

纺织服装

证券研究报告
2018年07月22日

6月社零数据企稳回升，看好行业三季度投资机会

本周组合：水星家纺/开润股份/南极电商/歌力思/太平鸟/海澜之家/森马服饰；

- 高成长：开润股份/南极电商。
- 低估值成长：歌力思/太平鸟；
- 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：本周上证指数下跌0.07%，申万纺织服装板块较上周上涨0.53%，有所反弹。社零数据企稳回升，利好二线消费；总体来看，18年上半年社零总额增速为9.4%，相比去年同期的10.4%略有下滑。由于受到世界杯及618大促的影响，6月零售边际改善，社会消费品零售总额同比增长9%，相比5月提升0.5%；由于今年5月受到端午节错位影响，增速放缓，若将5月6月数据综合来看，社零总额增速为8.8%，略低于去年同期。进入7月后我们认为下半年整体社零增速有望继续企稳回升。同时我们认为品牌服饰等消费复苏逻辑与趋势不改，板块估值阶段性调整有望迎来新投资机会，建议积极关注二线消费纺织服装板块。**人民币贬值背景下，纺织服装有望受益：**近期人民币兑美元汇率波动明显，贸易战持续摩擦背景下，人民币或将再次面临贬值。我们认为贬值一方面强化价格优势刺激出口需求，另一方面对于以美元计价和结算的海外业务将带来汇兑收益，建议关注国内海外业务占比较高的优质纺服企业。在前期板块经历调整，估值阶段性修复加上社零数据预期回暖、汇率贬值等利好情况下，我们继续推荐有长期增长逻辑的组合。

推荐：水星家纺/开润股份/南极电商/歌力思/太平鸟/海澜之家/森马服饰。

(2)重点公司推荐：

开润股份：上新chic双肩包，吸引女性客户。18H1业绩预告公布，归母净利润略超预期。1) 预计18H1年营收8.17-9.16亿元(+65%-85%)符合我们此前预期(+70%-75%)；归母净利润8,136万元-9,342万元(+35%-55%)略超预期，主要系非经常损益915万元(+63%)大幅增加，预计主要结构为政府补贴和退税；扣非归母净利润为7,221-8,427万元(+32%-54%)，符合我们此前预期(+35%-40%)。预计18H1 B2B收入增20%左右，B2C收入增长130%左右。2) B2B：18H1国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，预计三年收入CAGR 20%+。3) B2C：90分18年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张，鞋服等新品类发力横向扩张，预计非箱包品类占比不断提升。我们认为公司产品线规划愈加完善，旅行箱主要为引流品类；背包主要为利润品类；鞋服等产品有利于提升规模，降低费用率，提升经营效率。新渠道：18H1自有渠道扩张快速，继续拓展有赞、环球捕手等社交电商新渠道；线下进入小米之家，预计未来将铺设自有品牌线下店和箱包门店，加快线下布局；全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计18年润米整体营收增长100%+，净利率提升至6%-7%。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。预计18年润米营收100%+高增长，B2C整体收入增长超+100%。4) 由于分红转增股本，预计18-20年EPS为0.91/1.34/2.07元，未来三年CAGR 50%。

水星家纺：1) 线上：据淘数据及我们测算，预计Q1增长25%，Q2持平；17年上半年基数高+处理电商库存+受拼多多等低价电商平台影响，电商渠道阶段性增速放缓，预计Q3这些负面因素逐步好转。预计18年上半年线上增长接近10%，全年增长20%-25%。2) 线下：Q1增长25%，预计Q2增长25%+，预计18H1增长超过25%，超市场预期，全年增长25%。长期增长逻辑不变，整体预计18全年收入/净利润增速均为20%-25%；3) 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，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。5) 预计18-20净利润增速分别为22%/20%/18%，EPS为1.18/1.42/1.68，给予公司18年30倍PE，目标价为35.40元。

南极电商：1) 截至7月13日，GMV72.3亿，当月销售额达4.44亿元，全年GMV累计增速预计达64%+。预计18年全年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，受益低线城市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。

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

于健 联系人
yujian@tfzq.com

周晶晶 联系人
zhoujingjing@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:开润股份18H1业绩略超预期，反弹继续推荐长期增长组合》2018-07-16
- 2 《纺织服装-行业研究周报:周报：大盘调整较多，继续推荐有长期增长逻辑的被错杀个股》2018-07-09
- 3 《纺织服装-行业研究周报:周报：7月零售有望持续改善，预计行业迎来第二波行情》2018-07-02



3) 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 18.60 元。

太平鸟: 1) 预计 H1 收入增长 12%, Q2 预计增长 10%, H1 归母净利润预计增长 80%+, 非经常损益约 7400 万 (同期 8528 万), 扣非归母净利润约为 9800 万 (同期约 900 万) 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) 预计 18-20 年 EPS1.38/1.77/2.15 元, 18-19 年净利润复合增速 37%。

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

股票 代码	股票 名称	收盘价 2018-07-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603365.SH	水星家纺	22.90	买入	0.97	1.18	1.42	1.68	23.61	19.41	16.13	13.63
300577.SZ	开润股份	40.50	买入	0.61	0.91	1.34	2.07	66.39	44.51	30.22	19.57
002127.SZ	南极电商	8.82	买入	0.33	0.53	0.76	1.09	26.73	16.64	11.61	8.09
603877.SH	太平鸟	31.14	买入	0.95	1.38	1.77	2.15	32.78	22.57	17.59	14.48
603808.SH	歌力思	21.96	买入	0.90	1.11	1.43	1.75	24.40	19.78	15.36	12.55
600398.SH	海澜之家	11.88	买入	0.74	0.86	0.95	1.05	16.05	13.81	12.51	11.31
002563.SZ	森马服饰	13.73	买入	0.42	0.59	0.71	0.86	32.69	23.27	19.34	15.97

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

1. 本周观点：6 月零售数据企稳回升，继续推荐长期增长组合

1.1. 核心观点：6 月零售数据企稳回升，下半年有望持续改善，继续推荐长期增长组合

本周组合：水星家纺/开润股份/南极电商/歌力思/太平鸟/海澜之家/森马服饰；

- 高成长：开润股份/南极电商；
- 低估值成长：歌力思/太平鸟；
- 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：6 月零售数据企稳回升，7 月零售有望持续改善

本周上证指数下跌 0.07%，申万纺织服装板块较上周上涨 0.53%，有所反弹，继续推荐具备长期增长逻辑的组合。

社零数据企稳回升，利好二线消费：总体来看，18 年上半年社零总额增速为 9.4%，相比去年同期的 10.4%略有下滑。由于受到世界杯及 618 大促的影响，6 月零售边际改善，社会消费品零售总额同比增长 9%，相比 5 月提升 0.5%；由于今年 5 月受到端午节错位影响，增速放缓，若将 5 月 6 月数据综合来看，社零总额增速为 8.8%，低于去年同期。进入 7 月后我们认为下半年整体社零增速有望继续企稳回升。同时我们认为品牌服饰等消费复苏逻辑与趋势不改，板块估值阶段性调整有望迎来新投资机会，建议积极关注二线消费纺织服装板块。

人民币贬值背景下，纺服板块有望受益：近期人民币兑美元汇率波动明显，贸易战持续摩擦背景下，人民币或将再次面临贬值。我们认为贬值一方面强化价格优势刺激出口需求，另一方面对于以美元计价和结算的海外业务将带来汇兑收益，建议关注国内海外业务占比较高的优质纺服企业（见图 3 及表 1）。

近期大盘调整明显，多重因素造成风险偏好下降，我们认为阶段性估值回调有望带来新投资机会。加上社零数据预期回暖、汇率贬值等一系列情况下，我们建议积极关注二线消费纺织服装板块。

2017 年以来，消费板块受关注程度较高，一定程度上反映了市场对消费股属性的偏好，进入 2018 年以来，以小食品 and 二线白酒等为代表的二线消费龙头表现优异。我们认为，从业绩、估值，以及持仓三个角度来看，纺服板块与小食品 and 二线白酒有相似之处，部分龙头企业作为二线优质消费股的代表，存在配置价值，其估值仍有提升空间。理由如下：

- **第一，纺服与“小食品+二线白酒”相似之处：市值小，关注度低有预期差，Q1 业绩较好且板块持仓仍较低，潜在增量资金空间依然可观。**根据 2018Q1 基金重仓股数据，板块机构持仓较 2017 年年报有所提升，约为 0.39%，但较历史中枢水平（0.62%）仍有 50%以上的提升空间。这意味着在一线消费股机构高配的同时，纺服作为二线消费股的代表其资金配置尚未达到历史中枢水平，对板块乐观者大概率持币而非持股，增量资金有望为板块带来弹性。
- **第二，纺服可比公司估值中枢显著低于小食品 and 二线白酒，有估值优势。**2018 年 Q1 纺服板块代表公司平均业绩增速约为 29%，略低于小食品的 35%，但估值水平也相对便宜，本周调整后对应 2018 年平均 PE 为 20.67 倍，低于小食品板块的 33.75 倍。从业绩和估值的匹配度上而言，优质纺服股的合理估值中枢仍有提升空间。位于 25-30 倍左右，略低于小食品 35 倍的估值区间，应该相对合理。
- **第三、面向大众消费的纺服行业更受益现在低线城市消费升级的趋势。**我们认为以水星家纺、海澜之家等为代表的大众纺服消费品类，与小食品及二线白酒类似，

主要消费人群更加偏向大众，更加受益于 17 年以来低线城市消费升级热潮。

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/歌力思/太平鸟/海澜之家/森马服饰。

图 1：2018Q2 预计高增长组合

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2018/07/20	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
水星家纺	1) 线上：据淘数据及我们测算，预计Q1增长25%，Q2持平；预计18年上半年线上增长接近10%，全年增长20%-25%； 2) 线下：Q1增长25%，预计Q2增长25%+，预计18H1增长超过25%，超市场预期，全年增长25%。 3) 长期增长逻辑不变，预计18全年收入/净利润增速均为20%-25%。	22.90	314.5	378.9	21.3%	19.4	16.1	61.07	1、线下渠道在三线城市优势明显，渠道下沉空间大； 2、电商渠道占比高、增速快；
开润股份	18H1业绩预告公布，归母净利润略超预期。 1) 预计18H1年营收8.17-9.16亿元 (+65%-85%) 符合我们此前预期 (+70%-75%)；归母净利润8.136万元-9.342万元 (+35%-55%) 略超预期，主要系非经常损益915万元 (+63%) 大幅增加，预计主要结构为政府补贴和退税；扣非归母净利为7.221-8.427万元 (+32%-54%)，符合我们此前预期 (+35%-40%)； 2) 预计18H1 B2B收入增20%左右，B2C收入增长130%左右。 2) B2B：18H1国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，预计三年收入CAGR 20%+。 3) B2C：预计18年润米营收100%+高增长，B2C整体收入增长超+100%。 4) 由于分红转增股本，预计18-20年EPS为0.91/1.34/2.07元，未来三年CAGR 50%。	40.50	198.1	291.9	47.9%	44.5	30.2	88.16	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	1) 截至7月13日，全年累计GMV 72.34亿，当月销售额达4.44亿元，估算GMV同比增速63%+；预计18年全年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，高规模GMV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产品的延伸下，受益低线城市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%+，预计18-20年EPS为0.53/0.76/1.09元，给予2018年35倍PE，目标价18.60元。	8.82	868.6	1,251.5	55.6%	24.9	17.3	216.52	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”
太平鸟	预计6月线上GMV增长40-50%回暖明显，线下男装/女装/童装同店均增长10-15%，较5月边际改善明显，乐町0-5%增长。经测算，预计Q2收入增长为10-15%。 1) 预计H1收入增长12%，Q2预计增长10%，H1归母净利润预计增长80%+，非经常损益约7400万（同期8528万），扣非归母净利润约为9800万（同期约900万）； 2) 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。	31.14	663.3	853.0	36.7%	22.6	17.6	149.76	1、4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。

