

奢侈品龙头业绩靓丽，高端消费热度不减

行业动态信息

7月进出口数据公布：7月份我国出口纺织品服装约269.50亿美元，同比增加5.74%，环比增加5.78%。其中出口纺织纱线、织物及制品101.59亿美元，同比增加8.78%，环比下降4.91%；出口服装及衣着附件167.92亿美元，同比增加3.99%，环比增加13.51%。1-7月我国累计出口纺织品684.61亿美元，同比增加10.1%；累计出口服装859.06亿美元，同比下降0.8%。**2018年7月份，全国50家重点大型零售企业零售额同比降低3.9%，**降幅比去年同期扩大8.9个pct。服装品类同比降低3.8%，较同期降幅10.6pct。**我们对LVMH、Kering和Prada三家奢侈品龙头中报进行梳理，发现**（1）国际奢侈品巨头H1综合表现亮眼，反映了高端消费品市场的整体走强；（2）国际奢侈品来自大中华区的销售并没有减少，这反映了国内对高端消费品的需求依然旺盛。（3）国际奢侈品巨头业绩普遍受汇率影响较大，故而撇除并购、汇率影响后的增长率表现远远好于报表数字。**江南布衣的核心竞争力：设计驱动+粉丝经济+规模效应，有望新晋港股通。**

原材料方面，棉价内涨外跌。2018年8月10日，328中国棉花价格指数16293元/吨（较2018年8月3日上涨0.39%）；2018年8月10日，cotlookA指数97.30美分/磅（较2018年8月3日下降1.47%）。本周棉纱价格小幅上扬，基本稳定。2018年8月10日，中国纱线价格指数CYIndexC32S报23910元/吨（+0.21%），CYIndexJC40S报26960元/吨（+0.11%），CYIndexOEC10S报14530元/吨（+0.00%）。**化纤类原材料涤纶延续上涨趋势。**粘胶长丝37750元/吨（0.00%），粘胶短纤14180元/吨（+0.71%）；涤纶短纤9943.33元/吨（+4.37%）、涤纶POY10600元/吨（+4.23%）、涤纶DTY12100元/吨（+3.86%）。**棉纱期货价格上升，成交量、持仓量减少。**截至2018年8月10日，周成交总量27392手，较上周减少10.18%。周五末持仓数2624手，较上周五末减少32.27%。

人民币汇率方面，本周人民币继续贬值，人民币兑美元汇率中间价从8月3日6.8322上升至8月10日6.8395。人民币兑美元周内贬值0.11%，较年初累计贬值5.1%，Q2以来累计贬值8.97%。人民币近期持续贬值，在一定程度上对冲贸易战对纺织服装出口企业的影响，对于依赖出口的纺织服装行业构成利好。

纺织服装

维持

增持

史琨

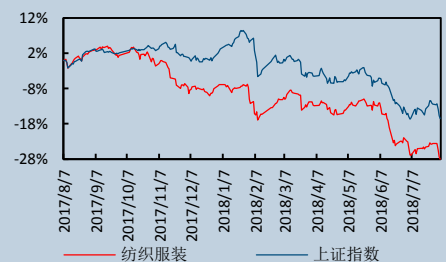
shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018年08月13日

市场表现



本周研究总结

1. 健盛集团：越南产能持续释放，缓解贸易战风险，并表增厚业绩显著
2. 安正时尚：主品牌增长有力，年轻品牌升级调整落地，发力营销设计夯实核心竞争力
3. 森马服饰：童装延续高增，休闲调整恢复，中报业绩亮眼
4. 航民股份：优化提效业绩稳增，收购百泰培育新增长点

标的推荐

年初以来，纺服板块龙头海澜、森马涨幅亮眼，我们认为主要是 2016Q4 以来一直向好的基本面、估值持续调整至底部带来的预期差。在零售高景气度背景下，品牌龙头企业聚焦品牌+渠道+营销变革，不断修炼内功，我们认为，龙头已进入一轮新的高质量成长期。在近期市场波动比较大的情况下，我们建议配置强防御性龙头。

主线一：精选赛道，坚守龙头！

1、运动板块：重点关注安踏体育

- (1) 市场空间大，增长步入快车道。2017 年运动鞋服市场规模突破 2000 亿元，2012-17CAGR 达 8.8%。
- (2) 竞争格局良好，龙头强者恒强。运动鞋服强功能性，进入壁垒及行业集中度较高，利好龙头。
- (3) 我们看好多品牌齐发力，业绩增长弹性及确定性高的运动龙头安踏体育。

2、童装板块：重点关注森马服饰

- (1) 消费升级叠加二胎红利，童装市场高速增长。2017 年我国童装市场规模为 1796 亿元，受益于二胎政策全面开放和消费升级大趋势，2012-17 年童装市场 CAGR 达 11.14%。
- (2) 行业集中度上升，龙头优势显著。2017 年，我国童装品牌 CR5、CR10 分别为 8.5%、14.9%，较 2012 年分别提升 2.1pct、3.5pct，近年呈稳步集中趋势。
- (3) 森马服饰旗下巴拉巴拉深耕大众市场，整合 TCP 与 Kidiliz 集团，金字塔品牌矩阵搭建完成，童装龙头地位再次稳固，供应链及品牌优势凸显。

3.羽绒服板块：重点关注波司登

- (1) 羽绒行业规模稳步提升。2017 年羽绒服市场规模达到 963.5 亿元，2022 年预期稳步上升至 1621.8 亿元，CAGR 达 11%。
- (2) 竞争格局稳定，龙头集中度高。波司登为国内羽绒服第一品牌，2015 财年波司登旗下品牌市占率合计达 26.2%。上游因环保等因素集中度提升，中小品牌受困成本压力得以出清，龙头强者恒强。
- (3) 我们看好调整逐步到位，业绩稳健复苏，品牌、渠道、供应链多维发力的羽绒服龙头波司登。

主线二：细分领域挖掘小而美标的

- 1、中高端品牌：(1) 16Q4 以来迎来复苏，消费者线下为主粘性高，受益于传统百货渠道回暖，龙头构建

多品牌矩阵逐步见效。(2) 我们看好“股权激励+员工持股+店长制”三层激励到位，六大品牌渐趋成熟，品牌运营能力获验证的**安正时尚**。

2、家纺板块：(1) 受益于三四线城市消费升级，带动家纺行业 17 年规模同增 6.5%至 2168.3 亿元。17 年以来原材料成本上升压缩中小企业生产空间，龙头市长率进一步提升。(2) 家纺产品具标品属性，电商发力迅猛。2017 年家纺龙头罗莱、水星、富安娜线上营收增速超 35%。(3) 我们看好电商团队先发优势强，品牌定位中档，渠道深耕三四线市场的**水星家纺**。

3、化妆品板块：(1) 人均收入增长，行业逐步扩张。得益于中产阶级的壮大及人均可支配收入的提高，2017 年中国美容与个人护理市场规模同增 9.6%至 3615 亿元，位居世界第二，2012-17 年 CAGR 达 7.7%。(2) “品牌+研发+营销+渠道”齐发力，本土品牌崛起加速。本土品牌持续缩小与国外品牌研发差距，借助线上渠道降低营销门槛，助力本土品牌形象重塑，且加速推进产品高端化，依靠粉丝经济提升品消费粘性。我们推荐与国际品牌定位及渠道布局错位的**珀莱雅**；多品类延伸且具备较强品牌力的**上海家化**。

4、上游棉纺：(1) 中国增发棉花进口配额、中美贸易加征关税清单相继公布，中美贸易战再起波澜，棉价影响短期分化。一方面增发滑准税配额数量 80 万吨，消除纺织企业对新棉上市前皮棉供给不足的担心，短期市场供给量增加，国内棉花市场降温。另一方面中国是美棉出口主要目的国，7 月 6 日起中国对美棉加征关税，将短期抑制国际棉价上涨。(2) 长期供给偏紧促进棉价稳步上升，我国储备棉轮出结束后，国库预计将降至 300 多万吨，同时对美棉加征关税，以及增发配额或将转向采购澳棉、西非棉、巴西棉以及中亚棉等其他国棉花，将助推棉价。(3) 我们看好具竞争壁垒，成本转嫁能力强，棉花库存充足的色纺纱双寡头**华孚时尚**和**百隆东方**，以及包芯纱龙头且具估值修复空间的**天虹纺织**。

目录

本周研究总结	1
标的推荐	1
一、板块行情	5
(一) 板块涨跌幅	5
(二) 行业市盈率	5
二、本周主要资讯	6
(一) 行业动态	6
(二) 公司公告	7
(三) 本周研究总结	8
三、行业数据	17
(一) 成本端：棉价内涨外跌，涤纶价格、棉纱期货价格上升	17
(二) 人民币汇率：本周继续贬值，离岸人民币成交价盘中突破 6.9 元	20

图目录

图 1：纺织服装板块周涨幅前十 (%)	5
图 2：纺织服装板块周跌幅前十 (%)	5
图 3：行业市盈率	6
图 4：标普全球奢侈品指数	15
图 5：2009 年以来的 cotlookA 指数	18
图 6：2009 年以来的 328 中国棉花价格指数	18
图 7：2005 年以来涤纶价格走势	18
图 8：2005 年以来粘胶价格走势	18
图 9：2016 年以来纱线价格走势	18
图 10：2017 年以来棉纱期货指数收盘价	18
图 11：2012 年以来的长绒棉 137 价格走势	19
图 12：2016 年以来的长绒棉 137 价格走势	19
图 13：2012 年以来进口长绒棉价格走势	19
图 14：2016 年以来进口长绒棉价格走势	19
图 15：2012 年以来坯布价格走势	19
图 16：2016 年以来坯布价格走势	19
图 17：2012 年以来牛皮价格走势	20
图 18：2016 年以来牛皮价格走势	20
图 19：2010 年以来的人民币汇率走势	20

