

纺织服装行业

MSCI 将让中国大众服装龙头估值走向何方？

增持（维持）

2019年03月04日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

研究助理 詹陆雨

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

投资要点

■ MSCI 中 A 股权重提升，消费板块最受青睐，服装板块 5 只个股入选。

3月1日，MSCI正式宣布将增加中国A股在MSCI指数中的权重，板块中已纳入或即将纳入MSCI成分股的标的有雅戈尔、海澜之家、森马服饰、南极电商、跨境通。QFII+沪深港通持股市值前二十大的A股中，消费股占据半壁江山，显而易见，外资偏好配置中国消费品，我们认为这与消费品市场存在天然的文化差异性有关（差异性导致标的稀缺性），也与这些消费品领域中国品牌龙头展现出的极强竞争壁垒有关。

■ 中国大众服装龙头估值低于国际定价，具备提升潜力。中国大众服装龙头的估值水准普遍低于国际大众服装龙头。从社零数据来看，18年行业增速仍在高个位数的增长区间，大致与烟酒品类相当，因此对于行业龙头的认同度才是估值体系是否发生变化的关键因素。消费品市场存在天然的文化差异性，且中国市场的南北纬度差异与城市纵深差异极其复杂，这对国际品牌在中国的业务扩张而言均是极大的挑战，国内的大众品牌企业逆袭的机会正来源于此。大众服饰品牌之间竞争的是全产业链的能力，产业链每一环节（供应链、渠道与零售、产品开发、品牌营销）的改革与成熟都要经历较长的时间。持续朝正确的方向改革并报表上得到体现，以长期稳定的业绩增长获得市场对于自身竞争优势的认可，是中国大众服饰品牌龙头获取合理估值的不二路径。核心关注稀缺性与竞争优势，重点标的森马服饰、南极电商、海澜之家。

■ 短期在板块内仍重点关注进攻性品种——比音勒芬、南极电商；同时，对于2019年板块投资机会判断如下：

品牌服饰 2019 年股价波动空间大幅收窄（向上、向下空间都有限）：品牌服装企业过去几年的能力提升决定了行业不会重走 12 年老路，同时 10-15X 的较低市盈率水平、充沛的现金流、轻资产的运营模式，决定了这些公司具备较强的分红能力，这将有效锁定了下跌空间。而向上的空间主要局限于不确定的经济前景。

优质制造 2019 年全球产业布局是主逻辑：优秀的中国制造业龙头已经形成了全球性的竞争优势，在产能全球化布局年代，这类公司市场占有率仍在集中化过程中的成长性依然值得投资者期待。19 年，影响优质制造短期表现的主要是：出口环境、人民币汇率、原料价格。出口环境存在一定向下压力，但估计汇率和原料价格影响相对较小，因此，那些经历过二三十年发展的优质制造企业有望实现业绩的稳定发展。

新模式 2019 年依然会保持较快增长：新模式是新零售的一部分，是阿里（南极电商）、小米（开润股份）、拼多多（南极电商）生态圈的一部分和思想的落地者。“新”代表着希望和未来，也正是因为这些新模式发展，我们看到传统零售、批发在过去六七年中被一点点分割和替代。在市场预期和信心都极低的当前时点，我们认为 2019 年该类公司超额收益的概率明显偏大。

■ 风险提示：宏观经济增速放缓导致终端消费疲软；原材料价格波动

行业走势



相关研究

- 1、《纺织服装行业：如何从纺服板块筛选进攻性品种——优选南极电商、比音勒芬》2019-02-24
- 2、《纺织服装行业：海外资金流入与中美贸易磋商进展对纺服板块配置的影响》2019-02-17
- 3、《纺织服装行业：消费增速环比企稳/同比仍处低位，低估值环境下精选高股息α龙头》2019-02-11

内容目录

1. MSCI 将让中国大众服装龙头估值走向何方？	5
1.1. MSCI 中 A 股权重提升，消费板块最受青睐，服装板块 5 只个股入选	5
1.2. 中国大众品牌服装龙头估值低于国际定价，具备提升潜力	5
1.3. 核心关注稀缺性与竞争优势，重点标的森马服饰、南极电商、海澜之家	8
2. 短期在板块内仍重点关注进攻性品种——比音勒芬、南极电商；同时，对于 2019 年板块投资机会判断如下。	8
2.1. 品牌服饰 2019 年股价波动空间大幅收窄（向上、向下空间都有限）	9
2.2. 优质制造 2019 年全球产业布局是主逻辑	11
2.3. 新模式 2019 年依然会保持较快增长	11
3. 相关标的估值水平	11
4. 12 月零售增速平稳，出口增速放缓	13
4.1. 本周板块表现回顾	13
4.2. 零售端：12 月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售同比增 7.4%	14
4.3. 出口：19 年 1 月上游纺织纱线、织物等出口增长平稳	17
4.4. 上游主要原料：棉价小幅上涨，人民币小幅回升	18
5. 上市公司重要公告	24
5.1. 纺织制造	24
5.2. 品牌服饰	25

图表目录

图 1: 国际大众服装龙头的估值水平	5
图 2: 过去一年大盘及纺服板块走势	13
图 3: 年初至今纺服板块涨幅前 10、跌幅前 5	13
图 4: 本周纺服板块涨幅前 10、跌幅前 5	14
图 5: 全国百家重点大型零售服装类企业零售额同比 (%)	14
图 6: 2016 年 1 月至今百家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)	14
图 7: 社会消费品零售总额:当月同比 (%)	15
图 8: 16 年年初至今社会消费品零售总额:当月同比 (%)	15
图 9: 社会消费品零售总额:实物商品网上零售额:累计同比 (%)	15
图 10: 16 年年初至今社会消费品零售总额:实物商品网上零售额:累计同比 (%)	15
图 11: 限额以上企业消费品零售总额:当月同比 (%)	15
图 12: 16 年年初至今限额以上企业消费品零售总额:当月同比 (%)	15
图 13: 限额以上零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 (%)	16
图 14: 16 年年初至今限额以上零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 (%)	16
图 15: 全国居民人均可支配收入:累计实际同比 (%)	16
图 16: 16 年年初至今全国居民人均可支配收入:累计实际同比 (%)	16
图 17: 2001 年 1 月至今消费者信心指数	16
图 18: 17 年年初至今消费者信心指数	16
图 19: 服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)	17
图 20: 2016 年 1 月至今服装、纺织品、鞋类出口增速 (分月同比) (%)	17
图 21: 2011 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势	18
图 22: 2016 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势	18
图 23: 2011 年 1 月至今棉花期货价格走势	18
图 24: 2016 年 1 月至今棉花期货价格走势	18
图 25: 32: 2012 年 1 月至今内外棉花价差走势	19
图 26: 2016 年 1 月至今内外棉花价差走势	19
图 27: 2012 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势	19
图 28: 2016 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势	19
图 29: 2010 年 11 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)	20
图 30: 2016 年 1 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)	20
图 31: 2009 年 11 月至今美元兑人民币汇率走势	20
图 32: 2016 年 1 月至今美元兑人民币汇率走势	20
图 33: 2013 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势	21
图 34: 2016 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势	21
图 35: 2013 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势	21
图 36: 2016 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势	21
图 37: 2012 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势	21
图 38: 2016 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势	21
图 39: 2012 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势	22
图 40: 2016 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势	22
图 41: 2012 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势	22
图 42: 2016 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势	22

图 43: 2012 年 4 月至今芝加哥重磅无烙印阉牛皮离岸价 (美分/磅)	22
图 44: 2016 年 1 月至今芝加哥重磅无烙印阉牛皮离岸价 (美分/磅)	22
图 45: 2013 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g)	23
图 46: 2016 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g)	23
图 47: 2013 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)	23
图 48: 2016 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)	23
表 2: 品牌服饰板块估值及分红情况	9
表 3: 相关标的估值及分红情况	11

1. MSCI 将让中国大众服装龙头估值走向何方？

1.1. MSCI 中 A 股权重提升，消费板块最受青睐，服装板块 5 只个股入选

3月1日，MSCI 正式宣布将增加中国 A 股在 MSCI 指数中的权重，并通过 3 个步骤把中国 A 股的纳入因子从 5% 增加至 20%。通过 2019 年 5 月、8 月、11 月的三次调整，最终 MSCI 新兴市场指数的预计成分股中将有 253 只中国大盘 A 股和 168 只中国中盘 A 股，这些 A 股在此指数中的预计权重预计将从目前的 0.7% 提升至约 3.3%。其中，板块中已纳入或即将纳入 MSCI 成分股的标的有雅戈尔、海澜之家、森马服饰、南极电商、跨境通。

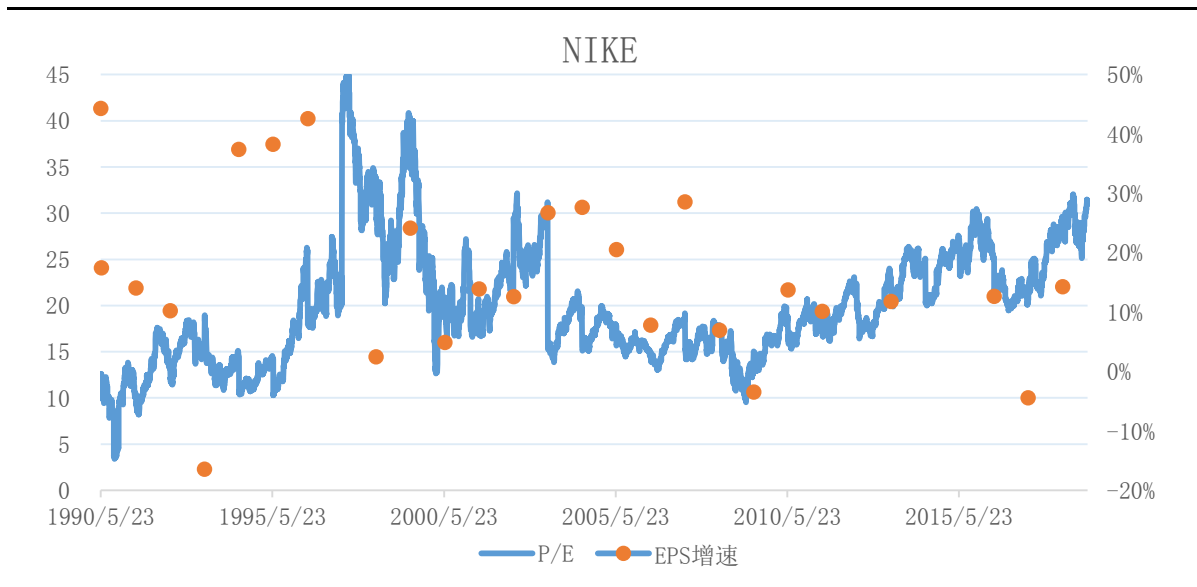
目前，QFII+沪深港通持股市值前二十大的 A 股中，消费股占据半壁江山，其中白酒三只（茅台、五粮液、洋河）、家电三只（美的、格力、海尔）、其他包括乳业、调味品、汽车、社会服务各占一只（伊利、海天、上汽、国旅）。显而易见，外资偏好配置中国消费品，我们认为这与消费品市场存在天然的文化差异性有关（差异性导致标的稀缺性），也与这些消费品领域中国品牌龙头展现出的极强竞争壁垒有关。

