

# 纺织服装

证券研究报告

2019年01月03日

## 2018年纺织服装板块 A/H 股复盘

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吕明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518040001

lvming@tfzq.com

郭彬

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120001

guobin@tfzq.com

于健

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518090002

yujian@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《纺织服装-行业研究周报:门店草根调研印证我们此前观点,继续推荐业绩底标的及上游相关标的》 2019-01-01

2 《纺织服装-行业专题研究:12家服装门店草根调研我们看到了什么?》 2018-12-31

3 《纺织服装-行业研究周报:暖冬对12月服装销售有负面影响,继续推荐高性价比及上游相关标的》 2018-12-24

**本次研究样本:** 由于申万、中信等行业指数中仍包含一些纺服历史板块中的壳公司和转型公司,我们主要根据主业相关性筛选了43家纺织服装行业重点公司作为研究样本,其中包括纺织制造(12家),休闲服装(4家),男装(4家),女装(7家),家纺(4家),其他服装(5家),鞋帽(5家)和电商类(2家)八个下游子版块。下文所涉及的“行业板块”均为以下43家重点公司组成的板块。

**行业整体表现:** 2018年,申万纺服板块涨幅-30.3%,行业排名第18。我们独立研究样本行业板块整体涨幅-18.6%,相对上证综指(-24.6%)超额收益+6%。对比近四年以来的板块收益情况:2015(+13.9%);2016(-14.5%);2017(-8%),受到大盘影响,2018年板块全年绝对收益表现较差,但仍有超额收益。子板块方面,休闲服饰(-4%)、电商(-4.1%)、女装(-7.9%)、男装(-13.2%)四个子行业跑赢板块整体。

**2018, 纺服板块什么时候赚钱? 什么时候亏钱?**

复盘 2018 年纺服板块: 我们认为, 2018 年整个板块的表现可以分为三个阶段:

- **1月初至5月底(+13.2%):** 2017年末冷冬效应延续到板块一季报, 板块公司一季报普遍表现较好, 且机构持仓占比提升, 纺服板块作为预期差较大和基本面相对较好的板块关注度与市场预期提升, 截至中报窗口期前, 上半年板块整体较大盘有超额收益。
- **6月到10月(-33.8%):** 宏观: 贸易战进入白热期, 6月15日, 特朗普宣布对中国产品加征关税。微观: 社零数据波动明显, 消费行业风险偏好受消费环境变化影响较大, 5月社零单月增速自2003年3月以来最低, 随之是行业6月后随大盘普跌。
- **11月到12月(+2.7%):** 贸易战因素企稳, 大盘整体止跌波动。板块方面, 人民币汇率贬值对纺织制造板块业绩利好开始体现, 11月后上游开始有超额收益。

**基本面情况: 消费环境波动给行业带来压力**

收入: 2018年Q1/Q2/Q3营收增速分别为+18.3%/13.5%/9.5%, 体现出较明显的下降趋势。对比2017年同期情况(图4), 收入增速由正剪刀差变为负剪刀差, 消费环境波动影响行业终端消费需求对行业收入端影响十分明显。

盈利: 2018年Q1/Q2/Q3净利增速分别为+17.6%/15.3%/13.9%, 环比依次略有下降, 整体来看, 单季度归母净利的增速虽然均高于2017年同期, 但实际上受到行业内美邦森马两家公司的低基数效应影响比较明显, 剔除掉美邦森马的影响之后(如图6), 除了一季度同比增速高于2017年同期水平之外, Q2-Q3的同比增速都仍低于2017年水平, 前三季度盈利端有下行压力。

**板块估值变化:** 截至2018年12月31日, 纺服板块估值约为15.5x, 对应年初(21.32x)水平有所下降, 略高于万得全A估值水平(13.1x)。全年整体估值变化情况呈现上半年板块估值相对A股整体溢价, 下半年持续收敛的趋势。

**个股梳理: 什么样的公司涨了?**

2018年主要领涨的公司有柏堡龙、森马服饰、日播时尚、百隆东方、天创时尚、九牧王、比音勒芬、南极电商、鲁泰A和开润股份等。从近两年涨跌幅排行的公司中我们可以发现, 行业白马龙头(海澜之家、森马服饰), 新模式型公司(开润股份、南极电商等), 上游制造龙头(百隆东方、鲁泰A等)等整体表现相对较好。

