

# 纺织服装

证券研究报告

2018年10月29日

## 南极电商等领涨反弹，季报期继续推荐业绩相对较强个股

本周组合：开润股份/南极电商/海澜之家/水星家纺/健盛集团/歌力思/比音勒芬；

- 抗经济周期高性价比组合：开润股份，南极电商
- 低估值组合：海澜之家，水星家纺，健盛集团
- 业绩释放周期组合：歌力思，比音勒芬，森马服饰，太平鸟。

1) 行业观点：本周上证指数上涨 1.90%，申万纺织服装板块上涨 3.85%，板块整体 PE (TTM) 为 18.0X。南极电商 (+15.9%) 等领涨反弹。

业绩层面，三季报密集披露期，部分公司已经开始下调全年业绩预期的迹象，由于 Q3 消费整体环境依然趋紧，我们认为板块三季报较难超预期，且 17Q4 基数高，预计 18Q4 也较难超预期，整体 18H2 业绩预计缺乏亮点，并且有部分公司有下调 EPS 的风险，当前环境下继续推荐业绩相对较强

强的个股。本周组合：低估值组合：海澜之家，水星家纺，健盛集团；抗经济周期的高性价比：开润股份，南极电商，以及业绩释放周期组合：歌力思、森马服饰、比音勒芬、太平鸟。我们推荐的核心标的业绩基本符合预期，在市场风险偏好较低情况下，我们认为建议投资策略上应该坚守业绩可期的低估值核心资产。

2) 行业数据：整体短期有所企稳，结构看服装行业仍存不确定性，对未来仍持谨慎态度。9月社零同比增速 9.2%，环比 8月提高 0.2pct；网上消费累计同比 27%；剔除石油及制品类增速 11%，环比提高 0.9pct，较 8月有所提升，短期消费数据小幅反弹。结构看，9月服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长 9%，与同期比上升 2.8pct，环比上升 2pct，虽有小幅改善，但由于中秋节错峰影响，17年9月基数较低，应谨慎看待当前数据。同时，由于 17年“冷冬”因素影响，17Q4 基数较高，所以未来几个月我们对于服装行业整体偏谨慎。

推荐：开润股份/南极电商/海澜之家/水星家纺/健盛集团/歌力思/比音勒芬。

### 3) 重点公司推荐：

开润股份：1) 营收持续高增长，业绩符合预期。18Q1-3 实现营收 14.42 亿元 (+81.7%)，归母净利润 1.28 亿元 (+37.48%)，扣非归母净利润 1.13 亿元 (+35.3%)。传统 B2B 客户预计保持稳定增长为 15-20%；B2C 收入约 70.65 亿 (+111.19%)，Q3 为 2.95 亿 (+106.97%)，持续维持 100%以上增长。2) B2C：持续看好公司成长为出行市场细分龙头，18年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张。预计截止到 Q3，各渠道占比为：小米 70%左右，京东/天猫各不到 10%，团购不到 10%，剩下是其他渠道。预计未来持续全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计 18 年润米整体营收增长 100%+，净利率 6%-7%。2) B2B：18 年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，18 年新客户开发有望超预期。拟收购印尼优质代工厂，打造东南亚供应链体系，并进入国际运动品牌供应链体系，引入新型客户及开发新品类，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%+。3) 维持买入评级。维持 18-20 年预测为 0.91/1.34/2.07 元，18/19 年净利润约 1.98/2.92 亿，预计未来三年 CAGR 达 50%。

南极电商：1) 公司公布三季报，18 年前三季度实现营收 20.45 亿元 (+409.20%)；实现归母净利润 4.49 亿元 (+85.01%)。公司前三季度 GMV 持续增长，为 105.4 亿元 (+62.5%)；2) 商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模 GMV 高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。3) 维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，预计 EPS 调整为 0.35/0.51/0.73 元，给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。

海澜之家：预计 Q3 主品牌高单位数增长，女装 30%以上增长。1) 主品牌 18H1 收入 80.95 亿(+6.2%)，Q2 单季度收入 33.1 亿(+1.8%)；爱居兔 18H1 收入 6 亿(+82%)；圣凯诺 18H1 收入 8.29 亿(-13%)，多品牌矩阵已成，长期来看未来副品牌接棒主品牌提供成长动力；3) H1 公司门店总数 6097 家，预计维持年初全年开店预期：海澜之家 400 家，爱居兔 300 家，总数 700 家；4) 低线城市的消费环境好于一二线城市，目前海澜门店数量已经突破 6000 家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。公司目前 PE 估值较低，女装爱居兔品牌预计今年达到盈亏平衡，尚不贡献 PE 估值，但爱居兔女

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

吕明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518040001  
lvming@tfzq.com

郭彬 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120001  
guobin@tfzq.com

于健 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518090002  
yujian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:9月社零数据有所企稳，仍保持谨慎态度，布局超跌且业绩可期公司》 2018-10-21
- 2 《纺织服装-行业研究周报:预计三季报较难超预期，布局超跌且业绩可期的公司》 2018-10-15
- 3 《纺织服装-行业研究周报:节前开润等领涨反弹，继续推荐业绩确定性强的低估值标的》 2018-10-08

装品牌体量规模已经较大(预计今年 35 亿零售规模),其品牌价值并未体现在公司为市值内,从 PE 估值角度海澜整体价值存在低估。5) 预计 18-20 年 EPS 为 0.82/0.92/1.03 元,对应 PE13/11/10 倍。给予 18 年 17X,“买入”评级,目标价 13.94 元。

**歌力思:** 预计 Q3 以来,主品牌同店水平高单位数,ED hardy 双位数增长,多品牌开店快速落地。预计前三季度收入及业绩增速 25%~30%。1) 主品牌 18H1 月店均销售额同比增长 10.30%;6/7/8 月同店逐渐好转,18H2 预计新开 10 家店左右,调整完毕后预计 19 年会有新开店为收入带来贡献。2) ED HARDY 上半年店均预计 60 万左右,X 预计店均 20 万左右;预计 18 全年净开 50 家左右,其中 ED HARDY 净开 20 家,X 净开 30 家左右。3) Laurel 预计 18 全年净开 12 家,净利润预计 1000 万。4) 公司拟回购股份,金额为 5000 万元~2 亿元,回购价格不超过 21 元/股。近期以 800 万收比利时设计师品牌 JPK 说明多品牌管理能力得到认可,议价能力强。5) 公司致力于打造高端时装品牌,多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力;VIP 客户培育良好,单客价值持续提升。预计 18 年—20 年净利润至 3.7 亿/4.4 亿元/5.4 亿元, EPS 为 1.11/1.31/1.60 元,目标价 27.75 元。

**比音勒芬: Q3 单季度加速增长,业绩优秀超市场预期。** 2018 三季报收入实现 10.6 亿(+39.7%),归母净利 2.06 亿(+50.07%)。18Q3 单季度实现营收 3.84 亿(+45.7%),归母净利润 0.84 亿(+56.72%)。优秀公司在优质赛道下显示出加速成长态势,较去年同期 47.9%的高增速水平仍有提升。按我们预期开店节奏来估算,总店数或已超过 700 家,预计单店报表收入贡献超有 140 万元,较去年同期单店收入增长 20%+,今年整体开店较去年加速。**运动时尚风格兴起,新品牌有望持续发力,打开蓝海市场。** 行业需求方面,运动时尚风格兴起,随着主力消费人群年轻化,很多原本需要穿着正装的场合也开始变得着装随意化。而以 FILA 为代表的轻运动时尚风格崛起,根据安踏公告,18Q1-Q3 以 FILA 为主的非安踏品牌收入零售额同比增长 90-95%),店数预计超过 1300 家,估算同店增长 40%+,比音勒芬生活及新品牌威尼斯(度假旅游系列)产品风格对标 FILA,符合运动时尚流行趋势,价格和定位适合度假旅游消费者,有望对标 FILA 的成功案例。预计 2018-20 年 EPS 为 1.44/1.96/2.56 元,对应 PE 估值 20/15/11x,考虑到公司业绩优异,加速增长,给予 2018 年 35 倍 PE,3-6 个月目标价到 50.4 元。

**风险提示:** 终端需求疲软,库存风险,行业回暖、调整不达预期。

### 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2018-10-26	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A/E	2018E	2019E	2020E	2017A/E	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	31.50	买入	0.61	0.91	1.34	2.07	51.64	34.62	23.51	15.22
002127.SZ	南极电商	7.28	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	33.09	20.80	14.27	9.97
600398.SH	海澜之家	9.19	买入	0.74	0.82	0.92	1.03	12.42	11.21	9.99	8.92
603365.SH	水星家纺	12.82	买入	0.97	1.14	1.36	1.61	13.22	11.25	9.43	7.96
603808.SH	歌力思	16.00	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	17.78	14.41	12.21	10.00
002563.SZ	森马服饰	9.58	买入	0.42	0.59	0.71	0.86	22.73	16.35	13.51	11.19
002832.SZ	比音勒芬	28.48	买入	0.00	1.44	1.96	2.56	28.66	19.78	14.53	11.13
603877.SH	太平鸟	17.90	买入	0.95	1.38	1.77	2.15	18.84	12.97	10.11	8.33

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS

## 1. 本周观点：南极电商等领涨反弹，季报期继续推荐业绩相对较强属性强个股

### 1.1. 核心观点：南极电商等领涨反弹，季报期继续推荐业绩相对较强个股

本周组合：开润股份/南极电商/海澜之家/水星家纺/健盛集团/歌力思/比音勒芬；

- 抗经济周期的高性价比：开润股份，南极电商
- 低估值组合：海澜之家，水星家纺，健盛集团
- 业绩释放周期组合：歌力思，比音勒芬，森马服饰，太平鸟。

#### (1) 本周行业观点：南极电商等领涨反弹，季报期继续推荐业绩相对较强个股

行业观点：本周上证指数上涨 1.90%，申万纺织服装板块上涨 3.85%，板块整体 PE (TTM) 为 18.0X。南极电商 (+15.9%) 等领涨反弹。

业绩层面，三季报密集披露期，部分公司已经开始下调全年业绩预期的迹象，由于 Q3 消费整体环境依然趋紧，我们认为板块三季报较难超预期，且 17Q4 基数高，预计 18Q4 也较难超预期，整体 18H2 业绩预计缺乏亮点，并且有部分公司有下调 EPS 的风险，当前环境下继续推荐业绩相对较强的个股。

本周组合：低估值组合：海澜之家，水星家纺；抗经济周期的高性价比：开润股份，南极电商，处于业绩释放周期的标的：歌力思、森马服饰、比音勒芬、太平鸟。我们推荐的核心标的符合预期，在市场风险偏好较低情况下，我们认为建议投资策略上应该坚守业绩可期的低估值核心资产。

1) 一条主线为产品主要以性价比和大众为主要方向，受益于低线城市消费升级、以及一二线城市消费“降级”的标的，抗经济周期的高性价比：开润股份、南极电商；

2) 二是深耕低线城市（3-5 线）渠道发达，受到消费环境波动影响较小的，建议关注低估值组合：海澜之家、水星家纺；

3) 三是业绩处于释放周期的公司：如歌力思、森马服饰（17 年业绩低谷基数低）、比音勒芬（产品风格对标 FILA，受益运动时尚风潮高增长）、太平鸟（基数低、18/19 年股权激励目标 44.44%/30.77%）。

