

纺织服装行业

三季报总结：新模式企业可圈可点，消费承压+贸易摩擦，龙头增长普遍放缓 增持（维持）

2018年11月04日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

投资要点

- 品牌服饰方面：**社零数据表现持续平淡，多家品牌服饰三季报零售承压，加之17年国庆及18年春节节庆时点影响导致17Q4/18Q1基数较高，市场对零售预期整体偏悲观，目前行业龙头估值亦基本回调至历史底部。投资机会方面，龙头成色验证留待18年底/19年初。观点上对行业大势判断偏谨慎，提示关注低估值高分红个股。个股方面建议关注大众龙头森马服饰（18年15X，股息率4.0%）、海澜之家（18年10.5X，股息率5.9%）、太平鸟（18年14X，股息率4.7%）；中高端比音勒芬（18年22X，股息率1.3%）、歌力思（18年15X，股息率1.8%）；体育龙头安踏体育（18年21X，股息率3.0%）；家纺龙头富安娜（18年12X，股息率2.5%）、罗莱生活（18年13X，股息率3.4%）；男装龙头中国利郎（18年9.5X，股息率7.6%）。
- 新模式企业：**核心标的Q3延续高增，不乏惊喜，建议持续关注开润股份、南极电商、跨境通
- 制造企业：**基本面来看，Q3收入端订单受终端需求+贸易摩擦影响，但汇率同比改善仍对业绩带来利好。投资观点上，前期对终端需求及出口的悲观预期基本已经在本轮下跌中反映，各龙头标的估值下探至历史低位，但由于短期难见催化（棉价未见短期上涨动力，终端消费未见明显转暖态势，中美贸易摩擦或有转机留待观察），短期建议从股息率角度筛选低估值高分红标的，可关注鲁泰A（18年10X，股息率5.8%）；长期来看，继续建议关注越南布产较早、管理已趋成熟的龙头企业，建议关注申洲国际（18年27X，股息率2.4%）、天虹纺织（18年6X，股息率5.3%）、百隆东方（18年13X，股息率4.1%）、华孚时尚（18年10X，股息率4.2%）。
- 风险提示：**全球经济波动带来出口需求下滑；国内宏观经济波动导致内需下滑；大宗商品价格波动带来的原材料成本波动；汇率意外波动。

行业走势



相关研究

- 《纺织服装周观点：品牌服饰已达估值底部，生产型龙头继续提示关注全球布产主线，新模式龙头值得关注》2018-09-09
- 《纺织服装18中报总结：消费预期承压、生产型龙头崛起，关注行业格局变化中的Alpha型企业》2018-09-02
- 《纺织服装周观点：中报披露过半，生产型企业越南盈利成为亮点、新模式企业值得关注》2018-08-26

内容目录

1. 品牌服饰：社零数据表现持续平淡，多家品牌服饰三季报零售承压，业绩增长未及预期，带动股价回调	4
1.1. 行业背景：品牌服饰大环境 Q3 走淡，基本面承压	4
1.2. 重点个股三季报情况：终端需求承压，品牌龙头增速放缓，周转及现金流成为市场关注的重要指标	4
1.2.1. 大众休闲：零售环境压力下库存管理成为关注重点	4
1.2.2. 高端服饰：Q3 零售承压，龙头旗下品牌表现有所分化	7
1.2.3. 家纺：三季度线上零售压力凸显，线下成为主要增长动力	10
1.3. 投资策略：17Q4 及 18Q1 高基数带来压力，龙头成色验证留待 18 年底/19 年初	11
2. 新模式企业：核心标的 Q3 延续高增，不乏惊喜	12
3. 优质制造：贸易摩擦影响体现，继续关注生产高效、海外前瞻性布局充分的细分龙头	16
3.1. Q3 整体环境：汇率利好&中美贸易摩擦+国内终端消费疲软利空并存	16
3.2. 重点个股三季报情况：收入端订单受终端需求+贸易摩擦影响，但汇率同比改善仍对业绩带来利好	16
3.3. 投资策略：短期缺乏催化，建议关注低估值高分红品种，以及关注海外布产较早、管理高效的上有龙头	18
4. 风险提示	19

图表目录

图 1: 限额以上服装鞋帽针纺织品当月同比增速 (单位: %)	4
图 2: 品牌服饰板块 Q2 以来下行趋势明显	4
图 3: 人民币 18Q2 以来贬值明显	16
图 4: 内外棉价格变动 (单位: 元/吨)	16
图 5: 纺织制造板块持续估值下移	16
表 1: 森马服饰财务摘要 (单位: 百万元)	5
表 2: 海澜之家分品牌季度数据 (单位: 亿元)	5
表 3: 太平鸟旗下各品牌收入及毛利情况 (百万元)	6
表 4: 比音勒芬单季数据拆分 (单位: 百万元)	7
表 5: 歌力思主业业务收入中各品牌季度经营情况拆分 (单位: 百万元)	8
表 6: 安正时尚品牌矩阵 (单位: 百万元)	9
表 7: 品牌服饰标的估值表	12
表 8: 开润股份业务拆分 (单位: 亿元)	13
表 9: 南极电商各渠道 GMV 分季度拆分 (单位: 百万元)	13
表 10: 南极电商主要品牌 GMV 分季度拆分 (单位: 百万元)	13
表 11: 南极电商原有主业收入、货币化率及净利润分季度情况 (单位: 百万元)	14
表 12: 跨境通季度经营数据拆分 (单位: 百万元)	14
表 13: 新模式企业估值情况	15
表 14: 纺织制造行业重点标的估值表	18

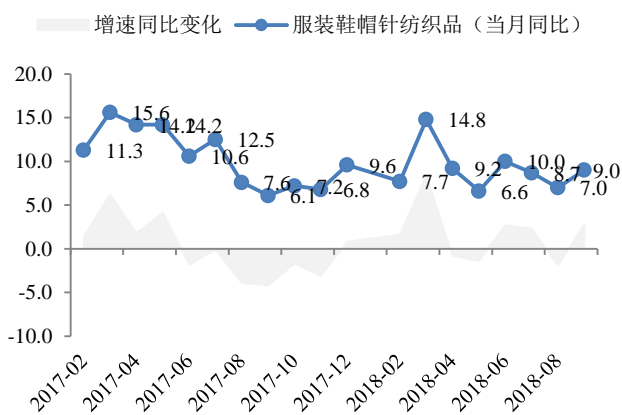
1. 品牌服饰：社零数据表现持续平淡，多家品牌服饰三季报零售承压，业绩增长未及预期，带动股价回调

