

证券研究报告

2018.12.17

纺织服装2019年年度策略： 寻找业绩底后的长期增长机会

分析师 吕明 SAC执业证书编号：S1110518040001

分析师 郭彬 SAC执业证书编号：S1110517120001

分析师 于健 SAC执业证书编号：S1110518090002

风险提示：改善消费大幅下滑，汇率大幅波动风险，原材料价格大幅波动风险



行业评级：强于大市

目录概览

一、行业展望：预计2019年上半年下游公司业绩仍在寻底，最快2019Q2开始好转

二、我们认为的机会所在：

- 1) 机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑。
- 2) 机会二：上游纺织板块预计优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司。
- 3) 机会三：布局业绩提前见底、稳定增长的公司。
- 4) 机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业。

三、纺织服装板块交易信息梳理

前言

2018年我们经历了社零数据持续放缓、中美贸易战冲击以及人民币汇率波动的影响，市场情绪波动较大。从纺织服装板块来看，目前整体持仓水平仍在近年来较低的位置，截至2018Q3，对于重点纺服公司的盈利预测下调次数占比达到53%。

站在如今的时点，对于2019年，我们认为，由于社零数据持续走弱、17年“冷冬”的高基数影响，目前我们并未看到零售数据明显的回升态势，对于未来零售数据我们仍保持较谨慎的态度。同时，由于上半年大部分品牌公司销售良好，备货较为乐观，而下半年终端零售承压，容易造成库存积压；品牌公司在经营指标和策略上进行调整，调低开店计划，也会对于19年销售产生影响，由此我们认为品牌服饰端业绩仍在寻底。

那么展望明年，机会何在？我们认为有以下几点：

机会一：我们依旧认为“高性价比”标的，在中国经济的“新常态”下具有长期增长逻辑。如今中国“M型”消费结构愈发明显，消费向高性价比和奢侈两极分化；与此同时三四线城市消费升级持续进行。我们在参照80年代日本消费升级的过程后发现，如今中国的消费环境与当年的日本十分相似。在理性消费的崛起下，日本诞生了以“高性价比”产品为主导的服装公司龙头优衣库；我们认为中国在未来也有望诞生类似的龙头企业。**推荐标的：开润股份、南极电商。**

机会二：上游纺织确定性优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司。量：近年纺企在东南亚加大产能布局，海外产区产能持续释放，驱动业绩稳定增长；价：目前棉花供需缺口仍存，棉价预计实现温和上涨。同时在东南亚产区成本、税收具备优势的背景下，将提振纺企盈利能力。**推荐标的：百隆东方、健盛集团。**

机会三：布局业绩有望提前见底，稳定增长的公司。虽然18年下半年消费数据持续走弱，各品牌公司进入调整期，但部分公司通过自身结构的调整，积极应对市场变化，目前业绩有望提前见底，恢复增长。**推荐标的：水星家纺、歌力思。**

机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业。中国国产运动品牌在经历调整后目前正处于全面复苏阶段，李宁主品牌持续复苏，童装快速发展；安踏体育主品牌稳定增长，副牌FILA高增长，未来多品牌发展有潜力。**推荐标的：安踏体育；建议关注：李宁。**

1.2 17Q4 “冷冬” 高基数，18年Q4冬装销售存在压力

- 1) 对于服装品牌来说，冬装的销售收入占全年销售收入占比较大，17Q4 “冷冬” 冬装销售较好，基数较高；
- 2) 根据美国国家海洋和大气管理局的预计，厄尔尼诺现象出现在北半球冬季的概率80%，受此影响使今年冬季到来较晚。我们认为受此影响，18Q4冬装销售存在压力。

图3：2017Q4冬装销售较好，基数较高（%）

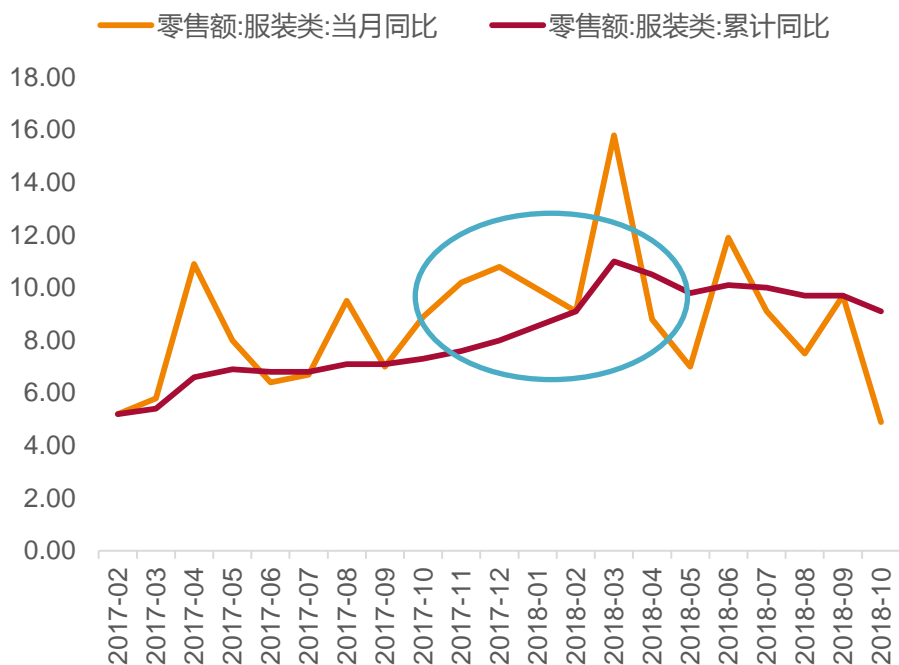
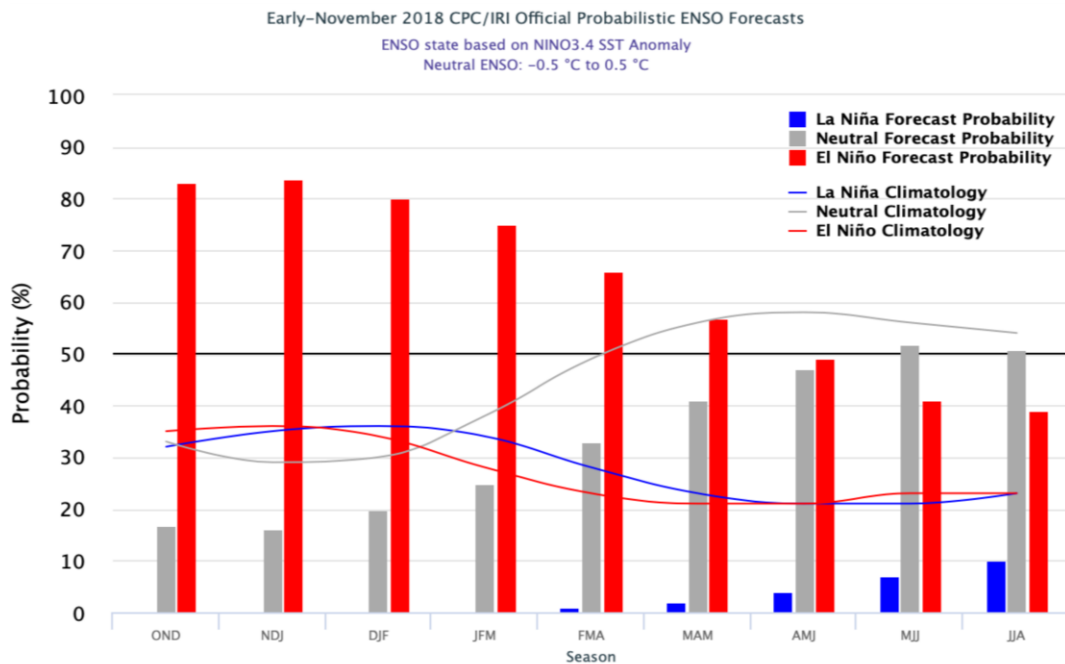


图4：厄尔尼诺现象出现在北半球冬季的概率在80%左右（%）



1.3 18年上半年销售数据较好，企业备货乐观，易造成库存积压

我们选取了29家重点品牌服装公司的情况，品牌服饰在18年上半年销售数据较好；同时，服装鞋帽针织品的当月及累计零售额增速在上半年整体呈较快速增长的态势。这会使得品牌服饰对于下半年备货较为乐观；而下半年社零数据及终端销售持续走弱，企业容易造成库存积压，而在未来进入到库存消化的阶段。

图5：29家重点品牌服装公司营收及YOY（亿元，%）

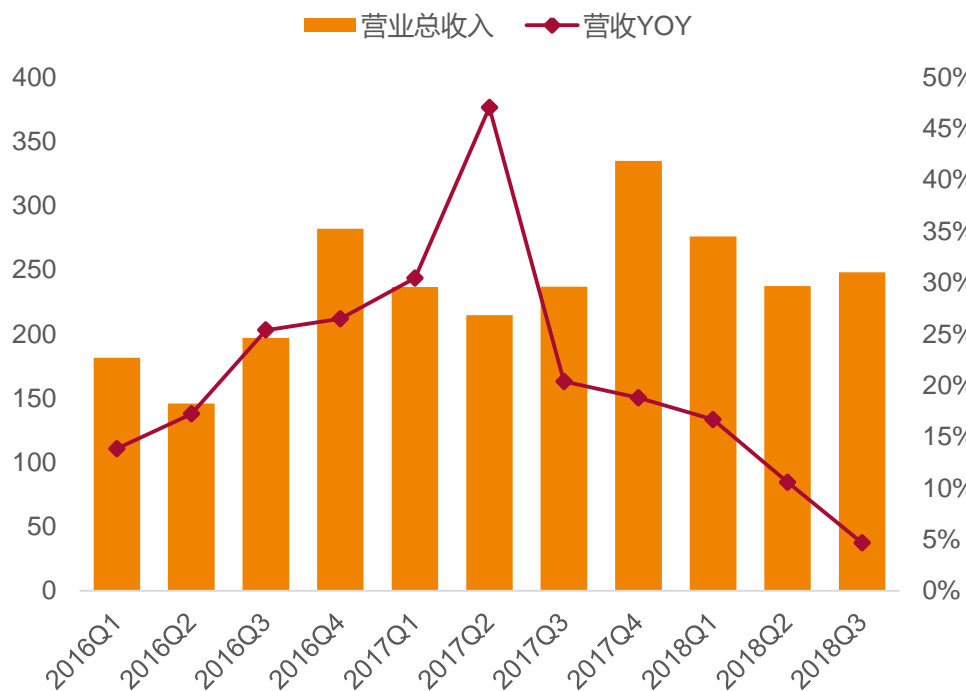
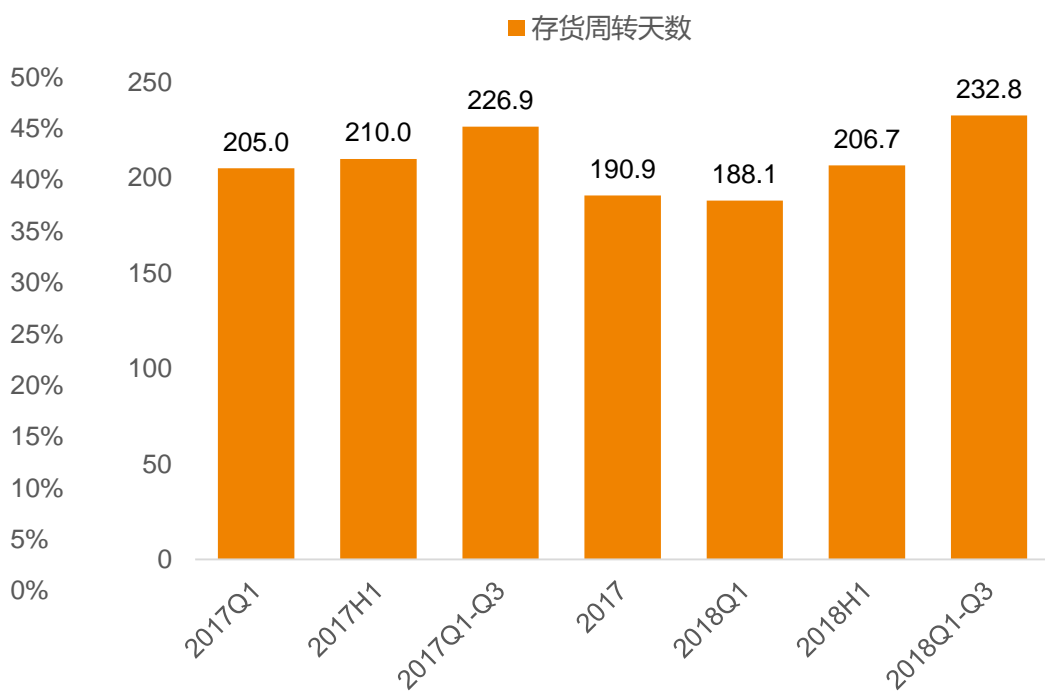


图6：18年上半年行业存货周转天数减少，三季度有所提升（天）



1.4 消费数据走弱背景下，品牌服饰开店有所放缓

由于消费数据持续走弱，部分品牌服饰公司的开店速度有所放缓。

1) 我们以太平鸟为例，从公司三季度的开店数据来看，截至前三季度公司相比年初净拓店180家，开店节奏放缓。

2) 安正时尚前三季度净开店40家，其中Q3净开店5家，开店节奏略有放缓。

表1：安正时尚三季度开店情况（家）

门店类型	2017年末数量	2018年Q1	2018H1	2018年前三季度	相比年初净开	Q3单季度净开
直营渠道	276	277	290	287	11	-3
直营奥莱店	60	60	59	65	5	6
直营门店小计	336	337	349	352	16	3
加盟渠道	581	587	603	605	24	2
合计	917	924	952	957	40	5

表2：太平鸟三季度开店情况（家）

门店类型	2017	2018Q1	2018H1	2018前三季度	相对年初净开
直营	1271	1296	1328	1407	136
加盟	2980	3005	2960	3007	27
联营		19	19	17	17
合计	4251	4320	4307	4431	180



二、我们认为机会在哪里？

1、我们认为机会在哪里？

“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑。

推荐标的：开润股份、南极电商。

上游纺织板块预计优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司。

推荐标的：百隆东方、健盛集团。

布局业绩有望提前见底、稳定增长的公司。

推荐标的：水星家纺、歌力思。

布局优质子行业，重点关注运动服饰行业。

推荐标的：安踏体育；建议关注：李宁。

**机会一：“高性价比”标的，在中国经济
“新常态”下具有长期增长逻辑**

机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势——中国宏观经济增速趋缓，基尼系数自2015年后有所上升。

中国GDP在改革开放以来呈现高速增长，2008年全球金融危机后，中国GDP增速趋缓，宏观经济进入新常态。

基尼系数自2015年后有所上升。2017年基尼系数为0.467，高于2016年0.002，高于2015年0.005。作为收入差距代表性指标的“基尼系数”连续2年出现小幅上涨，中间阶层增长缓慢。

图7：中国GDP总量增速逐年趋缓（亿元，%）

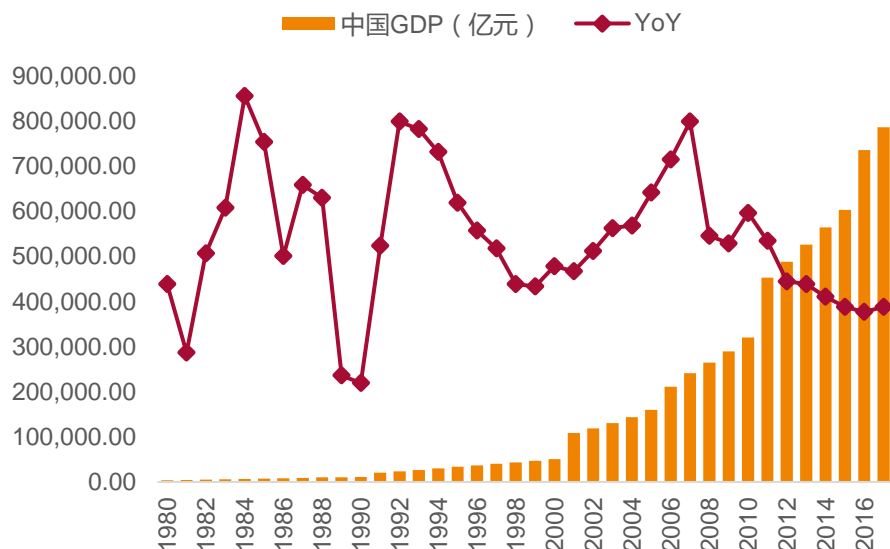
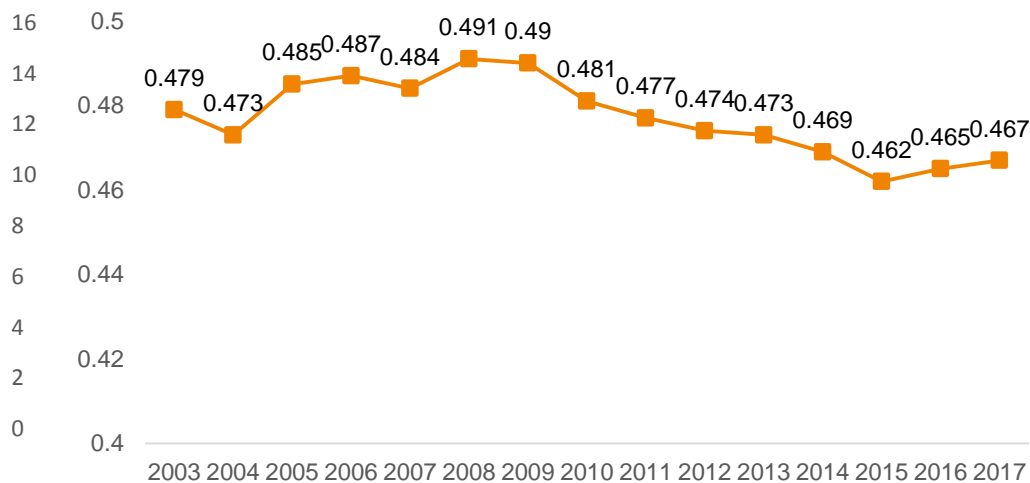


图8：基尼系数自2015年后上升



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势——可支配收入增速趋缓，同时居民杠杆率上升&储蓄率下降。

2017年城镇居民可支配收入增速为8.3%，呈现趋缓状态，而快速提升的是居民杠杆率。2008年之前，居民的宏观杠杆率（居民部门债务比GDP）未超过20%，2009之后，居民杠杆率以年均3.4%的速度上升，2017年已达到49%。2007年，居民人均可支配收入增速为23%，房贷增速为32.8%，居民的房贷收入比（购房贷款余额/居民可支配总收入）仅为38%。2017年，全国居民人均可支配收入增速下滑到9%，房贷增速为27.1%，居民的房贷收入比已经高达75%。10年间，中国居民的储蓄率从2008年的51.8%下滑到2017年的46%。

图9：城镇居民可支配收入增速放缓（元，%）

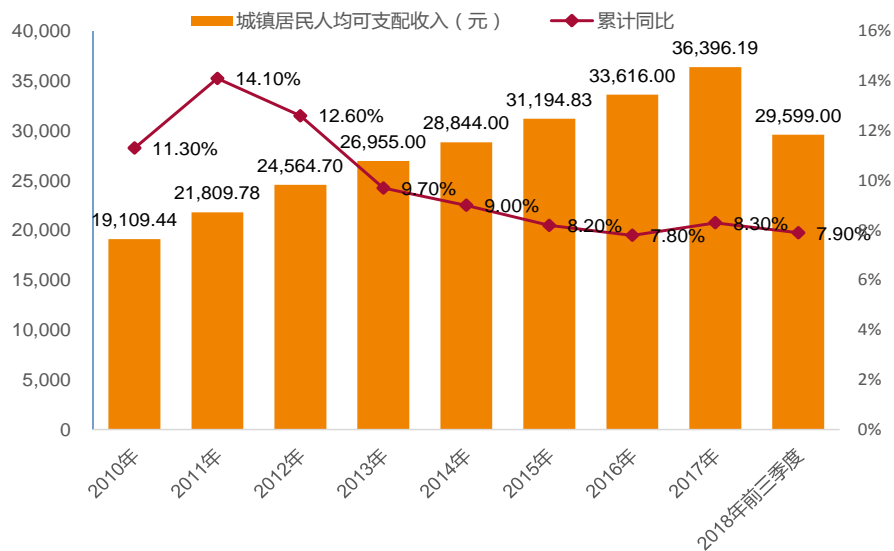
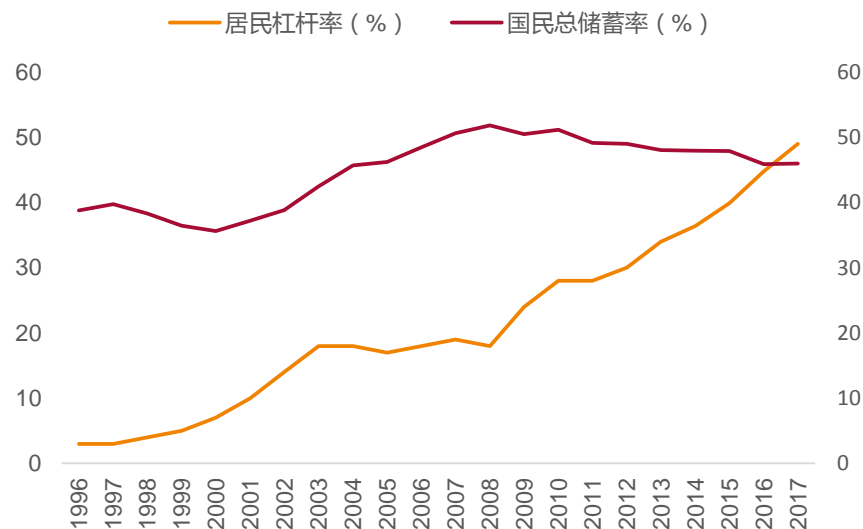


图10：居民储蓄率下降、杠杆率上升（%）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势——高房价与高房贷下的M型中产阶级，M型收入结构出现。

1) 房价快速攀升是造成M型收入结构的重要因素之一。过去十年是中国金融地产的黄金时代，也是新中产阶级群体迅速壮大的时代。2010-2017年，中国百城房价平均涨幅达到50%，一线和二线的涨幅分别为93.5%和40.5%。2017年的收入调查中也显示，财产收入比上年增长11%，时隔3年再次实现了两位数增长。

2) M型收入结构在逐步形成。房价上涨带来了收入提升效应，是两极分化的。2017年最富裕的“高收入组”收入及“低收入组”人群收入增长率较2016年有所增长，而中间层的其他组收入增长率较2016年有所下降。中国中等收入群体与高收入群体收入差距持续拉大。

图11：房地产的财富效应两极分化，呈现M型结构（元，%）

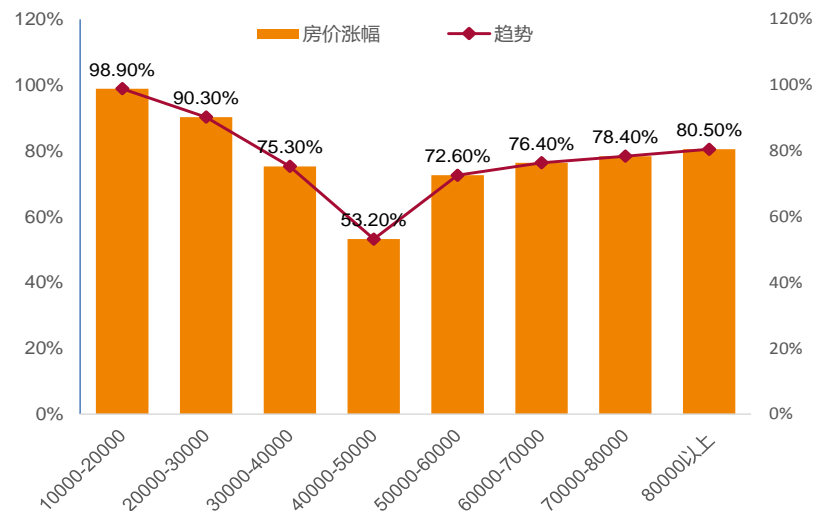
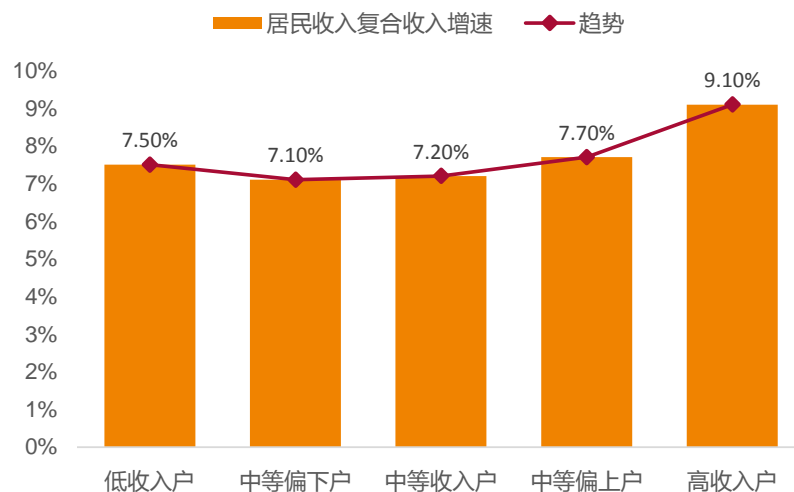


图12：2017年我国低收入户和高收入户的增速较快，呈现M型结构



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势——M型收入导致M型消费结构愈见明显。

1) 房价对消费的影响同时具有财富效应和替代效应。若房价能持续上涨，资产账面增值可以一定程度上弥补房贷支出，形成正财富效应。在此幻觉下，居民的消费能力随房价一起提升。一旦房价增速低于贷款利率，财富效应的幻觉消散，房贷支出成了挤出消费的实际负担。2017-2018年，购房者从主动加杠杆转向了被动加杠杆，房贷支出对消费的透支开始显现。城镇居民消费增速从2014-2016年的三年CAGR 8.6%下降到2017年的5.9%。

2) 居民消费呈现M型。中国中产阶级的“M型”财富结构和收入结构，最终塑造了“M型”的消费结构。M型消费结构中，消费者向高性价比和奢侈化两极分化。

图13：我国城镇居民人均消费支出增速放缓

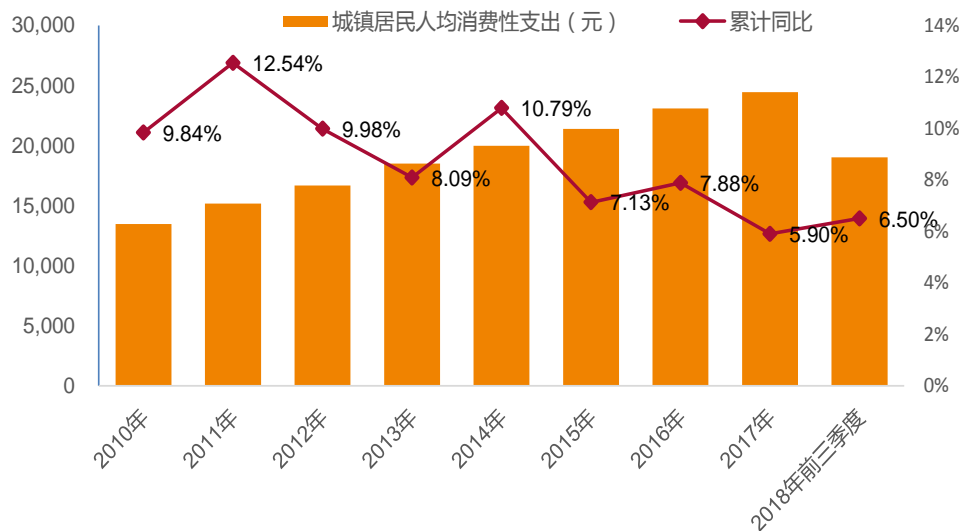
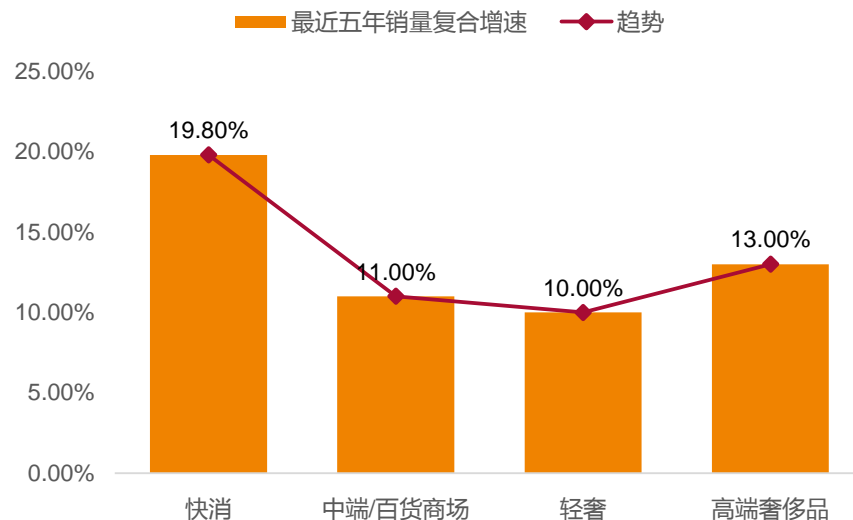


图14：2013—2017年我国各档次服装消费呈现M型结构（%）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势 —— 一、二线城市消费“降级”，回归理性注重性价比。

1) 消费者越来越关注“性价比”。据《中国家庭精明消费研究报告》统计，近三年，“性价比”一词在唯品会平台的评论中占比显著提升，从2016年Q2的1.4%上升到2018年Q4的4.1%。

2) 从消费观念的数据来看，中产阶级的消费观念趋于理性，认为性价比与产品品质同样重要。在影响消费因素中，有2/3的消费者认为性价比与产品品质同样重要，可见中产阶级消费者消费观念趋于理性。

