

2018-7-22

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

再论中高端品牌服饰投资逻辑

报告要点

■ 本周专题

本轮消费复苏至今，业绩复苏最为强劲的中高端品牌股价表现偏弱。本周专题，我们对中高端品牌服饰领域投资逻辑进行再梳理，就中高端品牌服饰值不值得投资？核心竞争壁垒是什么？选择什么样的公司，如何估值？等问题展开探讨。消费升级背景下，结构性变化主导着行业发展，从大市值公司培育、业绩及股价表现来看，中高端领域均具备较好的投资价值。品牌、精细化管理以及多品牌运营能力共同构建中高端品牌服饰核心竞争壁垒。针对中高端品牌领域，投资机会主要集中在两方面：1) 定位细分市场，处于高速成长期的服装企业，短期内具备较好投资回报，但这一机会更多存在于一级市场层面，在 A 股市场相对稀缺；2) 中高端时尚产业集团，未来多数品牌服装公司会在这一领域进行积极探索。对竞争优势相对确立的公司，在景气复苏阶段布局，有望获取业绩稳步增长与估值双升的收益。综上，我们持续推荐主业复苏强劲、开始逐渐沉淀核心竞争力、估值处于低位的中高端女装子板块；对标海外，景气复苏阶段中高端女装估值提升空间较大，中期估值有望修复至 25X。建议持续重点关注**歌力思、安正时尚**。

■ 行业观点

6 月消费数据公布，剔除汽车因素影响，Q2 社零增速环比 Q1 出现改善，验证消费景气延续，对市场情绪形成一定提振。前期中报前瞻预测，服装消费维持向好趋势。展望下半年，品牌及渠道层面均维持相对积极的拓店计划，较快增长的订货会数据也有望对下半年业绩形成支撑。重点公司股价回调后，重迎配置良机。建议配置低估值、业绩稳增长的优质龙头：(1) 本土大众品牌森马/太平鸟/海澜之家；(2) 中高端女装安正时尚、歌力思和朗姿股份；(3) 复苏持续可期的家纺龙头罗莱生活和富安娜；(4) 新模式公司跨境通、开润股份和南极电商；(5) 纺织板块建议中期布局华孚时尚、百隆东方、鲁泰 A 和健盛集团。

■ 行情回顾

上周，纺织服装行业板块上涨 0.53%，同期沪深 300 指数上涨 0.01%，纺织服装板块跑赢大盘 052 个百分点，排名第 9。个股方面，涨幅前五分别为：安奈儿 (11.30%)、拉夏贝尔 (9.26%)、希努尔 (7.94%)、浔兴股份 (7.67%)、摩登大道 (7.49%)；跌幅前五分别为：华斯股份 (-6.13%)、太平鸟 (-5.86%)、森马服饰 (-4.05%)、红蜻蜓 (-4.00%)、富安娜 (-3.86%)。

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、棉花政策调整的风险；4、原材料价格及汇率大幅波动的风险。

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

联系人 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

相关研究

《为何现阶段优质服装公司加速并购？》
2018-7-15

《纺织服装行业 2018 年中期策略：莫为浮云遮望眼》2018-7-12

《如何看待家纺电商增速的放缓？》2018-7-8

目录

本周专题：中高端品牌服饰投资逻辑再梳理	4
中高端品牌价值不值得投资？	4
核心竞争壁垒是什么？	5
公司如何选，估值如何给？	6
再论中高端女装：内生增长强劲，外延锦上添花，估值仍存修复空间	8
行业观点	11
公司事件跟踪	12
行情回顾	14
数据追踪	14
宏观数据跟踪	14
原材料价格跟踪	15
国际纺织服装企业估值指标	17

图表目录

图 1：代表性品牌服饰公司涨跌幅、盈利预测与估值等。	4
图 2：纺织服装行业前十大市值公司中，一半为奢侈品公司	5
图 3：最近两年纺织服装行业涨幅靠前的公司（%）	5
图 4：代表性纺织服装公司 2008 年初至今累计收益率	5
图 5：2016/6 至今，标普全球奢侈品指数上涨超过 50%	5
图 6：Tapestry 收入及净利润增速	6
图 7：Under Armour 收入及净利润增速	6
图 8：Tapestry 股价与估值	7
图 9：Under Armour 股价与估值	7
图 10：奢侈品集团大多在行业景气低迷阶段进行外延并购	7
图 11：LVMH 收入增速及并购	8
图 12：KERING 收入增速及并购	8
图 13：LVMH 股价与估值	8
图 14：KERING 股价与估值	8
图 15：女装主品牌收入端 2016 年触底，18Q1 同比增长 23.56%	9
图 16：主业强劲复苏叠加外延并表，共驱利润高速增长	9
图 17：中高端女装企业单店报表收入持续提升	10
图 18：歌力思主品牌收入复合增速 12%，也表现出较好的稳定性	10
图 19：女装企业店铺直营占比显著高于男装及大众品牌服饰企业	10
图 20：玖姿品牌搜索人群分布逐渐趋于年轻化	10
图 21：歌力思多品牌矩阵打造带来商场费用率的明显下降	11
图 22：安正时尚各多品牌子公司逐渐盈利或亏损收窄（单位：百万元）	11

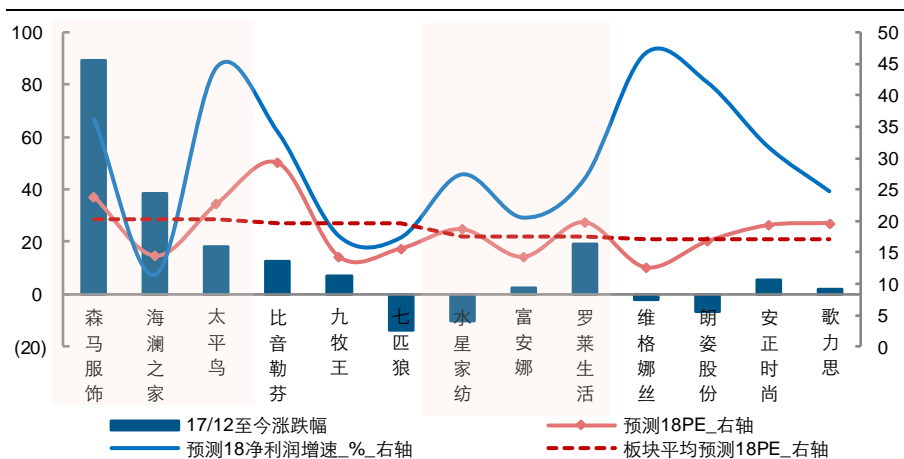
图 23: 本周行业涨跌幅.....	14
图 24: 年初至今行业涨跌幅	14
图 25: 本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名.....	14
图 26: 纺织服装板块 PE 历史走势	14
图 27: 6 月, 社会消费品零售总额当月同增 9.0%, 累计同增 9.4%	15
图 28: 6 月, 限上服装鞋帽针纺织品企业商品零售额累计同增 9.2%	15
图 29: 截至 7 月 20 日, 国内外棉价差为 317 元/吨.....	15
图 30: 截至 7 月 20 日, 国内外棉价差 (滑准税) 为-350 元/吨	15
图 31: 截至 7 月 19 日, 国内外纱线价差为-357 元/吨.....	15
图 32: 截至 7 月 20 日, 坯布价格为 5.75 元/米.....	15
图 33: 第 19 周 (7.16-7.20) 新疆棉/地产棉抛储成交率上升/回落.....	16
图 34: 第 19 周 (7.16-7.20) 地产棉抛储成交量/价均有小幅下滑.....	16
图 35: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)	16
图 36: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)	16
表 1: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/07/21-2018/09/21)	12
表 2: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/07/21)	12
表 3: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/06/21-2018/07/21)	13
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	13
表 5: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司	13
表 6: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司.....	13
表 7: 国际纺织服装企业估值.....	17

