

纺织服装

消费承压，关注质优高端品牌服饰

行业观点。在社会消费品零售数据同比有所放缓的背景下，我们判断优质高端品牌的表现超越市场。主要基于：1) 品牌属性决定其客群品牌忠诚度高，以歌力思/比音勒芬为代表的品牌VIP贡献率高达70%+；2) 产品持续创新+快速上新+优质面料与剪裁使其生命力延续；3) 精细化终端管理+精准会员维护是其终端销售的有力保障；4) 陆续拓宽品牌矩阵为后续收入增长持续贡献力量。同时，我们判断运动鞋服景气度有望延续，以安踏为代表的优质体育龙头能够获取良好的经营表现。

最新跟踪。歌力思：公司主品牌9、10月份同店中单位数增长，11月终端销售有所回升；多品牌发展如期推进，百货电商增速亮眼。**比音勒芬：**公司运营稳健，业绩增速行业领先(Q1收入30%，净利42%；Q2收入45%，净利56%；Q3收入45.7%，业绩56.72%)。根据三季报指引预计2018年业绩同增40%~50%。

时尚前沿。1) 法国老佛爷集团决定关闭两年前为了强化线上业务收购的法国二手奢侈品电商InstantLuxe。2) 意大利奢侈品集团Moncler与高级宠物服装品牌Poldo Dog Couture再度合作。宠物市场近年热度高涨，引来不少奢侈品品牌的关注。3) 英国高街时尚品牌TOPSHOP母公司、英国时尚零售集团Arcadia计划在本土关闭三分之一门店，以应对互联网购物的冲击。

投资建议。我们认为优质企业已实现在产品端、品牌运营策略及渠道布局上竞争力的质变。虽然社会零售数据显示各细分品类增速放缓加剧市场对消费行情的担忧但根据我们终端跟踪发现，Q3优质高端品牌公司同店表现优于行业平均水平。从估值水平上看，品牌服饰板块估值水平已由Q1末的24倍调整至当前16倍，我们认为当前估值吸引力较此前有所增加，维持推荐歌力思、比音勒芬，长期看好海澜之家、上海家化。

风险提示：宏观经济增速放缓风险；终端消费低迷风险；棉价异动致风险。

重点标的

| 股票代码 | 股票名称 | 投资评级 | EPS (元) | | | | PE | | | |
|--------|------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 603808 | 歌力思 | 买入 | 0.90 | 1.12 | 1.41 | 1.75 | 18.15 | 14.55 | 11.53 | 9.30 |
| 002832 | 比音勒芬 | 买入 | 0.99 | 1.44 | 1.99 | 2.71 | 31.85 | 21.91 | 15.90 | 11.67 |
| 600398 | 海澜之家 | 买入 | 0.74 | 0.79 | 0.84 | 0.91 | 10.65 | 10.05 | 9.39 | 8.72 |
| 600315 | 上海家化 | 增持 | 0.58 | 0.76 | 0.99 | 1.29 | 46.48 | 35.59 | 27.32 | 20.90 |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持 (维持)

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

联系人 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《纺织服装：10月社会服装零售增长趋缓》
2018-11-18
- 《纺织服装：从双十一说说服装线上销售》2018-11-13
- 《纺织服装：品牌服饰 2018年三季报总结》
2018-11-05



内容目录

| | |
|--------------|---|
| 一周观点: | 3 |
| 核心公司跟踪..... | 4 |
| 服饰板块..... | 4 |
| 化妆品/珠宝 | 5 |
| 板块表现..... | 5 |
| 时尚前沿 | 6 |
| 服饰鞋包..... | 6 |
| 化妆品/珠宝 | 7 |
| 风险提示 | 7 |
| 附表..... | 8 |

