

纺织服装

证券研究报告

2018年12月02日

中美贸易摩擦缓和，推荐高性价比电商、纺织制造及高股息率组合
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，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：**本周上证指数上涨 0.34%，申万纺织服装板块上涨 0.33%，板块整体 PE (TTM) 为 19.50。个股方面，多喜爱、健盛集团、星期六涨幅居服装板块前三；梦洁股份、如意集团、上海三毛跌幅居前三。

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。

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，而根据国家气候中心的预计，由于厄尔尼诺现象，18 年冬我国大部分地区气温偏高，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%+。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，

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

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

行业走势图


资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报: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》 2018-11-26
- 2 《纺织服装-行业研究周报:三季报披露结束，建议关注电子子板块及纺织制造板块投资机会》 2018-11-11
- 3 《纺织服装-行业专题研究: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》 2018-11-08

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。

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 2018-11-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	33.56	买入	0.61	0.81	1.17	2.07	55.02	41.43	28.68	16.21
002127.SZ	南极电商	7.81	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	35.50	22.31	15.31	10.70
601339.SH	百隆东方	5.32	买入	0.33	0.42	0.51	0.59	16.12	12.67	10.43	9.02
603558.SH	健盛集团	10.07	买入	0.00	0.51	0.65	0.78		19.75	15.49	12.91
603365.SH	水星家纺	13.44	买入	0.97	1.14	1.36	1.61	13.86	11.79	9.88	8.35
603808.SH	歌力思	16.26	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	18.07	14.65	12.41	10.16
002832.SZ	比音勒芬	31.13	买入	0.99	1.44	1.96	2.56	31.44	21.62	15.88	12.16
603877.SH	太平鸟	17.78	买入	0.95	1.31	1.77	2.13	18.72	13.57	10.05	8.35

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

1. 本周观点：中美贸易摩擦缓和，推荐高性价比电商、纺织制造及高股息率组合

1.1. 核心观点：中美贸易战暂停，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，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：中美贸易摩擦缓和，推荐高性价比电商、纺织制造及高股息率组合

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：百隆东方、健盛集团。

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。由于水星今年线上渠道受到拼多多等平台的挤压，公司通过组织架构的调整，对于每个电商平台设立专门的小组进行不同的产品开发和策略，目前成效逐渐显现，预计未来线上渠道将持续恢复。

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/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，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 2018/11/30	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	<p>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%。</p>	33.56	176.6	252.7	37.6%	41.3	28.9	73.03
南极电商	<p>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。</p>	7.81	868.6	1,251.3	55.5%	22.1	15.3	191.73
百隆东方	<p>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。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。</p>	5.32	635.4	760.5	24.9%	12.6	10.5	79.80
健盛集团	<p>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，杭州基地已落成，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jason 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。</p>	10.07	213.7	270.9	43.5%	19.6	15.5	41.93

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至 11 月 30 日

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>	13.44	302.8	359.9	18.3%	11.8	10.0	35.84
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>	16.26	373.9	440.2	20.7%	14.7	12.4	54.80
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>	31.13	261.3	356.3	40.6%	21.6	15.8	56.45
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>	17.78	631.3	850.5	36.5%	13.5	10.1	85.48

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 收盘价及市值截至 11 月 30 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*	22.1	15.3	53.0%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,251.3	1,783.9	191.7
开润股份*	41.3	28.9	37.6%	32.4%	43.1%	133.4	176.6	252.7	449.0	73.0
比音勒芬*	21.6	15.8	40.6%	45.0%	36.4%	180.2	261.3	356.3	464.1	56.5
森马服饰*	15.6	12.9	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	245.4
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	353.1
百隆东方*	12.6	10.5	24.9%	30.3%	19.7%	487.7	635.4	760.5	890.7	79.8
罗莱生活*	12.5	10.5	23.4%	28.6%	18.4%	427.9	550.2	651.3	763.8	68.7
维格娜丝	10.1	8.5	31.2%	44.3%	19.3%	189.9	274.1	327.0	384.3	27.8
天创时尚	15.2	12.9	34.1%	52.4%	18.0%	187.9	286.4	338.0	376.6	43.7
朗姿股份	14.4	12.5	24.1%	34.3%	14.7%	187.6	251.9	288.9	341.6	36.2
新野纺织	7.9	6.6	24.6%	29.7%	19.6%	292.2	379.0	453.2	540.6	30.1
七匹狼	14.0	12.4	12.2%	11.6%	12.7%	316.6	353.4	398.3	435.0	49.3
富安娜	11.7	10.1	17.3%	18.5%	16.1%	493.5	584.5	678.4	777.1	68.6
九牧王	13.3	11.7	12.5%	11.5%	13.6%	494.1	550.8	625.8	704.7	73.3
孚日股份	10.2	9.3	10.3%	10.3%	10.4%	410.2	452.5	499.5	558.5	46.3
伟星股份	14.0	12.4	9.7%	7.0%	12.6%	364.6	390.0	439.0	492.0	54.7
拉夏贝尔*	7.8	7.1	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	44.3
鲁泰A	9.4	8.5	7.3%	4.0%	10.6%	841.2	874.6	967.6	1,044.4	82.3
航民股份	8.8	8.1	9.2%	10.2%	8.3%	573.6	631.8	684.3	748.7	55.7
雅戈尔	16.4	14.8	150.0%	461.8%	11.3%	296.7	1,667.0	1,855.0	0.0	274.0
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	32.1
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