本周专题：中高端品牌服饰投资逻辑再梳理

纺织服装领域，大众品牌的投资逻辑更易被市场接受：单品牌市场空间大、消费频次高、规模效应和基础设施构建成本和效率壁垒，在总量市场平稳增长的情况下，胜者为王集中度提升。但到了中高端消费品领域，客观存在着单一品牌的市场空间相对有限、品牌生命周期较短等问题，市场似乎天然对这一领域有所偏见。这也导致为何在本轮消费复苏中，大众及家纺领域龙头均出现一定上涨，但复苏更为强劲、业绩表现更优的中高端女装股价表现却相对偏弱。

上期专题《复苏强劲、持续可期，中高端女装仍存上行空间》(2018/05)，我们判断，中高端女装具备明显顺经济属性，高收入人群人均可支配收入更快的提升，将对中高端消费能力的持续释放形成有效支撑。本土品牌竞争优势凸显，率先实现多品牌运营的公司有望强者恒强。本周专题，我们对中高端品牌服饰领域投资逻辑进行再梳理，就**中高端品牌值不值得投资？核心竞争壁垒是什么？选择什么样的公司，如何估值？**等几个问题展开探讨。

图 1：代表性品牌服饰公司涨跌幅、盈利预测与估值等。



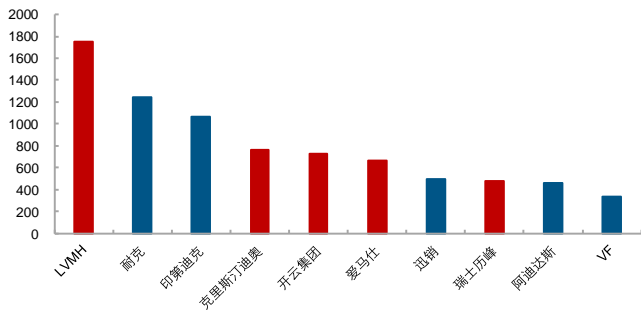
资料来源：Wind,长江证券研究所

中高端品牌值不值得投资？

毋庸置疑的是，全球服装消费都在朝着品质化、个性化、差异化的方向升级，结构性的变化主导着行业的发展，以 Canada Goose、Moncler、Supreme 等为代表的高端小众品牌在快速崛起。同时，越来越多的奢侈品品牌在进行着年轻化转型，受众人群得以扩大。相比于父母一代，千禧一代的物质条件极大改善，表现出：更强的高端消费意愿，社交媒体的快速发展加速了消费者教育，电商渠道的普及极大提升了购买的便利性。而这些都在支撑高端消费扩容。

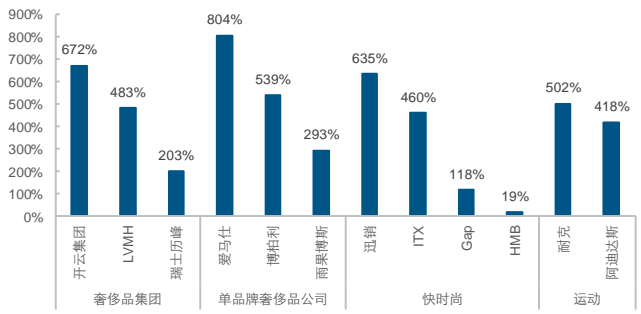
伴随着本轮全球性的经济回暖，叠加众多奢侈品公司年轻化、数字化的转型，2016/6至今，标普全球奢侈品指数上涨超过 50%，LVMH 取代 NIKE、ITX 成为全球市值最大的纺织品服装公司；全球排名前十的服装及奢侈品公司中，一半为奢侈品公司。同时，从股价表现来看，近两年纺织品服装行业涨幅前十公司中，超过一半为奢侈品或高端小众品牌。从更长周期来看，我们选取了 2008 年至今的四类代表性公司的累计收益率情况，奢侈品公司的表现一定程度上优于大众品牌服饰及运动龙头。可见，中高端服装消费领域可以产生大市值公司，从业绩增长及股价表现来看，也均具备较好投资价值。

图 2：纺织服装行业前十大市值公司中，一半为奢侈品公司



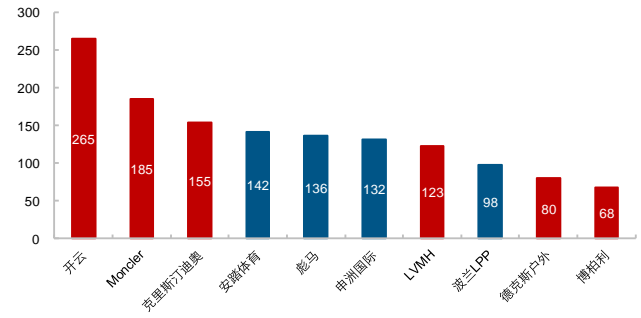
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 4：代表性纺织服装公司 2008 年初至今累计收益率



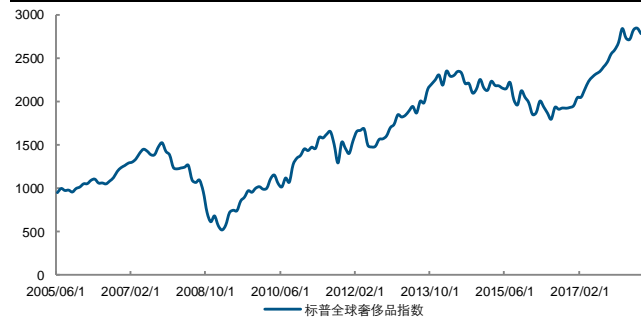
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 3：最近两年纺织服装行业涨幅靠前的公司 (%)



资料来源：Bloomberg (德克斯户外为 UGG 母公司), 长江证券研究所

图 5：2016/6 至今，标普全球奢侈品指数上涨超过 50%



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

核心竞争壁垒是什么？

不同于大众定位品牌更强调成本和效率优势构筑核心竞争壁垒，高端定位的品牌则更强调附加值及差异化战略，通过在创意、面料、设计、版型、品牌形象、渠道、服务等多个领域的差异化，满足特定客户群体的差异化需求，从而获取溢价。对高端品牌而言，持续增长来源于：1) 持续的优质产品输出以及营销资源投放，提升品牌知名度与美誉度，扩大品牌受众人群；2) 基于目标客群的精细化管理，提升复购率与连带率，带动单客消费的持续提升；3) 基于多品牌矩阵的打造，满足同一客群乃至不同群体的多元化需求（LVMH 模式：多品牌，多目标群体；JNBY 模式：多品牌，单目标群体的多元场景）。基于此，我们认为，对于中高端服装而言，核心竞争壁垒体现在品牌、精细化管理及多品牌运营能力。

品牌：对奢侈品及中高端品牌而言，其对于身份地位、生活态度、个人风格的象征意义要大于其对功能性穿着需求的满足，品牌价值是最重要的无形资产。品牌一旦对其目标人群建立起了长期广泛的认知度及美誉度，便很难被颠覆；并且，品牌的价值会伴随着时间沉淀愈加显现。历史上，多个奢侈品品牌发展均遭遇低迷期，但品牌价值依存，赋予其全新的设计师及运营团队后，品牌可重焕光辉。

精细化管理能力：相对较差的竞赛赛道对中高端品牌的精细化管理能力提出了更高要求，促使中高端品牌较早开始进行精细化管理，真正回归零售能力本身，从人、货、场三维度去深耕零售能力。优秀零售能力的系统培育需要长时间的积淀，一旦成功建立，具备非常强的竞争壁垒。中高端品牌较大众品牌更注重“客户管理”，因此对于服装企业零售能力的衡量，可以从 VIP 数量、VIP 贡献、复购率、连带率、坪（店）效、产品售罄率等多个角度进行对比。

