证券研究所

行业整体的扣非净利润占净利润比重 84.77%，较去年大幅提升 7.06pct，行业整体的非经常性项目占比有所降低，其主营业务利润共贡献有所提升。其中：其他服装的扣非净利润占比较去年同比增长 22.23pct，其他服装非经常性损益一直占比较高，主营业务利润贡献较低，今年的非经常性损益占比显著下降；男装近年来扣非净利润占比 70%~80%之间，中报的扣非净利润占比回升至 91.43%。

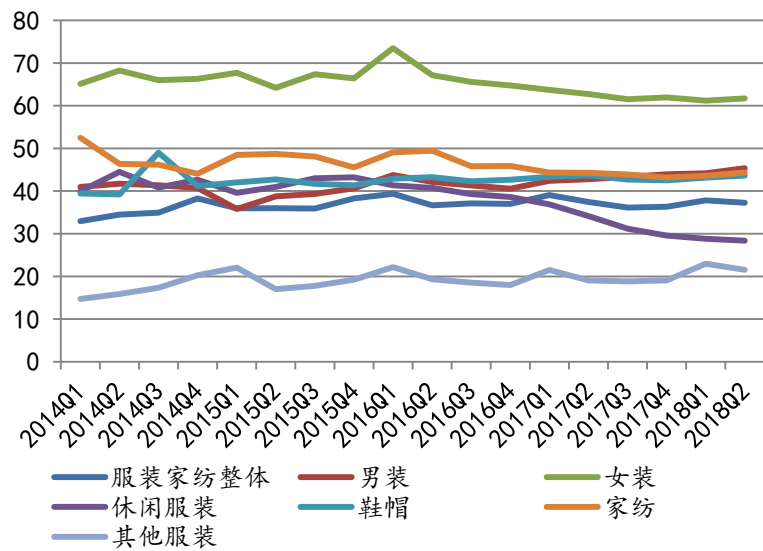
图 13 服装家纺及子行业扣非净利润占净利润比重 (单位: %)



数据来源: 同花顺、上海证券研究所

服装家纺业毛利率 37.26%，毛利率较去年同期微降 0.2pct，整体较为稳定。其中：男装和其他服装的毛利率有所回升。休闲服装毛利率同比下滑明显，从去年年底开始毛利率趋稳。

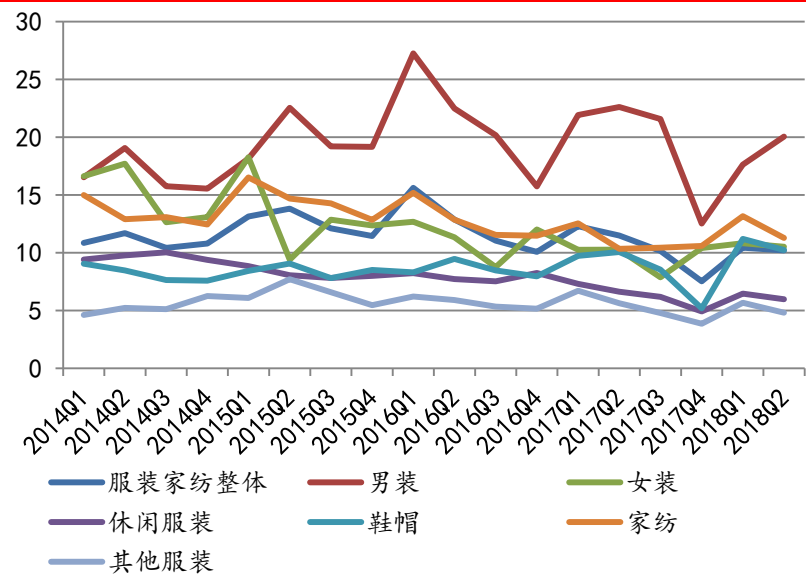
图 14 服装家纺及子行业销售毛利率 (单位: %)



