

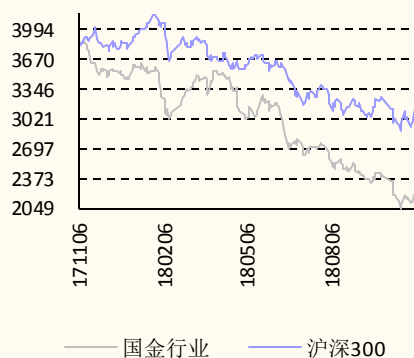
消费升级与娱乐研究中心

纺织品和服装行业研究 买入（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2211.39
沪深300指数	3290.25
上证指数	2676.48
深证成指	7867.54
中小板综指	7908.69



相关报告

- 1.《纺服双周报数据谈第8期：社零增速企稳，线上渠道和大众消费是拉...》，2018.10.28
- 2.《纺服双周报数据谈第7期：家纺18年前三季度阿里数据解读，板块...》，2018.10.14
- 3.《纺服双周报数据谈第6期：旅行箱2018年H1及M7、M8阿里...》，2018.9.24
- 4.《化妆品行业深度：美颜盛世，国产化妆品崛起的道与术-化妆品行业...》，2018.9.12
- 5.《纺服双周报数据谈第5期：消费承压，社零数据下滑，化妆品逆势强...》，2018.9.9

纺服板块估值处于历史底部，上市公司回购彰显价值，确定性价值投资机会显现

行业观点

- **目前纺织服装各版块估值处于2010年以来的历史底部区域：**2010至今，SW女装板块市盈率（TTM）最高值为188.5x、最低值为13.7x、平均数为61.6x、中位数为51x，最新市盈率（TTM）为15.4x。SW男装板块市盈率（TTM）最高值为36.2x、最低值为10.3x、平均数为18.6x、中位数为17.4x，最新市盈率（TTM）为16.4x。SW休闲服装板块市盈率（TTM）最高值为97.1x、最低值为12.7x、平均数为34.8x、中位数为31.8x，最新市盈率（TTM）为18.3x。SW鞋帽板块市盈率（TTM）最高值为102.2x、最低值为13x、平均数为33.9x、中位数为35.5x，最新市盈率（TTM）为19.9x。2010至今，SW家纺板块市盈率（TTM）最高值为58.3x、最低值为14.4x、平均数为29.1x、中位数为27.8x，最新市盈率（TTM）为17.7x。SW纺织制造板块市盈率（TTM）最高值为61.8x、最低值为14.2x、平均数为29.9x、中位数为27x，最新市盈率（TTM）为15x。
- **上市公司回购彰显信心：**近期，纺服各板块部分重点跟踪上市公司纷纷发布回购计划和实施回购，上市公司回购进一步彰显信心。歌力思9月11日公告拟以5000万元-2亿元回购2.83%的股份数，11月1日累计回购股份0.11%；太平鸟18年10月23日公告拟回购金额最低不低于5,000万元，最高不超过1亿元，预计回购数量占总股本0.83%；南极电商9月19日公告拟以1.5亿元-3亿元回购1.11%的股份，11月2日累计回购股份0.04%；比音勒芬10月31日实际控制人谢秉政提议以集中竞价方式回购，回购总金额不低于5,000万元，不超过1亿元；华孚时尚10月22日公告拟以3-6亿元回购3.94%股份；鲁泰3月6日公告拟以不超过6亿元回购B股，占总股本8.12%，10月31日累计回购B股6.14%。
- **历史估值低点，价值投资机会显现，精选高确定性价值标的：**我们从增长确定性、股东回购情况、估值等几个维度，进行标的精选。建议重点关注高确定性的价值型标的：例如品牌服饰板块歌力思、太平鸟，新零售板块南极电商，纺织制造板块华孚时尚和化妆品板块珀莱雅等。

投资建议

- **建议重点关注高确定性的价值型标的：**歌力思（Q1~Q3扣非归母净利润同比+24%，18PE为15x）、太平鸟（Q1~Q3扣非归母净利润同比+50%，18PE为14x）、南极电商（Q1~Q3扣非归母净利润同比+90%，18PE为21x）、华孚时尚（Q1~Q3扣非归母净利润同比+9%，18PE为9x）、珀莱雅（Q1~Q3扣非归母净利润同比+50%，18PE为30x）。

风险提示

- 社零消费增速放缓、存货减值风险、原材料波动风险

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

内容目录

1. 纺服多个子板块估值已至或接近历史低点，价值投资机会显现.....	3
2. 上市公司回购频出，公司价值信心进一步彰显.....	4
3. 估值&回购信心&弹性&业绩增速全方位对比，精选低估值纺服公司价值投资标的.....	5
4. 风险提示.....	6

