纺织服装

证券研究报告
2018 年 08 月 27 日

消费疲软中报略见一斑，推荐业绩确定的真低估值标的

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

- **一二线城市“消费降级组合”：开润股份/南极电商**
- **低线城市消费升级组合：水星家纺，海澜之家**
- **业绩释放周期组合：比音勒芬，太平鸟，森马服饰。**

1）**行业观点：**本周上证指数上涨+2.27%，申万纺织服装板块较上周下跌-1.06%，系统性调整使得板块整体 PE（TTM）仅为 20.4X，具备一定的配置吸引力。

中报披露接近尾声，我们对于消费偏谨慎的观点已在中报逐渐体现出来。多数业绩符合或略低于预期（此前在 Q2 下调过预期），尤其是 Q2 单季度收入、开店均有较明显的放缓。叠加市场对于消费风险偏好较低，行业数据目前没有明显改善及开店速度减缓引发 18 年及 19 年业绩担忧，造成板块的再次杀跌估值。

为避免“低估值”的价值陷阱，我们建议投资策略上寻找业绩确定性强的公司。此类多被市场错杀，全年业绩较确定情况下叠加行业 17Q3 的低基数，有较强的绝对收益配置价值。一条主线为产品主要以性价比和大众为主要方向，受益于低线城市消费升级、以及一二线城市消费“降级”的标的：开润股份、南极电商。二是深耕低线城市（3-5 线）渠道发达，受到消费环境波动影响较小的：水星家纺、海澜之家。三是业绩处于释放周期的公司，如比音勒芬（产品风格对标 FILA，受益运动时尚风潮高增长）、太平鸟（基数低、18/19 年股权激励目标 44.44%/30.77%）和森马服饰（17 年业绩低谷基数低）。

2）**行业数据：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。7 月零售未见明显改善，社会消费品零售总额同比增长 8.80%，相比 6 月下降 0.2%。推荐：开润股份/南极电商/水星家纺/海澜之家/比音勒芬/太平鸟/森马服饰。**

3）**重点公司推荐：**

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%）。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）公司公布 18 年半年报，实现营收 11.60 亿元（+16.53%），归母净利润 1.20 亿元（+20.86%），扣非净利润 1.09 亿元（+20.74%），业绩符合我们此前预期。2）线下：根据我们估算，18H1 线下渠道同增 25%，实现营收 6.7 亿元左右，超市场预期。我们预计公司 18 年全年线下渠道实现 20%--25%增长。3）线上：18H1 公司线上渠道同增 4.8%，实现营收 4.28 亿元，略低于市场预期。预计 18 年全年线上实现 15%左右增长。4）长期增长逻辑不变，整体预计 18 全年收入/净利润增速分别为 18.27%/22.16%；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 年营收增速分别为 18.27%、18.34%、18.17%；净利润增速分别为 22.16%、20.05%、20.27%，EPS 为 1.18/1.42/1.70 元，给予 18 年 PE 为 25X，目标价为 29.5 元。

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

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:消费行业谨慎下，寻找业绩确定的真低估值标的》 2018-08-19

2 《纺织服装-行业研究周报:中报陆续披露，板块调整提升配置吸引力，看好三季度机会》 2018-08-13

3 《纺织服装-行业研究周报:系统性调整提升板块配置吸引力，看好三季度机会》 2018-08-06

南极电商：1）截至 8 月 22 日，公司累计 GMV 85.94 亿，当月销售额达 7.43 亿元，估算 GMV 累计同比增速 60%。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%。2）18H1 实现营收 12.34 亿元（+390%），归母净利 2.92 亿元（+108.6%）。其中时间互联实现并表收入 9.05 亿元，净利润 0.56 亿元；剔除并表主业收入 3.29 亿元（+32%），归母净利 2.36 亿元（+68.5%）。18H1 实现 GMV 达 67.9 亿（+61.62%）3）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。4）维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，由于 17 年权益分派（以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股）导致股本增加，对应 EPS 调整为 0.35/0.51/0.73 元（原值为 0.53/0.76/1.09 元），给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。

太平鸟：维持我们原有 18 年 85 亿营收及净利润预测不变。预计 19-20 年净利润为 8.5/10.3 亿，三年 CAGR 32%；18-20 年 EPS 为 1.38/1.77/2.15 元。目前市值对应 18 年仅有 17.1XPE，我们认为调整带来配置机会。给予 18 年 25 倍估值，对应目标价 34.50 元。

18H1 实现营收 31.69 亿元（+12.41%）；归母净利润 1.97 亿元（+115.31%）。扣非归母净利润 0.74 亿元（+748.62%），差异主要系处置非流动资产、政府补助、所得税、投资理财收益影响等。18H1 共 4,307 家门店（+2.57%），预计全年开店 400 家左右；

截止 8 月 21 日，全年累计零售可比：+12%左右，其中直营 +15%，加盟 +8%。7-8 月可比零售+10%+，分品牌：男装 +20%左右；女装+10%左右；乐町+0-5%（直营可比 10%+）；童装进入 7-8 月调整（7 月+15-20%；8 月增速目前下滑）

19 年业绩预期与来源：1.线下渠道拓展： 18 年净开 400-450 家；购物中心比例持续提高。2.品牌力及经营效率提升：1）品牌零售:男装品牌力逐渐脱颖而出，高增长持续；女装零售可比稳中有升，品牌力恢复，稳健增长；。2）经营效率:TOC 的全面铺开与深化，净利率有较大提高空间，有望由 6%+提升至 8%-10%。3、线上渠道：预计 18h2 及 19 年维持 30%+的增长。

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	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2018-08-24	评级	2017A/E	2018E	2019E	2020E	2017A/E	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	32.66	买入	0.61	0.91	1.34	2.07	53.54	35.89	24.37	15.78
002127.SZ	南极电商	7.98	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	36.27	22.80	15.65	10.93
603365.SH	水星家纺	16.95	买入	0.97	1.18	1.42	1.70	17.47	14.36	11.94	9.97
600398.SH	海澜之家	10.05	买入	0.74	0.82	0.92	1.03	13.58	12.26	10.92	9.76
002832.SZ	比音勒芬	36.87	买入	0.00	1.44	1.96	2.56		25.60	18.81	14.40
603877.SH	太平鸟	21.89	买入	0.95	1.38	1.77	2.15	23.04	15.86	12.37	10.18
002563.SZ	森马服饰	10.70	买入	-0.86				-12.44			

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 本周观点：消费疲软中报略见一斑，推荐业绩确定的真低估值标的

1.1. 核心观点：消费疲软中报略见一斑，推荐业绩确定的真低估值标的

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

- **一二线城市“消费降级组合”：开润股份/南极电商**
- **低线城市消费升级组合：水星家纺，海澜之家**
- **业绩释放周期组合：比音勒芬，太平鸟，森马服饰。**

（1）本周行业观点：消费行业谨慎下，寻找业绩确定的真低估值标的

行业观点：本周上证指数上涨+2.27%，申万纺织服装板块较上周下跌-1.06%，系统性调整使得板块整体 PE（TTM）仅为 20.4X，具备一定的配置吸引力。

中报披露接近尾声，我们对于消费偏谨慎的观点已在中报逐渐体现出来。多数业绩符合或略低于预期（此前在 Q2 下调过预期），尤其是 Q2 单季度收入、开店均有较明显的放缓。叠加市场对于消费风险偏好较低，行业数据目前没有明显改善及开店速度减缓引发 18 年及 19 年业绩担忧，造成板块的再次杀跌估值。

为避免“低估值”的价值陷阱，我们建议投资策略上寻找业绩确定性强的公司。此类多被市场错杀，全年业绩较确定情况下叠加行业 17Q3 的低基数，有较强的绝对收益配置价值。一条主线为产品主要以性价比和大众为主要方向，受益于低线城市消费升级、以及一二线城市消费“降级”的标的：开润股份、南极电商。二是深耕低线城市（3-5 线）渠道发达，受到消费环境波动影响较小的：水星家纺、海澜之家。三是业绩处于释放周期的公司，如比音勒芬（产品风格对标 FILA，受益运动时尚风潮高增长）、太平鸟（基数低、18/19 年股权激励目标 44.44%/30.77%）和森马服饰（17 年业绩低谷基数低）。

消费数据仍未见明显改善，建议配置受益于低线城市消费升级、以及一二线城市消费“降级”的标的：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，7 月零售边际改善，社会消费品零售总额同比增长 8.8%，相比 6 月下降 0.2%；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。由于目前消费数据仍未见明显改善，建议投资者配置受益于低线城市消费升级、以及一二线城市消费“降级”的标的。（详情见 1.2 消费趋势具体情况）。

图 1：重点标的情况梳理

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2018/8/24	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	公司公布18年半年报，实现营收11.60亿元（+16.53%），归母净利润1.20亿元（+20.86%），扣非净利润1.09亿元（+20.74%），业绩符合我们此前预期。 1、线下：根据我们估算，18H1线下渠道同增25%，实现营收6.7亿元左右，超市场预期。我们预计公司18年全年线下渠道实现20%--25%增长。 2、线上：18H1公司线上渠道同增4.8%，实现营收4.28亿元，略低于市场预期。预计18年全年线上实现15%左右增长。 3、预计18-20年营收增速分别为18.27%、18.34%、18.17%；净利润增速分别为22.16%、20.05%、20.27%，EPS为1.18/1.42/1.70元，给予18年PE为25X，目标价为29.5元。	16.95	314.4	377.4	21.1%	14.4	12.0	45.20	1、线下渠道在三四线城市优势明显，渠道下沉空间大； 2、电商渠道占比高、增速快；
开润股份	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%。	32.66	198.1	291.9	47.9%	35.9	24.4	71.09	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8月22日，公司累计GMV 85.94亿，当月销售额达7.43亿元，估算GMV累计同比增速60%。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%。 2）18H1实现营收12.34亿元（+390%），归母净利2.92亿元（+108.6%）。其中时间互联实现并表收入9.05亿元，净利润0.56亿元；剔除并表主业收入3.29亿元（+32%），归母净利2.36亿元（+68.5%）。18H1实现GMV达67.9亿（+61.62%） 3）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。 4）维持盈利预测2018-20净利润为8.69/12.51/17.84亿，由于17年权益分派（以资本公积金向全体股东每10股转增5股）导致股本增加，对应EPS调整为0.35/0.51/0.73元（原值为0.53/0.76/1.09元），给予公司2018年35倍估值，维持目标价12.4元。	7.98	868.6	1,251.3	55.5%	22.6	15.7	195.90	1、受益于 低端"商业革命，可拓展品类多，客户广； 2、成立专门部门打击偷标、漏标，预计18年GMV和收入增速趋同； 3、预计在电商平台上推 南极严选"，打造基于电商平台上的 小米生态链"
太平鸟	1）18H1实现营收31.69 亿元（+12.41%）；归母净利润 1.97亿元（+115.31%），扣非归母净利润0.74亿元（+748.62%），扣非差异主要系处置非流动资产、政府补助、所得税、投资理财收益影响等。 2）7月男装可比增长20%；女装10%；乐町持平；童装10%-20%； 3）18H1 共4,307 家门店（+2.57%），净开56家，开店进度受行业低迷影响略低于预期，预计开店主要集中在下半年；19年预计开店400家左右； 4）维持买入评级，目标价34.50元。考虑到公司终端销售情况良好，渠道和品牌调性调整期已过，未来几年将享受增长红利，我们预计18-20年实现净利润6.6/8.5/10.3亿，三年CAGR 32%；18-20年EPS为1.38/1.77/2.15元。给予18年25倍估值，对应目标价34.50元。	21.89	663.3	853.0	36.7%	15.9	12.3	105.28	1、收入、净利率迎来向上拐点； 2、渠道结构调整结束； 3、品牌年轻化调整结束。
比音勒芬	1）2018中报收入实现6.76亿（+36.5%），归母净利润1.22亿（+45.8%）。二季度增速亮眼，较去年同期24%的增速提升明显，环比Q1单季度增速41.6%亦有提升，显示出公司加速发展，品牌影响力和消费者认可度不断提升。 2）截至18H1终端门店685家，较17H1新增82家，单店报表收入贡献98.6万元，较17H1单店收入增长20%+。单店店效提升主要系：1）终端店铺优化升级。采取 调位置、扩面积"的策略，以更核心的位置、更大的面积、更丰富的SKU吸引客户提升单店销售。2）产品为王，坚持 三高一新"。 3）预计2018-20年收入14.6/19.3/25.5亿（原值13.92/18.11/23.68亿），EPS为1.44/1.96/2.56元（原值1.38/1.84/2.37元），对应PE估值26/ 19/ 15x。	36.87	250.2	333.9	36.1%	26.7	20.0	66.86	1）产品、渠道、营销、管理多重发力促进业绩提升； 2）进军度假旅游市场，打开新增长空间； 3）深耕中高端服饰，研发及渠道具备优势； 4）员工持股+董事长兜底承诺彰显长期发展信心。

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至 8 月 24 日

图 2：关注纺织服装行业估值与业绩增长高性比公司

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*	15.9	12.3	36.7%	45.4%	28.6%	456.3	663.3	853.0	1,032.1	105.3
水星家纺*	14.4	12.0	21.1%	22.2%	20.5%	257.3	314.4	377.4	453.9	45.2
安正时尚*	15.2	11.6	31.6%	32.3%	31.0%	273.1	361.2	473.3	583.5	54.9
歌力思*	15.7	13.3	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	58.7
搜于特	12.2	10.2	24.8%	30.9%	19.0%	612.8	802.0	954.8	1,078.0	97.7
华孚时尚*	11.6	9.4	25.4%	27.1%	23.8%	677.4	861.1	1,065.6	1,244.1	99.7
健盛集团	12.0	9.0	69.1%	84.6%	33.6%	131.5	281.0	376.0	329.2	33.7
南极电商*	22.6	15.7	53.0%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,251.3	1,783.9	195.9
开润股份*	35.9	24.3	48.0%	48.6%	47.4%	133.4	198.2	292.2	451.3	71.1
比音勒芬*	26.7	20.0	36.1%	38.8%	33.5%	180.2	250.2	333.9	429.6	66.9
森马服饰*	18.4	15.2	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	288.9
海澜之家*	11.7	10.6	13.1%	15.9%	10.4%	3,328.9	3,857.4	4,258.8	4,733.1	451.5
罗莱生活*	15.1	12.8	23.4%	28.6%	18.4%	427.9	550.2	651.3	763.8	83.1
维格娜丝	10.6	8.7	35.3%	48.6%	23.1%	189.9	282.3	347.5	411.0	30.1
天创时尚	13.2	11.2	34.9%	54.8%	17.6%	187.9	291.0	342.2	381.8	38.4
朗姿股份	15.7	13.5	28.7%	42.2%	16.5%	187.6	266.6	310.6	367.5	41.9
新野纺织	8.0	6.9	24.4%	34.6%	15.0%	292.2	393.1	452.0	540.2	31.4
新澳股份	14.5	12.1	20.8%	21.4%	20.2%	207.4	251.9	302.9	370.0	36.5
七匹狼	13.8	12.0	14.4%	13.8%	15.0%	316.6	360.2	414.1	471.0	49.6
富安娜	11.9	10.3	18.0%	19.4%	16.5%	493.5	589.2	686.6	796.0	70.4
延江股份	34.1	30.2	-11.2%	-30.1%	12.7%	90.1	63.0	71.0	109.0	21.5
百隆东方	13.0	11.4	20.3%	25.9%	14.8%	487.7	614.3	705.3	805.2	80.1
九牧王	13.9	12.0	16.6%	17.5%	15.7%	494.1	580.7	672.0	769.8	80.6
孚日股份	11.0	9.8	10.6%	9.9%	11.2%	410.2	451.0	501.5	562.5	49.4
伟星股份	13.8	12.0	16.3%	17.2%	15.3%	364.6	427.2	492.7	557.8	59.1
汇洁股份	14.0	12.5	13.0%	14.3%	11.8%	222.3	254.0	284.0	318.0	35.6
拉夏贝尔*	11.0	10.1	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	62.6
鲁泰A	9.4	8.5	8.3%	5.6%	11.0%	841.2	888.5	986.3	1,077.3	83.8
航民股份	9.3	8.6	9.2%	10.0%	8.4%	573.6	630.8	683.8	751.7	58.5
联发股份	8.6	8.1	3.8%	1.3%	6.3%	360.3	365.0	388.0	408.0	31.5
雅戈尔	15.0	13.4	150.7%	460.8%	12.1%	296.7	1,664.0	1,865.0	0.0	250.3
日播时尚	28.2	23.7	21.3%	24.0%	18.6%	83.6	103.7	123.0	141.3	29.2
柏堡龙	32.1	27.0	-	18.1%	18.8%	129.3	152.7	181.4	214.6	49.0
探路者	39.2	31.8	-	-191.3%	23.2%	-84.9	77.5	95.5	128.0	30.4
奥康国际	17.3	15.8	-	18.0%	9.9%	226.5	267.3	293.7	330.0	46.3

