

纺织服装

增值税率下调对纺服行业影响几何？

评级：增持（维持）

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

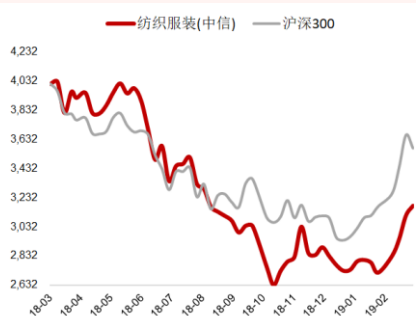
电话：021-20315196

Email: wangys@f.tzq.com.cn

基本状况

上市公司数 88
行业总市值(百万元) 468562
行业流通市值(百万元) 353507

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 从春节返乡问卷看服装消费趋势
- 2 月瑞士手表对大陆出口再减，棉纺景气度环比下降
- 3 业绩快报小结：Q4 板块整体收入业绩放缓，龙头优势凸显

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PEG
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
歌力思	17.18	0.90	1.06	1.36	1.60	19	16	13	11	0.76
海澜之家	9.63	0.74	0.81	0.90	0.98	13	12	11	10	1.19
百隆东方	5.20	0.33	0.39	0.45	0.52	16	13	12	10	0.80
森马服饰	10.19	0.42	0.58	0.70	0.80	24	18	15	13	0.75
水星家纺	15.88	0.96	1.18	1.44	1.74	17	13	11	9	0.62
九牧王	13.51	0.86	0.97	1.09	1.23	16	14	12	11	1.09

备注：股价为 2019.3.8 收盘价

投资要点

- **增值税率下调对纺服行业影响几何：**李总理表明要深化增值税改革，将制造业等行业 16% 的税率降至 13%。此次减税对纺服企业利润影响多大？我们对板块内重点企业做了测算，得出：1) 对 2C 端的品牌服饰而言，高毛利率&低净利率者弹性大；2) 对行业竞争充分且 2B 端的纺织制造企业而言，因对下游议价力较弱而影响较小。
- **一周回顾：**本周中信纺织服装指数上涨 2.12%，其中纺织制造和品牌服装分别上涨 3.95% 和 0.19%，均跑赢沪深 300 (-2.46%)。从估值上看，纺织制造/品牌服装分别环比上涨 3.75%/0.26%，达 26.69/19.92。从个股表现上看，三夫户外、御家汇、步森股份涨幅居前，安奈儿、摩登大道、浔兴股份跌幅居前。
- **行业数据&信息：**
 - **品牌服饰：**2019 年 1-2 月服装家纺类产品线上零售额平稳增长。天猫平台男/女/童装/家纺类产品销售额当月同比增速为 3.60%/7.89%/8.66%/-5.17%，相比去年同期增速大幅下滑，主要是受 18Q1 高基数和终端消费疲软的影响。
 - **纺织制造：**1-2 月纺织制品及服装外贸出口下滑。服装类出口金额累计同增-15.35%（增速环比-19.38PCTs），纺织类出口金额累计同增-8.05%（增速环比-22.34PCTs）。我们认为，1 月出口大增，而 2 月大幅下降，主要因前期春节前集中出货、及在中美谈判出结果前抢出口有关，导致部分需求提前透支。而 3 月 9 日商务部在答记者问中提到，中美双方贸易团队正在沟通中，双方达成重要的共识，方向是全面取消互相加征关税。中美贸易磋商预期向好，或有利于缓解前期下游客户因观望而下降的下单积极性。
- **行业观点及投资建议：**年初至今，纺服板块涨幅（16.31%）逊于市场，且在消费行业中排名靠后（家电 26.64%、食品饮料 21.49%、医药 19.21%、商贸零售 18.72%、汽车 16.54%）。从估值看，龙头公司估值偏低。而从历史看，当消费板块反弹时，纺服板块的反弹有一定滞后性，因此我们认为，业绩具有确定性且低估值的行业龙头有望迎来估值修复。考虑到年报披露在即，建议关注业绩确定性较强，且年初至今滞涨的越南产能快速释放且订单有保障的健盛集团、中高端龙头歌力思、大众龙头森马服饰、以及高分红的九牧王。
- **风险提示：**宏观经济增速放缓风险；终端消费需求放缓，或致品牌服饰销售低于预期；棉价异动风险。

内容目录

增值税率下调，高毛利率&低净利率的品牌服饰弹性大.....	- 3 -
板块表现.....	- 4 -
行业数据.....	- 5 -
品牌服饰：MSCI 中国大盘 A 股纳入因子提升，纺服龙头公司受益.....	- 5 -
棉纺制造：中美双方达成重要共识，方向是取消互相加征关税.....	- 9 -
行业公告&资讯.....	- 12 -
风险提示.....	- 13 -
附录：图表.....	- 13 -
投资评级说明.....	- 14 -

增值税率下调，高毛利率&低净利率的品牌服饰弹性大

- 两会上，李总理表明要深化增值税改革，将制造业等行业 16%的税率降至 13%。此次减税对纺服企业利润影响多大？我们对板块内重点企业做了测算，得出：1) 对 2C 端的品牌服饰而言，高毛利率&低净利率者弹性大；2) 对行业竞争充分且 2B 端的纺织制造企业而言，因对下游议价力较弱而影响较小。
- 目前板块内企业多采用 16%的增值税税率，假设在新税率下增值税下各企业增值税下调至 13%。
- 进项税抵扣额：由于营业成本包含实物成本与人力成本，而人力成本不包含在进项抵扣额中，因此我们以 2017 年为基数，选择现金流量表中“购买商品、接受服务支付的现金”作为进项抵扣额。
- 含税收入：用现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”，而不是公司营业收入，因为增值税是价外税，收到的现金流是包含增值税的，营业收入则是不包含的。
- 对于品牌服饰企业而言，其可能的增值税减免带来的收益主要包括自身所交增值税的减免以及上游原材料成本的下降。经过对核心品牌服饰企业测算发现，**毛利率高且净利润率的企业利润弹性大**。利润弹性最大的前五家公司为安奈儿/拉夏贝尔/朗姿/太平鸟/维格娜丝，利润弹性分别为 25%/23%/23%/19%/18%。
 - **自身所交增值税的减免**：对下游消费者而言，品牌服饰面对的消费者的价格敏感度较低，实际终端价格一般来说不会调整，因此原先作为价外税在收入扣除中的增值税，其减免部分可以直接作为公司的增量收入及纯税前利润。“自身所交增值税的减免”计算公式为：“销售商品、提供劳务收到的现金”-“购买商品、接受服务支付的现金” $\times 3\%$ 。
 - **上游原材料成本的下降**：对上游供应商而言，由于上游纺织及成衣制造竞争度较高属于完全竞争市场，对下游品牌商而言议价力较弱，因此上游的税费减免的大部分会落到公司手中，我们假设上游供应商中，其原材料成本占价外收入比重为 70%（一般纺织制造毛利率 20-25%，再加上 5-10 个点的人力成本），则上游供应商的增值税为其价外收入 $\times 30\% \times 17\%$ ；我们再假设减免的三个点增值税中，有 2 个点被品牌服饰企业所占有，则对于品牌服饰企业而言，“上游原材料成本的下降”计算公式为“购买商品、接受服务支付的现金” $\times 30\% \times 2\%$ 。
- 对于纺织制造企业而言，因行业竞争充分，且主要是 2B，因此对下游议价力较弱，所以其因增值税下降而增加的利润部分容易被下游侵蚀，所以我们认为增值税率下调对纺织制造行业而言影响较小。