数据来源: 同花顺、上海证券研究所

从净利率水平来看，行业平均净利率水平为 10.20%，其中：男装和鞋帽销售净利率有明显的触底回升。各子行业净利润水平整体较 2017 年底明显有好转迹象。

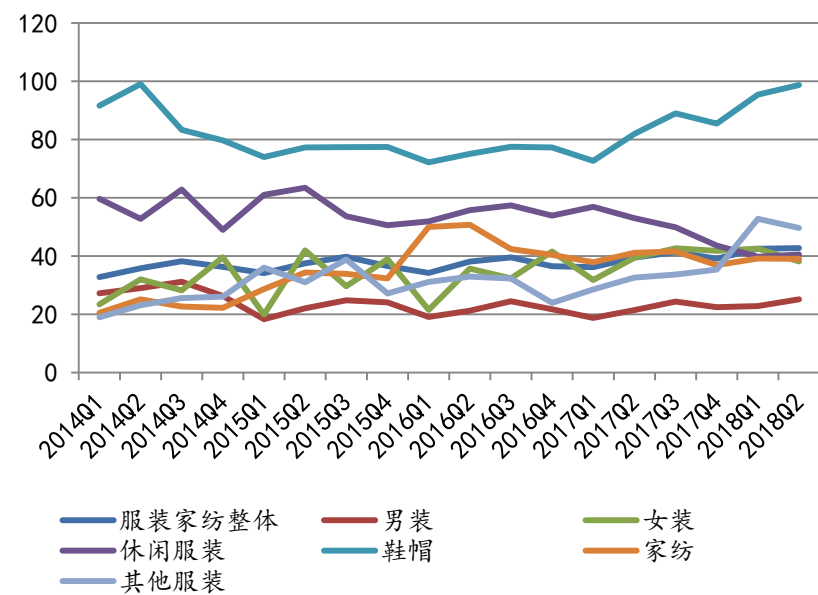
图 15 服装家纺及子行业销售净利率（单位：%）



数据来源：同花顺、上海证券研究所

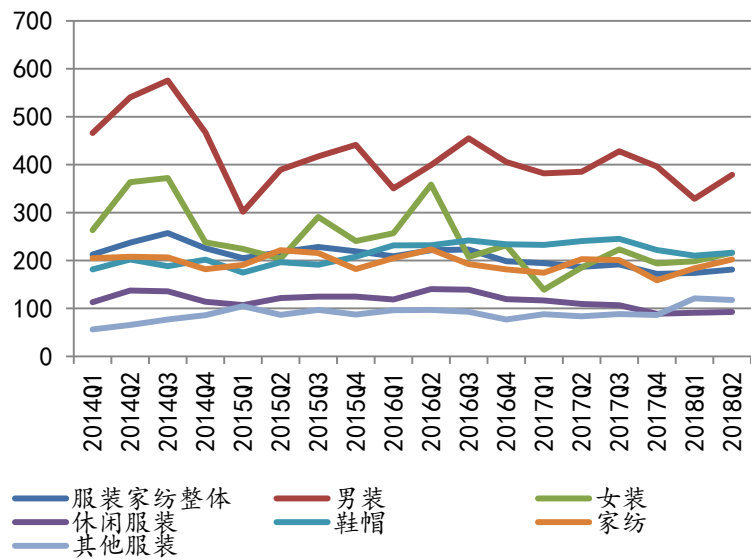
从运营效率来看,行业整体存货周转天数同比下降5.5天至180天,应收账款周转天数同比上升3天至43天。其中:女装和其他服装存货周转天数有一定的上升。鞋帽类企业由于增长疲软,是唯一的子行业其存货账面金额同比下降。休闲服装在存货及应收账款同比增长的情况下应收账款周转率和存货周转率分别下降12.5天和16.5天,表现出运营效率提升,清库存压力下降以及现金流回款及时。

图 16 服装家纺及子行业应收账款周转天数（单位：天）



数据来源：同花顺、上海证券研究所

图 17 服装家纺及子行业存货周转天数 (单位: 天)