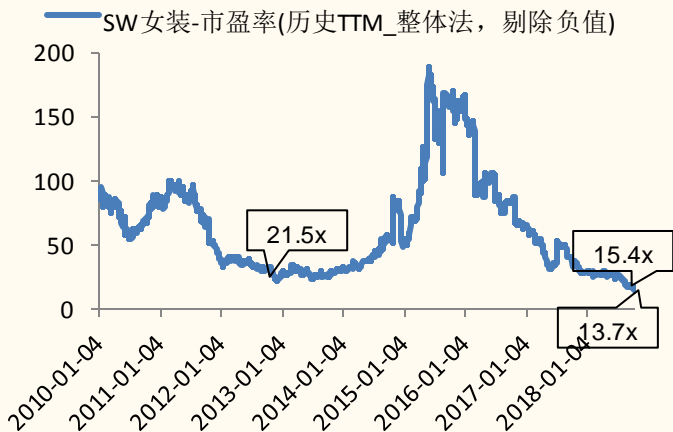
图表目录

图表 1: SW 女装板块历史市盈率.....	3
图表 2: SW 男装板块历史市盈率.....	3
图表 3: SW 休闲服装板块历史市盈率.....	3
图表 4: SW 鞋帽板块历史市盈率.....	3
图表 5: SW 家纺板块历史市盈率.....	4
图表 6: SW 纺织制造板块历史市盈率.....	4
图表 7: 重点跟踪公司 18 年股票回购计划及进程.....	4
图表 8: 纺织服装&化妆品板块重点跟踪公司 18 年业绩前瞻.....	5

1. 纺服多个子板块估值已至或接近历史低点，价值投资机会显现

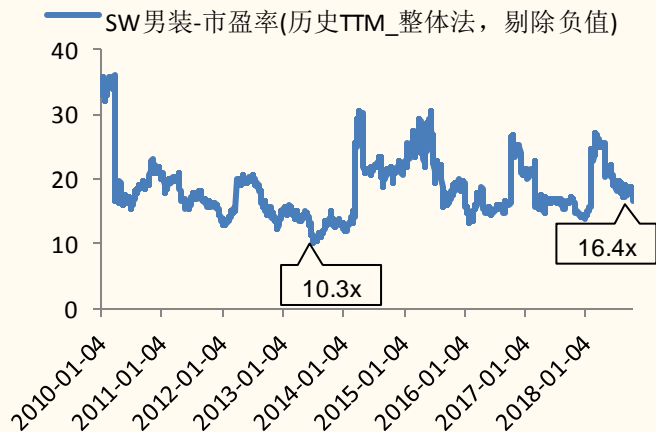
- 2018年11月2日，SW女装、SW男装、SW休闲服装、SW鞋帽、SW家纺和SW纺织制造板块的市盈率（TTM）分别为15.4x、16.4x、18.3x、19.9x、17.7x、和15x，处于2010年以来的历史底部区域。
- 2010至今，SW女装板块市盈率（TTM）最高值为188.5x、最低值为13.7x、平均数为61.6x、中位数为51x，最新市盈率（TTM）为15.4x。SW男装板块市盈率（TTM）最高值为36.2x、最低值为10.3x、平均数为18.6x、中位数为17.4x，最新市盈率（TTM）为16.4x。

