

2018-12-2

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

纺织品、服装与奢侈品行业

海外观察 18Q3：运动景气、大众分化、奢侈品放缓

报告要点

■ 本周专题

本周，我们选取体育运动、奢侈品、快时尚三大领域的代表性海外公司，通过对其最新财报进行梳理以期发现：哪些细分子行业在经济下行中表现相对较优？这些巨头分品类、区域、品牌的增长情况如何？以及这些巨头当前正采取怎样的发展战略？希望对国内品牌零售市场及以本土品牌研究有所借鉴。

从大中华区表现来看，1) **运动**：受益于行业渗透率持续提升，格局较优的体育运动子行业仍表现出高景气度，未现明显放缓，18Q3 NIKE 及 adidas 大中华区仍维持 20%+ 的高速增长，国内运动公司除 361 度外亦保持双位数增速；2) **奢侈品**：无论是全球或是大中华区增速多有所回落，高端消费面临一定压力，但其增速水平仍多维持在两位数，说明其较为稳定的消费需求和能力；3) **快时尚**：除优衣库经历前期调整业绩创出新高外，其余公司多处于调整的不同阶段。大众品牌服饰行业市场规模大、集中度低，国内品牌崛起及电商发展一定程度弱化了国际品牌竞争优势，因此公司表现分化，未表现出一致性。此外，**数字化、电商、直接面向消费者 (DTC)、快速反应**等关键词正被越来越多的巨头提及。基于数字化及电商渠道的发展，将有助于实现更大范围的消费者覆盖、更及时的消费需求把握、更精准的消费识别和营销；同时，即使对于体育和奢侈品牌来说，预计更快速的供应链反应会是未来的主流方向之一。

■ 行业观点

12 月 1 日晚，中美就经贸问题达成共识，决定停止升级关税等贸易限制措施。我们认为这将从业务和情绪上缓解此前中美贸易摩擦升温的影响：一是海外订单可能由观望转为正常化，二是随之在市场情绪上也会得到修复。叠加此利好，我们仍持续推荐越南布局优势的**百隆东方、健盛集团**，以及超跌和回购支撑的**华孚时尚**。高基数及暖冬背景下，预计品牌服饰未来两个季度收入表现仍将承压，但整体风险不大。建议中长期仍优选**森马、太平鸟和歌力思**等不断进化的品牌，短期关注超跌或回购支撑的**海澜、富安娜和安正**。经济承压相对利好高性价比品牌，并购及再融资政策放松亦一定程度利好**南极、跨境通、开润股份**。

■ 行情回顾

上周，纺织服装行业板块下跌 0.40%，同期沪深 300 指数上涨 0.93%，纺织服装板块跑输大盘 1.33 个百分点，排名第 20。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

相关研究

《从股份回购角度看纺服公司投资价值》
2018-11-25

《棉价短期承压，下游景气转淡，关注越南布局企业》
2018-11-18

《增值税税率下调对行业影响几何？》
2018-11-11

风险提示： 1. 终端零售环境恶化的风险； 2、外延并购及内部整合不及预期的风险； 3、原材料价格及汇率大幅波动的风险。

目录

海外观察 18Q3：运动景气、大众分化、奢侈品放缓.....	4
运动：仍表现出高景气度，但复古潮流有所减弱.....	4
奢侈品：最大奢侈品消费群体承压，增速环比多回落.....	6
快时尚：优衣库业绩创新高，快时尚巨头寻数字化转型.....	8
总结：运动仍景气，数字化及 DTC 是重要方向.....	11
行业观点.....	11
公司事件跟踪.....	13
行情回顾.....	15
数据追踪.....	16
宏观数据跟踪.....	16
原材料价格跟踪.....	16

图表目录

图 1：典型海外体育运动公司分季度收入增速.....	4
图 2：重点国内体育运动公司 18Q2/18Q3 零售表现.....	4
图 3：2017 年，全球个人奢侈品消费市场按地区及人群划分.....	6
图 4：典型奢侈品/轻奢公司分季度的收入增速.....	7
图 5：典型奢侈品公司亚洲/亚太区分季度收入增速.....	7
图 6：FY2018,迅销实现营业收入 2.13 万亿日元，同比增长 14.4%.....	9
图 7：FY2018,迅销实现净利润 1548 亿日元，同比增长 30.9%.....	9
图 8：FY2018,优衣库大中华区实现营业收入 4398 亿日元.....	9
图 9：FY2018，优衣库大中华区门店数量达到 633 家.....	9
图 10：18H1，ITX 同店增速为 4%，较上年同期出现下降.....	9
图 11：18H1，公司门店数量为 7422 家，上一期末出现下降.....	9
图 12：GAP 旗下各品牌分季度可比增速.....	10
图 13：GAP 及香蕉共和国北美区域持续关店.....	10
图 14：H&M 中国区经过前期调整，收入增速开始逐渐恢复.....	11
图 15：本周纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅.....	15
图 16：年初至今纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅.....	15
图 17：本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名.....	15
图 18：纺织服装板块 PE 历史走势.....	15
图 19：10 月，纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 6.08%.....	16
图 20：10 月，服装及衣着附件出口金额同比增长 1.20%.....	16
图 21：截至 11 月 30 日，国内外棉价差为 438 元/吨.....	16
图 22：截至 11 月 30 日，国内外棉价差（滑准税）为-440 元/吨.....	16
图 23：截至 11 月 30 日，国内外纱线价差为 134 元/吨.....	17

图 24: 截至 11 月 29 日, 坯布价格为 5.66 元/米	17
图 25: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)	17
图 26: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)	17
表 1: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/12/01-2019/02/01)	13
表 2: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/12/01)	13
表 3: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/11/01-2018/12/01)	14
表 4: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司	14
表 5: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司	15
表 6: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司	15

海外观察 18Q3：运动景气、大众分化、奢侈品放缓

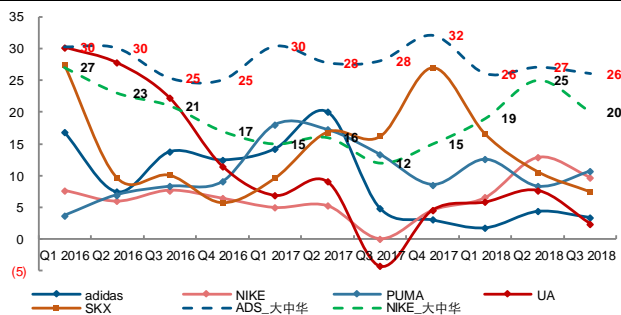
宏观经济承压,社零总额及限额以上服装零售增速环比均有所放缓,国内品牌服饰 18Q3 收入及业绩增速也表现出一定压力;在去年同期高基数背景下,市场对品牌服饰企业未来表现相对悲观。考虑到服装零售是一个充分竞争的市场,愈来愈多的国际品牌在国内服装零售市场中占据重要地位,因此对国际品牌大中华区零售表现及其发展战略的分析,也将越来越重要。

本周,我们选取体育运动、奢侈品、快时尚三大领域的代表性海外上市公司,通过对其最新财报进行梳理以期发现:哪些细分子行业在经济下行中表现相对较优?这些巨头分品类、区域、品牌的增长情况如何?以及这些巨头当前正采取怎样的发展战略?希望对国内品牌零售市场及以本土品牌研究有所借鉴。