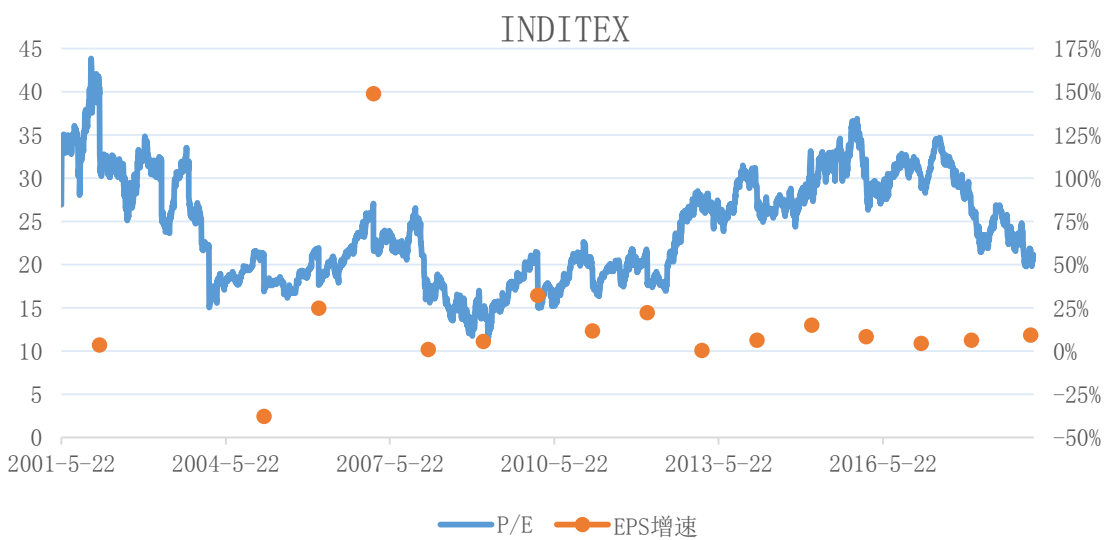
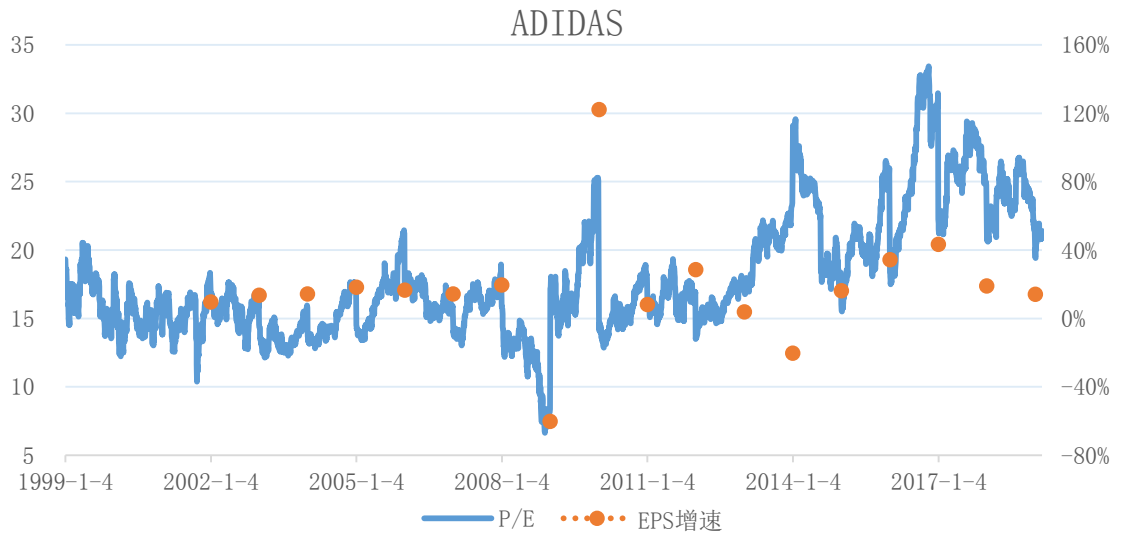
1.2. 中国大众品牌服装龙头估值低于国际定价，具备提升潜力

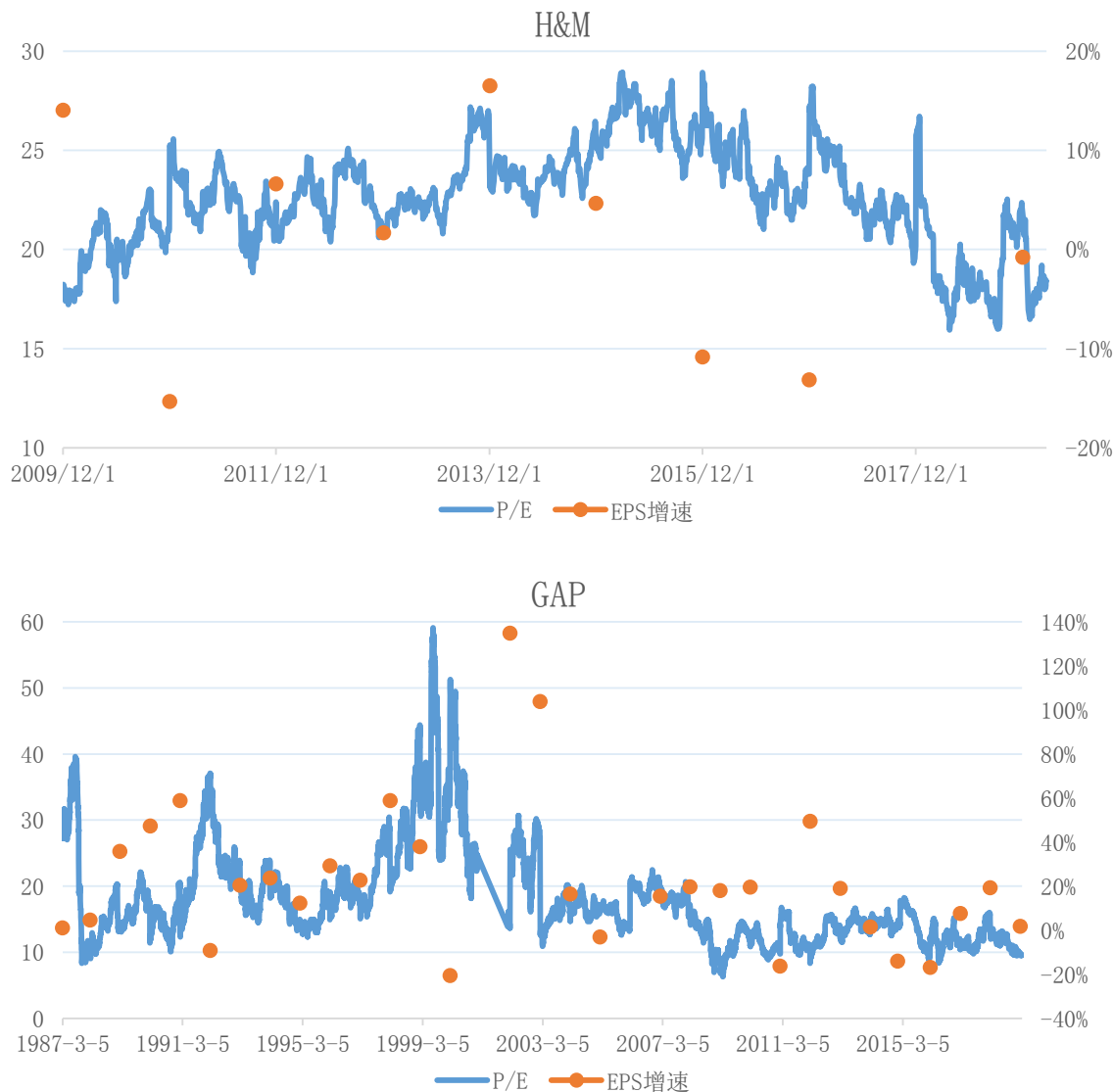
那么中国品牌服装龙头是否会获得外资的青睐？我们将按以下逻辑顺序讨论 MSCI 对中国偏僻服装龙头估值的影响：

首先，让我们先看看国际品牌服装龙头企业的估值体系。

图 1：国际大众服装龙头的估值水平







数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

目前板块内在 MSCI 成分股覆盖范围内个股的估值为（按 wind 一致预期）：

雅戈尔 暂缺一致预期下的估值与增速；海澜之家 市盈率 12X、19 年业绩增速 8%；森马服饰 市盈率 15X、19 年业绩增速 12%；南极电商 市盈率 21X、19 年业绩增速 40%；跨境通 市盈率 11X、19 年业绩增速 60%。

接着，我们再继续探讨中国服装品牌龙头获得外资认可的可能性，我们认为这个问题的答案就在以下的三个问题中：

1、对于中国服装消费市场的看法？

总体而言，中国服装消费市场虽日趋成熟，但从社零数据来看，18 年行业增速仍在高个位数的增长区间，大致与烟酒品类相当，因此对于行业龙头的认同度才是估值体系

是否发生变化的关键因素。

2、对行业龙头的认同度：中国服装品牌龙头核心竞争力在哪？（能否代表中国服装消费市场获得外资的配置）

正如上文所说，消费品市场存在天然的文化差异性，且中国市场的南北纬度差异与城市纵深差异极其复杂，这对国际品牌在中国的业务扩张而言均是极大的挑战，国内的大众品牌企业逆袭的机会正来源于此。