## 港股回顾：受益龙头公司表现好于 A 股

纺织服装板块港股重要上市公司多，体量大，因此独立分析，我们分析的标的主要有 21 家港股上市公司（其中主要以 A 股投资者能参与的港股通标的为主）。

从港股全年行情来看，龙头权重股的效应要大于 A 股，主要是申洲国际和安踏体育两大权重股，市值占比在我们分析样本公司的 50% 以上（2018 年 12 月 31 日数据，申洲+安踏占纺织服装主要公司市值 58%）。港股全年涨幅 -0.5%，其中安踏+申洲两家公司合计市值涨幅 17.4%，除去安踏+申洲其余公司涨幅为 -17.6%，表现略好于恒指全年表现（-16.3%）。港股纺织服装龙头公司提振板块的效应相比 A 股更加明显。

从个股涨跌幅情况来看，涨幅居前的公司有波司登（+132.8%），特步国际（+46.7%），宝胜国际（+35.5%），李宁（+32.7%），江南布衣（+21.7%），申洲国际（+21.3%），中国利郎（+10.2%），安踏体育（+8.6%）等。从涨跌幅情况来看，70 亿以上市值的公司基本上实现正收益，70 亿市值以下的公司除江南布衣之外，均为负收益。涨跌幅分布体现出明显的大市值公司表现更好的情况。

**港股基本面方面：**收入端 21 家公司中有 5 家收入增速较去年减速，收入增速表现较好的有中国利郎（+37%），特步国际（+27.3%）和安踏体育（+24.1%）等。归母净利润端 21 家公司有 9 家较同期加速，超过一半较同期减速，表现较好的有德永佳集团、波司登、都市丽人、互太纺织等。收入端增速加速的公司较多，但盈利加速的公司并不占多数。

**投资建议：**我们预计 2019 年上半年下游公司业绩仍在寻底，最快 2019Q2 开始好转，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。（开润股份、南极电商）2）机会二：上游纺织趋势优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司。（百隆东方、健盛集团）3）机会三：布局业绩提前见底、稳定增长的公司。（水星家纺、歌力思）4）机会四：布局优质子行业，重点关注运动服饰行业。（安踏体育；关注：李宁）5）机会五：分红稳定，高股息率标的。（九牧王、华孚时尚、海澜之家、鲁泰 A）

**风险提示：**原材料价格大幅波动风险、中美贸易战加剧，终端消费疲软、存货风险。

## 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-01-02	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	30.60	买入	0.61	0.81	1.16	2.06	50.16	37.78	26.38	14.85
002127.SZ	南极电商	7.40	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	33.64	21.14	14.51	10.14
601339.SH	百隆东方	5.57	买入	0.33	0.4	0.47	0.59	16.88	14.01	11.89	10.04
603558.SH	健盛集团	10.79	买入	0.00	0.51	0.65	0.78		21.16	16.60	13.83
603365.SH	水星家纺	14.36	买入	0.97	1.14	1.36	1.61	14.80	12.60	10.56	8.92
603808.SH	歌力思	15.91	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	17.68	14.33	12.15	9.94
02020.HK	安踏体育	35.15	买入	1.15	1.45	1.76	2.14	26.77	21.23	17.49	14.39

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS（安踏收盘价为港元，根据 wind1 月 3 日收盘数据对应人民币价格为 30.79 元）

## 内容目录

1. 板块研究范围 .....	4
2. 板块行情回顾：全年超额收益窗口相对集中 .....	4
3. 基本面回顾：向下波动的盈利周期 .....	6
4. 板块估值：上半年溢价，下半年收敛 .....	8
5. 个股涨幅：行业龙头及新模式公司表现相对较好 .....	9
6. 港股回顾：受益龙头表现整体好于 A 股 .....	10
6.1. 行情回顾：龙头领先，整体好于 A 股 .....	10
6.2. 涨跌幅排名：大市值公司表现更好 .....	11
6.3. 基本面情况：收入改善盈利平淡，盈利能力有所下降 .....	11
7. 投资建议：预计 2019 年上半年下游公司业绩仍在寻底，最快 2019Q2 开始好转 .....	12

