

纺织服装

3月服装需求环比改善，关注行业复苏趋势

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@r.qizq.com.cn

研究助理：曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

CS钢铁
CS建材
CS银行
CS国防军工
CS石油石化
CS非银行金融
CS农林牧渔
CS电力及公用事业

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	17.58	0.91	1.07	1.38	1.62	19	16	13	11	0.77
海澜之家	9.41	0.74	0.77	0.84	0.89	13	12	11	11	1.91
百隆东方	5.54	0.33	0.29	0.39	0.44	17	19	14	13	1.77
森马服饰	11.33	0.42	0.58	0.68	0.81	27	20	17	14	0.80
水星家纺	18.09	0.96	1.18	1.44	1.74	19	17	15	13	1.35
九牧王	14.49	0.86	0.91	1.01	1.09	17	16	14	13	1.92

备注：股价为 2019.4.19 收盘价

基本状况

上市公司数	88
行业总市值(百万元)	506750
行业流通市值(百万元)	383680

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
- 4 增值税率下调对纺服行业影响几何？
- 5 1-2 月服装类社零总额同增 1.8%，为 2010 年来新低
- 6 关注低估值业绩稳健增长的细分龙头
- 7 3 月服装线上销售环比有所回暖
- 8 USDA 预计 2019 年美棉植棉面积同降 2%

投资要点

■ **Q1 行业基本面有望触底，关注低估值细分龙头**：2018Q2 至今服装消费终端消费持续疲软，而 2019 年至今各项减税降费政策频出、同时流动性放松有望助推消费回暖。从终端数据看，可选属性较强的高端消费已有复苏迹象（各大奢侈品牌 Q4 亚洲区收入环比提速、2019.2/3 月瑞士手表出口中国金额环比逐月提升、3 月国内几大中高端品牌终端同店增速环比提速）。考虑到 2018Q1 高基数因素逐渐消除，品牌服装需求有望在 Q2 回升，全年呈现前低后高趋势。从估值角度看，目前品牌服装细分龙头估值均不到 20 倍且处于历史较低水平。在当前消费板块涨幅明显，品牌服饰板块有所滞涨背景下，预计品牌服饰板块尤其是低估值龙头有望出现估值修复行情。

行业数据&资讯：

- **品牌服饰**：3 月纺服品类零售额同增 6.6%，环比改善明显。2019Q1，服装鞋帽、针纺织品/限额以上企业服装类/穿着类实物商品网上零售额分别同比增长 3.1%/6.3%/19.1%，较 1-2 月分别提升 1.5/5.3/3.5PCTs。就 3 月而言，服装鞋帽、针纺织品零售额同增 6.6%（环比增速+4.8PCTs），服装及衣着附件出口金额同增 20.15%（环比增速+58.2PCTs），国内消费及出口需求均出现回暖迹象。
- **纺织制造**：USDA 上调国内棉花产量及进口量，供需缺口缩小。2019 年 4 月 USDA 预计 2018/19 年国内供需差为 106.7 万吨，较 2017/18 年减小 51.2 万吨。产量方面，2018/19 年较 2017/18 年仅增长 5.5 万吨，而棉花进口量同增 58.8 万吨，是供需缺口缩小的主要因素（2019 年 1-2 月我国累计进口棉花 51 万吨，同比增长 116%）。对比 3 月预期数据，供需缺口缩小 16.3 万吨，主要是由于产量及进口量分别上调了 5.4 万吨和 10.9 万吨。总体来看，国际棉花供需紧平衡，而国内棉花存在供需缺口，或将推动国内棉价持续上涨。本周棉花 328 价格指数收于 15671 元/吨，单价环比/同比变动+28/+190 元。

■ **行业观点及投资建议**：从历史看，当终端需求企稳回升时，可选属性较强的中高端品牌有望最先复苏，建议关注优质中高端标的**歌力思**、**地素时尚**；此外，建议关注坐拥优质童装赛道且龙头地位稳固的**森马服饰**、高分红的**九牧王**、以及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**。

■ **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

Q1 服装基本面有望触底，关注低估值细分龙头	- 3 -
多方面刺激，消费有望回暖	- 3 -
Q1 服装终端需求有望触底，全年逐季回暖	- 4 -
板块估值偏低，细分龙头有望迎来估值修复	- 7 -
板块表现	- 8 -
行业数据	- 10 -
品牌服饰：3 月纺服品类零售额同增 6.6%，环比改善明显	- 10 -
棉纺制造：4 月 USDA 上调国内棉花产量及进口量，供需缺口缩小	- 14 -
行业公告&资讯	- 17 -
风险提示	- 19 -
附录：图表	- 19 -
投资评级说明	- 20 -

Q1 服装基本面有望触底，关注低估值细分龙头

多方面刺激，消费有望回暖

- 终端消费自 2018Q2 开始出现疲软，社零总额及限上企业零售总额当月同比自 2018.4 开始呈放缓趋势。但我们预计，终端消费疲软的情况有望于 2019Q1 触底，而后呈现逐季回暖趋势：
 - 大力度减税降费政策出台，有望促消费&增加企业利润。根据社科院研究，仅从个人所得税抵扣减免一项计算，包括起征点上调，六项专项扣除合计计算，按照现在的税收规模即可减免 3200 亿元，即同步增加到居民可支配收入中；因此，随着新个税法的逐步落地实施，以及 5 月社保费率的降低落实，预计包括服装在内的整体可选消费有望逐步复苏。

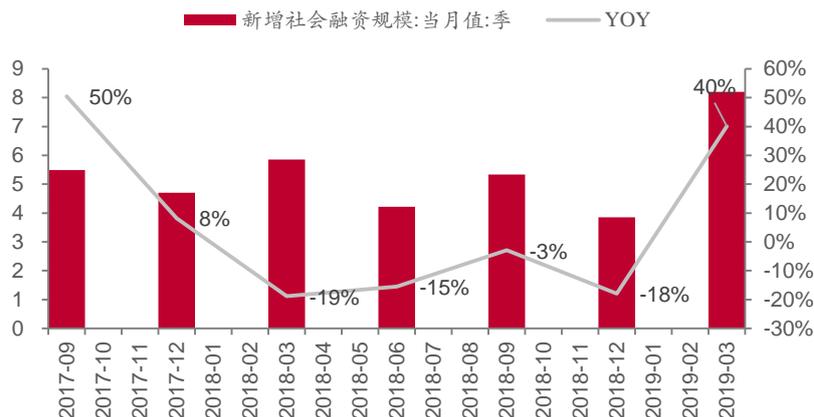
图表 1: 2019 年主要减税费政策

项目	实施日期	主要内容
新个税法	2018.10.01	起征点从 3000 元/月提升至 5000 元/月；优化税率级距（扩大 3%、10%、20% 三档低税率的级距，缩小 25% 税率的级距）
新个税法	2019.01.01	新增专项附加扣除项目（子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或住房租金、赡养老人等）
新增增值税税率	2019.04.01	制造业等现行 16% 的税率讲到 13%；交通运输业等现行 10% 的税率降到 9%；服务业等保持 6% 一档税率不变
降社保费率	2019.05.01	城镇职工基本养老保险单位缴费比例高于 16% 的省份可降至 16%；实施失业保险总费率 1% 的省份，延长阶段性降低失业保险费率的期限至 2020 年 4 月 30 日；延长阶段性降低工伤保险费率的期限至 2020 年 4 月 30 日，工伤保险基金累计结余可支付月数在 18 至 23 个月的统筹地区可现行费率为基础下调 20%，累计结余可支付月数在 24 个月以上的统筹地区可现行费率为基础下调 50%