运动：仍表现出高景气度，但复古潮流有所减弱

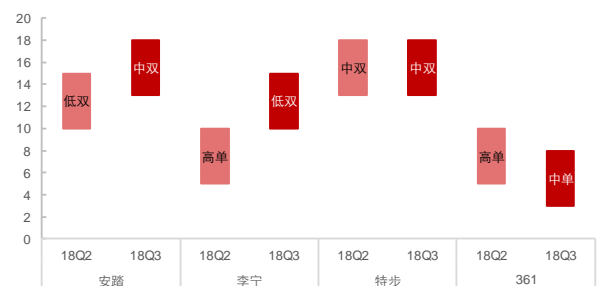
从重点体育运动公司三季度表现来看,大致表现出以下几方面的趋势: 1) 18Q3 NIKE 及 adidas 大中华区仍维持 20%+ 的高速增长,对比国内几大体育运动公司 18Q3 数据,除 361 度外,其余均维持双位数增速水平,表明在宏观经济承压的背景下,大中华区体育运动行业仍表现出较高景气度,未现明显放缓; 2) adidas 及 Puma 均表示复古潮流鞋的趋势开始衰减,核心欧洲区域显著放缓; 3) 以 NIKE 及 adidas 为代表的海外巨头均将数字化转型及直接面向终端消费者升至重要战略地位,效果也开始逐渐显现,电商渠道的重要性日渐提升,增速显著优于传统渠道。

图 1：典型海外体育运动公司分季度收入增速



资料来源: Bloomberg,长江证券研究所

图 2：重点国内体育运动公司 18Q2/18Q3 零售表现



资料来源: Wind,长江证券研究所。

adidas：复古潮流趋势衰减，西欧市场下滑，大中华区维持 26% 高速增长

18Q3 (截止 18/9/30), adidas 实现营业收入 58.73 亿欧元, 同增 8% (固定汇率) /3%; 在受到汇率负面因素影响下, 毛利率仍提升 1.4pct 至 51.8%, 主要受益于售价提升、渠道及产品组合优化, 以及采购成本的下降; 营业毛利率提升 1.3pct 至 15.3%, 持续经营净利润同比增长 19% 至 5.59 亿欧元。

分品牌看: adidas 品牌同比增长 10%, 其中运动灵感同增 11%、专业运动受训练及跑步带动同增 8%; 锐步品牌仍处调整中, 同比下滑 5%。分渠道看: 电商渠道同比增长 76%, 较二季度的 26% 大幅加速, 带动 DTC 渠道取得双位数增长。分区域看: 北美区域同比增长 16%, 西欧市场同比下降 1% (公司将西欧市场的下滑主要归因于对 Originals 下的 Superstar、Stan Smith 等复古鞋的过于依赖、新产品线未能及时补充、竞争加剧

及对于潮流趋势的反应过慢)，亚太区受大中华同增 26%驱动同比增长 15%。从大中华区表现来看，三季度 26%增速较二季度 27%基本持平，未表现出明显放缓迹象。

根据 2018 财年指引，受西欧市场表现不及预期影响，公司将全年收入增速预期从约 10% 下调至 8%-9%，但对其他盈利指标均进行了上调，预计全年毛利率提升 1.0pct 至 51.4%（原 50.7%），营业利润率提升 1.0pct 至 10.8%（原 10.3%-10.5%），可持续经营净利润增长 16%-20%至 16.6-17.20 亿欧元（原 13%-17%）。

在发展战略方面，adidas 仍将贯彻最新的五年战略：全新战略目标定位为“Creating the New 立新”，聚焦 3 个关键词：Speed（速度）、Cities（核心城市）、Open source（开放资源）。

NIKE：北美市场强劲复苏，大中华区已连续 17 个季度双位数增长

19Q1（截止 18/8/31），公司实现营业收入 99.48 亿美元，同增 9%（固定汇率）/10%，公司毛利率提升 0.5pct 至 44.2%，净利润同增 15%至 10.92 亿美元。

分品牌看：NIKE 品牌实现收入 94.17 亿美元，同增 10%；Converse 品牌实现营收 5.27 亿美元，扭转上年疲软，固定汇率同比增长 7%。NIKE 品牌分地区看：占比超过 40% 的北美区域同增 6%，较 18Q4 的 3%进一步提升，维持复苏态势；EMEA、大中华区固定汇率同增 9%及 20%。其中，大中华区已连续 17 个季度实现双位数增长，19Q1 大中华区电商收入同比增长达 40%；公司表示大中华区未受到中国经济压力表现出放缓迹象。

公司将双位数增长主要归因于 Consumer Direct Offense 战略的持续推进，数字化推动公司在全部区域，同时包括批发及 DTC 渠道均取得增长。公司认为，数字化转型将是未来重要关注点，将有效加速公司 Triple Double 的落地，即 2X 创新、2X 连接及 2X 速度。

UA：收入端继续放缓，重组效果显现带动盈利改善

18Q3（截止 18/9/30），公司实现营收 14.42 亿美元，同比增长 3%（固定汇率）/2%。分渠道看：批发业务同比增长 4%，环比出现放缓；DTC 受促销活动减少及上年同期高基数影响，同比持平，较 18Q1/Q2 17%/7%的增速放缓明显。分地区看：北美区下降 2%（固定汇率 1%）至 11 亿美元，国际业务同比增长 15%（固定汇率 17%）至 3.51 亿美元；其中 EMEA、亚太及拉美分别增长 15%、15%及 16%。分品类看：服装和鞋类增速分别同比增长 4%及 0%，较 18Q2 10%及 15%的增速放缓明显。

受竞争加剧、重要分销客户破产、运动风潮由专业化向运动休闲转变、产品线过渡扩张导致库存积压等影响，UA 高增长神话破灭，陷入深度调整并进行改革重组，在收缩 SKU 聚焦畅销品类、整合供应商、关闭亏损店铺、裁员、压缩营销费用支出等一系列举措下，18Q3 公司毛利率提升 0.1pct 至 46.1%，剔除重组费用后的调整后毛利率提升 0.2pct 至 46.5%，净利润同比增长 38.8%至 7527 万美元。

对于 2018 财年，公司预计收入同比增长 3%-4%，其中北美区域低个位数下滑，国际业务预计增长 25%，营业利润指引从 1.4-1.6 亿美元调高至 1.50-1.65 亿美元。

PUMA：核心鞋类业务及欧洲市场放缓，美洲及亚太市场维持双位数增长

18Q3（截止 18/9/30），公司实现收入 12.42 亿欧元，同比+14%（固定汇率）/11%，毛利率提升 1.5pct 至 49.6%，营业利润提升 1.5pct 至 10.5%，净利润同比增长 24.7% 至 7.75 亿欧元。