表目录

表 1: 行业涨跌幅情况 (%)	5
表 2: LVMH 营收拆分与占比 (单位: 百万欧元)	12
表 3: LVMH 各项业务 2018H1 同比增速与有机增速	12
表 4: LVMH 各地区业务收入与占比 (单位: 百万欧元)	12
表 5: Kering 营收拆分与占比 (单位: 百万欧元)	13
表 6: Kering 2018H1 各项业务同比增速与有机增速	13
表 7: Kering 业务收入按地区拆分与占比 (单位: 百万欧元)	13
表 8: Prada 营收拆分与占比 (单位: 百万欧元)	14
表 9: Prada 各品牌收入同比增速	14
表 10: 2010 年后纱线涨价弹性	17

一、板块行情

(一) 板块涨跌幅

本周沪深 300、上证综指、深证成指涨跌幅分别为 2.71 %、2.00% 和 2.46%。纺织服装板块涨跌幅-0.57 %，其中纺织制造涨跌幅为 0.23 %，服装家纺涨跌幅为-1.04%；纺织服装板块本周表现弱于大盘。

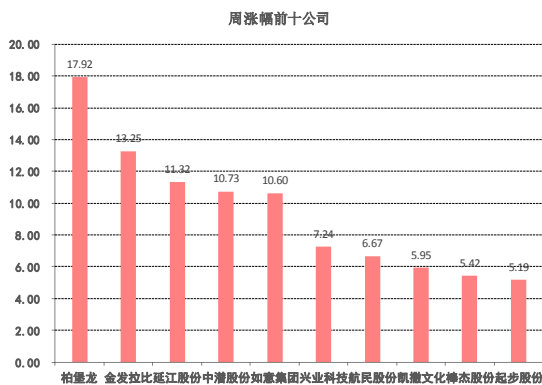
表 1：行业涨跌幅情况 (%)

单位 (%)	近 1 周涨跌幅	近 1 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅
沪深 300	2.71	-0.07	-6.64
上证综指	2.00	0.63	-12.88
深证成指	2.46	-2.33	-14.36
SW 纺织服装	-0.57	-2.61	-26.71
子类：纺织制造	0.23	0.85	-25.20
子类：服装家纺	-1.04	-4.56	-26.58

数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

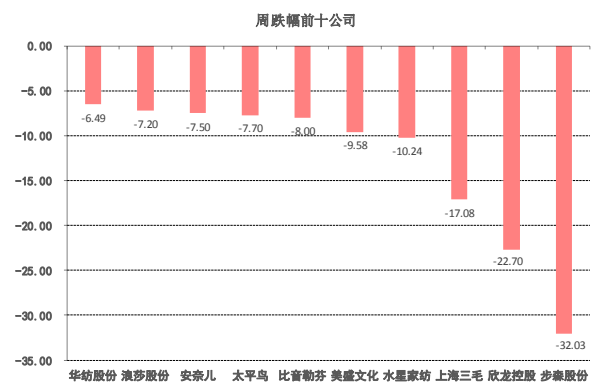
本周板块内涨幅前五的公司为柏堡龙、金发拉比、延江股份、中潜股份和如意集团，最大涨幅为 17.92%；跌幅前五的公司为步森股份、欣龙控股、上海三毛、水星家纺和美盛文化，最大跌幅为-32.03%。

图 1：纺织服装板块周涨幅前十 (%)



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

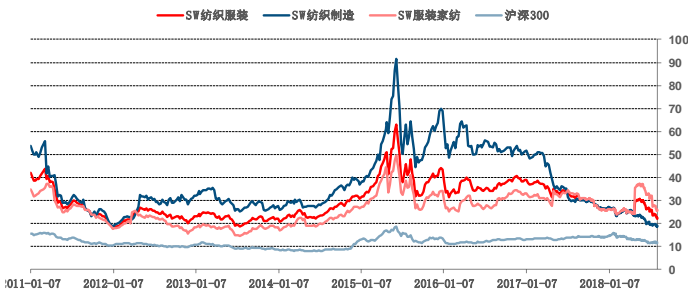
图 2：纺织服装板块周跌幅前十 (%)



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

(二) 行业市盈率

截止 2018 年 8 月 10 日，纺织服装行业市盈率为 22.68，其中纺织制造为 19.16 倍，服装家纺为 25.97 倍，全行业相对于大盘估值溢价约为 0.94 倍。

图 3：行业市盈率


数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

二、本周主要资讯

（一）行业动态

1、根据海关总署最新数据，2018年7月，我国出口纺织品服装约269.50亿美元，同比增加5.74%，环比增加5.78%。其中出口纺织纱线、织物及制品101.59亿美元，同比增加8.78%，环比下降4.91%；出口服装及衣着附件167.92亿美元，同比增加3.99%，环比增加13.51%。2018年1-7月，我国累计出口纺织品684.61亿美元，同比增加10.1%；累计出口服装859.06亿美元，同比下降0.8%。

2、华利志：美国户外服饰集团哥伦比亚2018Q2净销售额同比增长21%至4.82亿美元，创历史新高，净利润为970万美元。2018上半年净销售额同比增长16%至10.89亿美元，自公司成立以来半年销售额首次突破10亿美元，净利润同比增长124%至5480万美元。

3、时尚头条网：意大利奢侈品集团Tod's上半年销售额同比下降1.3%至4.77亿欧元，固定汇率下增长1.8%，净利润同比下降2.8%至3370万欧元，均超分析师预期。其中，Tod's品牌销售额下跌3.4%至2.56亿欧元，Hogan销售额增长6.5%至1.05亿欧元，Roger Vivier销售额下降2.3%至9040万欧元。

4、根据中华全国商业信息中心的监测数据，2018年7月份，全国50家重点大型零售企业零售额同比降低3.9%，降幅比去年同期扩大8.9个pct。服装品类同比降低3.8%，较同期降幅10.6pct。

5、根据亿邦动力，德国奢侈箱包品牌MCM将于8月8日正式登陆天猫奢侈品频道Luxury Pavilion，成为天猫上第150001个正牌。届时该店除发售2018年秋冬新品外，还将特意推出七夕情人节设计，包括独供天猫售卖的限量产品，以增进与天猫的合作。

6、据联商网统计，目前已经发布七夕系列的美妆品牌包括Giorgio Armani阿玛尼、YSL、Mac、Sisley、GIVENCHY纪梵希、兰芝、科颜氏、兰蔻等。从这些品牌推出的七夕营销活动来看，限量版、定制、礼盒为三大关键词，产品品类方面以口红、香水为主，而新品推出仅纪梵希一家，另外明星加持、新媒体营销依然是品牌们的重要推广手段。

7、根据时尚头条网消息，日本化妆品集团资生堂2018H1销售额同比增长12.81%至5325.96亿日元，净利

润同比增长 153.48%至 476.67 亿日元，主要得益于集团营销投资的增加和中国市场销售额的强劲增长。因此，集团预计全年销售额将增长 8.5%至 1.09 万亿日元，高于此前预期的 1.03 万亿日元。

8、根据美国财经网站 CNBC 报道，德国运动品牌阿迪达斯 2018Q2 营业收入同比增长 4.43%至 52.61 亿欧元，净利润同比增长 20.46%至 4.18 亿欧元，毛利率同比增长 2.2pct 至 52.29%，均超出市场预期。财报还显示，得益于大中华区的推动，亚太市场取得了 19%的增长，成为阿迪达斯全球增速最快市场。

9、据新浪报道，美妆品牌欧莱雅正在与 Facebook 联手推出虚拟的产品试用系统。此款化妆品试用系统可以让消费者看到她们使用不同唇膏和眼影时的效果，从而进一步推动线上和社交媒体的销售。据悉，此次合作将从 NYX 品牌开始，随后还将纳入 Urban Decay、兰蔻和圣罗兰等品牌。

10、根据亿邦动力消息，美国轻奢时尚集团 Michael Kors 近日发布财报。集团 2018Q1 总销售额同比增长 26.3%至 12.03 亿美元，净利润同比增长 48.5%至 1.86 亿美元。其中，零售业务销售额同比增长 3.6%至 6.39 亿美元，批发业务销售额同比增长 19.5%至 3.63 亿美元，授权业务销售额同比下降 4.8%至 2750 万美元。

（二）公司公告

1. 【健盛集团：2018 年半年度报告】公司 2018H1 营业收入同比增长 64.47%至 7.57 亿元，主要受收购俏尔婷婷合并收入与客户订单增加影响。其中，外贸销售实现 6.37 亿元，国内市场贴牌业务实现销售 1.11 亿元，自有品牌实现销售 650 万元，越南本地材料销售 131 万元。归母净利润同比增长 69.89%至 1.11 亿元，毛利率较去年同期减少 2.79pct 至 27.41%，净利率上升 0.47pct 至 14.62%。
2. 【如意集团：2018 年半年度报告】公司 2018H1 营业总收入同比增长 9.61%至 5.86 亿元，归母净利润同比增长 49.29%至 2889.45 万元。其中，毛纺行业营收同比减少 14.87%至 2.43 亿元，服装业营收同比增长 34.97%至 3.36 亿元，其他业务收入同增 1044.08%至 745.48 万元。毛利率较去年同期上升 1.18pct 至 20.26%，净利率上升 1.94pct 至 5.93%。
3. 【三毛派神：发行股份购买资产暨关联交易预案】公司拟向甘肃国投发行股份购买其持有的工程咨询集团 100%股权。交易对价为 22.19 亿元，发行价格不低于 11.37 元/股。
4. 【际华集团：与陆军后勤部采购供应局签署战略合作协议公告】开展战略合作内容包括但不限于：研发创新、生产供应、售后服务、力量支援及人才培养。
5. 【森马服饰：2018 年半年度报告】公司 2018H1 营业收入同比增长 24.8%至 55.32 亿元，归母净利润同比增长 25%至 6.67 亿元。休闲服饰营收同增 21.91%至 26.25 亿元，毛利率减少 3.5pct 至 34.93%，儿童服饰营收同增 27.7%至 28.69 亿元，毛利率减少 0.55pct 至 42.02%。报告期内线下渠道增加 820 个，其中加盟 666 个，直营 154 个。
6. 【安正时尚：2018 年半年度报告】公司 2018H1 营业收入同比增长 20.33%至 7.52 亿元，其中，玖姿品牌营收同增 27.11%至 4.94 亿元，尹默同增 10.75%至 1.15 亿元，斐娜晨同增 57.33%至 6322.83 万元。线下渠道由 2017 年底 917 家增长至 952 家，销售占比下降 2.52pct 至 84.77%。归母净利润同比增长 25.56%至 1.62 亿元，毛利率较上年同期减少 0.99pct 至 68.38%。
7. 【际华集团：2017 年权益分派实施公告】公司每股派发现金红利 0.17 元（含税），共计派发 7.47 亿元，股权登记日、除权除息日分别为 8 月 14 日、15 日。

