

# 不确定环境下的确定性趋势

## ——纺织服装行业2019中期策略

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002 联系邮箱: mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001 联系邮箱: chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003 联系邮箱: linjch@dwzq.com.cn

研究助理 詹陆雨

联系邮箱: zhanly@dwzq.com.cn

2019年6月

## 1. 新模式：低迷环境下的消费明珠

1.1 新模式：强调上新+留存+转化，阿里新战略利好头部商家

1.2 南极电商：GMV继续高速增长，作为阿里体系头部玩家前景依旧明朗

1.3 开润股份：2C业务发展迅猛、2B跨国整合发展新品类，切入运动巨头供应链体系

## 2. 品牌服装：平淡环境下运动仍是最好赛道

2.1 消费大环境：18H2以来整体平淡

2.2 品牌服装行情回顾：体育仍是最好赛道，龙头表现体现韧性

2.3 各细分赛道基本面

2.3.1 体育服饰：平淡零售环境下仍保持亮眼增长

2.3.2 大众：龙头改革提效红利仍在，估值已见底

2.3.3 高端品牌：开店总体审慎，提升单店产出仍是重要增长来源

2.4 重点关注标的

2.5 品牌服装龙头标的估值

## 3. 贸易摩擦将加速龙头的全球化布局

3.1 出口：春节后中美贸易摩擦影响下不甚乐观

3.2 棉价：短期低迷，长期缺口仍在

3.3 制造龙头：短期寻找新的均衡盈利水准，长期龙头的全球化布局存在投资机会

3.4 重点关注标的

3.5 纺织制造龙头标的估值及股息率

## 4. 风险提示

- 主流电商平台19Q1的运营表现已经披露完毕，有不少新的变化。线上零售的增速一直呈现下行趋势，18年Q1为34%，19年Q1下降到21%，线上整体预计短期内将保持在20%左右增速。从几个大的平台Q1增速来看：天猫GMV增速33%，跑赢线上整体；京东直销收入不及20%，略弱于线上整体的增速；拼多多GMV同比增速130%，但活跃用户增速下降明显。
- 围绕天猫GMV三年翻倍的战略目标，平台玩法变化主要体现为：
  - ✓ 相较拼多多的低价补贴策略，天猫现在将更多的流量通过天猫新品、小黑盒等方式向新品倾斜，希望依靠新品的不断迭代吸引客流；
  - ✓ 阿里千人千面技术更加精准明确、数据标签越来越精细，使得触达新用户越来越难，此前用户规模较大的龙头有望受益；
  - ✓ 相较于过去单一的流量工具（钻展、直通车），现在只有同时做好钻展和直通车才能获得超级推荐、得到较好的流量倾斜，对于品牌运营能力提出了更高的要求。
- **我们的观点：**在阿里持续将流量向新品倾斜、提升流量标签精准化的背景下，商家需要不断完善自己的运营能力，我们认为对于上新能力强、用户基数大的头部电商运营公司利好明显。因此，在新模式标中，南极电商、开润股份这类上新能力强、用户基数较大的优质企业也将在天猫新的战略框架下充分受益。

## 1.2 南极电商：GMV继续高速增长，作为阿里体系头部玩家前景依旧明朗

- 天猫三年GMV翻番战略下，平台新规利好线上龙头品牌。天猫规则变化主要在于：（1）通过天猫新品、小黑盒等方式对新品进行流量倾斜，希望依靠新品推动GMV增长；（2）进一步强调商品对目标消费者的精确触达，同品牌新商品若特征性不强很难触达新消费者扩大市场规模。我们认为这样的规则有利于类似南极电商这样产品创新能力强、原有用户基数大的线上头部品牌。
- 南极电商在19年2月以来持续保持着高速的GMV增长，尤其是线上的核心大店持续保持着高速增长，我们认为这与公司拥有多品类的供应链资源、广泛的用户群体密不可分。

表：南极电商GMV按月增速

	2019.01	2019.02	2019.03	2019.04	2019.05
南极电商GMV增速	37%	70%	70%	81%	62%

资料来源：公司调研，东吴证券研究所

- 我们认为随着（1）公司在已有强势大类目下持续挖掘新的二级类目，利用已有的流量优势，公司在这些强势类目有望继续挖掘增长潜力。（2）新的类目下，借助公司强大的供应链资源，公司有望依靠天猫对新品类的流量倾斜在新的领域持续探索可能性。
- 我们认为公司在19年GMV有望继续保持50%的增长，全年净利润达到12.3亿（+39%），对应估值20倍，在目前依旧的高估值下我们继续维持“买入”评级。

(单位：百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
收入	3386.7	4310.5	5082.7	5794.1
YOY	243.6%	27.7%	17.9%	14.0%
净利润	886.5	1234.9	1610.9	2070.5
YOY	65.9%	39.3%	30.4%	28.5%
P/E	297.4	19.7	15.1	11.7

