

## 看好

### 维持

#### 相关研究

《上海家化 2014 年三季度报点评》

2014-10-31

《雅戈尔 2014 年三季度报点评》

2014-10-31

《森马服饰 2014 年三季度报点评》

2014-10-30

《美邦服饰 2014 年三季度报点评》

2014-10-30

《鲁泰 A2014 年三季度报点评》

2014-10-30

《报喜鸟 2014 年三季度报点评》

2014-10-29

《际华集团 2014 年三季度报点评》

2014-10-28

《华纺股份三季度报预增点评》

2014-10-28

《奥康国际 2014 年三季度报点评》

2014-10-27

《海澜之家 2014 年三季度报点评》

2014-10-24

《九牧王 2014 年三季度报点评》

2014-10-24

《探路者 2014 年三季度报点评》

2014-10-24

《七匹狼 2014 年三季度报点评》

2014-10-23

《富安娜 2014 年三季度报点评》

2014-10-20

《罗莱家纺 2014 年三季度报点评》

2014-10-20

#### 证券分析师

王立平 A0230511040052

[wanglp@swsresearch.com](mailto:wanglp@swsresearch.com)

#### 研究支持

许一帆 A0230114070001

(8621) 23297717

[xuyz@swsresearch.com](mailto:xuyz@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

- **纺织服装行业 2014 年三季度表现依旧疲软，业绩普遍符合预期。**从我们统计的重点公司三季报情况来看，业绩增速在 20% 以上的企业有 6 家，业绩增速在 0-20% 的企业有 7 家，业绩出现下滑的企业有 10 家。2014 年前三季度重点服装家纺企业剔除受地产影响较大的雅戈尔后，收入同比增长 1%，扣非净利润同比增长 15%（主要是由于海澜之家正向贡献较大）；剔除海澜之家和雅戈尔之后，上半年收入同比下滑 12%，扣非净利润同比下滑 16%。上半年重点纺织制造企业收入同比增 7%，净利润同比增长 12%。
- **子行业三季报业绩出现分化，消费龙头表现较为强势，男装和高端品牌压力依旧较大。**（1）**男装：**平价男装龙头海澜之家凭借其“模式创新+管理优秀”延续逆势高增长，其余传统男装品牌业绩普遍大幅向下调整。（2）**户外：**行业处于快速发展阶段，探路者主业稳健，绿野网进展顺利，业绩增长 26% 超预期，嘉麟杰由于产能受限、补贴审批延迟等原因业绩下滑 28%。（3）**休闲服：**前三季度业绩分化较大，森马服饰三季度休闲服业务已经转正，童装快速发展带动业绩整体增 22%，美邦服饰终端压力依旧较大，业绩下滑 41%。（4）**家纺：**订货会数据转正，行业将迎来恢复性增长。罗莱家纺三季报业绩环比改善略超预期，积极推进渠道变革并积极探索并购转型，富安娜电商依旧保持高增长，“大家居”也在稳步推进。（5）**女装：**终端依旧较为疲软，尤其是高端品牌，朗姿股份业绩大幅向下调整，费用进一步承压。（6）**纺织制造：**棉花直补政策带来棉价下行预期，短期内棉纺企业毛利承压，新疆补贴政策落实带来业绩增厚，棉花直补政策细则则落实长期看好棉纺企业。
- **中报业绩超预期的公司有：**海澜之家、森马服饰、罗莱家纺、探路者、华纺股份。**业绩低于预期的公司有：**卡奴迪路、朗姿股份、嘉麟杰、美邦服饰。**根据业绩增速不同，可分为三个层次：**（1）**消费龙头表现强势，户外行业依旧保持高增长：**海澜之家坚持“高性价比+标准化服务”的创新模式，预计前三季度海澜之家零售终端同比增长 50%，净利润同比增长 50%+；森马服饰休闲服调整完毕三季度增速转正，童装业务布局完善保持高增长，长期布局儿童相关产业链值得期待，前三季度业绩同比增长 22%；罗莱家纺经过两年的调整基本面筑底，订货会转正，业绩同比增长 17%；探路者主业增长稳健，通过绿野网打造“商品+服务”的户外生态系统进展顺利，前三季度业绩同比增长 26%。（2）**纺织制造企业增长稳定：**华孚色纺存货消化顺利，受益出疆补贴，前三季度业绩同比增长 22%；鲁泰 A 产业链完善，布局海外产能，推出线上高端衬衫定制业务“君奕”，前三季度业绩同比增 5%；华纺股份医疗等功能性订单稳定，承接军品订单业绩有保障，前三季度业绩同比增长 57%。（3）**传统加盟模式为主的品牌业绩承压，尤其是高端品牌下滑幅度较大：**七匹狼前三季度业绩同比下滑 39%，九牧王前三季度业绩同比下滑 28%，报喜鸟前三季度业绩同比下滑 19%，卡奴迪路前三季度业绩同比下滑 87%，朗姿服饰前三季度业绩同比下滑 58%。
- **投资建议：**三季度业绩分化显著，四季度持续推荐业绩环比改善的消费龙头海澜之家、森马服饰、罗莱家纺、富安娜和奥康国际。经过两年的调整，家纺行业有望迎来恢复性增长，户外行业增速高中放缓，其他子行业业绩分化较为明显，模式创新和积极转型的公司表现较好，传统加盟模式为主的品牌亟待变革，我们预计明年开始业绩分化趋势会更为显著，因此四季度我们重点推荐业绩环比改善的消费龙头：（1）**海澜之家：**顺应平价消费趋势，模式创新具有较强进入壁垒，管理优秀带动内生增长，预计未来三年符合增速为 30%。（2）**森马服饰：**休闲服业务已经转正，童装业务保持高增长，积极布局儿童产业集群。（3）**罗莱家纺：**订货会转正，业绩企稳，积极推进渠道变革和并购转型。（4）**富安娜：**电商业务保持高增长，稳步推进“大家居”业务。（5）**奥康国际：**业绩环比改善预计四季度将筑底，国际馆战略初见成效，员工持股计划激励到位。此外可关注主题类标的：（1）**实际控制人变更的小市值标的：**大元股份、德棉股份和江苏三友。（2）**受益“2025 年中国体育产业达 5 万亿”的标的：**际华集团（体育消费）、探路者（户外生态系统）和贵人鸟（行业整合预期）。