体育服饰领域，安踏体育已站稳体育服饰中国第三的地位，并通过 Fila 证明了自身多品牌运营的能力，目前在港股这一相对国际化的市场也获得了 20X 市盈率的估值认可。大众休闲时尚领域，除优衣库因为产品特性仍在中国保持高歌猛进的渠道扩张之外（已突破 660 家门店），其余欧美系大众品牌近年均遭遇了门店扩张瓶颈，目前本土快时尚品牌 UR 的中国门店数已反超 ZARA。

大众服饰品牌之间竞争的是全产业链的能力，产业链每一环节（供应链、渠道与零售、产品开发、品牌营销）的改革与成熟都要经历较长的时间。持续朝正确的方向改革并报表上得到体现，以长期稳定的业绩增长获得市场对于自身竞争优势的认可，是中国大众服饰品牌龙头获取合理估值的不二路径。

3、前景是否值得期待：能否走出国门获得世界性的竞争优势？（全球化定价）

最后，从国际化竞争而言，目前在国内真正具备竞争优势、能在幅员辽阔且层级复杂的中国市场站稳脚跟且开始尝试通过国际化并购走向全球的仅有安踏体育（邀约收购 Amer Sports）与森马服饰（收购法国童装集团 Kidiliz）。虽说跨国业务整合十分困难，但这毕竟代表一个开始，让我们怀着期待观察安踏和森马未来 3-5 年在国际市场的表现。

1.3. 核心关注稀缺性与竞争优势，重点标的森马服饰、南极电商、海澜之家

因此，对板块内已纳入或即将纳入 MSCI 成分股的板块标的，我们建议重点关注森马服饰、南极电商、海澜之家。

森马服饰在电商与童装领域均是国内品牌第一，休闲装改革多年逐步见效，通过收购法国童装品牌集团开启全球化战略，19 年预期业绩增长 10%，对应市盈率 15X。

南极电商以高效的授权分销模式在国内电商环境中如鱼得水，多年保持高速增长，19 年预期业绩增长 33%，对应市盈率 22X，从 PEG 角度极具吸引力。

海澜之家是国内商务休闲男装领域的绝对龙头，已在多品类、多品牌、全球化等诸多方向上均做出了尝试，19 年预期业绩增长 4.5%，对应市盈率 12X。

2. 短期在板块内仍重点关注进攻性品种——比音勒芬、南极电商；

同时，对于 2019 年板块投资机会判断如下。

从短期看，我们认为市场乐观情绪仍会延续，因此板块内重点关注预期业绩增速较高的进攻性品种——比音勒芬&南极电商。

【比音勒芬】公司多年坚持以“三高一新”标准来雕琢产品、塑造品牌，近年来更是切中运动时尚化、休闲化的潮流（参考 Fila 近年来的爆发性表现），业绩持续逆势高速增长。结合公司的开店计划与订货会表现，我们预期公司 19 年仍将保持 20%+收入增长/30%+利润增长的业绩表现。我们对于未来两年的业绩预估为 19 年/20 年增长 32%/29% 至 3.8 亿/4.9 亿，对应市盈率为 18X/14X，估值与增速配比极具吸引力。

【南极电商】从宏观基本面角度，电商比线下零售更具活力；从商业模式角度，南极电商以知名品牌标牌为抓手，串联上下游的业务模式，不仅在传统电商平台上具备强大的竞争优势，在强调性价比的新兴电商平台上也展现出了极强的适应性。

凭借这样的竞争壁垒，南极电商不仅在过去取得了高速增长（16/17/18 年 GMV 增长 96%/72%/65%），我们对其未来的持续成长也颇具信心。公司目前市值 258 亿，我们预期主业收入有望实现 30%+ 的增长，主业净利润预计超 10 亿，叠加时间互联业绩，合计利润预计在 11.5-12 亿之间，对应市盈率 22 倍左右，对应业绩增速 30%-40%，板块进攻性首选标的。

从全年维度看，在我们的研究体系中，始终把整个板块分为三部分和大家探讨投资机会，一是品牌服饰，二是优质制造，三是新模式。

2.1. 品牌服饰 2019 年股价波动空间大幅收窄（向上、向下空间都有限）

投资者不必要担忧品牌服装 2019 年会是 2012 年（批发模式下一波剧烈的去库存导致的大幅调整）重演，目前能够沉淀下来并且发展很好的品牌服装企业，早已经不再是打品牌、扩渠道简单的批发粗放式发展。2012-2017 年，这些企业在产品开发、供应链管理、终端零售管理等方面下了很大功夫，考核也逐步转变为终端零售导向，本质上形成了终端和公司利益共同体的经营理念，压货带来的高波动性逐步成为过去。在此基础上，大家要关注这类公司改革后，市占率逐步提升的趋势（如安踏在体育服饰中占比、巴拉巴拉在童装行业中占比数据均在不断提升）。

反观定位鲜明、零售管理较强的品牌服饰企业，在行业普遍去库存的 2012 年依然实现一定的增长，比如音勒芬、富安娜、江南布衣等。

与此同时，大部分品牌服饰企业估值均处于 18 年 10-15 倍 PE 水平，由于轻资产运作、现金流良好，账上充沛的现金为高分红提供了可能。

表 1：品牌服饰板块估值及分红情况

上市公司	市值 (亿元)	17 归母 利润 (亿元)	18 归母净 利润 (亿元)	YOY	18PE	19 归母净 利润 (亿元)	YOY	19PE	3 年平 均分红 比例	18 年 股息率
------	------------	---------------------	----------------------	-----	------	----------------------	-----	------	-------------------	-------------

休闲装												
002563.SZ	森马服饰	284	11.4	16.9	48.6%	16.8	18.6	10.2%	15.2	61%	3.6%	
3998.HK	波司登	143	6.2	8.1	32.1%	17.6	10.8	33.1%	13.2	77%	4.4%	
600398.SH	海澜之家	446	33.3	34.9	4.9%	12.8	36.5	4.5%	12.2	62%	4.9%	
603877.SH	太平鸟	90	4.6	5.6	22.8%	16.1	-	-	-	66%	4.1%	
体育												
2020.HK	安踏体育	1,073	30.9	41.0	32.9%	26.2	51.2	24.7%	21.0	65%	2.5%	
2331.HK	李宁	212	5.2	7.2	39.9%	29.4	9.4	30.2%	22.6	0%	0.0%	
1368.HK	特步国际	104	4.1	6.4	55.6%	16.4	7.5	17.9%	13.9	82%	5.0%	
高端												
603808.SH	歌力思	59	3.0	3.7	23.8%	15.6	4.5	18.9%	13.1	27%	1.7%	
603839.SH	安正时尚	47	2.7	3.6	31.9%	13.0	4.7	29.6%	10.0	34%	2.7%	
002832.SZ	比音勒芬	68	1.8	2.9	61.0%	23.3	3.8	31.6%	17.7	29%	1.3%	
3306.HK	江南布衣	69	4.1	4.9	18.9%	14.2	5.7	17.7%	12.0	61%	4.3%	
603587.SH	地素时尚	97	4.8	5.9	23.3%	16.4	6.4	8.6%	15.1	84%	5.1%	
家纺												
002327.SZ	富安娜	73	4.9	5.3	7.9%	13.7	-	-	-	81%	5.9%	
002293.SZ	罗莱生活	77	4.3	5.3	24.3%	14.5	6.2	16.2%	12.5	45%	3.1%	
603365.SH	水星家纺	43	2.6	3.0	17.0%	14.3	3.6	19.1%	12.0	23%	1.6%	
男装												
1234.HK	中国利郎	78	6.1	8.0	30.3%	9.8	9.3	16.7%	8.4	72%	7.4%	
601566.SH	九牧王	79	4.9	5.6	14.1%	14.0	6.4	13.6%	12.3	109%	7.8%	
002029.SZ	七匹狼	53	3.2	3.5	10.7%	15.2	4.2	19.9%	12.7	25%	1.7%	

数据来源：Wind 资讯、东吴证券研究所，其中太平鸟、富安娜使用业绩预告数字，安正时尚、罗莱生活、水星家纺、李宁、特步来自 Wind 一致预期；股息率利用过去三年平均分红率计算（富安娜为本年分红提案数字）；人民币对港币汇率为 1.1724

以上内容均决定了优质的品牌服饰企业向下调整的空间非常有限；而制约板块向上表现的，主要大的经济环境，自今年 6 月份终端零售增速下台阶后，我们认为 2019 年 Q1 数据更为艰难（上一年高基数、春节相对较早、年终收入和就业状况等等）。

在对 2019 年的展望中，我们认为有必要单独聊一下波司登，自 2018 年 6 月份推荐以来（基于对企业家精神的认同，以及公司在产品变革、品牌营销投入、终端渠道体系变革感知），我们一路心惊胆战的、也非常荣幸的见证了一家传统的品牌如何逆袭的过程。所幸的是，即使面对终端零售不佳、寒冬推迟，波司登品牌和产品变革顺利的体现

到终端零售数据中，这是非常好的开始。从过去的经验看，一家公司的变革至少会有 2-3 年的红利期，我们相信 2019 年的波司登依然值得投资者期待。

2.2. 优质制造 2019 年全球布局是主逻辑

让投资者没有想到的可能是，2018 年投资人关注度极低的优质制造鲁泰、百隆等均有一定正收益，我们认为除了业绩稳定性、和年初极低的市场预期紧密相关。

我们始终认为，优秀的中国制造业龙头已经形成了全球性的竞争优势，纺织服装行业中的申洲国际就像电子产业中的富士康，护城河极深（产品开发、精益化管理），稳定性也非常强。在产能全球化布局年代，这类公司市场占有率仍在集中化过程中的成长性依然值得投资者期待。

展望 2019 年，影响优质制造短期表现的主要是：出口环境、人民币汇率、原料价格。出口环境存在一定向下压力，但估计汇率和原料价格影响相对较小，因此，那些经历过二三十年发展的优质制造企业有望实现业绩的稳定发展。

影响优质制造投资长逻辑是全球化的产能布局，我们一直在向各位投资者推荐天虹纺织，在公司收购整合庆茂纺织后，我们的观点更为坚定。

2.3. 新模式 2019 年依然会保持较快增长

新模式是新零售的一部分，是阿里（南极电商）、小米（开润股份）、拼多多（南极电商）生态圈的一部分和思想的落地者。新模式从来都是快速变化的，组织架构和发展的理念都在快速变化过程中，这也是投资者会担忧这类公司稳定性的原因，而一旦稳定性被验证、给予的估值也明显偏高（如开润股份）。