来源：国家税务总局官网，中泰证券研究所

- 流动性放松推动经济复苏，助推消费回暖。去年开始的实体经济去杠杆政策是二季度开始经济承压、消费疲软的核心因素之一。2018 年中国社会融资规模存量为 200.75 万亿元，同比增长 9.8%，增速比上年降低 3.6 个百分点，同时增量仅为 19.26 万亿元，同比上年减少 3.14 万亿元；而今年以来在稳增长压力下，去杠杆开始阶段性暂缓，流动性宽松渐成为主线，一季度社融增量达到 8.18 万亿元，比去年同期多增 2.34 万亿元，一季度社融增量达到去年全年的 42.47%，接近去年一半；预计流动性的改善有望逐步传导至经济实体及居民消费，推动消费增速走出底部。

图表 2: 2018-2019Q1 新增社融规模当季值及增速（万亿元）



来源: Wind, 中泰证券研究所绘制

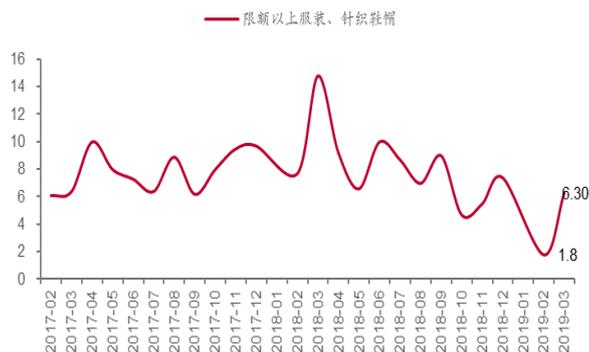
- 在各种减税降费政策出台, 叠加流动性放松推动经济、消费回暖, 同时考虑到 2018 年全年消费呈现逐季走低趋势, 预计 2019 年消费有望呈现逐季回升趋势。

Q1 服装终端需求有望触底, 全年逐季回暖

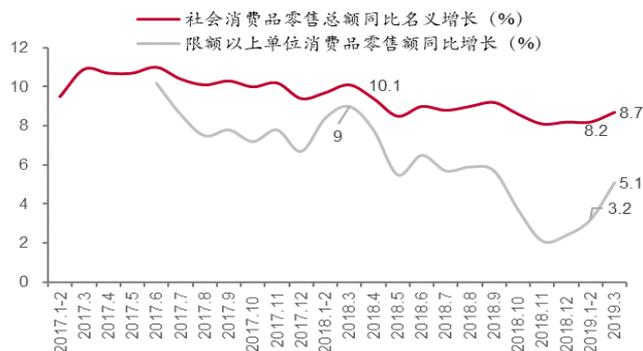
- 就服装行业而言, 2018Q2 至今, 服装终端需求持续疲软, 2019 年 1-2 月限额以上零售企业服装类零售额增速创 2010 年来新低 (+1%, 环比放缓 6.3PCTs)。而同期社零总额及限额以上零售企业消费品零售额增速出现企稳甚至回升趋势, 二者增速分别环比 2018.12 持平/+0.8PCTs, 3 月二者继续回升, 增速分别环比提升 0.5/2.9PCTs。同时, 可选属性较强的化妆品销售额增速在近半年逐月放缓后, 在 2019.1-2/3 月增速出现环比回升, 分别同增 8.9%/14.4%, 环比提速 7/5.5PCTs。从历史看, 消费需求复苏一般从可选属性强的产品开始, 必选相对滞后, 如 2016Q4 珠宝、化妆品增速率先回升, 服装类于 2017.4 提速, 而生活必须品类等日用品、食品则从 2017.5-6 月提速。
- 从 3 月限上服装类零售额同增 6.3%, 环比回升明显。但考虑到 2019.1-2 月因春节较上年同期提前 10 天影响增速较低, 因此复苏趋势仍需观察 4 月情况。考虑到 2018 年需求逐级走弱, 随 Q1 高基数影响消除, 预计服装需求有望逐季回升。

图表 3: 2019.3 月限额以上零售企业服装类销售额增速回升

图表 4: 2019.1-3 月社零总额及限额以上单位消费品零售总额增速企稳回升

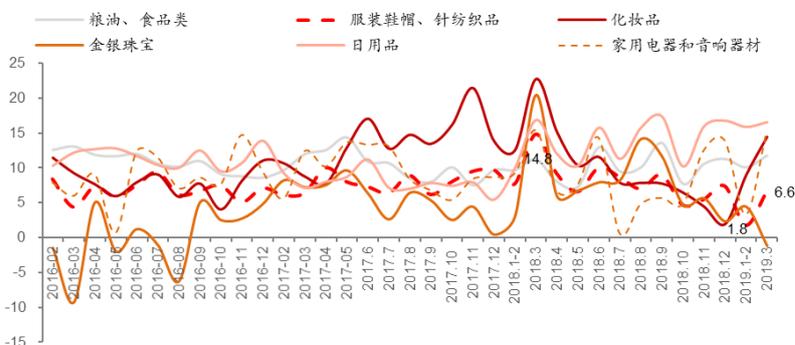


来源：中国商业信息中心，中泰证券研究所



来源：中国商业信息中心，中泰证券研究所

图表 5：2016-2019.3 限额以上零售企业化妆品、珠宝、服装、食品、家电及日用品销售额当月同比



来源：Wind，中泰证券研究所

- 从历史上服装行业复苏情况看，可选属性最强的奢侈品最先复苏、中高端紧随其后、而后是大众。如 2016H2-2018Q1 的终端复苏，代表奢侈品需求的瑞士手表对中国的出口金额当月同比增速从 2016.10 开始进入正增长，并持续到 2018.3 月；中高端品牌的收入也从 2016Q4 开始增速好转；而大众品牌收入端则从 2017H2 开始好转。