## 图表目录

图 1：纺服重点公司标的池 .....	4
图 2：2015-2018 近四年纺服重点公司涨跌幅情况 单位:% .....	5
图 3：2018 年纺服重点公司涨跌幅 单位：% .....	5
图 4：2018 年纺服行业全年行情复盘 单位：% .....	5
图 5：子版块全年行情表现 .....	6
图 6：子版块全年涨跌幅 单位：% .....	6
图 7：单季度收入情况由剪刀差到负剪刀差（单位：%） .....	7
图 8：单季度归母净利对比 单位：（%） .....	7
图 9：剔除美邦森马的波动影响后，行业整体归母净利增速在 Q2 后低于 2017 年水平 .....	7
图 10：2018 年销售毛利率变动情况，Q3 有回升趋势 .....	7
图 11：2018 年销售净利率变动情况，与去年同期基本不变 .....	7
图 12：存货周转率（剔除上游）基本与 2017 年水平相当 单位：次 .....	8
图 13：存货绝对规模（剔除上游）有所上升 单位：亿 .....	8
图 14：板块全年估值变化情况 .....	8
图 15：纺服重点公司 2018 年及近两年涨幅排名（前二十） 单位：% .....	9
图 16：港股主要纺服上市公司标的池（以港股通为主） .....	10
图 17：纺服港股公司整体涨跌情况和权重公司涨跌情况（安踏+申洲） .....	10
图 18：2018 港股纺服公司涨跌幅排名 .....	11
图 19：港股纺服公司 2018H1 主要财务指标变化情况统计 .....	12

## 1. 板块研究范围

本次我们仍然选取行业有代表性公司来回顾 2018 年板块的表现。

本次研究样本：由于申万、中信等行业指数中仍包含一些纺服历史板块中的壳公司和转型公司，我们主要根据主业相关性筛选了 43 家纺织服装行业重点公司作为研究样本，其中包括纺织制造（12 家），休闲服装（4 家），男装（4 家），女装（7 家），家纺（4 家），其他服装（5 家），鞋帽（5 家）和电商类（2 家）八个下游子版块。下文所涉及的“行业板块”均为以下 43 家重点公司组成的板块。

图 1：纺服重点公司标的池

证券代码	证券简称	子板块名称	证券代码	证券简称	子板块名称
002269.SZ	美邦服饰	休闲服装	002029.SZ	七匹狼	男装
002563.SZ	森马服饰	休闲服装	600398.SH	海澜之家	男装
002776.SZ	柏堡龙	休闲服装	601566.SH	九牧王	男装
603877.SH	太平鸟	休闲服装	002832.SZ	比音勒芬	男装
603001.SH	奥康国际	鞋帽	002293.SZ	罗莱生活	家纺
603116.SH	红蜻蜓	鞋帽	002327.SZ	富安娜	家纺
603557.SH	起步股份	鞋帽	002397.SZ	梦洁股份	家纺
603608.SH	天创时尚	鞋帽	603365.SH	水星家纺	家纺
603958.SH	哈森股份	鞋帽	300577.SH	开润股份	电商
002762.SZ	金发拉比	其他服装	002127.SZ	南极电商	电商
002763.SZ	汇洁股份	其他服装	603889.SH	新澳股份	纺织制造
002875.SZ	安奈儿	其他服装	000726.SZ	鲁泰A	纺织制造
300005.SZ	探路者	其他服装	002042.SZ	华孚时尚	纺织制造
603908.SH	牧高笛	其他服装	002083.SZ	孚日股份	纺织制造
002612.SZ	朗姿股份	女装	002087.SZ	新野纺织	纺织制造
603157.SH	拉夏贝尔	女装	002394.SZ	联发股份	纺织制造
603196.SH	日播时尚	女装	601339.SH	百隆东方	纺织制造
603518.SH	维格娜丝	女装	300658.SZ	延江股份	纺织制造
603587.SH	地素时尚	女装	603055.SH	合华新材	纺织制造
603808.SH	歌力思	女装	603238.SH	诺邦股份	纺织制造
603839.SH	安正时尚	女装	600987.SH	航民股份	纺织制造
			603558.SH	健盛集团	纺织制造

资料来源：天风证券研究所

## 2. 板块行情回顾：全年超额收益窗口相对集中

2018 年，申万纺服板块涨幅-30.3%，行业排名第 18。样本板块整体涨幅-18.6%，相对上证综指（-24.6%）超额收益+6%。对比近四年以来的板块收益情况：2015（+13.9%）；2016（-14.5%）；2017（-8%），受到大盘影响，2018 年板块全年绝对收益表现较差，但仍有超额收益。

图 2：2015-2018 近四年纺服重点公司涨跌幅情况 单位:%



资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：2018 年纺服重点公司涨跌幅 单位：%



资料来源：wind、天风证券研究所

复盘 2018 年纺服板块：我们认为，2018 年纺织服装整个板块的表现可以分为三个阶段：（1）1 月到 5 月底，板块实现正收益+13.2%（2）6 月到 10 月，板块收益 -33.8%。（3）11 月到 12 月，板块实现正收益+2.7%。