8. 【旺能环境：对外投资设立全资子公司公告】公司拟出资 1 亿元设立投资公司，作为投融资业务主要发展平台。
9. 【华孚时尚：关于与中国农业发展银行新疆分行签署战略合作协议的公告】2018 年 8 月 8 日双方签署《战略合作协议》，中国农业发展银行新疆分行同意向公司提供不少于人民币 258 亿元的授信额度，分三年实施，用于公司经营发展。
10. 【日播时尚：关于签署日播时尚智能智造研发产业园项目投资合同书的公告】2018 年 8 月 8 日，日播时尚与于都县人民政府签署《项目投资合同书》，就日播时尚在于都县投资智能智造研发产业园项目达成协议。该项目计划用地 209 亩，项目建成后投资强度达到 150 万元/亩及以上。
11. 【开润股份：关于变更公司经营范围及修订《公司章程》的公告】依法登记经营范围增加“普通货运”一项。
12. 【华茂股份：2017 年度权益分派实施公告】公司每 10 股派发现金股利 0.50 元（含税），共计派发 4718 万元，股权登记日、除权除息日分别为 8 月 15 日、16 日。
13. 【三毛派神：2018 年半年度报告】公司 2018H1 营业收入同比增长 14.08%至 1.46 亿元，归母净利润同比下降 115.64%至-546.27 万元。投资活动产生现金流同比减少-102.74%，主要受上期处置土地使用权收回现金的影响。其中，内销营收同增 1.38%至 9561.73 万元，毛利率较去年同期上升 5.45pct 至 14.55%；外销营收同增 24.00%至 3645.90 万元，毛利率较去年同期下降 7.10pct 至 10.54%。
14. 【航民股份：2018 年半年度报告】公司 2018H1 营业收入同比增长 19.87%至 19.38 亿元，营业利润同比增长 9.73%至 3.89 亿元，归母净利润同比增长 14.19%至 2.78 亿元。主要采取措施为，收购航民百泰公司全部股权进行重大资产重组，加强技改创新与精细化管理。
15. 【潮宏基：关于首次回购公司股份的公告】公司于 2018 年 8 月 9 日首次回购股份数量 360 万股，占公司总股本的 0.40%，最高成交价为 6.95 元/股，最低成交价为 6.79 元/股，支付的总金额为 2476.13 万元（不含交易费用）。
【商赢环球：关于终止重大资产重组的公告】此前，公司拟采取现金结合发行股份或全部发行股份的方式，购买 VinceCamutoCo.,Ltd 旗下所有实质性的经营性资产，现决定终止本次重大资产重组。
16. 【上海家化：关于获得政府补助情况的公告】公司于 2018 年 8 月 9 日收到与资产相关的政府补助（中央工厂拆迁补偿）6660 万元。截至公告日，公司收到的与资产相关的政府补助已达到公司最近一期经审计净资产的 10%，公司收到的与收益相关的政府补助约 3051 万元。
17. 【百隆东方：关于 2016 年公司债券（第一期）2018 年付息公告】公司将对发行及存续规模 16 亿元的债券支付上年利息，本债券采取单利按年付息，票面利率为 3.55%，债券登记日、付息日分别为 2018 年 8 月 21 日、8 月 22 日。

（三）本周研究总结

- 健盛集团：越南产能持续释放，缓解贸易战风险，并表增厚业绩显著

8月6日公司发布中期报告,2018H1 公司营收 7.57 亿元,同增 64.5%;归母净利润 1.11 亿元,同增 69.9%。撇除俏尔婷婷 0.38 亿并表净利后,公司 2018H1 实现净利润 0.72 亿元,同比增长 11.2%。2018Q2 公司收入、净利润分别为 4.15 亿(同增 58.1%)、0.67 亿(同增 108.3%)。

我们的观点是, (1) 巩固发展外销市场, 无惧贸易战影响。 袜类业务中, 上半年欧洲市场收入稳步增长 3.8%, 日本市场小幅下滑(-5.5%), 澳洲和美洲市场均呈现较快增长(分别+35.8%和+119.6%)。无缝内衣方面, 公司在客户结构稳定的基础上, 尝试开发国内 B 端市场客户。虽然中美贸易战愈演愈烈, 但袜子作为终端消费品, 被征高关税的可能性较小。随着公司在越南的产能加速释放, 公司可将美国订单转移到越南生产规避贸易战影响。**(2) 俏尔婷婷并表增厚收入、业绩增速。** 2017 年 8 月俏尔婷婷实现并表。作为内衣代工的龙头企业, 2018H1 俏尔婷婷为公司贡献 0.38 亿净利润, 占公司净利润的 34.5%。根据收购承诺, 预计俏尔婷婷 2018 全年净利润不低于 8000 万元, 上半年已完成 46.7%。**(3) 汇兑损失大大减少, 综合税率下降, 净利润快速增长。** 受益于 Q2 以来人民币大幅贬值, 公司汇兑损失由 2017H1 的 499.8 万元减少至 230.6 万元(同减 53.9%); 随着越南盈利占比提升(越南所得税免税), 公司综合所得税税率由 2017H1 的 20.11%下降至 2018H1 的 11.58%, 叠加并表因素共同推动公司 2018H1 净利润同比大幅增长 69.9%至 1.1 亿。**(4) 产能布局有序推进, 积极加强越南转移。** 公司于 2013 年开始越南布局, 投资超过 1 亿美金拟建设 2.3 亿双棉袜生产项目, 越南基地海防第二第三工厂全面投产、达产, 预计 2018 年越南实现产量约 1.2 亿双。越南第四工厂正在建设过程中。上半年越南创汇 2329 万美元(同增 80.7%), 为集团贡献净利润 3792 万元。

投资建议: 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润 2.13、3.46、4.23 亿元, 对应 PE 分别为 18、11、9 倍, 维持“买入”评级。

● 安正时尚: 主品牌增长有力, 年轻品牌升级调整落地, 发力营销设计夯实核心竞争力

公司公布 2018 中报, 上半年公司实现营业收入 7.52 亿元, 同比增长 20.33%, 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 25.56%; 其中 2018Q2 单季度实现营业收入 3.61 亿元, 同比增长 13.98%, 实现归母净利润 0.71 亿元, 同比增长 20.11%。

我们的分析是, (1) 多个新品牌升级调整落地, 玖姿 H1 强势保证整体增长。 上半年公司实现营业收入 7.52 亿元, 同比增长 20.33%。分品牌看, **玖姿** H1 净开店 5 家至 696 家, H1 同店增长 10%-16%, 毛利率同降 0.92pct 至 67.07%。**尹默** H1 净开店 10 家至 100 家, H1 收入同增 10.75%至 1.15 亿元, Q2 增速与 Q1 基本持平; 毛利率同增 0.18pct 至 77.36%。**安正男装** H1 净开店 5 家至 41 家, 收入同增 8.50%至 0.44 亿元, 毛利率同增 5.72pct 至 75.26%。**摩萨克** H1 净开店 3 家至 18 家, H1 收入同降 32.09%至 0.14 亿元, 毛利率同降 19.78pct 至 49.06%, 但同店收入实现增长 17%-18%, 预计 18 全年小幅亏损, 19 年实现盈利。**(2) 线下复苏开店加快, 电商上新率提升, 拉动消费者引流, 全渠道销售增长。** 2018H1 公司线下销售整体稳健复苏, 总体净开店 35 家至 952 家。电商部分 18H1 线上收入同增 44.0%至 1.14 亿元, 占比同比提升 2.52 个 pct 至 15.23%。**(3) 营销、终端升级、激励成本导致费用率提升, 扣非业绩增速低于营收, 理财收入大幅提升。** 上半年公司期间费用率同比增长 1.19 个 pct 至 44.46%。销售费用率同比增长 0.76 个 pct 至 31.24%, 主要因开店加快、升级各品牌终端店铺形象, 以及加大品牌营销宣传投入。管理费用略增 0.11 个 pct 至 12.32%, 主要因股权激励计划增加当期激励成本 1115 万元。H1 公司非经常性损益对业绩影响较大, 主要因募投闲置资金购买理财产品增加, 带来相关理财收益 3654.37 万元, 推动投资收益同比增长 3431.23%。**(3) 大手笔国际化升级, 推动产品“走出去”, 三大年轻品牌定位针对性调整, 新形象值得期待。** 上半年公司品牌进行多方升级, 公司加快国际化步伐(人才国际化、研

发国际化、产品国际化、品牌国际化)。同时安正男装、摩萨克、安娜蔻完成品牌定位、形象的转型升级,未来将以新形象面世。

投资建议:公司主品牌持续强势,若干新品牌调整期受短期影响,新形象布局步入正轨,整体收入保持 20% 以上增长。加大品牌国际化升级投入,夯实长期核心竞争力,结合下半年迎来销售旺季、斐娜晨产能问题已解决、摩萨克渠道调整已经到位、营销红利开始释放等,考虑股权激励目标,我们预计 2018-2019 年公司实现归母净利润 3.67、4.71 亿元, EPS 为 0.91、1.16 元/股,对应的 PE 分别为 16, 12 倍,维持“买入”评级。

