

纺织服装

开润股份 17 年业绩靓丽，继续推 18Q1 业绩高增长标的

本周组合：太平鸟/南极电商/水星家纺/开润股份/歌力思；低估值成长：太平鸟/歌力思/安正时尚/华孚时尚/健盛集团；高成长：开润股份/南极电商。家纺复苏组合：水星家纺/罗莱生活；龙头白马：海澜之家/森马服饰。

(1) 本周行业观点：本周纺服板块涨幅 1.09%，重点公司开润股份公布一季报业绩预告（归母净利润 3,310 万元—3,580 万元，同比增长 20-30%，扣非增长 43%-55%，扣非净利润增 50%左右，符合预期）。水星家纺披露 2017 年报（收入 24.62 亿元、+24.53%，净利 2.57 亿元、+30.17%，略超预期）。行业 1-2 月零售数据较去年加速，Q1 跟踪主要品牌天猫零售数据持续高增长，继续看好 2018Q1 纺服板块业绩复苏。我们继续推荐布局 2018Q1 真正高增长标的：太平鸟/南极电商/水星家纺/开润股份/歌力思等。

(2) 行业数据：一季度主要品牌线上数据良好，行业整体呈现上升趋势。我们通过淘数据平台跟踪主要品牌的天猫平台数据，18 年一季度最新天猫销售额数据：开润股份“90 分”（旅行箱）4100 万（+172%），“90 分”（双肩包）145 万（+299%）；太平鸟女装 1.52 亿元（+38.8%），男装 1.88 亿元（+32%）；罗莱生活（含 LOVO）1.13 亿元（+31%）；海澜之家 1.45 亿元（+19.6%）；森马巴拉巴拉 2.14 亿元（+25%）。（注：由于数据为淘数据爬取天猫平台各品牌全类型店铺汇总，数据可能因其爬取方式与实际情况存在误差，仅供参考）

(3) 零售数据不断印证、基本面改善，我们认为 18 年将延续复苏态势，重申行业配置机会来临，建议布局 Q1 业绩高增长标的。我们梳理了 18-19 年预测净利润 CAGR 超过 20% 的低估值成长型公司（太平鸟/水星家纺/安正时尚/歌力思/健盛集团等），及 18-19 年预测净利润 CAGR 超过 40% 的高成长型公司（南极电商/开润股份），从两条主线建议重点关注业绩高增长标的。

重点推荐公司要点

太平鸟：1) 公司终端销售情况优秀，预计 Q1 终端零售额增长超 20%（Q1 电商渠道增长约 50%）；预计 Q1 女装同店增长超 15%，高于市场预期的 5-10%；预计净利润增长 100%+，预计 18-19 净利润复合增速 37%，有望超市场预期。2) 三年调整期（渠道、设计调整）已过，未来几年享受增长红利。3) 维持 2017-19 年 EPS 预测 0.96/1.38/1.79 元，给予 18 年 25 倍估值，目标价 34.5 元。

南极电商：1) 2018Q1 预告超市场预期：净利润同比增速 238.9%-248.58%，剔除时间互联 +130.45%-134.32%，大超市场预期。预计 2018Q1 收入 +60%-70%，GMV+70%-80%，GMV、收入匹配打消市场疑虑，净利率上升超预期。预计 18 年 GMV 预计增速 50-70%，净利润增长超 50%，预计 2018 年 1-2 月 GMV 22.89 亿元（+79%），预计 18Q1GMV 增 70%+，净利润（不计时间互联）增 60%+。2) 商业模式越发清晰。受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求，顺应消费趋势，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。3) 17-19 年 EPS 为 0.32/0.53/0.76 元，给予 2018 年 35 倍 PE，目标价 18.6 元。

水星家纺：1) 2017 年营收 24.62 亿元（+24.53%）；实现归母净利润 2.57 亿（+30.17%）。得益于线上电商高速增长，加盟渠道销售增速加快，净利润增速高于预期。预计 18Q1 预计线上、线下渠道增长均超 20%，预计 18Q1 收入增长 25%左右，利润增 30%左右。2) 渠道为核心竞争优势。作为中档家纺行业龙头，已在线下渠道具备规模优势，前期通过农村包围城市战略，低线城市具备先发优势，线上高增长，与线下形成补充。预计 2018-20 年 EPS 为 1.26/1.62/2.03 元，给予 2018 年 25 倍 PE，目标价 31.5 元。

开润股份：1) Q1 业绩预告，预计 2018Q1 年归母净利润 3,310 万元（+20.1%）—3,580 万元（+29.9%），其中非经常损益为 145 万元（-274%），主要为政府补贴大幅下降；扣非归母净利润（+43%-55%），符合我们此前预期（扣非净利润增 50%左右）。据云观数据，Q190 分天猫零售额同比增 142%；2) B2B：17 年新增名创优品、网易严选等客户，预计三年收入 CAGR 20%+。3) B2C：管理更精细，润米推出新品牌“悠启”，以“深度买手”方式定位泛出行产品；“90 分”推出防皱免烫衬衫，定位强出行爆款以保持品牌特色。新品类+新渠道+新营销助力公司往“中国出行第一品牌”更进一步。第二家小米生态链公司硕米打造“稚行”品牌，定位儿童出行市场，有望成为第二个润米。18 年预计 80%-100%高增长，有望超预期。3) 预计 17-19 年 EPS1.1/1.52/2.19 元，未来三年 CAGR 50%，员工持股均价 61.6 元提供安全边际。

风险提示：库存风险，行业回暖不达预期。

证券研究报告

2018 年 04 月 15 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吕明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com

郭彬

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120001
guobin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:一季度主要品牌终端数据持续增长，继续推荐 2018Q1 业绩高增长标的》2018-04-08
- 2 《纺织服装-行业研究周报:贸易战影响边际减弱，南极电商、太平鸟等 2018Q1 高增长标的迎来布局机会》2018-04-01
- 3 《纺织服装-行业研究周报:中美贸易战短期对行业影响有限，继续推荐 2018Q1 业绩高增长且估值合理标的》2018-03-25

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-04-13	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2016A	2017A/E	2018E	2019E	2016A	2017A/E	2018E	2019E
603877.SH	太平鸟	31.03	买入	0.89	0.96	1.38	1.79	34.87	32.32	22.49	17.34
002127.SZ	南极电商	14.91	买入	0.18	0.32	0.53	0.76	82.83	46.59	28.13	19.62
300577.SZ	开润股份	72.90	买入	0.70	1.10	1.64	2.42	104.14	66.27	44.45	30.12
603365.SH	水星家纺	25.73	买入	0.74	0.97	1.26	1.62	34.77	26.53	20.42	15.88
603808.SH	歌力思	21.49	买入	0.59	0.90	1.13	1.44	36.42	23.88	19.02	14.92

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 本周观点：开润股份 17 年业绩靓丽，继续推 18Q1 业绩高增长标的

1.1. 核心观点：开润股份 17 年业绩靓丽，继续推 18Q1 业绩高增长标的

本周组合：太平鸟/南极电商/水星家纺/开润股份/歌力思；低估值成长：太平鸟/歌力思/安正时尚/华孚时尚/健盛集团；高成长：开润股份/南极电商。家纺复苏组合：水星家纺/罗莱生活；龙头白马：海澜之家/森马服饰。

(1) 零售数据持续改善，2018Q1 高增长标的迎来布局机会

本周行业观点：

本周纺服板块涨幅 1.09%，重点公司开润股份公布一季报业绩预告（归母净利润 3,310 万元—3,580 万元，同比增长 20-30%，扣非增长 43%-55%，扣非净利润增 50%左右，符合预期）。水星家纺披露 2017 年报（收入 24.62 亿元、+24.53%，净利 2.57 亿元、+30.17%，略超预期）。行业 1-2 月零售数据较去年加速，Q1 跟踪主要品牌天猫零售数据持续高增长，继续看好 2018Q1 纺服板块业绩复苏。我们继续推荐布局 2018Q1 真正高增长标的：太平鸟/南极电商/水星家纺/开润股份/歌力思等。

图 1：2018Q1 预计高增长组合

证券简称	18年一季度预计情况	收盘价 2018/04/14	预测18年 净利润 (百万元)	预测19年 净利润 (百万元)	18-19 净利润 CAGR	预测PE 2018	预测PE 2019	总市值 (亿元)	核心逻辑
太平鸟	预计Q1终端零售额增长超20% (Q1电商渠道增长约50%)；预计Q1女装同店增长超15%，高于市场预期的5-10%；预计净利润增长100%+，有望超市场预期。	31.03	663.0	859.0	36.7%	22.5	17.4	149.23	1、17Q4收入、净利率迎来向上拐点，18Q1净利润有望超市场预期 2、渠道结构调整结束； 3、品牌年轻化调整结束。
南极电商	2018Q1预告超市场预期：净利润同比增速238.9%-248.58%，剔除时间互联+130.45%-134.32%，大超市场预期。预计2018Q1收入+60%-70%，GMV+70%-80%，GMV、收入匹配打消市场疑虑，净利率上升超预期。	14.91	869.1	1,251.5	55.6%	28.1	19.5	244.01	1、受益于“低端”商业革命，可拓展品类多，客户广； 2、成立专门部门打击偷标、漏标，预计18年GMV和收入增速趋同； 3、预计在电商平台推“南极严选”，打造基于电商平台上的“小米生态链”
水星家纺	预计线上、线下渠道增长均超20%，预计18Q1收入增长25%左右，利润增长30%左右	25.73	336.8	432.4	29.6%	20.4	15.9	68.61	1、线下渠道在三四线城市优势明显，渠道下沉空间大； 2、电商渠道占比高、增速快；
开润股份	2018年Q1，收入、利润增速符合公司目标（18年全年收入目标：B2B收入增长20%、B2C增长100%），据云观数据，2018年Q1天猫零售额同比大增142%；预计Q1净利润扣非后增长约50%。	72.90	198.1	291.9	47.9%	44.4	30.2	88.04	1、B2C：18年润米鞋服品类上量值得期待；定位儿童出行的硕米稚行有望复制第二个润米； 2、B2B：与名创优品合资公司上量值得期待，为未来几年增长提供新动力； 3、小米香港上市提供催化； 4、背靠小米、京东、名创优品三棵大树，布局成人+儿童出行海量市场。