图15：“性价比”一词在唯品会当季用户购物评价中占比（%）

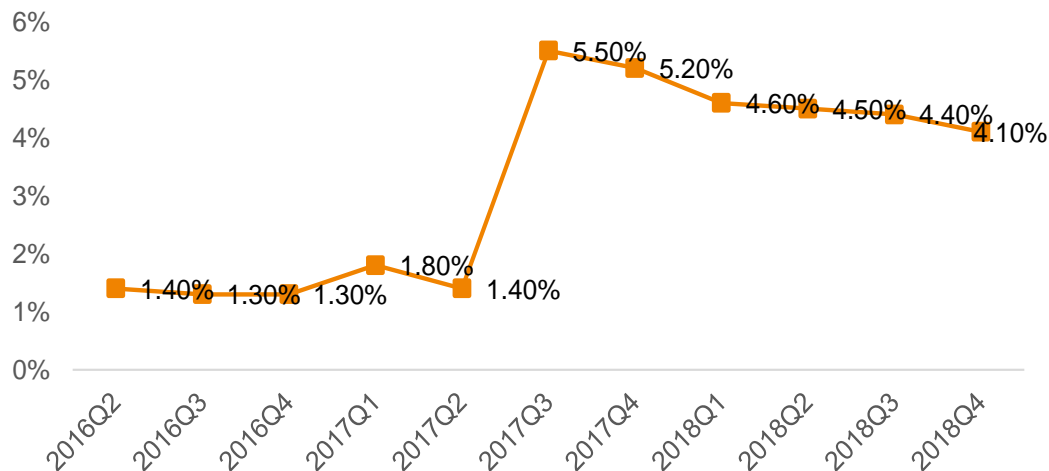
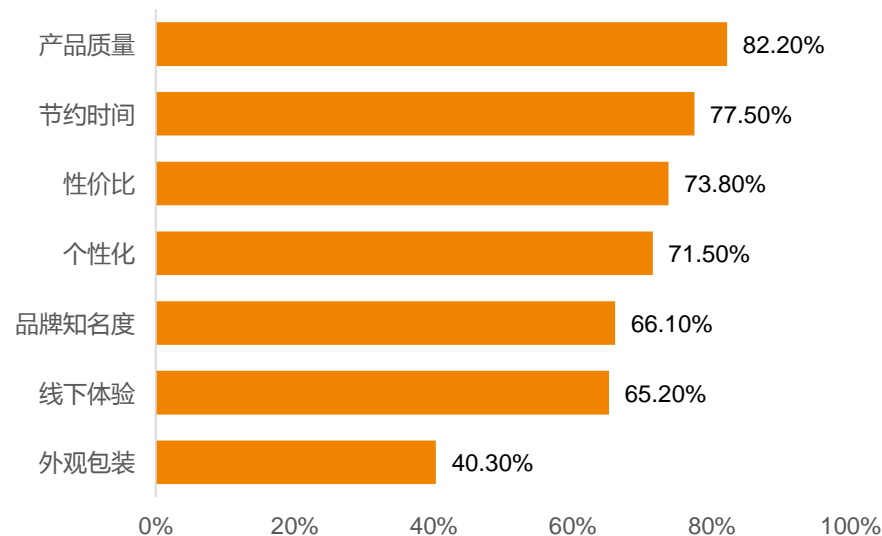


图16：大部分中产阶级消费者认为产品质量与性价比同样重要（%）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势 —— 一、二线城市新中产高房贷、高生活成本支出部分挤出了消费。

1) 房贷支出成为居民实际负担。2017年我国个人房贷余额增速为14.42%，居民房贷收入比已达26.58%。一线城市居民资金杠杆率逐年上升，深圳的居民资金杠杆率2017年已达148.2%，房贷支出已经逐渐成为负担。

2) 租房等居住支出成本较高同样挤出消费，使一二线新中产倾向于购买高性价比产品。2018H1数据显示居民支出比重最大的前三名是“吃住行”，住占22.4%。

图17：房贷收入比逐年上升（亿元，%）

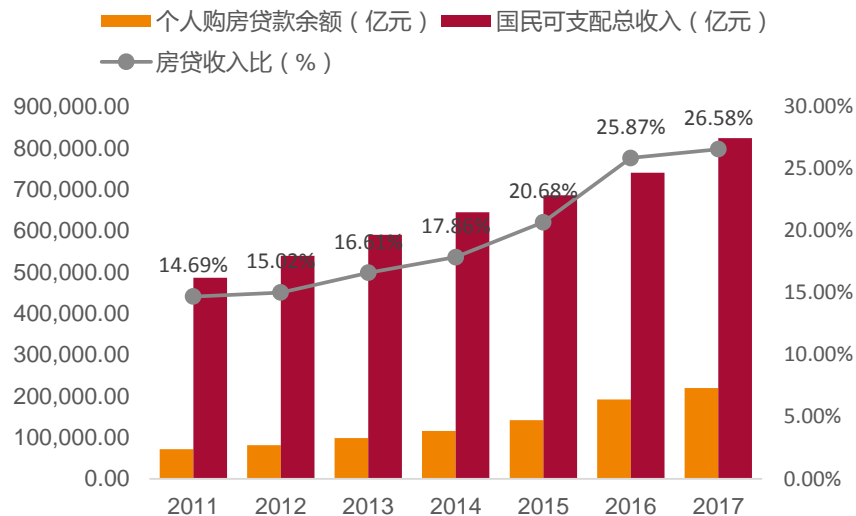
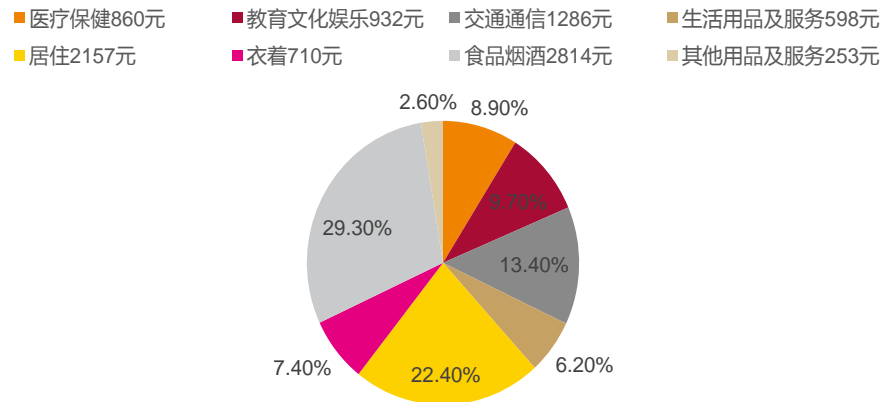


图18：2018H1居民支出分配，居住支出排第二位（%）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势 —— 一二线城市高净值人群主要配置的资产2018年以来并未显著增值。

高净值人群在一二线城市占比6成以上，2018年来主要配置资产并未显著增值，财富负效应显现。根据2017中国私人财富报告所示，2016年，广东、上海、北京、江苏和浙江五个东部沿海省市的高净值人士所持有的可投资资产占全国高净值人群财富的比重约为62%。而我国高净值人群资产配置主要为银行理财产品（26.5%），在股票、公募基金、投资性房地产投资占比分别为15%/3.5%/8%。我们假设资产配置不变的情况下，2018年我国股票市场以及房地产市场投资收益率都呈现一定的下滑趋势，因此我们认为我国高净值人群财富2018年以来并未显著增值，呈现了一定的财富负效应。

图19：高净值人群资产配置以银行理财产品为主

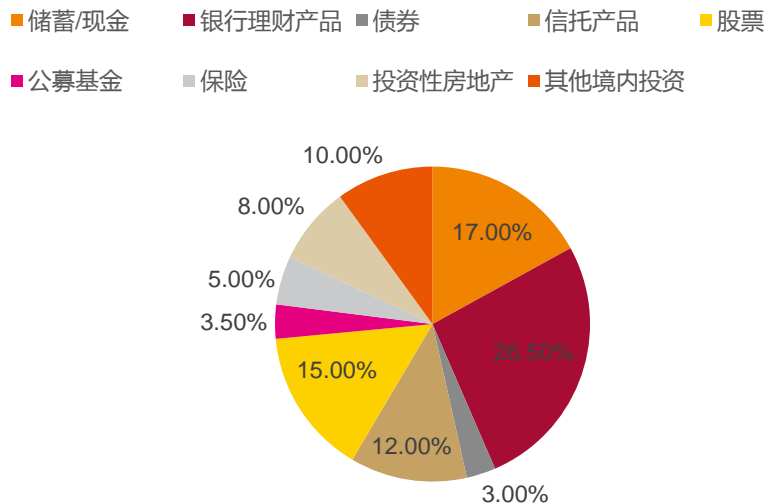
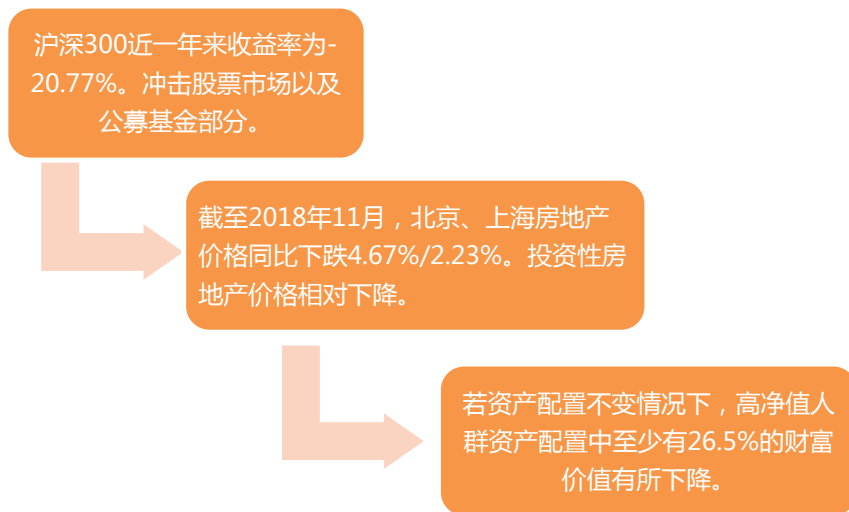


图20：我国高净值人群财富2018年以来未见显著增值。



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势——三四线城市的可支配收入和支出增速高于一二线，呈现消费升级。

• 需求端：低线城市人均可支配收入和消费支出逐年提升，使消费者购买能力提升。

1) 从人均可支配收入水平来看，近年我国农村居民人均可支配收入的增速高于城镇居民。2017年我国农村居民人均可支配收入为1.34万元，同比增长8.65%；城镇居民人均可支配收入为3.64万元，同比增长8.27%。

2) 从人均消费支出来看，农村居民的人均消费支出增速高于城镇居民 2pct。可见低线城市消费者的购买力得到提升。2017年我国农村居民人均可消费支出为1.10万元，增速为8.14%；城镇居民人均可消费支出为2.44万元，增速为5.92%。

图21：农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民（元，%）

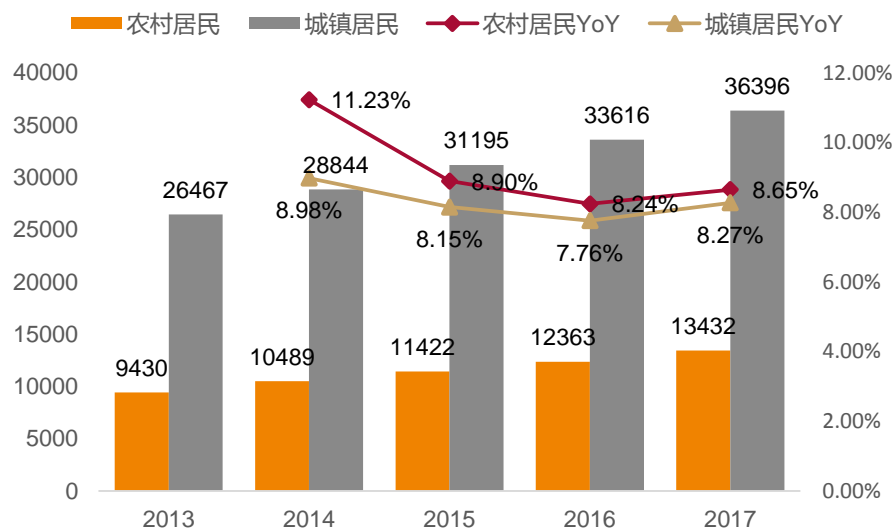
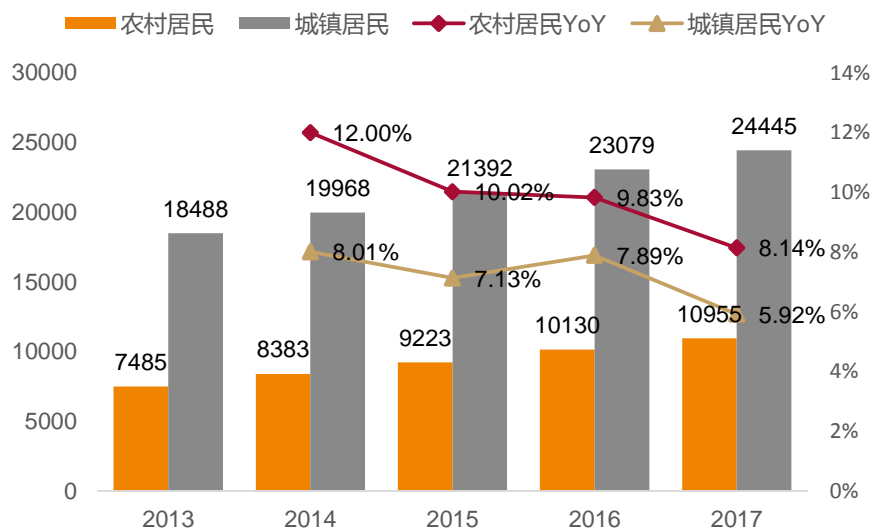


图22：农村居民人均消费支出增速高于城镇居民（元，%）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势——三四线城市的消费者信心指数强势回升，消费升级潜力更大。

- 需求端：低线城市人均可支配收入和消费支出逐年提升，使消费者购买能力提升。

3) 低线城市家庭消费支出增加比例高于一二线城市，低线城市消费支出与升级潜力更大。2017年四线城市消费支出增加占比44%，较同期上升21%，而一线城市增加占比56%，较同期上升15%，。

4) 低线城市消费者信心指数强势回升，尤其是农村消费者指数提升9，而一线消费者仅提升3。

图23：家庭支出的变化四线城市增加占比提升，增速提升（%）

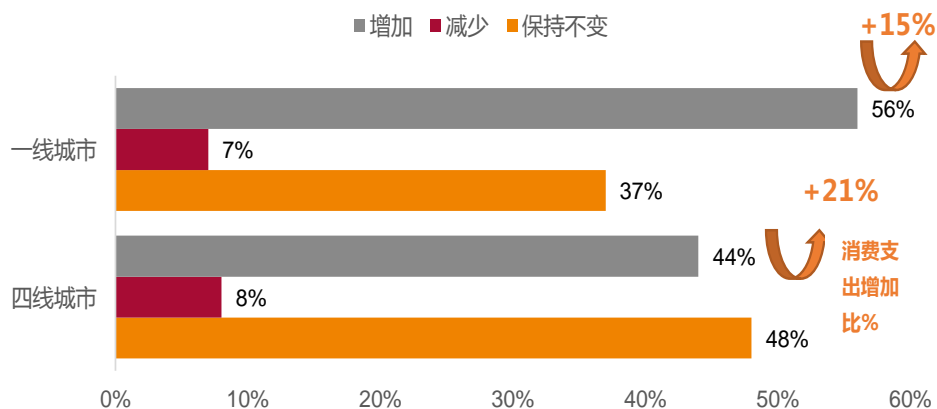
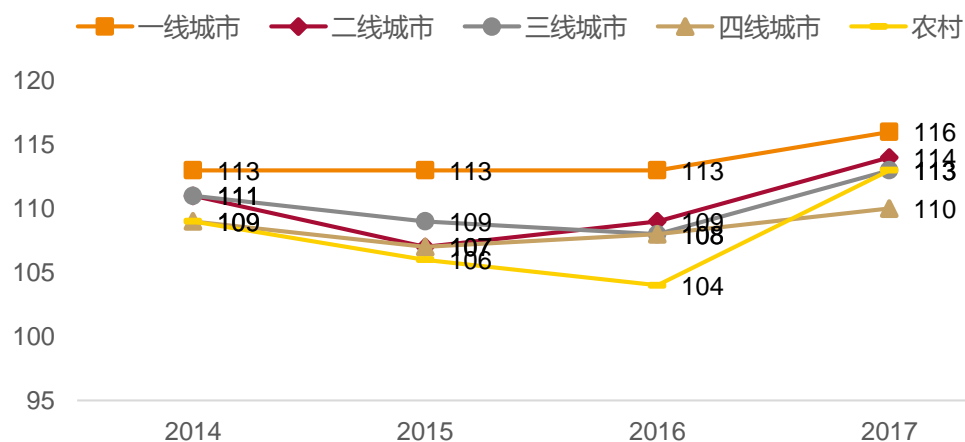


图24：低线城市消费者信心指数强势回升



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势——品牌及渠道下沉在供给端部分促进了三四线城市的消费升级。

• **供给端：品牌服饰跟随购物中心进行渠道下沉，未来将享受低线城市消费升级带来的增长红利。**

1) 低线城市消费者的需求日益增长，低线城市购物中心数量进一步提升。2017年全国新开业大型商业项目504个，创历史新高；2018年全国拟开业大型商业项目约920个，我们参照2017年项目开业率近52%测算，预计2018年新开业大型商业项目达478个。

2) 伴随商业地产向低线城市布局，国内各品牌借势开始渠道下沉。部分品牌改变经营理念，乘低线城市新渠道变革的东风，形成错位竞争与先发优势，充分受益消费升级。

图25：新开业商业项目数量整体上呈上升态势（个）

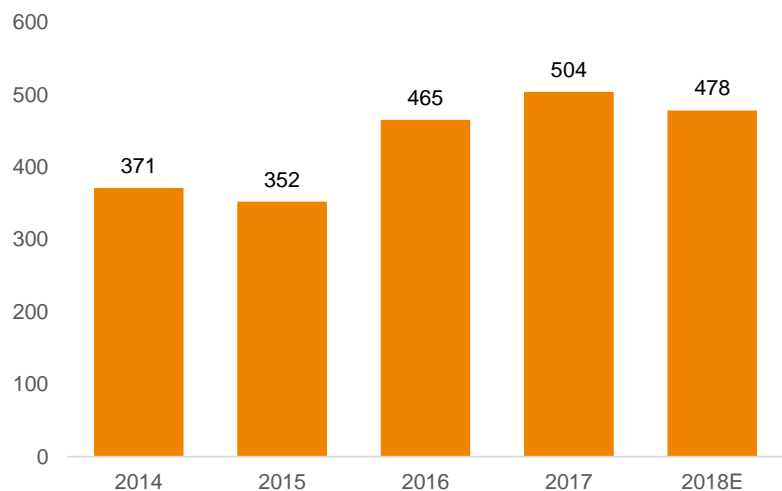
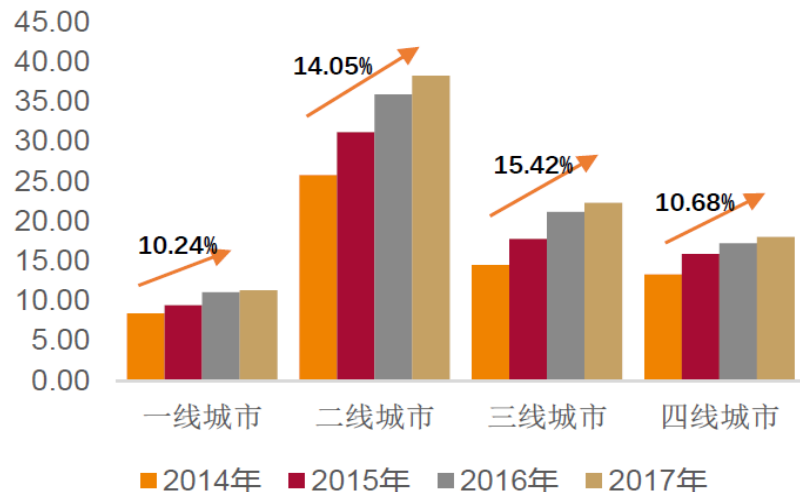


图26：拉夏贝尔低线城市收入增速并不低于一二线城市（亿元）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

1、中国宏观经济现状与消费趋势 ——互联网使低线消费观正在与一二线消费者快速趋同，趋于理性精明和性价比。

互联网及移动互联网的普及打破了地域渠道限制，使一二线与三四线城市消费者消费观快速趋同，尤其是适合网购的产品品类。据《中国家庭精明消费研究报告》调查显示，不同城市的消费者，尤其是女性，在对待性价比观念上，比较同意和完全同意综合占比均接在75-80%，而对于服装配饰的购买上，对于精明消费的理解也基本趋同；由此我们认为，对于服装等适合网购的某些品类，高性价比的产品更容易得到消费者的认同，市场空间较大，更代表消费升级的方向。

图27：不同城市级别的女性在性价比的观念上很接近

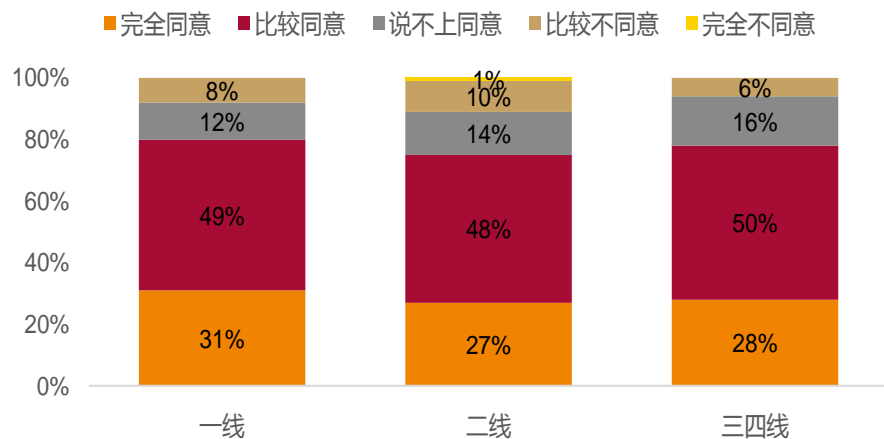
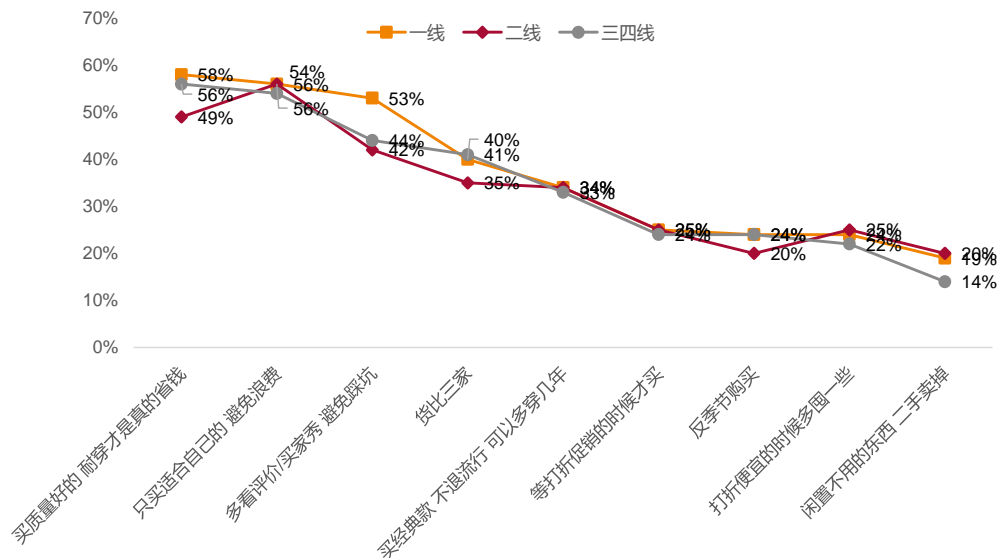


图28：在购买服装配饰时，不同城市级别的女性对于精明的理解相似



资料来源：《中国家庭精明消费研究报告》，天风证券研究所；
 基数：所有受访者；来源：Q25在选购服装配饰时，您觉得以下哪些方式是精明的？

资料来源：《中国家庭精明消费研究报告》，天风证券研究所；
 基数：购买过各品类的受访者；来源：Q25在选购服装配饰时，您觉得以下哪些方式是精明的？

机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

2、类比日本消费过升级过程，中国与80年代日本颇为相似——经济增速

经济增速放缓，进入新常态。

1) 日本：GDP在1956-1973年期间保持高速增长，平均GDP增速达9%。直到1973年石油危机爆发，再到1990年，日本经济出现大量泡沫，随后日本央行的货币紧缩政策使泡沫破灭，从此日本经济进入了长期低迷阶段。

2) 中国：自经济改革开放以来，中国GDP维持高速增长，平均增速达10%左右。之后经历2008金融危机冲击，GDP平均增速下降至7%左右，处于中高速增长阶段。中国2017年人均GDP约8582美元，相当于1980年代的日本。

图29：日本人均GDP（国际元）

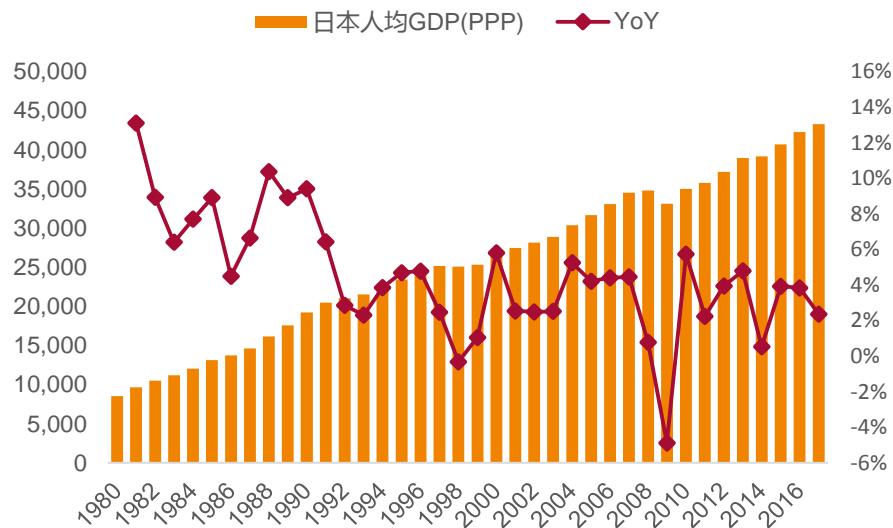
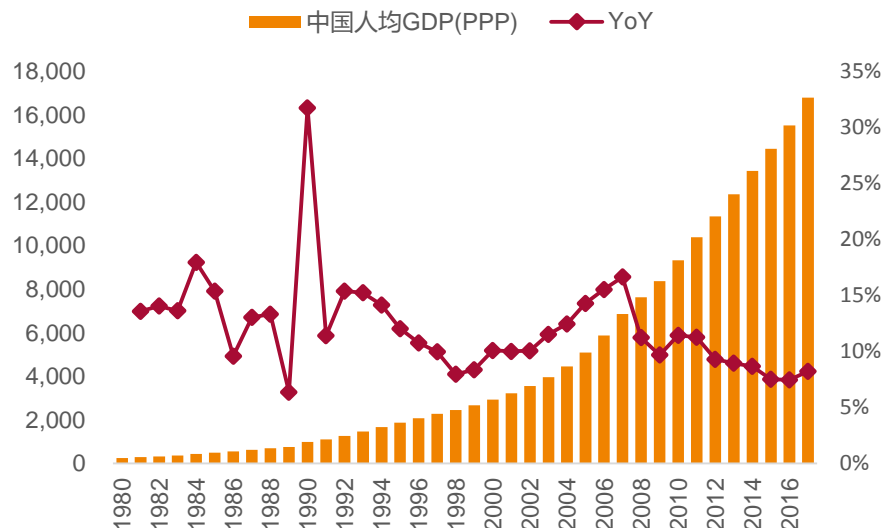


图30：中国人均GDP（国际元）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

2、类比日本消费过升级过程，中国与80年代日本颇为相似——人口趋势

人口趋势：增长率降低

1) **日本**：战后最自然增长率呈下降趋势。在1973-1990年，日本经济处于相对稳定状态，人口增速由0.97%下滑至0.34%。在1990年后，日本出生人口继续减少，育龄妇女总生育率约为1.4，远低于人口替代率。

2) **中国**：当前自然增长率也呈现逐渐下降的趋势。自1979年以来独生子女政策推行，使得中的人口自然增长率显著下降。到2010年人口自然增长率降至0.48%，这和日本在经济稳定时期类似。

图31：日本总人口逐年递减（万人）

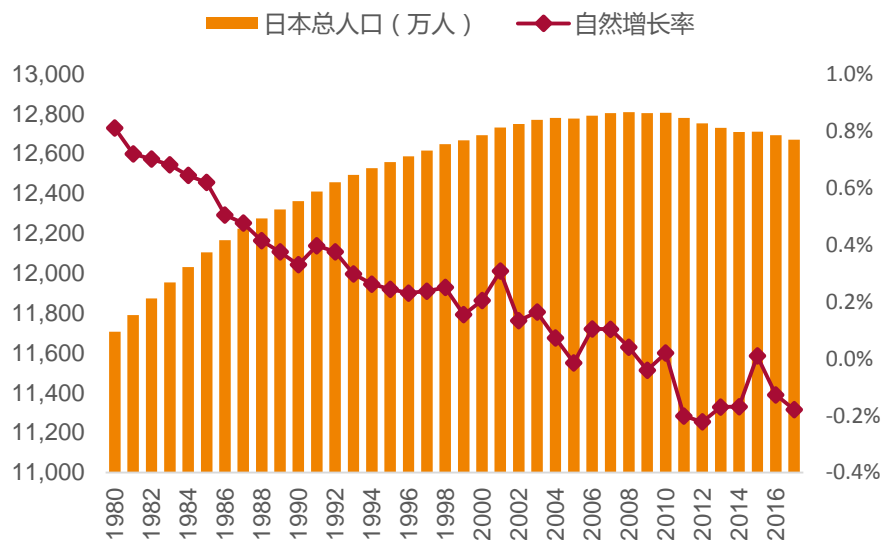
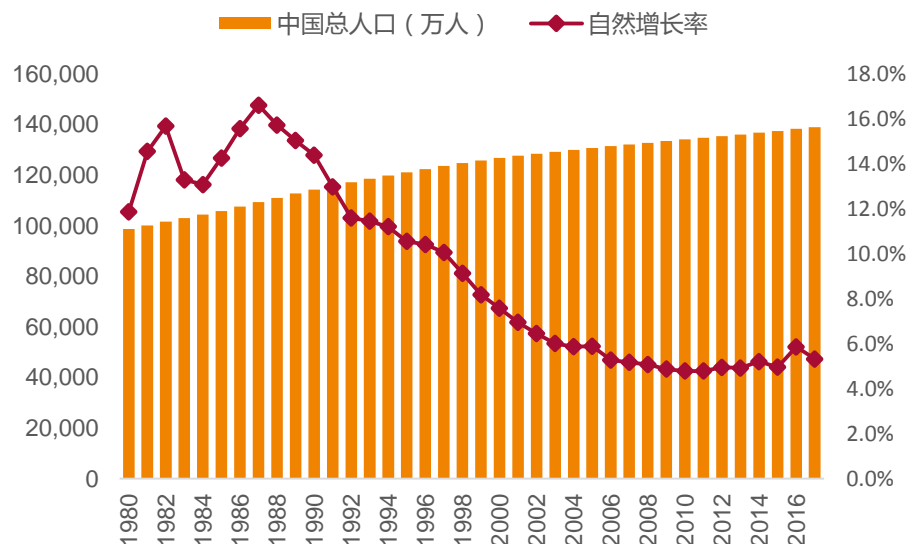


