

# 前 2 月化妆品与珠宝零售向好，减税降费加快落地利好行业



## 核心观点

- 行情回顾：**本周大盘呈上行走势，全周沪深 300 指数上涨 2.39%，创业板指数上涨 0.49%，纺织服装行业全周上涨 3.22%，表现强于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块和品牌服饰板块分别上涨 3.32% 和 3.10%。个股方面，板块中小市值个股与低价股表现相对更活跃，我们覆盖的华孚时尚、森马服饰、水星家纺等取得了正收益。
- 海外要闻：**(1) 春装新品刺激，优衣库日本 2 月同店销售增长 3.0%。(2) Zara 母公司 Inditex 业绩增速创五年新低。
- A 股行业与公司重要信息：**(1) 2019 年 1-2 月全国社会消费品零售总额同比增长 8.2%，限额以上单位服装鞋帽针纺织品、化妆品与金银珠宝零售额分别同比增长 1.8%、8.9% 与 4.4%。(2) 朗姿股份：18 年公司营业收入和净利润分别同比增长 13.10% 和 12.20%，扣非后净利润同比增长 29.22%。(3) 上海家化：18 年公司营业收入和净利润分别同比增长 10.01% 和 38.63%，扣非后净利润同比增长 37.82%。(4) 安正时尚：公司以集中竞价交易方式首次回购股份 591,200 股，占总股本 0.1462%。(5) 华孚时尚：a. 公司拟公开可转换公司债券，募集资金总额不超过人民币 25 亿元。b. 公司二次修改《回购公司股份方案》，修改回购股份用途为全部用于转换成公司发行的可转换为股票的公司债券。(6) 红蜻蜓：公司全资子公司红蜻蜓资管拟以自有资金 8,000 万元与苏州协立、浦口高科共同成立南京浦口协立。(7) 03/02-03/08 消费行业投融资情况：a. 女性精品电商够货获得 A 轮融资。b. 运动科技公司 SPAX 获得 400 万美元 Pre-A 轮融资。
- 本周重点报告：**(1) 上海家化年报点评：18 年业绩符合预期，19 年重点看佰草集重新发力。(2) 朗姿股份年报点评：18 年女装电商增速亮眼，阿卡邦业务拖累整体盈利。
- 本周建议板块组合：**森马服饰、海澜之家、老凤祥、珀莱雅和歌力思。上周组合表现：森马服饰 8%、海澜之家 0%、老凤祥 2%、珀莱雅 14%、歌力思 0%。

## 投资建议与投资标的

- 1-2 月全国社会消费品零售同比增长 8.2%，增速与去年 12 月持平，分品类来看，限额以上企业服装鞋帽针纺织品、化妆品与金银珠宝零售分别同比增长 1.8%、8.9% 与 4.4%，化妆品与金银珠宝零售增速相较 12 月有所改善，服装零售增速疲弱，反映了同期基数偏高（18 年 1-2 月同比增长 7.7%）情况下短期行业增速面临的压力。周五李克强总理在全国人大二次会议闭幕后回答记者关于今年更大规模减税降费相关举措的问题时，明确了今年 4 月 1 日起降低增值税，5 月 1 日起降低社保费率等措施，我们预计对纺服板块业绩和后期可选消费的需求都将带来深远影响，一方面将增厚上市公司盈利，另一方面减税降费在大方向上有利于终端消费的激发。在大盘持续回暖的趋势下，我们认为纺织服装行业存在补涨机会，随着 18 年高业绩基数的消化，板块龙头公司估值性价比逐步凸显，目前我们看好两条主线：(1) 中期：估值低、长期前景看好，部分已被纳入 MSCI 指数（对行业估值有长期影响）的白马龙头，如海澜之家(600398, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、歌力思(603808, 买入)与雅戈尔(600177, 未评级)等，(2) 短期：建议关注一季报预期良好的公司，比如珀莱雅(603605, 买入)、南极电商(002127, 增持)、比音勒芬(002832, 未评级)和地素时尚(603587, 未评级)等。另外，财务质地优良、增长稳健且国企改革有望加速的老凤祥(600612, 买入)我们继续看好。

## 风险提示

- 行业投资风险主要来自于国内零售终端短期的压力、棉价和人民币汇率波动等。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

