

涤纶价格连续上涨，人民币 汇率趋于稳定

行业动态信息

国家统计局 8 月 31 日公布的数据显示，8 月中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.3%，环比上升 0.1 个百分点，结束了前期连续下行的趋势，制造业继续保持稳步扩张态势。分析人士认为，8 月制造业 PMI 微升的主要特点在于，1、生产继续扩张；2、高技术制造业发展动能不断积蓄和发力；3、价格指数升至近期高点；4、中、小型企业景气水平提升。8 月 31 日，拼多多发布上市首份财报。FY2018Q2，公司营收同比增长近 25 倍达到 27.09 亿人民币，不按照美国通用会计准则，拼多多 Q2 归母净利润为 -6.73 亿元人民币，相比之下，去年同期为 -1.07 亿元人民币。拼多多第二季度平均月活跃用户为 1.950 亿人，较去年同期的 3280 万人增长 495%。

原材料方面，国内棉价小幅上涨，化纤类原材料涤纶价格涨幅较大，棉纱期货交易大幅回暖。国内棉价小幅上涨：2018年8月31日，328中国棉花价格指数16316元/吨（较2018年8月24日上涨0.10%）；2018年8月31日，cotlookA指数92.15美分/磅（与2018年8月24日持平）。本周棉纱价格延续上涨趋势：2018年8月31日，中国纱线价格指数CYIndexC32S报24280元/吨（+0.87%），CYIndexJC40S报27120元/吨（+0.37%），CYIndexOEC10S报14610元/吨（+0.07%）。化纤类原材料涤纶价格涨幅较大：粘胶长丝37750元/吨（0.00%），粘胶短纤14950元/吨（+2.75%）；涤纶短纤11466.67元/吨（+2.5%）、涤纶POY 12230元/吨（+4.53%）、涤纶DTY 13600元/吨（+3.82%）。棉纱期货交易大幅回暖：截至2018年8月31日，棉纱指数收盘价26252.646，较上周上涨2.18%；周成交总量205934手，较上周大幅增加1471.3%；周五末持仓数3666手，较上周五末上升90.74%。

人民币汇率方面，本周人民币小幅升值，人民币兑美元汇率中间价由 8 月 24 日 6.8710 下调至 8 月 31 日 6.8246，人民币兑美元周内升值 0.68%，年内贬值 4.87%，8 月份累计升值 0.07%。随着央行重启逆周期因子，人民币走势结束前期快速贬值趋势，渐趋稳定。

纺织服装

维持

增持

史琨

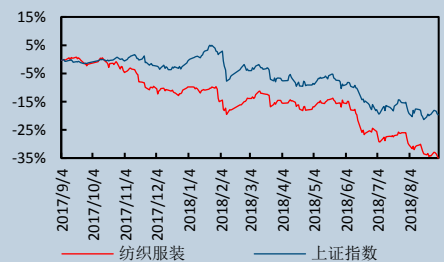
shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018年09月03日

市场表现



本周研究总结

- 1、上海家化深度报告：战略转型描绘新蓝图，百年日化龙头再起航
- 2、海澜之家中报点评：业绩稳增符合预期，渠道结构优化升级，存货减值大幅下降
- 3、潮宏基中报点评：珠宝渠道下沉收入稳增，销售费用拖累扣非业绩，全资控股思妍丽值得期待
- 4、江南布衣年报点评：总收入/主品牌增速提升，内生外延并驱，深挖低线城市粉丝经济
- 5、跨境通中报点评：业绩稳增现金流改善，持续强化核心竞争力
- 6、申洲国际中报点评：运动服饰/耐克订单高增，国内业务增长强劲，海外布局扩张落实税收优惠
- 7、南极电商中报点评：业绩高增符合预期，多品类优势持续强化
- 8、开润股份中报点评：2B 稳健，2C 爆发，箱包龙头前景看好
- 9、朗姿中报点评：女装业务增长强劲，医美资管新业务表现亮眼

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，龙头已进入新一轮的高质量成长期。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	4
(一) 板块涨跌幅	4
(二) 行业市盈率	4
二、本周主要资讯	5
(一) 行业动态	5
(二) 公司公告	6
(三) 本周研究总结	7
三、行业数据	16
(一) 成本端：国内棉价小幅上涨，化纤类原材料涤纶价格涨幅较大，棉纱期货交易大幅回暖	16
(二) 人民币汇率：本周小幅升值，央行重启逆周期因子	20

图目录

图 1：纺织服装板块周涨幅前十（%）	4
图 2：纺织服装板块周跌幅前十（%）	4
图 3：行业市盈率	5
图 4：2009 年以来的 cotlookA 指数	17
图 5：2009 年以来的 328 中国棉花价格指数	17
图 6：2005 年以来涤纶价格走势	18
图 7：2005 年以来粘胶价格走势	18
图 8：2013 年以来纱线价格走势	18
图 9：2012 年以来的长绒棉 137 价格走势	19
图 10：2016 年以来的长绒棉 137 价格走势	19
图 11：2012 年以来进口长绒棉价格走势	19
图 12：2016 年以来进口长绒棉价格走势	19
图 13：2012 年以来坯布价格走势	20
图 14：2016 年以来坯布价格走势	20
图 15：2012 年以来牛皮价格走势	20
图 16：2016 年以来牛皮价格走势	20
图 17：2010 年以来的人民币汇率走势	21

表目录

表 1：行业涨跌幅情况（%）	4
表 2：2012 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 0.28 %、-0.15 % 和 -0.23 %。纺织服装板块涨跌幅 -1.12 %，其中纺织制造涨跌幅为 -0.91 %，服装家纺涨跌幅为 -1.26%；纺织服装板块本周表现弱于大盘。