**图 1：重点标的情况梳理（1）**

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2018/10/26	预测18年 净利润 (百万元)	预测19年 净利润 (百万元)	18-19 净利润 CAGR	预测PE 2018	预测PE 2019	总市值 (亿元)	核心逻辑
开润股份	开润股份：1) 营收持续高增长，业绩符合预期。18Q1-3实现营收14.42亿元 (+81.7%)，归母净利润1.28亿元 (+37.48%)，扣非归母净利润1.13亿元 (+35.3%)。传统B2B客户预计保持稳定增长为15-20%；B2C收入约70.65亿 (+111.19%)，Q3为2.95亿 (+106.97%)，持续维持100%以上增长。2) B2C：持续看好公司成长为行市场细分龙头，18年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张。预计截止Q3，各渠道占比为：小米70%左右，京东/天猫各不到10%，团购不到10%，剩下是其他渠道。预计未来持续全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计18年润米整体营收增长100%+，净利率6%-7%。2) B2B：18年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，18年新客户开发有望超市场预期。拟收购印尼优质代工厂，打造东南亚供应链体系，并进入国际运动品牌供应链体系，引入新型客户及开发新品类，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年B2B收入CAGR 20%+。3) 维持买入评级。维持18-20年预测为0.91/1.34/2.07元，18/19年净利润约1.98/2.92亿，预计未来三年CAGR达50%。	31.50	198.2	292.2	48.0%	34.6	23.5	68.57	1、B2C：18年润米鞋服品类上量值得期待；定位儿童出行的硕米稚行有望复制第二个润米； 2、B2B：与名创优品合资公司上量值得期待，为未来几年增长提供新动力； 3、小米A+H上市提供催化； 4、背靠小米、京东、名创优品三棵大树，布局成人+儿童出行海量市场。
南极电商	1) 公司公布三季报：18Q1-Q3实现营收20.44亿元 (+409%)，归母净利4.49亿元 (+85%)，符合市场预期。剔除并表主业收入5.2亿元 (+30%)。Q3单季度收入8.11亿 (+441%)，净利润1.58亿元 (+52.7%)，主业收入1.92亿 (+28%)。我们估算货币化率在4.1%-4.5%之间，环比中报水平有所提升，较同期略有下降。我们判断货币化率变动与扶持新品类、新渠道；终端零售价格提升和GMV与收入确认时间的错配有关。波动程度在合理区间。我们维持预计2018年公司GMV规模将达到202亿，2019年GMV规模将达到298亿元。 2) 商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模GMV高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品类新品类的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，有望成为A股最具代表性的高成长新零售公司。 3) 维持盈利预测2018-20年净利润为8.69/12.51/17.84亿，对应EPS为0.35/0.51/0.73元，给予公司2018年35倍估值，维持目标价12.4元。	7.28	868.6	1,251.3	55.5%	20.6	14.3	178.71	1、受益于“低端”商业革命，可拓展品类多，客户广； 2、成立专门部门打击偷标、漏标，预计18年GMV和收入增速趋同； 3、预计在电商平台上推“南极严选”，打造基于电商平台上的“小米生态链”
水星家纺	1) 公司公布18年三季度报告，实现营收18.03亿元 (+13.62%)，归母净利润1.81亿元 (+15.22%)，营收符合我们预期，净利润略低于预期。其中Q3单季度实现营收6.43亿元 (+8.72%)，净利润0.61亿元 (+5.56%)； 2) 线下：根据我们估算，18年前三季度预计增长21%左右，其中，Q1同增25%，Q2同增25%+，Q3同增14.3%。Q3线上渠道占比下降至25%； 3) 线上：根据我们估算，前三季度公司线上渠道实现低个位数增长，增速在2%左右。其中Q1估算同增24%，Q2略降，Q3同降5.4%。 4) 18年全年预计线下渠道实现增长15%-20%。预计线上渠道增长5%-10%。 5) 考虑到公司前三季度利润略低于预期，同时由于线上电商业务在高基数的背景下，又受到低价电商品牌的积压，中短期将会受到波动，下调18-20年盈利预测，预计18-20年净利润分别为3.03/3.60/4.26亿元（原值为3.14/3.77/4.54亿元），EPS为1.14/1.36/1.61元。下调公司18年PE为20X，目标价由29.5元调整为23.6元。	12.82	302.8	359.9	18.3%	11.3	9.5	34.19	1、线下渠道在三四线城市优势明显，渠道下沉空间大； 2、低线城市消费升级持续利好；
海澜之家	1) 预计7-8月主品牌高单位数增长，女装维持30-40%的高增长。 2) 分品牌经营情况：海澜之家主品牌18H1收入80.95亿 (+6.2%)；爱居兔18H1收入6亿 (+82%)；圣凯诺18H1收入8.29亿 (-13%)，多品牌矩阵已成，长期来看未来副品牌接棒海澜主品牌提供成长动力；3) 截止2018年6月末，公司门店总数6097家，预计维持年初全年开店预期：海澜之家400家，爱居兔300家，总数700家；4) 低线城市的消费环境好于二线城市，目前海澜门店数量已经突破6000家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。公司目前PE估值较低，女装爱居兔品牌预计今年达到盈亏平衡，尚不贡献PE估值，但爱居兔女装品牌体量规模已经较大（预计今年35亿零售规模），其品牌价值并未体现在公司市值内，从PE估值角度海澜整体价值存在低估。5) 预计18—20年EPS为0.82/0.92/1.03元，对应PE13/11/10倍。给予18年17X，买入评级，3-6个月目标价13.94元。	9.19	3,691.9	4,129.1	11.4%	11.2	10.0	412.88	1、主品牌产品年轻化策略继续，渠道继续向商场店和购物中心店转型； 2、东南亚海外店运营拓展良好，店效已经接近国内店铺。 3、低线城市的消费环境好于二线城市，目前海澜门店数量已经突破6000家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。 4、公司目前PE估值较低。

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至 10 月 26 日

图 2：重点标的情况梳理（2）

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2018/10/26	预测18年 净利润 (百万元)	预测19年 净利润 (百万元)	18-19 净利润 CAGR	预测PE 2018	预测PE 2019	总市值 (亿元)	核心逻辑
比音勒芬	比音勒芬：Q3单季度加速增长，业绩优秀超市场预期。2018三季报收入实现10.6亿（+39.7%），归母净利润2.06亿（+50.07%）。18Q3单季度实现营收3.84亿（+45.7%），归母净利润0.84亿（+56.72%）。优秀公司在优质赛道下显示出加速成长态势，较去年同期47.9%的高增速水平仍有提升。按我们预期开店节奏来估算，总店数或已超过700家，预计单店报表收入贡献超有140万元，较去年同期单店收入增长20%+，今年整体开店较去年加速。运动时尚风格兴起，新品牌有望持续发力，打开蓝海市场。行业需求方面，运动时尚风格兴起，随着主力消费人群年轻化，很多原本需要穿着正装的场合也开始变得着装随意化。而以FILA为代表的轻运动时尚风格崛起，根据安踏公告，18Q1-Q3以FILA为主的非安踏品牌收入零售额同比增长90-95%，店数预计超过1300家，估算同店增长40%+，比音勒芬生活及新品牌威尼斯（度假旅游系列）产品风格对标FILA，符合运动时尚流行趋势，价格和定位适合度假旅游消费者，有望对标FILA的成功案例。预计2018-20年EPS为1.44/1.96/2.56元，对应PE估值20/15/11x，考虑到公司业绩优异，加速增长，给予2018年35倍PE，3-6个月目标价到50.4元。	28.48	261.3	356.3	40.6%	19.8	14.5	51.65	1) 产品、渠道、营销、管理多重发力促进业绩提升； 2) 进军度假旅游市场，打开新增长空间； 3) 深耕中高端服饰，研发及渠道具备优势； 4) 员工持股+董事长兜底承诺彰显长期发展信心。
太平鸟	1) 公司前三季度实现营收48.88亿元（+13.14%）；归母净利润28.23亿元（+69.72%） 2) 开店情况：9月份净开店150左右，7-8月份30家左右，Q3整体净开1-200家。10-11月预计每个月100家左右，12月份50-100家，预计H2净开350的目标可以达成； 3) 十一黄金周情况：线上个位数增长，线下小幅下滑。1-7号除了第一天较好，其余天数可比负增长。 4) 三季度业绩指引：收入端来看，零售额Q3增速低于Q2，但是营收不一定较Q2弱，总体来说全年84亿营收目标有一定压力。利润端来看，如果刨除激励费用的1000-2000万，达到6.3亿的预算目标压力不大。 4) 维持买入评级，目标价34.50元。考虑到公司终端销售情况良好，渠道和品牌调性调整期已过，未来几年将享受增长红利，我们预计18-20年实现净利润6.6/8.5/10.3亿，三年CAGR 32%；18-20年EPS为1.38/1.77/2.15元。给予18年25倍估值，对应目标价34.50元。	17.90	663.3	853.0	36.7%	13.0	10.1	86.07	1、收入、净利率迎向上拐点； 2、渠道结构调整结束； 3、品牌年轻化调整结束。
森马服饰	1) 公司公布前三季度业绩公告，实现营收97.64亿元（+21.41%），归母净利润12.72亿元（+25.66%），扣非归母净利润12.07亿元（+25.81%）；其中Q3单季度实现营收42.32亿元（+17.25%），归母净利润6.04亿元（+26.41%），虽然Q3环比Q2营收增速略微放缓，但整体业绩优异，符合预期。 2) 线上：略微放缓，但旺季依旧可期。我们预计18Q3线上收入增长25-30%，占比近30%，逐渐进入Q4电商旺季（双十一、双十二），预计全年线上增长30%以上。 3) 线下：休闲服和童装相较H1均有一定程度放缓。预计童装增长约双位数，休闲服增长低到中位数，渠道开店方面Q3相对H1有所放缓，但总体符合预期，截止到三季度，全年开店计划接近完成。 4) 维持盈利预测不变，预计公司18—20年净利润CAGR=26%的复合增长率；上调18年营收预测至144.45亿（+20.11%，原为15%+），维持18年净利润预测为15.73亿，18—20年EPS为0.59/0.71/0.86元。一期员工持股均价为14.10元，目前股价倒挂，维持目标价17.75元，对应19年25倍PE。	9.58	1,573.5	1,903.9	29.3%	16.4	13.6	258.65	1、线上高增长持续； 2、线下休闲装复苏趋势明显、逆市拓店超预期童装集中度加速。 3、多指标边际改善印证经营质量与效率进一步提升； 4、17年业绩低谷基数低。
歌力思	Q3以来，预计主品牌同店高单位数，EDHARDY双位数增长，多品牌开店落地迅速。预计前三季度收入及业绩增速25%~30%。业绩方面，18H1公司的回款增长或者直营同店增长基本保持稳定，主要系客群较为稳定，品牌忠诚度高所致。若主品牌同店持续增长，加之Ed Hardy收入及增长预期维稳；Laurel渠道数量增加，收入稳定性提高；IRO品牌逐步落地，增速规模持续提升；则业绩有望增长； 营运能力方面，公司存货天数、应收账款周转天数较17H1有所下降，经营效率持续提升，多角度验证公司系统化及精细化运营初步取得成效。	16.00	373.9	440.2	20.7%	14.4	12.2	53.92	1、公司多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力； 2、VIP客户培育良好，单客价值持续提升，未来在店效和渠道方面均有提升，内生增长动力强劲

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至 10 月 26 日

图 3：关注纺织服装行业估值与业绩增长高性价比公司

证券简称	预测PE 2018	预测PE 2019	2018-2019 净利润 CAGR	预测净利润 增长率 2018	预测净利润 增长率 2019	净利润 2017 (百万元)	预测净利润 均值2018 (百万元)	预测净利润 均值2019 (百万元)	预测净利润 均值2020 (百万元)	总市值 (亿元)
太平鸟*	19.2	15.0	36.7%	45.4%	28.6%	456.3	663.3	853.0	1,032.1	127.5
水星家纺*	21.1	17.8	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.76	359.91	426.28	63.9
安正时尚*	19.6	14.9	31.6%	32.3%	31.0%	273.1	361.3	473.3	583.5	70.6
歌力思*	21.0	17.9	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	78.7
搜于特	22.4	19.8	18.3%	23.7%	13.1%	612.8	758.3	857.9	925.5	170.0
华孚时尚*	15.8	12.7	25.4%	27.1%	23.8%	677.4	861.1	1,065.6	1,244.1	135.6
健盛集团	18.4	13.7	69.1%	84.6%	33.6%	131.5	281.0	376.0	333.2	51.6
南极电商*	20.6	14.3	53.0%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,251.3	1,783.9	178.7
开润股份*	34.7	23.6	47.6%	48.1%	47.2%	133.4	197.5	290.8	449.0	68.6
比音勒芬*	19.8	14.5	40.6%	45.0%	36.4%	180.2	261.3	356.3	464.1	51.6
森马服饰*	16.4	13.6	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	258.6
海澜之家*	11.2	10.0	11.4%	10.9%	11.8%	3,328.9	3,691.9	4,129.1	4,620.5	412.9
罗莱生活*	11.9	10.0	23.4%	28.6%	18.4%	427.9	550.2	651.3	763.8	65.2
维格娜丝	8.8	7.2	32.7%	44.1%	22.2%	189.9	273.7	334.4	402.7	24.0
天创时尚	15.7	13.3	34.1%	52.4%	18.0%	187.9	286.4	338.0	376.6	45.0
朗姿股份	12.7	11.0	29.3%	44.4%	15.7%	187.6	270.9	313.4	374.4	34.5
新野纺织	7.8	6.5	24.4%	29.1%	19.8%	292.2	377.3	452.0	540.2	29.6
七匹狼	13.0	11.3	14.0%	13.2%	14.9%	316.6	358.5	411.7	462.6	46.5
富安娜	10.8	9.3	17.3%	18.5%	16.1%	493.5	584.5	678.4	777.1	63.4
百隆东方	12.4	10.8	20.2%	26.0%	14.7%	487.7	614.4	704.8	807.0	76.2
九牧王	12.1	10.6	13.4%	13.1%	13.8%	494.1	558.8	635.9	717.5	67.6
孚日股份	10.4	9.4	10.3%	10.3%	10.4%	410.2	452.5	499.5	558.5	46.9
伟星股份	12.6	11.0	15.7%	15.9%	15.5%	364.6	422.5	488.0	556.0	53.4
拉夏贝尔*	8.0	7.3	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	45.3
鲁泰A	9.2	8.2	8.4%	5.5%	11.4%	841.2	887.4	988.6	1,073.9	81.5
航民股份	8.2	7.6	9.2%	10.2%	8.3%	573.6	631.8	684.3	748.7	52.1
雅戈尔	15.8	14.2	150.0%	461.8%	11.3%	296.7	1,667.0	1,855.0	0.0	263.6
日播时尚	25.7	21.7	21.3%	24.0%	18.6%	83.6	103.7	123.0	141.3	26.6
柏堡龙	28.7	24.1	-	18.1%	18.8%	129.3	152.7	181.4	214.6	43.8
探路者	37.0	30.1	-	-191.3%	23.2%	-84.9	77.5	95.5	128.0	28.7
奥康国际	15.1	13.7	-	18.0%	9.9%	226.5	267.3	293.7	330.0	40.4