**1 月至 5 月底 (+13.2%)**：2017 年末冷冬效应延续到板块一季报，板块公司一季报普遍表现较好，且机构持仓占比提升，纺服板块作为预期差较大和基本面相对较好的板块关注度与市场预期提升，上半年整体较大盘有超额收益。

**6 月到 10 月 (-33.8%)**：宏观：贸易战进入白热期，6 月 15 日，特朗普宣布对中国产品加征关税。微观：社零数据波动明显，消费行业风险偏好受消费环境变化影响较大，5 月社零单月增速自 2003 年 3 月以来最低，随之是行业 6 月后随大盘普跌。

**11 月到 12 月 (+2.7%)**：贸易战因素企稳，大盘整体止跌波动。板块方面，人民币汇率贬值对纺织制造板块业绩利好开始体现，11 月后上游开始有超额收益。

图 4：2018 年纺服行业全年行情复盘 单位：%



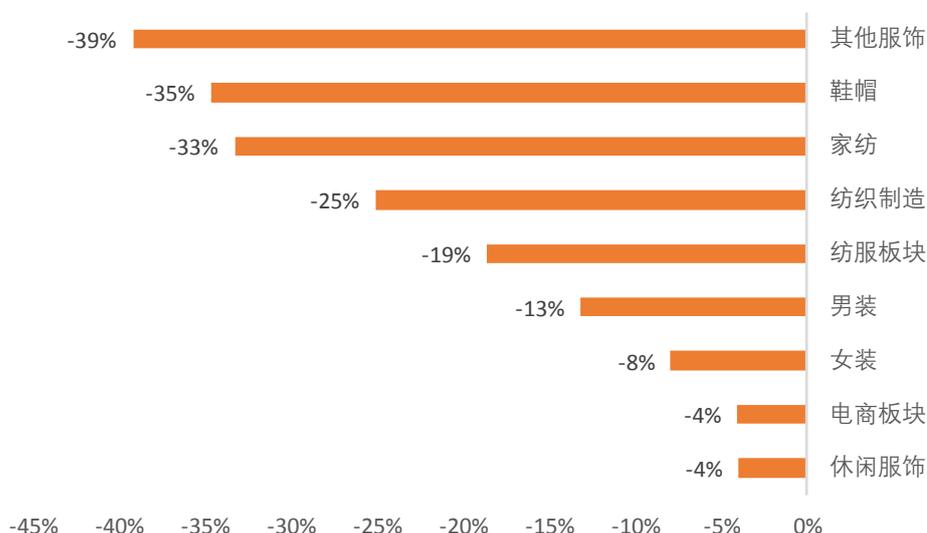
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：子板块全年行情表现



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：子板块全年涨跌幅 单位：%



资料来源：wind、天风证券研究所

子板块情况来看，全年涨幅依次为：休闲服饰（-4%）、电商（-4.1%）、女装（-7.9%）、男装（-13.2%）、纺织制造（-25.1%）、家纺（-33.3%）、鞋帽（-34.7%）和其他服饰（-39.2%）。休闲服饰（-4%）、电商（-4.1%）、女装（-7.9%）、男装（-13.2%）四个子行业跑赢板块整体。

### 3. 基本面回顾：向下波动的盈利周期

**收入：**2018 前三季度行业营收增速+13.7%，较同期增速下降 1.95pct，环比下降 4.08pct。2018 年 Q1/Q2/Q3 营收增速分别为+18.3%/13.5%/9.5%，体现出较明显的下降趋势。对比 2017 年同期情况（图 4），收入增速由正剪刀差变为负剪刀差，消费环境波动影响行业

终端消费需求对行业收入端影响十分明显。

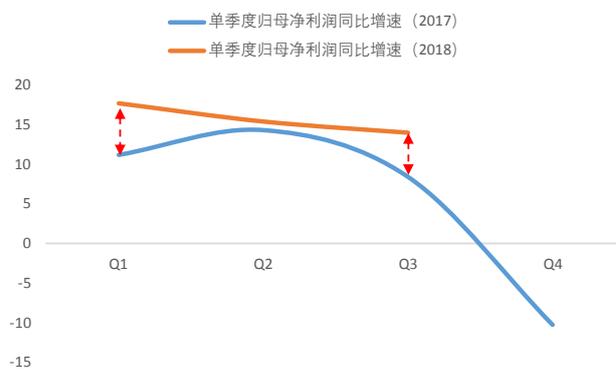
**盈利：**2018 年 Q1/Q2/Q3 净利增速分别为+17.6%/15.3%/13.9%，环比依次略有下降，整体来看，单季度归母净利的增速虽然均高于 2017 年同期，但实际上受到行业内美邦森马两家公司的低基数效应影响比较明显，剔除掉美邦森马的影响之后（如图 6），我们可以看出，除了一季度同比增速高于 2017 年同期水平之外，Q2-Q3 的同比增速都仍低于 2017 年水平，盈利端下行压力也相对明显。

