

纺织服装

证券研究报告
2018年05月27日

周报：本周纺服板块有所调整，建议重视新的投资机会

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

本周组合：水星家纺/开润股份/南极电商/华孚时尚/太平鸟/歌力思；低估值成长：太平鸟/歌力思/安正时尚；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。棉花涨价组合：华孚时尚。

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
于健 联系人
yujian@tfzq.com

(1) 本周行业观点：本周纺服板块有所调整，建议重视新的投资机会。本周板块下跌 1.58%，有所调整。年初至今，服装家纺板块（801132.SI）显著跑赢沪深 300 及上证指数，相对收益明显。站在当前时点还有什么标的可以配置呢？**我们推荐：水星家纺/开润股份/南极电商/华孚时尚/太平鸟/歌力思。**在服装行业复苏增长强劲，基本面价值驱动的背景下，我们继续推荐具有长期增长逻辑的优质公司。同时，由于近期新疆自然灾害严重、下游订单充沛需求提升，郑棉期货上涨明显；国储棉供需缺口为棉花上涨提供中长期逻辑，可关注棉花涨价带来的上游制造配置配置机会，新增**棉花涨价组合：华孚时尚。**

行业走势图



资料来源：贝格数据

(2) 行业数据：2018 年 4 月零售数据公布，社会消费品零售总额同比增长 9.40%（-1.3pct），服饰类商品零售额同比增长 9.2%，增速较 17 年全年提高 1.4pct。

重点推荐公司要点

水星家纺：1) 据淘数据及我们测算，4 月行业淡季，预计线上小幅下滑，线下渠道增 20%+。长期增长逻辑不变，预计 18Q2 收入、净利润增长 20%左右。预计 18 全年收入/净利润增速均为 20%-25%。2) 持续受益于电商红利及低线城市消费升级。线下渠道具备规模及先发优势，将继续通过二三线横向扩张，一四线纵向扩张，进一步扩大线下渠道覆盖面及密度，开店空间大。超前布局线上电商业务，具备马太效应，电商优秀运营能力使优势不断强化，是公司业绩增长重要驱动力。3) 目前对应 18 年估值 22 倍，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。

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:周报：板块表现持续强势，关注棉花涨价带来的上游制造配置机会》 2018-05-20
- 2 《纺织服装-行业研究周报:周报：板块景气度持续提升，配置具有长期增长逻辑的优质公司》 2018-05-14
- 3 《纺织服装-行业专题研究:小米模式深度研究：从 A 股第一家小米生态链公司开润股份到小米模式的一年半思考总结》 2018-05-13

开润股份：90 分新品智能解锁旅行箱本周上市米家有众筹频道，产品调性和设计继续提升。1) 目前对应 19 年估值 32 倍左右，预计未来两年净利润复合增速 50%。淘数据显示，4 月旅行箱增长 144%，双肩包增长 274%。2) B2B：17 年新增名创优品、网易严选、淘宝心选等客户，预计三年收入 CAGR 20%+；老客户结构优化有望持续提升盈利能力。3) B2C：90 分新品类：18 年有望在核心箱包产品上迭代及深度扩张，鞋服等新品类发力横向扩张；新渠道：全渠道快速扩张，线上自有渠道（尤其天猫）扩张超预期，线下进驻小米之家。润米推出新品牌“悠启”，以“深度买手”方式定位泛出行产品；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。预计 18 年润米营收 100%+高增长，B2C 整体收入增长超+100%。3) 预计 18-20 年 EPS1.64/2.42 /3.74 元，未来三年 CAGR 51%。

南极电商：1) 截至 5 月 15 日，全年累计 GMV49.45 亿，我们估算 GMV 同比增速 65%左右。预计 18 年 GMV 增速 50-70%，净利润增长超 60%。2) 商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模 GMV 仍高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，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，增长动力强劲，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。3) 预计未来两年净利润复合增速 50%+，18-20 年 EPS 为 0.53/0.76/1.09 元，给予 2018 年 35 倍 PE，目标价 18.6 元。

太平鸟：1) 估计 4 月线上收入增长 30%+；线下女装同店 10%+，男装不到 10%，4 月为淡季，5-6 月有望大幅改善。预计 2018 净利润增长 45%，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；管理不断精细化，资产减值洪峰期已过。3) 太平鸟股东 Proven 计划减持 5250 万股（占总股本 10.91%），但我们认为 Proven 减持是公司今年最大也是最后一个利空，减持后，市场将会将更多精力放在公司经营层面。4) 预计 18-20 年 EPS 1.38/1.77/2.15 元，18-19 年净利润复合增速 37%。

歌力思：4 月主品牌同店增速略有下滑（4 月主品牌收入增 13%,Ed Hardy 收入增 20%+），但预计全年净利润仍能 25%左右增长。公司受益于中高端女装行业景气度高，随着 Laurel、IRO 等新品牌逐渐成熟，预计未来三年净利润复合增速 25%。我们预计 2018 年—2020 年公司净利润为 3.8 亿元、4.8 亿元、6 亿元，EPS 为 1.13、1.44 及 1.78 元，给予 18 年 25 倍 PE，目标价 28.25 元。

风险提示：终端需求疲软，库存风险，行业回暖、调整不达预期。

重点标的推荐

代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603365.SH	水星家纺	25.41	买入	0.97	1.26	1.62	2.03	26.20	20.17	15.69	12.52
300577.SZ	开润股份	44.22	买入	1.10	1.64	2.42	3.74	40.20	26.96	18.27	11.82
002127.SZ	南极电商	10.34	买入	0.33	0.53	0.76	1.09	31.33	19.51	13.61	9.49
603877.SH	太平鸟	32.53	买入	0.95	1.38	1.77	2.15	34.24	23.57	18.38	15.13
603808.SH	歌力思	24.50	买入	0.90	1.13	1.44	1.78	27.22	21.68	17.01	13.76
002042.SZ	华孚时尚	13.37	买入	0.67	0.85	1.05	1.23	19.96	15.73	12.73	10.87

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 本周观点：本周纺服板块有所调整，建议重视新的投资机会

1.1. 核心观点：本周纺服板块有所调整，建议重视新的投资机会

本周组合：水星家纺/开润股份/南极电商/华孚时尚/太平鸟/歌力思；低估值成长：太平鸟/歌力思/安正时尚；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。棉花涨价组合：华孚时尚。

(1) 本周行业观点：本周纺服板块有所调整，建议重视新的投资机会

- 1) 板块涨幅过后，继续推荐有长期增长逻辑的公司。年初至今，服装家纺板块(801132.SI)显著跑赢沪深300及上证指数，四月初以来相对收益明显，我们年初行业报告《纺织服装板块迎来多重利好，机会来临买什么？》中已经阐述了在当时“行业复苏+板块超跌+估值底部+机构低配”的背景下，板块将迎来崛起。在板块表现优秀，观点得到印证的当下，我们认为本轮行情主要的驱动因素仍是行业估值修复+行业复苏下龙头公司业绩优异。经历一波涨幅后，很多公司估值已经不便宜，那么站在当前时点还有什么标的可以配置呢？经历一波涨幅后，很多公司估值已经不便宜，那么站在当前时点还有什么标的可以配置呢？**我们推荐：水星家纺/开润股份/南极电商/华孚时尚/太平鸟/歌力思。**在服装行业复苏增长强劲，基本面价值驱动的背景下，我们继续推荐具有长期增长逻辑的优质公司。
- 2) 由于近期新疆自然灾害严重、下游订单充沛需求提升，郑棉期货上涨明显；国储棉供需缺口为棉花上涨提供中长期逻辑，可关注棉花涨价带来的上游制造配置机会，**新增棉花涨价组合：华孚时尚。**

我们继续推荐布局2018年真正业绩高增长标的：水星家纺/开润股份/南极电商/华孚时尚/太平鸟/歌力思。

图 1：2018Q2 预计高增长组合

证券简称	18年一季度情况	收盘价 2018/05/25	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
开润股份	一季度实现营收4.16亿元 (+88.2%)，归母净利润3,453万 (+25.3%)，扣非后净利润3,308万 (+49.5%)，差异系政府补助下降。我们预计18Q1 B2B业务收入增长22%，B2C收入大超我们预期，预计增长230%-240% (原预计100%+)。	44.22	198.1	291.9	47.9%	48.5	32.9	96.1	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雅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A+H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。
南极电商	一季度实现营收5.04亿 (+619.94%)，净利润8926万元 (+245%)。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5976-6126万元，同比增速+127%-135%。收入符合预期，净利润超市场预期。主要系GMV保持高速增长，盈利能力提升所致。公司最新GMV情况更新：截至2018年5月1日，南极电商实现44.09亿GMV,根据我们测算同比增长69%，四月单月GMV10亿 (+43%)。	10.34	869.1	1,251.5	55.6%	29.2	20.3	253.8	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、预计在电商平台上推“南极严选”，打造基于电商平台上的“小米生态链”。
太平鸟	18Q1实现营收17.37亿元 (+14.49%)；归母净利润1.33亿元 (+131.88%)，扣非归母净利润0.9亿元 (+106.11%)，差异主要系处置非流动资产、政府补助、所得税影响等，业绩符合预期。我们预计18Q1终端零售增长20%+，收入增速低于终端销售的预计主要系：1) 线上加大存货力度，退货率提升较多；2) 线下由于TOC政策对当季收入确认产生影响，但对全年几乎无影响。预计4月线上收入增长30%+；线下女装同店10%+，男装+10%-，4月为淡季，5-6月有望大幅改善。	32.53	663.3	853.0	36.7%	23.6	18.3	156.4	1、收入、净利率迎来向上拐点； 2、渠道结构调整结束； 3、品牌年轻化调整结束。
水星家纺	2018年一季度实现营收5.97亿元 (+24.79%)；实现归母净利润0.73亿元 (+24.58%)；归母扣非净利润为0.72亿元 (+24.69%)；EPS为0.27元，收入符合预期，净利润低于预期，主要系费用增加 (研发费用及秋冬订货会费用提前计入Q1)，预计18年全年线上/线下仍能保持25%/20--25%的增速。	25.41	336.8	432.4	29.6%	20.1	15.7	67.8	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；