“新”代表着希望和未来，也正是因为这些新模式发展，我们看到传统零售、批发在过去六七年中被一点点分割和替代。在市场预期和信心都极低的当前时点，我们认为 2019 年该类公司超额收益的概率明显偏大。

3. 相关标的估值水平

表 2：相关标的估值及分红情况

上市公司	市值 (亿元)	17 归母 利润 (亿元)	18 归母净 利润 (亿元)	YOY	18PE	19 归母净 利润 (亿元)	YOY	19PE	3 年平 均分红 比例	18 年 股息率
休闲装										
002563.SZ 森马服饰	284	11.4	16.9	48.6%	16.8	18.6	10.2%	15.2	61%	3.6%

3998.HK	波司登	143	6.2	8.1	32.1%	17.6	10.8	33.1%	13.2	77%	4.4%
600398.SH	海澜之家	446	33.3	34.9	4.9%	12.8	36.5	4.5%	12.2	62%	4.9%
603877.SH	太平鸟	90	4.6	5.6	22.8%	16.1	-	-	-	66%	4.1%
体育											
2020.HK	安踏体育	1,073	30.9	41.0	32.9%	26.2	51.2	24.7%	21.0	65%	2.5%
2331.HK	李宁	212	5.2	7.2	39.9%	29.4	9.4	30.2%	22.6	0%	0.0%
1368.HK	特步国际	104	4.1	6.4	55.6%	16.4	7.5	17.9%	13.9	82%	5.0%
高端											
603808.SH	歌力思	59	3.0	3.7	23.8%	15.6	4.5	18.9%	13.1	27%	1.7%
603839.SH	安正时尚	47	2.7	3.6	31.9%	13.0	4.7	29.6%	10.0	34%	2.7%
002832.SZ	比音勒芬	68	1.8	2.9	61.0%	23.3	3.8	31.6%	17.7	29%	1.3%
3306.HK	江南布衣	69	4.1	4.9	18.9%	14.2	5.7	17.7%	12.0	61%	4.3%
603587.SH	地素时尚	97	4.8	5.9	23.3%	16.4	6.4	8.6%	15.1	84%	5.1%
家纺											
002327.SZ	富安娜	73	4.9	5.3	7.9%	13.7	-	-	-	81%	5.9%
002293.SZ	罗莱生活	77	4.3	5.3	24.3%	14.5	6.2	16.2%	12.5	45%	3.1%
603365.SH	水星家纺	43	2.6	3.0	17.0%	14.3	3.6	19.1%	12.0	23%	1.6%
男装											
1234.HK	中国利郎	78	6.1	8.0	30.3%	9.8	9.3	16.7%	8.4	72%	7.4%
601566.SH	九牧王	79	4.9	5.6	14.1%	14.0	6.4	13.6%	12.3	109%	7.8%
002029.SZ	七匹狼	53	3.2	3.5	10.7%	15.2	4.2	19.9%	12.7	25%	1.7%
新模式											
300577.SZ	开润股份	74	1.3	1.8	34.6%	41.2	-	-	-	33%	0.8%
002127.SZ	南极电商	258	5.3	8.8	65.6%	29.2	11.7	32.2%	22.1	12%	0.4%
002640.SZ	跨境通	183	7.5	10.2	35.9%	18.0	-	-	-	16%	0.9%
纱线											
2678.HK	天虹纺织	84	11.5	11.6	0.9%	7.2	13.6	16.5%	6.2	32%	4.4%
002042.SZ	华孚时尚	98	6.8	7.9	16.8%	12.4	9.8	24.3%	10.0	41%	3.3%
601339.SH	百隆东方	79	4.9	6.1	24.7%	12.9	7.0	15.0%	11.2	52%	4.0%
面料											
000726.SZ	鲁泰 A	86	8.4	8.6	2.7%	9.9	9.8	13.3%	8.8	56%	5.6%
002394.SZ	联发股份	37	3.6	3.8	6.6%	9.7	3.9	1.3%	9.6	60%	6.1%
2111.HK	超盈国际	21	2.5	3.3	28.9%	6.4	3.9	18.7%	5.4	38%	5.9%
成衣											

2313.HK	申洲国际	1,314	37.6	46.1	22.5%	28.5	54.7	18.7%	24.0	64%	2.3%
2232.HK	晶苑国际	105	9.7	10.4	7.1%	10.1	13.7	32.1%	7.7	13%	1.3%
2199.HK	维珍妮	69	1.9	3.0	56.3%	22.8	5.1	68.3%	13.6	28%	1.2%
603558.SH	健盛集团	43	1.3	2.1	59.8%	20.3	2.5	20.1%	16.9	41%	2.0%
印染辅料											
600987.SH	航民股份	67	5.7	6.4	11.3%	10.6	6.9	7.5%	9.8	26%	2.5%
002003.SZ	伟星股份	56	3.6	3.1	-15.1%	18.2	-	-	-	74%	4.1%

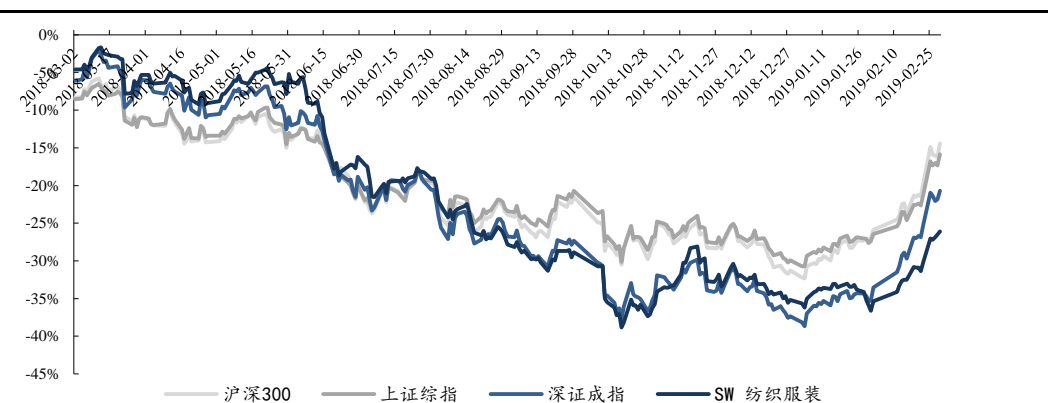
数据来源：Wind、东吴证券研究所，其中太平鸟、富安娜使用业绩预告数字，开润股份、安正时尚、水星家纺、李宁、特步、超盈国际、晶苑国际、南旋控股、伟星股份来自 Wind 一致预期；股息率利用过去三年平均分红率计算（富安娜为本年分红提案数字）；人民币对港币汇率为 1.1724

4. 12 月零售增速平稳，出口增速放缓

4.1. 本周板块表现回顾

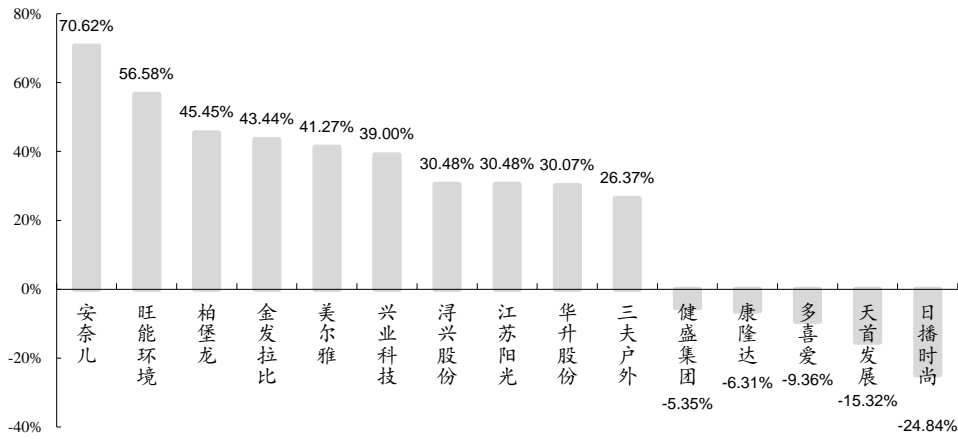
本周沪深 300 上涨 6.52%，上证综指上涨 6.77%，深证成指上涨 5.97%，其中纺织服装板块上涨 5.78%，跑输沪深 300、上证综指、深证成指。

图 2：过去一年大盘及纺服板块走势



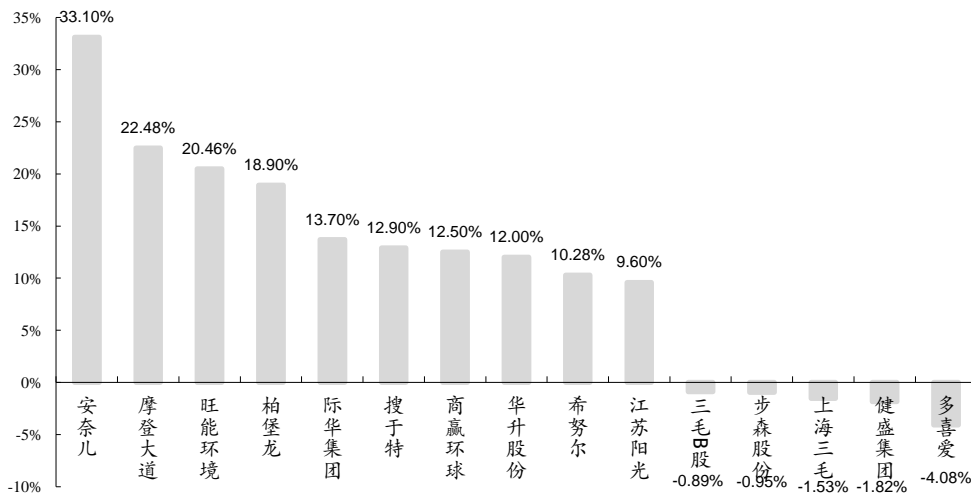
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 3：年初至今纺服板块涨幅前 10、跌幅前 5