资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：1) 市值截至时间 2018 年 10 月 26 日；

2) 表中\*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标\*公司盈利预测均来源于 Wind 资讯 2018-2019 净利润预测的均值；

## (2) 本周行业数据：9 月社零数据整体有所企稳，结构看服装行业小幅反弹

整体短期有所企稳，结构看服装仍存不确定性，对未来仍持谨慎态度。9 月社零同比增速 9.2%，环比 8 月提高 0.2pct；网上消费累计同比 27%；剔除石油及制品类增速 11%，环比提高 0.9pct，较 8 月有所提升，短期消费数据小幅反弹。结构看，9 月服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长 9%，与同期比上升 2.8pct，环比上升 2pct，虽有小幅改善，但由于中秋节错峰影响，17 年 9 月基数较低，应谨慎看待当前数据。同时，由于 17 年“冷冬”因素影响，17Q4 基数较高，所以未来几个月我们对于服装行业整体偏谨慎。

图 4：17 年底以来社零服装分项同比增速趋势性回升（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**重点推荐公司要点：****开润股份：18Q1-3 业绩符合预期，持续期待 B2C 业务快速增长**

- **营收持续高增长，业绩符合预期。**18Q1-3 实现营收 14.42 亿元（+81.7%），归母净利润 1.28 亿元（+37.48%），扣非归母净利润 1.13 亿元（+35.3%）。传统 B2B 客户预计保持稳定增长为 15-20%；B2C 收入约 70.65 亿（+111.19%），Q3 为 2.95 亿（+106.97%），持续维持 100%以上增长
- **B2C：**持续看好公司成长为出行市场细分龙头，18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张。预计截止到 Q3，各渠道占比为：小米 70%左右，京东/天猫各不到 10%，团购不到 10%，剩下是其他渠道。预计未来持续全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计 18 年润米整体营收增长 100%+，净利率 6%-7%。
- **B2B：**18 年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，18 年新客户开发有望超市场预期。拟收购印尼优质代工厂，打造东南亚供应链体系，并进入国际运动品牌供应链体系，引入新型客户及开发新品类，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%+。
- **维持买入评级。**维持 2018-2020 年 EPS 预测为 0.91/1.34/2.07 元，18/19 年净利润约 1.98/2.92 亿，预计未来三年 CAGR 达 50%。
- **风险提示：**B2B 代工业务利润率下降、B2B 自主品牌建设不及预期。

**海澜之家：18H1 业绩符合预期，重视龙头抗周期属性**

- 18H1 实现收入 100.14 亿（+8.23%）；归母净利润 20.66 亿（+10.2%）。Q2 单季度收入 42.3 亿，同比增长 3.3%，归母净利润 9.35 亿，同比增长 8.1%，业绩整体符合预期；预计 Q3 主品牌高单位数增长，女装 30%以上增长。
- **分品牌经营情况：**海澜之家主品牌 18H1 收入 80.95 亿（+6.2%），Q2 单季度收入 33.1 亿（+1.8%）；爱居兔 18H1 收入 6 亿（+82%）；圣凯诺 18H1 收入 8.29 亿（-13%），多品牌矩阵已成，长期来看未来副品牌接棒海澜主品牌提供成长动力；
- 截止 2018 年 6 月末，公司门店总数 6097 家，预计维持年初全年开店预期：海澜之家 400 家，爱居兔 300 家，总数 700 家；
- 低线城市的消费环境好于一二线城市，目前海澜门店数量已经突破 6000 家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。公司目前 PE 估值较低，女装爱居兔品牌预计今年达到盈亏平衡，尚不贡献 PE 估值，但爱居兔女装品牌体量规模已经较大（预计今年 35 亿零售规模），其品牌价值并未体现在公司市值内，从 PE 估值角度海澜整体价值存在低估。

- 预计 18—20 年 EPS 为 0.82/0.92/1.03 元，对应 PE13/11/10 倍。给予 18 年 17X，“买入”评级，3-6 个月目标价 13.94 元。
- **风险提示：**主品牌复苏不及预期，消费疲软；库存积压风险。

#### 南极电商：预计 18 年 GMV、收入 50%以上高增长

- 公司公布三季报，18 年前三季度实现营收 20.45 亿元（+409.20%）；实现归母净利润 4.49 亿元（+85.01%）。公司前三季度 GMV 持续增长，为 105.4 亿元（+62.5%）；
- 商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模 GMV 高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。
- 维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，EPS 为 0.35/0.51/0.73 元，给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。
- 风险提示：扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

#### 歌力思：多品牌梯度式发展拥有持续增长动力，渠道+店效稳步提升，内生增长动力强劲

- 预计 Q3 以来，主品牌同店水平高单位数，ED hardy 双位数增长，多品牌开店快速落地。预计前三季度收入及业绩增速 25%~30%。
- 主品牌 18H1 月店均销售额同比增长 10.30%；6/7/8 月同店逐渐好转，18H2 预计新开 10 家店左右，调整完毕后预计 19 年会有新开店为收入带来贡献。
- ED HARDY 上半年店均预计 60 万左右，X 预计店均 20 万左右；预计 18 全年净开 50 家左右，其中 ED HARDY 净开 20 家，X 净开 30 家左右。
- Laurel 预计 18 全年净开 12 家，净利润预计 1000 万。
- 公司拟回购股份，金额为 5000 万元~2 亿元，回购价格不超过 21 元/股。近期以 800 万收比利时设计师品牌 JPK 说明多品牌管理能力得到认可，议价能力强。
- 公司致力于打造高端时装品牌，多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力；VIP 客户培育良好，单客价值持续提升。预计 18 年—20 年净利润至 3.7 亿/4.4 亿元/5.4 亿元，EPS 为 1.11/1.31/1.60 元，目标价 27.75 元。
- 风险提示：高端服饰消费疲软，新并购品牌销量不达预期等。

#### 比音勒芬：Q3 单季度加速增长，业绩优秀超市场预期

- **Q3 单季度加速增长，业绩优秀超市场预期。**2018 三季报收入实现 10.6 亿（+39.7%），归母净利 2.06 亿（+50.07%）。18Q3 单季度实现营收 3.84 亿（+45.7%），归母净利润 0.84 亿（+56.72%）。优秀公司在优质赛道下显示出加速成长态势，较去年同期 47.9% 的高增速水平仍有提升。按我们预期开店节奏来估算，总店数或已超过 700 家，预计单店报表收入贡献超有 140 万元，较去年同期单店收入增长 20%+，今年整体开店较去年加速。
- **运动时尚风格兴起，新品牌有望持续发力，打开蓝海市场。**行业需求方面，运动时尚风格兴起，随着主力消费人群年轻化，很多原本需要穿着正装的场合也开始变得着装随意化。而以 FILA 为代表的轻运动时尚风格崛起，根据安踏公告，18Q1-Q3 以 FILA 为主的非安踏品牌收入零售额同比增长 90-95%，店数预计超过 1300 家，估算同店增长 40%+，比音勒芬生活及新品牌威尼斯（度假旅游系列）产品风格对标 FILA，符合运动时尚流行趋势，价格和定位适合度假旅游消费者，有望对标 FILA 的成功案例。

- 预计 2018-20 年 EPS 为 1.44/1.96/2.56 元，对应 PE 估值 20/ 15/ 11x，考虑到公司业绩优异，加速增长，给予 2018 年 35 倍 PE，3-6 个月目标价到 50.4 元。
- 风险提示：存货余额较大，加盟店管理不确定性风险。

### (3) 三季度预计披露时间概览

从下周开始进入行业内三季度披露的密集时期，我们整理了重点公司三季度预计披露时间，供各位投资人参考：

图 5：行业内重点公司三季度预计披露日期

【天风纺织】2018年三季度预计披露日期						
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
10月8日	10月9日	10月10日	10月11日	10月12日	10月13日	10月14日
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
10月15日	10月16日	10月17日	10月18日	10月19日	10月20日	10月21日
	多喜爱		柏堡龙	航民股份	富安娜	
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
10月22日	10月23日	10月24日	10月25日	10月26日	10月27日	10月28日
南极电商 汇洁股份	新野纺织 如意集团 罗莱生活 摩登大道 新澳股份		孚日股份 美邦服饰 联发股份 森马服饰 江苏阳光 龙头股份 百隆东方 九牧王 健盛集团	伟星股份 嘉欣丝绸 探路者 水星家纺 维格纳斯 起步股份 安正时尚	欣龙控股 报喜鸟 梦洁股份 比音勒芬 红豆股份 际华集团 太平鸟	
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
10月29日	10月30日	10月31日	11月1日	11月2日	11月3日	11月4日
华孚时尚 开润股份	华茂股份 七匹狼 浔兴股份 朗姿股份 商赢环球 海澜之家 黑牡丹 红蜻蜓 天创时尚 歌力思	鲁泰A 嘉麟杰 搜于特 雅戈尔 申达股份 奥康国际 拉夏贝尔 振静股份 贵人鸟				

资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 消费趋势：消费升级与消费“降级”正在进行时

今年，低线城市的消费升级一直是潜在的投资主题。伴随着单价较低的必需品行业（乳制品、调味品行业）在低线城市逐步完成消费升级，单价相对较高的生活可选消费品行业也正在消费升级，并将在未来持续享受低线城市消费升级带来的增长红利。

与此同时，在一二线城市中消费降级正在进行。随着一二线城市消费主体生活成本提高，消费主体的购买力有所受限的情况下，消费者更青睐于选择拥有高性价比的产品，若单从消费者选择价格较低的产品这一角度来看，这是一种消费降级的趋势，但其实是消费者的消费观念逐渐趋于理性，更重视产品本身的质量、性能、性价比，而非单纯追求品牌去支

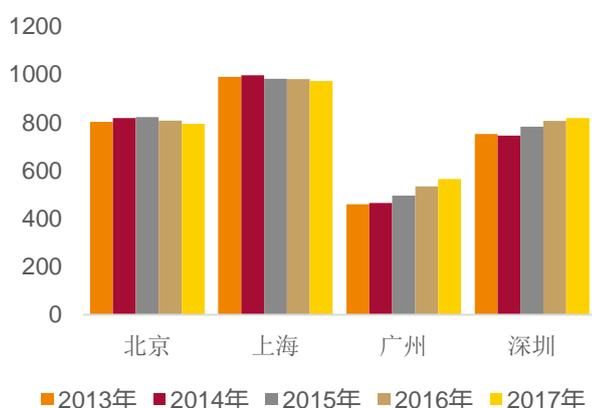
付高昂的品牌溢价，这其实是对于产品有了更高层次的要求，从这一角度看是另一种形式的消费升级。