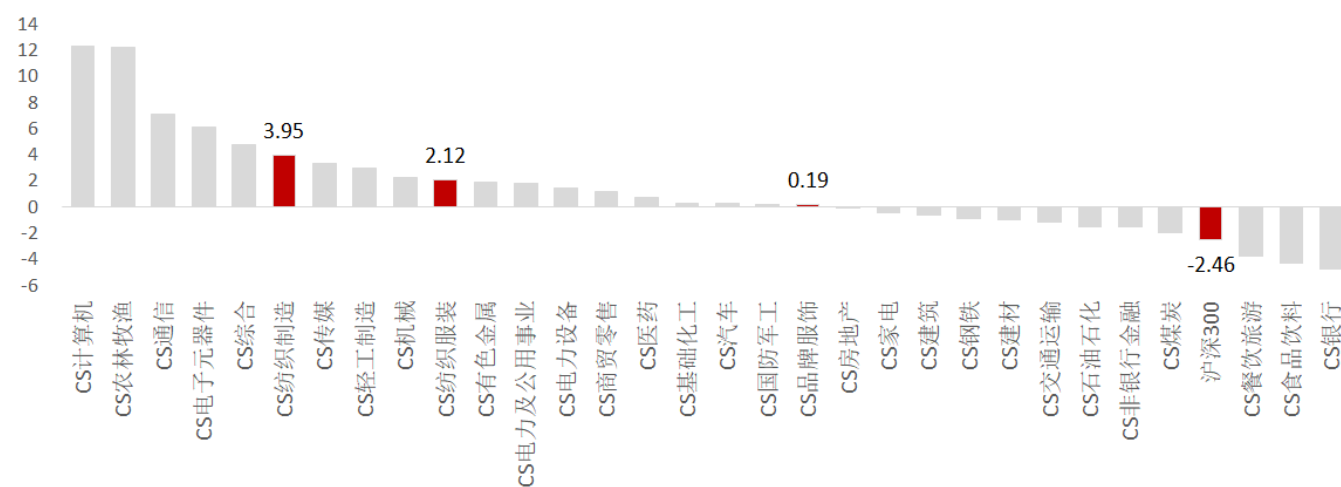
图表 1：以 2017 年为基数，增值税率下调给主要的品牌服饰企业带来的业绩弹性（万元）

公司	增值税减少额 (16%>13%)	原材料成本下降	原税前净利润	原净利润	所得税率	增厚净利润	利润弹性	毛利率	净利率
安奈儿	1909	332	9,056	6,887	24.0%	1704	25%	55.5%	6.7%
拉夏贝尔	13166	3692	73,023	53,744	26.4%	12407	23%	62.5%	6.0%
朗姿股份	1870	428	10,145	7,699	24.1%	1744	23%	60.1%	7.2%
太平鸟	5473	586	31,461	22,223	29.4%	4280	19%	69.7%	8.7%
维格娜丝	1653	167	10,225	7,728	24.4%	1375	18%	46.7%	9.8%
潮宏基	6280	2166	54,388	45,307	16.7%	7036	16%	43.5%	9.7%
森马服饰	3768	1341	33,486	28,374	15.3%	4328	15%	37.4%	9.2%
罗莱生活	15920	5431	151,379	113,047	25.3%	15945	14%	35.5%	9.4%
歌力思	2644	634	24,735	21,547	12.9%	2856	13%	36.5%	11.1%
比音勒芬	3437	1288	39,799	34,325	13.8%	4076	12%	40.7%	11.1%
水星家纺	4931	268	47,802	35,451	25.8%	3855	11%	68.8%	17.3%
安正时尚	3106	355	31,627	27,307	13.7%	2988	11%	66.7%	19.2%
富安娜	3714	1397	47,615	37,300	21.7%	4003	11%	34.5%	11.5%
九牧王	1974	373	23,223	18,022	22.4%	1821	10%	65.4%	17.1%
七匹狼	5349	694	60,421	49,237	18.5%	4925	10%	57.4%	19.2%
搜于特	293	11701	104,917	77,053	26.6%	8809	11%	9.5%	4.2%
茉钟通灵	1150	521	16,327	14,183	13.1%	1452	10%	29.6%	12.2%
金发拉比	2755	880	41,175	30,948	24.8%	2732	9%	54.5%	15.8%
开润股份	771	139	10,774	9,157	15.0%	773	8%	53.3%	21.3%
海澜之家	25098	8229	439,547	332,933	24.3%	25243	8%	39.0%	18.3%
周大生	2937	1963	79,058	59,207	25.1%	3670	6%	32.4%	15.6%