## 1.3 开润股份：2C业务发展迅猛、2B跨国整合发展新品类，切入运动巨头供应链体系

- 估算公司2C业务19Q1收入增速继续超过50%。
- ✓ 2C业务在2018全年增长102%至10.26亿元的基础上继续高增。2018年公司在国内全渠道销售的箱包数量已经超过新秀丽成为国内第一，2019年，除巩固公司在原有线上渠道的优势外，19年将继续在线下发力，包括高端KA（山姆士、麦德龙）、百货、团购礼品以及海外渠道（日/韩/美/印度/印尼），预计2019年2C业务收入保持50%+增长速度，同时实现净利率的小幅提升。
- 2B业务受益大客户订单集中增长迅速，我们估算2B业务19Q1收入增速30%+，即使不考虑收购印尼箱包制造优质资产并表，原有业务仍有10%-15%增长。
- ✓ 作为迪卡侬全球40家战略合作伙伴供应商之一，公司的工厂管理能力在全球箱包生产商中名列前茅，多年坚持的自动化精益化管理体系以及全球化布局（印度）保证了其生产效率，同时公司通过尝试建设卫星工厂的方式进一步挖掘潜能、降低成本，未来2B业务仍将积极通过全球化布局拓展产能及订单。
- ✓ 19/2/19公司公告完成以2280万美元收购印尼箱包制造商成功切入Nike供应链考虑该项收购（预计带来2亿元左右的收入并表），预计19年公司2B收入增长可以达到30%。
- 2C业务上，继续凭借产品优势在线上线下开疆拓土；2B整合优势工厂、切入新的大体量品类，期待贡献新的增量。预计公司19/20/21年归母净利润有望达到2.3/3.1/4.0亿元，同比增长34%/31%/30%，对应PE29/22/17倍，考虑到其业务模式在A股市场的稀缺性及高成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：2C品类拓展不及预期，2B业务接单不及预期

## 1. 新模式：低迷环境下的消费明珠

1.1 新模式：强调上新+留存+转化，阿里新战略利好头部商家

1.2 南极电商：GMV继续高速增长，作为阿里体系头部玩家前景依旧明朗

1.3 开润股份：2C业务发展迅猛、2B跨国整合发展新品类，切入运动巨头供应链体系

## 2. 品牌服装：平淡环境下运动仍是最好赛道

2.1 消费大环境：18H2以来整体平淡

2.2 品牌服装行情回顾：体育仍是最好赛道，龙头表现体现韧性

2.3 各细分赛道基本面

2.3.1 体育服饰：平淡零售环境下仍保持亮眼增长

2.3.2 大众：龙头改革提效红利仍在，估值已见底

2.3.3 高端品牌：开店总体审慎，提升单店产出仍是重要增长来源

2.4 重点关注标的

2.5 品牌服装龙头标的估值

## 3. 贸易摩擦将加速龙头的全球化布局

3.1 出口：春节后中美贸易摩擦影响下不甚乐观

3.2 棉价：短期低迷，长期缺口仍在

3.3 制造龙头：短期寻找新的均衡盈利水准，长期龙头的全球化布局存在投资机会

3.4 重点关注标的

3.5 纺织制造龙头标的估值及股息率

## 4. 风险提示

## 2.1 消费大环境：18H2以来整体平淡

- **18H2以来零售大环境表现平淡：**年初至今包括服装、金银珠宝等限额以上社会零售数据表现平淡，5月受益黄金周有所好转，服装、鞋帽、针纺织品零售通增4.1%，从草根调研来看，多数上市公司5月环比4月表现总体平稳

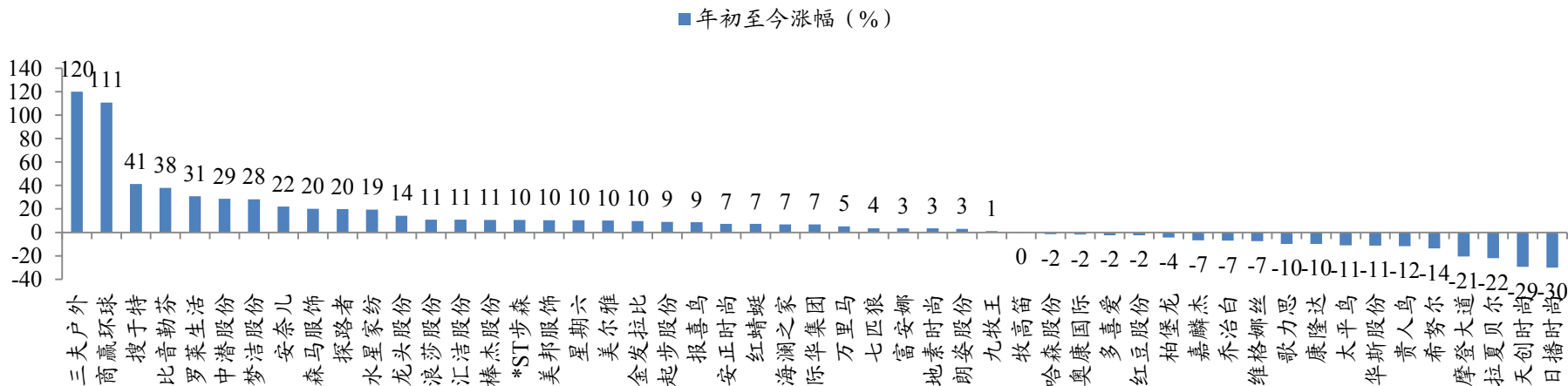
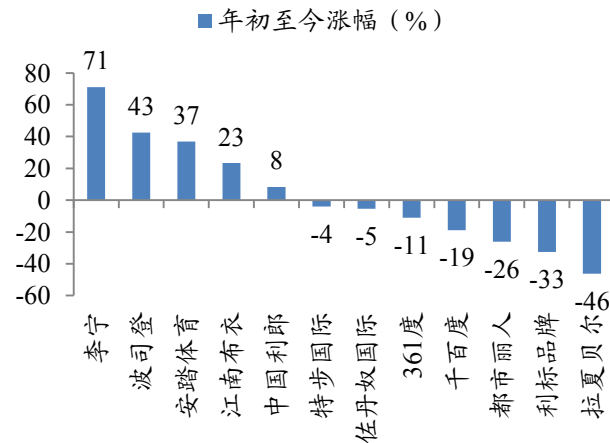
表：社零同比增速数据