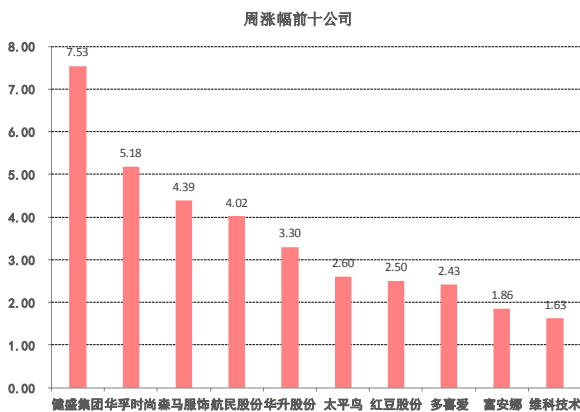
表 1：行业涨跌幅情况 (%)

单位	近 1 周涨跌幅	近 1 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅
沪深 300	0.28	-3.27	-12.95
上证综指	-0.15	-3.52	-19.06
深证成指	-0.23	-6.00	-22.20
SW 纺织服装	-1.12	-9.81	-34.39
子类：纺织制造	-0.91	-5.48	-31.88
子类：服装家纺	-1.26	-12.30	-34.96

数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

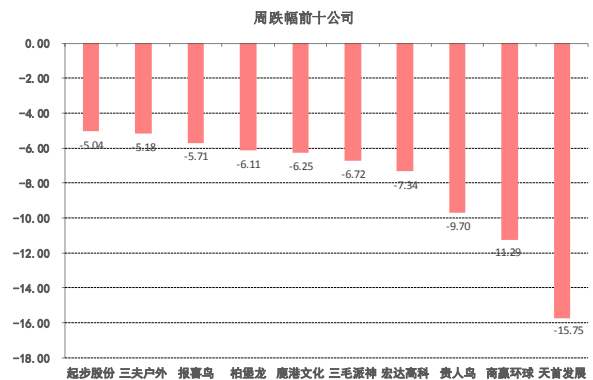
本周板块内涨幅前五的公司为健盛集团、华孚时尚、森马服饰、航民股份和华升股份，最大涨幅为 7.53 %；跌幅前五的公司为天首发展、商赢环球、贵人鸟、宏达高科和三毛派神，最大跌幅为 -15.75 %。

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

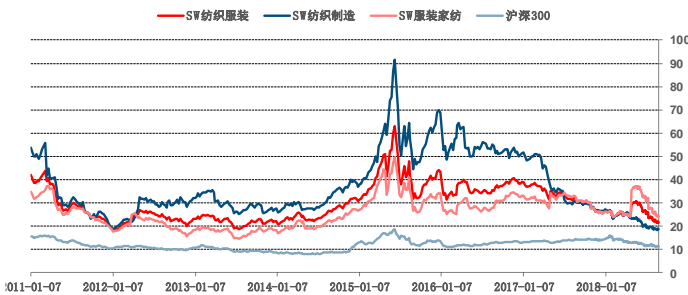
图 2：纺织服装板块周跌幅前十 (%)



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 31 日，纺织服装行业市盈率为 21.35，其中纺织制造为 18.54 倍，服装家纺为 23.96 倍，全行业相对于大盘估值溢价约为 0.91 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. 国家统计局 8 月 31 日公布的数据显示，8 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，环比上升 0.1 个百分点，结束了前期连续下行的趋势，制造业继续保持稳步扩张态势。分析人士认为，8 月制造业 PMI 微升的主要特点在于，1、生产继续扩张；2、高技术制造业发展动能不断积蓄和发力；3、价格指数升至近期高点；4、中、小型企业景气水平提升。
2. 8 月 31 日，拼多多发布上市后首份财报。FY2018Q2，公司营收同比增长近 25 倍达到 27.09 亿人民币，不按照美国通用会计准则，拼多多 Q2 归母净利润为-6.73 亿元人民币，相比之下，去年同期为-1.07 亿元人民币。拼多多第二季度平均月活跃用户为 1.950 亿人，较去年同期的 3280 万人增长 495%。
3. 时尚头条网：在截至 8 月 4 日的 Q2 内，Ultra Beauty 销售收入同比增长 15.4%至 15 亿美元，净利润同比增长 29.9%至 1.48 亿美元。业绩增长主要得益于电商渠道推动，Q2 线上收入同比增长 37.9%至 1.33 亿美元。期末，公司在美国共有 1124 家门店，计划今年新增 100 家。
4. 时尚头条网：截至 7 月 29 日的三个月内，加拿大瑜伽运动品牌 lululemon 销售额同比增长 24.5%至 7.24 亿美元，净利润同比增长 96.71%至 9580 万美元，均超市场预期。品牌未来将继续扩张线上渠道及男装品类，今年计划新增 40 家门店，其中一半位于国际市场。
5. 时尚头条网：在截至 8 月 5 日的 Q2 内，Calvin Klein 母公司 PVH 集团收入同比增长 13%至 23.3 亿美元，净利润同比增长 38%至 1.65 亿美元，均超市场预期。期内，核心品牌 Calvin Klein 收入同比增长 18%至 9.25 亿美元，欧洲、亚洲市场同店增幅均为 5%，北美市场增幅为 2%。
6. 时尚头条网：美国服装零售商 American Eagle Outfitters Q2 收入同比增长 14%至 9.65 亿美元，毛利率为 36.3%，净利润同比增长 184.43%至 6030 万美元。期内，核心品牌 American Eagle 可比销售额增幅为 7%，Aerie 可比销售额增幅达 27%，已连续 15 个季度录得双位数增长。
7. 时尚头条网：美国服饰集团 J.Crew Q2 收入同比增长 3%至 5.87 亿美元，毛利率 38.5%，亏损较去年同期的

1850 万美元收窄至 610 万美元。分品牌看，J.Crew 销售额同比下降 5%至 4.29 亿美元，Madewell 同比增长 29%至 1.22 亿美元，公司 CEO 认为 Madewell 有潜力成为一个年销售额破 10 亿美元的品牌。