图32：中国人口自然增长率呈下降趋势



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

2、类比日本消费过升级过程，中国与80年代日本颇为相似——人口趋势

人口结构：老龄化趋势呈现。

1) **日本**：随着二战后婴儿潮一代逐渐老去，劳动人口从80年代65%左右，逐年下降至2015年59%。

2) **中国**：劳动人口也从2010年开始逐年下降。从老年人口占比来看，当前中国65岁以上人口占比9.55%，与日本80年代相当。

图33：中国劳动力参与率从2010年开始下降（%）

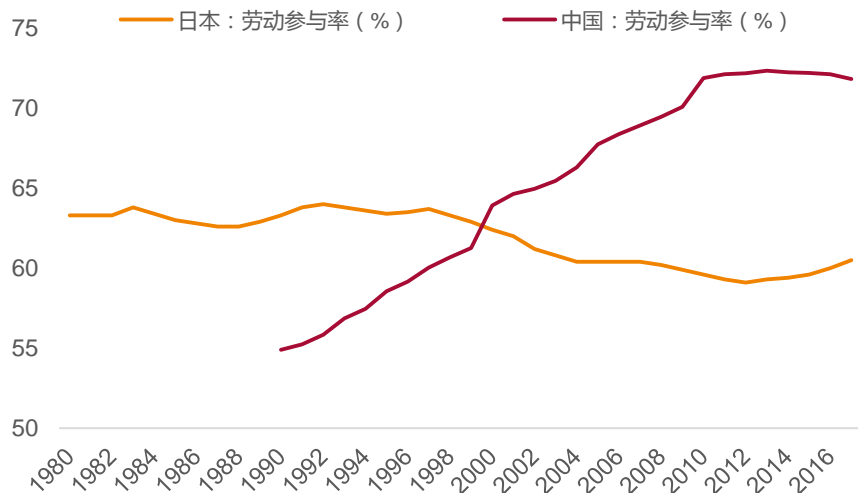
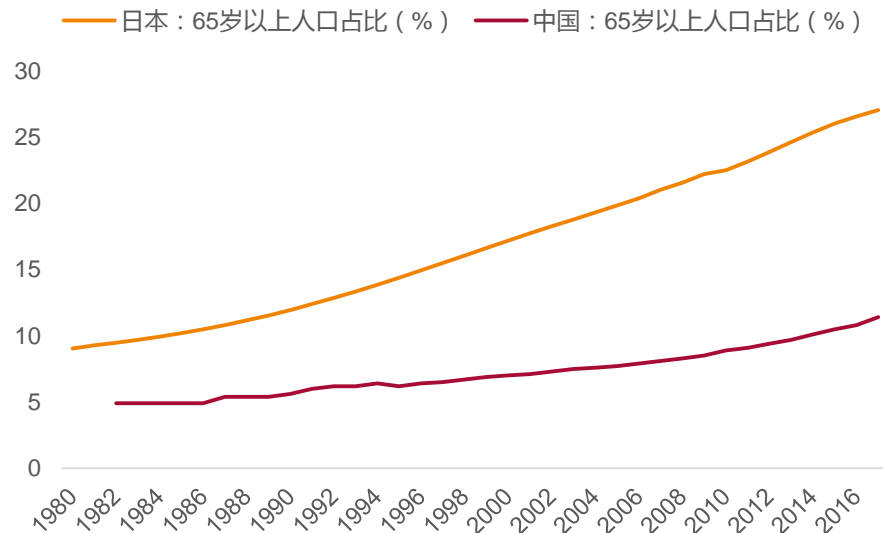


图34：中国目前老年人口比例与80年代日本相近（%）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

2、类比日本消费过升级过程，中国与80年代日本颇为相似——消费特征主体

消费特征主体：个人逐渐成为消费主体

1) 以家庭消费为主体的需求基本得到满足。70年代日本私家车普及，家用电器普及率几乎达到100%，中国在2012年基本实现电视机普及率100%。家庭成员人数呈下降趋势，个人消费逐渐成为消费主体。

2) 家庭成员人数呈下降趋势，个人消费逐渐成为消费主体。日本于1975年平均家庭人数由3.3人逐步下降2005年的2.6人。中国由1985年的4.33人下降至2005年的3.13人。中国80、90代成为消费主体，与日本60、70代颇为相似。

图35：2012年中国基本实现彩色电视机100%普及率

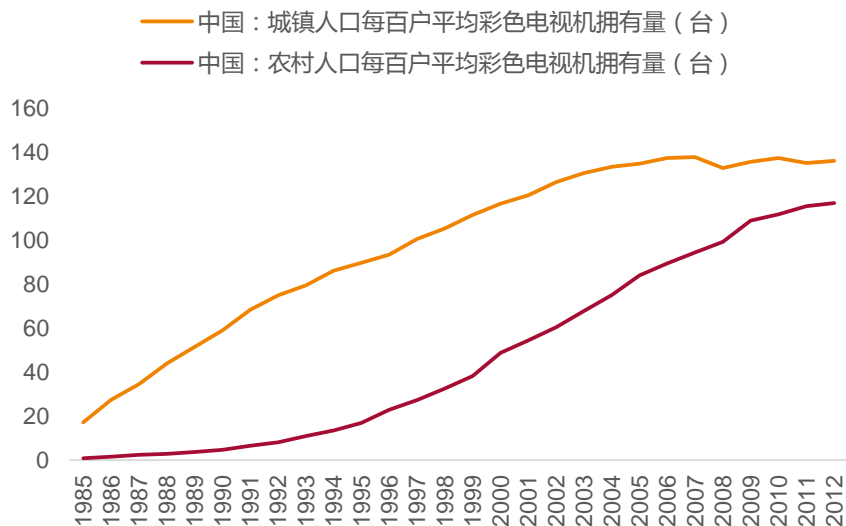
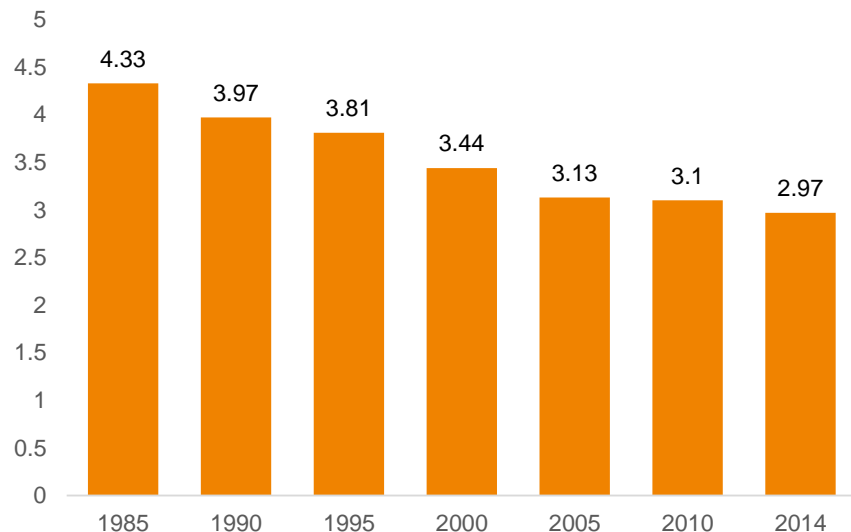


图36：中国每户家庭平均人口减少 (人)



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

3、日本消费发展历程与国内消费展望：大众→品牌→理性→简约

1) 20世纪60年代起，经济发展带动高端消费复苏，大众消费时期到来，服装及配饰消费在80年代快速发展，1980-1990销售额几近翻倍增长。1990年随日本投机外资撤离，股票下跌，房地产泡沫破裂，日本进入“失去的十年”低增长阶段。在这样的背景下，日本中产阶级的收入水平和消费能力逐渐形成了M型，即走向两极分化。

2) 彼时日本消费偏好的变化对我国很有借鉴意义，我国目前M型结构趋势显现，因此我们认为我国正处于日本90年代M型社会消费分级的开端。从消费发展历程来看，我们认为处于日本第三消费阶段，逐步由品牌化走向品质化。

表3：日本消费升级过程

消费文化	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
时间	1945-1973	1973-1990	1990-2005	2005-至今
社会背景	战后复苏，经济高速增长，大量生产，大量消费，全面中产化	石油危机，人口老龄化开端，阶层差距扩大	泡沫经济，人口老龄化加速，消费结构呈“M”型	次贷危机，经济长期低迷，消费市场萎缩
人口	快速增长	较快增长	缓慢增长	开始减少
出生率	5%	5%-2%	2%-1.3%	1.3%-0%
老龄化比例	5%	5%-6%	6%-20%	20%-40%
价值观	重视国家	注重社会、家庭	注重个人体验	趋于共享、重视社会
消费行为	大众化消费	个性化消费	理性化消费	品质简约化消费

机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

3、日本消费发展历程与国内消费展望：借鉴日本消费偏好变化趋势，预期国内性价比消费仍将持续。

1) 在这样的背景下，日本中产阶级的收入水平和消费能力逐渐形成了M型，即走向两极分化。人均鞋服消费支出绝对值与鞋服支出占家庭最终消费支出比率均呈下降趋势，人们倾向于购买优质低价的鞋服产品。

2) 自1990年市场萧条之后，日本直到现在长期一段时间服装零售市场规模收缩，人们消费趋于理性，高性价比消费逐渐成为主流，我们预期中国国内性价比消费也仍将持续。

图37：日本人均鞋服类消费支出及占比出现大幅下滑（万日元）

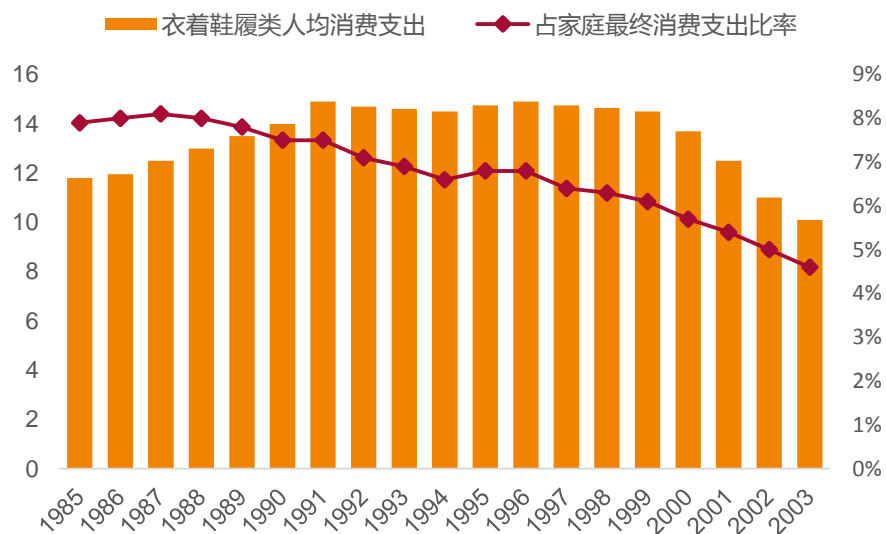
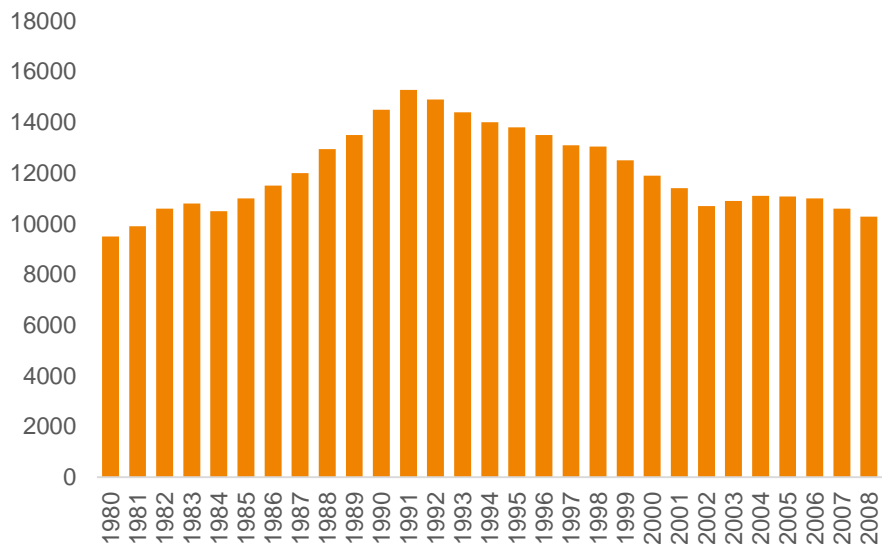


图38：日本服装零售类消费支出自1990年起长期处于下跌趋势（百万日元）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

4、理性消费开始崛起：优衣库（UNIQLO）——发展历程

1980年，日本正处于石油危机的阴霾之下，国内经济萎靡，生产力过剩，货币购买力下降。

消费者的购买习惯也随经济变化而悄然改变，更加青睐优质廉价的商品。此时，优衣库横空出世。

初出茅庐

- 1984——小郡商事在广岛开设首家优衣库（UNIQLO）门店。
- 1991——小郡商事更名为迅销有限公司（Fast Retailing Co.,Ltd）

国内上市

- 1994——广岛证券交易所上市
- 1997——东京证券交易所第二板上市

占领市场

- 1998——东京原宿店开幕，首间市区优衣库门店
- 1999——首次使用SPA商业模式，拥有完整供应链
- 1999——结合科技推出摇粒绒成衣，售价仅1900日元，风靡全日本

走向国际

- 2001——在伦敦开设首家海外门店，卖出全球扩张第一步
- 2006——在纽约曼哈顿下城SOHO地区，开设全球首家旗舰店

布局全球

- 2012——亚洲地区最大的服饰零售商
- 2014——香港联合交易所二次上市
- 截至2018年8月，共计开设1241家海外门店，足迹遍布欧洲、亚洲以及北美洲市场。

机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

4、理性消费开始崛起：优衣库（UNIQLO）——优衣库究竟为何能成功？

• 外部因素：宏观经济与市场环境

“失去的十年”

“广场协议”具有里程碑地位，全球经济贸易格局重新洗牌。在美元对日元大幅贬值的过程中，三年后的1990年，进入日本投机的外资大举撤离，日本股市股票价格平均下跌55%，1993年，日本房地产泡沫破裂，房价平均下跌55%。从1991年到2000年，日本进入所谓“失去的十年”低增长阶段。

社会消费行为趋于理性

日本服装消费的奢靡之风在所谓“失去的十年”后开始发生悄悄的改变，人们不再丢开价格先看款式和品牌了。究其原因日本长期的经济低迷导致企业效益普遍下滑，资产泡沫的破灭消弭了许多人的财富，人们手中的钱少了，消费习惯也自然而然跟着变化。

消费主体以年轻70代为主

日本人特别是日本青年人不再盲目追求服装的时髦时尚，而是追求舒适度与性价比，追求高频快速消费，因此以青年人为消费主体的日本时装市场和产业中最贴近新时代消费风尚的优衣库（UNIQLO）开始脱颖而出，直至成长为巨头。

机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

4、理性消费开始崛起：优衣库（UNIQLO）——优衣库究竟为何能成功？

• 内部因素：商业模式

1) 物美价廉优质的产品。做“价廉物美”的服装。产品定位区别于流行时装和个性很强的服装，注重穿着舒适、老少皆宜、做工讲究的生活装。志在满足大多数消费者的需求。

2) 先进的研发技术。不断开发新的面料，以Airism系列为例，具有吸汗，速干，除臭，有弹性，接触冷感等功能。与东丽公司合作的，推出HEATTECH，通过特制的超细纤维能吸收人体水蒸气，并将水蒸气转换为热能。

图39：三大主要产品分布比例符合家庭女性消费的要求

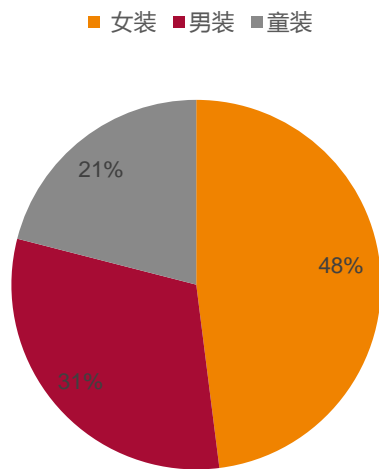
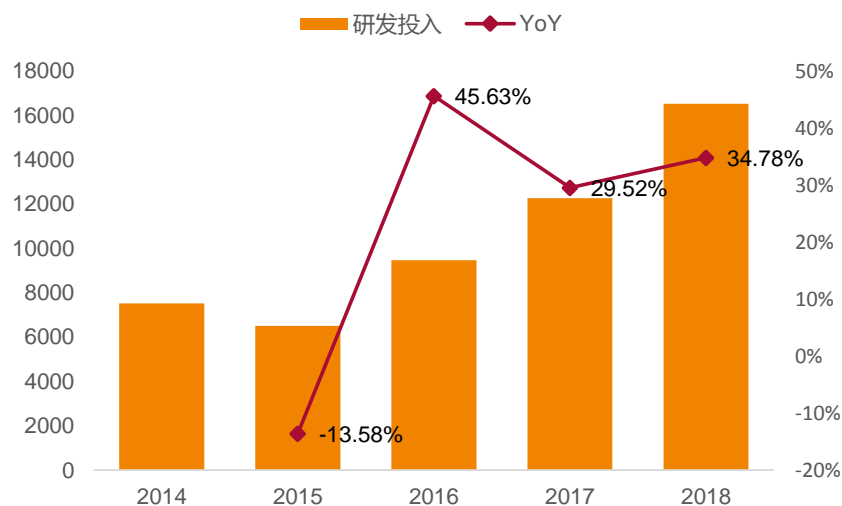


图40：迅销公司研发投入逐年上涨（万元，%）



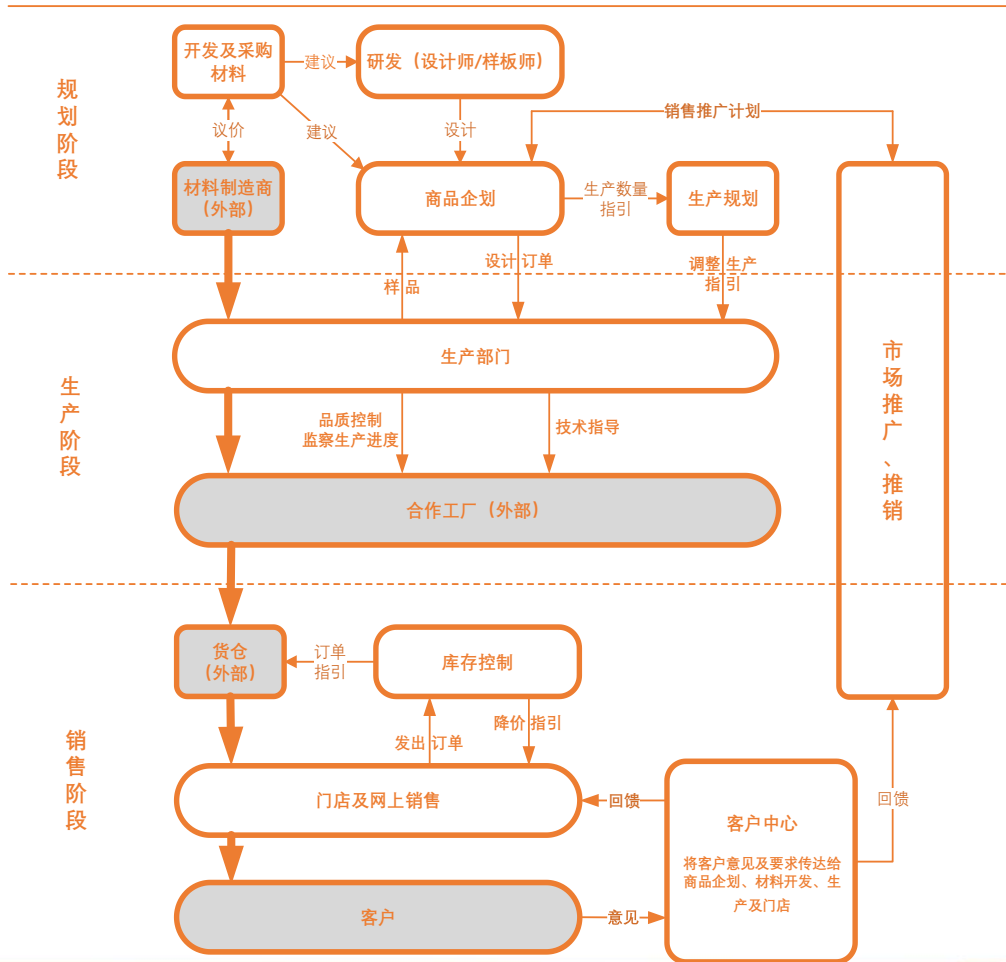
机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

4、理性消费开始崛起：优衣库（UNIQLO）——优衣库究竟为何能成功？

• 内部因素：商业模式

“SPA商业模式” SPA制造零售业模式，是从最初的商品策划、面料开发、生产加工、物流直至销售，所有过程全程控制的策略。摈弃了通过代理商、中间商等不必要的中间环节，实施低成本高效率经营。

图41：迅销SAP商业模式



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

4、理性消费开始崛起：优衣库（UNIQLO）——经营情况

公司营收及利润快速增长。根据2018年度报告所示，公司实现营业收入21,334.45亿日元（1312.58亿人民币），同比增长14.37%；公司净利润达1,548.11亿日元（约95.25亿人民币），同比增长29.79%。主要系客流量增加、天气利好因素、费用的缩减以及门店的扩张。**2018年海外营收额首次超过日本本土。**

图42：迅销公司近5年营业收入逐年递增（亿日元）

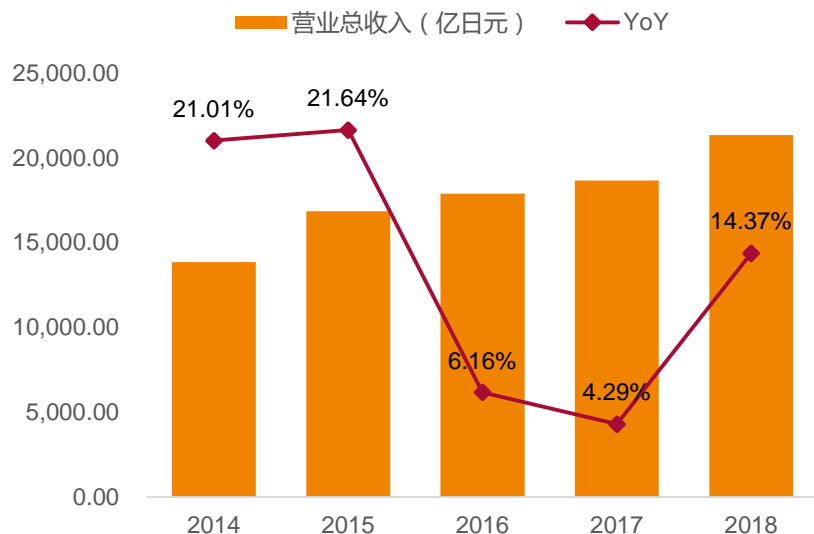


图43：迅销公司近3年净利润总额逐年递增（亿日元）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

4、理性消费开始崛起：优衣库（UNIQLO）——经营情况

1) **毛利率与净利率**：2018经营年度公司销售毛利率为49.29%（+0.46pct），销售净利率为7.94%（+1.03%pct）。通过转型销售策略，缩减销售费用，提升了一定的利润率，体现了产品的高性价比。

2) **门店情况**：1984年在日本开设第一家优衣库门店，2015年在上海开设全球最大旗舰店，营业面积达3300平方米。2018全球新增店铺数量达148间，全球共计营业门店数量为2068间，同比增长7.71%。

图44：迅销公司近年毛利率与净利率逐年上升（%）

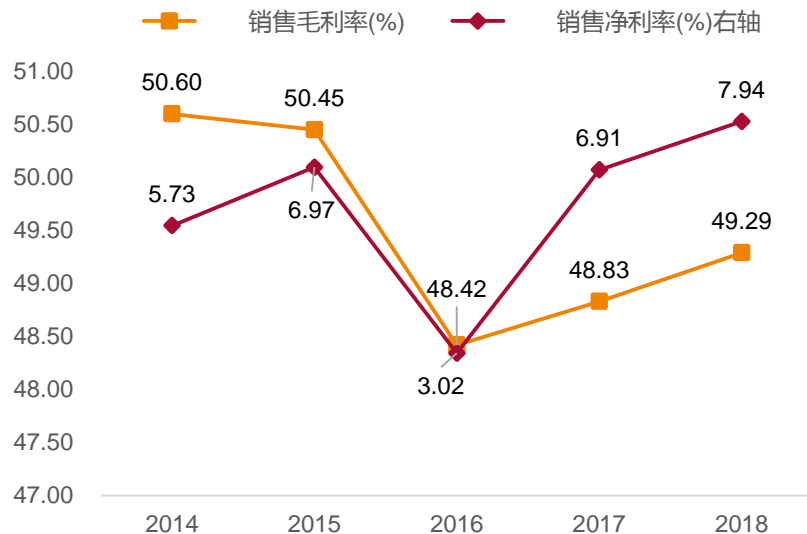
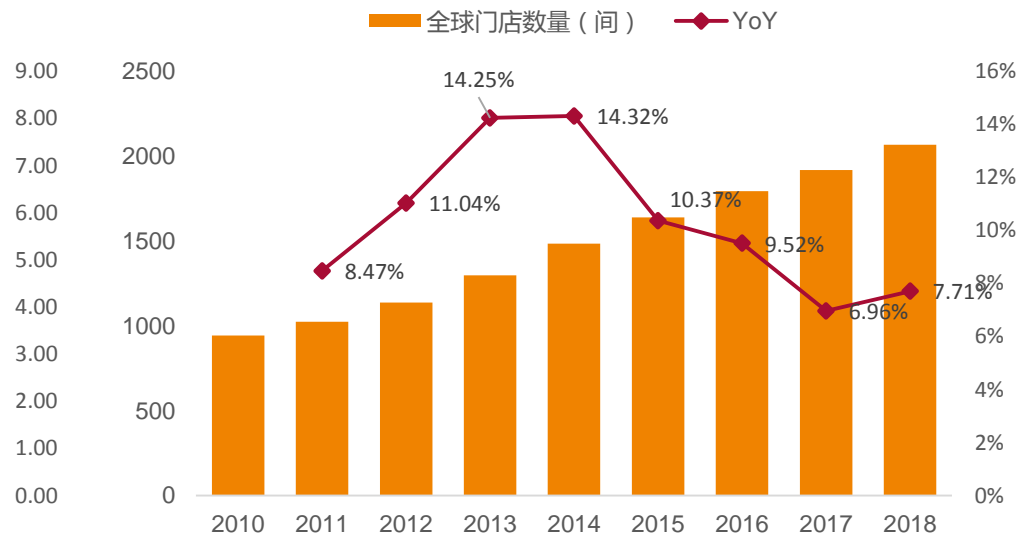


图45：优衣库全球门店数量逐年递增（间，%）



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

4、理性消费开始崛起——类比优衣库，面向“高性价比”消费群体小米近年来崛起

1) 随着新兴市场的智能手机率、消费级物联网、互联网服务及新零售行业的发展，高性价比的产品和优秀的用户体验推动小米产品及服务的销售量快速增长。

2) 2017年小米集团实现营业总收入1146.25亿元，同比增长67.48%，其中面向“高性价比”消费群体的IoT与生活消费产品为234.48亿元，占比为20.46%，同比增长88.86%。截止2018Q3小米营收1311.19亿元，同比增长63.85%，IoT与生活消费品收入为288.8亿元，占比22.13%，同比增长93.38%。

图46：小米集团营业总收入呈上升趋势（亿元）

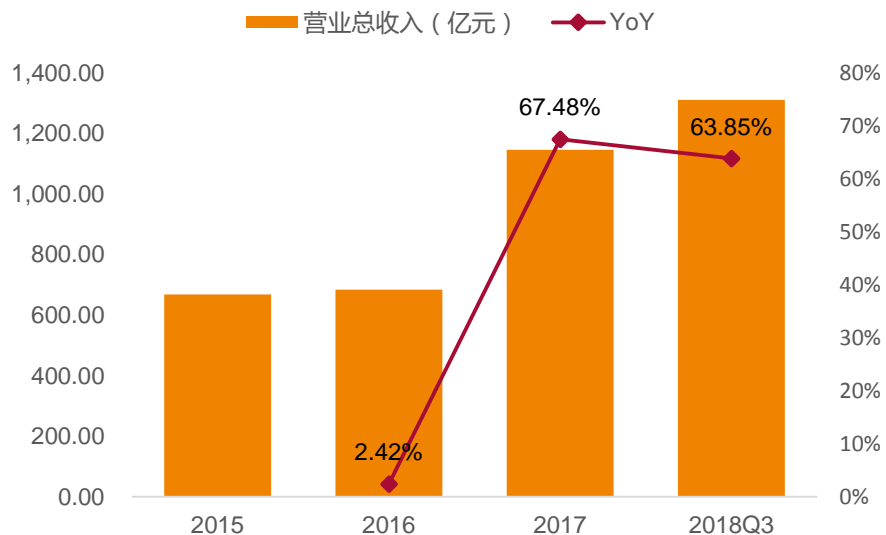
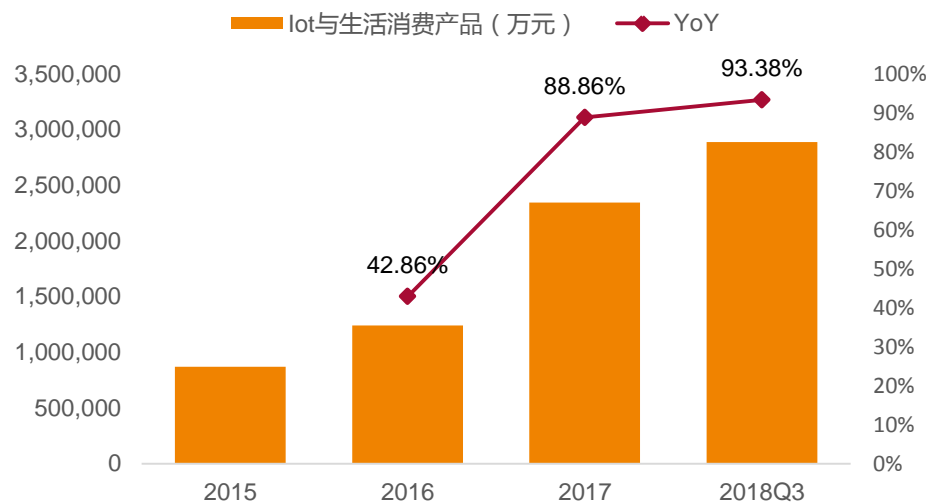


图47：小米生态链收入近年来爆发增长



机会一：“高性价比”标的，在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑

4、理性消费开始崛起——定位高性价比的小米生态链企业快速发展

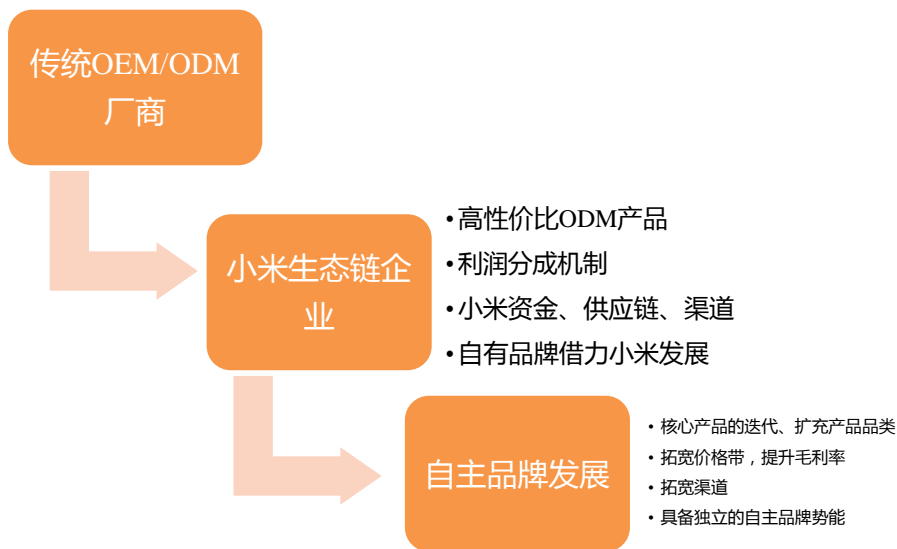
小米生态链企业的发展路径来看：

- 1) **第一阶段**：生态链企业在小米“投资+孵化”的方式下实现从“0”到“1”的突破；
- 2) **第二阶段**：即不断扩充品类和新产品，发展自有品牌，实现从“1”到“100”的发展。生态链企业最终的成功是每一家生态链企业都具备自我存活能力，各自做大做强，而不是长久依赖于小米的平台。