图表 1: SW 女装板块历史市盈率



来源: Wind, 国金证券研究所

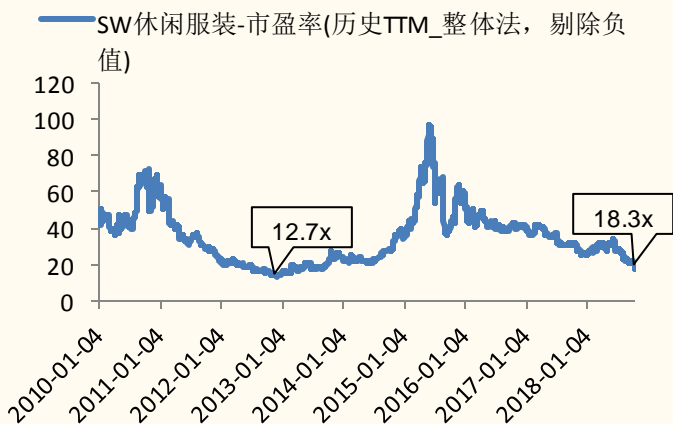
图表 2: SW 男装板块历史市盈率



来源: Wind, 国金证券研究所

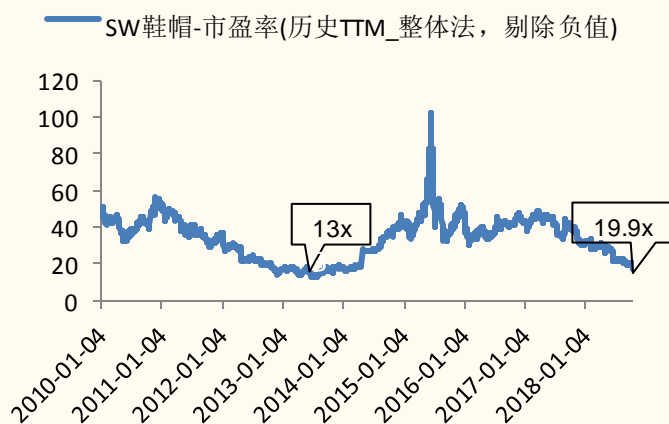
- 2010至今，SW休闲服装板块市盈率（TTM）最高值为97.1x、最低值为12.7x、平均数为34.8x、中位数为31.8x，最新市盈率（TTM）为18.3x。SW鞋帽板块市盈率（TTM）最高值为102.2x、最低值为13x、平均数为33.9x、中位数为35.5x，最新市盈率（TTM）为19.9x。

图表 3: SW 休闲服装板块历史市盈率



来源: Wind, 国金证券研究所

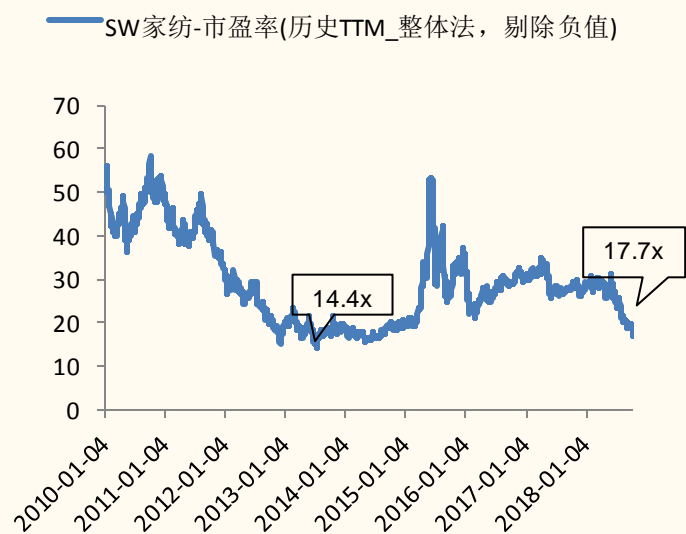
图表 4: SW 鞋帽板块历史市盈率



来源: Wind, 国金证券研究所

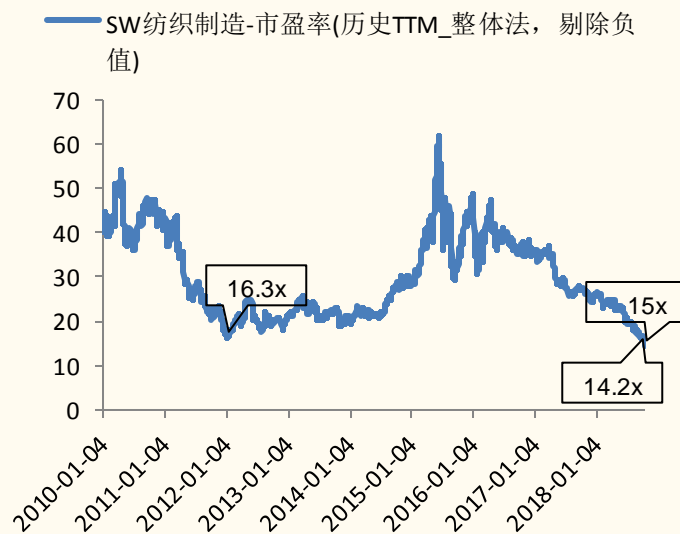
- 2010至今，SW家纺板块市盈率（TTM）最高值为58.3x、最低值为14.4x、平均数为29.1x、中位数为27.8x，最新市盈率（TTM）为17.7x。SW纺织制造板块市盈率（TTM）最高值为61.8x、最低值为14.2x、平均数为29.9x、中位数为27x，最新市盈率（TTM）为15x。

图表 5: SW 家纺板块历史市盈率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: SW 纺织制造板块历史市盈率