	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01+02	2019-03	2019-04	2019-05
餐饮收入	8.8	10.1	9.4	9.7	9.4	8.8	8.6	9	9.7	9.5	8.5	9.4
商品零售	8.4	8.9	8.7	8.9	9.2	8.5	8	8	8	8.6	7	8.5
其中：粮油、食品类	7.3	13	9.5	10.1	13.6	7.7	10.6	11.3	10.1	11.8	9.3	11.4
饮料	7.1	12.6	6.8	8.1	10.4	7.9	7.9	9.2	8	12.1	9.7	12.7
烟酒	4.8	11.4	6.3	7	9.8	1.2	3.1	8.4	4.6	9.5	3.3	6.6
服装鞋帽针纺织品	6.6	10	8.7	7	9	4.7	5.5	7.4	1.8	6.6	-1.1	4.1
化妆品	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	4.4	1.9	8.9	14.4	6.7	16.7
金银珠宝	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	5.6	2.3	4.4	-1.2	0.4	4.7
日用品	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	16	16.8	15.9	16.6	12.6	11.4
家用电器和音像器材	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	12.5	13.9	3.3	15.2	3.2	5.8
中西药品	8	8.5	9.9	7.4	8.9	11.5	9.3	10.6	10.3	11.8	11.5	11.2
文化办公用品	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	-3.3	-0.4	-4	8.8	-4	3.6	3.1
家具类	8.6	15	11.1	9.5	9.9	9.5	8	12.7	0.7	12.8	4.2	6.1
通讯器材类	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	-5.9	-0.9	8.2	13.8	2.1	6.7
石油及制品	14	16.5	18.4	19.6	19.2	17.1	8.5	5.8	2.5	7.1	0.1	3.1
建筑及装潢材料	6.5	7.2	5.4	7.9	8.4	8.5	9.8	8.6	6.6	10.8	-0.3	-1.1
汽车	-1	-7	-2	-3.2	-7.1	-6.4	-10	-8.5	-2.8	-4.4	-2.1	2.1

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

## 2.2 品牌服装行情回顾：体育仍是最好赛道，龙头表现体现韧性

- 回顾年初至今品牌服装个股行情：年初至今涨幅最佳标的集中于体育服饰，港股的李宁（71%）、安踏（37%）、A股的比音勒芬（38%）表现突出，同时有自身效率提升逻辑的龙头如波司登（43%）、森马（20%）年初至今也表现不俗，体现龙头韧性
- 展望后市：社零数据表现平淡，品牌服饰4月中旬以来估值已经历过一波回调。但我们认为，如果能在低估值的消费板块内找到基本面韧性较强的公司，防御价值很大，因此目前估值处于底部区域的优质品牌值得重视。尤其是体育服饰赛道，头部品牌整体在二季度以来平淡的消费环境下仍有亮眼表现。



数据来源：Wind、东吴证券研究所，统计截止2019/6/14



## 2.3.1 体育服饰：平淡零售环境下仍保持亮眼增长

- **18H2以来平淡零售环境下表现最好的细分赛道：**体育服饰是品牌服装大行业中产品属性最好的细分赛道（更标准化、品牌忠诚度高），生活方式与消费习惯的改变更是催化了这个细分赛道的快速增长。
- **经历了2012年以来的行业大洗牌，已经形成了成熟的产品开发、品牌打造、零售管理体系：**安踏已经在主品牌复兴基础上以FILA证明了自己成熟的多品牌运营能力，李宁近两年也在改革红利释放的过程中表现出了绝佳的利润弹性
- **细分领域龙头抓住机会迅速成长：**比音勒芬作为运动休闲领域龙头18年以来抓住运动时尚风口展现高速优质增长

表：安踏、李宁、特步、比音勒芬零售表现

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
<b>安踏体育</b>					
安踏品牌零售表现	20%-25%	低双位数	中双位数	10%-20%中段	10%-20%低段
非安踏品牌零售表现	80-85%	90%-95%	90%-95%	80-85%	65%-70%
<b>李宁全平台零售表现</b>					
李宁全平台零售表现	10%-20%中段增长	10%-20%低段增长	10%-20%中段增长	10%-20%高段增长	20%-30%低段增长
<b>特步同店增长</b>					
特步同店增长	低双位数增长	中双位数增长	中双位数增长	中双位数增长	底商位数增长
<b>比音勒芬收入增长</b>					
比音勒芬收入增长	30%	45%	46%	41%	27%

数据来源：公司公告，东吴证券有限公司

## 2.3.2 大众：龙头改革提效红利仍在，估值已见底

### □ 部分龙头内部提效成果在18年集中释放、19年仍值得期待：

- ✓ **森马服饰**：18年童装+休闲装净拓店超过1000家，次新店业绩释放带来19Q1原有主业收入超30%增长，全年来看主业收入仍有15%+增长；
- ✓ **波司登**：品牌复兴成功，预计本19/3/31财年主品牌羽绒服收入增长超过35%，并伴有提价带来的毛利率攀升利好；
- ✓ **海澜之家**：主品牌稳健，孵化中的新品牌黑鲸、海澜优选、OVV、男生女生值得持续关注成长性
- ✓ **太平鸟**：业绩增长压力仍在，但4-5月零售已较3月有所好转

表：休闲装A股公司季度业绩表现（单位：亿元）

上市公司	项目	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
森马服饰	收入	<b>25.12</b>	<b>30.20</b>	<b>42.32</b>	<b>59.55</b>	<b>41.18</b>
	YOY	21.57%	27.62%	17.25%	49.47%	63.90%
	归母净利润	<b>3.12</b>	<b>3.55</b>	<b>6.04</b>	<b>4.22</b>	<b>3.47</b>
	YOY	23.88%	26.01%	26.40%	235.16%	11.06%
海澜之家	收入	<b>57.86</b>	<b>42.27</b>	<b>30.29</b>	<b>60.47</b>	<b>60.89</b>
	YOY	12.16%	3.27%	-6.10%	5.69%	5.23%
	归母净利润	<b>11.31</b>	<b>9.35</b>	<b>5.62</b>	<b>8.27</b>	<b>12.10</b>
	YOY	11.97%	8.08%	-11.80%	1.26%	6.96%
太平鸟	收入	<b>17.37</b>	<b>14.33</b>	<b>17.19</b>	<b>28.24</b>	<b>16.59</b>
	YOY	14.67%	10.17%	14.73%	-0.18%	-4.46%
	归母净利润	<b>1.33</b>	<b>0.64</b>	<b>0.85</b>	<b>2.89</b>	<b>0.87</b>
	YOY	126.92%	81.13%	12.18%	1.02%	-34.89%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表：港股波司登半年度业绩表现（单位：亿元）