图表 6：2014-2019.3 瑞士手表对中国出口金额当月同比



来源：Wind，中泰证券研究所绘制

图表 7：2016H2-2018Q4 主要中高端及大众品牌单季度收入增速

分类	公司	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
中高端	歌力思 (主品牌)	12.79%(全年)	0.76%	-10.73%	-14.51%	8.29%	13.76%	14.23%	44.92%	13.51%	17.60%	11.89%	2.20%
	安正时尚 (主品牌玖姿)	-11% (全年)		-4.1%(累计)		3.93% (全年)	6.43%	5.42%	19.91%	8.53%	34.74%	20.35%	12.19%
	维格娜丝		-25.72%	-8.95%	-2.31%	-6.20%	-3.37%	5.30%	17.40%	22.53%	18.82%	12.35%	8.70%
大众	九牧王 (主品牌)		1.67%	-17.57%	-5.39%	6.36%	9.91%	15.85%	13.15%	6.19%	8.82%	0.67%	-2.91%
	海澜之家			12.24%(累计)	0.58%	-17.34%	-0.60%	6.81%	-2.10%	15.26%	9.48%	1.76%	-2.57%
	森马服饰 (成人装)					下滑	下滑	下滑但幅度收窄	Q1-Q3位数增长	全年基本持平	线下好转	2017H1+21.91%	Q3 +10-15%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从主要奢侈品在亚洲 (中国是主要引擎) 的销售情况看, LVMH、Canada Goose、Hermes 及 Ferragamo 2018Q4 收入增速均环比 Q3 有所提速; 此外, 从瑞士手表出口中国的金额看, 2019.2/3 月分别同增 15%/17%, 环比提速明显 (2019.1: -14.7%), 可看出奢侈品已或已出现回暖迹象。而从跟踪终端数据发现, 3 月主要的中高端品牌的终端同店增速普遍较 1-2 月提速。考虑到 2018Q1 高基数因素逐渐消除, 品牌服装需求有望在 Q2 回升, 全年呈现前低后高趋势。

图表 8: 奢侈品 Q4 亚洲地区表现

集团	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
LVMH (亚太除日本)	-3.1%	2.1%	2.7%	4.7%	22.6%	15.1%	30.8%	20.3%	16.9%	18.6%	6.6%	17.9%
Keing (亚洲除日本)		0.0%		16.7%		12.9%		0.8%		29.0%		30.4%
Gucci (亚太除日本)	-2.0%	3.0%	31.0%	16.0%	63.0%	40.0%	55.0%	40.0%	49.0%	47.0%	42.0%	42.0%
YSL (亚太除日本)	29.0%	38.0%	39.0%	36.0%	48.0%	41.0%	37.0%	33.0%	24.0%	21.0%	18.0%	22.0%
BV (亚太除日本)	-9.0%	2.0%	1.0%	-2.0%	6.0%	-1.0%	3.0%	3.0%	6.0%	-3.0%	-11.0%	-3.0%
Richemont (大中华)		-5.6%		22.2%		25.7%		5.3%		16.9%		
Moncler (亚洲及其他)	32.1%	25.6%	21.4%	24.1%	15.8%	29.1%	18.6%	17.8%	27.1%	44.2%	32.0%	16.2%
GOOSE (其他)						80.4%	36.9%	41.6%	269.9%	10.5%	41.1%	68.7%
Hermes (亚洲除日本)	2.1%	1.2%	13.1%	4.1%	19.3%	14.0%	6.9%	-0.8%	6.3%	8.6%	11.8%	13.9%
Prada (亚太除日本)		-24.4%		13.2%		0.4%		-3.8%		12.2%		0.7%
Burberry (亚太)		8.6%		18.6%		12.5%		-4.7%		2.4%		
						中国十几的增长	香港恢复增长	中单位数增长	中单位数增长	中单位数增长	中单位数增长	中国大陆地区有所改善
Ferragamo (亚太)	8.4%	-3.0%	-4.4%	9.5%	4.3%	-2.7%	13.5%	-5.4%	-13.1%	1.2%	-10.3%	8.1%
Ralph Lauren (亚洲)	0.9%	2.5%	-1.6%	4.1%	-9.3%	-0.9%	0.1%	6.7%	16.9%	18.6%	12.9%	9.5%

来源: Bloomberg, 公司财报, 中泰证券研究所

- 此外, 增值税率下调也将增加企业业绩弹性。1) 4 月 1 日开始, 新增增值税实施, 制造业 16% 税率下降至 13%, 对于品牌服饰而言, 由于 2C 端消费者价格敏感度低, 同时对上游溢价能力强, 预计增值税下降带来的受益品牌服饰将充分受益, 尤其是高毛利率 (增值税缴纳额高) & 低净利率 (弹性大) 组合的上市公司, 业绩弹性明显。

图表 9: 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

板块估值偏低, 细分龙头有望迎来估值修复

- 从市场表现看, 年初以来在经济触底预期、国外加息节奏放缓、国内流动性放松背景下, 市场回升, 沪深 300 上涨 36.87%, 其中消费板块涨幅大, 同期食品饮料/家电/医药/汽车分别上涨 51.09%/57.57%/34.76%/35.25%。而同期品牌服饰板块随有所反弹 (+25.17%), 但仍弱于其他消费品板块。
- 从历史上来看, 品牌服饰在消费板块中属于后周期品种, 在消费板块整体行情中, 往往在其他消费品龙头走出明显行情后, 品牌服饰出现明显补涨; 从历史上看, 2017 年开始的消费品行情, 以食品饮料及家电龙头为主, 而到 2018 年初食品饮料、家电龙头开始滞涨回调后, 纺服板块低估值龙头如海澜之家、森马服饰有估值修复行情。

图表 10: 2016-2019.4 消费板块龙头股价走势



来源: Wind, 中泰证券研究所绘制, 截至 2019.4.12

- 从板块估值看, 品牌服饰整体估值 PE TTM 为 23 倍, 仍处于历史偏低位置。其中细分子行业龙头估值更低, 均不到 20 倍, 与海外品牌服装龙头相比 (估值多在 20 倍以上) 估值也较低。考虑到国内品牌服装企业在经历了 2011-2017 年的调整后, 龙头企业在渠道结构、供应链效率及产品力方面都有明显提升。在内功修炼卓有成效, 叠加行业基本面有望触底回升, 龙头企业收入业绩或将提速。在当前消费板块涨幅明显, 品牌服饰板块有所滞涨背景下, 预计品牌服饰板块尤其是低估值龙头有望出现估值修复情。