图48：小米生态链商业模式



图49：小米生态链企业成长历程



机会一：具有长期增长逻辑的“高性价比”标的——

一、开润股份：打造出行场景、具备长期增长逻辑的“高性价比”稀缺标的

1、投资逻辑

1) 小米生态链中第一家在A股的上市公司“开润股份”，致力打造优质出行生活场景的公司；2) 公司定位性价比，产品以箱包为核心，拓展至功能性鞋服及配件，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；3) B2C业务高速增长，预计2018年收入增速预计超过100%，预计未来基于产品的持续全渠道快速扩张，有望成为业绩增长重要驱动力之一；4) B2B业务收购印尼代工厂，为后续发展提供新增长点。

以箱包为核心拳头产品，围绕大众出行消费产品打造多品类战略，不断增强品类深度和广度。90分产品策略：设计、功能、低价三者完美的统一，构建强大产品力。核心拳头箱包：预计2018年继续挖掘产品深度，扩充SKU同时增加迭代，有望夯实市场地位。多品类战略：鞋、服、配件等新品类发力横向扩张。

核心价格点逐渐提升，保持极致性价比同时丰富产品价格带，提升品牌调性。价格点的定义为：一个品牌或零售连锁店商品系列中库存最集中、出现频率最高的商品价格。90分产品通过SKU的拓宽提升核心价格点；保持相对固定低毛利率，真正让消费者认知性价比，提升品牌调性。

多渠道扩张，预计未来紧跟米系快速发展，非米系渠道持续占比提升。1) 持续深挖小米生态链资源，紧跟其扩张步伐。2) 自有渠道、新零售渠道不断加快，非米系渠道占比持续提升。3) 全渠道快速扩张，线上自有渠道（尤其天猫）扩张超预期，线下进驻小米之家，拓展团购及自主渠道；海外渠道开始逐步探索。

好的产品基础成为流量入口，借助自媒体、粉丝、众测、口碑等新兴营销方式提升效率降低费用。

机会一：具有长期增长逻辑的“高性价比”标的——开润股份

一、开润股份：打造出行场景、具备长期增长逻辑的“高性价比”稀缺标的

2、B2B业务：收购印尼工厂，提供新增长点

- 1) 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。
- 2) 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，有利于持续提高公司2B的产品竞争力，提升盈利空间。
- 3) 原有客户订单结构有望得到进一步优化，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%+。

图50：公司B2C业务占比逐年上升（万元，%）

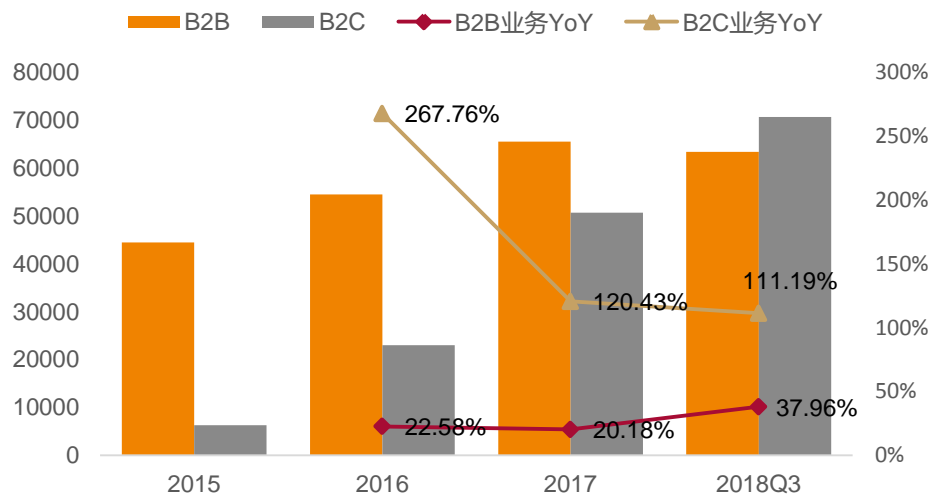
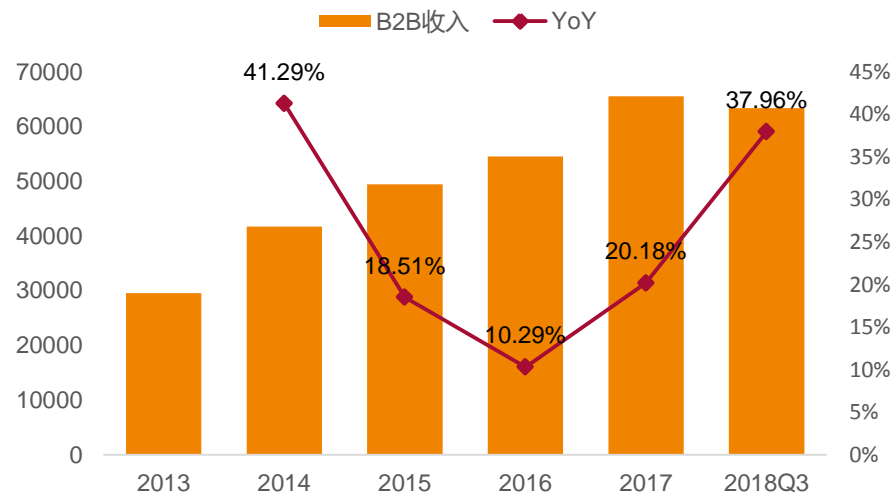


图51：B2B代工收入稳定增长（万元，%）



机会一：具有长期增长逻辑的“高性价比”标的——开润股份

一、开润股份：打造出行场景、具备长期增长逻辑的“高性价比”稀缺标的

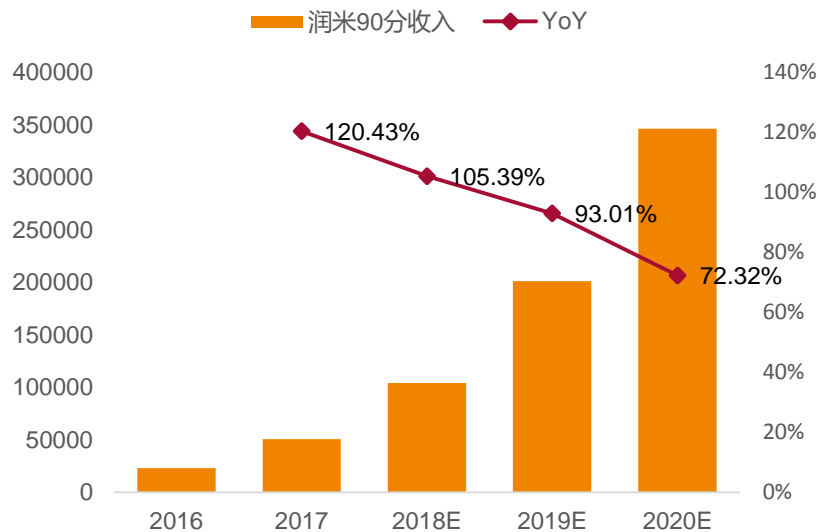
3、B2C业务：扩品类、扩渠道，90分品牌持续高增长

1) 新品类：18年在核心箱包产品进行迭代及深度扩张（上线24寸金属旅行箱、新色号商旅两用旅行箱、活力版智能解锁旅行箱、活力版PC铝框旅行箱、Chic休闲双肩包和胸包等），鞋服（上线免熨烫衬衫、抗菌T恤、一体织跑鞋与板鞋、弹力牛仔裤、五指袜）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，旅行箱主要为引流兼利润品类；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。

2) 新渠道：18Q3自有渠道快速扩张，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。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。

3) 业绩持续高增长：预计18年B2C整体营收增长100%以上，净利率7%左右。

图52：90分收入呈快速增长（万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

机会一：具有长期增长逻辑的“高性价比”标的——开润股份

一、开润股份：打造出行场景、具备长期增长逻辑的“高性价比”稀缺标的

4、盈利预测：维持买入评级。公司产品以箱包为核心，拓展至功能性鞋服及配件，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。我们认为公司盈利能力及品牌力随研发能力不断增强而持续增强，且随Q4电商旺季到来，期待B2C持续发力。维持2018-2020年EPS预测为0.81/1.17/2.07元，18/19年净利润约1.77/2.53亿。

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。

表4：开润股份盈利预测（百万元，%）（2018年12月12日）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	775.77	1,162.44	1,968.43	3,111.33	4,502.91
增长率(%)	57.00	49.84	69.34	58.06	44.73
EBITDA (百万元)	85.44	157.59	207.04	299.32	542.38
净利润 (百万元)	84.00	133.41	176.64	252.74	448.98
增长率(%)	26.81	58.81	32.41	43.08	77.65
EPS (元/股)	0.39	0.61	0.81	1.17	2.07
市盈率 (P/E)	81.49	51.32	38.61	26.95	15.17
市净率 (P/B)	12.80	14.03	9.22	7.46	5.51
市销率 (P/S)	8.82	5.89	3.48	2.20	1.52
EV/EBITDA	38.22	45.73	31.18	20.60	10.57

机会一：具有长期增长逻辑的“高性价比”标的——南极电商

二、南极电商：“低端”商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台

1、投资逻辑：

- 1) **定位**：“穷人买得起，富人看得上”的高性价比定位，同时受益于三四线消费升级与一二线更理性的消费“降级”。
- 2) **壁垒**：电商红利时代已过，很难再产生大的淘品牌，先发优势和规模效应铸就高商业模式壁垒，马太效应显著。
- 3) **增长逻辑**：国民品牌日益深入人心，扩品类、扩品牌、扩渠道，未来发展空间仍较大。

图53：低端商业革命是消费趋势，推动性价比消费观念

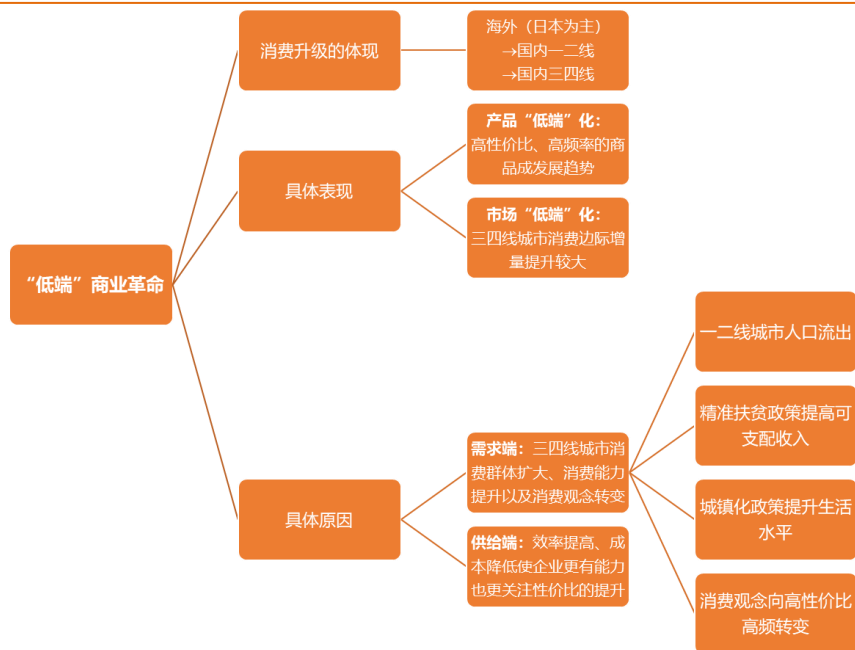
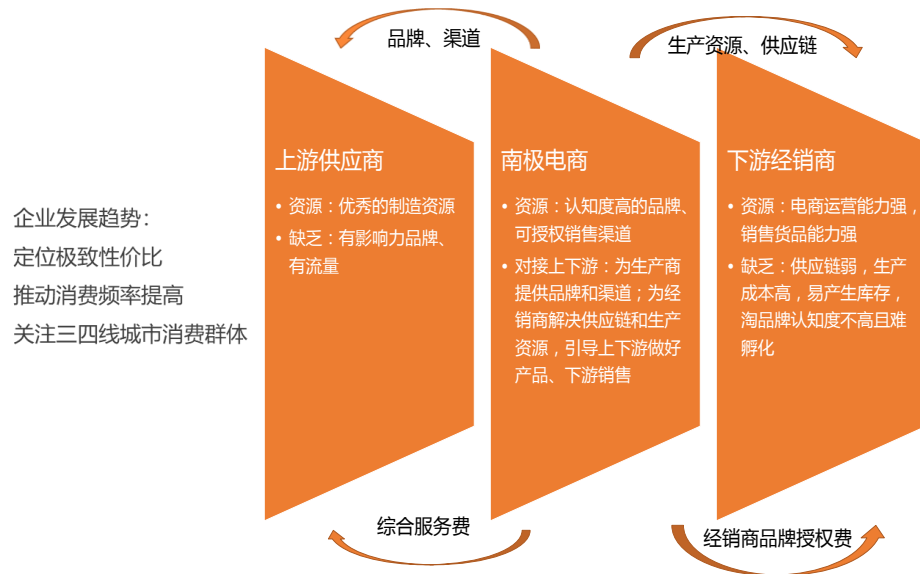


图54：南极电商的品牌授权模式主要依靠品牌资源的共享和赋能上下游



机会一：具有长期增长逻辑的“高性价比”标的——南极电商

二、南极电商：“低端”商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台

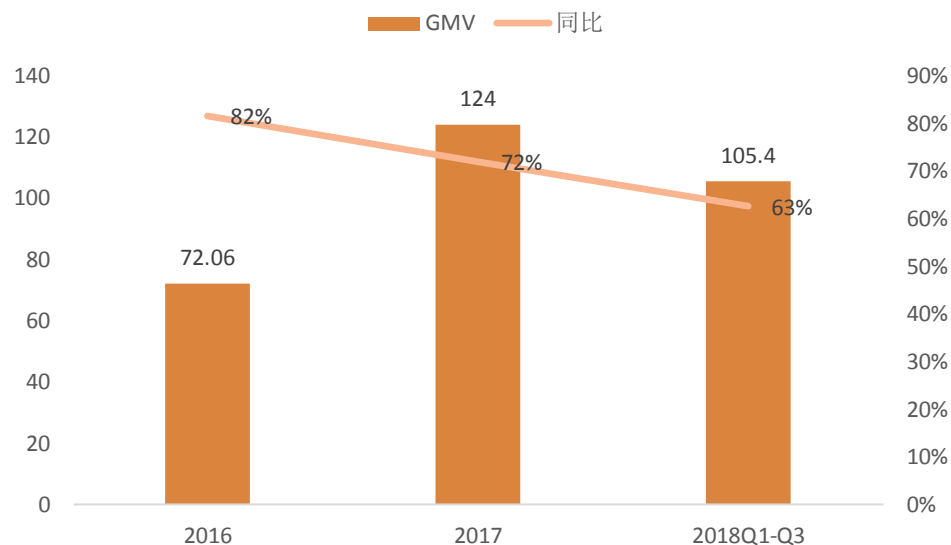
2、GMV持续高增长，消费疲软环境下，GMV高速增长体现出了抗周期性

1) **历史GMV**：2018年前三季度GMV105.4亿，预计18年全年实现200亿GMV，2016-2018年GMV复合增长率67%。

2) **渠道**：18年前三季度在阿里、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%）。

3) **品牌**：18年前三季度南极人87.99亿（+54.29%）；卡帝乐品牌14.65亿（+118.10%），卡帝乐增速优秀。

图55：南极人历史GMV及同比 单位：亿



资料来源：阿里生意参谋，天风证券研究所

机会一：具有长期增长逻辑的“高性价比”标的——南极电商

二、南极电商：“低端”商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台

3、新品类、培育类品类增速快

1) 以箱包、健康生活为代表的新品类增速快。2018年上半年分品类增速：内衣57.27%，家纺41.27%，男装74.18%，女装-10.65%，健康生活137.88%。

2) 新品类市占率低，增长空间大。男装阿里市占率1%，童装阿里市占率1.1%，健康生活大类中（个人护理阿里行业排名第9位，生活电器阿里行业排名30位）

图56：南极电商各品类GMV占比

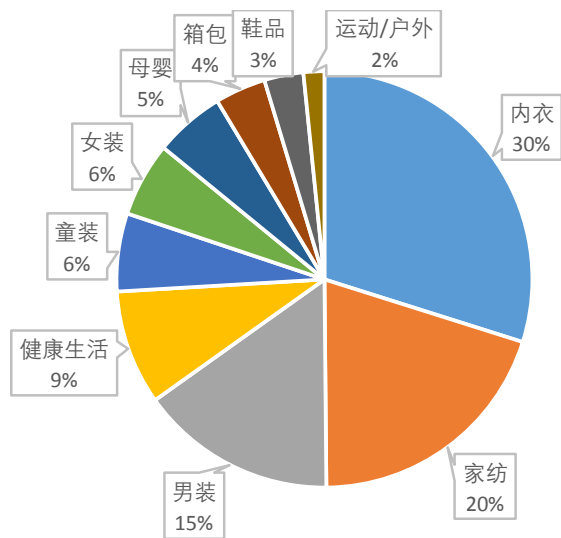
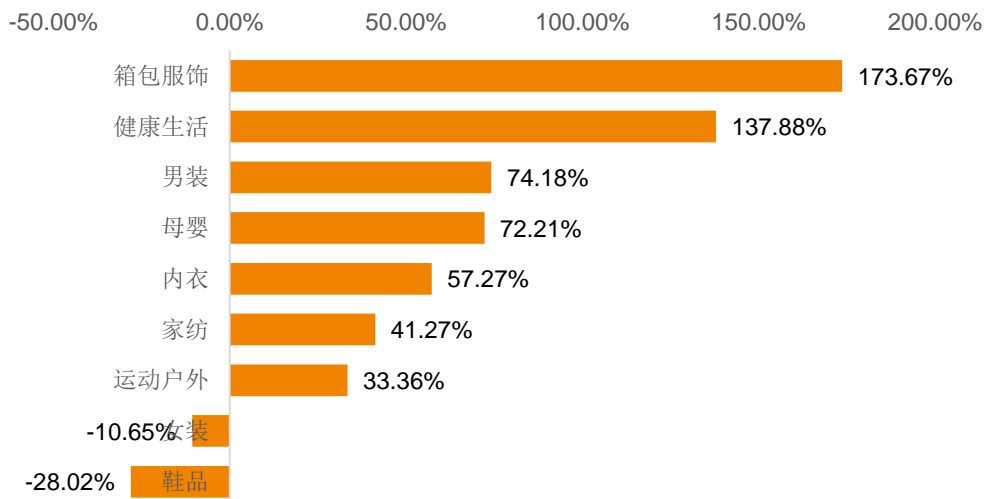


图57：南极人各品类增速（截至2018年上半年）



机会一：具有长期增长逻辑的“高性价比”标的——南极电商

二、南极电商：“低端”商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台

4、扩品牌和扩渠道空间大

1) 渠道：拼多多发展迅速：截至2018Q3，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%）。

2) 品牌：卡帝乐发展迅速：截至2018Q3，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。

图58：南极人旗下各渠道GMV占比情况（2018Q1-Q3）

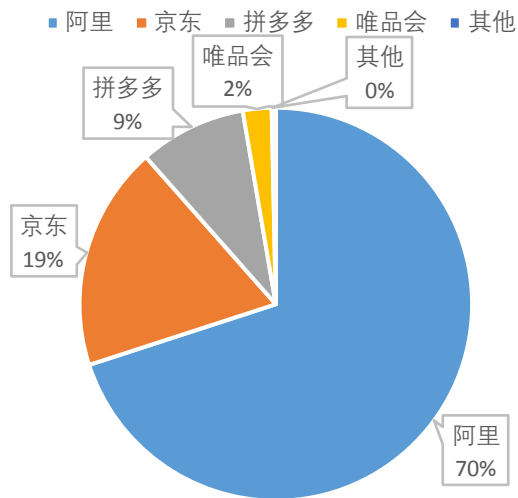
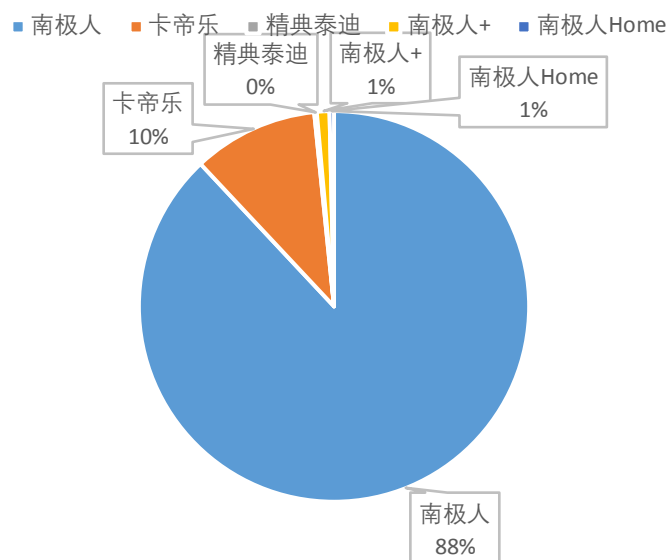


图59：南极人旗下各品牌GMV占比情况（2018Q1-Q3）



机会一：具有长期增长逻辑的“高性价比”标的——南极电商

二、南极电商：“低端”商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台

6、盈利预测：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%。预计未来两年净利润复合增速50%以上。公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模GMV仍高速增长印证商业模式壁垒。未来不断提高产品质量提升产品调性，应对未来的行业竞争。

另外，受益于低线城市人群的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。预计18-20年EPS为0.35/0.51/0.73元，给予2018年35倍PE，目标价12.4元。

5、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。

表5：南极电商盈利预测（百万元，%）（2018年12月12日）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	520.98	985.79	2,464.08	3,306.54	4,412.59
增长率(%)	33.85	89.22	149.96	34.19	33.45
EBITDA (百万元)	335.64	594.61	989.93	1,418.24	2,037.10
净利润 (百万元)	301.14	534.29	868.63	1,251.27	1,783.85
增长率(%)	75.27	77.42	62.58	44.05	42.56
EPS (元/股)	0.12	0.22	0.35	0.51	0.73
市盈率 (P/E)	51.19	28.85	17.75	12.32	8.64
市净率 (P/B)	10.05	5.10	2.63	2.20	1.79
市销率 (P/S)	29.59	15.64	6.26	4.66	3.49
EV/EBITDA	12.70	6.44	11.81	7.76	4.98

机会二：上游纺织板块预计优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司

机会二：上游纺织板块预计优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司

海外产能持续释放：

近年来，纺织制造龙头企业将产能布局在东南亚地区，充分享受政策红利，降低生产成本；同时，我们认为上游企业未来海外产能的释放确定性较强，驱动业绩稳健增长；另外，企业的出口订单部分转移，也将有效规避贸易战可能带来的负面影响。

未来产品端价格有望温和：

由于上游纺织制造型企业的生产成本主要以原材料棉花成本为主，棉价对于公司的业绩及盈利能力会产生较大的影响。考虑到目前棉花的供需缺口仍存，未来棉价预计将实现温和上涨，有利于企业产品进行提价。

机会二：上游纺织板块预计优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司

1、量：

我国上游纺织企业近年提早进行海外扩张，产能多分布在东南亚地区，未来几年海外产能将持续释放，促业绩稳健增长。

表6：上游部分纺织企业产能及未来产能扩张情况

公司	目前产能	未来释放产能
百隆东方	140万锭纱线产能，其中国内产能70万锭，越南产能70万锭。	未来三年越南产区每年释放20万锭产能。
鲁泰A	色织面料总产能2.1亿米，印染面料产能8500万米，衬衫总产能3000万件。	预计越南二期衬衫产能预计19年上半年投放，越南二期3500-4000万米色织布项目预计19年-20年分批投放。
华孚时尚	180万锭纱线产能。	未来国内和越南产能将同步释放。
天虹纺织	313万锭纱线产能。越南产能125万锭，国内产能188万锭。	计划扩充74万锭纱线产能，其中中国产区计划扩充52万锭，越南产区计划扩充22万锭，预计18年四季度至19年上半年进入试运营。
健盛集团	3亿双袜子产能。	越南产能未来逐步释放，18-20年预计分别实现50%、33%、25%的产能增长；整体产能18-20年预计分别实现15%、20%、17%的增长。
申洲国际	面料：宁波产能占比55%，越南产能占比45%；越南产能250吨/天；成衣产能：4亿件，其中海外产区占比30%，越南和柬埔寨各15%。	面料产能：预计明年越南产区面料产能达到300吨/天，未来面料总产能达到700吨/天，越南和国内产区占比为5:5，实现350吨/天的产能；成衣产能：预计越南新增产能9%，柬埔寨15%。

机会二：上游纺织板块预计优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司

1、量：

① 产能转移动因：产业链整合、国内资源限制、海外成本优势。

② 越南产区优势：1) 人工成本；2) 土地成本；3) 能源成本；4) 税收优惠。

表7：越南产区在人工、土地、能源方面的成本优势

	中国	越南
电费	0.67元/千瓦时	0.51元/千瓦时
水费	4.1元/立方米	3.12元/立方米
人力成本	16.72美元/天	9.12美元/天
工业用地	120.35美元/平方米	75-80美元/平方米

资料来源：隆安经济区LEAZA、中国产业信息网、中国服装协会、中国电力知库，天风证券研究所

备注：汇率按照1美元=6.8796人民币进行换算；工时按每天8小时计算。

表8：越南产区的税收优势

税收优惠政策	享受条件	免税	减税
特别鼓励优惠	A区（特别艰苦地区）	4年	5-13年征收5%；14-29年征收10%
鼓励优惠政策	B区（艰苦地区）	2年	2-6年征收7.5%；7-13年征收15%
“四免九减半”政策	投资额达到3亿美元， 或年销售额达到5亿美元， 或提供就业岗位3000个以上	4年	5-9年税收减半

资料来源：TRADING ECONOMICS，天风证券研究所

机会二：上游纺织板块预计优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司

2、价：

对于上游大部分的纺织制造企业来说，原材料成本是最主要的成本，由此棉花价格的波动将会影响企业的业绩和盈利能力。

图60：2017年天虹纺织成本结构（%）

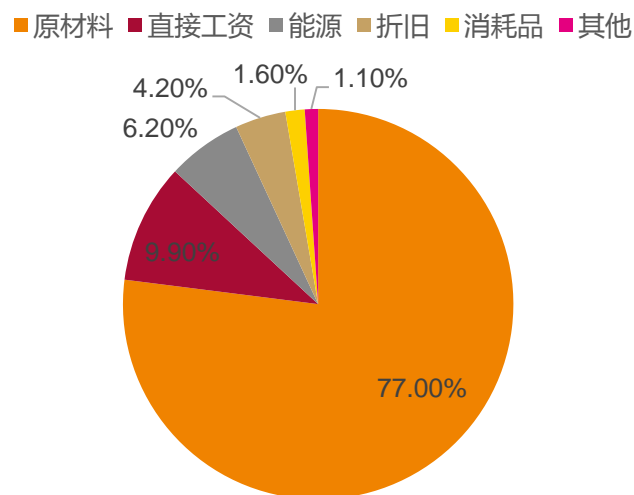


图61：2017年百隆东方成本结构（%）

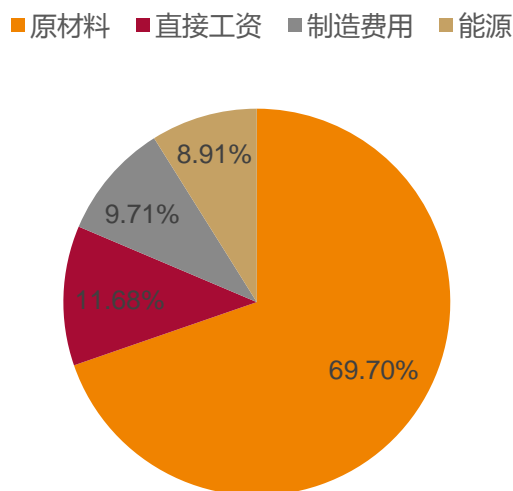
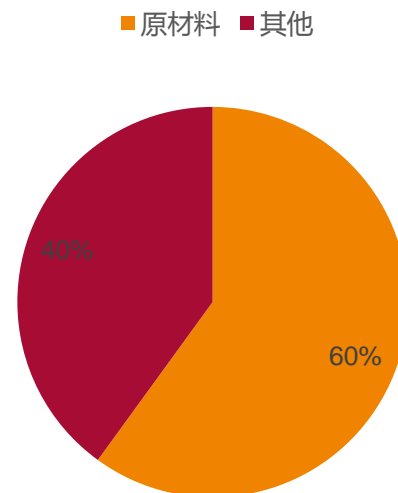


图62：2017年华孚时尚成本结构（%）



机会二：上游纺织板块预计优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司

2、价：

我们认为棉花价格稳定或温和上涨对上游纺企是利好因素，同时我们认为目前棉花供需仍存在缺口，预计未来棉花价格有望实现温和上涨，有利于纺企产品价格的提升，促纺企业绩的稳健增长和盈利能力的提升。

表9：ICAC全球棉花产销存预测表（18年11月）

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19 (10月)	2018/19 (11月)
期初库存	1328	1411.8	1265	1063	858	858
产量	660	520	490	589	580	580
国内消费量	755	760	800	920	925	925
进口量	180.4	95.9	109.6	128	200	200
期末库存	1411.8	1265	1063.2	858	711	711
库存消费比	187%	166%	133%	93%	77%	77%

表10：USDA全球棉花产销存预测表（18年11月）

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19 (10月)	2018/19 (11月)
产量	2595.7	2093.6	2321.6	2689.6	2648.8	2599.4
消费	2443.6	2465.6	2529.2	2684	2781.6	2762.5
进口	785.2	771.7	820.7	892.7	902.2	895.1
出口	773.1	759.2	819.8	887.1	902.5	895.5
期末库存	2336.7	1971.4	1760.2	1761.1	1620.9	1580.8
产需缺口	152.1	-372	-207.6	5.6	-132.8	-163.1