1.1. 行业背景：品牌服饰大环境 Q3 走淡，基本面承压

2018 年 6 月以来社零增速同比下行趋势明显，零售大环境对 Q3 品牌服饰企业经营形成压力，加之拼多多崛起后阿里、京东平台重视对低价品牌的流量扶持，上市公司旗下品牌流量倾斜、活动政策力度不及去年，造成线上增速回调，Q3 增长放缓。

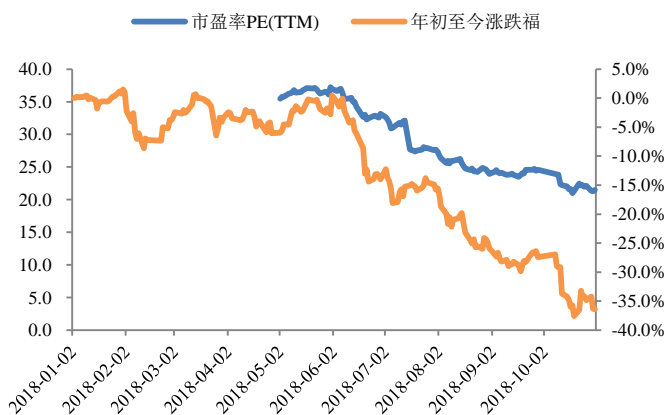
在此背景下，资本市场对消费整体悲观，复盘可看到 6 月以来板块估值明显回调，带来品牌服饰多数企业较年初下跌较为明显。

图 1：限额以上服装鞋帽针纺织品当月同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：品牌服饰板块 Q2 以来下行趋势明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 重点个股三季报情况：终端需求承压，品牌龙头增速放缓，周转及现金流成为市场关注的重要指标

1.2.1. 大众休闲：零售环境压力下库存管理成为关注重点

森马服饰：零售环境承压下增长依旧出色，存货规模受备货影响提升

- 单三季度收入拆分来看：分品类来看，预计童装维持 20%+ 强劲增长，休闲装低双位数增长；分渠道来看，线上维持 30%+ 增长（占比提升至 30%），线下增速在低双位数水平（其中估计童装高双位数、休闲装单位数）
- 受益线上业务占比提升以及直营秋装上货节点把握准确带来的高正价率，Q3 毛利率同比提 2.4pp 至 39.3%
- 存货较 18H1 增加 15.2 亿，应收账款较 18H1 增加 6.9 亿（但较去年同期下降 6489 万），但考虑历年 Q3 皆为存货、应收账款高点（全渠道为双十一及冬季备货），加之电商占比提升带来的备货正常增长
- 预计 18/19/20 年归母净利润规模 16.1/18.8/21.7 亿元，同比增长 41%/17%/16%，对应 PE 15/13/11X，对应过去三年平均分红比例 18 年股息率 4.0%

表 1: 森马服饰财务摘要 (单位: 百万元)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	2,066.59	2,366.49	3,609.16	3,984.05	2,512.40	3,020.06	4,231.66
YOY	7.47%	20.97%	11.24%	12.44%	21.57%	27.62%	17.25%
毛利润	869.77	911.83	1,334.38	1,154.64	982.18	1,139.46	1,663.95
YOY	22.68%	17.85%	6.49%	-14.88%	12.92%	24.96%	24.70%
毛利率	42.09%	38.53%	36.97%	28.98%	39.09%	37.73%	39.32%
归母净利	252.18	281.73	478.17	125.85	312.39	355.00	604.43
YOY	3.16%	5.08%	-2.29%	-70.36%	23.88%	26.01%	26.40%
应收账款	1,336.81	1,165.21	1,644.76	1,422.15	1,102.66	889.01	1,579.87
YOY	6.26%	-5.76%	-2.04%	-26.85%	-17.52%	-23.70%	-3.95%
存货	2,280.95	2,403.88	3,361.31	2,384.29	2,444.39	2,641.75	4,164.67
YOY	20.58%	17.19%	35.39%	8.22%	7.17%	9.90%	23.90%
经营活动产生的现金流量净额	-42.08	359.75	310.97	1,562.09	377.38	-385.70	37.49
YOY	-129.22%	-	-	40.78%	-	-207.21%	-87.94%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

海澜之家: Q3 零售承压线下增长放缓, 全年来看业绩稳健增长

- 零售及天气转冷偏晚致三季度收入增速略有下滑:

- 1) 海澜之家品牌: Q3 受零售环境压力、以及天气转冷晚于预期影响, 单季度收入下滑 2.6%
- 2) 爱居兔品牌: Q3 收入小幅增长 3.3% 至 1.76 亿元, 增速下降与女装秋装设计偏厚, 但天气转冷晚于预期有关
- 3) 圣凯诺品牌: 随发货确认收入, 一般季节性波动较大, 全年来看可以达到与去年收入规模持平。

- Q3 毛利率提升明显, 但费用投入增加及减值提升为单季度业绩增长带来一定压力, 净利润有 11.8% 降幅至 5.6 亿元。

- 预计公司 18/19/20 年归母净利润 34.9/36.5/37.9 亿元, 对应业绩增速 5%/5%/4%, 对应 PE10.5X/10.1X/9.7X, 对应过去三年平均分红比例 62% 18 年股息率 5.9%。

表 2: 海澜之家分品牌季度数据 (单位: 亿元)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
主营业务收入 (亿元)	51.59	39.07	31.65	57.86	38.91	30.67
YOY				12.16%	-0.42%	-3.11%
门店和数量	5345	5491	5608	5860	6097	6401
较年初净增加	102	248	365	68	305	609
海澜之家 (亿元)	43.74	32.49	25.90	47.89	33.07	25.22
YOY				9.48%	1.78%	-2.59%