来源: wind, 中泰证券研究所

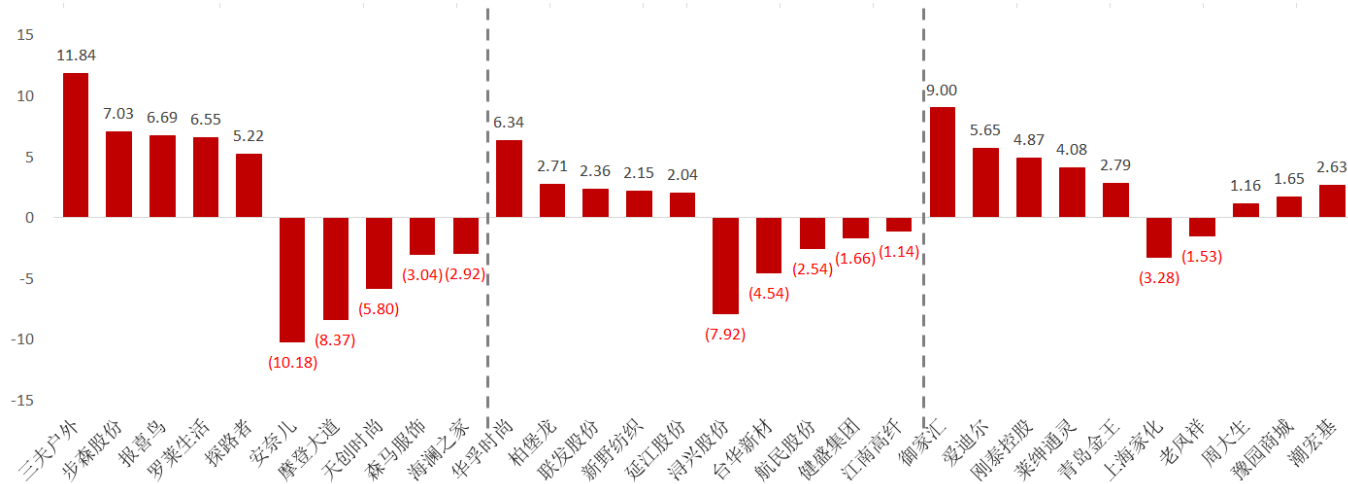
板块表现

图表2: 本周板块表现: 纺织制造 (+3.95%) 和品牌服饰 (+0.19%) 均跑赢沪深300指数 (-2.46%)



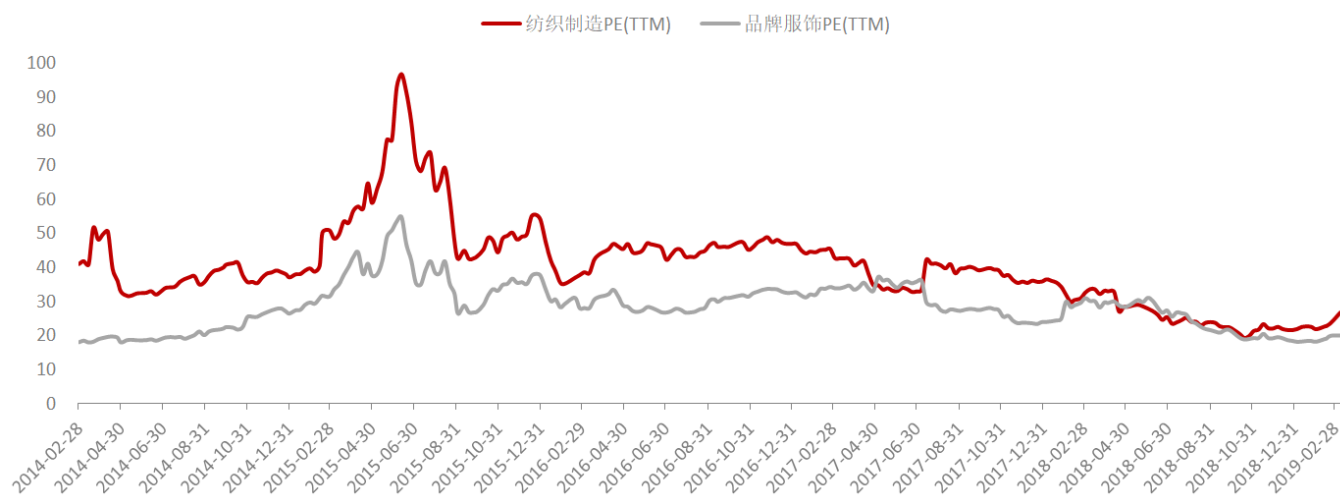
来源: wind, 中泰证券研究所

图表3: 本周个股表现: 纺服行业三夫户外、步森股份、报喜鸟涨幅居前, 安奈儿、摩登大道、浔兴股份跌幅居前; 珠宝与化妆品御家汇、爱迪尔、刚泰控股涨幅居前, 上海家化、老凤祥跌幅居前



来源: wind, 中泰证券研究所

图表4: 品牌服装 (20x)、纺织制造 (27x) 板块估值 (截至 2019.3.08)



来源: Wind, 中泰证券研究所

行业数据

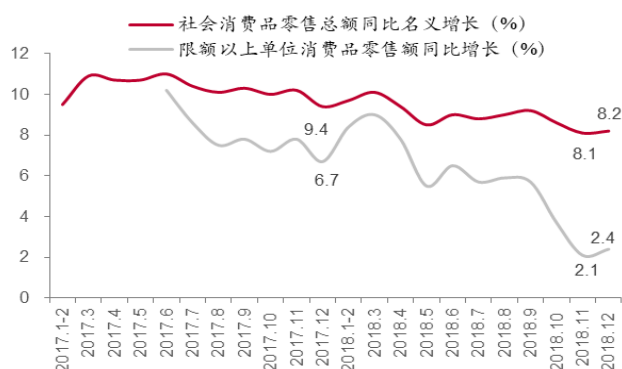
品牌服饰: MSCI 中国大盘 A 股纳入因子提升, 纺服龙头公司受益

- 3 家纺服企业将受益于 A 股占 MSCI 权重提升。3 月 1 日 MSCI 官网公告, 将把指数中的现有的中国大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 20%, 并于 5 月、8 月、11 月分三步完成。同时也将中国中盘 A 股也纳入 MSCI 中国指数, 将深圳证券交易所创业板市场加入符合 MSCI 指数条件的证券市场名单。完成后, MSCI 新兴市场指数成分股中拥有中国大盘 A 股 253 只以及中国中盘 A 股 168 只 (其中包括创业板股票 27 只)。纺织服装行业中森马服饰、海澜之家和雅戈尔位于 A 股大盘股名单, 化妆品板块的上海家化位于 A 股中盘股名单。这意味着未来有更多的国际投

投资者可以参与到中国市场的投资当中，据 MSCI 预测，5%的初始纳入因子预期将为 A 股市场带来约 220 亿美元的资金流入，扩容部分将吸引 660 亿美元的外资增量。