机会二：上游纺织板块预计优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司

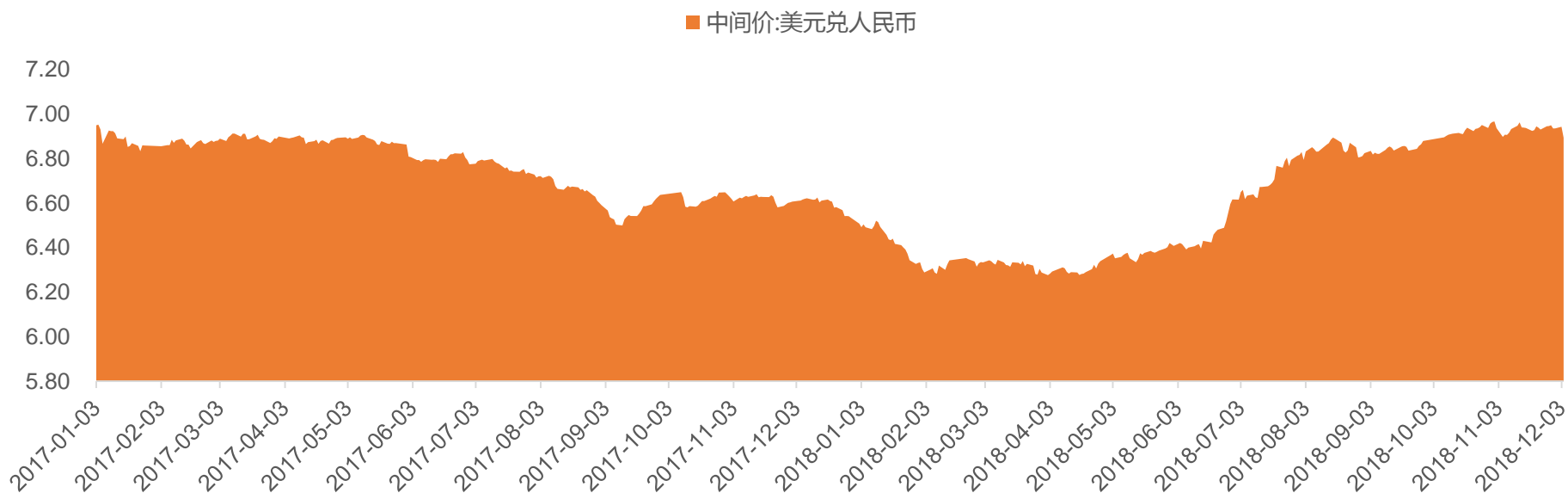
3、业绩扰动因素：汇率波动

1) 由于上游纺企多有海外布局及投资，汇率波动会对公司的汇兑损益造成影响，从而影响公司的业绩。

2) 人民币18年上半年升值，三季度开始持续贬值；面对汇率的干扰因素，纺企大多采用以下几个方式应对：

① 通过远期外汇交易、套期保值等方式尽量规避汇率风险；② 提高产品附加值，提高产品单价和利润率；③ 积极开拓国内市场，减少对国外市场的依赖。

图63：汇率波动汇兑上游纺企业绩造成影响



机会二：上游纺织企业推荐标的——百隆东方

一、百隆东方：色纺纱龙头企业，越南产能持续释放，净利率稳步提升

1、投资逻辑：1) 越南产能持续释放，随着B区纱线项目投产，18-20年越南产能预计为70 (+40%) /90 (+29%) /110 (+22%) 万锭；到2022年越南产能占比将超过2/3。2) 越南盈利能力优势明显（高于国内约5-6pct），随越南产能占比提升，公司整体净利率有望提升。3) 进入头部客户供应链，享受订单集中度提升。4) 国内开发新客户，订单趋稳；海外订单由于主动转移及贸易战影响有望超预期。

图64：百隆东方营业总收入近几年保持平稳（亿元，%）

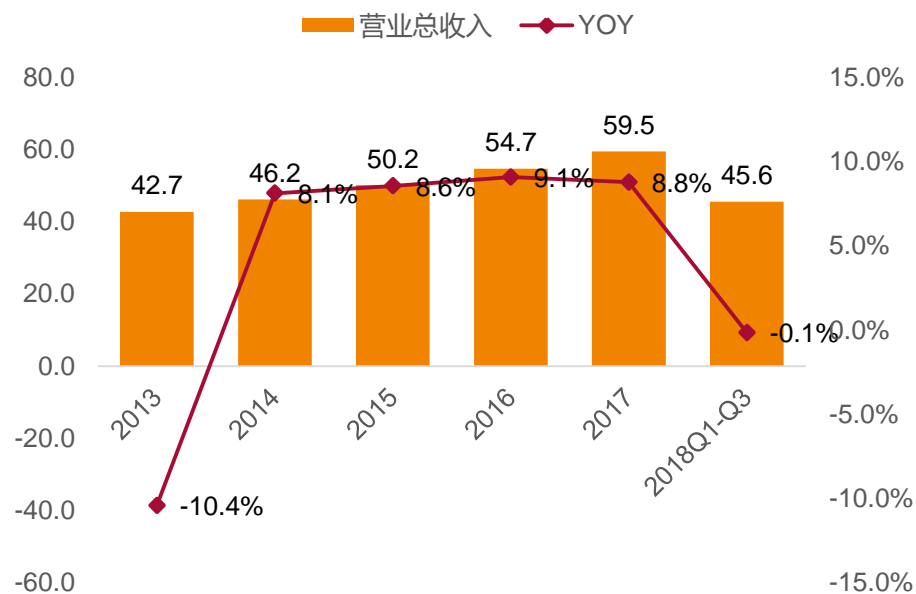
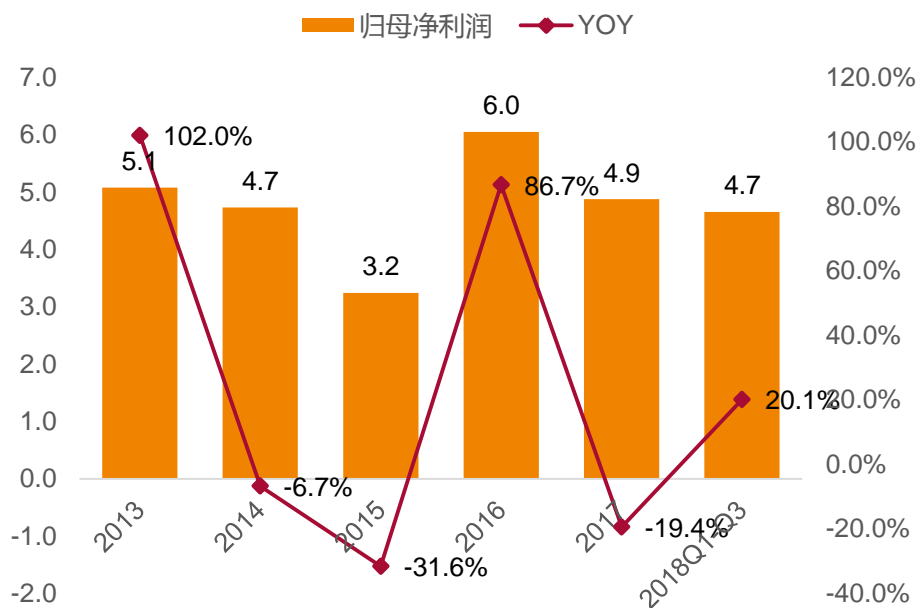


图65：百隆东方归母净利润收到棉花价格影响波动较大（亿元，%）



机会二：上游纺织企业推荐标的——百隆东方

一、百隆东方：色纺纱龙头企业，越南产能持续释放，净利率稳步提升

2、需求端：

公司订单结构：“一超多强”：最大客户申洲国际，其次为互太纺织；最终客户涵盖全球奢侈品牌、快时尚及运动休闲品牌；

1) 头部客户订单集中度有望提升；

2) 国内订单预计基本保持平稳，海外订单有望超预期（订单有向海外产区转移的趋势）。

图66：百隆东方越南收入占比逐年提升（%）

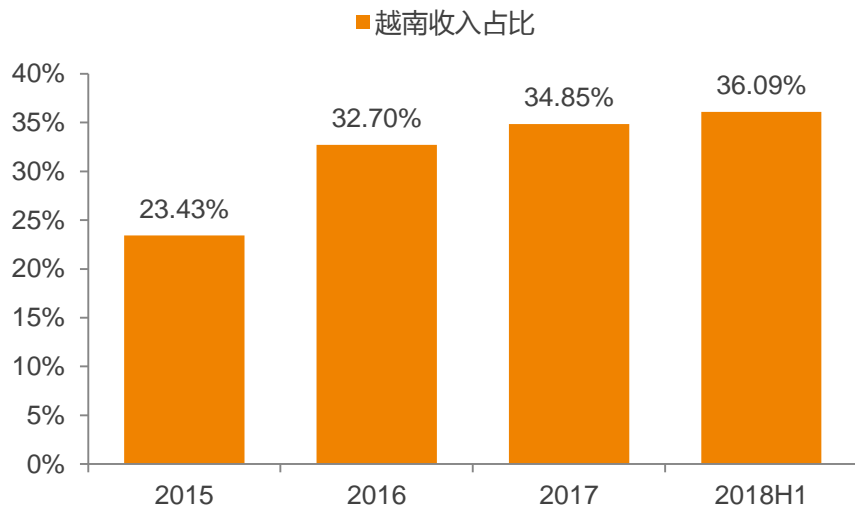


图67：百隆东方主要的最终下游客户



机会二：上游纺织企业推荐标的——百隆东方

一、百隆东方：色纺纱龙头企业，越南产能持续释放，净利率稳步提升

3、供给端：①量：

1) 国内产能：产能70万锭。

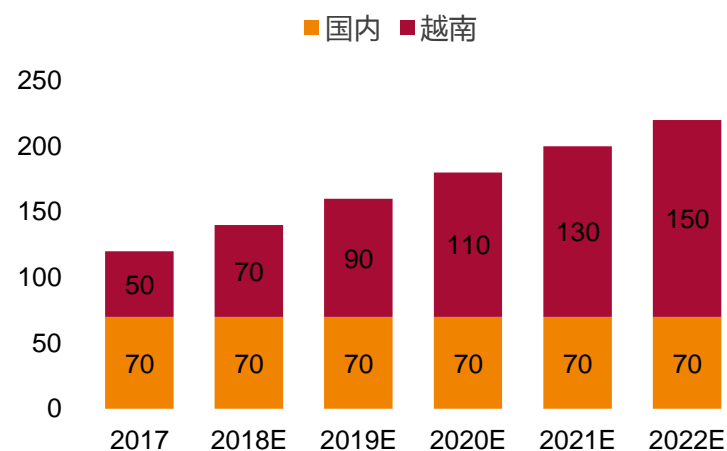
2) 越南产能：产能70万锭。预计18-20年每年释放20万锭产能，三年CAGR超过30%。目前B区目前已释放20万锭的产能，预计将于19年4月和6月分别释放10万锭产能，B区剩余的10万锭产能将于2020年释放，同时我们预计公司继续加大投资力度，2020年除B区外再释放额外10万锭产能。

3) 产能转移：国内产能中，出口比例从以前的40%下降至目前的25%-30%。

表11：百隆东方2017-2020年产能预测图（万锭）

产能(单位：万锭)	2017	2018E	2019E	2020E
国内	70	70	70	70
越南	50	70	90	110
A区	50	50	50	50
B区		20	40	50
其他				10
总产能	120	140	160	180
YOY		16.67%	14.29%	12.50%

图68：百隆东方未来产能结构预测（万锭）



机会二：上游纺织企业推荐标的——百隆东方

一、百隆东方：色纺纱龙头企业，越南产能持续释放，净利率稳步提升

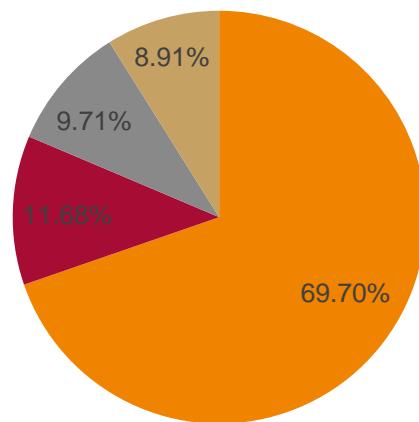
3、供给端：②价：

1) 棉花占主营成本近七成，棉价是影响公司成本及产品定价的决定性因素。

2) 由于公司产品的价格传导存在一定的滞后性，在棉价上行情况下，传到至终端产品一般需要三个月的时间。棉价温和上涨将持续利好公司业绩的稳定增长和盈利能力的提升。

图69：2017年百隆东方成本中棉花成本占七成左右（%）

■ 直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用 ■ 燃料动力及其他



机会二：上游纺织企业推荐标的——百隆东方

一、百隆东方：色纺纱龙头企业，越南产能持续释放，净利率稳步提升

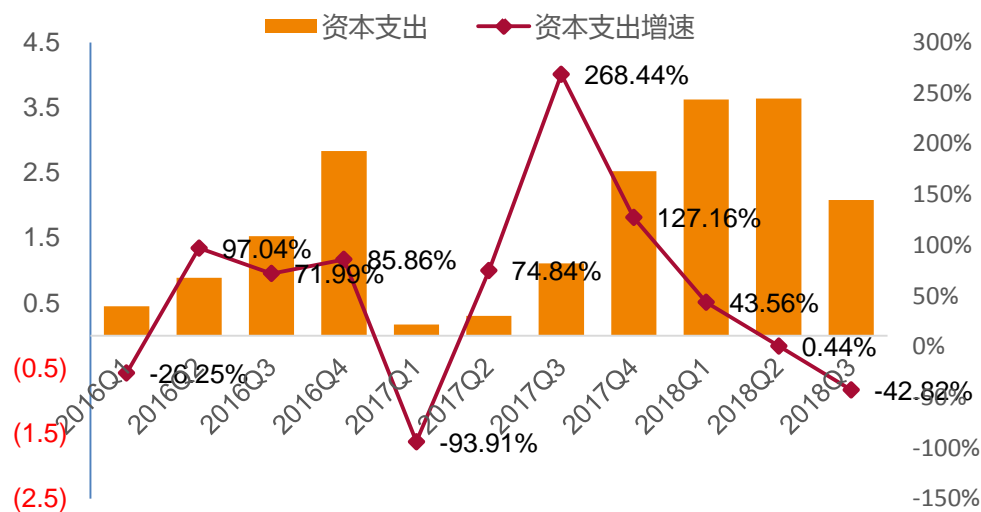
4、盈利能力：

截至2018年三季度，越南工厂净利率14%，国内8%左右，未来随着越南产能占比提高，将拉动公司整体净利率水平。

5、核心竞争优势：

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

图70：百隆东方资本支出持续投入提升技术优势（亿元，%）



资料来源：Wind，公司公告、天风证券研究所

机会二：上游纺织企业推荐标的——百隆东方

一、百隆东方：色纺纱龙头企业，越南产能持续释放，净利率稳步提升

6、盈利预测：

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。预计2018-2020年营收为61.5/70.1/80.9亿元，净利润为6.35/7.61/8.91亿元，同比增长30.27%/19.69%/17.11%。参考可比公司平均PE，给予19年15倍PE，对应目标价7.65元。

7、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。

表12：百隆东方盈利预测（百万元）（2018年12月12日）

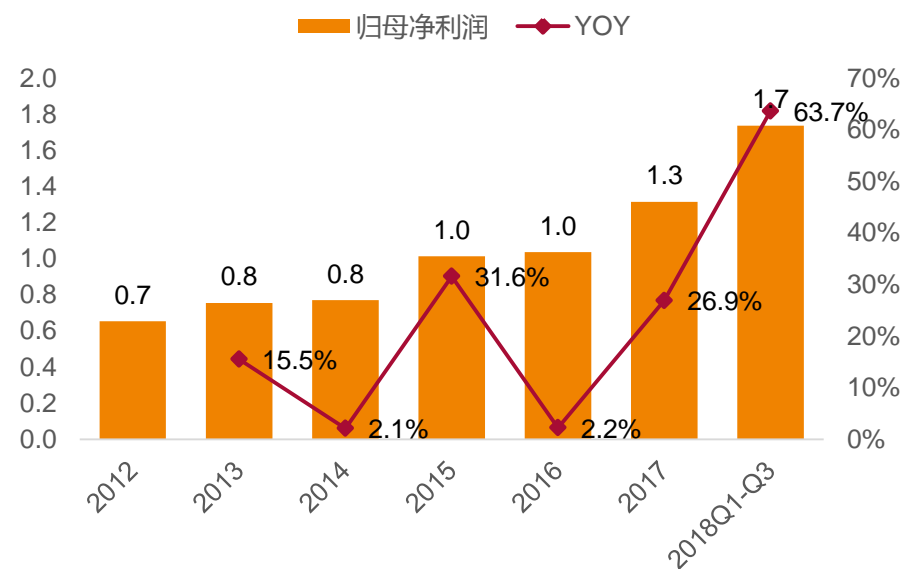
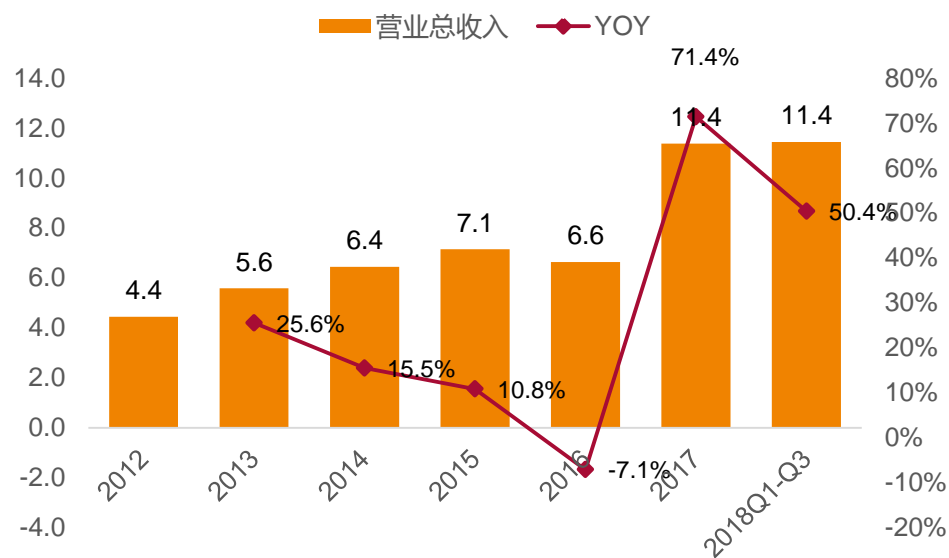
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,471.67	5,952.21	6,148.16	7,013.27	8,094.94
增长率(%)	9.08	8.78	3.29	14.07	15.42
EBITDA（百万元）	950.95	1,131.96	1,041.77	1,199.20	1,388.38
净利润（百万元）	604.98	487.74	635.40	760.50	890.65
增长率(%)	86.69	(19.38)	30.27	19.69	17.11
EPS（元/股）	0.40	0.33	0.42	0.51	0.59
市盈率（P/E）	13.31	16.51	12.68	10.59	9.04
市净率（P/B）	1.10	1.11	1.06	1.02	0.97
市销率（P/S）	1.47	1.35	1.31	1.15	1.00
EV/EBITDA	10.48	8.56	10.29	8.48	8.38

机会二：上游纺织企业推荐标的——健盛集团

二、健盛集团：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

1、投资逻辑：1) 棉袜越南产能持续释放，预计18-20年产量为1.2亿 (+50%) /1.6亿 (+33%) /2亿 (+25%) 双。2) 无缝内衣开建越南新产能，达产后有望大幅增加56%，为未来发展提供持续增长动力。同时客户结构优化使18年净利润超预期，预计达到9500万（承诺8000万）。3) 越南盈利能力优势明显（高于国内约8pct），随越南产能占比提升，公司整体净利率有望提升。

图71、图72：健盛集团17年订单回流，业绩反转；18年并表因素及越南产能、订单增长，使业绩持续恢复（亿元，%）



机会二：上游纺织企业推荐标的——健盛集团

二、健盛集团：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

2、需求端：订单全球化布局，结构调整改善盈利。

积极开发新客户，调整客户订单组合提升毛利。公司生产模式主要是ODM和OEM，为世界知名品牌商和零售商自有品牌提供袜业的制造、代工服务，优质客户资源丰富。公司80-90%的销售额来自于外贸出口，主要销往美国、日本、欧洲、澳洲四大国际市场。公司近几年外贸呈现稳步增长趋势，2017年实现外贸销售9.31亿元，同增75.12%。2018H1实现外贸销售6.36亿元，同增66.63%。

图73：健盛集团主要合作伙伴



机会二：上游纺织企业推荐标的——健盛集团

二、健盛集团：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

3、供给端：棉袜主业国内改造完成，越南产能快速释放。公司于2013年开始布局越南海外生产基地，拟建设2.3亿双棉袜生产及产业链配套项目。政策优势有效降低成本，产能释放进一步推动营收增长。预计整体产能为3亿（+15.4%）/3.6亿（+20%）/4.2亿（+17%）双。

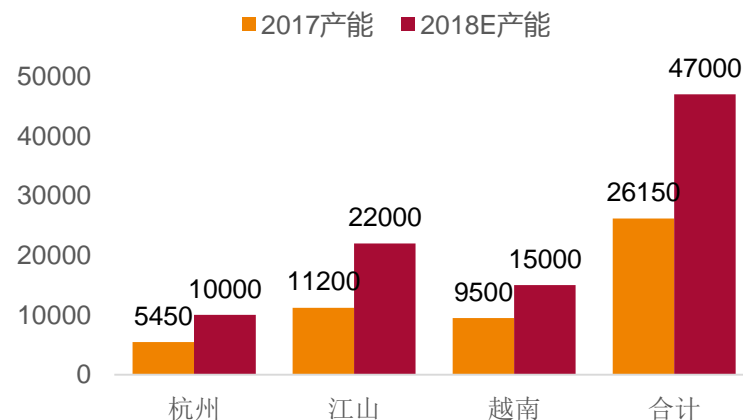
① **国内产能：**国内产能方面，杭州基地已建成，江山未来产能集中在健盛产业园，产量预计维稳。预计2018-20年产量为1.8亿/2亿（+11.1%）/2.2亿（+10%）双；

② **国外产能：**越南产能释放确定性较强。预计越南18-20年产量为1.2亿（+50%）/1.6亿（+33%）/2亿（+25%）双。

表13：健盛棉袜主业2017-2020年产量预测（亿双）

产量(单位：亿双)	2017	2018E	2019E	2020E
国内	1.8	1.8	2	2.2
YOY		--	11.1%	10%
越南	0.8	1.2	1.6	2
YOY		50.00%	33.3%	25%
总产能	2.6	3	3.6	4.2
YOY		15.38%	20%	17%

图74：健盛集团各产区产能及预测情况（万双）



机会二：上游纺织企业推荐标的——健盛集团

二、健盛集团：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

4、**盈利能力**：越南工厂净利率预计20%以上，国内约为12-13%。随着越南产能占比提高，净利率不断提升。

5、**并购俏尔婷婷，18年盈利有望超预期**：

1) 公司于2017年8月完成俏尔婷婷的收购，定位中高端贴身衣物，18H1上虞/贵州产能为 1500万/800 万件，18年前三季度营收约 3.7亿，净利润约7000万，考虑到俏尔婷婷上虞和贵州产能稳步增加，预计可兑现收购时业绩承诺（19年9500万），18年有望超预期达9000万（承诺8000万）。

2) 相互补充客户资源，未来客户渗透率会有提升。

图75：俏尔婷婷产能及预测（万件）

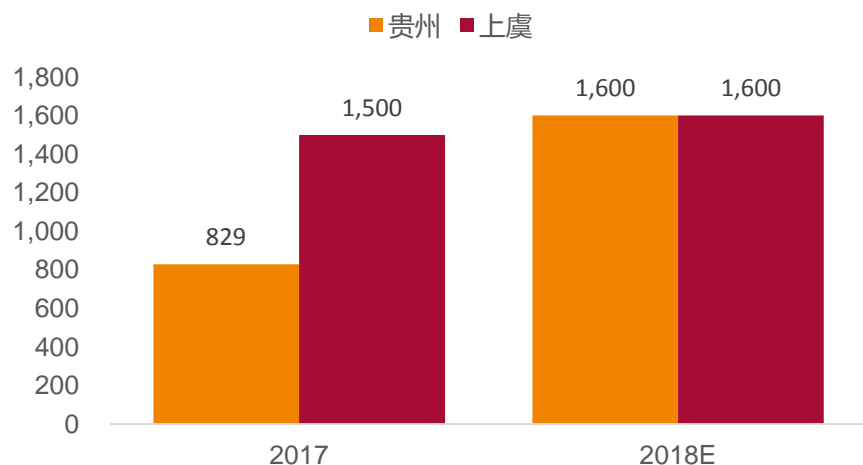


表14：健盛集团及俏尔婷婷主要客户对比

健盛集团	俏尔婷婷	重合客户
冈本、伊藤忠、道步	SPANX、华歌尔	
迪卡侬	迪卡侬	迪卡侬
优衣库、H&M	优衣库	优衣库
太平洋、麦德龙、UA	NIKE、安德玛	

机会二：上游纺织企业推荐标的——健盛集团

二、健盛集团：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

6、资本支出再下一城，持续新增越南两项生产基地投资。

- ① 公司12月11日公告，拟在越南兴安新增1800万件无缝内衣产能，同时越南原兴安6500万双棉袜项目调整至清化9000万双棉袜项目；
- ② **棉袜：达产后预计增加11%产能。**由越南健盛出资约2亿元，建立健盛越南清化年新增9000万双中高档棉袜生产线项目，其中固定资产投资约1.7亿，流动资金约3000万元。同时将原定第三期越南项目——兴安新增6500万双高档袜子生产线转移到清化，产能增加到9000万双。投资完成后，越南三期项目产能由原来2.3亿双增至2.55亿双（+11%）。
- ③ **无缝内衣：达产后有望大幅增加56%产能。**携手俏尔婷婷，拟由健盛越南纺织印染出资约2.5亿元（固定资产2.1亿，流动资产4000万）建设年产1800万件无缝针织运动服饰项目，地址位于原有兴安的预留土地，目前俏尔婷婷3200万件，完成后预计达到5000万（+56%）。
- ④ 我们认为公司持续增加高盈利的越南地区资本支出，有望享受海外投资政策红利，进一步提升公司盈利能力。

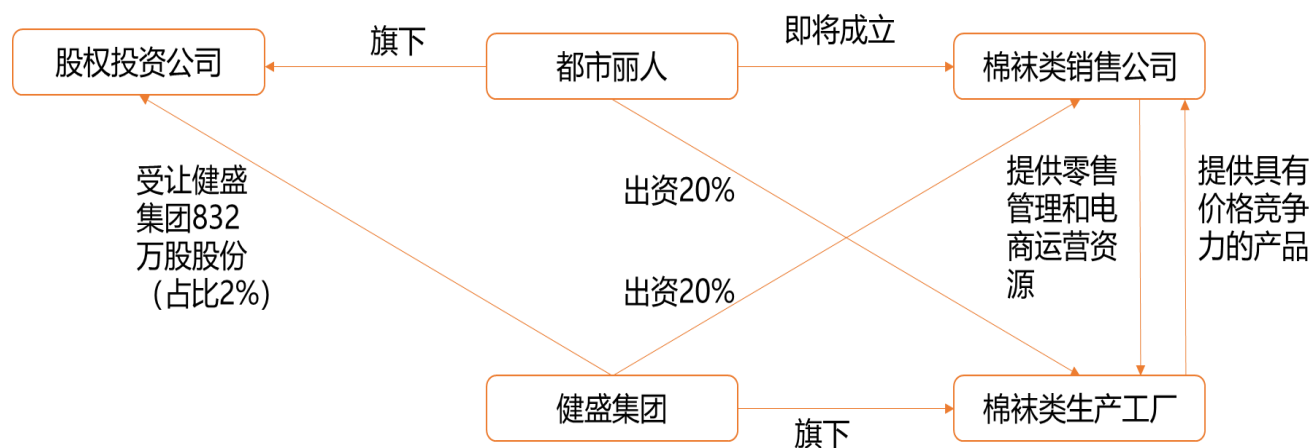
机会二：上游纺织企业推荐标的——健盛集团

二、健盛集团：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

7、与都市丽人签署框架协议，进一步加深渠道部署

- 1) 都市丽人投资健盛集团旗下一家棉袜产品新工厂，此工厂将以优惠价格向都市丽人供应棉袜类产品；
- 2) 健盛集团投资都市丽人旗下销售公司，该公司主要向公司的新生产工厂采购棉袜类产品，并基于都市丽人自身零售管理和电商运营的竞争优势及战略资源销售；
- 3) 都市丽人旗下股权投资管理公司受让健盛集团2%股份，协助双方整合资源，促进双方业务进一步做大做强。

图76：公司与都市丽人加深战略合作



机会二：上游纺织企业推荐标的——健盛集团

二、健盛集团：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

8、盈利预测：

- 1) 巩固和拓展国外市场、积极开发新客户，主业业绩反弹可期：18年全年棉袜收入有望达到11亿左右。
- 2) 俏尔婷婷对赌，增厚公司业绩：俏尔婷婷18H1完成本年业绩承诺的46.68%，18/19年承诺实现扣非净利润不低于8000/9500万元，未来将持续增厚业绩。
- 3) 新产能陆续释放，由此，预计18-20年公司归母净利润增速分别为62.5%、26.8%和19.7%，EPS分别为0.51、0.65和0.78元，对应PE分别为17、13、11倍。我们给予18年20倍PE，对应目标价10.2元。

9、风险提示：并购整合不达预期、国内外生产基地投产不达预期等风险。

表15：健盛集团盈利预测（百万元，%）（2018年12月12日）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	663.81	1,138.01	1,639.95	2,015.27	2,419.32
增长率(%)	(7.12)	71.44	44.11	22.89	20.05
EBITDA (百万元)	128.42	217.97	254.79	334.02	401.14
净利润 (百万元)	103.62	131.51	213.73	270.94	324.30
增长率(%)	2.24	26.91	62.52	26.77	19.69
EPS (元/股)	0.25	0.32	0.51	0.65	0.78
市盈率 (P/E)	35.00	27.58	16.97	13.38	11.18
市净率 (P/B)	1.97	1.31	1.24	1.18	1.11
市销率 (P/S)	5.46	3.19	2.21	1.80	1.50
EV/EBITDA	88.76	23.13	13.66	10.76	8.45

**机会三：布局业绩有望提前见底、
稳定增长的公司**

机会三：布局业绩有望提前见底、稳定增长的公司

我们认为虽然18年下半年消费数据持续走弱，各品牌公司进入调整期，但部分公司通过自身结构的调整，积极应对市场变化，目前业绩有望提前见底，恢复增长。如中档家纺龙头企业-----水星家纺；实行多品牌战略的中高端女装代表----歌力思。

一、水星家纺：渠道具备优势的中档家纺行业龙头

1、投资逻辑：我们认为水星家纺具备长期增长逻辑：**1) 线下渠道：**公司通过二级加盟模式提前布局低线城市，在三四线城市具备规模优势和先发优势，水星目前覆盖全国60%县级及以上城市，未来将持续受益低线城市消费升级。**2) 线上渠道：**18年由于受到拼多多等线上平台挤压，线上渠道受到影响，但公司通过组织结构调整已快速恢复，目前线上渠道迎来拐点，恢复增长，可见公司对于电商渠道的运营能力良好。另外，公司超前布局线上渠道，具备马太效应，目前，公司线上渠道占比高，且毛利率高于线下；优秀的运营能力使线上优势不断强化，未来随着线上渠道的继续恢复将促业绩稳健增长。