### 1.2.1. 低线城市的消费升级态势显现，市场潜力巨大。

低线城市消费升级正在进行，即市场中的产品逐渐从杂牌向有品牌过渡；同时消费者的消费观念发生转变，对于品牌的认知度和认可度有所提高，对产品质量有更高的要求。

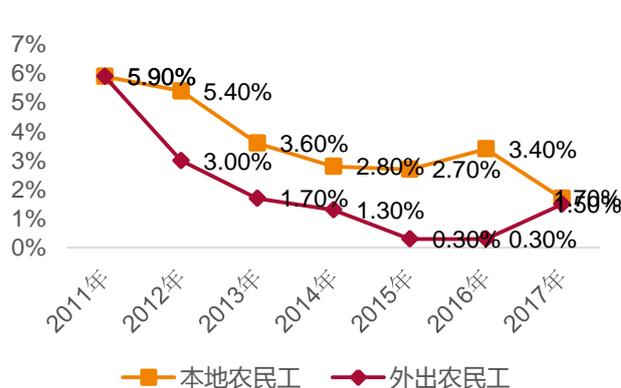
从需求端来看：在一线城市的生活压力提升及“落脚难”的背景下，一线城市常住外来人口开始流出，三四线城市的消费人群逐步扩大。从数据来看，上海常住外来人口连续三年下降，17年为972.69万人（-7.51万人），北京则连续两年出现下降，17年常住外来人口为784.3万人（-13.2万人）；与此同时本地农民工增速高于外出农民工增速2pct也进一步说明更多的农民工选择在就近的低线城市中就业。随着外出人口返乡及信息媒体的高速发展，也使得一二线城市的消费观念传导到低线城市，促进当地的消费升级。

图 6：北京、上海外来常住人口逐年下降（万人）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

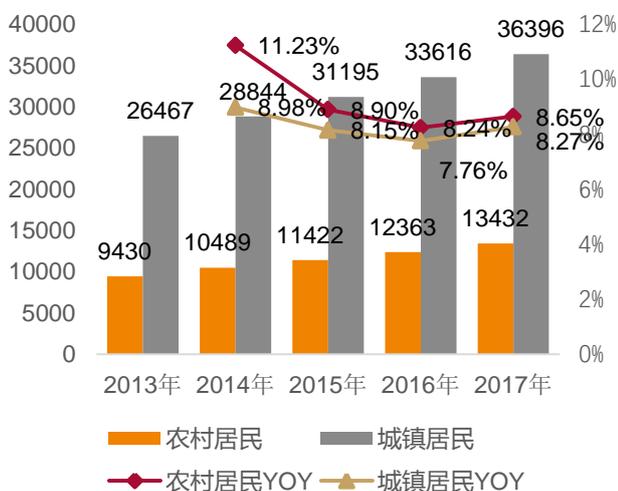
图 7：本地农民工增长显著高于外出农民工增长（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

同时，伴随城镇化水平不断提升，消费者的人均可支配收入提高。17年我国农村居民人均可支配收入增速为8.65%，高于城镇居民的8.27%；从人均消费支出来看，17年增速为8.14%，远高于城镇居民的5.92%，可见低线城市的购买力较好；另外，我们认为棚改货币化政策主要影响的是非省会地级市，对于低线城市及农村地区的营销较小。由此在低线城市消费升级和需求不断提升的情况下，三四线城市的消费边际增量提升空间较大，未来消费升级态势将得以延续。

图 8：农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民（元，%）



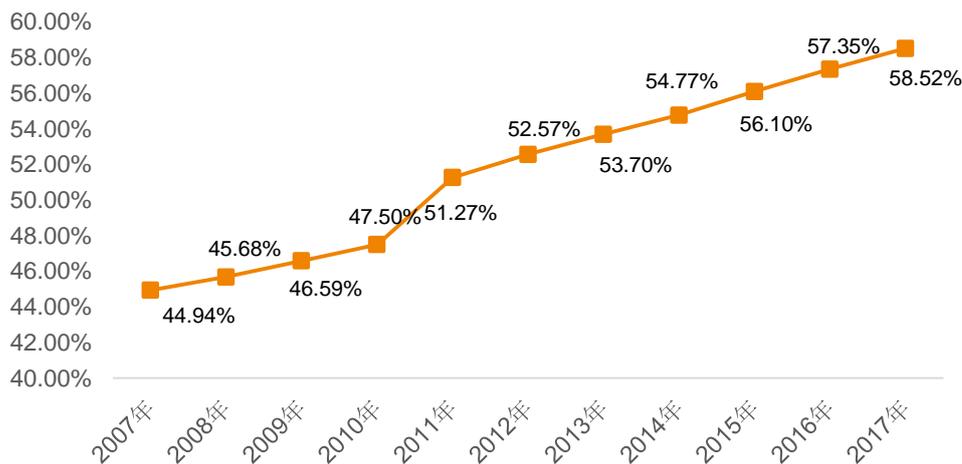
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 9：农村居民人均消费支出增速高于城镇居民（元，%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

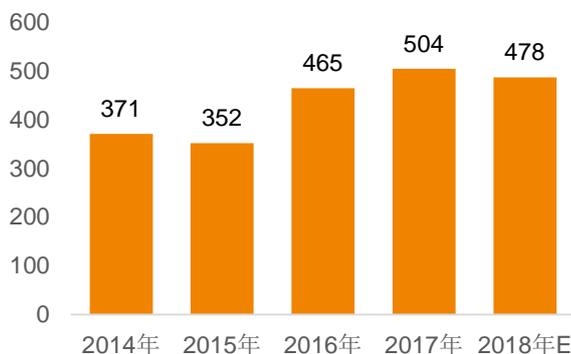
图 10：城镇化率不断提升推动消费支出扩张



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

供给端来看，在消费升级的背景下，低线城市消费者的需求日益增长，商业地产抓住这一时机开始进行渠道下沉和规模的扩张。以万达广场为例，18 年万达计划新开 52 家万达广场，其中布局在三线及以下城市 38 座；同时，低线城市购物中心的客流量增长远大于一二线城市（13—16 年四线城市购物中心日均客流量 CAGR=26%）。在这样的背景下，国内优质的品牌服饰跟随购物中心进行渠道下沉，扩大了渠道规模和数量，收效明显，未来将持续受益于低线城市消费升级所带来的增长红利，并有望孕育出具有更具影响力的品牌和公司。

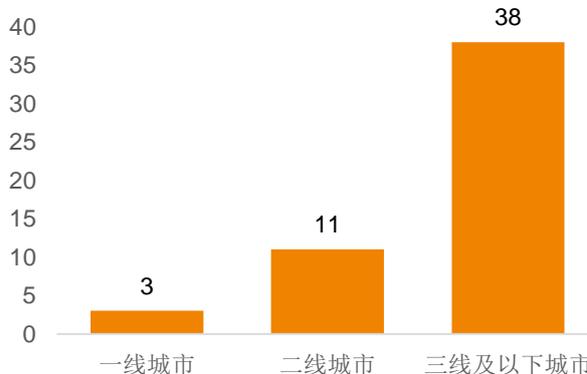
图 11：新开业商业项目数量整体呈上升态势（个）



资料来源：赢商大数据中心，天风证券研究所

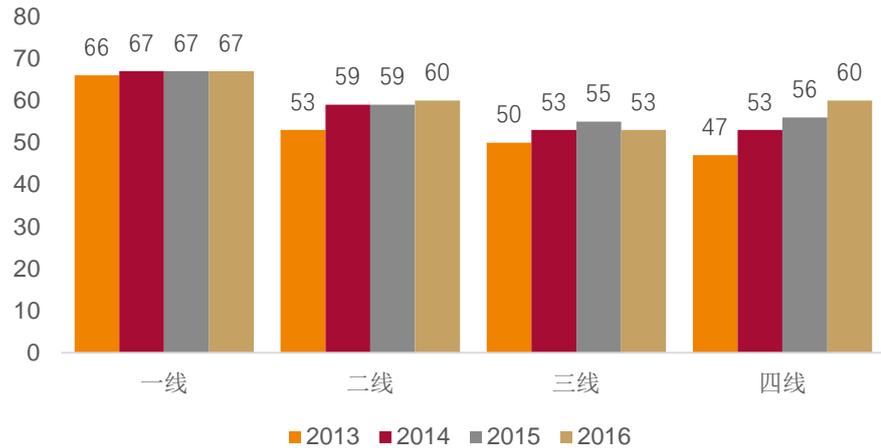
注：商业项目：商业面积≥3 万平方米的集中型零售物业，包括购物中心，商业街等；

图 12：18 年万达广场预计在低线城市开业数目超过一二线城市（个）



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 13：以成熟万达为例，低线城市购物中心客流量增长显著（千人）



资料来源：《创新以释放购物中心的新价值》，天风证券研究所

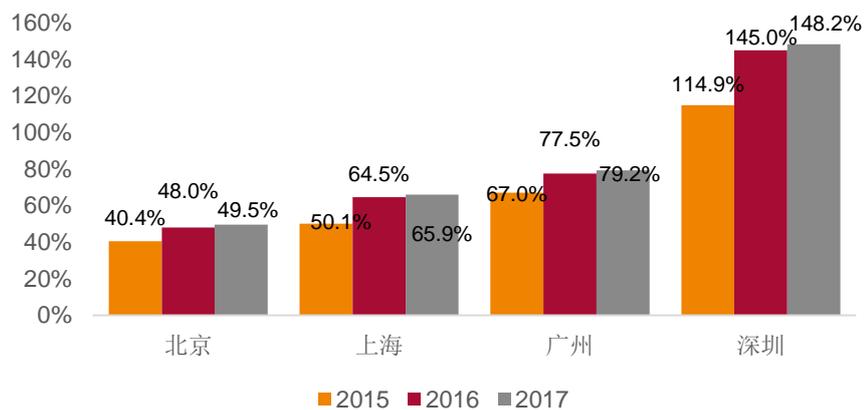
相关标的：水星家纺、南极电商、海澜之家、森马服饰、太平鸟等。

### 1.2.2. 一二线城市的“消费降级”，具有高性价比产品的品牌发展潜力较大。

在低线城市消费降级的过程中，一二线城市正在进行“消费降级”。我们认为，这里的消费降级并不是等同于选择价格低廉的商品，而主要是指消费者的消费观念更加趋于理性，在产品选择上更倾向于选择高品质和高性价比的产品，对于品牌溢价方面更加谨慎，其实是对于产品拥有了较高层次的要求，若从这一角度来看，我们可以认识是另一种形式的消费升级。

产生这个现象的原因主要是由于在一二线城市的消费者由于房价、教育、医疗等方面的支出较高，对于其他生活必需品的消费产生挤出效应，从而体现在消费结构的调整。在这样的背景下，拥有高质和相对低价的高性价比产品更加受到消费者的青睐，市场潜力较大。

图 14：一线城市居民资金杠杆率逐年提升（%）



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

注：资金杠杆率=（住户贷款/住户存款）\*100%

相关标的：开润股份（中低价位的高性价比产品）、歌力思（中高价位高性价比产品）

## 2. 重要报告回顾

### 2.1. 水星家纺：营收符合预期，净利润略低于预期，预计四季度业绩将有所改善

业绩概览：营收符合预期，净利润略低于预期。

公司公布 18 年三季度报告, 实现营收 18.03 亿元( +13.62%), 归母净利润 1.81 亿元( +15.22%), 扣非净利润 1.60 亿元( +9.26%), 营收符合我们此前预期, 净利润略低于预期( 我们预期: 营收增速 10%-15%; 净利润 20%左右)。其中 Q3 单季度实现营收 6.43 亿元( +8.72%), 净利润 0.61 亿元( +5.56%); 扣非净利润增速低于营收增速主要系公司毛利率有所下滑影响净利润水平。

**线上渠道实现低个位数增长, 线下渠道营收占比略有提升。**

1) **线下渠道:** 根据我们估算, 公司 18 年前三季度线下渠道预计增长 21%左右, 符合我们此前预期( 我们的预期: 增长 20%)。其中, Q1 同增 25%, Q2 同增 25%+, Q3 同增 14.2%。从渠道数量来看, 我们预计第三季度公司净开店近 50 家, 全年有望达成净开 100 家的目标。18 年全年预计线下渠道实现增长 15%-20%。

2) **线上:** 根据我们估算, 18 年前三季度公司线上渠道实现低个位数增长, 增速在 2%左右, 符合我们此前预期( 我们的预期: 预计基本持平)。其中 Q1 估算同增 24%, Q2 略降, Q3 同降 5.4%。由于去年高基数等因素影响, 公司线上渠道增速确有所下滑, 但显示出较好的回升趋势。我们根据公司线上销售数据进行测算, 认为公司线上渠道在经过 7 月份销售淡季后, 8 月开始回升, 9 月预计持平, 10 月开始实现正增长。同时, 双十一的预售情况较好, 我们预计将超过去年 2.29 亿元的销售额。全年来看, 预计线上渠道增长 5%-10%。

