

# 三季度行业整体增速放缓，细分品类不乏逆市向上标的



## 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 1.43%，创业板指数上涨 0.70%，纺织服装行业全周下跌 2.37%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块下跌 1.76%，品牌服饰板块下跌 2.94%。个股方面，板块中的中小市值个股表现继续活跃，我们覆盖的安踏体育、跨境通、珀莱雅等取得了正收益。
- **海外要闻:** (1) 香港销售跌四成，Moncler 仍维持两位数增长。(2) 欧莱雅表现碾压市场预期。(3) 鞋履品牌 Cole Haan 正式申请上市。
- **A 股行业与公司重要信息:** (1) 地素时尚: 19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 15.90% 和 6.65%，扣非后净利润同比增长 21.29%。(2) 森马服饰: 19 年前三季度公司收入与净利润分别增长 35.82% 与 2.79%，扣非后净利润增长 3.53%。(3) 老凤祥: 19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 15.41% 和 18.01%，扣非后净利润增长 18.10%。(4) 歌力思: 19 年前三季度公司营收与净利润分别增长 8.57% 与 2.62%，扣非后净利润下滑 7.90%。(5) 水星家纺: 19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 11.89% 和 18.78%，扣非后净利润同比增长 14.75%。(6) 海澜之家: 19 年前三季度公司营业收入同比增长 12.63%，净利润同比减少 0.45%，扣非后净利润减少 3.63%。(7) 本周消费行业投融资情况: a.O2O 跨境零售商 KK 馆获得 1 亿美元 D 轮融资。b.宠物生活方式品牌 Vetreska 获得 600 万美元 A+ 轮融资。
- **本周重点报告:** 水星家纺、地素时尚、歌力思、珀莱雅、太平鸟、安正时尚、伟星股份、老凤祥、七匹狼、九牧王 2019 年三季报点评。
- **本周建议板块组合:** 安踏体育、海澜之家、老凤祥、珀莱雅和波司登。上周组合表现: 安踏体育 8%、森马服饰-14%、老凤祥 0%、珀莱雅 5%和波司登 2%。

## 投资建议与投资标的

- 19 年三季报披露完毕，从季报业绩来看，Q3 纺织服装行业总体收入增速放缓，由于多数企业的成本费用支出相对有一定刚性，使得三季度净利润的增速下降较为明显。品类间差异显著，表现优异的细分行业仍然主要集中在运动服饰、化妆品、童装等领域，家纺、大众休闲、中高端男女装、黄金珠宝则总体表现较弱，但其中也有一部分自身调整充分或者业绩已经迈过前期低谷的品牌企业（如老凤祥、地素时尚、水星家纺等），实现了明显超越同行的增速，我们认为后续同样值得重点关注。今年行业的表现基本上符合去年年度策略我们提出的消费分层大趋势：以海外大牌为主的高端奢侈品在中国市场依旧增速亮眼，具备性价比优势的平价消费表现平稳，这种趋势在未来 2-3 年预计都将延续。落实到投资建议，我们继续推荐两条主线：(1) 中短期高成长性品种：比如安踏体育(02020, 买入)、李宁(02331, 买入)、珀莱雅(603605, 买入)、南极电商(002127, 增持)、波司登(03998, 买入)，建议关注比音勒芬(002832, 未评级)和丸美股份(603983, 未评级)；(2) 长期稳健增长、低估值的白马龙头，比如老凤祥(600612, 买入)、海澜之家(600398, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、地素时尚(603587, 买入)，建议关注水星家纺(603365, 增持)、雅戈尔(600177, 未评级)等。

## 风险提示

- 经济持续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。

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)

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

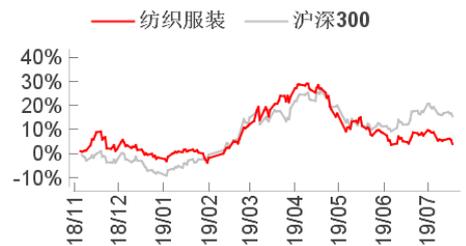
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2019 年 11 月 03 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

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 1.43%，创业板指数上涨 0.70%，纺织服装行业全周下跌 2.37%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块下跌 1.76%，品牌服饰板块下跌 2.94%。个股方面，板块中的中小市值个股表现继续活跃，我们覆盖的安踏体育、跨境通、珀莱雅等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	中银绒业	爱迪尔	美盛文化	美邦服饰	安踏体育	跨境通	兴业科技	龙头股份	梦洁家纺	珀莱雅
幅度(%)	18.2	12.9	9.5	8.9	8.4	8.3	7.1	5.0	5.0	4.6
涨幅后 10 名	常山股份	森马服饰	棒杰股份	周大生	嘉麟杰	金发拉比	摩登大道	奥特佳	星期六	*ST 干足
幅度(%)	-16.2	-13.8	-12.6	-11.9	-11.6	-11.4	-10.1	-9.1	-8.8	-8.4

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

**三季度 Moncler 盟可睐在香港市场收入锐减四成的情况下继续保持双位数增长。** 撇除汇率影响后集团季度收入同比上涨 10%，而上半财年涨幅达 13%，放缓主要体现在意大利本土、欧洲市场和批发渠道；美洲则录得 10% 的增幅，较上半财年扩大了两个百分点。占集团 40% 收入的亚洲大致维持 15% 的增长，管理层在财报中指出尽管香港表现不振，中国大陆、日本和韩国对增长作出了重大贡献。首席企业兼供应官 Luciano Santel 在分析师电话会议上透露，内地“非常理想”的销情一直延续到四季度至今，十一黄金周尤其强劲，日本则得益于 10 月 1 日消费税率上调前的冲刺消费。前九个月 Moncler SpA 收入总计 9.953 亿欧元，略胜市场预期的 9.95 亿欧元，较去年同期 8.727 亿欧元上涨 14.1%，撇除汇率影响后涨幅为 12。三季度批发销售 6% 的固定汇率计增速只及上半财年的一半，该渠道占集团三成收入。零售业务则依然坚挺，录得 12% 的增长。截至 9 月 30 日，该集团在全球设有 199 家直营门店和 62 家批发店中店，过去九个月分别新增了 6 家零售单品牌店和 7 家店中店，当前假日季还将增设 6 店，而 2020 年的开店计划将包含 15 家直营门店。

