

品牌服饰业绩承压，纺织制造盈利显著提升

——纺织服装行业 2018 年三季度报业绩回顾

核心观点：

1. 事件

纺织服装行业上市公司披露 2018 年三季度报。2018 年 1-9 月行业整体实现营业收入 1,938.28 亿元，同比增长 8.79%；实现净利润 153.57 亿元，同比增长 4.91%；实现扣非净利润 124.16 亿元，同比增长 6.87%。

其中，第三季度实现营业收入 638.23 亿元，同比增长 1.42%；实现净利润 45.38 亿元，同比增长 3.13%；实现扣非净利润 36.11 亿元，同比下降 2.27%。

2. 我们的分析与判断

（一）品牌服装零售呈弱复苏趋势，纺织品出口稳步增长，人民币仍存贬值压力

1) 国内零售端弱复苏，线上销售保持高增长：18 年前三季度全国限额以上服装鞋帽针纺织品销售额累计同比增长 8.9%，较去年同期上升 1.7PCT，终端零售呈弱复苏趋势；前三季度线上商品服务零售额 62,784.6 亿元，较去年同期增加 13,997.6 亿元，前三季度累计同比增速达 27%，虽增速趋缓，但销售额进一步增加，行业整体销售情况较为稳定。

2) 出口端整体维持回暖态势：海关总署数据显示，18 年 1-9 月纺织纱线、织物及制品/服装及衣着附件/鞋类累计出口 892.91/1,184.78/354.99 亿美元，累计同比增长 10.50%/0.6%/-3.10%，出口略有回升，9 月呈高速增长趋势（18.20%/8.31%/4.22%）。纺织品出口延续去年至今的增长态势，纺织与服装出口出现分化趋势，服装出口由负转正。我们认为，随着中美贸易战趋缓，世界经济逐渐回暖，纺织服装行业整体订单量将逐渐回升，最终体现在公司业绩的改善。

3) 人民币仍存贬值压力：人民币自 6 月以来持续贬值（-8.26%），截至 11 月 2 日，人民币兑美元中间价 6.9371。我们认为从国际收支平衡状况和市场情绪来看，人民币在国际化进程中仍存在一定的贬值压力。

（二）人民币贬值催化纺织制造子板块率先回暖

受益于出口回暖、海外及新疆新增成本较低产能陆续释放等因素，纺织制造公司业绩稳定增长，叠加人民币汇率自 6 月以来持续贬值，纺织制造子板块 18Q3 收入/净利润/扣非净利润分别为 237.20/18.21/15.87 亿元，同比增速 8.87%/17.80%/20.74%。

截至 11 月 1 日，棉花价格 328 指数较年初上涨 0.08%，Cotlook:A 指数 86.40 美元/磅，内外棉价差较年初上涨 1.33%；2018 年抛储周期平均成交比例 58.01%，平均成交均价 14,736.50 元/吨。棉价的基本稳定保障了行业上游原材料价格的稳定，有效预防因成本上升挤压行业利润。

纺织服装行业

推荐（维持评级）

分析师

李昂

☎：8610-83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

林相宜

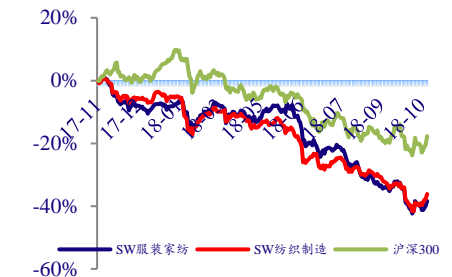
☎：8610-66568843

✉：linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

对本报告编制提供信息

相对沪深 300 表现图

2018-11-02



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺织】行业深度报告暨 2018 年中期投资策略-“服装制造”：分化行情下，坚守龙头价值