● 森马服饰: 童装延续高增, 休闲调整恢复, 中报业绩亮眼

8 月 7 日公司发布中报, 2018H1 公司营收 55.32 亿元, 同比增加 24.8%, 归母净利润 6.67 亿元, 同比增加 25%。其中单 Q2 实现营收 30.2 亿(同增 27.6%)、归母净利润 3.6 亿(同增 11.8%)。

我们的判断是: (1) **中报业绩亮眼, 效率显著改善。**2018H1 公司营收同增 24.8%, 归母净利润同增 25%, 基本符合我们之前的预期。盈利能力方面, 2018H1 公司毛利率 38.4%, 同比下降 1.84pct, 主要系公司处理存货及电商占比提升所致; 得益于良好的费用管控能力, 销售费用率与管理费用率分别同降 0.62 pct、1.22 pct 至 17.1%、4.3%, 财务费用率持平; 公司净利润率同比持平为 11.9%; 运营效率方面, 2018H1 存货周转天数受益库存处理同比减少 23.8 天, 应收账款周转天数受益加盟商授信管理加强同比减少 25.5 天, 运营效率大幅提升。(2) **童装延续高增趋势, 休闲服饰恢复增长。**2018H1 巴拉巴拉实现营收 28.7 亿, 同比增长 27.7%, 增速同比提升 2.7 pct, 期间净开店 186 家至 4981 家。经我们测算同店实现低双位数增长。2018H1 休闲服饰实现营收 26.2 亿元, 同比增加 21.9%, 增速同比提升 16.5 pct, 休闲装净开店 255 家至 3883 家。经我们测算休闲装同店增长中单位数。(3) **线下整体增速回升, 线上保持高增趋势。**2018H1, 公司线下营收同比增长 22.1%至 38.89 亿元, 占比约 70%; 线上营收同比增长 32%至 16 亿, 占比约 30%; 电商实现净利润约 6400 万元, 同比增加 124%, 净利率提升至 4%。(4) **股权激励+员工持股, 充分彰显信心。**公司推出股权激励与员工持股的双重激励, 彰显公司对未来长期发展的信心。同时, 公司于 2018 年 4 月通过的第一期员工持股计划, 为 1.2 亿元, 绑定公司董事、核心管理人员利益, 有助于有效调动员工积极性, 助力公司长远发展。(5) **整合 TCP、KIDILIZ, 童装龙头地位夯实。**上半年, 公司与 THE CHILDREN'S PLACE (TCP) 签署战略合作协议, 将通过直营、零售商及电子商务的全渠道方式在大中华地区开发和经营 TCP 业务。公司亦将通过全资子公司收购 InchiostroSA 持有的 SofizaSAS 100%股权及债权, 间接收购欧洲中高端童装领军龙头 Kidiliz 集团全部资产。(6) **高管人事调整, 管理效率进一步提高。**公司选举原总经理周平凡先生为副董事长; 任命公司原副总经理、巴拉巴拉运营负责人徐波先生为公司总经理。周总管理经验丰富, 此次人事调整后, 将在董事会层面为公司战略规划、经营决策做出更大贡献, 并有力推动公司电商业务快速发展; 徐总带领的管理团队在巴拉巴拉的运营中展现了巨大的管理能力, 今后也将在公司层面发挥更大作用。

投资建议:公司童装龙头地位稳固, 休闲装快速恢复性增长, 我们预计 18-20 年归母净利润分别为 15.5 亿、19.4 亿和 22.5 亿, 对应 PE 分别为 18X、14X、12X, 维持“买入”评级。

● 航民股份: 优化提效业绩稳增, 收购百泰培育新增长点

航民股份发布 2018 年中报，公司上半年实现营业收入 19.38 亿元，同比增长 19.87%；归母净利润 2.78 亿元，同比增长 14.19%；分季度看，公司 Q2 单季实现营收 11.04 亿元，同增 13.98%；归母净利润 1.74 亿元，同增 16.50%。

我们认为，（1）**印染主业稳健增长，优产降本龙头稳固**。公司作为印染行业绝对龙头，2018H1 印染主业实现营收 16.5 亿元，同比增长 22.4%，占比 92.3%；利润总额 3.1 亿元，同增 14.7%。公司把握行业去产能及严格环保整顿的良机，持续调整优化品种结构。结合高端产品线研发、优产降本等措施，有效化解染料、人工等成本上涨压力，稳固行业领先地位。（2）**油改汽增厚热电营收**。热电业务方面，国内印染企业定型机实行油改汽后，蒸汽用量显著加大，推动公司热电营收同比增长 29.9%至 3.3 亿元，占比达到 17.3%；成本方面，2018 上半年电煤价格呈高位波动，公司采购成本与去年同期高位相比仍有提高。受成本高企影响，热电利润同比增长 8.7%至 0.67 亿元，增速不及营收。（3）**染料、煤价上升拖累毛利率，成本端压力冲击较大**。2017 年下半年以来由于环保监管趋严，供给大幅缩紧致染料价格增长迅猛。同时国内煤价持续高位，带动进口煤价格快速上行。煤炭、染料及人工成本高企情况下，成本端压力致使 2018H1 公司综合毛利率同比下降 2pct 至 27.9%。（4）**收购航民百泰，印染+金饰双主业发力**。2018 年 3 月，公司拟以非公开发行股份的方式收购航民百泰 100%股权。航民百泰系国内黄金饰品加工批发一体化优质龙头。航民百泰承诺 18-20 年扣非业绩不低于 0.72/0.85/1.02 亿元。在印染行业整合加速背景下，公司“双主业+双龙头”布局显著减低经营风险，业绩确定性得到增强。

投资建议：环保常态化下，印染行业集中度将显著提升。航民股份作为印染行业龙头，提价势头已现，成本端压力有望转嫁。收购航民百泰增添发力点，印染+黄金饰品双主业确定性强。暂不考虑百泰并表，我们预计公司 2018-19 年归母净利润 6.17、6.67 亿元，对应 PE 为 9.3、8.6 倍，维持“买入”评级。

● 从奢侈品巨头 H1 业绩看国内高端消费市场

Q2 以来，国内零售市场增速逐步放缓，加之经济结构的持续调整与贸易战的日益激烈，市场不断调低对消费市场的预期。消费市场中，高端消费一直保持对经济状况的高度敏感性，贝恩的研究报告指出，2017 年中国消费者的奢侈品消费金额占到全球奢侈品消费金额的 32%，全球奢侈品公司业绩在一定程度上反映了我国消费者对于高端商品的消费能力。为了探究我国高端消费市场今后的表现，我们选取了部分国际奢侈品公司的中报业绩进行分析。

LVMH 集团

2018H1，LVMH 交出靓丽报表，营业收入同比增加 10%为 217.5 亿欧元，毛利润同比增加 14%为 1.46 亿欧元，净利润同比增加 41%为 30.04 亿元。此外，公司 EBIT 同比增长 29%为 45.8 亿欧元，**撇除并购、汇率影响后的增长率（下文提及的有机增长率均为此口径）**达 28%。分部门看，包含 LV、DIOR、FENDI 等品牌的时装和皮具部门实现营收 85.94 亿欧元，贡献总营收的 39.0%，同比增长 25%，扣除 Dior 并表等因素后，时装和皮具部门有机增长率依然高达 15%；手表珠宝和香水化妆品两个部门营收同比增速均为 8%，有机增长率均为 16%。分地区看，公司亚洲地区（不含日本）收入最高，为 67.4 亿欧元，占比 31%，同比提升 1.94pct，有机增长率为 18%；第二大销售区域美国收入 50.4 亿欧元，有机增长率 10%；公司日本地区收入 15.5 亿欧元，有机增长率 17%。公司管理表示，Q2 中国消费者的需求未较 Q1 出现下滑，反而有一些上升。

表 2: LVMH 营收拆分与占比 (单位: 百万欧元)

营收	2017H1		2017H2		2018H1	
	19714.00	100.00%	22922.00	100.00%	21750.00	100.00%
Fashion and Leather Goods	6899.00	34.53%	8573.00	36.87%	8594.00	38.98%
Selective Retailing	6280.00	31.43%	7031.00	30.24%	6325.00	28.69%
Perfumes and Cosmetics	2670.00	13.36%	2890.00	12.43%	2877.00	13.05%
Wines and Spirits	2294.00	11.48%	2790.00	12.00%	2271.00	10.30%
Watches and Jewelry	1838.00	9.20%	1967.00	8.46%	1978.00	8.97%

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

表 3: LVMH 各项业务 2018H1 同比增速与有机增速

	收入增长%	有机增长 (%)
Fashion and Leather Goods	25.00	16.00
Watches and Jewelry	8.00	16.00
Perfumes and Cosmetics	8.00	15.00
Selective Retailing	1.00	9.00
Wines and Spirits	-1.00	7.00

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

表 4: LVMH 各地区业务收入与占比 (单位: 百万欧元)

营收	2017H1		2017H2		2018H1	
	19714.00	100.00%	22922.00	100.00%	21750.00	100.00%
Asia (Excluding Japan)	5725.00	29.04%	6213.96	27.11%	6739.00	30.98%
United States	4967.00	25.20%	5691.12	24.83%	5041.00	23.18%
Europe (Excluding France)	3506.00	17.78%	4594.84	20.05%	3863.00	17.76%
Rest of the World	2276.00	11.55%	2413.96	10.53%	2496.00	11.48%
France	1857.00	9.42%	2406.60	10.50%	2057.00	9.46%
Japan	1383.00	7.02%	1601.52	6.99%	1554.00	7.14%