图77：水星家纺近年营业总收入（亿元，%）

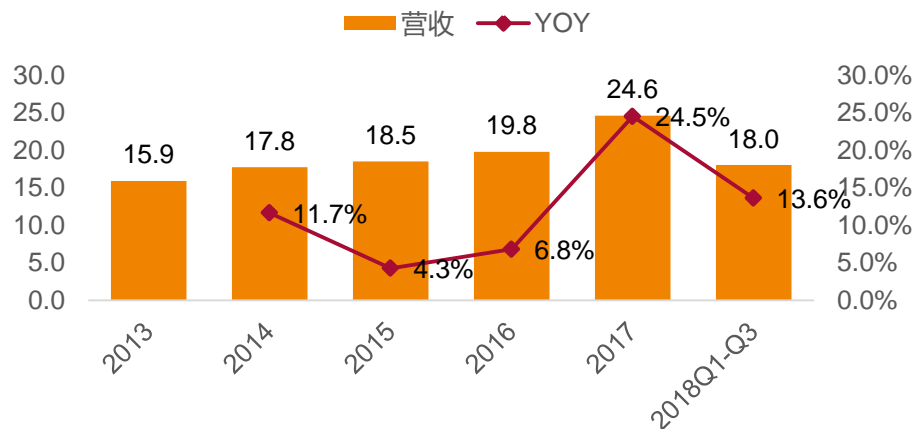
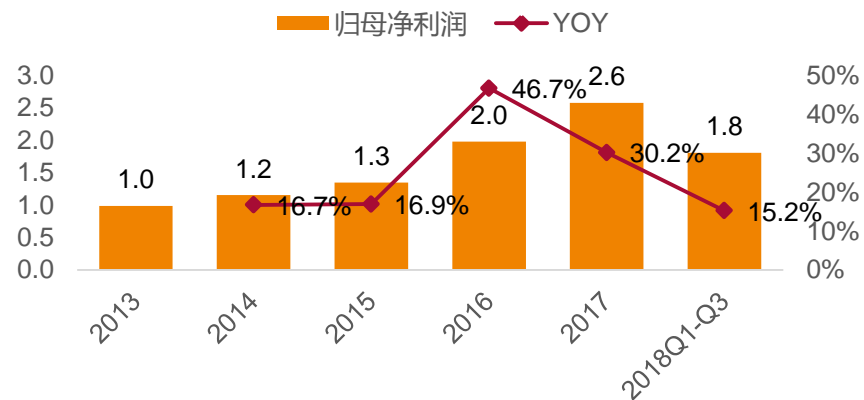


图78：水星家纺近年归母净利润（亿元，%）



机会三：布局业绩有望提前见底、稳定增长的公司——水星家纺

一、水星家纺：渠道具备优势的中档家纺行业龙头

公司18年下半年业绩增速略有放缓，主要是由于线上渠道受到拼多多和17年高基数的影响；但线下渠道增长超市场预期，公司对于线上渠道及时调整战略和组织架构，目前已恢复正增长，我们预计公司业绩已经提前见底。

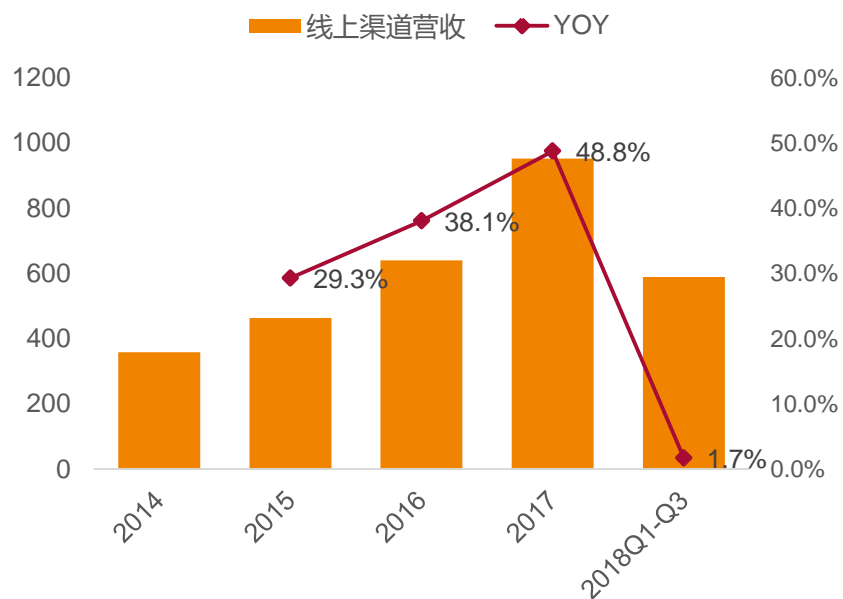
2、线上渠道：

1) 根据我们估算，18年前三季度公司线上渠道增速在2%左右。其中Q1估算同增24%，Q2略降，Q3同降5.4%。由于去年高基数及拼多多等因素影响，公司线上渠道增速确有所下滑，但公司及时调整组织架构，针对不同平台采用不同措施，目前显示出较好的回升趋势。

2) 2018年双十一实现销售额2.38亿，在“天猫家居日用类目”榜单中，排名单品牌第一位。

3) 全年来看，预计线上渠道实现个位数增长。

图79：水星家纺线上渠道营收及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

机会三：布局业绩有望提前见底、稳定增长的公司——水星家纺

一、水星家纺：渠道具备优势的中档家纺行业龙头

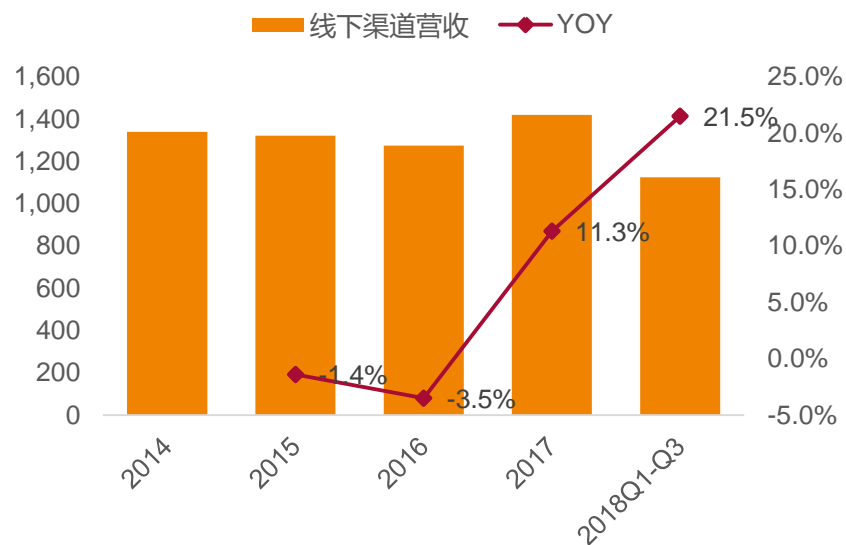
公司18年下半年业绩增速略有放缓，主要是由于线上渠道受到拼多多和17年高基数的影响；但线下渠道增长超市场预期，公司对于线上渠道及时调整战略和组织架构，目前已恢复正增长，我们预计公司业绩已经提前见底。

3、线下渠道：

1) 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。其中，Q1同增25%，Q2同增25%+，Q3同增14.2%。由于各月销售指标完成比重不同，四季度线下增长放缓，预计增长10%左右。

2) 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。

图80：水星家纺线上渠道营收及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

机会三：布局业绩有望提前见底、稳定增长的公司——水星家纺

一、水星家纺：渠道具备优势的中档家纺行业龙头

4、盈利预测：

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12/10/9倍。给予公司18年20倍PE，目标价为22.80元。

5、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。

图86：水星家纺盈利预测（百万元，%）（2018年12月12日）

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,977.02	2,461.90	2,806.95	3,227.86	3,719.35
增长率(%)	6.80	24.53	14.02	15.00	15.23
EBITDA (百万元)	259.73	321.52	363.31	432.30	508.94
净利润 (百万元)	197.70	257.35	302.76	359.91	426.28
增长率(%)	46.68	30.17	18.06	19.15	18.42
EPS (元/股)	0.74	0.97	1.14	1.36	1.61
市盈率 (P/E)	17.29	13.28	11.25	9.44	7.97
市净率 (P/B)	3.84	1.68	1.49	1.33	1.19
市销率 (P/S)	1.73	1.39	1.22	1.06	0.92
EV/EBITDA	0.00	15.21	6.36	4.16	3.77

机会三：布局业绩有望提前见底、稳定增长的公司——歌力思

二、歌力思：Q3净利润超市场预期，仍是弱市下业绩稳定增长的公司

1、投资逻辑：1) 10-11月线下同店、零售等数据增长已逐渐恢复，2018Q4收入增速预计好于2018Q3，我们预计公司业绩已经过了最差的时候。2) 主品牌逐渐发展成为中高端女装品牌龙头。据欧睿国际数据，主品牌2015年排名第9，2017年排名第3，内生增长动力强劲，单品牌的稳定快速增长趋势较为确定，市占率有望进一步提升。3) 公司致力于打造高端时装集团，多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力；精细化管理下VIP客户培育良好，单客价值持续提升，未来在店效和渠道方面均有提升与协同。4) 预计对应18年PE约为14.86倍，低估值下显现一定配置价值。

图81：歌力思近年营业总收入（亿元，%）

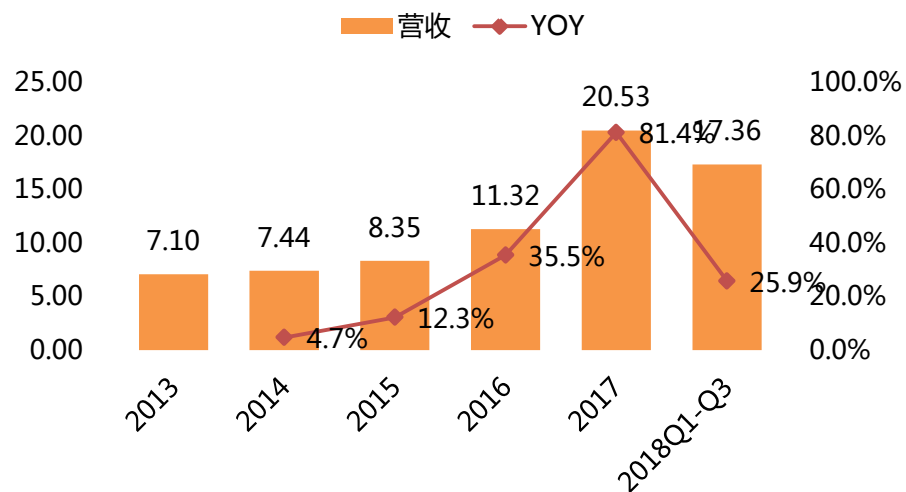
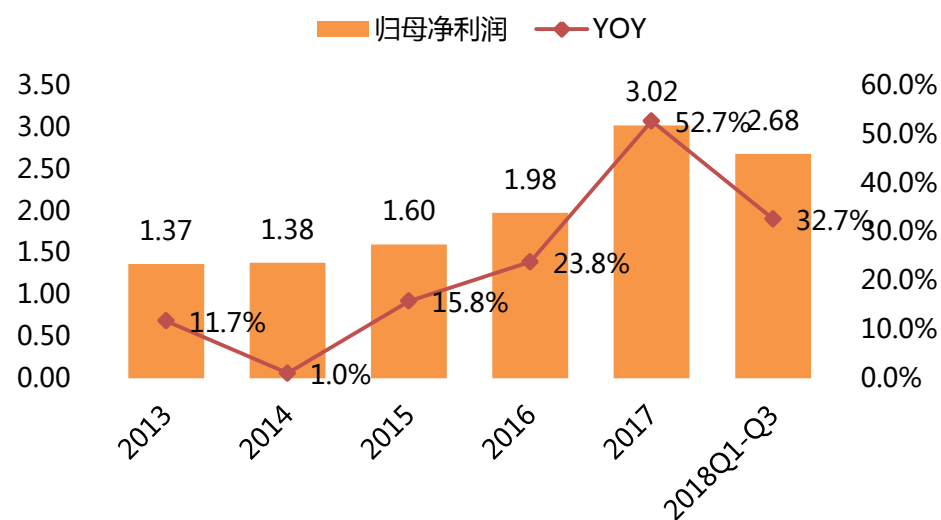


图82：歌力思近年归母净利润（亿元，%）



机会三：布局业绩有望提前见底、稳定增长的公司-----歌力思

二、歌力思：Q3净利润超市场预期，仍是弱市下业绩稳定增长的公司

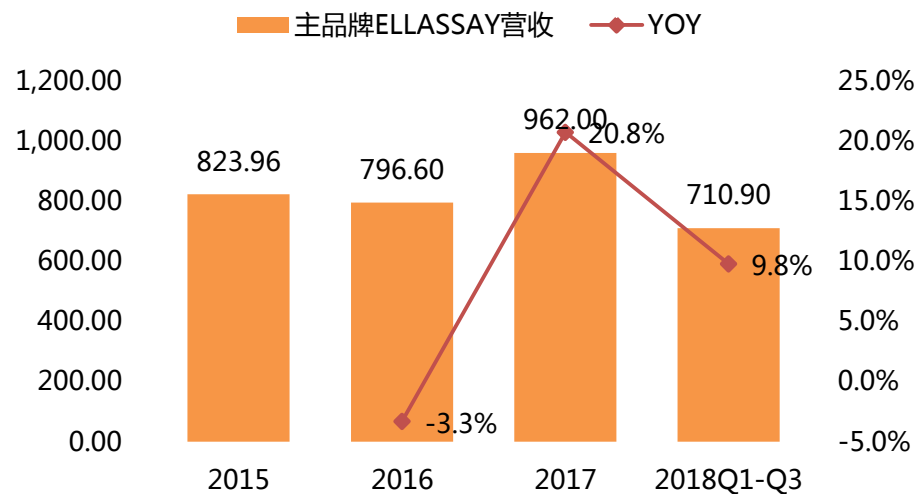
2、剔除并表营收符合预期，2018Q3净利润略超市场预期。18前三季度营收17.36亿元（+25.87%），归母净利润2.68亿元（+32.65%），扣非归母净利2.59亿元（+23.95%），略超市场预期；营收高增长，主要系前海上林并表因素所致，我们预计剔除并表因素后，营收约为15.9亿（+15.3%），符合预期。

• 主品牌：

1) ELLASSAY 2018Q1-3 实现营收7.11亿元（+9.8%），Q3收入2.65亿（+2.21%）放缓；渠道数量为309家，Q3净关店3家，处于调整期，关闭亏损店。放缓我们预计主要系：17Q3高基数，18年7-8月政策影响消费者情绪、预期及股市的负财富效应等。

2) 预计18Q4净开约10家店，19年预计有新开店贡献收入。

图83：歌力思主品牌营收及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

机会三：布局业绩有望提前见底、稳定增长的公司-----歌力思

二、歌力思：Q3净利润超市场预期，仍是弱市下业绩稳定增长的公司

• ED HARDY及其他品牌：

1) ED HARDY及X：2018Q1-3 实现营收约3.8亿元

(+20.82%)，18Q3营收为1.33亿(+11.64%)，较18Q2放缓；渠道数量为167家，净开3家直营，16家分销店，其中18Q3净开3家直营店，净关1家分销店，预计开店放缓导致收入增长放缓。

2) Laurel：实现营收7645万元(+20.3%)，18Q3为2420万

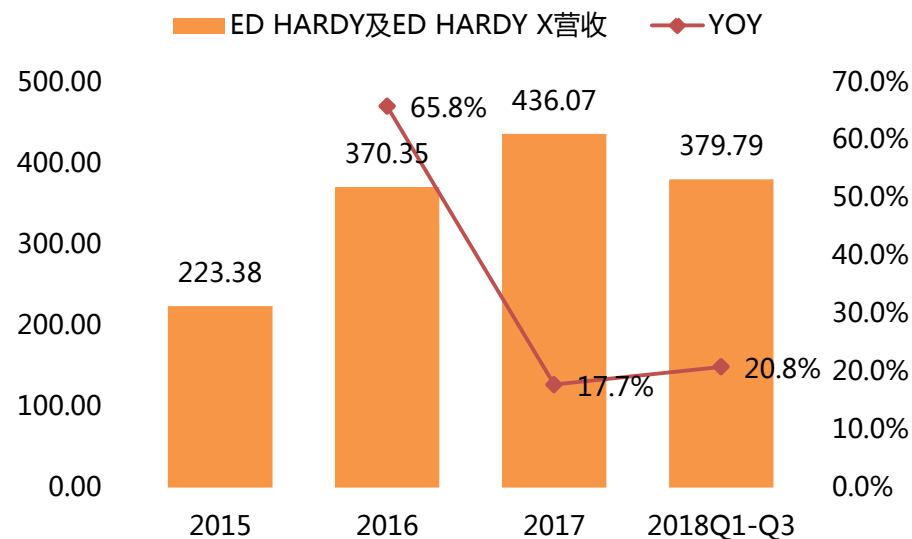
(+8.3%)，较18Q2放缓。渠道数量为35家，18Q3无净开店，目前品牌处于培育期，同时该品牌与歌力思品牌在渠道和推广商形成优势互补，并继续拓展一二线城市渠道，未来将持续贡献业绩。

3) IRO：实现营收4.12亿元(+54.44%)有并表影响，18Q3营收

1.69亿(-0.52%)，基本持平；渠道数据为47家，18Q3净开11家，我们认为随着品牌的逐步落地，未来规模将持续提升。

4) 百秋：预计18年全年2.5亿收入，6000万净利润。

图84：ED HARDY营收及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所预测数据

机会三：布局业绩有望提前见底、稳定增长的公司-----歌力思

二、歌力思：Q3净利润超市场预期，仍是弱市下业绩稳定增长的公司

3、回购股份：公司于2018年9月10日发布公告拟以集中竞价交易方式回购股份，金额不低于5000万元，不超过2亿元，价格不超过21元/股（对应238万-952万股，占总股本0.7%-2.8%），回购股份将依法注销，有助于稳定股价和增厚每股收益，彰显公司对未来发展前景的信心和对自身业务的高度认可。

4、盈利预测：公司致力于打造高端时装品牌，多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力；VIP客户培育良好，单客价值持续提升。Q3虽然因为宏观零售环境因素营收放缓，但基于10月来消费政策出台刺激及Q4为行业旺季，我们维持盈利预测，预计18年—20年净利润3.7亿/4.4亿元/5.4亿元，EPS为1.11/1.31/1.6元，给予18年25倍PE，目标价27.75元。

5、风险提示：高端服饰消费疲软，新并购品牌销量不达预期等。

表16：歌力思盈利预测（百万元，%）（2018年12月12日）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,132.06	2,053.05	2,580.19	2,995.78	3,595.33
增长率(%)	35.53	81.35	25.68	16.11	20.01
EBITDA（百万元）	282.24	487.91	606.33	701.42	853.64
净利润（百万元）	197.95	302.32	373.89	440.20	539.24
增长率(%)	23.84	52.72	23.67	17.74	22.50
EPS（元/股）	0.59	0.90	1.11	1.31	1.60
市盈率（P/E）	28.47	18.64	15.07	12.80	10.45
市净率（P/B）	3.24	2.72	2.24	2.00	1.77
市销率（P/S）	4.98	2.74	2.18	1.88	1.57
EV/EBITDA	26.57	14.79	8.12	6.59	5.38

机会四：布局优质子行业，重点关注 运动服饰行业

机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

1、体育运动服饰行业易出现大市值公司

1) 体育用品市场规模大，与时尚服装比相对标准化，集中度提升空间大，易产生大市值公司。

2) 根据欧睿国际数据，2017年全球运动服市场规模为3000亿美元。预计未来10年复合增长率超过7%，优于大部分服装子行业。

图85：全球运动服饰主要公司市值（亿元）（截至2018年12月6日）

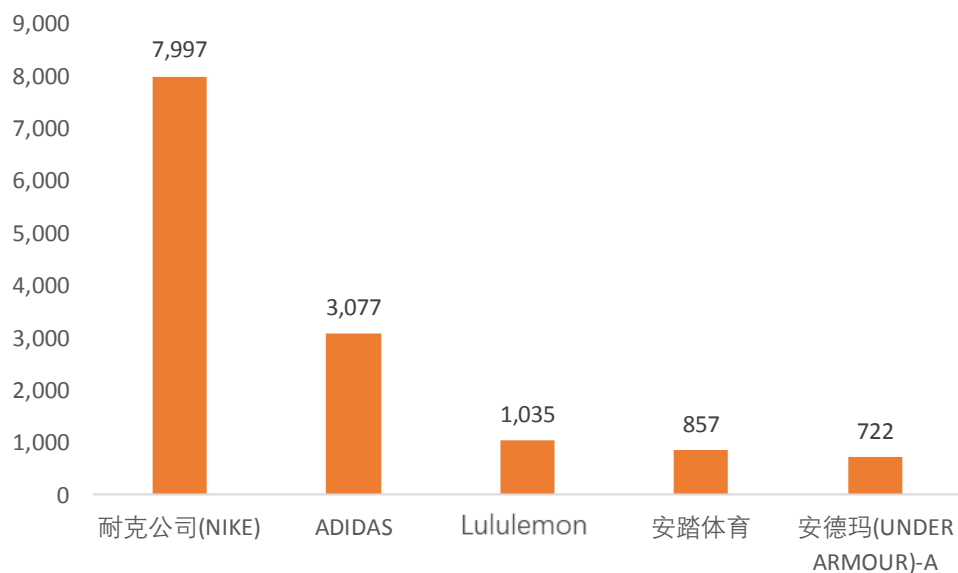
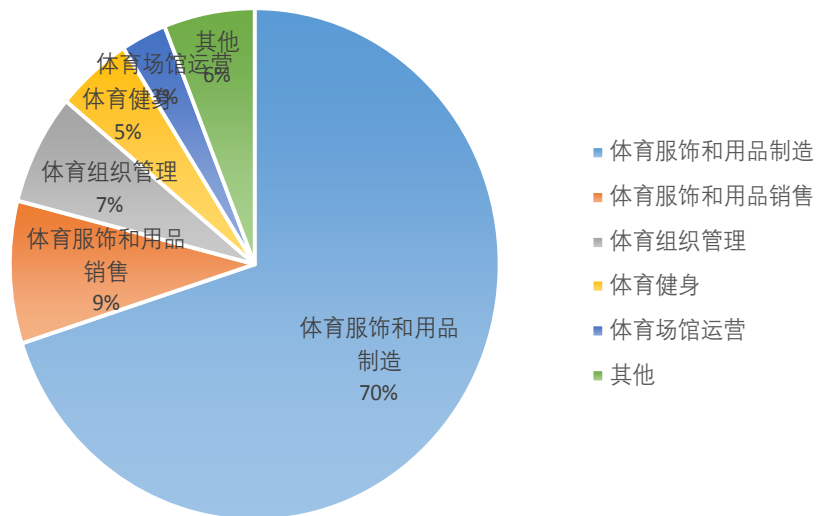


图86：中国体育产业规模组成，体育服饰和用品制造占比最高



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

2、为什么耐克、阿迪达斯可以成为大市值公司？

行业空间大

耐克创始于美国，阿迪创始于德国。北美与欧洲市场分别是两大品牌创始发展的大本营，其人口和经济体量运动用品行业发展提供空间。根据欧睿国际数据，2017年美国运动服饰市场规模达1081亿美元，占全球市场的36%，其后依次为中国、日本、德国、英国，美日德英四国的合计占比达50.2%。

研发投入多 产品力强

耐克和阿迪每年投入可观的资金于产品研发，建立自己的运动科学实验室、与运动科技权威第三方合作等。推动运动面料和技术研发，成功推出Air Force、Air Jordan、风行者等经典产品系列。

签约头部运动 明星进行营销 塑造品牌

为了打造专业体育用品的品牌力，耐克与阿迪均与世界级的体育赛事紧密合作，并与金牌项目团队和全球顶级运动员签订代言协议，并为明星球员打造专属产品系列。

机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

2、为什么耐克可以成为大市值公司？——人口体量叠加经济红利创造运动大市场

在耐克创始的上世纪六十年代到八十年代结束是耐克的高速成长期，同时期间也是美国的人口和经济红利释放期。

1) 这期间，美国总人口体量从1963年的1.9亿增长至2.5亿。美国15-64岁人口（主力消费人群）占比提升5.8pct。总人口体量和主力消费人群增长斜率均处于相对较高水平。

2) 在这期间美国人均收入同比增长9%，较过去60年均值水平（6.6%）高出2.4个百分点。

图87：耐克快速发展期与美国主要消费人口比重提升时期重合

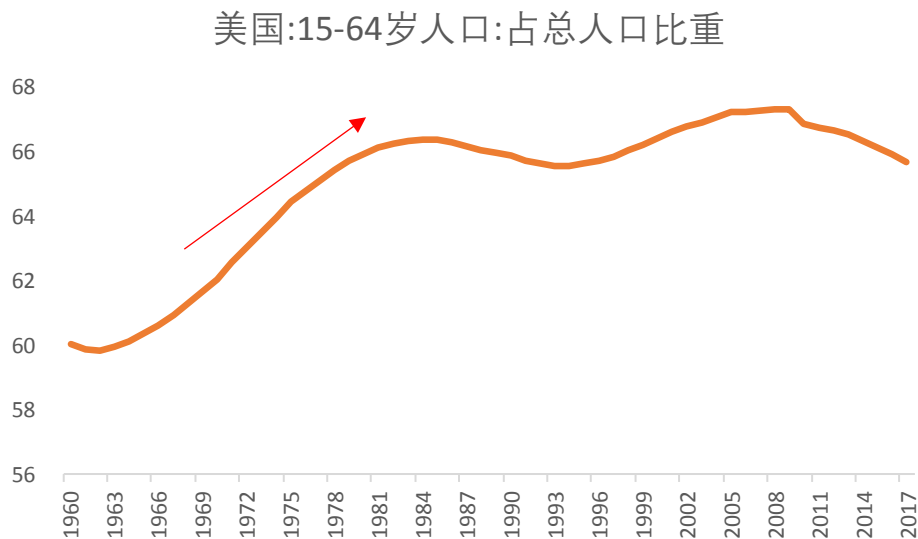
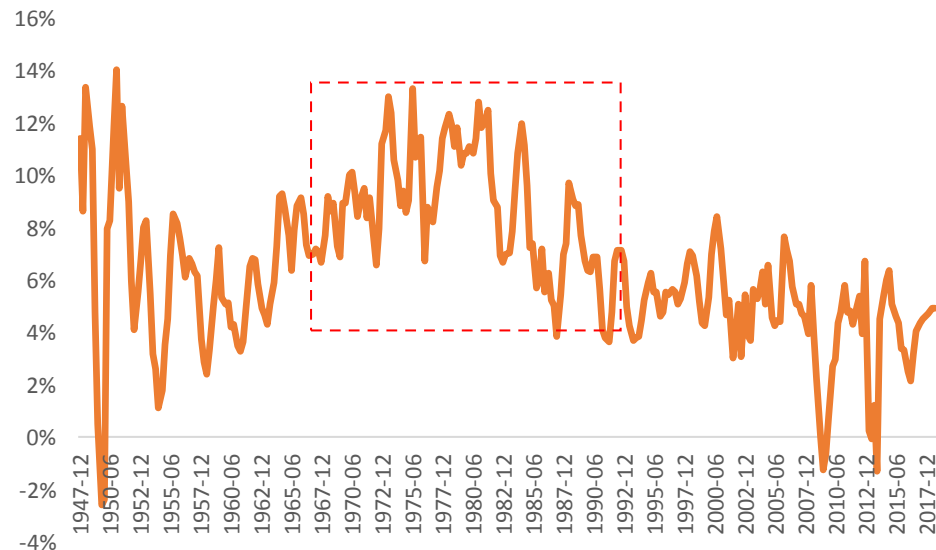


图88：耐克成长期与美国人均收入快速增长期吻合



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

2、为什么耐克可以成为大市值公司？——近十年来维持持续增长，营收规模超过300亿美元

作为全球最大体量运动服饰公司近十年仍保持可观增长，2007-2017年间：

1) 耐克公司营收规模由163亿美元增长至344亿美元，近十年营收复合增长率为6.6%；

2) 归母净利润规模由13.9亿美元增长至42.4亿美元，近十年净利润复合增长率为9.8%。

图89：2009年来耐克营收持续增长（亿美元）

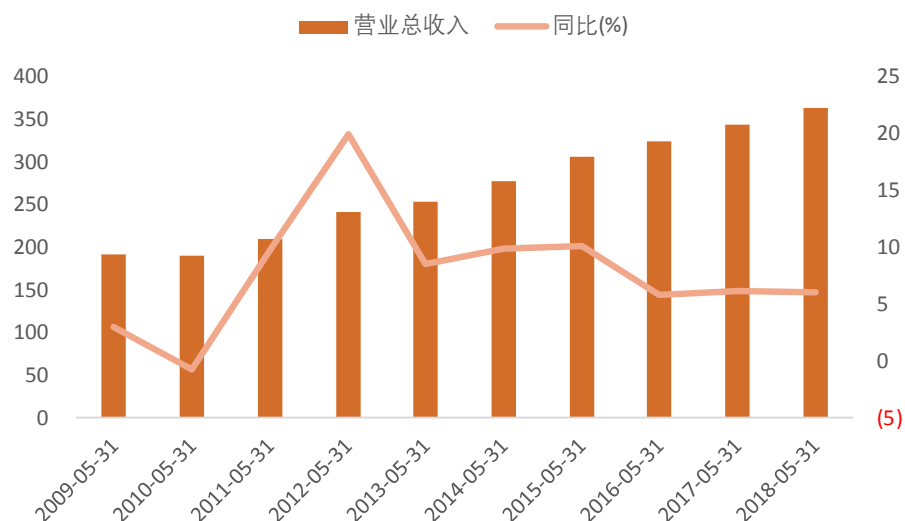
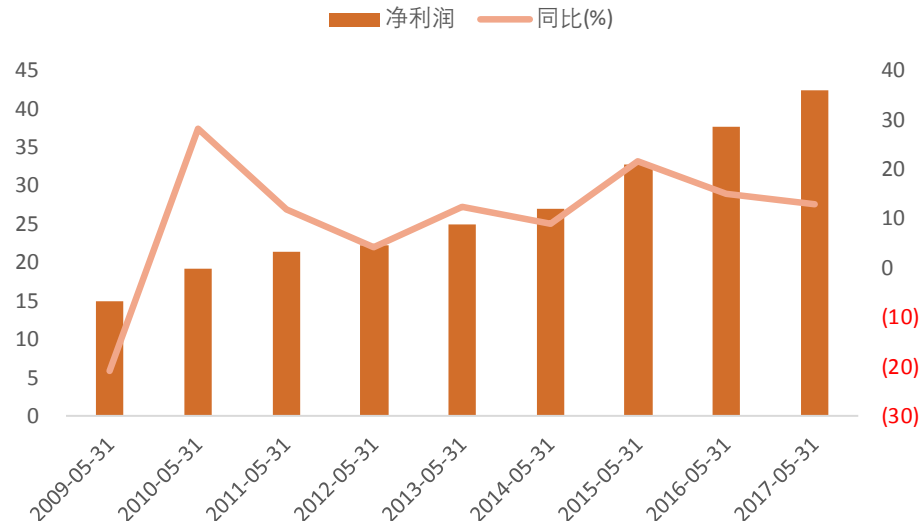


图90：2009年以来耐克近10年净利润持续增长（亿美元）



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

2、为什么耐克可以成为大市值公司？——渠道：全球网点数持续扩张，海外占比提升

1) **门店数量**：截至2018财年，耐克全球网点约为118200家，其中美国本土网点约39200家，海外网点约79000家。过去十年网点数量复合增长率7.8%