门店数量	4305	4376	4428	4523	4694	4891
较年初净增加	68	139	191	20	191	388
报表单店收入(单季)(万元/店)	101.60	74.27	58.47	105.88	70.44	51.57
YOY				4.21%	-5.15%	-11.80%
爱居兔(亿元)	1.97	1.36	1.70	3.39	2.67	1.76
YOY				71.78%	96.87%	3.28%
门店数量	701	827	921	1100	1158	1249
较年初净增加	71	197	291	50	108	199
报表单店收入(单季)(万元/店)	28.10	16.40	18.48	30.84	23.06	14.07
YOY				9.73%	40.60%	-23.84%
圣凯诺(亿元)	3.98	5.54	3.45	4.43	3.86	3.29
YOY				11.20%	-30.26%	-4.52%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

太平鸟：Q3 线下表现优于线上，存货规模得到良好控制

- 品牌业务 Q3 收入同增 14.1% 至 16.9 亿元，多数品牌收入增长表现优于 Q2，其中：
 - 太平鸟男装：Q3 收入增长 17.4%，仍是增长最快的品牌，但受库存处理影响毛利率同比下行 5.7pp 至 54.4%；
 - 太平鸟女装：受益库存处理 Q3 收入增长 15.4%，但同样由于剪标影响毛利率降 4.3pp 至 54.3%；
 - 乐町女装：调整后逐渐复苏，Q3 表现明显优于 Q2，收入同增 10.2%（增速转正）同时毛利率同增 4.9pp 至 49.7%；
 - 童装：收入增速放缓至 6.0%，毛利率降幅较此前缩窄，同降 2.2% 至 66.5%。
- 积极的存货控制带来周转稳定，但毛利率受存货剪标处理影响下滑，致单三季度利润增速放缓。受益前述积极的存货控制举措，Q3 存货较去年同期增长 12% 至 21.91 亿元，与收入增长基本持平，保持了稳定的周转效率，受益于此，Q3 单季现金流虽然尚未转正（-1658 万元），但同比和环比改善已经非常明显。
- 预计 18/19/20 年归母净利同增 40%/32%/20% 至 6.4/8.4/10.1 亿元，对应 PE14/11/9X，对应上市以来平均分红比例 66%，18 年股息率 4.7%。

表 3：太平鸟旗下各品牌收入及毛利情况（百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
PEACEBIRD 女装	560.00	507.91	602.74	596.19	534.72	695.61
YOY				6.46%	5.28%	15.41%
毛利率	57.81%	57.37%	58.49%	54.76%	54.46%	54.23%
增减				-3.05%	-2.90%	-4.26%
PEACEBIRD 男装	541.09	407.74	448.23	656.56	482.61	526.41
YOY				21.34%	18.36%	17.44%
毛利率	58.53%	60.83%	60.14%	61.32%	62.31%	54.40%

增减				2.79%	1.48%	-5.74%
乐町 LED'IN 女装	211.93	193.36	216.41	190.70	181.24	238.45
YOY				-10.02%	-6.27%	10.18%
毛利率	48.84%	47.83%	44.83%	45.47%	55.20%	49.67%
增减				-3.37%	7.36%	4.85%
Mini Peace 童装	143.32	137.93	170.57	216.46	163.65	180.87
YOY				51.03%	18.65%	6.04%
毛利率	57.11%	35.43%	68.68%	50.08%	30.89%	66.51%
增减				-7.03%	-4.54%	-2.17%
其他	45.00	32.58	50.55	58.13	41.37	45.15
YOY				29.19%	27.00%	-10.69%
毛利率	47.02%	48.00%	51.54%	45.23%	38.47%	27.71%
增减				-1.79%	-9.52%	-23.82%
合计	1,501.26	1,279.46	1,478.03	1,718.04	1,403.59	1,686.49
YOY				14.44%	9.70%	14.10%
毛利率	56.41%	56.63%	56.11%	55.32%	56.74%	52.00%
增减				-1.09%	0.12%	-4.11%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2.2. 高端服饰：Q3 零售承压，龙头旗下品牌表现有所分化

比音勒芬：高端运动休闲龙头持续超预期，Q3 增长再提速

- 18Q1/Q2/Q3 收入增长分别达到 30.31%/44.86%/45.70%，在三季度社零数据显著放缓下展现出强劲增长；
- 8 月推出新品牌威尼斯，大力发展度假旅游系列（定价比主品牌低 50%）持续拓展客户群占据蓝海，19 年起将正式铺开，预计 19 年公司开店速度较 18 年进一步提速；
- 经营现金流和周转改善明显，报表质量提升。18Q3 存货同比增长 35%至 4.93 亿元，较 Q1/Q2 72%/93%的增速明显放缓，主要与此前秋冬备货顺利释放至渠道有关；受益销售回款顺畅，Q3 经营性现金流同比及环比改善明显，达到 4525 万元。
- 预计公司 18/19/20 年利润同增 44%/41%/29%至 2.6/3.7/4.7 亿元，对应 PE22/16/13X

表 4：比音勒芬单季数据拆分（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	284.25	210.70	263.24	296.24	370.41	305.21	383.54
YOY	20.26%	22.09%	33.64%	25.48%	30.31%	44.86%	45.70%
毛利率	62.86%	63.35%	68.63%	66.44%	63.81%	63.77%	62.29%
净利润	60.01	23.95	53.33	42.94	84.94	37.50	83.57
YOY	20.38%	24.03%	47.93%	56.83%	41.54%	56.58%	56.70%
资产负债表相关							
应收账款	71.21	40.92	65.07	53.71	90.68	58.39	76.41

YOY			97.24%	11.62%	27.34%	42.69%	17.43%
存货	255.55	230.17	363.74	348.85	438.94	445.28	492.62
YOY			52.19%	41.10%	71.76%	93.46%	35.43%
现金流量表相关							
经营性现金流	127.10	-12.38	-20.42	32.20	35.42	5.54	45.25
YOY	15.06%	-	-	116.40%	-72.13%	-	-

