

纺织服装

证券研究报告
2018年11月26日

消费环境趋紧下继续推荐抗周期电商、纺织制造与高股息率组合

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

本周组合：开润股份/南极电商/百隆东方/水星家纺/比音勒芬/九牧王；

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

- 高性价比组合：开润股份，南极电商；
- 纺织制造组合：百隆东方（建议关注），健盛集团；
- 超跌稳健组合：水星家纺，歌力思；
- 业绩释放周期组合：比音勒芬，太平鸟。
- 高股息率组合：九牧王。

1) 行业观点：本周上证指数下跌 3.72%，申万纺织服装板块下跌 6.15%，板块整体 PE (TTM) 为 19.60。个股方面，天创时尚、三夫户外、探路者涨幅居服装板块前三；浔兴股份、诺邦股份、拉夏贝尔跌幅居前三。涨跌幅靠前的绝大部分为小市值公司，近期小市值公司股价波动较大。

行业走势图



资料来源：贝格数据

10月社零数据较差验证前期消费谨慎判断，由于Q3消费环境整体趋紧，且17Q4基数较高，预计18Q4部分公司也较难超市场预期。在当前环境下，我们认为应该关注业绩稳定性较好的低估值标的，主要有以下几个方向：1) 以做高性价比产品和大众市场为主要方向的：开润股份、南极电商；2) 纺织制造板块的优质标的：百隆东方，健盛集团；3) 深耕低线城市，渠道发达，受到消费环境波动影响较小的低估值标的：水星家纺。4) 行业股息率较高，经营状况稳定，分红比例稳定在高位的标的：九牧王（根据近三年分红比例预期现价对应18年股息率8%）。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。

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报: 季报披露结束，建议关注电子子板块及纺织制造板块投资机会》2018-11-11
- 2 《纺织服装-行业专题研究: 季报综述：整体低于市场预期，电子子板块维持业绩较高速增长，纺织制造板块持续改善》2018-11-08
- 3 《纺织服装-行业研究周报: 南极电商等领涨反弹，季报期继续推荐业绩相对较强个股》2018-10-29

2) 行业数据：10月社零增速验证前期判断，高基数加非“冷”冬，对未来仍持谨慎态度。10月社零数据同比增长8.6%，环比9月增速下降0.6个百分点。主要原因是中秋节错位；其次，双十一预售压制10月整体消费，导致10月部分消费总量延迟，累积到11月份消费。结构看，10月服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长4.7%，相比去年10月8%的增速下滑3.3pct；环比9月下滑4.3pct，环比和同比增速均有所下滑。同时，17年冷冬且持续时间较长，而18年冬天气温较高，冬装销售情况预计不甚理想。预计从18年11月起至19年1月，服装社零数据有可能低于预期。
推荐关注：开润股份/南极电商/百隆东方/水星家纺/比音勒芬/九牧王。

3) 重点公司推荐：

开润股份：1) 营收持续高速增长，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 18/19 年净利润至 1.77/2.53 亿，对应 EPS 分别为 0.81/1.17/2.07 元，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。

百隆东方：越南产能稳步释放，净利率不断提升

1) 公司公布前三季度业绩公告，实现营收 45.58 亿元 (-0.1%)，实现归母净利润 4.65 亿元 (20.1%)；其中 Q3 单季度实现营收 16.15 亿元 (+7.5%)，实现归母净利润 1.39 亿元 (+76.9%)；三季度公司业绩持续改善，主要系三季度越南产区部分产能投产，

人民币贬值使汇兑收益提高增厚三季度净利润。

2) 产能陆续释放: 公司作为色纺纱龙头企业之一, 目前拥有 140 万锭纺纱产能。其中, 国内产能和海外产能各 70 万锭, 未来产能释放我们认为主要在越南产区。公司在 2013 年布局越南建厂, 目前越南 A 区实现满产, 产能为 50 万锭; 越南 B 区有 20 万锭产能, 预计 19 年 4 月和三季度分别释放 10 万锭产能, 剩余 10 万锭产能预计可以在 2020 年实现投产; 同时越南 C 区已购入 50 万锭的土地, 未来将陆续释放, 由此公司越南产区将每年释放 20 万纱锭的产能。

3) 原材料价格预计温和上行, 使产品价格有所上涨。虽然自三季度开始, 我国棉花价格持续走低, 但由于国内棉花缺口仍旧存在, 需要进口国外棉花弥补不足, 这将带动外棉价格上涨, 由此我们预计今年棉价将温和上涨。

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, 目标价 22.8 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 2018-11-23	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	34.00	买入	0.61	0.81	1.17	2.07	55.74	41.98	29.06	16.43
002127.SZ	南极电商	7.99	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	36.32	22.83	15.67	10.95
603558.SH	健盛集团	8.84	买入	0.00	0.51	0.65	0.78		17.33	13.60	11.33
603365.SH	水星家纺	14.05	买入	0.97	1.14	1.36	1.61	14.48	12.32	10.33	8.73
603808.SH	歌力思	16.28	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	18.09	14.67	12.43	10.18
002832.SZ	比音勒芬	31.65	买入	0.99	1.44	1.96	2.56	31.97	21.98	16.15	12.36
603877.SH	太平鸟	18.41	买入	0.95	1.31	1.77	2.13	19.38	14.05	10.40	8.64

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

1. 本周观点：消费环境趋紧下继续推荐抗周期电商、纺织制造与高股息率组合

1.1. 核心观点：消费环境趋紧下继续推荐抗周期电商、纺织制造与高股息率组合

本周组合：开润股份/南极电商/百隆东方/水星家纺/比音勒芬/九牧王；

- 高性价比组合：开润股份，南极电商；
- 纺织制造组合：百隆东方（建议关注），健盛集团；
- 超跌稳健组合：水星家纺，歌力思；
- 业绩释放周期组合：比音勒芬，太平鸟。
- 高股息率组合：九牧王。

（1）本周行业观点：消费环境趋紧下继续推荐抗周期电商、纺织制造与高股息率组合

10月社零数据较差验证前期消费谨慎判断，由于Q3消费环境整体趋紧，且17Q4基数较高，预计18Q4部分公司也较难超市场预期。在当前环境下，我们认为应该关注业绩稳定性较好的低估值标的，主要有以下几个方向：

1) 以做高性价比产品和大众市场为主要方向的：开润股份、南极电商。

这两个标的作为我们重点推荐的核心标的，维持高增长。我们认为他们将继续受益于低线城市消费升级以及一二线城市消费“降级”，具备较好的抗经济周期属性。

2) 纺织制造板块的优质标的：健盛集团；建议关注标的：百隆东方

三季度纺织制造板块业绩边际改善越发明显，随着未来产能的陆续释放，纺企的生产能力进一步提升；同时海外高净利率的盈利能力超市场预期，随海外产能占比提升进而提升整体净利率；对于棉价及汇率扰动因素：我们认为目前棉花的供需缺口仍存，未来棉花价格有望温和上涨，公司多为成本加成法，能够保持较为稳定净利率；汇率预计短期内美元保持较为强势地位，人民币大幅升值可能性较小。推荐布局海外产能的细分制造龙头。

3) 深耕低线城市，渠道发达，受到消费环境波动影响较小的低估值标的：水星家纺。

水星家纺也是我们持续重点推荐的标的之一，三季度线上渠道由于受到高基数影响，增速放缓。但我们根据公司线上销售数据进行测算，其线上渠道在9月持平后10月份开始实现正增长，改善较为明显；同时目前双十一预售情况较好，四季度线上渠道有望持续恢复。

4) 行业股息率较高，经营状况稳定，分红比例稳定在高位的标的：九牧王（根据近三年分红比例预期现价对应18年股息率7.7%）。

重点推荐标的：开润股份/南极电商/水星家纺/比音勒芬/九牧王。关注标的：百隆东方。

- 高性价比组合：开润股份，南极电商
- 纺织制造组合：百隆东方（关注标的），健盛集团
- 超跌稳健组合：水星家纺，歌力思
- 业绩释放周期组合：比音勒芬，太平鸟。
- 高股息率组合：九牧王。