8. 时尚头条网：意大利奢侈品牌 Brunello Cucinelli H1 销售额同比增长 9%至 2.69 亿欧元，EBITDA 同比增长 11.2%至 4620 万欧元，净利润同比增长 19.7%至 2380 万欧元。期内，品牌在所有地区市场均录得增长，大中华区增幅显著，同比增长 35.5%至 2490 万欧元。公司预计下半年品牌收入和盈利将继续录得增长。

（二）公司公告

1. 【申洲国际：18 中报】公司 H1 实现营业收入 91.60 亿元，同比增长 10.8%；归母净利润 21.79 亿元，同比增长 21.1%。公司董事会决定派发中期股利 0.85 港元/股，合计派发 12.78 亿港元，约人民币 10.77 亿元，占 H1 归母净利润约 49.4%
2. 【跨境通：18 中报】公司 H1 实现营业收入 98.75 亿元，同比增长 77.23%；归母净利润 5.07 亿元，同比增长 61.00%；扣非归母净利润 4.74 亿元，同比增长 54.79%。公司预计 2018 前三季度归母净利润 7.43 亿元-8.92 亿元，同比增长 50%-80%。
3. 【华纺股份：18 中报】公司 H1 实现营业收入 16.01 亿元，同比增长 22.11%；归母净利润 0.11 亿元，同比增长 47.99%；扣非归母净利润 596 万元，同比增长 81.73%。
4. 【际华集团：18 中报】公司 H1 实现营业收入 117.13 亿元，同比减少 7.24%；归母净利润 2.36 亿元，同比 54%；扣非归母净利润 1.00 亿元，同比增长 1337%。
5. 【开润股份：18 中报】公司 H1 实现营业收入 8.68 亿元，同比增长 75.26%；归母净利润 0.84 亿元，同比增长 38.89%。Q2 单季实现营业收入 4.52 亿元，同比增长 64.86%；归母净利润 0.49 亿元，同比增长 50.35%。
6. 【维格娜丝：18 中报】公司 H1 实现营业收入 13.77 亿元，同比增长 48.33%；归母净利润 1.17 亿元，同比增长 162.9%；经营活动现金流量净额 2.26 亿元，同比增长 423.3%。
7. 【拉夏贝尔：18 中报】公司 H1 实现营收 43.79 亿元，同比增长 2%；净利润 2.36 亿元，同比下滑 16%，净利润下滑主要系销售毛利下降及新品牌处于培育期亏损增加所致。公司拟每 10 股派发红利 2.5 元（含税）。
8. 【江南布衣：FY2018 年报】公司 FY2018 实现营业收入 28.64 亿元，同比增长 22.8%；归母净利润 4.10 亿元，同比增长 23.8%。其中 FY2018H2 实现营业收入 12.10 亿元，同比增长 18.4%；归母净利润 0.99 亿元，同比下降 5.3%。公司董事会决定派发年度股利 0.46 港元/股，合计 2.39 亿港元，连同中期股息 0.25 港元/股，全年共派发股利 3.68 亿元，占归母净利润 75%。
9. 【海澜之家：18 中报】公司 H1 营业收入同增 8.23%达 100.14 亿元；归母净利润同增 10.20%至 20.66 亿元，扣非后同增 10.16%至 20.41 亿元。H1 净开店 305 家至 6097 家。
10. 【潮宏基：18 中报】公司 H1 营业收入同增 3.70%达 16.27 亿元；归母净利润同增 2.75%至 1.67 亿元，扣非后同降 0.32%至 1.53 亿元。H1 线下自营店净增加 3 家至 580 家，加盟店净增加 29 家至 270 家；线上渠道销售收入同增 19.04%至 2.01 亿元，占总销售收入 12.33%。
11. 【御家汇：18 中报】公司 H1 营业收入同增 57.78%达 9.81 亿元；归母净利润同增 19.05%至 6503.38 万元，扣非后同增 3.46%至 6350.95 万元。分产品看，贴式面膜 H1 营收同增 33.71%至 6.22 亿元，非贴式面膜同增 0.78%

至 4633.67 万元，水乳膏霜同增 181.32%至 3.01 亿元。

12. 【摩登大道：18 中报】H1 营业收入同增 40.23%达 6.44 亿元；归母净利润同降 49.96%至 5269.04 万元，扣非后同增 3497.50%至 5211.04 万元。

13. 【中潜股份：18 中报】H1 营业收入同增 11.20%达 2.08 亿元；归母净利润同降 28.52%至 1606.51 万元，扣非后同降 16.66%至 1619.61 万元。

14. 【搜于特：18 中报】H1 营业收入同增 65.85%达 108.8 亿元；归母净利润同增 19.09%至 4.3 亿元，扣非后同降 8.54%至 3.1 亿元。

15. 【三夫户外：18 中报】H1 营业收入同增 25.50%达 2.05 亿元；归母净利润同增 452.36%至 256.84 万元，扣非后同增 321.64%至 162.33 万元。

16. 【凤竹纺织：18 中报】H1 营业收入同增 22.59%达 4.37 亿元；归母净利润同增 147.71%至 2442.95 万元，扣非后同增 123.62%至 2082.92 万元。

17. 【步森股份：持股 5%以上股东减持计划预披露】信三威基金预计在未来 6 个月内减持公司股份不超过 1138 万股（不超过总股本 8.13%）。

18. 【贵人鸟：18 中报】公司 H1 营业收入同减 2.67%达 15.36 亿元；归母净利润同减 73.51%至 3441.83 万元，扣非后同减 71.57 %至 3020.91 万元。

19. 【浔兴股份：18 中报】公司 H1 营业收入同增 64.01%达 11.44 亿元；归母净利润同减 43.47%至 3629.23 万元，扣非后同减 47.73%至 3431.05 万元。