表 1: 纺织服装行业 2014 年三季度业绩回顾

行业	代码	公司	股本 市值		EPS		收入 增速	净利润 增速	与预期 相比	评级	预告全年 净利润变化
			亿股	亿元	原 EPS	实际 EPS					
男装	002029.SZ	七匹狼	7.6	80	0.30	0.30	-25%	-39%	符合预期	增持	下降 20%~40%
	601566.SH	九牧王	5.8	74	0.56	0.53	-15%	-28%	符合预期	增持	
	002154.SZ	报喜鸟	5.9	50	0.22	0.22	3%	-19%	符合预期	增持	下降 0%~20%
	002656.SZ	卡奴迪路	2.0	34	0.12	0.06	-7%	-87%	低于预期	增持	下降 70%~90%
	600177.SH	雅戈尔	22.3	185	0.89	0.88	-9%	49%	符合预期	增持	
	600398.SH	海澜之家	44.9	494	0.39	0.00	70%	84%	超预期	买入	大幅增长
休闲	002269.SZ	美邦服饰	10.1	117	0.26	0.22	-19%	-41%	低于预期	增持	下降 30%~60%
	002563.SZ	森马服饰	6.7	240	1.00	1.00	9%	22%	超预期	买入	增长 0%~30%
	002503.SZ	搜于特	5.2	67	0.28	0.20	-30%	-48%	符合预期	增持	下降 35%~65%
户外运动	300005.SZ	探路者	5.1	111	0.33	0.35	21%	26%	超预期	增持	
	002486.SZ	嘉麟杰	8.3	43	0.05	0.04	-4%	-28%	低于预期	增持	下降 35%~65%
女装	002612.SZ	朗姿股份	2.0	47	0.53	0.44	-12%	-58%	低于预期	增持	下降 20%~50%
	002494.SZ	华斯股份	1.7	28	0.44	0.40	33%	6%	符合预期	增持	增长 0%~50%
家纺	002293.SZ	罗莱家纺	2.8	73	0.97	0.99	9%	17%	超预期	增持	增长 0%~20%
	002327.SZ	富安娜	4.3	60	0.57	0.56	4%	16%	符合预期	买入	增长 0%~30%
	002397.SZ	梦洁家纺	3.0	31	0.20	0.19	6%	14%	符合预期	增持	增长 0%~20%
鞋类	603001.SH	奥康国际	4.0	65	0.48	0.46	1%	-28%	符合预期	增持	
面辅料	000726.SZ	鲁泰 A	9.6	90	0.76	0.74	-1%	5%	符合预期	买入	
	002042.SZ	华孚色纺	8.3	42	0.23	0.24	14%	22%	符合预期	增持	增长 15%~35%
	601339.SH	百隆东方	7.5	72	0.50	0.53	8%	-10%	符合预期	增持	
	600448.SH	华纺股份	4.2	26	0.05	0.06	5%	57%	符合预期	增持	
军需	601718.SH	际华集团	38.6	195	0.17	0.18	-24%	14%	符合预期	增持	
日化	600315.SH	上海家化	6.7	241	1.07	1.08	16%	17%	符合预期	买入	
纺织服装		加权平均	9.41	95	0.43	0.42					