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 2018/11/23	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)
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。预计截止至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0.81/1.17/2.07元, 18/19年净利润约1.77/2.53亿, 预计未来三年CAGR达50%。	34.00	176.6	252.7	37.6%	41.9	29.3	73.99
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。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牌的延伸下, 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, 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。	7.99	868.6	1,251.3	55.5%	22.6	15.7	196.14
百隆东方	1) 公司公布前三季度业绩公告, 实现营收45.58亿元 (-0.1%), 实现归母净利润4.65亿元 (20.1%); 其中Q3单季度实现营收16.15亿元 (+7.5%), 实现归母净利润1.39亿元 (+76.9%); 三季度公司业绩持续改善, 主要系三季度越南产区部分产能投产, 人民币贬值使汇兑收益提高增厚三季度净利润。2) 产能陆续释放: 公司作为色纺龙头之一, 目前拥有140万锭纺纱产能。其中, 国内产能和海外产能各70万锭, 未来产能释放我们认为主要在越南产区。公司在2013年布局越南建厂, 目前越南A区实现满产, 产能为50万锭; 越南B区有20万锭产能, 预计19年4月和三季度分别释放10万锭产能, 剩余10万锭产能预计可以在2020年实现投产; 同时越南C区已购入50万锭的土地, 未来将陆续释放, 由此公司越南产区将每年释放20万锭的产能。3) 原材料价格预计温和上行, 使产品价格有所上涨。虽然自三季度开始, 我国棉花价格持续走低, 但由于国内棉花缺口仍然存在, 需要进口国外棉花弥补不足, 这将带动外棉价格上涨, 由此我们预计今年棉价将温和上涨。	5.38	616.2	711.7	20.8%	13.1	11.3	80.70
健盛集团	1) 公司公布前三季度业绩公告, 实现营收11.44亿元 (+50.39%), 实现归母净利润1.74亿元 (+63.66%), 符合预期。其中Q3单季度实现营收3.88亿元 (+28.87%), 实现归母净利润6310万元 (+53.77%)。2) 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, 杭州基地已建成, 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。3) 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。国内市场方面, 建设自有品牌jassan 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。4) 并表俏尔婷婷, 产业并购推动业绩增长。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。5) 近年来袜业行业持续增长, 公司受益行业持续发展; 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。	8.84	213.7	270.9	43.5%	17.2	13.6	36.81

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 收盘价及市值截至11月23日, 其中百隆东方盈利预测来自wind一致预期

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 2018/11/23	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)
水星家纺	<p>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%) ;</p> <p>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% ;</p> <p>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%。</p> <p>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%。</p> <p>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, 目标价22.8元。</p>	14.05	302.8	359.9	18.3%	12.4	10.4	37.47
歌力思	<p>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%。</p> <p>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;</p> <p>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, 经营效率时序提升, 多角度验证公司系统化及精细化运营初步取得成效。</p>	16.28	373.9	440.2	20.7%	14.7	12.5	54.86
比音勒芬	<p>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26/ 19/ 15x, 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。</p>	31.65	261.3	356.3	40.6%	22.0	16.1	57.39
太平鸟	<p>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%)</p> <p>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;</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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6.3/8.5/10.2亿; 18-20年EPS为1.31/1.77/2.13元。给予18年25倍估值, 对应目标价32.75元。</p>	18.41	631.3	850.5	36.5%	14.0	10.4	88.51

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 收盘价及市值截至 11 月 23 日

图 3：重点公司估值情况概览

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*	19.5	14.5	36.5%	38.4%	34.7%	456.3	631.3	850.5	1,022.5	122.9
水星家纺*	20.6	17.3	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	62.3
安正时尚*	18.9	14.5	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	68.2
歌力思*	18.9	16.1	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	70.8
搜于特	24.0	21.2	18.3%	23.7%	13.1%	612.8	758.3	857.9	925.5	181.8
华孚时尚*	14.9	12.0	25.4%	27.1%	23.8%	677.4	861.1	1,065.6	1,244.1	128.1
健盛集团*	23.8	18.7	43.5%	84.6%	33.6%	131.5	213.7	270.9	324.3	50.8
南极电商*	22.6	15.7	53.0%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,251.3	1,783.9	196.1
开润股份*	41.9	29.3	37.6%	32.4%	43.1%	133.4	176.6	252.7	449.0	74.0
比音勒芬*	22.0	16.1	40.6%	45.0%	36.4%	180.2	261.3	356.3	464.1	57.4
森马服饰*	15.4	12.7	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	242.4
海澜之家*	10.0	9.2	7.5%	6.5%	8.6%	3,328.9	3,545.3	3,849.9	4,309.4	354.5
罗莱生活*	12.4	10.5	23.4%	28.6%	18.4%	427.9	550.2	651.3	763.8	68.1
维格娜丝	10.3	8.5	32.2%	44.0%	21.4%	189.9	273.5	332.1	397.7	28.3
天创时尚	15.0	12.7	34.1%	52.4%	18.0%	187.9	286.4	338.0	376.6	43.1
朗姿股份	15.1	13.2	24.1%	34.3%	14.7%	187.6	251.9	288.9	341.6	38.1
新野纺织	8.2	6.9	24.4%	29.1%	19.8%	292.2	377.3	452.0	540.2	31.0
七匹狼	13.7	12.1	12.2%	11.6%	12.7%	316.6	353.4	398.3	435.0	48.4
富安娜	11.6	10.0	17.3%	18.5%	16.1%	493.5	584.5	678.4	777.1	67.9
百隆东方	13.1	11.3	20.8%	26.3%	15.5%	487.7	616.2	711.7	813.1	80.7
九牧王	13.4	11.8	12.5%	11.5%	13.6%	494.1	550.8	625.8	704.7	73.7
孚日股份	10.2	9.3	10.3%	10.3%	10.4%	410.2	452.5	499.5	558.5	46.2
伟星股份	14.1	12.5	9.7%	7.0%	12.6%	364.6	390.0	439.0	492.0	55.0
拉夏贝尔*	8.1	7.4	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	46.1
鲁泰A	9.4	8.5	7.3%	4.0%	10.6%	841.2	874.6	967.6	1,044.4	81.8
航民股份	8.7	8.0	9.2%	10.2%	8.3%	573.6	631.8	684.3	748.7	54.9
雅戈尔	16.2	14.6	150.0%	461.8%	11.3%	296.7	1,667.0	1,855.0	0.0	270.4
日播时尚	24.8	20.7	23.2%	26.7%	19.8%	83.6	106.0	127.0	146.0	26.3
探路者	48.7	36.8	-	-173.1%	32.3%	-84.9	62.0	82.0	0.0	30.2
奥康国际	15.9	14.6	-	15.2%	8.8%	226.5	261.0	284.0	0.0	41.5
联发股份	8.4	8.3	3.9%	6.6%	1.3%	360.3	384.0	389.0	414.0	32.2
汇洁股份	16.9	13.1	5.6%	-13.6%	29.2%	222.3	192.0	248.0	272.0	32.5