多品牌运营能力：多品牌是中高端定位的品牌做大做强过程中一个绕不开的话题。多品牌的构建可以有效的提升抗风险能力，规避流行趋势变化所带来的波动，提升渠道议价能力，供应链管控能力等。多品牌运营不仅仅是单品牌管理经验的简单输出，也涉及到多品牌矩阵构建中的品牌筛选、有限资源在不同品牌之间的分配、体量规模扩大后的管理模式变革等。考虑到优质品牌及渠道具备一定稀缺性，成功实现多品牌运作的公司，在未来持续的品牌资源获取、渠道谈判、供应链整合等方面亦具备领先优势，可通过持续正循环强化竞争优势。**因此，具备成功多品牌运营能力的公司具备明显竞争壁垒。**

公司如何选，估值如何给？

1) 定位细分市场，处于高速成长期的品牌服装公司

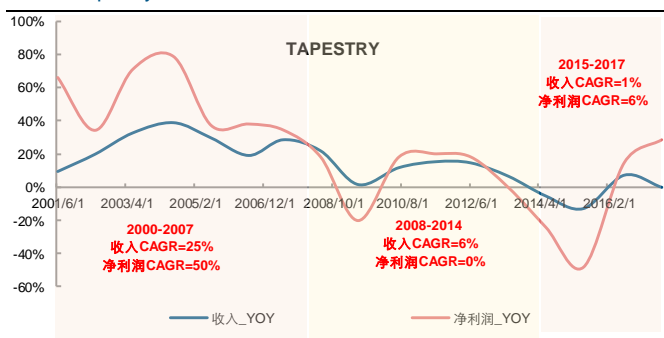
服装市场规模大、需求多元，存在众多细分领域的投资机会；且品牌服装公司大多轻资产模式运营，可以实现较快的扩张速度，因此，服装是一个容易产生成长股的行业。即使在发展已经相对成熟，且具备高集中度的美国运动市场，新进入者 UA 和 Lululemon 亦通过定位细分的紧身衣及瑜伽服等领域，与龙头差异化竞争而取得快速扩张。我们通过简单复盘 Tapestry 以及 Under Armour，对该领域的投资机会进行分析。

Tapestry (Coach 母公司) 发展大致经历了三个阶段：1) 2000-2007 年；高速增长期，收入及净利润 CAGR 分别达到 25%/50%；伴随业绩高增，估值中枢显著上移，PE(TTM) 估值从最低 12X 上移至超过 30X，业绩与估值上升；2) 2008-2014 年：调整期，收入及净利润 CAGR 分别为 6%/0%，估值中枢回落至 13X。3) 2015 至今：业绩出现显著恢复，估值中枢逐步恢复至 18X。

UA 亦表现出相同的走势：2009-2014 年高速成长阶段，收入及净利润 CAGR 分别达到 29%/34%，PE (TTM) 估值从 30X 上移至超过 90X，该阶段估值中枢达到 50X。

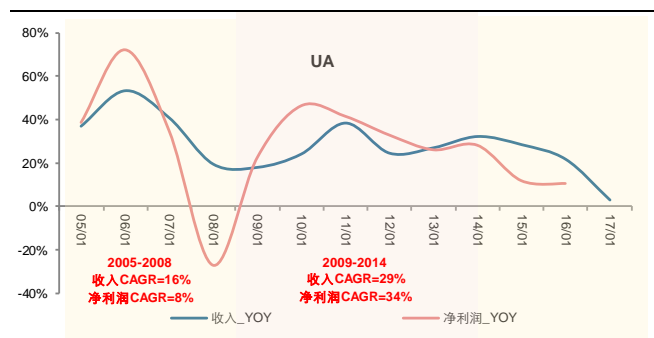
对于该类型的公司，在其业绩高速成长期，业绩与估值双升，可以给投资者提供丰厚回报，如 UA 最高收益超过 10 倍；因为服装企业体量相对较小，处于该时期的公司一般能拥有远高于行业的估值水平。该领域投资面临的风险点在于快速扩张期的企业，大多发展粗犷，一定程度缺少核心竞争力的积淀，在细分市场达到饱和、行业增速出现明显放缓后，伴随业绩拐点迎来股价与估值双杀。但对 A 股投资者而言，想要享受这一领域的投资机会相对较难：1) 服装行业现金流好，轻资产运营，很多品牌在其快速成长期没有上市的需求；2) 品牌有一定的生命周期，爆发增长期的时间会相对有限，大多会体现在上市之前。因此，对单品牌高成长的投资机会更多存在在于一级市场层面，二级市场机会相对稀缺。

图 6：Tapestry 收入及净利润增速



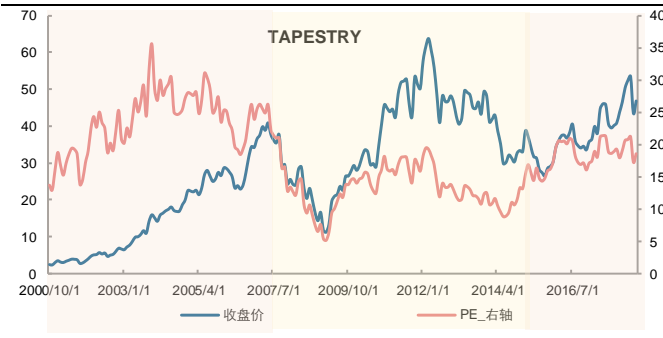
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 7：Under Armour 收入及净利润增速



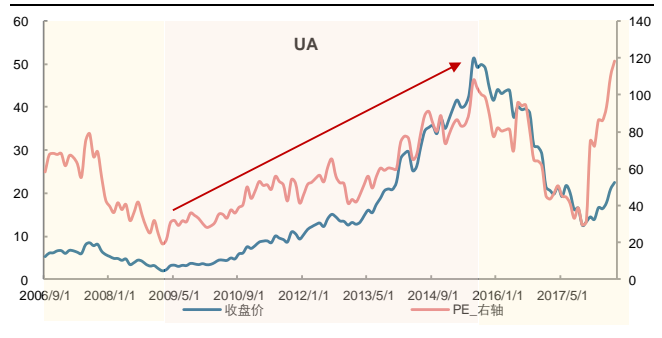
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 8: Tapestry 股价与估值



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 9: Under Armour 股价与估值



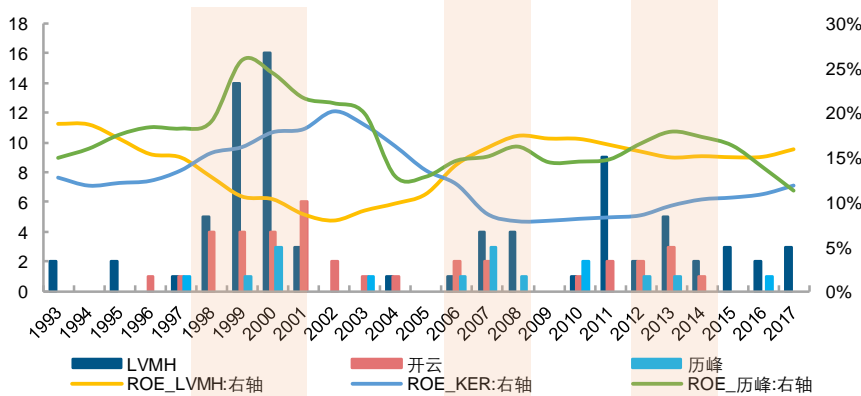
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

2) 沉淀核心竞争力的中高端时尚产业集团

基于多品牌矩阵的构建可以实现规模的快速扩大,并可有效规避流行趋势变动带来的风险,从代表性的中高端时尚产业集团的收益率来看,成功实现多品牌运营的公司,具备较好的投资价值;我们认为 A 股中的众多中高端品牌会在这一领域进行积极探索。以下是我们通过简单复盘 LVMH 以及 KERING,对该领域的投资机会进行分析。