图表目录

| | |
|----------------------------------------------------------------------------|---|
| 图表 1: 比音勒芬服饰图例..... | 3 |
| 图表 2: 上周板块表现 (%): 品牌服饰 (-6.45%) 和加工制造 (-5.62%), 跑输沪深 300 指数 (-3.51%) | 6 |
| 图表 3: 上周个股表现 (%): 梦洁股份涨幅居前; 安奈儿、金发拉比、七匹狼等跌幅居前..... | 6 |
| 图表 4: 时尚消费公司估值表..... | 8 |
| 图表 5: 国棉现货(同降 6%至 14973 元/吨)..... | 8 |
| 图表 6: 长绒棉 237 (同增 10%至 25300 元/吨) | 8 |
| 图表 7: 内外棉差价波动 (截止至 2018 年 11 月 23 日, 内棉价格高于人民币计价的外棉价格 535 元/吨) | 8 |
| 图表 8: 涤纶短纤(同降 2%至 8950 元/吨)..... | 9 |
| 图表 9: 黏胶短纤 (同降 5%至 13800 元/吨) | 9 |

一周观点:

从品牌服饰板块运营来看,运动鞋服高景气度,优质高端品牌服饰终端稳定,线上增速趋缓,当仍是重要的增长引擎。

- **品牌服饰优质高端品牌表现稳定,超越市场。**根据我们判断,以歌力思、比音勒芬为代表的优质高端品牌 2018Q3 终端销售维持稳定增长,预计终端销售 Q4 延续前三季度态势增长。

在整体消费趋缓的背景下,优质高端品牌谨慎扩张,同店增长仍为主要驱动力。1) 从品牌属性来看,中高端品牌服饰主要面向中高端收入、追求个性/品味/自我认知的客群,因而品牌忠诚度高。以歌力思与比音勒芬为例,会员客户贡献率高达 70%+。2) 从产品端来看,产品创新+快速上新+优质面料与做工使其不断吸引顾客,表现优于市场整体表现。3) 从终端管理来看,精细化 VIP 管理叠加高素质店员是销售的有力保障。歌力思拥有成熟的数字化管理系统,实现“千人千面”的会员管理;比音勒芬手握经验丰富任职期长的店员实现对老顾客的锁定,定期对店员“过货”培训力求高效营销(所谓“过货”是指对当季货品的特点/亮点进行梳理)。4) 从策略端来看,通过陆续拓宽品牌矩阵突破单一品牌天花板,为后续收入增长持续贡献力量。

图表 1: 比音勒芬服饰图例



资料来源:比音勒芬官网,国盛证券研究所

- **运动鞋服板块保持高景气度,优质品牌流水增速稳定。**安踏体育旗下各品牌 Q3 流水增速表现优异,其中安踏品牌实现流水额中双位数增长定位中高端的运动休闲品牌 FILA 流水额同增 90%+。

龙头体育公司在产品研发、品牌营销、渠道管理上的优势是其核心竞争力。1) 体育用品立足于专业性与功能性,衍伸出时尚属性,龙头公司有持续投入研发与创新从而保证产品的核心竞争力。2) 体育大型赛事及明星运动员具有极强关注度与号召力,因

而赞助赛事、打造联名款、明星线下互动等是重要吸粉方式。3) 体育鞋服受众广，龙头公司拥有更广更深的零售渠道。在行业调整阶段，以安踏为首的龙头企业率先零售转型，精细渠道管理，以强化终端把控。

- **线上渠道增速趋缓，但仍快于线下。**2018Q1-Q3 线上衣着零售总额累计同比增速呈现增长放缓趋势，同时增速低于实物商品网上零售额同比增速。2018年1-10月线上衣着零售总额同比增速为22.5%，相较Q1的37%增速有所放缓，但整体增速仍然快于线下，传统强势龙头品牌在线上渠道仍然具备竞争优势，而产品力、供应链响应能力及电商运营管理能力成为线上表现分化的重要影响因素。

投资策略：我们认为优质企业已实现在产品端、品牌运营策略及渠道布局上竞争力的质变。Q3 优质高端品牌公司、运动鞋服领域龙头终端销售表现优于行业平均水平。从估值水平上看，品牌服饰板块估值水平已由Q1末的24倍调整至当前16倍，我们认为当前估值吸引力较此前有所增加，维持推荐歌力思、比音勒芬，长期看好上海家化、海澜之家。