资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：1）截至时间 2018 年 8 月 24 日；

2）表中标*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标*公司盈利预测均来源于 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）

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：时间截至 2018 年 8 月 17 日

表 1：纺服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

数据来源：wind，天风研究。美元资产口径根据 wind 美元存款与长短期借款数据测算。

（2）2018 年半年报披露时间及业绩情况汇总（持续更新）

中报自上周开始陆续披露，我们整理了 55 家覆盖公司的中报披露时间表，并持续更新重点覆盖公司的中报业绩情况。

1）**罗莱生活：**18H1 营收低于预期，净利润符合预期。18H1 实现营收 21.97 亿元（+10.87%），归母净利润 2.18 亿元（+35.14%），扣非净利润 1.91 亿元（+21.68%）.收入增速低于净利润增速的原因主要系：1）莱克星顿美国业务受汇率影响，拉低对于公司收入端的贡献；2）相比去年同期，莱克星顿净利润实现略亏转盈，拉高整体净利润水平；3）18H1 政府补助及投资收益大幅增加，贡献净利润增幅较高；4）供应链稳定性略有波动使部分产品断货对营收有所影响。

2）**太平鸟：**归母净利润高速增长，业绩符合预期。18H1 实现营收 31.69 亿元（+12.41%）；归母净利润 1.97 亿元（+115.31%），扣非归母净利润 0.74 亿元（+748.62%），18Q2 实现营收 14.33 亿元（+9.99%）；归母净利润 0.64 亿元（+87.51%）。扣非差异主要系处置非流动资产、政府补助、所得税、投资理财收益影响等。收入和利润均符合我们预

期。2018H1 零售额 53.12 亿元（+14.55%）。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 政策对当季收入确认产生影响，但对全年几乎无影响。3）给加盟商去库存所致。

3）**歌力思：**业绩超市场预期。18H1 实现营收 10.81 亿元（+39.15%），归母净利润 1.61 亿元（+32.28%），扣非归母净利润 1.6 亿元（+25.07%），差异主要系同期非经常损益为-558 万所致，业绩超市场预期；营收高增长，主要系前海上林并表因素所致，我们预计剔除并表因素后，营收约为 9.36 亿（+20.4%）；其中 Q2 实现收入/扣非净利润分别为 5.07 亿（+15.77%）/0.8 亿（+19.52%），较 Q1 放缓，主要是 Q2 行业淡季及消费零售放缓等宏观因素。

4）**水星家纺：**公司公布 18 年半年报，实现营收 11.60 亿元（+16.53%），归母净利润 1.20 亿元（+20.86%），扣非净利润 1.09 亿元（+20.74%），业绩符合我们此前预期。分季度来看，Q1 实现营收 5.97 亿元（+24.79%），净利润 0.73 亿元（+24.58%）；Q2 实现营收 5.63 亿元（+8.89%），净利润 0.47 亿元（+15.55%），Q2 营收及净利润较 Q1 放缓，主要系：行业淡季及线上销售受到低价电商平台冲击等因素影响。

5）**南极电商：**并表增厚业绩，剔除并表主业收入、利润维持高增长 18H1 实现营收 12.34 亿元（+390%），归母净利 2.92 亿元（+108.6%）。其中时间互联实现并表收入 9.05 亿元，净利润 0.56 亿元；剔除并表主业收入 3.29 亿元（+32%），归母净利 2.36 亿元（+68.5%）。Q2 单季度收入 7.3 亿（+301%），净利润 2.03 亿（+78%）。18H1 品牌服务费及经销商授权收入 2.81 亿元（+44.4%），主业收入增速符合预期，仍维持在 40%以上高增速区间，我们估算货币化率为 4.1%较同期水平（4.5%）略有下降，我们判断与扶持新品类、终端零售价格提升和 GMV 与收入确认时间的错配有关，波动程度在合理区间。受二季度 GMV 增速放缓和货币化率波动影响，二季度收入增速有所放缓。前三季度业绩指引：公司预计前三季度归母净利润为 4.1 至 4.6 亿元，同比增长 67.5%-90.2%，符合预期。

图 4：2018 年上半年 55 家覆盖公司中报预计披露日期

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
7月30	7月31日	8月1日	8月2日	8月3日	8月4日	8月5日
	多喜爱			百隆东方		
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
8月6日	8月7日	8月8日	8月9日	8月10日	8月11日	8月12日
如意集团	健盛集团	森马服饰 安正时尚		航民股份		
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
8月13日	8月14日	8月15日	8月16日	8月17日	8月18日	8月19日
	商赢环球	探路者	罗莱生活 奥康国际	柏堡龙 维格娜丝 新澳股份	伟星股份 富安娜 比音勒芬	
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
8月20日	8月21日	8月22日	8月23日	8月24日	8月25日	8月26日
	太平鸟 孚日股份 新野纺织 黑牡丹 华茂股份	鲁泰A 七匹狼 联发股份 江苏阳光		华孚时尚 南极电商 水星家纺 红豆股份	朗姿股份 梦洁股份 报喜鸟	
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
8月27日	8月28日	8月29日	8月30日	8月31日	9月1日	9月2日
汇洁股份 嘉欣丝绸	歌力思 开润股份 嘉麟杰 际华集团 红蜻蜓 起步股份 天创时尚	拉夏贝尔 九牧王 振静股份 龙头股份 美邦服饰 欣龙控股	海澜之家 搜于特 摩登大道	浔兴股份 贵人鸟 雅戈尔 申达股份		

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：2018H1 覆盖公司业绩情况汇总

代码	简称	2017H1 营业收入（百万元）	2017H1 营收YOY	2018H1 营业收入（百万元）	2018H1 营收YOY	2017H1 净利润（百万元）	2017H1 净利润YOY	2018H1 净利润（百万元）	2018H1 净利润YOY	总市值（亿元）
002042.SZ	华孚时尚	5,418	27.3%	6,790	25.3%	439	45.9%	552	25.9%	100
002563.SZ	森马服饰	4,433	14.3%	5,532	24.8%	534	4.2%	667	25.0%	314
000726.SZ	鲁泰A	2,900	5.6%	3,281	9.5%	393	14.1%	377	-4.5%	85
002087.SZ	新野纺织	2,587	41.7%	3,211	24.3%	137	102.1%	180	31.1%	31
603877.SH	太平鸟	2,815	12.7%	3,169	12.4%	94	-34.4%	197	115.3%	119
601339.SH	百隆东方	3,063	16.9%	2,943	-3.9%	309	2.7%	326	5.7%	80
002083.SZ	孚日股份	2,361	6.6%	2,578	9.2%	244	39.1%	193	-20.8%	48
002293.SZ	罗莱生活	1,981	47.5%	2,197	10.9%	162	7.2%	218	35.1%	85
002394.SZ	联发股份	1,969	5.5%	2,165	9.9%	140	-4.5%	135	-4.3%	32
600510.SH	黑牡丹	3,325	-2.4%	2,020	-39.2%	139	-21.5%	95	-32.2%	61
600987.SH	航民股份	1,616	1.9%	1,938	19.9%	243	2.8%	278	14.2%	59
603001.SH	奥康国际	1,594	-0.5%	1,573	-1.4%	175	-17.3%	167	-4.1%	46
002154.SZ	报喜鸟	1,148	24.1%	1,413	23.1%	-31	68.6%	39	228.7%	45
002029.SZ	七匹狼	1,282	12.1%	1,383	13.8%	122	15.9%	135	10.5%	53
603889.SH	新澳股份	1,192	22.4%	1,377	15.5%	112	14.1%	118	5.3%	36
002612.SZ	朗姿股份	1,057	123.7%	1,298	22.7%	54	41.4%	112	105.7%	41
000850.SZ	华茂股份	1,042	30.0%	1,293	24.1%	13	-82.8%	132	894.4%	36
002003.SZ	伟星股份	1,175	20.6%	1,265	7.7%	163	21.7%	181	10.8%	56
002127.SZ	南极电商	252	58.3%	1,234	390.1%	140	64.4%	292	108.6%	191
600400.SH	红豆股份	1,598	19.4%	1,222	-23.6%	498	759.5%	107	-78.5%	106
603365.SH	水星家纺	996	0.0%	1,160	16.5%	99	0.0%	120	20.9%	49
002327.SZ	富安娜	961	9.1%	1,146	19.2%	159	-6.4%	185	16.6%	71
603808.SH	歌力思	777	95.1%	1,081	39.2%	122	151.4%	161	32.3%	61
600220.SH	江苏阳光	993	-2.7%	1,057	6.4%	35	-57.9%	41	17.3%	39
002397.SZ	梦洁股份	785	43.2%	1,007	28.2%	70	25.4%	92	31.1%	37
300005.SZ	探路者	1,278	17.5%	877	-31.4%	79	-16.3%	24	-69.5%	30
300005.SZ	探路者	1,278	17.5%	877	-31.4%	79	-16.3%	24	-69.5%	31
603558.SH	健盛集团	460	54.4%	757	64.5%	65	-14.2%	111	69.9%	36
603839.SH	安正时尚	625	18.1%	752	20.3%	129	10.2%	162	25.6%	53
002832.SZ	比音勒芬	495	21.0%	676	36.5%	84	21.4%	122	45.8%	68
002193.SZ	如意集团	534	53.1%	586	9.6%	19	0.1%	29	49.3%	34
002776.SZ	柏堡龙	419	28.6%	454	8.2%	75	23.0%	76	1.5%	46
002761.SZ	多喜爱	296	2.4%	392	32.2%	7	-30.7%	25	259.5%	40

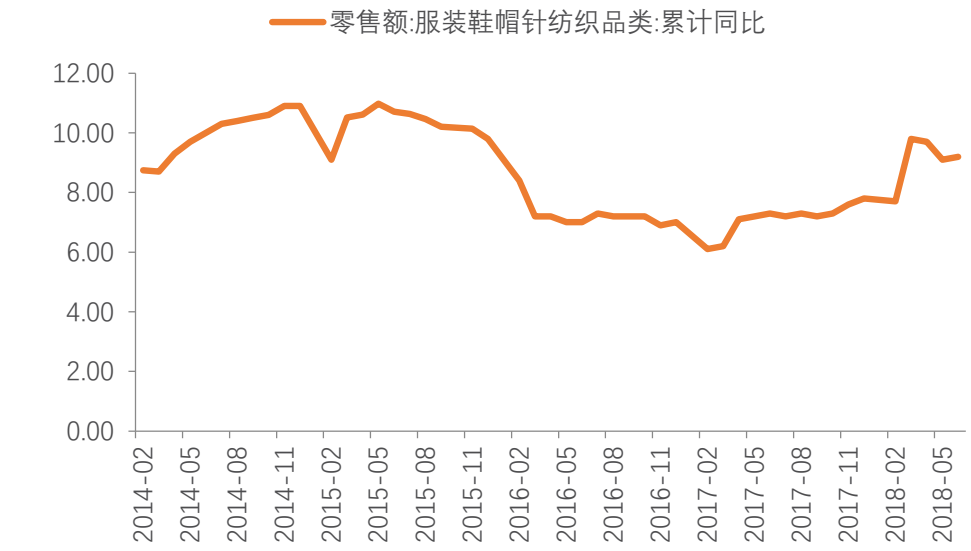
资料来源：Wind，天风证券研究所

（3）本周行业数据：7 月零售数据公布，未见明显改善

2018 年 7 月零售数据公布，社会消费品零售总额同比增长 8.8%，相比 6 月下降 0.2%。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。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。

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 5：17 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

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。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 8 月 22 日，公司累计 GMV 85.94 亿，当月销售额达 7.43 亿元，估算 GMV 累计

同比增速 60%。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%。

- 18H1 实现营收 12.34 亿元（+390%），归母净利 2.92 亿元（+108.6%）。其中时间互联实现并表收入 9.05 亿元，净利润 0.56 亿元；剔除并表主业收入 3.29 亿元（+32%），归母净利 2.36 亿元（+68.5%）。18H1 实现 GMV 达 67.9 亿（+61.62%）

- 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。

- 维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，由于 17 年权益分派（以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股）导致股本增加，对应 EPS 调整为 0.35/0.51/0.73 元（原值为 0.53/0.76/1.09 元），给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。

太平鸟：维持原有盈利预测，调整带来配置机会

- **维持我们原有 18 年 85 亿营收及净利润预测不变**。预计 19-20 年净利润为 8.5/10.3 亿，三年 CAGR 32%；18-20 年 EPS 为 1.38/1.77/2.15 元。目前市值对应 18 年仅有 17.1XPE，我们认为调整带来配置机会。给予 18 年 25 倍估值，对应目标价 34.50 元。

- 18H1 实现营收 31.69 亿元（+12.41%）；归母净利润 1.97 亿元（+115.31%），扣非归母净利润 0.74 亿元（+748.62%），差异主要系处置非流动资产、政府补助、所得税、投资理财收益影响等。18H1 共 4,307 家门店（+2.57%），预计全年开店 400 家左右；