20. 【雅戈尔：18 中报】公司 H1 营业收入同减 33.59%达 35.86 亿元；归母净利润同减 27.28%至 14.89 亿元，扣非后同减 21.78%至 1257.65 万元。

21. 【摩登大道：部分股份上市流通公告】本次解除限售股份数量为 2342.46 万股，占公司总股本 3.29%，上市流通日为 2018 年 9 月 4 日。

22. 【歌力思：对外投资公告】公司拟出资 800 万元与比利时设计师 Jean-Paul Knott 共同设立合资经营企业，在大中华区经营管理比利时设计师品牌 JeanPaulKnott，公司持有 80%股权。

23. 【延江股份：对外投资公告】为加快全球化步伐，公司拟出资 3600 万美元投资位于埃及的卫生用品项目，生产和销售 PE 膜、打孔热风布及相关制品。

24. 【三毛派神：发行股份购买资产公告】公司拟以 11.37 元/股的价格，向甘肃国投发行 1.94 亿股股份，以收购工程咨询集团 100%股权，交易价格为 22.05 亿元。交易完成后，甘肃国投合计持有上市公司 64.85%表决权。公司直接控股股东变更为甘肃国投，实控人仍为甘肃省国资委。

（三）本周研究总结

1、上海家化深度报告：战略转型描绘新蓝图，百年日化龙头再起航

上海家化是国内日化龙头，是历史最悠久的日化企业之一，覆盖美容护肤、个人护理和家居护理，拥有佰

草集、六神等十个品牌。2017 年迎来业绩拐点，营收、归母净利润同增 8.82%、93.95%；2018H1 营收同增 9.3% 至 36.65 亿元，归母净利润同增 40.9% 至 3.2 亿元。据 Euromonitor，2010-17 年公司在国内化妆品市占率由 1.5% 升至 2.0%，排名第 11 位，本土企业第 4。

2008-17 年我国化妆品市场规模 CAGR 达 9.1%，为全球第二大市场，2012-2016 化妆品行业增速进入下行通道，2017 年规模升为 3615 亿元，同比增速拐点回升至 9.6%（同比提升 3.6pct），受益于零售景气度回升、三四线消费升级、电商快速增长拉动、千禧一代渐成消费主力，以及降税政策催化。据国家统计局，2017 年 5 月开始单月限上零售额开始持续增长达两位数，2018 年 1-7 月累计同比增长 13.3% 至 1455.9 亿元。

平安控股，张总上任，迈新阶段。平安系各关联方目前持股 52.16%，看好公司未来，增派高管加强控制，开发特渠进行业务合作。新董事长张东方上任后，自上而下多方改革。**重塑战略：**确立“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”经营方针，变“渠道驱动”为“品牌驱动”；**重组架构：**增设品牌和渠道管理办公室，下设十大品牌负责人、四大渠道负责人，理顺架构。

公司各品牌定位明确，多点开花，在细分领域市占率均名列前茅，并在各自领域中能做到“大而专”，形成多品类坚实护城河，头部品牌未来将享受行业规模增长红利。去年以来加码品牌高端化（佰草集）与年轻化（六神、美加净等新营销），收购汤美星补足婴童高端布局，与美国领先日化商 Church & Dwight 达成长期合作，未来将引入小而美日化品牌继续深耕细分。

公司已实现“八大渠道”的全覆盖，商超、KA、百货三大传统渠道均着重提升客流带动同店，加码 CS、母婴、线上等高增渠道。CS 是重点所在，加快拓店，推进终端动销，18H1 保持双位数增长，发展空间仍大；线上 2014-17 年 CAGR 达 51%，公司将京东和天猫从经销转为直营，效果凸显。

我们预计公司 2018-2020 年净利润为 5.51、7.49、10.00 亿元，EPS 为 0.82、1.12、1.49 元/股，对应 PE 分别为 37、27、21 倍，维持“买入”评级，看好龙头多品牌、多渠道运营的抗风险能力。

风险因素：行业竞争加剧；线下渠道扩张不及预期；新品推广不及预期；原材料价格上涨等。

2、海澜之家中报点评：业绩稳增符合预期，渠道结构优化升级，存货减值大幅下降

公司发布 2018 年中报，H1 实现营业收入 100.14 亿元，同比增长 8.23%；归母净利润 20.66 亿元，同比增长 10.20%。Q2 营业收入 42.47 亿元，同比增长 3.28%；归母净利润 9.35 亿元，同比增长 8.12%

线下渠道优化调整有序进行，电商收入 Q2 放缓拖累整体。公司推进渠道结构调整，对以前占比较高的街边店进行优化调整，重点拓展商场店和购物中心店，同时探索集合店模式进驻购物中心。H1 整体净开店 305 家至 6097 家，其中购物中心店超 900 家，占比约 15%。线下收入整体同比增长 5.0% 至 88.48 亿元（不含圣凯诺）。直营店净开店 70 家，收入同增 90.16% 至 2.55 亿元；加盟店及商场店净开店 235 家，收入同增 7.26% 至 85.93 亿元。H1 线上收入同增 34% 至 5.81 亿元，占比由去年同期 4.75% 升至 6%。线上 Q2 收入同比增长 2.7%，增速环比明显下滑，也拖累 Q2 整体收入增速，主要因 Q1 公司线上举行年货节拉动销售，增速较高，同时 O2O 销售占比提升，线上下单线下总部或门店发货，对线上收入统计口径带来变化。