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

Kering 集团

Kering 集团 H2 营收 64.3 亿欧元, 同比增加 26.8%; 净利润 23.6 亿欧元, 同比增加 186%, 其中 Q2 营收同比增长 26%, 有机增长率为 32%。分品牌看, Gucci 2018H1 营收 38.5 亿欧元, 同比增加 36%, 有机增长率高达 44.1%, 这已经是 Gucci 连续第六个季度营收增速超过 35%; YSL 营收 8.1 亿欧元, 同比增加 14%, 有机增长率 20%。分地区看, 北美地区增速快, 同比增长 30.7%, 有机增长率达到 45.4%; 亚洲地区 (除日本) 增速位列第二, 为 29%, 有机增长率 38%。公司表示, (1) Q2 Gucci 增速虽较 Q1 有所放缓 (Q2 Gucci 有机增长率 40%, 销售增长率 49%; Q1 对应增速分别为 49%和 51%), 但是这种小幅度的放缓并不能表示 Gucci 业绩进入下行通道; (2) 中国大陆消费者 Q2 没有出现消费放缓的现象。

表 5: Kering 营收拆分与占比 (单位: 百万欧元)

营收	2017H1		2017H2		2018H1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
Luxury Goods: Gucci Group	4893.20	100.00%	5764.60	71.52%	6208.70	100.00%
Gucci	2832.50	57.89%	3378.70	41.92%	3852.80	62.05%
Other Kering Brands	759.50	15.52%	1009.40	12.52%	995.50	16.03%
Yves Saint Laurent	710.80	14.53%	790.60	9.81%	808.20	13.02%
Bottega Veneta	590.40	12.07%	585.90	7.27%	552.20	8.89%

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

表 6: Kering2018H1 各项业务同比增速与有机增速

	收入增长 (%)	有机增长 (%)
Group	26.80	33.90
Luxury Goods	26.90	33.90
Gucci	36.00	44.10
Other PPR Brands	31.10	36.50
Yves Saint Laurent	13.70	19.70
Bottega Venetta	-6.50	-0.90

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

表 7: Kering 业务收入按地区拆分与占比 (单位: 百万欧元)

营收	2017H1		2017H2		2018H1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
5073.00	100.00%	8181.50	100.00%	6431.90	100.00%	
Asia	2118.70	41.76%	2832.50	34.62%	2697.50	41.94%
Asia Pacific (Excluding Japan)	1666.10	32.84%	2159.70	26.40%	2150.00	33.43%
Japan	452.60	8.92%	672.80	8.22%	547.50	8.51%
Europe, Middle-East and Africa	1947.90	38.40%	3256.20	39.80%	2420.50	37.63%
Western Europe	1647.60	32.48%	2728.90	33.35%	2046.30	31.81%
Africa, Middle-East and Eastern	300.30	5.92%	527.30	6.45%	374.20	5.82%
Europe						
The Americas	1006.40	19.84%	2092.80	25.58%	1313.90	20.43%
North America	941.20	18.55%	1770.40	21.64%	1230.60	19.13%
Southern America	65.20	1.29%	322.40	3.94%	83.30	1.30%

数据来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

Prada 集团

从 Prada 的中报看，公司业绩正在经历复苏，收入增速由负转正。公司新品体现了公司推行的一系列改进：产品创新、系统改进、加大电商布局、改进促销活动。最新的改进体现在公司在 Prada 原有 DNA 的风格下，推出更多便装款式。

2018H1，公司营收 15.4 亿欧元，同比增长 3.4%，其中主品牌 Prada 收入 12.6 亿欧元，同比增速 4.1%；MIUMIU 收入 2.3 亿欧元，同比增速 1.6%。衣物类产品受改革影响增速大幅提高，为 13.3%。分区域看，欧洲地区营收最高，为 5.6 亿欧元，占比 37%，亚太地区收入次之（不含日本）为 5.2 亿欧元，占比 34.4%。按固定汇率计算，大中华区营收增速最快，为 17%，亚太地区次之，增速 14%，公司其他主要销售区域也都获得高单位数增长。上半年公司净利润 1.8 亿欧元，同比增加 68%。

表 8： Prada 营收拆分与占比（单位：百万欧元）

	2017H1		2017H2		2018H1	
收入	1554.17	100.00%	1502.30	100.00%	1535.33	100.00%
Prada	1258.50	80.98%	1250.94	83.27%	1261.43	82.16%
Sales	1233.60	79.37%	1227.65	81.72%	1236.70	80.55%
Royalties	24.91	1.60%	23.29	1.55%	24.72	1.61%
Miu Miu	249.15	16.03%	210.19	13.99%	234.55	15.28%
Sales	249.15	16.03%	210.19	13.99%	234.55	15.28%
Royalties	—	—	—	—	—	—
Church's	39.75	2.56%	31.25	2.08%	31.66	2.06%
Sales	39.75	2.56%	31.25	2.08%	31.66	2.06%
Royalties	—	—	—	—	—	—
Other	6.77	0.44%	9.93	0.66%	7.69	0.50%
Sales	6.77	0.44%	9.93	0.66%	7.69	0.50%

数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

表 9： Prada 各品牌收入同比增速

收入增长%	2017H1	2018H1
Net Revenue by Brand	-17.80	3.40
Prada	-18.50	4.10
Miu Miu	-15.70	1.60
Other	-15.20	-0.80

数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

综合以上国际奢侈品巨头中报数据，我们发现（1）Q2 是传统销售淡季，表现普遍弱于 Q1，但是国际奢侈品巨头 H1 综合表现依然亮眼，反映了高端消费品市场的整体走强；（2）虽然国内消费数据出现一定程度的下行，但是国际奢侈品来自大中华区的销售并没有减少，这反映了国内对高端消费品的需求依然旺盛。（3）国际奢侈品巨头业绩普遍受汇率影响较大，故而有机增长率表现远远好于报表数字。

根据贝恩咨询的报告，2017 年全年，中国本土奢侈品市场销售总额达到 1420 亿人民币，同比增长 20%，为 2011 年以来的最快增速。全球奢侈品市场的总销售额达到 2620 亿欧元（约合 2 万亿人民币），其中有 32% 来自中国消费者，占比为所有国家和地区最高，美国（22%）和欧洲（18%）分别排在第二和第三位。中国奢侈品市场的快速发展，反映了高端消费品需求的持续强劲，背后的驱动因素在于：

1. 全球范围内经济的复苏，加强人们对奢侈品的购买力；
2. 奢侈品品牌向着潮流化和年轻化的方向发展，大大刺激了千禧一代的奢侈品消费，扩大了奢侈品的消费群体和消费频次；
3. 各大品牌纷纷调整定价策略，逐渐减少中国市场与其他市场的价差，吸引更多国内消费者。

从标普全球奢侈品指数中，我们亦可发现奢侈品的强劲复苏。2017 年初至今，标普全球奢侈品指数累计上涨 34%，达到历史新高位 86000 点附近。奢侈品公司业绩的强劲复苏带动其股票在资本市场获得高收益。因此从海外奢侈品市场表现看，高端消费品市场没有出现明显减速，公司业绩证明高端消费品市场好于预期。

图 4：标普全球奢侈品指数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

● **江南布衣有望新晋港股通，何以胜出？**

江南布衣获得恒生多个指数的成分股，有望被纳入港股通。公司于 2016 年在港股上市以来，市值从 30 多亿翻两倍增至 100 亿港元；估值也从最低时 7 倍提升至目前的 16 倍。2017 财年（截至 2017 年 6 月 30 日）、2018H1，公司净利润同比增长 38.54%、36.83%，业绩连续超市场预期。

江南布衣是什么样的公司？

公司是国内领先的设计师多品牌集团，旗下拥有女装品牌 JNBY（1999 年）、less（2011 年）；男装速写（2005 年）、SAMO（2018 年）；童装品牌 jnby by JNBY（2011 年）、蓬马（2016 年）；家居品牌 JNBYHOME（2016 年）、环保品牌 REVERB（2018 年）共 8 个设计师品牌，分品类看，17 财年女装收入占比 66%，男装占 21%、童装 13%。分品牌看，非 JNBY 品牌占比从 14 财年的 25.5%提升 15.9pct 至 17 财年的 41.4%。

从 A+H 股 7 家中高端品牌对比来看，江南布衣的收入规模达到 23 亿元、排名第一；利润规模仅次于地素时尚，达到 3.3 亿元；盈利能力与营运效率均居于行业中上游。渠道对比来看，江南布衣采取“经销与直营并举”模式，门店数量已经超过 1700 多家，明显高于其他中高端品牌。纵观国外发展经验，日本设计师品牌川久保玲在 20 世纪 80 年代日本消费升级阶段风靡一时，中国正处于消费升级时期，表现为追求自我、个性化的消费理念，设计师品牌是服装行业增速最快的细分领域之一，凭借行业红利与先发优势，目前江南布衣已经发展为国内排名第一的设计师品牌、市占率最高达到 9.6%。

江南布衣的核心竞争力：设计驱动+粉丝经济+规模效应

（1）设计驱动：作为设计师品牌，设计是最核心的价值。主要体现在三方面：一是坚持原创设计，以创始人李琳女士为品牌灵魂，在保持整体“简约、自然”调性的基础上，通过多品牌深掘以风格为导向的细分化市场，并针对每季设计主题创新设计。二是提倡设计始于材质，好面料是好产品的开始，拥有面料工作室自主研发、精选多元优质面料。三是设计师团队稳定，60 人团队激励到位并给予自由空间，并接触国内外新锐设计师，能够不断裂变品牌，并保障艺术与商业的平衡。

（2）粉丝经济：做粉丝经济的前提是风格鲜明，而设计师品牌天然具有强辨识度。公司布局微信、微博、天猫等多元化社交媒体，借助内容营销的方式不断吸粉，同时借助全渠道布局，提升客户体验与消费粘性。目前会员数量超过 240 万，粉丝销售占比从 14 财年的 40%提升 27.4pct 至 18H1 的 67.4%；年消费超 5000 元的会员超 14 万人，消费占比约 37%。此外，公司凭借独特调性，已经拥有全球粉丝客群，目前在美国等 18 个国家核心商圈拥有 40 家门店，是国内品牌国际化最快的品牌之一。