资料来源：Wind、天风证券研究所

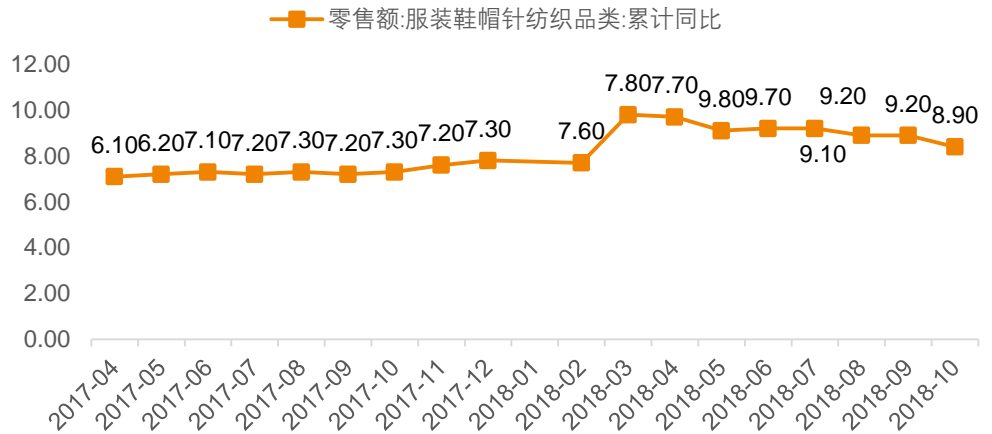
备注：1) 市值截至时间 2018 年 11 月 23 日；

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

(2) 本周行业数据：10 月社零增速验证前期判断，高基数加暖冬，对未来仍持谨慎态度

10 月社零数据同比增长 8.6%，环比 9 月增速下降 0.6 个百分点。主要原因是中秋节错位；其次，双十一预售压制 10 月整体消费，导致 10 月部分消费总量延迟，累积到 11 月份消费。结构看，10 月服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长 4.7%，相比去年 10 月 8%的增速下滑 3.3pct；环比 9 月下滑 4.3pct，环比和同比增速均有所下滑。同时，17 年冷冬且持续时间较长，而 18 年冬天气温较高，冬装销售情况预计不甚理想。预计从 18 年 11 月起至 19 年 1 月，服装社零数据有可能低于预期。

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

（3）三季度总结：整体低于市场预期，电商子板块维持业绩较高速增长，纺织制造板块持续改善。

行业概述：18Q3 单季度表现差强人意，整体业绩低于此前市场预期，估值接近历史最低。精选生活电商继续高增长，纺织制造继续边际改善。

我们选取了 43 家行业重点公司进行分析，有效规避了估值异常值等扰动因素，体现出以下特点：

1、营收：2018 前三季度行业营收增速+13.7%，较同期增速下降 1.95pct，环比下降 4.08pct。2018 年 Q1/Q2/Q3 营收增速分别为+18.3%/13.5%/9.5%，体现出较明显的下降趋势。我们认为主要是三季度宏观经济压力增大，消费环境波动影响行业终端消费需求。分子板块来看，单季度营收同比增速由高到低依次为电商（剔除时间互联并表因素+71%，较同期上升 47pct），休闲服饰（+13.4%，较同期上升 6.8pct），纺织制造（+12%，较同期下降 8pct），家纺（+6.5%，较同期下降 32.7pct），女装（+2.7%，较同期下降 38pct），男装（+1.2%，较同期下降 3pct）和鞋帽（-1.9%，较同期下降 10.9pct）和其他服饰（-14%，较同期下降 22pct）。除电商保持高增长，休闲服由于基数原因增速加快之外，其他子板块对比去年同期增速均有所下滑。

2、净利：2018 前三季度行业归母净利增速+15.7%，较同期增速上升 3.18pct，环比下降 0.77pct。2018 年 Q1/Q2/Q3 净利增速分别为+17.6%/16.5%/15.7%，环比依次略有下降，体现出行业整体利润增速虽然好于去年同期水平，但已经从去年底今年初的高点有所回落。分子板块来看，单季度归母净利同比增速由高到低依次为电商（+49%，较同期下降 4pct），休闲服饰（+43%，较同期上升 44pct），纺织制造（+27%，较同期上升 19pct），家纺（+13.4%，较同期下降 13pct），女装（+6.6%，较同期下降 19pct），男装（-8%，较同期下降 11pct），鞋帽（-15.6%，较同期下降 9pct）和其他服饰（-62%，较同期下降 72pct）。上游纺织制造板块由于人民币汇率贬值等原因盈利增速有所提升。

3、盈利能力：2018 Q3 行业整体毛利率 37.7%，较同期微降 0.11pct，环比上升 0.13pct。2018 年 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 38.8%/37.6%/37.7%，毛利率指标基本稳定。分子板块来看，单季度毛利率水平由高到低依次为女装（64%，较同期下降 1.6pct），男装（52%，较同期上升 7.1pct），其他服饰（52%，较同期上升 1.3pct），休闲服饰（43%，较同期上升 0.6pct），家纺（42%，较同期下降 1.7pct），鞋帽（40%，较同期下降 0.1pct），电商（27%，较同期下降 24pct），纺织制造（19%，较同期下降 0.1pct），（其中电商板块主要受收购并表因素影响下降较多，我们判断剔除后板块毛利水平仅略有下降，特此说明）

2018 Q3 行业整体净利率 10.1%，较同期提升 0.45pct，环比下降 1.55pct。2018 年 Q1/Q2/Q3

毛利率分别为 11.7%/11.7%/10.1%，趋势上三季度净利率水平环比有所下降。分子板块来看，单季度净利率由高到低依次为男装（16%，较同期下降 1.7pct），电商（15%，较同期下降 15.5pct），家纺（11.2%，较同期持平），纺织制造（9.6%，较同期上升 1.3pct），休闲服（9.2%，较同期上升 1.9pct），女装（9%，较同期上升 0.5pct），鞋帽（5.3%，较同期下降 0.8pct）和其他服饰（2.9%，较同期下降 2.7pct）。（电商板块净利率波动与毛利率同理，我们判断剔除并表净利率水平略有下降）。

综上所述，行业盈利能力基本稳定，环比略有影响，但总的来看，消费环境的波动目前主要影响的还是量，对价格端暂时没有形成太大压力。

4、存货：18Q3 行业整体存货周转天数 185 天，较同期上升 4.5 天，环比上升 12 天。2018 年 Q1/Q2/Q3 存货周转天数分别为 171.3/172.8/185 天，在整体消费环境波动，终端需求趋弱的背景下，存货周转情况差强人意。分子板块来看，存货周转天数由高到低依次为男装（306 天，较同期上升 3.8 天），女装（290 天，较同期上升 29 天），其他服饰（232 天，较同期上升 66 天），家纺（207 天，较同期上升 8.9 天），休闲服饰（183.4 天，较同期下降 4.7 天），鞋帽（175 天，较同期下降 11.6 天），纺织制造（139 天，较同期上升 14.5 天），电商（32.8 天，较同期下降 38 天）。

5、基金持仓：根据基金季报重仓股口径，2018Q3 纺织服装板块共持仓市值为 50.8 亿元，占全部基金持仓市值的 1.2%，较中报水平有所上升，整体持仓水平仍在近年来低位。整体持仓水平仍有上升空间。2018Q3 基金重仓股中，纺织服装行业公司持股市值前五位的股票分别是森马服饰（11.4 亿），南极电商（10.7 亿），歌力思（4.7 亿），百隆东方（3.7 亿），比音勒芬（3.4 亿）。季度持仓变动增持数量前五的股票是百隆东方，富安娜，报喜鸟，歌力思，南极电商。季度持仓变动减持数量前五的股票是罗莱生活，航民股份，华孚时尚，新澳股份，九牧王，际华集团。

6、估值与盈利预测：行业整体估值情况，截至 2018 年 11 月 6 日，纺织服装指数估值约为 18.8 倍，处于历史估值最低位（2011 年底以来历史估值最低约为 17x 左右）。盈利预测方面，截至最新三季报更新后，根据 wind 盈利预测汇总情况，纺服重点公司范围内，18 年全年净利润下调次数（136 次）占 53%，维持次数（51 次）占 20%，调高次数（70 次）占 27%，行业盈利预测下调情况超过一半，受宏观消费环境波动影响，行业整体全年下调盈利预测的压力较大。