核心公司跟踪

服饰板块

歌力思：稳运营兼具成长性，仍处回购窗口期

公司主品牌9、10月份同店中单位数增长，11月终端销售有所回升；多品牌发展如期推进，百秋双十一期间业绩同增123%，通过库存打通增加跨渠道销售业绩，众品牌领跑行业。

公司运营稳健，具备多品牌运营能力，集团化初见成效。1) 主品牌产品持续年轻化，分主题多波段上新快速，同店保持行业领先水平；终端把控力强，千人千面的会员管理系统精准营销，复购率高居。2) 多品牌均开始贡献利润，下半年继续开店。其中潮牌EdHardyX培育成功，IRO、Laurel等小而美品牌落地迅速，协同效应凸显。3) 近期以800万新收比利时设计师品牌JPK足以说明公司多品牌管理能力逐步得到认可，议价能力强。

公司内生外延，业绩稳固提升，多品牌开始发力，优质品牌梯队加之创新化集团管理模式，看好后续成长性。预计2018/2019/2020年净利润分别为3.77/4.76/5.9亿元，对应EPS 1.12/1.41/1.75元。目标价28元（给予PE25倍），维持买入评级。

比音勒芬：同店增速高，行业领先

公司运营稳健，业绩增速行业领先(Q1收入30%，净利42%；Q2收入45%，净利56%；Q3收入45.7%，业绩56.72%)。根据三季报指引预计2018年业绩同增40%~50%。

从内生来看，公司坚持“调位置扩面积”的策略，在单店成本相对稳定的基础上同店大幅提高，辅助精细化终端管理以及营销策略，业绩持续靓丽。从外延来看，公司将于2019年推出威尼斯新品牌，定位广受欢迎的时尚休闲/度假旅游系列，有望成为后续增长的规模力量。

我们预测2018/2019/2020年净利润至2.60/3.61/4.92亿元，对应EPS 1.44/1.99/2.71元。对应18年PE23倍，维持“买入”评级。

海澜之家：主品牌经营稳健，维持长期看好

公司前三季度营业收入/归母净利润分别为130.4/26.3亿元，同增4.5%/4.7%。单Q3看，分别为30.3/5.6亿元，同比-6.1%/-11.7%，我们估算主品牌同店略有增长(单Q3恐有下滑)，我们预期全年业绩增速为5%。

公司主品牌收入短期受消费环境影响而承压，但长期看相对平稳，爱居兔品牌 18 年有望实现盈亏平衡，后续将贡献利润。多个年轻副牌具备长期成长力，同时海外业务持续拓展有望贡献收入。预计公司 2018/19/20 年净利润至 35.3/37.8/40.7 亿元，目前股价为 7.89 元，对应 18 年 PE10 倍，维持“买入”评级。

太平鸟：Q4 销售基本延续 Q3 趋势

线上：10-11 月 GMV 略有增长，双十一天猫 GMV 为 8.18 亿，同增 1%。线下：10 月受 9 月中秋节挤出影响，国庆期间零售端表现弱于 9 月，我们预计 10 月同店为个位数下滑。

2018 年公司轻装上阵，随着 TOC 模式全面推进+新零售推进，我们预计 2018-2020 年净利润分别为 6.3/7.7/9.6 亿元，目前股价 18.41 元，对应 18 年 PE 14 倍。

化妆品/珠宝

上海家化：连续单季度营收稳定增长，新锐品牌矩阵活力强劲

公司前三季度营收同增 9.50%，业绩同增 37.98%。2018 年平安特渠主销品类结构性调整，下半年销售额较上半年逐渐恢复；唯品会渠道线上经销商于 2018 年 8 月起更换；直营电商方面，双十一天猫旗舰店渠道全品牌销售额 2 亿元+，玉泽/启初/美加净/六神分别增长 137%/118%/50%/20%，美加净明星系列时刻手霜的天猫双十一销售额同增 226%。