资料来源：Wind、天风证券研究所，截至时间 2018 年 4 月 14 日

(2) 本周行业数据：零售端继续稳定增长，服装类表现超过去年同期，行业整体呈现上升趋势。

2018年1-2月份，中国社会消费品零售总额人民币61082亿元，同比增长9.7%，其中，限额以上单位消费品零售额23242亿元，增长8.3%。在所有消费类别中，服装鞋帽、针织纺织品在1-2月录得7.7%的增幅，较上年同期的6.1%有所加速。

我们通过淘数据平台跟踪主要品牌的天猫平台数据，18年一季度最新天猫销售额数据：开润股份“90分”（旅行箱）4100万（+172%），“90分”（双肩包）145万（+299%）；太平鸟女装1.52亿元（+38.8%），男装1.88亿元（+32%）；罗莱生活（含LOVO）1.13亿元（+31%）；海澜之家1.45亿元（+19.6%）；森马巴拉巴拉2.14亿元（+25%）。（注：由于数据为淘数据爬取天猫平台各品牌全类型店铺汇总，数据可能因其爬取方式与实际存在误差，仅供参考）

从零售端中可以看到板块正在步入回升及增长阶段，验证我们此前判断，2018Q1板块业绩有望超预期。

(3) 零售数据有望不断印证行业相继复苏，估值低位叠加催化因素，2018年整体行业配置机会来临

行业整体复苏，品牌服饰率先受益：

高端服装率先复苏，2018年持续高增长可期。17年高端服装业绩率先出现拐点，歌力思及维格娜丝受益于并表业绩实现高增长，并且随着产品、渠道优化、终端持续开店，主品牌销售回升；安正时尚则通过布局梯式品牌及全渠道业绩实现稳步增长。2018年高端服装增长动力强劲，有望继续保持高速增长。

家纺复苏，龙头受益于集中度提升。2016年开始逐步复苏，2017年1-10月，规模以上企业营收YOY 7.93%，复苏明显，原因主要系：（1）大环境经济回暖使行业整体复苏，消费升级促二三线城市消费需求提高；（2）渠道下沉扩张，线上持续发力，驱动业绩快速增长；（3）成本上升小品牌出清，集中度提升龙头受益。水星家纺、罗莱生活、富安娜业绩表现均在逐步向好，其中以水星通过不断挖掘低线城市加盟开店机会以及电商持续高速增长业绩弹性更大。

上游纺织企业受成本上升及人民币升值影响，业绩表现不及品牌服饰。虽然出口需求回升，国内下游均先后复苏，上游纺织企业在收入端表现有所改善，但由于受到上游成本提升以及人民币升值影响，纺织企业表现不及品牌服装。其中华孚时尚由于外销占比较小，以及受益于产业转移（布局前后端网链业务）而保持了较高的增速。随着产能不断释放及优化以及全产业链发力，华孚有望保持高增长。

随着数据不断印证、基本面改善、估值调整到位，加之冷冬催化及各子板块表现相继回暖，我们认为2018年将延续复苏态势，2018年整体行业配置机会来临，并建议布局2018Q1业绩高增长标的。17年行业整体弱势背景下，多家优质公司已跌入投资价值区间，我们梳理了18-19年预测净利润CAGR超过20%的低估值成长型公司（太平鸟、健盛集团、搜于特、安正时尚、歌力思、华孚时尚），以及18-19年预测净利润CAGR超过40%的高成长型公司（南极电商、开润股份），从两条主线建议投资者重点关注业绩高增长标的（主要数据整理看图2）。

图 2：纺服行业公司接近估值低点，关注性价比高的公司

【天风纺服】纺织服装板块行业复苏+估值处于底部，部分公司性价比很高

证券简称	预测PE-2017	预测PE-2018	2018-2019净利润CAGR	预测净利润增长率-2017	预测净利润增长率-2018	净利润-2016 (百万元)	预测净利润均值-2017 (百万元)	预测净利润均值-2018 (百万元)	预测净利润均值-2019 (百万元)	总市值 (亿)
太平鸟*	32.3	21.7	35%	9%	42%	427.5	462.0	689.0	860.0	149.2
健盛集团*	28.4	15.4	50%	44%	70%	103.6	152.0	281.0	376.0	43.2
安正时尚*	23.6	18.3	28%	18%	28%	236.0	279.0	360.0	453.0	65.8
歌力思*	25.0	19.0	26%	50%	28%	198.0	290.0	380.7	484.0	72.5
水星家纺*	26.7	20.4	22%	28%	23%	197.7	257.0	337.0	432.0	68.6
华孚时尚*	16.8	13.2	23%	42%	25%	479.2	716.0	914.0	1194.0	120.3
开润股份*	72.4	48.2	47%	55%	50%	84.0	121.5	182.7	262.8	88.0
南极电商*	47.2	28.1	46%	75%	53%	301.1	517.0	869.0	1251.0	244.0
海澜之家*	15.9	14.4	11%	8%	11%	3122.6	3357.2	3712.3	4129.7	533.3
森马服饰*	24.8	17.8	32%	-22%	40%	1426.5	1117.9	1562.1	1953.3	277.3
维格娜丝	22.4	15.0	38%	76%	50%	100.3	176.5	264.8	337.0	39.6
搜于特	18.8	13.7	31%	113%	37%	361.7	769.0	1052.7	1313.8	144.7
浔兴股份	40.7	25.9	46%	21%	57%	118.5	143.7	225.3	304.3	58.5
延江股份	29.4	22.3	32%	4%	31%	89.4	93.0	122.2	163.2	27.3
柏堡龙	33.4	23.7	31%	29%	41%	118.4	152.3	214.7	259.7	50.9
日播时尚	26.3	21.0	26%	31%	25%	75.6	99.0	124.0	156.0	26.1
新澳股份	28.3	22.2	25%	22%	27%	159.2	193.6	246.4	301.3	54.7
比音勒芬	37.5	29.3	27%	33%	28%	132.6	176.8	225.8	283.5	66.2
新野纺织	13.4	10.9	23%	45%	24%	207.5	301.8	373.0	460.1	40.5
贵人鸟	54.7	44.7	20%	-3%	22%	292.7	284.8	347.9	413.0	155.6
朗姿股份	25.3	20.7	19%	22%	22%	164.0	200.5	245.6	282.2	50.8
天创时尚	21.7	16.0	18%	78%	36%	117.3	209.3	284.9	292.7	45.5
七匹狼	21.6	18.6	18%	19%	16%	267.2	318.0	368.9	443.2	68.8
汇洁股份	18.9	15.7	18%	39%	20%	183.3	254.3	306.0	354.0	48.1
奥康国际	15.9	13.3	18%	12%	20%	305.2	340.6	407.7	471.6	54.2
富安娜*	20.1	17.0	16%	8%	16%	439.0	443.0	525.0	627.0	89.2
伟星股份	19.0	16.3	16%	19%	17%	295.5	352.7	412.8	473.4	67.1
罗莱生活	30.5	26.2	16%	18%	17%	317.3	374.6	437.0	500.0	114.3
九牧王	17.4	15.1	15%	14%	15%	422.9	483.3	556.9	644.5	84.0
探路者	36.1	24.8	31%	-27%	46%	165.6	121.7	177.3	208.4	43.9
百隆东方	12.1	10.6	13%	6%	14%	605.0	638.4	728.7	818.8	77.3
孚日股份*	11.0	9.4	13%	23%	15%	378.2	461.0	539.0	610.0	50.7
航民股份	12.4	11.2	10%	9%	11%	542.8	592.7	657.9	721.8	73.5
联发股份	9.3	8.5	10%	0%	10%	394.0	392.4	432.1	470.6	36.6
鲁泰A	11.1	10.1	9%	7%	10%	805.4	863.1	948.6	1029.2	95.5
雅戈尔	7.8	7.4	6%	9%	6%	3684.7	4034.7	4288.3	4567.0	316.2

资料来源：WIND；标*的为重点覆盖标的，未标*盈利预测来源于WIND一致预期，时间截至2018年3月25日

资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：1) 截至时间 2018 年 4 月 14 日；

2) 表中*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标*公司盈利预测均来自于 Wind 资讯 2018-2019 净利润预测的均值；

重点推荐：**本周组合：**太平鸟/南极电商/水星家纺/开润股份/歌力思；

- **低估值成长：**太平鸟/歌力思/安正时尚/华孚时尚/健盛集团。
- **高成长：**开润股份/南极电商。
- **家纺复苏组合：**水星家纺/罗莱生活。
- **行业龙头白马：**海澜之家/森马服饰。

重点推荐公司要点：**太平鸟：未来三年边际竞争优势提升，18Q1 业绩有望超市场预期**

- **预计一季度终端零售额增长 20%+，2018Q1 预计净利润增长 100%+，预计 18-19 年净利润复合增速 37%，有望超市场预期；2017 预计净利润 4.73 亿（+10.73%）超额完成目标。**截至 2018 年 2 月上旬终端零售额增长 20%+，不考虑春节因素，鸡年腊月初六到十五，终端零售增长超 30%。18Q1 受益冷冬及春节推后（出售资产税前净利约 3000 万或确认），存货减值减少维持高净利率，加上 17Q1 低基数，有望同增 100%+ 超市场预期。
- **公司终端销售情况优秀。**预计 Q1 电商渠道增长约 50%；预计 Q1 女装同店增长超 15%，超过市场预期的 5-10%。预计 Q1 终端零售增速超 20%。年初以来直营同店约 20%，加盟约 5%。目前华北区（京、津、冀、包头）坪效为 2.5-3.3 万左右，目前华北区 50 多家店，亏损的店不到 10 家。
- **三年调整期（渠道、设计调整）已过，未来几年享受增长红利。**渠道上，购物中心+电商新渠道占比超过 50%；设计上，重新吸引了 90 后年轻消费者，而主要竞争对手仍在调整，预计未来几年竞争优势提升，市占率也会提升。
- 维持 2017-2019 年 EPS 预测 0.96/1.38/1.79 元，预计 EPS 未来两年复合增速为 37%，给予 2018 年 25 倍估值，维持目标价 34.50 元。