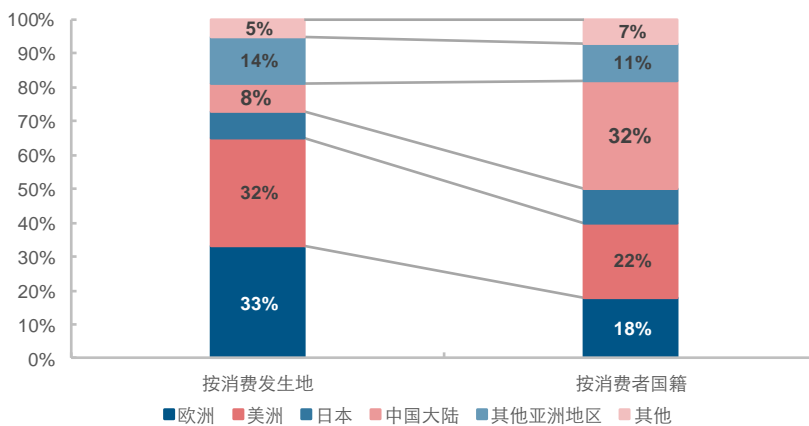
分品类看：固定汇率下，受益 Sportstyle、Teamsport、Motorsport 等新产品系列的发布，服装类业务同比增长 26.8%，较二季度 10.5% 显著加速；但鞋类业务则受到复古潮流鞋热潮衰减，增速较 18Q1/18Q2 的 26.3%/18.4% 显著放缓至 6.1%。分地区看：美洲及亚太区分别同比增长 15.8% 及 22.8%，EMEA 增速放缓至 8%。

公司上调全年业绩展望，预计固定汇率同比增长 14%-16%（18Q1 上调后为 12%-14%），全年营业利润目标上调至 3.25-3.35 亿欧元（18Q1 上调后为 3.1-3.3）。

奢侈品：最大奢侈品消费群体承压，增速环比多回落

根据 Bain 最新的全球奢侈品行业研究报告显示，2017 年全球个人奢侈品消费市场规模为 2540 亿欧元，预计 2018 年达到 2600 亿欧元，固定汇率同比增长 6%。中国人是目前全球最大的奢侈品消费群体，购买了全球 32% 的奢侈品，预计这一数字将在 2025 年达到 46%；同时，在海内外价差缩小的背景下，奢侈品消费将出现回流，目前仅有 8% 的奢侈品消费在中国大陆完成，预计 2025 年这一比例将达到 22%。中国消费者的奢侈品购物多在海外完成，因此对奢侈品公司的分析，不仅需要聚焦大中华区，也需要关注海外市场。

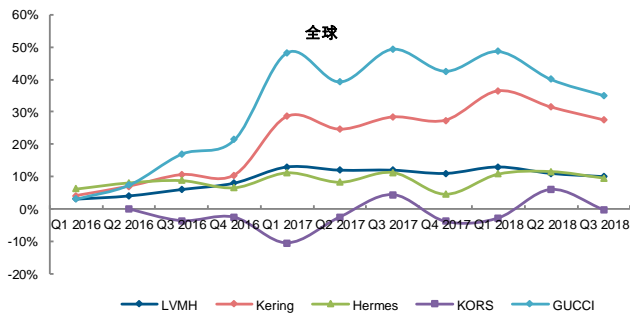
图 3：2017 年，全球个人奢侈品消费市场按地区及人群划分



资料来源：Bain，长江证券研究所

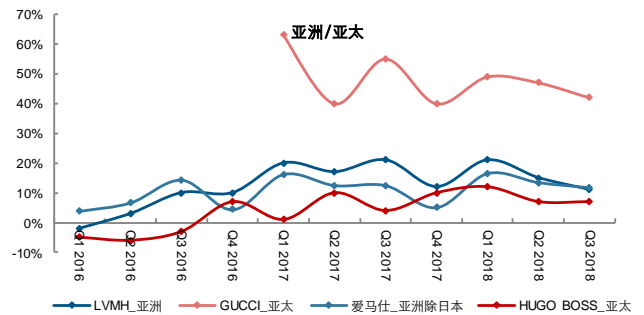
从海外奢侈品集团的最新财报表现来看，18Q3 环比多出现放缓。18Q3，LVMH 亚洲区、GUCCI 亚太区、爱马仕除日本外亚洲区分别同比增长 11%、42%、12%，环比-4%、-5%、-1pct，全球市场增速亦出现一定放缓，表现出高端消费出现承压。在对中国的消费趋势判断上，LVMH 表示中国消费需求出现放缓，但开云集团及爱马仕均表示中国消费未表现出降速。

图 4：典型奢侈品/轻奢公司分季度的收入增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 5：典型奢侈品公司亚洲/亚太区分季度收入增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所。

LVMH：时装皮具加速推动 18Q3 10% 可比增长，中国消费需求出现放缓

18Q3（截止 18/09/30），在时装及皮具业务的出色带动下，LVMH 实现营收 113.79 亿欧元，同比增长 10%（固定汇率）/10%，较 Q2 11% 的增速环比小幅回落。

分地区看：除日本外的亚洲地区领跑全球，Q3 同比增长 11%，但增速较 1H18 18% 环比回落了 7pct；日本、美国及欧洲区分别同比增长 11%、9% 及 10%，欧洲出现加速。分品类看：时装及皮具部门实现 14% 有机增长，环比二季度 13% 小幅加速；葡萄酒和烈酒部门亦出现明显提速，香水及化妆品和钟表部分增速回落，集团整体有机增长维持双位数。

在财报会上，LVMH 财务官表示，中国三季度对 LV 的消费需求减弱，7-9 月 LV 向中国消费者的销售增幅由接近 20% 降至 15% 左右。

KERING：27.5% 增长持续领先奢侈品行业，中国 GUCCI 的消费较 Q2 放缓

开云集团 18Q3 实现营业收入 34.02 亿欧元，固定汇率同比增长 27.5%，环比 18Q2 31.5% 放缓，但依旧大幅领先奢侈品行业。

分地区来看：所有地区增速环比均出现回落，其中北美及亚太市场领跑，分别同比增长 36% 及 33%，占比最大欧洲市场同比增长 19%，除英国外各欧洲国家均取得双位数增长。受益于北美及西欧市场电商（规模占比达到 76%）的带动，电商渠道收入同比增长超过 80%。GUCCI 品牌实现营收 20.96 亿欧元，为集团贡献超过 60% 的收入，三季度可比增长 35.1%；其中，亚太及北美分别录得 42% 及 41% 可比增长，西欧市场录得 25% 增长。

针对投资者对中国经济放缓的担忧，开云集团首席财务官在业绩会上表示，三季度未见 Gucci 中国市场放缓，中国消费者购买 Gucci 的支出，无论是在本土还是旅游市场较 Q2 有所放缓，但较 Q1 则出现一定提速。

Hermes：最大皮具和皮具部门加速推动收入 9.6% 可比增长，中国消费未现降速

18Q3，爱马仕实现销售收入 14.63 亿欧元，同比增长 9.6%（固定汇率）/9.4%，较二季度 11.6% 的增速有所放缓。

分地区看：日本区域增速由上季度 6.1% 提速 2pct 至 8.1%，除日本外亚洲地区同比增长 11.7%，较 Q2 的 13.4% 有所放缓，美洲及欧洲区可比增长 14.0% 及 5.6%，亦出现一定放缓。分业务看：受益市场对爱马仕品牌经典和其他款式（如 Roulis、Lindy 和 Cinhetic 手袋）产品需求的稳步增长，皮具和皮具这一最大品类的增速从二季度的 8.4%