家化集团从 2017 年初至今已初步完成京东、猫超、天猫旗舰店、唯品会渠道的整改；品牌方面，玉泽、启初、家安等新锐品牌均实现高双位数快速增长，六神、美加净品牌重新焕活，分别实现高单位数及高双位数增长。公司将于 2018 年 12 月发布重点品牌佰草集 2019 年的主打技术及新品。

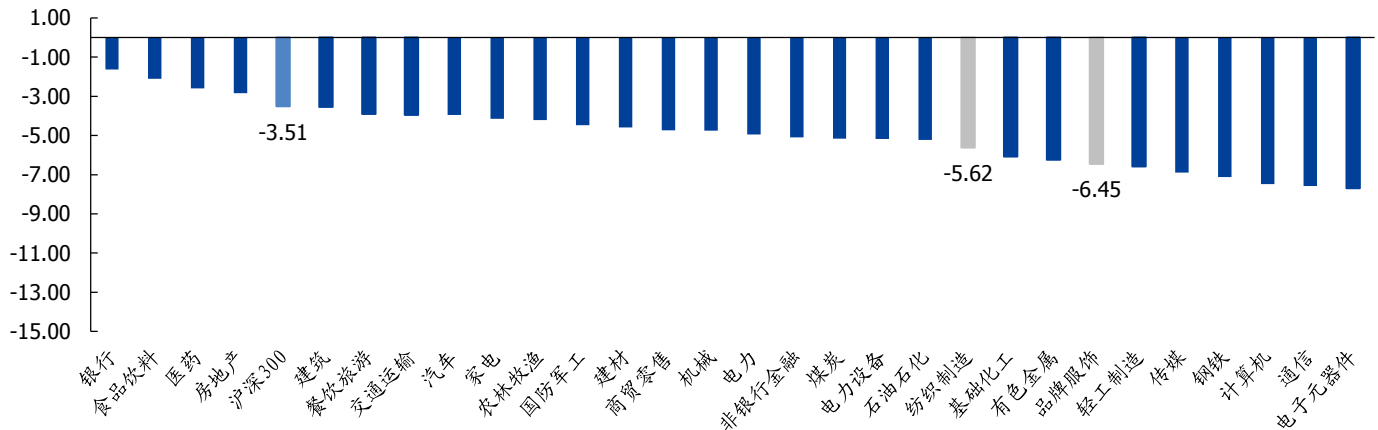
珀莱雅：强渠道品牌，电商及单品牌店为主力引擎

公司前三季度营业收入增长 28.58%，业绩增长 44.57%。Q2 以来，公司的电商渠道高速增长，同时，优资菜单品牌店展店迅速，年化单店贡献约为 20-25 万元，并以提前完成 500 家单品牌门店的年度计划。公司依托电商渠道，以及线下加盟展店模式获得快速成长。2018 年的股权激励目标为营收增速不低于 30.8%，业绩增速不低于 30.1%。