南极电商：2018Q1 预告大超市场预期，预计 18 年 GMV、收入 50%以上高增长

- **2018Q1 预告超市场预期：**净利润同比增速 238.9%-248.58%，剔除时间互联+130.45%-134.32%，大超市场预期。预计 2018Q1 收入+60%-70%，GMV+70%-80%，GMV、收入匹配打消市场疑虑，净利率上升超预期。预计 18 年 GMV 预计增速 50-70%，净利润增长超 50%。规划三年后要做到 500 亿 GMV；2018 年收入目标增速超过 17 年，净利润增长超 50%。
- **“低端”商业革命是消费趋势之一。**南极电商受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求，顺应消费趋势，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。
- **电商平台缺少供应链资源，我们认为南极电商可在各大电商平台上充当“小米生态链”模式中小米的角色，对供应商赋能，不断推出高品质产品，在电商平台上打造出类似小米“米家有品”的精品生活电商平台。**南极电商由于具备电商平台不具有的供应链资源，对于电商平台仍然具有“利用”价值，因此，我们认为电商平台未来仍会支持南极电商。
- 预计 2017-19 净利润为 5.17/8.69/12.51 亿，对应 EPS 为 0.32/0.53/0.76 元，18-19 年 CAGR 55%+，给予 2018 年 35 倍估值，目标价 18.6 元。

水星家纺：线上线下齐发力，18 年业绩有望高增长

- **年报业绩略超预期。**2017 年营收 24.62 亿元（+24.53%）；实现归母净利润 2.57 亿（+30.17%）；EPS 为 1.25 元。得益于线上电商高速增长，加盟渠道销售增速加快，净利润增速高于预期。
- **Q1 电商超预期，预计 Q1 收入增速 25%。**预计 18Q1 预计线上、线下渠道增长均超 20%，预计 18Q1 收入增长 25%左右，利润增长 30%左右。
- **渠道为水星核心竞争优势。**作为中档家纺行业龙头，已在线下渠道具备规模优势，并在业内进行渠道下沉时，公司前期通过农村包围城市战略，在二线以下城市已经具备了先发优势，同行业竞争者在渠道下沉时阻力较大。

- **线上持续高增长，与线下渠道形成补充。**线上电商收入占比（41%）及增速（17 年增长约 50%）均处于业内领先地位，且电商渠道毛利率高于线下，并且主要面向一二线城市消费者，与线下渠道形成补充。
- **看好未来线上线下齐发力带来的业绩增长空间。**目前公司被低估，Q1 电商超预期及订货会高增长反应强劲增长趋势，预计 2018 年全年收入、净利润超 30% 增长，预计 18 年净利润至少 3.2 亿。预计 2018-2020 年 EPS 为 1.26/1.62/2.03 元，对应 PE 为 20/16/12 倍。给予公司 18 年 25 倍 PE，对应 3—6 个月目标价为 31.50 元。

开润股份: B2B、B2C 有望双双超市场预期，我们对公司业绩快速增长判断得到验证

- **17 业绩如期靓丽，Q4 略超预期，18Q1 符合预期：**1) Q1 业绩预告，预计 2018Q1 年归母净利润 3,310 万元（+20.1%）—3,580 万元（+29.9%），其中非经常损益为 145 万元（-274%），主要为政府补贴大幅下降；扣非归母净利润 3,165—3,435 万元（+43%-55%），符合我们此前预期（扣非净利润增 50%左右）。据云观数据，2018 年 1-2 月 90 分品牌天猫零售额同比大增 132%。预计 2017 年归母净利润 1.2（+42.85%）-1.4 亿元（+66.66%）；Q4 归母净利润 0.3—0.5 亿元（+50%-150%）。全年业绩符合预期，Q4 业绩高增长略超预期，平滑此前 Q3 业绩低于预期影响。2) 截至 2018 年 2 月上旬，收入、利润增速符合公司目标（全年目标 B2B 收入增长 20%、B2C 增长 100%）。
- **B2C 业务：**90 分借助小米生态链完成 0 到 1，具备独立品牌势能，多品类、多渠道、多推广战略持续深化，18 年营收预计增长 80%-100%，净利润有望提升至 6%--8%。润米推出新品牌“悠启”，以“深度买手”方式，定位泛出行产品；“90 分”近期推出防皱免烫衬衫，有望成为新爆款，意在定位强出行爆款产品以保持品牌特色。硕米科技组织裂变专注儿童出行打造稚行品牌，有望复制润米 90 分快速增长路径，随着手推车的成功上线，预计下半年将有儿童棉柔巾上线，产品品类不断扩充，硕米有望全面落地，超市场预期。悠启面向新中产群体提供都市泛出行用品，未来将随新零售快速扩张而增长。
- **B2B：**17 年新增名创优品、网易严选等客户，预计三年收入 CAGR 20%+。
- 预计 17-19 年 EPS 为 1.1/1.52/2.19 元，18-19 年 CAGR 约 50%，员工持股完成，均价 61.6 元/股，提供安全边际。另外，预计小米 2018 年在香港上市将带来催化。

2. 近期重要报告回顾

2.1. 水星家纺：17 年业绩略超市场预期，持续受益电商及低线城市线下渠道高增长

事件：公司公布 2017 年年报，全年实现营收 24.62 亿元（+24.53%）；实现归母净利润 2.57 亿（+30.17%）；EPS 为 1.25 元。得益于线上电商高速增长，加盟渠道销售增速加快，2017 年业绩实现高增长，净利润增速高于预期。其中 2017 年 Q4 实现收入 8.75 亿（+17%），实现归母净利润 1.01 亿（+19%），Q4 增速相对前三季度略低主要系 16 年同期基数高所致。

2017 年家纺复苏，线下店销售趋势良好，线上维持高增速

从渠道来看：（1）线下渠道（加盟为主）实现收入 15.09 亿元，同比增长 13%，主要系家纺行业复苏带动销售增长。其中，华东地区仍为公司主战场，实现收入 5.32 亿（+16%），占线下比重 35%；华南地区收入 0.73 亿，比重较低但实现高增速（+40%）；西北收入同降 0.1%，但收入比重低；其他区域增速较为稳定，维持在 8-14%之间，总体而言线下各区域销售势头较好。（2）线上电商实现收入 9.53 亿元，占比为 39%，收入同比增长 49%，维持高增速。

从产品来看：主要产品被子、套件、枕芯分别实现收入 10.24、11.15、0.16 亿元，同比增长 31%、22%、11%。可见，被子及套件为公司主要收入来源，被子收入高增长主要系销售的羽绒被类等高端产品占比提升所拉动。

毛利率小幅下降，净利率提升，营运能力有所改善

毛利率：公司 2017 年毛利率为 37.17%，较去年同比下降 0.51pct，主要系去年原辅材料涨价导致生产成本上升，公司掌握产品定价能力，但产品销售价格调整相对滞后所致。其中，电商毛利率为 45.23%，较去年同期下降 3.14pcts，主要原因是去年唯品会、京东等平台经销（平台经销毛利率低于平台自营）增长较快所致。

费用率：2017 年销售/管理/财务费用率分别为 15.9%/7.5%/0.24%，较去年同期分别变化 +0.53/-0.75/-0.38pct，销售费用增加系广告及薪资增长，管理/财务费用降低系扩大经营规模及减少银行贷款，综合来看变化不大。

净利率：2017 年净利率为 10.45%，较去年同期增加 0.45pct，除了上述三项费用率略有下滑外，资产减值损失同比降低 0.41%，使得在毛利率小幅下降的情况下，净利率实现增长。

营运能力：公司 2017 年存货周转率为 2.29（+0.23），应收账款周转率为 22.7（+2.5），营运能力有所改善。

中端家纺龙头，线上线下齐齐发力，渠道是核心竞争优势

家纺作为高度标准化产品，渠道和性价比是其核心竞争力。水星作为中端家纺龙头，在提供高性价比产品的同时，在渠道方面具备竞争优势：

1) 线下渠道具备规模优势及先发优势：一方面，公司通过提供高性价比产品吸引消费者，并利用加盟模式大力布局二三线城市，线下门店数量约 2700 家左右，处于行业领先地位，具备规模优势；另一方面，近年来低线城市消费升级，消费者品牌意识增强，在此趋势下行业中高端企业均进行渠道下沉，而水星通过前期农村包围城市的战略，在二三四线城市已经具备了一定的先发优势，其他企业短期内在低线城市的渠道布局难度较大。

2) 线上电商占比高，增速快，成为主要业绩驱动力：水星较同行业超前布局电商业务，目前拥有一支高度专业化的电商团队。2017 年电商收入占总收入比重约 39%，在同行业可比上市公司中处于领先地位。我们认为电商优势在于：（1）水星产品更高性价比，适合电商渠道销售。（2）由于天猫搜索规则等，电商渠道容易形成马太效应，公司电商渠道的优秀运营能力使优势不断强化。电商渠道是公司业绩增长重要驱动力。

维持“买入”评级，将目标价由 27.84 上调至 31.50 元。

考虑到在家纺行业复苏的大背景下，公司作为中端家纺龙头，线下渠道具备规模及先发优势，线上电商高速发展提供持续增长驱动力。另外，2018 年 Q1 电商渠道仍实现较快增长，再加上 2017 年净利润增速高于预期，我们调整 2018-2020 年净利润分别为 3.37、4.32、5.41 亿元（18-19 前值为 3.09/3.84 亿），同比增长 31%/28%/25%；EPS 为 1.26/1.62/2.03 元（18-19 前值为 1.16/1.44），对应 PE 为 20/16/12 倍。我们选取纺服行业次新股及家纺其他上市公司作比较，18 年行业平均估值为 23 倍，由于水星增长动力强劲，高于行业平均水平，我们给予公司 18 年 25 倍 PE，对应 3—6 个月目标价为 31.50 元。