- **18H1 开店低于预期原因：1）18H1 原本计划较低：**18H1 原计划仅净开 100 家，18H2 才是主要主要开店发力期（8-11 月）。2）**加盟渠道放缓为主要原因：**宏观环境、社会零售速度放缓加上中美贸易战等外部因素影响加盟商信心，加盟渠道开店放缓，闭店较多；直营方面基本符合预期，确定性强。3）**开店延迟至 H2：**部分购物中心原计划 6 月开店，推迟到 7、8 月影响 H1 开店数据。

- 截止 8 月 21 日，全年累计零售可比：+12%左右，其中直营 +15%，加盟 +8%。7-8 月可比零售+10%+，分品牌：男装 +20%左右（除 18 年 4 月，均维持较强上升态势）；女装+10%左右（自 17H2 处于稳定上升状态，波动很小）；乐町+0-5%（直营可比 10%+）；童装进入 7-8 月调整（7 月+15-20%，主要为去库存；8 月处理库存力度下降，增速目前下滑，18 年任务主要为清库存，H2 预计为调整期，可比零售预计维持个位数；

- **19 年业绩预期与来源：**1.线下渠道拓展：1）数量：次新店收入，主要来源 18 年新开门店，净开 400-450 家；（未考虑 19 年新店收入）2）结构：经营效率及盈利能力更强的购物中心比例持续提高，街店比例持续下降。2.品牌力及经营效率提升：1）品牌零售:男装品牌力逐渐脱颖而出，高增长持续，直营效率和利润高于加盟，直营比例进一步提升提高毛利率，有望形成量价齐升；女装零售可比稳中有升，品牌力恢复，稳健增长；乐町运营效率提升，直营良好态势有望在 19 年带动加盟，享受 17-18 年调整红利；童装目前发展为国内前十大童装品牌，市占率超过 0.5%，快速发展后增速放缓，加强管理后产品渠道结构优化，有望健康增长；新品牌扩张贡献增量。2）经营效率:TOC 的全面铺开与深化，男装进入第三阶段 toc，减少滞销款，增加货品开发权，为直营与类直营提供基础；其他品牌 toc 的推出与铺开预计成果逐渐释放。18 年夏季售罄率，综合平均在 70%+，男装 75-80%，女装 70-75%，均有明显提升。净利率有较大提高空间，有望由 6%+提升至 8%-10%。3、线上渠道：预计 18h2 及 19 年维持 30%+的增长。

水星家纺：长期增长逻辑不变，18 年业绩有望持续高增长

- 公司公布 18 年半年报，实现营收 11.60 亿元（+16.53%），归母净利润 1.20 亿元

（+20.86%），扣非净利润 1.09 亿元（+20.74%），业绩符合我们此前预期。

- 线下：根据我们估算，18H1 线下渠道同增 25%，实现营收 6.7 亿元左右，超市场预期。我们预计公司 18 年全年线下渠道实现 20%--25%增长。
- 线上：18H1 公司线上渠道同增 4.8%，实现营收 4.28 亿元，略低于市场预期。预计 18 年全年线上实现 15%左右增长。
- 长期增长逻辑不变，整体预计 18 全年收入/净利润增速分别为 18.27%/22.16%；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。
- 预计 18-20 年营收增速分别为 18.27%、18.34%、18.17%；净利润增速分别为 22.16%、20.05%、20.27%，EPS 为 1.18/1.42/1.70 元，给予 18 年 PE 为 25X，目标价为 29.5 元。

1.2. 消费趋势：消费升级与消费“降级”正在进行时

今年，低线城市的消费升级一直是潜在的投资主题。伴随着单价较低的必需品行业（乳制品、调味品行业）在低线城市逐步完成消费升级，单价相对较高的生活可选消费品行业也正在进行消费升级，并将在未来持续享受低线城市消费升级带来的增长红利。

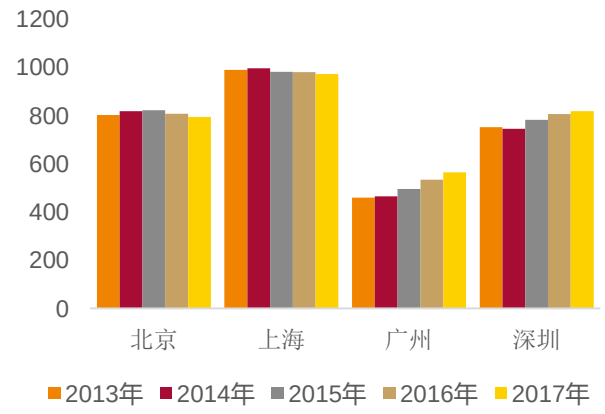
与此同时，在一二线城市中消费降级正在进行。随着一二线城市消费主体生活成本提高，消费主体的购买力有所受限的情况下，消费者更青睐于选择拥有高性价比的产品，若单从消费者选择价格较低的产品这一角度来看，这是一种消费降级的趋势，但其实是消费者的消费观念逐渐趋于理性，更重视产品本身的质量、性能、性价比，而非单纯追求品牌去支付高昂的品牌溢价，这其实是对于产品有了更高层次的要求，从这一角度看是另一种形式的消费升级。

1.2.1. 低线城市的消费升级态势显现，市场潜力巨大。

低线城市消费升级正在进行，即市场中的产品逐渐从杂牌向有品牌过渡；同时消费者的消费观念发生转变，对于品牌的认知度和认可度有所提高，对产品质量有更高的要求。

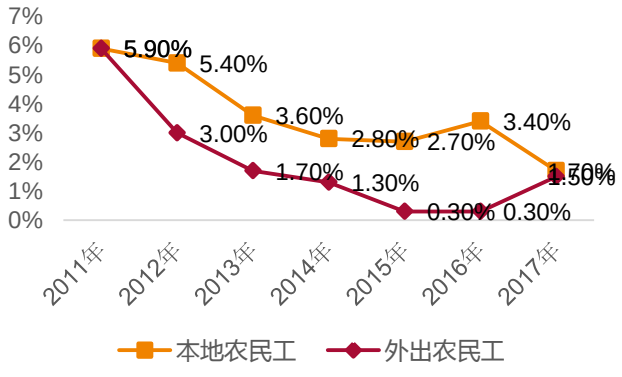
从需求端来看：在一线城市的生活压力提升及“落脚难”的背景下，一线城市常住外来人口开始流出，三四线城市的消费人群逐步扩大。从数据来看，上海常住外来人口连续三年下降，17 年为 972.69 万人（-7.51 万人），北京则连续两年出现下降，17 年常住外来人口为 784.3 万人（-13.2 万人）；与此同时本地农民工增速高于外出农民工增速 2pct 也进一步说明更多的农民工选择在就近的低线城市中就业。随着外出人口返乡及信息媒体的高速发展，也使得一二线城市的消费观念传导到低线城市，促进当地的消费升级。

图 6：北京、上海外来常住人口逐年下降（万人）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

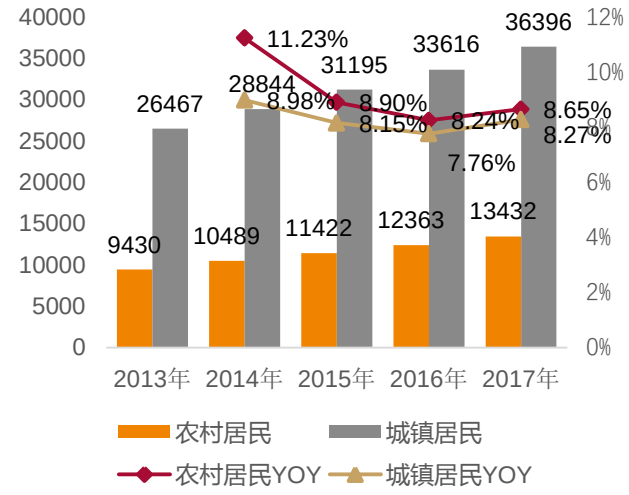
图 7：本地农民工增长显著高于外出农民工增长（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

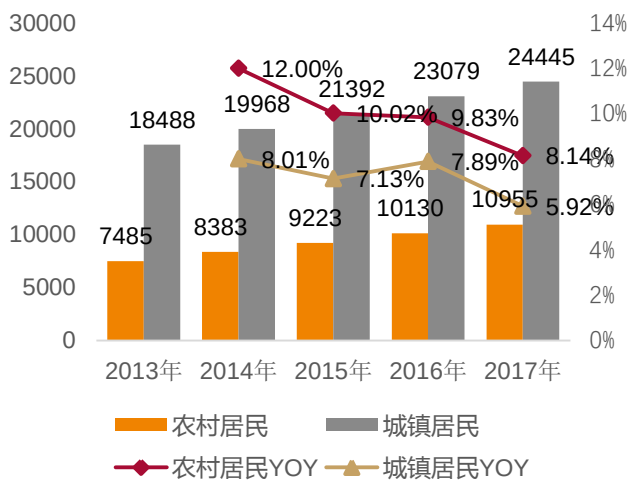
同时，伴随城镇化水平不断提升，消费者的人均可支配收入提高。17 年我国农村居民人均可支配收入增速为 8.65%，高于城镇居民的 8.27%；从人均消费支出来看，17 年增速为 8.14%，远高于城镇居民的 5.92%，可见低线城市的购买力较好；另外，我们认为棚改货币化政策主要影响的是非省会地级市，对于低线城市及农村地区的营销较小。由此在低线城市消费升级和需求不断提升的情况下，三四线城市的消费边际增量提升空间较大，未来消费升级态势将得以延续。

图 8：农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民（元，%）



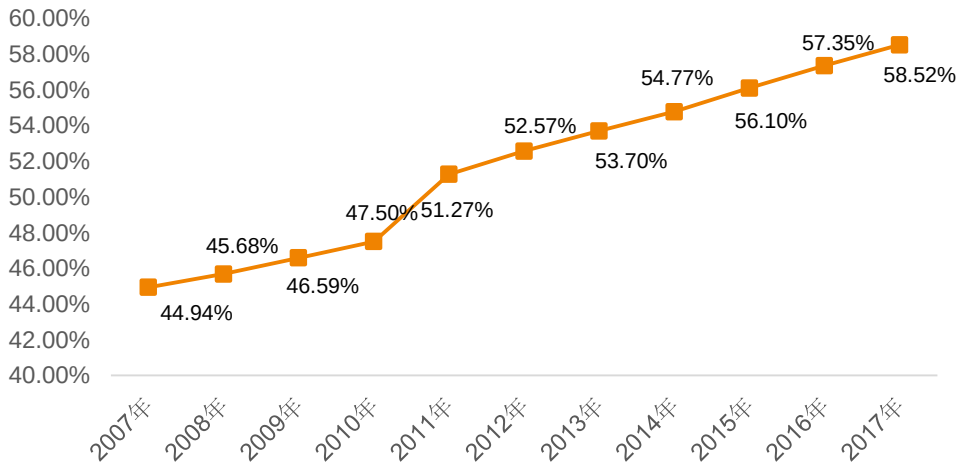
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 9：农村居民人均消费支出增速高于城镇居民（元，%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 10：城镇化率不断提升推动消费支出扩张

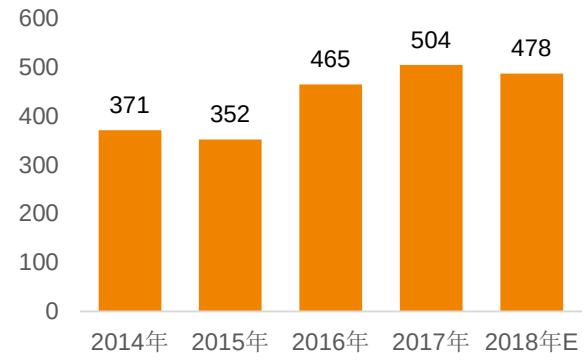


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

供给端来看，在消费升级的背景下，低线城市消费者的需求日益增长，商业地产抓住这一时机开始进行渠道下沉和规模的扩张。以万达广场为例，18 年万达计划新开 52 家万达广场，其中布局在三线及以下城市 38 座；同时，低线城市购物中心的客流量增长远高于一二线城市（13—16 年四线城市购物中心日均客流量 CAGR=26%）。在这样的背景下，国内优质的品牌服饰跟随购物中心进行渠道下沉，扩大了渠道规模和数量，收效明显，未来将持续受益于低线城市消费升级所带来的增长红利，并有望孕育出具有更具影响力的品牌和公司。

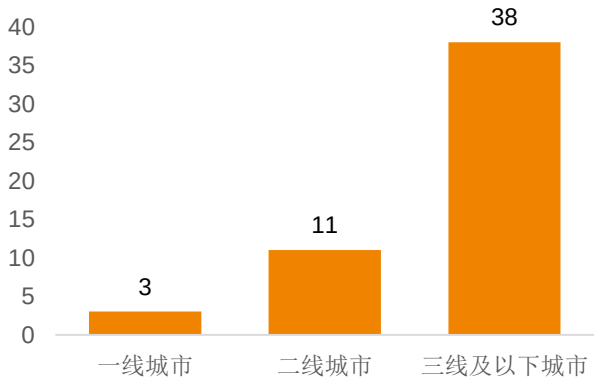
图 11：新开业商业项目数量整体呈上升态势（个）

图 12：18 年万达广场预计在低线城市开业数目超过一二线城市（个）



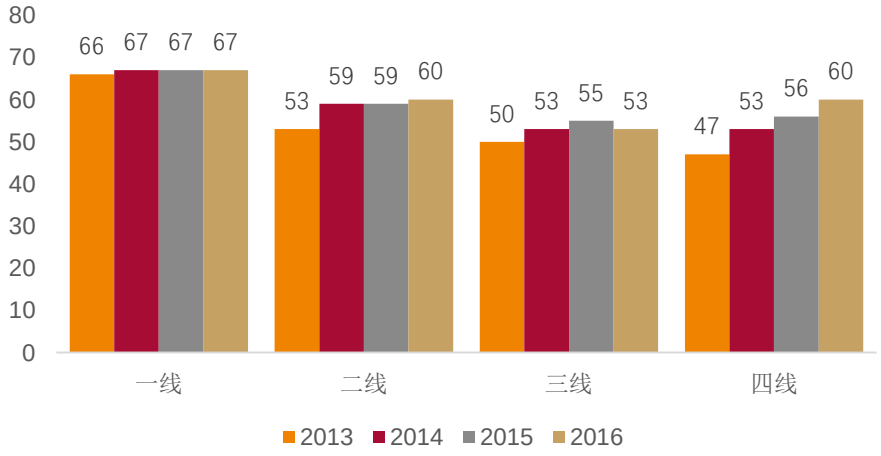
资料来源：赢商大数据中心，天风证券研究所

注：商业项目：商业面积≥3 万平方米的集中型零售物业，包括购物中心，商业街等；



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 13：以成熟万达为例，低线城市购物中心客流量增长显著（千人）



资料来源：《创新以释放购物中心的新价值》，天风证券研究所

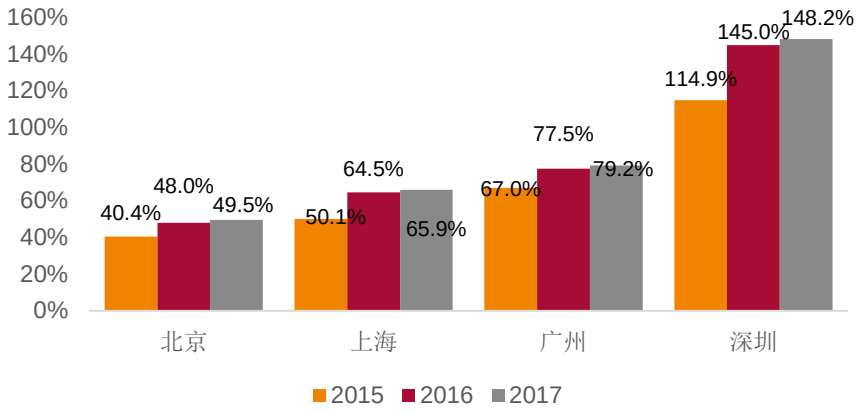
相关标的：水星家纺、南极电商、海澜之家、森马服饰、太平鸟等。

1.2.2. 一二线城市的“消费降级”，具有高性价比产品的品牌发展潜力较大。

在低线城市消费降级的过程中，一二线城市正在进行“消费降级”。我们认为，这里的消费降级并不是等同于选择价格低廉的商品，而主要是指消费者的消费观念更加趋于理性，在产品选择上更倾向于选择高品质和高性价比的产品，对于品牌溢价方面更加谨慎，其实是对于产品拥有了较高层次的要求，若从这一角度来看，我们可以认识是另一种形式的消费升级。

产生这个现象的原因主要是由于在一二线城市的消费者由于房价、教育、医疗等方面的支出较高，对于其他生活必需品的消费产生挤出效应，从而体现在消费结构的调整。在这样的背景下，拥有高质和相对低价的高性价比产品更加受到消费者的青睐，市场潜力较大。

图 14：一线城市居民资金杠杆率逐年提升（%）



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

注：资金杠杆率=（住户贷款/住户存款）*100%

相关标的：开润股份（中低价位的高性价比产品）、歌力思（中高价位高性价比产品）

2. 重要报告回顾

2.1. 水星家纺：18H1 业绩符合预期，线下渠道超市场预期。

公司公布 18 年半年报，实现营收 11.60 亿元（+16.53%），归母净利润 1.20 亿元（+20.86%），扣非净利润 1.09 亿元（+20.74%），业绩符合我们此前预期。分季度来看，Q1 实现营收 5.97 亿元（+24.79%），净利润 0.73 亿元（+24.58%）；Q2 实现营收 5.63 亿元（+8.89%），净利润 0.47 亿元（+15.55%），Q2 营收及净利润较 Q1 放缓，主要系：行业淡季及线上销售受到低价电商平台冲击等因素影响。

1、线上略低于预期，线下渠道超市场预期。

线下：根据我们估算，18H1 线下渠道同增 25%，实现营收 6.7 亿元左右，超市场预期。其中 Q1 预计同增 25%，Q2 预计增长 25%+。预计公司全年净开店 100-150 家，以下半年开店为主，我们认为公司线下渠道的增长主要来自于同店增长：

1）低线城市消费升级：公司在低线城市具备品牌效应即规模优势，前期通过二级代理模式深耕二三四线城市市场，70%以上渠道布局在县级城市，受棚改等宏观经济影响较小；同时由于 3-5 线城市中，婚庆及连带的需求占比在 40%左右，需求属性偏刚性；在低线城市消费升级背景下，将充分受益于低线城市消费升级带来的增长红利；

2）产品结构改善：公司新品生命周期延长，正价产品及中高端产品比例持续提高，产品结构改善提升终端经营效益；

3）门店升级：公司进行第 8 代门店形象升级，目前已经完成 10%左右，门店面积得到扩充，200 平米集合店铺数量得到大幅提升，有利于产品展示及优化购物体验，促进终端销售；

4）营销：公司探索新零售模式，通过营销策略创新提升销售动力。极致大单品策略成为公司线下渠道增长的新动能：预计黄金搭档、丝路传奇等大单品占公司被子销售的 20%；彩绘牛皮席单品销量是去年同期的 5 倍多，销售情况良好，同时促进连带率的提升；另外创新营销方式如年货节、砍价会、婚博会等提升销售动力，拉动终端销售。

我们预计公司 18 年全年线下渠道实现 20%--25%增长。

2、线上：18H1 我们预计线上渠道同增 4.8%，实现营收 4.28 亿元，略低于市场预期。其中 Q1 预计同增 24%，Q2 预计略降。线上增速放缓主要是由于：

1）17H1 高基数影响（17H1 线上增速 84.9%）；

2）3 月及 4 月清理双十一遗留库存；

3）拼多多等低价电商平台对公司线上业务造成一些影响。

但我们认为公司电商渠道属于阶段性放缓，同时公司积极采取改善措施应对市场变化和冲击：

1）组织架构：调整组织架构，为多个平台配备独立团队，实现前端小组制，专注产品研发和推广；中台市场化，灵活应对竞争；同时成立专门的社交电商中心，研究中高端产品的社交电商策略；

2）精细化管理：进驻新的电商平台对各电商平台进行精细化管理，根据不同平台特点配备预支相匹配的高性价比产品，；

3）产品端：公司开发更多适用于不同场景的的高性价比产品，预计 9 月产品准备到位。

公司超前布局线上渠道，具备马太效应，目前线上占比在 40%左右，优秀运营能力使得线上优势不断强化。**预计 18 年全年线上实现 15%左右增长。**

毛利率略有下滑，净利率略有上升；经营性现金流为负主要由于备货及预付款增加等因素影响

毛利率：18H1 毛利率略有下滑为 35.87%（-1.03pct），其中 Q1/Q2 分别为 36.42%（-0.4pct）、35.28%（-1.70pct），主要系原材料价格上涨导致毛利率略有下滑，但公司在上半年通过提前采购原材料规避涨价因素影响，预计下半年该因素的影响将会减弱，毛利率水平有望回调。

费用率：18H1 销售/管理/财务费用率分别为 17.33%（+0.1pct）/7.23%（-0.64pct）/-0.38%（-0.74pct）。销售费用率维稳，Q1/Q2 分别为 15.22%（+0.27pct）、19.75%（+0.23pct）；管理费用率略有下降，公司管理效率持续提升，其中 Q1/Q2 分别为 5.96%（+0.31pct）、8.57%（-1.35pct）；财务费用有所下滑，主要系利息增加所致，其中 Q1/Q2 分别为-0.3%（-0.82pct）、-0.47%（-0.69pct）。

净利率：在毛利率及费用率同降的背景下，18H1 净利率基本保持稳定为 10.34%（+0.39%），其中 Q1/Q2 分别为 12.15%（-0.02pct）、8.37%（0.48pct）。

存货周转率：18H1 公司存货周转率略有上升为 0.96 次（+0.06 次），主要系线上处理存货所致；应收账款相比去年同期增加 26.3%，周转率略有下滑为 9.28 次（-0.7 次），主要系电商平台结算因素使应收账款有所增加。

经营性现金流：18H1 公司经营性现金流净额为负，为-1.98 亿元，主要系：1）公司在前期考虑原材料涨价趋势提早备货支付货款；2）由于提前采购原辅料使预付款增加 174.39%，达到 9354 万元；3）支付到期货款及相关税款所致。我们认为这些为短期因素，随着未来公司产品销售的推进，现金流情况将有所好转。

维持”买入“评级，3-6 个月目标价 29.5 元。

考虑到公司线上业务受到低价电商品牌的积压，电商收入及利润在中短期将会受到波动，略微下调 18、19 年盈利预测，但长期来看公司业绩增长确定性较强，线下持续受益于低线城市消费升级；线上在逐步改善及各项应对措施落地后增速有望回升，略上调 2020 年盈利预测。由此，预计 18-20 年营收增速分别为 18.27%、18.34%、18.17%；净利润增速分别为 22.16%、20.05%、20.27%（原值为 22.2%、20.49%、18.42%），EPS 为 1.18/1.42/1.70 元（原值为 1.18/1.42/1.68 元），对应 PE 为 15/12/10 倍。目前公司估值较低，二季度电商低于预期市场已经充分消化，继续重点推荐。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，给予公司一定的估值溢价；但考虑到目前板块系统性调整导致行业估值较低，调整公司 18 年 PE 为 25X，目标价由 35.40 调整为 29.5 元。

风险提示：线下渠道收入不及预期，线上新渠道冲击使竞争加剧等。

（摘自报告《水星家纺半年报点评：18H1 业绩符合预期，线下渠道超市场预期。》——2018 年 8 月 24 日）

2.2. 南极电商：业绩符合预期维持高增长，理性看待收入波动

并表增厚业绩，剔除并表主业收入、利润维持高增长

18H1 实现营收 12.34 亿元（+390%），归母净利 2.92 亿元（+108.6%）。其中时间互联实现并表收入 9.05 亿元，净利润 0.56 亿元；剔除并表主业收入 3.29 亿元（+32%），归母净利 2.36 亿元（+68.5%）。Q2 单季度收入 7.3 亿（+301%），净利润 2.03 亿（+78%）。18H1 品牌服务费及经销商授权收入 2.81 亿元（+44.4%），主业收入增速符合预期，仍维持在 40%以上高增速区间，我们估算货币化率为 4.1%较同期水平（4.5%）略有下降，我们判断与扶持新品类、终端零售价格提升和 GMV 与收入确认时间的错配有关，波动程度在合理区间。受二季度 GMV 增速放缓和货币化率波动影响，二季度收入增速有所放缓。前三季度业绩指引：公司预计前三季度归母净利润为 4.1 至 4.6 亿元，同比增长 67.5%-90.2%，符合预期。

GMV 维持高增长，成熟品类高增长，货币化率在合理区间。

（1）18H1 实现 GMV 达 67.9 亿（+61.62%）（包含可统计的电商渠道及电视购物）。分品牌：其中：南极人 56.91 亿（+53.64%）；卡帝乐品牌 9.26 亿（+119.10%），卡帝乐增速优秀。分平台：在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 47.30 亿元（+64.79%）、12.81 亿元（+15.69%）、5.89 亿（341.22%） 。阿里仍是主要阵地，拼多多主要随平台流量增长较快，对于京东平台，纺织类产品并非其擅长类目，增速有所放缓。

（2）分品类看，箱包事业部（+174%）与健康生活事业部（+138%）增速较快，成熟品类如内衣（+57%）、家纺（+41%）等，依然保持较高增速，体现出线上马太效应依然持续（详见下图）。类目表现优秀。53 个细分产品类目的 GMV 居阿里行业前十名，其中 16 个二级类目中排名第一，9 个二级类目排名第二、5 个二级类目排名第三；前十名类目中南极人 48 个，卡帝乐鳄鱼 6 个，产品持续保持细分类目的优势地位。

（3）货币化率维持正常范围。18H1 品牌服务费及经销商授权收入/GMV 为 4.1%，考虑到终端零售价格提升及 GMV 发生时间与收入错配，波动范围正常。

应收账款总额受并表和保理业务影响，主业应收结构性改善，现金流二季度改善明显。

（1）应收账款总额为 10.68 亿，其中品牌综合服务业务应收账款为 3.4 亿（-5.38%）；保理应收账款为 4.07 亿（+78%）； 时间互联应收账款为 2.89 亿（+141.7%）。应收增长主要由时间互联和保理业务影响，剔除二者后，主业应收/收入指标继续下降。账龄结构方面，除融资租赁业务和保理业务以外产生的应收账款余额 6.52 亿，一年之内的占比为 84.67%。保理业务产生的应收账款余额 4.1 亿，100%在信用期内。

（2）保理业务方面：客户包括公司品牌授权的核心供应链（约占 25%），也包括非公司品牌授权的优质客户（约占 75%）。保理款的授信周期通常为 3 个月-12 个月，周期较短，且担保物充分、风控严格。18H1 保理业务放款约 3.5 亿元，去年同期约 2 亿元，在保理业务收益率没有大幅上升的情况下，收入增加 63.25%。未来将适度控制保理业务规模。

（3）报表现金流主要受并表影响较大。净现金流 1.05 亿（+8%），与利润增速存在一定差异，主要系并表时间互联应收款和预付款增加所致。预付受时间互联影响有所增加。预付账款总额 2.58 亿元，其中总部预付账款为 113.88 万元，同比减少 89.68%。时间互联预付账款为 2.57 亿，同比增加 116.65%。我们判断主要与时间互联的商业模式有关，向上游平台预付款集中体现，上半年投放新增 vivo 平台，支付给维沃通信科技有限公司形成的未消耗充值款影响预付较大。时间互联应收账款、预付账款伴随着业务规模扩大而有所上升。

（4）主业现金流环比改善。18Q1 单季经营性现金流-0.47 亿，18Q1 单季销售商品、提供服务共收到现金 5.16 亿（Q1 收入 5.04 亿），购买商品接受劳务支付现金 4.29 亿元（Q1 总成本 4.15 亿），经营性净现金流-0.47 亿（Q1 归母净利 2.03 亿）。18Q2 单季经营性现金流环比改善明显。18Q2 单季销售商品、提供服务共收到现金 7.71 亿元（Q2 收入 7.3 亿元），购买商品接受劳务支付现金 5.4 亿元（Q2 总成本 4.3 亿元），18Q2 经营性净现金流 1.52

亿元（Q2 归母净利 2.03 亿），整体匹配度较高。体现出经营层面趋势向好。

盈利能力：主业毛利率稳定，全年营销费用将有所提升。

剔除时间互联和货品销售后，主业毛利率 94.06%（+0.89pct）略有上升；移动互联网媒体投放平台业务毛利率 7.29%；移动互联网流量整合业务毛利率 40.69%。销售费用及管理费用受并表影响均有一定规模增长，另外本期员工薪酬发生额同比增长（+40%）也增加了销售费用。18H1 公司进行了冠名北京卫视跨界喜剧人等系列营销活动，预计 18 年全年公司广告营销投入加大，营销费用将有所提升。

时间互联：展业顺利，客户数据稳步增长。

报告期内时间互联与部分主要供应商的合作进一步加深。小米平台带来的收入增长明显，半年度收入已超过去年全年。2018 年新拓展的供应商 vivo 已成为 2018 年最大的供应商。原有主流媒体应用宝、今日头条以及中小流量平台的合作业务量也稳步上涨。截至 18H1 客户数量近 800 家，新增客户达 400 余家。同时，时间互联和行业知名客户也保持着持续稳定的合作，包括以苏宁易购、拼多多、唯品会、网易考拉、每日优鲜、蘑菇街为代表的电商客户；以融 360、宜人财富、人人贷、360 借条为首的金融客户；以猎豹集团、一下科技、映客、掌阅、YY、美拍、咪咕、搜狐为首的网服客户等，保持细分行业的竞争优势。

高管陈烨总离职，将继续在大南极生态中负责相关品牌线下拓展。

高管陈烨于 8 月 14 日离职，离职后不再担任公司任何职务。爵青企业系公司原副总经理陈烨女士实际控制的公司，陈总离开上市公司后，将主要以爵青为平台为南极电商拓展渠道、寻找合作伙伴，爵青根据该等合作伙伴与公司合作产生的收入及双方约定的业绩分成条款而获取综合管理服务费，且爵青承担应收账款的保证责任，即爵青保证其介绍合作的客户对甲方的应收账款不存在坏账，否则，南极电商有权将坏账部分的对应的综合管理服务费从当期应支付的综合管理服务费中暂扣。展业方向主要覆盖“南极人”、“卡帝乐鳄鱼”线下实体店、唯品会、电视购物、礼赠渠道的独家排他授权业务。

投资建议：维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，由于 17 年权益分派（以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股）导致股本增加，对应 EPS 调整为 0.35/0.51/0.73 元（原值为 0.53/0.76/1.09 元），给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。

风险提示：扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

（摘自报告《南极电商半年报点评：业绩符合预期维持高增长，理性看待收入波动》——2018 年 8 月 24 日）

2.3. 太平鸟：符合预期，全年业绩确定性强，调整带来配置机会

归母净利高速增长，业绩符合预期。18H1 实现营收 31.69 亿元（+12.41%）；归母净利润 1.97 亿元（+115.31%），扣非归母净利润 0.74 亿元（+748.62%），18Q2 实现营收 14.33 亿元（+9.99%）；归母净利润 0.64 亿元（+87.51%）。扣非差异主要系处置非流动资产、政府补助、所得税、投资理财收益影响等。收入和利润均符合我们预期。2018H1 零售额 53.12 亿元（+14.55%）。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 政策对当季收入确认产生影响，但对全年几乎无影响。3）给加盟商去库存所致。

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。

1）分品牌看，PB 女装营收 11.31 亿元（+5.9%），Q2 为 5.35 亿（+5.3%），零售额 19.58 亿元（+11.30%），调整到位后恢复稳定增长，不匹配预计 系 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 11.39 亿（+20.02%），Q2 为 4.83 亿（+18.37%），零售额 19.53 亿元（+17.79%），保持快速增长，品牌力提升，预计售罄率在 75%以上；乐町营收 3.73 亿（-8.23%），Q2 为 1.82 亿（-5.25%），零售额 6.75 亿元，主要受联营转加盟影响下滑，预计下半年将转正；Mini Peace 童装营收 3.8 亿（+35.15%），Q2 为 1.64 亿（+18.65%），零售额 5.75 亿（+19.52%）放缓主要系存货处理基本结束；其他（MG&贝甜

童装、鸟巢家居）0.99 亿（+28.27%），Q2 为 0.41 亿（+36.13%），MG 零售额 1.2 亿元（+21.10%），新品牌并表贡献一定增长。

2）分渠道看，18H1 共 4,307 家门店（+2.57%），净开 56 家，主要系新品牌贝甜童装、太平鸟巢并店 53 家，剔除后仅净开 3 家，开店进度受 Q2 行业略低迷低于预期（详细分拆看附注）。收入来看，线下营收 22.93 亿元（+8.65%），占比 73.46%；其中直营共 1328 家门店，营收 14.85 亿元（+20%），Q2 为 6.05 亿元（+13.52%），放缓系 Q2 行业淡季影响且直营渠道多位于 1-2 线城市，增速较慢；加盟共 2960 家门店，营收 8.03 亿元（-0.16%），Q2 为 4.25 亿元（+2.41%），由 Q1 转正；联营共 19 家门店，营收 450 万元，主要为贝甜。线上实现营收 8.28 亿元（+23.6%），占比达到 26.54%，Q2 为 3.72（+23.66%），受行业影响有所放缓及退货率上升所致。

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。

1）服饰运营毛利率为 55.96%（-0.55pct），预计主要系线上处理存货所致（线上毛利率 43.76%，下降 1.31pct）。品牌拆分看，下滑主要系童装和女装处理存货所致（童装/女装毛利率 51.82%/54.61%，下降 4.66pct/2.98pct）。但童装 Q2 为 54.11%（-3.06pct）下滑放缓说明存货处理基本结束，乐町 Q2 为 55.43%（+7.36pct）大幅上涨系品牌力提升表现，男装 H1 毛利率 61.74%（+2.22pct），量价齐升表明品牌力强势。

2）费用率稳定，销售/管理/财务费用率为 37.9%（-1.18pct）/9.49%(+0.39pct)/0.26%（-0.07pct）。资产减值损失 1.23 亿（-28.7%），Q2 为 6028 万（-25.5%）持续下滑。存货处理得当，库龄结构持续优化，存货跌价损失为 1.24 亿，占营收比例为 3.87%，回复到 16 年底 3.54%较正常的水平。净利率 6.06%（+2.84pct），扣非净利率 2.34%（+2.03pct），受益存货跌价准备下降，扣非净利率大幅提升。

经营质量改善，存货周转天数下降 5 天至 225 天。经营现金流净额约-2.71 亿，虽然为负，但流出主要系备货增加、发放薪酬增长（约 1 亿）、实行 TOC 归还秋冬装应付账款（-32.47%）及其他经营相关的现金流增长约 1 亿元所致，其中应付帐款是主要因素，公司大范围实行 TOC 后，供应商要求付款较之前提前，应付帐款天数下降（原 2017H1 的 162 天降到 2018H1 的 155 天）；销售商品的流入额为 36.54 亿元（+12.9%），回款能力增强。

产品端：持续推动爆款和设计师款。预计公司继续推动品牌跨界（PEACEBIRD WOMEN × PEPSI，PEACEBIRD MEN × 可口可乐，PEACEBIRD MEN × PLAYBOY，MINI PEACE × 迪士尼，MATERIAL GIRL × 茵宝等）。推出设计师合作款（芬兰设计师 JUSLIN-MAUNUL、日本关根正悟等）、推送新生代偶像明星（郁可唯、蒋梦婕、沈月、欧阳娜娜等）、网红等爆款带货。

渠道端：持续增强购物中心和线上等新零售渠道推进。预计公司继续深入与印力、银泰、万达、等线下渠道的战略合作；通过对重点城市核心商圈的考察，推进精准拓店，并计划在下半年加强品牌旗舰店的布局和开设。截至 18H1 公司的购物中心门店已有 1,493 家，同比增长 18.96%；2018H1 购物中心门店的零售总额为 16.49 亿元，同比增长 27.52%。

供应链端：持续推进 TOC 模式。2018H1 全品牌推行实施 TOC 模式，以“聚焦 TOP 款”为核心目标，从而使各个品牌 TOP30 畅销款的平均折扣率较 2017 年度均有所提高。预计 H2 公司将继续践行 TOC 模式，持续聚焦 TOP 款，同时推动优质加盟商加入 TOC 模式。

公司会员数量持续高速增长，会员贡献零售额比例上升，品牌忠粉不断增多。2018H1 全品牌有效会员总数突破 1,500 万（+28.46%）；会员贡献零售额 21.01 亿元（+45.66%）比例为 39.45%（+8.34pct）。其中，活跃有效会员数超 60 万人（+26.54%），贡献零售额 11.55 亿元（+43.73%），比例为 21.69%（+4.36pct）。全品牌天猫旗舰店的粉丝数量突破 2,400 万，较 2017 年底+11.53%。

维持买入评级，目标价 34.50 元。考虑到公司终端销售情况良好，渠道和品牌调性调整期已过，未来几年将享受增长红利，我们预计 18-20 年实现净利润 6.6/8.5/10.3 亿，三年 CAGR 32%；18-20 年 EPS 为 1.38/1.77/2.15 元。考虑限制性股票激励的行权条件（18 年营收目标为 84 亿元，股权激励净利润目标为 6.5 亿元；19 年净利润为 8.5 亿），在 2018H2 消费行业存在不确定性的情况下，公司处在业绩释放周期，业绩确定性较强，我们认为目前系统

性调整带来配置机会。给予 18 年 25 倍估值，对应目标价 34.50 元。

（摘自报告《太平鸟 2018H1 业绩点评：符合预期，全年业绩确定性强，调整带来配置机会》——2018 年 8 月 21 日）

2.4. 歌力思：业绩超市场预期，下半年加速开店为 19 年业绩护航

业绩超市场预期。18H1 实现营收 10.81 亿元(+39.15%)，归母净利润 1.61 亿元(+32.28%)，扣非归母净利润 1.6 亿元（+25.07%），差异主要系同期非经常损益为-558 万所致，业绩超市场预期；营收高增长，主要系前海上林并表因素所致，我们预计剔除并表因素后，营收约为 9.36 亿（+20.4%）；其中 Q2 实现收入/扣非净利润分别为 5.07 亿（+15.77%）/0.8 亿（+19.52%），较 Q1 放缓，主要是 Q2 行业淡季及消费零售放缓等宏观因素。

品牌拆分来看：报告期，

1）主品牌 ELLASSAY 实现营收 4.46 亿元(+14.87%)，Q2 收入 2.08 亿(+11.89%)略放缓；渠道数量为 312 家，净关店 10 家，店铺结构不断优化；18H1 月店均销售额同比增长 10.30%；其中，直营店月店均销售额同比增长 14.72%。直营店同期同店单店销售收入同比增长 8.49%，主要系高基数及 Q2 消费放缓影响所致。6/7/8 月同店逐渐好转，18H2 预计新开 10 家店左右，调整完毕后预计 19 年会有新开店为收入带来贡献。

2）ED HARDY 及 X 实现营收 2.47 亿元（+26.42%），Q2 为 1.3 亿（+28.19%）有加速趋势，增长动力较强劲；渠道数量为 165 家，净开 17 家分销店，其中 Q2 净开 14 家分销店，预计加速开店贡献部分收入增长，ED HARDY 上半年店均预计 60 万左右，X 预计店均 20 万左右；预计 18 全年净开 50 家左右，其中 ED HARDY 净开 20 家，X 净开 30 家左右。

3）Laurel 实现营收 5225 万元（+26.81%），终端销售快速增长；渠道数量为 35 家，净增 5 家，店均 41 万左右，目前由于品牌处于培育期，渠道拓展较快，同时该品牌与歌力思品牌在渠道和推广商形成优势互补，并继续拓展一二线城市渠道，未来将持续贡献业绩，预计 18 全年净开 12 家，净利润预计 1000 万。

4）IRO 实现营收 2.46 亿元（+150.79%），Q2 营收 9783 万，基本持平；渠道数据为 36 家，其中国内在上海港汇广场、北京 SKP、南京德基等地已开设了 8 家门店，我们认为随着品牌的逐步落地，未来规模将持续提升。

5）VIVIENNE TAM 实现营收 267 万，目前拥有 3 家直营门店，主要在北京王府中环购物中心、深圳益田假日广场等地开设。预计 H2 加速开店 12 家左右。

6）线上运营商百秋电商预计实现营收约 9000 万（+69.47%），净利润约 2700 万元。现已运营包括 PANDORA、TISSOT、Clarks、Maje、Sandro、C.P.U.、Kipling、ELLE 等近 40 个国际知名品牌且将持续引入新品牌，已经成为国内电商服务行业龙头，未来将持续贡献业绩。

盈利能力略有下降，营运能力略提升。

公司毛利率毛利率为 70.13%（-2.61pct），下滑主要系主品牌及 IRO 分别下滑 2.25/2.68pct 及毛利率较低的 IRO 并表影响；费用率方面，销售/管理费用率分别为 31.47%（-1.95pct）/14.50%（-0.98pct），预计系并表影响。净利率 17.13%（-0.66pct），基本保持稳定；存货增加（+8.5%）及预付账款增加约 2400 万主要系备货增加所致，经营活动现金流 1.79 亿元（+25%），存货/应收账款周转天数 234.5/48.2 天，分别下降 37.5/1.5 天，经营效率持续提升。

维持买入评级，调整目标价至 27.25 元。

公司致力于打造高端时装品牌，多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力；VIP 客户培育良好，单客价值持续提升。但考略到宏观消费零售疲软及主品牌同店收入增速放缓，我们调整 18 年—20 年净利润至 3.7 亿/4.4 亿元/5.4 亿元，EPS 为 1.09/1.32/1.61 元，目前市值对应 18 年约 15.4XPE，我们给予 18 年 25 倍 PE 估值，目标价 27.25 元。

风险提示：高端服饰消费疲软、新并购品牌销售不达预期、主品牌同店持续下滑等。

（摘自报告《歌力思：18H1 中报解读：业绩超市场预期，下半年有望加速开店》——2018 年 8 月 24 日）

2.5. 罗莱生活：18H1 营收低于预期，净利润符合预期，品牌渠道发力，增长可期

18H1 营收低于预期，净利润符合预期。18H1 实现营收 21.97 亿元（+10.87%），归母净利润 2.18 亿元（+35.14%），扣非净利润 1.91 亿元（+21.68%）.收入增速低于净利润增速的原因主要系：1）莱克星顿美国业务受汇率影响，拉低对于公司收入端的贡献；2）相比去年同期，莱克星顿净利润实现略亏转盈，拉高整体净利润水平；3）18H1 政府补助及投资收益大幅增加，贡献净利润增幅较高；4）供应链稳定性略有波动使部分产品断货对营收有所影响。

莱克星顿实现小幅增长，家纺主业实现稳健增长

收入端：分拆来看，莱克星顿 18H1 实现营收 3.99 亿元（+4.6%），实现小幅增长；若剔除并表影响，公司家纺主业实现营收 17.97 亿元（+12.38%），主业销售情况较好。利润端：莱克星顿家具业务 18H1 实现净利润 1803.42 万元，若剔除并表影响，公司家纺主业实现净利润 2 亿元（+24.19%）。

分渠道看，线下：我们预计公司线下渠道增长 10%左右，同店略有提升。18H1 罗莱主品牌新增 65 个 300m²以上的旗舰店，净开店面积超过 3 万平方米，全年预计新开 200 家左右。

线上：18H1 线上增速略有放缓，我们预计实现 10%-15%左右的增长，主要是由于：1）17H1 京东及唯品会平台实现高速增长增长，基数较高；2）18 年各传统电商平台遭到拼多多等小平台的冲击，流量遭遇瓶颈；但由于 17Q3 天猫流量限制，公司电商表现较弱，基数较低，18Q3 电商增速有望回调。

毛利率维稳，费用率下降幅度较大，净利率有所提升，盈利能力得到提升。

毛利率：18H1 毛利率为 45.33%（+0.35pct），整体保持稳定，其中 Q1 为 43.1%（-1.5pct），Q2 为 47.9%（+2.4pct）

费用率：18H1 销售、管理、财务费用率分别为 22.88%（+1.81pct）、8.56%（-2.39pct）、0.06%（-1.08pct），销售费用率提升主要系公司加大市场投入力度；财务费用率下滑主要系汇兑损失及利息支出减少所致

净利率：18H1 销售净利率有所提升为 10.27%（+1.42pct）。净利率变动幅度不及净利润增幅的原因系：公司增加备货导致存货增加，使存货跌价损失增幅较大；同时新增可供出售金融资产跌价 1231 万元，导致资产减值损失大幅提升 91%；另外税费增长 31.36%，影响净利率水平。

存货周转率：18H1 为 1.05 次（-0.2 次），略有下降，主要系业务规模增加及双十一备货增加约 2 亿元，原辅料备货增加约 5000 万元，导致存货金额增加 17.9%提升至 13.23 亿元，影响周转水平。我们认为随着未来产品的逐步销售，库存情况将会得到进一步改善。

应收账款周转率：18H1 为 4.78 次（-1 次），略有下降，但应收账款较年初下降 8.87%；

经营性现金流：公司 18 年上半年经营性现金流为负，实现-3405.64 万元，主要系公司增加日常销售及双十一备货及原辅材料备货；及税收跨期和结算周期提前造成，未来将逐步恢复。

盈利预测：公司再发 18 年股权激励计划，覆盖中层及核心技术人员，解锁条件为以 2017 年扣非归母净利润为基数，2018-2010 年扣非净利润增长率不低于 10%、21%、33%，彰显管理层信心。维持“买入评级”，考虑到上半年收入略低于预期，根据审慎原则，我们略下调公司 19-20 年盈利预测，18-20 年 EPS 为 0.74、0.87、1.03（19-20 原值为 0.89/1.05），维持 18 年 24 倍 PE，维持目标价 17.76 元。

风险提示：线下销售不及预期、线上品牌区隔造成流量流失，影响线上业务。

（摘自报告《罗莱生活半年报点评：18H1 营收低于预期，净利润符合预期，品牌渠道发力，增长可期》——2018 年 8 月 19 日）

2.6. 安踏体育：多品牌贡献动力，FILA 引领非主品牌高增长超预期

2018H1 实现收入 105.5 亿人民币，同比增 44.1%；毛利润 57.3 亿，同比增 54.6%；属母公司净利 19.45 亿，同比增 34%。毛利率同期上升 3.7pct 至 54.3%。销售数量：鞋类产品 3200 万双，服装 5600 万件。分品类收入来看，鞋类增 21.3%；服装增 64.6%；配饰增 51.3%。新品牌增长以服装配饰为主。

分品牌来看：安踏主品牌 18H1 预计报表收入规模 63 亿元左右（同比+15%-20%），Q2 单季同比 10-15%，符合预期。主品牌外其他品牌零售同比增长 85%-90%，Q2 单季同比增长 90%-95%，其中预计 FILA 收入规模在 34 亿元左右（+80-90%），估算同店增长 40%+，超市场预期。

盈利能力方面：毛利率整体提升 3.7pct 至 54.3%。鞋毛利率 50.1%，上升 1.9pct；服装 57.8%，上升 4.3pct；配饰 43.8%，上升 4.5pct。提升原因：一方面系成本管控水平提高，生产成本控制较好；另一方面系零售毛利率保持的比较好，零售业务占整个集团比重上升，拉升毛利率。净利率 18.54%，较同期下降 1.22pct，主要系费用率上升、汇兑损益增加和税率影响。

费用端：费用略有上升，销售费用 25.6%，较同期提升 5.3pct；主要系 17H1 广告费用基数较低，18 年续约中国奥委会，较多费用在上半年确认，广告开支比例有所上升。持续增强研发能力，研发成本略有上升。管理费用 4.79%，较同期下降 1.28%。

渠道方面：截至 18H1，安踏主品牌（包含安踏儿童）店数 9650 家，FILA（含 FILA Kids 和 Fusion）店数 1248 家，Descente 专卖店 85 家，KOLON Sport 189 家，Kingkow 63 家，Sprandi 专卖店 81 家。预计到 18 年年底，安踏主品牌店铺数量达到 9700-9800 家，FILA 店数量达到 1400-1500 家，DESCENTE 数量达到 100-110 家，SPRANDI 店数超过 100 家，KOLON SPORT 店数 200-210 家，KINGKOW 店数 60-70 家。展店速度有所加快。

营运与周转方面：平均存货周转天数上升 15 天到 83 天，主要系 FILA 增长高于安踏增长，零售收入占比加大，由于 FILA 周转天数是 120 天左右，高于安踏主品牌周转 50 多天，因此 FILA 业务占比提升拉高整体周转天数。分品牌来看，我们预计 FILA 下降，安踏上升，主要是电商占比提升（电商是直营），整体水平健康。

现金流波动主要系直营占比增长带来的库存扩张和预付增加所致。经营性现金流 14.7 亿，低于归母净利 4.7 亿元。主要原因系：（1）FILA 营收增长，占比提升，库存占用资金有所增加。（2）另外，由于上游原材料（羽绒等）价格提升，较去年提前了备货，预付款有所增加，影响现金流预计 2 亿多。

看好多品牌战略继续发力，维持业绩预测。预计到 2020 年安踏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 销售额复合增长超过 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 46.4 元，对应 52.90 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《安踏体育：多品牌贡献动力，FILA 引领非主品牌高增长超预期》——2018

年 8 月 15 日）

2.7. 森马服饰：Q2 收入加速超预期，休闲装童装双发力可期

2018H1 营收/归母净利润 55.32 亿(+24.80%)/6.67 亿元（+25.00%），收入略超预期；Q2 营收 30.37 亿元（+27.62%），归母净利 3.55 亿元（+26.01%），加速上升。Q2 收入略超预期。其中休闲服饰收入 26.25 亿元（+21.91%），复苏加速超预期；童装收入 28.69 亿元（+27.7%），高增长略超预期。

线上高增长持续，线下休闲装复苏趋势明显、童装集中度加速。

1、线上：新品发力淡季不淡，迎接 H2 旺季上调收入预期。

我们预计 18H1 GMV 约+50%，公告收入 16.43 亿元（+32%），占比近 30%，净利润约 6400 万元（+124%），净利率约 3.9%。GMV 和收入高增长持续，线上休闲装（女装）发力及婴童扩张保证公司在 Q2 淡季中维持较高增长，基于规模龙头效应、新品类/产品发力及 H2 旺季，上调线上收入增速预期，预计 18 全年收入+40%（原预计+30%）。

2、线下：休闲逆市拓店超预期，童装加速集中度提升

1）休闲服：线下收入预计+10-15%，复苏加速；渠道 18H1 净开店 255 家至 3883 家（+7%），由 17 年-47 家转正验证调整结束，粗略测算同店增长 5%-10%；总面积增加 7.9%，单店面积 221.55 平米基本持平，证明新增店铺业态结构与原有结构基本相同，预计购物中心占比 10%-。H1 休闲装拓店数量超预期，实现逆市较快增长，我们认为主要系 3 年店铺调整结束后进入新一轮开店周期、直营表现良好带动加盟加速开店、百货街边店等传统业态调整后老门店更新迭代等因素所致；同时我们预计休闲服在购物中心的开店空间依然较大，有望加速。

2）童装：线下收入预计+20%+，集中度加速提升；门店数净增 186 家至 4981 家（+4%），同店增长测算约 15%+；面积增加 7.9%，单店面积约 152 平（+4%），证明新开店均为较大的购物中心与奥莱店。童装业务自有多品牌矩阵日渐成熟，同时外延纳入 TCP 和 Kidiliz，完善矩阵、分享采购优势，全球化多品牌发展未来可期，龙头优势有望进一步提升。定位婴童的马卡乐发展较快，18 年有望贡献部分利润。

毛利率小幅下滑系存货处理，未来有望回升；费用率摊薄，净利率持平。

18H1 毛利率为 38.35%（-1.84pct），环比 17 年 35.51%（+2.84pct）。下滑主要系公司加大加盟商扶持力度、处理存货及电商占比提升所致。分季度来看，Q1/Q2 为 39.09%（-3pct）/37.73%（-0.8pct），降幅收窄；其中，休闲服饰 34.93%（-3pct），环比 17 年 29.31%（+5.62pct）；童装基本持平 42%（-0.6pct）。休闲服新品比例边际提高，H2 毛利率有望回升。

费用率略有下降，销售/管理/财务费用率分别为 17.1%（-0.6pct）/4.28%（-1.2pct）/-1.09%（+0.03pct），销售增长摊薄费用率抵消毛利率下滑影响，净利率为 11.89%（-0.03pct）基本持平。

经营性净现金流为-831.89 万元，Q1/Q2 分别为 3.77/-3.85 亿元。由正转负主要系：1）销售信心增强，主动购置秋冬装备货，存货净增 2.6 亿（+10%）；2）18Q2 偿还 17 年底的冬装供应商应付款项，应付账款减少 6 亿（-32%）；3）为提前锁定冬装羽绒成本支付的保证金，其他应付款增加约 2.42 亿；4）劳务及电商经营费用增加。虽然 Q2 现金流为负，但销售商品流入的现金流增长 20%。综上，流出多为正常经营及对未来销售信心增强主动备货或锁价，同时流入增长回款增强，我们预计未来经营现金流将恢复。

多指标边际改善印证经营质量与效率进一步提升。

1）存货跌价损失为 1.7 亿元（+44.7%），虽然增多，但 18H1 存货跌价准备占存货余额比率为 15.2%，比期初降低 1.54pct；同时存货转回占期初余额的比率为 3.03%，比同期增长 1pct，证明处理存货能力增强；我们认为存货跌价损失的提升主要系过季存货计提跌价比率提升，但过季存货规模明显降低，存货结构优化。

2）存货规模为 26.42 亿元（+9.9%），主要系主动备货所致，增幅与营收敞口为 14.9%。自

18 年以来，公司营收与存货增长率之间的敞口持续扩大，由 17 年底的 4.52pct 提升至 18H1 的 14.9pct，存货周转天数持续下降，18H1 为 133 天（-22 天）。

3）应收账款规模下降 37.5%，周转天数减少 25 天为 38 天，回款能力增强，同时侧面印证加盟商现金流健康。

组织结构方面，公司变更原休闲服负责人周平凡为副董事长，聘任原童装负责人徐波为总经理，分管各品牌，推进职业经理人制度建设。

维持“买入”评级，3—6 个月目标价 17.75 元。

维持盈利预测不变，预计公司 18—20 年净利润 CAGR=26%的复合增长率；基于 17Q3 低基数，我们预计 18Q1-3 净利润+30%，同时我们认为 18H1 收入增长略高于零售端，预计 H2 将拉平，因此维持 18 全年收入/净利润预测，18—20 年 EPS 为 0.59/0.71/0.86 元。一期员工持股均价为 14.10 元，目前股价倒挂，维持目标价 17.75 元，对应 19 年 25 倍 PE。

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：Q2 收入加速超预期，休闲装童装双发力可期》——2018 年 8 月 11 日）

2.8. 安正时尚：收入符合预期，费用阶段性提高不改业绩增长逻辑

18H1 实现营收 7.52 亿元（+20.33%），净利润 1.62 亿元（+25.56%），扣非净利润 1.26 亿元（+1.29%），收入符合预期，费用致扣非净利润低于市场预期。扣非净利润增速较低主要系：1）举办米兰及上海共三场时装展，费用合计 1000—1100 万元左右；2）终端形象升级，代言人费用增加 800 万左右；3）股权激励成本增加 1115 万元。分季度来看，18Q1、Q2 分别实现营收 3.91 亿元（+27%）、3.61 亿元（+14%），净利润分别为 0.92 亿元（+30%）、0.71 亿元（+20%）。

分品牌来看：1）主品牌表现靓丽：玖姿营收 4.94 亿元（+27.11%），Q1/Q2 营收分别为 2.46 亿元（+34.7%）/2.48 亿元（+20.4%）；门店 696 家，相比年初净增 5 家，可比同店增长 17%；**2）新兴品牌持续增长：**尹默营收 1.15 亿元（+10.75%），Q1/Q2 分别为 0.62 亿元（+9.2%）、0.53 亿元（+12.6%）；净增门店 10 家，共 100 家；安正实现营收 0.44 亿元（+8.5%），其中 Q1/Q2 分别为 0.26 亿元（+12.8%）/0.18 亿元（+2.7%）；净增门店 5 家，共 41 家；斐娜晨营收 0.63 亿元（+57.33%），Q1/Q2 分别为 0.38 亿元（+80%）及 0.25 亿元（+32.5%）；净增 12 家门店，共 97 家。Q2 斐娜晨增速放缓主要系：供货商未按时交货，导致终端货品不足影响销售，三季度将恢复；**3）部分品牌处于调整和优化期，但占比较小，对公司整体业绩影响较弱：**摩萨克和线上品牌安娜寇分别实现营收 0.14 亿元（-32.09%）、0.16 亿元（-45.52%）。安娜寇正处于品牌风格年轻化阶段，将客户群体的年龄阶段由 25—35 岁调整至 20-30 岁，从而影响销售水平，目前公司正在进行库存清理，未来将逐步恢复；摩萨克正处于渠道优化期，相对年初虽净增 3 家门店，但同比店铺数量减少 8 家，目前共拥有 18 家门店；随着该品牌下半年陆续开店，业绩将逐步恢复。

分渠道来看，截至 18H1 公司共有门店 952 家，相比年初净增 35 家。1）线下渠道增长稳健：线下渠道实现营收 6.36 亿元（+16.72%）。其中直营渠道净增 13 家门店达到 394 家（直营店 290 家、奥莱店 59 家），实现营收 3.66 亿元（+16.38%），占总收入的 48%；其中玖姿直营实现 1.42 亿元（+23.96%）；加盟渠道净增 22 家至 603 家，实现营收 2.7 亿元（+17.18%），占比为 37%；玖姿加盟实现 2.64 亿元（+16.11%）2）线上渠道快速增长：18H1 实现 1.14 亿元（+44%），占总收入的 15%，其中玖姿电商渠道高速增长，实现 0.22 亿元的营收（+86.35%）。

受电商及错峰备货等因素影响，存货周转率略有下滑。

1）毛利率略有下滑：18H1 综合毛利率为 68.32%（-1.06pct），其中 Q1/Q2 分别为 68.71%（-1.72pct）、67.9%（-0.47pct），Q1 毛利率下降幅度较大主要是由于冬装促销影响。拆分来看，线上渠道毛利率略有提升为 50.15%（+0.45pct）；线下渠道有所下滑为 71.66%（-0.57pct）。毛利率略有下滑主要是由于毛利率较低的线上业务占比提升（由 12%提升至 15%）影响；分品牌来看，玖姿主品牌电商渠道占比提升使毛利率下降 0.92pct 至 67.07%；

同时摩萨克及安娜寇由于品牌调整，促销较多，使毛利率分别下调 19.78pct、22.8pct 至 49.06%及 25.73%；斐娜晨毛利率下滑 6.31pct；另外，安正由于规模效应体现，毛利率提升 5.72pct；尹默提升 0.18pct。

2）净利率略有提升：18H1 为 21.58%（+0.88pct），其中 Q1/Q2 分别为 23.05%（+0.59pct）、19.55%（+1pct）。费用率略有提升，销售/管理/财务费用率分别为 31.24%（+0.76pct）、13.32%（+0.11pct）、-0.11%（+0.31pct）；其中管理费用率提升主要是由于公司实施限制性股权激励计划产生 1115 万元的激励成本。

从存货来看，库存商品为 5.4 亿元（+26%），存货周转率为 0.46 次（-0.04 次）。营运能力略有下降主要系电商备货及错峰对秋冬装面料和成衣备货所致；同时安娜寇销售不及预期，使库存增加约 2000 万元。从结构来看，两年以内的存货占比为 79%（+18pct），新品占比提升，库存结构较为良性。

公司经营性现金流为-4337 万元（-157.62%），主要系：1）公司为降低采购成本，错峰采购面料及秋冬装提前备货，支付款项 7000—8000 万元；2）增加线上电商的备货；3）安娜寇销售不及预期；4）相比去年同期提前缴纳税款 3000 多万元；5）代言人费用受益期两年，但上半年支付了全部费用。若剔除这些短期因素，公司经营性现金流增长约 25%--30%，我们认为是短期影响，未来随着产品的销售，现金流有望恢复正常水平。

维持“买入”评级，3-6 个月目标价 16.02 元。

考虑到公司主品牌增长稳健且 18H1 超预期，未来增长态势有望持续；新品牌尹默增速稳定，安正男装风格调整后，19 年将快速开店；摩萨克渠道调整进入尾声，下半年将持续开店，业绩有望快速增长；斐娜晨在供货商短期负面影响消除后，下半年业绩将逐步恢复，有望维持高速增长；安娜寇正处于品牌定位调整期，下半年清库存后，业绩将逐步恢复。考虑到公司专注时尚主业，品牌运营能力不断提升；大股东增持彰显公司信心；同时公司上半年完成业绩目标的 40%以上，与中高端女装行业趋势相符，有望达成全年股权激励设立的目标，由此上调盈利预测，预计 18—20 年净利润为 3.6/4.7/5.8 亿元（原值为 3.5/4.5/5.6 亿元），同比增长 32%、31%、23%，由于公司上半年完成 17 年权益分派，总股本增加摊薄 EPS，预计 18—20 年 EPS 为 0.89/1.17/1.44 元（原值为 1.22/1.57/1.93 元），对应 PE 为 14/11/9 倍。考虑到可比女装公司（歌力思、太平鸟、拉夏贝尔）的平均估值 16.7 倍，公司作为中高端行业优质龙头公司，给予一定龙头溢价；同时公司品牌运营能力较强，副品牌未来逐步发力，给予 18 年 18 倍 PE，摊薄后对应目标价 16.02 元。

风险提示：终端消费疲软、新品牌调整不到位，销售不及预期。

（摘自报告《安正时尚：收入符合预期，费用阶段性提高不改业绩增长逻辑》——2018 年 8 月 12 日）

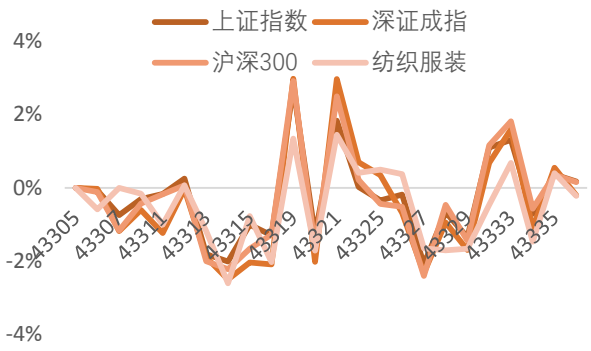
3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

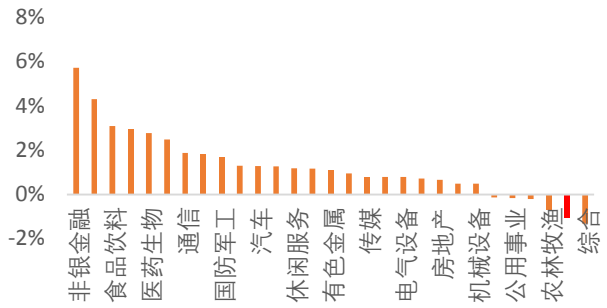
本周上证指数收于 2,729.43 点，较上周收盘下跌-1.34%；深证成指收于 8,484.74 点，较上周收盘下跌-1.69%；沪深 300 收于 3,325.33 点，较上周收盘上涨 2.96%；申万纺织服装板块收于 2,017.91 点，较上周收盘下跌-1.66%。

图 15：纺织服装板块月度走势

图 16：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



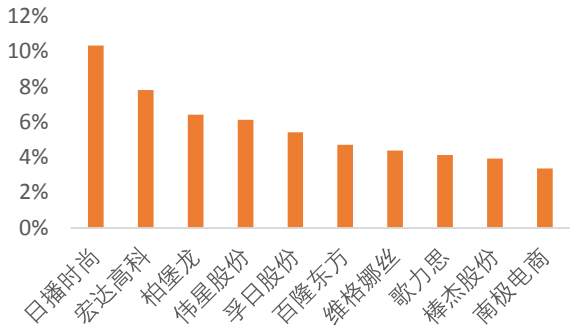
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

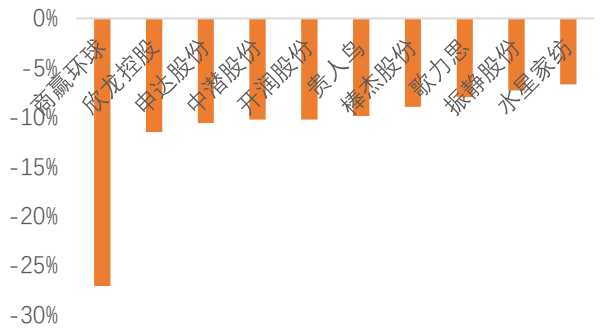
个股方面，朗姿股份、多喜爱、起步股份领涨纺织服装板块；商赢全球、欣龙控股、申达股份跌幅居前。

图 17：纺织服装个股周涨幅前十名（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：纺织服装个股周涨幅后十名（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

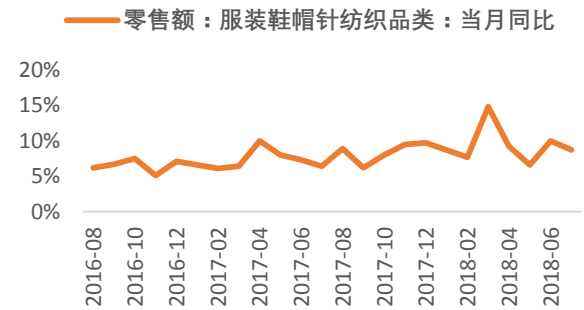
3.2.1. 零售端：7 月零售数据未见明显改善，服装针织鞋帽行业增速放缓

2018 年 7 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 8.70%（2018 年 6 月为 10.00%），化妆品类同比增长 7.80%（2018 年 6 月为 11.50%），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 7 月，社会消费品零售总额同比增长 8.80%，相比 2018 年 6 月份的 9.00%略有下降，服装鞋帽针纺织品类累计同比 9.20%。

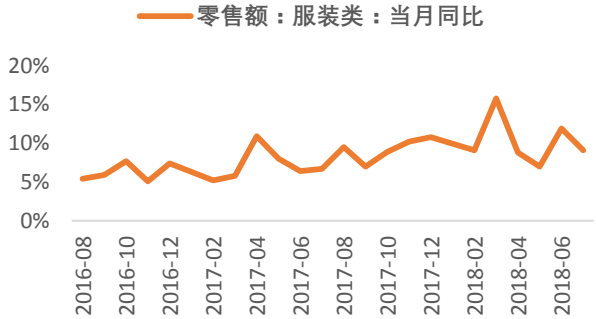
图 19：2016 年年初至今限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额：当月同比（%）

图 20：2016 年年初至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比（%）



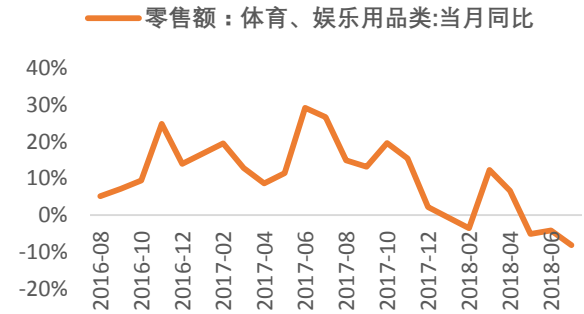
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2016 年年初至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额：当月同比（%）



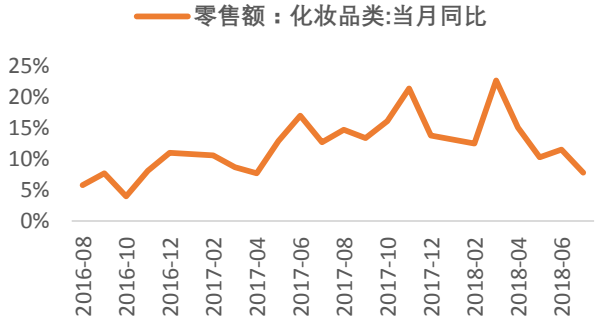
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2016 年年初至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比（%）



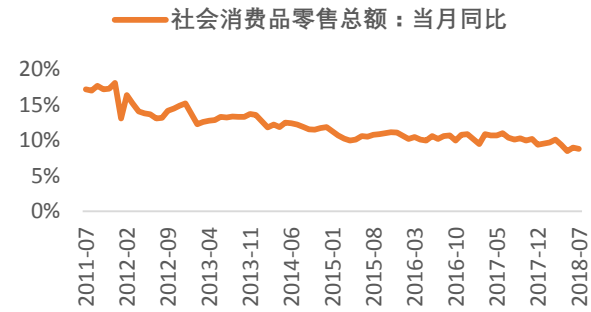
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：社会消费品零售总额：当月同比（%）



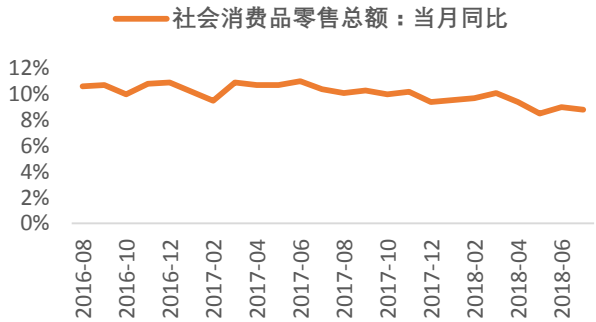
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2016 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

图 25：2011 年初至今纺织品出口增速：累计同比（%）

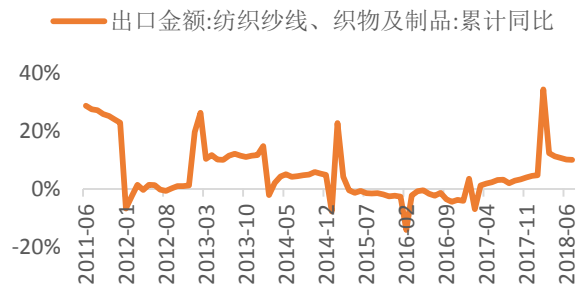


资料来源：Wind，天风证券研究所

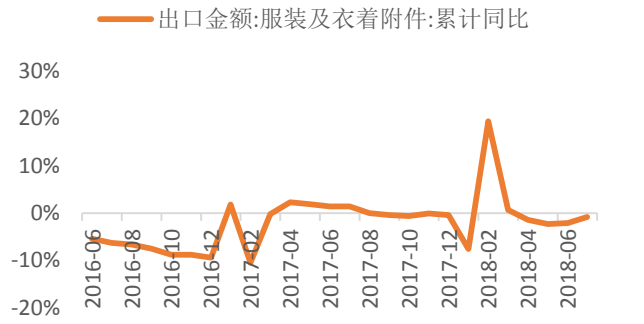
图 26：2016 年初至今服装及衣着附件出口增速：累计同比（%）

3.2.1. 出口：纺织品出口增速小幅上涨，服装类出口累计增速小幅上涨

截至 2018 年 7 月，据海关总署发布的数据显示，7 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 101.59 亿美元，同比上升 8.79%；累计出口 684.61 亿美元，同比增长 10.10%，增速相比 6 月有所下降；服装及衣着附件 7 月的出口金额为 167.92 亿美元，同比上升 3.99%，累计出口 859.06 亿美元，同比下降 0.80%，相比 6 月份有所上升。



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.2. 上游：棉花进口价格下跌、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 91.40 90.75 美分/磅，较上周价格下跌 0.38%。

中国棉花综合价格指数：123.92，较上周下跌 2.52%。

棉花进口价格：2018 年 07 月为 1,977.09 元/吨，较 06 月份 1,941.08 元/吨，上涨 1.86%。

羊毛进口价格：2018 年 07 月为 7,743.32 元/吨，较 06 月份 8,413.91 元/吨，下跌 7.97%。

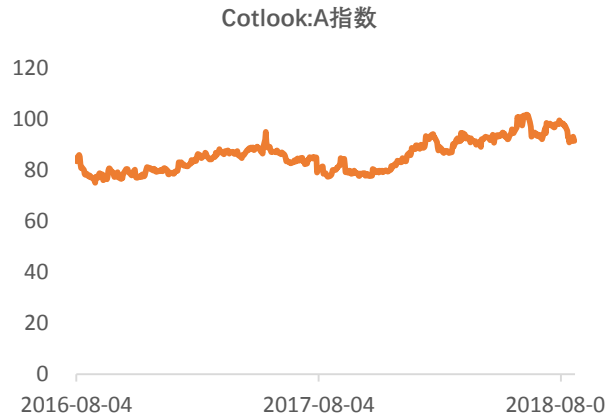
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 14,550 元/吨，较上周价格上涨 2.11%。粘胶长丝本周均价 37,750 元/吨，较上周价格不变。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 11,100 元/吨，较上周价格上涨 7.77%。涤纶长丝 POY 本周均价为 11,650 元/吨，较上周上涨 4.48%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 13,000 元/吨，较上周价格上涨 4.42%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 13,100 元/吨，较上周价格上涨 2.75%。

国内棉布产量：7 月棉布产量 44.90 万吨，当月同比-0.90%。

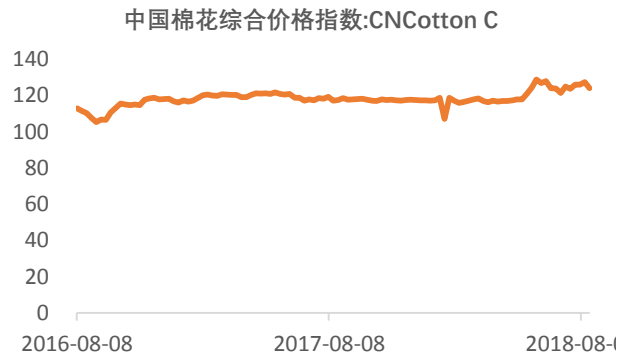
国内棉纱产量：7 月棉纱产量 288.60 万吨，当月同比-0.80%。

图 27：2016 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

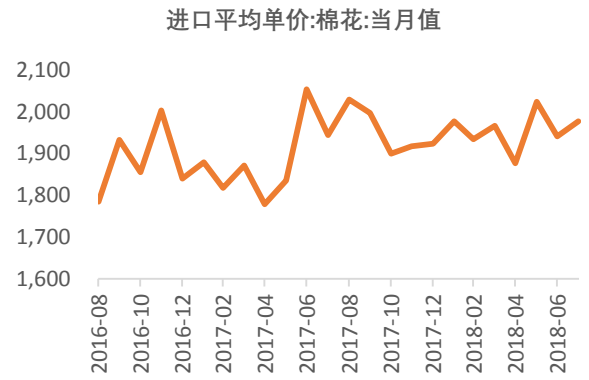
图 28：2016 年初至今中国棉花综合价格指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