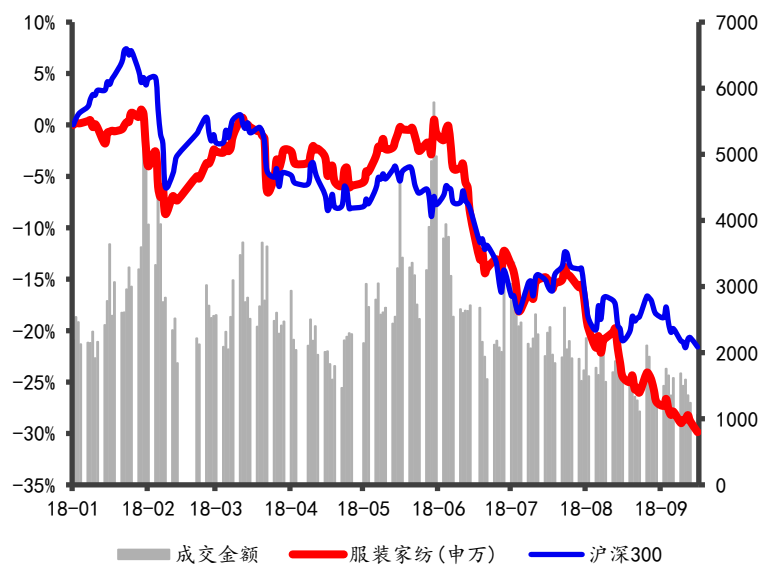
数据来源: 同花顺、上海证券研究所

三、市场表现回顾

3.1 市场表现回顾

今年以来, 沪深 300 指数下跌 21.59%, 同期服装家纺(SW)下跌 29.87%, 服装家纺跑输沪深 300 指数 8.28 个百分点。

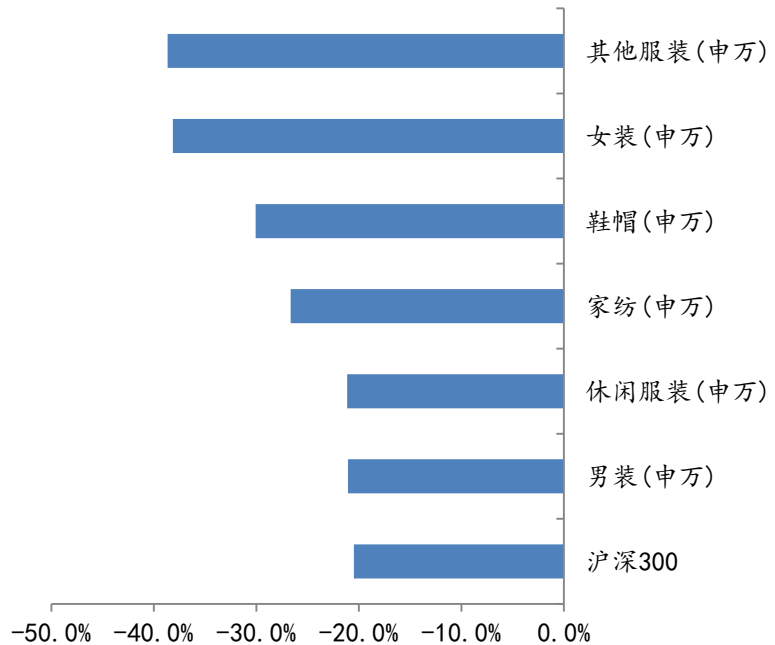
图 18 服装家纺市场表现



数据来源: wind、上海证券研究所

服装家纺子行业中，各子板块均跑输沪深 300，女装和其他服装下降幅度超 38%。

图 19 子行业市场表现



数据来源: wind、上海证券研究所

3.2 个股表现

今年以来，仅 3 只个股上涨，分别是森马服饰、海澜之家和多喜爱。步森股份跌幅第一(-71.46%)，商赢环球和贵人鸟跌幅超 60%。

表 1 服装家纺个股涨跌幅排行前 10

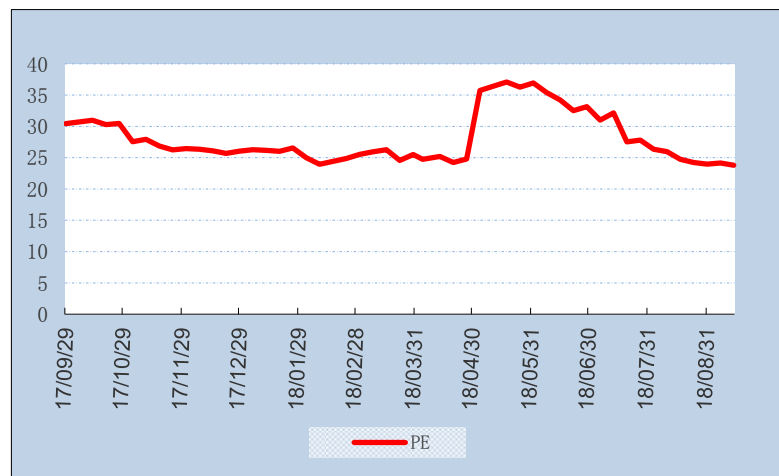
个股	涨幅榜 (%)	个股	跌幅榜 (%)
森马服饰	33.90	步森股份	-71.46
海澜之家	2.18	商赢环球	-62.90
多喜爱	1.28	贵人鸟	-60.23
-	-	美尔雅	-55.19
-	-	浪莎股份	-46.84
-	-	三夫户外	-45.96
-	-	际华集团	-44.60
-	-	棒杰股份	-43.87
-	-	嘉麟杰	-43.73

数据来源: Wind、上海证券研究所

3.3 行业估值

三季度,服装家纺板块经过大幅调整,目前平均PE水平在23.79倍左右。

图 20 近一年服装家纺 PE 水平



数据来源: wind、上海证券研究所

四、行业评级

4.1 行业评级

国内消费需求增长逐步放缓的大背景下,服装品牌企业收入和利润表现平稳增长,但子行业表现分化以及企业之间差异较大。整个三季度服装家纺经历大幅调整,四季度进入传统服装旺季,叠加国庆黄金周及双十一购物节因素,短期迎来催化剂,建议关注主营业务增长较为确定,运营效率持续提升的企业。