3) **渠道营收占比测算:** 由于线上增速放缓, 我们估算 Q3 单季度的线上渠道占比在 25%左右, 线下渠道+其他渠道的占比在 75%左右; 由此, 估算前三季度线上营收占比在 33%左右, 线下渠道+其他渠道占比在 67%左右。

**毛利率略有下滑, 净利率略有上升; 经营性现金流有所改善。**

**毛利率:** 18 年前三季度毛利率略有下降为 34.91% ( -1.95pct), 其中 Q3 下滑较多为 33.16% ( -3.62%), **毛利率下滑的原因主要系:**

1) 由于线上增速下降, 使线上收入占比减少, 而毛利率较低的线下渠道的收入占比提高, 影响整体毛利率水平;

2) 由于 7-8 月石油价格大幅上涨, 使得以石油为原料的化纤价格上涨, 拉动涤纶价格上涨约 20-30%, 同时公司的被子产品多为化纤被, 占营收的比重在 37%左右, 使得这部分产品的成本上升, 使毛利率有所下滑;

但自 9 月中旬开始涤纶价格有所回落; 同时由于原材料成本的上升, 公司对于 19 年春夏产品将会进行提价, 11/12 月份在新品上市后, 毛利率下滑的影响将逐步减弱。

**费用率:** 18 前三季度销售/管理/财务费用率分别为 16.47% ( +0.11pct) /4.52% ( -3.84pct) /-0.29% ( -0.63pct)。销售费用率维稳, Q3 单季度为 14.92% ( +0.03pct); 管理费用率下降将为明显, 主要系公司的管控趋严, 管理效率持续提升, 其中 Q3 单季度 4.41 为% ( -4.79pct); 财务费用有所下滑, 主要系需要偿还的贷款大幅下降所致, 其中 Q3 为 -0.13% ( -0.43pct)。

**净利率:** 由于毛利率下滑速度慢于费用率下降速度, 18 前三季度净利率基本略有提升, 为 10.02% ( +0.14%), 其中 Q3 为 9.49% ( -0.28pct)。

**存货周转率:** 18 年前三季度公司存货周转率略有上升为 1.49 次 ( +0.12 次), 主要系公司在库存管理环节中增加新的管理措施和软件, 缩短了生产周期, 提升了周转效率;

**应收账款周转率:** 18 年前三季度周转率略有下滑为 13.03 次 ( -0.97 次), 由于公司四季度回款较多, 预计四季度将有所改善。

**经营性现金流:** 18 年前三季度公司经营性现金流净额为负, 为 -1.6 亿元, 但就 Q3 单季度来看是有所改善的( 改善 3820 万元左右), 主要是由于公司在二季度价格管控环节出现一些现金预付所致。

**我们认为公司经营性现金流在四季度将继续改善, 主要系:** 根据公司往年数据, 前三季度的现金流净额多为负数, 而第四季度的现金流大幅提升, 这其实与公司的生产和经营周期

有关。由于公司的生产周期在第三季度，而销售高峰在第四季度，加之双十一等大促活动，公司现金流净流入将大幅增长，销售回款增多。

**维持“买入”评级，调整 3-6 个月目标价 22.80 元。**

考虑到公司前三季度利润略低于预期，同时由于线上电商业务在高基数的背景下，又受到低价电商品牌的积压，中短期将会受到波动，下调 18-20 年盈利预测，预计 18-20 年营收增速分别为 14.02%、15.00%、15.23%；净利润分别为 3.03/3.60/4.26 亿元（原值为 3.14/3.77/4.54 亿元），增速分别为 18.06%、19.15%、18.42%（原值为 22.16%、20.05%、20.27%），EPS 为 1.14/1.36/1.61 元（原值为 1.18/1.42/1.70 元），对应 PE 为 11/9/8 倍。

另外，考虑到公司线下持续受益于低线城市消费升级；线上在逐步改善及各项应对措施落地后增速将持续稳定，长期来看公司业绩将持续文件增长；且公司目前估值较低，继续推荐。家纺是标准化程度较高的产业，我们认为随着电商以及线下渠道在低线城市不断渗透，整个行业集中度会大幅提升。参考乳制品和调味品行业过去发展轨迹，我们认为行业容易诞生大公司，给予公司一定的估值溢价；但考虑到目前板块系统性调整导致行业估值较低（参考家纺行业目前估值 17X），下调公司 18 年 PE 为 20X，目标价由 29.5 元调整为 22.80 元。

**风险提示：线下渠道收入不及预期，线上新渠道冲击使竞争加剧等。**

（摘自 10 月 28 日发布的公司点评报告《水星家纺：季报点评：营收符合预期，净利润略低于预期，预计四季度业绩将有所改善》）

## 2.2. 南极电商：三季度及全年指引符合市场预期，应收现金流环比改善

**并表增厚业绩，全年利润指引维持高增长**

18Q1-Q3 实现营收 20.44 亿元（+409%），归母净利 4.49 亿元（+85%），符合市场预期。其中时间互联实现并表收入 15.24 亿元；剔除并表主业收入 5.2 亿元（+30%）。Q3 单季度收入 8.11 亿（+441%），净利润 1.58 亿元（+52.7%），主业收入 1.92 亿（+28%）。我们估算货币化率在 4.1%-4.5%之间，环比中报水平或有所提升，较同期略有下降，我们判断货币化率变动与扶持新品类、新渠道；终端零售价格提升和 GMV 与收入确认时间的错配有关，波动程度在合理区间。2018 年全年业绩指引：公司预计 2018 年度归母净利润为 8.3 至 9.5 亿元，同比增长 55.35%-77.81%，符合预期。

**GMV 维持高增长，主品牌高增长，卡帝乐表现亮眼。**

（1）18Q1-Q3 实现 GMV 105.40 亿元（包含可统计的电商渠道及电视购物渠道），同比+63%。分品牌：其中：南极人 87.99 亿（+54.29%）；卡帝乐品牌 14.65 亿（+118.10%），卡帝乐增速优秀。分平台：在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 73.78 亿元（+63.49%）、19.48 亿元（+26.14%）、9.29 亿元（210.42%）。阿里仍是主要阵地，拼多多主要随平台流量增长较快，对于京东平台，纺织类产品并非其擅长类目，增速相对平稳。

（2）剔除时间互联主业收入，货币化率考虑到终端零售价格提升及 GMV 发生时间与收入错配，波动范围正常。

**应收账款总额受并表和保理业务影响有所增加，主业应收占比有限，单季度现金流环比改善。**

（1）应收账款总额为 10.8 亿（中报 10.2 亿），年初净增加 5.4 亿，但主业贡献仅占 3.6%。其中，品牌综合服务业务应收账款余额净增加额 1964.35 万，保理业务应收账款余额净增加额 4.04 亿，时间互联应收账款余额净增加 1.49 亿。应收增长主要由时间互联和保理业务影响较大。

（2）保理业务方面：我们估计客户包括公司品牌授权的核心供应链，也包括非公司品牌授权的优质客户。18Q1-Q3 保理业务累计放款约 4.08 亿元，预计明年保理业务规模将大

幅下降。

(3) 报表现金流主要受并表影响较大, 18Q1-Q3 经营性净现金流 2.04 亿 (+8.5%), 与利润增速存在一定差异, 主要系并表时间互联应收款和预付款增加所致。预付受时间互联影响有所增加。应收账款 10.8 亿; 预付账款总额 3.76 亿, 其中时间互联占比较大。我们判断主要与时间互联的商业模式有关, 向上游平台预付款集中体现, 新增投放 vivo 平台, 支付给维沃通信科技有限公司形成的未消耗充值款影响预付较大。报告期末其他应收款 6962.88 万, 相比年初增加 32.44%, 主要是因为时间互联保证金支付, 其中应用宝增加 1,000 万元, VIVO 增加 550 万元。

(4) 三季度单季度现金流有所改善。18Q3 单季经营性现金流 9908 万, 单季销售商品、提供服务共收到现金 9 亿 (单季收入 8.1 亿), 购买商品接受劳务支付现金 7.3 亿 (单季成本 6.5 亿), 匹配度较高, 经营层面向好。

**对比 18Q1、Q2 现金流情况:** 18Q1 单季经营性现金流-0.47 亿, 18Q1 单季销售商品、提供服务共收到现金 5.16 亿 (Q1 收入 5.04 亿), 购买商品接受劳务支付现金 4.29 亿元 (Q1 总成本 4.15 亿), 经营性净现金流-0.47 亿 (Q1 归母净利 2.03 亿)。18Q2 单季经营性现金流环比改善明显。18Q2 单季销售商品、提供服务共收到现金 7.71 亿元 (Q2 收入 7.3 亿元), 购买商品接受劳务支付现金 5.4 亿元 (Q2 总成本 4.3 亿元), 18Q2 经营性净现金流 1.52 亿元 (Q2 归母净利 2.03 亿)。

**盈利能力: 毛利率环比略有下降, 费用率稳定, 全年营销费用总额有所提升**

由于并表因素, 毛利及净利率水平与去年同期差距较大, 环比中报情况来看, 整体综合毛利率 30.17%, 对比中报数据略有下降 1.35pct。费用率 4.62%, 对比中报数据略有下降 0.18pct。18 年上半年公司进行了冠名北京卫视跨界喜剧人等系列营销活动, 预计 18 年全年公司广告营销投入加大, 营销费用将有所提升。

**投资建议:** 我们维持预计 2018 年公司 GMV 规模将达到 202 亿, 2019 年 GMV 规模将达到 298 亿元, 同比分别为 63%/47%。维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿, 对应 EPS 为 0.35/0.51/0.73 元, 给予公司 2018 年 35 倍估值, 维持目标价 12.4 元。

**风险提示: 扩张速度低, 服务费率下降, 平台规则变化, 应收账款风险。**

(摘自 10 月 23 日发布的公司点评报告《南极电商: 季报点评: 三季度及全年指引符合市场预期, 应收现金流环比改善》)

### 2.3. 开润股份: 18Q1-3 业绩符合预期, 持续期待 B2C 业务快速增长

**预计 2018Q1-3 营收 12.94-14.14 亿元 (+65%-80%), 归母净利润为 1.24 亿元—1.38 亿元 (+33%-48%), 业绩符合预期。**

公司于 2018 年 10 月 12 日晚披露 2018Q1-3 业绩预告: 预计 18Q1-3 营收 12.94-14.14 亿元 (+65%-80%) 符合我们此前预期 (+70%-75%); 归母净利润 1.24 亿元—1.38 亿元 (+33%-48%) 符合我们此前预期 (+40%-45%), 其中非经常损益 1479 万元 (+63%), 预计主要结构为政府补贴和退税; 扣非归母净利为 1.09 亿元-1.23 亿元 (+30%-47%)。单看 18Q3 营收 5.27-5.85 亿元 (+80%-100%), 归母净利润为 4379 万元—4873 亿元 (+33%-48%), 业绩符合预期。

**持续看好公司成长为出行市场细分龙头, 18 年 B2C 有望快速增长超预期。**

**B2C 业务: 18Q3 持续推出新品: 90 分推出透明箱、Grinder 牛津休闲包、羽绒服等, 丰富核心产品线, 18 年营收预计增长 100%+。新品类、新渠道助力公司 B2C 业务未来几年持续快速增长。**

**1) 90 分: 新品类:** 18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张, 鞋服等新品类发力横向扩张, 预计非箱包品类占比不断提升。我们认为公司产品线规划愈加完善, 旅行箱主要为引流品类; 背包主要为利润品类; 鞋服等产品有利于提升规模, 降低费用率, 提升经营效率。新渠道: 自有渠道扩张迅速, 同时继续拓展有赞、环球捕手等社交电商新渠道; 线下进入小米之家, 预计未来将铺设自有品牌线下店和箱包门店, 加快线下布局; 全渠道快

速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计 18 年润米整体营收增长 100%+，净利率提升至 6%-7%。

**2) 硕米：专注儿童出行市场打造稚行品牌。**18 年推出儿童箱包和防污 T 恤，目前正处于培育期，产品品类不断扩充，未来发展空间较大。

**3) 泛出行品牌悠启 U'REVO：悠启面向新中产群体提供都市泛出行用品，**以深度买手模式做高频消费泛出行产品，如出行数码周边、个人出行护理等产品，有利于吸引部分女性用户。未来将随新零售快速扩张而增长。

**B2B 业务：国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，18 年新客户开发有望超市场预期。**重点开发新客户，原有客户订单结构得到进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%+。