风险提示：行业复苏不达预期、库存风险、线下渠道收入不达预期等。

（摘自报告《水星家纺：17 年业绩略超市场预期，持续受益电商及低线城市线下渠道高增长》——2018 年 4 月 11 日）

2.2. 开润股份：18Q1 扣非净利润符合预期，B2C 业务持续快速增长

预计 2018Q1 实现归母净利润为 3,310 万元—3,580 万元，同比增长 20-30%，扣非增长 43%-55%，符合我们此前预期（扣非净利润增 50%左右）。

公司于 2018 年 4 月 9 日晚披露 2018Q1 业绩预告：预计 2018Q1 年归母净利润 3,310 万元（+20.1%）—3,580 万元（+29.9%），其中非经常损益为 145 万元（-274%），主要为政府补贴大幅下降；扣非归母净利润 3,165—3,435 万元（+43%-55%），符合我们此前预期（扣非净利润增 50%左右）。营收层面，根据云观数据，90 分 2018 年 1-2 月天猫零售额同比大增 132%；而淘数据显示，“90 分”（旅行箱）天猫店铺 GMV 4100 万（+172%），“90 分”（双肩包）145 万（+299%），B2C 业务继续快速增长。因此，我们预计 18Q1 B2B 收入增 20%左右，B2C 收入增长有望超过 100%。

看好公司成长为出行市场细分龙头，18 年 B2C、B2B 有望双发力超预期。

B2C 业务：18Q1 公司不断上新品：润米 90 分推出免烫衬衫等鞋服类产品，18 年营收预计增长 100%+；硕米稚行品牌推出儿童推车。新品类、新渠道助力公司 B2C 业务未来几年持续快速增长。

1) 90 分：新品类：18 年有望在核心箱包产品进行产品迭代及深度扩张，鞋服等新品类发力横向扩张；新渠道：18Q1 自有渠道（尤其是天猫）扩张超预期；拉杆箱已进入线下箱包专卖店，预计自有线下店加速落地。线上线下全渠道快速扩张，有望成为 18 年业绩增长主要驱动力之一。预计 18 年润米整体营收增长 100%+，净利率有望提升至 6%-8%。

2) 硕米：专注儿童出行市场打造稚行品牌，有望复制润米 90 分快速增长路径或超市场预期。18Q1 核心产品儿童推车上架，预计下半年将有儿童棉柔巾上架，产品品类不断扩充，有望全面落地，超市场预期。

3) 泛出行品牌悠启 U'REVO：悠启面向新中产群体提供都市泛出行用品，将以深度买手模式做产品，以新零售方式为导向，提供出行数码周边、出行个人护理、出行食品等系列产品。未来将随新零售快速扩张而增长。

B2B 业务：老客户结构持续优化，18 年新客户开发有望超市场预期。

重点开发新客户，新增名创优品、网易严选、淘宝心选等客户，与名创优品成立合资公司绑定利益超市场预期；原有客户订单结构得到进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%+。

维持买入评级。开润已用两年时间证明自己从 OEM 企业成功转成了品牌运营企业，未来依靠小米、京东、名创优品三棵新零售大树，专注“成人+儿童”出行市场，有望成为 A 股快速增长的具有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司。预计 17-19 年 EPS 为 1.1/1.52/2.19 元，预计 18/19 年净利润 1.84/2.64 亿，未来三年 CAGR 50%。

风险提示：B2B 代工业务利润率下降、B2B 自主品牌建设不及预期。

（摘自报告《开润股份：18Q1 扣非净利润符合预期，B2C 业务持续快速增长》——2018 年 4 月 9 日）

2.3. 南极电商：净利润大超市场预期，打破市场疑虑迎来新买点

一季度业绩预告净利润 5927 超市场预期，预计净利润 8750-9000 万元，同比增速 238.9%-248.58%。其中，2800-2950 万元为时间互联贡献，剔除时间互联部分，盈利区间为 5950-6050 万元，同比增速+130.45%-134.32%。预计 2018 年第一季度综合服务费收入及经销商授权收入合计同比增幅 60%-70%。预计截至 2018 年 3 月末，公司授权品牌产品的可统计 GMV（包含可统计的电商渠道及电视购物渠道）相比去年第一季度增幅约为 70%-80%。GMV 和主业收入增速区间符合我们预期，利润增速大超我们预期。时间互联符合预期

GMV 保持 70%+高增长，总量与分类目亮点并存。

截至 2018 年 3 月 26 日，公司实现 GMV31.32 亿，已经实现相对 17Q1 增长 65%，预计 18Q1 整体 GMV 增长 70%+。显示出南极人品牌与模式在电商平台上的强劲竞争力。分品类来看，截至 3 月 26 日 3 月当月南极人 GMV6.26 亿元，占比 82%，显示出主品牌马太效应明显。分渠道看，阿里系 5.67 亿，京东系 9899 万，拼多多 7255 万，拼多多增长较快，受益低

端商业革命的浪潮。盈利增速区间超我们预期，我们判断主要因为一季度净利率水平提升，公司盈利能力增强。我们维持预计 2018 年公司 GMV 规模将达到 202 亿，2019 年 GMV 规模将达到 298 亿元，同比分别为 63%/47%。2017-19 净利润为 5.17/8.69/12.51 亿。

货币化率无需担忧，股价调整主要系外部因素。

对于市场之前担忧的货币化率问题，我们认为一季度部分实际发生的 GMV 在去年四季度集中领标，因此货币化率受会有时间错配的影响，从历史上来看，一季度收入占比也为四个季度最低，2017Q1 货币化率 2.32% 左右，本身已属于单季相对较低水平，市场预期充分，因此无需担心 18Q1 的货币化率，整体按年为维度来看公司货币化率稳定。一季报公告主要业务收入/GMV 比率维持稳定，印证我们观点。今日南极电商大跌(-5.34%)，我们判断主要是交易层面的原因，与公司一月底以来涨幅较大短期获利盘多，电商板块整体调整（27 日美股京东-2.72%，唯品会-6.5%，宝尊电商-6.84%，阿里巴巴-4.52%）等外部因素有关。公司基本面和运营情况良好。公司用业绩打破市场疑虑，迎新买点。

展望 18 年：公司会继续提高品牌调性、继续深化对供应商赋能，打造电商平台上的精选生活电商平台。

1) 通过广告投入以及提高产品质量提升产品调性，应对未来的行业竞争。2) 精细化管理提升+新品类+新品牌，18 年高增长动力足。管理上，继续提升赋能效率，且解决偷标、漏标及刻意压低出厂价等问题。公司将继续为供应商赋能，提供品牌背书、销售渠道及流量、电商运营等支持。预计南极电商 2018 年也会与小米投资生态链公司类似，与供应商共同持股形成深度绑定，拓展更多优质品类，打造电商平台上的精选生活电商平台。

投资建议：预计 2017-19 净利润为 5.17/8.69/12.51 亿，对应 EPS 为 0.32/0.53/0.76 元，给予公司 2018 年 35 倍估值，目标价 18.6 元。

风险提示：扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

（摘自报告《南极电商：净利润大超市场预期，打破市场疑虑迎来新买点》——2018 年 3 月 29 日）

2.4. 申洲国际：17 年业绩符合预期，运动服饰需求提升带来持续增长空间

17 年业绩持续高增长符合预期，下游市场需求提升促运动及休闲服饰业务收入实现高速增长。

拆分业务来看，运动服装占比仍然最大为 66.6%（收入占比增+1.6pct），全年实现营收 120 亿元（+22.8%），主要是由于欧洲和美国市场对运动服饰需求提升，使得品牌商对于面料和成品的需求增加；另外，休闲服饰和内衣服饰分别实现营收 46 亿元（+18.4%）和 13 亿元（+0.7%），占比分别为 25.4%和 7.2%，休闲服饰收入增长主要是由于中国和日本地区的需求增加所致。从地区来看，国内和欧洲仍然是公司最主要的市场，美国市场占比虽有增加（12.9%，增长 2.6pct），但占比不大，且公司在越南和柬埔寨均有基地，实际消费国遍布全球，所以近期中美贸易间摩擦对公司影响不大。

盈利能力出众，营运能力提高。

公司盈利能力出众，2017 年毛利率为 31.4%，仍维持在高水平（高于行业 10pcts 左右），主要得益于公司精细化管理使生产效率提升，但毛利率相比去年同期下降 1pct，主要系人民币对美元汇率上升加上原材料和人工成本的上涨使得同比略有下滑。在毛利率同比下滑的情况下，净利率达到 20.8%，同比增长 1.3pct，主要系公司越南特种面料工厂投产，享受税收优惠政策，加之递延税项的冲销使公司所得税率降低至 14%，同比减少 9pcts。另外，公司营运能力继续提升，17 年存货周转天数为 120 天，相比去年同期减少 4 天，主要得益于公司精细化管理和高效的垂直一体化模式。

看好垂直一体化+自动化带来的高效生产，终端需求（运动及休闲）提升带来业绩持续高速增长动力

我们继续看好申洲，未来业绩增长空间主要来自于：1) 垂直一体化运营及规模效应：缩

短交货周期至 50 天（急单 2 周）（信息来源于 2016 年年报），满足快反趋势，在客户端具备溢价能力，盈利能力更强，并基于规模优势带动成本进一步下降；2）不断提升的生产效率：公司拥有领先的研发优势，并通过精细化管理、自动化生产及技改提升公司整体生产效率，有助于公司的产能提高；3）环保政策趋严，小企业退出市场，行业集中度提升利好行业龙头，申洲作为龙头率先受益；4）产能逐步扩张：随着越南面料工厂的投产，公司 18 年的产能有望达到 380 吨/天，提升公司整体生产水平；5）主要客户需求提升，利好公司业绩：三大运动服饰品牌 ADIDAS, NIKE 和 PUMA 占公司营收的 58.5%（+1.5pct），同时优衣库作为休闲服饰的重要客户，未来增长空间较好，促产品需求提升，将带动公司业绩持续增长。

