

## 行业中报分化明显，继续聚焦高景气的化妆品、运动服饰与黄金珠宝板块



### 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 2.97%，创业板指数上涨 3.03%，纺织服装行业全周上涨 2.58%，表现弱于沪深 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 2.61% 和 2.55%。个股方面，板块中中小市值个股继续活跃，我们覆盖的森马服饰、波司登、瑞贝卡等取得了正收益。
- 海外要闻：**(1) 箱包业龙头新秀丽二季度业绩改善。(2) 香港休闲服巨头佐丹奴中期纯利跌 37%。(3) 天猫渠道销售大涨 50%，中国正式成为珠宝品牌潘多拉第二大市场。
- A 股行业与公司重要信息：**(1) 太平鸟：上半年营业收入和净利润分别同比下滑 1.54% 和 33.06%。(2) 九牧王：上半年营业收入和净利润分别同比增长 7.33% 和 23.69%。(3) 南极电商：上半年营业收入与净利润分别同比增长 32.44% 与 32.37%。(4) 罗莱生活：上半年营业收入较去年同期下降 0.43%，净利润较去年同期下降 5.05%。(5) 七匹狼：上半年营业收入同比增长 6.55%，净利润同比下降 8.42%。(6) 富安娜：上半年营业收入同比下滑 3.58%，净利润同比下滑 16.22%。(7) 珀莱雅：上半年营业收入和净利润分别同比增长 27.48% 和 34.49%。(8) 本周消费行业内投融资情况：a. 动感单车健身工作室品牌 Happy Cycle 获得 Pre-A 轮融资。b. 家庭科技健身品牌 Future 获得 600 万美元 A 轮融资。
- 本周行业报告：**珀莱雅、太平鸟、九牧王、罗莱生活、南极电商等中报点评。
- 本周建议板块组合：**海澜之家、森马服饰、老凤祥、珀莱雅和波司登。上周组合表现：海澜之家 1%、森马服饰 13%、老凤祥 -5%、珀莱雅 4% 和波司登 8%。

### 投资建议与投资标的

- 本周纺织服装行业密集披露 19 年中报，从已经披露中报来看：(1) 运动服饰、化妆品延续较快增长，黄金珠宝受益金价大涨景气度开始逐步提升，家纺、大众休闲、男女装、上游制造表现疲弱。(2) 由于期间费用支出相对刚性，多数在收入端面临增速压力的上市公司，盈利增长出现更大幅度的调整。(3) 18 年年报许多公司提高了现金分红比例来回馈股东，叠加近期板块的调整，静态来看行业的股息率进一步提升，未来若终端需求改善、上市公司盈利增速见底回升，高股息率有望成为纺织服装板块吸引增量资金的一大亮点。下半年我们继续看好运动服饰、化妆品、童装等景气度较高的品类，黄金珠宝随着消费旺季临近，前期对金价持观望的消费者陆续进场，预计 8 月开始终端也将回暖。板块投资方面我们继续推荐三条主线：(1) 中短期：看好高景气细分领域快速增长的品种，比如李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 未评级)、珀莱雅(603605, 买入)、南极电商(002127, 增持)、周大生(002867, 买入)、波司登(03998, 买入)，建议关注比音勒芬(002832, 未评级)；(2) 长期：推荐估值低、长期前景看好的白马龙头，比如老凤祥(600612, 买入)、海澜之家(600398, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、歌力思(603808, 买入)，建议关注雅戈尔(600177, 未评级)等；(3) 弹性品种，建议关注有可能困境反转的公司，比如探路者(300005, 未评级)、梦洁股份(002397, 未评级)等。

### 风险提示

- 经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、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

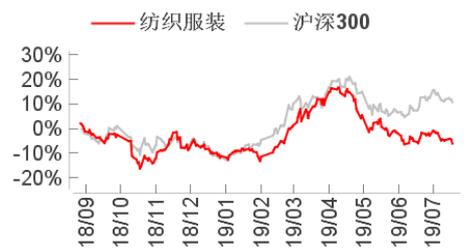
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2019 年 08 月 25 日

### 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

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

联系人

朱炎

021-63325888-6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

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 2.97%，创业板指数上涨 3.03%，纺织服装行业全周上涨 2.58%，表现弱于沪深 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 2.61% 和 2.55%。个股方面，板块中中小市值个股继续活跃，我们覆盖的森马服饰、波司登、瑞贝卡等取得了正收益。