	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2
收入	<b>25.67</b>	<b>42.50</b>	<b>29.59</b>	<b>59.22</b>	<b>34.44</b>	
YOY			15.29%	39.33%	16.39%	
归母净利润	<b>1.57</b>	<b>2.35</b>	<b>1.75</b>	<b>4.41</b>	<b>2.51</b>	未披露
YOY			11.03%	87.92%	43.92%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.3.3 高端品牌：开店总体审慎，提升单店产出仍是重要增长来源

#### □ 单店提效仍是增长的来源：

- ✓ **地素时尚**：继IPO以来凭借对直营零售加强管控18Q4及19Q1取得不俗增长，19年公司计划门店扩张10%同时进一步提升单店产出，草根调研来看4-5月保持了优秀的零售数据表现
- ✓ **歌力思**：主品牌零售表现较为平稳，19计划新开店30家（其中10家为亲民线），Ed Hardy主要集中在已有店铺单店产出提升，X系列可能有少量开店，Laurel开店12家，IRO开店8家VT5家，Knott2家；同时年内百秋的利润释放也是一大看点
- ✓ **安正时尚**：计划在原有门店基础上新开100家，年初至今主品牌玖姿零售表现平稳（主要与电商增长推动有关），其他小品牌零售仍有压力

表：女装公司季度业绩表现（单位：亿元）

上市公司	项目	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
地素时尚	收入	<b>5.14</b>	<b>4.57</b>	<b>5.00</b>	<b>6.30</b>	<b>5.84</b>
	YOY	6.27%	11.82%	1.93%	11.80%	13.53%
	归母净利	<b>1.47</b>	<b>1.88</b>	<b>1.14</b>	<b>1.24</b>	<b>1.95</b>
	YOY	1.96%	46.82%	32.28%	2.71%	32.59%
歌力思	收入	<b>5.75</b>	<b>5.07</b>	<b>6.55</b>	<b>7.00</b>	<b>6.23</b>
	YOY	69.28%	15.77%	8.73%	3.89%	8.32%
	归母净利	<b>0.80</b>	<b>0.81</b>	<b>1.07</b>	<b>0.97</b>	<b>0.89</b>
	YOY	33.18%	31.40%	33.22%	-3.32%	11.01%
安正时尚	收入	<b>3.91</b>	<b>3.61</b>	<b>4.10</b>	<b>4.87</b>	<b>5.53</b>
	YOY	26.84%	13.98%	10.48%	14.75%	41.47%
	归母净利	<b>0.92</b>	<b>0.71</b>	<b>0.84</b>	<b>0.34</b>	<b>1.02</b>
	YOY	30.10%	20.12%	12.29%	-50.01%	10.51%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.4 重点关注标的（1/2）

- **安踏体育：**产品、品牌运营、零售能力最为成熟的标杆龙头企业，FILA持续的超预期增长更证明了其多品牌运营能力；收购AMEAS事宜进展顺利，国际化进程迈出第一步；从Q1及4月运营来看，安踏品牌运营稳健、FILA品牌延续高速增长，我们预计19/20/21年归母净利同增25%/20%/17%至51/61/72亿元，对应当前估值24/20/17X，维持“买入”评级。
  - 风险提示：多品牌协同不及预期，拓店不及预期
- **比音勒芬：**作为东吴证券6月十大金股，公司所处的运动时尚休闲赛道属于服装板块内基本面趋势最好、市场关注度最高的子板块，2018年Q1/Q2/Q3/Q4以及19Q1，公司收入同比增长30%/45%/46%/41%/27%，尤其18H2低迷消费环境下仍展现出超预期高增长，主要得益于：1) 产品力持续提升；2) 渠道持续升级，注重精品店和大型体验店的打造。截至2018年公司终端门店764家（+112，+17%），未来将继续深挖一二线城市高端社区作为潜在市场，并将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市，19年预计主品牌继续拓展80家门店，远期来看预计市场容量在1500-2000家；同时新品牌威尼斯19年开始发力，有望覆盖更广泛价格带客户群体；3) 品牌力持续提升，娱乐、赛事、事件营销三管齐下。公司在回购同时公布1亿元二期员工持股计划草案，与员工共享成长红利。预计公司19/20/21年利润同增41%/28%/27%至4.1/5.3/6.7亿元，对应PE 20/16/14X，维持“买入”评级。
  - 风险提示：新品牌发展不及预期，同店提升不及预期
- **森马服饰：**减持事项已经落定，公司股东邱艳芳与王耀海签订股权转让协议，拟将其持有的1.35亿股（占股本5%）以9.69元/股价格进行转让，总对价13.1亿元。本次转让后邱艳芳女士将完成其减持计划，减持后仍持股6.26%。王耀海先生系欧普照明实际控制人、董事长，本次受让股权侧面体现对公司基本面看好。公司童装、电商持续表现优秀、休闲总体平稳，预计19年主业增长15%，考虑Kidiliz亏损，预计19/20/21年公司归母净利同增13.0%/15.6%/14.8%至19.1/22.1/25.4亿元，对应估值15/13/11X，作为童装和休闲装领域双龙头白马继续推荐，维持“买入”评级。
  - 风险提示：多品牌协同不及预期，展店及同店增长不及预期，存货风险