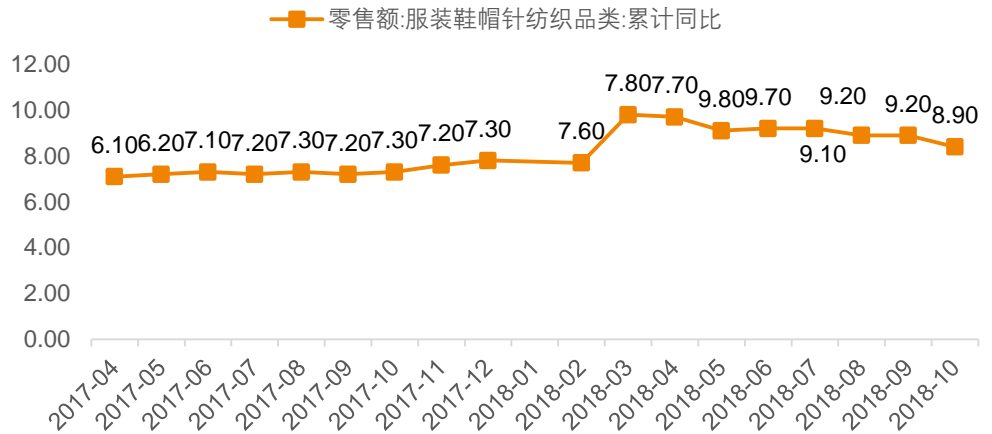
备注：1) 市值截至时间 2018 年 11 月 30 日；

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

(2) 本周行业数据：10 月社零降速验证前期判断，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，而根据国家气候中心的预计，由于厄尔尼诺现象，18 年冬我国大部分地区气温偏高，冬装销售情况预计不甚理想。

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）三季报总结：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；双十一销售情况较好，实现销售额 2.38 亿元，相比 17 年双十一同比增长 4%。由于水星今年线上渠道受到拼多多等平台的挤压，公司通过组织架构的调

整，对于每个电商平台设立专门的小组进行不同的产品开发和策略，目前成效逐渐显现，预计未来线上渠道将持续恢复。

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，电子商务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。

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. 百隆东方：首次覆盖报告：预计越南产能持续释放，净利率稳步提升

公司越南产能预计快速稳定释放，海外高盈利能力随产能占比增加有望带动整体净利率持续提升，同时国内订单趋稳下越南订单有望超预期。

需求：公司订单增长：1、头部客户（申洲国际等）订单集中度提升；2、受中美贸易战影响，国际客户（尤其是美国）订单有向海外转移意愿及趋势等因素导致海外订单供不应求，有望超预期。3、国内订单基本稳定，虽然出口海外的国际客户订单部分转移，但公司积极开发下游国内品牌客户，同时国内品牌由于供应商集中趋势明显，会加强对色纺纱细分龙头的采购，综合来看公司在国内能够补充转移后的订单需求缺口，预计基本稳定。

供给：1、量：随着越南 B 区纱线生产项目逐步投产，公司产能释放确定性强，每年将在下半年释放 20 万锭新增产能，18-20 年越南产能增速预计为 40%/29%/22%；国内产能基本保持平稳；预计 18 年-20 年公司总产能分别为 140/160/180 万锭，考虑到公司每年新增产能都将在下半年释放，故公司整体实际利用产能预计分别为 130/150/170 万锭，总产能增速预计为 17%/14%/13%，到 2022 年越南产能占比将超过 2/3。**2、价：**棉价稳中有升，