**表 1：个股涨跌幅前 10 名**

涨幅前 10 名	多喜爱	森马服饰	维科技术	华纺股份	三夫户外	新澳股份	波司登	江苏阳光	梦洁家纺	瑞贝卡
幅度(%)	18.2	13.0	12.7	11.9	9.8	8.4	8.1	7.6	6.8	6.5
涨幅后 10 名	诺邦股份	老凤祥	嘉麟杰	周大生	歌力思	锦泓集团	棒杰股份	柏堡龙	创新医疗	爱迪尔
幅度(%)	-9.7	-4.9	-3.3	-3.0	-2.5	-2.4	-1.9	-1.3	-1.3	-0.8

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

**上半年，新秀丽收入 17.557 亿美元，按年下滑 5.0%，固定汇率较 2018 年同期 18.487 亿美元下滑 1.5%，而一季度该集团收入跌幅 6.3%，固定汇率跌幅 2.4%。**该集团指出，销售下滑因美国、中国企业渠道、南韩及智利的业务受市场不景影响，同时不利汇率易对呈报收入造成负面影响。撇除不利因素，上半年集团固定汇率销售有 3.5% 的增幅，美元计跌幅 2.0%。新秀丽中期盈利 4,910 万美元，较 2018 年同期 6,780 万美元下跌 27.5%，固定汇率跌幅 26.0%；经调整后 EBITDA 下跌 22.9% 至 2.135 亿美元，固定汇率较 2018 年同期 2.768 亿美元下滑 20.0%，经调整后 EBITDA 利润率 12.2% 同比重挫 280 个基点，核心利润率大幅收缩主要因投资 DTC 渠道，尤其是 2017 年及 2018 年新增实体店影响。

**佐丹奴国际有限公司上半年少赚 36.6% 至 1.61 亿港元，轻微好过上月中盈警时预期的 38% 跌幅。**报告期内，集团收入减少 11.1% 至 25.42 亿港元，2018 年同期为 28.60 亿港元，固定汇率跌幅 9.1%。销售下滑主要因可比门店销售下滑 8.6%，暖冬天气及贸易摩擦亦产生不利影响。中国大陆市场仍然领跌，中期收入 5.29 亿港元，较上年同期 6.80 亿港元大跌 22.2%；台湾市场跌幅次之达 15.2%，由 3.55 亿港元跌至 3.01 亿港元；港澳同样双位数大跌，由 2018 年的 4.78 亿港元跌至 4.21 亿港元，跌幅 11.9%。整体大中华市场期内销售跌幅 17.3%。亚太其他市场收入轻微下跌 3.7% 至 8.07 亿港元，2018 年上半年收入 8.38 亿港元；中东市场是唯一增长市场，期内收入增幅 2.4% 至 3.44 亿港元，2018 年同期为 3.36 亿港元。

**潘多拉二季度业绩显示过去大半年的重组努力取得一定的成效，个别主要市场销售跌幅放缓，盈利也好过市场预期。**Pandora A/S 潘多拉在 2018 年 11 月启动涵盖减慢扩张、削减成本、通过减少促销及增加推广刺激同店销售增长等策略的重组计划“Programme Now”，新首席执行官 Alexander Lacik 也已在今年 4 月就位。该集团指出即使业绩持续疲弱，重组计划也冲击了整体表现，但毛利率、成本水平及现金流等指标开始浮现“初步积极信号”，管理层因此重申了全年业绩预期。Pandora A/S 潘多拉的二季度毛利率在撇除 6,700 万丹麦克朗的重组开支后按年提高 60 个基点至 76.1%，集团在意大利和英国测试增加广告投资后也取得客流上升和盈利收入增加的正面效果。截至 6 月 30 日的自由现金流同比增加 23.4% 至 14.16 亿丹麦克朗。营收则按年减少 2.6%

至 46.93 亿丹麦克朗，有机增长率为-7%，符合-3%至-7%的全年预期。实体同店销售大跌 10%，跌幅持平于一季度，在线商店的可比销售增长则从首季的 7%大幅提速至 22%。期内，中国市场表现最佳，收入上涨 9.3%，由 4.64 亿丹麦克朗增至 5.07 亿丹麦克朗，超越意大利晋升为集团第二大市场。中国市场销售主要受益于电商渠道 49%的增幅刺激，而该渠道主要来自阿里巴巴旗下 Tmall.com 天猫平台，二季度电商收入已经占据中国市场 20%份额。

## A 股行业与公司重要信息

**【太平鸟】** 2019 半年度报告：公司持续提升产品设计开发能力，强化商品企划和管理，重点改善渠道获利能力，着力夯实公司管理基础，加快组织机构和人员的优化调整，2019 年上半年公司实现营业收入 31.20 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 1.32 亿元。在公司一季度营业收入下降 4.5%、归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润下降 65.4%的情况下，二季度公司在继续严格控制管理费用的同时，不断强化商品管理、零售运营，有效扭转了一季度经营业绩下滑的趋势，营业收入相比去年同期增长 2.0%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润减亏 935 万元。