主品牌商场店占比提升，爱居兔提速增长。主品牌“海澜之家”净开店 191 家至 4694 家，其中直营净开 45 家至 76 家，主要是商场店，扩张力度明显加大，店铺平均面积较年初增加 2.3%，未来商场店比例将进一步提升。爱居兔 H1 净开店 108 家至 1158 家，其中直营净开 9 家至 15 家。其他品牌净开店 6 家至 245 家。除主品牌、爱居兔、圣凯诺外，其他品牌 18H1 收入同降 23.0% 至 1.46 亿元，主因海一家渠道调整，同比减少 75 家店，单店面积缩减，并加大了特卖力度。

直营占比提升拉动毛利率，库龄结构进一步优化，资产减值损失大幅下降。18H1 综合毛利率 40.59%，同比提升 0.45pct。主因主品牌毛利率同增 3.44pct 至 43.39%，Q2 毛利率同增 5.7pct，受益直营开店增加（毛利率接近 60%），拉升毛利率。18H1 期间费用率同增 1.3pct 至 12.0%，销售费用率同增 1.0 个 pct 至 7.66%，主因广告宣传费同增 30.7%（全年广宣费预计与去年持平），同时直营店加快扩张增加相关职工薪酬、租金费等。管理费用率同降 0.5pct 至 4.66%，精细化管理见成效。财务费用因利息收入减少、新增贷款利息，同比下降 68.73% 至 -0.29 亿元。18H1 末存货金额同增 4% 至 88.2 亿元，其中一年内存货占比 87.5%，1-2 年存货占比 12%，而去年年底该两项比例分别为 78%、18%。库龄结构进一步优化，使得本期存货跌价计提大幅减少，助资产减值损失同比减少 1.3 亿，促上半年业绩增长高于营收。

投资建议：公司 H1 收入业绩加速增长，龙头优势显著，主品牌、爱居兔全年开店有望顺利完成，主品牌结束 2016、2017 年连续同店下滑，今年有望实现同店单位数增长。可转债过审，产业链信息化水平、仓储物流效率与研发设计能力有望提升。售罄率提高，库存结构有效改善。利好业绩。O2O 新零售占比提升，与腾讯合作有序推进中，估值仍具吸引力。我们预计公司 2018-2019 年净利润为 37.1、41.9 亿元，EPS 分别为 0.83、0.93 元/股，对应的 PE 分别为 12、11 倍，维持“买入”评级。

风险因素：国内时装市场竞争激烈为公司销售带来风险；电商的扩张对公司线下渠道的挤压，项目实施进度不及预期等。

3、潮宏基中报点评：珠宝渠道下沉收入稳增，销售费用拖累扣非业绩，全资控股思妍丽值得期待

公司公布 2018 年中报，上半年实现营业收入 16.27 亿元，同比增长 3.70%；归母净利润 1.67 亿元，同比增长 2.75%；扣非归母净利润 1.53 亿元，同比下降 0.32%。其中 Q2 单季实现营业收入 7.85 亿元，同比增长 7.02%；归母净利润 0.74 亿元，同比增长 6.15%。公司预计前三季度归母净利润 2.32 亿-2.78 亿元，同比增长 0.0%-20.0%

珠宝加码加盟渠道推进下沉，女包渠道转增。2018H1 公司时尚珠宝、黄金首饰收入分别同比增长 3.63%、5.27% 至 10.61 亿、3.76 亿元。上半年珠宝店铺共净开店 32 家（自营 3 家，加盟 29 家）至 850 家。线上部分，H1 珠宝电商收入同比增长 19.04% 至 2.01 亿元，占总收入 12.33%，其中天猫、唯品会、京东分别占据电商收入的 54%、20%、16%。产品上，珠宝主品牌“CHJ 潮宏基”上半年推出“UNIQ 由你”、“XX 悦变”等新品。“VENTI 梵迪”模式由从单一的个性化品牌逐步转化为不同个性化需求的品牌集合店运营，引入国际知名珠宝及潮流名品，推出针对年轻客群的新品“爱的记忆”，借助新兴数字营销平台获取引流，实现单品边际高毛利。女包方面，18H1 净开店 2 家至 292 家，收入同比下降 1.98% 至 1.71 亿元，主要因渠道调整，从百货逐渐走向购物中心。“FION 菲安妮”继续以年轻群体为核心导向，性价比与时尚度兼具，结合配饰、服帽、文创等横向多元品类拓展，以生活馆项目实现渠道转型升级。

毛利率略增，销售费用增长拖累扣非业绩。H1 公司综合毛利率同比增长 0.65pct 至 39.54%，主要由时尚珠宝毛利同增 1.95pct 至 47.21% 拉动，黄金首饰、皮具毛利率分别同降 2.21、0.06 个 pct。H1 期间费用率同增 1.25 个 pct 至 27.86%，主要因销售费用增长较快，同增 12.03% 至 3.71 亿元，销售费用率同增 1.69pct 至 22.78%。费用率提升使得扣非业绩负增长。投资收益（主要来自权益法下思妍丽、拉拉米股权投资）同比增长 51.7% 至 0.34 亿元，结合毛利率增长抵销费用率影响，助净利率达 10.38%，同比基本持平。

全资控股思妍丽，美容板块全面发力，女性美丽消费生态圈战略渐成型。2018 年 4 月公司拟通过发行 1.32 亿股，以换股方式收购思妍丽剩余 74% 股份，实现全资控股，发行底价 9.83 元（公告时思妍丽估值 17.58 亿，较 2016 年首次持股时增值 16%）。公司大力加码美容板块，推进未来以珠宝、女包、美容三大板块为核心，打造女性中高端消费者时尚生活生态圈战略。2017 年思妍丽净利润 0.77 亿元，同比增长 14%，合并后业绩承诺为