图 7：单季度收入情况由剪刀差到负剪刀差（单位：%）



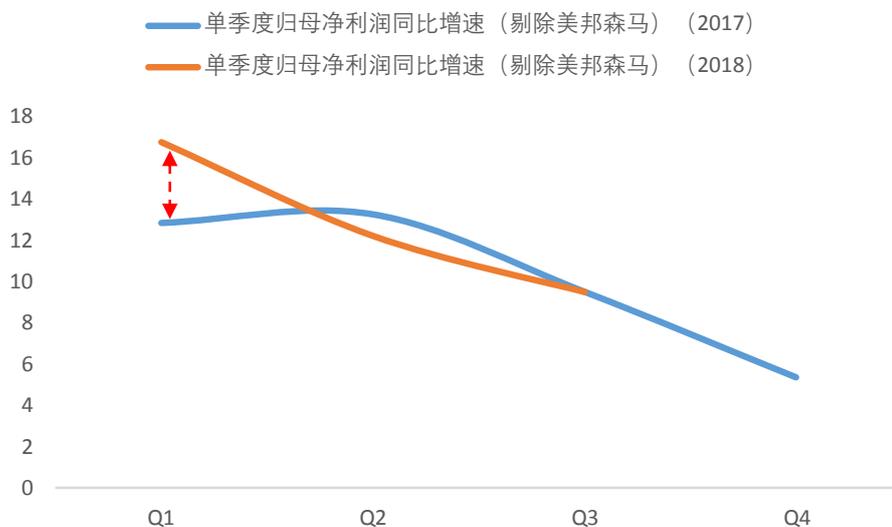
资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：单季度归母净利润对比 单位：(%)



资料来源：wind、天风证券研究所

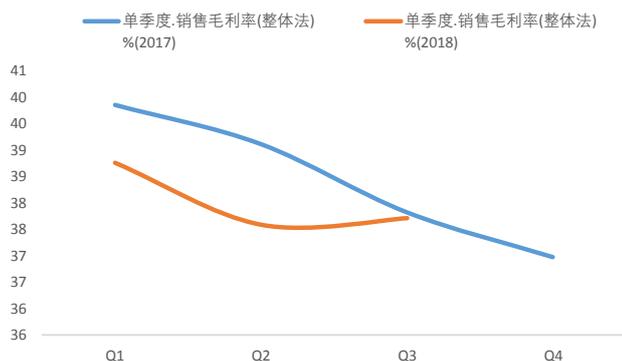
图 9：剔除美邦森马的波动影响后，行业整体归母净利润增速在 Q2 后低于 2017 年水平 单位：%



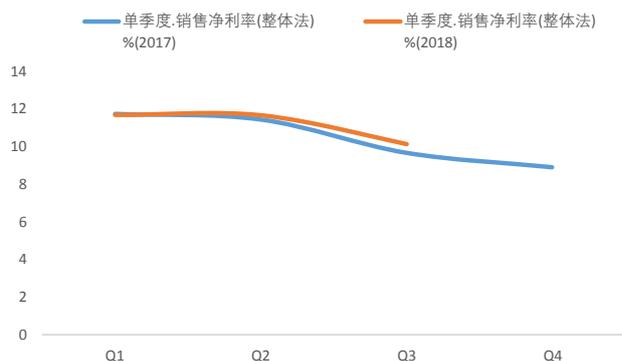
资料来源：wind、天风证券研究所

图 10：2018 年销售毛利率变动情况，Q3 有回升趋势

图 11：2018 年销售净利率变动情况，与去年同期基本不变



资料来源: Wind、天风证券研究所

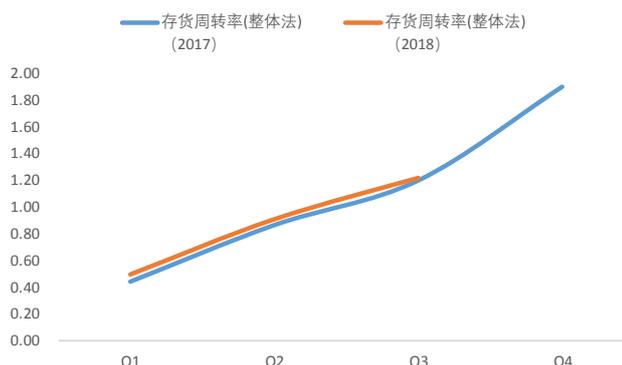


资料来源: Wind、天风证券研究所

**盈利能力:** 2018 Q3 行业整体毛利率 37.7%，较同期微降 0.11pct，环比上升 0.13pct。2018 年 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 38.8%/37.6%/37.7%，毛利率指标基本稳定，对比 2017 年同期 Q1、Q2 有所下降，Q3 回升至相近水平。