**【九牧王】** 2019 半年度报告：公司实现营业收入 135,347.97 万元，较上年同期增长 7.33%；营业利润 38,823.86 万元，较上年同期增长 17.79%；利润总额 38,756.38 万元，较上年同期增长 17.01%；归属上市公司股东的净利润 32,483.94 万元，较上年同期增长 23.69%；扣除非经常性损益后净利润 19,536.68 万元，较上年同期下降 20.82%。。

**【南极电商】** 2019 半年度报告：实现营业收入 163,439.45 万元，同比增长 32.44%；归属于上市公司股东的净利润 38,622.13 万元，同比增长 32.37%；经营活动产生的现金流量净额 15,015.21 万元，同比增长 43.10%。公司本部归属于上市公司股东的净利润为 32,882.72 万元，同比增长 39.56%；时间互联的营业收入为 120,972.69 万元，同比增长 33.74%；归属于上市公司股东的净利润为 5,739.40 万元，同比增长 2.19%。

**【罗莱生活】** 2019 半年度报告：公司实现营业收入 21.87 亿元，较去年同期下降 0.43%，归属上市公司股东的净利润 2.07 亿元，较去年同期下降 5.05%。

**【七匹狼】** 2019 半年度报告：2019 年上半年，公司共实现营业总收入为 155,491.75 万元，较上年同期增长 6.55%；营业利润 15,049.25 万元，较上年同期下降 19.84%；归属于母公司的净利润 12,345.33 万元，较上年同期下降 8.42%。

**【富安娜】** 2019 半年度报告：2019 年上半年，公司实现营业收入 1,104,858,959.48 元，较去年同期下滑 3.58%，其中，经销商业务收入占比约为 23%，直营门店占比约为 28%，电商业务收入占比约为 36%，其他业务（包括团购和家居）占比约为 13%；2019 年上半年，归属于上市公司股东的净利润为 154,864,035.02 元，较去年同期下滑 16.22%，净利润下滑的幅度大于营业收入下滑的幅度主要原因是净利润率最高的经销商业务占比下降较大，同期下降约 10%。

本周行业内投融资情况：

1) 动感单车健身工作室品牌 Happy Cycle 获得 Pre-A 轮融资

8月12日，动感单车健身工作室品牌 Happy Cycle 宣布完成 Pre-A 轮融资，投资方为磐霖资本，具体金额未披露。Happy Cycle 于 2018 年成立，基于“让健身更快乐”的理念，在健身课程中植入音乐、游戏、视频、社交等元素，Happy Cycle 自主研发了多种不同主题课程，比如风景骑行（侧重实景模拟）、游戏类课程（偏重竞技性），以及武侠、动漫类课程。Happy Cycle 采取按次付费的模式，单节课价格从 9.9 元、19.9 元到 75.9 元不等，目前开设了 7 家门店。

## 2) 家庭科技健身品牌 Fiture 获得 600 万美元 A 轮融资

月 15 日，家庭科技健身品牌 Fiture 宣布完成 600 万美元 A 轮融资，投资方为红杉资本中国基金。Fiture 于 2019 年 3 月成立，目前正在开发侧重抗阻力训练和侧重徒手、操课训练的两款产品，产品上装有摄像头，可通过算法识别用户运动中的关节姿态，产品内置传感器，可对训练进行高精度控制，此外，产品还会记录用户数据，比如力量、动作持续时间，弯曲角度等。这两款产品预计年底上市，售价在万元左右。

## 本周行业报告

### (1) 珀莱雅中报点评：电商保持高增，毛利率显著提升推动盈利快速增长

19 年上半年公司营收与归母净利润分别同比增长 27.48% 与 34.49%，扣非后净利润增长 39.4%，其中第二季度单季收入与归母净利润分别同比增长 27.39% 与 39.39%，扣非后净利润同比增长 44.31%，收入增速与一季度基本持平，净利润增速进一步提升，盈利能力更强的电商渠道的高增长、整体毛利率的提升（高毛利新品与爆款推动）是公司上半年盈利增长快于收入增速的主要驱动力。

分品牌来看，上半年珀莱雅销售增长 26.28%，占比 88.5%，毛利率大幅提升 5.34pct，优资莱实现收入 0.53 亿，同比增长 10.42%，占比 3.99%；分渠道来看，电商收入增长 48.08%，占比进一步提升至 46.01%，线下 CS 渠道收入同比增长 11.7%，占比 39.57%，商超渠道收入同比增长 13.1%，占比 7.17%。