扩大至 11.7%，成衣和珠宝及家居部门均实现双位数增长，手表同比增长与二季度基本持平，丝绸纺织品及香水则轻微下滑。

公司 CEO 表示，当前阶段对中国的奢侈品消费未发现任何改变，尽管受到汇率波动的影响，但中国游客在海外市场消费依旧稳健。

快时尚：优衣库业绩创新高，快时尚巨头寻数字化转型

从国际四大快时尚集团的表现来看，除优衣库外，其余三大集团在前期快速扩张后增速均出现一定放缓甚至衰退。为应对增速放缓，主要的调整手段包括：持续关闭亏损店铺、放缓线下扩张速度、收缩品牌聚焦核心业务等，同时数字化转型以及重点发展电商渠道也被放在重要的战略位置上：优衣库宣布与谷歌合作向数码零售转型，Inditex 宣布在全球 106 个新市场推出电商业务，H&M 开通天猫旗舰店等，均表现出巨头在电商渠道的发展决心。

Fast retailing：收入及利润均创新高，大中华区表现亮眼

截止 18/8/31 的 18 财年，优衣库收入及盈利均创新高。公司实现营业收入 2.13 万亿日元（约 187 亿美元），同比增长 14.4%；销售毛利率 49.3%，同比增加 0.5pct；营业利润 2362 亿日元，同比增长 33.9%，营业利润率提升 1.6pct 至 11.1%，归属于母公司净利润 1548 亿日元，同比增长 29.8%。

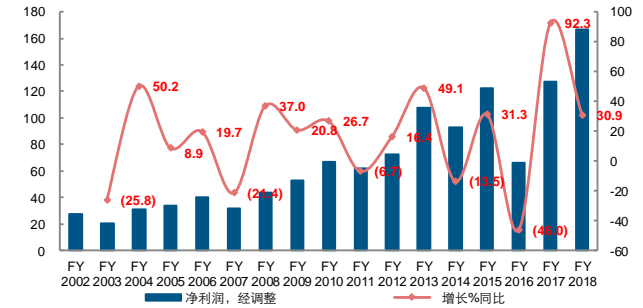
快速扩张的海外业务对公司全年业绩的快速增长做出了重大贡献，优衣库品牌海外收入及利润均超过日本本土。从优衣库品牌来看，日本本土及海外营收分别同增 6.7% 及 26.6%，受益于出色的销售及不再依赖折扣的销售策略，营业利润则分别同增 24.1% 及 62.6%。

大中华区表现最为亮眼，实现营业收入同比增长 26.9% 至 4398 亿日元（约 270 亿人民币），营业利润同比增长 47.1% 至 737 亿日元（45 亿人民币），地区的营业利润率提升 2.3pct 至 16.7%。公司将大中华区的快速增长，归因于消费者对于公司 LifeWear（服适人生）理念的认同、不同地区差异化的产品组合、有利的天气因素等。受益于 UT 及 KANDO 裤的销售，2H18（18/3-18/8）的同店增速达到双位数。电商收入也取得高双位数的增长，在整体收入中占比达到 15%。通过提升销售及采购计划的准确性，终端折扣率及成本得到有效控制，利润端表现显著优于收入端。

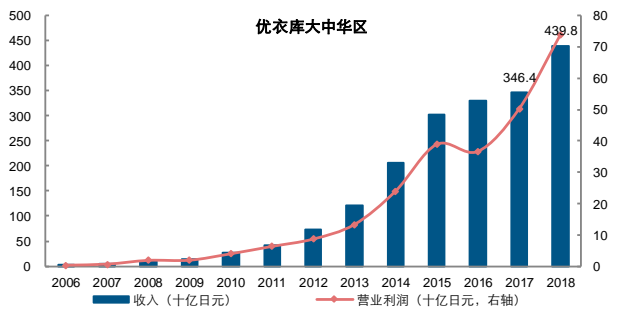
公司目前战略重心仍为开展数字化变革，管理层便宣布要花费 1,000 亿日元、约合 8.89 亿美元推动全球物流服务自动化；该集团计划联合日本大福集团，把实现自动化后人工减少 90%，且能实现 24 小时运作的东京有明仓库推广至全球所有品牌的所有市场。同时，公司也表示要加强与 Google Inc. 的合作，利用谷歌云计算加速向数码消费零售公司的转型。

图 6: FY2018,迅销实现营业收入 2.13 万亿日元, 同比增长 14.4%

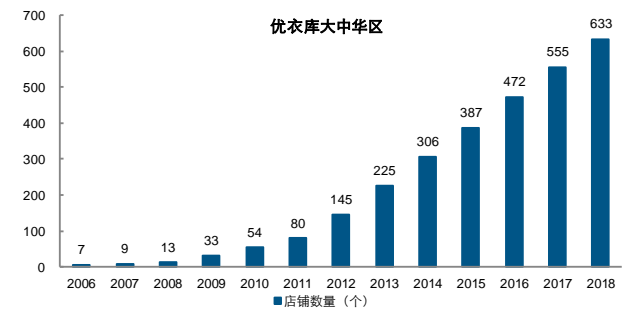

资料来源: Bloomberg,长江证券研究所

图 7: FY2018,迅销实现净利润 1548 亿日元, 同比增长 30.9%


资料来源: Bloomberg,长江证券研究所。

图 8: FY2018,优衣库大中华区实现营业收入 4398 亿日元


资料来源: Bloomberg,长江证券研究所

图 9: FY2018, 优衣库大中华区门店数量达到 633 家


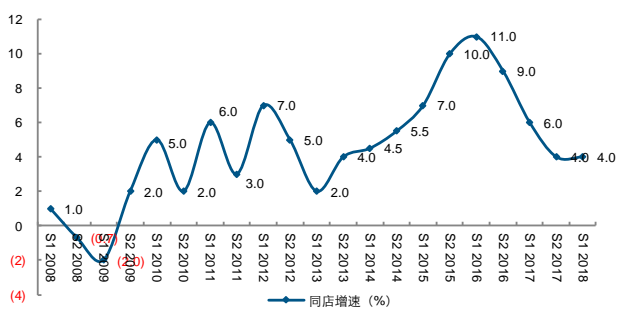
资料来源: Bloomberg,长江证券研究所。

ITX: 同店销售继续放缓, 线下门店收缩, 大力拓展电商业务

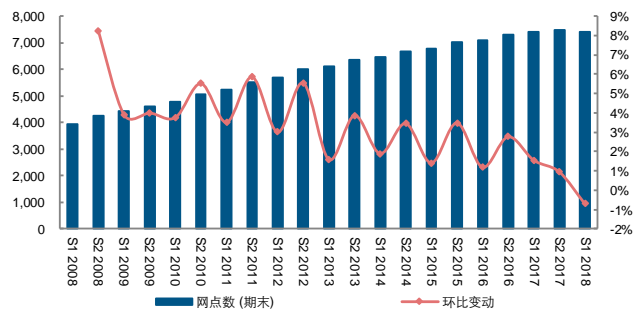
截至 7/31 的 2018 上半财年, 公司实现营收 120.25 亿欧元, 同增 4%/ 8% (固定汇率), 销售毛利率改善 0.3pct 至 56.7%, 净利润同比增长 3% 至 14.11 亿欧元。

上半财年, 公司可比同店销售增长 4%, 所有区域同店均录得正增长, 较上年同期的 6% 有所放缓。管理层预计, 因秋冬首发的货品受到市场欢迎, 预计下半财年的同店增速有望恢复至 4%-6%。报告期末, 公司在全球 96 个国家拥有 7422 家门店, 较上一季度末的 7448 家净减少 26 家。

季报中, 公司预计到 2020 年将在所有区域推出在线销售; 而在 11 月 8 日, 公司宣告将在 106 个新市场中推出 ZARA 在线电商业务, 包括非洲的安哥拉、科特迪瓦等地区, 电商业务的推出将有效帮助品牌实现进一步的渠道扩张。此前, ZARA 在 96 个市场出售, 其中 49 个同时设有电商平台。