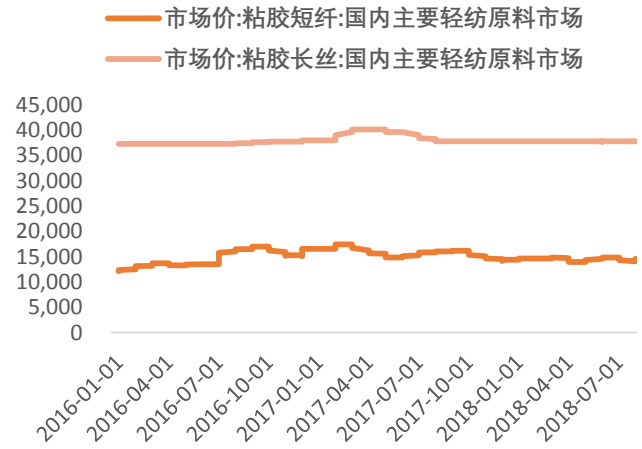
图 29：2016 年初至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）

图 30： 2016 年初至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



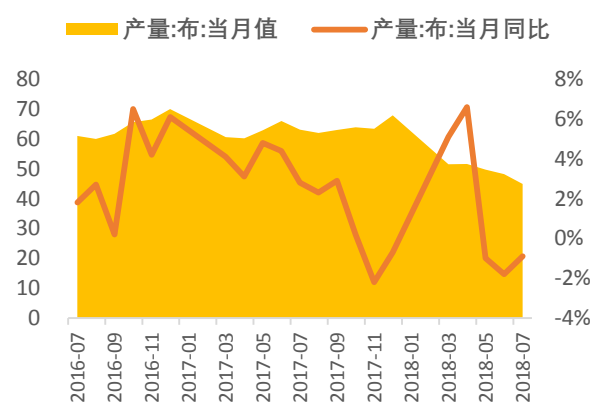
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）

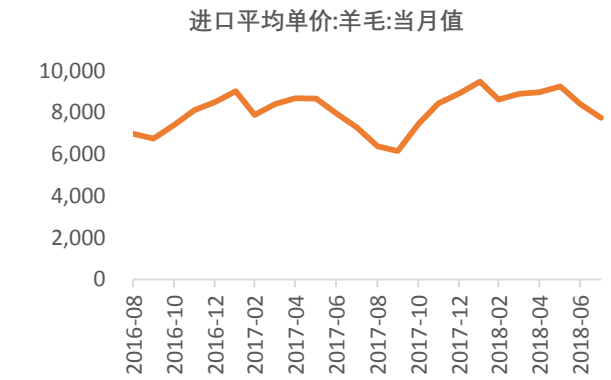


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：2016 年至今国内棉布产量走势（单位：万吨）

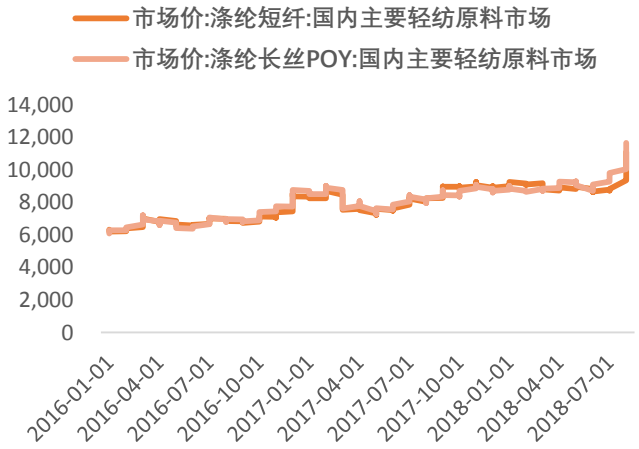


资料来源：Wind，天风证券研究所



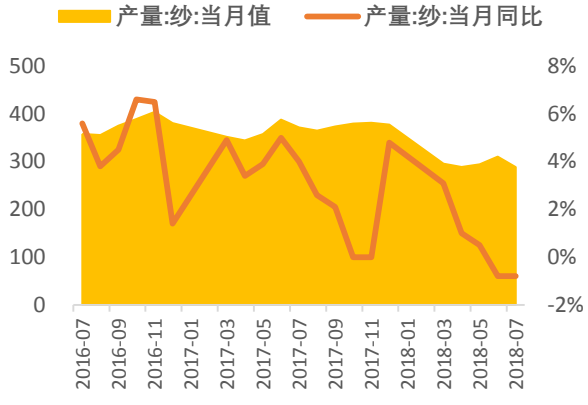
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2016 年至今国内棉纱产量走势单位：（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

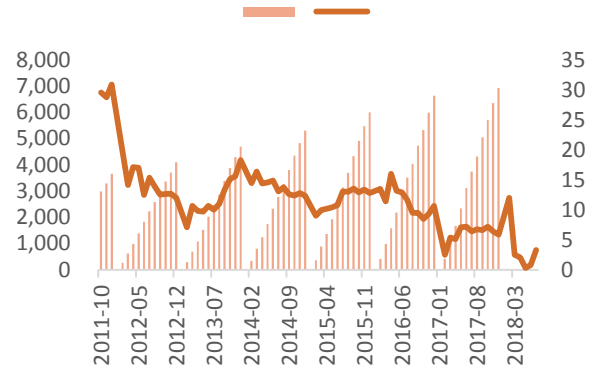
3.2.3. 行业投资：纺织行业投资增速上升，服装行业投资增速下降

纺织行业固定资产投资：2018 年 7 月，纺织行业固定资产投资同比增长+3.30%，较上月同比增速有所上升（+2.50pct）。

服装行业固定资产投资：2018 年 7 月，纺织服装行业固定资产投资同比下降-8.40%，较上

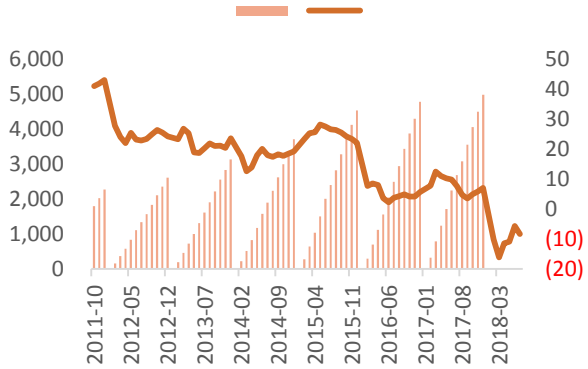
月同比增速有所下降（-2.70pct）。

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，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

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，%）



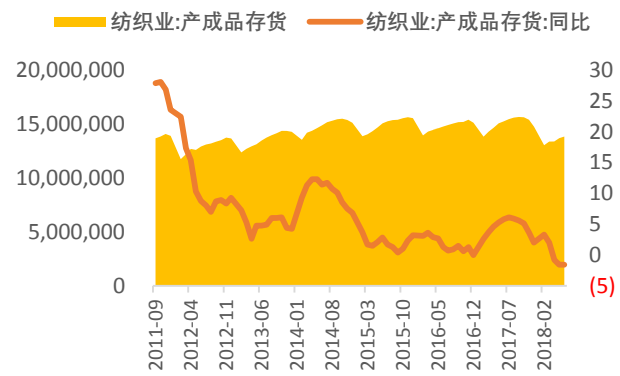
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.4. 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 6 月，纺织行业产成品库存 1,384.5 亿元，同比下跌 1.60%，较上月增速持平（0.00pct），绝对值创造年内新高。

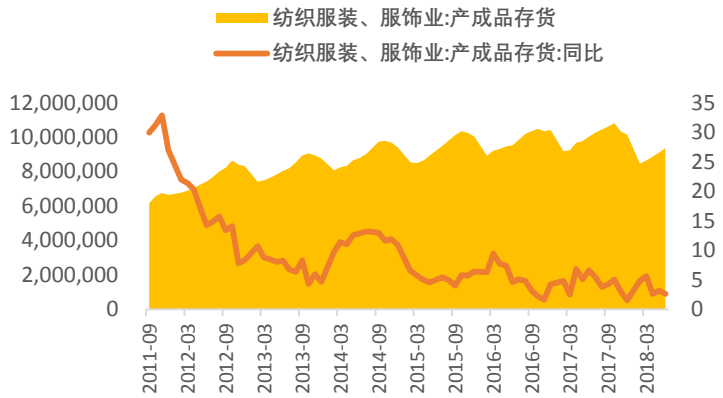
服装行业库存情况：2018 年 6 月，服装行业产成品库存 935.6 亿元，同比增长 2.60%，较上月增速有所减少（-0.50pct），库存继续上升创造年内新高。

图 43：2011 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

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

3.3. 公司公告

新野纺织（002087.SZ）公司公布 2018 年半年度报告，18H1 实现营业收入 32.11 亿，同比上升 24.31%；实现归母净利润 1.80 亿，同比上升 31.01%。

孚日股份（002083.SZ）公司公布 2018 年半年度报告，18H1 实现营业收入 25.79 亿元，同比上升 9.17%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比下降 20.75%。

华茂股份（000850.SZ）公司公布 2018 年半年度报告，18H1 实现营业收入 12.93 亿元，同比上升 24.06%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比上升 894.38%。

柏堡龙（002776.SZ）公司公布 2018 年半年度报告，18H1 实现营业收入 4.53 亿元，同比上升 8.25%；实现归母净利润 0.76 亿元，同比上升 1.51%。

黑牡丹（600510.SH）公司公布 2018 年半年度报告，18H1 实现营业收入 20.20 亿元，同比下降 39.24%；实现归母净利润 0.95 亿元，同比下降 32.16%。

太平鸟（603877.SH）公司公布 2018 年半年度报告，18H1 实现营业收入 31.69 亿元，同比上升 12.41%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比上升 115.31%。

歌力思（603808.SH）公司公布 2018 年半年度报告，18H1 实现营业收入 10.81 亿元，同比增加 39.15%，归母净利润 1.61 亿元，同比增加 25.07%。

南极电商（002127.SZ）公司签署合作框架协议暨关联交易公告，公司授予爵青企业管理有限公司为期 10 年的“南极人”、“卡帝乐鳄鱼”实体店、唯品会、电视购物、礼赠渠道的独家排他权。预计合作期内爵青企业将取得 0.27-1.30 亿元收入。

红豆股份（600400.SH）公司公布 2018 年半年度报告，18H1 实现营业收入 12.22 亿元，同比增长 50.19%，实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 61.14%

水星家纺（603365.SH）公司公布 2018 年半年度报告，18H1 实现营业收入 11.6 亿元，同比增长 16.53%，实现归母净利润 1.2 亿元，较上年同期增长 20.86%。

行业新闻动态

会员收入破 20 亿！太平鸟上半年净利润大涨 115%（LADYMAX 2018/08/22）国内服饰集团太平鸟在截至 6 月 30 日的 6 个月内，集团销售额同比大涨 12.41%至 31.69 亿元，净利润则同比猛涨 115%至 1.97 亿元。2018 年上半年，太平鸟录得零售总额 53.12 亿元，同比增长 14.55%。其中，核心品牌稳健增长，PEACEBIRD 女装零售总额 19.58 亿元，同比增长 11.3%；PEACEBIRD 男装零售总额 19.53 亿元，同比增长 17.79%，两者合计占总零售额比例为 73.63%。

朗姿高端女装品牌入局腾讯版图打造智慧零售新模式（品牌服装网 2018/08/22）中高端女装品牌朗姿股份近日发布公告称，公司计划携手腾讯共同探讨和全面打造“朗姿智慧零售”新商业模式，为此，公司定于 8 月 30 日于公司总部朗姿大厦召开主题为“智·未来 朗姿智慧零售战略发布暨 2019 秋冬发布会”。

New Balance 做到 70 亿美元年销售的具体策略（品牌服装网 2018/08/21）美国运动休闲品牌 New Balance 近日宣布，公司 2023 年的全球销售额目标是超过 70 亿美元。这番雄心并非毫无根据。漫步在北京、上海和东京等亚洲城市的街头，New Balance 的“NB”标志出现的频率不亚于 Nike 的“Swoosh”和 adidas 的“三道杠”。据美国市场研究机构 NPD 数据显示，截至 2018 年 6 月 30 日的 12 个月内，New Balance 不仅在性能型运动鞋类品牌中排名第三（仅次于 Nike 和 adidas），还在整体运动市场中排名第五（前五位依次是：Nike/Jordan Brand，adidas，Skechers，Under Armour，New Balance）。

这个中资英国百货新闻不断！欠款 4.84 亿破产累街坊 Mulberry 股价狂跌 30%（无时尚中文网 2018/08/21）2018 年 8 月 20 日，受英国百货集团 House of Fraser Ltd.进入破产管理的拖累，皮具奢侈品品牌 Mulberry Group PLC (MUL.L) 今天发布盈利预警，股价因此暴跌三成，创 20 年来最大盘中跌幅。

七匹狼上半年营收 14.10 亿 开设独立店（品牌服装网 2018/08/23）8 月 21 日七匹狼对外披露了 2018 年半年度报告。报告显示，2018 年上半年，七匹狼实现营业收入 14.59 亿元，同比增长 13.83%；实现归属上市公司股东的净利润 1.35 亿元，同比增长 10.49%。值得一提的是，扣除非经常性损益之后，七匹狼归属上市公司股东的净利润出现下滑，同比减少 6.15%。

为什么极少做男装的 Chanel 推出男士美妆产品？（LADYMAX 2018/08/23）美妆业务不仅是“现金奶牛”，还将成为奢侈品牌年轻化的试验场。据时尚商业快讯，Chanel 将推出首个男士化妆品系列 Boy de Chanel，包括四个色号的粉底液、哑光保湿润唇膏和四个色号的眉笔。该系列选择在 9 月 1 日韩国首发，随后 11 月在品牌官网上线，并于 2019 年 1 月正式在门店发售。虽然 Chanel 早前已有以男士生活方式为灵感推出的 Le Boy 手袋和 Boy Chanel 中性香水，但是专门为男士推出一整条产品线尚属首次。

表 3：近期上市公司股东大会信息

公司	地点	时间

8.28	森马服饰	浙江省温州市瓯海区娄桥工业园南汇路 98 号	15:00
8.29	开润股份	海市莘砖公路 518 号 14 栋 5 楼会议室	14：30
9.03	红蜻蜓	浙江省温州市永嘉县瓯北镇五星工业园红蜻蜓大厦	14：30

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 4：年内限售股解禁公司明细

			变动前(万股)			变动后(万股)			
简称	解禁日期	解禁数量(万股)	总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	解禁股份类型
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