库存充足，公司目前在越南的棉花储备可以用 9 到 10 个月左右，国内的储备可以用 4 个月左右，毛利率平稳上升。

盈利能力：越南税收优惠、贸易环境良好、成本优势等因素驱动下，18H1 公司越南工厂净利率高于国内工厂净利率约 6%超预期，预计随越南产能占比提升，拉动公司整体净利率上升，ROE 持续提升。

核心竞争优势：进入头部客户供应链，稳定增长；越南产能具备规模及先发优势，政策红利对于后者逐渐减少；资本支出持续投入提升技术优势。

扰动因素：人民币贬值，报表端增加营收和利润规模，促进出口；公司有约 1 亿美元净资产，汇兑损失变为收益，降低财务费用，增加利润弹性。

首次覆盖给予买入评级，目标价 7.65 元。预计 2018-2020 年营收为 61.5/70.1/80.9 亿元，同比增长预计 3.29%/14.07%/15.42%；净利润为 6.33/7.56/8.92 亿元，同比增长 29.79%/19.48%/17.96%；EPS 预测为 0.42/0.51/0.59 元，每股净资产为 5.05/5.28/5.53；参考纺织制造行业平均 PE，给予 19 年 15XPE，对应目标价 7.65 元。

风险提示：越南产能释放进程缓慢、东南亚地区反华等政治风险、国内订单量大幅下滑、棉价及汇率剧烈波动等

（摘自 11 月 29 日发布的首次覆盖报告《百隆东方：首次覆盖报告：预计越南产能持续释放，净利率稳步提升》）

2.2. 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。双十一销售情况较好，实现销售额 2.38 亿元，相比 17 年双十一同比增长 4%。由于水星今年线上渠道受到拼多多等平台的挤压，公司通过组织架构的调整，对于每个电商平台设立专门的小组进行不同的产品开发和策略，目前成效逐渐显现，预计未来线上渠道将持续恢复。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》）

2.3. 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》）

2.4. 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》）

2.5. 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，公司受业绩受益于行业发展；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。

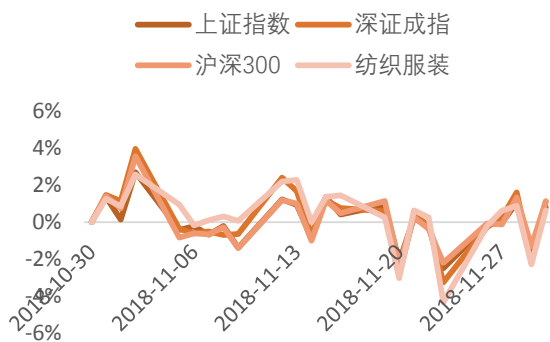
(摘自 9 月 21 日发布的公司深度报告《健盛集团：公司深度：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强》)

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

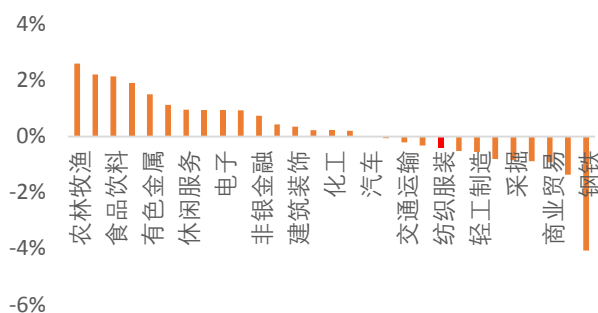
本周上证指数收于 2588.19 点，较上周收盘上涨 0.34%；深证成指收于 7681.75 点，较上周收盘上涨 0.59%；沪深 300 收于 3172.69 点，较上周收盘上涨 0.93%；申万纺织服装板块收于 1853.69 点，较上周收盘下跌 0.40%。

图 5：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

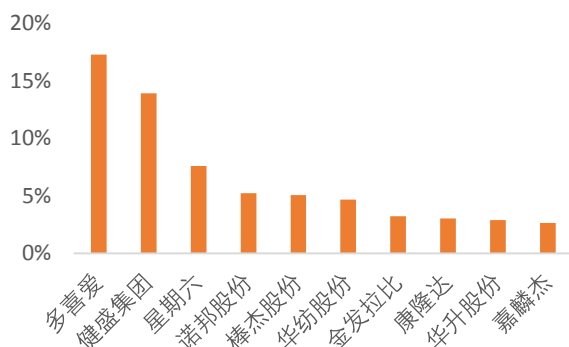
图 6：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