资料来源：Wind、天风证券研究所，截至时间 2018 年 5 月 26 日

图 2：关注纺织服装行业估值与业绩增长高性价比公司

证券简称	预测PE 2018	预测PE 2019	2018-2019 净利润 CAGR	预测净利润 增长率 2018	预测净利润 增长率 2019	净利润 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)	预测净利润 均值2020 (百万元)	总市值 (亿元)
太平鸟*	23.6	18.3	36.7%	45.4%	28.6%	456.3	663.3	853.0	1,032.1	156.4
水星家纺*	20.1	15.7	29.6%	30.9%	28.4%	257.3	336.8	432.4	540.6	67.8
安正时尚*	20.6	16.1	28.7%	29.4%	28.0%	273.1	353.5	452.5	558.7	73.0
歌力思*	21.7	17.0	26.7%	25.7%	27.6%	302.3	380.1	485.0	601.9	82.6
搜于特	16.2	13.6	24.8%	30.9%	19.0%	612.8	802.0	954.8	1,078.0	129.7
华孚时尚	15.5	12.7	25.6%	29.3%	22.0%	677.4	876.1	1,069.1	1,254.1	135.4
南极电商*	29.2	20.3	53.0%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,251.5	1,784.2	253.8
开润股份*	48.5	32.9	47.9%	48.5%	47.4%	133.4	198.1	291.9	451.1	96.1
健盛集团	17.7	14.2	47.5%	74.6%	24.5%	131.5	229.6	286.0	338.6	40.6
森马服饰	21.5	17.8	27.9%	35.9%	20.5%	1,137.9	1,545.9	1,862.6	2,216.5	332.1
海澜之家*	14.9	13.5	13.1%	15.9%	10.4%	3,328.9	3,857.4	4,258.8	4,733.1	575.5
罗莱生活*	21.1	17.8	23.4%	28.2%	18.8%	427.9	548.7	651.9	763.0	116.0
比音勒芬*	30.7	23.0	36.2%	38.7%	33.6%	180.2	250.1	334.1	430.9	76.7
维格娜丝	14.7	12.0	35.0%	49.1%	22.1%	189.9	283.3	346.0	407.5	41.5
天创时尚	16.5	13.9	34.9%	53.5%	18.5%	187.9	288.5	341.8	378.9	47.5
朗姿股份	20.1	17.3	27.1%	39.6%	15.7%	187.6	261.8	302.9	367.5	52.6
新野纺织	10.6	9.4	22.4%	33.0%	12.7%	292.2	388.5	437.7	520.3	41.2
新澳股份	20.1	16.7	20.8%	21.4%	20.2%	207.4	251.9	302.9	370.0	50.5
七匹狼	18.4	15.7	17.4%	17.3%	17.4%	316.6	371.4	436.0	504.3	68.5
富安娜	16.5	14.1	18.5%	20.2%	16.8%	493.5	592.9	692.8	808.3	97.8
延江股份	37.7	28.7	18.0%	6.3%	31.0%	90.1	95.8	125.5	109.0	36.1
百隆东方	12.9	11.2	17.5%	20.1%	14.8%	487.7	586.0	673.0	768.5	75.5
九牧王	16.8	14.5	16.6%	17.5%	15.7%	494.1	580.7	672.0	769.8	97.7
孚日股份	10.5	9.3	15.2%	17.7%	12.6%	410.2	483.0	544.0	562.5	50.5
伟星股份	16.1	13.9	16.9%	18.4%	15.4%	364.6	431.6	498.1	565.3	69.4
汇洁股份	19.3	17.3	13.0%	14.3%	11.8%	222.3	254.0	284.0	318.0	49.1
拉夏贝尔	19.2	17.5	10.6%	11.6%	9.7%	498.5	556.2	610.0	633.1	107.0
鲁泰A	10.8	9.8	10.0%	10.2%	9.8%	841.2	926.9	1,017.9	1,118.2	99.6
航民股份	11.0	10.3	7.9%	8.2%	7.7%	573.6	620.5	668.0	723.5	68.5
联发股份	9.9	9.3	3.8%	1.3%	6.3%	360.3	365.0	388.0	408.0	36.1
雅戈尔	15.9	13.3	175.0%	531.2%	19.8%	296.7	1,873.0	2,244.0	0.0	298.0
日播时尚	25.4	21.1	25.2%	30.3%	20.2%	83.6	109.0	131.0	149.0	27.6
柏堡龙	30.6	25.8	-	18.1%	18.8%	129.3	152.7	181.4	214.6	46.8
探路者	37.5	29.7	-	-227.3%	26.5%	-84.9	108.0	136.7	128.0	40.6
奥康国际	21.1	18.6	-	21.4%	13.5%	226.5	275.0	312.0	330.0	57.9
贵人鸟	-	-	-	-	-	157.3	0.0	0.0	0.0	158.5
浔兴股份	-	-	-	-	-	119.0	0.0	0.0	0.0	58.5

资料来源：WIND；盈利预测来源于WIND一致预期

资料来源：Wind、天风证券研究所

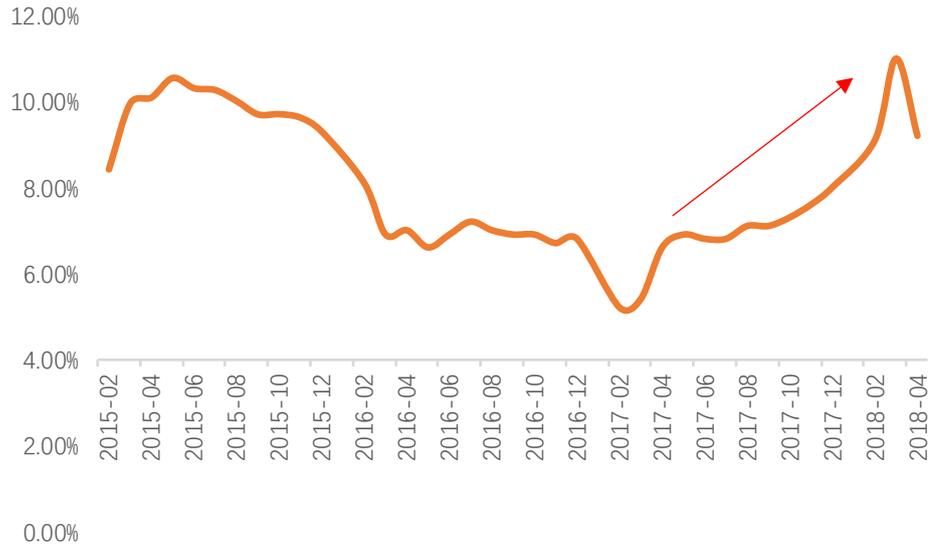
备注：1) 截至时间 2018 年 5 月 26 日；

2) 表中标*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；

(2) 本周行业数据：服饰类商品零售额同比增长 9.2%，增速较 17 年全年提高 1.4pct

2018 年 4 月零售数据公布，社会消费品零售总额同比增长 9.40% (-1.3pct)，从结构来看，服饰类商品零售额同比增长 9.2%，增速较 17 年全年提高 1.4pct，今年以来，服装零售分项增速整体保持上升趋势，显示出行业终端消费良好，支撑龙头企业基本面。

图 3：17 年底以来社零服装分项同比增速趋势性回升 单位：%



资料来源：Wind、天风证券研究所

(3) 零售数据印证行业复苏，估值低位叠加催化因素，2018 年整体行业配置机会来临

高端服装率先复苏，2018 年增长动力强劲，持续高增长可期。17 年高端服装业绩率先出现拐点，歌力思等受益于并表业绩实现高增长，并且随着产品、渠道优化、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。

家纺复苏，龙头受益。2017 年-2018Q1 复苏态势持续，原因系：(1) 经济回暖，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，驱动业绩高增长；(3) 成本上升小品牌出清，集中度提升龙头受益。水星家纺、罗莱生活等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。

纺织制造板块相对维持高景气度，龙头尤为受益。纺织制造板块经营业绩稳健，原因系：1) 行业竞争格局稳定，行业集中度提升；2) 17 年棉花价格上涨，龙头受益。

随着数据不断印证、基本面改善、估值调整到位，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 2018 年业绩高增长标的。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、水星家纺、安正时尚、歌力思、华孚时尚等等），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）。

重点推荐：

本周组合：水星家纺/开润股份/南极电商/华孚时尚/太平鸟/歌力思；

- **低估值成长：**太平鸟/歌力思/安正时尚。
- **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。
- **棉花涨价组合：**华孚时尚

重点推荐公司要点：

开润股份：继续期待 B2C 高速增长

- **90分新品旅行箱本周上市，产品调性和设计继续提升。**目前对应19年估值32倍左右，预计未来两年净利润复合增速50%。淘数据显示，4月旅行箱增长144%，双肩包增长274%。
- **B2B业务：**17年新增名创优品、网易严选、淘宝心选等客户，并与名创优品合资公司（珂榕），预计三年收入CAGR 20%+；老客户结构优化有望持续提升盈利能力。
- **B2C业务：**（1）润米90分新品类：18年有望在核心箱包产品上迭代及深度扩张，鞋服等新品类发力横向扩张；新渠道：全渠道快速扩张，线上自有渠道（尤其天猫）扩张超预期，线下进驻小米之家。（2）润米推出新品牌“悠启”，以“深度买手”方式定位泛出行产品。（3）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。预计18年润米营收100%+高增长，B2C整体收入增长超+100%。
- 预计18-20年EPS1.64/2.42/3.74元，未来三年CAGR 51%。另外，预计小米2018年在香港上市将带来催化。

南极电商：预计18年GMV、收入50%以上高增长

- 截至5月15日，全年累计GMV49.45亿，我们估算GMV同比增速65%左右。5月上旬实现GMV5.75亿，其中分品牌南极人4.77亿，卡帝乐0.82亿，精典泰迪527万元，NanJiRen+494万元，南极人HOME 367万元；分平台阿里系4.1亿，京东0.9亿，拼多多5692万元，唯品会1525万元；分事业部内衣事业部1.4亿元，大家纺事业部1.16亿，男装&鞋配箱包事业部6708万元，大母婴事业部6669万元，卡帝乐事业部5049万元，健康生活3482万元。二季度过半至今，（4月+5月上半月）估算GMV同比增长50%，成熟品牌维持较高增长；平台方面，拼多多占比继续上升，5月上半月已经接近10%，预计将继续保持快速上量趋势。
- 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%。预计18QH1归母净利润2.75-3.08亿元（+97%-120%），剔除时间互联并表影响，主业净利润2.22-2.5亿元（+59%-79%）。
- **商业模式越发清晰，马太效应凸显，**高规模GMV仍高速增长印证商业模式壁垒。在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，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，增长动力强劲，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。
- 预计未来两年净利润复合增速50%+，预计18-20年EPS为0.53/0.76/1.09元，给予2018年35倍PE，目标价18.6元。

太平鸟：未来三年边际竞争优势持续提升

- **预计4月线上收入增长30%+；线下女装同店10%+，男装不到10%，4月为淡季，5-6月有望大幅改善。**预计2018净利润增长45%，预计18-19净利润复合增速37%，有望超市市场预期。
- **公司终端销售情况优秀，**预计Q1终端零售额增长超20%，收入低于零售增速系线上加大存货力度退货率上升及TOC对当季收入确定产生影响。线上Q1销售增速24%，主要以存货处理为主，Q2轻装上阵会增速有望回升到30%+。预计4月线上收入增长30%+；线下女装同店10%+，男装+10%-，4月为淡季，5-6月有望大幅改善。预计2018

净利润增长 45%，预计 18-19 净利润复合增速 37%，有望超市场预期。

- **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。另外，管理不断精细化，资产减值洪峰期已过。
- **Proven 减持将会是最后一次利空，公司经营稳健，减持带来的股价调整提供投资机会。**太平鸟股东 Proven 计划减持 5250 万股（占总股本 10.91%），我们预计减持公告不可避免会带来股价下跌。但是我们认为 Proven 减持是公司今年最大也是最后一个利空，减持后，市场将会将更多精力放在公司经营层面。此次减持可能带来的股价调整，提供了非常好的投资机会。公司经营一切正常，公司价值决定市值，预计 18-20 年 EPS 1.38/1.77/2.15 元，18-19 年净利润复合增速 37%，给予 18 年 25 倍估值，目标价 34.5 元。

水星家纺：长期增长逻辑不变，18 年业绩有望持续高增长

- 1) 据淘数据及我们测算，4 月行业淡季，预计线上小幅下滑，线下渠道增 20%+，预计 18Q2 收入、净利润增长 20%左右。预计 18 全年收入/净利润增速均为 20%-25%。**长期增长逻辑不变，水星持续受益于电商红利及低线城市消费升级。**
 - （1）线下渠道具备规模及先发优势，前期通过加盟商提率优先局低线城市，目前将继续通过二三线横向扩张，一四线纵向扩张，进一步扩大线下渠道覆盖面及密度，开店空间大。
 - （2）超前布局线上电商业务，具备马太效应，电商优秀运营能力使优势不断强化，是公司业绩增长重要驱动力。
- 预计 2018 全年收入及净利润增速分别为 +25%/25%，2018-2020 年 EPS 为 1.26/1.62/2.03 元，给予 2018 年 25 倍 PE，目标价 31.5 元。