板块表现

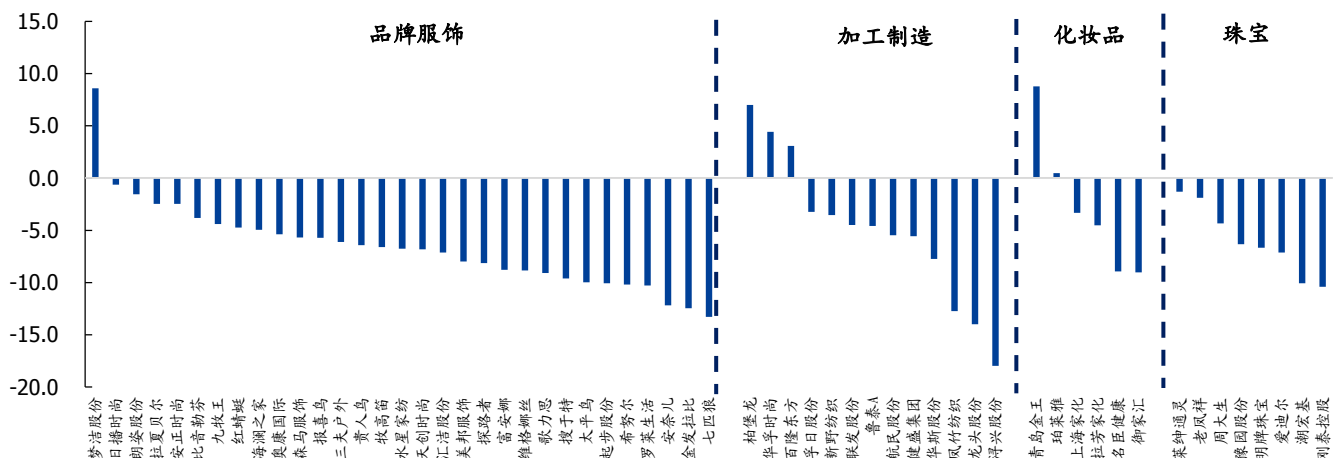
本周品牌服饰板块与加工制造板块跌幅分别为 6.45%/5.62%，跑输沪深 300 指数 3.51% 的跌幅。品牌服饰板块中梦洁股份涨幅居前；安奈儿、金发拉比、七匹狼等跌幅居前。

图表 2: 上周板块表现 (%) : 品牌服饰 (-6.45%) 和加工制造 (-5.62%), 跑输沪深 300 指数 (-3.51%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 上周个股表现 (%) : 梦洁股份涨幅居前; 安奈儿、金发拉比、七匹狼等跌幅居前



来源: wind, 国盛证券研究所

时尚前沿

服饰鞋包

【TOPSHOP 母公司、英国时尚零售集团 Arcadia 计划在本土关闭三分之一门店】: 据英国商业媒体《Property Week》报道, 英国高街时尚品牌 TOPSHOP 母公司、英国时尚零售集团 Arcadia 计划在本土关闭三分之一门店, 以应对互联网购物的冲击。据 Arcadia 今年 5 月公布的上财年数据显示, 因线上零售对实体零售的冲击, 外加英国市场的竞争过于激烈, 截止 2017 年 8 月的 12 个月内 Arcadia 利润同比下滑 42%。(资料来源: 华丽志)

【Moncler 与高级宠物服装品牌携手, 推出狗狗冬装胶囊系列】: 意大利奢侈品集团 Moncler 与高级宠物服装品牌 Poldo Dog Couture 再度合作, 本次推出的产品包括项圈、牵引绳、羽绒夹克和连帽毛衣。宠物市场近年来热度高涨, 成为不少奢侈品品牌的关注点, 据 Euromonitor 预测, 中国消费者 2017 年的宠物支出约为 175 亿元人民币, 至 2022 年将增至

463 亿元人民币。(资料来源: 华丽志)

【老佛爷百货集团将关闭二手奢侈品电商 InstantLuxe】: 法国老佛爷集团决定关闭两年前为了强化线上业务收购的法国二手奢侈品电商 InstantLuxe。InstantLuxe.com 创立于 2009 年, 主要经营由专家鉴定过的二手奢侈品。(资料来源: 华丽志)

化妆品/珠宝

【莎莎国际中期营业额 41.47 亿港元, 净利大增 84.52%】 莎莎国际公布, 截至 2018 年 9 月 30 日止 6 个月, 集团营业额约 41.47 亿港元, 较去年同期增长约 16.27%; 录得净利约 2.03 亿港元, 同比增长约 84.52%。其中港澳地区零售销售额 34.9 亿元, 按年上升 18.5%, 同店销售增长 15.8%; 内地业务营业额按当地货币计算下跌 1.8%至 1.38 亿港元, 同店销售按当地货币计算下跌 2.0%。莎莎在香港及澳门市场截至 9 月 30 日店铺总数达 120 间; 内地市场截至 9 月 30 日店铺总数为 54 间。(资料来源: 品观网)