**L'Oréal 欧莱雅集团发布的三季度销售数据远胜市场预期，管理层亦重申他们在中国市场未见放缓。** 首席执行官 Jean-Paul Agon 在分析师电话会议上和电视采访时都指出，亚洲市场、旅游零售、电子商务、高档化妆品、活性健康化妆品和护肤品是目前该全球最大美容集团的六大增长引擎。他又表示中国销售与当地经济关联不大，主要影响因素是中国年轻人对美容奢侈品的胃口，而现在她们的胃口巨大；另一方面，虽然香港着实放缓，国内其他市场已足以抵销，加上集团对数字传播和电子商务的投资增加，并预计 2020 年中国将复制双位数增长。三季度期间 L'Oréal SA 欧莱雅集团在日本、韩国、印度、以及马来西亚和印尼等东南亚国家取得广泛增长，亚太新兴市场的可比销售同比上涨 22.7%，略低于二季度的 25.5%，区内所有产品部门的涨幅都达到双位数。拉丁美洲和东欧新兴市场也在 Garnier 卡尼尔大众品牌以及 La Roche-Posay 理肤泉等活性健康品牌的推动下加速增长。成熟市场中，西欧得益于奢侈品部门的“卓越”表现增长提速，可比销售增速从上半财年的 1% 提高到 3.2%。北美 1.3% 的下滑则反映当地持续低迷的大众和高档彩妆市场。最大部门——大众化妆品三季度可比增长因北美市场而进一步放缓至 2.7%，不及市场预期的 3.0%，管

理层强调该部门的护肤品业务、以及旅游零售和电子商务渠道持续加强。活性健康化妆品部门维持双位数（14.2%）增长的强劲势头。今年以来专业美发产品部的增幅持续扩大，三季度达3.9%。

**美国高端鞋履品牌 Cole Haan Inc.**称已经向美国证监会（SEC）秘密提交 S-1 上市注册文件。多年来主攻男士正装鞋的 Cole Haan 通过开发科技鞋底紧拓展运动鞋和休闲鞋紧跟运动休闲的全球潮流，成功扩大立足之地。在截至 6 月 1 日的财年内 Cole Haan Inc. 实现销售 6.87 亿美元，同比上涨 14%，经调整 EBITDA 更激增 56%至 9,530 万美元。Moody's Investors Service 的数据显示运动鞋占鞋履收入 19%的比重，而由于该公司在 2018 年根据实体客流优化了零售网络，去年下半年才开始在增加网络营销和在线分销的推动下重新反弹。

## A 股行业与公司重要信息

图 2：行业内部分公司 2019 年前三季度收入和净利润情况

代码	名称	前三季度主营业务收入 (亿元)	收入增速(%)	前三季度净利润 (万元)	净利润增速(%)
600070.SH	浙江富润	20.82	21.07	35,857.12	108.17
601718.SH	际华集团	149.96	-9.23	4,380.35	-70.67
600398.SH	海澜之家	146.89	12.63	261,640.25	-1.31
603157.SH	拉夏贝尔	57.57	-7.16	-82,466.20	-478.96
603518.SH	锦泓集团	18.87	-6.46	3,015.26	-71.02
603001.SH	奥康国际	19.73	-9.56	10,593.23	-39.02
300005.SZ	探路者	9.87	-20.55	9,948.95	392.68
002345.SZ	潮宏基	26.69	10.38	19,858.03	-13.32
002127.SZ	南极电商	26.47	29.45	60,209.78	33.72
002640.SZ	跨境通	139.73	-11.51	70,311.39	-16.92
002494.SZ	华斯股份	3.13	-9.93	1,220.79	-6.00
002042.SZ	华孚时尚	110.60	3.04	40,725.57	-45.00
002394.SZ	联发股份	28.75	-10.48	24,291.96	-3.78
603365.SH	水星家纺	20.18	11.89	21,459.98	18.78
002327.SZ	富安娜	16.77	-4.88	24,583.34	-15.44
603877.SH	太平鸟	50.03	2.36	20,673.16	-26.66
603958.SH	哈森股份	8.82	-10.60	93.98	-109.80
002029.SZ	七匹狼	24.78	5.32	19,802.13	-7.69
600612.SH	老凤祥	421.29	15.41	116,575.24	18.13
603587.SH	地素时尚	17.05	15.90	47,962.09	6.65
300577.SZ	开润股份	19.54	35.48	17,541.63	31.29
600177.SH	雅戈尔	68.68	45.14	307,695.20	31.25
603808.SH	歌力思	18.85	8.57	27,524.49	-0.97
002612.SZ	朗姿股份	21.29	6.65	15,711.30	-21.15
002832.SZ	比音勒芬	13.23	24.95	31,127.53	51.10
002083.SZ	孚日股份	37.62	-1.16	37,427.94	13.31
600987.SH	航民股份	50.43	-13.52	49,783.98	3.14
002003.SZ	伟星股份	20.52	3.05	28,007.67	-6.65
002404.SZ	嘉欣丝绸	26.08	9.06	11,851.13	16.47
000726.SZ	鲁泰A	48.12	-4.22	58,789.94	-5.49
603555.SH	贵人鸟	11.69	-49.20	-16,607.97	-679.61
002293.SZ	罗莱生活	33.95	-1.64	35,823.12	-4.72
603605.SH	珀莱雅	20.80	33.35	24,002.45	28.51
601566.SH	九牧王	20.25	5.37	38,069.29	6.82
002503.SZ	搜于特	98.94	-34.88	30,426.95	-52.01
002867.SZ	周大生	38.10	7.59	72,737.69	22.30
601339.SH	百隆东方	45.69	0.24	29,651.95	-36.26
603839.SH	安正时尚	17.91	54.13	27,791.08	21.29
002761.SZ	多喜爱	5.49	-9.86	-253.32	-112.26
600630.SH	龙头股份	29.26	1.16	2,526.54	-52.48
603608.SH	天创时尚	15.11	2.89	17,180.30	-8.42
002563.SZ	森马服饰	132.61	35.82	130,730.68	2.50
002762.SZ	金发拉比	3.02	-4.60	4,752.45	-21.18