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 4：本周纺服板块涨幅前 10、跌幅前 5



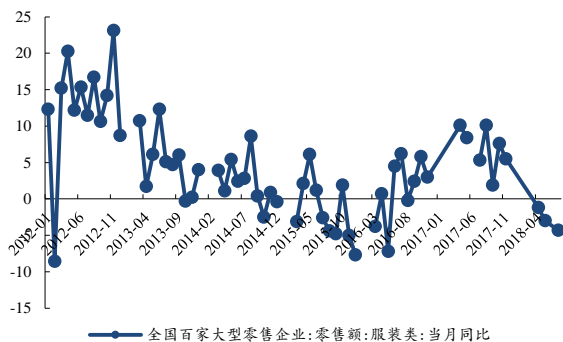
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.2. 零售端：12 月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售同比增 7.4%

截至 2018 年 12 月份，社会消费品零售额总额同比增长 8.20%，限额以上企业消费品零售总额当月同比增长 2.40%，总体增长平稳；12 月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售当月同比增长 7.40%，较去年同期增速下滑 2.3pp。

图 5：全国百家重点大型零售服装类企业零售额同比 (%)

图 6：2016 年 1 月至今百家重点大型零售企业服装类零售额同比 (%)



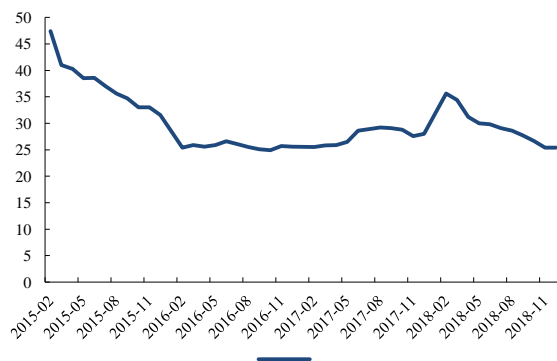
数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

图 7：社会消费品零售总额:当月同比 (%)



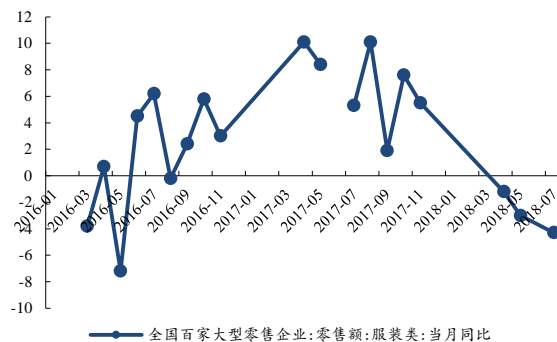
数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

图 9：社会消费品零售总额:实物商品网上零售额:累计同比 (%)



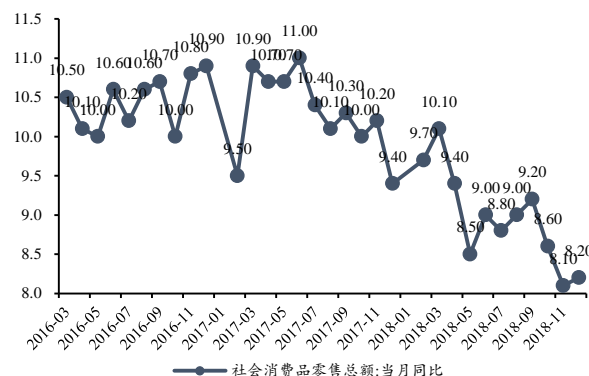
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 11：限额以上企业消费品零售总额:当月同比 (%)



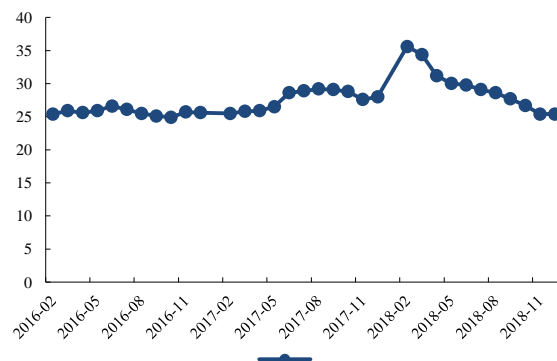
数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

图 8:16 年年初至今社会消费品零售总额:当月同比 (%)



数据来源：中华商业信息中心，东吴证券研究所

图 10：16 年年初至今社会消费品零售总额:实物商品网上零售额:累计同比 (%)



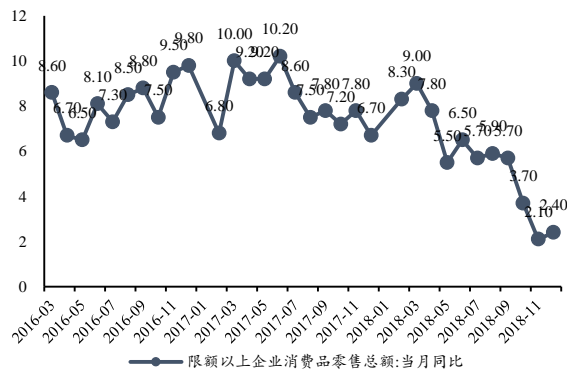
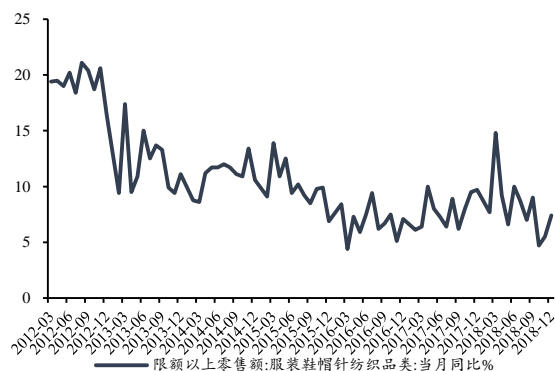
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 12：16 年年初至今限额以上企业消费品零售总额:当月同比 (%)



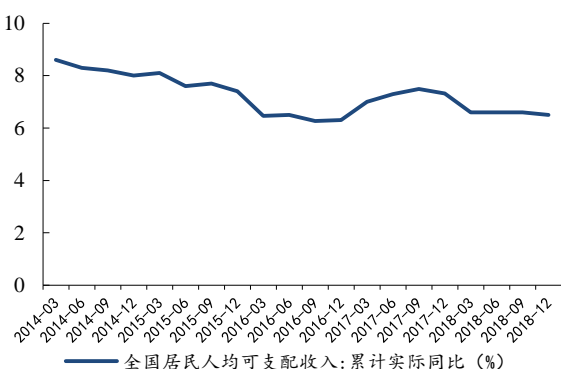
数据来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图 13: 限额以上零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 (%)



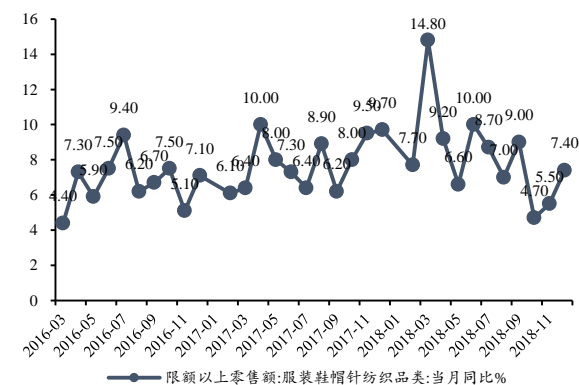
数据来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图 15: 全国居民人均可支配收入: 累计实际同比 (%)



数据来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图 14: 16 年年初至今限额以上零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 (%)

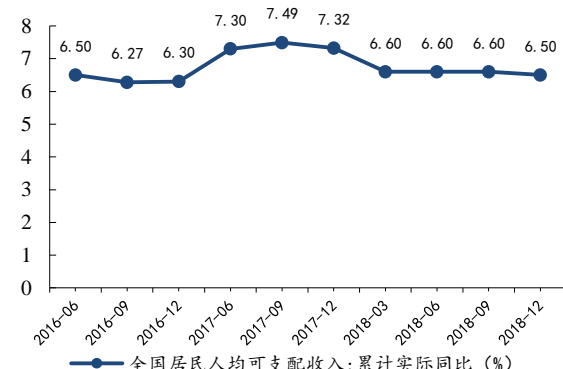


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 17: 2001 年 1 月至今消费者信心指数

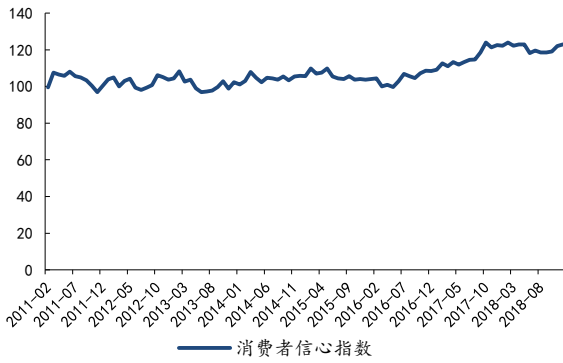
数据来源: 中华商业信息中心, 东吴证券研究所

图 16: 16 年年初至今全国居民人均可支配收入: 累计实际同比 (%)

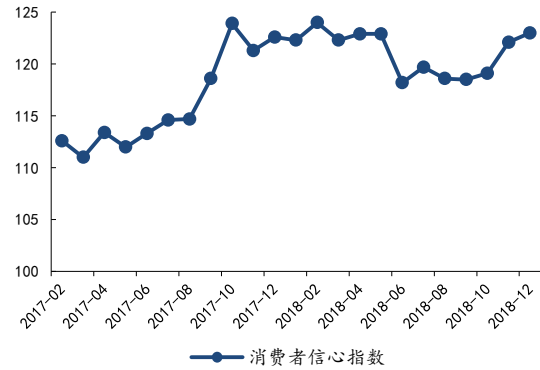


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 18: 17 年年初至今消费者信心指数



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

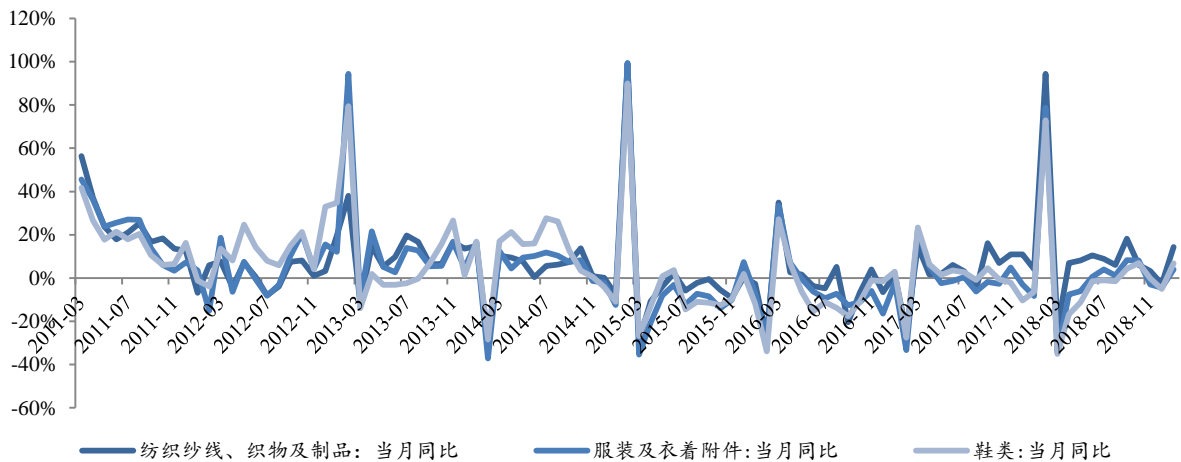


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.3. 出口：19 年 1 月上游纺织纱线、织物等出口增长平稳