维持“买入”评级，3-6 个月目标价 89.94 港元

考虑到公司拥有具备竞争优势的垂直一体化供应链，四大客户稳健增长，海外产能持续落地加上不断完善的技术及机器改造不断增加产能及产能利用率，我们认为公司仍然具备较强增长动力。因此上调 17-19 年收入 181/210/242 亿人民币（原值为 180/210/242）；净利润 38/43/51 亿人民币（原值为 37/43/51）；上调 EPS 至 2.50/2.88/3.77 元（原值为 2.43/2.87/3.36），对应 PE 26/22/19 倍。给予 18 年 25 倍 PE，对应 3-6 个月目标价 72 元，对应 89.94 港元。

风险提示：主要客户订单波动；海外产能扩张不及预期；汇率波动等。

（摘自报告《申洲国际：17 年业绩符合预期，运动服饰需求提升带来持续增长空间》——2018 年 3 月 28 日）

2.5. 海澜之家：17Q4 经营全面边际改善，18 年渠道结构调整、多品牌运营值得期待

业绩符合预期，四季度主品牌营收重回双位数增长

公司公告 17 年年报，报告期内实现营业总收入 182 亿（+7.07%）；归母净利润 33.29 亿（+6.60%）。Q4 单季度营收 57.2 亿（+16%），归母净利润 8.16 亿（+15.2%）。分品牌来看，主品牌海澜之家实现营收 147.58 亿元（+5.2%）；爱居兔品牌实现营收 8.95 亿（+75.5%），圣凯诺实现营收 18.8 亿（+15.5%）。单季度数据来看，2017Q4 主品牌海澜之家营收 45.5 亿（+15.3%），爱居兔品牌营收 3.92 亿（73.5%），圣凯诺营收 5.84 亿（24%）。电商收入方面，2017 年线上营收 10.54 亿（+23.4%），占总营收比重 5.8%，较去年同期水平（5.17%）继续提升，预计未来占比仍将提升。

渠道方面，17 年主品牌净开店 266 家，爱居兔净开店 420 家。预计 18 年总增加店数 800 家以上，其中爱居兔 300 家，主品牌 400 家，新品牌（Jeans/AEX/OVV）50-80 家。新开店主品牌商场和购物中心占比 30%-40%，爱居兔 50%。售罄率方面，17 年春夏单季售罄率 75%，秋冬截至 2 月售罄率 65%，预计 16-17 两年完整销售售罄率 80%。

存货方面，期末存货 84.9 亿，较上年末 86.3 亿，减少 1.4 亿（-1.62%），剔除生产存货和联营模式存货，自营商品存货 20 亿左右，仅占比 25%；存货周转率 1.27 次，较去年提升 0.13；周转天数为 277 天，较上年减少 39 天。一年期以内存货占比 78%，两年以内的 97% 以上，库龄结构良好，存货去化进程顺利，18 年预计轻装上阵，去存货进一步促进新品订单增长。

受益线下渠道结构优化，双十一电商表现优异和产品年轻化等因素，主品牌单季营收增长重回双位数。改善明显，也有利于提升未来备货，我们认为主品牌 18 年有望延续良好趋势。预计 18 年主品牌营收增速 10% 左右，其中主品牌增速 5%-10%，爱居兔增长 50%+，海一家持平，圣凯诺 10%。

顺应消费潮流，积极变化明显：渠道升级，品牌年轻化，多品牌战略推进。

渠道端：线上电商渠道表现亮眼，线下大力进军购物中心。主品牌双十一表现优秀，全年

公司线上营收占比 5.9%，相比其他服装上市公司占比仍存在较大提升空间。线下方面，渠道继续升级。购物中心店整体占比有望持续提升。我们预计未来三年商场和购物中心店增长 1000 家。

产品端：年轻化策略初见成效，品牌时尚调性提升。产品上，2017 年以来体现了明显的年轻化策略，推出一系列年轻化时尚度高的新款。品质和调性提升，有效支撑售罄率。

多品牌：积极培育男装休闲 Jeans，中高端男装 AEX，轻奢女装 OWV，丰富品牌体系，进展顺利。预计过了 2 年培育期后会快速上量。

腾讯入股助力渠道优化，品牌年轻化：腾讯入股后有望带来协同效应，给公司的线上线渠道方面带来更多的流量，有利于其线下渠道的扩张和公司 O2O 的稳步推进；也将更贴合年轻消费群体，利于品牌年轻化。

投资建议：维持“买入”评级，目标价 15.48 元。预测 2018-20 年 EPS 0.86/0.95/1.05 元，对应 2018 年 18X。

风险提示：战略合作不达预期，行业回暖不达预期，主品牌下滑风险等。

（摘自报告《海澜之家：17Q4 经营全面边际改善，18 年渠道结构调整、多品牌运营值得期待——2018 年 3 月 26 日）

2.6. 4200 份问卷看清中国服装行业消费：中国必将诞生服装行业巨头

4200 份草根调查问卷，管中窥豹服装行业新消费趋势

春节期间我们团队共带回 4296 份关于全国各地消费情况的问卷，对于三四线消费升级、90 后消费观变迁等研究意义非凡。本篇报告将从服装行业消费趋势入手，通过分析消费偏好、购买渠道等，得出结论：中国低线城市人口成为未来消费升级主力，他们消费理念更加理性，更加注重产品本身及性价比，不再迷恋国外品牌以及华而不实的产品，再加上国内服装企业不断修炼内功，预计中国必将诞生服装行业巨头。

中国广大消费者趋于理性，国产品牌再次进入视线

1) 有 29.82% 的消费者表示会优先考虑服装的款式。分别有 23.20% 和 22.34% 的消费者表示品质舒适度和性价比是他们最先考虑的因素，即消费者趋向于选择高性价比产品。2) 对于国产品牌服饰，超过 60% 的人认为只要款式好就会买。只有一小部分人认为国内品牌缺乏设计感、会被朋友吐槽，更喜爱国外品牌的人只占到 7.7%，说明大部分人认为只要国内品牌款式好就会选择购买，给国产品牌提供巨大机遇。

购物中心及电商成为消费者购买服装的主要渠道

1) 线下：有 44.85% 的消费者会优先选择购物中心/商场进行服装消费；批发城渠道占比为 1.65%，因为批发城的服装虽然价格便宜，但质量不高，并且需要精挑细选，较为麻烦费时，因此占比较小。2) 线上：选择线上购买的人群占比为 44.3%，其中在意品牌的人数占总人数的 24.3%，高于不在乎品牌的人数（13.9%）；而海淘/代购由于假货问题的存在，占比较小。

中国此前为什么没能出现服装巨头？

1) 二线以下城市：中国服装公司曾依靠二线以下城市市场，通过快速开店及大量广告获得了初期成功，但是产品研发设计、供应链效率一直落后，再叠加过去五年线下渠道变迁（街店、百货人流下降，购物中心崛起）以及电商渠道冲击，出现了大量关店和库存问题，2012 年以后，行业进入较长调整期。2) 一线城市：受到国外品牌冲击较大，国产品牌很难获得较高份额。

中国必将诞生服装行业巨头

1) 低线城市消费升级正在进行，市场从杂牌向品牌过渡，海外品牌冲击边际影响变小。2) 消费观逐渐趋于理性，消费者更注重性价比和设计而非品牌。3) 商业地产变化带动服装

行业渠道逐渐向购物中心&电商转变，并且下沉至低线城市，使得未来几年新开店空间变大。4) 我国服装企业也在积极转变，精于内功修炼，全方面高设计研发能力、供应链管理能力强等，逐渐具备和海外品牌竞争的实力。

本主题推荐标的：太平鸟、海澜之家、森马服饰、歌力思

我们从品牌与调性、渠道、产品设计研发能力、供应链能力、外延并购能力几方面分析，认为太平鸟、安踏体育、海澜之家、森马服饰、歌力思、安正时尚等最可能成为各别服装巨头。重点推荐太平鸟（潮流时尚龙头）、海澜之家（多品类、多品牌运营龙头）、森马服饰（童装龙头）、歌力思（轻奢龙头）。

风险提示：低线城市消费升级进展缓慢、品牌渠道下沉进展缓慢、问卷样本局限性导致结论偏差

（摘自报告《4200 份问卷看清中国服装行业消费：中国必将诞生服装行业巨头》——2018 年 3 月 3 日）

2.7. 纺织服装行业趋势研究（一）：“低端”商业革命正在进行时

“低端”商业革命，我们认为商品零售中注重高性价比的理性消费观念逐渐下沉到三四线等低线消费群体的趋势。

具体表现在产品和市场两方面逐渐走向“低端”，即高性价比产品逐步增加市场份额，低线城市消费边际增量较大。借鉴以日美为主的海外国家消费观变迁历史，将我国消费观变迁分为四个阶段，“低端”商业革命则是消费偏好由优质高价转向优质低价的结果。需求端和供给端两方面的原因共同推进低端商业革命发展演变。需求端低线城市消费群体扩大，消费能力上升，消费观念转变以及主流消费群体切换完成。供给端企业效率提高，成本下降，品牌主动布局渠道下沉。

低线城市消费市场和高性价比产品有望成为未来企业长足发展的两大优势

拼多多成功变现微信流量获取低线城市消费群体；小米生态链提供开放平台，培育孵化生态链公司；网易严选借助邮箱流量打造 ODM 模式品牌电商；南极电商则是由低端商业革命催生出的电商平台上的精品生活电商平台。另外，从其他行业来看，低线城市确有巨大的消费潜力等待释放。汽车行业如吉利，家电行业如苏泊尔，食品行业如喜茶，皆受益于低端商业革命，营收不断增长，甚至推动股价上涨。因此，我们预期服装纺织行业，企业若能顺应低端商业革命趋势，同样能够有良好的发展趋势。