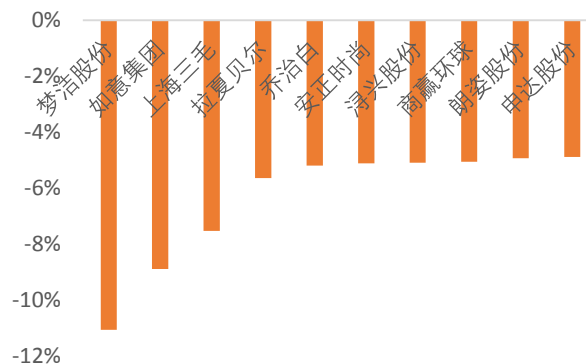
个股方面，多喜爱、健盛集团、星期六涨幅居服装板块前三；梦洁股份、如意集团、上海三毛跌幅居前三。

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。

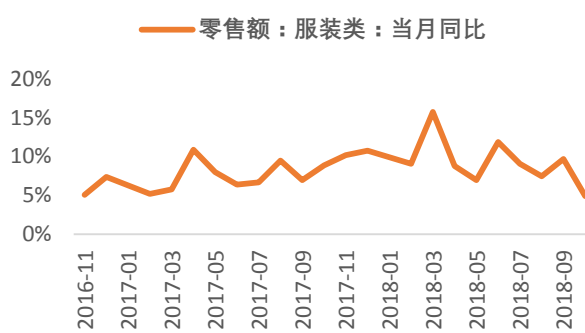
截至 2018 年 10 月，社会消费品零售总额同比增长 8.60%，相比 2018 年 9 月份的 9.20%略有下降，服装鞋帽针纺织品类累计同比 8.40%。

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 (%)



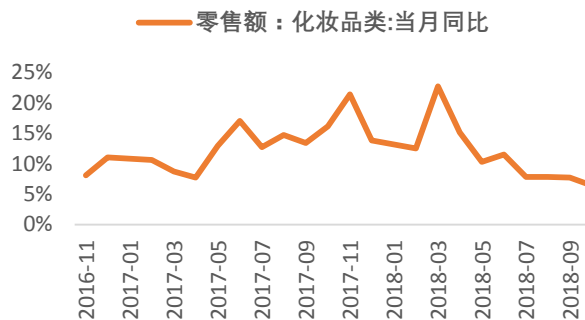
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



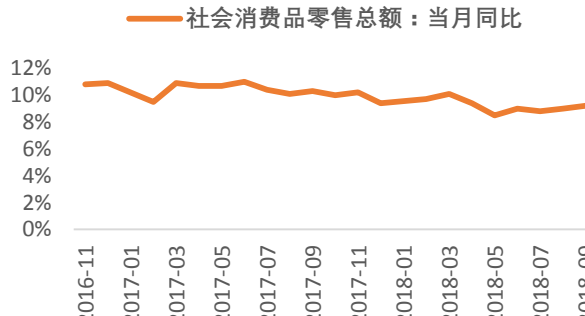
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

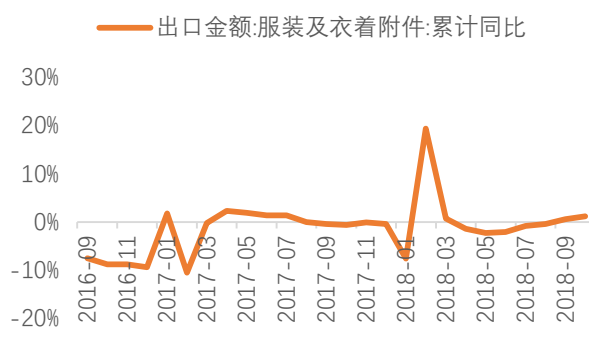
截至 2018 年 10 月，据海关总署发布的数据显示 10 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 97.43 亿美元，同比上升 6.08%；累计出口 989.71 亿美元，同比增长 9.90%，增速相比 9 月有所降低；服装及衣着附件 10 月的出口金额为 135.13 亿美元，同比上升 8.13%，累计出口 1,318.33 亿美元，同比上升 1.20%，相比 9 月份（同比下降 0.60%）有所上升。

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：120.09，较上周下跌 0.60%。

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%。

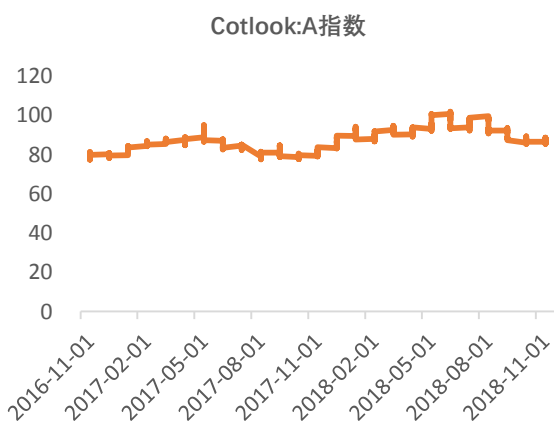
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 13900.00 元/吨，较上周价格上涨 0.72%。粘胶长丝本周均价 37,700 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 8,700.00 元/吨，较上周价格下降 2.25%。涤纶长丝 POY 本周均价为 8250.00 元/吨，较上周下降 5.17%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 9550.00 元/吨，较上周下降 4.50%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 10200.00 元/吨，较上周下降 3.32%。