上半年围绕新品推广与品牌宣传费用的增加使得公司期间费用率同比上升 2.08pct，其中销售费用率与管理研发费用率分别同比增加 1.77pct 与 0.92pct，财务费用率下降 0.61pct，经营性现金流净额由正转负，主要由于购买商品、接受劳务支付现金与支付税金的增加。上半年公司存货周转天数同比下降 2.8 天，应收账款周转天数增加 8.4 天。

通过投资合作及自主开发等模式涉足更多新品牌和新品类的拓展是公司中期的持续看点。18 年以来公司先后与韩国美妆 YNM、日本高端洗护 I-KAMI、彩妆 TZZ 等品牌投资合作，围绕彩妆等高增长品类以及社交电商新兴营销方式，培育 19 年之后的更多增长点，公司相对更灵活的合作模式与激励机制，预计后续在国际化与多品牌多品类等方面将吸引更多品牌的外延布局。

作为高景气度美妆行业的龙头之一，公司一方面分享了国内化妆品市场快速增长的蛋糕，另一方面，公司内部建立和优化多种激励方式，追求销售最大化和费用最小化；外部团队通过搭建合伙人制平台，保障人才梯度建设和长期健康可持续发展，实现更快速、更健康可控的扩张。灵活的激励与决策机制给予公司在迅速变化的国内化妆品市场中更强的学习与应变能力，逐步在年轻消费者与低线市场中建立自身的品牌形象与竞争优势。

我们基本维持对公司之前的盈利预测，预计 19-21 年每股收益为 1.90 元、2.49 元与 3.21 元，参考可比公司平均估值，考虑到珀莱雅更快的业绩增速预期，给予 20% 估值溢价，给予 19 年 45 倍 PE，对应目标价 85.5 元，维持“买入”评级

### (2) 九牧王中报点评：上半年收入平稳增长，投资收益增厚盈利

19 年上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 7.33% 和 23.69%，盈利增长主要来自出售财通证券股权贡献的投资收益的增加（财通证券股权已全部出售），扣非后净利润同比下滑 20.82%，其中第二季度单季公司营业收入同比增长 7.53%，净利润同比下降 21.97%。

分品牌来看，上半年九牧王品牌收入同比增长 0.83%，毛利率同比减少 2.51pct，净关店 1 家（直营增加 29 家，加盟减少 30 家）；得益于终端和产品升级，FUN 品牌上半年收入同比增长 29.48%，毛利率增加 0.54pct，门店总量保持不变（直营减少 9 家，加盟增加 9 家）；其他品牌半年末门店合计 141 家，实现收入 6819 万元。上半年公司线上销售增长 1.32%，销售占比为 10.68%。

上半年公司综合毛利率下降 1.2pct，期间费用率上升 3.97pct，其中销售费用率和管理研发费用率分别同比上升 3.50pct 和 0.17pct，主要是新品牌业务拓展费用增加；由于购买商品、接受劳务支付的现金增加，上半年经营活动净现金流同比减少 96.69%，半年末公司应收账款较年初减少 10.92%，存货较年初减少 11.66%。

未来公司在主业方面将继续推进终端零售转型和结构优化，强化门店运营与单店盈利能力，提升购物中心店铺比重，我们预计下半年开始主品牌渠道将恢复净开店，收入将呈现稳健增长，FUN 等新品牌的快速增长有望成为新的看点之一。

公司账面资金充裕，历史分红比例高，相对目前市值具备一定安全边际。公司目前总市值 68 亿左右，当前股价对应 18 年股息率近 8.5%，市值具备一定的安全边际。

根据中报，我们小幅下调公司未来 3 年收入预测，上调未来 3 年期间费用率预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.99 元、0.89 元与 0.98 元（原预测分别为 1.04 元、0.90 元与 0.99 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 14 倍 PE，对应目标价 13.86 元，维持“增持”评级。

### (3) 罗莱生活中报点评：二季度收入增速有所改善，疲弱环境下期间费用率管控良好

19 年上半年公司营业收入和净利润分别同比减少 0.43% 和 5.05%，扣非后净利润同比减少 12.26%，其中第二季度单季公司营业收入和净利润分别同比增长 1.74% 和 1.37%，收入增速环比一季度有所改善，由于毛利率的下滑，二季度扣非后净利润同比减少 40.47%。