2. 纺织服装板块大涨为什么，如何配置？

2.1. 年初至今板块排名第六，近期显著跑赢指数

年初至今，服装家纺板块（801132.SI）显著跑赢沪深 300 及上证指数，四月初以来相对收益明显，我们年初行业报告《纺织服装板块迎来多重利好，机会来临买什么？》中已经阐述了在当时“行业复苏+板块超跌+估值底部+机构低配”的背景下，板块将迎来崛起。在板块表现优秀，观点得到印证的当下，我们认为本轮行情主要的驱动因素仍是行业估值修复+行业复苏下龙头公司业绩优异。经历一波涨幅后，很多公司估值已经不便宜，那么站在当前时点还有什么标的可以配置呢？我们继续推荐：水星家纺，开润股份，歌力思，南极电商。建议关注：太平鸟，海澜之家，维格娜丝。

图 4: 年初至今服装家纺子行业显著跑赢指数



资料来源: Wind、天风证券研究所

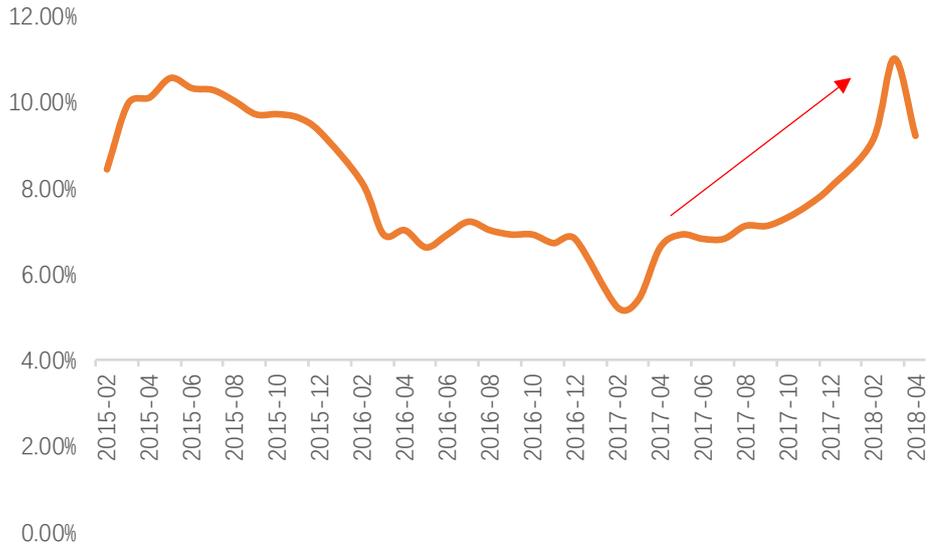
2.2. 估值修复+行业复苏下龙头公司业绩优异驱动板块上涨

行业基本面复苏中。行业经历几年低迷后，17 年高端服装率先复苏，以歌力思、安正时尚等为代表的高端品牌业绩首先出现高增长，2017Q4-2018 年业绩高增长有望持续。继高端服装后，龙头家纺品牌亦出现复苏迹象，我们认为消费升级以及渠道调整均利于家纺龙头集中度提升，此次家纺复苏是可持续的。另外，受益于产品、渠道调整以及库存消化步入尾声，大众休闲品牌自 17 年下半年业绩出现拐点。以太平鸟为代表的休闲品牌恢复高增长，2018 有望持续高增长。

从上市公司来看，受益于行业复苏，龙头上市公司普遍在 17 年以及 18Q1 业绩都取得了较好的表现。2017 年太平鸟实现营收 71.42 亿元 (+12.99%)，归母净利润 4.56 亿元 (+6.72%)；18 年 Q1 实现营收 17.37 亿元 (+14.49%)，归母净利润 1.33 亿元 (+131.88%)；歌力思实现营收 20.53 亿元 (+81.35%)，实现归母净利润 3.02 亿元 (+52.72%)，18 年 Q1 实现营收 5.75 亿元 (+69.28%)，归母净利润 0.88 亿元 (+31.88%)；水星家纺 17 年全年实现营收 24.62 亿元 (+24.53%)，实现归母净利润 2.57 亿元 (+30.17%)；18 年 Q1 实现营收 5.97 亿元 (+24.79%)，实现归母净利润 0.73 亿元 (+24.58%)；南极电商 17 年全年实现营收 9.86 亿元 (+89.22%)，归母净利 5.34 亿元 (+77.42%)，剔除时间互联并表，主营业务收入 7.46 亿元 (+43%)，净利润 5.07 亿元 (+68%)；18 年 Q1 实现营收 5.04 亿 (+619.94%)，净利润 8926 万元 (+245%)，剔除时间互联部分，盈利区间为 5976-6126 万元，同比增速+127%-135%；开润股份 17 年全年实现营收 24.62 亿元 (+24.53%)，实现归母净利润 2.57 亿元 (+30.17%)；18Q1 实现营收 4.16 亿元 (+88.2%)，归母净利 3,453 万 (+25.3%)，扣非后净利润 3,308 万 (+49.5%)

服装零售数据向好，支撑行业基本面。2018 年 4 月零售数据公布，社会消费品零售总额同比增长 9.40% (-1.3pct)，从结构来看，服饰类商品零售额同比增长 9.2%，增速较 17 年全年提高 1.4pct，今年以来，服装零售分项增速整体保持上升趋势，显示出行业终端消费良好，支撑龙头企业基本面。

图 5：17 年底以来社零服装分项同比增速趋势性回升 单位：%



资料来源：Wind、天风证券研究所

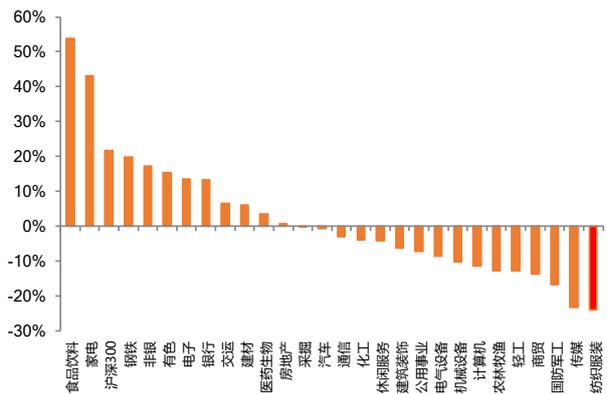
板块 17 年超跌特征明显，估值处于近两年的底部区间。纺织服装板块 2017 年全年下跌 -24%，涨幅倒数第 1，整体 PE 估值已经接近近两年年以来的下限，超跌特征明显。

图 6：纺织服装指数 17 年跌幅达到 -24%



资料来源：Wind，天风证券研究所

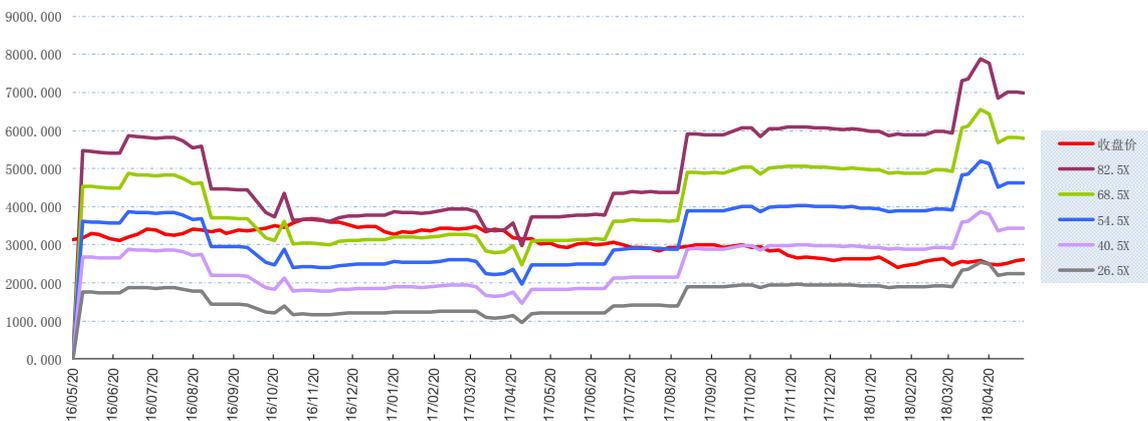
图 7：2017 年纺织服装跌幅居行业第一



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：板块 PE-Bands 数据，纺服板块整体估值已经贴近近两年来下限（截至 2018 年 5 月 16 日）

服装家纺(申万) 801132.SI

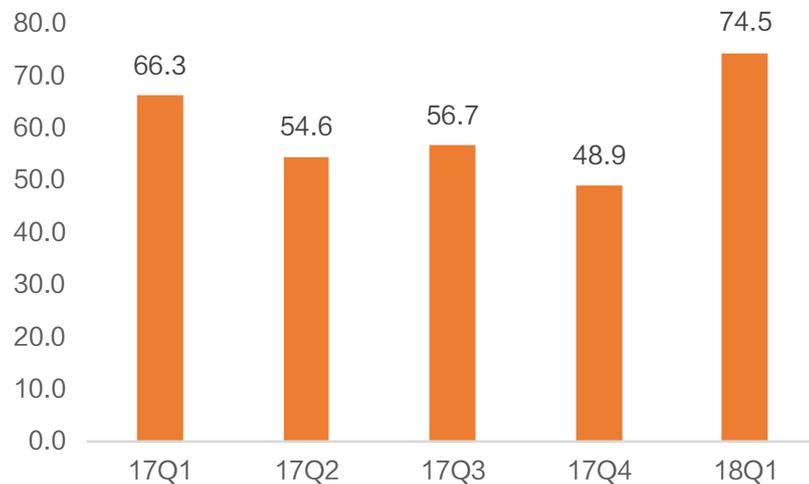


资料来源：Wind，天风证券研究所

机构配置偏好低点回升。2017 年底基金持仓数据，纺服板块整体持仓 48.9 亿元，占基金

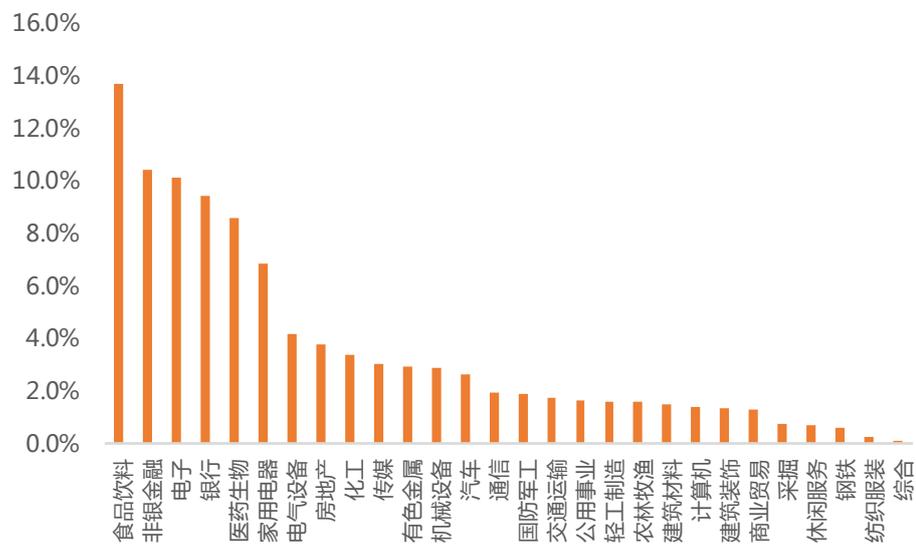
持仓整体比重 0.26%，排名居行业最末位，悲观预期已经通过资金对板块的配置比例充分体现。而截至 2018Q1，基金持仓纺织服装行业，按照基金重仓股口径，期末基金持股纺织服装板块 74.5 亿元，较期初（即 2017 年底）48.9 亿元，增长+52.4%，显示出对于纺织服装板块，机构资金偏好明显提升，板块配置价值被进一步认识。