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

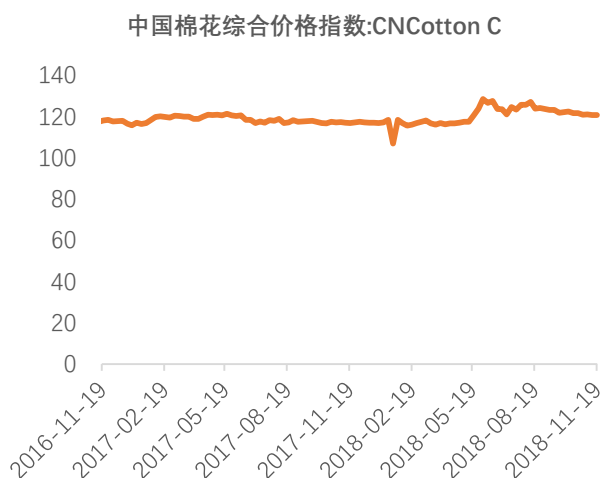
国内棉纱产量：10 月棉纱产量 284.00 万吨，当月同比上涨 0.40%。

图 17：2016 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



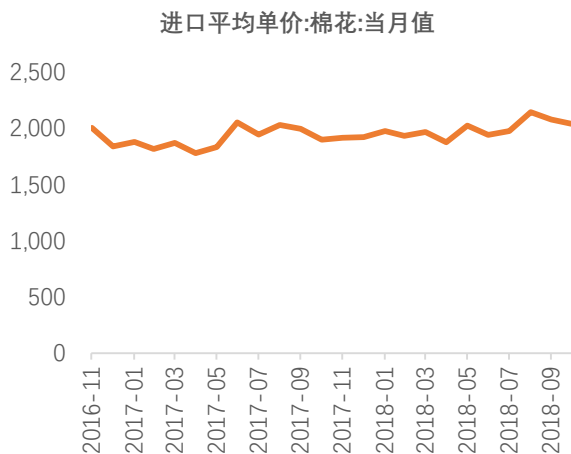
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年至今中国棉花综合价格指数走势



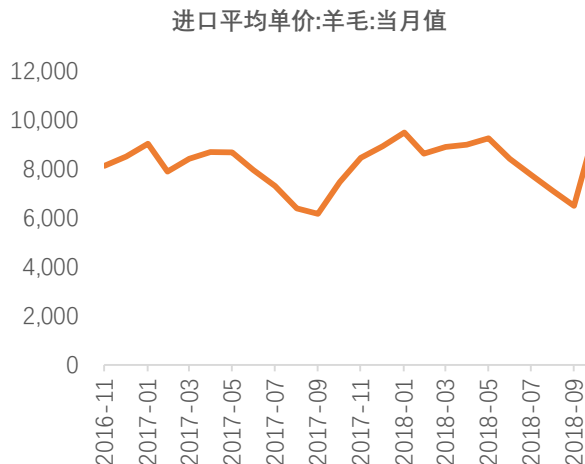
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



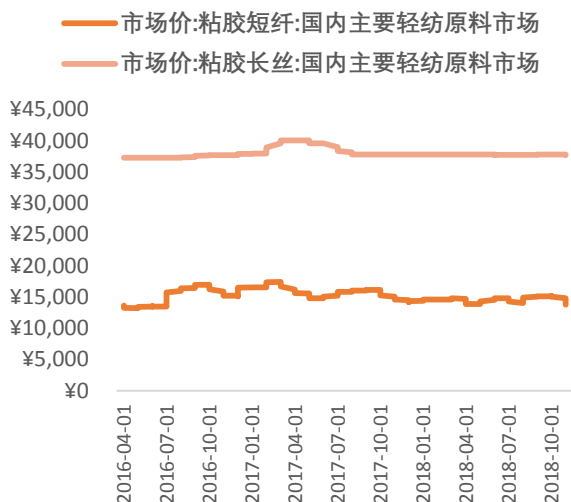
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