2018 Q3 行业整体净利率 10.1%，较同期提升 0.45pct，环比下降 1.55pct。2018 年 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 11.7%/11.7%/10.1%，趋势上三季度净利率水平环比有所下降。对比 2017 年同期前三季度净利率基本稳定。

图 12: 存货周转率(剔除上游)基本与 2017 年水平相当 单位: 次



资料来源: wind、天风证券研究所

图 13: 存货绝对规模(剔除上游)有所上升 单位: 亿



资料来源: wind、天风证券研究所

**存货周转方面:** 18Q3 行业整体存货周转天数 185 天，较同期上升 4.5 天，环比上升 12 天。2018 年 Q1/Q2/Q3 存货周转天数分别为 171.3/172.8/185 天，在整体消费环境波动，终端需求趋弱的背景下，存货周转情况差强人意。我们在剔除上游纺织制造板块存货数据之后，可以看出，整体存货周转水平与 2017 年同期差距不大。

#### 4. 板块估值: 上半年溢价, 下半年收敛

行业整体估值情况,截至 2018 年 12 月 31 日,纺服板块估值约为 15.5x,对应年初( 21.32x )水平有所下降,略高于万得全 A 估值水平( 13.1x )。全年整体估值变化情况呈现上半年板块估值相对 A 股整体溢价,下半年持续收敛的趋势,板块与 A 股整体估值差在 5 月底达到 7.8x 的最大差值。进入 6 月之后,估值差距持续收敛于 10 月底的 0.94x。

图 14: 板块全年估值变化情况



资料来源: wind、天风证券研究所

### 5. 个股涨幅：行业龙头及新模式公司表现相对较好

从个股涨跌幅情况来看，2018 年主要领涨的公司有柏堡龙、森马服饰、日播时尚、百隆东方、天创时尚、九牧王、比音勒芬、南极电商、鲁泰 A 和开润股份等。

2017-2018 两年，主要领涨的公司有开润股份、日播时尚、牧高笛、诺邦股份、南极电商、比音勒芬、百隆东方、森马服饰、富安娜和柏堡龙。

从以上涨跌幅排行的公司中我们可以发现，行业白马龙头（海澜之家、森马服饰），新模式型公司（开润股份、南极电商），上游制造龙头（百隆东方、鲁泰 A）等整体表现较好。

图 15：纺织服装重点公司 2018 年及近两年涨幅排名（前二十） 单位：%

证券代码	证券简称	年涨跌幅 (2018)	证券代码	证券简称	近两年涨跌幅 (2017-18)
002776.SZ	柏堡龙	27.25	300577.SZ	开润股份	85.59
002563.SZ	森马服饰	15.74	603196.SH	日播时尚	23.11
603196.SH	日播时尚	7.60	603908.SH	牧高笛	5.80
601339.SH	百隆东方	7.09	603238.SH	诺邦股份	-0.70
603608.SH	天创时尚	0.58	002127.SZ	南极电商	-1.40
601566.SH	九牧王	-0.89	002832.SZ	比音勒芬	-4.77
002832.SZ	比音勒芬	-4.34	601339.SH	百隆东方	-5.31
002127.SZ	南极电商	-7.14	002563.SZ	森马服饰	-7.83
000726.SZ	鲁泰A	-7.24	002327.SZ	富安娜	-11.70
300577.SZ	开润股份	-8.48	002776.SZ	柏堡龙	-14.02
600398.SH	海澜之家	-9.46	600398.SH	海澜之家	-14.81
002394.SZ	联发股份	-10.32	601566.SH	九牧王	-15.96
603558.SH	健盛集团	-11.13	000726.SZ	鲁泰A	-17.36
603238.SH	诺邦股份	-18.89	603055.SH	台华新材	-19.00
002612.SZ	朗姿股份	-19.72	002083.SZ	孚日股份	-23.34
002083.SZ	孚日股份	-22.04	002875.SZ	安奈儿	-23.69
603518.SH	维格娜丝	-23.93	603157.SH	拉夏贝尔	-25.34
002029.SZ	七匹狼	-24.10	002042.SZ	华孚时尚	-25.90
600987.SH	航民股份	-25.68	603608.SH	天创时尚	-29.97
002327.SZ	富安娜	-26.52	600987.SH	航民股份	-30.60