图 9：板块重仓持股市值 单位：亿元



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：基金 17 年年报纺织服装持仓占比为各行业最低



资料来源：Wind、天风证券研究所

2.3. 机会来临，投资哪些标的？

行业机会来临，我们推荐内生增长较快且估值相对较低的水星家纺，受益高端女装复苏的子行业龙头歌力思以及具有长期增长逻辑、商业模式创新的南极电商及开润股份、太平鸟、海澜之家。

水星家纺：目前对应 18 年估值 22 倍。家纺行业未来增长主要来源于电商渠道以及低线城市消费升级。水星家纺在电商渠道收入占比行业最高、增速最快；另外，水星家纺起源于低线城市，渠道下沉具备优势。预计 2 季度收入、净利润增长 20%左右。

开润股份：目前对应 19 年估值 32 倍左右，预计未来两年净利润复合增速 50%。小米即将登陆港股，作为小米生态链最大的生活消费品公司，预计利于提升开润股份的估值以及关

注度。预计 18 年 B2C 业务收入增速或超过 100%，B2B 业务收入增速 20%，润米 90 分的新品类、硕米稚行的新产品、B2B 与名创优品合资公司的业务有望超预期。

歌力思：4 月主品牌同店增速略有下滑（4 月主品牌收入增 13%，Ed Hardy 收入增 20%+），但预计全年净利润仍能有 25% 左右增长。公司受益于中高端女装行业景气度高，随着 Laurel、IRO 等新品牌逐渐成熟，预计未来三年净利润复合增速 25%。

南极电商：预计未来两年净利润复合增速 50%+。截至 2018 年 5 月 15 日，公司 GMV49.45 亿，我们测算同比增长 65%。公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模 GMV 仍高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，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，增长动力强劲，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。预计 18-20 年 EPS 为 0.53/0.76/1.09 元，给予 2018 年 35 倍 PE，目标价 18.6 元。

3. 棉价看涨，优质棉纺企业迎来布局机会，推荐华孚时尚

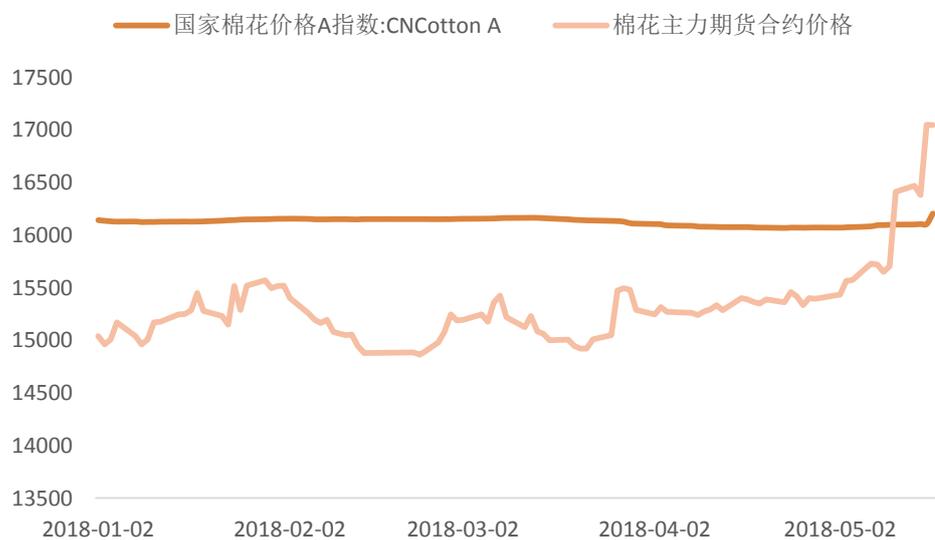
3.1. 多重因素影响下，内棉具备上行动力

2018 年以来，国内棉花现价及期货价格整体维持高位震荡，近期出现明显上涨。近期内棉大涨主要系：

（1）近期新疆博乐大部分棉区降水频繁，气温偏低，对棉花生长不利。近日在棉花受灾补种后再次遭遇风害，同时暴雨降低了当地气温，棉苗或将遭受冻害侵袭。

（2）政策端棉花种植面积持平略减，对应未来国内棉花产量略降。5 月 16 日农业农村部新闻发布会上种植业管理司司长曾衍德表示今年继续推进种植结构调整，其中棉花种植面积持平略减。

图 11：国内棉价近期出现明显上涨（单位：元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

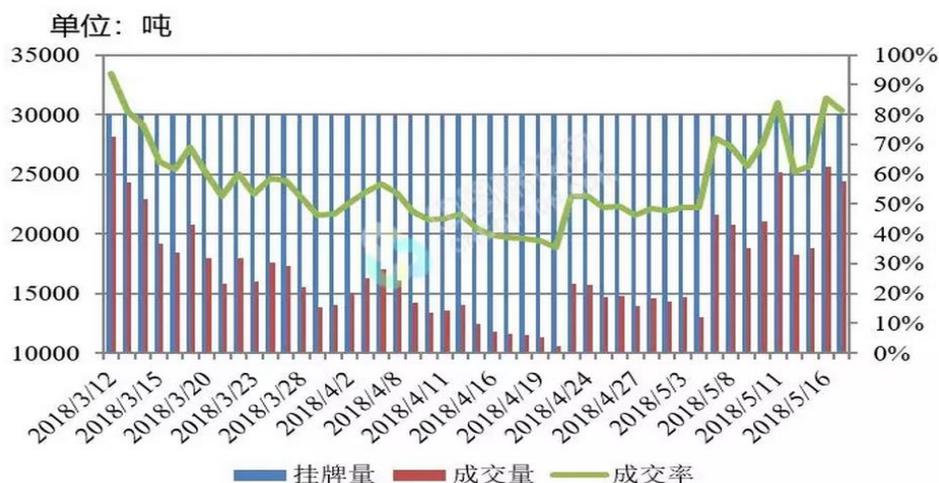
中长期来看，终端需求回暖，下游订单充足，内棉供需缺口不断放大，提供棉价上行动力。

需求端：终端消费复苏促使棉花需求持续增长，国储棉抛储稳步推进成交率不断提升，供需失衡下纺企进入抢棉阶段。

（1）2017 年服装鞋帽、针纺织品类零售总额达 14557 亿元，相比 2012 年的 9778 亿元增加了 4779 亿元，预计 2018 年全国服装鞋帽、针纺织品类消费将继续保持稳中有长趋势，增速也将保持稳定，预计 2018 年全国服装鞋帽、针纺织品类零售额将达到 15231 亿元。

(2) 4月开始, 国储棉成交率不断提升, 截止5月17日, 累计计划出库141万吨, 累计出库成交79.4万吨, 成交率达56%, 其中5月17日中国储备棉管理有限公司计划挂牌出库销售储备棉3万吨, 实际成交2.45万吨, 成交率81.46%, 其中地产棉成交14922.79万吨, 成交率73%; 新疆棉成交9527.39万吨, 成交率100%。可见在内棉供给不足, 棉花需求旺盛情况下, 企业进入抢棉阶段

图 12: 国储棉成交率不断提升



资料来源: 中储棉信息中心, 天风证券研究所

供给端: 与需求端缺口依旧长期存在, 新疆受自然灾害天气影响, 国储棉中优质疆棉稀缺。

当前国内棉花缺口300+万吨, 其中约90万吨靠进口棉, 其余200+万吨依靠国储棉抛储, 2016年国储棉轮出266万吨、2017年国储棉轮出322万吨, 今年抛储前国储库存525万吨左右, 因国储棉价格优势市场需求量较大, 预计本年度抛储量200万吨+, 那么年度末国储棉库存将降至300万吨左右, 进入低库存区间, 下一年度储备棉政策可能由纯抛储向轮储转变, 国内产销缺口将由扩大进口进行补充。另外成交率近期的持续提升说明国内棉花需求旺盛, 棉花紧俏, 企业开始抢棉备货以降低成本。

此外, 国内新棉主要来自新疆, 由于近期新疆大部分棉区降水频繁, 气温降低, 影响棉苗生长, 导致新棉供给出现缺口。其中南疆、北疆产量分别下降10%, 20%, 内棉供给进一步缩水。

3.2. 全球棉花消费增长, 外棉库存持续下降, 长期具备上行动力

从供给端看, USDA在5月全球棉花市场供需展望中预测18/19年度全球期末库存进一步走低, 减幅达5.33%。预计全球棉花产量2638.6万吨, 较去年小幅下降1.03%, 消费增幅达3.9%。棉花2018/19供需格局偏紧。USDA预计中国、美国、澳大利亚等棉花产量有所下降, 其中美国下降较多主要由于西南棉区天气干旱导致弃耕率提高、棉花减产, 巴西、印度等地由于受到天气、虫灾等影响, 预预计外棉产量下降20%。

需求端, 受全球经济回暖和部分国家棉纺产业快速发展, 全球棉花消费量增长。USDA预测, 全球棉花需求量将创纪录的超过2612.7万吨, 其中主要需求来自于越南、孟加拉国及印度等地。可见外棉缺口同样也在拉大, 内外棉价长期均具备上涨动力。

国内外棉价均具备上涨动力, 建议关注低估值高弹性棉纺企业。由于国内纺织企业多采用成本加成定价, 棉价直接影响企业盈利情况。棉纺企业通常有3-4个月左右的棉花库存, 随着棉价上涨, 公司相应调整棉纺产品价格, 但棉花成本上涨影响滞后将带动企业毛利率提升, 其中棉纺龙头最受益。