推荐标的：开润股份、南极电商和水星家纺。

开润股份：小米生态链首家 A 股上市企业，定位高性价比成人+儿童出行市场，业绩持续高增长。1) 17 业绩如期靓丽，Q4 略超预期，18Q1 营收净利润预计约 50%；2) B2B：17 年新增名创优品、网易严选等客户，预计三年 CAGR 20%+。3) B2C：新增稚行、悠启多品牌战略，90 分多品类、多渠道、多推广战略持续深化，18 年预计 100% 增长，有望超预期。4) 预计 17-19 年 EPS 为 1.1/1.52/2.19 元，未来三年 CAGR 50%，员工持股完成，均价 61.6 提供安全边际。

南极电商：南极人成为国民品牌，一直致力于“穷人买得起、富人看得上”的高频产品，且目标消费人群主要位于低线城市。1) 业绩目标：18 年 GMV 预计增速 50-70%，净利润增长超 50%，公告 2018 年初至 2 月 10 日 GMV 约为 20.84 亿元，预计 1 月同比增长 130%+，预计 2018Q1GMV 有望增长 70%，净利润增长 60%+。2) 17-19 年 EPS 为 0.32/0.53/0.76 元，给予 2018 年 35 倍 PE，目标价 18.6 元。

水星家纺：领先家纺行业其他品牌布局二线以下城市渠道，目前在二线以下城市已形成一定规模优势，未来有望充分受益低端商业革命。1) 预计 1 月收入增长超过 100%（线上增长 40%+，线下 140%+），18 年订货会预计 20%+ 增长，收入占比约 50%，趋势良好。2) 低线城市及电商渠道具备比较优势。前期通过农村包围城市战略，在二三线城市具备先发优势，线上持续高增长，与线下形成补充。3) 预计 2017-19 年 EPS 为 0.91/1.16/1.44 元，给

予 2018 年 24 倍 PE，目标价 27.84 元。

风险提示：国家政策落实不及预期、低线城市消费升级进展缓慢、渠道下沉进展缓慢。

(摘自报告《纺织服装行业趋势研究(一)：“低端”商业革命正在进行时》——2018 年 2 月 27 日)

2.8. 森马服饰：业绩符合市场预期，休闲服调整到位期待 18 年发力

预计 2017 年营收/归母净利润 120.28 亿(+12.76%)/11.18 亿元(-21.63%)，归母净利润低于我们预期，符合此前 2017Q3 业绩预告预期。

公司于 2018 年 2 月 27 日晚披露业绩快报：预计 2017 年营收/归母净利润 120.28 亿(+12.76%)/11.18 亿元(-21.63%)；Q4 实现营收 39.86 亿元(+12.48%)，归母净利润 1.06 亿元(-75.05%)。17 年归母净利润低于此前预期，符合此前 2017Q3 业绩预告预期。

线上电商及童装线下支撑收入增长，休闲装调整初见成效

收入增长主要系线上电商快速增长及线下童装稳定增长驱动。1) 预计 17 年线上报表收入约 33.3 亿(+50%)，其中童装/休闲装线上大幅增长 55%/45%，比例约为 1:1。2) 童装整体约 62 亿(+约 24%)，线下预计 45 亿(+11%)，维持稳定增长。3) 休闲装整体约为 58 亿(+约 3%)，线下预计 42 亿(-4%)，虽单位数下滑，但边际改善，调整已初见成效。

净利率受费用增加、存货跌价准备计提拖累出现短暂下滑，未来有望回升。

预计公司营业利润率/归母净利率为 12.48%(-5.01pct)/9.29%(-4.08pct)；17Q4 营业利润率/归母净利率为 2.56%(-12.24pct)/2.66%(-9.32pct)，下滑明显。主要受研发费用上升、员工薪酬上涨、电商流量费用上升等影响，同时 H2 公司加大了对加盟商的支持力度(如增加退货比例)，以及 Q4 过季存货的增加导致资产减值损失计提增加，影响了净利润。随电商对存货处理加强及一次性费用计提完成后，净利率未来将回升至 10%以上。

预计未来童装持续快速增长市占率有望进一步提升，休闲装经营端边际改善初见端倪，报表端 18 年有望显现成效

1) 童装：巴拉巴拉目前市占率达到 5%以上，龙头规模优势显著，渠道中购物中心占比不到 20%，仍有较大提高空间，预计 18 年有望提升至 25%+，未来市占率有望持续提升，我们预计 18 年增长保持 20%-25%。

2) 休闲装：17Q4 以来公司增加对加盟商支持，18 年秋季订货会表现较好，预计增长 10%+，消费复苏加上冷冬催化，终端零售边际向好，预计 1-2 月零售额增长 10%+。渠道关店基本到位，18 年进驻购物中心与净拓店加快。供应链改革效果显著，订货会从 4 次增至 8 次，未来有望升至 12 次。预计休闲装调整将于 18 年报表端显成效，加上低基数，营收预计增长 10%-15%。

维持买入评级，维持目标价 11.47 元，下调盈利预测。

看好公司未来线下休闲装调整到位重拾增长，童装与线上持续发力保持较高增长，17 年低基数有望期待 18 年业绩超市场预期。由于公布业绩快报，下调 2017-19 年 EPS 预测至 0.41/0.58/0.73 元(原 0.57/0.65/0.76 元)，预计 18-19 年 CAGR 达 32%+，维持目标价至 11.47 元，对应 2018 年约 20 倍 PE。

风险提示：休闲和童装业务进展低于预期

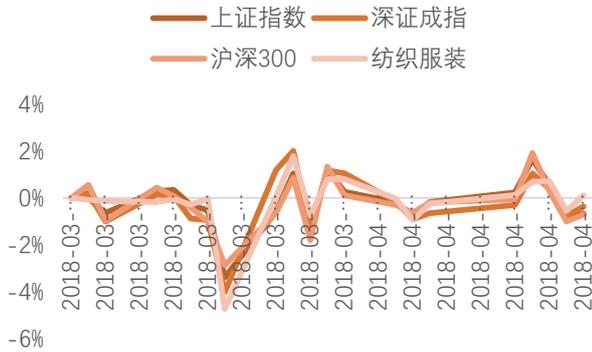
(摘自报告《森马服饰：业绩符合市场预期，休闲服调整到位期待 18 年发力》——2018 年 2 月 28 日)

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

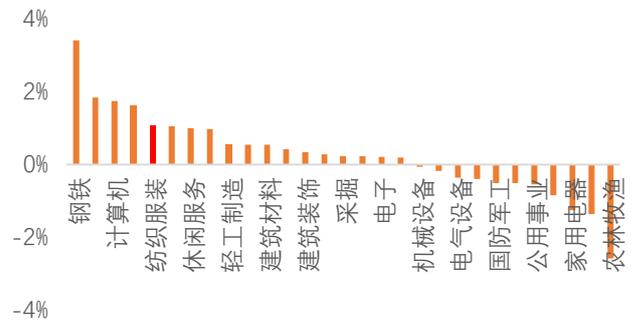
本周上证指数收于 3,159.05 点，较上周收盘上涨 0.89%；深证成指收于 10,687.02 点，较上周收盘上涨 0.02%；沪深 300 收于 3,871.14 点，较上周收盘上涨 0.42%；申万纺织服装板块收于 2,615.03 点，较上周收盘上涨 1.09%。

图 3：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

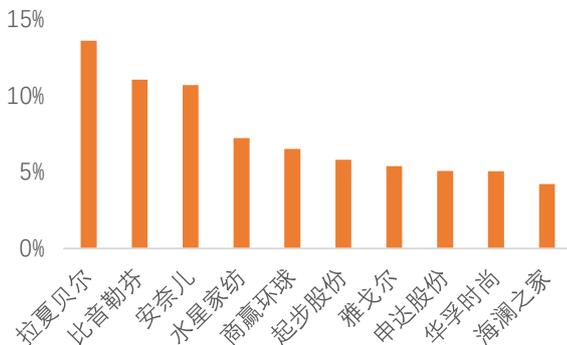
图 4：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

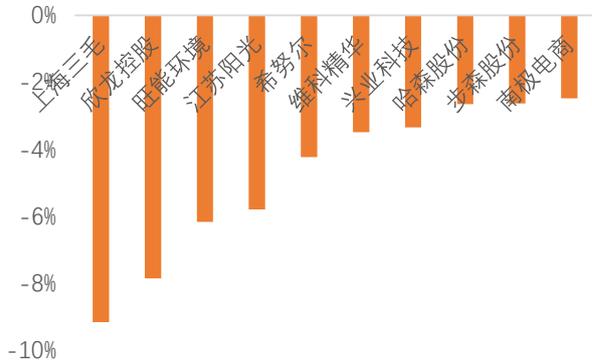
个股方面，拉夏贝尔、比音勒芬、安奈儿领涨纺织服装板块；上海三毛、欣龙控股跌幅居前。

图 5：纺织服装个股周涨幅前十名（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：纺织服装个股周涨幅后十名（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端：2月零售端增速稳定，其中化妆品类零售维持高速增长

2018 年 1-2 月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长 7.70%（2017 年 12 月为 9.70%），化妆品类同比增长 12.50%（2017 年 12 月为 13.80%），行业整体呈现小幅度上升趋势，细分各个行业也均呈现出上升趋势，其中化妆品类零售额 2 月份增速较 2017 年 12 月份有所下降，但仍保持较高速增长。

截至 2018 年 1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 9.70%，相比 2017 年 12 月份的 9.40% 略有上升，服装鞋帽针纺织品类累计同比 7.7%。

图 7：2016 年年初至今限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额：当月同比（%）

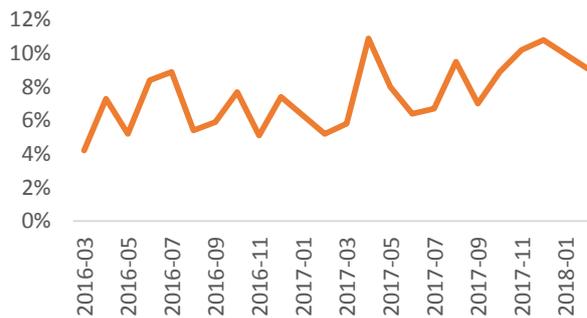
图 8：2016 年年初至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比（%）