数据来源：Wind，东吴证券研究所

歌力思：压力环境下展现各品牌仍稳定增长

- 零售承压背景下 Ed Hardy、Laurel、歌力思品牌仍展现稳健。
- 1) 歌力思主品牌：门店优化持续，Q3 在零售环境承压背景下单季度收入仍实现正增长 (+2.2%)；
 - 2) Ed Hardy：单季度来看仍是表现最好的品牌，Q3 收入增长 12% 至 1.33 亿元；
 - 3) Laurel：增长基本与 Q2 持平，表现比较稳健，Q3 单季度收入增长 8%。
- Q3 毛利率同比提升 3.5pp（主要来自加盟毛利率上升）带来毛利润同比增 14.5%，费用控制良好，加之投资净损失的缩窄以及其他受益的增长，归母净利增长 33%。
 - 预计 18/19/20 年归母净利同增 24%/19%/17% 至 3.74/4.45/5.21 亿元，PE 15/12/10X。

表 5：歌力思主业务业务收入中各品牌季度经营情况拆分（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17Q3	18Q1	18Q2	18Q3
主品牌 ELLASSAY	202.37	185.95	259.12	238.00	208.06	264.84
yoy				17.60%	11.89%	2.20%
成本	53.24	49.36	75.54	69.24	58.67	76.20
毛利率	73.69%	73.46%	70.85%	70.91%	71.80%	71.23%
期末门店数-直营	160	155	157	161	159	157
期末门店数-分销	170	168	170	157	153	152
门店数	330	323	327	318	312	309
LAUREL	18.60	22.61	22.35	27.75	24.50	24.20
yoy				49.23%	8.37%	8.29%
成本	3.77	4.67	3.26	4.91	4.02	4.79
毛利率	79.73%	79.33%	85.42%	82.30%	83.59%	80.20%
期末门店数-直营	16	18	23	24	27	26
期末门店数-分销	3	5	6	6	8	9
门店数	19	23	29	30	35	35
Ed Hardy 及 Ed Hardy X	93.71	101.57	119.05	116.66	130.20	132.92
yoy				24.49%	28.19%	11.65%
成本	26.64	25.57	37.60	32.14	35.55	44.30
毛利率	71.58%	74.83%	68.42%	72.45%	72.70%	66.68%
期末门店数-直营	24	25	24	22	22	25
期末门店数-分销	95	100	113	129	143	142

门店数	119	125	137	151	165	167
IRO		97.12	169.72	145.73	97.82	168.85
yoy					0.73%	-0.52%
成本		33.58	37.60	60.96	29.80	39.38
毛利率		65.42%	77.85%	58.17%	69.54%	76.68%
期末门店数-直营		21	29	36	36	47
门店数(全直营)		21	29	36	36	47
VIVIENNE TAM				0.79	1.88	3.46
成本				0.36	0.51	1.40
毛利率				54.11%	72.66%	59.46%
期末门店数-直营				1	3	7
期末门店数-分销						1
门店数				1	3	8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

安正时尚：主品牌零售及商品管理政策调整为持续发展蓄力

- 玖姿、尹默、安正总体稳健，斐娜晨零售承压，摩萨克及安娜寇仍在调整。其中玖姿从Q3起对终端零售进行区域化改革（一个区域团队负责公司的几个或全部品牌销售以提升多品牌运作效率），对季度收入增长有所影响
- Q3 线上收入高增 63% 同时毛利率明显提升，成为 Q3 主要增长动力。
- 毛利率及费用相较去年同期保持平稳，Q3 收入增长与利润增长匹配，净利润与收入同步增长 12.1% 至 8428 万元。
- 收购礼尚信息股权则为公司在包括儿童、母婴领域的拓展以及电商运营效率提升打下基础，根据 Wind 一致预期 18/19/20 年归母净利润达到 3.6/4.7/5.7 亿元，对应 PE12/9/7X。

表 6：安正时尚品牌矩阵（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
玖姿（主导品牌，中高端大淑装）						
收入	182.85	206.11	276.70	246.36	248.06	310.45
YOY				34.73%	20.35%	12.20%
收入占比	59.31%	65.16%	74.96%	63.18%	68.75%	75.82%
毛利率	68.85%	67.23%	66.71%	66.90%	67.24%	65.15%
渠道总数				690	696	697
尹默（高端中淑装）						
收入	56.38	47.50	42.01	61.58	53.47	50.22
YOY				9.22%	12.57%	19.53%
收入占比	18.29%	15.02%	11.38%	15.79%	14.82%	12.27%
毛利率	78.06%	76.14%	77.46%	76.74%	78.07%	78.81%
渠道总数				93	100	99
安正（高端商务时尚男装）						

收入	23.21	17.39	10.26	26.18	17.87	11.31
YOY				12.81%	2.75%	10.23%
收入占比	7.53%	5.50%	2.78%	6.71%	4.95%	2.76%
毛利率	71.05%	67.52%	70.53%	77.88%	71.42%	75.11%
渠道总数				38	41	46
斐娜晨（中淑装）						
收入	20.99	19.20	22.54	37.78	25.45	24.87
YOY				80.01%	32.55%	10.33%
收入占比	6.81%	6.07%	6.11%	9.69%	7.05%	6.07%
毛利率	81.78%	80.71%	75.57%	76.39%	72.84%	71.24%
渠道总数				88	97	99
摩萨克（中淑装）						
收入	11.91	8.22	7.07	7.36	6.31	5.34
YOY				-38.18%	-23.27%	-24.40%
收入占比	3.86%	2.60%	1.91%	1.89%	1.75%	1.30%
毛利率	72.59%	63.41%	65.95%	55.15%	41.95%	51.02%
渠道总数（全直营）				15	18	22
安娜寇（2017年推出，线上女装品牌）						
收入	11.52	16.94	9.87	7.38	8.13	5.52
YOY				-35.99%	-52.00%	-44.06%
收入占比	3.74%	5.35%	2.67%	1.89%	2.25%	1.35%
毛利率	46.83%	49.69%	25.97%	26.22%	25.29%	34.56%
合计						
主营业务收入	308.32	316.32	369.13	389.96	360.79	409.43
YOY				26.48%	14.06%	10.92%
毛利率	70.58%	68.19%	67.38%	68.83%	67.89%	66.31%
门店数量合计	859	872	905	924	952	957

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.2.3. 家纺：三季度线上零售压力凸显，线下成为主要增长动力