图 10: 18H1, ITX 同店增速为 4%, 较上年同期出现下降


资料来源: Bloomberg,长江证券研究所

图 11: 18H1, 公司门店数量为 7422 家, 上一期末出现下降


资料来源: Bloomberg,长江证券研究所。

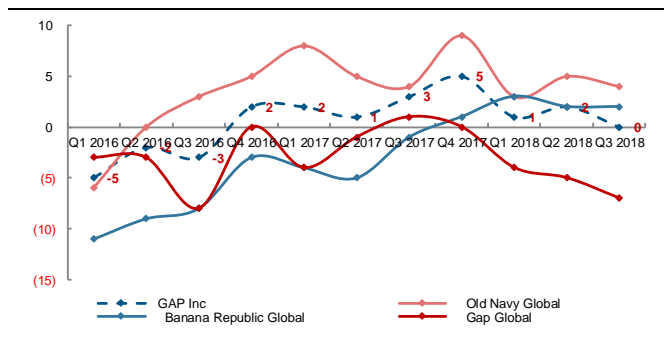
GAP: GAP 品牌同店降幅继续扩大, 调整仍在推进

公司发布截止 18/11/03 的三季度业绩快报, 实现营收 40.89 亿美元, 同增 0% (固定汇率) /6.5%; 净利润为 2.66 亿美元, 同增 16%。为摆脱低迷状态, 一年前公司决定在 2020 年前关闭约 200 家 Gap 和 Banana Republic 门店, 同时把扩张重点聚焦在 Old Navy 及 Athleta 这两个品牌上。

分品牌来看: 受持续关闭亏损店铺及改善产品供应影响, Banana Republic 处于盈利逐渐恢复阶段, 可比增速扭负为正; GAP 品牌盈利进一步恶化, 可比增速下滑 7%, 品牌继续大力促销清理款式杂乱的杂货, 对销售和盈利造成一定压力; 定价低廉的最大品牌 Old Navy 录得 4% 的可比增长。报告期末, 公司全球门店 3688 家, 其中北美区域 2637 家, 其他区域 980 家。

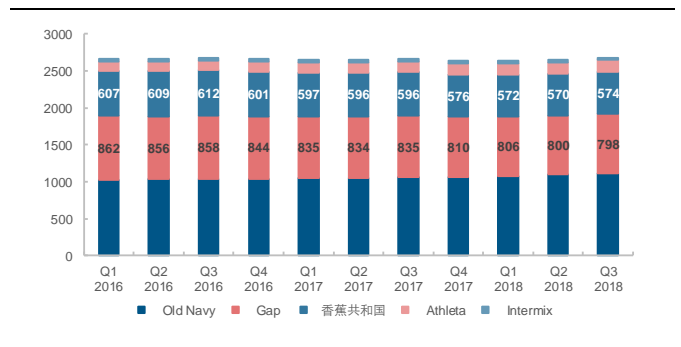
公司下调全年 EPS 指引至 2.55-2.66 (原 2.55-2.70) 美元/股, 下调全年资本支出至 7.5 亿美元 (原 8 亿), 预计可比同店继续持平或微幅增加。

图 12: GAP 旗下各品牌分季度可比增速



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 13: GAP 及香蕉共和国北美区域持续关店



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所。

HMB: 短期调整拖累盈利, 前期改善效果开始逐渐显现

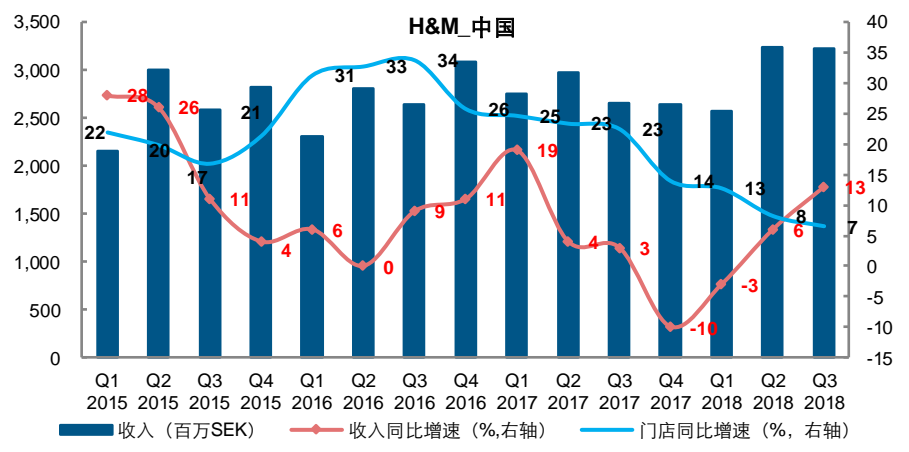
截止 8/31 的 18Q3, 公司实现含税收入同比增长 9% 至 648 亿瑞典克朗, 扣税收入同比增长 9% 至 558 亿, 按当地汇率计, 含税收入同比增长 4%。受折扣率上升, 销售毛利率率下降 1.1pct 至 50.3%; 期内新物流系统致使成本增加, 净利润同比下降 20% 至 40.12 亿瑞典克朗。

公司前十大市场中, 除第二大美国进一步恶化以及意大利表现依旧疲软外, 其余国家均录得正增长。最大德国市场的销售从上半财年下滑 5% 转为增长 6%; 第五大中国市场, 第三季度实现营收 32.25 亿瑞典克朗 (约 24.64 亿人民币), 增幅从 Q1/Q2 的 -3%/6% 扩大至 13%, 是增长最快的市场; 报告期末中国市场门店总数达到 522 家, Q3 新增 8 家。

过去几年, H&M 表现较差。由于未能及时布局中国在线市场, 加之前期过渡扩张、产品设计及供应链等问题, H&M 品牌同店销售自 2015 年开始逐渐放缓, 17Q4 开始出现下滑。今年以来, 公司采取了最大规模的关店计划, 同时也持续在产品开发、物流系统及电商渠道上进行改进, 效果开始逐渐显现。18Q3, 公司电商渠道同比大幅增长 32%, 显著优于整体增速; 报告期末, 管理层表示公司库存结构得到优化, 新系列和基本款的占比在提升; 11 月, 公司宣布结束牛仔品牌 Cheap Monday, 优先聚焦发展核心业务。

目前，公司也在试点线上线下渠道整合及优化实体零售。公司在瑞典开设的 H&M 试验先导店，优化门店的产品陈列，在开阔的空间精心陈设大部分来自高端系列的商品，也会举办会员或特邀活动。

图 14: H&M 中国区经过前期调整，收入增速开始逐渐恢复



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

总结：运动仍景气，数字化及 DTC 是重要方向

从大中华区表现来看，1) **体育运动**：相对具备独立高景气度的子行业，Q3 未表现出环比显著放缓的态势，各品牌均表现出较佳增长。我们判断，受益于体育锻炼人群规模扩大、运动休闲风潮的穿着场合增加等，运动鞋服的渗透率持续提升，高景气度仍在延续；同时，运动行业在上一轮库存危机后经历过大规模的洗牌，存量玩家从产品、渠道及供应链等方面均已明显提升，抵御外部环境波动的能力显著加强。2) **奢侈品**：尽管部分公司表示中国奢侈品消费增速未出现放缓趋势，但无论是全球或是大中华区增速多有所回落，表现出高端消费开始承压；但高于两位数的增速仍显示出其稳定的消费需求和能力，尤其是率先年轻化、时尚化、在线化的 GUCCI 更是持续高增。3) **快时尚**：除优衣库经历前期调整后业绩创出新高外，其余公司仍处于调整的不同阶段。我们认为大众品牌服饰行业市场规模大，集中度低，国内品牌崛起及电商发展也在一定程度弱化国际品牌竞争优势，个体公司表现较为分化，故未表现出一致性的趋势。