来源: Wind, 国金证券研究所

2. 上市公司回购频出, 公司价值信心进一步彰显

- 多上市公司自身启动回购计划, 体现公司对于自身价值的认可: 近期, 纺织各板块部分重点跟踪上市公司如南极电商、鲁泰 A、歌力思、华孚时尚、比音勒芬、太平鸟等纷纷发布回购计划和实施回购, 上市公司的密集回购或表示上市公司本身认为目前估值已被低估, 进一步彰显信心。

图表 7: 重点跟踪公司 18 年股票回购计划及进程

公司	首次公告日期	回购总金额	每股回购价格	最新收盘价	预计回购股份占比	回购进程
南极电商	9/19	1.5 亿元~3 亿元	不超过 11 元/股	7.76 元/股	1.11%	2018 年 11 月 2 日, 首次回购 90.72 万股, 占总股本的 0.04%, 成交价为 7.60 元/股, 支付总金额为 689.46 万元 (不含交易费用)。
鲁泰 A	3/6	不超过 6 亿元	不超过 9.90 港元/股	9.01 港元/股	8.12%	截止 2018 年 10 月 31 日, 累计回购 B 股 5,668.13 万股, 占总股本比例为 6.14%, 购买最高价为 9.63 港币/股, 最低价为 8.63 港币/股, 支付总金额为港币 5.23 亿元 (含印花税、佣金)。
奥康国际	8/4	1 亿元~3 亿元	不超过 15 元/股	10.3 元/股	4.99%	截至 2018 年 10 月 31 日, 累计回购 354.87 万股, 占总股本比例 0.89%, 成交最高价为 11.60 元/股, 最低价为 9.81 元/股, 支付总金额为 3,906.01 元 (含佣金、过户费等交易费用)。
歌力思	9/11	5000 万元~2 亿元	不超过 21 元/股	16.35 元/股	2.83%	截止至 2018 年 11 月 1 日 (含当日), 累计回购 37.77 万股, 占总股份比例为 0.11%。成交的最低为 15.33 元, 最高价为 16.01 元, 支付总金额为 593.71 万元 (不含印花税、佣金等交易费)。
华孚时尚	10/22	3 亿元~6 亿元	不超过 10 元/股	5.05 元/股	3.94%	截止 2018 年 10 月 31 日, 公司尚未进行股份回购。
比音勒芬	10/31	5,000 万元~1 亿元	/	32.06 元/股	/	截止 2018 年 10 月 31 日, 公司尚未发布股份回购预案。
太平鸟	10/23	5000 万元~1 亿元	不超过 25 元/股	18.71 元/股	0.83%	截止 2018 年 10 月 31 日, 公司尚未进行股份回购。
探路者	5/12	3000 万元~5000 万元	不超过 6 元/股	3.33 元/股	0.93%	截至 2018 年 9 月 30 日, 累计回购 539.17 万股, 总金额为人民币 2096.07 万元 (不含手续费), 占总股本 0.60%, 最高成交价为 4.65 元/股, 最低为 3.27 元/股。

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所, 备注: 最新收盘价为 2018/11/2 收盘价

3. 估值&回购信心&弹性&业绩增速全方位对比，精选低估值下纺织服装公司价值投资标的

- 历史估值低点，价值投资机会显现，精选高确定性价值标的。我们从增长确定性、股东回购情况、估值等几个维度，进行标的精选。建议重点关注高确定性的价值型标的：例如品牌服饰板块歌力思、太平鸟，新零售板块南极电商，纺织制造板块华孚时尚和化妆品板块珀莱雅等。