7、推荐标的：

目前，板块内上市公司的三季报已经全部披露完毕，板块三季报业绩整体未超市场预期，部分公司已经下调了全年业绩预期。由于 Q3 消费环境整体趋紧，且 17Q4 基数较高，预计 18Q4 部分公司也较难超市场预期。在当前环境下，我们认为应该坚守业绩稳定性较好的低估值标的，主要有以下几个方向：

1) 以做高性价比产品和大众市场为主要方向的：开润股份、南极电商。

这两个标的作为我们重点推荐的核心标的，18 年三季度业绩表现符合预期，并始终维持高速增长。我们认为他们将继续受益于低线城市消费升级以及一二线城市消费“降级”，具备较好的抗经济周期属性。

2) 纺织制造板块的优质标的：健盛集团，建议关注标的：百隆东方。

三季度纺织制造板块业绩边际改善越发明显，随着未来产能的陆续释放，纺企的生产能力进一步提升；同时我们认为目前棉花的供需缺口仍存，未来棉花价格有望温和上涨，促纺企产品价格提升，在量价齐升的背景下，利好优质企业的业绩稳健增长。

3) 深耕低线城市，渠道发达，受到消费环境波动影响较小的低估值标的：水星家纺。

水星家纺也是我们持续重点推荐的标的之一，三季度线上渠道由于受到高基数影响，增速放缓。但我们根据公司线上销售数据进行测算，其线上渠道在 9 月持平后 10 月份开始实现正增长，改善较为明显；同时目前双十一预售情况较好，四季度线上渠道有望持续恢复。

重点推荐标的：开润股份，南极电商，健盛集团，水星家纺；关注标的：百隆东方。

推荐组合：

- 高性价比组合：开润股份，南极电商
- 纺织制造组合：百隆东方（关注标的），健盛集团
- 超跌稳健组合：水星家纺，歌力思
- 业绩释放周期组合：比音勒芬，太平鸟。

风险提示：上游纺织制造企业：产能释放不及预期、汇率波动风险、原材料价格大幅波动风险、中美贸易战加剧；下游品牌服饰：终端消费疲软、存货风险。

（详情可以参阅 11 月 07 日发布的行业专题报告《三季报综述：整体低于市场预期，电子子板块维持业绩较高速增长，纺织制造板块持续改善》）

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

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%。

3) **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%+。

4) 由于销售费用略超预期，下调 18/19 年净利润至 1.77/2.53 亿（原值为 1.98/2.92 亿），对应 EPS 分别为 0.81/1.17/2.07 元，预计未来三年 CAGR 达 50%。

5) **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。

南极电商：预计 18 年 GMV、收入 50%以上高增长

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，高规模 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，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。

4) 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。

百隆东方（关注标的）：越南产能投产促公司业绩回升，汇兑收益增厚业绩

1) 公司公布前三季度业绩公告，实现营收 45.58 亿元(-0.1%)，实现归母净利润 4.65 亿元

(20.1%);其中Q3单季度实现营收16.15亿元(+7.5%),实现归母净利润1.39亿元(+76.9%);三季度公司业绩持续改善,主要系三季度越南产区部分产能投产,人民币贬值使汇兑收益提高增厚三季度净利润。

2) 产能陆续释放:公司作为色纺纱龙头企业之一,目前拥有140万锭纺纱产能。其中,国内产能和海外产能各70万锭,未来产能释放我们认为主要在越南产区。公司在2013年布局越南建厂,目前越南A区实现满产,产能为50万锭;越南B区有20万锭产能,预计19年4月和三季度分别释放10万锭产能,剩余10万锭产能预计可以在2020年实现投产;同时越南C区已购入50万锭的土地,未来将陆续释放,由此公司越南产区将每年释放20万纱锭的产能。

3) 原材料价格预计温和上行,使产品价格有所上涨。虽然自三季度开始,我国棉花价格持续走低,但由于国内棉花缺口仍旧存在,需要进口国外棉花弥补不足,这将带动外棉价格上涨,由此我们预计今年棉价将温和上涨。

4) 风险提示:原材料价格大幅波动、汇率波动、产能释放不及预期。

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

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,目标价22.8元。

6) 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。

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企业退出行业，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. 百隆东方：越南产能投产促公司业绩回升，汇兑收益增厚业绩

公司公布前三季度业绩公告，实现营收 45.58 元（-0.1%），实现归母净利润 4.65 亿元（20.1%）；其中 Q3 单季度实现营收 16.15 亿元（+7.5%），实现归母净利润 1.39 亿元（+76.9%），

公司业绩持续改善，三季度收入端回升主要越南产能部分投产，三季度净利润高速增长主要系人民币贬值使汇兑收益增加。

产能陆续释放：公司作为色纺纱龙头企业之一，目前拥有 140 万锭纺纱产能。其中，国内产能和海外产能各 70 万锭，未来产能释放我们认为主要在越南产区。公司在 2013 年布局越南建厂，目前越南 A 区实现满产，产能为 50 万锭；越南 B 区有 20 万锭产能，预计 19 年 4 月和三季度分别释放 10 万锭产能，剩余 10 万锭产能预计可以在 2020 年实现投产；同时越南 C 区已购入 50 万锭的土地，未来将陆续释放，由此公司越南产区将每年释放 20 万纱锭的产能。

原材料价格预计温和上行，使产品价格有所上涨。虽然自三季度开始，我国棉花价格持续走低，但由于国内棉花缺口仍旧存在，需要进口国外棉花弥补不足，这将带动外棉价格上涨，由此我们预计今年棉价将温和上涨。

风险提示：原材料价格大幅波动、汇率波动、产能释放不及预期。

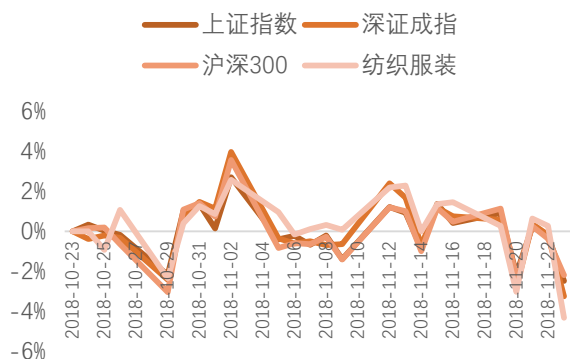
（摘自 11 月 8 日发布的行业报告《三季报综述：整体低于市场预期，电商子板块维持业绩较高速增长，纺织制造板块持续改善》）

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

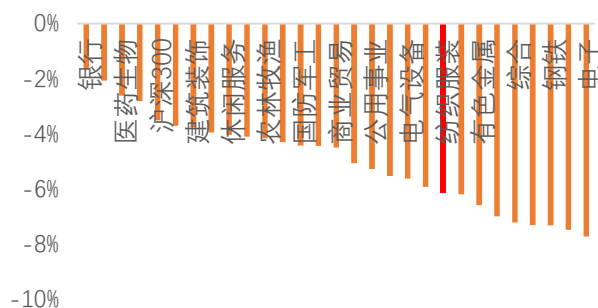
本周上证指数收于 2579.48 点，较上周收盘下跌 3.72%；深证成指收于 7636.70 点，较上周收盘下跌 5.28%；沪深 300 收于 3143.48 点，较上周收盘下跌 3.51%；申万纺织服装板块收于 1861.21 点，较上周收盘下跌 6.15%。

图 5：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

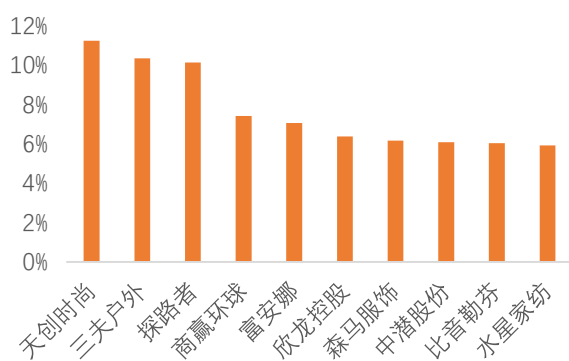
图 6：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