数字化、电商、DTC（直接面向消费者）、快速反应等关键词正在被越来越多的提及，不同程度上已提至海外品牌重要的战略方向。 电商渠道的拓展可以实现更大范围的消费者覆盖、更及时的消费需求把握、更精准的消费识别及营销。目前，各公司的电商渠道均表现出远高于传统渠道的增速水平，收入占比日渐提升。在供应链组织方面，运动品牌乃至奢侈品牌，也在一定程度向快时尚品牌学习提升反应速度。NIKE 的 Triple Double 里的 2X Speed、adidas 立新战略的 Speed 战略，以及 KERING 也在发展策略中提出的加强协同效应及一体化，通过买断皮具供应商缩短从产品设计构思到上架的时间，未来供应链的快速反应也将成为发展主流方向之一。

行业观点

12 月 1 日晚，中美就经贸问题达成共识，决定停止升级关税等贸易限制措施，包括不再提高现有针对对方的关税税率，及不对其他商品出台新的加征关税措施。双发经贸团队将加紧磋商，推动双边贸易关系尽快回到正常轨道。我们认为这将从业务和情绪上缓

解此前中美贸易摩擦升温的影响：一是海外订单可能由观望转为正常化，二是随之在市场情绪上也会得到修复。建议把握订单确定性较高、仍受益汇率波动且在海外具备产能布局优势的**百隆东方、健盛集团**，短期关注超跌、回购金额较大的高股息率标的**华孚时尚**。此外，垂直一体化企业盈利稳定性较优，在品牌企业主导核心供应商制度/去中介化趋势下，相关企业深度参与行业分工，预计盈利能力仍有望改善，建议关注具备研发和效率优势的**申洲国际（针织龙头），高股息率&回购标的鲁泰 A**。

在去年冷冬、春节因素及渠道补库形成的高基数背景下，预计服装终端零售未来两个季度收入承压；但经历了去年的良好去库、渠道良性的基础上，库存风险可控；且上一轮库存危机后，优秀品牌多领域提升竞争力，调整期有望缩短，同时弱市洗牌背景下优质公司更易获得市占率提升。目前龙头公司安全边际较强，中长期优选**森马服饰、太平鸟和歌力思**，关注超跌和回购支撑的**海澜之家、富安娜和安正时尚**。

经济承压相对利好产业链重构、渠道层级压缩的高性价比品牌，拼多多等新兴渠道的出现将加速信息透明及渠道扁平，高性价比+强电商运营能力的公司仍具备提升空间；且并购及再融资政策放松利好新模式公司，建议关注**南极电商、跨境通和开润股份**。

公司事件跟踪

表 1: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/12/01-2019/02/01)

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)		
				总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)
002780.SZ	三夫户外	2018-12-10	2,848.44	11,213.39	6,437.63	57.41	11,213.39	9,286.07	82.81
603477.SH	振静股份	2018-12-18	5,350.00	24,000.00	6,000.00	25.00	24,000.00	11,350.00	47.29
002780.SZ	三夫户外	2018-12-20	908.78	11,213.39	6,437.63	57.41	11,213.39	7,346.42	65.51
603608.SH	天创时尚	2018-12-26	3,573.42	43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	16,429.55	38.08
002098.SZ	浔兴股份	2019-01-04	4,800.00	35,800.00	30,999.68	86.59	35,800.00	35,799.68	100
002397.SZ	梦洁股份	2019-01-14	7,624.06	77,976.48	42,761.38	54.84	77,976.48	50,385.44	64.62
002127.SZ	南极电商	2019-01-21	85,515.83	245,487.04	148,239.74	60.39	245,487.04	233,755.57	95.22
002640.SZ	跨境通	2019-01-28	7,326.83	155,804.13	105,115.18	67.47	155,804.13	112,442.01	72.17

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/12/01)

增发实施									
代码	名称	发行日期	定增股份上市日	发行方式	发行价格 (元)	最新价 (元)	自发行价涨跌幅(%后复权)	增发数量 (万股)	实际募集资金总额(亿元)
600448.SH	华纺股份	2017-11-15	2017-11-29	定向	5.91	4.26	-27.92	10,248.56	6.06
002397.SZ	梦洁股份	2017-12-20	2018-01-12	定向	7.48	4.50	-39.06	7,624.06	5.70
603518.SH	维格娜丝	2018-02-05	2018-03-06	定向	18.46	15.38	-16.04	2,826.24	5.22
601718.SH	际华集团	2017-04-11	2017-04-24	定向	8.19	3.50	-55.23	53,462.94	43.79
002293.SZ	罗莱生活	2018-01-23	2018-02-07	定向	11.84	9.10	-21.37	3,927.36	4.65
002042.SZ	华孚时尚	2017-02-23	2017-03-22	定向	12.62	5.70	-29.37	17,432.65	22.00
002780.SZ	三夫户外	2017-12-08	2017-12-21	定向	23.38	13.70	-41.40	1,114.09	2.60
603889.SH	新澳股份	2017-07-14	2017-08-01	定向	13.01	8.86	-30.58	6,849.11	8.91
002127.SZ	南极电商	2017-10-09	2017-11-09	定向	13.44	7.81	-12.53	2,912.89	3.91
002640.SZ	跨境通	2018-04-10	2018-04-27	定向	16.97	11.93	-29.47	3,886.27	6.59
002404.SZ	嘉欣丝绸	2018-01-31	2018-03-06	定向	7.19	5.90	-15.71	5,702.36	4.10
603558.SH	健盛集团	2017-11-13	2017-12-01	定向	14.00	10.07	-26.95	1,373.82	1.92
603608.SH	天创时尚	2017-11-30	2017-12-25	定向	14.37	10.12	-28.02	3,573.42	5.13
002640.SZ	跨境通	2017-12-13	2018-01-26	定向	15.88	11.93	-24.63	7,326.83	11.63
603558.SH	健盛集团	2017-08-14	2017-08-31	定向	21.67	10.07	-52.80	3,211.81	6.96
增发预案									
代码	名称	最新公告日	方案进度	增发价格 (元)	预案价下限(元)	最新价 (元)	预案差价 率(%)	增发数量 (万股)	预计募集资金(亿元)
002291.SZ	星期六	2018-10-09	股东大会通过	5.00		5.38	7.60	25,989.14	12.99
002291.SZ	星期六	2018-10-09	股东大会通过			5.38		7,978.44	5.12
300526.SZ	中潜股份	2018-09-29	股东大会通过			11.11		3,300.00	2.62
600626.SH	申达股份	2018-10-17	证监会核准			5.45		14,204.85	19.95
600987.SH	航民股份	2018-10-08	证监会核准	9.72		8.77	-9.77	11,008.23	10.70

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 3：近一个月重要股东二级市场交易情况（2018/11/01-2018/12/01）