图 13: USDA5月全球棉花进出口统计

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	May 2018/19
Production						
India	6,750	6,423	5,639	5,879	6,205	6,205
China	7,131	6,532	4,790	4,953	5,987	5,879
United States	2,811	3,553	2,806	3,738	4,555	4,246
Brazil	1,733	1,563	1,289	1,528	1,894	1,916
Pakistan	2,068	2,308	1,524	1,676	1,785	1,916
Turkey	501	697	577	697	871	936
Australia	893	501	621	882	1,045	871
Other	4,326	4,387	3,697	3,869	4,313	4,417
Total	26,211	25,964	20,942	23,222	26,657	26,386
USE Dom. Consumption						
China	7,512	7,403	7,620	8,165	8,709	9,036
India	5,062	5,334	5,389	5,225	5,269	5,487
Pakistan	2,264	2,308	2,243	2,243	2,264	2,286
Bangladesh	1,154	1,263	1,372	1,459	1,589	1,698
Turkey	1,372	1,393	1,459	1,415	1,568	1,611
Vietnam	697	893	958	1,176	1,437	1,611
Indonesia	664	708	653	718	740	762
Other	5,215	5,038	4,738	4,586	4,712	4,820
Total	23,939	24,340	24,432	24,987	26,289	27,311
Imports						
Bangladesh	1,154	1,252	1,393	1,459	1,611	1,720
Vietnam	697	931	980	1,197	1,481	1,676
China	3,075	1,804	959	1,096	1,110	1,524
Turkey	924	800	918	801	860	784
Indonesia	651	728	640	738	740	762
Pakistan	261	207	718	523	631	457
India	147	267	233	596	370	327
Other	2,062	1,864	1,859	1,768	1,737	1,703
Total	8,971	7,852	7,702	8,177	8,541	8,954
Exports						
United States	2,293	2,449	1,993	3,248	3,375	3,375
Brazil	486	851	939	607	914	1,045
Australia	1,056	523	616	811	849	980
India	2,016	914	1,255	991	980	925
Mali	196	185	218	239	239	272
Burkina	278	239	283	229	229	272
Greece	280	254	209	223	239	250
Other	2,287	2,310	2,086	1,791	1,749	1,833
Total	8,892	7,727	7,599	8,139	8,575	8,952
Ending Stocks						
China	13,653	14,570	12,671	10,542	8,920	7,276
India	2,495	2,936	2,165	2,423	2,750	2,870
Brazil	1,572	1,548	1,243	1,509	1,759	1,895
United States	512	795	827	599	1,023	1,132
Pakistan	539	629	569	493	605	632
Australia	393	396	409	477	666	549
Turkey	295	347	334	344	431	463
Other	2,967	2,895	2,465	2,537	3,051	3,415
Total	22,426	24,117	20,684	18,924	19,205	18,234

资料来源：美国农业部，天风证券研究所

3.3. 棉花涨价对棉纺企业的业绩敏感性分析

纱制造公司短期受益原材料涨价。由于棉纱线销售的定价方式多采取原料成本加成形式，即参照棉花现货价格，考虑一定耗棉率和加工费用，在此基础上加成定价。一般棉纺企业库存在 3-4 个月左右，棉花价格上涨使得公司不仅享受到纱线产品的加成利润，同时也有原材料上涨的部分受益，有助于公司短期毛利率和利润水平的提升。

利润率较低的企业业绩弹性较大。纺织制造类企业，尤其是棉纺企业，净利率较低，棉花等原材料涨价带来业绩向上的弹性较大。

我们从理论层面对原材料涨价带来的业绩弹性进行简单测算。假设如下：

- 1) 由于我们判断棉花价格长期上涨，所以测算基准选用 2017 年年报财务数据。
- 2) 由于仅分析原材料对净利润增长的敏感性，费用率等其他条件假设固定不变。
- 3) 假设原材料上涨部分的利润在扣除税收后全部进入净利润。
- 4) 假设忽略海外棉价波动影响，销售订单价格按时间顺序呈线性增加，仅测算国内产品

影响。

5) 利用华孚时尚举例进行敏感性分析。

华孚时尚受益棉价上涨，棉价上涨前我们预计 2018 年归母净利润 9.51 亿 (+40%)，在棉价上涨预期中，当棉花涨价 5%、10%、15%，预计归母净利润为 10.36 亿 (+53%)，11.20 亿 (+65%)，12.51 亿 (+85%)，归母净利润增长弹性为 9.0%、17.8%、31.6%。作为色纺纱龙头之一，棉花原材料占营业成本约 60%。由于公司利润率相对较低，原材料占成本比例较大，因此棉花上涨对业绩弹性影响更大。由于公司多采用疆棉，政府补贴占利润比率较高，但相对稳定，因此我们测算时假定补贴等条件不变。

可见棉价上涨直接利好棉纺企业，综合棉纺企业目前的成长性和估值，推荐华孚时尚。

表 1：以 2017 年年报数据为基准的华孚时尚敏感性分析

棉价上涨幅度	原材料占营业成本比例	销售价格上涨幅度	营业收入	毛利率	所得税率	棉价上涨前预测 2018 归母净利润及同比增速	棉价上涨后预测 2018 归母净利润、同比增速	棉价上涨后净利润弹性
5%	60%	3.5%	168.44 亿	11.25%	15%	8.64 亿 (+28%)	9.60 亿 (+42%)	11.11%
10%	60%	7%	172.02 亿	11.31%	15%	8.64 亿 (+28%)	9.85 亿 (+45%)	11.34%
15%	60%	10.5%	175.61 亿	11.37%	15%	8.64 亿 (+28%)	10.10 亿 (+49%)	16.90%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 华孚时尚：库存充足，棉价上涨下业绩弹性大

根据公司 2017 年年报估计，公司 2017 年库存棉花不到 20 万吨，纱线业务棉花库存 10 多万吨左右，约等于公司半年棉花消费量。相较于其他公司 3-4 个月的棉花库存储备量，华孚时尚优势较为明显，另外公司前端网链掌握优质棉花资源，长期具备竞争壁垒。我们从业务角度再做拆分：

色纺纱业务：色纺纱主要成本为棉花，采用成本加成定价法，假设棉价提升 10%，预计纱线单价提升 7%，考虑到时间因素我们预计，营收拆分中纱线部分价格推动因素上调为 3.5%；销量方面，按照产能扩张规划及下游产销率，保持 11%左右增速，照此测算，纱线业务毛利由 2017 年年报 15.01%提升至 17.21%左右。

网链业务：网链业务主要经营棉花，按照公司规划明年约 60 万吨棉花交易量，按照棉价 10%左右的提升，考虑到时间因素我们预计，对应网链业务营收提升 5%，达到 102.60 亿。同时公司 10 多万吨库存优先给高毛利的色纺业务使用，前端网链业务依靠规模优势和集聚运营，毛利与前期预测基本持平略微提升 0.4pct 至 6%。

综上，如果棉价提升 10%，公司 2018 年对应总营收预计提升至 172.02 亿，其中纱线业务毛利提升 2.2pct 至 17.21%，网链业务毛利预计为 6%，综合毛利率预计从 2017 年的 11.19%提升至 11.31%。

表 2：假设棉价提升 10%，华孚时尚业绩预测（万元）

项目/年度	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
色纺纱收入	506,741	521,367	588,642	676,261	766,204	868,109
价格推动	-4%	-6%	0%	4%	3%	3%
销量推动	5%	10%	13%	11%	10%	10%
网链业务	158,629	344,575	653,801	1,025,961	1,374,788	1,787,224
YoY	74%	117%	90%	49%	34%	30%
落棉销售	14,970	17,749	17,209	18,000	18,000	18,001
YoY	-16%	19%	-3%	5%	0%	100%
总收入	680,365	883,691	1,259,652	1,720,222	2,158,992	2,673,334
YoY	10.94%	29.88%	42.54%	36.56%	25.51%	23.82%
毛利率	13.70%	11.70%	11.19%	11.31%	10.04%	9.77%

销售费用率	3.80%	2.90%	2.16%	1.70%	1.40%	1.30%
管理费用率	4.61%	3.96%	3.35%	2.27%	1.95%	1.57%
财务费用率	3.37%	2.37%	1.84%	0.58%	0.55%	0.55%
所得税率	9.45%	11.10%	10.50%	11.50%	11.50%	11.50%
三项费用率	11.78%	9.22%	7.35%	4.55%	3.90%	3.42%
资产减值损失率	0.233%	0.069%	0.185%	0.150%	0.120%	100.120%
主营业务毛利		87,590	88,355	116,385	114,931	131,953

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.5. 其他受益标的

从库存来看，百隆东方库存为 30 亿元，原材料占比为 58%；新野纺织的库存金额为 21.93 亿，原材料成本占比在 48%左右；鲁泰 A 的库存金额为 21.01 亿元，原材料成本占比在 41%；联发股份存货金额为 7 亿元，原材料占比为 27%左右。可见对于上游纺织企业来说，原材料存货占比最高，企业将不同程度有益于棉价上涨，建议积极关注。

表 3：其他纺织企业巨头原材料及棉花占成本比重（亿元）

（亿元）	存货	原材料金额	棉花营业成本
百隆东方	29.99	17.48	棉花成本占生产成本的 70%左右
新野纺织	21.93	10.42	9.16
鲁泰 A	21.01	8.59	0.33
联发股份	7	1.86	

资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 重要报告回顾

4.1. 太平鸟：18Q1 扣非净利翻倍，澄清负面消息，调整带来配置机会

扣非归母净利翻倍，业绩符合预期。18Q1 实现营收 17.37 亿元（+14.49%）；归母净利润 1.33 亿元（+131.88%），扣非归母净利润 0.9 亿元（+106.11%），差异主要系处置非流动资产、政府补助、所得税影响等。我们预计 18Q1 终端零售增长 20%+，收入增速低于终端销售的预计主要系：1）线上加大处理存货力度，退货率提升较多。2）线下由于 TOC 对当季收入确认产生影响，但对全年几乎无影响。

收入端主品牌持续稳定增长，直营渠道高增长反映终端零售向好

分品牌看，PB 女装营收 5.96 亿元（+6.46%），调整到位后恢复稳定增长，同时预计 TOC 推进造成加盟收入部分延迟，一定程度影响增速；PB 男装营收 6.57 亿（+21.34%），预计售罄率在 75%以上，销售增长较快；乐町营收 1.91 亿（-10.02%），主要受联转加影响下滑，预计下半年将转正，全年预计+20%；Mini Peace 童装营收 2.16 亿（+51.03%），高增长略超预期，预计主要系线上处理了由于 17Q4 版型问题遗留的存货，调整完有利于未来健康发展；其他（MG&贝甜童装、鸟巢家居）0.58 亿（+29.19%），新品牌并表贡献一定增长。

分渠道看，18Q1 共 4320 家门店，净开 69 家，主要系新品牌贝甜童装 41 家、太平鸟巢 11 家并店，原品牌净开店较少。收入来看，线下营收 12.61 亿元（+11.43%），占比 73.4%；其中直营共 1296 家门店，营收 8.8 亿元（+25.18%），我们预计基本来自同店和次新店高增长（与终端增速匹配）；加盟共 3005 家门店，营收 3.79 亿元（-2.89%），下滑低于预期，但我们预计与公司女装/乐町施行和男装深化 TOC 订货制导致收入确认延迟，不影响全年加盟收入增长；联营共 19 家门店，营收 317 万元，基本调整完毕。线上实现营收 4.57 亿元（+23.65%），占比达到 26.6%，预计主要以存货处理为主，Q2 轻装上阵后预计增速回升到 30%+。

主业毛利率略降，库存结构持续边际改善，资产减值损失下降，净利率大幅提升。

服饰运营毛利率为 55.32% (-1.17pct)，预计主要系线上 35.75% (-10.41pct) 存货处理所致。品牌拆分看，下滑主要系童装 50.08% (-7.03pct)、PB 女装 54.76% (-3.04pct) 和乐町 45.47% (-3.37pct)。费用率稳定，销售/管理/财务费用率为 36.61% (+0.26pct) /7.67%(+0.72pct)/0.31% (-0.1pct)。资产减值损失 6237.8 万 (-31.5%)，存货处理得当，库龄结构持续优化，存货跌价准备下降，占营收比例为 3.59%，回复到 16 年底 3.54% 较正常的水平。净利率 7.5% (+3.74pct)，扣非净利率 5.19% (+2.31pct)，受益存货跌价准备下降，扣非净利率大幅提升。经营现金流净额下降约 1 亿，主要系备货增加和应付职工薪酬增长所致，其中应付职工薪酬下降约 1.19 亿，主要系 17 年年年终奖发放。

风险提示：存货跌价风险、旧渠道大量关店风险。

(摘自报告《太平鸟季报点评：18Q1 扣非净利翻倍，澄清负面消息，调整带来配置机会》——2018 年 4 月 28 日)