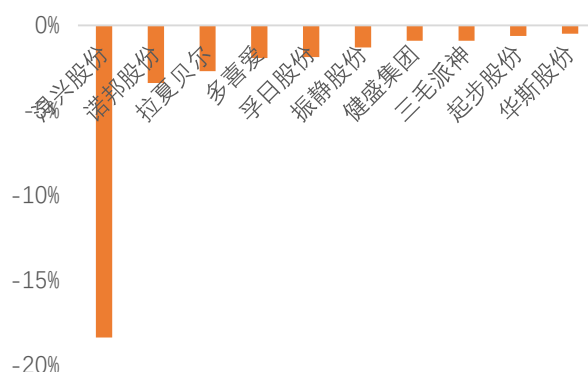
个股方面，天创时尚、三夫户外、探路者涨幅居服装板块前三；浔兴股份、诺邦股份、拉夏贝尔跌幅居前三。

图 7：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 8：纺织服装个股周涨幅后十名（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

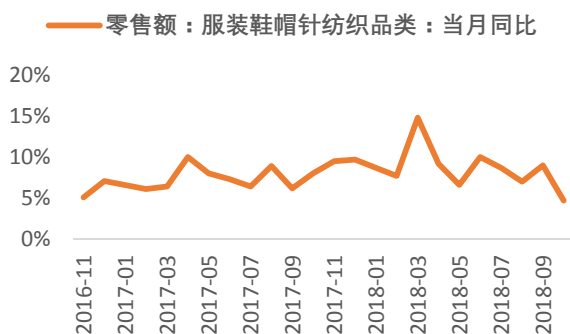
3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端：10 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 10 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 4.70%（2018 年 9 月为 9.00%），化妆品类同比增长 6.40%（2018 年 9 月为 7.70%），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。

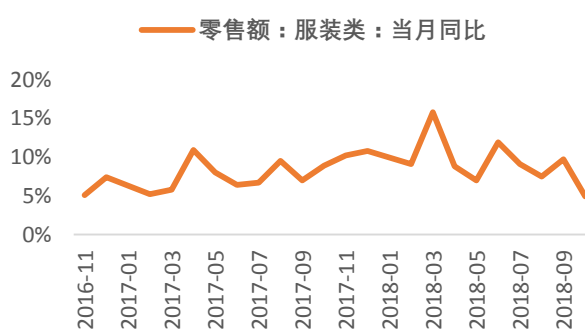
截至 2018 年 10 月，社会消费品零售总额同比增长 8.60%，相比 2018 年 9 月份的 9.20%略有下降，服装鞋帽针纺织品类累计同比 8.40%。

图 9：2016 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（%）



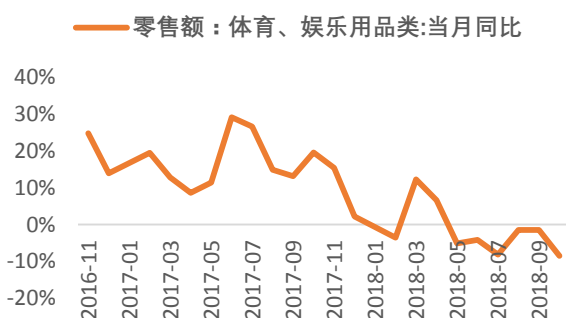
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2016 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比（%）



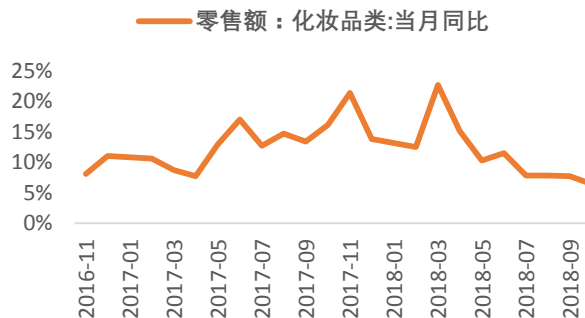
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2016 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 12：2016 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比（%）



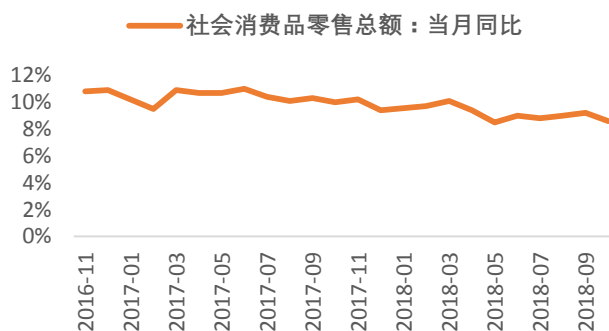
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：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 14：2016 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)

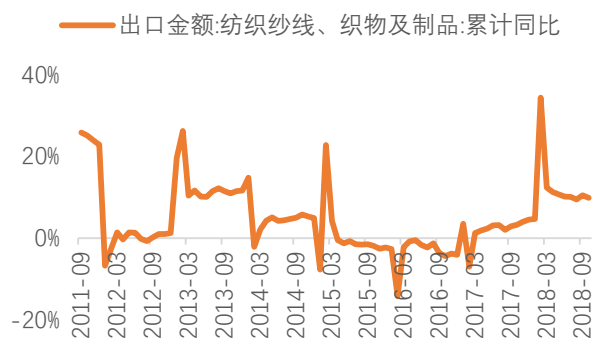


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.1. 出口：纺织品出口增速放缓，服装类出口累计增速有所上升

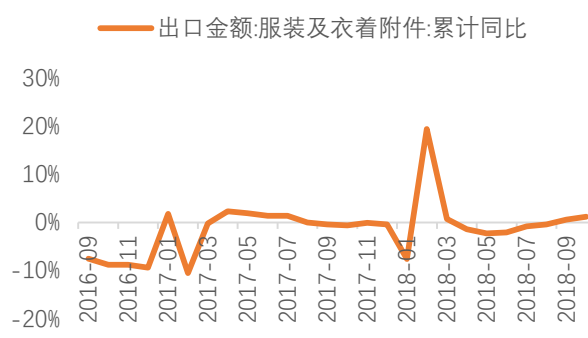
截至 2018 年 10 月，据海关总署发布的数据显示 10 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 97.43 亿美元，同比上升 6.08%；累计出口 989.71 亿美元，同比增长 9.90%，增速相比 9 月有所降低；服装及衣着附件 10 月的出口金额为 135.13 亿美元，同比上升 8.13%，累计出口 1,318.33 亿美元，同比上升 1.20%，相比 9 月份（同比下降 0.60%）有所上升。

图 15：2011 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 16：2016 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：羊毛进口价格大幅上涨、粘胶短丝价格下跌，涤纶长丝 POY、DTY 价格下跌

中国棉花综合价格指数：120.81，较上周下跌 0.03%。

棉花进口价格：2018 年 10 月为 2,038.28 元/吨，较 09 月份 2,079.54 元/吨，下跌 1.98%。

羊毛进口价格：2018 年 10 月为 9,692.51 元/吨，较 09 月份 6,483.03 元/吨，上涨 49.51%。

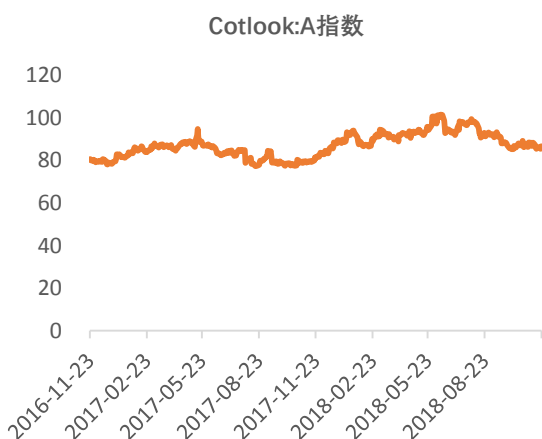
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 13800.00 元/吨，较上周价格下跌 0.72%。粘胶长丝本周均价 37,700 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 8,900.00 元/吨，较上周价格下降 1.11%。涤纶长丝 POY 本周均价为 8700.00 元/吨，较上周下降 2.30%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 10,000.00 元/吨，与上周价格持平。涤纶长丝 DTY 本周均价为 10550.00 元/吨，较上周下降 1.40%。