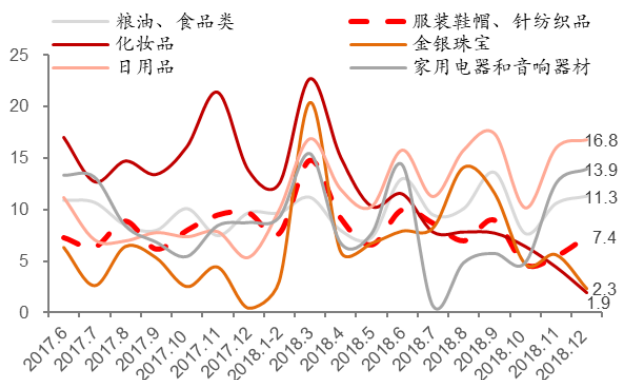
- 终端情况：最新数据显示，2018 年全年社零总额增长 9.0%，其中 12 月全国社零/限额以上企业销售额增速分别为 8.2%/2.4%，增速同比放缓 1.2/4.3PCTs，环比提升 0.1/0.3PCTs。12 月环比有所改善，我们认为主要与气温下降带动冬装销售增长，及元旦春节预热有关。
 - 分品类看，12 月社会零售总额中，各品类均实现同比正增长，其中服装鞋帽、针纺织品同增 7.4%，增速环比提升 1.9PCTs，但同比放缓 2.3PCTs，说明服装类终端消费整体较 2017 年同期弱，但环比略有改善。
 - 12 月限额以上企业服装零售额同增 7.3%，环比回升 1.7PCTs，同比下滑 3.5PCTs。

图表 5: 2017.1-18.12 社零/限额以上企业服装类零售额当月同比增速 (%) (数据更新至 19.3.8)



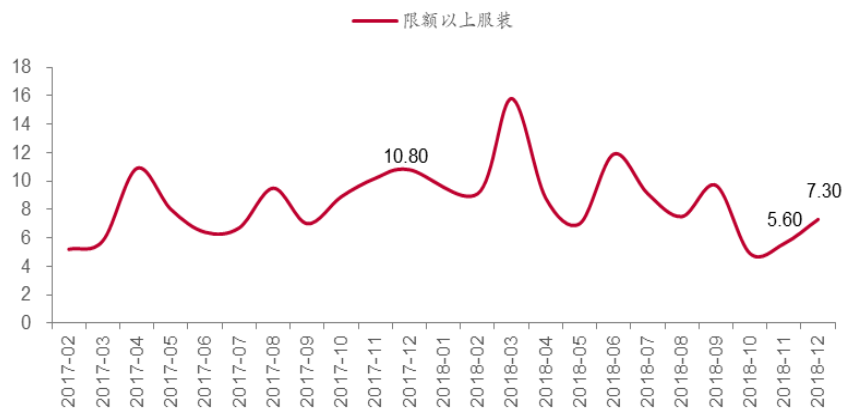
来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所

图表 6: 2018.12 月社零总额中分品类销售额当月同比%。(数据更新至 19.3.8)



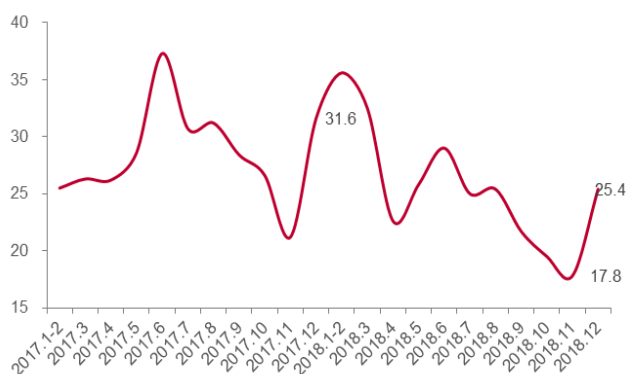
来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所

图表 7: 2017.1-2018.12 限额以上企业服装类零售额增速 (%)

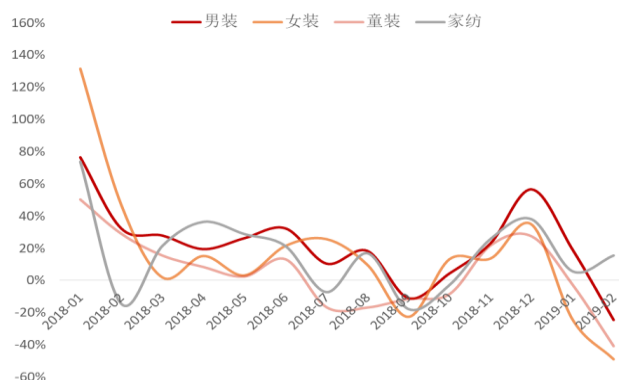


来源：中华全国商业信息中心，Wind，中泰证券研究所

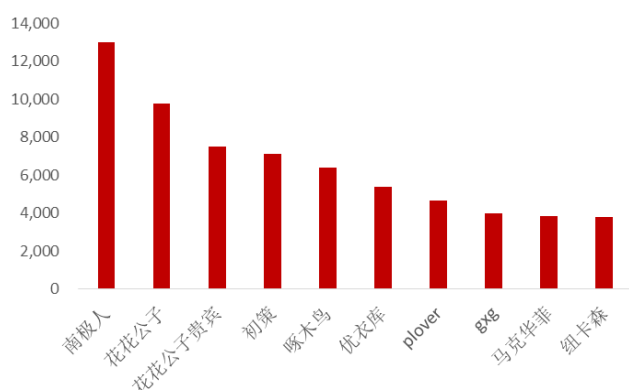
- 分渠道看,与整体趋势一致,社零总额中12月线上销售额同增25.4%,增速环比/同比分别提升7.6/-6.2PCTs。其中穿着类实物商品网上零售额累计增长率为22.0%,环比提升0.8PCTs。
- 从服装类线上销售额看,2019年1-2月天猫平台男/女/童装、家纺类产品销售额当月同比增速为3.60%/7.89%/8.66%/-5.17%,相比去年同期增速大幅下滑,主要是受18Q1高基数和终端消费疲软的影响。
- 从品牌排行看,行业龙头品牌排名靠前。天猫平台男装TOP10品牌分别为南极人、花花公子、花花公子贵宾等;女装TOP10品牌有Only、Vero Moda、优衣库等;童装TOP10品牌有巴拉巴拉、南极人、mini balabala等;家纺类产品TOP10品牌有南极人、水星家纺、Royallatex等;护肤品TOP10品牌为Bauo、SK-II、欧丽源等;彩妆类产品TOP10品牌为MAC、完美日记、圣罗兰等。