## 2.4 重点关注标的（2/2）

- **波司登**：2018作为改革初年波司登在产品、渠道、品牌上坚定投入，全面改变品牌形象，强化在年轻消费者心目中的认知，目前看来各项改革均达到预期效果，展望下一财年，更将继续在产品开发、品牌宣传上有的放矢进行投入，不断巩固波司登作为“全球热销的羽绒服专家”之地位，根据历史经验，消费品在产品调整到位、品牌势能奠定的情况下，其改革红利有望在几年内得到延续，因此我们持续看好波司登在未来几年保持良好的增长势头。考虑到优秀的零售表现，我们预计FY19/FY20/FY21净利润达到8.9亿/11.1亿/13.7亿元，同比增长45%/25%/23%，对应PE 22X/18X/15X，继续维持“买入”评级。
  - 风险提示：意外暖冬影响销售，品牌建设及门店改造投入效果未达预期
- **歌力思**：一季报在高基数背景下表现仍然非常稳健，19年看点在于主品牌的亲民线铺设以及百秋的大力发展，预计2019年，公司主品牌歌力思计划新开店30家（其中10家为下沉至三四线城市的亲民线），Ed Hardy主要着力提升主系列单店效率，X系列门店有继续开店的可能；Laurel/IRO/VT/Knott计划新开店12/8/5/2家，百秋收入/利润增速达到40%/30%。作为品牌矩阵规划清晰的多品牌时尚集团持续看好，预计19/20/21年归母净利润同增21.0%/20.5%/20.0%至4.4/5.3/6.4亿元，PE 10/9/7X，低估值细分龙头，维持“买入”评级。
  - 风险提示：多品牌协同不及预期，同店增长不及预期
- **地素时尚**：公司是少女女装的行业标杆，在产品特色（极具辨识度）和报表质量（高毛利、高周转、高ROE）方面均表现亮眼。在经历了IPO期间的渠道调整后，公司于18年初开始狠抓零售管理，18Q4/19Q1同店增长持续逆势保持两位数增长（12%/17%），4、5月直营零售表现仍然优秀。在开店提速的背景下，我们预计公司19/20/21年净利润将增长15%/12%/11%至6.6亿/7.4亿/8.2亿，对应PE 13X/12X/11X，最近三年平均分红比例高达76%，持续推荐。
  - 风险提示：展店不及预期，小非减持

## 2.5 品牌服装龙头标的估值

表：品牌服装龙头标的估值

上市公司	市值 (亿元)	2018归母 净利润 (亿元)	2019归母 净利润 (亿元)	YOY	19PE	2020归母 净利润 (亿元)	YOY	20PE	3年平均分 红比例	19年 股息率	
<b>休闲装</b>											
002563.SZ	森马服饰	279	16.9	19.1	13.0%	14.6	22.1	15.6%	12.6	62%	4.2%
3998.HK	波司登	199	8.9	11.1	24.6%	17.9	13.7	23.5%	14.5	76%	4.2%
600398.SH	海澜之家	392	34.5	36.9	6.7%	10.6	39.0	5.7%	10.1	61%	5.8%
603877.SH	太平鸟	72	5.7	6.9	20.7%	10.5	7.9	14.2%	9.2	72%	6.9%
<b>体育</b>											
2020.HK	安踏体育	1,209	41.0	51.2	24.7%	23.6	61.4	19.9%	19.7	61%	2.6%
2331.HK	李宁	292	7.2	9.6	33.7%	30.5	12.0	25.9%	24.2	13%	0.4%
1368.HK	特步国际	88	6.6	7.8	18.5%	11.3	9.1	16.7%	9.7	70%	6.2%
<b>高端</b>											
603808.SH	歌力思	45	3.7	4.4	21.0%	10.3	5.3	20.5%	8.5	38%	3.7%
603839.SH	安正时尚	48	2.8	3.8	33.4%	12.7	4.4	18.4%	10.7	36%	2.9%
002832.SZ	比音勒芬	82	2.9	4.1	41.0%	19.9	5.3	28.4%	15.5	36%	1.8%
3306.HK	江南布衣	61	4.9	5.7	17.7%	10.5	6.7	17.1%	9.0	93%	8.8%
603587.SH	地素时尚	85	5.7	6.6	15.2%	12.9	7.4	12.4%	11.5	76%	5.9%
<b>家纺</b>											
002327.SZ	富安娜	63	5.4	6.2	14.1%	10.2	7.0	12.2%	9.1	50%	4.9%
002293.SZ	罗莱生活	78	5.3	6.0	12.2%	12.9	6.7	11.7%	11.6	54%	4.2%
603365.SH	水星家纺	47	2.9	3.2	13.6%	14.7	3.7	15.0%	12.7	49%	3.4%
<b>男装</b>											
1234.HK	中国利郎	73	7.5	8.8	16.9%	8.3	10.1	15.2%	7.2	76%	9.1%
601566.SH	九牧王	69	5.3	5.8	8.2%	11.9	5.8	0.5%	11.9	119%	10.0%
002029.SZ	七匹狼	49	3.5	3.8	9.8%	12.8	4.2	9.9%	11.7	24%	1.9%

数据来源：Wind、东吴证券研究所，其中太平鸟、九牧王、富安娜、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

## 1. 新模式：低迷环境下的消费明珠

- 1.1 新模式：强调上新+留存+转化，阿里新战略利好头部商家
- 1.2 南极电商：GMV继续高速增长，作为阿里体系头部玩家前景依旧明朗
- 1.3 开润股份：2C业务发展迅猛、2B跨国整合发展新品类，切入运动巨头供应链体系