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至 7 月 20 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*	22.6	17.6	36.7%	45.4%	28.6%	456.3	663.3	853.0	1,032.1	149.8
水星家纺*	19.4	16.1	21.3%	22.2%	20.5%	257.3	314.5	378.9	448.7	61.1
安正时尚*	19.6	15.3	28.7%	29.4%	28.0%	273.1	353.5	452.5	558.7	69.4
歌力思*	19.9	15.3	26.4%	23.2%	29.7%	302.3	372.5	483.3	589.2	74.0
搜于特	13.0	10.9	24.8%	30.9%	19.0%	612.8	802.0	954.8	1,078.0	104.0
华孚时尚*	12.2	9.9	25.4%	27.1%	23.8%	677.4	861.1	1,065.6	1,244.1	105.1
南极电商*	24.9	17.3	53.1%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,252.0	1,792.1	216.5
开润股份*	44.5	30.2	48.0%	48.6%	47.4%	133.4	198.2	292.2	451.3	88.2
健盛集团	17.0	13.4	46.1%	68.6%	26.6%	131.5	221.7	280.7	338.6	37.6
森马服饰*	24.0	20.2	26.7%	34.9%	19.0%	1,137.9	1,534.9	1,827.1	2,298.3	368.7
海澜之家*	13.8	12.5	13.1%	15.9%	10.4%	3,328.9	3,857.4	4,258.8	4,733.1	533.7
罗莱生活*	19.5	16.4	23.4%	28.2%	18.8%	427.9	548.7	651.9	763.0	107.1
比音勒芬*	28.2	21.1	36.2%	38.7%	33.6%	180.2	250.1	334.1	430.9	70.6
维格娜丝	12.6	10.2	34.5%	46.7%	23.2%	189.9	278.7	343.4	411.0	35.0
天创时尚	13.3	11.3	34.9%	54.8%	17.6%	187.9	291.0	342.2	381.8	38.8
朗姿股份	16.7	14.3	28.7%	42.2%	16.5%	187.6	266.6	310.6	367.5	44.5
新野纺织	7.8	6.9	24.5%	36.0%	14.0%	292.2	397.3	453.1	546.7	31.1
新澳股份	16.0	13.3	20.8%	21.4%	20.2%	207.4	251.9	302.9	370.0	40.3
七匹狼	15.5	13.2	17.4%	17.3%	17.4%	316.6	371.4	436.0	504.3	57.7
富安娜	14.2	12.2	18.6%	20.5%	16.8%	493.5	594.8	694.5	807.9	84.6
延江股份	38.8	34.4	-11.2%	-30.1%	12.7%	90.1	63.0	71.0	109.0	24.4
百隆东方	14.3	12.4	17.5%	20.1%	14.8%	487.7	586.0	673.0	768.5	83.6
九牧王	14.2	12.3	16.6%	17.5%	15.7%	494.1	580.7	672.0	769.8	82.5
孚日股份	11.3	10.2	10.6%	9.9%	11.2%	410.2	451.0	501.5	562.5	50.9
伟星股份	15.0	13.0	16.9%	18.4%	15.4%	364.6	431.6	498.1	565.3	64.8
汇洁股份	17.0	15.2	13.0%	14.3%	11.8%	222.3	254.0	284.0	318.0	43.3
拉夏贝尔*	17.8	16.2	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	100.8
鲁泰A	10.5	9.6	10.0%	10.2%	9.8%	841.2	926.9	1,017.9	1,118.2	97.4
航民股份	9.1	8.4	7.9%	8.2%	7.6%	573.6	620.6	667.9	723.4	56.4
联发股份	9.0	8.5	3.8%	1.3%	6.3%	360.3	365.0	388.0	408.0	32.9
雅戈尔	13.8	11.5	175.0%	531.2%	19.8%	296.7	1,873.0	2,244.0	0.0	258.2
日播时尚	23.8	20.0	21.3%	24.0%	18.6%	83.6	103.7	123.0	141.3	24.6
柏堡龙	26.5	22.3	-	18.1%	18.8%	129.3	152.7	181.4	214.6	40.4
探路者	29.9	23.6	-	-227.3%	26.5%	-84.9	108.0	136.7	128.0	32.3
奥康国际	16.7	14.8	-	21.4%	13.5%	226.5	275.0	312.0	330.0	46.0

资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：1) 截至时间 2018 年 7 月 20 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；

图 3：人民币贬值背景下，纺服板块有望受益（单位：CNH/USD）

美元兑离岸人民币



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：时间截至 2018 年 7 月 20 日

表 1：纺织服装企业中海外业务占比较高的企业

证券代码	证券简称	海外业务收入 2017 年 (亿元)	营业总收入 2017 年 (亿元)	海外业务收 入占比	美元资产 (亿元)
603558.SH	健盛集团	9.31	11.38	82%	0.75
002083.SZ	孚日股份	29.28	48.22	61%	2.46
002394.SZ	联发股份	23.80	40.04	59%	0.96
000726.SZ	鲁泰 A	36.81	64.09	57%	-1.61
300658.SZ	延江股份	3.71	7.38	50%	0.40
603238.SH	诺邦股份	2.86	6.18	46%	0.20
601339.SH	百隆东方	25.03	59.52	42%	1.69
300577.SZ	开润股份	4.79	11.62	41%	0.14
603889.SH	新澳股份	8.09	23.12	35%	0.57
002612.SZ	朗姿股份	8.00	23.53	34%	-2.91
002003.SZ	伟星股份	5.81	26.24	22%	0.94

资料来源：Wind，天风证券研究所

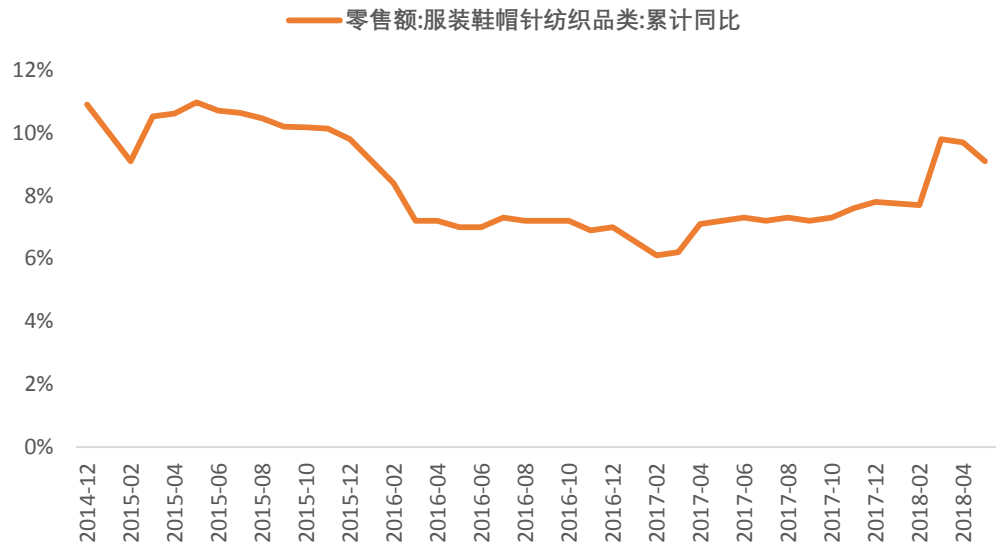
(2) 本周行业数据：6 月零售数据公布，终端消费良好，整体维持乐观态度

2018 年 6 月零售数据公布，社会消费品零售总额同比增长 9%，相比 5 月提升 0.5%。总体来看，18 年上半年社零总额增速为 9.4%，较去年同期的 10.4%略有下滑。从结构来看，6 月由于受到 618、世界杯等影响，增速有所回升；其中，服装鞋帽针纺织品类同比增长 10% (+3.4%)，若将 5 月和 6 月的零售额相加，则同比增速为 8.3%，好于 17 年同期。自 17 年 10 月以来，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，延续性仍有待观察，但整体维持乐观态度。

618 数据回顾：根据星图数据，2018.6.1-6.18，全网 GMV 实现 2844.7 亿元 (+80.8%)，超越 2017 年双十一 2539.7 亿，排名前 6 的为京东、天猫、拼多多、苏宁易购、唯品会、网易。其中，京东累计 GMV 为 1592 亿元 (+32.8%)，低于 17 年 50%增速，联手 50 万+线下店进行导流，京东到家 6.18 全天沃尔玛增长 4 倍，永辉增长 5 倍，世纪华联增长 7 倍，步步高环比增长 2.6 倍；天猫主战场为线下，截止 6.16 下午 14 点带动线下同比+45%，6.18 预计当日约 7000 万人涌入线下，全国商场消费同比大增 109%，交易笔数大增 73%，热度

直追国庆黄金周；苏宁截止 6.18 晚上 18 点，整体销售额+121%，5000 家互联网门店成为流量战场。**线上流量红利见底，联动线下趋势明显。**

图 4：17 年底以来社零服装分项同比增速趋势性回升（%）



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、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/歌力思/太平鸟/海澜之家/森马服饰；

- 高成长：开润股份/南极电商。
- 低估值成长：歌力思/太平鸟。
- 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。

重点推荐公司要点：

开润股份: 18H1 归母净利润略超预期，继续期待 B2C 高速增长

- **预计 18H1 年营收 8.17-9.16 亿元 (+65%-85%) 符合我们此前预期 (+70%-75%); 归母净利润 8,136 万元-9,342 万元 (+35%-55%) 略超预期**, 主要系非经常损益 915 万元 (+63%) 大幅增加, 预计主要结构为政府补贴和退税; 扣非归母净利润为 7,221-8,427 万元 (+32%-54%), 符合我们此前预期 (+35%-40%)。预计 18H1 B2B 收入增 20%左右, B2C 收入增长 130%左右。
- **B2B 业务**: 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), 18H1 国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收, 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, 网易严选旅行箱产品于 18Q2 上新; 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%+ 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**: 18Q2 持续推出新品: 90 分推出 Chic 休闲双肩包和胸包, 丰富核心产品线, 18 年营收预计增长 100%+。新品类、新渠道助力公司 B2C 业务未来几年持续快速增长 (1) 润米 90 分: 新品类: 18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张, 鞋服等新品类发力横向扩张, 预计非箱包品类占比不断提升。我们认为公司产品线规划愈加完善, 旅行箱主要为引流品类; 背包主要为利润品类; 鞋服等产品有利于提升规模, 降低费用率, 提升经营效率。新渠道: 18H1 自有渠道扩张超预期, 618 京东天猫多渠道销量领先, 同时继续拓展有赞、环球捕手等社交电商新渠道; 线下进入小米之家, 预计未来将铺设自有品牌线下店和箱包门店, 加快线下布局; 全渠道快速扩张, 有望成为业绩增长驱动力之一。预计 18 年润米整体营收增长 100%+, 净利率提升至 6%-7%。(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) 硕米打造专注儿童出行市场打造稚行品牌。18 年推出儿童箱包和防污 T 恤, 目前正处于培育期, 产品品类不断扩充, 未来发展空间较大。预计 18 年润米营收 100%+ 高增长, B2C 整体收入增长超 +100%。
- 公司专注“成人+儿童”出行市场, 有望成为 A 股快速增长并且具有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司; 同时小米香港上市有望对纯正生态链标的开润提供催化。由于分红转增股本, 预计 18-20 年 EPS 为 0.91/1.34/2.07 元, 未来三年 CAGR 50%。

南极电商: 预计 18 年 GMV、收入 50%以上高增长

- 截至 7 月 13 日, 全年累计 GMV 72.34 亿, 当月销售额达 4.44 亿元, 估算 GMV 同比增速 63%+; 6 月当月实现 GMV12.24 亿, 日均 GMV 为 4080 万元, 环比回升明显。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 18H1 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**, 大规模 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 18.60 元。

太平鸟：未来三年边际竞争优势持续提升

- 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。
- **公司终端销售情况优秀**，预计 H1 收入增长 12%，Q2 预计增长 10%，H1 归母净利润预计增长 80%+，非经常损益约 7400 万（同期 8528 万），扣非归母净利润约为 9800 万（同期约 900 万）。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，资产减值高峰期已过。
- 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。

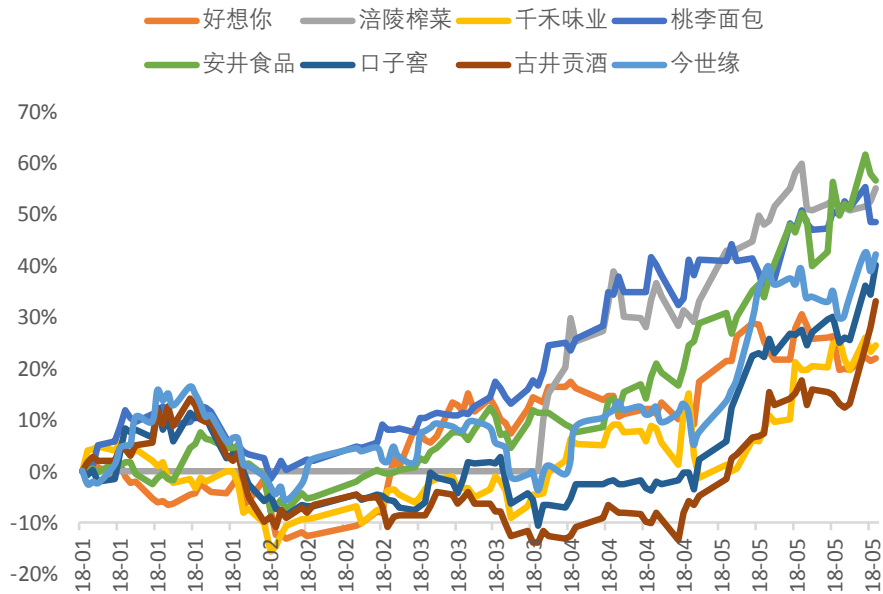
水星家纺：长期增长逻辑不变，18 年业绩有望持续高增长

- 1) 线上：据淘数据及我们测算，据淘数据及我们测算，Q1 增长 25%，Q2 持平；预计 18 年上半年线上增长接近 10%，全年增长 20%-25%。线下占总收入 40%+的经销商订货会出货增长近 30%，预计 18H1 增长超过 25%，超市场预期，全年增长 25%。**长期增长逻辑不变，整体预计 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。**
- 2) 线下渠道具备规模及先发优势，前期通过加盟商提率先局低线城市，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。公司于 6 月提前完成 19 春夏订货会，由于订货会占全年出货比 35%+，对全年线下收入有参考意义，线下有望持续稳健增长。
- 3) 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。
- 4) 公司作为中端家纺龙头，提供高性价比的同时，在渠道上具有规模和先发优势，电商高速发展也为公司带来业绩持续增长驱动力。由于 18Q1 受到拼多多等小平台挤压，电商收入及利润中短期将受到波动，因此调整 18-20 净利润增速分别为 22%/20%/18%（原值为 31%、28%、25%）EPS 为 1.18/1.42/1.68（1.26/1.62/2.03），对应 PE 为 23/19/16 倍。目前公司估值 21 倍，仍存在较大上涨空间。家纺是标准化程度较高的产业，我们认为随着电商以及线下渠道在低线城市不断渗透，整个行业集中度会大幅提升。参考乳制品和调味品行业过去发展轨迹，我们认为行业容易诞生大公司，在估值上可以比偏时尚性的服装行业乐观一些，可以突破 25 倍。由此给予公司 18 年 30 倍 PE，对应 3-6 个月目标价为 35.40 元。