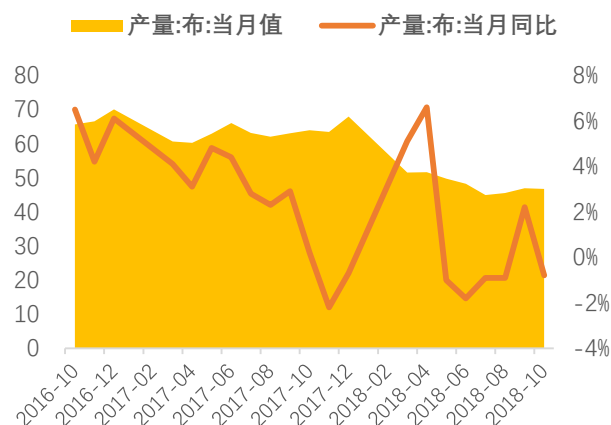
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



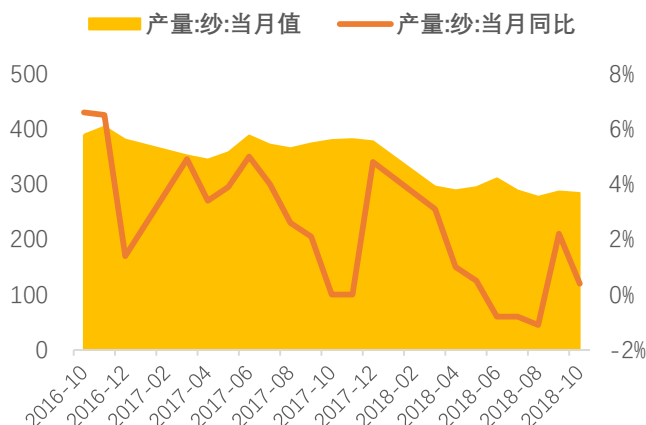
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



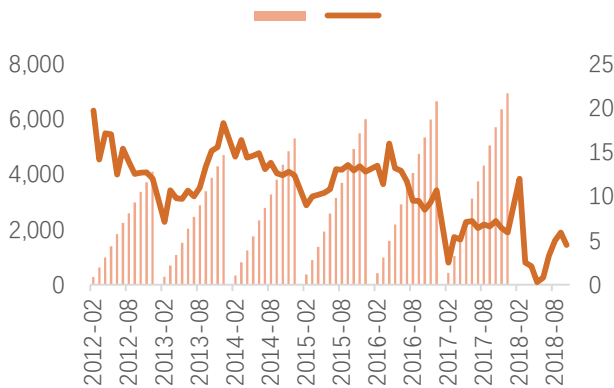
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）。

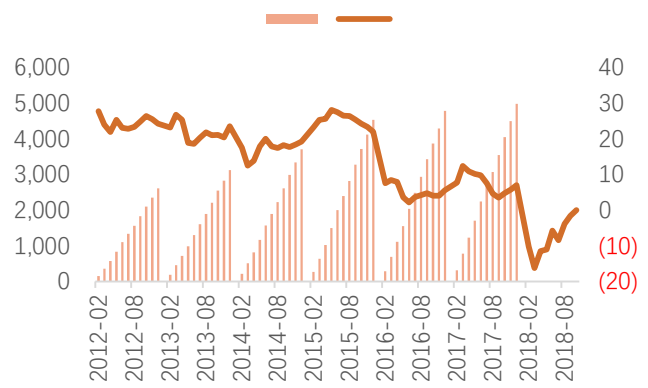
服装行业固定资产投资：2018年10月，纺织服装行业固定资产投资同比减少0.30%，较上月同比增速有所上升（+1.30pct）。

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，%）



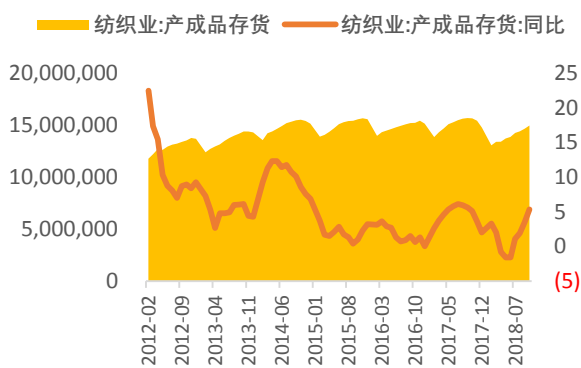
资料来源：Wind，天风证券研究所

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10月，纺织行业产成品库存1,494.3亿元，同比增长5.30%，较上月增速有所增加（+1.80pct）。