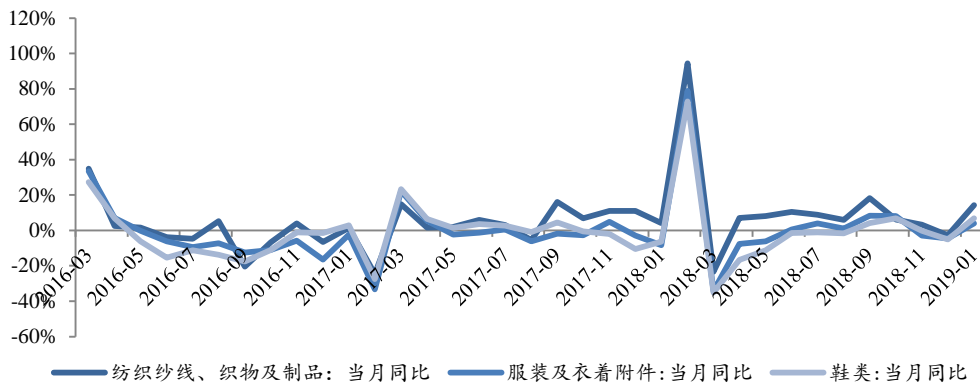
出口方面，纺织纱线、织物及制品 1 月单月同比上升 14.29%，服装及衣着附件/鞋类 1 月单月同比上升 4.03%/6.84%，累计来看，1-12 月出口累计同比变化 14.60%/5.10%/9.40%，上游纱线等标品出口增长较为平稳。

图 19：服装、纺织品、鞋类出口增速（分月同比）（%）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 20：2016 年 1 月至今服装、纺织品、鞋类出口增速（分月同比）（%）



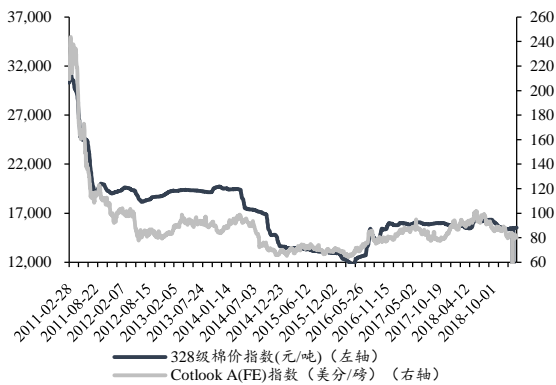
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

4.4. 上游主要原料: 棉价小幅上涨, 人民币小幅回升

328 级现货周均价: 15,512.40 元/吨 (0.14%) (周变化 22.00 元/吨, 月变化 10.00 元/吨, 过去一年变化-184.00 元/吨)

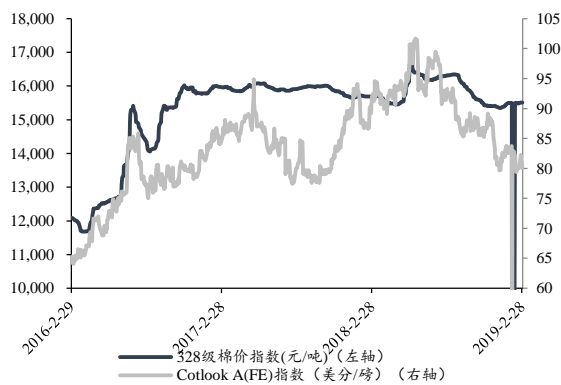
Cotlook A 周均价: 80.70 美分/磅(0.71%) (周变化 0.57 美分/磅, 月变化-3.25 美分/磅, 过去一年变化-11.35 美分/磅)

图 21: 2011 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 22: 2016 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

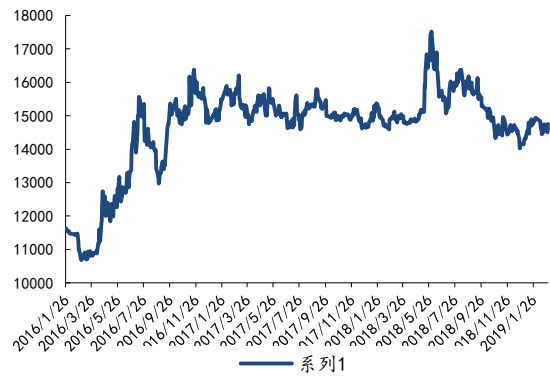
图 23: 2011 年 1 月至今棉花期货价格走势

图 24: 2016 年 1 月至今棉花期货价格走势



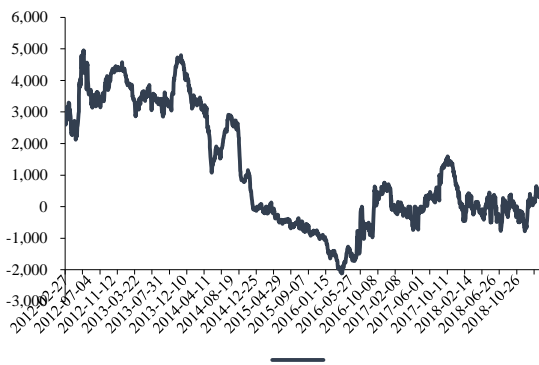
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 25: 32: 2012 年 1 月至今内外棉花价差走势



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 26: 2016 年 1 月至今内外棉花价差走势



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

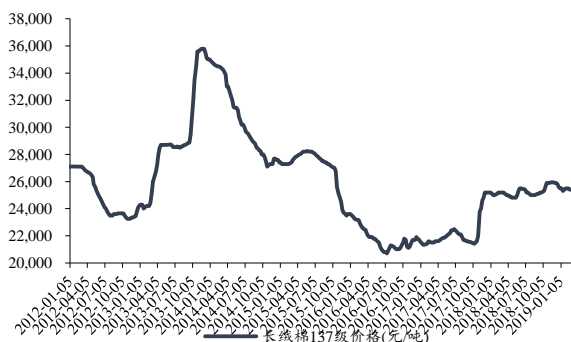


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

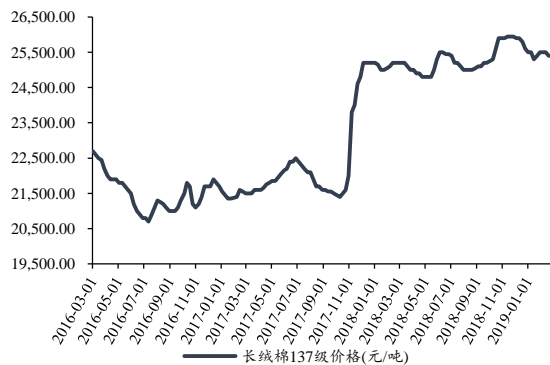
长绒棉(137 级): 25,400.00 元/吨(0.00%) (周变化 0.00 元/吨, 月变化 0.00 元/吨, 过去一年变化 200.00 元/吨)

图 27: 2012 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势

图 28: 2016 年 1 月至今国内长绒棉 137 级价格走势



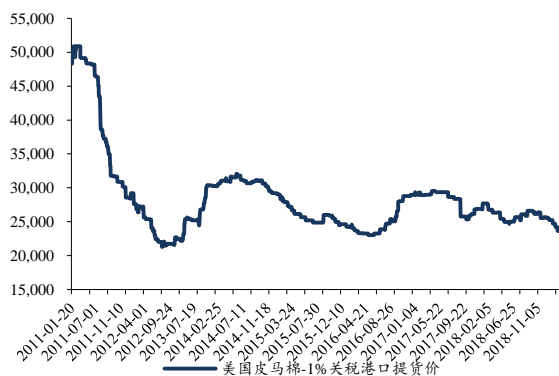
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

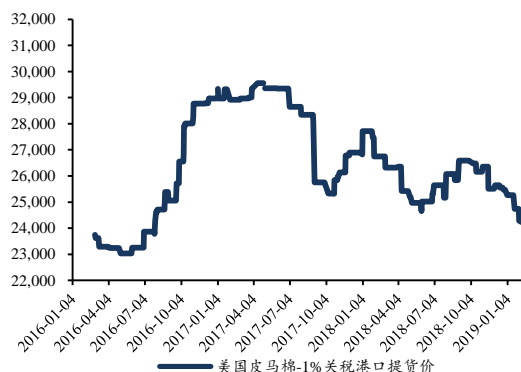
进口长绒棉(美国 PIMA 2 级): 23622.00 元/吨(-1.00%) (周变化-239.20 元/吨, 月价格变化-682.00 元/吨, 过去一年变化-2711.00 元/吨)

图 29: 2010 年 11 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 30: 2016 年 1 月至今美国皮马棉-1%关税港口提货价走势 (元/吨)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

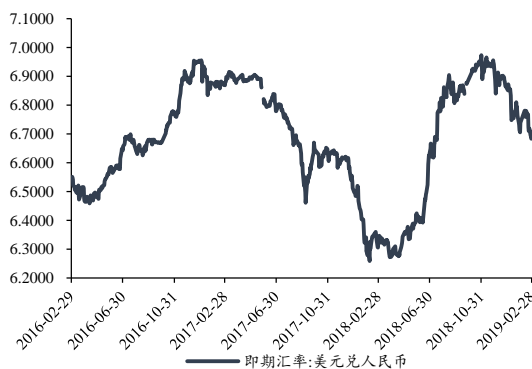
美元兑人民币汇率: 6.7078 (本周变化-0.16%, 月变化-0.46%, 年变化 5.75%)