中报业绩平淡，但盈利和资产质量相对较好。上半年公司毛利率同比减少 1.12pct（我们认为更多是清理库存引发），期间费用率控制较好，同比下降 2.03pct。半年末公司应收账款较年初增加 4.54%，存货较年初减少 5.11%，中期经营活动净现金流同比增长 887%。中期末公司账面净现金十分充沛，近 17 亿元左右。

我们判断公司下半年经营同比将好于上半年。受 18 年同期高基数，电商大平台流量衰减以及 LOVO 品牌拆分运营（从去年 7 月开始）等影响，上半年公司线上和线下的销售增长会受到一定拖累。我们判断下半年随着高基数的消化，公司经营将有所好转。从中期看，行业线上线下流量向头部品牌集中的趋势未改，罗莱作为全品类家纺领导品牌中长期有望进一步抢占更多份额。若未来消费大环境好转，公司线上线下销售增速有望企稳回升。

战略清晰，激励充分，治理改善有利于公司中长期可持续发展。公司当前战略聚焦罗莱品牌核心业务，大力发展 LOVO 品牌代表的增长业务和高端品牌盈利业务，积极探索全品类家居业务和拥抱全渠道建设。在上市前部分核心高管持有股份的基础上，公司上市后持续滚动的激励方案将保障公司长期经营的稳健增长。4 月凯雷出资受让公司 10% 股权(考虑分红转股后持股成本 8.38 元/股)，凯雷的入股一方面有利于公司中长期治理结构的改善，另一方面也代表了外资对罗莱家纺龙头价值的认可。

根据中报，同时考虑到国内消费整体疲软，我们下调公司未来 3 年收入与毛利率预测，考虑到除权后公司股本的增加，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.67 元、0.74 元和 0.81 元（原预测 19-21 年每股收益为 0.80 元、0.91 元和 1.03 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 11.39 元，下调评级至“增持”。

#### （4）南极电商中报点评：GMV 保持高速增长，货币化率受新品和新渠道扩张有所降低

上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 32.44% 和 32.37%，扣非后净利润同比增长 32.07%，其中第二季度单季收入和净利润分别增长 11.03% 和 30.44%，公司整体盈利保持快速增长，但 Q2 收入增速相比 Q1 出现明显下滑。

分业务来看，公司综合服务费和品牌授权费收入分别同比增长 40.36% 和 193.44%。上半年全渠道授权产品 GMV 达 109.80 亿元，同比增长 61.72%；其中南极人和卡帝乐品牌增速分别为 67.64% 和 36.66%，精典泰迪同比增长 51.62%。从渠道看，在阿里、京东和社交电商的 GMV 增速分别达到 55.64%、37.56% 和 130.74%。时间互联营收达 12.10 亿元，同比增长 33.74%，贡献净利润 5739.40 万元，占总盈利的 15%。

受新品扩充和新渠道拓展影响，公司中期货币化率有降低至 3.5%，盈利质量则明显改善。中报显示，公司品牌授权及综合服务业务收入增速低于 GMV 增长，主要原因是新品类和新渠道（拼多多）扩张阶段带来综合服务费率降低，这也是导致公司二季度收入增速环比放缓的主要原因。上半年公司综合毛利率同比下降 1.78pct，主要是时间互联业务毛利率下滑，期间费用率同比上升 0.84pct。上半年公司经营活动净现金流同比增长 43.10%，品牌授权及综合服务业务的应收账款净额同比增长 26.24%，低于该业务收入增速，保理业务和时间互联分别减少 23.65% 和 32.49%。

公司本部盈利能力进一步提升，时间互联盈利能力进一步下降。中报显示，公司本部收入增长 28%，盈利增长 39%，本部盈利能力进一步提升。而子公司时间互联中期收入增长 34%，盈利同比仅增长 2% 左右，净利率降低 4% 左右。

在宏观经济整体减速的大背景下，公司定位大众消费品的发展模式仍具有较大的潜力，在积极扩充新品和拓展社交电商等新渠道的大背景下，短期对货币化率和收入增长会产生扰动，长期对提升公司在各主流电商平台的市占率会产生积极推动。凭借公司多年深耕电商生态圈的综合实力、产品定位和持续深化拓展的能力，我们预计公司中短期 GMV 仍将保持较高速增长。

根据中报，我们调整公司货币化率和时间互联盈利能力，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.47 元、0.58 元和 0.73 元的盈利预测（原预测 2019-2020 年每股收益分别为 0.47 元和 0.60 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 24 倍 PE 估值，对应目标价 11.28 元，维持公司“增持”评级。

#### （5）太平鸟中报点评：销售平淡，期间费用拖累上半年盈利

上半年公司营业收入和归母净利润分别同比下滑 1.54%和 33.06%，扣非后净利润同比下滑 66.87%，其中第二季度单季营业收入小幅增长 1.99%，净利润同比减少 29.24%，收入增速环比一季度出现改善。