4.2. 开润股份：预计 B2C 收入大幅增长超此前预期，继续期待 B2C 高速增长

事件：公司公布一季度报告，报告期实现营收 4.16 亿元 (+88.2%)，归母净利 3,453 万 (+25.3%)，扣非后净利润 3,308 万 (+49.5%)，差异系政府补助下降。

业绩符合预期，收入端受益 B2C 业务大幅增长大超我们预期。

我们预计 18Q1 B2B 业务收入增长 22%，B2C 收入大超我们预期，预计增长 230%-240% (原预计 100%+)。

毛利率、净利率小幅下降，预计系 B2C 业务大幅增长所致。

毛利率为 25.57% (-3.17pct)，预计主要系 B2C 业务快速扩张一定程度拉低整体毛利率，同时人民币升值带来 B2B 业务毛利率一定程度下降。销售/管理费用率为 6.98% (-1.34pct) /6.52%(-1.31pct)均下降，财务费用率 0.6% (+0.97pct)，上升主要系汇兑损失。扣非净利率 7.96% (-2.05pct) 系毛利率下降影响。资产减值损失约 180 万，主要系原手机壳等电脑配件业务计提的应收账款坏账准备增加，对未来影响不大。经营活动产生的现金流量净额下降 428.90%，主要系一季度客户延期对账，货款在 4 月份收回。

看好公司成长为出行市场细分龙头，继续期待 B2C 持续超预期。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 股最具成长性且有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司。

B2C: 1) 18Q1 不断上新品：润米 90 分推出免烫衬衫等鞋服产品；硕米稚行推出儿童推车。2) 18Q1 自有渠道 (尤其是天猫) 扩张超预期，据云观数据，Q1 90 分天猫零售额同比增长 142%，全渠道快速扩张，有望成为 18 年业绩增长主要驱动力之一。3) 预计 18 年润米营收增长 100%+，净利率有望提升至 8%+，B2C 整体营收增长 100%+。

B2B: 新增名创优品、网易严选等客户，与名创成立合资公司 (珂榕)，预计未来三年营收 CAGR 20%+；老客户结构优化有望持续提升盈利能力。

风险提示：B2B 代工业务利润率下降，B2C 自主品牌建设不及预期

(摘自报告《开润股份季报点评：预计 B2C 收入大幅增长超此前预期，继续期待 B2C 高速增长》——2018 年 4 月 26 日)

4.3. 水星家纺：2018Q1 收入符合预期，长期增长逻辑不变

事件：公司公布 2018 年一季报，期间实现营收 5.97 亿元 (+24.79%)；实现归母净利润 0.73 亿元 (+24.58%)；归母扣非净利润为 0.72 亿元 (+24.69%)；EPS 为 0.27 元。

2018Q1 业绩靓丽，收入符合预期

主要得益于线下渠道超预期，2018Q1 业绩继续保持高增长。其中，收入符合我们此前预

期，净利润增速略低于预期。

毛利率：公司 2018Q1 毛利率为 36.42%，整体较为稳定，另外毛利率在去年出现逐季下滑后今年 Q1 环比回升了 0.9pct，可见趋势较好。线下毛利率有所增加，但电商毛利率略有下降，主要系：（1）18Q1 集中处理电商渠道存货，单价下降带来毛利率降低，预计 4 月以后随着存货下降，电商渠道毛利率会逐步恢复；（2）线下渠道毛利率有所上升，由要是提价因素带来（主要是四件套和羽绒产品）。

费用率：2018Q1 销售/管理/财务费用率分别为 15.22%/5.96%/-0.3%。由于 2018 年秋冬定货会在 18Q1 举办，而 2017 年秋冬定货会在 17Q2 举行，所以 18Q1 的定货会费用高于 17Q1。此外公司持续投入研发成本。三项费用率相比去年均有所下滑，公司控费能力有所提升。

净利率：2018Q1 净利率为 12.2%，和去年同期持平。

营运能力：公司 2018Q1 存货周转率为 0.52，应收账款周转率为 4.8，营运指标较为健康。另外，库存较年初下降 4677 万元，但预付款大幅增加 4804 万元（原材料增加一方面是为下一季备货，另一方面是担心羽绒等成本上涨而提前备货），我们认为存货下降主要是产成品下降因素所致，不良存货大幅减少后，4 月后便可轻装上阵。

中端家纺龙头，长期增长逻辑不变，受益于电商红利及低线城市消费升级

家纺行业未来增长动力一来自于电商渠道，二来自于低线城市消费升级。水星作为中端家纺龙头，在提供高性价比产品的同时，在电商渠道以及低线城市线下渠道均具备比较竞争优势，具有长期增长逻辑：

1) 线下渠道具备规模及先发优势，开店空间大：前期通过提供高性价比产品吸引消费者，并利用加盟模式率先布局二、三线城市，门店数量庞大具备规模及先发优势。另外，公司将继续通过二、三线城市横向扩张，一、四线城市纵向扩张，进一步扩大线下渠道覆盖面及密度，并将继续下沉至部分经济发达的低线城市。随着低线城市消费升级，家纺行业集中度提升，水星有望持续受益于其线下渠道优势。

2) 线上电商是重要业绩驱动力：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，电商收入占比达四成。我们认为水星电商优势在于：（1）水星高性价比产品更适合电商销售。（2）电商渠道易形成马太效应，电商优秀运营能力使优势不断强化；（3）18 年线上推出定位高端消费者，以极简风格、高品质为特色的“简·色生活”，有望进一步提高线上销售额。电商业务是公司业绩持续增长重要驱动力。

风险提示：终端销售、电商增速不及预期等。

（摘自报告《水星家纺季报点评：2018Q1 收入符合预期，长期增长逻辑不变》——2018 年 4 月 26 日）

4.4. 南极电商：马太效应下 GMV 高增长继续强势，期待 18 年品牌调性提升

一季度实现营收 5.04 亿（+619.94%），净利润 8926 万元（+245%）。

根据之前一季报预告中披露，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 5976-6126 万元，同比增速+127%-135%。18Q1 公司旗下各品牌可统计 GMV 达 33.69 亿(包含可统计的电商渠道及电视购物渠道)，同比增加 77.02%。

GMV 保持 77%高增长，阿里平台保持强势，拼多多增速亮眼。

GMV：Q1 总量 33.69 亿（+77%），分品牌来看，南极人、卡帝乐分别实现的 GMV 28.84 亿（+70%）、4.04 亿（+124%）；分平台看，在阿里实现 24.08 亿（+87%）、京东 6.10 亿（+17%）、拼多多 2.65 亿（+510%），唯品会 0.72 亿（+70%）。主阵地阿里平台依然保持强势增长，拼多多平台上量迅速。截至 2018 年 4 月 24 日，全平台实现 GMV 41.51 亿，较 17 年前四个月已经实现增长 60%+增长。其中南极人 4 月当月实现 6.53 亿，卡帝乐 1.11 亿。

服务费率：一季报未披露具体分类目收入，我们根据一季报预告中“预计 2018 年第一季度综合服务收入及经销商授权收入合计同比增幅 60%-70%”估算，整体服务费率较去年同期应保持稳定，打消市场担忧。

应收账款：期末余额 9.01 亿元，相较期初增加 77.47%，主要系报告期内保理贷款业务净增 3.57 亿元，剔除保理业务后，较期初仅新增 0.36 亿元，经营性应收账款规模控制稳定。18 年初以来，应收规模较 17 年水平整体上升，主要系并表时间互联应收所致，截至 17 年底公司主业应收账款余额 3.37 亿，占当年综合服务收入为 54.27%，相比 16 年下降 22.10%，剔除并表效应，应收账款指标其实有所改善。

业绩指引：公司预计 18QH1 归母净利润 2.75-3.08 亿元（+97%-120%），剔除时间互联并表影响，主业净利润 2.22-2.5 亿元（+59%-79%），符合预期。

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%。

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。

1) 马太效应凸显，大规模 GMV 仍然保持较高增速印证公司商业模式壁垒。

2) 精细化管理提升+新品类+新品牌，18 年高增长动力足。我们判断公司有望继续提升赋能效率，解决偷标、漏标及刻意压低出厂价等问题。预计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。预计南极电商未来也可能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。3) 预计 18 年也将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。

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《南极电商季报点评：马太效应下 GMV 高增长继续强势，期待 18 年品牌调性提升》——2018 年 4 月 26 日）

4.5. 拉夏贝尔：中档休闲服饰龙头，看好多品牌+全渠道+全直营战略

成人休闲服装市场潜力较大，多品牌+全渠道+快时尚成为休闲服装行业趋势

我国中档休闲服装市场规模逐年提升，在目前产业升级和消费升级背景下，多品牌+全渠道+快时尚已经成为行业趋势：1) 多品牌战略可以突破单一品牌带来的运营风险和营销瓶颈，同时企业希望通过各品牌的自有特色和差异化的风格满足不同类型消费者的消费需求。2) 全渠道：线上电商已经成为企业必争之地，2016 年服装电商渗透率达到 36%，销售规模 5 年复合增长率达 36%，基于大数据和信息系统，企业通过高效的供应链体系，打造全渠道 O2O 模式，实现线上线下相互协同，提升品牌竞争力。3) 快时尚：我国大众休闲服装品牌在经过快时尚品牌的冲击后，都进行了品牌升级和转型，类似太平鸟、拉夏贝尔等通过品牌升级和供应链体系逐步完善，已经成为具备供应链优势和快时尚基因的时尚休闲品牌。

拉夏贝尔是中档大众休闲服饰龙头，不断扩充品牌阵营，收入规模稳健增长

公司定位大众休闲服装市场，不断通过自主培育和投资并购，现拥有 19 个品牌（今年 4 月收购法国时尚女装品牌 NAFNAF 40% 股权，再次扩大品牌阵营），意在覆盖女装、男装及儿童领域，以差异化多品牌战略深度挖掘市场。目前，女装仍然是主要收入来源，收入占比达到 80% 以上。从业绩表现来看，公司营业收入持续增长，净利润自 16 年下滑后有所回调。2017 营收/净利润增速分别为 +5%/-6%，主要系：1) 百货渠道转型导致公司专柜收入下降；2) 公司培育品牌尚未盈利，影响业绩。2018Q1 多方调整效果逐步显现业绩转好，收入/净利润增速为 25%/25%

具备高效供应链体系符合快时尚趋势，看好多品牌+全渠道+全直营战略

拉夏贝尔作为中档休闲服饰龙头，深耕大众市场，目前具备多品牌及渠道规模优势，并且拥有高效的参与式供应链体系。1) 品牌运营：公司一直实行“多品牌+多品类”的差异化

战略，使产品能够满足不同消费者的需求，同时通过各品牌之间的协同作用，有助于提升市场渗透率，目前公司在女装市场的市占率为 1.7%（国内品牌中市占率第一），未来在多品牌协同发力下市占率有望持续提升。2）渠道方面：线下渠道具备规模及先发优势，电商业务成为新的业绩驱动力。一方面，公司采用全直营战略，及时掌握终端数据，精准决策，截至 17 年共计 9448 家店，在同行业中处于领先地位，具备规模优势；另外，公司率先深耕低线城市，17 年二三线渠道占比 65%，在低线城市消费升级趋势下，具备先发优势；另一方面，电商业务占比逐年提高，17 年电商收入增速为 45%。全渠道布局协同发展下，各渠道持续贡献业绩。3）供应链：公司具备高度参与式供应链体系，利用 RFID 电子标签使公司能够及时了解市场需求，提升供应链的快速反应能力和营运效率。