奢侈品集团的股价表现出一定的周期性波动,与全球经济环境密切相关。1998-2002 年亚洲金融危机、美国 911 事件,2008 年新一轮的全球金融危机,13 年后中国加强反腐以及欧元疲软等,均对奢侈品消费形成较大影响,导致股价出现明显调整。而行业景气低迷期正是奢侈品集团加快外延并购的阶段,90 年代后的 3 次并购小高峰均与行业景气低迷阶段出现一定重合。历史上看,并购对估值的提振相对有限,估值改善更加依赖于强劲内生增长;在 2011-2013 年的小并购周期中,公司估值并未出现明显改善。

图 10: 奢侈品集团大多在行业景气低迷阶段进行外延并购

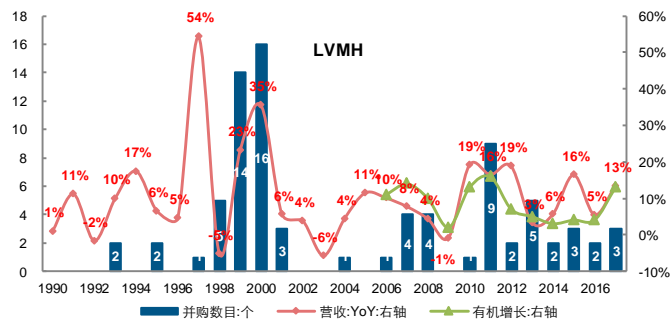


资料来源: Bloomberg,长江证券研究所

受益于本轮全球性经济回暖,以及奢侈品公司自身年轻化、数字化的转型,奢侈品从 2016Q3 开始出现明显复苏,并正在经历近十年来最为强劲的一轮增长。业绩方面,2017 年 LVMH 及开云营业收入分别同比增长 13%及 25%,内生增长分别达到 13%及 27%,且开云正在创出历史最高内生增长。2008 年至今,两大奢侈品集团 LVMH 及开云的股价累计上涨 483%及 672%;其中,2008 年初至 2016/6,8 年多的时间分别上涨 167%及 107%,大部分涨幅均在本轮复苏中完成。伴随着业绩大幅增长,LVMH 及开云的估值中枢也分别从前期的 15X/18X,提升至当前阶段 24X 及 31X,最新 TTM 估值分别达

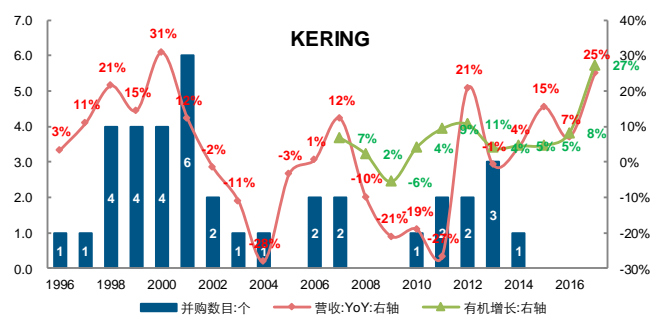
到 29 X 及 34X。综合来看，08 年金融危机后，代表性奢侈品公司估值相对稳定，估值中枢在 15X 左右，本轮景气恢复阶段，奢侈品公司迎来明显的业绩与估值双击。

图 11: LVMH 收入增速及并购



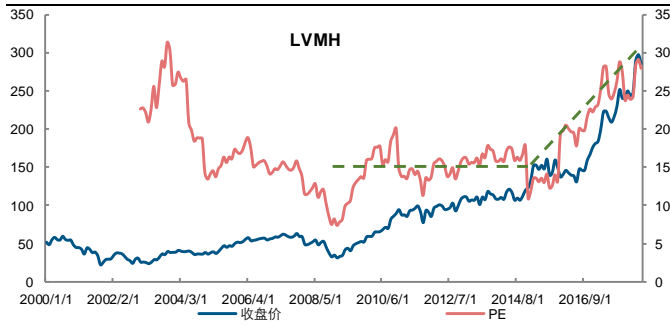
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 12: KERING 收入增速及并购



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 13: LVMH 股价与估值



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

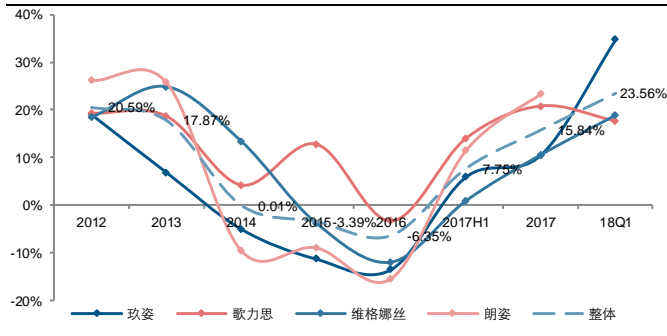
图 14: KERING 股价与估值



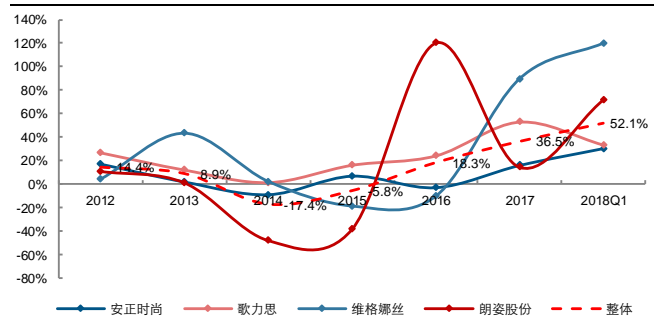
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

再论中高端女装：内生增长强劲，外延锦上添花，估值仍存修复空间

内生复苏强劲，外延并购锦上添花。受益消费升级、终端零售回暖复苏以及前期渠道调整接近尾声等因素，中高端女装子板块自 2016Q4 开始强劲复苏已达 6 个季度。2017 年，四大女装主品牌收入端同比增长 15.84%，较 2016 年 -6.35% 的增速明显回升，也较 17H1 的 7.77% 明显加速。18Q1，女装主品牌（不含朗姿）收入端同比增长 23.56%，仍维持强劲增长趋势。18Q2 淡季不淡，预计代表性女装公司主品牌同店多维持双位数增长，内生增长依然强劲。从净利润角度来看，2017 年及 18Q1，A 股四家女装企业实现归母净利润分别同比增长 36.5% 及 52.1%。净利润大幅增长，一定程度受到并表因素的影响，女装主业的显著改善也是重要驱动因素。

图 15：女装主品牌收入端 2016 年触底，18Q1 同比增长 23.56%


资料来源：各公司历年年报及季报,长江证券研究所（注：18Q1 不包含朗姿）

图 16：主业强劲复苏叠加外延并购，共驱利润高速增长


资料来源：各公司历年年报及季报,长江证券研究所

经历上一轮行业低迷期，国内中高端品牌服饰企业精炼内功，开始逐渐沉淀出核心竞争力，在品牌力、精细化管理能力、多品牌运营能力方面均有一定提升。

➤ 品牌力：细分领域具备明显竞争优势

国内服饰领域的品牌化进程迄今仅 30 年左右的时间，女装品牌的发展普遍不足 20 年，在品牌力沉淀方面尚有欠缺，仍缺乏具备绝对品牌影响力的高端品牌；但在部分细分领域，国内品牌开始逐渐沉淀出相对品牌影响力。根据 iziRetail 的报告显示，“在其所统计和研究的 10 大时尚零售品类中，一些国内女装和女鞋品牌已经能够与国际品牌抗衡，甚至有些品牌在单店业绩产出、市占率、增长率方面已经超越国际品牌”。根据中华商业信息网的数据显示，在中高端女装领域，市占率前十的品牌均为国内品牌，国内品牌在大淑女装这一领域具备着明显的竞争优势。