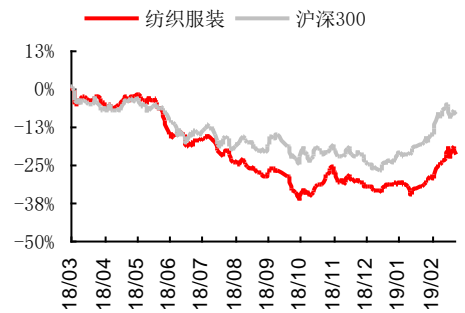
行业

纺织服装

报告发布日期

2019 年 03 月 17 日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

赵越峰

021-63325888\*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

联系人

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

## 相关报告

关注增值税下调利好 关注 MSCI 对行业 2019-03-11  
龙头估值的长期影响

当前小市值股活跃 未来板块低估值龙头 2019-03-04  
有补涨机会

看好当前位置纺织服装板块低估值龙头 2019-02-25  
的补涨机会

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 行情回顾

本周大盘呈上行走势，全周沪深 300 指数上涨 2.39%，创业板指数上涨 0.49%，纺织服装行业全周上涨 3.22%，表现强于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块和品牌服饰板块分别上涨 3.32% 和 3.10%。个股方面，板块中小市值个股与低价股表现相对更活跃，我们覆盖的华孚时尚、森马服饰、水星家纺等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	华升股份	龙头股份	浔兴股份	美邦服饰	珀莱雅	欣龙控股	华孚时尚	棒杰股份	江苏阳光	金鹰股份
幅度(%)	33.73	16.73	15.92	15.38	14.03	12.57	12.50	12.10	11.55	9.59
涨幅后 10 名	美尔雅	兴业科技	际华集团	常山股份	中银绒业	跨境通	奥特佳	嘉欣丝绸	罗莱生活	诺邦股份
幅度(%)	-9.78	-8.84	-8.79	-8.08	-6.71	-4.28	-4.18	-2.69	-2.02	-1.84

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

**Uniqlo 优衣库日本市场 1 月份同店销售恢复增长, 750 间可比门店及在线渠道同店销售增长 3.0%，但客单价录得 1.4% 的跌幅。Fast Retailing Co. Ltd. 迅销集团指，2 月销售增长主要因春装新品推出刺激。**本财年迄今，优衣库日本同店销售仍录得 0.9% 的跌幅，其中 10 月暴跌 10.0% 影响深远，客单价迄今跌幅 1.3%。客流量迄今表现正面，录得 0.4% 的增幅，其中 2 月增幅 4.5%。2 月份，优衣库日本 782 间门店和在线渠道销售增幅同样为 3.0%，今年迄今总销售跌幅 1.0%。报告期内，集团净关闭 1 间门店。

**全球最大服装零售商 Inditex SA 印地纺集团 13 日发布的全年业绩显示销售和盈利增速都创五年新低，股价随即在 13 日早盘急挫 6.1%，这是 2019 年的最大跌幅，也把今年至今的升幅缩窄至 10.3%。在截至 2019 年 1 月 31 日的 2018 财年内，Inditex SA 印地纺集团的净销售同比增长 3.2% 至 261.45 亿欧元，不及市场期望的 264.5 亿欧元，撇除汇率影响后的增幅为 7%，均为 2014 年以来的最低增长。**集团指出“所有地区市场、品牌概念和销售渠道的增长”推动可比销售（占总销售的 82%）按年上涨 4%，而 2017 财年涨幅为 5%，再者，下半财年 3% 的增速也比上半年的 4% 有所放缓，未能达到 4%-6% 的目标。笼罩欧洲的异常天气是削弱消费者对 Zara 大衣、Massimo Dutti 皮靴、Bershka 毛衣需求的原因之一，该集团季末才集中打折的政策也打击了顾客购买欲。年内除休闲服饰品牌 Pull&Bear 和内衣品牌 Oysho 分别取得 11.2% 和 7.0% 的增长外，其他五大品牌都只有低个位数增长。该集团在四季度将 Zara 和 Zara Home 合并为占集团近七成销售的 Zara 业务，该业务销售同比增加 2.2% 至 180.21 亿欧元。2018 年该集团 32 亿欧元的在线销售占集团总销售的 12%，占比较 2017 财年提高了两个百分点，但仍不及主要竞争对手、H&M 母公司 Hennes & Mauritz AB 的 14.7%。去年在线销售同比增长 27%，远逊 2017 财年的 41%。另一方面，该集团去年提出了旗下所有品牌在 2020 年前覆盖全球在线市场的策略后，Zara 在两个月内便新增了 106 个在线市场，目前线上服务涵盖了 202 个国家和地区，却未能为集团的在线业务带来更高增长。Inditex SA 印地纺集团全年毛利率为 56.7%，按年上升了 40 个基点。EBIT 的增幅只有 1%，从 43.14 亿欧元增至 43.51 亿欧元，EBIT 利润率更下跌了 30 个基点，跌至 16.7%。集团首席执行官 Pablo Isla 表示尽管欧元走软冲击了业绩，但利润率依旧“健康”，但他预计今年的利润率

只能维持持平。净利润同比增长 2.2%至 34.44 亿欧元，略逊市场预期的 34.9 亿欧元。年度股息则大幅提升 17%至每股 0.88 欧元，派息率从 2017 财年的 69%上升至八成。截至 1 月 31 日，Inditex SA 印地纺集团在全球设有 7,490 间门店，只比去年同期净增 15 店，西班牙本土市场拥有最多门店，其次是中国和俄罗斯。当前 2019 财年的新增 300 间门店，同时结束 250 间规模较小或地段较差的分店。管理层今天透露会在部分欧洲门店内开辟牛仔服游击角，效仿 Levi's 李维斯、Nike 耐克提供个性化定制服务。在截至 3 月 9 日的本财年首五周，Inditex SA 印地纺集团的固定汇率计销售为 7%的增速。管理层预计全年可比销售增速将介于 4%-6%。

## A 股行业与公司重要信息

2019 年 1-2 月份，全国社会消费品零售总额 66064 亿元，同比名义增长 8.2%。其中，限额以上单位消费品零售额 23096 亿元，增长 3.5%。分品类看，1-2 月限额以上单位服装鞋帽针纺织品、化妆品与金银珠宝零售额分别同比增长 1.8%、8.9%与 4.4%。2019 年 1-2 月份，全国网上零售额 13983 亿元，同比增长 13.6%。其中，实物商品网上零售额 10901 亿元，增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 16.5%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 20.2%、15.6%和 20.8%。