（3）规模经营：公司与供应商长期战略合作，并通过存货共享分配系统打通全渠道库存，对经销商库存、零售数据、门店选址等精细化管理。设计师属于小众市场，单一品牌的天花板较低，但公司凭借突出的供应链管理和多品牌带来的规模优势，打造出具备性价比的产品。相比于其他设计师品牌，公司新品平均定价 1000 元，三四线城市渠道数量占比已超过一半，有调性的高性价比又会促进规模的持续扩大，2014-2017 财年主品牌 JNBY 收入 CAGR 为 10%，收入规模接近 14 亿元，门店数量超 800 家，成为市占率第一的设计师品牌。

公司未来的增长驱动力：多品牌裂变驱动

（1）主品牌 JNBY 通过年轻化、拓品类、产品迭代升级、渠道结构调整、精准营销服务等方式，主要通过内生增长拉动，保持未来稳健增长；

（2）JNBY 的成功经验复制于新品牌。其中速写、less、小 JNBY 品牌迈入成长阶段，外延与内生协同发力，预计未来三年复合增速超过 20%；

（3）JNBYHOME、SAMO、REVERB 等裂变品牌尚处于培育阶段，把握细分市场与差异化风格的发展机会，有望成为未来新增长点。

估值方面，18-19 财年业绩增速 20%，19PE 为 16 倍，PEG<1，维持“买入”评级

三、行业数据

（一）成本端：棉价内涨外跌，涤纶价格、棉纱期货价格上升

原材料方面，棉价内涨外跌。2018年8月10日，328中国棉花价格指数16293元/吨（较2018年8月3日上涨0.39%）；2018年8月10日，cotlookA指数97.30美分/磅（较2018年8月3日下降1.47%）。

本周棉纱价格小幅上扬，基本稳定。2018年8月10日，中国纱线价格指数 CYIndexC32S 报 23910 元/吨（+0.21%），CYIndex JC40S 报 26960 元/吨（+0.11%），CYIndexOEC10S 报 14530 元/吨（+0.00%）。

化纤类原材料涤纶延续上涨趋势。粘胶长丝37750元/吨（0.00%），粘胶短纤14180元/吨（+0.71%）；涤纶短纤9943.33元/吨（+4.37%）、涤纶POY 10600元/吨（+4.23%）、涤纶DTY 12100元/吨（+3.86%）。

棉纱期货价格上升，成交量、持仓量减少。截至2018年8月10日，周成交总量27392手，较上周减少10.18%。周五末持仓数2624手，较上周五末减少32.27%。

表10：2010年后纱线涨价弹性

年份	中国棉花价格指数 328	21 支普梳纯棉纱 (C21S)	32 支普梳纯棉纱 (C32S)	32 支精梳纯棉纱 (JC32S)	40 支精梳纯棉纱 (JC40S)	60 支精梳纯棉纱 (JC60S)
2010	84.88%	68.32%	66.67%	69.17%	67.20%	59.68%
2011	-30.32%	-27.94%	-27.61%	-26.85%	-26.56%	-26.26%
2012	-0.03%	-2.04%	0.39%	-1.01%	0.00%	-2.47%
2013	1.70%	0.00%	-0.78%	-1.02%	-0.65%	1.12%
2014	-30.32%	-10.42%	-12.11%	-14.09%	-14.75%	-5.83%
2015	-5.00%	-11.16%	-11.11%	-10.00%	-9.62%	-8.85%
2016	22.54%	12.57%	14.00%	9.78%	8.51%	4.21%
2017	-0.61%	1.09%	1.32%	-0.47%	-0.64%	0.63%
2018 年初至今	3.79%	1.93%	3.83%	1.65%	1.54%	0.56%
本周：	0.39%	0.00%	0.25%	0.00%	0.11%	-0.10%

2018.8.3-2018.8.10

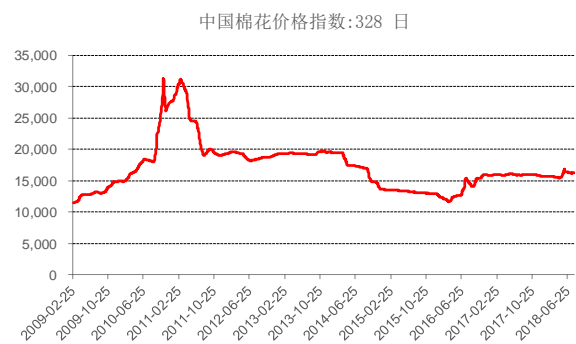
资料来源：WIND，中国棉花信息网，中信建投证券研究发展部

图 5：2009 年以来的 cotlookA 指数



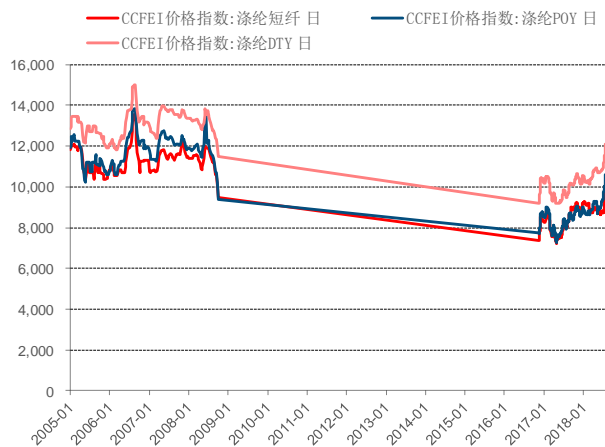
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 6：2009 年以来的 328 中国棉花价格指数



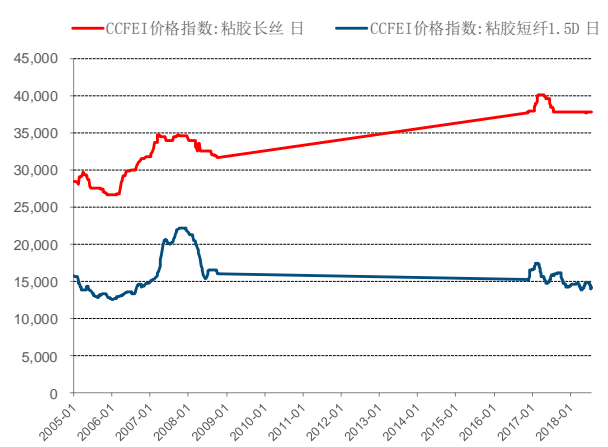
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 7：2005 年以来涤纶价格走势



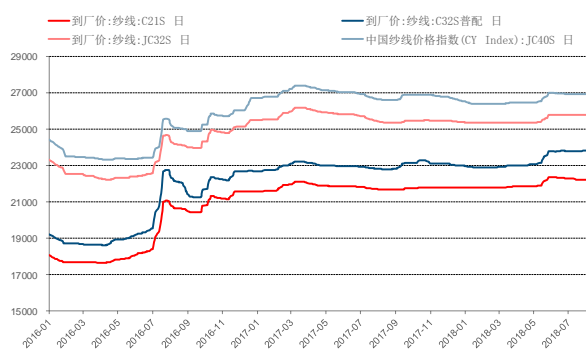
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 8：2005 年以来粘胶价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 9：2016 年以来纱线价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

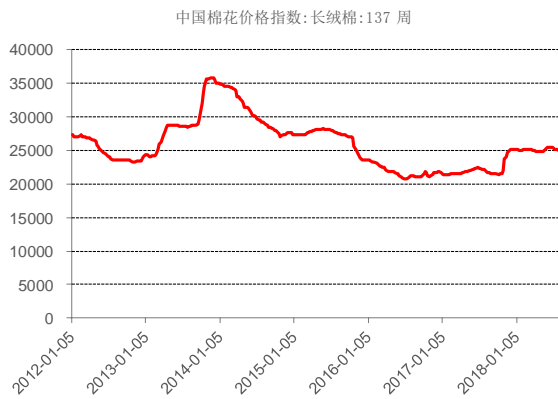
图 10：2017 年以来棉纱期货指数收盘价



长绒棉（137 级）：本周均价 25000 元/吨，与上周持平，过去一月下跌 200 元/吨，过去一年累计上升 3100

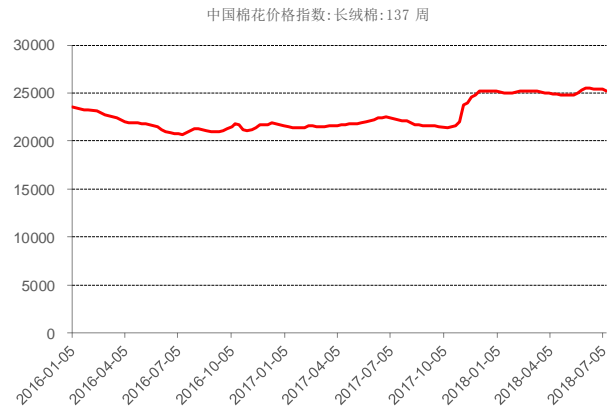
元/吨。

图 11：2012 年以来的长绒棉 137 价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

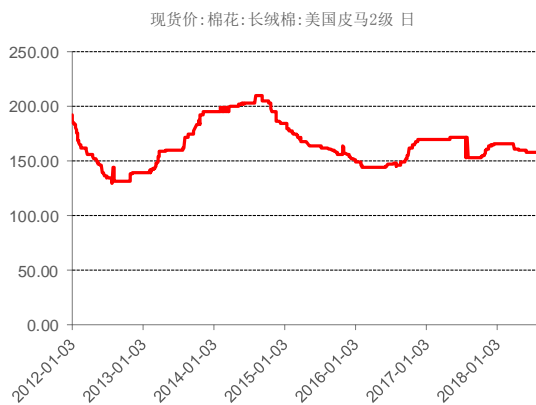
图 12：2016 年以来的长绒棉 137 价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