图表 8: 2017.1-2018.12 社零总额中线上销售增速%


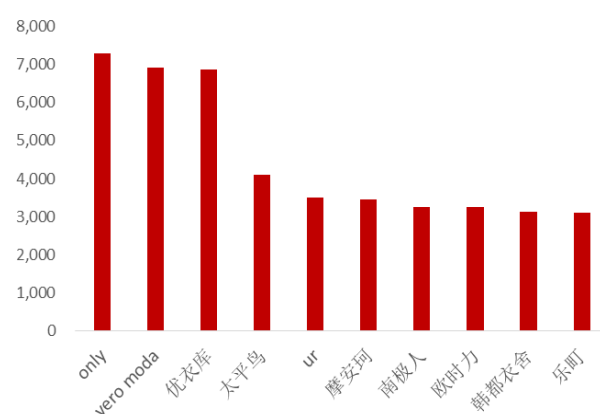
来源: 中华全国商业信息中心, 中泰证券研究所

图表 9: 2018.1-19.2 天猫、淘宝平台男/女/童装、家纺销售额当月同比%


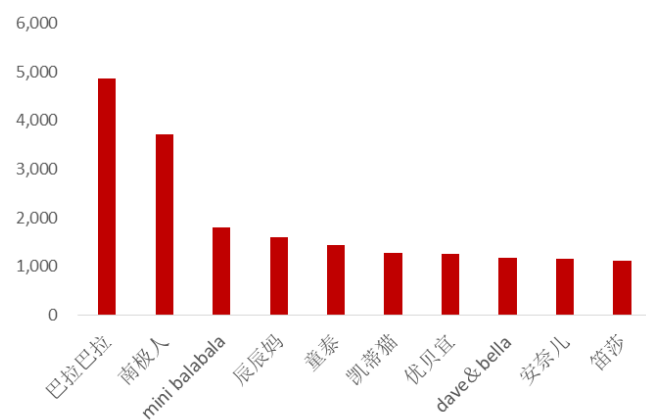
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

图表 10: 2019.2 月天猫平台男装销售额 TOP10 品牌 (万元)


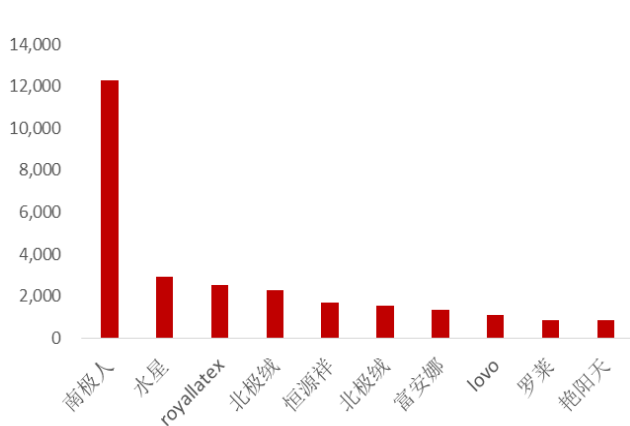
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

图表 11: 2019.2 月天猫平台女装销售额 TOP10 品牌 (万元)


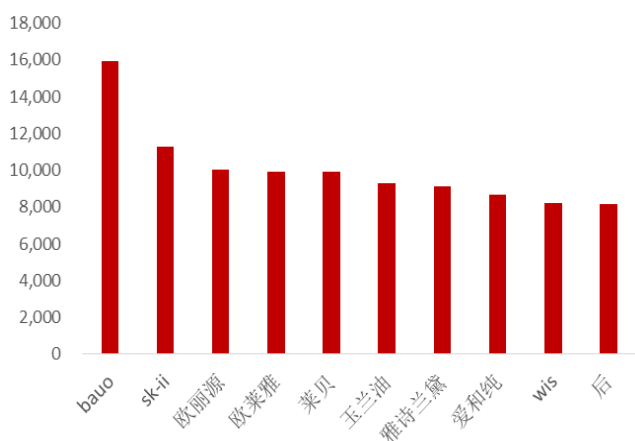
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

图表 12: 2019.2 月天猫平台童装销售额 TOP10 品牌 (万元)


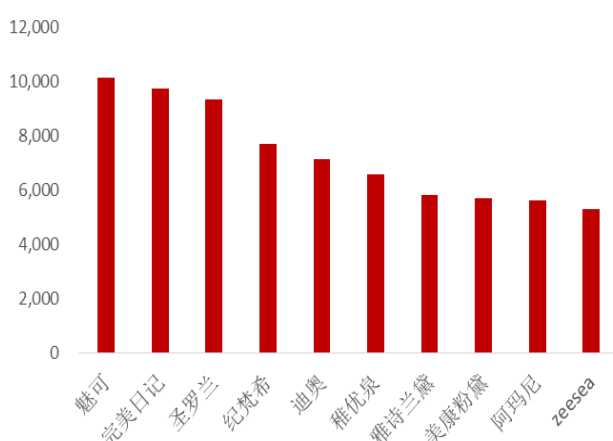
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

图表 13: 2019.2 月天猫平台床上用品销售额 TOP10 品牌 (万元)


来源: 淘数据, 中泰证券研究所

图表 14: 2019.2 月天猫平台护肤类销售额 TOP10 品牌 (万元)


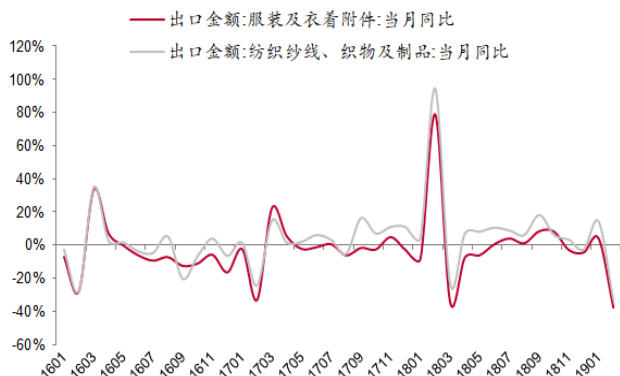
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

图表 15: 2019.2 月天猫平台彩妆类销售额 TOP10 品牌 (万元)