富安娜：加盟表现良好，提价及线下占比提升带动毛利率提升

- 家纺主业方面，线下高个位数增长，其中直营由于柜台及销售策略调整单位数增长，加盟表现优于直营，实现双位数增长；线上7、8月相对平淡但9月有所恢复，Q3总体低单位数增长。
- 家居方面，稳扎稳打发展。门店数量维持的中报12家规模，收入同比增长30%。
- Q3受益提价及销售结构变化(毛利率较低的线上渠道占比较去年较低)，毛利率升1.97pp至50.38%，加之费用管控及所得税率下降，Q3净利增29.13%至1.06亿元。
- 现金流方面Q3经营性现金流由去年同期的1475万降至-3.38亿元，主要与备货增加（存货较中报增加1.8亿、预付账款较中报增加0.76亿）以及其他与经营相关费用支出增加有关。

- 预计公司 18/19/20 年归母净利润分别为 5.8/6.7/7.7 亿元，同比增长 17%/16%/15%，对应 PE12/10/9 倍。

罗莱生活：线上受运营策略调整影响增长放缓，线下增长稳健

- 家纺主业方面，Q3 线上受罗莱及 LOVO 完全分品牌运营影响未有明显增长，线下零售认购双位数增长，但发货节奏影响下报表端呈现单位数增长；家居方面，莱克星顿 Q3 收入增长 10%。
- Q3 收入同增 4.5%，毛利率同比下降 3pp（与莱克星顿占比提升有关），同时 Q3 管理费用同增 61% 至 1.22 亿元（与确认节奏有关），但受益投资收益较去年同期增加 6600+ 万元，归母净利仍增长 6.6% 至 1.6 亿元。
- 存货增长 22% 至 14.1 亿元，应收账款增长 30% 至 5.8 亿元，周转较去年同期略有减缓
- 根据 Wind 一致预期，18/19/20 年归母净利同增 25%/18%/16% 至 5.4/6.3/7.3 亿元，对应 PE13/11/9X

水星家纺：线下成主要增长动力，现金流改善

- 线下表现优秀，Q1-Q3 收入增长 20%+，线下受到平台流量政策变化影响 Q1-Q3 线上低单位数增长
- Q3 收入同增 8.7%，毛利率同降 3.6pp 至 33.2%（与线上占比下降、原材料价格上涨有关），但由于控费良好以及投资净收益的增加，归母净利与收入同比增长，同增 5.6%
- 存货与去年同期持平（8.3 亿元），应收账款同增 21% 至 1.6 亿元，周转整体健康，经营性现金流亦成功转正（Q3 单季 3820 万元）
- 根据 Wind 一致预期，18/19/20 年归母净利同增 18%/19%/15% 至 3.0/3.6/4.2 亿元，对应 PE12/10/8X

1.3. 投资策略：17Q4 及 18Q1 高基数带来压力，龙头投资机会验证留待 18 年底/19 年初

现状来看，18Q2、Q3 社零数据走弱，加之 17 年国庆及 18 年春节节庆时点影响导致 17Q4/18Q1 基数较高，市场对零售预期整体偏悲观，目前行业龙头估值亦基本回调至历史底部。投资机会方面，龙头投资机会验证留待 18 年底/19 年初，由于 17Q4 及 18Q1 多数品牌服饰基数较高，18Q4 及 19Q1 业绩真空期逐月零售数据跟踪情况将成为市场对 Q4 及 19 全年预期的重要参考。观点上对行业大势判断偏谨慎，提示关注低估值高分红个股。个股方面建议关注大众龙头森马服饰（18 年 15X，股息率 4.0%）、海澜之家（18 年 10.5X，股息率 5.9%）、太平鸟（18 年 14X，股息率 4.7%）；中高端比音勒芬（18 年 22X，股息率 1.3%）、歌力思（18 年 15X，股息率 1.8%）；体育龙头安踏体育（18 年 21X，股息率 3.0%）；家纺龙头富安娜（18 年 12X，股息率 2.5%）、罗莱生活（18 年 13X，股息率 3.4%）；男装龙头中国利郎（18 年 9.5X，股息率 7.6%）。

表 7：品牌服饰标的估值表

上市公司	市值 (亿元)	17 归 母 净利润 (亿元)	18 归母 净利润 (亿元)	YOY	18PE	19 归母 净利润 (亿元)	YOY	19PE	3 年平均 分红比例	18 年 股息率	
休闲装											
002563.SZ	森马服饰	244	11.4	16.1	41.3%	15.1	18.8	16.7%	13.0	61%	4.0%
3998.HK	波司登	111	6.2	8.1	32.1%	13.6	10.8	33.1%	10.2	47%	3.5%
600398.SH	海澜之家	368	33.3	34.9	4.9%	10.5	36.5	4.5%	10.1	62%	5.9%
603877.SH	太平鸟	90	4.6	6.4	39.9%	14.1	8.4	32.0%	10.7	66%	4.7%
体育											
2020.HK	安踏体育	838	30.9	39.2	27.1%	21.4	49.1	25.1%	17.1	65%	3.0%
2331.HK	李宁	154	5.2	7.1	37.2%	21.7	9.4	32.5%	16.4	0%	0.0%
1368.HK	特步国际	86	4.1	6.2	52.6%	13.9	7.2	15.8%	12.0	82%	5.9%
高端											
603808.SH	歌力思	55	3.0	3.7	23.8%	14.7	4.5	18.9%	12.4	27%	1.8%
603839.SH	安正时尚	43	2.7	3.6	31.9%	12.1	4.7	29.6%	9.3	34%	2.8%
002832.SZ	比音勒芬	58	1.8	2.6	44.5%	22.3	3.7	40.7%	15.9	29%	1.3%
3306.HK	江南布衣	64	4.1	4.9	18.9%	13.1	5.7	17.7%	11.1	61%	4.6%
603587.SH	地素时尚	84	4.8	5.8	21.5%	14.4	6.5	12.1%	12.8	84%	5.8%
家纺											
002327.SZ	富安娜	67	4.9	5.8	17.2%	11.5	6.7	15.8%	10.0	29%	2.5%
002293.SZ	罗莱生活	69	4.3	5.4	25.1%	12.9	6.3	17.9%	11.0	45%	3.4%
603365.SH	水星家纺	36	2.6	3.0	18.1%	11.8	3.6	18.5%	9.9	23%	1.9%
男装											
1234.HK	中国利郎	75	6.1	8.0	30.3%	9.5	9.3	16.7%	8.1	72%	7.6%
601566.SH	九牧王	70	4.9	5.6	14.1%	12.4	6.4	13.6%	10.9	109%	8.8%
002029.SZ	七匹狼	48	3.2	3.5	10.7%	13.8	4.2	19.9%	11.5	25%	1.8%