风险提示：终端消费疲软，渠道快速扩张但销售不及预期、新品牌销售不及预期。

（摘自报告《拉夏贝尔公司深度：中档休闲服饰龙头，看好多品牌+全渠道+全直营战略》——2018 年 5 月 17 日）

4.6. 比音勒芬：从高尔夫服饰龙头到运动时尚新贵

年报略超预期，一季报业绩亮眼超市场预期

2017 年报，全年实现营收 10.54 亿（+25.23%），归母净利润 1.80 亿（+35.92%），拟每 10 股转增 7 股派 10 元，分红率 59.2%，股息率 1.67%。其中 17Q4 实现营收 2.96 亿（+25.48%），归母净利润 0.43 亿（+56.83%）。18Q1 实现实现营收 3.7 亿（+30.31%），归母净利润 8494 万（+41.54%）。一季报增速亮眼，较去年同期 20.4%的增速提升明显，显示出公司加速发展，品牌影响力和消费者认可度不断提升。

渠道：公司采用直营+加盟模式，直营主要设立在一二线城市的核心商圈、高尔夫球会所及机场、车站等重要的交通枢纽。2017 年全年，公司终端门店增加 50 家至 652 家，直营店与加盟店比例 1:1.22，直营 294 家，加盟 358 家。公司实行“调位置、扩店面”的店铺改造计划，致力于提升消费者购物体验。预计未来几年渠道扩张速度将维持在 10%+。

店效和同店：据测算，2017 年加盟店效 77.76 万，直营店效 263.8 万左右。剔除新店因素，同店收入增长约为 20%。

预收款：2017 年预收款 1.56 亿，较去年同期上升 77%；18Q1 预收款同增 49%，一定程度反映加盟端订货会需求良好，加盟商订货积极。**存货与周转：**2017 年公司存货周转天数上升 44 至 294 天，存货绝对额同增 41%至 3.49 亿元，存货周转率较去年同期降低 0.22 次，主要系公司销售规模扩张，积极备货所致。

盈利能力：2017 年毛利率 65.40%（+3.12pct），净利率 17.1%（+1.3pct）。18Q1 毛利率 63.8%（+0.95pct），净利率 22.9%（1.8pct），18Q1 较 17 年盈利能力提升主要来自费用率的下降。17 年及 18Q1 销售费用率 32.6%（+1.5pct）/25.6%（+0.15pct）系公司直营销售网络扩张，职工薪酬、装修装饰费、广告宣传费等营销费用增加所致；17 年及 18Q1 管理费用率 11.23%（+1.57pct）/7.65%（-1.15pct），17 年管理费用率上升主要系职工薪酬、差旅费、产品设计研发费用增长所致。

进军度假旅游市场，打开新增长空间。2017 年公司针对国内快速增长的高端旅游人群，推出全新度假旅游系列产品线。通过情侣装、亲子装等满足功能性、拍照效果、时尚度等核心需求。2017 年我国旅游人数 50 亿人次，消费规模 5.7 万亿元。旅游度假正成为大众，尤其是中高端消费群的主流生活方式。而现有服饰无法满足旅行需求，中高端度假旅行服饰品类上暂缺第一联想品牌。我们认为公司未来有望成为度假旅行服饰领军品牌。

公司深耕中高端服饰多年，研发、渠道优势助力新品开拓。研发：新品主要设计师均为新加盟海外人士，时尚从业背景深厚。重视渠道运营与升级，进行店面改造，渠道覆盖国内主要机场高铁站和百货，2017 年在百货业态疲软背景下，仍取得 20%左右的同店增长，渠道质量优秀。

风险提示：产品滞销风险，渠道拓展风险。

（摘自报告《比音勒芬首次覆盖报告：从高尔夫服饰龙头到运动时尚新贵》——2018年5月13日）

4.7. 小米模式深度研究：从 A 股第一家小米生态链公司开润股份到小米模式的一年半思考总结

如何理解小米的商业模式？

我们希望以“相对静止-运动”结合的框架解读小米：我们认为小米的商业模式是阶段性和动态的，而不改变的是小米的价值观和商业理念，即效率。

小米在建立初期是一家软件公司，形成“软件+互联网”的商业模式。MIUI 操作系统通过与客户建立深度联系，深入了解客户需求和高速迭代，从而改善了用户体验，提升整体效率，在发烧友中积累了人气，并构建了小米第一批忠实的用户和粉丝，为小米之后的快速发展与流量变现奠定了坚实基础。

小米成名期是一家以“软件+互联网+硬件”为商业模式的消费电子公司。移动互联网的发展促进了智能手机在国内的迅速普及，对于小米来说 MIUI 前期积累的用户需要不断扩大以实现流量的一次变现，智能手机是很好的媒介和载体。小米通过打造超高性价比的小米手机迅速成为国内智能手机市场的巨头，为公司未来的智能生态链布局提供坚实的基础，也正是在这一时期，小米开始形成以提升效率为核心的独特商业模式。

小米新时代的商业模式是以“硬件+互联网服务+新零售”的铁人三项商业模式，核心依然是提高效率。小米将硬件作为流量的入口；互联网服务作为利润的重要来源；而新零售则是实现该种商业模式的循环和闭环的关键节点。在物联网发展的风口上，小米通过“投资+孵化”构建全新的小米生态链模式，沿着手机周边、智能硬件和生活耗材产品逐步布局，实现流量从手机到硬件的二次变现；同时新增线下渠道，布局新零售，实现线上线下的融合扩大想象空间，截至 18 年 3 月，小米共拥有 331 家线下门店，坪效高达 24 万。

总览小米商业模式的发展变化，我们可以看到小米是以硬件、互联网和新零售为方向，通过循序渐进的方式建立各项业务，实现长期蓄力的过程。首先，小米从用户需求出发，建立了 MIUI 操作系统；在积累了大量用户和粉丝之后，推出了具备高性价比的手机；基于手机的良好性能和广泛的客户群体，小米通过小米网（小米商城）进行销售，实现了流量的一次变现，为后面云服务大数据业务的不断开发和拓展奠定基础。在拥有了互联网服务的基本项目后，小米布局手机周边和智能硬件，从而实现设备的互联和互联网服务的盈利；在渠道方面，由于产品品类的丰富，小米布局全网电商，建立小米之家线下渠道，线下巨大的客流反哺生态链企业，从而可以实现生态链产品较高的销量。所以小米每在一个方向拓展新的项目，其实是后一项业务的预设和前提，后一项业务可以反哺前一项业务，带来更好的发展。

重点推荐标的：开润股份

公司 B2C 业务有望持续快速增长；B2B 业务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，我们看好公司定位高性价比的成人+儿童出行市场，未来有望成长为国内出行龙头。1) 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 100%+高增长，有望超预期。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) 预计 18-20 年 EPS1.64/2.42/3.74 元，未来三年 CAGR 50%。

风险提示：品牌形象受损、客户拓展和客户参与度不及预期。

（摘自报告《小米模式深度研究：从 A 股第一家小米生态链公司开润股份到小米模式的一年半思考总结》——2018 年 5 月 13 日）

4.8. 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) 对于国产的品牌服饰，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类别服装巨头。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）

4.9. 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，我们认为是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）

5. 市场行情

5.1. 板块及个股涨跌幅

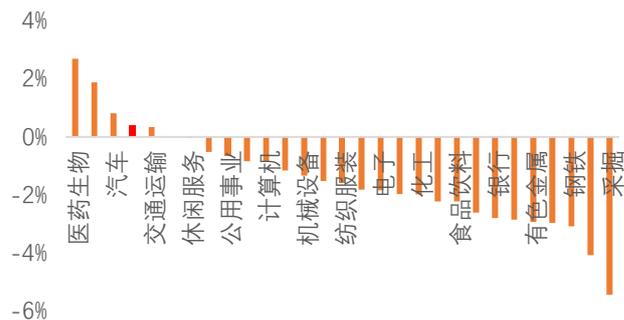
本周上证指数收于 3,141.30 点，较上周收盘下跌 1.63%；深证成指收于 10,448.22 点，较上周收盘下跌 2.10%；沪深 300 收于 3,816.50 点，较上周收盘下跌 2.22%；申万纺织服装板块收于 2,584.61 点，较上周收盘下跌 1.58%。

图 14：纺织服装板块月度走势

图 15：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



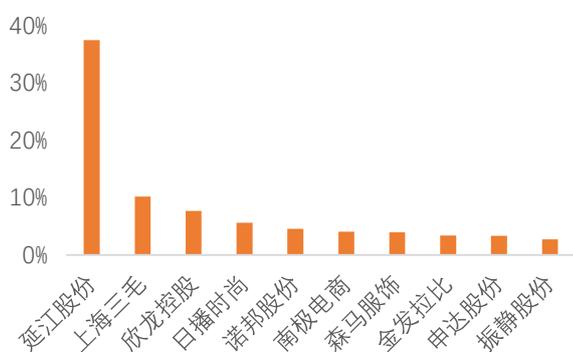
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

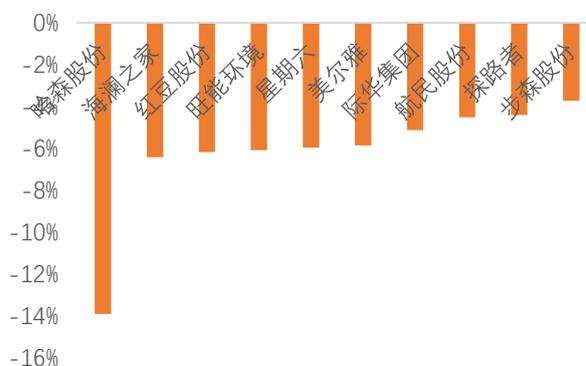
个股方面, 延江股份、上海三毛、欣龙控股领涨纺织服装板块; 哈森股份、海澜之家、红豆股份跌幅居前。

图 16: 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 17: 纺织服装个股周涨幅后十名 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

5.2. 行业数据回顾

5.2.1. 零售端: 4月零售端增速小幅回调, 其中化妆品类零售维持高增速

2018年4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9.20%(2018年3月为14.80%), 化妆品类同比增长15.10%(2018年3月为22.70%), 行业整体呈现上升趋势, 细分各个行业也均呈现出上升趋势。

截至2018年3月, 社会消费品零售总额同比增长9.40%, 相比2018年3月份的10.10%略有下降, 服装鞋帽针纺织品类累计同比9.70%。

图 18: 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 19: 2016 年年初至今限额以上零售企业服装类零售额: 当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2016 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 22：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

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2016 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 23：2016 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

5.2.2. 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 4 月，据海关总署发布的数据显示，4 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 105.14 亿美元，同比上升 7.14%；累计出口 363.72 亿美元，同比增长 11.40%，增速相比 3 月有所下降；服装及衣着附件 3 月的出口金额为 109.72 亿美元，同比下降 7.00%，累计出口 425.60 亿美元，同比下降 1.20%，相比 3 月份有所下降。

图 24：2011 年初至今纺织品出口增速：累计同比 (%)

图 25：2016 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



资料来源: wind 天风证券研究所

5.2.3. 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 94.45 美分/磅，较上周价格上涨 2.11%。

中国棉花综合价格指数: 120.60，较上周上涨 2.57%。

棉花进口价格: 2018 年 04 月为 1877.15 元/吨，较 03 月份 1967.08 元/吨，下跌 4.57%。

羊毛进口价格: 2018 年 04 月为 8982.38 元/吨，较 03 月份 8896.94 元/吨，上涨 0.96%。

粘胶短纤、长丝价格: 粘胶短纤本周均价为 14,300 元/吨，较上周价格上升 1.78%。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 8,950 元/吨，较上周下跌 0.28%。涤纶长丝 POY 本周均价为 9,050 元/吨，较上周下降 2.27%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 10,950 元/吨，较上周下降 1.35%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 10,800 元/吨，较上周下降 1.10%。