2) **渠道结构**：截至2018财年，耐克美国本土网点占比33%，海外网点占比67%，海外网点占比由2011年的52%持续上升。

图91：截至2018财年耐克全球网点数量超过11万家（百家）

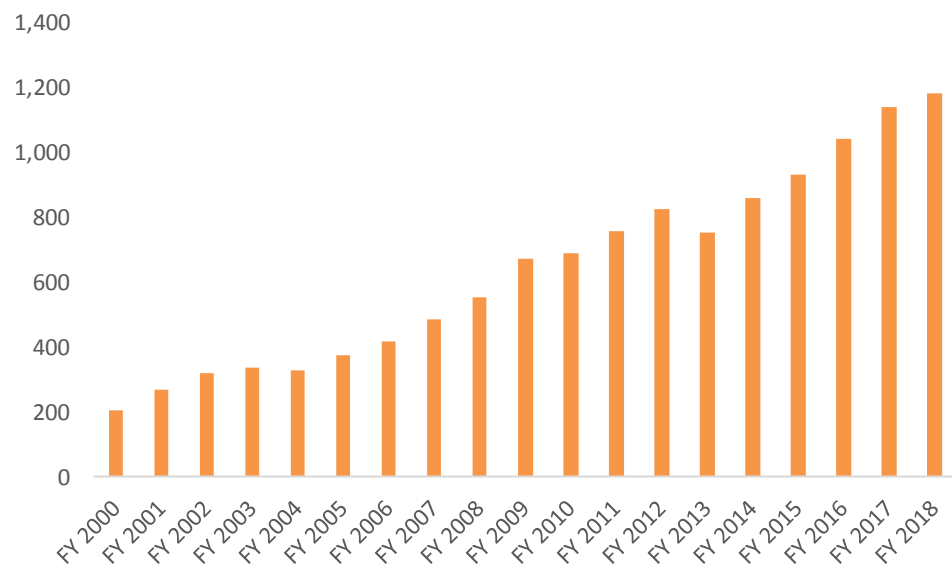
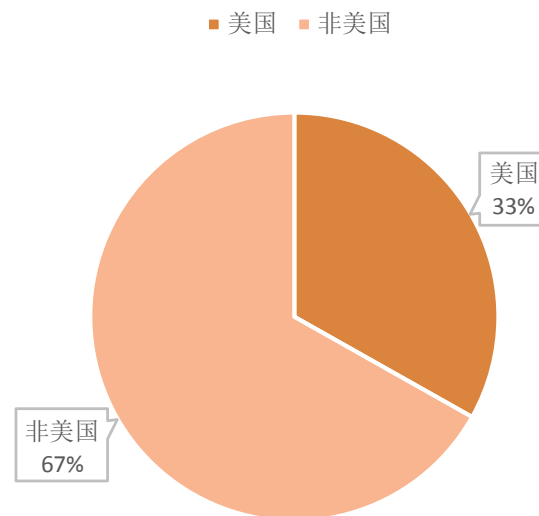


图92：截至2018财年，耐克非美国本土网点占比67%



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

2、为什么耐克可以成为大市值公司？——研发：积极投入研发，自主开发积累前沿技术专利

作为专业运动服饰品牌，耐克注重研发投入提升产品的竞争力，并通过新型运动科技打造现象级产品。

1) 近年来，耐克研发投入可观。

2) 自主开发运动面料和运动科技。以SHOX、Air-Sole，Heel Counter等为代表的运动科技已经广泛运用到AF和AJ系列中，提升产品的功能性属性和竞争力。

图93：耐克研发投入不断增长（百万美元）

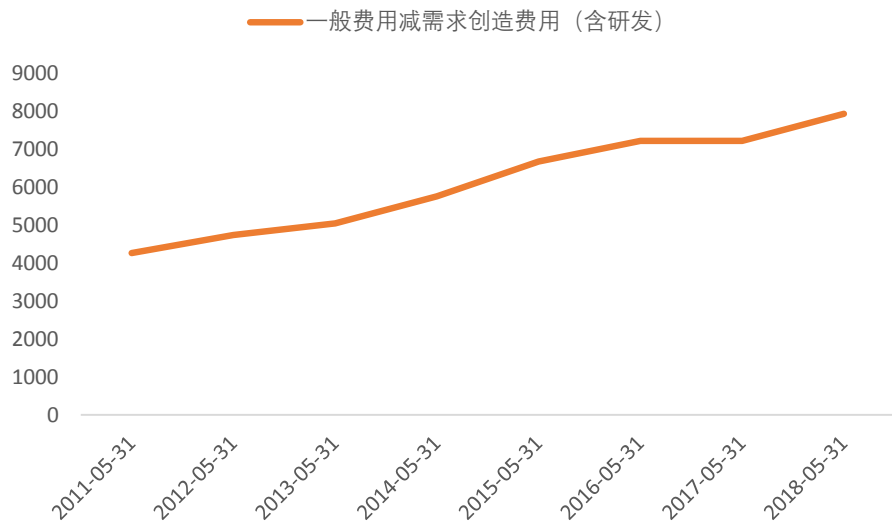


表17：耐克自主研发的部分运动面料及科技成果

分类	技术专利
外底材料	BRS1000碳纤维橡胶，Non-marking无痕橡胶，Solid Rubber硬橡胶，Duraon橡胶，DRC耐磨硬橡胶，Gum Rubber生橡胶，Sticky Rubber软橡胶
外底纹路设计	Waffle华夫外底，Herringbone人字型外底，Circle圆形外底纹路，G-Tek山羊抓地力外底，Flex Grooves弯曲凹槽设计，Free自由科技外底
中底材料	PU材质，PHYLON材质，EVA材质
中底科技	Air-Sole，Visible Air-Sole，Visible Air-Sole 180 Air，Max Zoom Air，Caged Zoom Air，Tuned Air
中底机械式减震科技	SHOX，IMPAX，I.P.S.
中底稳定装置	Contored Footbed鞋床，Footbridge Stability Device鞋桥稳定装置，Carbon Fibre Control Plate碳纤维承托控制盘
鞋面材料	Full Grain Leather全纹皮质，Nubuck牛皮皮面，Suede麂皮，Synthetic Ledather合成皮质，Lycra莱卡弹性布料，Synthetic Material合成材质，Gore-fex防水布料，Foamposite专利鞋身材质
鞋面支持保护设计	Heel Counter脚跟稳定器，TPU支撑装置，Monkey Paw System猴爪系统

机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

2、为什么耐克可以成为大市值公司？——产品：始终利用前沿科技与设计打造现象级产品

1) **产品定位**：公司的产品形象和品牌定位较为年轻化。同时依托自身在研发的优势不断创新，实行设计感和技术含量并重的路线。

2) **产品功能性方面**：十分重视人体工程学和仿生学等领域，产品设计样式根据不同脚型、体重、跑速、训练计划、性别和不同技术水平而设计的。

3) **产品系列**：耐克目前共拥有Air Force 1, Dunk, Air Max等核心产品系列。运动鞋是运动鞋服品类中科技含量较高的品类，在2017年美国运动鞋销量排行前十的产品系列中，Nike主品牌产品占据七席（旗下品牌匡威占据第二），充分体现了公司在运动品类上的产品力。

表18：2017年美国运动鞋销量前十排行榜

排名	鞋品名	公司
1	Tanjun	Nike
2	Chuck Taylor All-Star Low	Converse
3	Air Huarache	Nike
4	Superstar	Adidas
5	Revolution 3	Nike
6	Jordan IV	Nike
7	Jordan XIII	Nike
8	Tubular Shadow	Adidas
9	Jordan XI	Nike
10	Jordan VI	Nike

图94：耐克核心鞋服产品系列



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

2、为什么耐克可以成为大市值公司？——营销：注重头部明星效应，提升在细分领域影响力

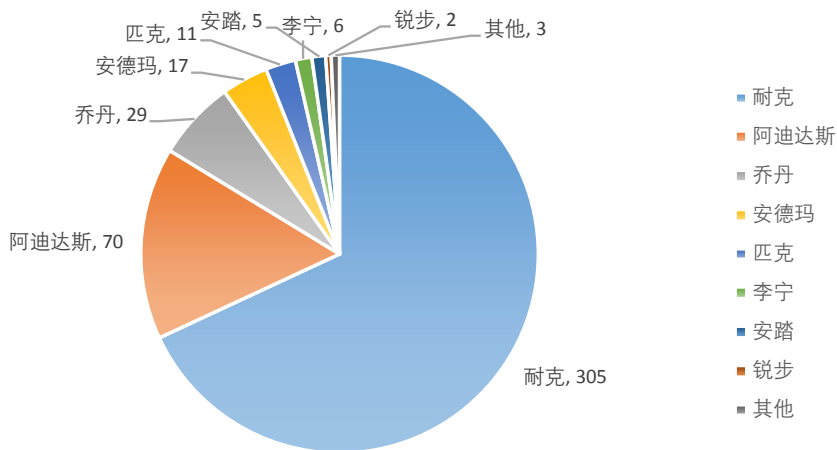
耐克在各个领域签约的均为头部明星，通过签约头部明星可以迅速在领域扩大或巩固市场影响力。

1) 耐克签约体育领域球星包含：篮球，美式橄榄球，棒球，网球，足球，高尔夫，田径，游泳，足球等等。

2) 以全球篮球顶级赛事联盟NBA为例，2015-16赛季中，总共有68%的NBA球员穿着耐克的“Swoosh”标识的鞋参与比赛。

图95：2016赛季NBA球员球鞋品牌统计，耐克占比最高

表19：耐克签约各体育领域顶级头部明星



领域	球星
篮球	迈克尔·乔丹、斯科蒂·皮蓬、安芬尼·哈达威、卡梅隆·安东尼、勒布朗·詹姆斯、克里斯保罗、科比·布莱恩特、德克·诺维茨基、凯文·杜兰特、斯塔德迈尔、摩西·马龙、文斯·卡特、布雷克·格里芬、阿马雷·斯塔德迈尔、保罗·皮尔斯、乔约翰逊、凯里·欧文、保罗·乔治。
美式橄榄球	佩顿·曼宁、布里斯、阿隆·罗杰斯、塔克、菲茨杰拉德、卡尔文·约翰逊、瑞恩
棒球	德里克·基特、阿莱克斯·罗德里格斯、普荷斯、王建民、拉米雷斯、萨巴西亚
网球	费德勒、纳达尔、莎拉波娃、小威廉姆斯、阿扎伦卡、李娜、德尔波特罗
高尔夫	泰格·伍兹
田径	史蒂夫·普雷方丹、刘翔
足球	内马尔、c罗、鲁尼、皮克、伊涅斯塔、拉莫斯、伊瓜因、伊布、德罗巴、里贝里、埃夫拉、特维斯、拉斐尔、费迪南德、斯科尔斯、马切达、宋、阿尔沙文、帕齐尼、本特纳、阿邦拉霍、霍阿劳、吉布斯、蒂亚戈·席尔瓦、维尔贝克、巴贝尔、罗比·基恩、桑顿、沙拉维、马尔基西奥、布鲁诺·阿尔维斯、布拉什奇科夫斯基、斯坦科维奇、吉拉蒂诺、多诺万、邓普西、奥涅乌、霍华德、布拉德利、博卡内格拉、查理·戴维斯、马卢达、克洛泽、卡纳瓦罗、范布隆克霍斯特、阿德里亚诺、皮尔洛、罗纳尔迪尼奥、罗纳尔多、菲戈、范尼斯特鲁伊、卡洛斯、戴维斯、德尼尔森、马特拉奇、阿奎拉尼、加图索、斯内德、克洛泽、埃尔克森、穆里奇、

机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

3、中国体育运动服饰市场现状——市场规模、增速可观

1) **运动装**：根据欧睿国际数据，2017年运动服装行业规模1045亿元，2018-2022年预期年化复合增长率9.4%。预计到2022年将达到1635亿元。

2) **行业集中度**：2017 CR5: 47.4% CR10 : 59.1%。

图96：中国运动装市场规模保持9%以上符合增长（亿元）

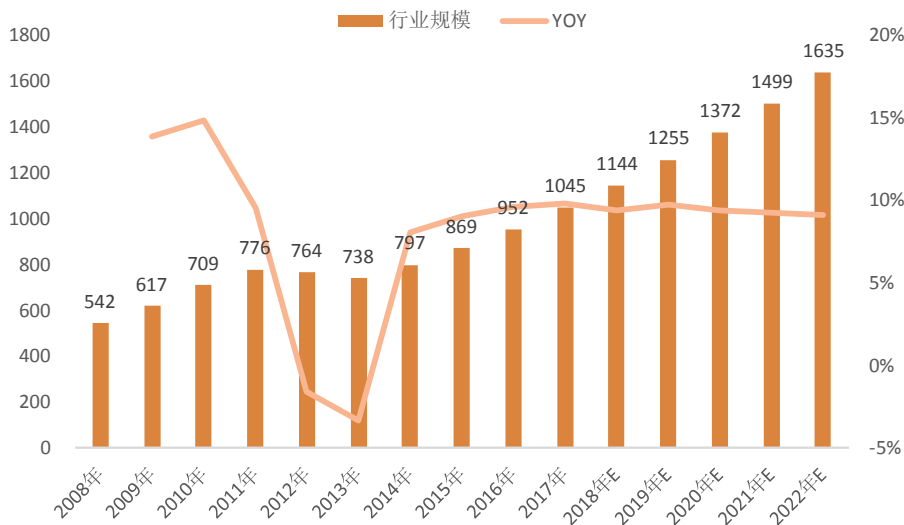
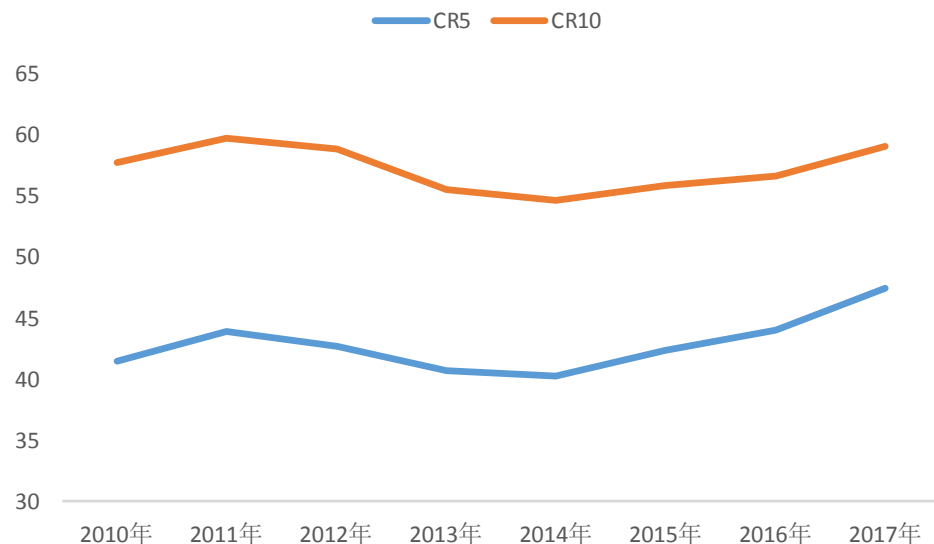


图97：中国运动装市场规模在2014年后有逐步提升趋势（%）



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

3、中国体育运动服饰市场现状——预计中国运动鞋市场未来五年销售额复合增速12%以上

1) **运动鞋**：2017年行业规模934亿元，2018-2022年预期复合增长率13.28%。预计到2022年将达到1742亿元。

2) **行业集中度**：2017 CR5: 61.7% CR10:81.9%。近年来集中度提升趋势明显。

图98：中国运动鞋市场规模保持12%以上符合增长（亿元）

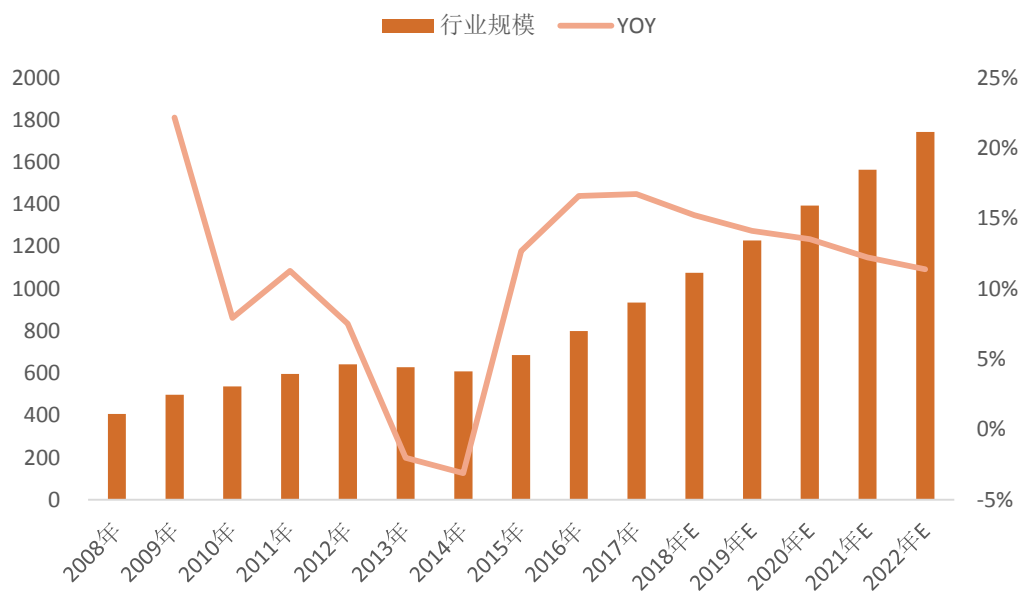
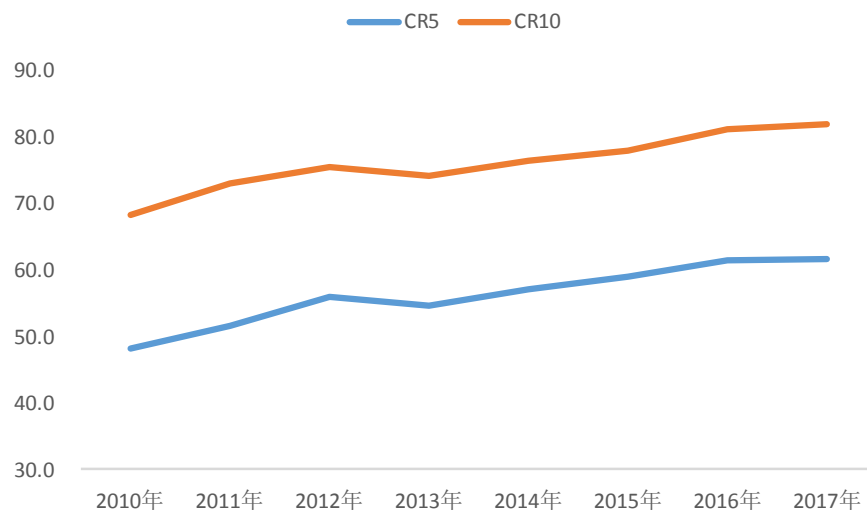


图99：中国运动鞋市场集中度整体提升（%）



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业

表20：2017年中国运动鞋服品牌市占率（%）

排名	运动鞋品牌	运动服品牌
1	耐克（23.4%）	阿迪达斯（19.6%）
2	阿迪达斯（20%）	耐克（10.1%）
3	安踏（7.3%）	安踏（8.7%）
4	新百伦（5.7%）	李宁（5.2%）
5	李宁（5.3%）	361度（3.8%）

图100：2017年中国运动服品牌市占率（%）

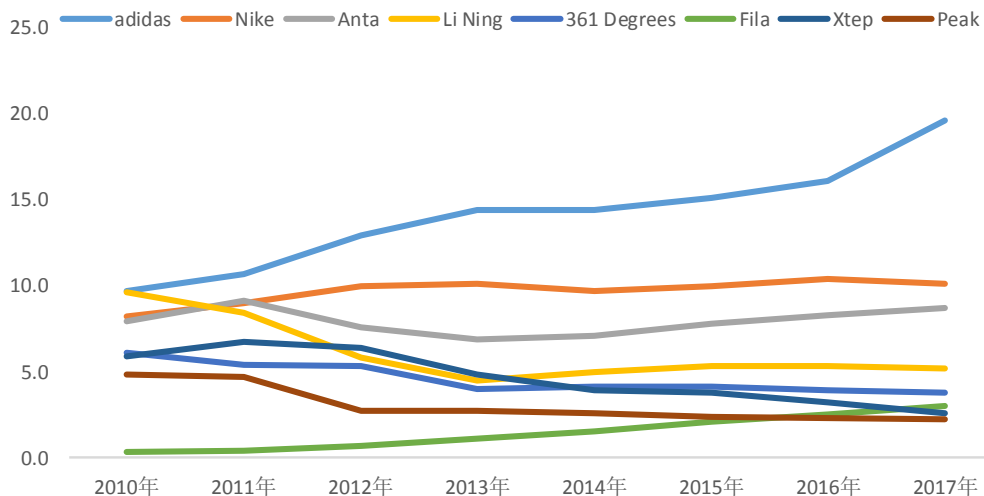
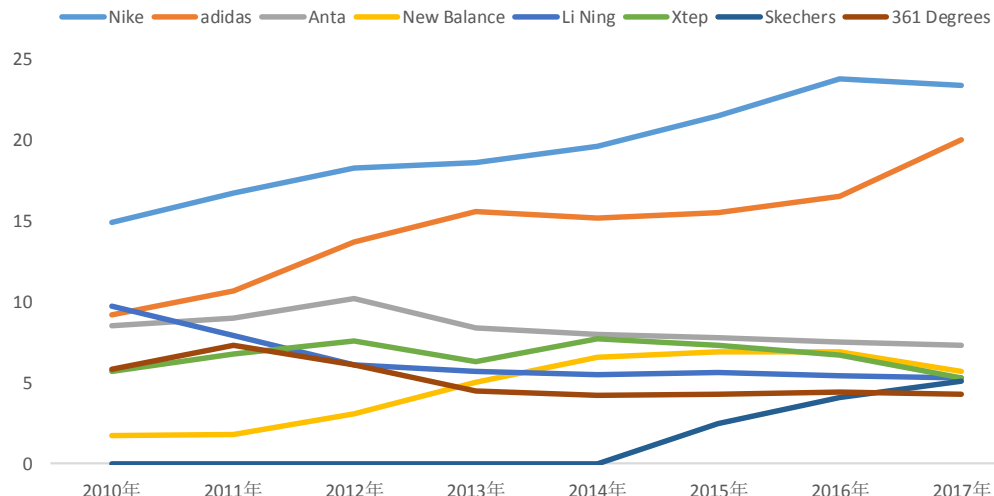


图101：2017年中国运动鞋品牌市占率（%）



机会四：布局优质子行业，建议关注运动服饰行业——李宁

一、李宁：底部复苏中的国产体育品牌代表

1、投资逻辑：

- 1) 基本面复苏，盈利能力提升空间大。2018H1净利率5.7%，对比安踏净利率18.5%提升空间大。
- 2) 童装增长快。预计李宁童装门店2018年底数量为750家，对公司收入增长贡献2-3%，净利率10%左右，预计2019年底童装门店将超过1000家。
- 3) 拓展运动时尚品类，开发专属中国李宁产品系列。中国李宁登上纽约时装周，广受好评。

图102：营业收入增速回升（亿元）

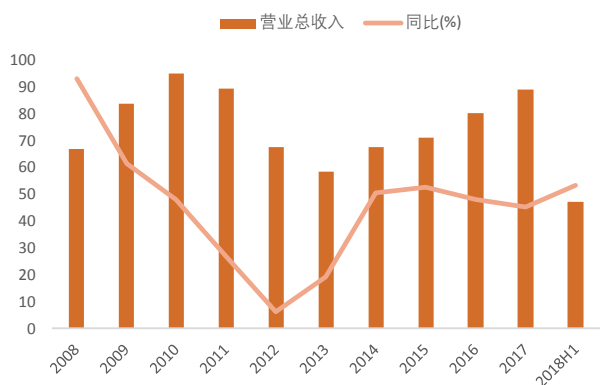


图103：销售净利率有回升趋势（%）

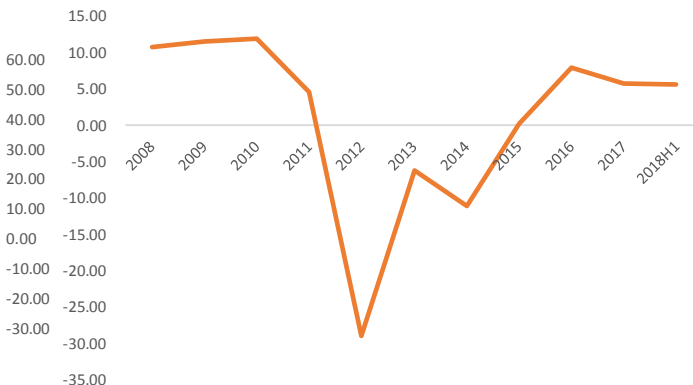


图104：中国李宁登上纽约时装周受好评



资料来源：网易体育，公司公告，天风证券研究所

机会四：布局优质子行业，建议关注运动服饰行业——

一、李宁：底部复苏中的国产体育品牌代表

2、盈利能力有望提升，渠道调整接近尾声

1) **毛利率有提升空间**，主要原因：1) 线上线下自营比例提升；2) 批发（加盟）毛利率有提升空间。目前给经销商的返点高于同行，返点高主要是历史原因，支持经销商与公司共度难关。近几年经销商的收入端已经改善，未来返点率有望下降。

2) **渠道**：关店趋势基本结束，2018年门店净增加。截至2018Q3共6345家店，按自营和加盟划分：自营是1504家，加盟为4841家。按城市划分：高线（一线和省会为主）占40%-45%，低线是55%-60%。预计核心品牌（不含童装），2018年净开店50-100家。

图105：李宁毛利率底部回升（%）

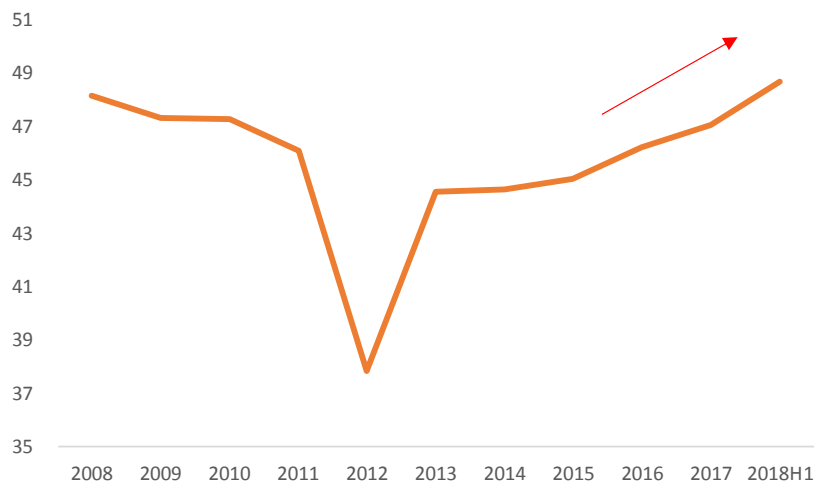
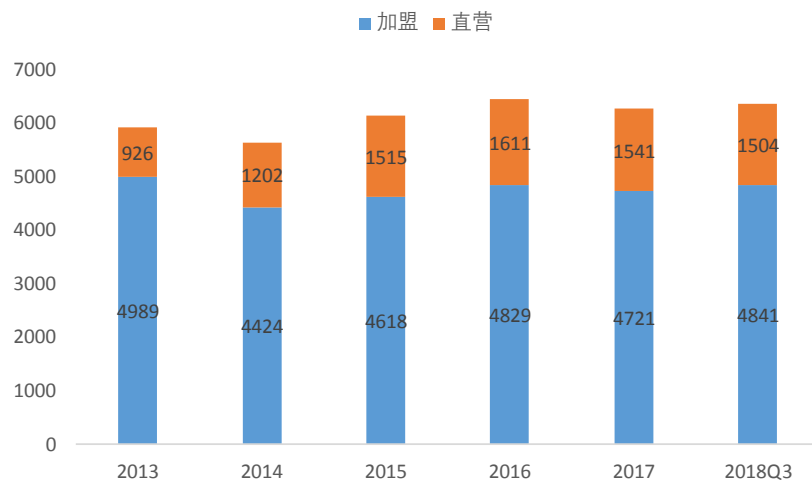


图106：渠道调整基本到位，截至2018Q3门店数回归正增长（家）



机会四：布局优质子行业，建议关注运动服饰行业——李宁

一、李宁：底部复苏中的国产体育品牌代表

3、存货周转情况好转，经营效率不断提升

截至2018H1存货周转天数84天，较近几年高点显著下降24天，存货结构中6个月以下新品占比达到72%，经营效率不断提升。

图107：截至2018H1整体周转速率提升（右轴为天）单位：亿、天

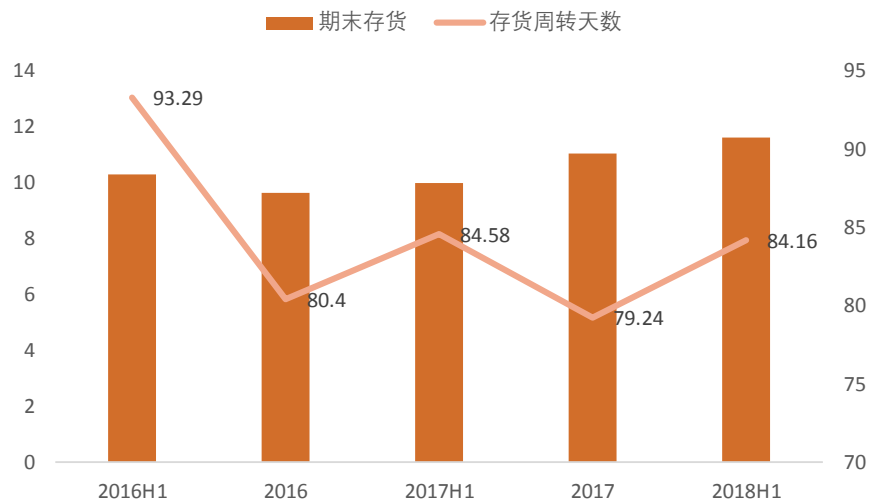
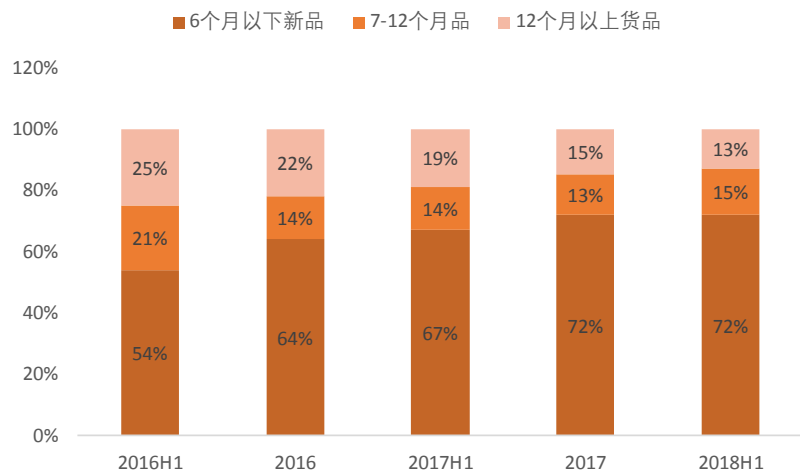