## 2. 品牌服装：平淡环境下运动仍是最好赛道

- 2.1 消费大环境：18H2以来整体平淡
- 2.2 品牌服装行情回顾：体育仍是最好赛道，龙头表现体现韧性
- 2.3 各细分赛道基本面
  - 2.3.1 体育服饰：平淡零售环境下仍保持亮眼增长
  - 2.3.2 大众：龙头改革提效红利仍在，估值已见底
  - 2.3.3 高端品牌：开店总体审慎，提升单店产出仍是重要增长来源
- 2.4 重点关注标的
- 2.5 品牌服装龙头标的估值

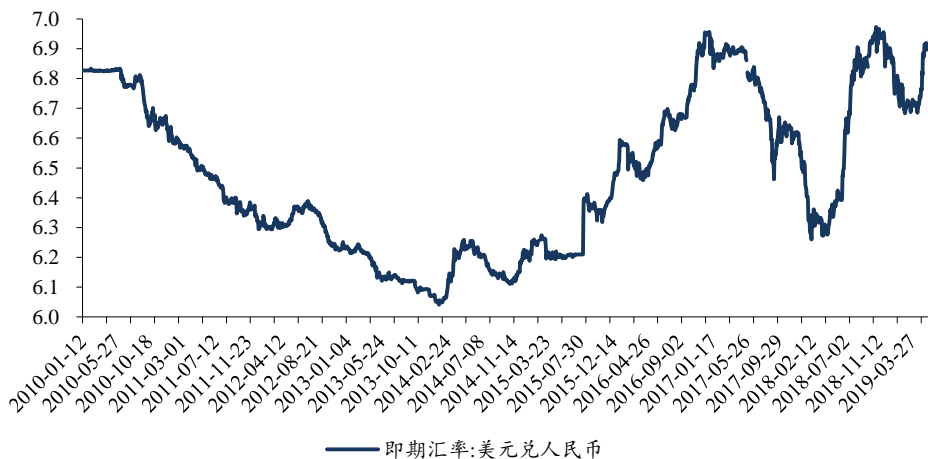
## 3. 贸易摩擦将加速龙头的全球化布局

- 3.1 出口：春节后中美贸易摩擦影响下不甚乐观
- 3.2 棉价：短期低迷，长期缺口仍在
- 3.3 制造龙头：短期寻找新的均衡盈利水准，长期龙头的全球化布局存在投资机会
- 3.4 重点关注标的
- 3.5 纺织制造龙头标的估值及股息率

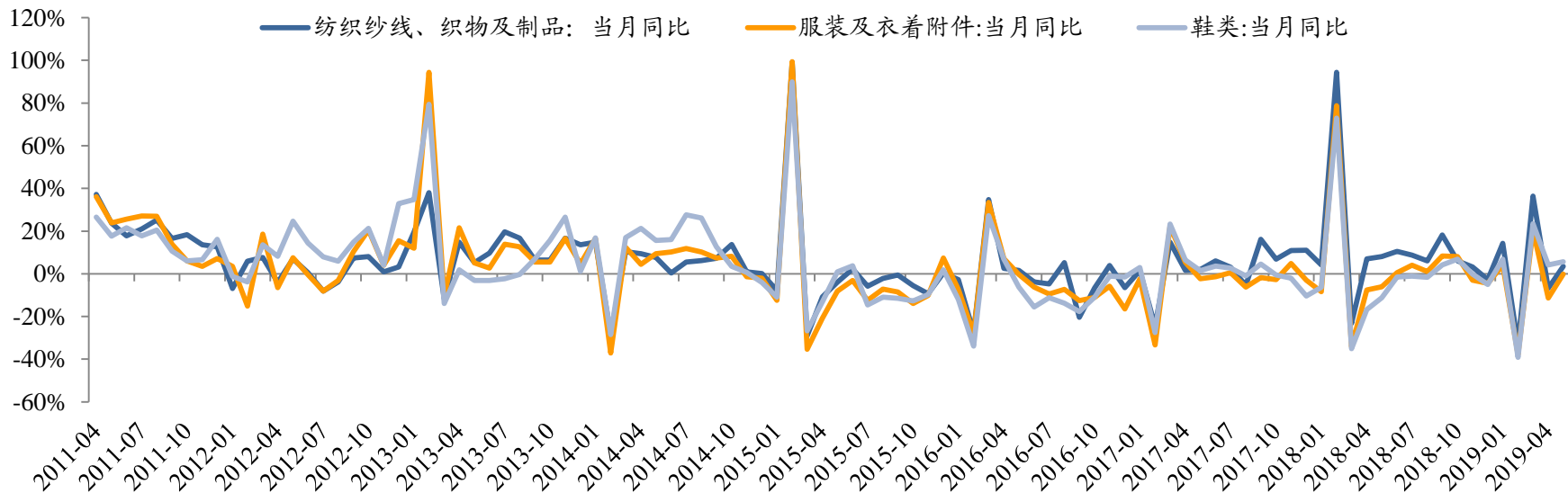
## 4. 风险提示

### 3.1 出口：春节后中美贸易摩擦影响下不甚乐观

- 18年9月起纺织服装出口数据波动明显：  
中美贸易摩擦影响国内企业接单，从最新的19年4月数据来看，纱线织物及制品/服装及衣着附件/鞋类单月出口同比+3.6%/-0.1%/+5.6%，年初至今累计同比+1.5%/-5.5%/+0.2%
- 汇率：5月起人民币贬值较为迅速，人民币兑美元逼近7大关