图 31: 2009 年 11 月至今美元兑人民币汇率走势



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 32: 2016 年 1 月至今美元兑人民币汇率走势



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

化纤:

粘短: 13,433.33 元/吨(-0.12%) (本周变化-16.67 元/吨, 本月变化 150.00 元/吨, 过去一年变化-1,500.00 元/吨)

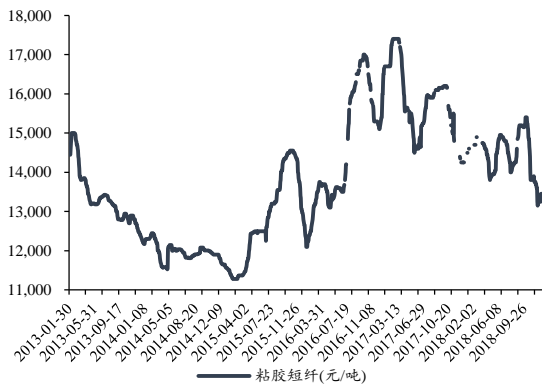
涤短: 8816.67 元/吨(-0.94%) (本周变化-83.33 元/吨, 本月变化-250.00 元/吨, 过去一年变化-350.00 元/吨)

氨纶 20D: 39,000.00 元/吨(0.00%) (本周变化 0.00 元/吨, 本月变化 0.00 元/吨, 过

去一年变化-5000.00 元/吨)

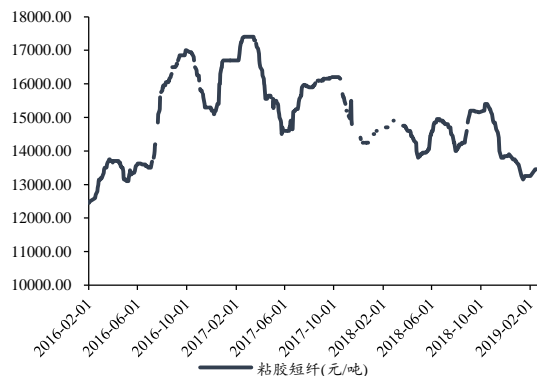
氨纶 40D: 32,500.00 元/吨(0.00%) (本周变化 0.00 元/吨, 本月变化-500.00 元/吨过
去一年变化-5000.00 元/吨)

图 33: 2013 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势



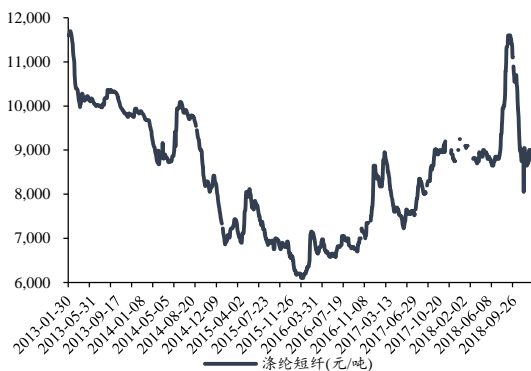
数据来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图 34: 2016 年 1 月至今国内粘胶短纤价格走势



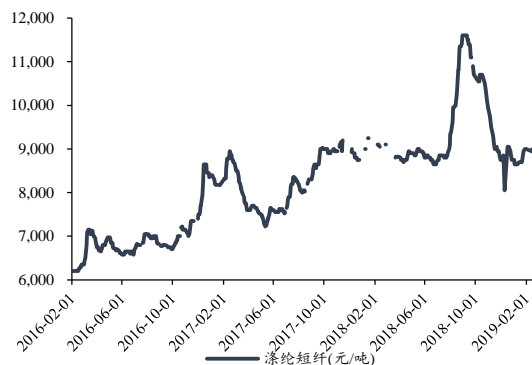
数据来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图 35: 2013 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势



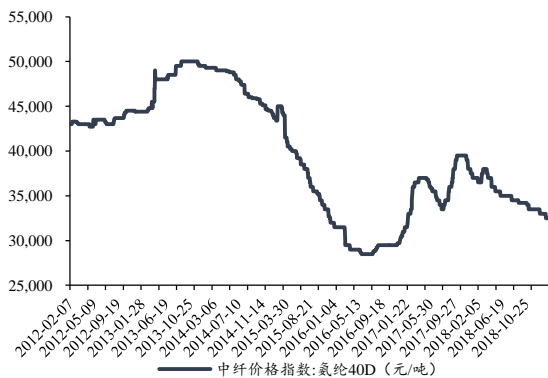
数据来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图 36: 2016 年 1 月至今国内涤纶短纤价格走势



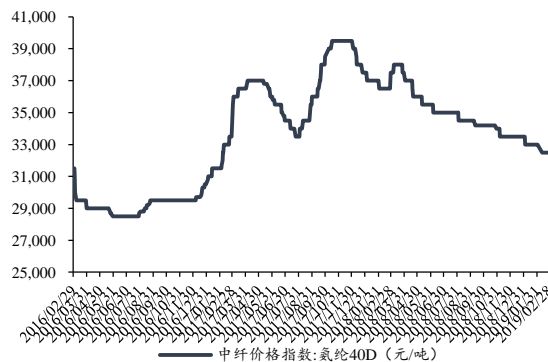
数据来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

图 37: 2012 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势



数据来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

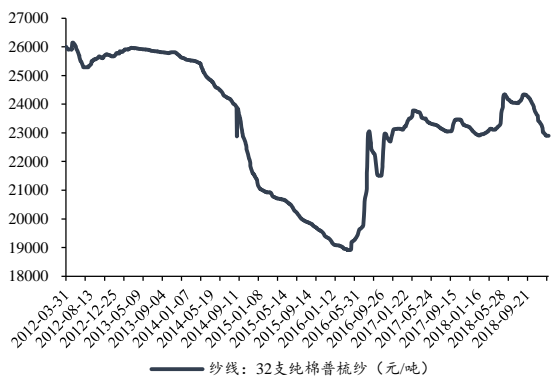
图 38: 2016 年 1 月至今国内氨纶 40D 价格走势



数据来源: 中国棉花协会, 东吴证券研究所

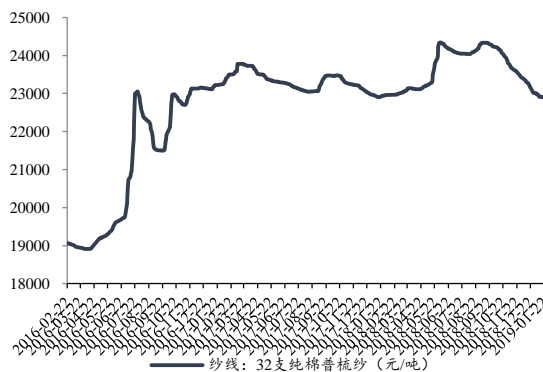
棉纱线：32支纯棉普梳纱 22,895.00 元/吨(0.00%) (本周变化 0.00 元/吨，本月变化 --125.00 元/吨，过去一年变-45.00 元/吨)

图 39：2012 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势



数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

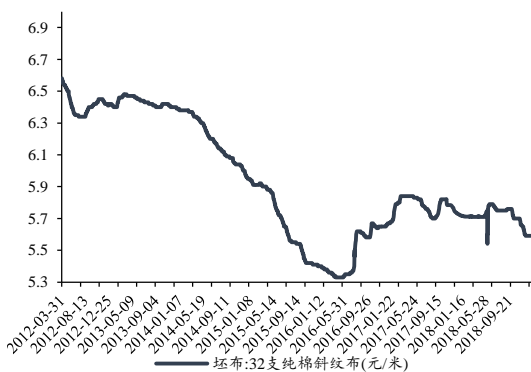
图 40：2016 年 1 月至今纯棉普梳纱价格走势



数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

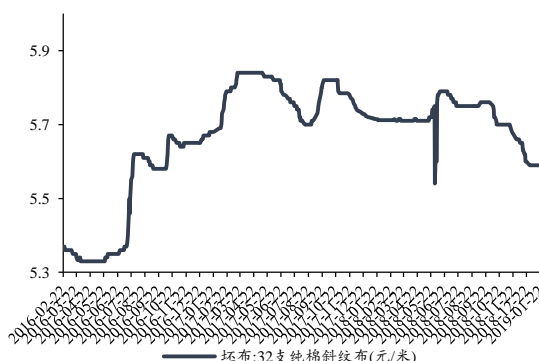
坯布：32支纯棉斜纹布 5.59 元/米(0.00%) (本周变化 0.00 元/米，本月变化-0.00 元/米，过去一年变化-0.12 元/米)

图 41：2012 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势



数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

图 42：2016 年 1 月至今纯棉斜纹布价格走势

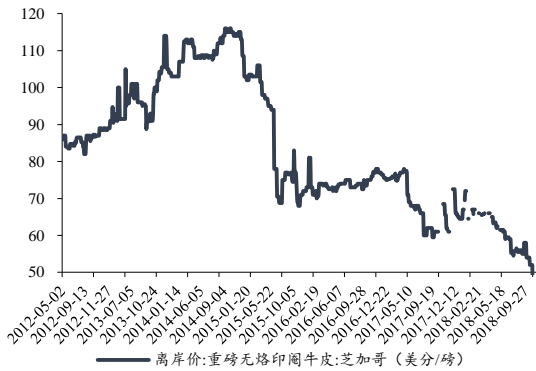


数据来源：中国棉花协会，东吴证券研究所

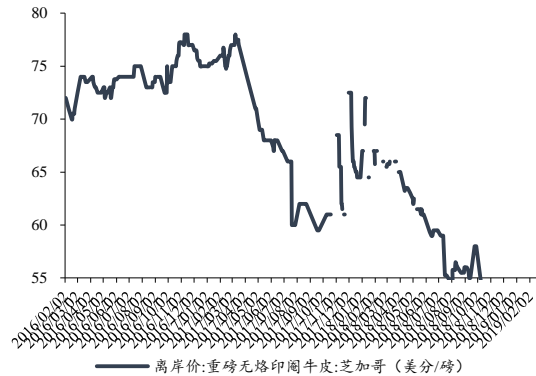
牛皮：重量无烙印眼牛皮芝加哥离岸价 45.00 美分/磅(本周变化 0.00 美分/磅，本月变化 3.00 美分/磅，过去一年变化-19.50 美分/磅)