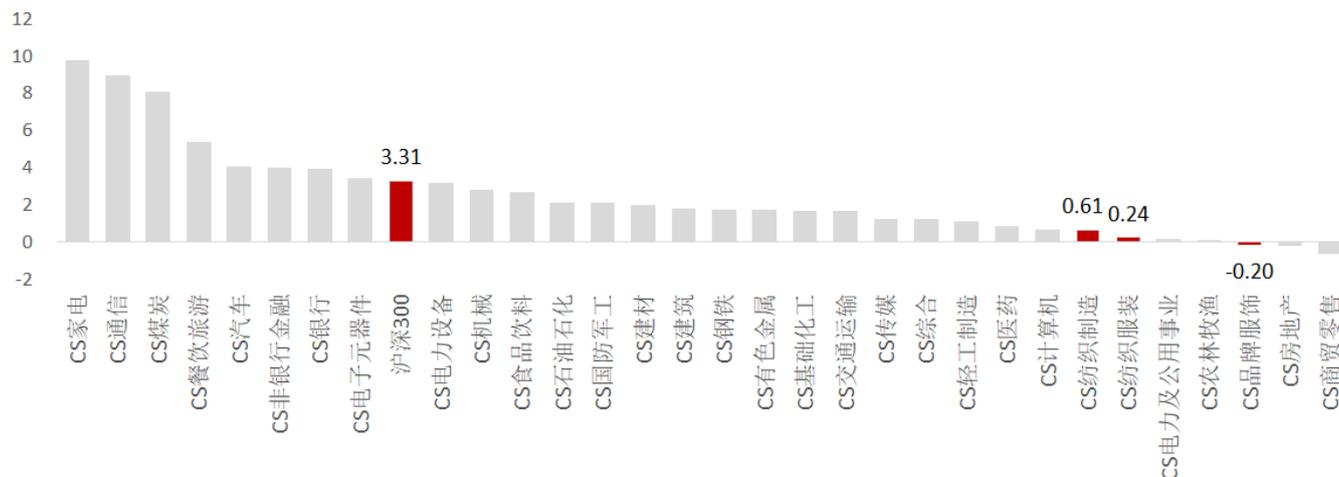
图表 11: 国内外品牌服装集团估值 (迅销、Inditex、Kering、lvmh、Hermes)

国际		国内	
公司	估值	公司	估值
Kering	26	歌力思	16
LVMH	27	地素时尚	17
Hermes	45	森马服饰	18
迅销	37	海澜之家	12
Inditex	24		

来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所绘制, 数据更新至 2019.04.19

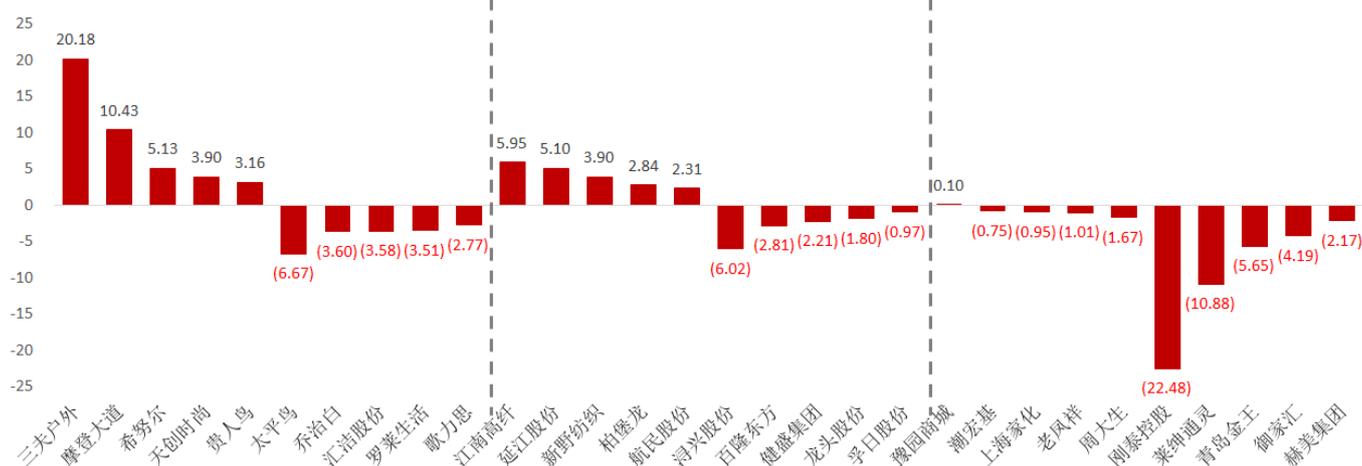
板块表现

图表12: 本周板块表现: 纺织制造 (0.61%)、品牌服饰 (-0.20%), 均跑输沪深300指数 (3.31%)



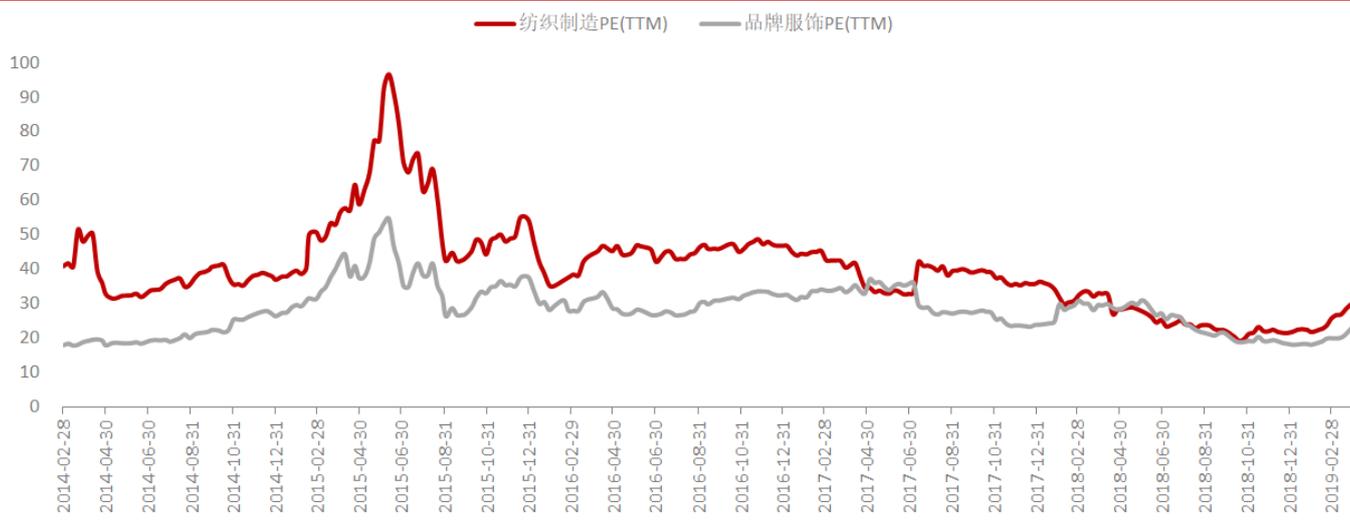
来源: wind, 中泰证券研究所

图表13: 本周个股表现: 纺服行业三夫户外、摩登大道、江南高纤涨幅居前, 太平鸟、浔兴股份、乔治白跌幅居前; 珠宝与化妆品豫园股份涨幅居前, 刚泰控股、莱绅通灵、青岛金王跌幅居前