2018-2021 年扣非归母净利润不低于 1 亿、1.2 亿、1.4 亿、1.6 亿元，并表将显著增厚公司收入及业绩。

投资建议：公司瞄准中高端都市白领女性，打造轻奢时尚产业集团，会员数已超 400 万（2017 年末 350 万），乘消费升级和美丽经济升温之东风，紧握珠宝、皮具、美容三大女性消费核心板块。暂不考虑思妍丽并表贡献，我们预计公司 2018-2019 年实现净利润 3.60、4.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.47 元/股，对应 PE 分别为 16、13 倍；假设思妍丽 2019 年并表，考虑股本摊薄及承诺业绩，预计实现净利润 5.45 亿元，对应 EPS 为 0.53 元/股，PE 为 12 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费升级对高端时尚消费促进力度不及预期；医美业务经营合规风险；时尚珠宝设计不符消费者偏好风险。

4、江南布衣年报点评：总收入/主品牌增速提升，内生外延并驱，深挖低线城市粉丝经济

公司发布 2018 财年年报，实现营业收入 28.64 亿元，同比增长 22.8%；归母净利润 4.10 亿元，同比增长 23.8%。其中 FY2018H2 实现营业收入 12.10 亿元，同比增长 18.4%；归母净利润 0.99 亿元，同比下降 5.3%。公司董事会决定派发年度股利 0.46 港元/股，合计 2.39 亿港元，连同中期股息 0.25 港元/股，全年共派发股利 3.68 亿港元，占归母净利润 75%。

内生外延双增，全渠道共享系统+粉丝经济助同店加速提升。公司 2018H1 营收增速 22.8%，同比略增 0.2 个 pct，外延内生双增保证收入保持 20%以上增长。公司 18 财年净开店 240 家至 1831 家，净开店数同比减少 35 家，但仍然保持较快开店节奏。全年整体同店增长达 8.9%，同比提升 0.9 个 pct。一方面，**全渠道共享系统**逐渐成熟，打通所有直营、经销实体店和总仓库存，带来销售增量 6.32 亿元，同比增长 44.2%，占整体营收比例同比提升 1.9 个 pct 至 13.2%，促同店加速增长。另一方面，**社交媒体平台驱动下，粉丝经济继续深化**，会员账户数超 250 万（17 财年末 200 万，下同），其中微信账户数超 210 万个（150 万个）；活跃会员账户数超 36 万个（26 万个）。18 财年会员贡献销售占比 68.5%，同增 5.9 个 pct。

JNBY 下沉有效，收入提速增长，新品牌占比继续攀升。主品牌 JNBY 净开店 66 家至 832 家，开店数增加，收入同比增长 18.7%至 16.22 亿元，增速同比大幅提升 4.6 个 pct，品牌下沉有效，强大品牌力、独特设计风以及成熟的粉丝经济体系助品牌在三四线城市精细挖掘粉丝，带动销售增长提速。**速写**净开店 30 家至 308 家，收入同比增长 15.5%至 5.65 亿元；**jnby by JNBY** 加速扩张，净开店 85 家至 461 家，收入同增 34.3%至 3.94 亿元；**less** 净开店 35 家至 150 家，收入同增 40.5%至 2.38 亿元；**蓬马**净开店 23 家至 76 家，收入同增 198.6%至 0.39 亿元。**JNBYHOME** 新开一家至 4 家，收入同增 269.2%至 603.6 万元。非 JNBY 品牌收入占比继续提升，同比增加 1.9 个 pct 至 43.4%。从渠道看，公司 18 财年新增 32 家自营店至 536 家，自营店收入同比增长 22.5%至 14.01 亿元，占比 48.9%基本持平；经销净开店 201 家至 1250 家，收入同比增长 19.5%至 11.97 亿元，占比同比下降 1.2 个 pct 至 41.8%。线上收入同比增长 42.0%至 2.66 亿元，占比同比增加 1.3 个 pct 至 9.3%。

主品牌及电商上新拉升毛利率，政府补贴同减影响业绩增速，经营性现金流同比高增。FY18 公司综合毛利率同比提升 0.5 个 pct 至 63.7%，主要由 JNBY 拉动，主品牌毛利率同增 1.4 个 pct 至 63.6%，受益销售网点扩张带来规模效应。同时由于电商新品销售占比达到 26.8%，同比大幅提升，带动电商毛利率同比大增 14.6 个 pct 至 62.9%。FY18 期间费用率同降 0.42 个 pct 至 44.5%，销售/管理费用率分别同比-0.62、+0.28 个 pct，财务费用因利息收入增加，同比增加 52.2%至-0.13 亿元。政府补助同比减少 2050.8 万元，主因去年计入损益的一次性补贴较多，叠加 H2 销售/管理费用率同增 2.21、1.69 个 pct，使得 H2 归母净利润同比下滑。补贴下降亦使全财年业绩增速同比有所放缓，剔除补贴影响后，18 财年归母净利润同比增长约 31%。18 财年末存货金额同比上升 34%至 7.64 亿元，存货周转天数同比增加 19.6 天至 231.2 天，应收账款周转天数同比下降 1.3 天至 11.2 天。18

财年公司经营活动现金流量净额 3.79 亿元，同比增长 30.4%，主要因公司经销业务先收钱再发货，年内经销店扩张加快，经销收入规模扩大，带动现金流入增加。

投资建议：公司为本土设计师品牌龙头，设计个性强，辨识度高，培养数量庞大、粘性强的粉丝群体，深度挖掘粉丝经济。今年新推出先锋职业男士的设计师服饰品牌 SAMO 及全新时尚环保品牌 REVERB，多品牌矩阵不断深化，加强细分市场覆盖，后继发展有力。公司被纳入恒生综合指数、恒生消费品制造及服务业指数、恒生港股通指数及若干其他指数的成分股，有望被纳入 9 月 10 日公布港股通名单，未来获流动性溢价。我们预计公司 FY19-FY20 年实现归母净利润 5.10、5.59 亿元，EPS 分别为 1.00 元/股、1.19 元/股，对应的 PE 分别为 13、10 倍，低估值高分红，维持“买入”评级。