**朗姿股份：**18 年公司营业收入和净利润分别同比增长 13.10%和 12.20%，扣非后净利润同比增长 29.22%。

**上海家化：**18 年公司营业收入和净利润分别同比增长 10.01%和 38.63%，扣非后净利润同比增长 37.82%。

**棒杰股份：**公司以自有资金分别出资人民币 100 万元、100 万元、500 万元设立全资子公司兴黛花边、东翔纸箱、伟隆包纱。

**安正时尚：**3 月 12 日，公司以集中竞价交易方式首次回购股份 591,200 股，占总股本 0.1462%，成交最低价为 11.90 元/股，最高价为 12.23 元/股，共支付人民币 7,158,480 元（不含交易费用）。

**华孚时尚：**（1）公司拟公开可转换公司债券，募集资金总额不超过人民币 250,000 万元，每张面值人民币 100 元，按面值发行，期限为自发行之日起 6 年，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。（2）公司对《回购公司股份方案》进行第二次修订，修改回购股份用途为全部用于转换成公司发行的可转换为股票的公司债券。

**红蜻蜓：**公司全资子公司红蜻蜓资管拟以自有资金 8,000 万元与苏州协立、浦口高科共同成立南京浦口协立，投资领域为电子信息服务业（新零售、大消费、TMT、大数据）、先进制造（鞋服制造、人工智能、新材料、集成电路）、高端装备（鞋服装备工艺、高端道路装备、新技术、新工艺）等战略新兴产业领域。南京浦口协立注册资本为人民币 11,100 万元，其中红蜻蜓资管出资金额为人民币 8,000 万元，出资占比为 72.10%，为有限合伙人。本次交易不构成重大资产重组。

### 03/02-03/08 消费行业投融资情况：

#### 1) 女性精品电商够货获得 A 轮投资

3 月 6 日，定位女性群体的精品电商够货宣布获得 A 轮投资，由 BAI（贝塔斯曼亚洲投资基金）与龙湖资本联合领投，老股东跟投，具体金额未披露，其曾于 2018 年年中获得来自启明创投和嘉

程资本的天使轮投资。够货目前的产品形态为小程序，于今年3月8日正式上线，商业模式为F2C（Factory to customer），即通过整合工厂供应链来直接连接商品与供应商渠道，目前主打品类包括美妆、家居、食品等。购货的创始人兼CEO郑如晶此前为网易严选的高管，是严选ODM（Original Designer Manufacturer）模式的首创者，购货的核心创始团队也都来自网易严选。

## 2) 运动科技公司 SPAX 获得 400 万美元 Pre-A 轮融资

3月5日，运动科技公司 SPAX 宣布完成 400 万美元 Pre-A 轮融资，由阿米巴创投领投，黑桃资本跟投，老股东 KPCB 和远瞻资本继续跟投，其曾于 2018 年 2 月获得 KPCB 领投的数百万美元天使轮投资。SPAX 于 2017 年 11 月成立，通过自研的操作系统，为跑步机/单车提供健身内容，对于有屏幕的跑步机/单车，可以直接用屏幕参与 SPAX 课程，而对于没有屏幕的跑步机/单车，可以用手机/平板电脑下载 App，连接蓝牙或 Wifi 后上课。目前 SPAX 已经与十几家跑步机品牌达成合作，已经有超过 5 万台硬件设备接入。在变现方式上，SPAX 目前主要利用课程收费（49 元/月或者 588 元/年）。

## 本周重点报告

### (1) 上海家化年报点评：18 年业绩符合预期，19 年重点看佰草集重新发力。

2018 年公司营业收入和净利润分别同比增长 10.01% 和 38.63%，扣非后净利润同比增长 37.82%，18 年非经常性损益主要来自新工厂运营有关的政府补助。第四季度单季公司营业收入和净利润分别同比增长 11.66% 和 42.15%，收入增速环比前三季度有所提升。在 18 年下半年较弱的零售环境下，家化整体保持了平稳的上升趋势。公司拟每股派发 0.25 元现金红利。

18 年公司综合毛利率同比下滑 2.14pct，主要由于高毛利率的佰草集和高夫等收入表现平淡以及青浦新工厂投产后折旧的增加；期间费用率同比下降 2.78pct，其中销售费用率和管理研发费用率分别同比下降 2.17pct 和 1.00pct，显示了不错的费用管控能力。全年公司经营净现金流同比基本持平，剔除税务影响后预计现金流增长超过收入增速。年末公司应收账款较年初增长 11.16%，存货较年初增长 16.58%。

分品牌来看，在年轻化营销宣传和新品开发带动下，预计 18 年六神、美加净实现较快增长，启初、家安、玉泽保持高增长；收购的 Cayman A2 在 18 年营业收入和净利润分别增长 13% 与 103%，盈利大幅超过承诺业绩。分渠道来看，18 年公司线上收入增长 13.11%，家化电商板块 17 年开始针对平台与品牌定位，陆续调整经销商与 TP，18 年在主流电商平台预计依旧保持了超越平台的增速。