数据来源：Wind、东吴证券研究所，其中罗莱生活、安正时尚、水星家纺、安踏体育、李宁、特步国际来自 Wind 一致预期

注：波司登 18 归母净利指 18/4/1-19/3/31 业绩，江南布衣 18 归母净利指 2018/7/1-2019/6/30 业绩，地素时尚为新上市，股息率以 18 年中分红除以 17 年利润计算

2. 新模式企业：核心标的 Q3 延续高增，不乏惊喜

开润股份：2B、2C 双双超预期高增长，拟收购印尼包袋工厂海外布局加码

- 2B 超预期，收入增速由 18H1 的 29.9% 提升至 18Q3 的 58.2%，与老客户订单增长，以及开启包括名创优品、网易严选、海澜优选在内的诸多知名新兴客户后带来的订单增量有关；
- 2C 收入继续高增，18Q3 增长 107%，扩品类、扩品牌、扩渠道策略行之有效；

- 拟 2280 万美元（合 1.58 亿人民币）收购印尼包袋工厂，希望借此拓展强势箱包品类至运动箱包（此前 2B 以 IT 箱包为主）且跻身一流运动品牌供应商队伍，并拓展东南亚产能布局（享受关税及人力成本红利）。
- 预计公司 18/19/20 年归母净利润有望达到 1.89/2.58/3.52 亿，同比增长 42%/37%/36%，对应 PE41/30/24 倍。

表 8：开润股份业务拆分（单位：亿元）

	17Q3	18Q3	YOY	17Q1-Q3	18Q1-Q3	YOY
主营业务收入	2.95	5.35	81.77%	7.94	13.40	68.83%
B2B	1.52	2.40	58.15%	4.59	6.34	37.96%
B2C	1.42	2.95	107%	3.35	7.06	111.19%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

南极电商：GMV 加速增长凸显马太效应，业绩增长符合预期

- GMV 加速成长：单 Q3 公司 GMV 同增 64%，其中阿里、京东增速较 Q2 均有较明显提升；分品牌，单 Q3 南极人/卡帝乐增速分别为 55% 和 117%，增速稳健。
- 平台扩张下货币化率同比下滑 1.2pct 至 5.1%，主要由于新平台和新品类的扩展。
- 品牌投放影响净利润增速：由于 Q3 广告费用增长 3000 万+导致原有业务净利润增速下降至 26%。
- 预计 18-20 年公司净利润 8.4/11.5/15.1 亿，同比增长为 58%、37%、31%；对应估值分别为 23/17/14X。

表 9：南极电商各渠道 GMV 分季度拆分（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
南极电商总 GMV	1,898	2,303	2,286	5,916	3,369	3,421	3,750
YOY	73%	127%	77%	55%	78%	49%	64%
阿里平台	1,290	1,580	1,643	4,381	2,410	2,322	2,646
YOY	57%	103%	61%	64%	87%	47%	61%
占比	68%	69%	72%	74%	72%	68%	71%
拼多多	43	91	165	398	265	324	340
YOY					516%	256%	106%
占比	2%	4%	7%	7%	8%	9%	9%
唯品会	17	73	39	106	72	91	87
YOY					516%	256%	125%
占比	1%	3%	2%	2%	2%	3%	2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 10：南极电商主要品牌 GMV 分季度拆分（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
南极人品牌	1,697	2,008	1,999	5,200	2,884	2,807	3,108
YOY	51%	95%	69%	49%	70%	40%	55%

占比	89%	87%	87%	88%	86%	82%	83%
卡帝乐	175	248	248	599	404	522	539
YOY			134%	119%	124%	115%	117%
占比	9%	11%	11%	10%	12%	15%	15%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 11：南极电商原有主业收入、货币化率及净利润分季度情况（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
现代服务收入 (单季度现代服务业收入为预计值)	64	162	145	345	99	230	192
YOY	65%	56%	4%	168%	53%	41%	33%
货币化率	3.40%	7.00%	6.30%	5.80%	3.00%	6.70%	5.10%
净利润	26	114	103	264	60	177	130
YOY	58%	66%	74%	69%	132%	55%	26%
净利率	40%	71%	71%	77%	60%	77%	68%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

跨境通：出口业务稳健增长，现金流状况大幅改善

- 环球易购出口业务 Q3 收入加速增长，同增 41% 至 32.6 亿，Q3 净利润同增 24% 至 1.95 亿，净利率 5.7%。
- 前海帕拓逊同增 38% 至 8.7 亿，Q3 净利润同增 16% 至 0.59 亿，净利率 6.9%。
- 优壹电商 Q3 贡献收入接近 15 亿，贡献净利润 6800 万，净利率 4.5%。
- 18Q3 公司经营性现金流大幅转正至 3.13 亿，在 Q3 进入备货旺季存货环比仍基本持平，精细化运营效果初现。
- 预计公司 18-20 年归母净利润分别为 12.4 亿/16.9 亿/22.8 亿，同比增长 65%/37%/35%，若剔除优壹同比增长为 32%/37%/36%，估值 14 倍/11 倍/8 倍。

表 12：跨境通季度经营数据拆分（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
出口业务总计	2,410	2,500	2,950	4,540	3,700	3,370	4,128
YOY	40%	69%	53%	65%	57%	32%	40%
环球易购出口业务	1,990	2,040	2,320	3,719	2,949	2,660	3,261
同比	35%	61%	51%	64%	48%	30%	41%
前海帕拓逊	420	460	630	821	751	710	867
YOY	110%	119%	66%	64%	79%	54%	38%
进口业务总计	184	242	140	100	888	1,963	1,635
环球易购	184	242	140	100	95	119	137
YOY					-48%	-51%	-2%
优壹					793	1,844	1,498
YOY							