**维持买入评级。**

公司专注“成人+儿童”出行市场，有望成为 A 股快速增长并且具有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司；同时小米香港上市有望对纯正生态链标的开润提供催化。预计 18-20 年 EPS 为 0.91/1.34/2.07 元，未来三年 CAGR 50%。

**风险提示：B2B 代工业务利润率下降、B2B 自主品牌建设不及预期。**

（摘自 10 月 15 日发布的公司点评报告《开润股份：公司点评：18Q1-3 业绩符合预期，持续期待 B2C 业务快速增长》）

## 2.4. 健盛集团：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

### 中国袜业出口龙头受益行业发展

近年来贴身衣物行业增速稳健，未来增长潜力大。根据欧睿国际统计数据，全球贴身内衣行业在 2016 年的市场规模达到了 1,078 亿美元，国内方面，预计到 2018 年中国内衣市场规模将达到 4,553 亿元，行业增长潜力巨大。另一方面，袜子行业过去十余年经历较快发展，人均消费量增长潜力大。公司系国内为数不多的从事袜业生产、销售的上市企业，是中国袜业出口领军企业。目前贴身衣物行业集中度低，结构改进龙头有望获益。

### 国内外产能释放，增长超预期

国内改造完成，越南产能释放效果逐步显现，推动棉袜主业业绩增长。国内产能方面，杭州基地已将成，江山未来产能集中在健盛产业园，产量预计维稳。另一方面，公司主要发展棉袜业务，丝袜业务不再加大投入。国外产能方面，公司于 2013 年开始布局海外生产基地，拟建设 2.3 亿双棉袜生产及产业链配套项目，目前三个生产项目均已开始有效运营。18H1 越南两个公司实现净利润 3000 多万元。政策优势有效降低成本，产能释放进一步推动营收增长。

### 订单全球化布局，结构调整改善盈利。

国外市场方面，积极开发新客户，调整客户订单组合提升毛利。目前制造成本普遍上升的背景下，棉袜生产企业的利润空间被压缩，预计未来几年内将有较多的小型退出行业，集中度提高龙头收益。国内市场方面，建设自有品牌 jasan home，高质量+低价格打造核心竞争力。同时进一步加强与渠道商的合作，与都市丽人签署框架协议，强强联合互利共赢。

### 并表俏尔婷婷，产业并购推动业绩增长。

公司目标定位中高端贴身衣物，为拓展国内内销市场，着力打造“JASAN HOME”贴身衣物一站式购物平台。为促进发展战略落地，公司于 2017 年 8 月完成俏尔婷婷的收购，18H1 实现并表收入/利润 2.3 亿/3817 万元，考虑到俏尔婷婷上虞和贵州产能稳步增加，预期可兑现收购时业绩承诺。

**维持“买入”评级，对应 3-6 个月目标价 10.2 元。**

近年来袜业行业持续增长，公司受业绩益于行业发展；另外，国内外产能释放为公司业绩提供持续增长动力。预计公司18—20年EPS为0.51/0.65/0.78元(18/19年原值为0.70/0.93)，对应PE为17/13/11倍。考虑到公司通过横向拓展品类、丰富产品类型，在产业链上深耕细作，努力提升行业份额以及行业话语权，未来几年业绩持续高速增长可期，我们给予18年20倍估值，对应目标价10.2元。

**风险提示：业务拓展不达预期、并购整合不达预期、国内外生产基地投产不达预期等风险。**

(摘自9月21日发布的公司深度报告《健盛集团：公司深度：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强》)

## 2.5. 深度分析当下中国的“消费升级”与“消费降级”

今年，市场对于消费升级与消费“降级”的争辩很多，我们认为低线城市仍在消费升级，而一二线城市表现了非常明显的消费“降级”。我们首先要定义何为低线与一二线城市，何为升级与降级。在研究消费品时，我们认为不应纯粹以行政级别划分几线城市，而应该以消费能力划分。其次，我们不应该以价格绝对高低来判断是升级还是降级，同时应该考虑消费者的边际价格变化，以及对品质的追求、购买频次等因素。

### 1) 一二线城市的消费“降级”：

在过去几年，消费者大多追求高品质、高格调、大品牌、甚至通过高价格来彰显自己的品味与格调。由此在那段时期，中国游客到日本疯抢马桶盖和电饭煲的新闻屡见不鲜。但近两年，我们明显的发现，消费者似乎更青睐去品牌化的产品和价格更低廉的产品。如今身边越来越多的朋友喜欢上了新国货，开始使用小米、名创优品、网易严选等高性价比产品；使用华为手机的同事越来越多，物美价廉的国产汽车也受到越来越多消费者的喜爱；NOME生活馆一开就火；我们在家里网购的时候会到不同的电商平台货比三家，没事儿还帮朋友在拼多多上砍价；相比于以往追求高价高质的产品，如今的我们似乎越来越节省了。

其实，我们认为这正是一二线城市的一种消费“降级”的现象。通过参考90年代的日本市场，我们认为我国中产阶级“M型”的消费结构愈见明显，即消费者的消费习惯向高性价比和奢侈化两极分化。在过去的十几年间，我国中产阶级群体迅速壮大，而生活压力和成本也在与日俱增，其中房贷支出对于消费者财富的挤出效应最为明显；同时一二线城市医疗、教育等方面的成本也在逐年提升；加之今年P2P暴雷，消费数据持续走弱的情况下，消费者的购买力受到限制，消费透支开始显现，消费者在产品选择上更青睐于低价的产品。

但“由奢入俭难”，在体验过高质量的产品之后，消费者不会由于价格降低而在产品品质和质量上做出妥协和让步，这时既具有低廉的价格又拥有高品质的产品将更容易受到青睐。若单纯从产品价格降低的角度来看，这确实是一种消费降级，但是消费者对于产品本身的品质并没有降低要求，只是显现出更为理性更为成熟的消费观念，对于产品的选择上也不再盲从，对于品牌溢价的支付上面更显谨慎，从这一角度来看，是另一种形式的消费升级。

### 2) 三四线城市的消费升级：

与此同时，在一些县城或农村地区，以往人们日常的首饰、被褥、服装、婚床等物品大多是找当地口碑较好的个体小店进行购买，但是如今电视广告中经常见到的品牌都已经进驻进来：买内衣可以在都市丽人的店中选购；“男人的衣柜”海澜之家的旗舰店也开在街边；选购首饰不再去当地的金店，而是选择大品牌周大生；同时消费者的消费频次开始提升，以往作为奖励，父母会每月带着小朋友去当地的汉堡店大吃一顿，如今闲逛时到肯德基、麦当劳买些小吃已经习以为常；下班后去新入驻的万达广场的影院看电影成了低线城市消费者时尚的休闲方式；夫妻双方通过自己的努力买下一套小房子，开着十几万元的汽车，过段时间还可以带着父母出去游玩一番，日子过得比以往更丰富，似乎也更舍得花钱了。

其实这正是一种消费升级的现象。那么何为消费升级？我们认为是消费者的消费习惯从杂牌过渡到有品牌；消费观念得到升级，即对产品的品牌和质量有了更高的要求；产品结构中中高端产品的需求开始提高；消费频次由低频转向高频。究其原因，我们认为相比于一二线城市消费者的高生活成本，三四线城市的消费者所面对的负债压力较小，同时物价相

对较低，生活成本较低，购买力提升较快，可挖掘的消费点更多。在信息高速发达的如今，消费者的消费观念和消费习惯也得到的升级，对于产品有了更高的要求。即产品除了需要满足消费者最基本的功能需求之外，还要满足消费者更高层次的需求，如对于产品的品质、品牌、设计、外观、品味等。其实，近年来，伴随着单价较低的必需品行业（乳制品、调味品行业）在低线城市逐步完成消费升级，单价相对较高的生活可选消费品行业（如珠宝、家纺等）也正在消费升级，并将在未来持续享受低线城市消费升级带来的增长红利。

一二线城市的“消费降级”，具有高性价比产品的品牌发展潜力较大。

目前我国新中产阶级群体迅速壮大，已达到 3.83 亿人。根据麦肯锡及 CBNDATA 的预计，2020 年中国消费总量增长的 81%将来自于中产阶级，同时，根据《新中产报告 2017》显示，中产阶级在一二线城市的占比达到 72.94%，可见中产阶级作为一二线城市的消费主体，未来消费潜力巨大。根据《新中产报告 2017》的调查显示，中产阶级消费者青睐于质量过硬且价格合适的产品，以汽车为例，中产阶级偏好德系车和日系车，而价格区间分布最多的是 10-20 万元；同时有 2/3 的消费者认为性价比与产品品质同样重要，可见中产阶级的消费者消费观念趋于理性。

中产阶级更青睐于高性价比产品的一个推动因素在于其生活压力和成本的剧增，对于消费具有挤出效应。2010 年-2017 年，一线和二线城市的房价涨幅分别为 93.5%及 40.5%；而与此相对应的是居民的房贷收入比从 07 年的 38%猛增到 17 年的 75%，居民储蓄率一度下滑。这导致我国居民负债逐年提升，17 年的居民杠杆率已经达到 49%，深圳地区已经达到 148.2%。由于较高的生活成本和生活压力对于消费带来了明显的挤出效应，使得一二线城市消费者不愿支付较高的品牌溢价，更倾向于高性价比产品。近年共享经济、拼多多、小米、网易严选和名创优品等品牌和渠道的兴起更是印证了这一观点，由此，我们认为市场中拥有高性价比产品的优质企业有望抓住机会进一步扩大规模，提升市场份额。

低线城市的消费升级态势显现，市场潜力巨大。

从需求端来看：在一线城市的生活压力提升及“落脚难”的背景下，一线城市常住外来人口开始流出，三四线城市的消费人群逐步扩大，同时消费者的消费观念得到转变。从数据来看，上海常住外来人口连续三年下降，17 年为 972.69 万人（-7.51 万人），北京则连续两年出现下降，17 年常住外来人口为 794.3 万人（-13.2 万人）；与此同时本地农民工人数的增长速度高于外出农民工也进一步说明更多的农民工选择在就近的低线城市中就业。随着外出人口返乡及信息媒体的高速发展，也使得一二线城市的消费观念传导到低线城市，促进当地的消费升级。同时，伴随城镇化水平不断提升，消费者的人均可支配收入提高。17 年我国农村居民人均可支配收入增速为 8.65%，高于城镇居民的 8.27%；从人均消费支出来看，农村居民 17 年增速为 8.14%，远高于城镇居民的 5.92%，可见低线城市的购买力较好；另外，我们认为棚改货币化政策主要影响的是非省会地级市，对于低线城市及农村地区的影响较小。由此在低线城市消费升级和需求不断提升的情况下，三四线城市的消费边际增量提升空间较大，未来消费升级态势将得以延续。

供给端来看：在消费升级的背景下，低线城市消费者的需求日益增长，商业地产抓住这一时机开始进行渠道下沉和规模的扩张。以万达广场为例，18 年万达计划新开 52 家万达广场，其中布局在三线及以下城市 38 座；同时，低线城市购物中心的客流量增长远高于一二线城市（13—16 年四线城市购物中心日均客流量 CAGR=8.5%）。在这样的背景下，国内优质的品牌服饰跟随购物中心进行渠道下沉，扩大了渠道规模和数量，收效明显，未来将持续受益于低线城市消费升级所带来的增长红利，并有望孕育出具有更具影

响力的品牌和公司。

推荐标的：

- 1) 主要受益于一二线城市消费“降级”：开润股份、南极电商、水星家纺；
- 2) 主要受益于三四线城市消费升级：南极电商、水星家纺、海澜之家、森马服饰、太平鸟。

**风险提示:** 国家政策落实不及预期、低线城市消费升级进展缓慢、品牌渠道下沉进展缓慢。

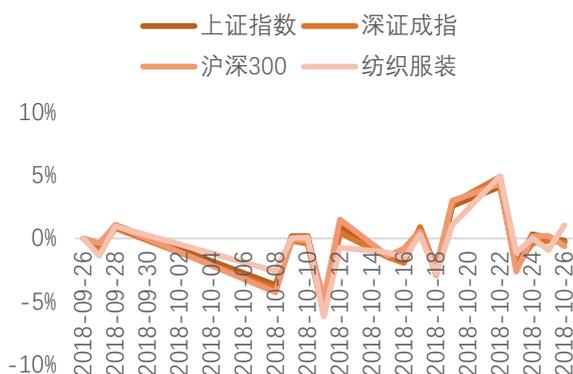
(摘自 9 月 10 日发布的行业深度报告《深度分析当下中国的“消费升级”与“消费降级”》)