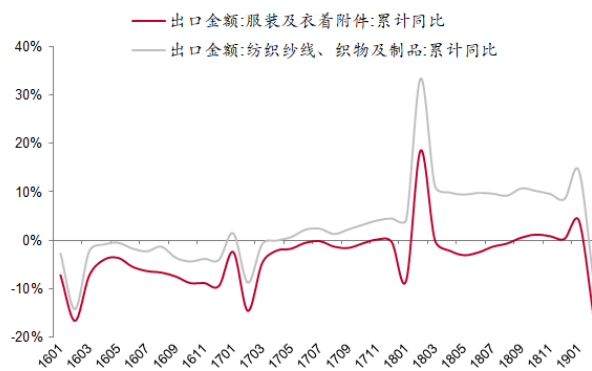
来源: 淘数据, 中泰证券研究所

- 从出口看, 2019 年 1-2 月纺织制品及服装外贸出口下滑。服装类出口金额累计同增-15.35% (增速环比-19.38PCTs), 纺织类出口金额累计同增-8.05% (增速环比-22.34PCTs)。我们认为, 1 月出口大增, 而 2 月大幅下降, 主要因前期春节前集中出货、及在中美谈判出结果前抢出口有关, 导致部分需求提前透支。

图表 16: 2019.2 月当月服装类出口金额同增 -37.71% (增速环比-47.46PCTs), 纺织类出口金额同增-33.17% (增速环比-41.75PCTs)。
图表 17: 2019.2 月服装类出口金额累计同增 -15.35% (增速环比-19.38PCTs), 纺织类出口金额累计同增-8.05% (增速环比-22.34PCTs)。



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

棉纺制造: 中美双方达成重要共识, 方向是取消互相加征关税

- 本周棉花 328 价格指数收于 15489 元/吨, 环比/同比变动 0.23%/-1.11%; 长绒棉价格指数收于 24500 元/吨, 环比/同比变动 0.81%/-0.41%; Cotlook A 价格指数收于 81.25 美分/磅, 环比/同变动-0.79%/-11.88%。
- **中美双方达成重要共识, 方向是取消互相加征关税。**3月9日商务部在答记者问中提到, 中美双方贸易团队正在沟通中, 双方达成重要的共识, 方向是全面取消互相加征关税。中美贸易磋商预期向好, 或有利于缓解前期下游客户因观望而下降的下单积极性。
- **从供给看, 预计 2018/19 年国内供需缺口缩小, 全球缺口扩大。**USDA 预计 2018/19 年中国内供需差为 123.0 万吨, 较 2017/18 年减小 34.9 万吨。同时调增国内产量 (10.9 万吨) 和进口量 (10.9 万吨), 调减国内消费量 (-21.8 万吨)。从整体看, 全球 2018/19 年供需差为 113.2 万吨, 较上年扩大 46.1 万吨, 主要是由于期初库存/产量分别减少了 128.3/93.8 万吨, 并同时下调了全球棉花产量 (-6.3 万吨) 和消费量 (-43.3 万吨) 预期。从库存消费比看, USDA 预计 2018 年为 79.63% (-12.8PCTs), 而 ICAC 的预测也反应相同趋势, 预计 2018 年为 96% (-3.0PCTs)。
- **从需求看, 内需增速较稳定, 纺织类出口表现较好。**2018 年全年全国社零/限额以上企业/穿着类实物商品网上零售额增速分别为 8.0%/8.5%/22.0%, 增速环比变化-0.1/-0.2/0.8PCTs。2018 年全年服装类出口金额同增 0.27% (增速同比提升+4.00PCTs), 纺织类出口金额同增 8.50% (增速同比提升 0.67PCTs)。
- **库存有所改善。**USDA 2019 年 2 月数据显示, 2018 年中国棉花库消比为 79.63%, 较 2017 年下降 12.82%; 从中间环节看, 2019 年 1 月国内纱线/坯布库存天数分别为 22/32 天, 分别环比增加-1/1 天。

图表 18: USDA 对中国棉花供需预测 (万吨)

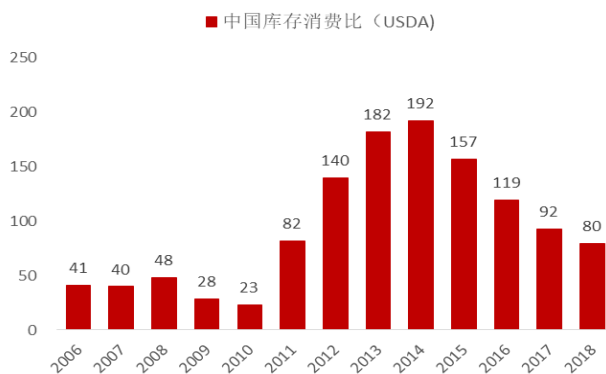
	期初库存	产量	进口量	国内消费量	出口量	期末库存
2012/13	676.7	762.0	442.6	783.8	1.1	1,096.5
2013/14	1,096.5	713.1	307.4	751.2	0.7	1,365.4
2014/15	1,365.4	653.2	180.3	740.3	1.5	1,457.0
2015/16	1,457.0	479.0	96.0	762.0	2.8	1,267.2
2016/17	1,267.2	495.3	109.6	816.5	1.3	1,054.2
2017/18	1,054.2	598.7	115.4	870.9	1.1	896.4
2018/19 (19年2月)	827.8	598.8	163.3	881.8	3.3	704.8
2018/19 (18年12月)	827.8	587.9	152.4	903.6	3.3	661.2

来源: USDA, 中泰证券研究所

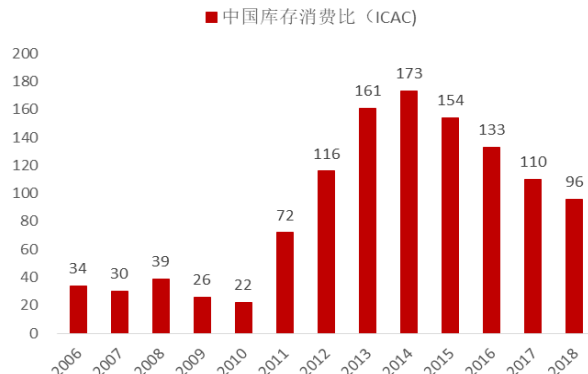
图表 19: USDA 对全球棉花供需预测 (万吨)