风险提示

宏观经济增速放缓风险。 经济增速下行影响居民可支配收入, 削弱消费升级驱动力。

终端消费低迷风险。 消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。

棉价异动致风险。 棉花产业政策存在不确定性, 价格剧烈波动下纺织企业盈利恐承压。

附表

图表4: 时尚消费公司估值表

| | 公司 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE | | | 市值 (亿元) | 评级 |
|-----------|------|-----------|---------|------|------|-------|-------|-------|------------|----|
| | | | 18E | 19E | 20E | 18E | 19E | 20E | | |
| 大众 | 海澜之家 | 7.89 | 0.79 | 0.84 | 0.91 | 10.05 | 9.39 | 8.72 | 354.48 | 买入 |
| 服饰 | 太平鸟 | 18.41 | 1.30 | 1.61 | 2.00 | 14.12 | 11.45 | 9.21 | 88.51 | 买入 |
| 中高端 服饰 | 比音勒芬 | 31.65 | 1.44 | 1.99 | 2.71 | 21.91 | 15.90 | 11.67 | 57.39 | 买入 |
| | 歌力思 | 16.28 | 1.12 | 1.41 | 1.75 | 14.55 | 11.53 | 9.30 | 54.86 | 买入 |
| | 九牧王 | 12.83 | 1.04 | 1.22 | 1.45 | 12.35 | 10.49 | 8.83 | 58.98 | 买入 |
| 家纺 | 罗莱生活 | 9.15 | 0.71 | 0.85 | 0.97 | 12.88 | 10.75 | 9.39 | 68.14 | 增持 |
| 化妆品 | 上海家化 | 26.97 | 0.76 | 0.99 | 1.29 | 35.59 | 27.32 | 20.90 | 181.16 | 增持 |
| | 珀莱雅 | 41.50 | 1.34 | 1.76 | 2.34 | 31.02 | 23.64 | 17.76 | 83.45 | / |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 收盘价截至2018年11月23日, 珀莱雅盈利预测采用wind一致预期

图表5: 国棉现货(同降6%至14973元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表6: 长绒棉237(同增10%至25300元/吨)



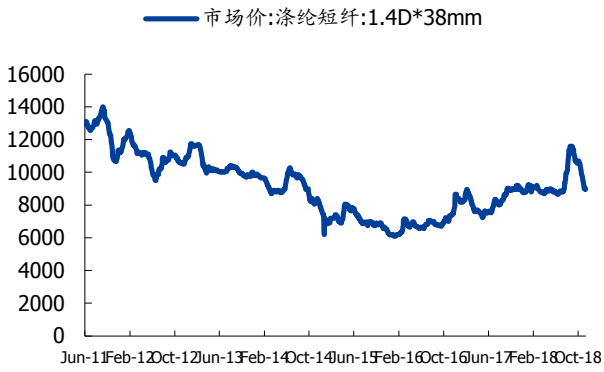
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表7: 内外棉差价波动(截止至2018年11月23日, 内棉价格高于人民币计价的外棉价格535元/吨)



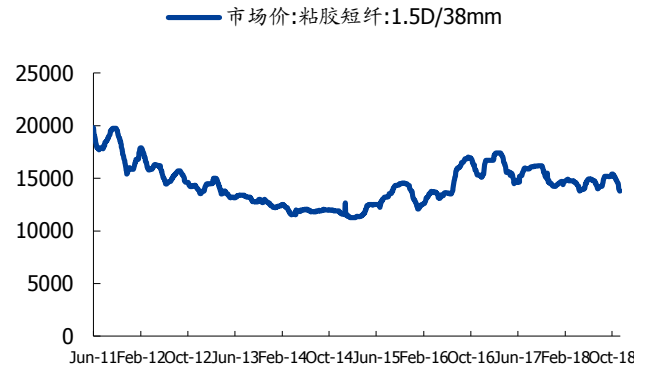
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 涤纶短纤(同降 2%至 8950 元/吨)



资料来源: wind,国盛证券研究所

图表 9: 黏胶短纤 (同降 5%至 13800 元/吨)



资料来源: wind,国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com