图108：截至2018H1，李宁渠道存货新品占比提升



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业——安踏体育

二、安踏体育：国内运动服饰龙头，多品牌全渠道发展空间广阔

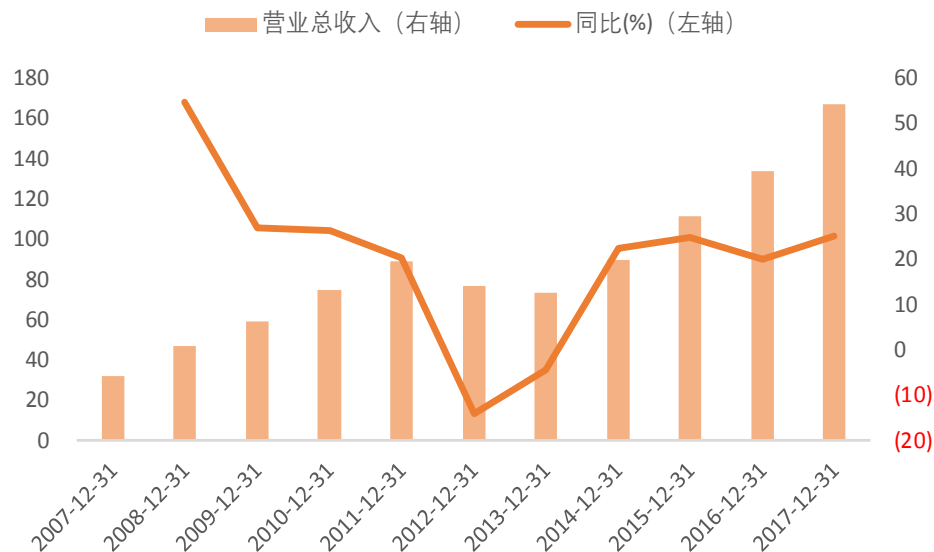
1、投资逻辑：

- 1) 运动时尚风格副牌FILA高增长。
- 2) 安踏主品牌稳定增长。
- 3) 收购始祖鸟母公司亚玛芬体育，多品牌战略为公司提供持续发展动力。

图109：安踏“单聚焦、多品牌、全渠道战略”



图110：安踏近十年来营收规模不断增长（亿元）



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业——安踏体育

二、安踏体育：国内运动服饰龙头，多品牌全渠道发展空间广阔

2、多品牌全渠道发展空间广阔

1) 安踏旗下包含主品牌安踏ANTA，FILA（运动时尚服饰），DESCENTE（冰雪运动装备），SPRANDI（健步鞋类），KOLON SPORT（户外体育用品），NBA联名品牌和童装系的KINGDOW，ANTA KIDS和FILA KIDS。

2) 安踏目前的品牌矩阵，覆盖专业体育到大众体育，从高端休闲到城市健步，满足了不同消费者的需求。除FILA已过培育期增速较快之外，KOLON、DESCENTE等还在培育期，多品牌矩阵未来发展潜力较大。

图111：安踏多品牌矩阵完善，覆盖大众、高端、儿童、专业等各领域

表21：安踏旗下各品牌及其定位（截至2017年年报数据）（元）



品牌	定位	代言人	主力价格带	2017门店数	2016同期门店数
安踏 (ANTA)	大众运动服饰	克莱汤普森、帕奎奥	300-600	9467	8860
FILA (斐乐)	中高端、运动时尚	高圆圆、陈坤	600+	1086	802
DESCENTE	冰雪、综训	申敏儿	300-1000	64	6
KOLON Sport	登山户外装备	宋仲基	500-1200	200+	——
SPRANDI	健步鞋，日常运动	王子文	300-500	——	——
Kingkow	0-14岁儿童	——	200-500	80	——
ANTA Kids	3-12岁儿童	——	100-300	——	——

机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业——安踏体育

3、FILA：引领运动时尚，品牌高增长

定位：运动时尚风格需求崛起。

产品：定位中高端，年轻化，时尚度高，重视会员管理。多品类发展顺利，童装和潮牌运营较好。

渠道：现有门店超过1500家，预计2019年FILA大货1200家，儿童300-500家，FUSION400-500家。

2018年零售增长情况：根据公司公告，2018Q1增长80-85%，2018Q2增长90-95%，2018Q3增长90-95%。

图112：FILA零售门店数与零售店效增长

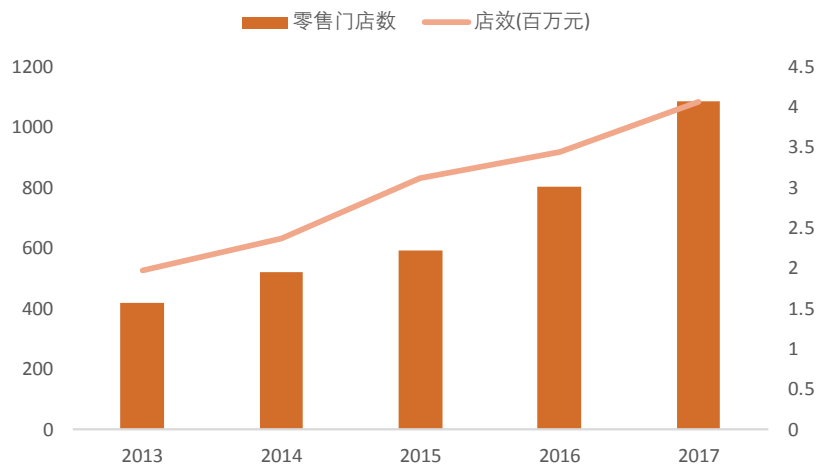


图114：FILA高品质要求

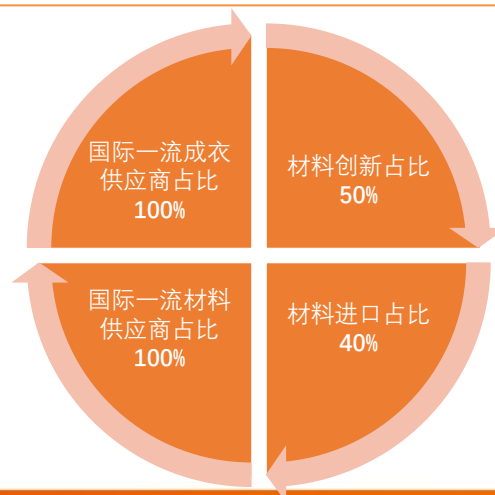


图113：FILA用户画像



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业——安踏体育

二、安踏体育：国内运动服饰龙头，多品牌全渠道发展空间广阔

4、主品牌复苏，保持稳健增长

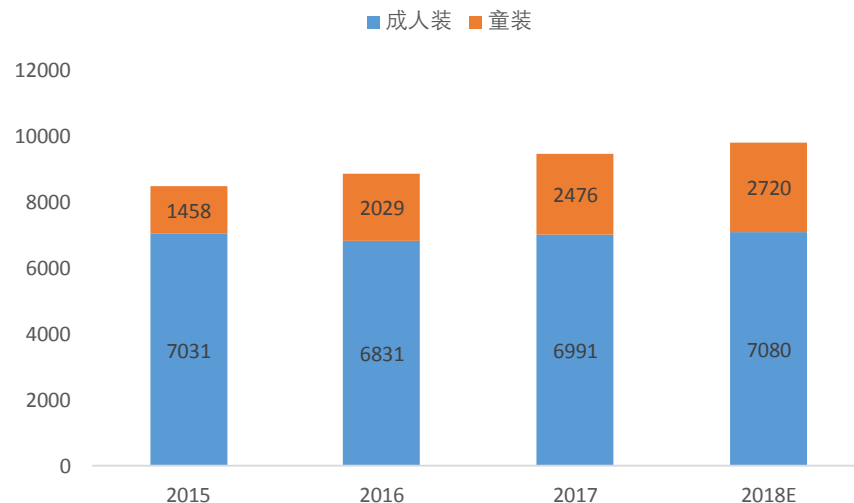
1) **主品牌增速稳定**：2016年以来，终端零售增速基本保持在双位数以上，预计2018年主品牌终端零售增速20%左右。

2) **渠道**：主品牌渠道2016年以来调整到位，预计2018年主品牌店铺数量9800家（童装2720家，成人装7080家。）

表22：安踏主品牌零售流水额保双位数以上增长

终端零售增速	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
	中单位数	高单位数	低双位数	高双位数
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
	低双位数	20%-30%	中双位数	20-25%
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
	20-25%	中双位数	中双位数	——

图115：安踏主品牌渠道整体增长 单位：家



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业——安踏体育

二、安踏体育：国内运动服饰龙头，多品牌全渠道发展空间广阔

5、要约收购始祖鸟母公司亚玛芬体育，打开海外市场空间

1) 安踏体育12月7日公告，安踏体育、FV Fund和Anamerred Investments Incorporation与亚玛芬体育签署了合并协议，财团将发起公开现金收购要约，收购亚玛芬体育（始祖鸟母公司）的全部已发行流通股份。

2) 安踏领头财团以要约价40欧元/股现金收购，总收购价46亿欧元，交易规模预计26亿欧元。未来Amer仍将由原有团队保持独立的运营。其中安踏出资15亿欧左右。交易完成后，安踏体育持股58%、方源资本和 Anamerred Investments (Lululemon创始人Chip Wilson拥有) 各占21%，腾讯通过方源资本参与。

图116：亚玛芬营业收入（百万欧元）

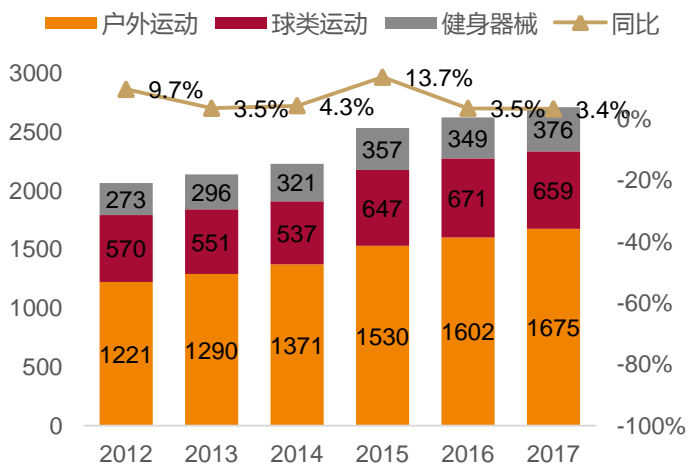


图117：亚玛芬EBIT（百万欧元）

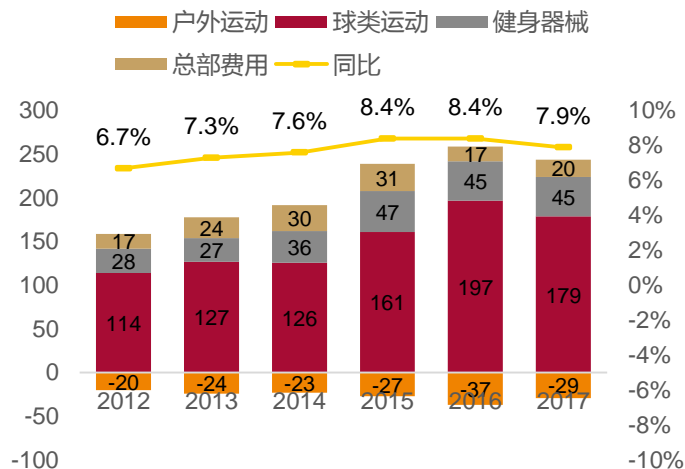
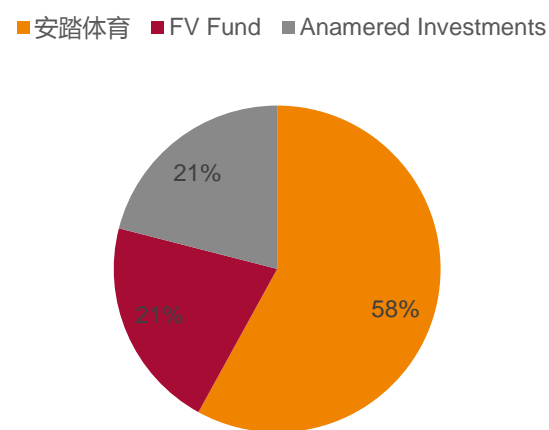


图118：交易后股本占比



机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业——安踏体育

二、安踏体育：国内运动服饰龙头，多品牌全渠道发展空间广阔

5、要约收购始祖鸟母公司亚玛芬体育，打开海外市场空间

3) 亚玛芬体育创始于1950年，旗下拥有加拿大奢侈级户外装备品牌Arcteryx（始祖鸟）、法国山地户外越野品牌Salomon（萨洛蒙）美国网球装备品牌Wilson（威尔逊）等诸多品牌。

4) 安踏及财团有望为Amer旗下各品牌在供应链、渠道及零售运营方面提供支持协同。

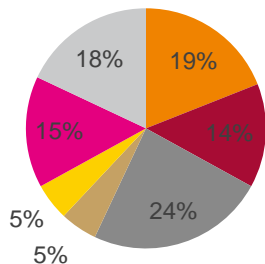
5) 保持原有经营团队，有利于延续旗下各品牌运营的稳定性。

6) 收购亚玛芬体育极大的扩充了安踏的品牌与品类版图，并且为品牌进一步国际化打下基础。

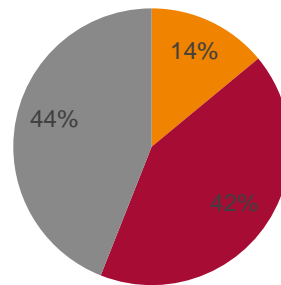
图119：2017年以来亚玛芬营业收入构成（按产品）

图120：2017年以来亚玛芬营业收入构成（按地区）

■ 鞋类 ■ 健身器械 ■ 球类运动 ■ 自行车
■ 运动器具 ■ 冬季运动装备 ■ 服装



■ 亚太 ■ 美洲 ■ 欧洲中东非洲



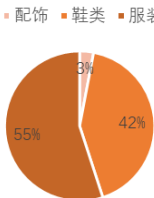
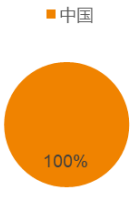
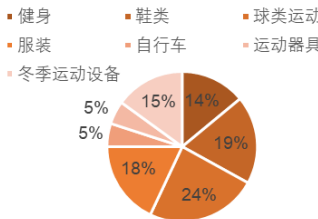
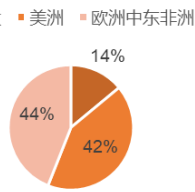


机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业——安踏体育

二、安踏体育：国内运动服饰龙头，多品牌全渠道发展空间广阔

5、要约收购始祖鸟母公司亚玛芬体育，打开海外市场空间

图121：安踏体育与亚玛芬各项数据对比

百万欧元 2017年财务数据，另行批注除外		
零售店数量	安踏：9,467（加盟店）； FILA：1,086（自营店为主）； Descente：64（全为自营店）	自营店：~144；合伙零售店：~144
按产品划分的收入构成	 <ul style="list-style-type: none"> 配饰 3% 鞋类 42% 服装 55% 	 <ul style="list-style-type: none"> 中国 100%
按地区划分的收入构成	 <ul style="list-style-type: none"> 健身 5% 鞋类 15% 球类运动 14% 服装 19% 自行车 24% 运动器具 5% 冬季运动设备 18% 	 <ul style="list-style-type: none"> 亚太 14% 美洲 44% 欧洲中东非洲 42%
收入/收入增长率	20.99亿欧元/25.1%	27.09亿欧元/3.3%
经调整毛利润/利润率	10.37亿欧元/49.4%	12.15亿欧元/44.8%
经调整EBITDA/利润率	5.33亿欧元/25.4%	2.84亿欧元/10.5%

机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业——安踏体育

二、安踏体育：国内运动服饰龙头，多品牌全渠道发展空间广阔

6、盈利预测与估值：

预计18-20年实现收入205/255/318亿人民币，同比增长23%/25%/24%；实现净利润39/47/57亿人民币，同比增长26%/21%/22%；EPS为1.45/1.76/2.14元，对应PE 24.7/20.4/16.8倍。（2017-2018年可比公司平均估值为31及28倍，考虑到公司作为行业龙头，对比竞争对手竞争力不断提升，品牌矩阵完毕。我们认为安踏应该拥有高于行业平均水平的估值，给予18年32倍PE。

表23：安踏一致盈利预测（截至2018年12月11日）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13345.76	16692.49	20465.00	25518.48	31757.19
增长率(%)	19.95%	25.08%	22.60%	24.69%	24.45%
净利润(百万元)	2385.55	3087.84	3893.25	4725.60	5745.90
增长率(%)	16.91%	29.44%	26.08%	21.38%	21.59%
EPS(元/股)	0.95	1.17	1.45	1.76	2.14
市盈率(P/E)	37.74	30.64	24.72	20.37	16.75
市销率(P/S)	7.21	5.77	4.70	3.77	3.03



三、纺织服装板块交易梳理

1、板块交易层面数据梳理

板块基金持仓情况

板块增减持情况

板块回购情况

板块估值与盈利预测情况

2、基金持仓情况：持仓水平依然较低

1) 截至2018年基金三季报，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。

2) 板块持仓市值前五：森马服饰，南极电商，歌力思，百隆东方，比音勒芬

图122：截至2018Q3纺织服装行业占基金持仓比重（重仓股口径）

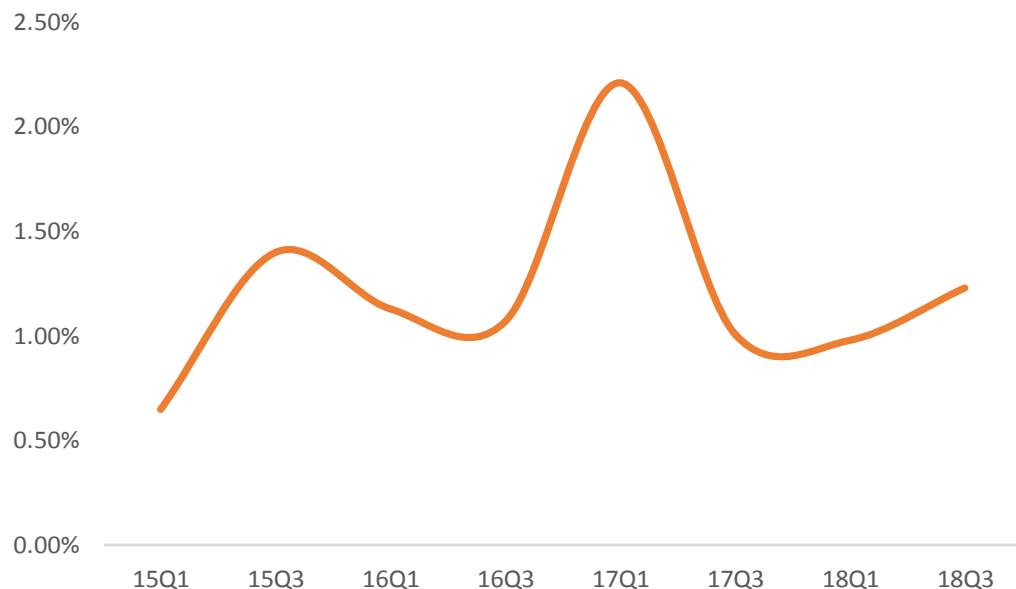


表24：截至2018Q3纺织服装行业重仓持股明细

股票简称	持股数量(万股)	持股总市值(万元)	季度持仓变动(万股)
森马服饰	10244.3	113712.3	24.6
南极电商	14645.6	107205.7	128.3
歌力思	2670.6	46735.5	140.0
百隆东方	7150.7	37255.3	2343.3
比音勒芬	1018.0	33594.9	46.7
奥康国际	2502.7	28580.7	58.6
开润股份	794.5	26219.1	35.7
富安娜	2404.5	19356.0	1526.4
罗莱生活	1370.9	14689.0	-272.6
新澳股份	1572.0	14405.1	-30.8
华孚时尚	1808.6	12334.8	-49.6
航民股份	1365.5	12194.3	-226.3
海澜之家	1131.9	11647.2	23.7
鲁泰A	1210.8	11224.1	21.0
七匹狼	832.2	5775.1	81.8
际华集团	1340.0	4725.6	-3.4
报喜鸟	682.8	2143.9	218.5
如意集团	80.0	1078.4	
水星家纺	60.5	976.5	33.5
九牧王	66.7	887.9	-5.4
搜于特	289.4	885.8	7.5
探路者	212.2	795.7	15.6
中潜股份	52.2	674.4	0.5
太平鸟	27.5	571.1	-0.7
天创时尚	30.8	314.7	0.0
安正时尚	18.0	221.9	10.0

3、年内增减持情况：减持水平仍高于增持

从18年1月1日至18年12月6日，重点公司年内重要股东增持61次，参考市值5.6亿元；减持107次，参考市值10.3亿元。减持水平整体高于增持。

表25：纺织服装行业重点公司年内增减持情况（截至2018.12.6）

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	净买入股份数合计(万股)	增减仓参考市值(万元)
002269.SZ	美邦服饰	4	2	增持	5,821.08	18,063.45
002083.SZ	孚日股份	3	2	增持	1,613.22	9,697.51
002042.SZ	华孚时尚	5	3	增持	1,508.13	9,060.77
002563.SZ	森马服饰	13	5	增持	496.67	8,675.66
603877.SH	太平鸟	17	10	增持	229.44	4,779.58
603839.SH	安正时尚	7	3	增持	156.91	3,617.18
002394.SZ	联发股份	9	3	增持	265.91	2,727.36
603518.SH	维格娜丝	2	2	增持	0.72	16.12
601339.SH	百隆东方	1	1	增持	0.05	0.27
300005.SZ	探路者	2	1	持平	0.00	-0.13
002029.SZ	七匹狼	4	4	持平	0.00	-15.64
002293.SZ	罗莱生活	2	2	减持	-3.05	-47.13
002875.SZ	安奈儿	4	1	减持	-36.80	-541.58
603889.SH	新澳股份	6	1	减持	-40.00	-565.61
603196.SH	日播时尚	25	2	减持	-66.50	-729.85
603908.SH	牧高笛	4	2	减持	-41.68	-1,147.42
603557.SH	起步股份	1	1	减持	-138.97	-1,326.99
002762.SZ	金发拉比	8	2	减持	-332.44	-1,873.09
002832.SZ	比音勒芬	2	2	减持	-88.94	-5,181.78
002327.SZ	富安娜	2	2	减持	-638.50	-6,325.74
603608.SH	天创时尚	3	2	减持	-1,287.34	-13,166.69
600987.SH	航民股份	2	1	减持	-1,270.62	-14,219.94
002776.SZ	柏堡龙	25	4	减持	-1,068.51	-14,828.08
603558.SH	健盛集团	15	3	减持	-1,592.47	-16,414.55
002127.SZ	南极电商	8	2	减持	-1,982.00	-26,789.66

4、回购情况：年内回购3.1亿，进度完成41%

截至2018年12月6日重点公司已回购金额3.1亿，已回购股数7784万，预计回购股数1.88亿股，回购进度约完成41%。

表26：纺织服装行业重点公司年内回购情况（截至2018.12.6）

代码	简称	区间已回购金额 (万)	区间已回购股数 (万股)	预计回购股数 (万股)	区间回购最高价 (元)	区间回购最低价 (元)
002563.SZ	森马服饰	4,863.5	821.54	821.54	5.92	5.92
603877.SH	太平鸟	229.5	17.31	417.31	13.26	13.26
002503.SZ	搜于特	18,810.8	5,773.64	9,168.65	3.50	2.77
300577.SZ	开润股份	161.9	10.06	10.06	17.22	15.35
002293.SZ	罗莱生活	122.7	19.00	19.00	6.46	6.46
603839.SH	安正时尚	312.2	34.58	39.02	12.81	8.79
002780.SZ	三夫户外	450.2	21.56	21.56	20.88	20.88
002875.SZ	安奈儿	104.6	8.32	25.74	12.57	12.57
603808.SH	歌力思	2,168.8	142.89	982.28	16.47	11.63
002154.SZ	报喜鸟	961.4	508.00	4,567.31		
603608.SH	天创时尚	179.2	25.20	25.20	7.11	7.11
002674.SZ	兴业科技	55.3	9.63	9.63	5.75	5.75
002127.SZ	南极电商	2,970.3	392.3	2,727.3	7.76	7.40
总计		31,390.5	7,784.0	18,834.6		

5、板块盈利预测与估值

估值接近历史低位，2018年三季报后盈利预测下调占多数

1) 截至2018年12月6日，板块重点公司组合估值约为15.8倍，处于历史估值相对低位（2011年底以来历史估值最低约为14.3倍）。

2) 盈利预测方面，截至最新18年三季报更新后，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。

图123：板块重点公司2011年初以来估值情况（截至2018.12.6）

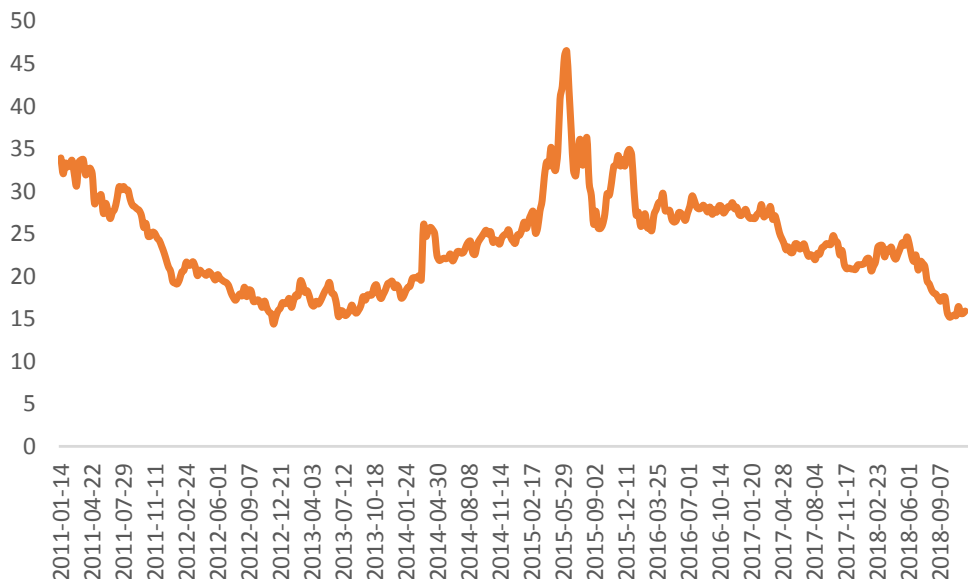
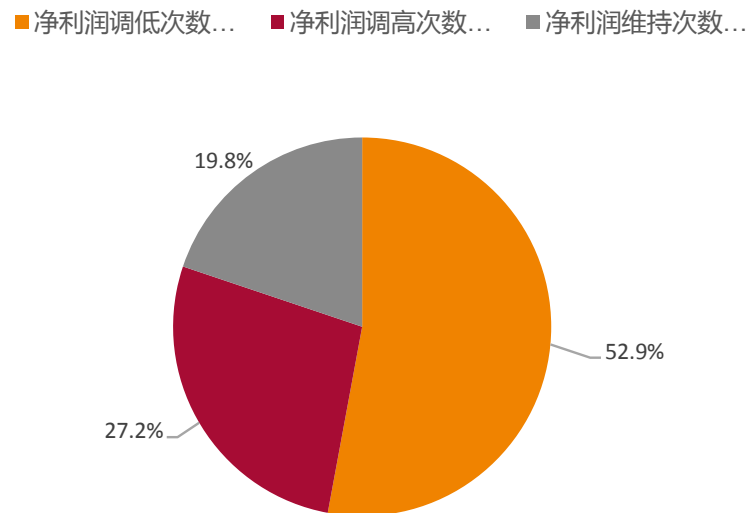


图124：三季报后行业重点公司报告净利润调低次数占53%



附录：行业公司盈利预测与估值表（底色为重点推荐组合）

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)
开润股份*	42.6	29.7	37.6%	32.4%	43.1%	133.4	176.6	252.7	449.0	75.2
南极电商*	21.6	15.0	53.0%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,251.3	1,783.9	187.3
百隆东方*	12.6	10.6	24.9%	30.3%	19.7%	487.7	635.4	760.5	890.7	80.3
健盛集团*	20.0	15.8	43.5%	84.6%	33.6%	131.5	213.7	270.9	324.3	42.8
水星家纺*	12.1	10.1	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	36.5
安踏体育	24.6	20.3	23.7%	26.1%	21.4%	3,087.8	3893.25	4725.6	5745.9	957.2
太平鸟*	14.2	10.5	36.5%	38.4%	34.7%	456.3	631.3	850.5	1,022.5	89.6
安正时尚*	12.9	9.9	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	46.7
歌力思*	14.7	12.5	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	55.1
搜于特	10.2	9.0	18.3%	23.7%	13.1%	612.8	758.3	857.9	925.5	77.3
华孚时尚*	10.0	8.1	25.4%	27.1%	23.8%	677.4	861.1	1,065.6	1,244.1	86.3
比音勒芬*	22.6	16.6	40.6%	45.0%	36.4%	180.2	261.3	356.3	464.1	59.2
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	242.7
海澜之家*	10.9	10.0	7.5%	6.5%	8.6%	3,328.9	3,545.3	3,849.9	4,309.4	385.9
罗莱生活*	12.4	10.4	23.4%	28.6%	18.4%	427.9	550.2	651.3	763.8	68.0
维格娜丝	9.8	8.2	31.2%	44.3%	19.3%	189.9	274.1	327.0	384.3	26.8
天创时尚	15.4	13.1	34.1%	52.4%	18.0%	187.9	286.4	338.0	376.6	44.2
朗姿股份	14.6	12.7	24.1%	34.3%	14.7%	187.6	251.9	288.9	341.6	36.8
新野纺织	8.0	6.6	24.6%	29.7%	19.6%	292.2	379.0	453.2	540.6	30.1
七匹狼	14.2	12.6	12.2%	11.6%	12.7%	316.6	353.4	398.3	435.0	50.2
富安娜	11.3	9.7	17.3%	18.5%	16.1%	493.5	584.5	678.4	777.1	66.0
九牧王	13.5	11.9	12.5%	11.5%	13.6%	494.1	550.8	625.8	704.7	74.2
孚日股份	10.1	9.2	10.3%	10.3%	10.4%	410.2	452.5	499.5	558.5	45.9
伟星股份	13.7	12.2	9.7%	7.0%	12.6%	364.6	390.0	439.0	492.0	53.5
拉夏贝尔*	7.7	7.0	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	43.7
鲁泰A*	9.5	8.7	6.6%	4.0%	9.2%	841.2	875.2	955.5	1,071.8	83.1
航民股份	8.7	8.0	9.2%	10.2%	8.3%	573.6	631.8	684.3	748.7	54.8
雅戈尔	16.7	15.0	150.0%	461.8%	11.3%	296.7	1,667.0	1,855.0	0.0	279.0
探路者	49.9	37.7	-	-173.1%	32.3%	-84.9	62.0	82.0	0.0	30.9
奥康国际	16.0	14.7	-	15.2%	8.8%	226.5	261.0	284.0	0.0	41.8
联发股份	8.6	8.5	3.9%	6.6%	1.3%	360.3	384.0	389.0	414.0	32.9
汇洁股份	18.1	14.0	5.6%	-13.6%	29.2%	222.3	192.0	248.0	272.0	34.7

资料来源：Wind，天风证券研究所（截至2018年12月11日）

注：*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一致预期

免责声明

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

THANKS