实践多品牌多渠道策略，打造百年日化龙头企业。在品牌年轻化、营销媒介创新投入、新品持续迭代升级等因素驱动下，18 年以来家化旗下六神、美加净等传统品牌持续焕发新动力；19 年佰草集将继续优化品牌与消费者定位，提升产品结构，丰富渠道布局，期待销售端增速的回暖；电商业务有望继续受益线上渗透率的提升，保持良好增长；Mayborn 集团中国市场的开发将带来新的增量。公司青浦新工厂于 18 年投产，将有效加强家化的生产能力以及供应链反应速度，产能利用率的提升也将缓解折旧成本的增加。

根据年报，我们下调公司未来 3 年期间费用率与毛利率预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.92 元、1.07 元和 1.25 元（原预测 19-20 年每股收益为 0.92 元和 1.11 元），DCF 目标估值 35.07 元，维持公司“增持”评级。



## (2) 朗姿股份年报点评：18 年女装电商增速亮眼，阿卡邦业务拖累整体盈利。

女装业务的回暖以及医美新增并表推动 18 年公司营业收入和净利润分别同比增长 13.10%和 12.20%，投资收益贡献部分盈利增长（同比增加 144%），扣非后净利润同比增长 29.22%，其中第四季度单季由于终端销售的放缓以及资产减值损失的增加（单季度计提 7388 万元，相当部分是阿卡邦商誉减值计提），营业收入和净利润分别同比下滑 6.09%和 69.76%。公司拟每股派息 0.15 元。

分业务来看，18 年公司女装收入同比增长 24.29%，创历史新高，其中主品牌朗姿与莱茵收入分别增长 32.54%与 24.24%，女装终端净增 51 家至 505 家，电商流水增长 117%；阿卡邦婴童业务收入 6.61 亿元，亏损 2397 万元，同时计提商誉减值损失 4322 万元；医美业务收入 4.8 亿元，贡献净利润 2752 万元，并购标的均实现业绩承诺；资管业务收入 1.05 亿元，贡献净利润 9271 万元。18 年公司参股的 L&P 实现盈利 2.88 亿元，同比微增；若羽臣实现盈利 8378 万元，同比增长 33%。阿卡邦经营亏损加大和一次性计提商誉减值拖累公司全年业绩。

并表使得公司财务数据变动较大，18 年公司综合毛利率同比提升 0.6pct，期间费用率同比上升 6.8pct，其中销售费用率和财务费用率分别同比上升 3.12pct 和 3.88pct（发行短融和公司债导致利息增加）。全年公司经营活动净现金流有明显下降，年末应收账款较年初下降 3.66%，存货较年初增加 21.35%。

19 年我们预计公司女装主业将保持稳健发展；婴童板块业绩将在去年基础上积极减亏；医美业务维持较快增长；资管业务整体贡献预计将保持平稳。未来终端零售的企稳复苏以及外延投资方面的突破，将是公司股价的重要催化剂之一。

根据年报，我们下调公司医美、童装及资产管理业务未来 3 年收入预测，上调期间费用率与投资收益预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.56 元、0.64 元和 0.71 元（原预测 19-20 年每股收益分别为 0.68 元和 0.79 元），参考可比公司平均估值，给予公司 2019 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 11.20 元，维持公司“增持”评级。

## 本周建议板块组合

本周建议组合：森马服饰、海澜之家、老凤祥、珀莱雅和歌力思。

上周组合表现：森马服饰 8%、海澜之家 0%、老凤祥 2%、珀莱雅 14%、歌力思 0%。

## 投资建议和投资标的

1-2 月全国社会消费品零售同比增长 8.2%，增速与去年 12 月持平，分品类来看，限额以上企业服装鞋帽针纺织品、化妆品与金银珠宝零售分别同比增长 1.8%、8.9%与 4.4%，化妆品与金银珠宝零售增速相较 12 月有所改善，服装零售增速疲弱，反映了同期基数偏高（18 年 1-2 月同比增长 7.7%）情况下短期行业增速面临的压力。周五李克强总理在全国人大二次会议闭幕后回答记者关于今年更大规模减税降费相关举措的问题时，明确了今年 4 月 1 日起降低增值税，5 月 1 日起降低社保费率等措施，我们预计对纺服板块业绩和后期可选消费的需求都将带来深远影响，一方面将增厚上市公司盈利，另一方面在大方向上有利于终端消费的激发。在大盘持续回暖的趋势下，我们认

为纺织服装行业存在补涨机会,随着 18 年高业绩基数的消化,板块龙头公司估值性价比逐步凸显,目前我们看好两条主线:(1)中期:估值低、长期前景看好,部分已被纳入 MSCI 指数(对行业估值有长期影响)的白马龙头,如海澜之家、森马服饰、歌力思与雅戈尔等。(2)短期:建议关注一季报预期良好的公司,比如珀莱雅、南极电商、比音勒芬和地素时尚等。另外,财务质地优良、增长稳健且国企改革有望加速的老凤祥我们继续看好。

**附:关于增值税率下调对纺织服装板块的影响测算:**

假设买卖含税价不变的情形,当纺织服装行业上市公司的进项税与销项税都从 16%下调为 13%的情况下,毛利上升金额=购销差额\*[1/(1+13%)-1/(1+16%)],从测算结果来看,报表净利率偏低的企业,理论上增值税率下调对盈利的增厚弹性越大(如报喜鸟、哈森股份等),纺服板块大部分龙头公司(如森马、海澜、歌力思等),盈利增厚在 10%以内。实际经营中,买卖价格会跟随增值税调整,增值税率的下调在大方向上有利于终端消费的激发。