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 品牌服装 (23x)、纺织制造 (47x) 板块估值 (截至 2019.4.19)



来源: Wind, 中泰证券研究所

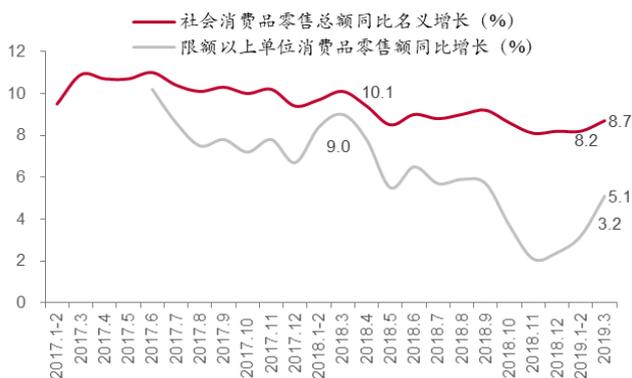
行业数据

品牌服饰: 3月纺服品类零售额同增6.6%, 环比改善明显

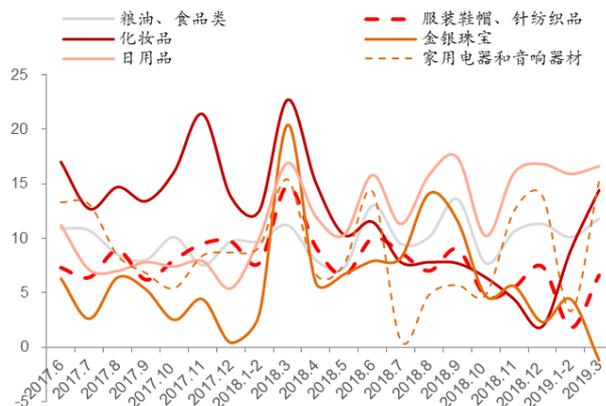
- 最新数据显示, 2019年一季度/3月社会消费品零售总额 97790/31726 亿元, 同比增长 8.3%/8.7%, 增速较 19 年 1-2 月提升 0.1/0.5PCTs。其中限额以上企业销售额增速分别为 4.1%/5.1%, 增速较 19 年 1-2 月提升 0.9/1.9PCTs。分业态来看, 一季度餐饮业贡献较为明显, 收入增速较上年增长 9.6%, 商品零售同比增长 8.2%。
 - 分品类看, 3月社会零售总额中, 除金银珠宝(-1.2%)外, 各品类均实现同比正增长, 其中化妆品/服装鞋帽、针纺织品零售额同增 14.4%/6.6%, 增速较 1-2 月改善明显, 分别为+5.5/+4.8PCTs。同比增速看, 受 2018Q1 高基数影响, 除食品饮料外, 各品类增速均有所放缓, 其中服装鞋帽、针纺织品/化妆品/金银珠宝同比增速分别 -8.2%/-8.3%/21.6%。
 - 今年 3 月限额以上企业服装零售额同增 6.3%, 增速同比/环比分别 -9.5/+5.3PCTs。其中全国 50 家重点大型零售企业服装商品零售额同增 0.3%, 增速提升 7.0PCTs, 说明大型百货渠道销售有所回暖。

图表 15: 2019.3 社零/限额以上企业零售额当月同比增速 (%) (数据更新至 19.4.19)

图表 16: 2019.3 月社零总额中分品类销售额当月同比%。(数据更新至 19.4.19)

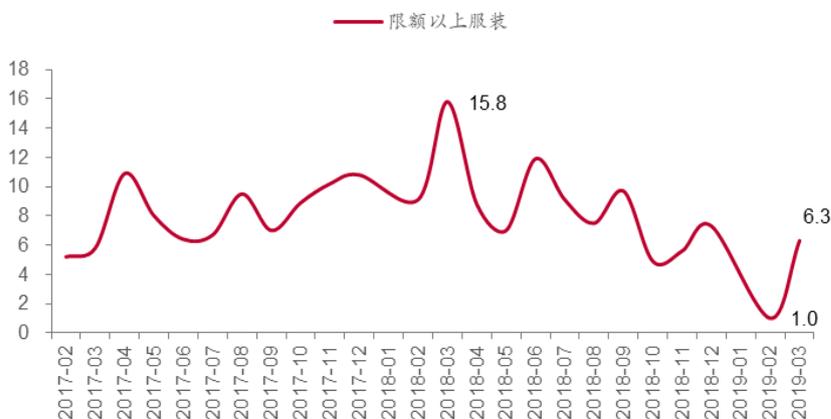


来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所



来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所

图表 17: 2019.3 月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

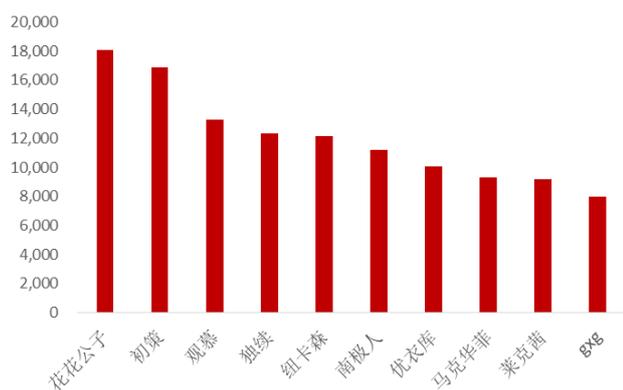
- 分渠道看，线上消费回暖。线上消费同增 15.3%，占社零总额的 18.2% (+1.7PCTs)。其中 3 月线上实物商品销售额同增 21.0%，增速同比/环比分别变动+1.5/-11.5PCTs。其中穿着类实物商品网上零售额增长率为 19.1%，同比/环比变动-14.8/+3.5PCTs，相较于 1-2 月，增速分别回升 6.4/9.9PCTs。
- 从服装类线上销售额看，2019 年 3 月天猫平台男/女/童装、家纺类产品销售额当月同比增速为 23.29%/17.66%/14.37%/56.68%，相比 1-2 月增速分别环比提升 19.69%/9.77%/5.71%/61.85%，3 月线上销售数据有所回暖。
- 从品牌排行看，行业龙头品牌排名靠前。天猫平台男装 TOP10 品牌分别为花花公子、初策、观慕等；女装 TOP10 品牌有优衣库、Vero Moda、Only 等；童装 TOP10 品牌有巴拉巴拉、南极人、dave&bella 等；家纺类产品 TOP10 品牌有南极人、水星家纺、LOVO 等；护肤品类 TOP10 品牌为欧丽源、倾肤、欧莱雅等；彩妆类产品 TOP10 品牌为完美日记、美宝莲、稚优泉等。