图 43：2012 年 4 月至今芝加哥重磅无烙印阔牛皮离岸价 (美分/磅)

图 44：2016 年 1 月至今芝加哥重磅无烙印阔牛皮离岸价 (美分/磅)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

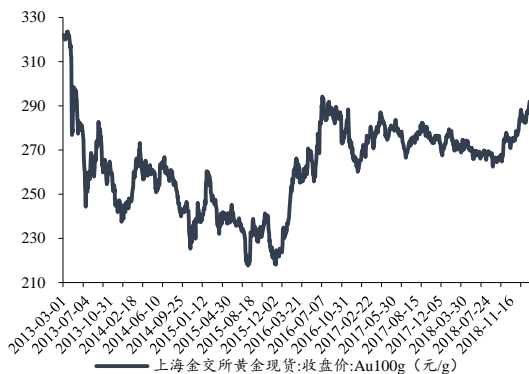


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

黄金: 上金所 Au100g 287.11 元/g (-1.17%) (本周变化-3.40 元/g, 本月变化-2.54 元/g, 过去一年变化 14.70 元/g)

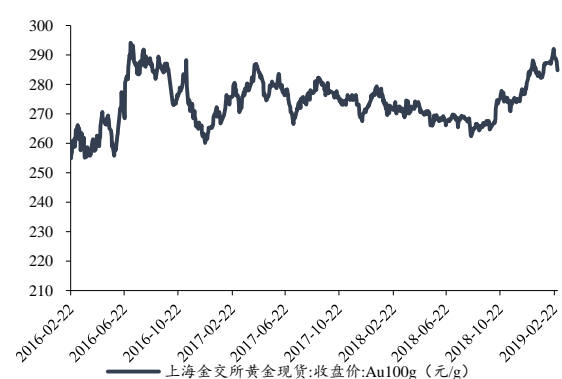
伦敦现货 1,324.53 美元/盎司(-0.62%) (本周变化-8.21 美元/盎司, 本月变化 17.00 美元/盎司, 过去一年变 1.30 美元/盎司)

图 45: 2013 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g)



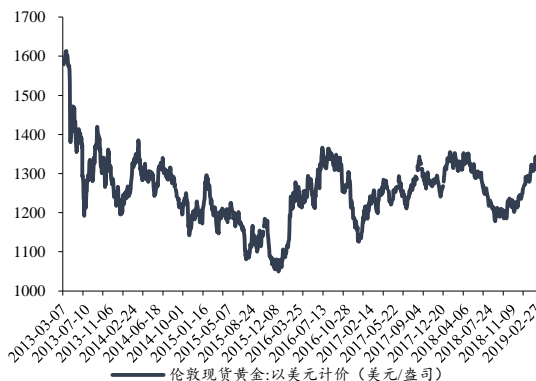
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 46: 2016 年 1 月至今上金所黄金现货 Au100g (元/g)



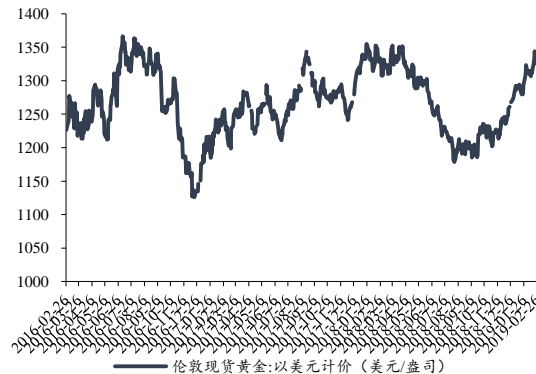
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 47: 2013 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 48: 2016 年 1 月至今伦敦现货黄金 (美元/盎司)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5. 上市公司重要公告

5.1. 纺织制造

【如意集团 业绩快报】公司发布报告期内实现营业收入 132,795.70 万元，同比上升 13.57%；实现归属于上市公司股东的净利润 9,947.75 万元，同比上升 40.24%。

【华孚时尚 业绩快报】公司发布报告期内实现营业收入 14,306,058,436.24 元，同比上升 11.29%；实现归属于上市公司股东的净利润 779,935,316.39 元，同比上升 15.14%。

【美盛文化 业绩快报】公司发布报告期内实现营业收入 786,638,572.12 元，同比-13.77%；实现归属于上市公司股东的净利润 135,729,338.89 元，同比-28.86%。

【嘉麟杰 业绩快报】公司发布报告期内实现营业收入 879,139,974.80 元，同比-0.47%；实现归属于上市公司股东的净利润 17,553,029.45 元，同比上升-37.52%。

【浔兴股份 业绩快报】公司发布报告期内公司实现营业总收入 227,450.91 万元，较上年同期增长 22.29%；实现归属于上市公司股东的净利润-39,630.62 万元，较上年同期下降 433.05%。

【柏堡龙 业绩快报】公司发布报告期内实现营业收入 1,050,083,600.09 元，同比上升 24.79%；实现归属于上市公司股东的净利润 196,664,389.06 元，同比上升 52.09%。

【宏达高科 业绩快报】公司发布报告期内共实现营业收入 64,109.94 万元，同比增长 1.00%；归属于上市公司股东的净利润 9,205.67 万元，同比下降 4.65%。

【华斯股份 年度报告】公司全年实现营业收入 501,372,545.93 元，比上年同期减少 20.91%；实现利润总额 15,327,159.30 元，比上年同期增加 122.15%；归属于上市公司股东的净利润 16,865,311.45 元，比上年同期增加 122.35%。

【嘉欣丝绸 业绩快报】公司发布报告期内营业总收入 31.81 亿元，同比增加 14.71%。归属于上市公司股东的净利润 1.44 亿元，同比增加 28.39%。

【伟星股份 业绩快报】公司发布报告期内营业总收入 27.18 亿元，同比增加 3.56%。归属于上市公司股东的净利润 3.09 亿元，同比下降 15.13%。

【凯瑞德 业绩快报】公司发布报告期内营业总收入 6,253 万元，同比下降 19.85%。归属于上市公司股东的净利润-4.7 亿元，同比下降 1,238.52%。

【孚日股份 业绩快报】公司发布报告期内实现营业总收入 517,052.76 万元，同比增加 7.24%；实现归属于上市公司股东的净利润 44,897.48 万元，同比增长 9.45%。

【新野纺织 业绩快报】公司发布报告期内营业收入 612,847.02 万元,同比增长 17.96%,归属于上市公司股东的净利润 38,472.66 万元,同比增长 31.68%。

5.2. 品牌服饰

【多喜爱 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,公司实现营业总收入 90,282.52 万元,同比增长 32.61%;实现归属于上市公司股东的净利润 2,778.48 万元,同比增长 20.09%。

【罗莱生活 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,公司实现营业收入 481,489.93 万元,比上年同期增长 3.28%,归属于上市公司股东的净利润 52,401.03 万元,比上年同期增加 22.47%。

【七匹狼 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,共实现营业总收入 352,138.46 万元,上涨 14.15%;利润总额 47,260.61 万元,上涨 18.75%;实现净利润 34,757.92 万元,上涨 9.79%。

【安奈儿 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,营业收入预计较上年同期增长 17.55%,归属于上市公司股东的净利润预计较上年同期增长 21.52%,扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润预计较上年同期增长 28.44%。

【万里马 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,公司实现营业收入 69,716.45 万元,较上年同期增长 15.40%;归属上市公司股东的净利润为 3,778.82 万元,比去年同期增长 1.22%。

【金发拉比 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,公司实现营业总收入 45,315.28 万元,同比增加 5.35%;属于上市公司股东的净利润为 6,658.85 万元,同比减少 27.28%。

【开润股份 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,公司实现营业收入 205,323.08 万元,同比增长 76.63%;实现归属于上市公司股东的净利润 17,339.94 万元,同比增长 29.98%

【中潜股份 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,实现营业总收入为 40,084.73 万元,比上年同期增长 4.24%;归属于上市公司股东的净利润为 2,270.03 万元,与上年同期相比下降 47.74%。

【乔治白 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,公司实现营业总收入 1,004,586,586.55 元,比上年同期增长 27.70%;归属上市公司股东的净利润 111,761,058.92 元,比上年同期增长 48.45%。

【森马服饰 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,公司实现营业总收入 1,571,560.88 万元,较上年同期增长 30.68%;实现归属于上市公司股东的净利润 169,256.17 万元,同比增长 48.74%。

【希努尔 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,公司实现营业收入 172,073.72 万元,较上年同期 77,484.32 万元增长 122.08%;归属于上市公司股东的净利润 12,539.26 万元,较上年同期 5,857.24 万元增长 114.08%。

【星期六 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报,实现营业收入 15.32 亿元,比上年同

期增长 1.87%；归属于上市公司股东的净利润 1405.93 万元，比上年同期增长 103.99%。

【朗姿股份 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报，公司实现营业收入 266,154.99 万元，较上年同期增长 13.10%；归属于上市公司股东的净利润 20,934.15 万元，较上年同期增长 11.61%。

【步森股份 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报，公司营业总收入 318,973,222.72 元，同比下降 7.24%；归属于上市公司股东的净利润-161,742,717.74 元，同比下降 378.43%

【摩登大道 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报，公司实现营业总收入 1,563,417,807.04 元，较上年同期增长 69.70%；实现归属于上市公司股东的净利润 75,730,826.55 元，较上年同期下降 43.77%。

【美邦服饰 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报，公司实现营业收入 766,473.24 万元，较上年同期增长 18.42%；实现净利润 4,290.86 万元，较上年同期增长 114.08%。

【三夫户外 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报，实现营业总收入 420,334,022.60 元，同比上升 19.62%；归属于上市公司股东的净利润 5,028,665.04 元，同比上升 138.96%。

【爱迪尔 业绩快报】公司发布 2018 年业绩快报，公司实现营业收入 1,875,318,095.44 元，同比增长 1.74%，实现归属于上市公司股东的净利润为 35,531,856.56 元，同比下降 41.11%。

风险提示：

1、宏观经济增速放缓导致居民可支配收入增速放缓，降低消费热情，服装作为可选消费将受到较为严重的影响。

2、意外天气将影响服装消费：如遇意外暖冬等情况将影响冬装销售，由于冬装单价、毛利高，暖冬将对服装企业造成负面影响。

3、原材料价格意外波动：对于生产制造企业来说，原材料成本占据生产成本比重较大，原材料价格的意外波动（尤其意外下跌）将对生产企业毛利率造成较大影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