图：出口数据单月同比



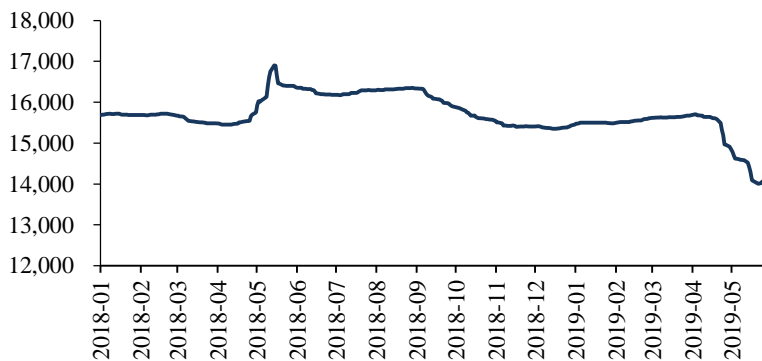
数据来源：Wind、东吴证券研究所



## 3.2 棉价：短期低迷，长期缺口仍在

- **短期：** 内需尚未回暖、叠加贸易摩擦对外贸接单影响，整体对原材料需求偏淡，导致内棉期现货价格持续走低，5月开始的国储棉抛储成交情况亦低迷；与此同时外棉价格回升，内外棉价差缩窄
- **长期：** 根据USDA数据，18/19棉花年度我国生产/消费棉花604/882万吨，存在278万吨供需缺口通过进口配额（89.4万吨1%关税配额+80万吨滑准税配额）以及国储棉抛储补足，考虑国储棉在17/18棉花年度后大约剩余260万吨接近临界值，未来不排除通过临时收储/进一步增加进口配额等方式补足缺口

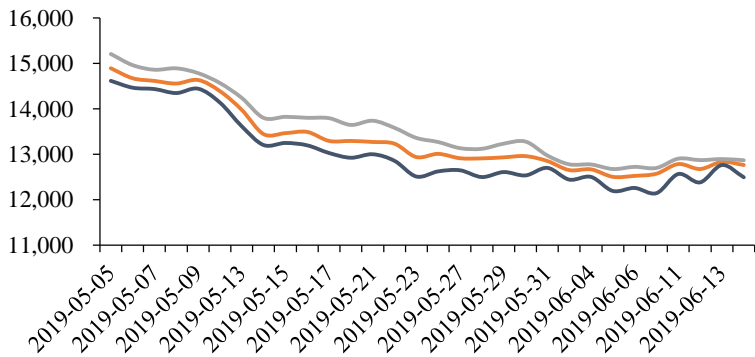
328棉花价格（元/吨）



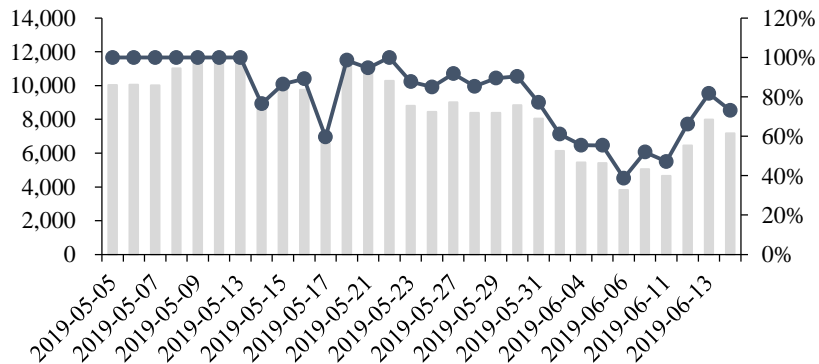
Cotlook A指数（美分/磅）



— 抛储成交均价（元/吨）  
— 地产棉成交均价（元/吨）  
— 新疆棉成交均价（元/吨）



■ 单日抛储成交量（吨）  
● 抛储成交比例



数据来源：Wind、中国棉花网、东吴证券研究所

- 贸易摩擦对于行业长期趋势本质上不会有影响，相反会进一步催化；短期影响大，但影响路径可能跟投资者们想象中有所差异。
- 短期寻找新的平衡：
  - 1、中低端纺织制造企业生存压力较大，订单可能会发生明显转移
  - 2、对于已经走出去的制造龙头，核心是根据品牌的需求调节订单在国内外产能之间的分配，大概率会影响短期的排单效率，进而影响毛利率，需要重新评估稳定状态的盈利能力。
- 长期重视产业趋势：
  - 1、低端产能的转移不可避免，因为中国各种成本上升趋势不可逆
  - 2、头部制造与头部品牌在业务上深度融合，互相强化竞争力
  - 3、制造龙头主导的全球化布局进一步深化
- **总结：**对于国内纺织制造全行业，订单会有部分转移（尤其是中低端订单），但基于接单排单不稳定，对毛利率的影响可能更大；长期趋势不可逆，全球化制造龙头优势会越发凸显，推荐申洲国际、天虹纺织，关注华孚时尚、百隆东方、鲁泰A。

### 3.4 重点关注标的（1/2）

- **申洲国际：**主要客户订单稳定增长，来自Nike的收入全年增长19.1%至62.6亿元，收入占比接近30%；Adidas及Uniqlo18年订单增长则分别达到10.5%和4.7%，第四大客户Puma的订单亦实现大幅增长，规模同增23%达到21.2亿元，以上前四大客户合计收入占比仍高达78%，来自四大客户以外客户的收入在18年同比增长24%达到47.1亿元。
- ✓ 除越南工厂持续招工提效外，公司未来2年将投资1-1.5亿美元在柬埔寨金边新建制衣工厂，并持续通过精细化管理及自动化生产提升生产效率以应对成本上升带来的经营压力。我们认为公司作为针织领域全球第一制造企业将实现稳定增长，19/20/21年归母净利同增19%/16%/16%至53.9/62.7/72.9亿元，对应PE24/21/18X，作为研发和管理出色的稀缺优质制造龙头，维持“增持”评级。
- ✓ 风险提示：大客户订单意外波动，汇率意外波动
- **天虹纺织：**
- ✓ **纱线业务继续规模化扩张、产能储备充足、棉价上行期间毛利率水平有望保持稳定：**公司持续作为弹力包芯纱全球龙头活跃（市占率30%-40%），截至18年公司拥有350万锭纱线产能（越南138万/国内212万锭），19年公司预计产能继续保持10%左右的增长。
- ✓ **2）下游一体化业务继续收入稳步增长但是盈利有望继续提升，浙江庆茂收购后尚未并表：**公司在2018年报中提出2019年计划实现坯布销售8000万米（由于更多坯布需要供应下游面料生产，因此整体销量较18年9600万米有所下滑）、梭织面料1.2亿米（同增80.7%）、针织面料1.8万吨（同增7.4%，盈利能力有望在19年继续提升）、牛仔裤1800万条（同增16.1%）。
- ✓ 预计公司2019/20/21年归母净利同增18.3%/17.9%/16.5%至13.8/16.2/18.9亿元，对应PE5.1/4.3/3.7X。若浙江庆茂在近期并表完成，我们预计19/20年备考归母利润到达14.9/17.9亿元，对应PE4.8/3.8X。作为管理高效、垂直一体化战略逐渐成型的我国纺企龙头，长期看好，维持“买入”评级。
- ✓ 风险提示：原材料价格波动带来毛利率波动、下游业务接单未及预期