备注:17 年购销差额为“含原增值税购销差额”,主营业务成本中含其他成本,无法扣进项税(如人工折旧制造费用等),增值税率下调对盈利弹性仅为简单测算。

**表 1: 增值税率下调对纺织服装板块重点上市公司盈利弹性影响测算 (假设买卖含税价不变, 增值税率从 16%下调至 13%)**

公司	17 年营业收入 (百万元)	17 年营业成本 (百万元)	17 年毛利额 (百万元)	增值税率下调毛利上升金额 (百万元)	增厚净利润 (假设 25% 所得税, 百万元)	17 年归母净利润 (百万元)	对 17 年盈利弹性	17 年净利率
报喜鸟	2,601.15	1,031.62	1,569.53	41.67	31.25	25.93	<b>120.53%</b>	1%
哈森股份	1,496.87	719.64	777.23	20.63	15.48	18.17	<b>85.17%</b>	1%
美尔雅	443.66	268.67	175.00	4.65	3.48	4.62	<b>75.48%</b>	1%
华纺股份	2,850.16	2,628.79	221.37	5.88	4.41	6.86	<b>64.25%</b>	0%
梦洁股份	1,933.92	1,079.45	854.47	22.69	17.01	51.26	<b>33.19%</b>	3%
多喜爱	680.83	417.08	263.74	7.00	5.25	23.14	<b>22.70%</b>	3%
拉夏贝尔	8,998.71	3,370.91	5,627.80	149.41	112.06	498.53	<b>22.48%</b>	6%
上海家化	6,488.25	2,275.57	4,212.68	111.84	83.88	389.80	<b>21.52%</b>	6%
维格娜丝	2,564.14	777.32	1,786.82	47.44	35.58	189.94	<b>18.73%</b>	7%
龙头股份	4,421.91	3,317.67	1,104.24	29.32	21.99	128.51	<b>17.11%</b>	3%
安奈儿	1,031.44	459.44	572.00	15.19	11.39	68.87	<b>16.54%</b>	7%
太平鸟	7,141.65	3,360.42	3,781.23	100.39	75.29	456.25	<b>16.50%</b>	6%
日播时尚	1,073.47	428.52	644.95	17.12	12.84	83.64	<b>15.35%</b>	8%

朗姿股份	2,353.27	1,003.74	1,349.52	35.83	26.87	187.57	<b>14.33%</b>	8%
珀莱雅	1,783.03	682.28	1,100.75	29.22	21.92	200.79	<b>10.92%</b>	11%
天创时尚	1,733.84	732.49	1,001.36	26.58	19.94	187.94	<b>10.61%</b>	11%
奥康国际	3,261.68	2,078.81	1,182.87	31.40	23.55	226.47	<b>10.40%</b>	7%
罗莱生活	4,661.85	2,635.59	2,026.26	53.79	40.35	427.88	<b>9.43%</b>	9%
歌力思	2,053.05	639.82	1,413.23	37.52	28.14	302.32	<b>9.31%</b>	15%
七匹狼	3,084.89	1,830.49	1,254.41	33.30	24.98	316.58	<b>7.89%</b>	10%
比音勒芬	1,054.43	364.79	689.64	18.31	13.73	180.22	<b>7.62%</b>	17%
森马服饰	12,026.30	7,755.67	4,270.63	113.38	85.03	1,137.93	<b>7.47%</b>	9%
水星家纺	2,461.90	1,566.74	895.15	23.77	17.82	257.35	<b>6.93%</b>	10%
安正时尚	1,420.67	472.48	948.19	25.17	18.88	273.07	<b>6.91%</b>	19%
新野纺织	5,195.20	4,297.68	897.52	23.83	17.87	292.18	<b>6.12%</b>	6%
伟星股份	2,624.37	1,505.29	1,119.08	29.71	22.28	364.56	<b>6.11%</b>	14%
地素时尚	1,945.91	489.54	1,456.37	38.66	29.00	480.06	<b>6.04%</b>	25%
九牧王	2,565.13	1,092.44	1,472.69	39.10	29.32	494.06	<b>5.94%</b>	19%
老凤祥	39,810.35	36,488.08	3,322.28	88.20	66.15	1,136.20	<b>5.82%</b>	3%
富安娜	2,616.21	1,319.12	1,297.09	34.44	25.83	493.47	<b>5.23%</b>	19%
开润股份	1,162.44	818.24	344.20	9.14	6.85	133.41	<b>5.14%</b>	11%
孚日股份	4,821.68	3,770.64	1,051.04	27.90	20.93	410.20	<b>5.10%</b>	9%
健盛集团	1,138.01	818.03	319.98	8.49	6.37	131.51	<b>4.84%</b>	12%
鲁泰 A	6,409.22	4,477.05	1,932.18	51.30	38.47	841.15	<b>4.57%</b>	13%
百隆东方	5,952.21	4,909.81	1,042.40	27.67	20.76	487.74	<b>4.26%</b>	8%
海澜之家	18,200.09	11,110.42	7,089.67	188.22	141.17	3,328.87	<b>4.24%</b>	18%
周大生	3,805.45	2,573.30	1,232.15	32.71	24.53	592.07	<b>4.14%</b>	16%
华孚时尚	12,596.54	11,187.03	1,409.51	37.42	28.07	677.38	<b>4.14%</b>	5%
台华新材	2,728.53	1,973.08	755.45	20.06	15.04	366.52	<b>4.10%</b>	13%
航民股份	3,495.79	2,449.97	1,045.82	27.77	20.82	573.56	<b>3.63%</b>	16%