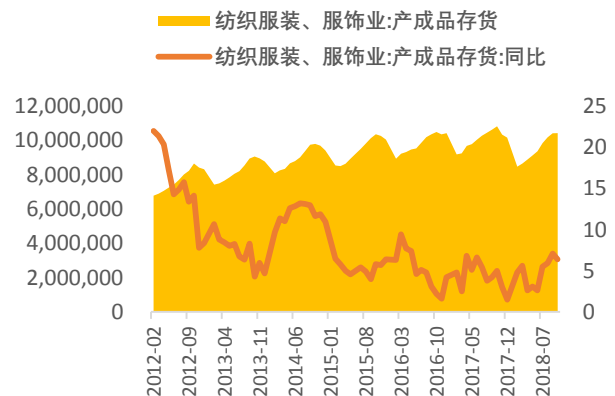
服装行业库存情况：2018年10月，服装行业产成品库存1,041.3亿元，同比增长6.40%，较上月增速有所放缓（-0.70pct），库存继续上升创造年内新高。

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：

孚日股份（002083.SZ）公司实际控制人孙日贵先生追加质押280万股给国泰君安证券股份有限公司。截止本公告日，公司累计质押股份3050万股，占公司总股本的3.36%。

罗莱生活(002293.SZ)本次限制性股票授予完成后, 公司股本总数由原来的 7.45 亿股增加至 7.54 亿股。薛伟成先生、余江县罗莱投资控股有限公司、伟佳国际企业有限公司、上海伟发投资控股有限公司持有的股份数不变, 持股比例分别变为 0.32%、11.36%、16.57%、4.09%, 本次限制性股票激励计划限制性股票授予未导致公司控制权变化。

拉夏贝尔(603157.SH)公司以 3534 万欧元的价格收购 NafNafSA 60%的股份。本次交易之前, 公司已完成 NafNafSAS40%股权的间接收购。

健盛集团(603558.SH)公司本次上市流通的非公开发行部分限售股涉及三家投资者, 共计 1373.82 万股, 占总股本的 3.30%, 将于 2018 年 11 月 30 日起上市流通。

搜于特(002503.SZ)公司将非公开发行股份募集资金投资项目中尚未使用的募集资金及利息合计 4.09 亿元变更用于“优化时尚产业供应链管理项目”的资金投入。截至本公告日, 公司合计已使用募集资金 18.12 亿元人民币, 剩余募集资金 7.25 亿元人民币。

红豆股份(600400.SH)控股子公司上海骏达的参股公司力合科创正与通产丽星筹划重大资产重组, 通产丽星拟以发行股份购买资产方式收购力合科创 100%股权, 其中上海骏达持有力合科创 9.46%股权。预计本次交易不会对公司产生重大影响。

森马服饰(002563.SZ)1) 股东部分股份解除质押公告: 公司控股股东邱坚强解除质押股份 300.00 万股给方正证券, 占总股本的 0.83%。截至本公告日, 邱坚强持有公司股份 3.60 亿股, 占总股本的 13.34%。2) 董事、高管增持暨控股股东减持公告: 公司控股股东邱光和分别转让持有股份 537.13 万股、268.57 万股给董事徐波及高管邵飞春, 分别占总股本的 0.20%、0.10%。截至本公告日, 邱光和持有公司股份 4.56 亿股, 占总股本的 16.90%。

海澜之家(600398.SH)公司拟以自有资金 9.98 亿元, 回购部分社会公众股份约 8316.66 万股, 约占总股本的 1.85%。回购后公司无限售流通股约为 44.09 亿股。

柏堡龙(002776.SZ)公司股东西藏瑞华减持股份 1296.20 万股, 占总股本的 3.59%。截至本公告日, 西藏瑞华持有公司股份 1516.48 万股, 占总股本的 4.20%。

华孚时尚(002042.SZ)1) 董事会换届选举公告: 公司董事会提名孙伟挺、陈玲芬、孙小挺、张际松、程桂松、王国友、为第七届董事会非独立董事候选人; 提名胡永峰、陈卫滨、孔祥云、高卫东为第七届董事会独立董事候选人。2) 第三期员工持股计划公告: 员工持股计划将按照不超过 1:1 的比例募资设立, 总规模不超过人民币 2.00 亿元, 用于购买华孚时尚股票。

3.3.2. 海外板块公告:

维珍妮(2199.HK)公司截至 2019 年 9 月 30 日前六个月实现营收 30.62 亿港元, 较上年同期增长 8.9%, 归母净利润为 1.34 亿港元, 较上期增加 39.9%。