【银河纺织】行业周观点 20180903_中报数据提示聚焦行业龙头

【银河纺织】行业周观点 20180910_中美贸易战升级，中国纺织服装出口回暖趋缓

【银河纺织】行业周观点 20180924_继续推荐回调后的子行业龙头

【银河纺织】行业周观点 20181015_三季度业绩前瞻：细分龙头仍存安全边际

【银河纺织】行业周观点 20181022_9 月社零数据有所回暖，关注 Q4 传统销售旺季表现

【银河纺织】行业周观点 20181029_2018Q3 公募基金持仓比重降低，仍处于低配状态

【银河纺织】海澜之家三季度报点评：Q3 增速放缓，关注 Q4 传统销售旺季表现

(三) 因终端需求疲软，服装家纺板块业绩短期承压

服装家纺子板块 18Q3 收入/净利润/扣非净利润分别为 401.03/27.17/20.24 亿元，同比增速-2.52%/-4.82%/-14.97%。18Q3 子板块平均毛利率 41.69%，与 17Q3 (-0.28%) 基本持平。整体社会消费品零售总额累计同比增速持续下行，备货秋冬季产品单价较高，行业库存压力普遍较大，叠加多家企业在三季度采取剪标等大幅度折扣去库存的手段，服装家纺板块业绩短期压力较大。

(四) 重点关注公司三季度增速放缓，预计全年仍保持增长趋势

盈利能力方面，分季度来看，重点关注公司 18 年前三季度收入同比增速 29.63%/15.89%/13.53%，增速逐季下滑，预计 Q4 环比数据有所回升，全年整体保持两位数增长态势；扣非归母净利润同比增速 35.53%/35.56%/20.40%，普遍高于收入增速，说明公司盈利能力较强，具有较为稳健的业绩支撑；前三季度毛利率基本保持稳定，在整体零售疲弱的情况下，公司仍能保持较为稳定的毛利率水平，体现公司具有较强的品牌盈利空间。

营运能力方面，分季度来看，重点关注公司 18 年前三季度应收账款周转次数分别为 3.42/6.83/9.72 次，逐季增加，说明即使在终端消费不景气的背景下，企业的收账速度保持增长，企业的营运管理能力逐步增长；存货周转次数分别为 0.63/1.26/1.79 次，在三季度普遍备货单价较高的秋冬货品的背景下，存货周转次数仍有所提高，说明公司重视解决服装行业内生性的存货问题，通过改善库龄结构、增加产品设计以增加适销度、增强终端零售数据反馈及分析能力等，不断提高公司的存货管理，降低营运成本，从而增强公司的盈利能力。

表 1：重点关注公司 18Q1-3 重要财务数据

板块名称	公司名称	收入 YOY (%)	归母净利 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 次数	存货周 转次数	经营性现 流量净 额(亿 元)
纺织服装		18.44	25.69	45.62	12.62	21.65	6.17	0.72	9.72	1.79	0.64
纺织制造		17.46	21.59	22.13	11.60	2.55	4.61	0.86	10.10	3.34	3.31
上游纱线	百隆东方	-0.15	20.15	18.20	10.21	2.04	4.56	2.30	8.26	1.10	-3.31
	华孚时尚	21.01	20.98	10.78	6.99	1.71	2.55	1.16	13.17	2.04	0.21
	联发股份	8.54	14.34	18.09	7.78	4.39	3.78	0.80	7.12	3.72	4.43
中游面料	鲁泰 A	8.42	-1.21	29.08	12.73	2.07	5.58	0.75	14.40	1.74	11.23
下游成衣	健盛集团	50.39	63.66	28.26	15.18	3.22	7.30	0.38	4.73	2.20	2.25
印染	航民股份	16.55	11.61	28.35	16.72	1.84	3.87	-0.24	12.90	9.22	5.02
服装家纺		18.73	26.92	52.66	12.93	27.38	6.64	0.68	9.61	1.33	-0.15
中高端服 饰	比音勒芬	39.70	50.07	63.25	19.45	27.07	7.58	-0.57	16.28	0.93	0.86
	朗姿股份	21.37	80.58	56.64	11.66	34.31	10.50	7.07	4.36	1.03	0.44
	安正时尚	16.66	20.69	67.62	21.22	30.29	9.48	-0.08	9.85	0.66	0.12
	歌力思	25.87	32.65	69.28	18.52	30.13	9.72	-0.09	5.18	1.14	2.62
	地素时尚	6.37	25.28	74.47	30.58	32.62	5.12	-1.06	30.78	1.34	3.52
	日播时尚	10.67	-53.64	63.66	1.98	39.13	12.66	0.21	9.04	0.90	-1.04
	维格娜丝	30.58	141.37	69.44	7.83	42.93	5.66	8.68	4.25	0.77	2.25
	七匹狼	14.50	10.18	39.09	9.29	16.50	7.62	-0.87	6.24	1.40	-1.79
九牧王	7.74	1.86	57.08	18.10	25.81	7.02	0.35	13.25	1.05	2.70	