### 3. 市场行情

#### 3.1. 板块及个股涨跌幅

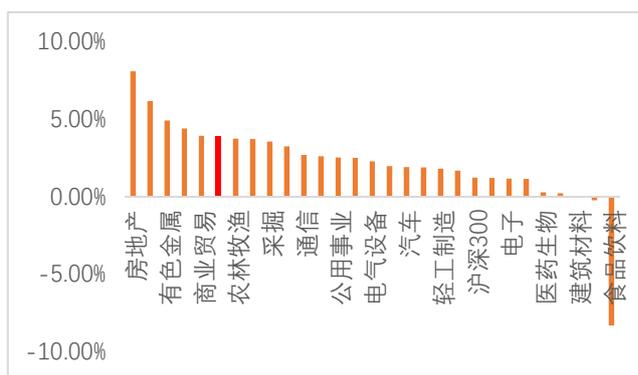
本周上证指数收于 2,598.85 点，较上周收盘上涨 1.90%；深证成指收于 7,504.72 点，较上周收盘上涨 1.58%；沪深 300 收于 3,173.64 点，较上周收盘上涨 1.23%；申万纺织服装板块收于 1,774.86 点，较上周收盘上涨 3.85%。

图 15: 纺织服装板块月度走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

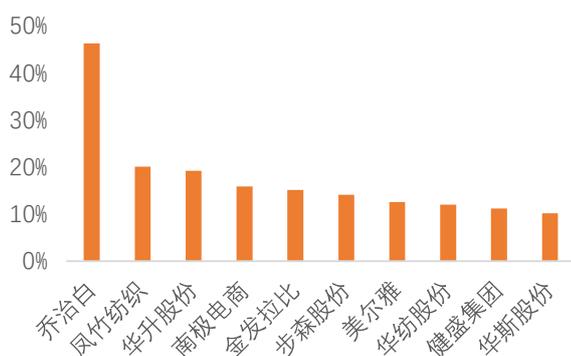
图 16: 申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源: Wind, 天风证券研究所

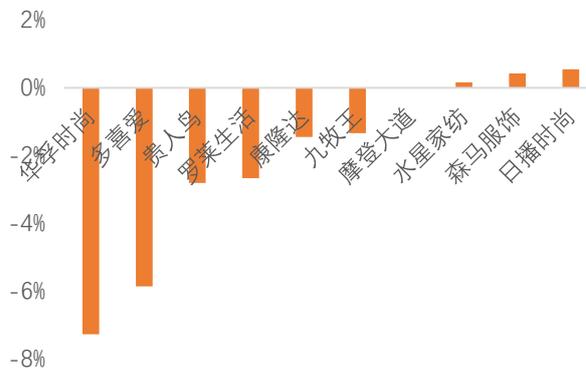
个股方面, 乔治白、凤竹纺织、华升股份涨幅居服装板块前三; 华孚时尚、多喜爱、贵人鸟跌幅居前三。

图 17: 纺织服装个股周涨幅前十名 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 纺织服装个股周涨幅后十名 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

#### 3.2. 行业数据回顾

##### 3.2.1. 零售端: 9 月零售数据未见明显改善, 服装针织鞋帽行业增速上升

2018 年 9 月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长 9.00% (2018 年 8 月为 7.00%), 化妆品类同比增长 7.70% (2018 年 8 月为 7.80%), 行业整体呈现上升趋势, 细分各个行业也均呈现出上升趋势。

截至 2018 年 9 月, 社会消费品零售总额同比增长 9.20%, 相比 2018 年 8 月份的 9.00% 略有上升, 服装鞋帽针纺织品类累计同比 8.90%。

图 19:2016 年至今限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额: 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 2016 年至今限额以上零售企业服装类零售额: 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2016 年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额: 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 2016 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额: 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 社会消费品零售总额: 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 2016 年至今社会消费品零售总额: 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2.1. 出口: 纺织品出口增速上升, 服装类出口累计增速小幅上升

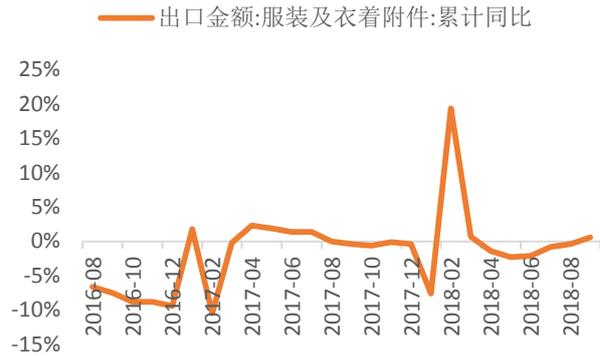
截至 2018 年 9 月,据海关总署发布的数据显示 9 月,我国纺织纱线、织物及制品出口 106.00 亿美元,同比上升 18.20%;累计出口 892.90 亿美元,同比增长 10.50%,增速相比 8 月有所上升;服装及衣着附件 9 月的出口金额为 160.08 亿美元,同比上升 8.31%,累计出口 1,184.78 亿美元,同比上升 0.60%,相比 8 月份(同比下降 0.40%)有所上升。

图 25：2011 年至今纺织品出口增速：累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：2016 年至今服装及衣着附件出口增速：累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 上游：羊毛进口价格下跌、涤纶长丝 FDY、DTY 价格下跌，粘胶长丝价格不变

**中国棉花综合价格指数：**121.72，较上周下跌 0.60%。

**棉花进口价格：**2018 年 09 月为 2,079.54 元/吨，较 08 月份 2,143.60 元/吨，下跌 2.99%。

**羊毛进口价格：**2018 年 09 月为 6,483.03 元/吨，较 08 月份 7,096.13 元/吨，下跌 8.64%。

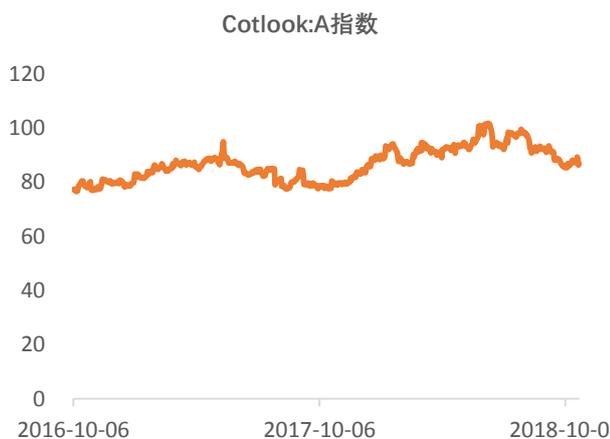
**粘胶短纤、长丝价格：**粘胶短纤本周均价为 15,100 元/吨，较上周价格下跌 0.66%。粘胶长丝本周均价 37,800 元/吨，较上周价格保持不变。

**涤纶短纤、长丝价格：**涤纶短纤本周均价为 10,070 元/吨，较上周价格下降 5.18%。涤纶长丝 POY 本周均价为 10,200 元/吨，较上周下降 7.48%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 11,600 元/吨，较上周下降 4.92%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 12,050 元/吨，较上周下降 4.37%。

**国内棉布产量：**9 月棉布产量 47.00 万吨，当月同比上涨 2.20%。

**国内棉纱产量：**9 月棉纱产量 286.80 万吨，当月同比上涨 2.20%。

图 27：2016 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



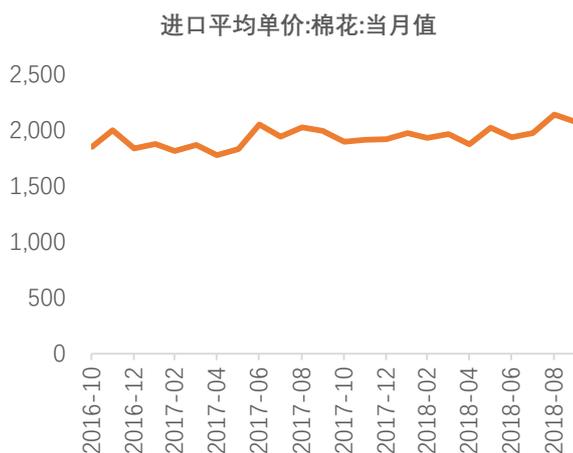
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：2016 年至今中国棉花综合价格指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：2016 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



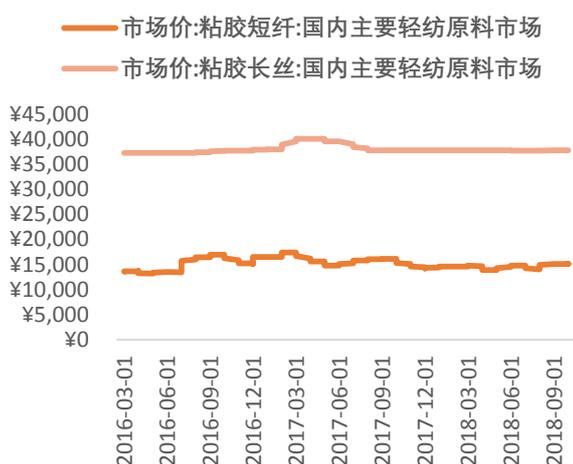
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：2016 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



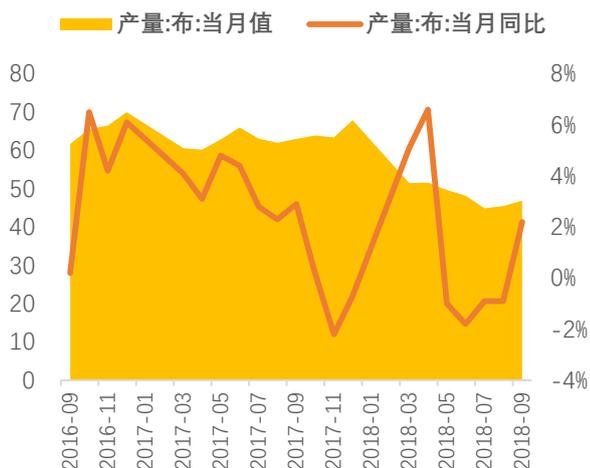
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



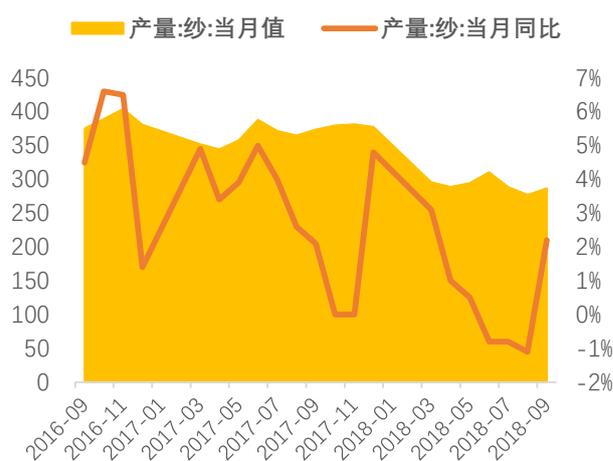
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：2016 年至今国内棉布产量走势单位：（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2016 年至今国内棉纱产量走势单位：（万吨）



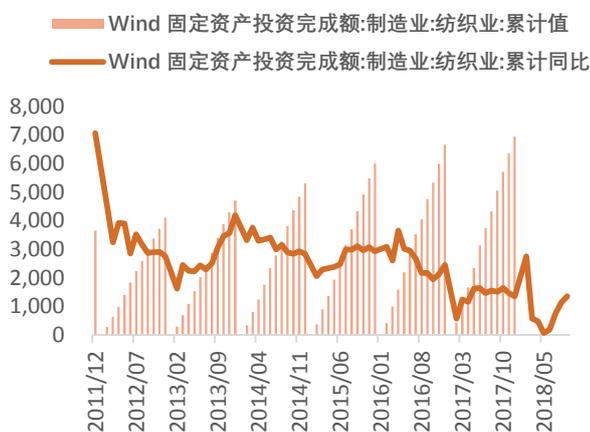
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.3. 行业投资：纺织行业投资增速上升，服装行业投资同比下降