## 风险提示

行业投资风险主要来自于国内零售终端短期的压力、棉价和人民币汇率波动等。



**附 1：2018 年纺织服装行业部分公司回购预案**

预案披露时间	公司	回购价格	回购金额	回购用途
18.3.6	鲁泰A (回购B股)	不高于 9.90 港元/股, 折合 8.01 元人民币/股	不超过 6 亿元人民币	注销
18.5.12	探路者	不超过人民币 6.00 元/股	不超过人民币 5000 万元 (含 5000 万元) 且不低于 3000 万元 (含 3000 万元)	员工持股计划或股权激励计划
18.7.1	潮宏基	不超过 10 元/股	不超过人民币 2 亿元	股权激励计划或员工持股计划
18.7.1	搜于特	不高于人民币 5 元/股 (含 5 元/股)	不低于人民币 1 亿元、最高不超过人民币 3 亿元	员工持股计划或股权激励计划
18.8.28	孚日股份	不超过人民币 7 元/股	不超过人民币 3 亿元 (含)	公司员工持股计划、股权激励计划或依法注销减少注册资本等
18.8.3	摩登大道	不超过 15.5 元/股	不低于人民币 0.75 亿元且不超过人民币 1.5 亿元	实施员工持股计划或股权激励计划或减少注册资本
18.8.4	奥康国际	不超过人民币 15.00 元/股	不低于人民币 1.5 亿元, 不超过人民币 3 亿元	50%-60% 用作股权激励, 剩余 40%-50% 用作员工持股计划; 若公司未能将回购的股份全部用于上述用途, 未使用部分将依法予以注销。
18.9.11	歌力思	不超过人民币 21.00 元/股	不低于人民币 5000 万元, 不超过人民币 2 亿元	注销
18.9.13	浙江富润	不超过 8.00 元/股 (含 8.00 元/股)	不低于人民币 1.00 亿元, 不超过人民币 2.00 亿元	拟回购的股份将用于公司股权激励计划。若公司未能实施股权激励计划, 则公司回购的股份将依法予以注销
18.9.19	南极电商	不超过人民币 11 元/股 (含 11 元/股)	不低于 1.5 亿元、不超过 3 亿元人民币	实施股权激励或员工持股计划
18.9.29	梦洁股份	不超过人民币 7.06 元/股, 不高于第四届董事会第二十七次会议通过回购决议的前三十个交易日公司股票交易均价的 150%	不低于人民币 15,000 万元, 不超过人民币 30,000 万元	注销以减少公司注册资本和用于股权激励计划
18.10.22	华孚时尚	不超过 10.00 元/股	不少于人民币 3 亿元, 不超过人民币 6 亿元	全部用于转换成公司发行的可转换为股票的公司债券
18.10.23	太平鸟	不超过人民币 25 元/股	最低不低于人民币 5,000 万元, 最高不超过人民币 10,000 万元	股权激励计划或员工持股计划
18.10.24	棒杰股份	不超过 5 元/股 (含)	不低于人民币 5,000 万元 (含), 不超过人民币 10,000 万元 (含)	依法注销、股权激励或员工持股计划及法律法规许可的其他用途
18.10.31	比音勒芬	不超过 42 元/股	不低于人民币 5,000 万元, 不超过人民币 10,000 万元	员工持股计划、股权激励计划或减少注册资本及国家政策法规允许范围内的其他用途
18.12.2	富安娜	不超过人民币 11 元/股	不低于人民币 1 亿元 (含), 不超过人民币 2 亿元 (含)	不限于减少公司注册资本, 为维护公司价值及股东权益所必需等法律法规允许的其他情形
18.12.27	天创时尚	不超过人民币 14 元/股	不低于人民币 10,000 万元 (含), 不超过人民币 20,000 万元 (含)	实施员工持股计划或股权激励计划、用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券
19.1.16	拉夏贝尔	人民币 7.31 元/股—13.50 元/股	不超过人民币 8,000 万元、不低于人民币 5,000 万元	公司股权激励和员工持股计划
19.2.2	安正时尚	不超过人民币 15 元/股 (含 15 元/股)	不低于人民币 4,000 万元 (含 4,000 万元), 不高于人民币 8,000 万元 (含 8,000 万元)	股权激励及员工持股计划