资料来源: 申万研究

表 2: 纺织服装行业 2014 年估值比较表

行业	代码	公司	股价	股本	市值	EPS			PE			PS	滚动销售	评级
			2014/11/3	亿股	亿元	E14	E15	E16	E14	E15	E16	E13	净利润率	
男装	002029.SZ	七匹狼	10.63	7.56	80	0.41	0.49	0.55	25.9	21.7	19.3	2.9	10.8%	增持
	601566.SH	九牧王	12.88	5.75	74	0.79	0.83	0.93	16.3	15.5	13.8	3.0	18.7%	增持
	002154.SZ	报喜鸟	8.55	5.86	50	0.35	0.46	0.51	24.4	18.6	16.8	2.5	6.5%	增持
	002656.SZ	卡奴迪路	17.13	2.00	34	0.63	0.66	0.73	27.2	26.0	23.5	4.3	8.1%	增持
	600177.SH	雅戈尔	8.29	22.27	185	1.20	1.26	1.33	6.9	6.6	6.2	1.2	14.5%	增持
	600398.SH	海澜之家	11.00	44.93	494	0.55	0.76	0.90	20.0	14.5	12.2	36.2	19.1%	买入
休闲装	002269.SZ	美邦服饰	11.59	10.11	117	0.50	0.60	0.70	23.2	19.3	16.6	1.5	3.7%	增持
	002563.SZ	森马服饰	35.85	6.70	240	1.65	2.00	2.32	21.7	17.9	15.5	3.3	13.2%	买入
	002503.SZ	搜于特	12.94	5.18	67	0.42	0.48	0.50	30.8	27.0	25.9	3.9	13.1%	增持
户外用品	300005.SZ	探路者	21.84	5.10	111	0.63	0.78	0.93	34.7	28.0	23.5	7.7	16.9%	增持
	002486.SZ	嘉麟杰	5.17	8.32	43	0.15	0.18	0.20	34.5	28.7	25.9	4.8	9.8%	增持
女装	002612.SZ	朗姿股份	23.68	2.00	47	0.85	1.02	1.30	27.9	23.2	18.2	3.4	8.7%	增持
	002494.SZ	华斯股份	16.36	1.74	28	0.81	1.03	1.05	20.2	15.9	15.6	4.4	11.1%	增持
家纺	002293.SZ	罗莱家纺	25.84	2.81	73	1.36	1.63	1.91	19.0	15.9	13.5	2.9	13.9%	买入
	002327.SZ	富安娜	14.00	4.27	60	0.84	0.93	1.03	16.7	15.1	13.6	3.2	18.3%	买入
	002397.SZ	梦洁家纺	10.41	3.02	31	0.37	0.42	0.47	28.1	24.8	22.1	2.2	7.2%	增持
鞋类	603001.SH	奥康国际	16.15	4.01	65	0.72	0.82	0.93	22.4	19.7	17.4	2.3	7.2%	增持
面辅料	000726.SZ	鲁泰 A	9.43	9.56	90	1.21	1.34	1.43	7.8	7.0	6.6	1.4	16.5%	买入
	002042.SZ	华孚色纺	5.09	8.33	42	0.33	0.42	0.48	15.4	12.1	10.6	0.7	3.3%	增持
	601339.SH	百隆东方	9.61	7.50	72	0.60	0.70	0.84	16.0	13.7	11.4	1.7	10.2%	增持
	600448.SH	华纺股份	6.19	4.22	26	0.10	0.26	0.33	61.9	23.8	18.8	1.2	1.0%	增持
军需	601718.SH	际华集团	5.05	38.57	195	0.27	0.30	0.33	18.7	16.8	15.3	0.7	3.6%	增持
日化	600315.SH	上海家化	35.83	6.72	241	1.45	1.73	1.98	24.7	20.7	18.1	5.4	18.4%	买入
纺织服装		加权平均	11.37	9.41	107	0.67	0.79	0.86	17.0	14.4	13.2	2.2	8.6%	

资料来源: 申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。