零售额：服装鞋帽针纺织品类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

零售额：服装类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2016 年年初至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2016 年年初至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比 (%)



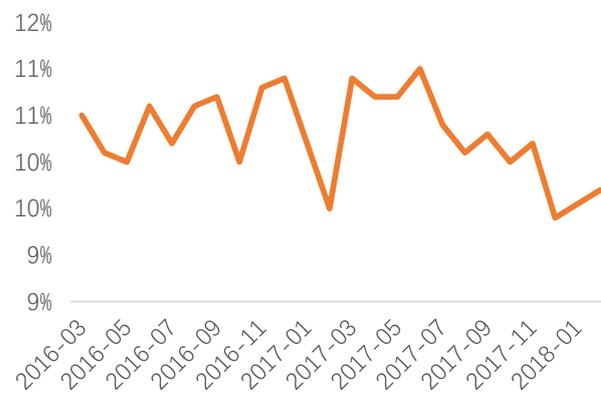
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：社会消费品零售总额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2016 年年初至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.2. 出口：纺织品出口累计增速大幅提高，服装类出口开始回升

截至 2018 年 2 月，据海关总署发布的数据显示，2 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 89.18 亿美元，同比增长 94.42%，累计出口 189.01 亿美元，同比增长 34.40%，增速相比 1 月大幅提高；服装及衣着附件 2 月的出口金额为 114.25 亿美元，同比增长 78.79%，累计出口 245.42 亿美元，同比增加 19.40%，相比 1 月份的负增长增长明显。

图 13：2011 年初至今纺织品出口增速：累计同比 (%)



资料来源：wind 天风证券研究所

图 14：2016 年初至今服装及衣着附件出口增速：累计同比 (%)



资料来源：wind 天风证券研究所

3.2.3. 上游：棉花进口价格下跌，粘胶长丝、涤纶长丝 FDY、DTY 基本保持稳定

Cotlook A: 本周收盘价 92.95 美分/磅，较上周价格上涨 0.98%。

中国棉花综合价格指数: 116.39，较上周下跌 0.50%。

棉花进口价格: 2018 年 02 月为 1934.63 元/吨，较 01 月份 1977.65 元/吨，下跌 2.18%。

羊毛进口价格: 2018 年 02 月为 8,622.43 元/吨，较 01 月份 9,484.22 元/吨，下跌 9.09%。

粘胶短纤、长丝价格: 粘胶短纤本周均价为 14,430 元/吨，较上周价格下跌 1.84%。粘胶长丝本周均价 37,800 元/吨，较上周价格无变动。

涤纶短纤、长丝价格: 涤纶短纤本周均价为 8,725 元/吨，较上周价格无变化。涤纶长丝 POY 本周均价为 9,050 元/吨，较上周上涨 1.86%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 10,800 元/吨，较上周上涨 1.41%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 10,630 元/吨，较上周上涨 1.72%。

国内棉布产量: 12 月棉布产量 67.90 万吨，当月同比-0.70%。

国内棉纱产量: 12 月棉纱产量 377.60 万吨，当月同比+4.80%。

图 15：2016 年初至今 Cotlook:A 价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2016 年初至今中国棉花综合价格指数走势



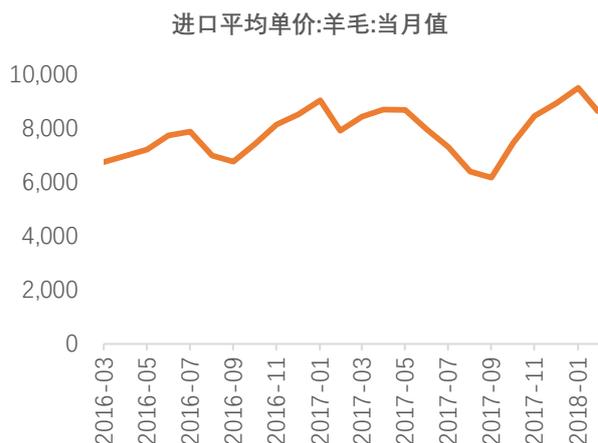
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2016 年初至今棉花进口平均单价走势单位：(美元/吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今羊毛进口平均单价走势单位：(美元/吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



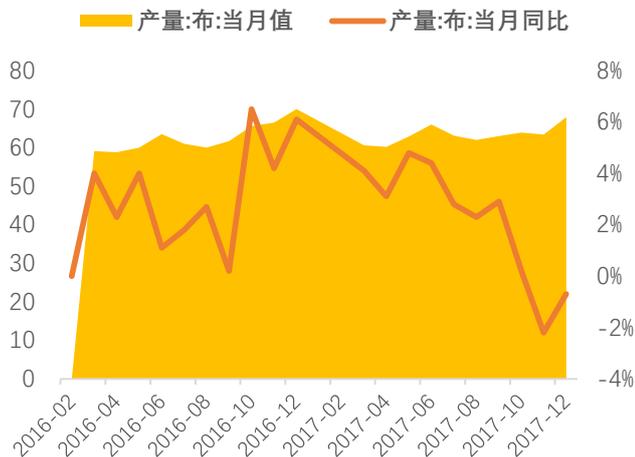
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



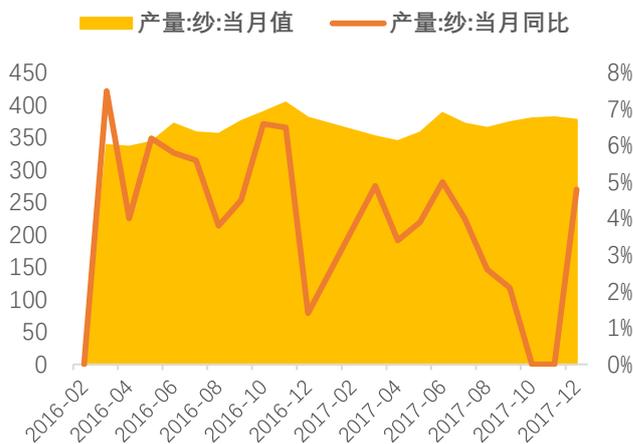
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2016 年至今国内棉布产量走势（单位：万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2016 年至今国内棉纱产量走势单位：（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.4. 行业投资：纺织行业投资增速上升，服装行业增速下降

纺织行业固定资产投资：2018 年 2 月，纺织行业固定资产投资同比增长 12%，较上月同比增速有所上升（-6.1pct）。

服装行业固定资产投资：2018 年 2 月，纺织服装行业固定资产投资同比增长-10.2%，较上月同比增速有所下降（-17.20pct）。

图 23：2011 年至今纺织行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2011 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



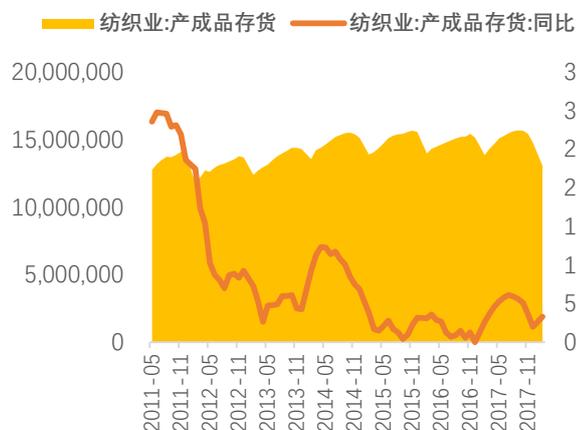
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.5. 行业库存情况：纺织业库存基本稳定，服装行业库存继续回落

纺织行业库存情况：2018 年 2 月，纺织行业产成品库存 1,304.0 亿元，同比增长 3.30%，较上月增速有所上升（+1.3pct），绝对值由年内高位继续回落。

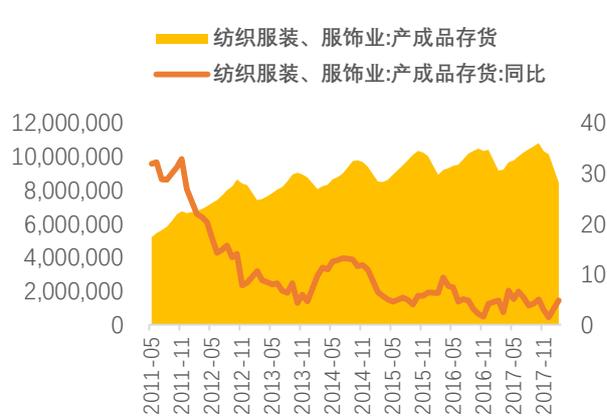
服装行业库存情况：2018 年 2 月，服装行业产成品库存 846.1 亿元，同比增长 4.80%，较上月增速有所上升（+3.30pct），自 2017 年 10 月库存持续回落以来首次上升。

图 25：2011 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：2011 年至今服装行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 公司公告

伟星股份（002003） 1) 公司 2017 年营收 26.24 亿元，同比增长 20.72%；归母净利润 3.64 亿元，同比增长 23.38%。2) 中捷时代公司完成 2015-2017 年业绩承诺。

三毛派神（000779） 公司 2018 年第一季度预计归母净利润 40-60 万元。

红豆股份（600400） 公司以 2.2 亿元购买保本型理财产品。

浙江富润（600070） 1) 公司 2017 年营收 19.3 亿元，同比增长 119.17%；归母净利润 1.66 亿元，同比增长 65.09%。2) 拟以 2017 年末总股本 5.2 亿股为基数，每十股派发现金股利 1 元（含税）。

开润股份（300577） 1) 公司 2017 年营收 11.6 亿元，同比增长 49.84%；归母净利润 1.33 亿元，同比增长 58.81%。2) 公司拟使用不超过 1.26 亿元的暂时闲置募集资金购买保本型