2. 以“小食品+二线白酒”为代表的二线消费股年内表现强势

“小食品+二线白酒”为代表的二线消费股年内表现强势。2018 年以来，以“小食品+二线白酒”为代表的二线消费股表现强势，本文以下我们主要复盘二线消费板块的表现原因，以及从业绩与估值匹配度，板块关注度方面论证纺服有望对标小食品等二线消费板块，估值中枢有提升空间。

图 5：“小食品+二线白酒”年内表现强势



资料来源：Wind、天风证券研究所

2.1. 交易层面：市值相对一线消费小，关注度低

一线消费板块持仓集中，预期充分，二线消费预期差更大。从交易层面上而言，一线消费板块市值大，持仓多，关注度高。而小食品和二线白酒板块市值相对小，机构持仓占比小，关注度低。当市场偏好消费属性的股票时，二线消费的预期差更大。

表 2：小食品+二线白酒市值小，机构持仓相对低单位：亿元

板块	证券简称	市值 (亿元)	年内涨幅 (%)	机构持仓占流通股比重 (2017 年报) (%)	机构持仓占流通股比重 (2018Q1) (%)
一线消费	贵州茅台	9,310.1	7.76	3.49	3.57
	五粮液	2,850.3	-6.36	9.47	6.71
	格力电器	2,710.7	3.11	7.82	7.64
	美的集团	3,084.9	-14.05	5.99	6.44
	伊利股份	1,674.6	-12.40	15.77	12.60
	平均	3,926.1	-4.4	8.5	7.4
小食品	中炬高新	228.9	16.76	9.04	7.49
	安琪酵母	298.9	11.86	3.55	4.44
	涪陵榨菜	223.0	69.39	5.18	5.62
	千禾味业	75.2	29.03	0.04	0.04
	桃李面包	272.8	50.95	1.97	1.59
	安井食品	89.1	71.23	0.56	2.46
	平均	198.0	41.5	3.4	3.6
二线白酒	口子窖	346.7	27.08	10.60	13.89
	古井贡酒	478.9	46.45	5.99	5.01
	山西汾酒	540.0	9.44	7.96	8.02
	顺鑫农业	233.1	113.70	3.47	6.54
	今世缘	254.7	32.47	1.26	1.52
平均	455.2	27.7	5.9	7.0	

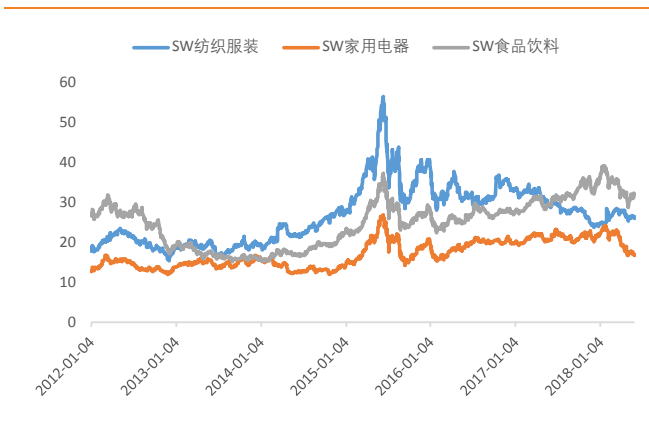
资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2. 纺织服装作为二线消费板块代表有配置价值

2.2.1. 以白酒、家电龙头为代表的一线消费股预期充分，二线消费股有望接棒

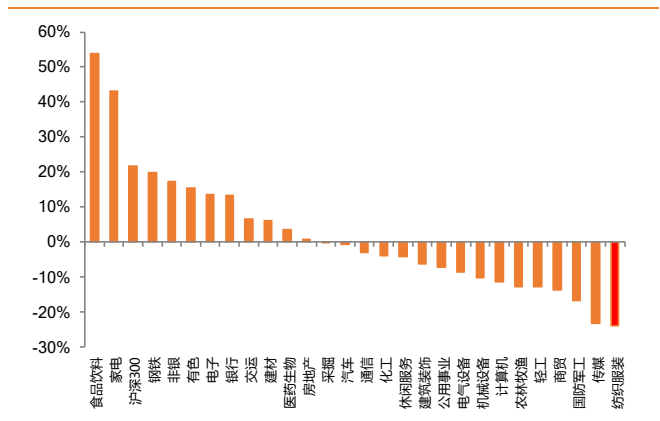
17 年以来一线消费股涨幅大，二线消费股行情正当时。2017 年以来，消费板块受关注程度较高，一定程度上反映了市场对消费股属性的偏好。但经历了 2017 年全年一线消费龙头的显著涨幅，从边际上来看，2017 年底以茅台、五粮液、格力美的为代表的消费股票超市预期的空间相对不大，持仓也较为集中，其潜在预期差已经不大，进入 2018 年以来，以小食品 and 二线白酒等为代表的二线消费龙头表现优异。我们认为，从业绩、估值，以及持仓三个角度来看，纺织服装与小食品和二线白酒有相似之处，部分龙头企业作为二线优质消费股的代表，存在配置价值，其估值仍有提升空间。

图 6：主要消费板块的估值对比，纺织服装板块估值处于历史较低位置



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：2017 年一线消费股的代表板块食品饮料和家电涨幅已经较高



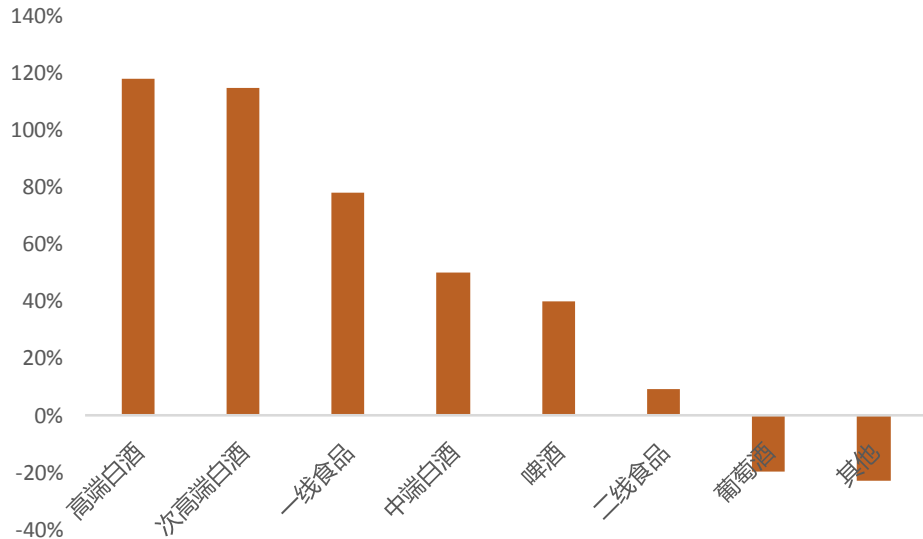
资料来源：Wind、天风证券研究所

表 3：一线消费龙头 2017 年涨幅较高，预期兑现相对充分

证券简称	年涨跌幅 [交易日期] 2017-12-31 [单位] %	证券简称	年涨跌幅 [交易日期] 2017-12-31 [单位] %
小天鹅 A	113.2156	水井坊	148.2260
美的集团	102.5063	五粮液	136.4714
青岛海尔	94.1453	山西汾酒	131.6361
华帝股份	87.3010	贵州茅台	111.8909
小天鹅 B	86.1051	舍得酒业	107.0614
格力电器	85.8903	泸州老窖	103.9710
老板电器	71.5283	涪陵榨菜	89.2086
海信科龙	38.7700	伊利股份	89.0559

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：2017 年食品板块主要涨幅在一线消费品



资料来源: Wind、天风证券研究所

2.2.2. 纺服与“小食品+二线白酒”相似：市值小，关注度低有预期差，Q1 业绩好

纺服板块 17 年跌幅深，关注度低、机构低配带来预期差。纺服板块的预期差来自于：一方面 2017 年全年板块跌幅最大，调整充分，悲观预期充分释放，另一方面市场对板块关注度较低，体现在机构持仓四年来新低，机构资金低配带来弹性，一旦增量资金涌入板块，弹性明显。

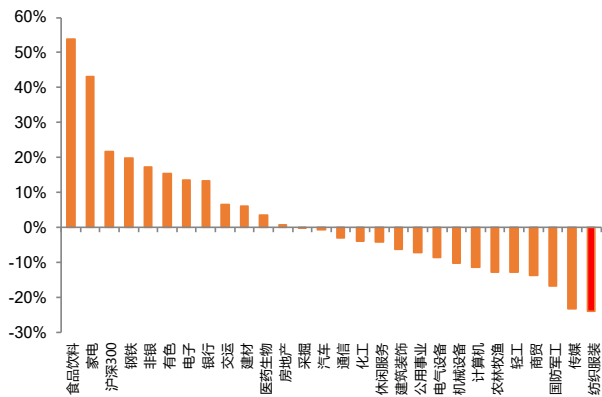
板块 17 年超跌特征明显，估值处于近两年的底部区间。纺织服装板块 2017 年全年下跌 -24%，涨幅倒数第 1，整体 PE 估值已经接近两年以来的下限，超跌特征明显。

图 9：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

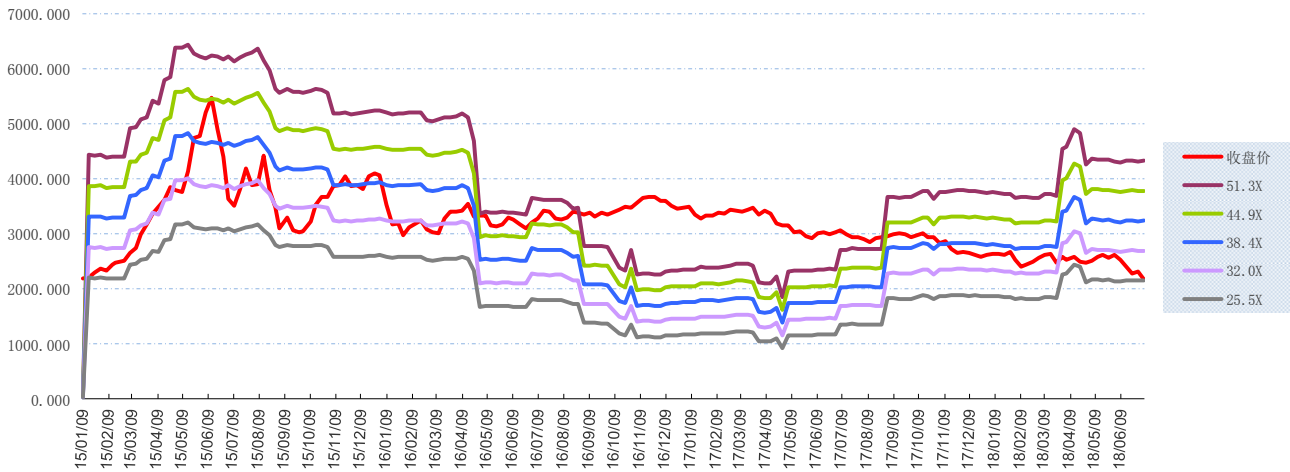
图 10：纺织服装 2017 年跌幅居行业第一



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 11：纺服板块近三年半 PE-Bands 数据，整体估值水平位于 14 年底以来的较低水平（截至 2018 年 7 月 07 日）

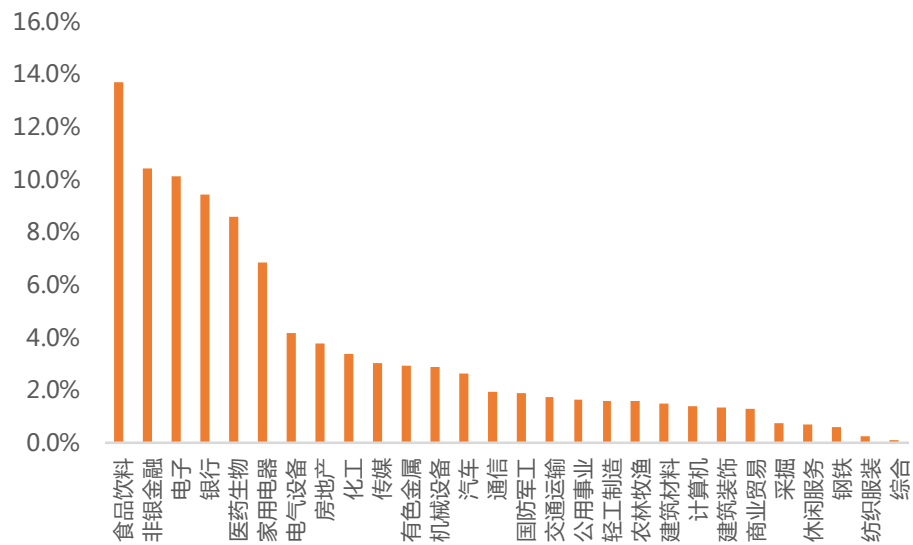
服装家纺(申万) 801132.SI



资料来源: Wind, 天风证券研究所

机构持仓反映了主要资金对板块的乐观程度和对板块的预期是否充分。根据 2017 年基金重仓股年报数据，纺织服装板块持仓居各行业最低，一方面代表了对于板块悲观预期的充分体现，另一方面从交易层面也代表了对纺服板块悲观的资金已经几乎没有实际做空的能力，而市场上绝大多数的资金都是板块的潜在做多者。