销售费用	1,012	1,050	1,191	2,138	1,563	1,430	1,639
YOY					54%	36%	38%
占收入	38%	36%	38%	41%	34%	27%	28%
管理费用	49	95	82	79	75	118	136
占收入	2%	3%	3%	1%	2%	2%	2%
资产减值损失	(0)	21	15	87	3	33	(2)
归属于母公司所有者的净利润	159	156	180	256	263	244	321
YOY	82%	120%	58%	111%	65%	57%	78%
归母净利率	6.0%	5.3%	5.7%	4.8%	5.7%	4.6%	5.4%
环球易购净利润	120	159	157	277	174	182	195
YOY					44%	15%	24%
环球易购净利率	4.9%	7.4%	6.2%	6.5%	5.7%	6.5%	5.7%
帕拓逊净利润	44	37	51	60	64	62	59
YOY					45%	70%	16%
帕拓逊净利率	10.5%	8.0%	8.7%	6.3%	8.5%	8.8%	6.9%
优壹净利润					50	93	68
优壹净利率					6.2%	5.0%	4.5%
存货	2,549	2,476	3,041	3,880	4,375	4,513	4,664
环球易购						3,198	
帕拓逊						476	
优壹电商						752	
应付	284	269	273	912	918	786	1,222
经营性现金流	(568)	516	(475)	235	(250)	86	313
环球易购					(124)	141	180
帕拓逊					(6)	11	28
优壹电商					(106)	(35)	91

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

投资策略：总体来看，新模式企业作为各自领域龙头马太效应明显，虽然 Q3 零售环境难说景气，但新模式企业的业绩增速仍维持甚至超越前期水平，周转和现金流表现亦稳健，在三季度消费股中表现突出，成长性相对估值仍有吸引力，建议关注开润股份、南极电商、跨境通。

表 13：新模式企业估值情况

上市公司	市值 (亿元)	17 归母 (亿元)	18 归母 净利润 (亿元)	YOY	18PE	19 归母 净利润 (亿元)	YOY	19PE	3 年平均 分红比例	18 年 股息 率
新模式										
300577.SZ 开润股份	77	1.3	1.9	41.7%	40.6	2.6	36.7%	29.7	33%	0.8%
002127.SZ 南极电商	190	5.3	8.4	57.5%	22.6	11.5	36.5%	16.6	12%	0.5%
002640.SZ 跨境通	178	7.5	12.4	64.9%	14.4	16.9	36.5%	10.5	16%	1.1%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 优质制造：贸易摩擦影响体现，继续关注生产高效、海外前瞻性布局充分的细分龙头

3.1. Q3 整体环境：汇率利好&中美贸易摩擦+国内终端消费疲软利空并存

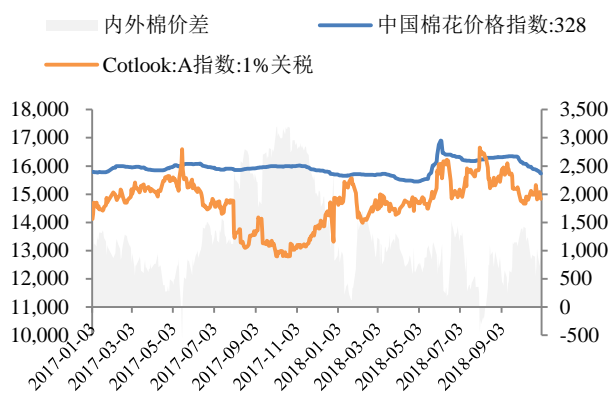
特朗普政府 9/24 宣布对中国进口约 2000 亿商品加征关税，目前来看，该关税名单在纺织服装方面仅包括棉花、纱线、面料，未包括成衣，但担心未来进一步扩大征税范围，下游服装品牌商下单仍趋于谨慎，一定程度影响上游企业国内产能承接长期订单，叠加国内 Q4 及 19 年消费前景暂不明朗，带来需求端压力。由此，虽然为了应对贸易摩擦，人民币从 6 月以来的显著贬值对生产制造企业接单以及盈利形成一定利好，但对订单的预期悲观+上游棉花在新疆丰产+滑准税配额发放下亦未形成短期催化，纺织制造在 18Q3 整体市值及估值回调明显。

图 3：人民币 18Q2 以来贬值明显



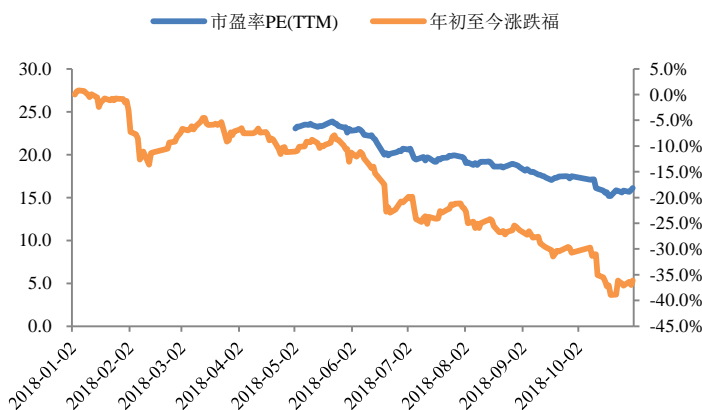
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：内外棉价格变动（单位：元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：纺织制造板块持续估值下移



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 重点个股三季报情况：收入端订单受终端需求+贸易摩擦影响，但汇率同

比改善仍对业绩带来利好

鲁泰 A：汇率条件改善助力收入增长及毛利率提升，业绩超预期

- Q3 收入增长 6.5%，较 Q2 增速有明显恢复，一方面来自产能释放（新增产能主要为越南二期新上 7.6 万锭纺纱生产线和年产 4000 万米色织面料扩产项目，其中 4000 万米面料预计 19H1 达产），更多来自汇率环境同比改善带来的利好。
- 受益汇率条件改善，Q3 毛利率同比升 2.6pp 至 31.04%，回到往年正常水准，带动毛利润高增 16.8%，净利润增长 19%。
- 作为其高分红（过去三年股利支付率超过 50%）低估值的制造龙头具有吸引力，预计 18/19/20 年归母净利同增 2.7%/13.3%/7.0% 至 8.6/9.8/10.5 亿元，对应 PE 10/8/7X，对应对应过去三年平均分红比例 18 年股息率 5.8%。