理财产品。3) 拟以截至 2017 年末总股本为基数, 每 10 股派发 3.3 元 (含税), 并以资本公积转增 8 股。4) 对 8 名失去激励资格的激励对象的已获授但尚未解锁的限制性股票合计 2 万股进行回购注销。5) 公司及子公司在 2018 年度拟开展金额不超过 3,000 万美元的远期结售汇业务。

李宁 (2331) 公司 2017 年营收 88.74 亿元, 同比增长 10.71%; 归母净利润 5.15 亿元, 同比下降 19.91%。

华升股份 (600156) 1) 公司 2017 年营收 7.12 亿元, 同比增长 20.11%; 归母净利润-0.87 亿元, 同比下降 1013.23%。2) 18 年关联交易金额预计 1,085 万元。3) 公司使用不超过 3,000 万元的闲置自有资金购买低风险流动性强的保本型理财产品。

江苏国泰 (002091) 公司及控股子公司开展远期结汇额度由原来的 8 亿美元增至 20 亿美元, 开展远期售汇额度由原来的 2 亿美元增至 5 亿美元。

九牧王 (601566) 全资子公司九盛投资与中金誉鑫投资等共同设立合伙企业, 企业规模 5.94 亿元, 公司作为有限合伙人, 拟认缴出资 1.85 亿元。

拉夏贝尔 (603157) 公司拟出资 2,080 万欧元收购法国 Naf Naf SAS 公司 40% 股权。

万里马 (300591) 公司与中国移动签署标志服集中采购协议合同, 涉及金额 0.60 亿元。

步森股份 (002569) 公司拟与步森集团合资设立供应链管理子公司, 公司出资 60%, 步森集团出资 40%。

3.4. 行业新闻动态

安踏一季度营收增长超 20% 将继续加大创新投入 (品牌服装网 2018/4/12) 4 月 10 日晚间, 安踏体育用品有限公司 (以下简称“安踏”; 股份代号: 2020.HK; 及其附属公司统称“集团”) 发布了 2018 年第一季度的运营表现。期内, 安踏品牌零售额较 2017 年同比录得 20%-25% 的增长。2018 年第一季度, 安踏集团旗下其他品牌 (不包括 2017 年 1 月 1 日以后加入的品牌) 零售额较 2017 年同期获得 80%-85% 的增长。董事局主席丁世忠指出, 作为核心竞争力, 一个企业如果创新跟不上, 等着它的只会是“死亡”。未来, 安踏将继续加大创新投入, 2018 年的创新投入将有 30% 以上的增幅, 每年都要争取多获得几项突出的创新成果。特别是在美国、日本和韩国的设计中心, 将更高定位在服务公司长远发展的战略, 成为一家有创新能力和创新文化的公司。

阿迪达斯将关闭部分实体店 大力发展电商业务 (品牌服装网 2018/4/11) 阿迪达斯宣布计划在未来几年内关闭一些线下门店, 并扩大线上业务。在接受英国媒体采访时, 阿迪达斯 CEO Kasper Rorsted 表示, 网上商城是阿迪达斯在世界上最重要的门店, 并补充说, 他希望在未来拥有更少、更好的线下门店。运动巨头阿迪达斯计划到 2020 年, 将线上收入提高到 40 亿欧元, 而 2017 财年该公司的线上收入为 16 亿欧元。为了实现这一目标, 阿迪达斯计划聘用 200 名数字业务领域的新员工。自 2016 年加入阿迪达斯以来, Rorsted 将公司的年支出增加近 40%。如今, 他决定今年继续增加 9 亿欧元的成本开支。资金投入的重点领域是物流和配送服务, Rorsted 表示, 阿迪达斯的物流网络与之前相比将完全不同。

3 大服饰巨头迈入百亿营收俱乐部 购物中心拓店成行业趋势 (品牌服装网 2018/4/12) 服饰行业迎来复苏之际, 营收百亿俱乐部的成员数量却在减少。据统计, 35 家本土知名上市服饰品牌中, 仅有森马服饰、安踏、海澜之家三家服饰企业在 2017 年的营收规模超过 100 亿元, 分别实现营收 120.28 亿元、166.9 亿元、182 亿元, 其中森马服饰与海澜之家的主品牌营收均超过 100 亿元, 以多品牌策略突破 160 亿元的安踏, 共获得了 91.16 亿元的服装类收入。

H&M “复刻” 凯特王妃经典款婚纱 寻求新的利润增长点 (品牌服装网 2018/4/10) H&M 近期首次推出婚礼系列服饰, 产品包括婚纱、婚鞋、伴娘服、花童服等。主打的形象照完全就是凯特王妃婚纱的复刻版。另一款无袖的蕾丝长婚纱, 则和凯特王妃的妹妹琶密道顿 2017 年结婚时穿的 Giles Deacon 订制婚纱十分相似。而这一举动, 也被视为是 H&M 为进一步推动业绩增长所做的努力。毕竟, 据其最新发布的 2017 财报显示, 集团营收增幅

仅为 3 个百分点，增长速度再次下滑。其 2014 财年、2015 财年和 2016 财年的营收增长分别为 14%、18.9% 和 7%。H&M 集团表示，正在开发的 Nyden 和 Afound 项目预计将为集团带来销售增长，新开店预计可以带来 1-3% 的销售增长，随着转型工作生效，2019 财年业绩实体店将获得正面的同店销售，而随着减记较 2017 年同比减少，意味着利润会逐渐提升。

LV 新闻公关总监离职 李宁市值突破 200 亿（品牌服装网 2018/4/11） 全球最大奢侈品集团 LVMH 今日公布第一季度财报数据，其销售额同比上涨 10% 至 108.5 亿欧元，有机增长达 13%，主要得益于旗下时尚和皮具品牌业务的快速增长推动。集团核心的时尚皮具部门销售额大涨 16% 至 42.7 亿欧元，去年同期的增幅为 15%，2016 年第一季度则无增长，显然集团于去年 6 月以 65 亿欧元收购的 Dior 时装部门对销售额的增长作出很大贡献。钟表珠宝部门则在宝格丽收入增长的刺激下同比大涨 20% 至 9.59 亿欧元，香水与美妆部门收入同比大涨 17% 至 15 亿欧元，涵盖 Sephora 和 DFS 免税店业务在内的精选部门销售额则增长 9% 至 31.04 亿欧元。国内运动服饰集团李宁昨日股价上涨 3.23% 至每股 9.26 港元，盘中最高涨至 9.44 元，创六年新高，目前市值约为 201 亿。据李宁公布 2017 年业绩显示，收入大涨 10.71% 至 88.74 亿元人民币，毛利润增长 12.7% 至 41.76 亿元，净利润同比大跌 19.91% 至 5.15 亿元。其中，集团核心品牌李宁的收入占集团总收入 99.4%，达约 88.18 亿元，较去年同比上升 11.3%。

3.5. 下周重要事项提示

表 1：近期上市公司股东大会信息

公司	地点	时间
4.16 海澜之家	江苏省江阴市华士镇公司会议室	10:30
4.17 山东如意	山东省济宁市高新区如意工业园公司会议室	9:30
4.18 红豆股份	江苏省无锡市锡山区东港镇公司一楼会议室	14:00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.6. 年内重点限售股解禁公司

表 2：年内重点限售股解禁公司

简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
			总股本	流通 A 股	占比 (%)	总股本	流通 A 股	占比 (%)	
新澳股份	2018-01-02	17947	39365	14359	36	39365	32306	82	首发原股东限售股份
太平鸟	2018-01-09	14377	48093	5500	11	48093	19877	41	首发原股东限售股份
万里马	2018-01-10	3120	31200	7800	25	31200	10920	35	首发原股东限售股份
浙江富润	2018-01-11	4491	52195	35661	68	52195	40152	77	定向增发机构配售股份
健盛集团	2018-01-29	18450	41636	11550	28	41636	30000	72	首发原股东限售股份
富安娜	2018-02-08	30	87116	49861	57	87116	49891	57	股权激励限售股份
安正时尚	2018-02-14	336	28906	7126	25	28906	7462	26	首发原股东限售股份
牧高笛	2018-03-07	636	6669	1669	25	6669	2305	35	首发原股东限售股份
康隆达	2018-03-13	1227	10000	2500	25	10000	3727	37	首发原股东限售

华孚时尚	2018-03-23	17433	101292	83748	83	101292	101181	100	股份 定向增发机构配 售股份
歌力思	2018-04-23	20956	33730	11315	34	33730	32270	96	首发原股东限售 股份
际华集团	2018-04-24	53463	439163	385700	88	439163	439163	100	定向增发机构配 售股份
报喜鸟	2018-05-04	3843	126329	106889	85	126329	110731	88	股权激励限售股 份
日播时尚	2018-05-31	540	24000	6000	25	24000	6540	27	首发原股东限售 股份
安奈儿	2018-06-01	491	10163	2500	25	10163	2991	29	首发原股东限售 股份
延江股份	2018-06-04	300	10000	2500	25	10000	2800	28	首发原股东限售 股份
罗莱生活	2018-06-06	124	74492	69931	94	74492	70055	94	股权激励限售股 份
汇洁股份	2018-06-11	27234	38880	11646	30	38880	38880	100	首发原股东限售 股份
摩登大道	2018-06-11	2076	44532	24320	55	44532	26396	59	定向增发机构配 售股份
多喜爱	2018-06-11	6102	12000	5603	47	12000	11705	98	首发原股东限售 股份
金发拉比	2018-06-11	12882	20378	6955	34	20378	19837	97	首发原股东限售 股份
柏堡龙	2018-06-26	13510	24046	10536	44	24046	24046	100	首发原股东限售 股份
红蜻蜓	2018-07-02	22809	41720	18071	43	41720	40880	98	首发原股东限售 股份
星期六	2018-07-06	3557	39892	36335	91	39892	39892	100	定向增发机构配 售股份
美盛文化	2018-07-09	6228	90957	73785	81	90957	80013	88	定向增发机构配 售股份

资料来源: Wind, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com