分品牌来看，上半年 PB 女装、PB 男装和童装收入分别同比减少 2.58%、4.81%和 3.65%，乐町上半年实现 12.39%的收入增长，各品牌 Q2 零售情况好于 Q1 表现；分渠道来看，上半年线下直营店收入增长 4.32%，加盟店收入减少 20.93%，主要由于部分加盟店转直营以及公司主动调整低效加盟门店；电商收入增长 8.30%，收入占比达到 29%。上半年公司净增直营、加盟和联营店 73 家、-232 家和-8 家，全品牌净关店共计 167 家，半年末公司线下门店数量为 4,427 家。

上半年公司综合毛利率同比提升 1.29pct（折扣率提高和电商毛利率提升），期间费用率同比增加 4.22pct，其中销售费用率增加 5.02pct（直营开店较多增加租赁费用，同时广告宣传费有所增加），管理费用率下降 0.85pct。半年末公司应收账款较年初减少 4.03%，经营活动净现金流为净流出，存货较年初下降 7.72%。

我们认为公司在期间费用和存货管控等方面还有较大提升空间，也是公司未来提升盈利能力的重要努力途径之一，18 年开始 TOC 模式从男装向服饰全品牌推行，品牌直营店与 45%加盟店实现追单覆盖，公司整体供应链管理能力和终端反应效率得到进一步提升，巩固加强了各品牌在业内的综合竞争力。随着近两年来公司现金分红比例的提升，高股息率将对股价形成一定的支撑。考虑到下半年公司收入与盈利占比较高，未来终端需求好转，公司盈利也将有更大的向上弹性。

根据中报，我们下调公司未来 3 年收入预测，上调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 1.33 元、1.49 元和 1.67 元（原预测 19-21 年每股收益为 1.45 元、1.67 元和 1.90 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 18.62 元，维持公司“增持”评级。

## 本周建议板块组合

本周建议组合：海澜之家、森马服饰、老凤祥、珀莱雅和波司登。

上周组合表现：海澜之家 1%、森马服饰 13%、老凤祥-5%、珀莱雅 4%和波司登 8%

## 投资建议和投资标的

本周纺织服装行业密集披露 19 年中报，从已经披露中报来看：（1）运动服饰、化妆品延续较快增长，黄金珠宝受益金价大涨景气度开始逐步提升，家纺、大众休闲、男女装和上游制造表现疲弱。

（2）由于期间费用支出相对刚性，多数在收入端面临增速压力的上市公司，盈利增长出现更大幅度的调整。（3）18 年年报许多公司提高了现金分红比例来回报股东，叠加近期板块的调整，静态来看行业的股息率进一步提升，未来随着终端需求企稳向上、上市公司盈利增速见底回升，高股息率有望成为纺织服装板块吸引增量资金的一大亮点。下半年我们继续看好运动服饰、化妆品、童装等景气度较高的品类，黄金珠宝随着消费旺季临近，前期对金价持观望的消费者陆续进场，预计 8 月开始终端也将回暖。板块具体投资方面我们继续推荐三条主线：（1）中短期：看好高景气细分领域快速增长的品种，比如李宁、安踏体育、珀莱雅、周大生和波司登，建议关注比音勒芬；（2）

长期：推荐估值低、长期前景看好的白马龙头，比如老凤祥、森马服饰、海澜之家、歌力思，建议关注雅戈尔等；（3）弹性品种，建议关注有可能困境反转的公司，比如探路者和梦洁股份等。