风险因素：国内中档休闲服饰行业竞争加剧带来风险；宏观经济波动影响终端需求风险；未能准确把握市场流行趋势变化的风险等。

5、跨境通中报点评：业绩稳增现金流改善，持续强化核心竞争力

8 月 27 日公司发布中报，2018H1 公司实现营业收入 98.75 亿元，同比增长 77.23%；归母净利润 5.07 亿元，同比增长 61.00%；扣非归母净利润 4.74 亿元，同比增长 54.79%。单看 Q2，公司实现营业收入 52.53 亿元，同比增长 79.81%；归母净利润 2.44 亿元，同比增长 56.86%；扣非归母净利润 2.22 亿元，同增 50.41%。公司预计 2018 前三季度归母净利润 7.43 亿元-8.92 亿元，同比增长 50%-80%。

出口业务：服装站增速提升，电子站增速回落。2018H1 公司出口电商业务实现营收 70.7 亿，同比增长 44%。**按公司分**，环球易购出口营收同比增长 39.2%至 56.1 亿元，前海帕拓逊出口营收同比增长 66.0%至 14.6 亿。**按自营站/第三方站分**，2018H1 自营站收入 36.8 亿，同比增长 42.6%，其中服装类自营站营收同比增长 29.5%至 16.5 亿，增速较 2017 年的 17.4%持续回升，电子类自营站营收同比增长 55.4%至 20.3 亿，增速较 2017 年的 120%有所放缓，主要受公司上半年管理层调整、系统升级影响；**H1 第三方平台收入**同比增长 45.6%至 33.9 亿，其中环球易购第三方平台收入同比增长 33.2%至 19.2 亿元，前海帕拓逊出口营收同比增长 66.0%至 14.6 亿。

进口业务：优壹电商并表增厚业绩。2018 年 2 月，公司完成对优壹电商并表，报告期内优壹电商跨境进口收入 26.4 亿元，同比增长 125.81%，优壹电商并表增厚公司进口业务收入，成为公司跨境进口收入主要来源。

自营站 GMV 增长迅速，服装站流量质量提升。2018H1 公司自营站 GMV56.5 亿元，同比增长 42.9%，其中电子站 GMV 同比增长 54.1%至 32.0 亿元，服装站 GMV 同比增长 30.5%至 24.4 亿元。我们测算 2018H1 电子站/服装站货币化率（营业收入/GMV）为 63.4%/67.7%，与 2017H1 基本保持一致（62.9%/68.2%）。服装站在 18 年 3 月份清除无效流量后，引流效率明显提升。2018 年 6 月，ZAFUL/Rosegal MAU 为 2401/2018 万人，较 2017 年 12 月提升 35.0%/13.4%，此外，月均访问量、90 天复购率、在线 SKU 等指标均较 2017 年 12 月明显提升，月均客单价受小额商品数量增多影响而出现下滑。

优壹电商并表拖累盈利能力，品牌化战略不断推进驱动毛利率改善。2018H1 公司毛利率 40.0%，同比下降 7.9 pct，主要受低毛利率（10.2%）的优壹电商并表影响。公司原有电子产品受益于品牌化的持续推进，毛利率同比提升 2.8 pct 至 47.1%。销售及管理费用率亦受并表因素影响，分别回落 6.7 pct 及 0.6 pct 至 30.3%及 2.0%。受上半年人民币升值影响，公司 2018H1 产生汇兑损失 1746 万元（2017H1 为汇兑收益 1953 万元），叠加利息支出增加导致财务费用率同比提升 0.59 pct 至 1.04%。此外，公司 2018H1 坏账损失同比增加 1037 万，

导致资产减值损失较去年增加 1544 万。综上，公司 2018H1 归母净利率同比下降 0.6 pct 至 5.1%。

现金流 Q2 由负转正，出口业务造血能力提升。2018H1 经营性现金流净额-1.6 亿元，其中环球易购由负转正 0.17 亿元，帕拓逊现金流为 0.05 亿元，公司原有业务现金流明显改善。优壹电商经营性现金流为-1.4 亿元。撇除优壹并表后为-0.23 亿元，较去年同期的-0.52 亿元有明显改善。单看 Q2，环球易购经营性现金流净额 1.4 亿。帕拓逊为 0.1 亿，优壹为-0.35 亿。优壹电商现金流为负主要是应客户要求积压库存导致，预计下半年销售完成后现金回流情况良好。

仓储物流优化，供应链不断升级。2018H1 公司仓储物流费用支出 10 亿元，仓储面积达 31 万平方米，较期初增加 11 万平方米，现有国内仓/海外仓 9/61 个，较期初净增加 3/7 个。目前公司出口到美国东岸耗时由原先的 12 天减少至 7-8 天，到达美西耗时减少至 4-6 天，到达墨西哥/英国耗时 9/5 天。供应链管理体系方面，原先供应链由几个事业部构成，上半年进行整合，减少不必要的节点，对不同供应商、不同产品进行分层分级分类管理，做到对整个供应链体系的有效管控。

投资建议：公司跨境业务能力强劲，环球易购、前海帕拓逊出口业绩高速增长，第三方平台优势巩固，进口全渠道稳步推进，优壹电商补强进口意义重大。随自营站平台化及本土化战略实施，网站架构升级完成，加强消费客群档次以及客户体验，存货控制及现金流进一步改善，龙头增长前景值得期待。我们预计公司 2018-2020 年净利润 12.32 亿元、17.29 亿元、22.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.8、1.12、1.48 元/股，对应 PE 为 19、14、10 倍，维持“买入”评级。