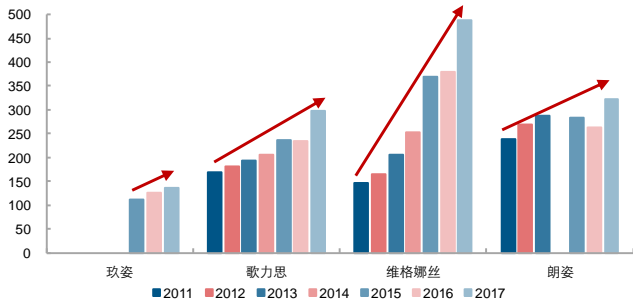
➤ 精细化管理能力：单店产出持续提升，内部变革卓有成效

单店产出持续提升：从单店盈利来看，各公司的单店报表收入均在稳步提升，一方面与公司关停盈利性较差的小店、开设购物体验性更好的大店有关；另一方面，精细化运营所带来的正价率、复购率、连带率、售罄率的提升也是同店稳步增长的重要贡献。

稳定性好，一定程度穿越行业景气周期：中高端品牌不代表小众品牌，无论是歌力思所定位的“端庄优雅”，或者是玖姿的“自信、优雅、女人味”，产品风格上具备一定的普适性，在精细化管理运作下，无论潮流趋势如何变化，仍能沉淀相对稳定的受众群体。以歌力思为例，其主品牌在 2011-2017 年收入复合增速达到 12%，在行业景气下行阶段依旧表现出较好的稳定性。

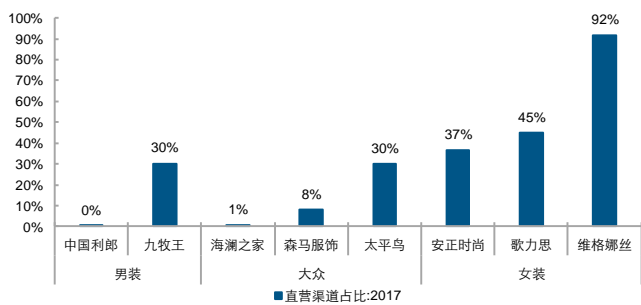
受众范围扩充，年轻化拓展卓有成效：本轮奢侈品的强劲复苏，一定程度受益于年轻化的转型，众多国内品牌也顺应趋势，开启了年轻化历程。根据百度指数显示，玖姿品牌搜索人群分布中 30-39 岁的占比在明显提升，较之前 40-49 岁的主要受众群出现明显年轻化倾向。

图 17：中高端女装企业单店报表收入持续提升



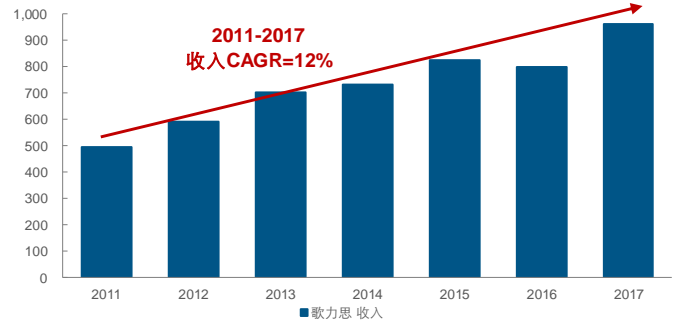
资料来源：各公司历年年报，长江证券研究所

图 19：女装企业店铺直营占比显著高于男装及大众品牌服饰企业



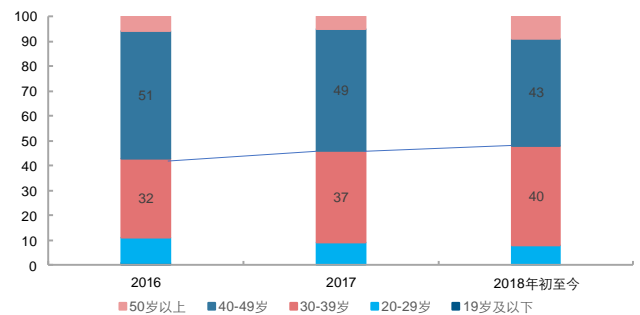
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：歌力思主品牌收入复合增速 12%，也表现出较好的稳定性



资料来源：歌力思年报，长江证券研究所

图 20：玖姿品牌搜索人群分布逐渐趋于年轻化



资料来源：百度指数，长江证券研究所

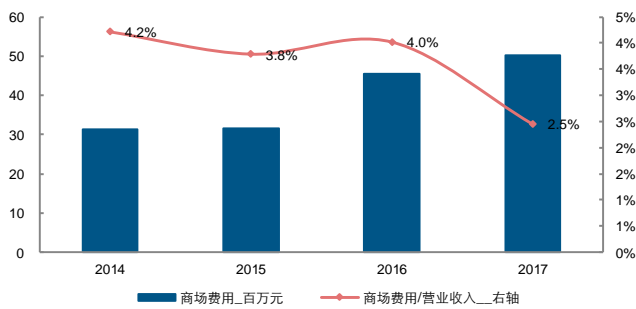
➤ **多品牌运营能力：多品牌矩阵构建趋于完善，协同效应逐渐显现。**

上市的中高端女装企业，凭借着在运营能力及资本方面的领先优势，率先开启了多品牌化的发展路径。

歌力思在主品牌之外，陆续收购了德国高级女装品牌 Laurèl、美式潮流轻奢品牌 Ed hardy、法国轻奢女装品牌 IRO、华裔设计师品牌 Vivienne TAM 以及电商代运营企业百秋网络，打造了层次清晰、风格各异的多品牌矩阵。在主业维持强势复苏的背景下，潮牌定位的 Edhardy 维持快速增长趋势，Laurel 在 17 年已实现减亏，预计 18 年开始贡献利润，IRO、Vivienne TAM 均表现出良好增长势头。多品牌运作下，公司协同效应已逐渐显现，销售费用中的商场费用率呈现明显下降趋势，一定程度验证公司对渠道议价能力在逐渐提升。

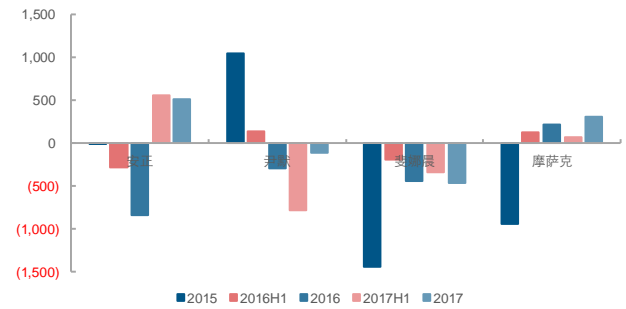
安正时尚在运营“玖姿”主品牌的基础上，于 2008 年开启多品牌运营策略，先后创立了高端女装品牌“尹默”、高端男装品牌“安正”以及互联网电商女装品牌“安娜寇”，并收购了包括“摩萨克”和“斐娜晨”在内的中淑女装新兴品牌，建立了风格鲜明互补、市场定位差异有序的成熟男女时装品牌矩阵。公司多品牌经过多年培育，开始陆续进入收获期。从销售子公司情况来看，安正及摩萨克 2017 年已出现盈利，尹默 17 年亏损出现一定收窄。预计 2018 年，在主品牌明显复苏，步入全新开店周期的基础上，多品牌有望集中发力，贡献业绩增量，共驱业绩高增。

图 21：歌力思多品牌矩阵打造带来商场费用率的明显下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：安正时尚各多品牌子公司逐渐盈利或亏损收窄（单位：百万元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