图表 8：纺织服装&化妆品板块重点跟踪公司 18 年业绩前瞻

板块	股票代码	股票简称	市值 (亿元)	质押比例	大股东质 押比例	扣非净利润增速	18 预告净利	18 预测净利润	P/E(18)
						18Q1-Q3	同比增速	(亿元)	
女装	603808.SH	歌力思	55	0%	0%	24%	/	3.76	15
	603839.SH	安正时尚	43	36%	40%	6%	/	3.54	12
	603587.SH	地素时尚	84	0%	0%	-5%	/	5.88	14
男装	601566.SH	九牧王	70	11%	14%	-3%	/	5.51	13
	002029.SZ	七匹狼	48	17%	51%	-5%	8%	3.57	14
大众休闲	002563.SZ	森马服饰	244	5%	0%	26%	35%	15.64	16
	600398.SH	海澜之家	368	21%	54%	1%	/	36.02	10
	603877.SH	太平鸟	90	1%	0%	50%	/	6.46	14
家纺	002293.SZ	罗莱生活	69	13%	0%	-5%	25%	5.40	13
	002327.SZ	富安娜	67	3%	8%	16%	/	5.85	11
	603365.SH	水星家纺	36	1%	0%	9%	/	3.06	12
新零售	002127.SZ	南极电商*	190	23%	57%	90%	67%	8.32	21
	300577.SZ	开润股份*	77	20%	45%	35%	/	1.81	41
	002640.SZ	跨境通	178	40%	87%	60%	65%	12.31	14
运动户外	002832.SZ	比音勒芬	58	6%	14%	48%	45%	2.52	23
	300005.SZ	探路者	30	0%	0%	-90%	/	0.62	48
鞋业	603001.SH	奥康国际	41	38%	69%	-15%	/	2.53	16
	002291.SZ	星期六	18	48%	87%	1%	104%	0.28	64
	603608.SH	天创时尚	46	18%	0%	33%	/	2.86	16
纺织制造	603558.SH	健盛集团	35	28%	62%	68%	/	2.17	16
	002003.SZ	伟星股份	58	25%	62%	9%	15%	3.90	15
	600987.SH	航民股份	54	0%	0%	12%	/	6.32	9
	002042.SZ	华孚时尚*	77	0%	8%	9%	20%	8.32	9
	000726.SZ	鲁泰 A	82	0%	0%	4%	/	8.77	9
	601339.SH	百隆东方	77	0%	0%	10%	/	6.14	12
	002087.SZ	新野纺织	30	14%	50%	28%	30%	3.77	8
化妆品	600315.SH	上海家化*	181	0%	0%	15%	/	5.02	34
	603605.SH	珀莱雅*	82	1%	0%	50%	/	2.69	30
	300740.SZ	御家汇	81	7%	0%	-6%	/	2.04	40

来源：Wind, 国金证券研究所，备注：18 预告净利润增速取公司业绩预告区间的中位数；标*公司 18 归母净利润为国金预测，其余取自 wind 一致预期；收盘价取自 2018/11/2 收盘价

- 歌力思：2018Q1-Q3 实现营收 17.36 亿元，同比+25.87%；归母净利润 2.68 亿元，同比+32.65%；扣非净利润 2.59 亿元，同比+23.95%。公司拥有 ELLASSAY、LAUREL、Ed Hardy、Ed Hardy X、IRO 和 VIVIENNE TAM 品牌，集团化多品牌运营能力不断提高，目前股价对应 18 年 PE 为 15 倍。
- 太平鸟：2018Q1-Q3 实现营收 48.88 亿元，同比+13.14%；归母净利润 2.82 亿元，同比+69.72%；扣非净利润 1.17 亿元，同比+49.95%。公司拥

有 PEACEBIRD 女装、PEACEBIRD 男装、乐町 LED' IN 女装、Mini Peace 童装，品牌年轻化持续推进，目前股价对应 18 年 PE 为 14 倍。

- **南极电商**：2018Q1-Q3 总 GMV 达 105.4 亿元，+62.5%YOY，多元化品牌战略卓有成效。Q1-Q3 实现收入 20.45 亿，+409.2%YOY，归母净利润 4.49 亿，+85.0%YOY。2018 年度业绩指引归母净利润，同比+55.4%-77.8%。业绩变动主要系品牌授权及电商服务业务的电商渠道马太效应凸显和移动互联网营销业务相关业务稳健发展。18 年预测归母净利润为 8.3 亿元，目前股价对应 PE 为 21 倍。
- **华孚时尚**：2018Q1-Q3 实现营收 107.34 亿元，同比+21.01%；归母净利润 7.32 亿元，同比+20.98%；扣非净利润 5.37 亿元，同比+8.99%。2018 年度业绩指引归母净利润同比+10%~+30%。业绩增长的主要动力来自自主营纱线销量增长，新疆+越南产能调整顺利推进，集聚营运带来效率提升和网链业务快速增长。18 年预测归母净利润为 8.32 亿元，目前股价对应 PE 为 9 倍。
- **珀莱雅**：2018 Q1-Q3 实现营收 15.60 亿元，同比+28.58%；归母净利润 1.82 亿元，同比+44.57%；扣非归母净利润 1.68 亿元，同比+49.88%。18Q1-Q3 毛利率同比+0.44pct，净利率同比+1.27pct，存货周转天数同比下降 27 天。公司电商增速快、三四线城市渠道下沉能力强，主品牌珀莱雅稳步发展，优资莱单品牌店持续重推。18 年预测归母净利润为 2.69 亿元，目前股价对应 PE 为 30 倍。

4. 风险提示

- 社零消费增速放缓
- 存货减值风险
- 原材料波动风险

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH