

## Q2 零售减速已被充分预期 调整之后板块估值吸引力逐步增加



### 核心观点

- **行情回顾:** 本周大盘指数反弹, 全周沪深 300 指数上涨 2.96%, 创业板指数上涨 1.10%, 纺织服装行业全周下跌 1.08%, 表现弱于沪深 300 和创业板指数, 其中纺织制造和品牌服饰子板块分别上涨 0.30% 和下跌 2.48%。个股方面, 中小市值转型股及部分出口制造型企业涨幅靠前, 我们覆盖的伟星股份、孚日股份、百隆东方、歌力思和南极电商取得了不错的收益。
- **海外要闻:** (1) Coty 科蒂集团四季度业绩微弱增长。(2) 钟表零售商亨得利上半年由亏转盈。(3) 雅诗兰黛集团四季度销售超预期。
- **A 股行业与公司重要信息:** (1) 2018 年 1-7 月份社会消费品零售总额实现 210752 亿元, 累计增长 9.3%, 增速较 2017 年同期放缓 1.1 个百分点, 放缓幅度继续扩大。(2) 孚日股份、太平鸟、上海家化、七匹狼、鲁泰 A、联发股份、歌力思、华孚时尚、水星家纺、南极电商、朗姿股份等多家公司发布 2018 年中报。(3) 老凤祥: 签署了《上海老凤祥有限公司非国有股权转让框架协议》。(4) 8/04-8/10 消费行业投融资情况: a) 英国时尚定制软件平台 Unmade 融资 400 万美元, Farfetch 创始人参投; b) 互联网时尚品牌高效运作背后的“送水人”: Backbone PLM 完成 800 万美元 A 轮融资; c) 英国奢侈品导购平台 Threads 完成 2000 万美元 A 轮融资。
- **本周重要报告:** 部分公司中报点评: 富安娜、伟星股份、太平鸟、孚日股份、鲁泰 A、歌力思、上海家化、七匹狼。
- **本周建议板块组合:** 森马服饰、海澜之家、罗莱生活、太平鸟和华孚时尚。上周组合表现: 森马服饰-4%、海澜之家 1%、罗莱生活-3%、太平鸟-8% 和华孚时尚 1%。

### 投资建议与投资标的

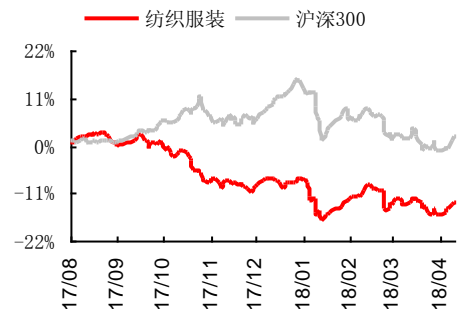
- 截止本周末纺织服装行业多数公司陆续发布中报, 从已经披露的业绩来看, 行业呈现出几个特点: (1) 多数品牌服饰龙头 Q2 增速环比 Q1 有所放缓, 但不少公司依然在淡季保持了相对良好的增长, 下半年进入集中开店关键阶段, 有望带动下半年与明年业绩的增长。(2) Q2 龙头公司普遍提前采购原材料锁定下半年产品成本, 对下半年毛利率有望带来积极影响。(3) 汇率基数原因上半年纺织制造龙头毛利率与汇兑损失同比仍有一定影响, 下半年汇率因素扭转有望形成直接利好。弱市格局下, 板块内不少龙头公司股价近阶段持续调整, 我们认为目前估值已经过度反映了悲观预期, 即使在消费环境不景气的悲观假设下, 各细分板块龙头经过几轮洗牌, 在渠道、供应链、库存结构等各方面的竞争优势已得到进一步增强, 行业头部效应在市场波动中将愈发明显, 二级市场也将逐步反映市场优胜劣汰的过程, 部分细分行业龙头公司股价已经调整到了可以更积极配置的位置。我们继续看好大众服饰领域品牌集中提升带来的龙头市值扩张机会, 推荐森马服饰、海澜之家和太平鸟等, 同时建议关注细分领域主品牌增长稳健、多品牌多品类孵化逐步成熟且目前估值吸引力日益突出的罗莱生活、歌力思、安正时尚、水星家纺、富安娜等公司, 受益于人民币贬值和棉价长期预期向上, 制造公司重点关注鲁泰、华孚时尚和伟星股份。

### 风险提示

- 行业投资风险主要来自于国内零售终端复苏的波动、棉价和人民币汇率波动等。

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	纺织服装
报告发布日期	2018 年 08 月 26 日

### 行业表现



资料来源: WIND

证券分析师	<b>施红梅</b>
	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860511010001
联系人	<b>赵越峰</b>
	021-63325888*7507 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860513060001

联系人	<b>张维益</b>
	021-63325888-7535 zhangweiyi@orientsec.com.cn

### 相关报告

化妆品龙头中报靓丽 服饰龙头 Q2 减速 但整体仍稳健	2018-08-20
7 月 50 家零售数据不应过分放大 行业龙头强化趋势不变	2018-08-13
7 月终端销售继续稳健增长, 品牌服饰龙头已明显超跌	2018-08-05

## 行情回顾

本周大盘指数反弹，全周沪深 300 指数上涨 2.96%，创业板指数上涨 1.10%，纺织服装行业全周下跌 1.08%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造和品牌服饰子板块分别上涨 0.30% 和下跌 2.48%。个股方面，中小市值转型股及部分出口制造型企业涨幅靠前，我们覆盖的伟星股份、孚日股份、百隆东方、歌力思和南极电商取得了不错的收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	凯瑞德	柏堡龙	伟星股份	孚日股份	百隆东方	维格娜丝	歌力思	棒杰股份	南极电商	航民股份
幅度(%)	7.50	6.43	6.12	5.43	4.71	4.39	4.13	3.93	3.37	3.37
跌幅前 10 名	太平鸟	金发拉比	美欣达	美尔雅	华升股份	凤竹纺织	朗姿股份	三夫户外	搜于特	森马服饰
幅度(%)	-8.26	-7.72	-7.72	-6.62	-5.57	-5.52	-5.07	-4.99	-4.24	-4.21

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

由于巴西市场长达 10 天的货车司机罢工使零售商供货在 5、6 月受阻，Coty Inc. 科蒂集团的四季度净收入仅同比增长 2.6% 至 22.994 亿美元，不及市场预期的 23.3 亿美元，撇除汇率影响后增幅更只有 0.6%。有机销售增长为 0.3%。四季度 Coty Inc. 科蒂集团的净亏损从去年同期 3.048 亿美元下降至 1.813 亿美元，每股亏损也从 0.41 美元缩减至 0.24 美元，经调整 EPS 为 0.14 美元，略胜市场期望的 0.13 美元。截至 6 月 30 日的 2018 财年全年净收入总计 93.98 亿美元，比 2017 财年 76.503 亿美元上涨 22.8%，经调整涨幅为 5%，有机销售微增 0.4%。净亏损为 1.688 亿美元，或每股亏损 0.23 美元，而 2017 财年净亏损 4.222 亿美元，或每股亏损 0.66 美元。经调整 EPS 为 0.69 美元。2019 财年有机销售将取得零至微弱增长，经调整营业利润率可比 2018 财年的 10.6% 扩大逾 100 个基点。经调整 EPS 展望为 0.74-0.78 美元，不及市场预测的 0.81 美元。巴西罢工事件和精简前 P&G 品牌产品线等措施在 2019 财年一季度会继续削弱销售和盈利，经调整营业利润将出现 11%-13% 的按年跌幅，而随着整合 P&G 业务的影响能在上半财年大致消退，且集团利用电子商务与 DTC 渠道以及中国、巴西、意大利及墨西哥等新市场的增长以稳定消费者美容业务，全年经调整营业利润可恢复 14%-16% 的增长。

珠宝钟表零售商 Hengdeli Holdings Ltd. 亨得利控股有限公司发布由亏转盈的中期业绩，上半年纯利 3,081.2 万元，而 2017 年同期亏损 1.957 亿元。2016 年，亨得利剥离核心内地业务，出售附属公司新宇集团全数股权以及丰溢集团 75.54% 的股权予大股东张瑜平，现时，上市公司主营香港和台湾零售业务。过去一年多，伴随奢侈品推动香港零售市道大幅反弹，钟表、珠宝零售商普遍再度过上好日子。亨得利中期收入 13.440 亿元，大涨 27.2%，2017 年同期为 10.568 亿元；持续经营业务纯利 3,405.4 万元，上年同期亏损 818.5 万元。期内香港市场 11 间门店零售销售大涨 31.7% 至 9.993 亿元，台湾/马来西亚市场收入增幅 3.2% 至 7,515.0 万元。报告期内，亨得利毛利 2.167 亿元同比上涨 22.2%，毛利率 16.1% 同比跌 70 个基点，主要因对库存减至进行拨备。截至 2018 年 6 月底，亨得利共运营 63 间门店。

四季度 Est é e Lauder Cos. Inc. 雅诗兰黛集团的净销售为 32.95 亿美元，较去年同期 28.94 亿美元增加 13.9%，略胜市场期望的 32.5 亿美元。亚太地区继续凭借中国内地和香港的强劲双位数增

长领涨全球市场，但 24% 的固定汇率计增速比二、第三季度的 30% 有所放缓。最大市场 EMEA 得益于旅游零售渠道、巴尔干地区与印度的增长抵销了中东的库存调整及英国的下滑，销售维持 16% 的稳健升幅。北美低个位数的增速不变，美国销售有轻微提高。净利润同比下滑 18.8% 至 1.86 亿美元，EPS 也从去年同期的 0.61 美元下降至 0.49 美元。经调整 EPS 为 0.61 美元，比市场预测的 0.56 美元高出 8.9%。2018 财年全年 Estée Lauder Cos. Inc. 雅诗兰黛集团的净销售总计 136.83 亿美元，同比上涨 15.7%，净利润则减少 11.3% 至 11.08 亿美元，EPS 从 2017 财年的 3.35 美元下跌至 2.95 美元，经调整 EPS 为 4.51 美元。虽然从收入上彩妆仍然是最大品类，但被护肤品拉开的差距已经无限缩窄至只有 0.7%，而且护肤品对集团营业利润的贡献更从 2017 财年的 59.9% 大幅提高至 73.6%。Estée Lauder Cos. Inc. 雅诗兰黛集团预计当前 2019 财年一季度将取得 9%-10% 的固定汇率计净销售增长，意味着净销售将介于 34-34.4 亿美元，经调整 EPS 展望为 1.18-1.22 美元，均不及市场预期的 35 亿美元和 1.32 美元。全年固定汇率计净销售增长指引为 7%-8%，经调整 EPS 目标为 4.62-4.71 美元，未达市场期望的 4.99 美元。

## A 股行业与公司重要信息

**2018 年 1-7 月份社会消费品零售总额实现 210752 亿元，累计增长 9.3%，增速较 2017 年同期放缓 1.1 个百分点，放缓幅度继续扩大。其中，7 月份社会消费品零售总额实现 30734 亿元，同比增长 8.8%，增速较上年同期回落 1.6 个百分点。从实际增速来看，1-7 月份增长 7.5%，比 2017 年同期回落 1.8 个百分点。其中，7 月份同比增长 6.5%，较 2017 年同期回落 3.1 个百分点。**

**华斯股份：**公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 2.17 亿元，比上期减少 11.86%；实现利润总额 1,208.94 万元，比上期减少 17.20%；归母净利润 1,179.53 万元，比上年同期增加 5.96%。

**孚日股份：**公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 25.78 亿元，同比增长 9.17%；完成出口额 2.34 亿美元，同比略有增长；实现净利润 1.94 亿元，主要受汇率的影响同比下降 21.44%。

**太平鸟：**公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 31.69 亿元，同比增长 12.41%；归母净利润为 1.97 亿元，较去年增长 115.31%。

**青岛金王：**公司与微众银行签署了《战略合作框架协议》，就会员金融账户开立、企业金融合作、智慧零售数字化改造以及创新产品研发等开展合作。

**浙江富润：**公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 10.67 亿元，与上年同期相比增 23.28%；实现扣除非经常性损益的净利润 6,852.19 万元，与上年同期相比增 116.79%；基本每股收益 0.14 元。

**上海家化：**公司公布 2018 年半年度报告，实现营业收入 36.65 亿元，同比增加 9.29%；销售费用同比增加 11.37%，管理费用同比增加 2.6%。实现归属于上市公司股东的净利润 3.17 亿元，同比增加 40.89%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.38 亿元，同比增加 0.01%。非经常性损益主要是计入报告期损益的与公司新工厂运营有关的政府补助。

**七匹狼：**公司公布 2018 年半年度报告，实现营业总收入 14.59 亿元，营业利润 1.88 亿元，归母净利润 1.35 亿元，较上年分别上升 13.83%、17.32%、10.49%。公司拟向全资子公司堆龙德庆七尚进行增资，将堆龙德庆七尚的注册资本由人民币 3 亿元增加至人民币 10 亿元。本次增资所需资金将由公司以自有资金解决，增资完成后，公司仍持有堆龙德庆七尚 100% 股权。

**鲁泰 A:** 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入 32.81 亿元, 营业利润 4.52 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 3.77 亿元、扣除非经常性损益的净利润 3.67 亿元, 分别比上年同期增长 9.47%、-7.99%、-4.50%、-5.22%。

**联发股份:** 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入 21.65 亿元, 同比上升 9.93%; 实现营业利润 1.8 亿元, 同比下降 3.59%; 实现净利润 1.35 亿元, 同比下降 4.33%。公司以 2018 年 6 月 30 日总股本 32,370 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元 (含税), 不以公积金转增股本。

**歌力思:** 公司公布 2018 年半年度报告, 营业收入达到 10.81 亿元, 同比增长 39.15%; 归母净利润达到 1.61 亿元, 同比增长 32.28%。

**老凤祥:** 上海老凤祥有限公司职工持股会 (甲方) 会长李刚昶; 石力华、辛志宏、张盛康 (乙方, 自然人持股代表); 国新张创 (上海) 股权投资基金管理有限公司 (丙方) 法定代表人田晖三方共同签署了《上海老凤祥有限公司非国有股权转让框架协议》。丙方负责组建专项基金受让甲、乙方持有的全部上海老凤祥有限公司股权。经初步协商, 三方同意转让价格以上海老凤祥有限公司年度净利润为基数, 参考行业水平, 拟以 10 倍左右的市盈率估值。

**江苏国泰:** 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入为 166.22 亿元, 同比增长 2.86%; 归母净利润为 4.33 亿元, 同比增长 17.29%; 归母扣非净利润 1.84 亿元, 同比减少 47.28%; 非经常性损益为 2.49 亿元, 主要为公司控股孙公司张家港市国泰投资有限公司通过产权交易所挂牌转让所持朗诗集团股份有限公司 19.889% 股权产生的投资收益, 该事项不具有可持续性。

**水星家纺:** 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入 11.60 亿元, 较上年同期增长 16.53%, 归母净利润 1.20 亿元, 较上年同期增长 20.86%; 归母扣非净利润 1.09 亿元, 较上年同期增长 20.74%。

**诺邦股份:** 公司公布 2018 年半年度报告, 实现销售收入 4.20 亿元, 较去年同期增长 76.48%, 实现归属于上市公司股东净利润 2460.50 万元, 较去年同期增长 17.17%。

**华孚时尚:** 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入 67.9 亿元, 较去年同期增长 25.3%; 归母净利润 5.5 亿元, 较去年同期增长 25.9%。

**南极电商:** 公司公布 2018 年半年度报告, 营业收入达 12.34 亿元, 同比增长 390.11%; 归母净利润达 2.92 亿元, 同比增长 108.64%。其中, 品牌综合服务业务收入及经销商品牌授权收入合计 2.81 亿元, 同比增长 44.40%; 移动互联网营销业务收入为 9.05 亿元, 同比增长 128.55%。

**报喜鸟:** 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入 14.13 亿元, 同比增长 23.08%; 实现营业利润 5,757.16 万元, 较上年同期上升 555.51%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3,939.02 万元, 较上年同期上升 228.72%。

**梦洁股份:** 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入 10.07 亿元, 同比增长 28.22%, 实现归属上市公司股东的净利润 9,185.89 万元, 同比增长 31.07%。

**朗姿股份:** 公司公布 2018 年半年度报告, 实现营业收入 12.98 亿元, 较上年同期增长 22.73%; 实现营业利润 1.46 亿元, 较上年同期增长 193.78%; 实现归母净利润 1.12 亿元, 较上年同期增长 105.72%。

### 8/11-8/17 消费行业投融资情况:

#### 1) 英国时尚定制软件平台 Unmade 融资 400 万美元, Farfetch 创始人参投

8月11日,可以帮助顾客进行私人定制的时尚软件平台 Unmade 获得了 400 万美元的融资,领投方为 Felix Capital,参投方包括 Connect Ventures、LocalGlobe、Carmen Busquets、Backed VC 和 C4 Ventures。Unmade 是一家专注于为品牌提供定制服务平台的时尚软件公司。为了更好的开展业务,Unmade 将此前 B2C(商家对客户)的经营模式转变为了 B2B(商家对商家),目前的合作对象包括时尚电商 Farfetch、时尚买手店 Opening Ceremony 和高端百货 Selfridges 等。

#### 2) 互联网时尚品牌高效运作背后的“送水人”: Backbone PLM 完成 800 万美元 A 轮融资

8月16日,美国下一代工作流程优化方案供应商 Backbone PLM 已经完成了 800 万美元 A 轮融资,由风险投资公司 Signal Peak Ventures 领投, Grotech Ventures、Spider Capital、Novel TMT Ventures、Beanstalk Ventures、Brainchild Holdings 和 Peterson Ventures 参投。这笔资金中包含 670 万美元资金和部分可转换债券。Backbone PLM 是一个基于云的协作平台,旨在简化消费品公司的设计和生产流程,帮助他们缩短整个供应链的交付周期,以便更快地将产品推向市场,提高产品的质量和利润。

#### 3) 英国奢侈品导购平台 Threads 完成 2000 万美元 A 轮融资

8月17日,英国奢侈品导购平台 Threads 宣布完成 2000 万美元 A 轮融资。Matchesfashion.com 的投资方 Highland Europe 和对冲基金 C Ventures 参与了本轮融资。Threads 是一家专门通过社交网络对高净值千禧一代和 Z 一代消费者提供一对一私人订制购物服务的公司。公司通过短信和 WhatsApp、Snapchat 等社交软件与消费者进行一对一联系,帮助顾客挑选心仪的产品。在消费者决定购买商品后,Threads 将以折扣价或批发价从合作品牌处获得顾客选择的商品。这种经营模式意味着 Threads 完全不需要在库存上投入成本,流行趋势的变动也不会对公司造成任何影响。

## 本周重要报告

### (1) 富安娜中报点评:二季度经营环比略减速,家纺+家居业务有序拓展

2018 年上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 19.21%和 16.56%,扣非后净利润同比增长 8.80%,其中第二季度单季营业收入和净利润分别同比增长 12.02%和 10.99%,收入与盈利增速环比一季度略有下滑。公司预计 2018 年前三季度净利润增幅在 0%到 20%之间。

上半年公司综合毛利率同比上升 0.44pct,期间费用率上升 2.74pct,其中销售费用率上升 0.70pct,主要来自新增门店费用,管理费用率由于计提股票期权费用摊销,同比上升 2.07pct。上半年公司所得税费用同比减少 880 万,公司经营活动净现金同比由负转正增长 141.69%,半年末公司存货较年初增长 5.60%,应收账款较年初减少 6.95%,经营质量保持稳健。

定制家居业务稳步开展，未来有望成为公司新的收入与盈利增长点。历经 3 年的深度布局投入，公司定制家居业务已逐渐步入正轨，深圳龙华、广东惠东、江苏常熟三条德国生产线均已投产，截至半年末，美家旗舰店开业达 12 家，平均单店面积 1000 平米以上，家居业务开始进入营销渠道拓展阶段，人才培养、数据收集、信息化建设等夯实基础，富安娜美家凭借差异化的设计与产品落地切入定制家居市场，未来有望为公司带来新的业绩增长点。

公司目前市值安全边际高，激励充分保障传统家纺与家居新业务持续推进，未来弹性更多来自美家业务。目前公司 71 亿的市值具备很高的安全边际，账面现金近 13 亿，南山办公楼和龙华厂房受益房价上涨市值重估空间大，未来定制家居业务若推进顺利有望成为公司股价后续上涨的催化剂。员工持股计划（涉及 500 多名员工，考虑分红后成本 10.48 元/股，19 年 3 月解禁）叠加滚动的股权激励计划的完成将为传统家纺与大家居新业务的推进提供激励保障。另一方面，锁定 3 年的经销商持股计划也将实现经销商、公司与股东利益的捆绑，进一步激励经销商的运营与渠道开拓。

### **(2) 伟星股份中报点评：下游需求放缓影响二季度销量，控股股东增持提振长期信心**

上半年公司营业收入与净利润分别同比增长 7.66% 和 10.79%，扣非后净利润同比增长 9.59%，其中第二季度单季营业收入和净利润分别增长 2.29% 和 6.92%，盈利增速环比有所下滑。公司预计 1-9 月净利润变动幅度在 0-30%。同时公司公告控股股东伟星集团拟在 6 个月内，增持公司不低于 1% 不超过 2% 的股份。

分区域来看，上半年年公司内销收入同比增长 9.05%，出口销售同比增长 3.35%。分产品来看，钮扣销售增长 11.61%，毛利率同比上升 0.90pct；拉链销售增长 7.32%，毛利率同比下滑 1.79pct；军工收入减少 98.70%，主要是由于中捷时代 16 年部分收入在 17 年上半年延期确认，18 年上半年未有该情况发生。上半年公司综合毛利率同比下滑 1.15pct，期间费用率同比上升 0.69pct，其中销售费用率上升 0.43pct，管理费用率上升 0.42pct，财务费用率减少 0.16pct。上半年公司经营净现金流同比明显下滑，主要由于支付原辅料采购款及职工薪酬上升（合计+23.2%），半年末应收账款较年初上升 54.39%，存货余额较年初上升 25.67%。

面对二季度出现的市场疲弱，公司将进一步加强产品与销售的针对性，考虑到伟星一直以来的规模效应，在下半年销量增速有望改善的情况下，盈利增长也将有所恢复，7 月孟加拉产业园的投产将为公司海外业务的加速拓展奠定基础。作为全球服装辅料行业龙头，伟星历经多轮行业洗牌，市场集中度近几年来仍在不断提升。伟星不断加强生产自动化与信息化改造，提升运营效率，产能持续扩张，人均产出不断提升；消费升级带动中高端服饰需求提升，伟星高品质和多样化的产品系列、快速生产反应能力与配套服务、全球化的产能布局使得公司在辅料同行间的竞争优势不断加强。

上市 13 年以来首推员工持股计划，彰显对公司长期发展的信心。17 年 12 月公司首期员工持股计划完成购买（2 倍杠杆，考虑分红除权成本 8.11 元/股，锁定期 12 个月），覆盖范围涉及董监高、核心业务骨干等 330 人。有别于之前三期股权激励方案，这次员工持股计划覆盖范围更广，并将公司市值、股东利益与员工利益绑定，作为一家长期作风务实稳健的公司，员工持股计划的推出以及控股股东的增持，也充分显示了对公司长期发展的信心。

### **(3) 太平鸟中报点评：中报直营和电商表现靓丽，看好公司中期在大众时尚领域的竞争力**

上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 12.41% 和 115.31%，扣非后净利润同比增长 748.62%，其中第二季度单季营业收入和净利润分别同比增长 9.99% 和 87.51%，收入增速环比一季度有所放

缓。公司上半年盈利大幅增长主要来源于销售规模的增长、存货跌价准备的减少以及转让宜昌制造资产与理财投资收益增加。

**PB 男装、童装继续快速增长，PB 女装调整后开始向上，直营和电商销售变现靓丽。**分品牌来看，上半年 PB 女装、PB 男装、乐町和童装收入分别同比增长 5.90%（零售+11.3%）、20.06%（零售+17.79%）、-8.23%和 35.15%（零售+19.52%）；分渠道来看，上半年直营店和加盟店收入分别增长 19.97%和-0.16%，电商收入同比增长 23.60%（零售+29.12%），收入占比 26.54%。上半年公司净增直营店与联营店 57 家和 19 家，加盟店净关 20 家，合计净开 56 家至 4307 家。

上半年公司综合毛利率同比下滑 0.39pct（电商比重增加和处理库存所致），期间费用率同比下降 0.86pct，其中销售费用率下降 1.18pct，管理费用率上升 0.39pct。半年末公司应收账款较年初减少 34.13%，主要是本期销售价值较低的春夏装，而上期末则为秋冬装，提前采购备货、薪酬支出及销售费用增加导致上半年经营活动净现金流为净流出状态，存货较年初减少 8.95%，存货跌价损失同比下降 28.5%，在终端销售好转、库存结构优化、费用合理控制的情况下，18 年太平鸟盈利能力进一步提升。

**我们看好未来公司在设计研发、供应链管理、终端反应效率等核心快时尚能力的提升所带来的长期稳健业绩增长，良好的企业文化和关键高管、中层核心人员的充分激励有助于保障公司长期的盈利增长与战略目标的实现。**18 年开始 TOC 模式从男装向其他品牌推行，公司整体供应链管理能力和终端反应效率得到进一步提升，巩固加强了各品牌在业内的综合竞争力。限制性股票激励计划高增长的业绩解锁条件彰显了公司对未来两年高速发展的信心，前期控股股东、实际控制人与高管的增持，也反映了管理层对公司当前价值的认可。

#### **(4) 孚日股份中报点评：汇率拖累中报盈利，下半年有望受益人民币贬值**

18 年上半年公司营业收入同比增长 9.17%，受汇率影响净利润同比减少 20.75%，扣非后净利润同比减少 26.44%，其中第二季度公司营业收入增长 7.02%，净利润减少 6.79%，上半年盈利下滑主要是由于人民币汇率同比升值导致的综合毛利率下降，二季度盈利下滑环比一季度已有明显的改善。**公司预计 18 年前三季度净利润变动幅度在 0-10%。**

上半年公司综合毛利率同比下滑 6.08pct，二季度毛利率环比下降 1.48pct。上半年公司期间费用率同比下滑 1.54pct，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.41pct、0.31pct 和 0.83pct。上半年公司经营活动净现金流同比下降 6.23%，应收账款同比增长 12.70%，存货减少 13.21%。分区域来看，上半年公司出口占比 58.29%，出口销售同比减少 4.69%（美元口径略有增长），内销大幅增长 37.02%，显示国内消费需求的不断升级。分产品来看，毛巾产品收入同比减少 3.87%，毛利率同比下滑 9.15pct，床品销售同比增长 4.72%，毛利率同比下降 3.74pct。

**未来新增产能投放将保障主业增长。**8 月公司公告将可转债募资规模由不超过 12 亿元调整为不超过 8.64 亿元用于增加毛巾产能（6500 吨，扩产 11%）与巾被产能等项目，未来产能的继续扩张有望进一步增厚公司收入与盈利。

**内销增长是未来重要看点之一。**近几年来随着消费观念的更新（卫生与健康诉求）与中高收入群体对小家纺产品品质、安全、设计等更多细分需求的提升，国内小家纺市场呈现出“大众消费频次增加（量）+细分市场升级（价）”驱动市场规模稳中有升的格局。公司作为行业龙头，在品控、经营管理、成本控制、产业链布局等方面已经具备扎实的基础，国内毛巾消费从耐用消费品向快消品切换的过程中，公司凭借明显的竞争优势将充分受益于国内市场消费升级带来的扩容。

**控股股东增持彰显信心，二季度至今人民币兑美元汇率的贬值将利好下半年业绩改善。**17年11月至18年5月大股东孙日贵先生及一致行动人孚日控股累计增持公司股份1816万股，占公司总股本2%。4月至今，人民币兑美元汇率已贬值近10%，这将对公司下半年毛利率与盈利增速的改善起到明显的带动。

#### **(5) 鲁泰 A 中报点评：销售相对稳健，成本上涨和汇率拖累盈利**

18年上半年公司营业收入增长9.47%，净利润下滑4.50%，扣非后净利润下滑5.22%，其中第二季度单季营业收入增长2.31%，净利润下滑7.64%，盈利跌幅环比一季度有所扩大。

**销售相对稳健，原辅料价格上涨和人民币同期升值导致毛利率下滑拖累盈利，受益于6月开始的人民币贬值预计下半年将会有好转。**上半年公司整体毛利率下降3.40pct，二季度环比下滑0.99pct，分产品来看，面料产品销售同比增长8.28%，毛利率下滑3.37pct；衬衣产品销售同比减少3.19%，毛利率下滑3.63pct。分地区来看，东南亚、欧美和内销收入分别同比增长25.33%、-1.14%和20.16%，毛利率均有不同程度的下滑。上半年公司期间费用率下降0.86pct，其中销售费用率和管理费用率分别下降0.25pct和0.52pct。半年末公司应收账款较年初增加25.46%，存货较年初减少2.20%，经营活动净现金流同比大幅增长103.29%。

**东南亚产能的陆续释放将为公司可持续增长提供一定保障。**17年起海外相对低成本的面料和衬衣产能的陆续投放（柬埔寨与缅甸衬衣产能、越南色织布与衬衣产能）将为公司后续收入与盈利带来新的外延增长点，进一步巩固公司在全球中高端色织布行业的龙头地位。

**我们认为公司是真正具有国际竞争力的中国中高端制造企业之一，**未来行业集中度、产品附加值和产业经营效率的提升将是公司业绩增长的推动因素，5月以来公司已累计回购3943万B股，股份回购与历年以来的高现金分红（当前股息率达到5%）一直是鲁泰提升企业价值、实现股东权益最大化的重要手段之一。

伴随中报公司公告拟出资1亿元设立上海清然智纺投资控股有限公司，专注于大纺织领域内的投资机会，我们认为后续值得重点关注。

#### **(6) 歌力思中报点评：主品牌内生增长依旧强劲，多品牌陆续发力**

**中报整体表现靓丽。**18年上半年公司营业收入与净利润分别增长39.15%与32.28%，扣非后净利润同比增长25.07%，其中第二季度单季公司营业收入与净利润分别同比增长31.35%与31.39%。上半年公司综合毛利率同比下降3.43pct（相对较低毛利率的IRO并表，主品牌毛利率略下降），期间费用率小幅下降0.8pct，中报经营活动净现金同比增长25%，显示了公司较高的盈利质量。

**主品牌单店质量提升依然强劲，**上半年主品牌收入增长14.87%，门店净减少10家至312家，毛利率同比下降2.25pct，月店均销售同比增长10.30%，直营同店同比增长8.49%；Ed Hardy与Ed Hardy X保持快速扩张，上半年收入同比增长26.42%，门店净增17家至165家，毛利率小幅下降0.69pct；Laurel实现营收0.52亿元，同比增长26.81%，门店净增5家至35家，毛利率上升3.39pct；IRO实现营收2.44亿，并表收入增长151%，毛利率下降2.68pct，大陆门店达到8家；VIVIENNE TAM实现收入267万，大陆门店达到3家；百秋继续快速增长，上半年收入提升69.47%，盈利2166万。

**主品牌内生增长强劲，多品牌齐头并进，18年公司有望保持快速增长。**16年四季度以来单店质量的稳步提升驱动歌力思主品牌销售持续向好，充分反映了公司出色的终端运营能力，后续门店进入

扩张有望带来更大弹性。Ed Hardy 在保持渠道较快扩张与同店销售快速增长的基础上，副牌 Ed Hardy X 加快门店铺设与 BABY Hardy 系列的推出将进一步提升 Ed Hardy 整体收入与盈利规模，拓宽客户覆盖面。百秋接连拿下众多知名国际品牌代运营后，在保证投入的情况下有望维持业绩快速增长，并与公司现有品牌在线上形成业务协同合作。品牌梯队实力不断加强，Laurel 持续拓展核心商圈渠道，并将开始贡献盈利；VIVIENNE TAM 开启营销推广与渠道布局，进一步验证公司优秀的多品牌运营思路与能力，为公司未来收入与盈利的持续增长打下基础。随着品牌组合的不断丰富，未来在运营、渠道、设计、供应链等各方面的协同效应也将逐渐体现。

#### **(7) 上海家化中报点评：特渠和线上调整拖累收入，政府补助提升盈利增速**

18 年上半年公司追溯调整后营业收入和净利润分别同比增长 9.29% 和 40.89%，扣非后净利润同比基本持平，非经常性损益主要来自新工厂运营有关的政府补助，第二季度单季公司营业收入和净利润分别同比增长 8.24% 和 45.73%。

上半年公司综合毛利率同比下滑 1.26pct，主要由于高毛利率的佰草集和高夫等增速相对放缓；营销费用的增加 (+19%) 使得销售费用率同比上升 0.82pct，管理费用率同比下降 0.87pct。上半年公司经营现金流同比减少 15.95%，主要由于支付原工厂拆迁所得税，不考虑税金因素影响现金流预计基本持平。半年末公司应收账款较年初增长 15.59%，下半年备货及原材料和委托加工物资增加导致存货较年初增长 32.51%。分品牌来看，17 年收购的汤美星上半年营业收入和净利润分别同比增长 5%（不考虑汇率影响，增长 7%）和 116%，盈利能力显著提升；年轻化营销宣传带动下，预计六神、美加净、家安实现较快增长，启初继续高增长。

**实践多品牌多渠道策略，打造百年龙头企业。**在品牌年轻化、营销创新投入、新品持续迭代升级等因素驱动下，18 年以来家化旗下六神、美加净等传统品牌焕发新动力，佰草集、高夫平稳发展，电商受益线上渗透率的继续提升，保持快速增长，Mayborn 集团后续中国市场的开发也将带来新的增量。此外，公司与美国最大纯天然小苏打生产商 Church&Dwight 达成中国区长期合作意向，进一步补充及强化家化在“家居清洁、口腔护理”的市场进口产品空缺。公司青浦新工厂已于 18 年 6 月部分投产，后续将有效提升生产能力和供应链水平。

**高增长股权激励行权条件，彰显管理层对家化长期发展信心。**2018 年股票期权激励计划授予完成，激励对象包括董事长和核心高管 10 人，共授予期权 425 万份，行权条件为：以 17 年为基数，18-20 年收入增速不低于 23%、54% 与 92%，净利润增速不低于 41%、92% 与 156%，激励计划进一步绑定核心高管，业绩高增长的行权条件也充分显示了管理层对家化未来发展的信心。

#### **(8) 七匹狼中报点评：费率影响盈利表现，线上增速后续值得重点关注**

18 年上半年公司营业收入与净利润分别同比增长 13.83% 与 10.49%，扣非后净利润同比减少 6.15%，其中第二季度单季公司营业收入增长 13.71%，净利润同比下降 0.47%，盈利增速环比一季度有所下滑，公司预计 18 年前三季度净利润变动幅度在 0-15% 之间。

上半年公司综合毛利率同比提升 1.85pct（针纺等低毛利产品收入比重下降、主导产品毛利率稳定上升），期间费用率同比大幅上升 5.80pct，其中销售费用率同比上升 2.17pct（主要是 Karl Lagerfeld 等新品投入增加，包括部分一次性费用），管理费用率减少 0.22pct，存款利息收入减少使得财务费用率上升 3.87pct。上半年公司经营活动净现金流为净流出状态，主要是由于支付前期票据、税金及预付货款的增加；应收账款同比增长 48.33%；存货同比增长 11.69%。上半年公司计提各

项资产减值准备合计 0.55 亿元，同比减少 29.23%，其中计提存货减值损失 0.48 亿元，同比减少 36.38%。

线下复苏仍在持续，线上增速的放缓值得重点关注。我们预计公司上半年线上线下的收入增长均在 10%+，线下的增长主要来自于同店。公司线上收入占比 40%左右，线上收入增速的放缓需要在下半年重点关注。

**市值安全边际高，未来股价的弹性更多来自于主品牌复苏的持续性和投资新品牌的逐步成熟。**公司目前 50 亿左右的总市值，包含 38 亿左右类现金资产（账面现金+理财产品），同时还有不少潜在增值的商铺资产，市值安全边际很高。但未来股价的弹性更多来自于主品牌的成长节奏和新品牌的减亏乃至逐步贡献盈利。

## 本周建议板块组合

**本周建议组合：森马服饰、海澜之家、罗莱生活、太平鸟和华孚时尚。**

上周组合表现：森马服饰-4%、海澜之家 1%、罗莱生活-3%、太平鸟-8%和华孚时尚 1%。

## 投资建议和投资标的

截止本周末纺织服装行业多数公司陆续发布中报，从已经披露的业绩来看，行业呈现出几个特点：

（1）多数品牌服饰龙头 Q2 增速环比 Q1 有所放缓，但不少公司依然在淡季保持了相对良好的增长，下半年进入集中开店关键阶段，有望带动下半年与明年业绩的增长。（2）Q2 龙头公司普遍提前采购原材料锁定下半年产品成本，对下半年毛利率带来积极影响。（3）汇率基数原因上半年纺织制造龙头毛利率与汇兑损失同比仍有一定影响，下半年汇率因素扭转有望形成直接利好。弱市格局下，板块内不少龙头公司股价近阶段持续调整，我们认为目前估值已经过度反映了悲观预期，即使在消费环境不景气的悲观假设下，各细分板块龙头经过几轮洗牌，在渠道、供应链、库存结构等各方面的竞争优势已得到进一步增强，行业头部效应在市场波动中将愈发明显，二级市场也将逐步反映市场优胜劣汰的过程，部分细分行业龙头公司股价已经调整到了可以更积极配置的位置。我们继续看好大众服饰领域品牌集中提升带来的龙头市值扩张机会，推荐森马服饰(002563, 买入)、海澜之家(600398, 买入)和太平鸟(603877, 增持)等、同时建议关注细分领域主品牌增长稳健、多品牌多品类孵化逐步成熟且目前估值吸引力日益突出的罗莱生活(002293, 买入)、歌力思(603808, 买入)、安正时尚(603839, 增持)、水星家纺(603365, 买入)、富安娜(002327, 买入)等公司，受益于人民币贬值和棉价长期预期向上，制造公司重点关注鲁泰 A(000726, 增持)、华孚时尚(002042, 买入)、伟星股份(002003, 买入)。

## 风险提示

行业投资风险主要来自于国内零售终端复苏的波动、棉价和人民币汇率波动等。

### 附 1：纺织服装行业近期重要股东增持情况梳理

近期纺织服装行业部分公司增持情况梳理				
公司	增持主体	增持计划	增持进展	目前持股比例
南极电商	控股股东张玉祥先生	计划在2017年11月29日起6个月内，以自有资金增持公司股份，增持股份的金额不超过1亿元。	已完成股票购买，2017年12月1日-2018年1月19日期间共增持860,355股公司股票，增持金额为996.7818万元。	26.68%
浙江富润	出资参加本员工持股计划的公司董事、高级管理人员、中层管理人员	公司第一期员工持股计划（广发原驰·富润1号定向资产管理计划）完成标的股票的购买，富润1号总规模为人民币2亿元整。	公司第一期员工持股计划完成股票购买，已通过二级市场集中竞价累计购入2307.74万股，占总股本4.42%，成交均价8.64元/股，锁定1年。	4.42%
跨境通	副董事长和总经理徐佳东先生	计划在2017年12月26日起6个月内，在未来6个月内增持不超过5,000万元的公司股份	2018年6月15日通过深圳证券交易所证券交易系统增持公司股份603,700股，占公司总股本的0.04%。	17.45%
瑞贝卡	控股股东瑞贝卡控股	计划在2018年7月2日起1个月内，以自有资金增持公司股份，增持股数占公司总股本的比例不低于1%，不超过2%	2018年07月03日，控股公司通过上海证券交易所交易系统增持本公司股份7,150,000股，占本公司总股份1,131,985,440股的0.63%	33.32%
森马服饰	出资参加本员工持股计划的公司董事、高级管理人员、中层管理人员	通过本员工持股计划后6个月内，公司第一期员工持股计划（中信证券·森马服饰1号定向资产管理计划）完成标的股票的购买，资金总额上限为11,980万元（含）	公司第一期员工持股计划完成股票购买，已通过二级市场集中竞价累计购入832万股，占总股本0.31%，成交均价14.10元/股，锁定1年	0.31%
华孚时尚	控股股东华孚控股及其一致行动人安徽飞亚	计划在2018年7月20日起6个月内，以自有资金增持公司股份，增持股数占公司总股本的比例不低于1%，不超过2%	尚未增持	华孚控股：34.27% 安徽飞亚：7.62%

数据来源：Wind、东方证券研究所

### 附 2：纺织服装行业部分公司员工持股计划和定增情况参考

代码	名称	现价	参考股价		例挂比例	进度	解禁日期	股总率
			员工持股成本	增发				
600398	海澜之家	10.05	15.20		-33.88%	15.8.25实施, 杠杆比例2:1	16.8.25	4.88%
000850	华茂股份	3.54		7.41	-52.23%	股东大会通过		1.41%
002327	富安娜	8.08	10.93		-19.76%	16.3.12实施, 杠杆4:1	19.3.9	1.24%
002494	华斯股份	6.25		16.18	-61.37%	16.11.9已实施		0.16%
002042	华孚时尚	6.56	8.87	12.62	-48.02%	员工持股 (16.3.5 已实施 杠杆比例3:1), 定增已实施	17.3.4	0.73%
002776	柏堡龙	13.58		32.20	-57.83%	16.11.18已实施		0.52%
600177	雅戈尔	6.99		15.08	-53.65%	16.4.14 已实施		7.15%
002042	华孚色纺	6.56	11.47		-42.81%	15.6.30已实施, 杠杆比例9:1	16.6.29	0.73%
002083	孚日股份	5.44	7.01		-22.40%	16.10.31已实施, 无杠杆	17.10.30	3.68%
002087	新野纺织	3.84		5.39	-28.76%	16.7.4 已实施		0.52%
002699	美盛文化	15.73		35.20	-55.31%	16.10.21完成增发		1.59%
300005	探路者	3.41	16.56	15.88	-79.41%	16.3.23实施, 杠杆比例2:1	17.3.22	5.87%
600439	瑞贝卡	3.02	7.59		-60.21%	16.11.11 已实施, 杠杆1:1	17.11.10	1.99%
002640	跨境通	14.20		18.64	-23.82%	股东大会通过预案		0.39%
601718	际华集团	3.82		8.19	-53.36%	17.4.24已实施	18.4.24	1.26%
601566	九牧王	14.03	15.61		-10.12%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	7.13%
002293	罗莱生活	11.16		12.04	-7.31%	董事会通过		1.79%
002503	搜于特	3.16		12.60	-74.92%	16.11.14完成增发	17.11.14	0.79%
603555	贵人鸟	7.42	22.48	27.15	-72.67%	员工持股 (15.9.25已实施, 杠杆1:1), 增发 (16.12.7完成)	16.9.24	6.06%
002397	梦洁股份	4.70		7.29	-35.53%	发审委通过		2.13%
002003	伟星股份	7.80	11.9披露员工持股计划, 计划资金总额不超过5,000万元, 人数不超过330人	12.09	-35.48%	16.6.13已实施	19.6.13	6.41%
002345	潮宏基	6.16		9.95	-38.09%	发审委通过		0.00%
600527	江南高纤	2.43		5.41	-55.08%	董事会预案通过		1.65%
603808	歌力思	17.41		27.53	-36.76%	股东大会通过		1.53%
002193	山东如意	13.05		18.07	-27.78%	16.8.12完成增发	17.8.16	0.15%
603518	维格娜丝	16.65		27.61	-39.70%	股东大会通过预案		0.61%
600448	华纺股份	3.65		5.80	-37.07%	发审委通过		0.00%
002404	嘉欣丝绸	5.35		7.34	-27.11%	股东大会通过预案		2.80%
603889	新澳股份	9.28		11.07	-16.17%	发审委通过		2.16%
002091	江苏国泰	5.86		11.34	-48.32%	17.2.17完成增发	18.2.28	3.41%
002674	兴业科技	7.19		11.64	-38.23%	16.8.17完成增发	19.8.19	2.09%
603558	健盛集团	8.10		14.21	-43.00%	16.3.25完成增发	19.3.22	1.23%
002034	美欣达	15.54		31.34	-50.41%	股东大会通过		0.00%
002656	摩登大道	9.61	9.47		1.48%	16.8.2已实施, 杠杆比例1.44:1	19.8.1	0.00%
002780	三夫户外	13.51		未定		股东大会通过		0.44%
000726	鲁泰A	9.74	5.03		93.83%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.13%
002563	森马服饰	10.70	5.92		80.74%	15.7.29完成授予	16.7.30	3.50%
002269	美邦服饰	3.27	12.7披露员工持股计划, 募集资金总额上限为10,000万元					
600400	红豆股份	7.28	7.31		0.41%	17.12.16买入2215万股	尚在进行中	1.37%
股总率超过4%的公司								
601566	九牧王	14.03	15.61		-10.12%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	7.13%
002003	伟星股份	7.80		12.09	-35.48%	16.6.13已实施	19.6.13	6.41%
600177	雅戈尔	6.99		15.08	-53.65%	16.4.14 已实施		7.15%
000726	鲁泰A	9.74	5.03		93.83%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.13%

数据来源: Wind、东方证券研究所

### 附 3: 国内外重点上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	股价(当地货币)	总市值(百万美元)	每股收益				市盈率				未来三年复合增长率
					2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
A股市场													
002029.SZ	七匹狼	买入	6.56	719.91	0.42	0.47	0.54	0.62	16	14	12	11	13.86%
002327.SZ	富安娜	买入	8.08	1,022.21	0.57	0.68	0.79	0.92	14	12	10	9	17.30%
002293.SZ	罗莱生活	买入	11.16	1,206.97	0.58	0.72	0.88	1.03	19	16	13	11	21.10%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	9.74	1,218.48	0.91	0.94	1.07	1.18	11	10	9	8	9.05%
002003.SZ	伟星股份	买入	7.80	858.63	0.63	0.55	0.65	0.75	12	14	12	10	5.98%
601566.SH	九牧王	买入	14.03	1,170.80	0.86	1.04	1.23	1.44	16	13	11	10	18.75%
002612.SZ	朗姿股份	增持	10.48	608.77	0.47	0.70	0.83	0.98	22	15	13	11	27.75%
002563.SZ	森马服饰	买入	10.70	4,195.23	0.42	0.61	0.73	0.89	25	18	15	12	28.44%
600398.SH	海澜之家	买入	10.05	6,557.10	0.74	0.84	0.94	1.04	14	12	11	10	12.01%
002640.SZ	跨境通	买入	14.20	3,212.92	0.53	0.80	1.17	1.65	27	18	12	9	46.02%
002127.SZ	南极电商	买入	7.98	2,844.88	0.33	0.52	0.70	0.90	24	15	11	9	39.71%
603808.SH	歌力思	买入	17.41	852.05	0.90	1.11	1.36	1.66	19	16	13	10	22.64%
002083.SZ	孚日股份	增持	5.44	717.33	0.45	0.50	0.57	0.63	12	11	10	9	11.87%
002763.SZ	汇洁股份	增持	9.16	517.20	0.57	0.66	0.73	0.82	16	14	13	11	12.89%
603877.SH	太平鸟	增持	21.89	1,528.84	0.95	1.37	1.73	2.11	23	16	13	10	30.47%
603839.SH	安正时尚	增持	13.57	797.45	0.96	0.89	1.17	1.42	14	15	12	10	13.94%
002042.SZ	华孚时尚	买入	6.56	1,447.47	0.67	0.56	0.69	0.82	10	12	10	8	6.97%
603365.SH	水星家纺	买入	16.95	656.42	0.97	1.22	1.53	1.85	17	14	11	9	24.01%
600315.SH	上海家化	增持	29.54	2,881.60	0.58	0.75	0.88	1.07	51	39	34	28	22.65%
600439.SH	瑞贝卡	增持	3.02	496.46	0.19	0.23	0.37	0.31	16	13	8	10	17.73%
002345.SZ	潮宏基	增持	6.16	809.97	0.31	0.39	0.47	0.56	20	16	13	11	21.79%
香港市场													
0210.HK	达芙妮国际	-	0.35	72.48	-0.45	-	-	-	-	-	-	-	-
0321.HK	德永佳集团	-	3.48	612.53	0.22	0.26	0.31	0.39	16	13	11	9	20.46%
0330.HK	思捷环球	-	1.97	473.61	0.03	-0.71	-0.03	0.02	-	-	-	94	-16.15%
0551.HK	裕元集团	-	21.15	4405.66	2.46	1.74	2.03	2.24	11	12	10	9	-2.10%
0589.HK	宝姿	-	4.08	288.18	0.12	-	-	-	35	-	-	-	-
0891.HK	利邦	-	0.57	261.28	-0.35	-	-	-	-	-	-	-	-
1234.HK	中国利郎	-	8.96	1366.71	0.59	0.74	0.87	1.00	14	12	10	9	20.00%
1361.HK	361度	-	2.19	576.83	0.26	0.28	0.31	0.33	8	8	7	7	9.28%

1368. HK	特步国际	-	4.71	1345.45	0.22	0.32	0.37	0.42	19	15	13	11	26.08%
1836. HK	九兴控股	-	8.03	812.60	0.61	0.71	0.86	0.98	14	11	9	8	14.92%
2020. HK	安踏体育	-	39.95	13664.05	1.35	1.68	2.08	2.49	26	24	19	16	23.66%
2313. HK	申洲国际	-	95.70	18326.14	2.98	3.51	4.23	5.05	33	27	23	19	20.92%
2331. HK	李宁	-	8.34	2323.84	0.25	0.33	0.44	0.54	30	25	19	16	29.36%
3818. HK	中国动向	-	1.33	997.28	0.17	0.14	0.14	0.15	8	9	9	9	-2.86%
1910. HK	新秀丽	-	29.10	5302.27	1.84	1.61	1.95	2.23	15	18	15	13	6.69%
1913. HK	普拉达	-	36.60	11930.47	0.85	1.07	1.28	1.46	49	34	28	25	17.66%
海外市场													
MC. PA	LVMH Moet Hennessy Louis		300.25	175341.82	10.21	12.58	13.65	14.84	23	24	22	20	13.69%
RMS. PA	Hermes Internati onal		555.00	67742.95	11.70	12.66	13.76	15.00	37	44	40	37	9.11%
CDI. PA	Christian Dior		370.30	77282.65	12.47	13.81	15.25	16.86	20	27	24	22	10.68%
TIF	Tiffany & Co.		129.83	16130.24	2.97	4.73	5.37	6.01	16	27	24	22	24.77%
IDX. DE	Inditex, S. A.		28.40	102338.64	1.08	1.15	1.26	1.38	33	25	23	21	8.22%
HSMB. SG	Hennes & Mauritz		129.62	23562.86	9.78	8.32	8.43	8.76	24	16	15	15	-3.24%
NXT. L	Next PLC		54.36	9744.48	4.17	4.31	4.48	4.69	15	13	12	12	0.64%
GPS LTD	Gap Inc. Limited Brands, Inc.		32.44 28.25	12569.51 7831.02	2.16 3.46	2.57 2.59	2.71 2.64	2.65 2.65	10 23	13 11	12 11	12 11	5.41% -10.50%
BRBY. L	Burberry Group PLC		22.61	12014.80	0.69	0.81	0.86	0.97	20	28	26	23	11.63%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.		137.74	11174.86	1.99	6.60	7.20	8.03	16	21	19	17	57.35%
VFC	V. F. Corporati on		91.32	36204.82	1.92	3.64	4.11	4.68	18	25	22	20	32.70%
BOS. DE	Hugo Boss AG		70.04	5701.01	3.35	3.62	4.02	4.39	21	19	17	16	9.46%
COLM	Columbia Sportswea		90.59	6337.76	1.51	3.46	3.89	4.33	21	26	23	21	42.60%

	r Company											
NKE	Nike Inc.	82.91	132701.98	1.17	2.66	3.13	3.69	26	31	27	22	42.63%
ADS. DE	Adidas AG	213.40	51620.56	5.42	8.15	9.49	10.98	30	26	22	19	25.59%
COH	Coach Inc.	-	-	-	2.79	3.09	3.49	-	-	-	-	37.16%
-	Fast Retailing Co. Ltd.	52020.00	49528.33	1169.70	1405.58	1594.76	1769.20	77	37	33	29	14.80%
PUM. DE	Puma AG	464.50	8100.11	9.09	13.08	17.02	20.86	60	36	27	22	32.37%

数据来源：A 股市场上上市公司市场数据来自 WIND，盈利预测来自东方证券研究所，香港与海外市场上上市公司市场数据与盈利预测来自 BLOOMBERG

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