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价(元)	代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价(元)
603839.SH	安正时尚	1	1	减持	12.84	002761.SZ	多喜爱	2	1	减持	33.03
603608.SH	天创时尚	1	1	减持	9.72	002640.SZ	跨境通	3	2	减持	11.96
603558.SH	健盛集团	1	1	增持	9.03	002563.SZ	森马服饰	7	4	减持	8.86
603557.SH	起步股份	1	1	减持	9.55	002485.SZ	希努尔	1	1	增持	10.32
603196.SH	日播时尚	20	2	减持	11.00	002404.SZ	嘉欣丝绸	30	1	增持	5.48
600400.SH	红豆股份	2	1	增持	4.10	002154.SZ	报喜鸟	2	1	减持	3.16
300526.SZ	中潜股份	1	1	减持	11.93	002042.SZ	华孚时尚	1	1	增持	4.92
002776.SZ	柏堡龙	22	2	减持	14.88	002003.SZ	伟星股份	1	1	增持	7.37
002762.SZ	金发拉比	4	1	减持	5.69						

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司

代码	简称	PE (2018E)	代码	简称	除类现金资产后 PE (2018E)	代码	简称	PEG (2018E)
002087.SZ	新野纺织	7.93	002029.SZ	七匹狼	1.82	600177.SH	雅戈尔	0.04
002394.SZ	联发股份	8.37	002087.SZ	新野纺织	5.07	002154.SZ	报喜鸟	0.05
600987.SH	航民股份	8.82	600987.SH	航民股份	6.07	600146.SH	商赢环球	0.1
000726.SZ	鲁泰 A	9.41	600146.SH	商赢环球	6.13	002397.SZ	梦洁股份	0.17
600146.SH	商赢环球	9.43	002394.SZ	联发股份	6.3	002485.SZ	希努尔	0.19
600398.SH	海澜之家	9.87	603365.SH	水星家纺	7.57	603518.SH	维格娜丝	0.23
603518.SH	维格娜丝	10.13	002042.SZ	华孚时尚	7.65	002640.SZ	跨境通	0.24
002083.SZ	孚日股份	10.23	600398.SH	海澜之家	7.68	002087.SZ	新野纺织	0.27
002042.SZ	华孚时尚	10.32	603518.SH	维格娜丝	7.68	300005.SZ	探路者	0.28
603365.SH	水星家纺	11.72	600177.SH	雅戈尔	7.95	603608.SH	天创时尚	0.29

资料来源：Wind，长江证券研究所（类现金资产=货币资金+理财产品，其中理财产品包括“其他流动资产”、“一年内到期的非流动资产”中的“理财产品”、“基金产品”、“国债逆回购”、“供应链融资借款”、“银行机构性存款”、“可供出售金融资产”、“结构性存款”）

表 5: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司

代码	简称	市值 (百万元)	类现金资产/市值
002029.SZ	七匹狼	4,934.53	86.94%
600177.SH	雅戈尔	27,398.07	51.66%
002193.SZ	如意集团	2,575.28	49.08%
300005.SZ	探路者	3,021.49	46.63%
600448.SH	华纺股份	2,235.86	43.26%
603116.SH	红蜻蜓	4,220.27	43.01%
601718.SH	际华集团	15,370.70	42.67%
600626.SH	申达股份	3,870.82	40.42%
000982.SZ	*ST 中绒	2,454.86	40.33%
002699.SZ	美盛文化	5,339.19	38.60%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 6: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司

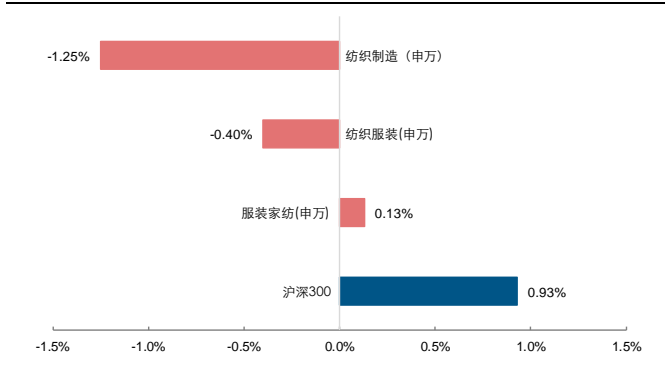
代码	简称	股息率 (2017A)
002083.SZ	孚日股份	7.84%
601566.SH	九牧王	7.84%
002394.SZ	联发股份	7.05%
002674.SZ	兴业科技	6.31%
600398.SH	海澜之家	6.11%
603157.SH	拉夏贝尔	5.87%
002042.SZ	华孚时尚	5.85%
002003.SZ	伟星股份	5.33%
600177.SH	雅戈尔	5.23%
000726.SZ	鲁泰 A	5.22%

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (股息率=2017 年度分红总额/最新总市值)

行情回顾

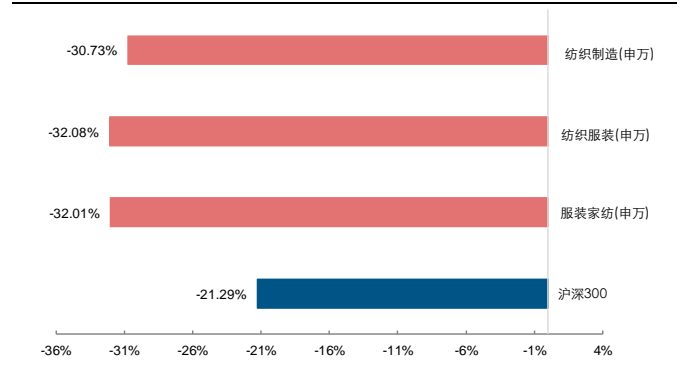
上周, 纺织服装行业板块下跌 0.40%, 同期沪深 300 指数上涨 0.93%, 纺织服装板块跑输大盘 1.33 个百分点, 排名第 20。个股方面, 涨幅前五分别为: 多喜爱 (+17.28%)、健盛集团 (+13.91%)、星期六 (+7.60%)、诺邦股份 (+5.22%)、华纺股份 (+4.67%); 跌幅前五分别为: 梦洁股份 (-11.07%)、如意集团 (-8.89%)、上海三毛 (-7.53%)、*ST 中绒 (-6.85%)、拉夏贝尔 (-5.64%)。

图 15: 本周纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅



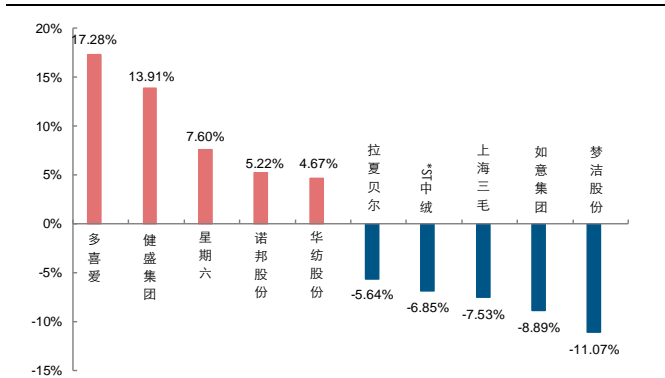
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 年初至今纺织服装行业及沪深 300 指数涨跌幅