图 12: 基金 17 年年报纺织服装持仓占比为各行业最低

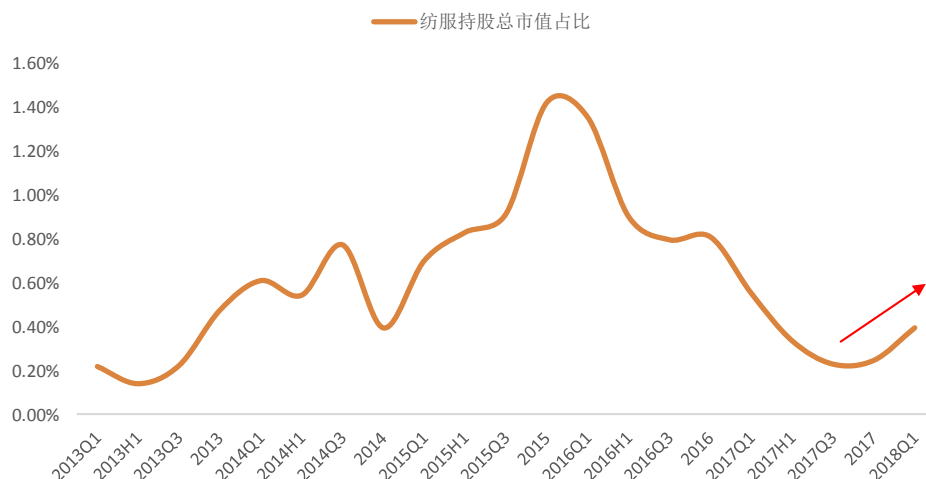


资料来源: Wind, 天风证券研究所

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。

潜在增量资金空间依然可观，有望为板块带来弹性。根据 2018Q1 基金重仓股数据，板块机构持仓较 2017 年年报有所提升，约为 0.39%，但较历史中枢水平（0.62%）仍有 50%以上的提升空间。这意味着在一线消费股机构高配的同时，纺服板块作为二线消费股的代表其资金配置尚未达到历史中枢水平，对板块乐观者大概率持币而非持股，增量资金有望为板块带来弹性。

图 13：纺织服装板块机构重仓股持仓占比历史低位，资金边际弹性大



资料来源：Wind、天风证券研究所

以水星家纺、太平鸟等为代表的，板块中有一定成长性的优质公司估值依然不贵。

2.2.3. 业绩与估值：纺服业绩增速比小食品略低，但估值中枢显著低于小食品

纺服可比公司估值中枢显著低于小食品 and 二线白酒。对标小食品 and 二线白酒板块（排除一线白酒、乳业等龙头，以休闲食品等为主），除去部分标的业绩增速较快以外，纺服板块在当前也显示出一定的性价比，优质二线消费股的属性凸显。纺服板块代表公司平均业绩增速约为 29%，略低于小食品的 35%，但估值水平也相对便宜，对应 2018 年平均 PE 为 18.94 倍，低于小食品板块的 31.65 倍。从业绩和估值的匹配度上而言，优质纺服股的合理估值中枢仍有提升空间。位于 25-30 倍左右，略低于小食品 35 倍的估值区间，应该相对合理。

表 4：三大二线消费板块对比，纺服估值仍有优势

列1	证券简称	净利润2017	预测净利润平均值 亿元 (2018)	预测净利润平均值 亿元 (2019)	利润增速 (2017- 2018)	利润增速 (2018- 2019)	总市值 亿元	PE (2018)	PE (2019)
小食品	中炬高新	4.53	6.20	7.56	37%	22%	228.87	36.92	30.27
	安琪酵母	8.47	10.96	13.58	29%	24%	298.89	27.26	22.00
	涪陵榨菜	4.14	5.75	7.29	39%	27%	222.99	38.81	30.60
	千禾味业	1.44	2.09	2.72	45%	30%	75.20	36.05	27.64
	桃李面包	5.13	6.58	8.30	28%	26%	272.82	41.47	32.85
	安井食品	2.02	2.62	3.42	30%	30%	89.12	33.99	26.10
	平均				35%	27%	197.98	35.75	28.24
二线白酒	口子窖	11.14	14.61	18.43	31%	26%	346.74	23.74	18.81
	伊力特	3.53	4.70	5.92	33%	26%	104.03	22.15	17.57
	古井贡酒	11.49	15.00	19.28	31%	29%	478.87	31.92	24.83
	酒鬼酒	1.76	2.74	4.01	55%	46%	76.13	27.82	19.00
	山西汾酒	9.44	15.70	21.45	66%	37%	540.03	34.40	25.18
	平均				43%	33%	309.16	28.00	21.08
纺服	水星家纺	2.57	3.15	3.79	23%	20%	61.07	19.39	16.11
	罗莱生活	4.28	5.49	6.52	28%	19%	107.09	19.51	16.43
	太平鸟	4.56	6.63	8.53	45%	29%	149.76	22.59	17.56
	歌力思	3.02	3.8	4.85	26%	28%	74.01	19.48	15.26
	安正时尚	2.73	3.54	4.53	30%	28%	69.45	19.62	15.33
	海澜之家	33.29	38.57	42.59	16%	10%	533.74	13.84	12.53
	森马服饰	11.38	15.49	18.63	36%	20%	368.73	23.80	19.79
	平均				29%	22%	194.84	19.75	16.14

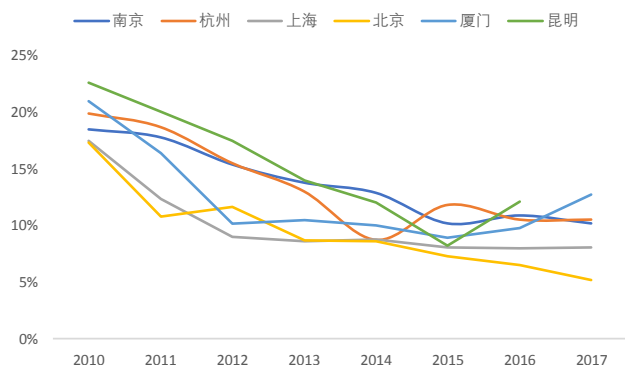
资料来源：Wind、天风证券研究所

2.3. 消费趋势：二线消费板块更加受益低线城市消费升级

面向大众消费的纺服行业更受益现在低线城市消费升级的趋势。我们认为以水星家纺、海澜之家等为代表的大众纺服消费品类，与小食品及二线白酒类似，其主要消费人群更加偏向大众，更加受益于 2017 年以来的低线城市消费升级热潮。

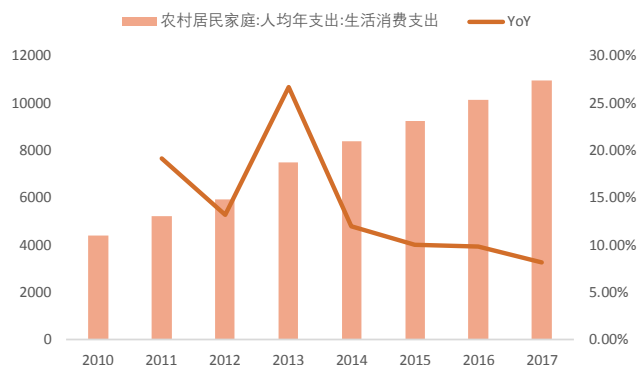
从消费能力来看，二线城市社零同比增速显著高于北京、上海；农村人均消费支出持续增长，这些数据都显示了消费的主要阵地重心逐渐偏向低线城市，大众纺服类，尤其是家纺类更加受益于这个趋势

图 14：二线城市社零数据增长明显快于北上



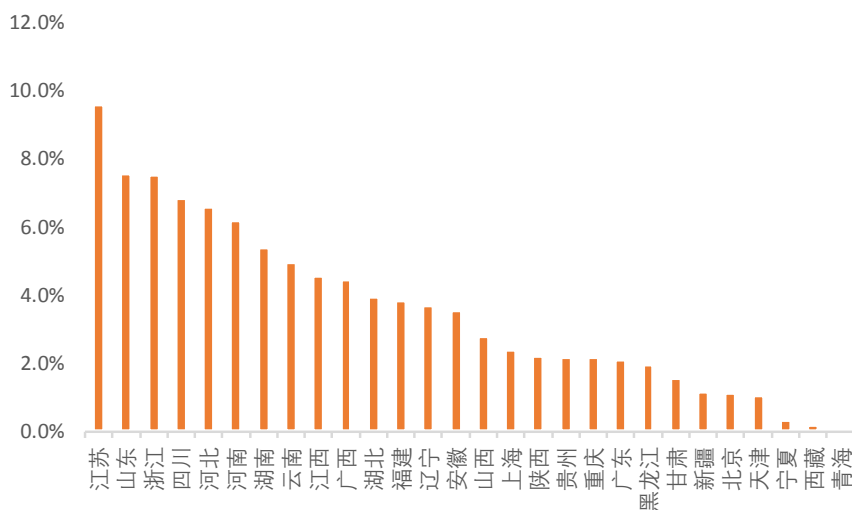
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：农村可支配收入持续增长单位：元



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：水星家纺主要门店分布，低线城市居多，渠道布局受益低线城市消费升级需求



资料来源：百度地图，天风证券研究所

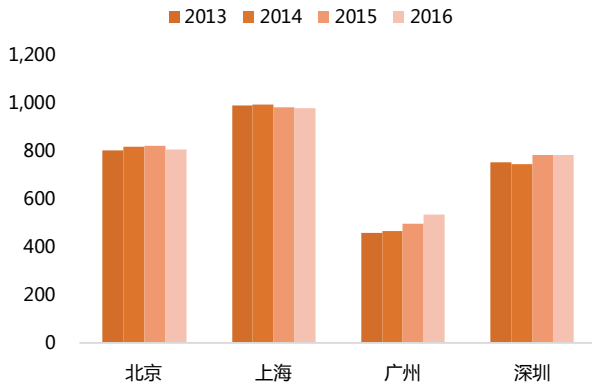
2.3.1. 一线城市人口回流表明三四线城市的消费市场不断壮大

大城市生活成本攀升带来人口从一二线城市的逐渐流出，北京、上海常住外来人口数据于近 2 年首次出现下降。最新各地人口统计数据表明，一线城市人口增长迎来拐点，到 2016 年末，北京市常住人口 2172.9 万人(+2.4w)，上海 2419.7 万人(+4.4w)，广州 1404.4 万人(+54.3w)，深圳 1190.8 万人(+52.9w)。尽管仍然有小幅增加，但是从常住外来人口数据看，上海已经连续 2 年下降，而北京则是 18 年来首次出现常住外来人口减少，减少幅度为 15.1 万人。京沪外来人口数量的下降与城市人口调控政策相关（2020 年城市常住人口目标：京 2300w，沪 2500w），严控、疏解人口或是短期内人数下降的主因。

本地农民工人数增速高于外出农民工人数增速超 2 个百分点，说明三四线城市是农民工流出一二线大城市的主要目的地。根据统计局数据，外出农民工增速已经连续两年保持在 0.3%-0.4%区间，而 2016 年本地农民工增速为 3.44%。越来越多的农民工选择在就近的低线

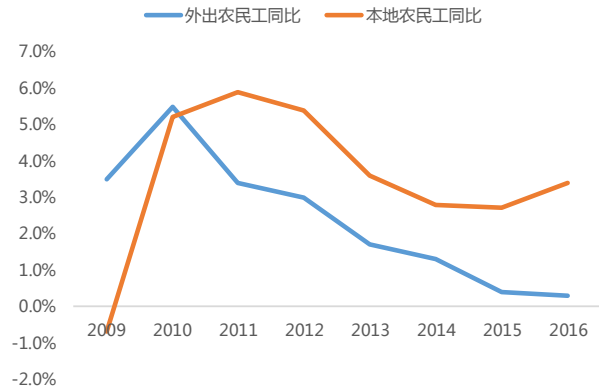
城市中就业。目前市场上对于流出一线城市的人口是否就是回到三四线城市存在疑虑，农民工增速数据证明三四线城市人口承接潜力仍然十分巨大。另外，也存在非典型人口回流现象，即虽然一二线城市农民工未回流三四线，但较高的收入水平和改善生活品质、教育需求的驱动下，其父母子女大量迁移至三四线城市。

图 17：一线城市常住外来人口变化（单位：万人）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 18：本地农民工增长显著高于外出农民工增长单位：%



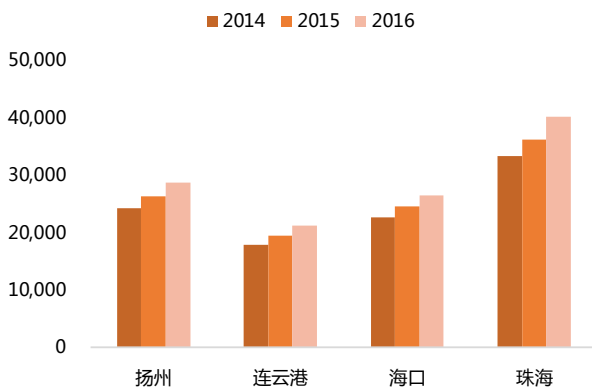
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.3.2. 国家政策推动三四线城市居民可支配收入提高和城镇化率不断提升