综上，我们认为扎根于消费仍具成长性、空间广阔的中国市场，优质中高端女装品牌仍具成长性，且具有先发优势、获取优质资源的多品牌战略正在助推时尚产业集团做大做强。我们仍持续推荐主业复苏强劲、开始沉淀出核心竞争力、估值处于低位的中高端女装子板块。对标海外，景气阶段中高端女装估值提升空间较大，中期估值有望修复至25X。建议积极关注歌力思、安正时尚，以及18年业绩快速反转的朗姿股份。

行业观点

7月16日，统计局公布6月消费数据，社零总额当月同增9.0%（增速环比+0.5pct），累计同增9.4%（增速环比-0.1pct）；服装消费增速回升，穿类线上增速稳中略降。受5月消费数据环比大幅回落影响，市场情绪一度悲观，6月消费数据环比改善，验证服装终端消费景气延续，利于市场情绪提振。根据我们前期中报前瞻预测，Q2纺织服装企业维持业绩向好趋势，罗莱生活以及出口型纺织制造公司有有望环比Q1出现改善；在我们中期策略报告《莫为浮云遮望眼》中，我们强调产业和优质公司的中长期有益变化，应排除短期政策、数据干扰。我们认为，重点公司股价回调后重迎配置良机，除大众外，持续推荐回调后的家纺板块以及中高端女装。

我们仍坚定、持续看好纺服板块未来表现，建议配置低估值、业绩稳增长的优质龙头：

- （1）受益消费环境正从早期“冲突”变得“友好”、有望崛起的本土大众品牌森马服饰、太平鸟和海澜之家；
- （2）中高端女装品牌安正时尚、歌力思和朗姿股份；
- （3）复苏持续可期的家纺龙头罗莱生活和富安娜；
- （4）享受行业发展红利并推进产业链效率提升的跨境通、开润股份和南极电商；
- （5）纺织子板块建议中期布局华孚时尚、百隆东方、鲁泰A和健盛集团。

公司事件跟踪

表 1: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/07/21-2018/09/21)

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(%)
002327.SZ	富安娜	2018-07-23	280.11	87,115.76	51,364.38	58.96	87,115.76	51,644.49	59.28
603889.SH	新澳股份	2018-07-30	6,849.11	39,365.11	32,305.80	82.07	39,365.11	39,154.91	99.47
600400.SH	红豆股份	2018-08-03	46,646.81	253,325.69	202,988.91	80.13	253,325.69	249,635.71	98.54
603557.SH	起步股份	2018-08-20	17,190.25	46,997.97	4,700.00	10.00	46,997.97	21,890.25	46.58
002640.SZ	跨境通	2018-08-20	320.00	155,804.13	98,157.61	63.00	155,804.13	98,477.61	63.21
002656.SZ	摩登大道	2018-09-04	2,342.46	71,251.98	44,828.61	62.92	71,251.98	47,171.07	66.20
603877.SH	太平鸟	2018-09-14	177.97	48,093.24	19,876.60	41.33	48,093.24	20,054.57	41.70

表 2: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/07/21)

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	4.76	-19.46	10,248.56	6.06
002397.SZ	梦洁股份	2017-12-20	2018-01-12	定向	7.48	4.72	-36.08	7,624.06	5.70
601718.SH	际华集团	2017-04-11	2017-04-24	定向	8.19	4.04	-50.37	53,462.94	43.79
002042.SZ	华孚时尚	2017-02-23	2017-03-22	定向	12.62	6.92	-14.25	17,432.65	22.00
002780.SZ	三夫户外	2017-12-08	2017-12-21	定向	23.38	16.15	-30.92	1,114.09	2.60
603889.SH	新澳股份	2017-07-14	2017-08-01	定向	13.01	10.24	-19.77	6,849.11	8.91
002127.SZ	南极电商	2017-10-09	2017-11-09	定向	13.44	8.82	-1.22	2,912.89	3.91
002640.SZ	跨境通	2018-04-10	2018-04-27	定向	16.97	14.85	-12.21	3,886.27	6.59
002656.SZ	摩登大道	2017-07-24	2017-09-04	定向	15.71	9.61	-2.00	1,464.04	2.30
603558.SH	健盛集团	2017-11-13	2017-12-01	定向	14.00	9.03	-34.49	1,373.82	1.92
002404.SZ	嘉欣丝绸	2018-01-31	2018-03-06	定向	7.19	6.09	-13.00	5,702.36	4.10
603608.SH	天创时尚	2017-11-30	2017-12-25	定向	14.37	9.00	-35.98	3,573.42	5.13
603558.SH	健盛集团	2017-08-14	2017-08-31	定向	21.67	9.03	-57.68	3,211.81	6.96
002640.SZ	跨境通	2017-12-13	2018-01-26	定向	15.88	14.85	-6.18	7,326.83	11.63
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)
603608.SH	天创时尚	2017-11-07	证监会核准			9.00		7,918.40	2.37
300526.SZ	中潜股份	2018-05-19	股东大会通过			13.81		3,300.00	4.90
600626.SH	申达股份	2018-06-27	发审委通过			5.27		14,204.85	19.95
600987.SH	航民股份	2018-06-07	股东大会通过	9.72		8.87	-8.74	11,008.23	10.70

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (个股最新价为 7 月 20 日收盘价)

表 3：近一个月重要股东二级市场交易情况（2018/06/21-2018/07/21）

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)
603665.SH	康隆达	1	1	增持	24.43	002563.SZ	森马服饰	1	1	增持	16.60
601339.SH	百隆东方	1	1	增持	5.40	002404.SZ	嘉欣丝绸	1	1	增持	14.10
600439.SH	瑞贝卡	1	1	增持	3.31	002394.SZ	联发股份	5	2	增持	5.65
600177.SH	雅戈尔	1	1	增持	8.63	002269.SZ	美邦服饰	1	1	增持	10.05
300526.SZ	中潜股份	2	1	增持	18.42	002193.SZ	如意集团	1	1	增持	3.16
002780.SZ	三夫户外	7	2	增持	17.68	002154.SZ	报喜鸟	4	2	增持	14.51
002762.SZ	金发拉比	1	1	增持	6.60	002042.SZ	华孚时尚	1	1	增持	3.26
002640.SZ	跨境通	1	1	增持	9.79						

资料来源：Wind,长江证券研究所（均价为根据减值市值与股本数量粗略测算的均值）

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	7.83	000726.SZ	鲁泰A	8.75	600177.SH	雅戈尔	0.03
002394.SZ	联发股份	9.02	002029.SZ	七匹狼	3.99	002699.SZ	美盛文化	0.09
600987.SH	航民股份	9.08	002087.SZ	新野纺织	5.10	300005.SZ	探路者	0.13
000726.SZ	鲁泰A	9.50	600177.SH	雅戈尔	6.23	002397.SZ	梦洁股份	0.19
002083.SZ	孚日股份	11.29	600987.SH	航民股份	6.28	002087.SZ	新野纺织	0.22
002042.SZ	华孚时尚	11.97	002394.SZ	联发股份	6.85	603558.SH	健盛集团	0.23
603518.SH	维格娜丝	12.55	002042.SZ	华孚时尚	9.43	603608.SH	天创时尚	0.24
603608.SH	天创时尚	13.34	002083.SZ	孚日股份	10.04	603518.SH	维格娜丝	0.27
603157.SH	拉夏贝尔	13.71	603518.SH	维格娜丝	10.15	002640.SZ	跨境通	0.29
600177.SH	雅戈尔	13.79	603608.SH	天创时尚	10.90	600146.SH	商赢环球	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”、“银行结构性存款”、“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	5,773.32	74.31%
600177.SH	雅戈尔	25,822.24	54.81%
300005.SZ	探路者	3,226.48	43.66%
600626.SH	申达股份	3,742.98	41.80%
002674.SZ	兴业科技	2,226.35	40.47%
600448.SH	华纺股份	2,498.28	38.72%
002193.SZ	如意集团	3,305.47	38.24%
601718.SH	际华集团	17,742.18	36.97%
000982.SZ	*ST中绒	2,761.72	35.85%
002087.SZ	新野纺织	3,111.99	34.88%