国内棉布产量：10 月棉布产量 46.70 万吨，当月同比下跌 0.80%。

国内棉纱产量：10 月棉纱产量 284.00 万吨，当月同比上涨 0.40%。

图 17：2016 年至今 Cotlook:A 价格走势（美分/磅）



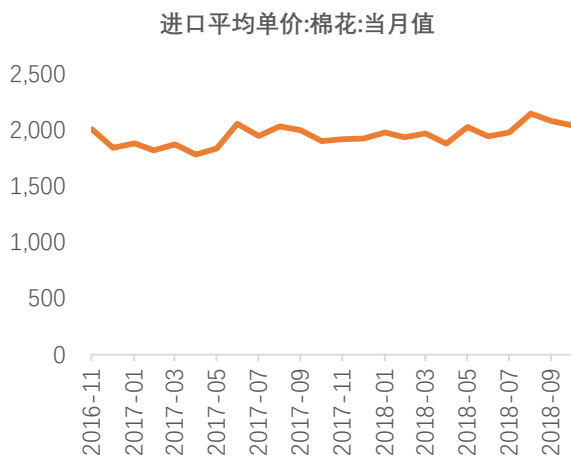
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年至今中国棉花综合价格指数走势



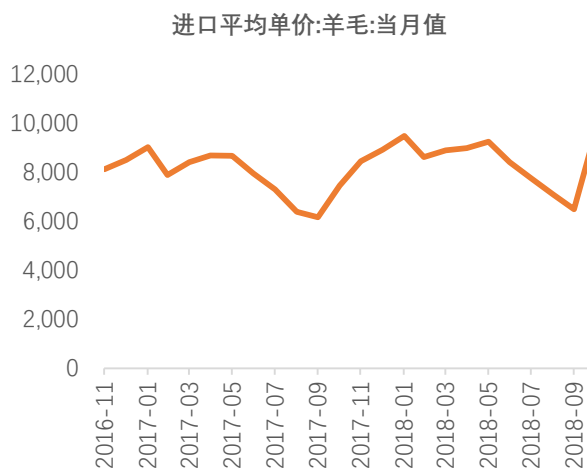
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



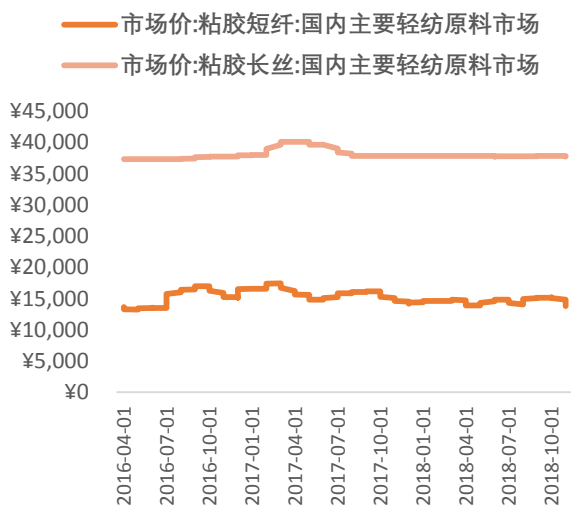
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2016 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 21：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



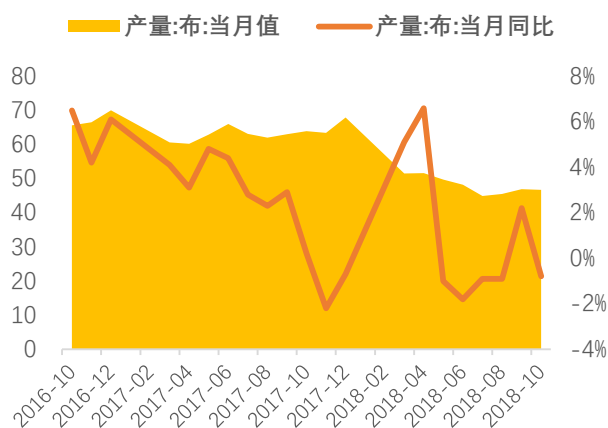
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



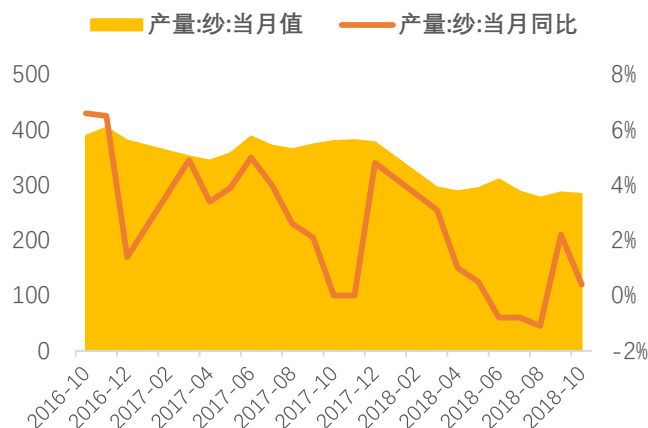
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2016 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 24：2016 年至今国内棉纱产量走势单位：(万吨)



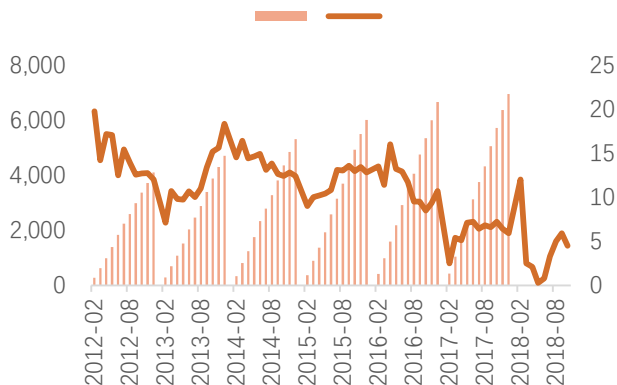
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.3. 行业投资：纺织行业投资增速下降，服装行业投资同比不变

纺织行业固定资产投资：2018 年 10 月，纺织行业固定资产投资同比增长+4.50%，较上月同比增速有所下降（-1.40pct）。

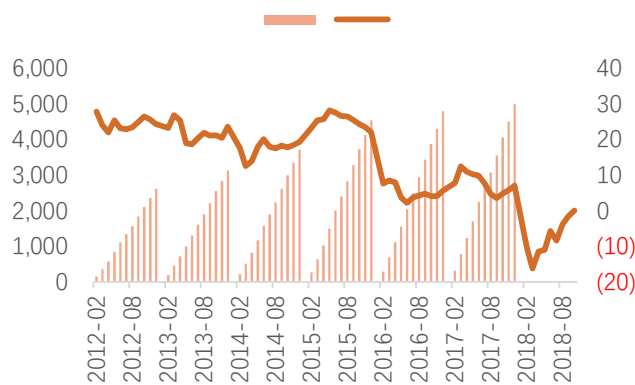
服装行业固定资产投资：2018 年 10 月，纺织服装行业固定资产投资同比减少 0.30%，较上月同比增速有所上升（+1.30pct）。

图 25：2011 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 26：2011 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