## 风险提示

行业投资风险主要来自于经济减速期国内零售终端的压力、贸易摩擦、棉价和人民币汇率波动等。

**附 1：2018—2019 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：公司公告、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	8.60	15.20		-43.42%	15.8.25实施，杠杆比例2:1	16.8.25	5.70%
000850	华茂股份	4.16		7.41	-43.86%	股东大会通过		1.20%
002327	富安娜	6.86	10.93		-19.76%	16.3.12实施，杠杆4:1	19.3.9	1.46%
002494	华斯股份	5.02		16.18	-68.97%	16.11.9已实施		0.20%
002042	华孚时尚	6.79	8.87	12.62	-46.20%	员工持股（16.3.5已实施 杠杆比例3:1），定增已实施	17.3.4	0.70%
002776	柏堡龙	7.79		32.20	-75.81%	16.11.18已实施		0.90%
600177	雅戈尔	6.20		15.08	-58.89%	16.4.14已实施		8.06%
002042	华孚色纺	6.79	11.47		-40.80%	15.6.30已实施，杠杆比例9:1	16.6.29	0.70%
002083	孚日股份	5.72	7.01		-18.40%	16.10.31已实施，无杠杆	17.10.30	3.50%
002087	新野纺织	3.60		5.39	-33.21%	16.7.4已实施		0.56%
002699	美盛文化	5.29		35.20	-84.97%	16.10.21完成增发		4.73%
300005	探路者	3.69	16.56	15.88	-77.72%	16.3.23实施，杠杆比例2:1	17.3.22	5.42%
600439	瑞贝卡	3.43	7.59		-54.81%	16.11.11已实施，杠杆1:1	17.11.10	1.75%
002640	跨境通	6.60		18.64	-64.59%	股东大会通过预案		0.85%
601718	际华集团	3.90		8.19	-52.38%	17.4.24已实施	18.4.24	1.23%
601566	九牧王	11.60	15.61		-25.69%	15.9.29实施，无杠杆	16.9.29	8.62%
002293	罗莱生活	9.19		12.04	-23.67%	董事会通过		2.18%
002503	搜于特	2.35		12.60	-81.35%	16.11.14完成增发	17.11.14	1.06%
603555	贵人鸟	4.39	22.48	27.15	-83.83%	员工持股（15.9.25已实施，杠杆1:1），增发（16.12.7完成）	16.9.24	10.25%
002397	梦洁股份	5.35		7.29	-26.61%	发审委通过		1.87%
002003	伟星股份	6.20	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	-48.72%	16.6.13已实施	19.6.13	8.06%
002345	潮宏基	4.47		9.95	-55.08%	发审委通过		0.00%
600527	江南高纤	2.08		5.41	-61.55%	董事会预案通过		1.92%
603808	歌力思	13.90		27.53	-49.51%	股东大会通过		1.91%
002193	山东如意	8.66		18.07	-52.08%	16.8.12完成增发	17.8.16	0.23%
603518	维格娜丝	7.67		27.61	-72.22%	股东大会通过预案		1.33%
600448	华纺股份	6.41		5.80	10.52%	发审委通过		0.00%
002404	嘉欣丝绸	5.38		7.34	-26.70%	股东大会通过预案		2.79%
603889	新澳股份	6.05		11.07	-45.35%	发审委通过		3.31%
002091	江苏国泰	5.52		11.34	-51.32%	17.2.17完成增发	18.2.28	3.62%
002674	兴业科技	11.24		11.64	-3.44%	16.8.17完成增发	19.8.19	1.33%
603558	健盛集团	8.28		14.21	-41.73%	16.3.25完成增发	19.3.22	1.21%
002034	美欣达	15.25		31.34	-51.34%	股东大会通过		0.00%
002656	摩登大道	4.22	9.47		-55.44%	16.8.2已实施，杠杆比例1.44:1	19.8.1	0.00%
002780	三夫户外	20.14		未定		股东大会通过		0.30%
000726	鲁泰A	9.29	5.03		84.88%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.38%
002563	森马服饰	12.00	5.92		102.70%	15.7.29完成授予	16.7.30	3.13%
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%
<b>股息率超过4%的公司</b>								
601566	九牧王	11.60	15.61		-25.69%	15.9.29实施，无杠杆	16.9.29	8.62%
002003	伟星股份	6.20		12.09	-48.72%	16.6.13已实施	19.6.13	8.06%
600177	雅戈尔	6.20		15.08	-58.89%	16.4.14已实施		8.06%
000726	鲁泰A	9.29	5.03		84.88%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.38%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