南旋控股(1982.HK)公司截至 2019 年 9 月 30 日前六个月实现营收 28.81 亿港元, 较上年同期增长 36.3%, 归母净利润为 2.36 亿港元, 较上期减少 19.2%。

新秀丽(1910.HK)Reza Taleghani 先生已获委任为本集团之财务总监, 负责本集团的企业财务管理、会计、全球投资者关系、对外申报、财务规划及分析、司库职能以及合并收购, 将向本公司行政总裁及执行董事 Kyle Gendreau 先生汇报, Kyle Gendreau 先生不再担任本集团临时财务总监。

3.4. 行业新闻动态

GAP 称要关店数百家 是遭遇“中年危机”吗(品牌服装网 2018-11-26) 日前, GAP 集团公布了截至 11 月 3 日的第三季度业绩状况。数据显示, 该集团期内实现净利润为 2.66 亿美元, 同比增长 16%, 这主要是归功于 GAP 集团旗下其他两个品牌 Old Navy 和 Banana Republic 销售额的增长。值得一提的是, 与 Old Navy 和 Banana Republic 两品牌的快速增长相比, 其主要品牌 GAP 的可比销售额同比下跌 7%。

美特斯邦威推进“百城千店”计划 靠线下门店止亏(品牌服装网 2018-11-26) 传统服装

零售企业正走向衰落，为了挽救业绩它们不得不持续关店，开始发展电商业务。不过，美特斯邦威仍然凭借布局线下渠道挽救了亏损的业绩。据美特斯邦威集团董事长周成建先生介绍，在积极践行“百城千店”+新兴购物中心的渠道发展战略的背景下，未来，美邦将继续开新店、开好店，在东南、西南、西北、东北，华东，布局更多的全新多元时尚家庭式购物体验店。

终止和 YNAP 合作 开云集团将把旗下品牌电商收归自营(品牌服装网 2018-11-27) 11月26日，开云集团发布声明称，集团将在数字化战略方面做出多项调整措施。其中极为引人注目的一项，便是将旗下品牌官网电商业务全部收归自营。开云集团一直非常重视电商和数字化战略的发展。据集团本财年第三季度的业绩报告显示，集团三季度线上销售增幅超过了80%，占到总销售额的6%。

香水行业很吃香？Zara 母公司即将把香水作为新增长点？(品牌服装网 2018-11-27) Massimo Dutti 品牌是与 Zara 品牌一样隶属于 Inditex 集团的，从一开始靠男装起家的它，如今还涉及了女装、童装于香水系列。近期，之所以传 Zara 母公司即将把香水作为新增长点，则就是因为，Massimo Dutti 品牌在葡萄牙里斯本开设了一家概念店，在店中，除了准备了男装剪裁工艺空间展示与售卖男女装以外。该店还有一个重中之重就是名为“气味的秘密 (The Secret of Scents)”香水系列新品，以及与该系列同时发布会的关于香水制作与历史限量版书籍。

思捷环球未来 5 年战略计划 将在中国新增 220 家店(品牌服装网 2018-11-28) ESPRIT 对中国市场仍持乐观心态，预计到 2023 年，ESPRIT 将在中国地区新增 220 家店铺，而此前，ESPRIT 曾在中国市场大举关店。数据显示，2017 年，ESPRIT 在中国内地净关闭 57 家零售和批发门店，香港净减少 3 家直营门店。

拼多多 App(买家版) 遭苹果下架 坚决抵制两面派(品牌服装网 2018-11-28) 拼多多 App (买家版) 已经被苹果应用商店下架。记者尝试在 app store 中搜索“拼多多”，目前只能看到商家版，而买家版已看不到踪影。拼多多回复称，拼多多新发版的 iOS 客户端 (买家版) 存在技术 bug，导致短期下架。目前已与苹果官方取得联系，将在紧急修复后尽快上架。安卓应用商店和 iOS 客户端 (商家版) 下载不受影响。

4. 近期重要事项提醒

表 1: 近期上市公司股东大会信息

红蜻蜓	公司	地点	时间
12.4	希努尔	广东省广州市天河区花城大道 20 号远洋大厦 9 楼会议室	13:00
12.6	红蜻蜓	浙江省温州市永嘉县瓯北街道五星工业园红蜻蜓大厦	14:30
12.17	海澜之家	江苏省江阴市华士镇公司会议室	10:30

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 24,000	30,000	72	41,636 24,000	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	43,140	12,856	30	43,140	16,430	38	定向增发机构配售股份
黑牡丹	2018-12-26	25,157	104,710	79,552	76	104,710	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