**纺织行业固定资产投资：**2018 年 9 月，纺织行业固定资产投资同比增长+5.90%，较上月同比增速有所上升（+0.90pct）。

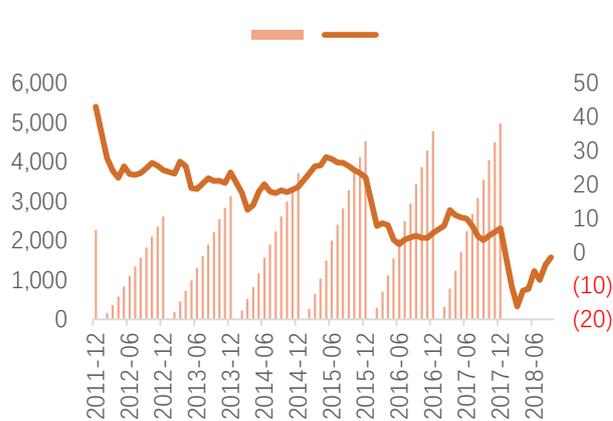
**服装行业固定资产投资：**2018 年 9 月，纺织服装行业固定资产投资同比下降 1.60%，较上月同比增速有所上升（+2.20pct）。

图 35：2011 年至今纺织行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：2011 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



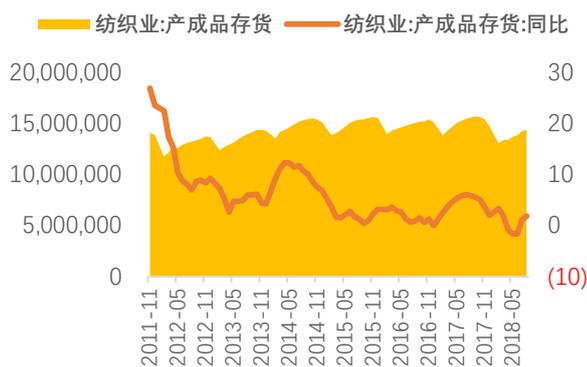
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.4. 行业库存情况：纺织业库存基本稳定，服装行业库存继续增长

**纺织行业库存情况：**2018 年 8 月，纺织行业产成品库存 1,438.8 亿元，同比增长 1.90%，较上月增速有所放缓（+0.80pct）。

**服装行业库存情况：**2018 年 8 月，服装行业产成品库存 1,016.7 亿元，同比增长 5.90%，较上月增速有所放缓（+0.40pct），库存继续上升创造年内新高。

图 37：2011 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：2011 年至今服装行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 公司公告

**摩登大道(002656.SZ)**公司拟出售资产中总部大楼相关资产及负债和悦然心动 100%股权。截至 2018 年 6 月 30 日，未经审计的资产净额合计为 12.39 亿元，占上市公司 2017 年合并财务报告期末资产净额的比例为 52.43%。深圳证券交易所将对公司本次交易事项相关文件进行事后审核。事后审核期间，公司将继续停牌，待完成交易所事后审核后复牌。

**搜于特(002503.SZ)**公司第一大股东马鸿补充质押 8700 万股股份，占其所持股份 6.41%。一致行动人兴原投资补充质押 9100 万股股份，占其所持股份 15.15%。截至本公告日，马鸿持有公司 13.57 亿股股份，占总股本 38.54%；兴原投资持有公司 6.00 亿股股份，占总股本 19.42%。

**太平鸟(603877.SH)**公司以自有资金进行股份回购，回购金额最低不低于人民币 5,000 万元，最高不超过人民币 10,000 万元，回购股份的价格不超过人民币 25 元/股。预计回购股份数量为 400 万股，占总股本的 0.83%。

**联发股份(002394.SZ)**公司为联发家纺提供 5000 万元的担保，保证期限三年。截至本公告日，公司及控股子公司累计对外担保额度和实际担保的金额分别为人民币 13.8 亿元和 2.08 亿元，分别占最近一期经审计合并净资产的比重为 44.91%和 6.77%。

**报喜鸟(002154.SZ)**公司股东将 508 万股限制性股票回购注销，占回购前总股本的 0.4021%。本次注销完成后，公司总股本由 12.63 亿股变更为 12.58 亿股。

**水星家纺(603365.SH)**公司使用闲置自有资金 5,000 万元北京银行结构性存款和闲置自有资金 5,000 万元购买光大银行结构性存款，截至本公告日，公司使用闲置自有资金购买理财产品未到期余额为人民币 15,000.00 万元。

**拉夏贝尔(603157.SH)**公司实际控制人邢加兴补充质押 1700 万股股份，占公司总股本 3.10%。一致行动人上海合夏补充质押 500 万股股份，占公司总股本 0.91%。截至本公告日，马鸿持有公司 1.42 亿股股份，占总股本 25.91%；上海合夏持有公司 4520 万股股份，占总股本 8.25%。

**朗姿股份(002612.SZ)**公司控股股东申东日先生解除质押股票 890 万股，并将其持有质押给中泰证券的公司股票 3230.96 万股办理展期手续至 2019 年 10 月 25 日。截至本公告日，申东日先生共持有公司股份 1.96 亿股，占公司总股本 49.06%。

**孚日股份(002083.SZ)**公司控股股东孚日控股解除质押股票 1700 万股，截至本公告日，孚日控股共持有公司股份 2.67 亿股，占公司总股本 29.42%。

**红豆股份(600400.SH)**公司控股股东红豆集团解除质押股票 1.32 亿股（占公司总股本的 5.19%），并将其持有的本公司 7500 万股无限售流通股质押给南京银行无锡分行。截至本公告日，红豆集团共持有本公司股份 15.67 亿股，占公司总股本的 61.85%。

### 3.4. 行业新闻动态

**买手店竟这么火! I.T 上半年利润大涨 87.8% (品牌服装网 2018/10/26)** 10月24日,多品牌潮流服饰零售商 I.T 发布了 2018 年上半年的财报,截止 8 月底,集团录得营收 40.64 亿港元,同比增长 11.3%,毛利率 64%,净利润录得 87.8% 的增幅,约 1.13 亿港元, I.T 目前市值约为 43 亿港元。

**PUMA 彪马遇滑铁卢 耐克 Nike 与阿迪达斯 Adidas 休战? (品牌服装网 2018/10/26)** 自德国运动品牌 PUMA 彪马在 2018 年世界杯赞助遭遇滑铁卢之后,体育品牌争夺战的局势俨然已经从原本的“三足鼎立”转化为耐克 Nike 和阿迪达斯 Adidas 的“双雄争霸”,目光皆聚焦在耐克 Nike 和阿迪达斯 Adidas 身上。

**“零皮草”队伍又扩大 Coach 宣布不再使用动物皮毛(品牌服装网 2018/10/25)** 日前,“零皮草”队伍又增加一员,美国轻奢品牌 Coach 发布公开声明称,从 2019 年秋季系列开始将不再使用动物皮毛。首席执行官 Joshua Schulman 表示,Coach 多年来一直致力于推进可持续发展,此次决定不再使用动物皮毛的举措对品牌有着里程碑般的意义。

**中国市场热血渐冷 奢侈品牌开始拥抱二手市场(品牌服装网 2018/10/25)** 据外媒报道,美国著名奢侈品二手交易平台 ThredUP 发布公告称,2017 年的奢侈品二手市场已达 3600 亿美元的规模,同比增长 35%,远高于实体店 8% 的增长率。预计到 2022 年,二手交易市场的规模将达到 4000 亿美元,奢侈品便是其中的领军者。

**李宁三季度增长环比提速 同店销售增速重回 10%-20%低段(无时尚中文网 2018/10/24)** 在截至 9 月 30 日的三季度,李宁整体同店销售按年录得 10%-20%低段增长,增速恢复到首季水平,比二季度的高个位数增长有所改善。这主要得益于零售(直营)和批发(特许经营商)渠道的增长均从二季度的低个位数加速至高个位数,唯电子商务虚拟店铺业务的增幅从一季度的 30%-40%高段、二季度的中段进一步放缓至低段。

**流血上市后 奢侈品电商 Farfetch 再度破发(无时尚中文网 2018/10/24)** 自 9 月 21 日登陆纽交所以来,伦敦奢侈品电商 Farfetch Ltd. (NYSE:FTCH) 再度跌破 20 美元发行价,显示投资者新股炒作热正在冷却。

### 4. 近期重要事项提醒

表 1: 近期上市公司股东大会信息

	公司	地点	时间
10.30	探路者	北京市海淀区知春路 6 号锦秋国际大厦 A 座 21 层探路者公司 1 号会议室	14:00
11.12	森马服饰	浙江省温州市瓯海区娄桥工业园南汇路 98 号	15:00
11.15	龙头股份	本公司(上海市制造局路 584 号) D 座会议中心会议厅	14:00

资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 5. 年内重点限售股解禁公司

表 2: 年内限售股解禁公司明细

简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
			总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	
新澳股份	2018-01-02	17947	39365	14359	36	39365	32306	82	首发原股东限售股份
太平鸟	2018-01-09	14377	48093	5500	11	48093	19877	41	首发原股东限售股份
健盛集团	2018-01-29	18450	41636	11550	28	41636	30000	72	首发原股东限售股份

富安娜	2018-02-08	30	87116	49861	57	87116	49891	57	股权激励限售股份
安正时尚	2018-02-14	336	28906	7126	25	28906	7462	26	首发原股东限售股份
华孚时尚	2018-03-23	17433	101292	83748	83	101292	101181	100	定向增发机构配售股份
歌力思	2018-04-24	20956	33730	11315	34	33730	32270	96	首发原股东限售股份
际华集团	2018-04-24	53463	439163	385700	88	439163	439163	100	定向增发机构配售股份
报喜鸟	2018-05-10	3839	126329	107522	85	126329	111362	88	股权激励限售股份
歌力思	2018-05-22	715	33730	32270	96	33730	32985	98	股权激励限售股份
富安娜	2018-06-04	1474	87116	49891	57	87116	51364	59	股权激励限售股份
多喜爱	2018-06-11	0	12000	5898	49	12000	5898	49	首发原股东限售股份
汇洁股份	2018-06-11	6809	38880	11646	30	38880	18455	47	首发原股东限售股份
摩登大道	2018-06-11	997	71252	43832	62	71252	44829	63	定向增发机构配售股份
柏堡龙	2018-06-26	13510	24046	10536	44	24046	24046	100	首发原股东限售股份
罗莱生活	2018-06-27	115	74473	69931	94	74473	70046	94	股权激励限售股份
红蜻蜓	2018-06-29	22809	41720	18071	43	41720	40880	98	首发原股东限售股份
报喜鸟	2018-07-19	720	126329	109647	87	126329	110367	87	股权激励限售股份
富安娜	2018-07-23	280	87116	50333	58	87116	50613	58	股权激励限售股份
新澳股份	2018-07-30	6849	39365	32306	82	39365	39155	99	定向增发机构配售股份
红豆股份	2018-08-03	46647	253326	202989	80	253326	249636	99	定向增发机构配售股份
维格娜丝	2018-08-03	119	18055	14798	82	18055	14917	83	股权激励限售股份
富安娜	2018-08-06	312	87116	50613	58	87116	50925	58	股权激励限售股份
起步股份	2018-08-20	17190	46998	4700	10	46998	21890	47	首发原股东限售股份
摩登大道	2018-09-04	2342	71252	44829	63	71252	47171	66	定向增发机构配售股份
开润股份	2018-09-11	39	21768	6376	29	21768	6415	29	股权激励限售股份

拉夏贝尔	2018-09-25	9103	54767	5477	10	54767	14580	27	首发原股东限售股份
伟星股份	2018-09-28	763	75802	62214	82	75802	62977	83	股权激励限售股份
安正时尚	2018-10-10	105	40446	10447	26	40446	10551	26	股权激励限售股份
天创时尚	2018-10-12	116	43140	12740	30	43140	12856	30	股权激励限售股份
南极电商	2018-11-09	10379	245487	145126	59	245487	155505	63	定向增发机构配售股份
水星家纺	2018-11-20	2191	26667	6667	25	26667	8858	33	首发原股东限售股份
健盛集团	2018-12-03	1374	41636	30000	72	41636	31374	75	定向增发机构配售股份
振静股份	2018-12-18	5350	24000	6000	25	24000	11350	47	首发原股东限售股份
天创时尚	2018-12-26	3573	43140	12856	30	43140	16430	38	定向增发机构配售股份
黑牡丹	2018-12-26	25157	104710	79552	76	104710	104710	100	定向增发机构配售股份

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com