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

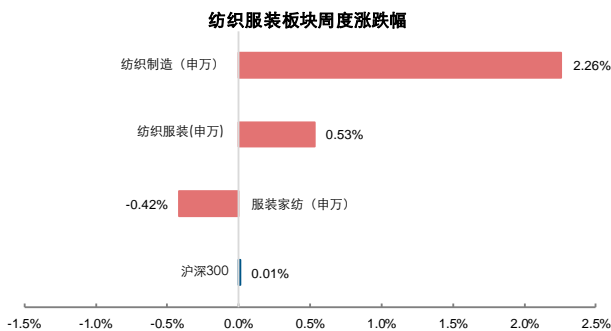
代码	简称	股息率 (2017A)
601566.SH	九牧王	7.04%
600398.SH	海澜之家	4.95%
002674.SZ	兴业科技	4.85%
601339.SH	百隆东方	4.61%
000726.SZ	鲁泰A	4.57%
002083.SZ	孚日股份	4.49%
002003.SZ	伟星股份	4.37%
600177.SH	雅戈尔	4.36%
002394.SZ	联发股份	4.13%
002042.SZ	华孚时尚	3.73%

资料来源：Wind,长江证券研究所（百隆东方考虑 2017 年年中、年末两次分红）

行情回顾

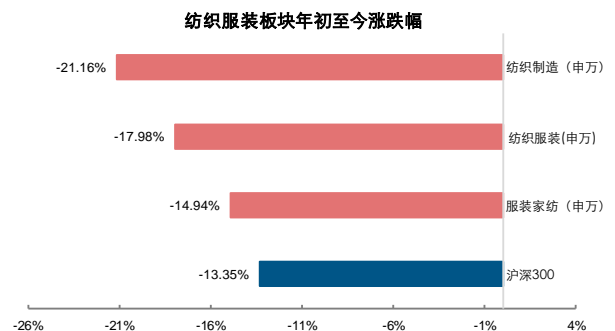
上周，纺织服装行业板块上涨 0.53%，同期沪深 300 指数上涨 0.01%，纺织服装板块跑赢大盘 0.52 个百分点，排名第 9。个股方面，涨幅前五分别为：安奈儿（11.30%）、拉夏贝尔（9.26%）、希努尔（7.94%）、浔兴股份（7.67%）、摩登大道（7.49%）；跌幅前五分别为：华斯股份（-6.13%）、太平鸟（-5.86%）、森马服饰（-4.05%）、红蜻蜓（-4.00%）、富安娜（-3.86%）。

图 23：本周行业涨跌幅



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 24：年初至今行业涨跌幅



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 25：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 26：纺织服装板块 PE 历史走势¹



资料来源：Wind,长江证券研究所。

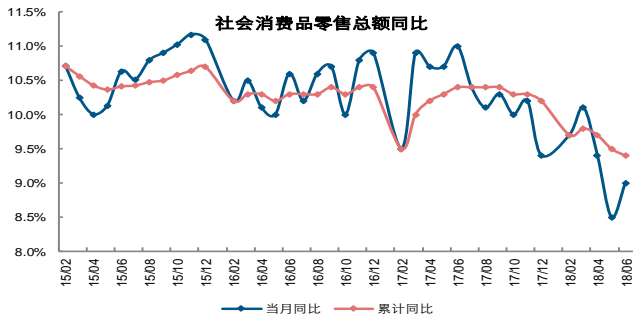
数据追踪

宏观数据跟踪

2018 年上半年，城镇/农村居民人均服装消费支出为 992 元/368 元，累计同比增长 4.6%/9.4%。2018 年 6 月，社会消费品零售总额当月实现 30,842 亿元，同增 9.0%（增速环比+0.5pct），累计实现 180,018 亿元，同增 9.4%（增速环比-0.1pct）。限额以上企业商品零售总额当月实现 11,671 亿元，同增 6.4%（增速环比+0.8pct），累计实现 65,538 亿元，累计同增 7.6%（增速环比-0.2pct）；其中，服装鞋帽、针、纺织品零售总额当月实现 1,100 亿元，同增 10.0%（增速环比+3.4pct），累计实现 6,651 亿元，同增 9.2%（增速环比+0.1pct）。

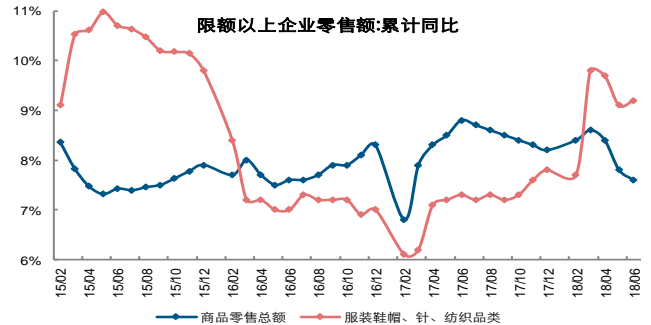
¹ 标的中剔除了截至 2018 年 2 月 26 日 PE(TTM) 在 50 以上、新模式（跨境通、南极电商、开润股份）以及 2017 年 6 月以后上市的公司。

图 27：6 月，社会消费品零售总额当月同增 9.0%，累计同增 9.4%



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 28：6 月，限上服装鞋帽针纺织品企业商品零售额累计同增 9.2%



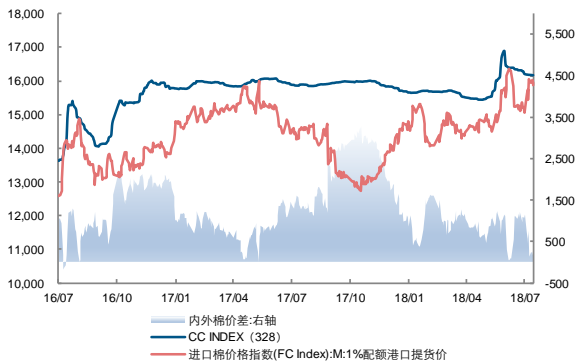
资料来源：Wind,长江证券研究所

原材料价格跟踪

截至 7 月 20 日，国内 328 级棉花现货收报 16,181 元/吨，较 7 月 13 日下跌 0.07%；进口棉（M）1%配额港口提货价 15,864 元/吨，国内外棉价差 317 元/吨，较 7 月 13 日扩大 189 元/吨；进口棉(M)滑准税港口提货价较 7 月 13 日下跌 145 元/吨至 16,531 元/吨，国内外棉价差（滑准税）为-350 元/吨，较 7 月 13 日收窄 134 元/吨。

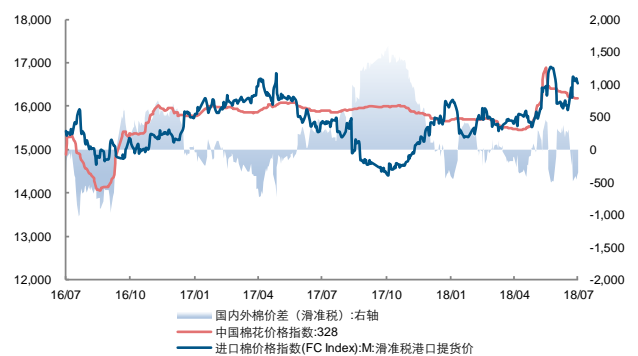
截至 7 月 19 日，国内纱线价格 23,830 元/吨，与 7 月 13 日持平；进口纱线港口提货价为 24,187 元/吨，较 7 月 13 日上涨 26 元/吨；国内外纱线价差为-357 元/吨，较 7 月 13 日扩大 26 元/吨。截至 7 月 20 日，坯布价格为 5.75 元/米，较上周下跌 0.02 元/米。