资料来源: wind、天风证券研究所

## 6. 港股回顾：受益龙头表现整体好于 A 股

纺织服装板块港股重要上市公司多，体量大，因此独立分析，我们分析的标的主要有以下 21 家港股上市公司：（如图 16）（其中主要以 A 股投资者能参与的港股通标的为主）

图 16：港股主要纺服上市公司标的池（以港股通为主）

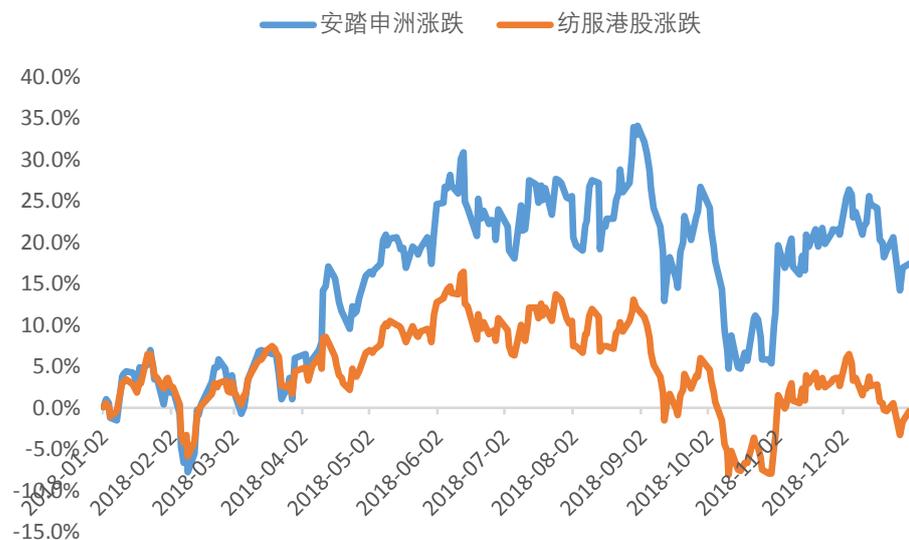
证券代码	证券简称	证券代码	证券简称
3998.HK	波司登	3818.HK	中国动向
1368.HK	特步国际	0551.HK	裕元集团
3813.HK	宝胜国际	6116.HK	拉夏贝尔
2331.HK	李宁	0321.HK	德永佳集团
3306.HK	江南布衣	1361.HK	361度
2313.HK	申洲国际	0330.HK	思捷环球
1234.HK	中国利郎	0494.HK	利丰
2020.HK	安踏体育	0860.HK	力世纪
2298.HK	都市丽人	1028.HK	千百度
0709.HK	佐丹奴国际		
2678.HK	天虹纺织		
1382.HK	互太纺织		

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 6.1. 行情回顾：龙头领先，整体好于 A 股

从港股全年行情来看，龙头权重股的效应要大于 A 股，主要是申洲国际和安踏体育两大权重股，市值占比在我们分析样本公司的 50% 以上（2018 年 12 月 31 日数据，申洲+安踏占纺服港股主要公司市值 58%）。港股全年涨幅 -0.5%，其中安踏+申洲两家公司合计市值涨幅 17.4%，除去安踏+申洲其余公司涨幅为 -17.6%，表现略差于恒指全年表现（-16.3%）。港股纺服龙头公司提振板块的效应相比 A 股更加明显。

图 17：纺服港股公司整体涨跌情况和权重公司涨跌情况（安踏+申洲）



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6.2. 涨跌幅排名：大市值公司表现更好

从个股涨跌幅情况来看，涨幅居前的公司有波司登（+132.8%），特步国际（+46.7%），宝胜国际（+35.5%），李宁（+32.7%），江南布衣（+21.7%），申洲国际（+21.3%），中国利郎（+10.2%），安踏体育（+8.6%）等。从涨跌幅情况来看，70 亿以上市值的公司基本上实现正收益，70 亿市值以下的公司除江南布衣之外，均为负收益。涨跌幅分布体现出明显的大市值公司表现更好的情况。