4.2 重点关注股票业绩预测和市盈率

■ 数据预测与估值:

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS		PE		PBR	投资评级
			18E	19E	18E	19E		
歌力思	603808.SH	17.64	1.11	1.40	15.89	12.60	2.64	增持

森马服饰	002563.SZ	10.73	0.57	0.69	18.82	15.55	2.85	增持
比音勒芬	002832.SZ	32.92	1.34	1.77	24.57	18.60	4.09	增持

资料来源: Wind, 上海证券研究所股价数据为 2018 年 9 月 19 日收盘价

- 歌力思: 公司通过自主品牌的建设和兼并收购, 目前拥 5 个高级时装品牌并满足不同定位覆盖各个细分市场的需求, 通过整合品牌协同资源, 提升公司运营效率, 贯彻渠道优化, 推动品牌内生性增长。
- 森马服饰: 公司旗下的休闲服饰正逐步恢复增长, 童装巴拉巴拉继续保持稳定增长, 目前公司的童装巴拉巴拉占据国内领先地位, 其童装营收占比过半。公司在休闲服饰业务上持续推进渠道升级, 店铺效率逐步提升, 在童装业务上积极对外寻找投资及合作, 促进其童装产品线, 未来有望带动公司业绩持续增长。
- 比音勒芬: 公司是深耕高尔夫服饰细分领域的龙头企业, 其目标客户群体是中高端收入消费者。目前, 公司的运营效率不断提高, 品牌知名度全面提升, 同时公司还积极开拓新的度假旅游服饰细分领域, 抢占先机, 未来业绩有望持续增长。

五、风险及不确定因素提示

- 1、经济运行向下, 消费需求趋弱;
- 2、品牌拓店不及预期。

分析师承诺

虞婕雯

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。