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 纺织服装板块 PE 历史走势



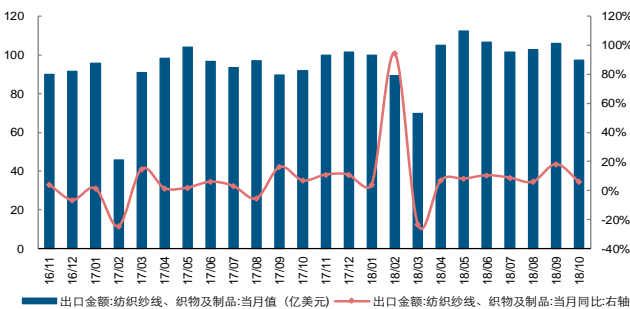
资料来源: Wind, 长江证券研究所。

数据追踪

宏观数据跟踪

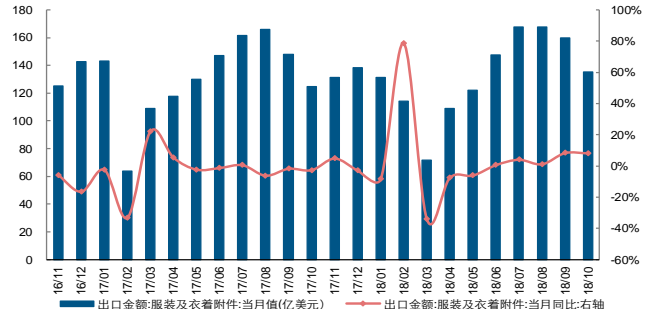
2018年10月, 纺织纱线、织物及制品出口金额为 97.44 亿美元, 同比增长 6.08%。同期, 服装及衣着附件出口金额为 135.13 亿美元, 同比增长 8.13%。2018年1-10月, 纺织纱线、织物及制品累计出口金额为 989.72 亿美元, 同比增长 9.90%。同期, 服装及衣着附件出口金额为 1318.34 亿美元, 同比增长 1.20%。

图 19: 10月, 纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 6.08%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 10月, 服装及衣着附件出口金额同比增长 1.20%



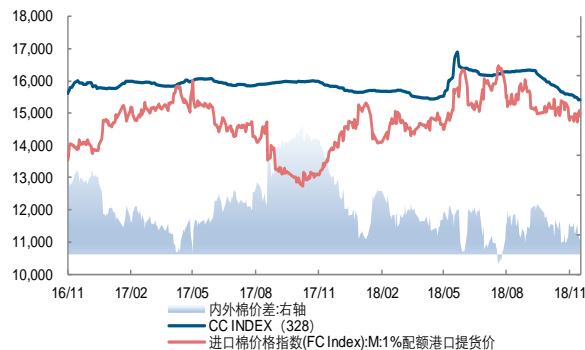
资料来源: Wind, 长江证券研究所

原材料价格跟踪

截至11月30日, 国内328级棉花现货收报 15,423 元/吨, 较11月23日下跌 0.55%; 进口棉(M)1%配额港口提货价 14,985 元/吨, 国内外棉价差 438 元/吨, 较11月23日收窄 97 元/吨; 进口棉(M)滑准税港口提货价较11月23日下跌 2 元/吨至 15,863 元/吨, 国内外棉价差(滑准税)为-440 元/吨, 较11月23日扩大 83 元/吨。

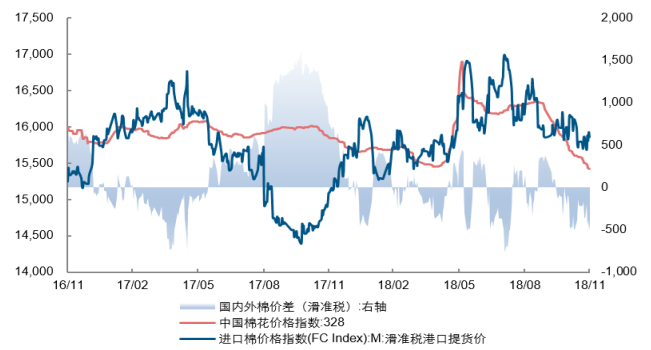
截至11月30日, 国内纱线价格 23,500 元/吨, 较11月23日下跌 150 元/吨; 进口纱线港口提货价为 23,366 元/吨, 较11月23日下跌 140 元/吨; 国内外纱线价差为 134 元/吨, 较11月23日收窄 10 元/吨。截至11月29日, 坯布价格为 5.66 元/米, 较上周下降 0.02 元/米。

图 21: 截至11月30日, 国内外棉价差为 438 元/吨



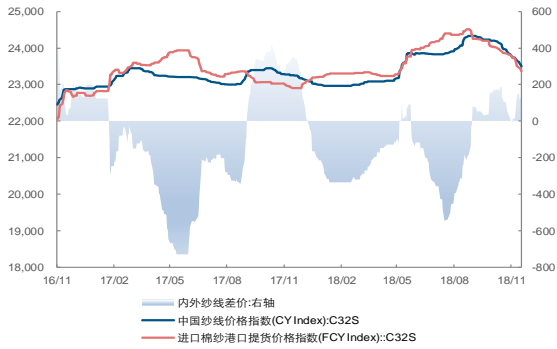
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 截至11月30日, 国内外棉价差(滑准税)为-440 元/吨



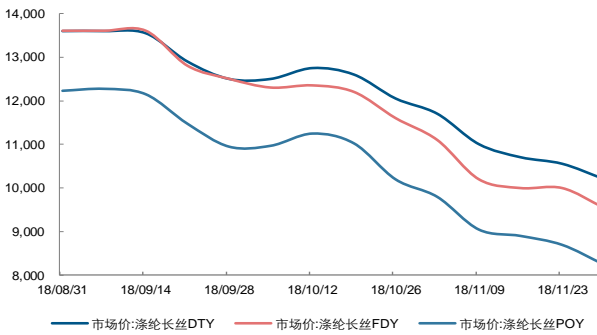
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23: 截至 11 月 30 日, 国内外纱线价差为 134 元/吨



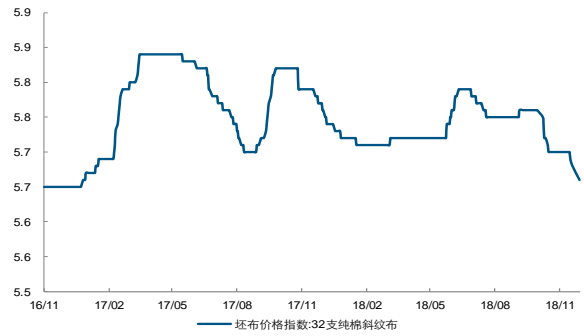
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)



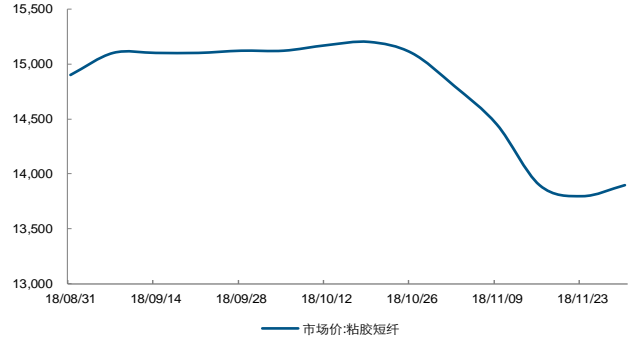
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 24: 截至 11 月 29 日, 坯布价格为 5.66 元/米



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 26: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: 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; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。