国家精准扶贫的政策提高三四线城市消费者的可支配收入。2014年5月12日，国务院扶贫开发领导小组印发《建立精准扶贫工作机制实施方案》，全面推进精准扶贫工作的进行。政府通过进村入户，分析掌握致贫原因，逐户落实帮扶责任人、帮扶项目和帮扶资金。在项目方面，按照缺啥补啥的原则宜农则农、宜工则工、宜商则商、宜游则游，实施水、电、路、气、房和环境改善“六到农家”工程，切实改善群众生产生活条件；帮助发展生产，增加收入。在资金方面，技能培训、创业培训等补助资金可以直补到人；对读中、高职学生的生活补贴、特困家庭子女上大学的资助费用，可通过“一卡通”等方式直补到受助家庭。

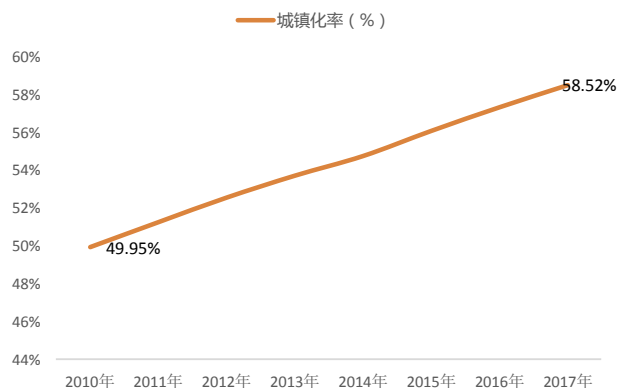
国家重视城镇化进程，出台政策推动城镇化率不断提升。城镇化提高了过去农村人民的生活水平，进一步缩小了城乡差距。国家统计局的数据显示，我国的城镇化率从2010年的49.95%上升至2017年的58.52%，平均每年增长1.22%，正处于高速增长期。2014年新华社发布《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》，提出要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。参照联合国预期，2026年中国城市化率有望提升至66.14%，可见未来仍会高速增长。

图 19：三四线城市居民人均可支配收入提高单位：元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：城镇化率不断提升推动消费支出扩张



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3. 重要报告回顾

3.1. 歌力思：复盘：为什么资本市场高度关注的股票歌力思上市以来没涨？

公司质地优良，基本面向好，业绩增速持续加快，为何在股价上未能充分反映？

公司内生增长动力较强，目前对应 18 年估值不到 20X 调整到位；18-20 年预计净利润 CAGR 达 25.80%，下半年有望迎来 19 年估值切换，第一阶段有望获得 EPS 增长带来的投资收益，同时公司细分龙头的竞争格局地位不断印证，第二阶段有望享受一定的估值溢价，可以获得 PE 提升的投资回报，最终形成戴维斯双击，建议投资者持续关注。

多品牌+精细化管理，打造高端时尚集团

歌力思主营高级女装的设计研发、生产以及销售，于 15 年在 A 股上海主板上市。公司实行多品牌战略，除了自有品牌，通过收购各具风格的轻奢时尚品牌，打造高端时尚集团；产品+VIP 精细化管理保证内生增长动力。17 年公司业绩实现高速增长，实现归母净利润 3.02 亿元（+52.72%），若剔除并表因素影响，主品牌实现营收 9.62 亿元，同比增长 21%，同店增长近 23%，内生增长较强劲。

为何公司质地优良，但股价表现平平？

在基本面持续向好的情况下，公司股价表现平平，16—18 年公司年内涨跌幅分别为 -1.19%、-5.99%、-7.33%（截至 18 年 7 月 12 日），市值未发生明显变化。原因如下：1）公司 2015 年上市，新股的高关注度和市场风格决定了 30 倍以上的高估值，同时 15 年业绩增速 16% 未能匹配。2）16 年至今大盘及行业估值中枢开始下调，公司需要通过近三年的业绩增长消化高估值。3）公司 16-17 年品牌并购频繁，资本运作较多不符合当时市场风格，市场对于并表带来的业绩高增长并不买账，反而担心并购和商誉减值风险，造成估值实际下降。

为何我们认为公司合理估值在 25 倍左右？

公司近年业绩持续呈加速增长，16、17 年归母净利润增速达到 24%、53%，市场中部分投资者认为对于高增长可以给予高估值溢价，而基于以下两方面原因，我们认为公司的合理估值约 25 倍左右。1）首先，应该考虑单品牌的内生增长。公司近年业绩高增长主要源于收购品牌并表所致，我们认为给予估值时应该考虑每个品牌的内生增长价值，并非是通过简单的线性相加得出的表面报表高增长。考虑到公司布局的中高端、轻奢品牌矩阵在店铺规模拓展、客户群体及单店业绩提升方面存在一定的天花板，我们预计公司单一品牌成熟后内生增长在 15%--20%左右。2）其次，应该考虑公司作为中高端品牌服饰龙头的竞争格局。据 Euromonitor 数据，主品牌 2015 年排名第 9，2017 年排名第 3，内生增长动力强劲，单品牌的稳定快速增长趋势较为确定，消费升级趋势下市占率有望进一步提升；同时可以将主品牌的成功管理经验输出到其他品牌，具备协同效应。

维持“买入”评级，对应目标价 35.75 元。受益于中高端女装复苏持续，公司致力于打造高端时装集团，多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力；精细化管理下 VIP 客户培育良好，单客价值持续提升，未来在店效和渠道方面均有提升，内生增长动力强劲。由于公司明年新品牌 VIVIENNE TAM 陆续开店并开始并表，前期推广和门店等费用较高，由此造成费用率有所提升，调整 18—20 年净利润为 3.7/4.8/5.9 亿元（原值 3.8/4.8/6.0 亿元），EPS 为 1.11/1.43/1.75 元（原值为 1.13/1.44/1.78 元），对应 PE 为 19/15/12 倍，给予 19 年 25 倍 PE，对应目标价 35.75 元。

风险提示：高端服饰消费疲软、新并购品牌销售不达预期。

（摘自报告《歌力思：复盘：为什么资本市场高度关注的股票歌力思上市以来没涨？》——2018 年 7 月 16 日）

3.2. 森马服饰：休闲逐渐复苏，童装仍可持续高增长

休闲业务：多角度调整实现业绩拐点，渠道下沉带来增长动力

从外部环境来看，公司跟随购物中心的渠道下沉继续布局低线城市，积极调整渠道结构，享受购物中心的渠道下沉所带来的增长红利；同时在低线城市消费升级的背景下，相比于国际品牌在低线城市渠道下沉较困难，森马在低线城市的购物中心具备招商优势，将持续受益于低线城市消费升级带来的利好。

从内部来看，公司积极进行供应链整改，并在产品、设计等方面进行调整，初显成效。2017年，在品牌服饰竞争激烈的大背景下公司休闲业务实现营收 56.34 亿元 (+0.59%)，18 年 Q1 休闲业务同比增长近 20%。我们预计 18 年公司休闲服饰将会进一步提质放量，同时规模扩大有利于摊销研发费用支出，实现营收与净利润的双增长。

童装业务：未来增长空间巨大，有望维持持续高增长，成长为国际龙头

近年我国童装行业实现快速增长，17 年市场规模 1756 亿元，但目前童装市场集中度较低，CR10 为 11%，低于发达国家，我们认为未来在二胎政策和消费升级趋势下，行业增长空间巨大。公司旗下童装品牌 Balabala 市占率常年位居第一，龙头地位稳固。17 年童装业务实现营收 63.22 亿元 (+26.4%)，增长迅速。在产品端公司不断完善品牌矩阵，内部培育出马卡乐、梦多多等品牌；通过代理 Sarababda、The Children's Place 将海外品牌本土化；收购 Kidlizz，推进品牌国际化，目前公司童装业务已实现全品类、全年龄段、各消费层次的全面覆盖；在渠道端公司继续进行扩张和下沉，17 年拥有 4795 家门店，渠道具备规模优势，同时进驻购物中心，目前购物中心门店达到 1000 多家，未来将享受低线城市消费升级带来的增长红利。

线上业务：马太效应显现，供应链系统逐步完善，未来可期

我们认为目前电商行业已经开始从流量市场转变为存量市场，马太效应下头部品牌的竞争优势愈发明显。公司作为阿里重点扶持的品牌，线上业务发展迅速，营收保持高速增长。17 年，森马线上实现营收 31.24 亿元 (+40.53%)，公司充分利用粉丝及网红效应推出联名款产品，效果显著；同时公司持续推进电子商务产业园项目，形成四大产业园区共 63.32 万平方米的仓储基地，有助于线上线下互联互通，形成全渠道零售格局，实现供应链系统的进一步发展和联动。

公司治理：阿米巴管理和合伙人制度持续推进，充分调动员工积极性

在企业治理方面，大力推进多层次股权激励工作，深化阿米巴运营管理，进一步推进多层次股权激励工作，创新与完善激励方案；同时打造扁平化和互联的组织，优化合伙人制度，搭建全员创业平台，让员工、代理商、供应商均能分享到公司发展的成果，激发各方的积极性，持续提升公司整体管理水平与运营效率。

维持“买入”评级，上调盈利预测，3—6 个月目标价 17.75 元。

我们继续看好公司未来童装市占率持续提升，并保持较高速增长，国际化进程加速，未来增长可期；同时线下休闲装调整到位有望重拾增长，未来将逐步恢复，我们给予公司 18—20 年净利润 CAGR=26%的复合增长率；考虑到 18 年公司休闲装逐步恢复，19 年童装业务持续高增长态势有望持续，调整盈利预测，18—20 年 EPS 为 0.59/0.71/0.86 (18/19 年原值为 0.58/0.73 元)，对应 PE 为 23/19/16。给予 19 年 25 倍 PE，对应目标价 17.75 元。

风险提示：新生儿增长不及预期、库存风险、休闲业务调整不及预期。

(摘自报告《森马服饰：休闲逐渐复苏，童装仍可持续高增长》——2018 年 7 月 18 日)

3.3. 安踏体育：国内运动服饰龙头，多品牌全渠道发展空间广阔

安踏是国内多品牌全渠道布局的运动服饰龙头，盈利能力优秀。

公司上市以来，营收规模持续高增长，从 2007 年上市当年的 31.9 亿元到 166.92 亿元，CAGR 18%；盈利规模整体呈持续高增长趋势，2017 年净利润 30.9 亿元，2007 年至今 CAGR 19%。增长动力主要来源于安踏主品牌的较为稳定的渠道扩张和店效提升，以及以 FILA 为主的非

安踏品牌的快速增长。目前公司旗下拥有除主品牌外，定位运动时尚的 FILA，韩国户外品牌 Kolon、登山运动品牌 Sprandi 和高端体育品牌 Descente 和童装品牌 Kingkow。旗下品牌已经基本覆盖各类体育用品细分市场，安踏体育已经成长为中国品牌运动服饰行业龙头。

为什么安踏是国内品牌服饰企业中市值第一的企业？

行业： 体育服装规模大，与时尚服装比相对标准化，易产生大市值公司。

公司： 自身管理运营能力优秀，“战略+运营+研发设计+营销”四大优势，

- **战略：** 主品牌坚定定位大众市场，注重性价比，顺应低线城市消费升级趋势。安踏体育的主品牌一直能够准确的定位自身品牌所针对的消费者群体，一直以来坚定做“高性价比的大众品牌”。中高端市场的覆盖和升级则通过 FILA 等副品牌去完成。
- **运营：** 安踏在 2013 年开始以“零售为导向的转型”，将组织架构全面贴近消费者，重点提升终端店铺和零售商的竞争力。实施产品品类垂直管理的架构，实现品类负责人从品类产品企划到终端销售的全线垂直负责制，提高管理效率和工作效率。安踏的店铺超过 90%都覆盖 ERP 数据系统，通过数据系统，安踏可以随时了解各店面各种服装的销售情况，会将数据反馈给后端，供应链将决定是否生产补单。同时注重终端店铺的改造。公司 40%以上的鞋类自产，服装自产比例 17%左右。各种设计和技术支持能够快速地对市场需求做出反应。
- **研发设计：** 近年来，安踏科研活动成本占销售成本比重一直在 5%以上，为国内运动品牌最高，比重与耐克、阿迪相仿。根据国家专利局数据显示，安踏专利数量 876 项，远高于国内同行业竞争对手水平（300-400 项左右）。设计上，重金挖来阿迪达斯的前高级设计总监，标志性产品 KT3 首发火爆，成为安踏的旗舰现象级产品。
- **营销：** 早期赞助 CBA，提升国内知名度，2014 年签约 NBA 头部球星克莱汤普森，核心品类篮球鞋登上 NBA 舞台。2015-16 赛季汤普森一跃成为联盟超级球星，为安踏的营销和宣传起到重要作用。2018 赛季做为勇士核心球员再夺冠军。
- **成功运营 FILA 等新品牌：** 安踏成功收购 FILA、Descente、Kolon 等品牌，其中 Fila 定位运动时尚，大获成功，成为安踏增长的重要动力。

在大纺织服装各个子类目中，体育服饰是未来十年 CAGR 增速最快的子行业之一。根据 Euromonitor 预测，未来十年体育服饰的 CAGR 为 7.6%，复合增速位居各个子行业之首。经历了一系列关店、清库存、提高店效和管理等措施后，我们认为中国运动服饰行业 2015 年开始企稳，到 2017 年已经基本调整到位。行业存货周转情况明显改善，主要公司存货规模也较 2014 年的高点有所下降，店铺调整也基本到位，毛利率提升明显。行业目前已经基本调整到位，未来有望重回增长区间。