图表 18: 2017.1 至 2019.3 月社零总额中线上销售增速%

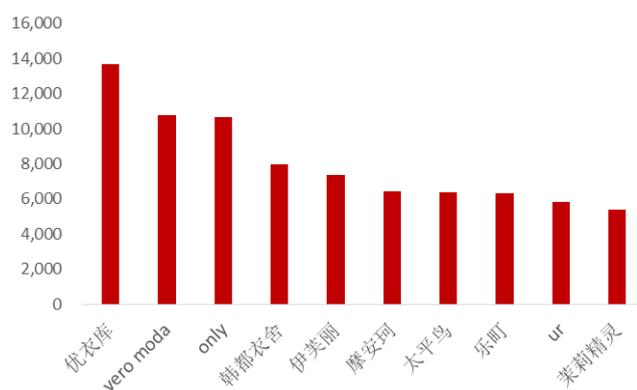

来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 19: 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

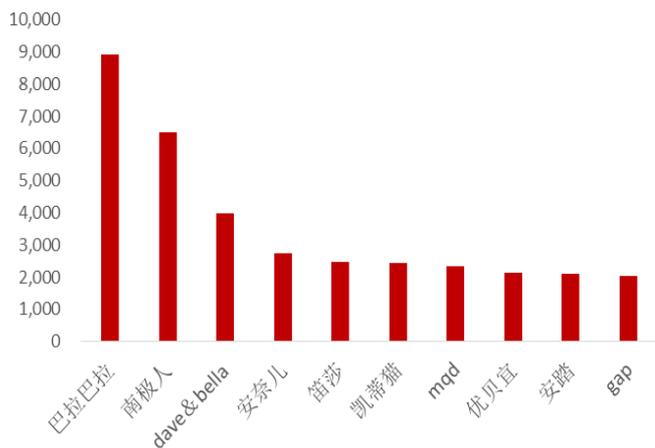
图表 20: 2019.3 月天猫平台男装销售额 TOP10 品牌 (万元)


来源: 淘数据, 中泰证券研究所

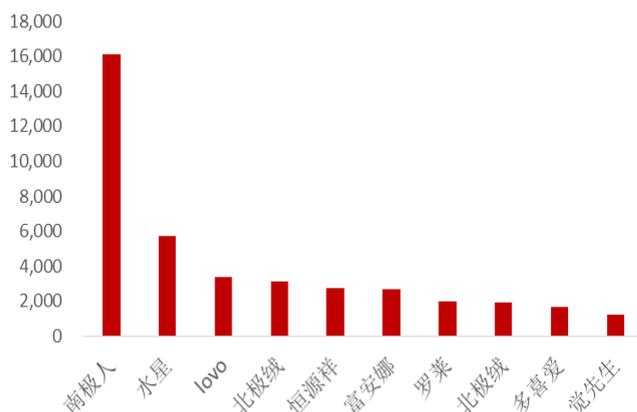
图表 21: 2019.3 月天猫平台女装销售额 TOP10 品牌 (万元)


来源: 淘数据, 中泰证券研究所

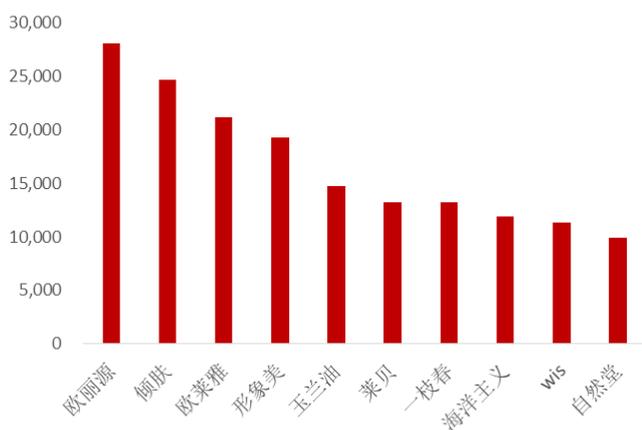
图表 22: 2019.3 月天猫平台童装销售额 TOP10 品牌 (万元)
图表 23: 2019.3 月天猫平台床上用品销售额 TOP10 品牌 (万元)



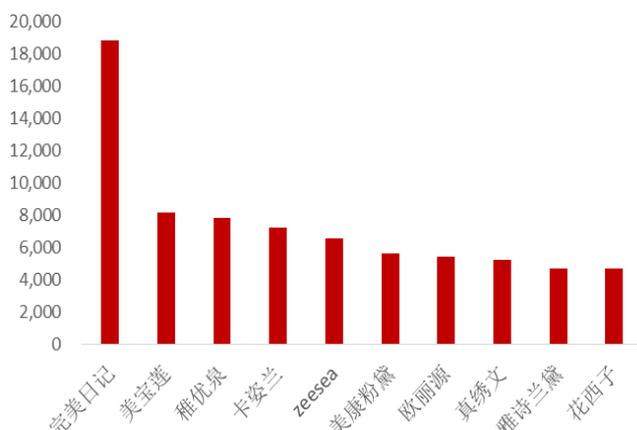
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 24: 2019. 3 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 25: 2019. 3 月天猫平台彩妆类销售额 TOP10 品牌 (万元)


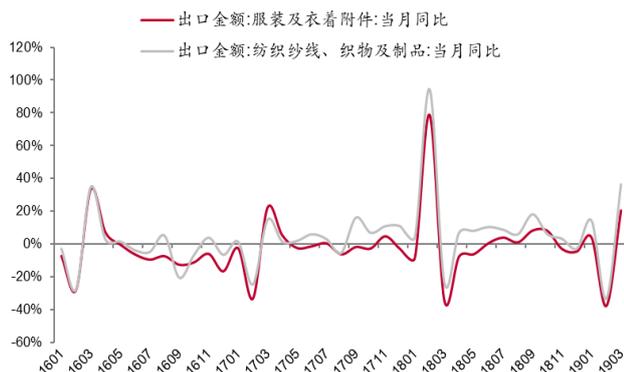
来源：淘数据，中泰证券研究所



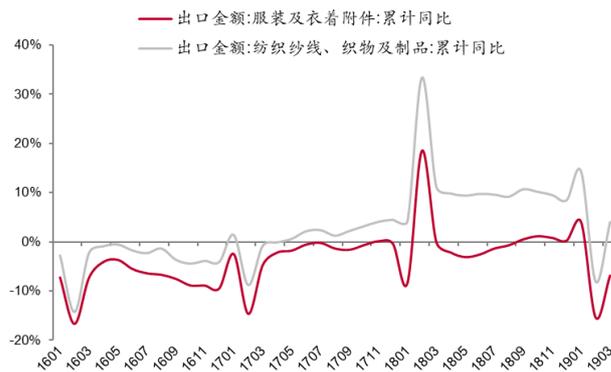
来源：淘数据，中泰证券研究所

- 从出口看，2019 年 3 月纺织制品及服装外贸或受益于中美贸易谈判取得进展，出口回暖。服装类出口金额累计同增-6.84% (增速环比+8.51PCTs)，纺织类出口金额累计同增 4.03% (增速环比+12.08PCTs)。