数据来源: Wind、东方证券研究所

## 附 2：纺织服装行业部分公司员工持股计划和定增情况参考

代码	名称	现价	参考股价		倒挂比例	进度	解禁日期	股息率
			员工持股成本	增发				
600398	海澜之家	9.61	15.20		-36.78%	15.8.25实施, 杠杆比例2:1	16.8.25	5.10%
000850	华茂股份	4.09		7.41	-44.80%	股东大会通过		1.22%
002327	富安娜	8.51	10.93		-19.76%	16.3.12实施, 杠杆4:1	19.3.9	1.18%
002494	华斯股份	6.08		16.18	-62.42%	16.11.9已实施		0.16%
002042	华孚时尚	7.74	8.87	12.62	-38.67%	员工持股 (16.3.5 已实施 杠杆比例3:1), 定增已实施	17.3.4	0.62%
002776	柏堡龙	24.85		32.20	-22.83%	16.11.18已实施		0.28%
600177	雅戈尔	8.38		15.08	-44.43%	16.4.14 已实施		5.97%
002042	华孚色纺	7.74	11.47		-32.52%	15.6.30已实施, 杠杆比例9:1	16.6.29	0.62%
002083	孚日股份	5.68	7.01		-18.97%	16.10.31已实施, 无杠杆	17.10.30	3.52%
002087	新野纺织	4.57		5.39	-15.21%	16.7.4 已实施		0.44%
002699	美盛文化	7.01		35.20	-80.09%	16.10.21完成增发		3.57%
300005	探路者	4.21	16.56	15.88	-74.58%	16.3.23实施, 杠杆比例2:1	17.3.22	4.75%
600439	瑞贝卡	3.63	7.59		-52.17%	16.11.11 已实施, 杠杆1:1	17.11.10	1.65%
002640	跨境通	12.08		18.64	-35.19%	股东大会通过预案		0.46%
601718	际华集团	4.46		8.19	-45.54%	17.4.24已实施	18.4.24	1.08%
601566	九牧王	13.48	15.61		-13.65%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	7.42%
002293	罗莱生活	10.68		12.04	-11.30%	董事会通过		1.87%
002503	搜于特	2.90		12.60	-76.98%	16.11.14完成增发	17.11.14	0.86%
603555	贵人鸟	7.08	22.48	27.15	-73.92%	员工持股 (15.9.25已实施, 杠杆1:1), 增发 (16.12.7完成)	16.9.24	6.36%
002397	梦洁股份	4.92		7.29	-32.51%	发审委通过		2.03%
002003	伟星股份	7.57	11.9披露员工持股计划, 计划资金总额不超过5,000万元, 人数不超过330人	12.09	-37.39%	16.6.13已实施	19.6.13	6.61%
002345	潮宏基	5.12		9.95	-48.54%	发审委通过		0.00%
600527	江南高纤	2.57		5.41	-52.50%	董事会预案通过		1.56%
603808	歌力思	17.26		27.53	-37.30%	股东大会通过		1.54%
002193	山东如意	10.34		18.07	-42.78%	16.8.12完成增发	17.8.16	0.19%
603518	维格娜丝	16.36		27.61	-40.75%	股东大会通过预案		0.62%
600448	华纺股份	6.82		5.80	17.59%	发审委通过		0.00%
002404	嘉欣丝绸	6.50		7.34	-11.44%	股东大会通过预案		2.31%
603889	新澳股份	10.77		11.07	-2.71%	发审委通过		1.86%
002091	江苏国泰	6.79		11.34	-40.12%	17.2.17完成增发	18.2.28	2.95%
002674	兴业科技	11.66		11.64	0.17%	16.8.17完成增发	19.8.19	1.29%
603558	健盛集团	10.97		14.21	-22.80%	16.3.25完成增发	19.3.22	0.91%
002034	美欣达	17.39		31.34	-44.51%	股东大会通过		0.00%
002656	摩登大道	6.79	9.47		-28.30%	16.8.2已实施, 杠杆比例1.44:1	19.8.1	0.00%
002780	三夫户外	18.78		未定		股东大会通过		0.32%
000726	鲁泰A	10.23	5.03		103.58%	11.8.18完成授予	12.9.3	4.89%
002563	森马服饰	10.98	5.92		85.47%	15.7.29完成授予	16.7.30	3.42%
002269	美邦服饰	3.27	12.7披露员工持股计划, 募集资金总额上限为10,000 万元					
600400	红豆股份	7.28	7.31		0.41%	17.12.16买入2215万股	尚在进行中	1.37%
股息率超过4%的公司								
601566	九牧王	13.48	15.61		-13.65%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	7.42%
002003	伟星股份	7.57		12.09	-37.39%	16.6.13已实施	19.6.13	6.61%
600177	雅戈尔	8.38		15.08	-44.43%	16.4.14 已实施		5.97%
000726	鲁泰A	10.23	5.03		103.58%	11.8.18完成授予	12.9.3	4.89%