图 18：2018 港股纺织服装公司涨跌幅排名

证券代码	证券简称	年涨跌幅 (2018) %	总市值 亿元
3998.HK	波司登	132.8	158.1
1368.HK	特步国际	46.7	95.3
3813.HK	宝胜国际	35.5	80.7
2331.HK	李宁	32.7	184.1
3306.HK	江南布衣	21.7	57.0
2313.HK	申洲国际	21.3	1,334.1
1234.HK	中国利郎	10.2	79.0
2020.HK	安踏体育	8.6	1,008.2
2298.HK	都市丽人	-1.0	62.3
0709.HK	佐丹奴国际	-3.6	58.4
2678.HK	天虹纺织	-8.3	81.9
1382.HK	互太纺织	-9.7	100.7
3818.HK	中国动向	-10.1	70.6
0551.HK	裕元集团	-12.9	405.0
6116.HK	拉夏贝尔	-24.2	46.8
0321.HK	德永佳集团	-34.7	35.4
1361.HK	361度	-36.6	33.7
0330.HK	思捷环球	-62.7	29.4
0494.HK	利丰	-67.1	104.6
0860.HK	力世纪	-68.6	31.9
1028.HK	千百度	-82.8	9.3

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6.3. 基本面情况：收入改善盈利平淡，盈利能力有所下降

由于港股公司财报披露时间不一致，相对较难做板块统一分析，我们从公司个体梳理 2018H1 的财务数据，通过与 2017H1 数据的比较，管窥 2018 年港股公司的主要变化，由于港股中报一般选择 6 月 30 日或者 9 月 30 日为中报时点，因此这部分财务指标主要反映的还是以上半年的情况为主。

从数据上来看，收入端 21 家公司中有 5 家收入增速较去年减速，收入增速表现较好的有中国利郎（+37%），特步国际（+27.3%）和安踏体育（+24.1%）等。归母净利润端 21 家公司有 9 家较同期加速，超过一半较同期减速，表现较好的有德永佳集团、波司登、都市丽人、互太纺织等。收入端增速加速的公司较多，但盈利加速的公司并不占多数。

盈利能力方面，21 家公司中有 9 家公司毛利率较去年同期有所提升，多数公司毛利率下降。而净利率方面，仅 8 家公司净利率有所提升，13 家公司净利率有所下降。

图 19：港服纺织公司 2018H1 主要财务指标变化情况统计

证券代码	证券简称	收入增速较	归母净利增速	毛利率较同	销售净利率
		同期变化	较同期变化	期变化	较同期变化
		2018H1	2018H1	2018H1	2018H1
1234.HK	中国利郎	37.0	24.3	-0.8	0.1
1368.HK	特步国际	27.3	39.3	-0.2	-0.8
2020.HK	安踏体育	24.1	5.5	3.7	-1.2
0860.HK	力世纪	23.0	-729.9	-10.5	-56.3
3818.HK	中国动向	19.2	-22.2	5.4	-23.5
2298.HK	都市丽人	19.1	37.6	-1.4	0.5
1382.HK	互太纺织	14.2	45.4	1.6	2.5
1028.HK	千百度	8.4	-79.3	-4.9	-3.6
0330.HK	思捷环球	7.2	-1,789.6	0.4	-12.6
2331.HK	李宁	6.8	-24.8	1.0	1.0
0709.HK	佐丹奴国际	5.3	-16.4	-0.6	-0.4
3306.HK	江南布衣	3.9	12.9	-1.8	1.5
0551.HK	裕元集团	3.6	-45.9	-0.5	-2.7
3813.HK	宝胜国际	3.1	22.4	-1.1	-0.4
0321.HK	德永佳集团	1.4	57.1	0.6	0.2
3998.HK	波司登	1.0	32.9	2.1	1.3
0494.HK	利丰	-0.4	-223.8	-1.2	-2.8
1361.HK	361度	-1.1	-11.3	-0.7	-0.1
6116.HK	拉夏贝尔	-4.6	-15.2	-2.1	-1.5
2313.HK	申洲国际	-7.9	-2.9	0.6	1.9
2678.HK	天虹纺织	-9.4	-47.7	1.4	-1.9

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 7. 投资建议：预计 2019 年上半年下游公司业绩仍在寻底，最快 2019Q2 开始好转

回顾 2018 年，上半年冷冬带来的景气度并没有持续多久，下半年行业就开始在内外环境的波动中承压寻底。展望未来，我们预计 2019 年上半年下游公司业绩仍在寻底，最快 2019Q2 开始好转，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：上游纺织趋势优于品牌端，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。
- 5) 机会五：分红比例稳定，股息率较高的标的。

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：上游纺织趋势优于品牌端，看好布局越南的纺织制造公司。**量：上游纺企近年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，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

**机会五：分红比例稳定，股息率较高的标的。**近年来分红比例稳定，股息率较高对股价有一定支撑的标的。推荐标的：九牧王、华孚时尚、海澜之家、鲁泰 A。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com