图表 26: 2019. 3 月当月服装类出口金额同增 20.51% (增速环比+58.22PCTs)，纺织类出口金额同增 36.45% (增速环比+69.62PCTs)。
图表 27: 2019. 3 月服装类出口金额累计同增-6.84% (增速环比+8.51PCTs)，纺织类出口金额累计同增 4.03% (增速环比+12.08PCTs)。



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

棉纺制造: 4月 USDA 上调国内棉花产量及进口量, 供需缺口缩小

- 本周棉花 328 价格指数收于 15671 元/吨, 单价环比/同比变动+28/+190 元; Cotlook A 价格指数收于 88.25 美分/磅, 环比/同比变动+1.55/-3.45 美分。涤纶短纤较上周上涨 150 元/吨至 8950 元/吨, 同期粘较短纤较上周上涨 450 元/吨至 12750 元/吨。
- 从供需看, 4月 USDA 预计 2018/19 年国内供需缺口缩小, 全球供需缺口扩大。2019 年 4 月 USDA 预计 2018/19 年中国国内供需差为 106.7 万吨, 较 2017/18 年减小 51.2 万吨。产量方面, 2018/19 年较 2017/18 年仅增长 5.5 万吨, 而棉花进口量同增 58.8 万吨, 是供需缺口缩小的主要因素 (2019 年 1-2 月我国累计进口棉花 51 万吨, 同比增长 116%)。对比 3 月预期数据, 供需缺口缩小 16.3 万吨, 主要是由于产量及进口量分别上调了 5.4 万吨和 10.9 万吨。从全球市场看, 2018/19 年供需差为 92.6 万吨, 较上年扩大 25.5 万吨。供需缺口扩大, 主要因产量减少 83.4 万吨 (同时进口增加 153.2 万吨), 而需求增加 95.3 万吨所致。对比 3 月预期数据, 供需缺口缩小 9.7 万吨, 主要受土耳其、美国、越南国内消费需 (-8.9 万吨), 以及印度和布基纳法索棉花出口量 (-2.0 万吨) 下调的影响。同时, 由于进口量下调 2.0 万吨, 全球供给量下调 1.2 万吨。
- 下游纺织服装内需保持增长, 3 月出口明显回暖。从内需来看, 2019 年一季度, 服装鞋帽、针纺织品/限额以上企业服装类/穿着类实物商品网上零售额分别同比增长 3.1%/6.3%/19.1%, 较 1-2 月分别提升 1.5/5.3/3.5PCTs。出口方面, 我国纺织品服装累计出口额同比下降 1.9%, 增速环比提升 10.23PCTs。其中纺织品/服装累计出口额分别同比变动 4.03%/-6.84%, 增速环比分别提升 12.08/8.51PCTs。
- 库存有所改善。USDA 2019 年 4 月数据显示, 2018 年中国棉花库存比为 81.47%, 较 2017 年下降 10.98%, ICAC 的预测也反应相同趋势, 预计 2018 年为 96% (-14.0PCTs)。分使用目的看, 国内商业库存和工业库存分别为 416.40/84.17 万吨, 环比变动分别为-40.12/+3.24 万吨。从中间环节看, 2019 年 4 月国内纱线/坯布库存天数分别为 21/29 天, 环比分别下降 0.2/0.3。

图表 28: 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4月)	827.8	604.2	174.2	881.8	3.3	721.1
2018/19 (19年3月)	827.8	598.8	163.3	881.8	3.3	704.8

来源: USDA, 中泰证券研究所

图表 29: 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4月)	1,764.7	2,589.4	916.4	2,682.0	916.4	1,664.3
2018/19 (19年3月)	1,766.6	2,588.6	918.4	2,690.9	918.4	1,656.7

来源: USDA, 中泰证券研究所

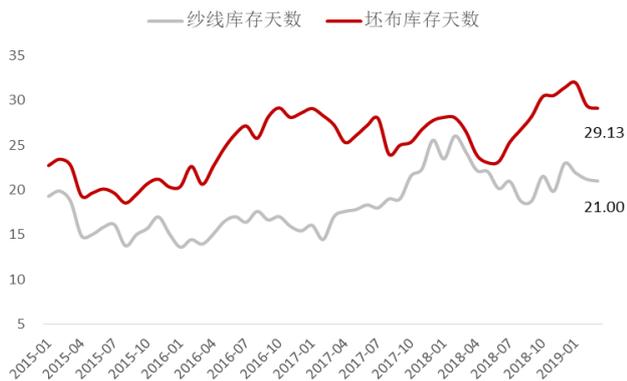
图表 30: USDA 2018 年中国棉花库存消费比为 81.47% (-10.98PCTs)


来源: USDA, 中泰证券研究所

图表 31: ICAC 预测 2018 年中国棉花库存消费比为 96% (-14PCTs)

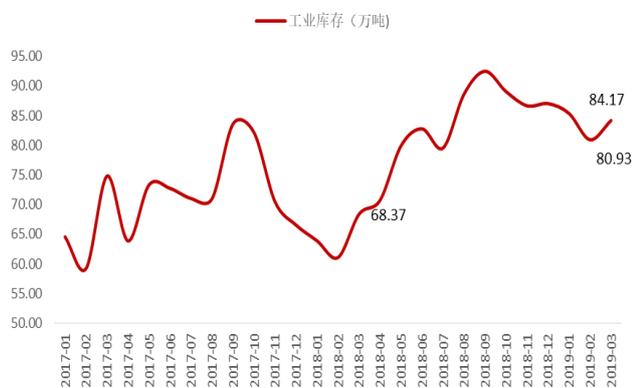

来源: ICAC, 中泰证券研究所

图表 32: 2019.3 月国内纱线/坯布库存天数分别为 21/29 天, 分别环比减少 0.20/0.32
图表 33: 2019.3 月国内棉花商业库存为 416.40 万吨, 环比减少 40.12 万吨。



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 2019. 3 月国内棉花工业库存为 84.17 万吨, 环比增加 3.24 万吨