**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	
					2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
<b>A 股市场</b>														
002029.SZ	七匹狼	增持	5.96	635.46										
002327.SZ	富安娜	买入	6.86	846.39										
002293.SZ	罗莱生活	买入	9.19	1,074.75										
000726.SZ	鲁泰 A	增持	9.29	1,037.31										
002003.SZ	伟星股份	增持	6.20	663.11										
601566.SH	九牧王	增持	11.60	940.51										
002612.SZ	朗姿股份	增持	8.16	500.91	0.53	0.56	0.64	0.71	16	15	13	11	10.54%	
002563.SZ	森马服饰	买入	12.00	4,569.01	0.63	0.70	0.82	0.95	19	17	15	13	14.77%	
600398.SH	海澜之家	买入	8.60	5,363.33	0.77	0.83	0.91	0.99	11	10	9	9	8.69%	
603808.SH	歌力思	买入	13.90	652.15	1.10	1.32	1.60	1.90	13	10	9	7	20.03%	
603877.SH	太平鸟	增持	13.77	934.06										
603839.SH	安正时尚	增持	12.38	710.97										
603365.SH	水星家纺	增持	18.41	692.69	1.07	1.22	1.40	1.58	17	15	13	12	13.79%	
699315.SH	上海家化	增持	35.07	3,321.48										
600612.SH	老凤祥	买入	49.14	2,888.78	2.30	2.64	3.03	3.47	21	19	16	14	14.69%	
603605.SH	珀莱雅	买入	76.17	2,163.27										
603587.SH	地素时尚	增持	21.33	1,206.84	1.43	1.63	1.84	2.07	15	13	12	10	13.13%	
<b>香港市场</b>														
3998.HK	波司登	买入	2.74	3743.34	0.06	0.09	0.11	0.14	46	30	25	20	22.35%	
0321.HK	德永佳集团	-	1.95	343.60	0.24	0.28	0.31	0.35	8	7	6	6	13.77%	
0551.HK	裕元集团	-	21.85	4,492.34	1.48	1.68	1.95	2.20	14	13	11	10	14.50%	
1234.HK	中国利郎	-	6.67	1,018.60	0.74	0.81	0.93	1.03	9	8	7	7	13.09%	
1361.HK	361 度	-	1.49	392.88	0.17	0.24	0.27	0.31	8	6	5	5	23.68%	
1368.HK	特步国际	-	4.79	1,527.01	0.36	0.37	0.43	0.51	13	13	11	9	18.53%	
1836.HK	九兴控股	-	13.16	1,333.28	0.65	1.03	1.15	1.32	16	13	11	10	26.91%	
2020.HK	安踏体育	中性	62.15	21,409.78	1.81	2.18	2.67	3.15	37	29	23	20	23.25%	
2313.HK	申洲国际	-	113.70	21,796.67	3.58	3.97	4.75	5.66	34	29	24	20	19.27%	
2331.HK	李宁	买入	22.15	6,521.16	0.35	0.61	0.73	0.94	39	36	30	24	41.78%	
1910.HK	新秀丽	-	0.85	638.05	0.06	0.12	0.09	-	13	7	10	-	-	
1913.HK	普拉达	-	16.74	3,055.28	1.30	1.29	1.46	1.62	14	13	11	10	8.07%	
<b>海外市场</b>														
MC.PA	LVMH Moët Hennessy Louis		363.10	203,094.28	12.64	14.42	15.90	17.37	20	25	23	21	11.31%	

RMS. PA	Hermes Internatio nal	619.20	72,349.94	13.48	14.39	15.80	17.51	36	43	39	35	9.23%
HSMB. SG	Hennes & Mauritz	450.20	89,943.53	14.30	16.68	18.31	20.26	23	27	25	22	12.36%
NXT. L	Next PLC	85.34	10,360.91	4.77	4.94	5.33	5.87	26	17	16	15	6.08%
GPS	Gap Inc. LTD	27.48	94,792.54	1.11	1.21	1.30	1.38	27	23	21	20	8.04%
	Limited Brands, Inc.	179.68	30,708.41	7.64	7.72	8.31	8.78	22	23	22	20	4.95%
BRBY. L	Burberry Group PLC	58.24	9,470.17	4.35	4.58	4.77	4.96	13	13	12	12	0.71%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.	17.75	6,708.99	2.61	2.07	2.10	1.88	15	9	8	9	-12.25%
VFC	V. F. Corporatio n	19.33	5,341.66	2.33	2.48	2.59	2.66	15	8	7	7	4.20%
BOS. DE	Hugo Boss AG	21.62	10,857.43	0.82	0.88	0.97	1.09	25	25	22	20	9.43%
COLM	Columbia Sportswear Company	87.90	6,787.77	5.35	7.70	8.58	9.47	19	11	10	9	17.57%
NKE	Nike Inc.	81.01	32,256.28	3.19	3.44	3.86	4.40	-	24	21	18	11.12%
ADS. DE	Adidas AG	50.98	3,972.30	3.42	3.70	4.10	4.47	16	14	12	11	9.74%
-	Fast Retailing Co. Ltd.	96.28	6,504.41	3.85	4.77	5.22	5.83	21	20	18	17	13.41%
PUM. DE	Puma AG	83.31	130,537.47	2.55	2.90	3.39	3.94	30	29	25	21	13.93%

数据来源：A 股市场上市公司市场数据来自 WIND，盈利预测来自东方证券研究所，香港与海外市场上市公司市场数据与盈利预测来自 BLOOMBERG（波司登盈利预测来自东方证券研究所）

## 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

本证券研究报告（以下简称“本报告”）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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要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的，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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