	期初库存	产量	进口量	国内消费量	出口量	期末库存
2012/13	1,604.7	2,690.2	1,008.1	2,344.9	1,016.4	1,959.6
2013/14	1,997.4	2,621.7	898.8	2,393.9	888.5	2,243.7
2014/15	2,249.3	2,595.1	785.3	2,425.9	768.8	2,431.4
2015/16	2,420.0	2,093.5	771.2	2,444.2	764.9	2,076.3
2016/17	2,076.3	2,321.6	819.9	2,499.8	814.3	1,893.0
2017/18	1,893.0	2,672.8	763.2	2,629.4	873.7	1,920.5
2018/19 (19年2月)	1,764.7	2,579.0	921.2	2,692.0	921.4	1,643.8
2018/19 (18年12月)	1,751.6	2,585.3	908.1	2,735.3	908.6	1,593.6

来源: USDA, 中泰证券研究所

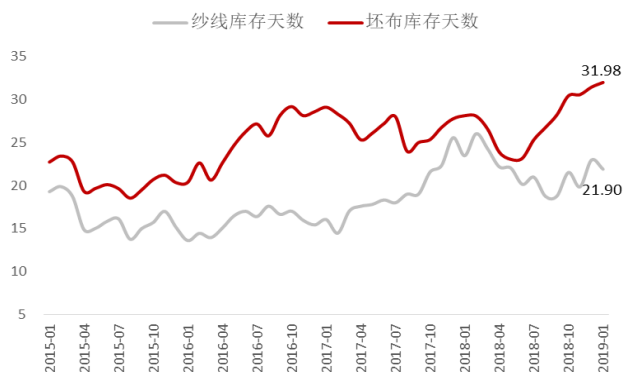
图表 20: USDA 2018 年中国棉花库存消费比为 79.63% (-12.82PCTs)


来源: USDA, 中泰证券研究所

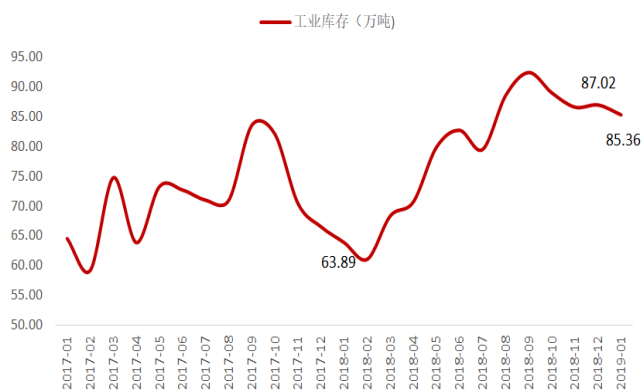
图表 22: 2019.1 月国内纱线/坯布库存天数分别为 22/32 天, 分别环比增加-1/1 天
图表 21: ICAC 预测 2018 年中国棉花库存消费比为 96% (-14PCTs)


来源: ICAC, 中泰证券研究所

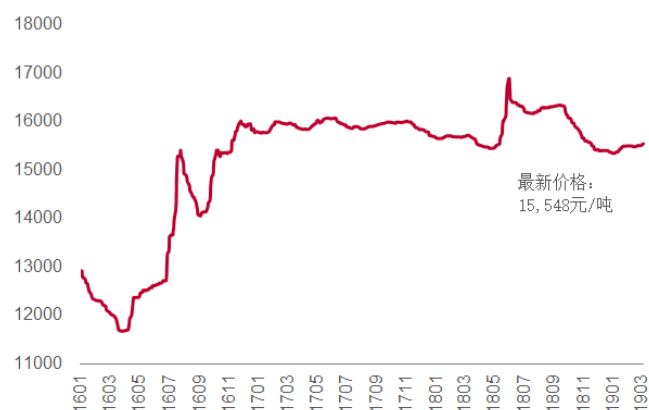
图表 23: 2019.1 月国内棉花商业库存为 484.86 万吨, 环比下降 2.2%。



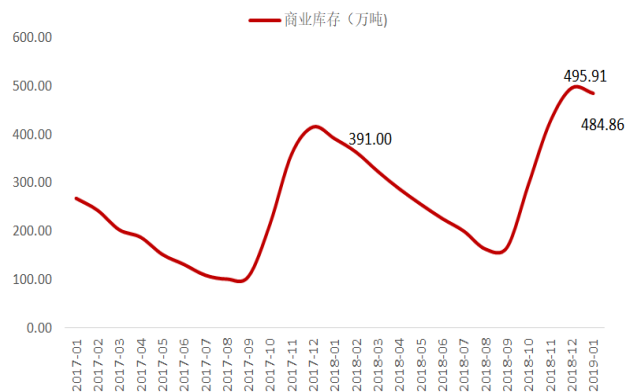
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 2019.1 月国内棉花工业库存为 85.36 万吨, 环比下降 1.9%


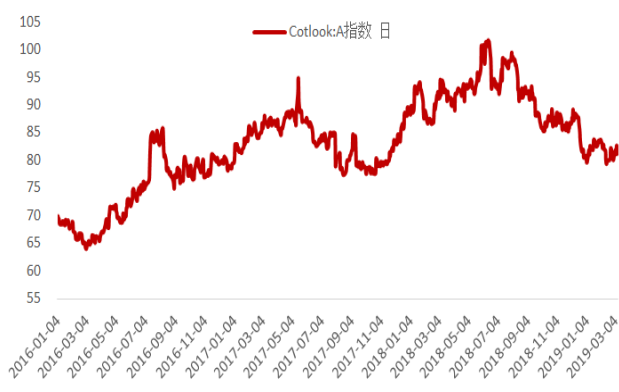
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 26: 国棉现货 328 (同增-1.11%至 15548 元/吨) (更新至 19.3.8)


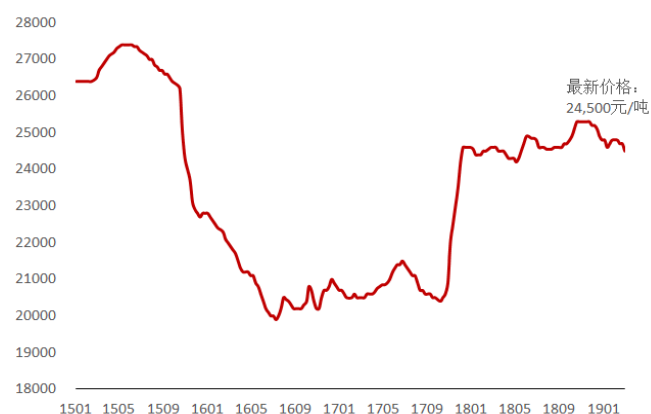
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 28: 涤纶短纤 (同增-3.80%至 8850 元/吨) (更新至 19.3.8)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: CotlookA 指数 (同增-11.88%至 81.25 美分/磅) (更新至 19.3.8)