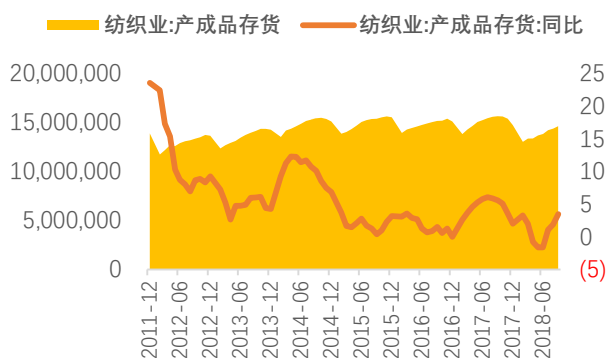
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 9 月，纺织行业产成品库存 1,463.9 亿元，同比增长 3.50%，较上月增速有所增加（+1.60pct）。

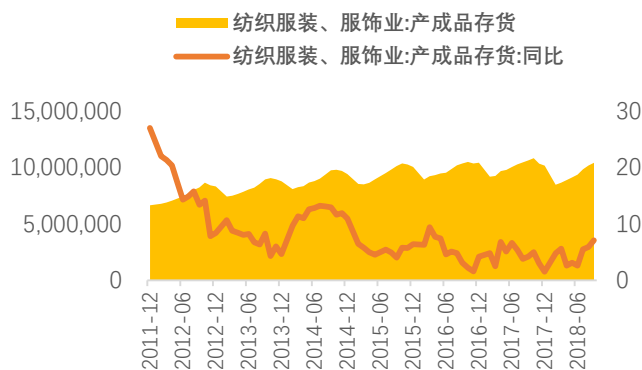
服装行业库存情况：2018 年 9 月，服装行业产成品库存 1040.5 亿元，同比增长 7.10%，较上月增速有所放缓（+1.20pct），库存继续上升创造年内新高。

图 27：2011 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 28：2011 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

3.3.1. A 股公告：

起步股份（603557.SH） 公司激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 500 万股，占总股本的 1.06%。其中首次授予限制性股票 450 万股，占总股本的 0.96%；预留 50 万股，占总股本的 0.11%。

太平鸟（603877.SH） 公司对宋天诗等五人持有的尚未解除限售的限制性股票合计 5.62 万股以每股 13.26 元的价格进行回购注销处理，注销完成后，公司注册资本将由 4.8082 亿元减少为 4.8076 亿元。

雅戈尔（600177.SH） 公司出售创业软件股份 223.83 万股，交易金额为 4439.68 万元，占 2017 年末净资产的 0.18%，产生投资收益 4018.43 万元，净利润 3013.82 万元，占 2017 年度净利润的 10.16%。

天创时尚（603608.SH） 公司股东和谐成长于减持期间以集中竞价交易方式减持公司无限售条件流通股 591.63 万股，占减持时公司总股本的 1.37%。截至本公告日，和谐成长持有公司股份 664.45 万股，占公司总股本的 1.54%。

华孚时尚（002042.SZ） 公司回购股份 227.13 万股，占公司总股本的 0.15%，购买股份的成交价区间为 5.64-5.76 元/股，支付的总金额为 1298.78 万元。

红豆股份（600400.SH） 红豆集团将其质押给南京银行无锡分行的 7500 万股（占公司总股本 2.96%）无限制流通股办理了质押解除手续；红豆集团将本公司的 1 亿股（占公司总股本 3.95%）无限制流通股质押给南京银行无锡分行，质押期一年。截至公告披露日，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%。本次股权解质及再质押后，共质押本公司 10.57 亿股，占公司总股本的 41.74%。

如意集团（002193.SZ） 公司完成要约收购，如意科技直接持有本公司 6051.47 万股股份，占本公司总股份的 23.12%，为公司控股股东；邱亚夫先生直接和间接合计持有上市公司总股本 41.00%，仍为公司的实际控制人。如意集团（股票代码：002193）自 2018 年 11 月 22 日开市起复牌。

旷达科技（002516.SZ） 公司股东沈介良先生解除质押股份 2.08 亿股，占公司总股本的 45.65%，本次解除质押后，沈介良先生累计质押所持公司股份数量为 2.67 亿股，占公司总股本的 17.90%。

朗姿股份（002612.SZ） 公司完成了对 2017 年发行的短期融资券（债权代码：41788002）的兑付工作，兑付本息金额合计 4.27 亿元。

雅戈尔（600177.SH） 2018 年 9 月 7 日至 11 月 15 日，公司通过出售创业软件股份 261.57 万股和购入结构性存款，合计处置金融资产 14.22 亿元，占 2017 年末经审计净资产的 5.83%，

产生投资收益 0.66 亿元，净利润 0.49 亿元，占 2017 年度经审计净利润的 16.67%。

红豆股份 (600400.SH) 公司拟与国际公司共同投资设立运动装公司，注册资本为人民币 1.00 亿元。其中，公司拟以自有资金出资人民币 6,000.00 万元，占注册资本的 60%；国际公司拟以自有资金出资人民币 4,000.00 万元，占注册资本的 40%。

维格娜丝 (603518.SH) 维格娜丝时装股份有限公司及公司子公司自 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 11 月 22 日期间，累计入公司 2018 年损益共 1277.14 万。

汇洁股份 (002763.SZ) 公司股东林升智，延期回购质押给海通证券的 2512 万股，占总股本的 6.46%。截止本公告日，林升智持有公司股份 1.3 亿股，占公司总股本的 34.26%。

如意集团 (002193.SZ) 如意科技拟要约收购公司股份 3000 万股，占总股本的 11.46%，要约收购价为 18.10 元/股。本次要约收购期已满，根据相关规定，公司将于 11 月 19 日开市起停牌，待要约收购结果公告后复牌。

孚日股份 (002083.SZ) 公司控股股东孙日贵，解除给国泰君安质押股份 1249 万股，占总股本 1.37%。截至本公告日，孙日贵共持有公司股份 5000 万股，占公司总股本的 5.51%。

3.3.2. 海外板块公告：

谢瑞麟 (0417.HK) 公司截止 2018 年 9 月 30 日前六个月实现营收 19.10 亿，较上年同期增长 10.20%，归属于母公司净利润为 2418.50 万元，较上期增加 38.90%。

莎莎国际 (0178.HK) 公司截止 2018 年 9 月 30 日前六个月实现营业收入 41.47 亿港元，较去年同期增长了 16.3%；公司决议派发中期股利每股 7.0 港元，将以现金支付且提供以股代息选择。

互太纺织 (1382.HK) 公司截至 2018 年 9 月 30 日前六个月的营收 34.00 亿，较上年同期增长 13.33%，归母净利润 5.00 亿，较上年同期增长 28.20%。

3.4. 行业新闻动态

估值超 50 亿美元 Levis 母公司时隔 30 多年后或将 IPO (品牌服装网 2018/11/19) 据悉，拥有 145 年历史的牛仔裤品牌 Levi's 的母公司 Levi Strauss & Co 正与高盛和 J.P 摩根合作申请上市，预计筹集 6 亿至 8 亿美元资金，目标是 2019 年首季度上市，市场估值超过 50 亿美元。

消费升级带来特卖红利 唯品会连续 24 个季度盈利 (品牌服装网 2018/11/20) 日前，唯品会披露了其未经审核的 2018 年第三季度财务报告。唯品会录得营收 178 亿元，同比增长 16.4%，高出分析师预期的 3.2%，实现连续 24 季度盈利。归属股东净利润为 5.008 亿元。在巨头林立的电商时代，唯品会用 10 年，以“特卖”为中心给自己构起了护城河。在新消费时代，唯品会的特卖中心战略更加契合消费者消费观升维的趋势。而随着 00 后逐渐成为消费升维的主力军，唯品会的特卖模式价值也愈发凸显。