图 29：截至 7 月 20 日，国内外棉价差为 317 元/吨



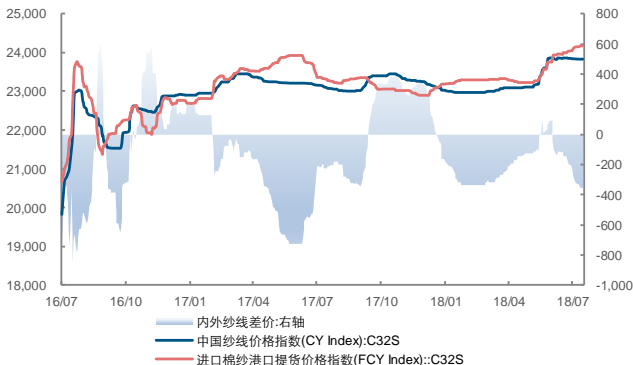
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 30：截至 7 月 20 日，国内外棉价差（滑准税）为-350 元/吨



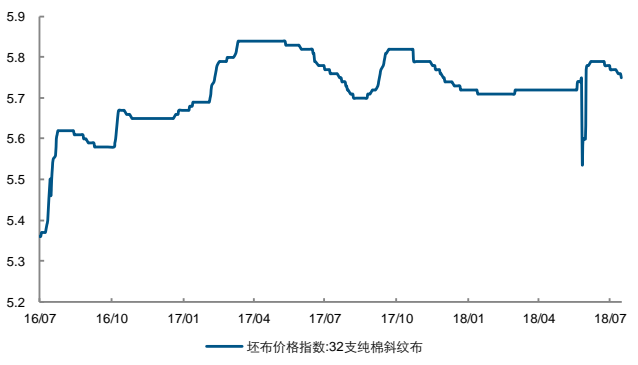
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 31：截至 7 月 19 日，国内外纱线价差为-357 元/吨



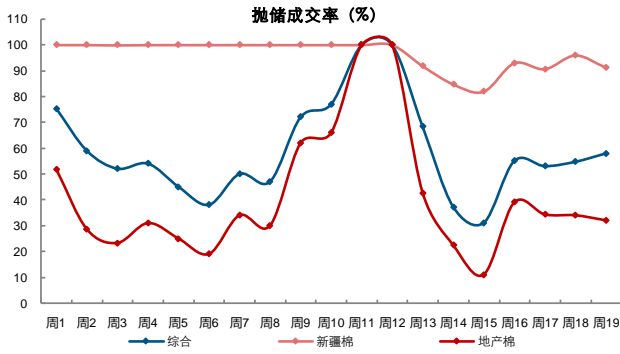
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 32：截至 7 月 20 日，坯布价格为 5.75 元/米



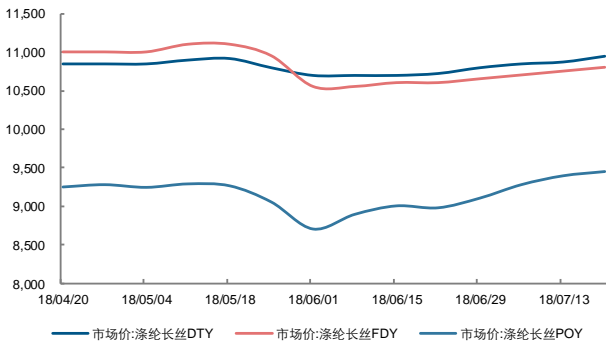
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 33: 第 19 周 (7.16-7.20) 新疆棉/地产棉抛储成交率上升/回落



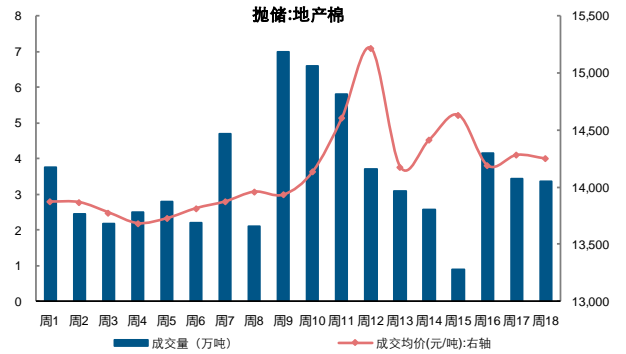
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 35: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)



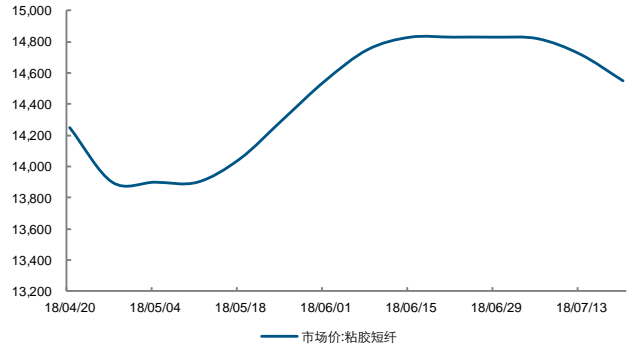
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 34: 第 19 周 (7.16-7.20) 地产棉抛储成交量/价均有小幅下滑



资料来源: Wind,长江证券研究所

图 36: 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

国际纺织服装企业估值指标

表 7: 国际纺织服装企业估值

类别	公司简称	昨日 收盘价	调整市值 (百万美元)	EPS			PE		
				上一年度	当前年度	下一年度	上一年度	当前年度	下一年度
运动休闲	NikeInc (美元)	79.68	128,425	1.19	2.65	3.11	67	30	26
	adidas (欧元)	187.00	45,684	5.42	8.17	9.58	35	23	20
	Puma(欧元)	501.00	8,824	9.09	13.15	17.05	55	38	29
	LululemonAthletica (美元)	124.85	16,941	1.90	3.23	3.72	66	39	34
	李宁(港元)	8.65	2,410	0.21	0.29	0.38	41	30	23
	安踏体育(港元)	41.55	14,217	1.17	1.39	1.68	36	30	25
奢侈品	LVMH(欧元)	285.20	168,447	10.21	11.52	12.64	28	25	23
	HermesInternational(欧元)	523.80	64,571	11.70	12.37	13.52	45	42	39
	Tapestry(美元)	46.71	13,444	2.11	2.60	2.87	22	18	16
	MichaelKorsHoldingsLtd(美元)	66.60	9,992	3.89	4.78	5.09	17	14	13
	RalphLaurenCorp(美元)	125.72	10,269	1.99	6.35	7.03	63	20	18
	BurberryGroup(英镑)	21.60	11,909	0.69	0.79	0.84	31	27	26
	PVHCorp(美元)	149.72	11,541	6.93	9.19	10.34	22	16	14
大众品牌	KERING (欧元)	483.60	71,310	14.17	20.42	23.45	34	24	21
	FastRetailingCoLtd(日元)	50,910.00	48,747	1169.70	1364.14	1564.34	44	37	33
	Inditex(欧元)	29.26	106,486	1.08	1.14	1.26	27	26	23
	GapInc(美元)	32.39	12,550	2.16	2.57	2.70	15	13	12
	H&M(克朗)	133.50	24,681	9.78	8.48	8.54	14	16	16
	TJXCosInc(美元)	95.18	59,507	4.10	4.85	5.33	23	20	18
	Abercrombie&FitchCo(美元)	24.48	1,660	0.10	0.88	1.02	245	28	24
	中国利郎(港元)	11.26	1,718	0.51	0.67	0.79	22	17	14

资料来源: Bloomberg, 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度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-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。

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)

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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。