数据来源：Wind、东方证券研究所

本周行业内投融资情况：

### 1) O2O 跨境零售商 KK 馆获得 1 亿美元 D 轮融资

10 月 23 日，融合“线上 App 商城+线下门店”的进口品集合店 KK 馆宣布完成 1 亿美元 D 轮融资，由 eWTP 科技创新基金领投，五岳资本及老股东经纬中国、黑藻资本等跟投，投后估值超 10 亿美元，同时宣布正式升级为 KK 集团。KK 馆于 2015 年成立，涵盖零食、个护、彩妆、家居、文

具、日杂等品类，前期以直营为主，2018 年开放加盟，目前在全国开设数百家门店，今年 5 月以来，KK 馆推出生活方式主力店“KKV”和纯彩妆集合店“THE COLORIST 调色师”。

## 2) 宠物生活方式品牌未卡 Vetreska 获得 600 万美元 A+轮融资

10 月 23 日，宠物生活方式品牌未卡 Vetreska 宣布完成 600 万美元 A+轮融资，投资方为 SIG 海纳亚洲创投基金，其曾于 2018 年获得数千万元人民币 A 轮投资，本轮融资将主要用于产品开发、渠道建设和海外市场拓展。未卡 Vetreska 于 2017 年成立，以宠物零食作为切入点，逐步扩展到宠物服装以及宠物周边等产品，目前未卡 Vetreska 的产品包括代理的海外品牌和自有品牌，曾推出樱桃猫爬架、西瓜猫砂盆、猫咪火锅等爆品，预计今年 GMV 达到 1.8 亿元人民币。

## 本周重点报告

### (1) 地素时尚季报点评：Q3 继续提速增长，各项指标表现优良

19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 15.90%和 6.65%，扣非后净利润同比增长 21.29%，其中第三季度单季营业收入和净利润分别同比增长 18.78%和 23.01%，三季度收入和盈利增速环比均有提升。在今年弱市环境下，公司依靠单店销售的提升，在收入端仍保持持续快速增长，实属难得。

前三季度整体渠道数量变化不大，同店增长驱动销售的提升。前三季度公司净开店 6 家（直营净关 12 家，经销净开 18 家）。分品牌来看，前三季度 DA 与 DZ 收入增长 13.05%与 22.83%，DM 收入增长 8.78%，毛利率分别同比提升 1.46pct、0.60pct 和 0.15pc 分渠道来看，前三季度公司线上销售增长 28.75%，收入占比 12.64%；线下总体增长 14.32%，直营与经销增速分别为 17.92%和 10.76%。在零售疲弱的大环境下，公司各品牌、各渠道都呈现出抢眼的销售表现。

各项财务指标继续保持优良水平。前三季度公司综合毛利率同比提升 1.00pct，期间费用率下降 0.21pct，主要是财务费用率的下降，销售费用率下降 0.14pct，管理费用率上升 1.40pct。前三季度公司经营活动净现金同比上升 51.31%，三季度末存货较年初增加 18.92%，应收账款较年初减少 12.64%。

公司近年一直加强渠道优化和零售能力的提升，今年以来同店的快速提升反映了零售管理与激励效果的逐步体现。凭借差异化的产品设计与稳健的经营管理风格，近几年公司收入与盈利保持向上态势，较高的盈利能力与运营效率保证了公司强于同行的财务表现。公司持续的高比例现金分红预期与潜在的多品类多品牌外延发展也是公司后续看点之一。

### (2) 歌力思季报点评：IRO 和百秋表现优良 Ed Hardy 短期调整拖累公司整体业绩

19 年前三季度公司营收与净利润分别增长 8.57%与 2.62%，扣非后净利润下滑 7.90%，Q3 公司营收与净利润分别同比下降 5.51%与 20.48%，扣非后净利润下降 36.77%，收入与盈利增速环比上半年放缓，主要由于 Ed Hardy 加盟退换货与奥莱收回直营带来的影响。前三季度公司综合毛利率下降 3.21pct，主品牌、Laurel（品牌倍率短暂调整）与 Ed Hardy 毛利率有不同程度下降，期间费用率上升 1.36pct，经营活动净现金流增加 19.58%，经营质量稳健。

分品牌来看，前三季度主品牌收入增长 4.22%（Q3 环比减速），门店净减少 5 家至 307 家；Ed Hardy 与 Ed Hardy X 收入下滑 17.17%，门店减少 8 家至 173 家；Laurel 营收增长 4.53%，门店

净增 10 家至 47 家；IRO 合计收入增长 20.29%，中国区门店达到 20 家；VIVIENNE TAM 大陆门店达到 14 家，终端销售持续增长；百秋三季度继续快速增长。百秋电商收入和盈利同比分别增长 70%和 50%。

主品牌相对稳健，IRO 和百秋上升趋势明显，品牌梯队综合实力不断加强。依托优异的单店质量和扎实的品牌基础，主品牌未来有望通过单店销售提升+门店适度扩张进一步拓展空间。Ed Hardy 调整阶段提升渠道效率与品牌年轻化，为后续恢复增长打下基础。Laurel 持续拓展核心商圈渠道，未来将贡献稳定盈利；VIVIENNE TAM 和 IRO 继续推广设计师品牌影响力，10 月公司通过收购实现对 IRO 的 100%持股，为更长期收入与盈利的增长打下基础。Jean Paul Knott 品牌已在中国陆续开店；今年公司与 self-portrait 品牌创始方成立合资公司经营该品牌在中国大陆业务，未来将加大投入，推动其业务落地。百秋电商保持品牌数量的扩张，在核心代运营基础上，有望增加物流、内容营销、品牌策划等新盈利增长点，并与公司现有品牌在线上形成业务协同合作。

现阶段国内消费呈现越来越明显的分层趋势，高端奢侈与平价消费共存共荣，从海外经验看，在经济减速阶段，有品牌优势的高端消费呈现相对更高的稳定性。中长期国内时装行业马太效应明显，公司稳健扎实的经营基础，叠加多品牌、多品类集团化战略和积累的能力经验，有望在行业低迷期进一步提升市场份额。

### **(3) 水星家纺季报点评：电商提速+毛利率提升推动三季度业绩继续改善，员工持股计划彰显发展信心**

19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 11.89%和 18.78%，扣非后净利润同比增长 14.75%，其中第三季度单季公司营业收入和净利润分别同比增长 15.43%和 31.14%，电商收入增速的加快以及毛利率的提升拉动 Q3 公司收入与盈利增长环比上半年继续回暖。

前三季度公司毛利率同比提升 3.18pct，主要是电商增速的提升以及中高端产品比重增加所致。前三季度公司期间费用率同比上升 2.50pct，其中销售费用率同比增加 2.91pct，主要是广告宣传费、运输费用、销售人员薪酬增加等，管理费用率同比下降 0.35pct。前三季度公司经营活动净现金流为净流出，三季度末应收账款较年初增长 4.39%，存货较年初上升 15.23%。

员工持股彰显长期发展信心。伴随三季报，公司推出员工持股计划，分三期实施，有效期共 8 年，各期持股计划相互独立，锁定期为 1 年。其中第一期员工持股计划对象为部分监事及核心骨干员工或关键岗位员工，参与对象总人数不超过 50 人，其中包括监事 1 人，股票来源为公司回购股份所得。

展望未来，公司聚焦二三线家纺市场，产品性价比相对更高，“线下持续拓展+电商调整后重回合理增长轨道”将带来后续增长空间。从国内家纺市场目前的零售形势看，低线城市明显好于高线，这也是公司今年收入增速好于其他上市同行的一个因素之一。在消费升级向低线城市传导过程中，水星继续紧贴当地消费者，依托经销商本地资源、品牌营销与产品性价比优势，夯实并加快拓展线下市场，零售疲弱大环境下，也是水星进一步抢占低线市场的时机。面对传统电商平台流量增速的放缓以及社交电商分流影响等市场环境的变化，公司电商团队一方面通过更灵活的组织形态应对市场，另一方面也在积极参与社交电商新模式，依托丰富经验与完善激励机制，预计电商未来将保持良性增长。

### **(4) 珀莱雅季报点评：三季报盈利符合预期 爆品拉动 Q3 销售提速**

19 年前三季度公司营收与归母净利润分别同比增长 33.35%与 32.04%，扣非后净利润增长 41.5%，其中第三季度单季收入与归母净利润分别同比增长 45.15%与 26.07%，扣非后净利润同比增长 47.11%，爆品泡泡面膜等拉动电商高增长推动三季度公司收入增速环比上半年明显加快，由于爆款泡泡面膜毛利率相对较低，三季度单季毛利率的下降拉低了净利润增速。

围绕新品推广与品牌宣传费用的增加使得前三季度公司期间费用率同比上升 0.94pct，其中销售费用率与管理研发费用率分别同比增加 0.58pct 与 0.32pct，财务费用率基本持平。前三季度公司经营现金流净额下降 61.02%，主要由于购买商品、接受劳务支付现金与支付税金的增加。前三季度公司存货周转天数同比下降 12 天，应收账款周转天数增加 5 天。

利用社交媒体等新流量打造爆品销售是公司未来经营的持续看点之一，2019 年至今的一系列尝试也初步证明了公司在这方面的能力。在线下专营店渠道增长相对乏力的情况下电商依然是公司中短期增长的最重要引擎。

通过投资涉足更多新品牌的拓展是公司中期的潜在看点。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。

作为国内美妆行业本土龙头之一，公司一方面分享了行业快速增长的红利，另一方面，公司民营特质决定的灵活的激励与决策机制给予其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不断提升自身的品牌形象与竞争优势。

#### **(5) 太平鸟季报点评：Q3 电商回暖带动收入提速 销售费用拖累整体盈利**

19 年前三季度公司营业收入同比增长 2.36%，归母净利润下滑 26.78%，扣非后净利润同比下滑 27%，其中第三季度单季营业收入增长 9.55%，净利润同比减少 12.26%，收入与盈利增速环比上半年继续改善。

分品牌来看，前三季度 PB 女装、PB 男装和童装收入分别同比增长 1.33%、-1.06%和 5.69%，乐町实现 11.27%的收入增长，Q3 零售整体好于上半年；分渠道来看，前三季度线下直营店收入增长 5.9%，加盟店收入减少 9.3%，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 14.28%，增速回暖，收入占比达到 26%。前三季度公司净增直营、加盟和联营店 109 家、-255 家和-10 家，全品牌净关店共计 156 家，季度末公司线下门店数量为 4438 家。

前三季度公司综合毛利率同比提升 0.39pct，期间费用率同比增加 2.16pct，其中销售费用率增加 3.02pct（直营开店较多增加租赁费用，广告宣传费有所增加），管理费用率下降 0.82pct。三季度末公司应收账款较年初减少 15.62%，经营活动净现金流为净流出，存货较年初增加 15.66%，考虑到公司业务季节性分布，预计年底经营现金流将回归正常。

受行业整体零售环境影响，公司时尚服饰业务销售也面临挑战，中短期经营有一定压力。从 19 年全年看，考虑到历年四季度占公司全年收入与盈利比重较高，双十一大促与秋冬装若需求出现好转，公司 Q4 盈利环比预计将有一定的改善。从中长期看，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。18 年开始公司从男装向服饰全品牌推行 TOC 模式，未来有助于提升公司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。但考虑到业绩挑战，预计股价短期向上弹性不大。

#### (6) 安正时尚季报点评：主品牌表现相对平稳，其他品牌仍处于调整期

19年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 54.13%和 12.55%，扣非后净利润增长 20.73%（剔除礼尚信息并表影响，服装业务收入增长 0.86%），第三季度单季公司营业收入与净利润分别同比增长 62.64%与 1.40%。

线上销售快速增长，线下门店仍处调整期。分品牌来看，前三季度主品牌玖姿收入增长 6.61%（Q3 基本持平，环比上半年减速），尹默、安正、摩萨克和斐娜晨收入分别同比减少 8.84%、5.97%、14.36%和 20.91%；礼尚信息前三季度实现收入 6.14 亿元。分渠道来看，前三季度公司线下收入下滑 6.21%，线上服装收入增长 39.75%，部分弥补了线下的下降。前三季度公司净关店 56 家至 917 家，其中玖姿净关 18 家，尹默净关 15 家，安正净关 12 家，摩萨克净开 6 家，斐娜晨净关 18 家。

前三季度公司综合毛利率下降 13.76pct（线上收入比重提升，礼尚信息并表），玖姿和尹默毛利率分别同比下降 1.39pct 和 0.33pct，其他品牌毛利率均有不同程度的提升；期间费用率同比下降 10.28pct（礼尚信息并表），经营活动净现金同比增长 324.59%，存货周转率和应收款周转率均有不同程度的提升。

受行业零售环境影响，公司女装主业也面临挑战，主品牌基本保持稳健增长，但其他品牌仍处于波动期，后续看点主要在于行业的复苏、小品牌的逐步成熟和其他业务的拓展。18 年公司先后获得英国奢侈品牌 StellaMcCartney 及 StellaMcCartney Kids 在大中华区的代理权、收购电商代运营企业礼尚信息 70% 股权、参股国内十大童装品牌青蛙王子，今年 8 月收购零到七韩国中高端童装中国区业务，进一步涵盖线上线下母婴周边、儿童玩具、户外运动、童装等，新品类新业态的拓展，有望为公司后续带来收入与盈利增长点。

#### (7) 伟星股份季报点评：Q3 业绩增速环比 Q2 有所改善

19年前三季度公司营业收入同比增长 3.05%，归母净利润同比下降 7.39%，扣非后净利润同比下降 8.83%，其中第三季度单季营业收入同比增长 1.47%，净利润同比下滑 6.24%，收入与盈利增速环比二季度有所改善。

行业大环境影响公司整体销售表现，前三季度纽扣业务增长稳健，拉链业务承压。公司辅料主业受国内外服饰需求放缓、贸易战、产业迁移等影响增速放缓，国内市场的低迷与下游服装销售的疲软有关。随着公司孟加拉工厂项目的推进，未来国际业务有望得到拓展。前三季度公司综合毛利率同比下滑 1.72pct，我们判断主要是因为拉链产品结构调整（金属产品比例下降）所致，单季度毛利率环比下滑 4.11pct；期间费用率同比上升 0.98pct，其中销售费用率上升 0.50pct，管理费用率上升 0.29pct。前三季度公司经营活动净现金流同比增长 80.17%，三季度末公司应收账款较年初上升 14.83%，存货余额较年初上升 31.00%。

作为全球服装辅料行业龙头，伟星历经多轮行业洗牌，这几年通过不断加强生产自动化与信息化改造来提升运营效率，对外稳步拓展国内外市场与品牌客户。从历史经验来看，疲软的行业大环境有利于公司巩固自身竞争优势，中长期进一步提升市场份额，18 年孟加拉产业园的投产将为公司海外业务拓展进一步发挥积极作用。

近几年来公司一直保持高现金分红比例，当前股息率近 6%（按 18 年分红计算）；上市以来首期员工持股计划已解禁（2 倍杠杆，考虑分红除权成本 7.76 元/股），覆盖范围涉及董监高、核心业务骨干等 330 人；2 月控股股东伟星集团完成对公司 1.22% 股权的增持。高股息率有望对股价形成良好支撑，未来下游需求的好转与人民币的贬值也有望给公司出口业务带来改善空间。

#### （8）老凤祥季报点评：三季报超预期，公司长期竞争力日益凸显

19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 15.41% 和 18.01%，扣非后净利润增长 18.10%，其中 19Q3 营业收入与净利润分别增长 24.59% 与 26.26%，扣非后净利润增长 23.87%，三季度收入与盈利增长对比上半年都有明显提速。

前三季度公司黄金珠宝业务收入增长 16.05%，其中三季度单季收入增长 22.6%（三季度批发明显提升），核心主业增速加快。前三季度公司综合毛利率同比上升 0.48pct，其中黄金珠宝业务毛利率同比提升 1.85 pct；期间费用率控制较好，同比基本持平；经营活动净现金流净流出 11.27 亿，季度末公司应收账款同比增加 21.9%，存货同比增加 23.11%。

由于产品结构侧重黄金饰品，老凤祥在历次黄金牛市中收入与盈利都保持了快速提升，在今年金价持续上涨的背景下，三季度开始经销商拿货节奏加快，金价的持续上涨对老凤祥收入与盈利的弹性开始体现，同时也大幅减轻了经销商存货账面价值与资金压力，有利于老凤祥继续抢占市场。后续公司在金价上涨趋势下有望进一步良性循环，预计这轮黄金上涨将对老凤祥下半年与明年的收入增速起到明显的向上推动作用。

公司长期竞争力优异，央地混改进一步增添新活力。公司作为国内珠宝首饰行业的龙头竞争优势明显，近 10 年 ROE 基本保持在 20% 左右的水平，Q3 经营情况与周大福的对比再次证明了这一点。19 年初公司完成主要经营实体老凤祥有限的少数股权转让，央企新控股通过创立的工艺美术基金入股老凤祥有限，同时 38 位经营骨干通过入伙工艺美术基金间接持有老凤祥有限股权，仍保留激励力度。下一步在“双百计划”推动下，公司将继续推动其余子公司少数股权历史遗留问题的解决，借力新股东入股机遇，最大限度放开手脚，通过改革释放业绩动力，另一方面上市公司层面激励机制的完善与覆盖面的扩大预计未来也将提上日程。我们判断公司在行业中强者愈强的发展态势仍将延续。

#### （9）七匹狼季报点评：销售平淡，费用刚性和投资收益减少拖累盈利

19 年前三季度公司营业收入同比增长 5.32%，净利润同比减少 7.75%，扣非后净利润同比增长 6.18%，期间费用率的上升以及采用新金融工具准则后投资收益的减少，使得盈利增速不及收入增长。第三季度单季公司营业收入同比增长 3.32%，净利润减少 6.61%，收入增速环比上半年有所放缓。

受益于增值税率的下调和部分代理转直营，前三季度公司综合毛利率同比提升 5.26pct，期间费用率同比上升 4.59pct，其中销售费用率同比上升 4.42pct（预计主要是广告宣传费、平台服务费、终端管理费用等支出增加以及部分代理转直营），管理研发费用率同比上升 0.28pct。

三季度末，公司应收账款较年初增加 16.63%，存货较年初增长 16.68%，前三季度存货周转率和应收账款周转率同比均有所改善。经营活动现金流净额为净流出状态，主要是由于广告费及经营服务费等投入；前三季度公司计提资产减值损失 1.81 亿元，同比增加 33.30%。

经过持续多年的清理库存，我们判断公司目前终端整体库存情况预计在行业中处于较好水平，再加上多年的大幅计提存货减值，未来零售端若复苏，公司业绩相对具备较好的弹性。

公司 PB 低，账面资金充沛，市值安全边际相对较高，未来股价的弹性更多来自于消费大环境的逐步回暖。公司目前 43 亿左右的总市值，账面净现金 33 亿左右，同时还有不少潜在升值的商铺资产，市值安全边际相对很高。但受制于可选消费普遍低迷的大环境，预计公司短期业绩承压，股价表现也将相应收到压制。

#### **(10) 九牧王季报点评：三季度期间费用拖累盈利，主品牌恢复净开店**

19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 5.37% 和 8.88%，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 28.28%；第三季度单季公司营业收入同比增长 1.64%，净利润同比下降 35.81%，收入和盈利增速环比上半年均有所下滑。

分品牌看，前三季度九牧王品牌收入同比微增 0.53%，毛利率同比减少 0.40pct，净开店 45 家（直营增加 54 家，加盟减少 9 家）；得益于终端和产品升级，FUN 品牌前三季度收入同比增长 25.74%，毛利率减少 4.67pct，净开店 11 家（直营减少 3 家，加盟增加 14 家）；其他品牌三季度末门店合计 161 家，其中 ZIOZIA 品牌增速达到 327%，门店数达到 119 家。前三季度公司线上销售增长 7.38%，销售占比为 9.86%，线上销售增速有所放缓。

前三季度公司综合毛利率下降 0.23pct，期间费用率上升 3.84pct，其中销售费用率和管理研发费用率分别同比上升 3.51pct 和 0.17pct，主要是新品业务拓展费用增加；由于购买商品、接受劳务支付的现金增加，前三季度经营活动净现金流较年初减少 68.93%，季度末公司应收账款较年初减少 23.98%，存货较年初增长 13.86%。

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，主品牌渠道已恢复净开店，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。

公司目前总市值 64 亿左右，账面资金较为充裕，历史分红比例高，当前股价对应 18 年股息率达到 8.9%，对稳健型投资者具备一定吸引力。但受制于可选消费整体低迷的大环境，中短期业绩预计仍有一定压力。

## **本周建议板块组合**

本周建议组合：安踏体育、海澜之家、老凤祥、珀莱雅和波司登。

上周组合表现：安踏体育 8%、森马服饰-14%、老凤祥 0%、珀莱雅 5%和波司登 2%。

## **投资建议和投资标的**

19 年三季报披露完毕，从季报业绩来看，Q3 纺织服装行业总体收入增速放缓，由于多数企业的成本费用支出相对刚性，使得三季度净利润的增速下降更为明显。品类间差异显著，表现优异的细分行业仍然主要集中在运动服饰、化妆品、童装等领域，家纺、大众休闲、中高端男女装、黄金珠宝

则总体表现较弱，但其中也有一部分自身调整充分或者业绩已经迈过前期低谷的品牌企业（如老凤祥、地素时尚、水星家纺等），实现了明显超越同行的增速，我们认为后续同样值得重点关注。今年行业的表现基本上符合我们提出的消费分层的趋势：以海外大牌为主的高端奢侈品在中国市场依旧增速亮眼，具备性价比优势的平价消费表现平稳，这种趋势在未来 2-3 年预计都将延续。落实到投资建议，我们继续推荐两条主线：（1）中短期高成长性品种：比如安踏体育、李宁、珀莱雅、南极电商、波司登，建议关注比音勒芬和丸美股份；（2）长期稳健增长、低估值的白马龙头，比如老凤祥、海澜之家、森马服饰、地素时尚，建议关注水星家纺和雅戈尔等。

## 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 3：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	7.90	15.20		-48.03%	15.8.25实施, 杠杆比例2:1	16.8.25	6.20%
000850	华茂股份	3.87		7.41	-47.77%	股东大会通过		1.29%
002327	富安娜	6.82	10.93		-19.76%	16.3.12实施, 杠杆4:1	19.3.9	1.47%
002494	华斯股份	4.94		16.18	-69.47%	16.11.9已实施		0.20%
002042	华孚时尚	6.44	8.87	12.62	-48.97%	员工持股 (16.3.5 已实施 杠杆比例 3:1), 定增已实施	17.3.4	0.74%
002776	柏堡龙	7.70		32.20	-76.09%	16.11.18已实施		0.91%
600177	雅戈尔	6.57		15.08	-56.43%	16.4.14 已实施		7.61%
002042	华孚色纺	6.44	11.47		-43.85%	15.6.30已实施, 杠杆比例9:1	16.6.29	0.74%
002083	孚日股份	6.19	7.01		-11.70%	16.10.31已实施, 无杠杆	17.10.30	3.23%
002087	新野纺织	3.89		5.39	-27.83%	16.7.4 已实施		0.51%
002699	美盛文化	7.58		35.20	-78.47%	16.10.21完成增发		3.30%
300005	探路者	3.57	16.56	15.88	-78.44%	16.3.23实施, 杠杆比例2:1	17.3.22	5.60%
600439	瑞贝卡	3.37	7.59		-55.60%	16.11.11 已实施, 杠杆1:1	17.11.10	1.78%
002640	跨境通	7.74		18.64	-58.48%	股东大会通过预案		0.72%
601718	际华集团	3.33		8.19	-59.34%	17.4.24已实施	18.4.24	1.44%
601566	九牧王	10.93	15.61		-29.98%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	9.15%
002293	罗莱生活	9.04		12.04	-24.92%	董事会通过		2.21%
002503	搜于特	2.28		12.60	-81.90%	16.11.14完成增发	17.11.14	1.10%
603555	贵人鸟	3.80	22.48	27.15	-86.00%	员工持股 (15.9.25已实施, 杠杆1:1), 增发 (16.12.7完成)	16.9.24	11.84%
002397	梦洁股份	5.08		7.29	-30.32%	发审委通过		1.97%
002003	伟星股份	5.89	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	-51.28%	16.6.13已实施	19.6.13	8.49%
002345	潮宏基	4.08		9.95	-58.99%	发审委通过		0.00%
600527	江南高纤	2.10		5.41	-61.18%	董事会预案通过		1.90%
603808	歌力思	13.89		27.53	-49.55%	股东大会通过		1.92%
002193	山东如意	8.14		18.07	-54.95%	16.8.12完成增发	17.8.16	0.25%
603518	维格娜丝	6.90		27.61	-75.01%	股东大会通过预案		1.48%
600448	华纺股份	6.13		5.80	5.69%	发审委通过		0.00%
002404	嘉欣丝绸	5.72		7.34	-22.07%	股东大会通过预案		2.62%
603889	新澳股份	5.59		11.07	-49.50%	发审委通过		3.58%
002091	江苏国泰	5.44		11.34	-52.03%	17.2.17完成增发	18.2.28	3.68%
002674	兴业科技	12.02		11.64	3.26%	16.8.17完成增发	19.8.19	1.25%
603558	健盛集团	9.07		14.21	-36.17%	16.3.25完成增发	19.3.22	1.10%
002034	美欣达	16.33		31.34	-47.89%	股东大会通过		0.00%
002656	摩登大道	3.30	9.47		-65.15%	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	8.92	5.03		77.51%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.61%
002563	森马服饰	10.88	5.92		83.78%	15.7.29完成授予	16.7.30	3.45%
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	10.93	15.61		-29.98%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	9.15%
002003	伟星股份	5.89		12.09	-51.28%	16.6.13已实施	19.6.13	8.49%
600177	雅戈尔	6.57		15.08	-56.43%	16.4.14 已实施		7.61%
000726	鲁泰A	8.92	5.03		77.51%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.61%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

**附 4：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	5.71	302.04	0.46	0.44	0.48	0.53	12	13	12	11	4.94%
002327.SZ	富安娜	买入	6.82	417.46	0.62	0.55	0.61	0.68	11	12	11	10	3.03%
002293.SZ	罗莱生活	买入	9.04	525.96	0.71	0.67	0.74	0.81	13	13	12	11	4.54%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	8.92	591.12	0.88	0.92	0.98	1.05	10	10	9	8	9.95%
002003.SZ	伟星股份	增持	5.89	312.53	0.41	0.43	0.49	0.54	14	14	12	11	9.67%
601566.SH	九牧王	增持	10.93	439.65	0.93	0.96	0.84	0.94	12	11	13	12	0.37%
002612.SZ	朗姿股份	增持	8.72	265.57	0.53	0.56	0.64	0.71	17	16	14	12	10.54%
002563.SZ	森马服饰	买入	10.88	2,055.21	0.63	0.68	0.78	0.89	17	16	14	12	15.23%
600398.SH	海澜之家	买入	7.90	2,444.27	0.77	0.79	0.87	0.95	10	10	9	8	8.41%
603808.SH	歌力思	买入	13.89	323.31	1.10	1.21	1.44	1.65	13	11	10	8	14.49%
603877.SH	太平鸟	增持	14.31	481.58	1.19	1.09	1.14	1.23	12	13	13	12	1.09%
603839.SH	安正时尚	增持	13.92	391.59	0.70	0.85	0.95	1.07	20	16	15	13	15.19%
603365.SH	水星家纺	增持	16.19	302.22	1.07	1.24	1.42	1.62	15	13	11	10	14.77%
699315.SH	上海家化	增持	33.35	1,567.03	0.81	0.95	0.92	1.07	41	35	36	31	9.93%
600612.SH	老凤祥	买入	51.38	1,477.74	2.30	2.73	3.18	3.72	22	19	16	14	17.33%
603605.SH	珀莱雅	买入	90.20	1,270.92	1.43	1.90	2.49	3.21	63	47	36	28	30.97%
603587.SH	地素时尚	增持	23.90	670.87	1.43	1.61	1.86	2.09	17	15	13	11	13.44%
<b>香港市场</b>													
3998.HK	波司登	买入	3.79	5215.67	0.06	0.09	0.11	0.14	63	42	34	27	25.46%
0321.HK	德永佳集团	-	1.77	311.77	0.24	0.28	0.31	0.35	8	6	6	5	13.77%
0551.HK	裕元集团	-	21.30	4,377.64	1.48	1.57	1.80	2.10	-	14	12	10	12.30%
1234.HK	中国利郎	-	6.33	966.32	0.74	0.81	0.92	1.01	9	8	7	6	13.09%
1361.HK	361 度	-	1.83	482.35	0.17	0.24	0.28	0.31	10	8	7	6	23.68%
1368.HK	特步国际	-	5.31	1,692.29	0.36	0.35	0.43	0.50	14	15	12	11	18.27%
1836.HK	九兴控股	-	12.26	1,241.70	0.65	1.04	1.23	1.37	15	12	10	9	28.84%
2020.HK	安踏体育	中性	74.65	25,706.80	1.81	2.31	2.92	3.52	39	32	26	21	27.96%
2313.HK	申洲国际	-	108.60	20,811.28	3.58	3.91	4.67	5.57	31	28	23	19	18.71%
2331.HK	李宁	买入	26.95	7,949.88	0.35	0.63	0.77	0.98	47	42	35	27	44.07%
1910.HK	新秀丽	-	0.91	682.84	-	0.13	0.09	-	-	7	10	-	-
1913.HK	普拉达	-	17.08	3,118.91	1.30	1.26	1.43	1.63	14	14	12	10	8.20%
<b>海外市场</b>													
MC.PA	LVMH Moët Hennessy Louis		374.75	210,737.9 7	12.64	14.56	16.17	17.59	20	26	23	21	11.70%

RMS. PA	Hermes International	635.00	74,584.89	13.48	14.38	15.93	17.55	36	44	40	36	9.44%
HSMB. SG	Hennes & Mauritz	441.00	88,567.20	14.30	16.68	18.31	20.26	23	26	24	22	12.36%
NXT. L	Next PLC	91.58	11,062.74	4.77	4.87	5.19	5.68	26	19	18	16	4.83%
GPS LTD	Gap Inc. Brands, Inc.	28.54	98,964.93	1.11	1.22	1.31	1.39	27	23	22	21	8.20%
BRBY. L	Burberry Group PLC	205.35	34,989.35	7.64	7.91	8.61	9.23	22	26	24	22	6.27%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.	67.64	11,579.01	4.35	4.59	4.80	5.00	13	15	14	14	1.04%
VFC	V. F. Corporation	17.57	6,602.59	2.61	2.07	2.09	1.90	15	8	8	9	-12.48%
BOS. DE	Hugo Boss AG	18.10	5,002.69	2.33	2.46	2.52	2.54	15	7	7	7	3.56%
COLM	Columbia Sportswear Company	19.15	10,093.76	0.82	0.88	0.97	1.11	25	22	20	17	10.21%
NKE	Nike Inc.	95.08	7,342.22	5.35	7.68	8.56	9.39	19	12	11	10	17.49%
ADS. DE	Adidas AG	91.54	36,449.08	3.19	3.39	3.86	4.41	-	27	24	21	11.14%
-	Fast Retailing Co. Ltd.	37.42	2,931.00	3.42	3.36	3.71	4.00	16	11	10	9	5.38%
PUM. DE	Puma AG	101.22	6,838.14	3.85	4.77	5.22	5.84	21	21	19	17	13.33%
		95.56	149,174.1	2.55	2.97	3.45	4.03	30	32	28	24	15.08%

数据来源：A 股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（波可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