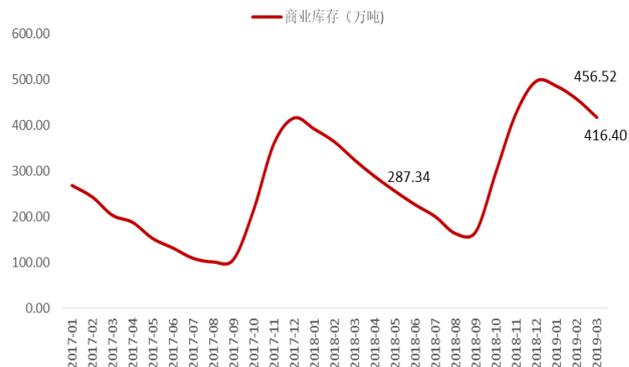
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 36: 国棉现货 328 (较上周提升 28 元至 15671 元/吨) (更新至 19. 4. 19)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 38: 涤纶短纤 (较上周上涨 150 元至 8950 元/吨) (更新至 19. 4. 19)



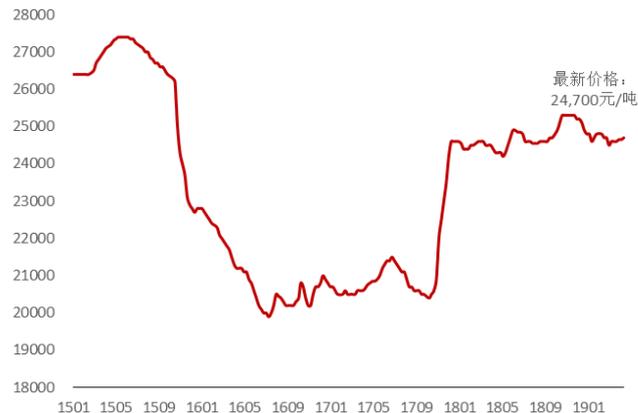
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 35: CotlookA 指数 (较上周上涨 1.55 美分至 88.25 美分/磅) (更新至 19. 4. 19)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 37: 长绒棉 237 (较上周提升 50 元至 24700 元/吨) (更新至 19. 4. 19)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 39: 粘胶短纤 (较上周上涨 450 元至 12750 元/吨) (更新至 19. 4. 19)



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

【伟星股份】公司发布 2018 年年报, 期内实现营业收入 27.12 亿元, 同比增长 3.32%, 实现归母净利润 3.10 亿元, 同比减少 14.89%。同时, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.50 元(含税)。

【新澳股份】公司发布 2018 年年报, 期内实现营业收入 25.66 亿元, 同比增长 10.99%, 实现归母净利润 1.99 亿元, 同比减少 3.90%。同时, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.00 元(含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

【起步股份】公司发布 2018 年年报, 期内实现营业收入 13.99 亿元, 同比增长 4.43%, 实现归母净利润 1.81 亿元, 同比减少 7.05%。同时, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.4 元(含税)。

【诺邦股份】公司发布 2018 年年报, 期内实现营业收入 9.36 亿元, 同比增长 51.44%, 实现归母净利润 0.55 亿元, 同比增长 7.14%。同时, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元(含税)。

【金发拉比】公司发布 2018 年年报, 期内实现营业收入 4.54 亿元, 同比增长 5.49%, 实现归母净利润 0.40 亿元, 同比减少 56.85%。同时, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.90 元(含税)。

【天创时尚】公司发布 2018 年年报, 期内实现营业收入 20.52 亿元, 同比增长 18.37%, 实现归母净利润 2.42 亿元, 同比增长 28.87%。

【浪莎股份】公司发布 2018 年年报, 期内实现营业收入 3.88 亿元, 同比增长 12.86%, 实现归母净利润 0.29 亿元, 同比增长 27.05%。

【新野纺织】公司发布 2019 年一季报, 期内实现营业收入 14.79 亿元,

同比增长 13.74%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 47.93%。

【希努尔】公司发布 2018 年年报，期内实现营业收入 17.20 亿元，同比增长 121.99%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 120.06%。同时，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.23 元(含税)。2019 年一季报，期内实现营业收入 8.46 亿元，同比增长 424.50%，实现归母净利润 188 万元，同比增长 121.05%。

■ 行业新闻

【滑准税配额发放 植棉意向降幅缩小】4 月 12 日，国家发展改革委发布公告，为保障纺织企业用棉需要，经研究决定，今年发放一定数量的棉花关税配额外优惠关税税率进口配额（简称棉花进口滑准税配额）。本次棉花进口滑准税配额数量为 80 万吨，全部为非国营贸易配额，申请时间为 2019 年 4 月 15 日至 29 日。原文：

<https://mp.weixin.qq.com/s/yz1JpPdXNNM8wrCxy3Br3A>（资料来源：中国棉花协会）

【将要发力中国二三线城市的优衣库】在中国市场的表现，优衣库在中国大陆的门店数量为 673 家、港澳地区 28 家门店、台湾地区 67 家门店，大中华区合计达 768 家门店。优衣库目前在中国的门店主要集中在北上广一线城市，门店数量约占中国门店数量的 30%。优衣库依然在中国保持每年以 100 家速度开设新店，预计整个大中华区的门店数量将在 2021 年突破 1000 家。原文：

<https://mp.weixin.qq.com/s/v0wpELnUjLdag-ciZvHw-w>（资料来源：中国服装圈）

【消费者开始审美疲劳？Gucci 第一季度收入增速大幅放缓】在狂奔 12 个季度后，年收入成功挺进 80 亿欧元的 Gucci 将进入平稳期。开云集团今日发布了令行业广泛关注的今年第一季度业绩报告，在截至 3 月 31 日的三个月内，开云集团收入继续受到核心品牌 Gucci 业绩的推动，同比增长 21.9% 至 37.85 亿欧元，奢侈品部门销售额则录得 21.7% 的增幅至 36.48 亿欧元。原文：

<https://mp.weixin.qq.com/s/F-nq0k30WhSp3TwDT-PHTg>（资料来源：LADYMAX）

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 40：纺织服饰/珠宝行业重点公司盈利预测及估值

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
歌力思	18.88	1.07	1.38	1.62	18	14	12	0.82
水星家纺	18.89	1.18	1.44	1.74	16	13	11	0.74
海澜之家	10.10	0.77	0.84	0.89	13	12	11	2.05
百隆东方	5.80	0.29	0.39	0.44	20	15	13	1.85
九牧王	14.45	0.97	1.09	1.23	15	13	12	1.17
太平鸟	21.31	1.19	1.47	1.69	18	15	13	0.84
森马服饰	12.19	0.58	0.70	0.80	21	18	15	0.90
新野纺织	4.72	0.48	0.54	0.64	10	9	7	0.47
潮宏基	5.61	0.36	0.56	0.64	16	10	9	0.59
鲁泰 A	10.98	1.00	1.10	1.21	11	10	9	1.10
维格娜丝	18.41	1.57	1.92	2.26	12	10	8	0.40
安奈儿	21.72	0.62	0.78	0.96	35	28	23	1.54

来源：Wind，中泰证券研究所预测整理 注：收盘价截至 2019 年 4 月 19 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。