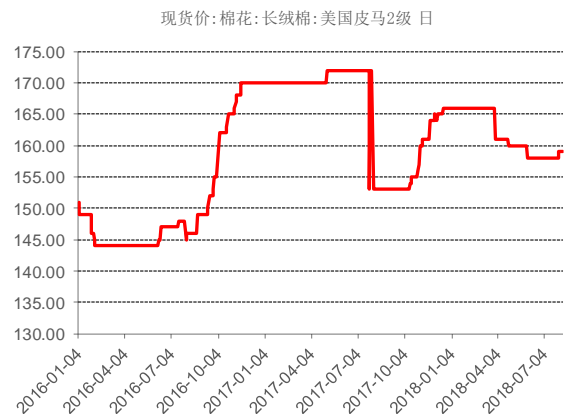
进口长绒棉（美国 PIMA2 级）：截止 8 月 9 日价格 159 美分/磅，与上周持平，过去一月价格累计上涨 1 美分/磅，过去一年累计上涨 6 美分/磅。

图 13：2012 年以来进口长绒棉价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 14：2016 年以来进口长绒棉价格走势

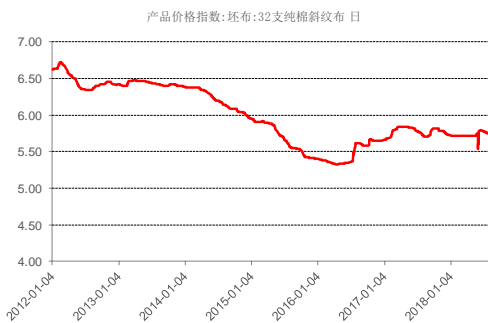


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

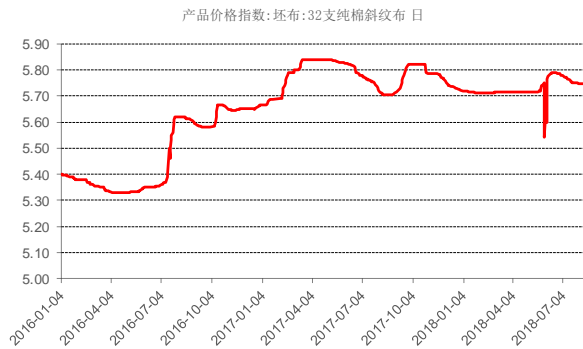
坯布：截止8月10日，32支纯棉斜纹布最新价格5.75元/米，本周价格与上周持平，过去一月下跌0.035元/米，过去一年下降0.025元/米。

图 15：2012 年以来坯布价格走势

图 16：2016 年以来坯布价格走势



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

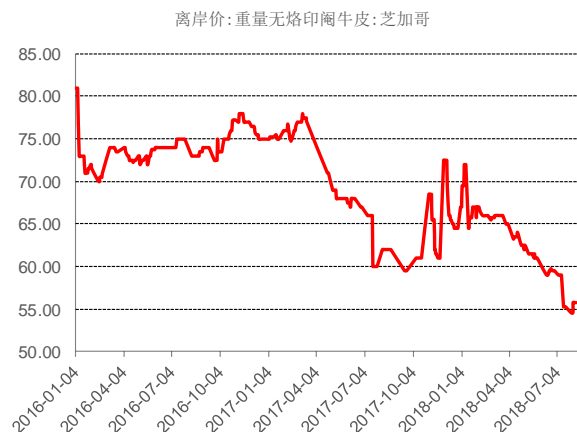
牛皮价格: 截止8月9日, 芝加哥重量无烙印牛皮最新离岸价格55.75美分/磅, 过去一月下跌3.25美分/磅, 过去一年下跌6.25美分/磅。

图 17: 2012 年以来牛皮价格走势



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 18: 2016 年以来牛皮价格走势



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

(二) 人民币汇率: 本周继续贬值, 离岸人民币成交价盘中突破 6.9 元

本周人民币继续贬值, 人民币兑美元汇率中间价从 8 月 3 日 6.8322 上升至 8 月 10 日 6.8395。人民币兑美元周内贬值 0.11%, 较年初累计贬值 5.1%, Q2 以来累计贬值 8.97%。人民币近期持续贬值, 在一定程度上对冲贸易战对纺服出口企业的影响, 对于依赖出口的纺织服装行业构成利好。

图 19: 2010 年以来的人民币汇率走势



数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

附表 1：2018 年纺织服装行业重点公司估值表

细分板块	名称	股价	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			BVPS	PB
					17A	18E	19E	17A	18E	19E		
印染	三房巷	2.93	797.24	23.36	0.06	-	-	50.17	-	-	1.60	1.83
	华纺股份	4.00	524.85	20.99	0.02	-	-	200.00	-	-	2.76	1.45
	旺能环境	44.80	245.04	109.78	0.20	-	-	224.00	-	-	13.80	3.25
	航民股份	11.57	635.31	73.51	0.85	0.90	1.06	13.61	12.86	10.92	5.74	2.02
纱线及坯布	新野纺织	4.75	816.79	38.80	0.27	0.37	0.44	17.46	12.84	10.80	4.04	1.17
	华茂股份	4.17	943.67	39.35	0.10	-	-	41.70	-	-	4.53	0.92
	华孚时尚	12.77	1,012.92	129.35	0.58	0.70	0.91	22.02	18.24	14.03	6.98	1.83
	百隆东方	4.90	1,500.00	73.50	0.40	0.43	0.50	12.25	11.40	9.80	4.84	1.01
织造	鲁泰 A	10.47	922.60	88.36	0.85	0.99	1.08	12.32	10.58	9.69	7.99	1.31
	孚日股份	5.43	908.00	49.30	0.42	0.55	0.63	12.93	9.87	8.62	3.76	1.45
	联发股份	10.78	323.70	34.89	1.22	1.17	1.38	8.84	9.21	7.81	9.56	1.13
	凤竹纺织	7.23	272.00	19.67	0.21	-	-	34.86	-	-	2.59	2.79
	黑牡丹	6.41	1,047.10	67.12	0.35	0.33	0.46	18.31	19.28	13.81	7.28	0.86
毛纺	三毛派神	13.47	186.44	25.11	0.07	-	-	191.34	-	-	1.60	8.41
	如意集团	16.16	261.72	42.29	0.13	-	-	124.31	-	-	9.72	1.66
	江苏阳光	2.63	1,783.34	46.90	0.09	-	-	30.69	-	-	1.14	2.30
	鹿港文化	6.41	894.07	57.31	0.20	0.30	0.43	32.05	21.06	14.81	2.91	2.20
	新澳股份	12.84	393.65	50.54	0.50	0.53	0.63	25.68	24.23	20.38	5.75	2.23
辅料	伟星股份	12.00	583.09	69.97	0.70	0.60	0.71	17.14	19.84	16.95	4.14	2.90
	浔兴股份	16.33	358.00	58.46	0.33	0.40	0.63	49.48	40.69	25.95	3.42	4.78
	兴业科技	10.31	302.08	31.14	0.24	0.25	0.34	42.64	41.17	30.34	7.31	1.32
家纺	罗莱生活	13.86	744.73	103.22	0.45	0.53	0.62	30.66	26.08	22.35	4.79	2.89
	富安娜	10.57	871.16	92.08	0.52	0.54	0.63	20.33	19.51	16.77	3.73	2.84
	水星家纺	23.19	266.67	61.84	0.99	0.98	1.25	23.42	23.66	18.55	7.91	2.93
	梦洁股份	6.01	763.26	45.87	0.14	0.17	0.21	42.93	35.86	29.17	2.67	2.25
休闲及童装	森马服饰	11.59	2,689.45	311.71	0.53	0.48	0.57	21.87	24.15	20.33	3.87	2.99
	金发拉比	15.63	203.78	31.85	0.36	0.40	0.46	43.42	39.08	33.98	4.83	3.24
	太平鸟	30.55	480.93	146.92	1.02	0.94	1.35	29.95	32.50	22.63	7.19	4.25
	比音勒芬	70.20	106.67	74.88	1.66	1.63	2.01	42.29	43.04	35.01	14.32	4.90
运动及户外	贵人鸟	24.79	628.60	155.83	0.48	0.45	0.55	52.01	54.76	44.82	3.84	6.46
	三夫户外	18.00	112.35	20.22	0.52	-	-	34.62	-	-	5.67	3.18
	探路者	4.57	891.29	40.73	0.30	0.18	0.21	15.48	24.95	22.25	2.88	1.59
男装	七匹狼	8.73	755.67	65.97	0.35	0.40	0.45	24.94	21.83	19.40	7.35	1.19
	报喜鸟	3.14	1,263.29	39.67	-0.33	-0.08	0.02	-	-	138.94	2.00	1.57
	希努尔	25.70	320.00	82.24	0.02	0.02	0.02	1103.00	1647.44	1367.02	6.26	4.10
	步森股份	18.57	140.01	26.00	0.05	-	-	371.40	-	-	3.47	5.36