业绩稳步向上。 根据公司 2017 年提出的三年目标显示，2017~2020 年公司整体销售额复合增速 15-20%，其中安踏品牌销售额复合增速达中双位数、FILA 销售额复合增长有望超 40%、DESCENTE 销售额达到 25 亿、2020 年电商占总销售额比例望达 20%；到 2025 年实现千亿销售。

盈利预测： 预计 18-20 年实现收入 205/255/318 亿人民币，同比增长 23%/25%/24%；实现净利润 39/47/57 亿人民币，同比增长 26%/21%/22%；EPS 为 1.45/1.76/2.14 元，对应 PE 32/28/23 倍。给予 18 年 32 倍 PE，目标价 45.73 元，对应 55.75 港币。

风险提示： 体育产业发展不达预期，库存风险，外延品牌不达预期。

（摘自报告《国内运动服饰龙头，多品牌全渠道发展空间广阔》----2018 年 6 月 16 日）

3.4. 小食品、二线白酒后，建议关注二线消费板块纺织服装

“小食品+二线白酒”为代表的二线消费股年内表现强势。2018 年以来，以“小食品+二线白酒”为代表的二线消费股表现强势，本文以下我们主要复盘二线消费板块的表现原因，以及从业绩与估值匹配度，板块关注度方面论证纺服有望对标小食品等二线消费板块，估

值中枢有提升空间。

一线消费板块持仓集中，预期充分，二线消费预期差更大。从交易层面上而言，一线消费板块市值大，持仓多，关注度高。而小食品和二线白酒板块市值相对小，机构持仓占比小，关注度低。当市场偏好消费属性的股票时，二线消费的预期差更大。

17 年以来一线消费股涨幅大，二线消费股行情正当时，纺服整个板块相当于二线消费。2017 年以来，消费板块受关注程度较高，一定程度上反映了市场对消费股属性的偏好。但经历了 2017 年全年一线消费龙头的显著涨幅，从边际上来看，2017 年底以茅台、五粮液、格力美的为代表的一线消费股票超市场预期空间相对不大，持仓也较为集中，其潜在预期差已经不大，进入 2018 年以来，以小食品和二线白酒等为代表的二线消费龙头表现优异。我们认为，从业绩、估值，以及持仓三个角度来看，纺服板块与小食品和二线白酒有相似之处，部分龙头企业作为二线优质消费股的代表，存在配置价值，其估值仍有提升空间。

纺服与“小食品+二线白酒”相似之处：市值小，关注度低有预期差，Q1 业绩较好且板块持仓仍较低，潜在增量资金空间依然可观。根据 2018Q1 基金重仓股数据，板块机构持仓较 2017 年年报有所提升，约为 0.39%，但较历史中枢水平（0.62%）仍有 50% 以上的提升空间。这意味着在一线消费股机构高配的同时，纺服作为二线消费股的代表其资金配置尚未达到历史中枢水平，对板块乐观者大概率持币而非持股，增量资金有望为板块带来弹性。

纺服可比公司估值中枢显著低于小食品和二线白酒，有估值优势。对标小食品和二线白酒板块（排除一线白酒、乳业等龙头，以休闲食品等为主），除去部分标的业绩增速较快以外，纺服板块在当前也显示出一定的性价比，优质二线消费股的属性凸显。2018Q1 纺服板块代表公司平均业绩增速约为 29%，略低于小食品的 35%，但估值水平也相对便宜，对应 2018 年平均 PE 为 22.6 倍，低于小食品板块的 35 倍。从业绩和估值的匹配度上而言，优质纺服股的合理估值中枢仍有提升空间。位于 25-30 倍左右，略低于小食品 35 倍的估值区间，应该相对合理。

面向大众消费的纺服行业更受益现在低线城市消费升级的趋势。我们认为以水星家纺、海澜之家等为代表的大众纺服消费品类，与小食品及二线白酒类似，其主要消费人群更加偏向大众，更加受益于 2017 年以来的低线城市消费升级热潮。

推荐标的：水星家纺、太平鸟、海澜之家、森马服饰

风险提示：终端需求疲软，库存风险，行业回暖、调整不达预期。

（摘自报告《小食品、二线白酒后，建议配置二线消费板块纺织服装》——2018 年 5 月 31 日）

3.5. 水星家纺：全方位解答关于水星家纺的热点问题以及长期投资逻辑

家纺行业与地产后周期是否相关？

我们选取家纺、家电、及轻工子板块与房地产板块的营收增速进行回归分析，家纺与地产相关系数 0.23，地产后周期因素对家纺复苏的影响较小，原因系：许多地产投资并非为了居住，而是投资或租赁，对家纺需求影响不大。我们认为此次家纺复苏主要系消费升级下，家纺日常需求及更换频次提升带来的终端消费复苏。另外，不同于地产投资，我们认为棚改的长期性及高货币化安置率有利于进一步提振家纺需求的提升。

是否具备长期增长逻辑？国内能否诞生家纺巨头？

我们认为在消费升级，产品/渠道结构不断优化以及行业集中度持续提升下，行业具备**长期增长逻辑**。主要原因系：1) 消费升级背景下，消费者品牌意识不断增强，消费习惯实现从杂牌向品牌产品的过渡，使行业集中度提升，龙头受益集中度持续提升；2) 产品结构升级，消费偏好由中低端产品向具备更高附加值的中高端产品转变，利好龙头企业进一步提高销售规模及利润空间；3) 基于我国过去低频更换床品的特征，年轻一代消费群体家纺产品更换频次提高，日常更换需求持续提升利于提高家纺销售规模；4) 线上电商渠

道的高速发展和根据低线城市消费升级布局渠道下沉战略，龙头公司市场集中度稳步提升，利好行业稳健增长。在这里我们通过借鉴分析调味品和乳制品行业的成长路径，同样验证了家纺行业在这四大因素驱动下同样具备长期增长逻辑。

我们认为国内特有的文化和消费属性有望诞生家纺巨头。区别于多数其他国家，我国浓厚的家庭观念、买房文化、婚庆传统促使对家的概念尤为重视。在家文化背景下中国人更喜欢将精力放在美化家居上，因而家纺产品成为重要一部分。随着消费升级和消费频次不断提升以及特有家文化，我国有望诞生巨头家纺品牌。

我们为何长期看好水星家纺？从 5 大角度具体分析：

(1) 产品端：相比于富安娜，罗莱等企业，水星定位中端，产品具有“高性价比+品类多样+风格大众化”特点，更适合电商和二三线城市销售，能够覆盖更广的消费群体，在低线城市消费升级背景下，其全国性品牌影响力有望进一步增强。另外水星以大众标准化、多样化和极致大单品并重，在抓牢大部分消费者前提下提供爆款单品吸引更多潜在消费者，我们认为与小米生态链和网易严选客户群存在差异（SKU 少，产品极简单一，主要消费群为男性及白领），相互影响较有限。

(2) 线上电商：水星的电商渠道占比已经达到 39%，在同行业上市公司中处于第一位置。去年双十一水星以往销量更好的低价产品销售不及预期，而中高端产品销量提升，使得 2017 双十一遗留库存，为了清理库存公司主动下调价格，使 18 年 3-4 月电商收入及毛利率出现下滑。但我们认为下滑是短期影响，且电商毛利率相比线下渠道高，长期来看，终端消费由低端转移至附加值更高的中高端产品有利于公司收入和业绩的进一步增长，以及产品结构的持续优化。

我们认为水星家纺线上线下销售并不会产生冲突，主要原因有三点：（1）线上线下针对消费群体不同，线上以一二线城市为主，线下以三四线城市为主；（2）线上线下产品不同，线上 80%产品为电商专供款，另外 20%线上线下同款同价；（3）线下经销商对公司做线上销售并无异议，电商增长有利于品牌普及，对线下起到促进作用。

水星电商收入结构为阿里系 60%/京东 20%/唯品会 10%+/其他小平台 10%-，因此拼多多快速崛起中短期对水星电商产生冲击，公司积极应对新平台冲击：（1）拆分电商事业部配合积极布局新平台，对各电商渠道进行精细化管理，不放过任何具备成长性的小平台；（2）在保持产品品质和利润率的前提下积极进入云集、拼多多等新平台。由于拼多多等小平台低价产品往往带来质量问题，我们认为，消费者试错之后仍然会回归到产品品质本身，公司可以利用拼多多培养潜在消费者，进行良好的导流。长期来看，这些小平台更像是公司潜在客户孵化器，公司有望通过小平台培育更多消费者进一步增强收入规模和品牌认知度。

(3) 线下渠道：水星通过加盟模式深耕二三线市场，具备规模优势和先发优势。公司采用二级经销商模式原因系：（1）一级加盟商多为当地城市具备一定经济实力和社会地位的人，拥有当地资源，可以更快的进行业务拓展，帮助公司进行渠道下沉，填补低线空白市场。（2）一/二级加盟商均更熟悉本地风俗习惯、消费观念及消费水平，可以因地制宜发展业务，提升效率。另外，我们正文对开店空间做了假设和测算，家纺开店想象空间大，水星二级加盟模式更利于渠道深度挖掘。水星目前覆盖全国 60%县级及以上城市，仍有 40%空白市场。目前开店策略：将继续对二、三线城市进行横向扩展，填补空白市场的同时增加开店密度；同时向一、四线城市一级未覆盖市场进行纵向扩张，进一步扩大线下渠道覆盖面。

(4) 经销商：公司产品加价倍率在 2-2.5 之间（线上加价倍率 2 倍），高端产品 3 倍。公司以成本价+30%左右毛利批发给总经销商，总经销商的毛利率在 15%左右，二级加盟和直属加盟的毛利率在 50%左右，二级代理毛利率合理。

另外，虽然公司采用了二级代理模式，但是我们认为公司对于加盟商管理能力较强。首先公司拥有总经销商配合公司进行下属经销商的管理；其次水星对于每 10-12 个门店配备一名督导人员，负责日常巡店和数据跟踪，及时了解并记录二级加盟商库存数据和销售情况，向公司及时回送，便于掌握终端销售并作出相应经营调整及改善。

(5) 订货会：公司一年有两次现场订货会，主要是新一季的新品发布和产品推广；另外在线上有 2—3 次小型订货会，主要是补货和帮助加盟商调整产品结构。公司管理效率提高的前提下，18 年对秋冬订货会进行调整，由以往二季度调整到一季度，从而增加 18Q1 订货会费 200 万左右。另外，公司营收账款水平较低，结构良好；渠道库存占营收比重呈现下降态势，由此我们认为公司并没有出现向加盟商压货的情况。

维持买入评级，3-6 个月目标价 35.40 元。

公司作为中端家纺龙头，提供高性价比的同时，在渠道上具有规模和先发优势，电商高速发展也为公司带来业绩持续增长驱动力。由于 18Q1 受到拼多多等小平台挤压，电商收入及利润中短期将受到波动，因此调整 18-20 净利润增速分别为 22%/20%/18%（原值为 31%、28%、25%）EPS 为 1.18/1.42/1.68（1.26/1.62/2.03），对应 PE 为 23/19/16 倍。目前公司估值 23 倍，仍存在较大上涨空间。家纺是标准化程度较高的产业，我们认为随着电商以及线下渠道在低线城市不断渗透，整个行业集中度会大幅提升。参考乳制品和调味品行业过去发展轨迹，我们认为行业容易诞生大公司，在估值上可以比偏时尚性的服装行业乐观一些，可以突破 25 倍。由此给予公司 18 年 30 倍 PE，对应 3-6 个月目标价为 35.40 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《水星家纺公司深度：全方位解答关于水星家纺的热点问题以及长期投资逻辑》——2018 年 5 月 29 日）

3.6. 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）

3.7. 开润股份：18H1 归母净利润略超预期，B2C 业务持续快速增长

预计 2018H1 营收 8.17-9.16 亿元（+65%-85%），归母净利润为 8,136 万元—9,342 万元（+35%-55%），营收符合我们预期，归母净利润略超我们预期。

公司于 2018 年 7 月 12 日晚披露 2018H1 业绩预告：预计 18H1 年营收 8.17-9.16 亿元（+65%-85%）符合我们此前预期（+70%-75%）；归母净利润 8,136 万元—9,342 万元（+35%-55%）略超预期，主要系非经常损益 915 万元（+63%）大幅增加（其中 18Q2 为 770 万,17Q2 仅有 19 万），预计主要结构为政府补贴和退税；扣非归母净利为 7,221-8,427 万元（+32%-54%），符合我们此前预期（+35%-40%）。据淘数据、云观等第三方监控的数据，我们预计 18H1 B2B 收入增 20%左右，B2C 收入增长 130%左右。

持续看好公司成长为出行市场细分龙头，18 年 B2C 有望快速增长超预期。

B2C 业务：18Q2 持续推出新品：90 分推出 Chic 休闲双肩包和胸包，丰富核心产品线，18 年营收预计增长 100%+。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迭代及深度扩张，鞋服等新品类发力横向扩张，预计非箱包品类占比不断提升。我们认为公司产品线规划愈加完善，旅行箱主要为引流品类；背包主要为利润品类；鞋服等产品有利于提升规模，降低费用率，提升经营效率。**新渠道**：18H1 自有渠道扩张超预期，618 京东天猫多渠道销量领先，同时继续拓展有赞、环球捕手等社交电商新渠道；线下进入小米之家，预计未来将铺设自有品牌线下店和箱包门店，加快线下布局；全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计 18 年润米整体营收增长 100%+，净利率提升至 6%-7%。

2) **硕米：专注儿童出行市场打造稚行品牌**。18 年推出儿童箱包和防污 T 恤，目前正处于培育期，产品品类不断扩充，未来发展空间较大。

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，以深度买手模式做高频消费泛出行产品，如出行数码周边、个人出行护理等产品，有利于吸引部分女性用户。未来将随新零售快速扩张而增长。

B2B 业务：18H1 国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，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，网易严选旅行箱产品于 18Q2 上新；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。公司专注“成人+儿童”出行市场，有望成为 A 股快速增长并且具有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司；同时小米香港上市有望对纯正生态链标的开润提供催化。由于分红转增股本，预计 18-20 年 EPS 为 0.91/1.34/2.07 元，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 18H1 业绩预增点评：18H1 归母净利润略超预期，B2C 业务持续快速增长》——2018 年 7 月 13 日）

3.8. 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)

3.9. 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“软件及互联网”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. 市场行情

4.1. 板块及个股涨跌幅

本周上证指数收于 2829.27 点，较上周收盘下跌 0.07%；深证成指收于 9251.48 点，较上周收盘下跌 0.81%；沪深 300 收于 3492.89 点，较上周收盘上涨 0.01%；申万纺织服装板块收于 2238.43 点，较上周收盘上涨 0.53%。

图 21：纺织服装板块月度走势

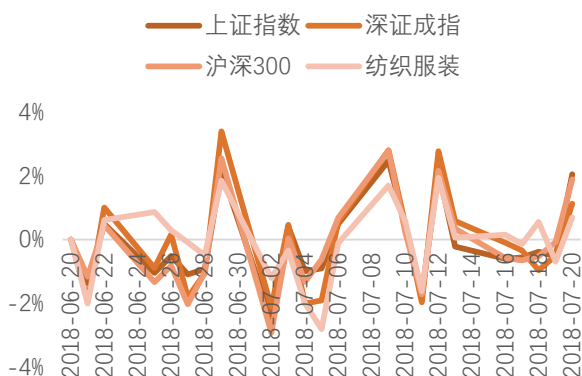
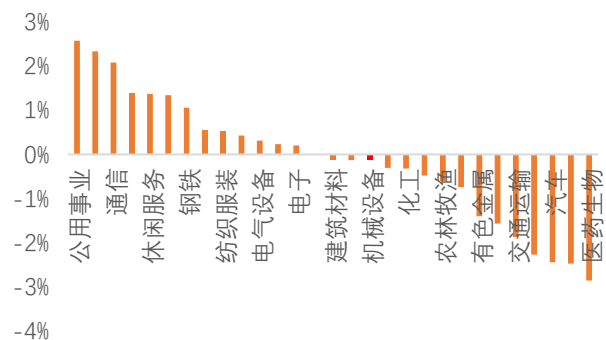


图 22：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅

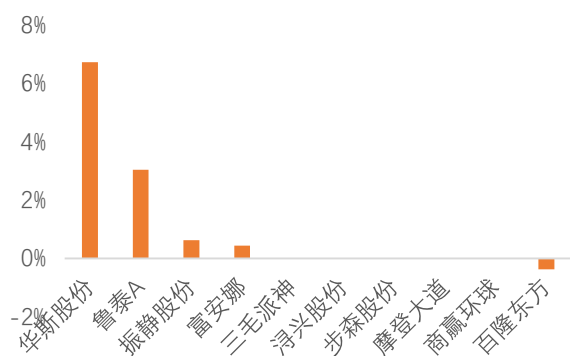


资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

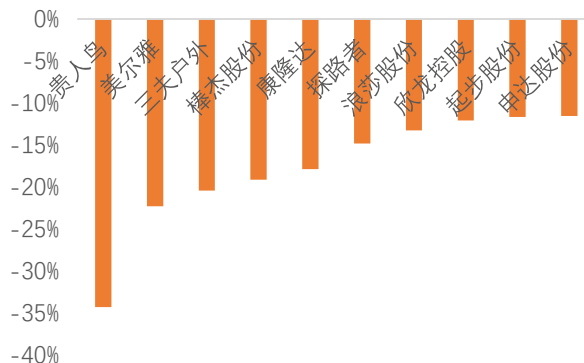
个股方面，华斯股份、鲁泰 A、振静股份领涨纺织服装板块；贵人鸟、美尔雅、三夫户外跌幅居前。

图 23：纺织服装个股周涨幅前九名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：纺织服装个股周涨幅后十名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 行业数据回顾

4.2.1. 零售端：6月零售端增速小幅上升，其中化妆品类零售维持高增速

2018年6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10.00%（2018年5月为6.60%），化妆品类同比增长11.50%（2018年5月为10.30%），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6月，社会消费品零售总额同比增长9.00%，相比2018年5月份的8.50%略有上升，服装鞋帽针纺织品类累计同比9.20%。

图 25：2016 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 (%)

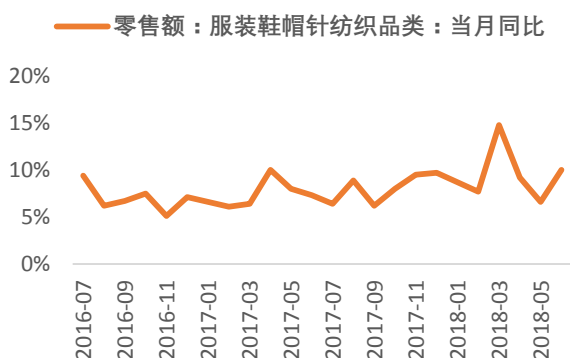
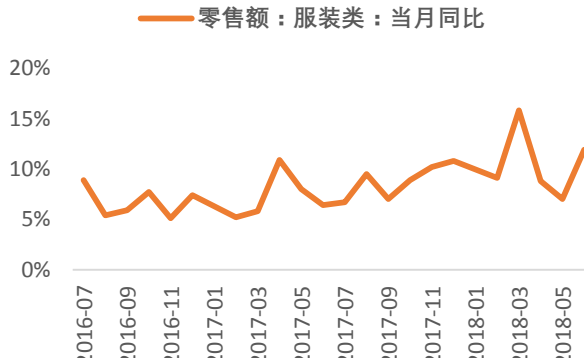
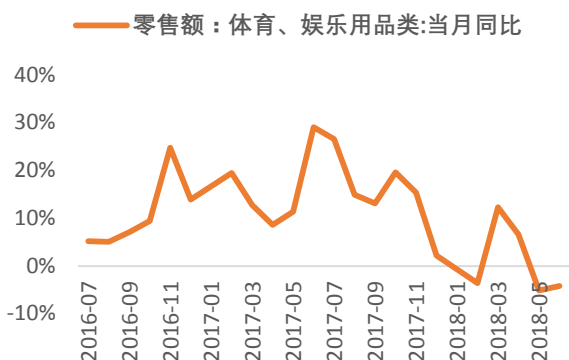


图 26：2016 年年初至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2016 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

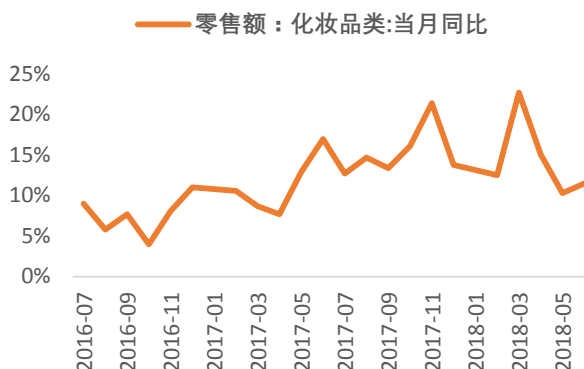
图 29：社会消费品零售总额：当月同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

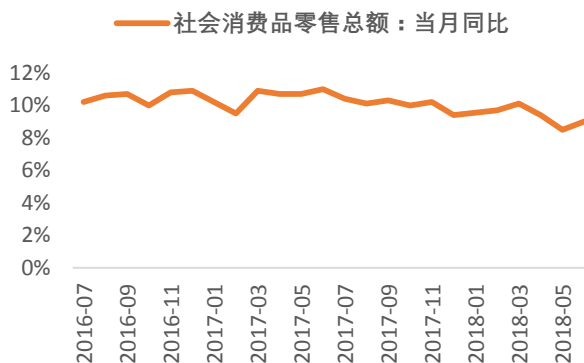
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：2016 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 30：2016 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

4.2.1. 出口：纺织品出口增速小幅下降，服装类出口累计增速小幅提升

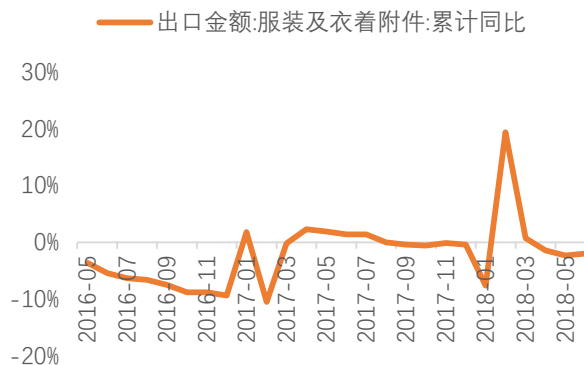
截至 2018 年 6 月，据海关总署发布的数据显示，6 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 106.84 亿美元，同比上升 10.58%；累计出口 583.32 亿美元，同比增长 10.30%，增速相比 5 月有所下降；服装及衣着附件 5 月的出口金额为 147.94 亿美元，同比上升 0.69%，累计出口 691.92 亿美元，同比下降 2.00%，相比 5 月份有所上升。

图 31：2011 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 32：2016 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

4.2.2. 上游：棉花进口价格、涤纶长丝 FDY、DTY 上涨，粘胶长丝基本保持稳定

Cotlook A: 本周收盘价 97.45 美分/磅，较上周价格下跌 1.02%。

中国棉花综合价格指数: 124.67，较上周上涨 2.91%。

棉花进口价格: 2018 年 05 月为 2,024.32 元/吨，较 04 月份 1,877.15 元/吨，上涨 7.84%。

羊毛进口价格: 2018 年 05 月为 9,247.29 元/吨，较 04 月份 8,982.38 元/吨，上涨 2.95%。

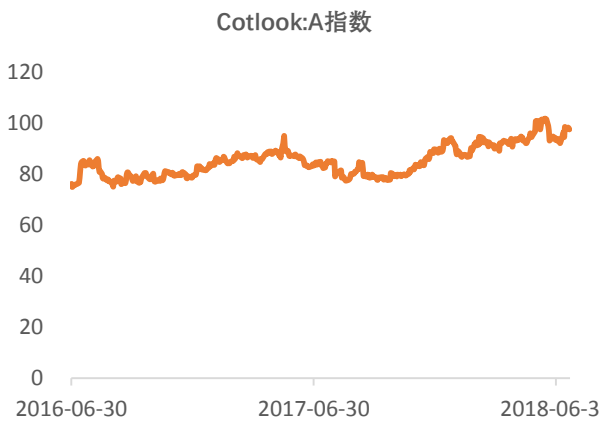
粘胶短纤、长丝价格: 粘胶短纤本周均价为 14,550 元/吨，较上周价格下跌 1.15%。粘胶长丝本周均价 37,750 元/吨，较上周价格不变。

涤纶短纤、长丝价格: 涤纶短纤本周均价为 8,730 元/吨，较上周价格下跌 0.70%。涤纶长丝 POY 本周均价为 9445 元/吨，较上周上涨 0.60%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 10,800 元/吨，较上周价格上涨 0.50%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 10,950 元/吨，较上周价格上涨 0.70%。

国内棉布产量: 6 月棉布产量 48.20 万吨，当月同比-1.80%。

国内棉纱产量: 5 月棉纱产量 310.60 万吨，当月同比-0.80%。

图 33：2016 年初至今 Cotlook:A 价格走势（美分/磅）



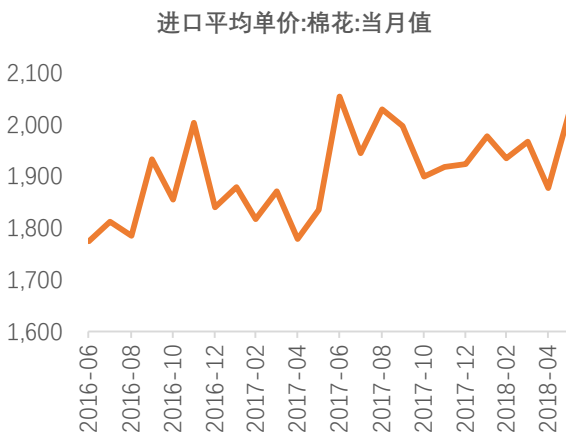
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2016 年初至今中国棉花综合价格指数走势



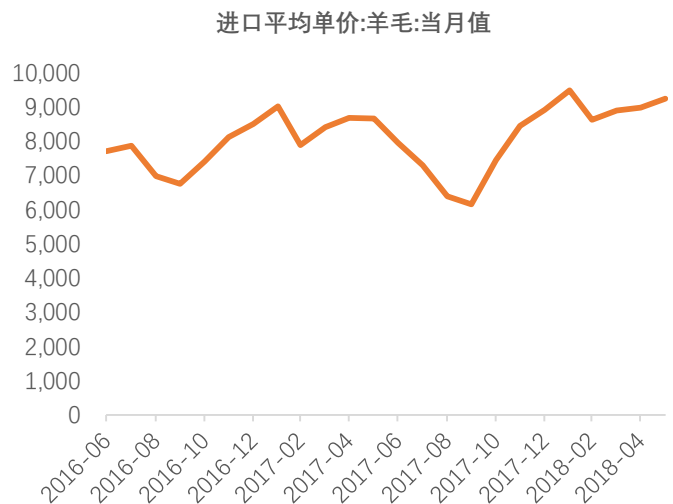
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：2016 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 36：2016 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 37：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



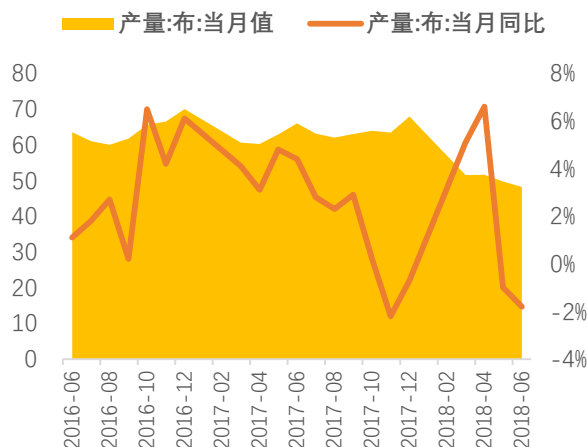
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



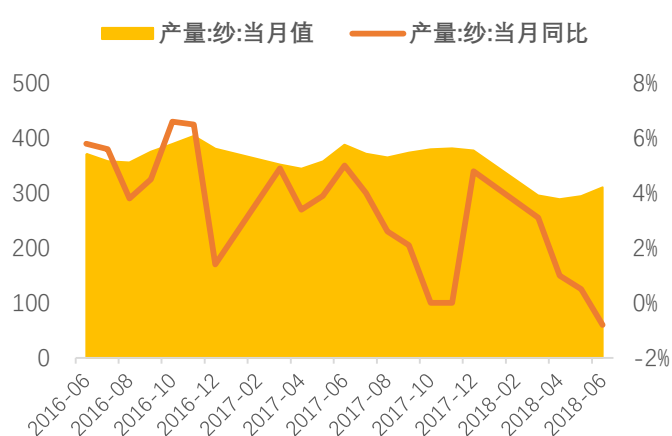
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：2016 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 38：2016 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

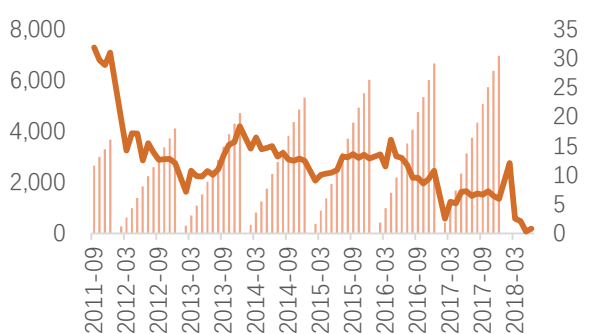
4.2.3. 行业投资：纺织行业投资增速上升，服装行业投资增速提升

纺织行业固定资产投资：2018 年 6 月，纺织行业固定资产投资同比增长+0.80%，较上月同比增速有所上升（+0.50pct）。

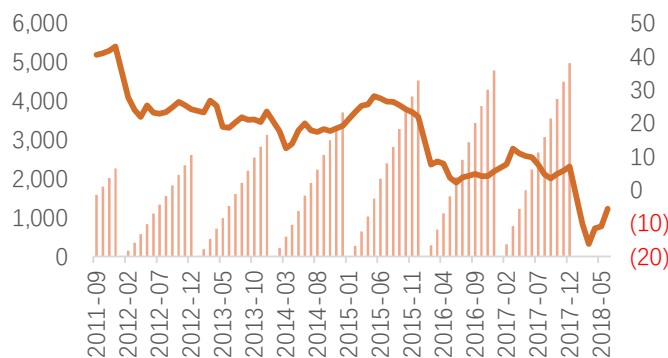
服装行业固定资产投资：2018 年 6 月，纺织服装行业固定资产投资同比下降-5.70%，较上月同比增速有所上升（+5.30pct）。

图 41：2011 年至今纺织行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）

图 42：2011 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



资料来源: Wind, 天风证券研究所

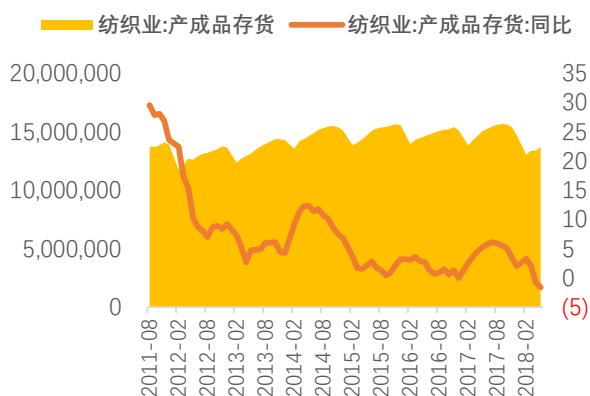
4.2.4. 行业库存情况: 纺织业库存基本稳定, 服装行业库存继续增长

纺织行业库存情况: 2018年5月, 纺织行业产成品库存 1,369.5 亿元, 同比下跌 1.60%, 较上月增速有所下降 (-0.8pct), 绝对值创造年内新高。

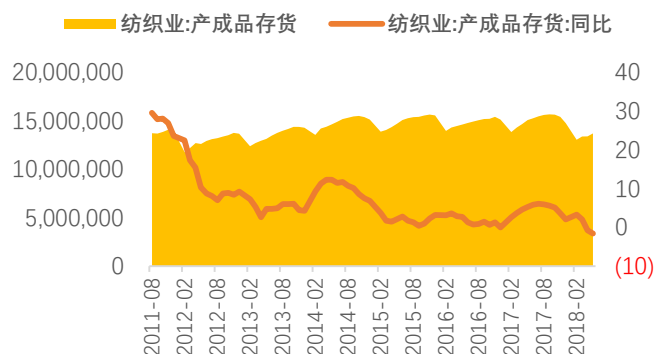
服装行业库存情况: 2018年5月, 服装行业产成品库存 910.9 亿元, 同比增长 3.10%, 较上月增速有所增加 (+0.50pct), 库存继续上升创造年内新高。

图 43: 2011 年至今纺织行业库存情况及同比 (单位: 万元)

图 44: 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



资料来源: wind, 天风证券研究所

4.3. 公司公告

奥康国际 (603001.SH) 公司实际控制人王振滔累计质押股份数量 4772 万股, 占公司总股本的 11.90%; 奥康控股累计质押股份数量为 1.26 亿股, 占公司总股本的 31.51%。

搜于特 (002503.SZ) 公司发行的“15 搜特债”在本期债券第 3 年末, 公司选择上调票面利率 100 个基点, 由 5.95% 上调至 6.95%。

汇洁股份 (002763.SZ) 公司将使用自有资金 1 亿元购买北京银行的理财产品, 年化收益率为 2% 或 4.5%。

乔治白 (002687.SZ) 公司股东陈良仁将转让其持有的约 4800 万股, 约占总股本 13.54%, 给公司股东池方燃和傅少明。此次转让价格为 4.57 元/股, 总计金额约为 2.2 亿元。

摩登大道 (002656.SZ) 股东林永飞减持公司股份 890.65 万股, 约占总股本的 2.00%。

维格娜丝 (603518.SH) 张玉英因其姐张玉华操作其名下证券账户违规购入公司股票, 辞去公司监事职务并提前终止 2.5 万股的减持计划。

美邦服饰 (002269.SZ) 公司股东华服投资解除质押股份 6,800 万股, 占本公司总股本的

2.71%。同时质押公司股份 668.90 万股，占公司总股本的 0.27%。

万里马 (300591.SZ) 公司变更经营范围，增加生产、加工、制造的产品品类，并完成了的工商变更登记手续。

华孚时尚 (002042.SZ) 公司募投项目“阿克苏 16 万锭高档色纺纱”结项，结余募集资金将永久性补充公司流动资金。

红豆股份 (600400.SH) 公司将 2.9 亿无限售流通股质押给申万宏源证券，占公司总股本的 11.45%。

4.4. 行业新闻动态

曾与 Chanel 齐名, 时装品牌 Carven 破产将再次易主(品牌服装网 2018/07/16) 据 Fashion Network 最新消息, 巴黎商业法庭已于 7 月 9 日对法国高级时装品牌 Carven 递交的破产保护申请作出回复, 目前该品牌面临两种选择来摆脱财务困境, 一个是寻找新投资者为其转型注资, 另一个则是寻求买家收购。

Brunello Cucinelli “山羊绒之王”上半年大中华区收入大涨 35%(品牌服装网 2018/07/16) 据意大利奢侈羊绒品牌 Brunello Cucinelli (BIT: BC) 今日公布 2018 财年上半年财务数据显示, 在截至 6 月 30 日的上半年内, 其收入同比增长 9%至 2.69 亿欧元, 按即时汇率计算则上涨 11.9%, 去年同期为 2.47 亿欧元。

都市丽人聘请维密前 CEO 为首席战略官(品牌服装网 2018/07/17) 7 月 16 日, 都市丽人 (中国) 控股有限公司发布公告称, Sharen Jester Turney 已获聘任为集团首席战略官, 自 2018 年 7 月 1 日起生效。Turney 的主要职责为对战略规划和执行、提升品牌形象、产品企划和引入设计师、海外并购项目及零售运营各方面给予建议。

破产意大利 160 年手工制帽品牌 Borsalino 获 640 万欧元收购(无时尚中文网 2018/7/17) 由意大利出生的瑞士金融家 Philippe Camperio 率领的私募股权公司 Haeres Equita SRL 取得都灵市法院的批准, 作为唯一投标人在竞拍中以底价 640 万欧元全资收购 Borsalino Giuseppe & Fratelli SpA。Philippe Camperio 随即透露将考虑通过走向公开市场为 Borsalino Giuseppe & Fratelli SpA 注入更多资金, 同时为现有投资者提供退出的机会。

发力细分市场! 宝洁 2.5 亿美元收购 First Aid Beauty (LADYMAX 2018/7/18) 据女装日报最新消息, 宝洁集团日前收购敏感肌肤修复品牌 First Aid Beauty, Financo 为此次交易的独家财务顾问, 其它交易细节暂未透露, 但有消息人士透露宝洁此次的收购价格为 2.5 亿美元, First Aid Beauty 每年将为宝洁创造 5000 万美元的收入。

新时代的“资本主义倒奶” Burberry 去年销毁 2900 万英镑库存(无时尚中文网 2018/7/19) Burberry Group PLC (BRBY.L) 博柏利在周四股东大会上审议的年度报告再度引发争议, 英国公司被指进行新时代的“资本主义倒奶”。在介绍公司库存问题时, 博柏利表示截至 2018 年 3 月底的 2018 财年, 该集团摧毁了 2,860 万英镑的库存, 而 2016 财年和 2017 财年, 集团分别销毁了 1,880 万英镑和 2,690 万英镑库存。去年销毁了的库存中, 有 1,040 万英镑为美容产品库存。

表 5: 表 4: 近期上市公司股东大会信息

日期	公司	地点	时间
7.23	江苏国泰	江苏省张家港市人民中路 109 号国泰大厦 30 楼会议室	14:00
7.23	南极电商	上海市黄浦区凤阳路 29 号新世界商务楼 18 楼南极电商(上海)有限公司会议室	14:30
7.26	搜于特	东莞市道滘镇新鸿昌路 1 号公司总部 2 栋一楼会议室	15:00

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

5.年内重点限售股解禁公司

表 6：年内限售股解禁公司明细

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
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	首发原股东限售股份
华孚时尚	2018-03-23	17433	101292	83748	83	101292	101181	100	定向增发机构配售股份
际华集团	2018-04-24	53463	439163	385700	88	439163	439163	100	定向增发机构配售股份
歌力思	2018-04-24	20956	33730	11315	34	33730	32270	96	首发原股东限售股份
报喜鸟	2018-05-10	3839	126329	107522	85	126329	111362	88	股权激励限售股份
歌力思	2018-05-22	715	33730	32270	96	33730	32985	98	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	638	13212	3250	25	13212	3888	29	首发原股东限售股份
延江股份	2018-06-04	450	15000	3750	25	15000	4200	28	首发原股东限售股份
富安娜	2018-06-04	1474	87116	49891	57	87116	51364	59	股权激励限售股份
摩登大道	2018-06-11	997	71252	43832	62	71252	44829	63	定向增发机构配售股份
多喜爱	2018-06-11	0	12000	5898	49	12000	5898	49	首发原股东限售股份
汇洁股份	2018-06-11	6809	38880	11646	30	38880	18455	47	首发原股东限售股份
金发拉比	2018-06-11	12882	20378	7496	37	20378	20378	100	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
罗莱生活	2018-06-27	115	74473	69931	94	74473	70046	94	股权激励限售股份
红蜻蜓	2018-06-29	22809	41720	18071	43	41720	40880	98	首发原股东限售股份
星期六	2018-07-06	3394	39892	36279	91	39892	39672	99	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	253326	202989	80	253326	249636	99	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	2342	71252	44829	63	71252	47171	66	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
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	11216	6458	58	11216	9307	83	首发原股东限售股份
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	11216	6458	58	11216	7367	66	定向增发机构配售股份
天创时尚	2018-12-26	3573	43140	12740	30	43140	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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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