维密母公司三季度营收大跌 76.5% “性感经济”疲态渐现 (品牌服装网 2018/11/21) 时尚潮流的更迭速度越来越快，深陷“中年危机”的 Victoria's Secret (以下简称“维密”) 却仍然固执地坚持同一种市场营销方式，20 年来雷打不动。11 月 20 日，维密母公司 L Brands 集团发布的 2018 财年三季报显示，集团销售额录得 27.7 亿美元，同比增长 5.9%；营收仅录得 5440 万美元，同比暴跌 76.5%；可比销售额同比下滑 2%。

拼多多市值即将赶超京东 (无时尚中文网 2018/11/21) 在周一发布三季度财报后，JD.com Inc. (NASDAQ:JD) 京东股价于周一和周二分别暴跌 8.42% 和 7.67%，11 月 20 日盘中，京东股价更是创下上市来新低的 19.27 美元，以 20 日收盘价 19.49 美元计算，京东市值 281.98 亿美元。与此同时，在周二盘前发布令市场惊叹的高速增长季度表现后，拼多多 (NASDAQ:PDD) 股价于 20 日暴涨 16.63% 收于 23.14 美元，市值 256.34 亿美元。截至 11 月 20 日，拼多多和京东的市值差距达到历史最低，仅仅相差一个“涨停”或者一个“跌停”。

Ferragamo 收入终止连续 8 个季度的下滑，来自 Gucci 的新 CEO 是对的人？(时尚头条网 2018/11/22) 前三季度内，Salvatore Ferragamo 销售额同比增长 3.9%至 2.98 亿欧元，终止了连续 8 个季度的下滑。Salvatore Ferragamo 在中国区表现尤其抢眼，实现了销售额 15.5% 的强劲增长。这是该品牌迎来新 CEO Micaela Le Divelec Lemmi 后的首份成绩单。Micaela Le Divelec Lemmi 在财报后的电话会议中强调，目前 Salvatore Ferragamo 仍处于转型的过渡期，尽管业绩与其预期的不太一致，但从第三季度的销售表现来看已出现积极的信号，未来管理层会更加努力地实施转型策略。

Urban Outfitters Inc.三季度业绩超预期 三大品牌将转入天猫平台，并计划开设中国实体店(无时尚中文 2018/11/20) 美国服装零售商 Urban Outfitters Inc. (NASDAQ:URBN) 继续乘着“顺风”高速增长，实现破纪录的三季度销售和盈利。Richard Haynes 表示集团已计划在 2020 年踏入中国的线下市场开设实体门店。

Urban 三季度利润大涨 72% 将正式进入中国市场(品牌服装网 2018/11/12) 日前，Urban Outfitters 公布了本财年第三季度的业绩报告，销售额录得 9.73 亿美元，同比增长 9%，净利润同比大涨 72%至 7750 万美元，均超过分析师的预期。乘着这股“顺风”，Urban Outfitters 主席兼首席执行官 Richard Haynes 称，集团旗下品牌 Urban Outfitters、Anthropologie 和 Free People 目前已在中国天猫国际平台开设了各自品牌的海外旗舰店，计划在 2020 年，布局中国线下市场，开设实体门店。

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
11.26	搜于特	东莞市道滘镇新鸿昌路 1 号公司总部 2 栋一楼会议室	15:00
11.29	健盛集团	浙江省杭州市萧山经济技术开发区金一路 111 号公司六楼会议室	14:00
11.29	太平鸟	浙江省宁波市海曙区环城西路南段 826 号公司会议室	14:30

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	17,947	39,365	14,359	36	39,365	32,306	82	首发原股东限售股份
太平鸟	2018-01-09	14,377	48,093	5,500	11	48,093	19,877	41	首发原股东限售股份
健盛集团	2018-01-29	18,450	41,636	11,550	28	41,636	30,000	72	首发原股东限售股份
富安娜	2018-02-08	30	87,116	49,861	57	87,116	49,891	57	股权激励限售股份
安正时尚	2018-02-14	336	28,906	7,126	25	28,906	7,462	26	首发原股东限售股份
华孚时尚	2018-03-23	17,433	101,292	83,748	83	101,292	101,181	100	定向增发机构配售股份
歌力思	2018-04-24	20,956	33,730	11,315	34	33,730	32,270	96	首发原股东限售股份

际华集团	2018-04-24	53,463	439,163	385,700	88	439,163	439,163	100	定向增发机构配售股份
报喜鸟	2018-05-10	3,839	126,329	107,522	85	126,329	111,362	88	股权激励限售股份
歌力思	2018-05-22	715	33,730	32,270	96	33,730	32,985	98	股权激励限售股份
富安娜	2018-06-04	1,474	87,116	49,891	57	87,116	51,364	59	股权激励限售股份
汇洁股份	2018-06-11	6,809	38,880	11,646	30	38,880	18,455	47	首发原股东限售股份
多喜爱	2018-06-11	0	12,000	5,898	49	12,000	5,898	49	首发原股东限售股份
摩登大道	2018-06-11	997	71,252	43,832	62	71,252	44,829	63	定向增发机构配售股份
柏堡龙	2018-06-26	13,510	24,046	10,536	44	24,046	24,046	100	首发原股东限售股份
罗莱生活	2018-06-27	115	74,473	69,931	94	74,473	70,046	94	股权激励限售股份
红蜻蜓	2018-06-29	22,809	41,720	18,071	43	41,720	40,880	98	首发原股东限售股份
报喜鸟	2018-07-19	720	126,329	109,647	87	126,329	110,367	87	股权激励限售股份
富安娜	2018-07-23	280	87,116	50,333	58	87,116	50,613	58	股权激励限售股份
新澳股份	2018-07-30	6,849	39,365	32,306	82	39,365	39,155	99	定向增发机构配售股份
维格娜丝	2018-08-03	119	18,055	14,798	82	18,055	14,917	83	股权激励限售股份
红豆股份	2018-08-03	46,647	253,326	202,989	80	253,326	249,636	99	定向增发机构配售股份
富安娜	2018-08-06	312	87,116	50,613	58	87,116	50,925	58	股权激励限售股份
起步股份	2018-08-20	17,190	46,998	4,700	10	46,998	21,890	47	首发原股东限售股份
摩登大道	2018-09-04	2,342	71,252	44,829	63	71,252	47,171	66	定向增发机构配售股份
开润股份	2018-09-11	39	21,768	6,376	29	21,768	6,415	29	股权激励限售股份
拉夏贝尔	2018-09-25	9,103	54,767	5,477	10	54,767	14,580	27	首发原股东限售股份
伟星股份	2018-09-28	763	75,802	62,214	82	75,802	62,977	83	股权激励限售股份
安正时尚	2018-10-10	105	40,446	10,447	26	40,446	10,551	26	股权激励限售股份
天创时尚	2018-10-12	116	43,140	12,740	30	43,140	12,856	30	股权激励限售股份

红蜻蜓	2018-10-19	388	58,408	57,232	98	58,408	57,620	99	股权激励限售股份
新澳股份	2018-11-05	210	39,365	39,155	99	39,365	39,365	100	股权激励限售股份
南极电商	2018-11-09	3,114	245,487	145,126	59	245,487	148,240	60	定向增发机构配售股份
富安娜	2018-11-12	19	87,116	50,925	58	87,116	50,943	58	股权激励限售股份
水星家纺	2018-11-20	2,191	26,667	6,667	25	26,667	8,858	33	首发原股东限售股份
健盛集团	2018-12-03	1,374	41,636	30,000	72	41,636	31,374	75	定向增发机构配售股份
振静股份	2018-12-18	5,350		6,000	25		11,350	47	首发原股东限售股份
天创时尚	2018-12-26	3,573		12,856	30		16,430	38	定向增发机构配售股份
黑牡丹	2018-12-26	25,157		79,552	76		104,710	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