请参阅最后一页的重要声明

	摩登大道	15.93	445.32	70.94	-0.80	0.31	0.17	-	51.55	95.50	5.34	2.98
	乔治白	6.38	354.85	22.64	0.18	-	-	35.44	-	-	2.89	2.21
	雅戈尔	8.15	3,581.45	291.89	1.51	1.13	1.20	5.40	7.23	6.81	6.93	1.18
	海澜之家	12.65	4,492.76	568.33	0.70	0.74	0.80	18.07	17.09	15.81	2.74	4.61
	红豆股份	6.30	1,809.47	114.00	0.11	-	-	57.27	-	-	2.33	2.49
	九牧王	16.22	574.64	93.21	0.74	0.85	0.93	21.92	19.08	17.44	9.20	1.76
女装	朗姿股份	12.13	400.00	48.52	0.41	0.52	0.62	29.59	23.33	19.56	6.73	1.76
	维格娜丝	21.66	180.55	39.11	0.68	1.15	1.84	31.85	18.86	11.80	12.10	1.79
	安正时尚	23.82	289.04	68.85	1.10	0.96	1.26	21.65	24.72	18.90	9.23	2.58
	商赢环球	28.27	469.97	132.86	0.11	0.89	1.84	261.76	31.76	15.36	6.49	4.36
	歌力思	21.48	337.30	72.45	0.82	0.84	1.10	26.20	25.57	19.53	6.41	3.35
服装设计	柏堡龙	20.45	240.46	49.17	0.55	0.63	0.89	37.18	32.29	22.91	9.25	2.21
供应链管理 及跨境电商	江苏国泰	7.40	1,576.19	116.64	0.75	0.51	0.67	9.87	14.51	11.04	4.64	1.59
	跨境通	20.19	1,547.24	312.39	0.29	0.50	0.75	69.62	40.38	26.92	4.28	4.72
	搜于特	4.13	3,124.19	129.03	0.26	0.25	0.34	15.88	16.77	12.26	1.85	2.24
箱包	开润股份	76.80	120.76	92.75	1.68	1.06	1.55	45.71	72.45	49.55	4.34	17.68
	万里马	7.46	312.00	23.28	0.21	-	-	36.28	-	-	1.45	5.15
鞋帽	奥康国际	13.73	400.98	55.05	0.76	0.85	1.02	18.04	16.17	13.50	10.47	1.31
	星期六	5.78	398.92	23.06	0.05	0.06	0.07	115.60	98.63	82.10	3.79	1.53
	红蜻蜓	14.57	417.20	60.79	0.68	0.74	0.79	21.43	19.73	18.42	8.57	1.70
	天创时尚	10.34	431.65	44.63	0.44	0.40	0.48	23.50	25.85	21.54	4.83	2.14
	哈森股份	14.11	219.91	31.03	0.42	0.19	0.20	33.36	74.81	69.71	5.40	2.61
其他纺织	欣龙控股	5.32	538.40	28.64	0.06	-	-	89.41	-	-	1.33	4.01
	宏达高科	13.30	176.76	23.51	0.57	-	-	23.33	-	-	9.41	1.41
	旷达科技	4.52	1,502.39	67.91	0.23	0.25	0.27	19.62	18.12	16.87	2.75	1.64
	嘉欣丝绸	6.59	577.67	38.07	0.19	0.31	0.26	34.68	20.97	24.93	2.86	2.31
	嘉麟杰	4.08	832.00	33.95	0.01	-	-	285.31	-	-	1.13	3.62
	华升股份	4.30	402.11	17.29	0.02	-	-	182.20	-	-	1.52	2.83
	金鹰股份	5.91	364.72	21.55	0.08	-	-	73.88	-	-	3.20	1.84
内衣与鞋袜	棒杰股份	5.55	461.00	25.59	0.09	-	-	61.67	-	-	1.51	3.68
	汇洁股份	12.36	388.80	48.06	0.85	0.65	0.79	14.54	18.90	15.71	4.80	2.58
	健盛集团	10.26	416.36	42.72	0.29	0.37	0.60	35.38	27.73	17.10	6.73	1.52
	浪莎股份	18.99	97.22	18.46	0.14	-	-	137.61	-	-	4.95	3.84
其他服装	华斯股份	7.23	385.56	27.88	0.04	0.05	0.08	180.75	146.95	96.27	4.96	1.46
	中潜股份	19.25	171.46	33.01	0.49	0.33	0.47	39.29	58.23	41.07	3.10	6.20
	际华集团	4.60	4,391.63	202.01	0.32	-	-	14.38	-	-	4.32	1.07

数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

附表 2：纺织服装行业股价安全边际测算

股票代码	公司简称	类别	公司成本价	最新价	空间	备注
603001.SH	奥康国际	股份增持	28.3	13.84	-51.10%	16/1/10 完成
002154.SZ	报喜鸟	股权激励	1.88	3.08	63.83%	17/7/18 完成
		股份增持	3.41	3.08	-9.68%	17/12/29 完成
002569.SZ	步森股份	非公开发行	16.88	20.11	19.14%	17/9/30 终止
000158.SZ	常山股份	非公开发行	4.92	7.86	59.76%	15/7/23 完成
002327.SZ	富安娜	股权激励	4.59	10.95	138.56%	17/1/23 调整
		股权回购注销	4.7	10.95	132.98%	17/11/7 完成
603808.SH	歌力思	股权激励	15.39	22.74	47.76%	17/5/22 登记
600398.SH	海澜之家	股份增持	10.87	13.25	21.90%	16/9/1 增持完毕
600987.SH	航民股份	股权增持	11.2	11.57	3.30%	17/11/23 增持
600400.SH	红豆股份	股权增持	7.2	4.31	-40.14%	18/1/8 增持完毕
		股权增持	7.14	4.31	-39.64%	18/1/9 增持开始
603116.SH	红蜻蜓	股权激励	8.86	14.72	66.14%	17/10/19 登记
600448.SH	华纺股份	非公开发行	5.91	4.03	-31.81%	17/11/29 发行
		股权激励	4.24	13.13	209.67%	17/8/23 调整
002042.SZ	华孚时尚	非公开发行	12.62	13.13	4.04%	17/2/23 调整
002494.SZ	华斯股份	非公开发行	16.18	7.67	-52.60%	16/11/11 完成
601718.SH	际华集团	非公开发行	8.19	4.76	-41.88%	17/4/27 完成
002404.SZ	嘉欣丝绸	非公开发行	7.34	6.74	-8.17%	17/1/23 预案
603558.SH	健盛集团	股权增持	16.08	10.44	-35.07%	17/7/24 完成增持
		股权激励	3.53	7.94	124.93%	17/6/9 调整
002091.SZ	江苏国泰	非公开发行	13.52	7.94	-41.27%	16/12/6 核准
002762.SZ	金发拉比	股权激励	12.35	16.70	35.22%	17/7/27 完成
300577.SZ	开润股份	股权激励	27.96	79.72	185.12%	17/9/8 完成
002425.SZ	凯撒文化	股权增持	9.28	7.03	-24.25%	17/7/28 完成
002640.SZ	跨境通	非公开发行	14.81	19.44	31.26%	17/10/31 完成
		股权激励	20.22	19.44	-3.86%	17/12/5 完成
002516.SZ	旷达科技	非公开发行	6.52	4.46	-31.60%	16/10/20 完成
		股份增持	11.53	4.46	-61.32%	16/5/5 完成
002612.SZ	朗姿股份	非公开发行	15.68	12.56	-19.90%	17/9/27 终止
600137.SH	浪莎股份	股权增持	47.06	19.26	-59.07%	17/2/21 完成增持
		股票激励	4.77	5.58	16.98%	16/10/28 授予
601599.SH	鹿港文化	非公开发行	15.35	5.58	-63.65%	16/3/4 完成
		股权激励	4.77	5.58	16.98%	16/11/24 完成
002293.SZ	罗莱生活	股权激励	6.46	14.86	130.03%	17/6/8 调整
		非公开发行	12.04	14.86	23.42%	17/8/11 核准
002269.SZ	美邦服饰	股权增持	6.71	3.12	-53.50%	16/1/9 完成
002397.SZ	梦洁股份	股份增持	6.77	5.89	-13.00%	17/12/12 完成

		非公开发行	7.48	5.89	-21.26%	18/1/12 完成
002656.SZ	摩登大道	非公开发行	15.71	16.20	3.12%	17/9/4 完成
002029.SZ	七匹狼	股份增持	13.01	8.84	-32.05%	15/12/25 完成
		股份增持	15	8.84	-41.07%	16/1/12 完成
002193.SZ	如意集团	非公开发行	18.07	16.07	-11.07%	16/7/26 完成
		非公开发行	18.07	16.07	-11.07%	16/8/17 完成
000779.SZ	三毛派神	非公开发行	13.73	13.47	-1.89%	16/12/21 终止
		股份增持	14.23	13.47	-5.34%	17/10/13 结束
002563.SZ	森马服饰	股权回购注销	5.92	11.55	95.10%	17/6/7 完成
600626.SH	申达股份	非公开发行	未定价	6.31	-	17/12/13 预案
002503.SZ	搜于特	股权激励	7.2	4.29	-40.42%	17/1/19 完成
603877.SH	太平鸟	股权增持	26.26	33.90	29.09%	17/12/6 增持
		股权激励	13.96	33.90	142.84%	17/9/4 完成
603608.SH	天创时尚	股份增持	10.64	10.98	3.20%	17/12/28 完成增持
		股份增持	10.59	10.98	3.68%	17/11/28 增持
002034.SZ	旺能环境	非公开发行	37.28	47.79	28.19%	17/12/14 完成
603518.SH	维格娜丝	股权激励	13.13	22.28	69.69%	17/10/30 登记
002003.SZ	伟星股份	股权激励	6.39	11.89	86.07%	16/7/15 授予
		非公开发行	12.09	11.89	-1.65%	16/5/16 调整
603889.SH	新澳股份	非公开发行	13.01	13.04	0.23%	17/7/28 完成
		非公开发行	11	13.04	18.55%	16/8/24 受理
		非公开发行	13.01	13.04	0.23%	17/6/16 核准发行
		股权激励	7.17	13.04	81.87%	16/12/12 完成
002087.SZ	新野纺织	非公开发行	7.01	4.81	-31.38%	16/7/6 完成
002291.SZ	星期六	股票增持	9.49	6.30	-33.61%	17/7/20 完成
002674.SZ	兴业科技	股份增持	10.64	10.66	0.19%	17/12/13 完成
002098.SZ	浔兴股份	非公开发行	6.45	16.33	153.18%	15/12/15 完成
600070.SH	浙江富润	股份增持	12.59	9.52	-24.38%	17/12/21 完成

数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

邱季 qiuji@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

张宇 zhangyuyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859