来源: Wind, 中泰证券研究所

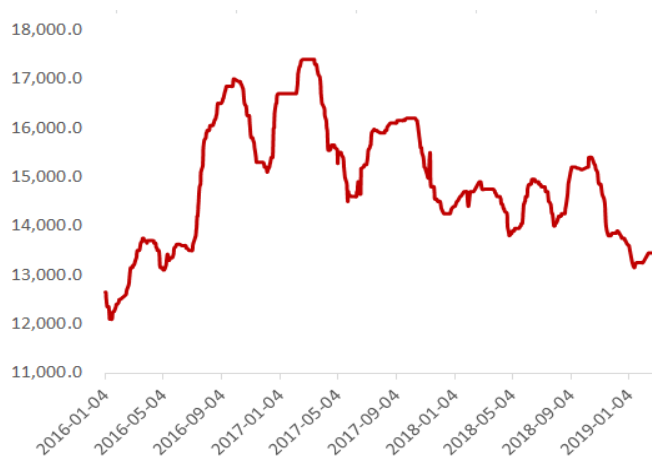
图表 27: 长绒棉 237 (同增-0.41%至 24500 元/吨) (更新至 19.3.8)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 29: 黏胶短纤 (同增-9.52%至 13300 元/吨) (更新至 19.3.8)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

行业公告&资讯

■ 行业公告

【天创时尚】公司累计回购公司股份 923 万股，占公司总股本的 2.14%，回购价格 10.40-11.30 元/股，使用资金总额 1 亿元。3 月 14 日公司首次公开发行部分限售股上市流通，数量为 1.75 亿股，占公司股本总数的 40.74%。

【珀莱雅】公司股东方玉友质押公司股份 262 万股，占总股本的 1.3%；累积质押 748 万股，占总股本的 3.7%。

【起步股份】公司股东香港起步质押公司股份 4600 万股，占总股本的 9.7%；累积质押 1 亿股，占总股本的 23.8%。

【探路者】2018 财年营业收入 20.05 亿元，同比下滑 33.91%，亏损扩大到 1.82 亿元。

【森马服饰】截至 2019 年 3 月 6 日，公司股东周凡平先生减持公司股份 2922 万股，占公司总股本的 1.08%。

【三夫户外】公司持股 5%以上股东天津亿润成长计划在六个月内减持公司股份合计不超过 6728 万股，即不超过公司总股本的 6%。

【报喜鸟】3 月 4 日至 3 月 6 日期间，公司控股股东一致行动人吴婷婷累计增持公司股份 1951 万股，达到公司总股本的 1.60%。

■ 行业新闻

【卡位服饰新零售，江南布衣任命女新 CEO】国内服饰集团江南布衣昨日晚间发布公告，自 2019 年 3 月 7 日起，吴华婷将接替吴健成为新的首席执行官，吴健则继续担任董事会主席兼执行董事。根据双方签署的协

议，吴华婷任期为 5 年，年薪约为 114 万元人民币以及股票分红。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/U5P3b0c7vPE1Y1Iuhr3c5g>（资料来源：LADYMAX）

【成功摆脱性感营销，A&F 集团去年净利润翻 10 倍】美国服饰品牌 Abercrombie & Fitch 日前发布第四季度初步业绩数据，其销售额同比下跌 3% 至约 12 亿美元，但净利润从上一年同期的 7420 万美元大涨 30.6% 至 9694 万美元。2018 年全年集团销售额将同比上涨 3% 至约 36 亿美元，可比销售则增长 3%，净利润从上一年度的 710 万美元猛涨逾 10 倍至 7454 万美元。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/FpvI6PTC70S1TK2FahZm5Q>（资料来源：LADYMAX）

【Superdry 总部将裁员 200 人 计划三年节省 5000 万英镑】英国潮牌 Superdry 此前发布的三季度业绩显示，Superdry 实体店销售下滑 8.5%，股价更是跌了 7 成。为了缩减公司成本，计划总部裁员 200 人，最终达到三年内节省 5000 万英镑的目标，目前正在与员工进行磋商。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/oBNKPUImF1Zk1-w3bWZSAg>（资料来源：中国服装网）

【佐丹奴国际 2018 年纯利减少 4% 电商渠道增长 1.3%】截至 2018 年 12 月 31 日止年度，公司实现销售额同比增加 1.8% 至 55.09 亿港元；毛利同比上升 0.9% 至 32.50 亿港元；公司股东应占除所得税后溢利同比减少 4.0% 至 4.80 亿港元；每股基本及摊薄盈利分别为 30.5 港仙；建议末期股息为每股 16.5 港仙，全年股息为每股 33.5 港仙。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/3AFdv4szHI5GpmD3fTLCQg>（资料来源：中国服装网）

风险提示

- **宏观经济增速放缓风险。**经济增速下行影响居民可支配收入，削弱消费升级驱动力。
- **终端消费低迷风险。**消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。
- **棉价异动致风险。**棉花产业政策存在不确定性，价格剧烈波动下纺织企业盈利恐承压。

附录：图表

图表 30：纺织服饰/珠宝行业重点公司盈利预测及估值

简称	股价	EPS (元)			PE			PEG
	(元)	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
歌力思	17.18	1.06	1.36	1.60	16	13	11	0.76
水星家纺	15.88	1.18	1.44	1.74	13	11	9	0.62
海澜之家	9.63	0.81	0.90	0.98	12	11	10	1.19
百隆东方	5.20	0.39	0.45	0.52	13	12	10	0.80
九牧王	13.51	0.97	1.09	1.23	14	12	11	1.09
太平鸟	18.91	1.36	1.74	1.95	14	11	10	0.51
森马服饰	10.19	0.58	0.70	0.80	18	15	13	0.75
新野纺织	4.28	0.48	0.54	0.64	9	8	7	0.42
潮宏基	5.08	0.36	0.56	0.64	14	9	8	0.53
鲁泰 A	10.09	1.00	1.10	1.21	10	9	8	1.01
维格娜丝	15.61	1.57	1.92	2.26	10	8	7	0.34
安奈儿	21.96	0.62	0.78	0.96	35	28	23	1.56

来源: Wind, 中泰证券研究所预测整理 注: 收盘价截至 2019 年 3 月 8 日

投资评级说明

评级	说明
----	----

股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。