- **华孚时尚**：作为全球色纺纱双寡头，2018年公司纱线产能达到189万锭（2017年为180万锭），新疆/东部沿海/海外越南产能分别达到110/51/28万锭，考虑18年12月公司宣布的越南100万锭新型纱线扩产计划，我们预计公司19年的扩产重心将主要在越南（预计在15万锭左右），国内新疆地区根据需求情况也灵活决定是否扩产。
  - ✓ 我们预计未来三年公司纱线主业仍将维持10%左右的收入复合增速、网链业务保持20%以上收入复合增长，从而带来公司整体收入同比增长16%/15%/15%至165/190/219亿元，归母净利润同增11%/10%/9%至8.4/9.2/10.1亿元，对应PE13/12/11X，维持“买入”评级。
  - ✓ 风险提示：原材料价格意外波动、网链业务进展未及预期
- **百隆东方**：作为全球色纺纱双寡头，公司现有国内/越南产能70/70万锭，考虑2018年底已经完成的B区20万锭产能将在19H1得到完全释放，加之2019年/2020年B区计划分别增投20万锭/10万锭，截至2020年越南产能将实现100万锭生产规模，占公司整体产能的60%，参考越南A区50万锭盈利水平大约带来2.5亿元净利润（2017年越南所有利润来自A区产能），我们估计截至2020年越南将为公司贡献5亿元净利润。
  - ✓ 假设未来外币敞口逐步缩窄可以降低汇兑损益波动、投资收益在2018年基础上基本稳定可持续，我们预计公司19/20/21年归母净利润同增36%/20%/12%至5.95/7.16/8.00亿，对应估值11/9/7X，考虑作为色纱全球龙头业绩增长的持续性及稳定性，当前估值具有吸引力，维持“增持”评级。
  - ✓ 风险提示：原材料价格意外波动、汇率意外波动带来汇兑损失、理财收益未及预期

### 3.5 纺织制造龙头标的估值及股息率

表：纺织制造龙头标的估值及股息率

上市公司	市值 (亿元)	2018归母 净利润 (亿元)	2019归母 净利润 (亿元)	YOY	19PE	2020归母 净利润 (亿元)	YOY	20PE	3年平均分 红比例	19年 股息率	
<b>纱线</b>											
2678.HK	天虹纺织	70	11.6	13.8	18.3%	5.1	16.2	17.9%	4.3	30%	5.9%
002042.SZ	华孚时尚	111	7.5	8.4	11.1%	13.2	9.2	10.3%	12.0	56%	4.3%
601339.SH	百隆东方	68	4.4	5.9	36.0%	11.4	7.2	20.4%	9.4	33%	2.9%
<b>面料</b>											
000726.SZ	鲁泰A	95	8.1	9.0	11.3%	10.6	9.8	8.3%	9.8	56%	5.3%
002394.SZ	联发股份	33	3.9	4.0	2.5%	8.2	4.1	3.5%	7.9	31%	3.8%
2111.HK	超盈国际	25	2.4	2.9	20.1%	8.7	3.3	11.7%	7.8	22%	2.5%
<b>成衣</b>											
2313.HK	申洲国际	1,287	45.4	53.9	18.7%	23.9	62.7	16.4%	20.5	58%	2.4%
2232.HK	晶苑国际	93	10.0	11.6	15.4%	8.0	13.7	18.5%	6.8	21%	2.7%
603558.SH	健盛集团	36	2.1	2.5	22.3%	14.2	3.0	18.7%	11.9	27%	1.9%
<b>印染辅料</b>											
600987.SH	航民股份	71	6.6	7.7	15.9%	9.3	8.6	12.0%	8.3	31%	3.4%
002003.SZ	伟星股份	52	3.1	3.7	19.6%	14.1	4.2	12.5%	12.6	81%	5.7%

数据来源：Wind、东吴证券研究所，其中鲁泰A、联发股份、超盈国际、晶苑国际、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

## 4. 风险提示

- 全球经济波动/贸易摩擦带来出口需求下滑：若出现全球性经济萧条，将对我国纺织服装、尤其制造业出口需求造成负面影响。
- 国内宏观经济波动导致内需下滑：若宏观经济下滑带来居民可支配收入下降、消费热情下降、零售环境遇冷，将对品牌服饰企业零售表现带来负面影响。
- 大宗商品价格波动带来的原材料成本波动：参考2011年受量化宽松影响下全球大宗商品经历了整体大涨后大跌的周期，棉价波动剧烈，带动当年棉纺企业、尤其上游纱线企业业绩波动剧烈。若未来出现全球性经济危机带来货币波动、影响大宗商品价格、致棉价大幅波动，将对生产制造企业成本管控带来巨大挑战。
- 汇率意外波动：若人民币意外大幅升值，将对海外投资较多的制造业形成较大汇兑损失、以及对出口企业需求带来负面影响。

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>