休闲服饰	拉夏贝尔	-0.50	-29.58	62.20	3.77	50.83	5.46	0.54	6.81	0.93	-3.96
	森马服饰	21.41	25.66	38.77	12.94	14.79	2.46	-0.81	6.51	1.83	0.29
	太平鸟	13.14	69.72	54.35	5.61	37.55	7.91	0.27	10.31	1.11	-2.88
	海澜之家	4.53	4.66	43.42	20.15	9.10	5.58	-0.08	16.94	0.81	1.36
童装	安奈儿	18.91	25.63	56.95	7.21	41.45	5.36	-1.30	13.02	0.88	-0.99
	起步股份	3.74	5.13	36.53	15.83	11.47	5.30	0.53	2.06	3.03	-0.69
家纺	罗莱生活	8.45	21.44	43.40	11.18	21.87	8.81	-0.07	6.50	1.62	-2.05
	富安娜	14.60	20.84	50.56	16.49	26.86	6.29	0.05	6.88	1.01	-2.67
	梦洁股份	21.58	33.19	46.13	7.16	30.43	1.86	1.41	3.61	0.97	-0.72
	水星家纺	13.62	15.22	34.91	10.02	16.47	4.52	-0.29	13.03	1.49	-1.60
新模式	开润股份	81.70	37.48	25.53	9.56	7.95	3.97	-0.26	7.28	3.64	1.14

资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

3. 投资建议

在当前终端环境疲软的背景下，应当关注业绩相对较强、成长性较高的个股，我们建议关注**歌力思**的未来表现。1) 18年前三季度公司实现营收17.36亿元，同比增长25.87%，扣非归母净利润同比增长23.95%，业绩表现虽然在终端消费疲弱影响下有所放缓，但仍保持高速增长；2) Q1-Q3毛利率分别为67.05%、70.59%、70.22%，保持较强的盈利能力；我们预计公司2018/2019/2020年实现归母净利润3.68/4.51/5.58亿元，同比增长21.86%/22.50%/23.70%，对应PE为14.13/11.76/9.89，维持“推荐”评级。

纺织制造板块，人民币贬值有利出口，但贸易战加税举措影响出口情绪。自2018年6月以来人民币持续贬值，出口占比高的企业因为汇兑收益的增加而优先从人民币贬值中受益，在汇兑收益增加的同时，企业盈利情况会进一步得到改善，推动纺织行业景气度上升。中美贸易战虽影响中国纺织服装出口回暖趋势，但我国出口占比较高的纺织制造企业拥有良好的“出口产品竞争力”+“企业盈利能力较强”+“汇兑收益”+“出口退税率提高的政策支持”，我们建议关注具有业绩支撑的纺织制造子领域龙头标的百隆东方。公司18Q3实现营业收入16.2亿元，同比增长7.5%。18Q3实现归母净利润1.4亿元，同比大幅增长76.9%，扣非净利润1.4亿元，同比增长107.8%。公司业绩超预期的表现，主要由于三季度订单整体情况良好，以及人民币持续贬值增加汇兑收益。预计公司2018/2019/2020年实现归母净利润5.91/6.71/7.68亿元，同比增长21.21%/13.57%/14.41%，对应PE为12.31/10.70/9.31，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

终端销售不及预期、汇率大幅波动、原材料价格大幅波动等风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn