

# 紡織服裝

## 優質高端品牌終端銷售增長水平優於服裝整體

**行業觀點。**8月社會消費品零售額同增9.0%，服飾類同增7.0%，增速環降1.7%。我們判斷消費增速放緩中，優質高端品牌表現顯著超越市場。服裝優質高端品牌之所以超越市場的表現主要源於1)優質高端品牌的主要目標客戶為中高收入人群，相較大眾服飾的客群更為成熟穩定，對品牌忠誠度相對較高；2)優質公司持續的產品創新+精準的VIP客戶維護+精細化的終端管理使得優質高端品牌表現能夠好於市場整體表現；3)優質高端品牌能夠通過陸續拓寬品牌矩陣突破單一品牌天花板，為收入增長持續貢獻力量。

**最新跟蹤。**歌力思：我們預測公司经营稳健，7-8月主品牌同店10%，EdHardy依旧双位数增长。比音勒芬：我们认为公司高增长的持续性与空间性兼具，预测终端Q3依旧延续较高增速。太平鸟：线下方面，我们预计7-8月公司整体同店延续Q2增速，保持个位数增长，其中PB男装同店增速高于公司整体平均水平。线上方面，7-8月GMV基本维持双位数增长，在电商平台8月营销活动中排名略有提升。

**時尚前沿。**1)H&M在线增长强劲，旗下高端品牌COS将入驻天猫；2)亚马逊推出自有运动时尚品牌Aurique，主打高性价比。3)上海家化旗下品牌美加净与大白兔奶糖强强联合，推出奶糖包装及相应味道的润唇膏，9月20日/21日双轮预售万单，一抢而空；4)面膜品牌“御泥坊”母公司御家汇(300740.SZ)9月18日宣布，公司拟支付现金10.2亿元购买“阿芙精油”母公司北京茂思60%的股权。

**投資建議。**我們認為優質企業已實現在產品端、品牌運營策略及渠道布局上競爭力的質變。雖然社會零售數據顯示各細分品類增速放緩加劇市場對消費行情的擔憂但根據我們終端跟蹤發現，7-8月優質高端品牌公司同店表現優於行業平均水平。從估值水平上看，品牌服飾板塊估值水平已由Q1末的24倍調整至當前16倍，我們認為當前估值吸引力較此前有所增加，維持推薦歌力思、比音勒芬，長期看好太平鳥、海瀾之家、上海家化。

**風險提示：**宏觀經濟增速放緩風險；終端消費低迷風險；棉價異動致風險。

增持（維持）

### 行業走勢



### 作者

分析師 鞠興海

執業證書編號：S0680518030002

郵箱：juxinghai@gszq.com

聯繫人 劉暢

郵箱：liuchang@gszq.com

聯繫人 楊瑩

郵箱：yangying1@gszq.com

### 相關研究

- 1、《紡織服裝：優質高端品牌終端表現優於整體市場》2018-09-16
- 2、《紡織服裝：社會零售增長趨緩，關注優質高端品牌》2018-09-09
- 3、《紡織服裝：時尚消費品市場中期解析》2018-09-04

### 重點標的

股票 代碼	股票 名稱	投資 評級	EPS（元）				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603808	歌力思	買入	0.90	1.12	1.41	1.75	19.07	15.29	12.11	9.77
002832	比音勒芬	買入	0.99	1.44	1.99	2.71	31.25	21.50	15.60	11.45
600398	海瀾之家	買入	0.74	0.82	0.91	1.01	12.93	11.61	10.49	9.46
603877	太平鳥	買入	0.95	1.39	1.71	2.12	21.66	14.77	12.01	9.68
600315	上海家化	增持	0.60	0.80	1.00	1.30	48.06	36.81	28.26	21.61

資料來源：貝格數據，國盛證券研究所



## 内容目录

一周观点 .....	3
板块表现 .....	3
核心公司跟踪 .....	4
服饰板块 .....	4
化妆品/珠宝 .....	5
时尚前沿 .....	5
服饰鞋包 .....	6
化妆品/珠宝 .....	6
风险提示 .....	6
附表 .....	7

## 图表目录

图表 1: 上周板块表现: 品牌服饰 (+3.58%) 和加工制造 (-0.46%), 均跑输沪深 300 指数 (5.19%) .....	3
图表 2: 上周个股表现: 天创时尚、多喜爱、安正时尚等涨幅居前; 星期六、安奈儿等跌幅居前 .....	4
图表 3: 时尚消费公司估值表 .....	7
图表 4: 国棉现货(同增 2%至 16337 元/吨) .....	7
图表 5: 长绒棉 237 (同增 20%至 24700 元/吨) .....	7
图表 6: 内外棉差价波动 (截止至 2018 年 9 月 20 日, 内棉价格高于人民币计价的外棉价格 1188 元/吨) .....	7
图表 7: 涤纶短纤(同增 25%至 11100 元/吨) .....	8
图表 8: 黏胶短纤 (同降 6%至 15175 元/吨) .....	8

## 一周观点

**整体消费环比回升，品牌服饰零售表现分化。**国家统计局披露数据显示，8月社会消费品零售总额同比增长9.0%，增速环比回升0.2PCT，服饰类同增7.0%，增速环降1.7%。品牌服饰零售表现呈现分化，大众服饰2018年Q2以来销售增速趋缓，根据我们判断大中服饰Q3终端销售也基本维持Q2增速。

**优质高端品牌表现稳定，超越市场。**根据我们判断，以歌力思/比音勒芬为代表的优质高端品牌终端销售维持稳定增长。2018H1表现来看，定位优质高端的歌力思（直营同店8%）/比音勒芬（同店25%）主攻线下，在渠道外延速度略缓的情况下仍然维持同店增长。我们预计7-8月歌力思、比音勒芬终端销售表现仍然维持优于整体品牌服饰市场的水平。

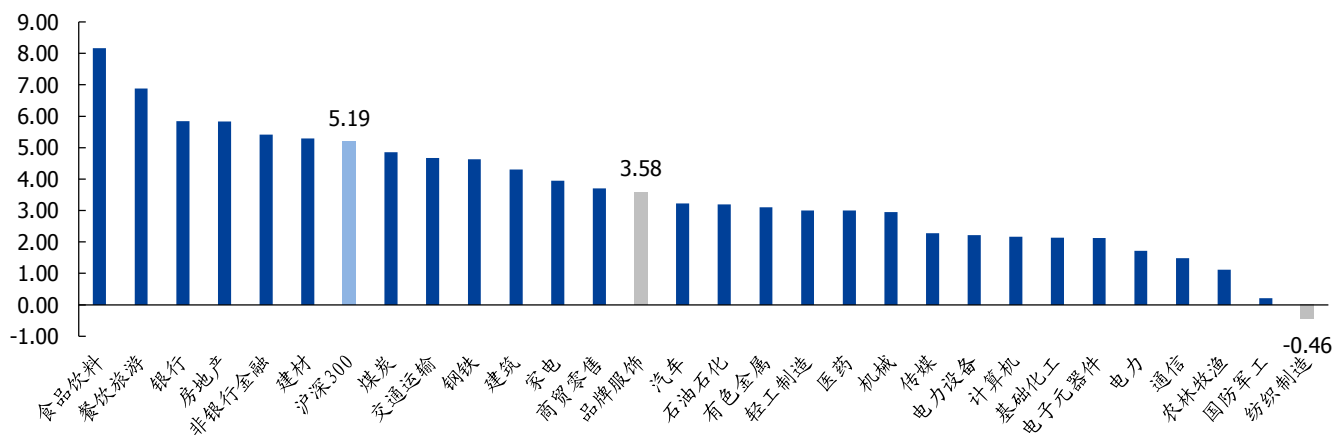
1) 优质高端品牌的主要目标客户为中高收入人群，相较大众服饰的客群更为成熟稳定，对品牌忠诚度相对较高；2) 优质公司持续的产品创新+精准的VIP客户维护+精细化的终端管理使得优质高端品牌表现能够好于市场整体表现；3) 优质高端品牌能够通过陆续拓宽品牌矩阵突破单一品牌天花板，为收入增长持续贡献力量。

品牌服饰板块估值水平已由Q1末的24倍调整至当前16倍，我们认为当前估值吸引力较此前有所增加；而我们仍然认为优质企业在产品、品牌和渠道的竞争力具备明显优势，维持推荐歌力思、比音勒芬，长期看好太平鸟、海澜之家、上海家化。

## 板块表现

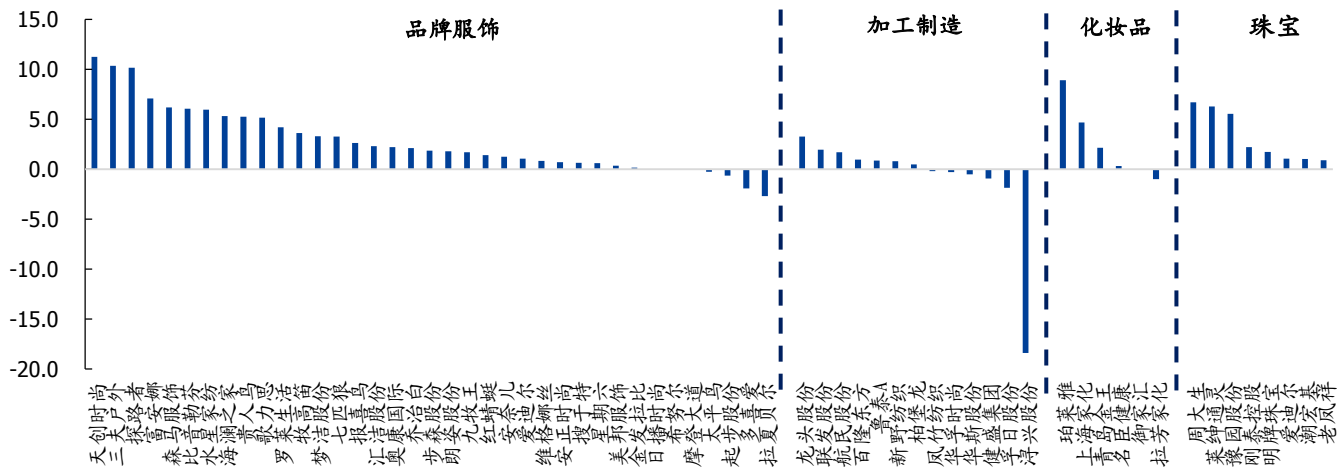
本周品牌服饰板块与加工制造板块涨跌幅分别为+3.58%/-0.46%，跑输沪深300指数5.19%的涨幅。品牌服饰板块中天创时尚、三夫户外、探路者等涨幅居前；拉夏贝尔、多喜爱、起步股份等跌幅居前。

图表1：上周板块表现：品牌服饰（+3.58%）和加工制造（-0.46%），均跑输沪深300指数（5.19%）



资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表2：上周个股表现：天创时尚、多喜爱、安正时尚等涨幅居前；星期六、安奈儿等跌幅居前



资料来源：wind, 国盛证券研究所

## 核心公司跟踪

### 服饰板块

#### 歌力思：主品牌稳健+多品牌高效落地。

主品牌年轻化明显，分主题多波段上新快速，同店保持行业领先水平(10%+)；终端把控力强，千人千面的会员管理系统精准营销，复购率高居。多品牌均开始贡献利润，其中潮牌 EdHardy 稳定双位数增长，IRO、Laurel 等小而美品牌落地迅速，协同效应凸显。近期以 800 万新收比利时设计师品牌 JPK 足以说明公司多品牌管理能力逐步得到认可，议价能力强。

公司质地优秀运营稳健，坚定看好成长性，预计 2018/2019/2020 年净利润分别为 3.78/4.76/5.9 亿元，对应 EPS 1.12/1.41/1.75 元。对应 18 年 PE15 倍，维持买入评级。

#### 比音勒芬：同店水平行业领先，业绩增速靓丽

公司差异化定位，终端表现靓丽，经测算 H1 同店约 25%。渠道重视培养高效店+产品端三高一新+运营能力强化+涉足明星营销提高品牌知名度，保证终端靓丽表现。从空间性来看，店铺数量(685 家)&店效(约 400w)均具提升空间；同时威尼斯(度假旅游系列)经过前期试水逐渐成熟，正式推出后有望成为规模增长的后继力量。

基于中期超预期业绩，预计 2018/2019/2020 年净利润为 2.60/3.61/4.92 亿元，对应 EPS 1.44/1.99/2.71 元。对应 18 年 PE 22 倍，维持“买入”评级。

#### 太平鸟：Q3 终端销售保持增长，维持长期看好

线下方面，我们预计 Q3 公司整体同店延续 Q2 增速，保持个位数增长，其中 PB 男装同店增速高于公司整体平均水平。线上方面，7-8 月 GMV 基本维持双位数增长，在电商平台 8 月营销活动中排名略有提升。

我们看好公司源于渴求创新的文化及其相对自由的体制架构打造了公司的核心竞争力，

在此基础上公司产品完成年轻化转型、建立 TOC 快反体系、搭建电商和云仓平台，预期后期收入增长将显著提速。

2018 年公司轻装上阵，随着 TOC 模式全面推进+新零售推进，公司业绩将稳步提升。预计 2018-2020 年净利润分别为 6.7/8.2/10.2 亿元，对应 18 年 PE 15 倍，长期看好。

### 海澜之家：主品牌经营稳健，维持长期看好

公司主品牌经营稳健，我们预计 7-8 月公司主品牌同店略有增长；爱居兔品牌处于较为快速增长通道，基本延续 Q2 同店的个位数增长；新品副牌及海外业务稳步拓展，预期全年收入增速为 10%。

腾讯受让海澜之家 5.31% 股份，百亿产业基金成立将助力公司的外延扩张，推动公司终端新零售升级；同时，公司通过可转债募集资金助力提高公司整体运营效率，实现总部、门店、供应商全产业链的信息化沟通，平台型龙头竞争壁垒强化。

我们预计公司 2018/19/20 年净利润为 37.1/41.0/45.5 亿元，对应 18 年 PE 12 倍，维持长期看好。

### 化妆品/珠宝

#### 上海家化：内生步调稳健，线上经销及特渠有望 Q3 末改善

公司增长稳定，上半年特渠及线上经销渠道运营不达预期，整体电商渠道未实现超速增长。分渠道来看，自营电商 50%+，除特渠外电商增速接近 30%，线下增长高于预期，商超及 CS 渠道双位数增长，百货渠道个位数微增。线上经销渠道（唯品会+聚美优品）销售不达预期主要系聚美整体平台流量下滑，及线上经销商自身发展阶段因素导致备货量低于安全备货线，预计三季度末，线上经销商问题将得到解决。

分品牌来看，除高夫及佰草集外其他品牌均双位数增长，其中启初、玉泽等品牌增速超过 50%，佰草集单位数增长（不考虑特渠则实现双位数增长），高夫个位数下滑。

公司内生增长基本符合预期，下半年的品牌推广等营销工作准备较充分，线上经销及平安特渠有望于 9 月调整完毕。预计 2018-2020 年收入预测至 74.83/88.19/106.27 亿元、净利润至 5.09/6.63/8.67 亿元，对应 EPS0.8/1.0/1.3 元。

#### 珀莱雅：强渠道品牌，电商及单品牌店为动力引擎

公司线上渠道 Q1/Q2 分别增长 30%/70%+，上半年整体增长 58.46%；线下渠道 Q1/Q2 分别增长 5%/-10%+，上半年整体增长 9.6%。公司电商渠道运营经验成熟，2018H1 电商营收占比提升至 39.59%，增速高达 58.46%；同时，优资莱单品牌店展店迅速，年化单店贡献约为 20-25 万元，预计 2018 年底加盟店数可超过 500 家。

公司依托电商渠道，以及线下加盟展店模式获得快速成长。2018 年的股权激励目标为营收增速不低于 30.8%，业绩增速不低于 30.1%，若要完成该股权激励目标，下半年电商渠道需增长 80%+，全年电商渠道需增长 60%+，线下维持 10%+ 的增长。

### 时尚前沿



## 服飾鞋包

**【H&M 在线增长强劲，旗下高端品牌 COS 将入驻天猫】**：据时尚商业快讯最新消息，H&M 集团昨日宣布旗下高端品牌 COS 将于 10 月在天猫开官方旗舰店，这也是 COS 除官网外在中国开设的唯一线上商店。届时 COS 天猫旗舰店将提供包括女装、男装和童装在内的多个品类。（资料来源：时尚头条网）

**【Zara 宣布周冬雨、吴磊为大中华区品牌形象大使】**：据时尚商业快讯，西班牙快时尚 Zara 今日在微博官方帐号宣布中国 90 后明星周冬雨和吴磊为大中华区品牌形象大使，并将于 9 月 27 日在天猫旗舰店预售同款。（资料来源：时尚头条网）

**【亚马逊推出自有运动时尚品牌 Aurique，主打高性价比】**：美国电商巨头亚马逊（Amazon）正稳步实现其时尚帝国的目标。日前，旗下公司 Amazon Fashion Europe 推出自有品牌 Aurique，首度进军运动服领域。（资料来源：华丽志）

**【Celine 宣布中止开启不久的电商业务】**：日本快时尚巨头优衣库（Uniqlo）母公司迅销集团（Fast Retailing）日前宣布，与科技巨头谷歌（Google）旗下 Google Cloud 在东京新设立的 Advanced Solutions Lab 达成合作关系，实现其成为信息型生产零售公司的目标。（资料来源：华丽志）

## 化妆品/珠宝

**【欧舒丹 L' Occitane 入驻京东 强化美妆零售电商市场】**9 月 17 日，京东总部 A 座，欧舒丹 L' Occitane 携手京东美妆举行了官方旗舰店新店入驻启动仪式。（资料来源：新浪时尚）

**【美加净 X 大白兔奶糖跨界润唇膏首发半秒被抢空】**上海家化旗下品牌美加净与大白兔奶糖强强联合，推出奶糖包装及相应味道的润唇膏，9 月 20 日/21 日双轮预售万单，一抢而空。（资料来源：品观网）

**【御家汇 10.2 亿元收购阿芙精油母公司 60% 股权草案已出】**面膜品牌“御泥坊”母公司御家汇（300740.SZ）9 月 18 日宣布，公司拟支付现金 10.2 亿元购买北京茂思商贸有限公司（下称北京茂思）60% 的股权。（资料来源：WIND）

**【青松股份拟收购知名面膜代工厂诺斯贝尔多数股权】**青松股份 14 日晚间公告，公司正在筹划购买诺斯贝尔不低于 51% 股份，预计将构成重大资产重组。诺斯贝尔主营面膜、护肤品、湿巾等产品，主要是给境内外知名化妆品及个人用品品牌做贴牌生产（ODM/OEM），曾为新三板上市公司。收购完成后，青松股份将进军化妆品领域。（资料来源：WIND）

## 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。

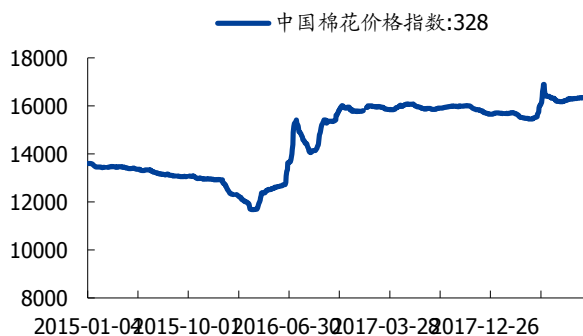
## 附表

图表3: 时尚消费公司估值表

	股价 (元)	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)	评级
			18E	19E	20E	18E	19E	20E		
大众	太平鸟	20.50	1.39	1.71	2.12	14.74	11.98	9.66	98.59	买入
服饰	海澜之家	10.09	0.82	0.91	1.01	12.23	11.05	9.96	453.32	买入
中高端 服饰	比音勒芬	32.94	1.44	1.99	2.71	22.80	16.55	12.14	59.73	买入
	九牧王	13.10	1.04	1.22	1.45	12.61	10.71	9.02	75.28	买入
	歌力思	17.99	1.12	1.41	1.75	16.08	12.74	10.28	60.63	买入
家纺	罗莱生活	11.17	0.74	0.90	1.06	15.17	12.38	10.49	83.19	买入
化妆品	珀莱雅	42.29	1.34	1.73	2.35	31.61	24.50	17.96	85.04	/
	上海家化	29.19	0.76	0.99	1.29	38.52	29.57	22.62	196.07	增持

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 收盘价截至 2018 年 9 月 21 日, 珀莱雅盈利预测采用 wind 一致预期

图表4: 国棉现货(同增 2%至 16337 元/吨)



图表5: 长绒棉 237 (同增 20%至 24700 元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

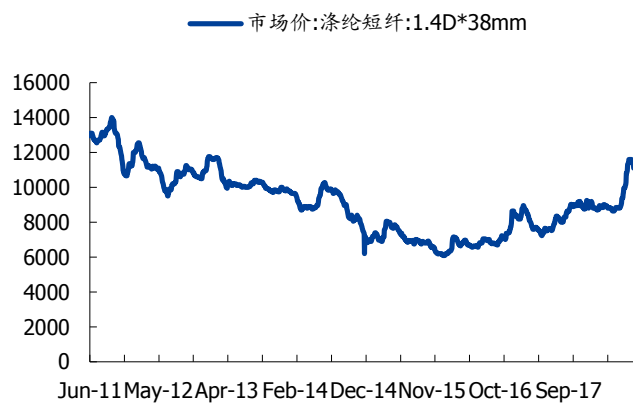
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表6: 内外棉差价波动 (截止至 2018 年 9 月 20 日, 内棉价格高于人民币计价的外棉价格 1188 元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 涤纶短纤(同增 25%至 11100 元/吨)



资料来源: wind,国盛证券研究所

图表 8: 黏胶短纤 (同降 6%至 15175 元/吨)



资料来源: wind,国盛证券研究所



## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

## 国盛证券研究所

### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com