附 3：国内外重点上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	股价(当地 货币)	总市值(百 万美元)	每股收益				市盈率				未来三 年复合 增长率
					2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
A 股市场													
002029.SZ	七匹狼	增持	7.31	822.47	0.42	0.46	0.51	0.56	17	16	14	13	10.06%
002327.SZ	富安娜	买入	8.51	1,107.98	0.57	0.65	0.75	0.87	15	13	11	10	15.14%
002293.SZ	罗莱生活	买入	10.68	1,199.63	0.58	0.71	0.82	0.95	18	15	13	11	17.88%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	10.23	1,294.76	0.91	0.94	1.07	1.18	11	11	10	9	9.05%
002003.SZ	伟星股份	增持	7.57	854.37	0.63	0.41	0.58	0.65	12	15	13	12	1.05%
601566.SH	九牧王	增持	13.48	1,153.33	0.86	0.91	1.01	1.11	16	15	13	12	8.88%
002612.SZ	朗姿股份	增持	10.20	607.48	0.47	0.53	0.56	0.64	22	19	18	16	10.54%
002563.SZ	森马服饰	买入	10.98	4,413.79	0.42	0.63	0.69	0.81	26	17	16	14	24.26%
600398.SH	海澜之家	买入	9.61	6,428.45	0.74	0.78	0.85	0.92	13	12	11	10	7.53%
002640.SZ	跨境通	买入	12.08	2,802.31	0.53	0.79	1.05	1.38	23	15	12	9	37.57%
002127.SZ	南极电商	增持	10.66	3,896.33	0.33	0.36	0.47	0.60	32	30	23	18	22.05%
603808.SH	歌力思	买入	17.26	866.05	0.90	1.11	1.34	1.62	19	16	13	11	21.64%
002083.SZ	孚日股份	增持	5.68	767.90	0.45	0.49	0.56	0.62	13	11	10	9	11.27%
002763.SZ	汇洁股份	增持	9.34	540.68	0.57	0.43	0.73	0.82	16	14	13	11	12.89%
603877.SH	太平鸟	增持	19.62	1,404.42	0.95	1.29	1.58	1.91	21	15	12	10	26.21%
603839.SH	安正时尚	增持	11.87	714.51	0.96	0.83	1.03	1.24	12	14	12	10	8.91%
002042.SZ	华孚时尚	买入	7.74	1,750.96	0.67	0.51	0.62	0.72	12	15	12	11	2.43%
603365.SH	水星家纺	增持	17.04	676.57	0.97	1.12	1.30	1.50	18	15	13	11	15.64%
699315.SH	上海家化	增持	31.73	3,171.20	0.58	0.81	0.92	1.07	55	39	34	30	15.82%
600439.SH	瑞贝卡	增持	3.63	611.81	0.19	0.23	0.37	0.31	19	16	10	12	17.73%
600612.SH	老凤祥	买入	41.25	2,651.34	2.17	2.31	2.83	3.25	19	17	15	13	14.41%
香港市场													
0210.HK	达芙妮国际	-	0.26	53.57	(0.45)	-	-	-	-	-	-	-	-
0321.HK	德永佳集团	-	2.90	510.47	0.22	0.26	0.31	0.38	13	11	9	8	19.40%
0330.HK	思捷环球	-	1.76	423.15	(1.35)	(0.59)	(0.37)	(0.16)	-	-	-	-	-
0551.HK	裕元集团	-	26.80	5,519.59	2.46	1.62	1.96	2.25	17	17	14	12	-1.81%
0891.HK	利邦	-	0.43	194.83	(0.35)	-	-	-	-	-	-	-	-
1234.HK	中国利郎	-	9.54	1,455.38	0.74	0.87	1.04	1.21	13	11	9	8	18.56%
1361.HK	361度	-	1.52	400.38	0.17	0.29	0.29	-	9	5	5	-	-
1368.HK	特步国际	-	6.04	1,726.23	0.36	0.41	0.47	0.54	17	15	13	11	13.40%
1836.HK	九兴控股	-	10.06	1,018.08	0.61	0.70	0.94	1.15	18	14	11	9	22.09%
海外市场													

MC. PA	LVMH Moet Hennessy Louis	315.60	180,581.3 5	12.64	14.07	15.25	16.57	23	22	21	19	10.14%
RMS. PA	Hermes Internati onal	575.00	68,763.69	11.70	12.88	14.11	15.53	38	45	41	37	10.07%
CDI. PA	Christian Dior	406.80	83,182.02	14.30	16.76	18.35	-	24	24	22	-	-
TIF	Tiffany & Co.	95.47	11,637.52	2.97	4.68	4.89	5.42	21	20	20	18	20.59%
IDX. DE	Inditex, S. A.	25.07	88,510.72	1.11	1.22	1.32	1.39	30	21	19	18	7.74%
HSMB. SG	Hennes & Mauritz	143.04	25,535.70	7.64	7.48	8.01	8.33	20	19	18	17	2.94%
NXT. L	Next PLC	51.88	9,439.70	4.17	4.33	4.44	4.59	9	12	12	11	-0.29%
GPS	Gap Inc. Limited	25.52	9,734.20	2.61	2.50	2.59	2.44	11	10	10	10	-4.33%
LTD	Brands, Inc.	26.23	7,216.53	2.31	2.43	2.59	2.83	14	11	10	9	6.24%
BRBY. L	Burberry Group PLC	18.59	10,115.34	0.69	0.81	0.85	0.94	26	23	22	20	9.91%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.	121.53	9,554.93	1.99	7.00	7.55	8.41	20	17	16	14	58.54%
VFC	V. F. Corporati on	84.94	33,602.73	1.54	3.76	4.25	4.73	24	23	20	18	44.24%
BOS. DE	Hugo Boss AG	62.72	5,001.86	3.42	3.84	4.28	4.66	21	16	15	13	11.10%
COLM	Columbia Sportswea r Company	103.73	7,074.85	3.85	4.42	4.88	5.50	24	23	21	19	12.28%
NKE	Nike Inc.	86.87	136,715.7 9	1.17	2.66	3.15	3.67	22	33	28	24	42.70%
ADS. DE	Adidas AG	211.10	47,926.34	8.44	9.60	10.82	11.99	25	22	20	18	10.70%
-	Fast Retailing Co. Ltd.	53,490.00	50,809.35	1,517 .71	1,625.96	1,862.4 4	2,018.3 8	27	33	29	27	10.68%

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有老凤祥(600612)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