百隆东方：越南产能释放叠加汇率条件改善，带来 Q3 业绩同比大增

- Q3 收入同增 7.5%，主要受益于 17 年 120 万锭产能基础上 18 年 6 月/8 月分别释放 10 万锭越南产能带来销量增长，未来越南 B 区仍有 30 万锭预计 20 年释放完毕，C、D 区仍有后续产能规划。
- Q3 毛利率同比提升 1.29pp，主要受益汇率；期间费用率同比下降 4.49pp（与财务费用中汇兑产生净收益有关，去年同同期人民币升值带来净亏损），带动 Q3 净利润同增 77%。
- 预计公司 18/19/20 年归母净利同增 25%/15%/13% 至 6.08/7.00/7.92 亿，对应估值 13/11/10X，对应对应过去三年平均分红比例 18 年股息率 4.1%。

华孚时尚：贸易摩擦带来短期订单波动，龙头优势明显

- 贸易摩擦环境下的下游品牌下单谨慎，Q3 纱线业务销量增速 11%-12%，其中销量增 14%-15%，价格由于新疆试产坯纱及产品价格让利有小幅下行。
- 棉花价格上涨乏力，公司控制网链业务销售速度，估计 Q3 单季度网链业务增速在高双位数水平，全年来看仍有望冲击 80 亿规模。
- Q3 毛利率小幅下行，但投资收益及补贴同比上升带动 归母净利同增 8% 至 1.79 亿元。
- 19 年纱线业务 188 万锭产能基础上仍有 20 万锭等待择机释放，网链方面继续按照 20 年 100 万吨交易量/下控 100 万个轧花厂方向努力，预计归母净利同增 17%/24%/17% 至 7.9/9.8/11.5 亿元，对应 PE10/8/6X，对应对应过去三年平均分红比例 18 年股息率 4.2%。

航民股份：受益供给侧改革印染龙头 Q3 订单走旺，原材料价格稳定+内部技改提效带毛利率提升

- 作为龙头接单良好带动 Q3 收入在去年同期相对高基数基础上仍然增长 10.7% 至 10.1 亿元；
- 毛利率方面，原材料（尤其煤价）价格相对稳定，加之内部技改带来的效率提升，带动 Q3 毛利率同比提升 1.35pp 至 29.2%。
- 管理费用上升（并购航民百泰中介费用）以及去年同期一次性营业外收入带来高基数，净利润增速增长 7% 至 1.66 亿元。
- 预计 18/19/20 年归母净利同增 11.3%/7.5%/7.4% 至 6.4/6.9/7.4 亿元，对应 PE9/8/7X，维持“买入”评级。

3.3. 投资策略：短期缺乏催化，建议关注低估值高分红品种，以及关注海外布产较早、管理高效的上游龙头

前期对终端需求及出口的悲观预期基本已经在本轮下跌中反映，各龙头标的估值下探至历史低位，但由于短期难见催化（棉价未见短期上涨动力，终端消费未见明显转暖态势，中美贸易摩擦或有转机留待观察），短期建议从股息率角度筛选低估值高分红标的，可关注鲁泰 A（18 年 10X，股息率 5.8%）；长期来看，继续建议关注越南布产较早、管理已趋成熟的龙头企业，建议关注申洲国际（18 年 27X，股息率 2.4%）、天虹纺织（18 年 6X，股息率 5.3%）、百隆东方（18 年 13X，股息率 4.1%）、华孚时尚（18 年 10X，股息率 4.2%）。

表 14：纺织制造行业重点标的估值表

上市公司	市值 (亿元)	17 归母 (亿元)	2018 归母 净利润 (亿元)	YOY	18PE	2019 归母 净利润 (亿元)	YOY	19PE	3 年平均 分红比 例	18 年 股息 率	
纱线											
2678.HK	天虹纺织	79	11.5	13.1	13.3%	6.0	16.2	23.9%	4.9	32%	5.3%
002042.SZ	华孚时尚	77	6.8	7.9	16.8%	9.7	9.8	24.3%	7.8	41%	4.2%
601339.SH	百隆东方	77	4.9	6.1	24.7%	12.6	7.0	15.0%	10.9	52%	4.1%
面料											
000726.SZ	鲁泰 A	82	8.4	8.6	2.7%	9.6	9.8	13.3%	8.4	56%	5.8%
2111.HK	超盈国际	17	2.5	3.3	28.9%	5.2	3.9	18.7%	4.4	38%	7.3%
成衣											
2313.HK	申洲国际	1,255	37.6	46.1	22.5%	27.2	54.7	18.7%	22.9	64%	2.4%
2232.HK	晶苑国际	105	9.7	12.3	26.4%	8.5	15.1	22.9%	6.9	13%	1.6%
2199.HK	维珍妮	46	1.9	3.0	56.3%	15.1	5.1	68.3%	9.0	23%	1.5%
603558.SH	健盛集团	35	1.3	2.1	59.8%	16.8	2.5	20.1%	14.0	41%	2.4%

1982.HK	南旋控股	15	2.6	3.6	37.6%	4.1	4.2	7.0%	3.5	27%	6.5%
印染辅料											
600987.SH	航民股份	54	5.7	6.4	11.3%	8.5	6.9	7.5%	7.9	26%	3.1%
002003.SZ	伟星股份	58	3.6	3.9	7.0%	14.8	4.4	12.6%	13.1	74%	5.0%

数据来源：Wind、东吴证券研究所，其中超盈国际、晶苑国际、南旋控股、伟星股份来自 Wind 一致预期

4. 风险提示

- 全球经济波动带来出口需求下滑：若出现全球性经济萧条，将对我国纺织服装、尤其制造业出口需求造成负面影响。
- 国内宏观经济波动导致内需下滑：若宏观经济下滑带来居民可支配收入下降、消费热情下降、零售环境遇冷，将对品牌服饰企业零售表现带来负面影响。
- 大宗商品价格波动带来的原材料成本波动：参考 2011 年受量化宽松影响下全球大宗商品经历了整体大涨后大跌的周期，棉价波动剧烈，带动当年棉纺企业、尤其上游纱线企业业绩波动剧烈。若未来出现全球性经济危机带来货币波动、影响大宗商品价格、致棉价大幅波动，将对生产制造企业成本管控带来挑战。
- 汇率意外波动：若人民币意外大幅升值，将对海外投资较多的制造业形成较大汇兑损失、以及对出口企业需求带来负面影响。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