国内棉布产量: 4 月棉布产量 51.60 万吨，当月同比+6.60%。

国内棉纱产量: 4 月棉纱产量 288.90 万吨，当月同比+1.00%。

图 26：2016 年初至今 Cotlook:A 价格走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27：2016 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 28：2016 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 29：2016 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 30：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



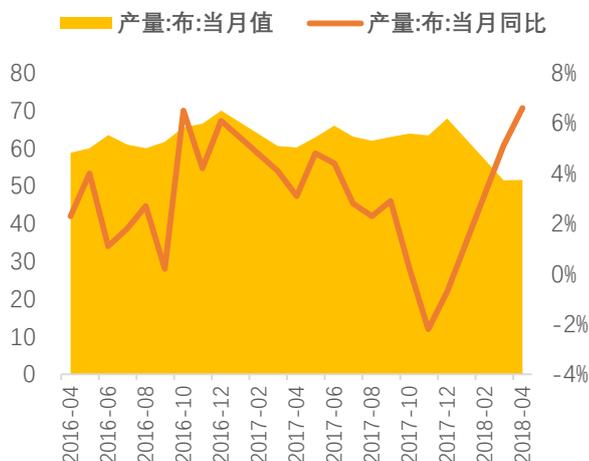
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



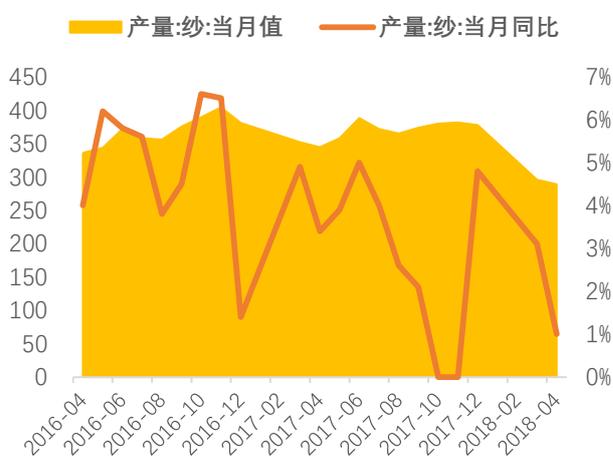
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2016 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 33：2016 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

5.2.4. 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4月，纺织行业固定资产投资同比增长2.10%，较上月同比增速有所下降（-0.4pct）。

服装行业固定资产投资：2018年4月，纺织服装行业固定资产投资同比增长-11.50%，较上月同比增速有所上升（+4.70pct）。

图 34：2011 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 35：2011 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

5.2.5. 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3月，纺织行业产成品库存 1,337.6 亿元，同比增长 2.00%，较上月增速有所下降（-1.3pct），绝对值由年内高位继续回落。

服装行业库存情况：2018年3月，服装行业产成品库存 846.0 亿元，同比增长 5.60%，较上月增速有所上升（+0.80pct），自 2017 年 10 月库存持续回落以来首次上升。

图 36：2011 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 37：2011 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

5.3. 公司公告

健盛集团（603558） 以公司总股本 4.16 亿股为基数，向全体股东每股派发现金红利 0.15 元（含税），共计派发现金红利 0.62 亿元。

申达股份（600626） 更正后公司 17 年营业收入为 111.26 亿元，同比增长 28.25%，归母净利润为 1.93 亿元，同比减少 0.42%。

航民股份（600987） 公司拟向航民集团、环冠珠宝非公开发行股份购买航民百泰 100% 股

权，本次交易后，航民百泰将成为航民股份的全资子公司。

哈森股份 (603958) 公司 17 年营业收入为 14.97 亿元，同比减少 11.03%，归母净利润为 0.18 亿元，同比减少 77.43%。

摩登大道 (002656) 以公司总股本 4.45 亿股为基数，向全体股东每 10 股转增 6 股，并派发现金股利 0.15 元。

牧高笛 (603908) 1) 以公司总股本 6,669 万股为基数，每股派发现金红利 0.5 元 (含税)，共计派发现金红利 3,334.5 万元；2) 深创投、浙江红土、杭州红土计划在 6 个月内减持公司股份共计不超过 400 万股，占公司总股本的 6.00%；制造总监马其刚计划减持不超过 3.8 万股，占总股本的 0.057%。

九牧王 (601566) 以公司总股本 5.75 亿股为基数，每股派发现金红利 1.00 元 (含税)，共计派发现金红利 5.75 亿元。

日播时尚 (603196) 公司首次公开发行限售股共 540 万股，2018 年 5 月 31 日上市流通。

维科精华 (600152) 公司以拍卖方式转让子公司镇江棉纺织房屋建筑物、构筑物、土地使用权等资产价值项目，成交价格 7,149 万元。

维格娜丝 (603518) 公司监事张玉英持减持其所持公司股份不超过 2.5 万股，占公司总股本比例为 0.01%。

5.4. 行业新闻动态

海澜之家新加坡首店开业，周建平透露海外市场毛利率是国内的 1.5 倍 (LADYMAX 2018/5/21) 海澜之家 (600398.SH) 于上周五在新加坡的 Suntec City Mall 开设了核心品牌 HLA 的旗舰店。该店 Logo 一改海澜之家以往中文字+英文的黄标形象，变成以白色为主调的“HLA”字样，经营面积为 350 平米。集团董事长周建平在上月举办的股东大会上透露，海澜之家去年在海外市场的销售额达 616.8 万元，毛利率达 56.77%，远超海澜之家在国内 39.62%的综合毛利率。

避开与 Zara、H&M 竞争的佐丹奴翻身？第一季度业绩强劲反弹 (品牌服装网 2018/5/21) 佐丹奴国际 (HK: 0709) 今日发布的最新业绩报告显示，在截至 3 月 31 日的三个月内集团销售额同比大涨 13.4%至 14.57 亿港元，毛利润则同比增加 12.5%至 8.47 亿港元，其中来自电商渠道的收入同比大涨 44.6%至 8100 万港元。在中国内地，佐丹奴国际销售额保持增长势头，电商渠道与特许经营业务逐渐步入正轨，直营店的可比销售增幅达 16.7%；在香港和澳门地区，佐丹奴国际可比销售额增幅为 9%。

Etam 艾格正式退出中国成衣业务 东莞一老板接手运营 (品牌服装网 2018/5/23) 法国时装品牌 Etam 艾格于周日突然宣布将其中国市场的成衣业务 Etam Weekend、ES 和 E & JOY 出售给香港一投资机构，仅保留内衣业务。该交易由东莞当地商人周进国牵线，BDA Partners 在该交易中担任 Etam 的财务顾问，Sidley Austin 则将担任 Etam 的法律顾问。Etam 集团首席执行官 Laurent Milchior 表示，随着品牌进入一个新的发展阶段，将中国市场的成衣业务交给周进国有利于品牌更好地扩展中国市场，并吸引更多新的消费者，同时让集团能够专注于发展内衣业务。

今年将关店 200 家！Gap 集团 CEO 承认品牌运营存在问题 (LADYMAX 2018/5/23) 美国服饰集团 Gap (GPS.NYSE) 首席执行官 Art Peck 日前在年度股东大会上承认，旗下 Gap 品牌在运营方面存在问题，导致该品牌的销售表现复苏缓慢，但强调与产品设计和质量无关。Art Peck 透露，尽管 Gap 品牌去年已关闭近百家门店，未来一年内还将继续关闭 200 家，但计划新增 60 家 Old Navy 门店。鉴于亚洲已成为 Gap 集团仅次于美国的第二大市场，Gap 视中国地区为其突破点之一，试图进一步打通线上线下，与其他快时尚品牌和电商争夺年轻消费者。

为了压缩成本 继优衣库之后 H&M 将在非洲寻找供应商 (品牌服装网 2018/5/25) 瑞典快时尚 H&M 集团高管于本周访问了南非的一些主要城市，目的是为品牌寻找新的供应商。

据悉，H&M 作出这一决定的原因是其在中国市场的供应商受到人工成本上涨和关税政策调整影响。目前，H&M 集团在南非共拥有 18 个销售点，有分析指南非供应商在与 H&M 达成合作关系后，将大幅提升当地服装制造业在埃塞俄比亚和斯威士兰等竞争力。此前南非有多家工厂因无力与中国的厂家竞争而被迫倒闭，造成数千个工作岗位流失。

6. 下周重要事项提示

表 4：近期上市公司股东大会信息

	公司	地点	时间
5.29	日播时尚	上海市松江区茸阳路 98 号放映厅会议室	13:30
5.31	红蜻蜓	浙江省温州市永嘉县瓯北镇五星工业园红蜻蜓大厦	14:30
6.1	红豆股份	江苏省无锡市锡山区东港镇公司一楼会议室浙江省新昌县省级高新技术园区（南岩）美盛文化创意股份有限公司五楼会议室	14:30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

7. 年内重点限售股解禁公司

表 5：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 (%)	
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	74473	69931	94	74473	70055	94	股权激励限售股份
金发拉比	2018-06-11	12882	20378	6955	34	20378	19837	97	首发原股东限售股份
汇洁股份	2018-06-11	27234	38880	11646	30	38880	38880	100	首发原股东限售股份
多喜爱	2018-06-11	6102	12000	5603	47	12000	11705	98	首发原股东限售股份
摩登大道	2018-06-11	2076	44532	25580	57	44532	27656	62	定向增发机构配售股份
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	72830	80	90957	79058	87	定向增发机构配售股份
新澳股份	2018-07-30	6849	39365	32306	82	39365	39155	99	定向增发机构配售股份
红豆股份	2018-08-03	46647	180947	144992	80	180947	191639	106	定向增发机构配售股份

起步股份	2018-08-20	17190	46998	4700	10	46998	21890	47	首发原股东限售股份
摩登大道	2018-09-04	1464	44532	25580	57	44532	27044	61	定向增发机构配售股份
维科精华	2018-09-10	1374	44066	29349	67	44066	30724	70	定向增发机构配售股份
太平鸟	2018-09-14	178	48093	19877	41	48093	20055	42	股权激励限售股份
拉夏贝尔	2018-09-25	9103	54767	5477	10	54767	14580	27	首发原股东限售股份
鹿港文化	2018-11-06	1733	89407	87293	98	89407	89025	100	定向增发机构配售股份
南极电商	2018-11-09	10379	245487	145126	59	245487	155505	63	定向增发机构配售股份
水星家纺	2018-11-20	2191	26667	6667	25	26667	8858	33	首发原股东限售股份
华纺股份	2018-11-29	9233	52485	42236	80	52485	51470	98	定向增发机构配售股份
健盛集团	2018-12-03	1374	41636	30000	72	41636	31374	75	定向增发机构配售股份
三夫户外	2018-12-10	2848	11235	6476	58	11235	9325	83	首发原股东限售股份
旺能环境	2018-12-17	5869	24504	5304	22	24504	11173	46	定向增发机构配售股份
振静股份	2018-12-18	5350	24000	6000	25	24000	11350	47	首发原股东限售股份
三夫户外	2018-12-20	909	11235	6476	58	11235	7385	66	定向增发机构配售股份
天创时尚	2018-12-26	3573	43165	12740	30	43165	16313	38	定向增发机构配售股份
黑牡丹	2018-12-26	25157	104710	79552	76	104710	104710	100	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