风险因素：海外市场竞争加剧；外部需求不振导致出口业务增长不达预期；

6、申洲国际中报点评：运动服饰/耐克订单高增，国内业务增长强劲，海外布局扩张落实税收优惠

公司公布 2018 年中报，上半年实现营业收入 91.60 亿元，同比增长 10.8%；归母净利润 21.79 亿元，同比增长 21.1%。公司董事会决定派发中期股利 0.85 港元/股，合计派发 12.78 亿港元，约人民币 10.77 亿元，占 H1 归母净利润约 49.4%。

耐克订单高增，国内订单扩张迅速，继续发挥运动服饰优势。上半年公司营收增长 10.8%，较去年有所放缓，主要因汇率因素影响，虽然 H1 销量和美元计价单价同比上升，但人民币计价单价同比单位数下滑，拖累了收入增速。从品类上看，占比最高的**运动服饰**继续提供增长主动力，销售收入同比增长 12.6%至 62.16 亿元，占比同比提升 1.1 个 pct 至 67.9%，主要受益耐克订单强劲增长和中国市场运动需求激增。**休闲服饰**收入同比增长 5.0%至 21.64 亿元，增速较去年明显放缓，占比同比下降 1.3 个 pct 至 23.6%，主因日本市场休闲服饰订单有所下滑，主要增长来自国内。**内衣**订单同样受国内订单增长推动，收入同增 15.1%至 7.14 亿元，占比同比提升 0.3 个 pct 至 7.8%。公司继续保持较高客户集中度，前四名客户订单收入占整体达 77.4%。除**耐克**保持双位数增长外，其余三家均单位数增长。**优衣库**订单收入同比增长 3.7%至 17.4 亿元，增速同比下滑 1.3 个 pct。**阿迪达斯和 PUMA** 收入分别增长 8.8%、1.9%至 17.73 亿、8.60 亿元，受到欧洲运动服饰采购整体下滑影响，增速分别同降 1.3、43.5 个 pct。新客户如国内品牌安踏、李宁、特步等表现亮眼，占比仍小，成长空间大。

一体化生产效率继续提升，毛利率升费用率降，海外占比提升，切实兑现税收优惠。18H1 公司综合毛利率同比上升 0.62 个 pct 至 32.28%，主要因为海外越南产能的扩张带来规模效应，摊薄固定成本。同时继续通过自动化设备、精细化管理等提效增速，本土、海外工厂的生产效率进一步提升，实现工厂用工人数下降而产能提升，H1 员工成本占收入比例同比下降约 2 个 pct。H1 期间费用率略降 0.1 个 pct，销售/管理费用率分别同增 0.1、

0.3 个 pct。财务费用率同降 0.5 个 pct，主因去年同期可转债已全部转为普通股，今年无该部分利息支付，且存款利息收入同比增长 64.3% 至 1.19 亿。H1 公司有效税率继续下降，同比减少 2.86 个 pct 至 11.31%，公司越南工厂享受“四免九减半”优惠税率，柬埔寨享受四年免所得税。毛利率、费用率、税率多方影响下，归母净利润实现同比超 21% 增长。

海外产能外延内生有条不紊，多元化布局应对各方风险，夯实龙头优势。公司海外产业链规模逐渐庞大，产能扩张的同时生产效率明显提升。**越南面料**产能部分 2017 年新建特种面料工厂投产，同时原一、二期提效显著。2017 年底越南面料产能为 190 吨/天，公司此前将其 2018 年产能规划从之前的 250-300 吨/天进一步上调至 380 吨/天，目前约 220 吨/天，预计年底有望达到 250 吨/天左右。**越南成衣**一期 2017 年已实现盈利，目前员工人数已接近预期规模，生产效率亦有大幅提升，公司计划建设二期工程，有望明年实现投产，预计新增成衣工人 5000 人，越南总成衣工人数达 15000 人。同时在**柬埔寨**亦计划 2018 年建设**新成衣工厂**，预计 2018-2019 年底工人总数将增加至 1.2 万、1.3-1.5 万人。从长期来看，公司在柬埔寨和越南的产能占比有望增长至 50%。随公司海外产能推进，享受人工红利、税收优惠的同时，缓解中美贸易战未来可能扩大蔓延至服装领域所造成的影响，承接从中国服装外流订单，降低人民币汇率波动对成本带来风险等。

投资建议：公司作为纵向一体化针织服装 OEM 龙头，规模优势凸显、议价能力较强；以优衣库、耐克、阿迪、彪马核心供应商的身份，受益于全球运动服饰市场快速增长的红利。海外产能内生外延有序扩张，研发投入壁垒夯实自动化生产设备及面料技术优势，成本管控有效，生产效率不断提升，税收优惠有保证。结合下半年人民币贬值态势利好出口，我们预计公司 2018-2019 年实现净利润 47.3 亿、55.8 亿元人民币，EPS 分别为 3.12、3.67 元/股，对应 PE 分别为 27、23 倍，维持“买入”评级。

风险因素：休闲服饰订单低迷；运动服饰高增未持续；海外产能释放低于预期；全球贸易环境波动；汇率波动风险等。

7、南极电商中报点评：业绩高增符合预期，多品类优势持续强化

2018H1 公司实现营业收入 12.3 亿元，同增 390.1%；归母净利润 2.9 亿元，同增 108.6%。单看 Q2，公司实现营收 7.3 亿元，同增 301.5%；归母净利润 2.0 亿元，同增 77.6%。2018H1 时间互联实现营收 9.1 亿元，撇除时间互联并表因素后，2018H1 公司营收 3.3 亿元，同增 30.9%。公司预计前三季度归母净利润为 4.1-4.6 亿元，同比增长 67.5%-90.2%，业绩增速预期稍有下滑的原因是考虑到三季度电视广告费用可能增加。

GMV 持续快速增长推动品牌货币化收入。2018H1 品牌综合服务业务与经销商品牌授权业务同比增长 44.4% 达 2.8 亿元，毛利率同比提升 1.0 pct 至 94.2%；GMV 同比增长 61.6% 达 67.9 亿元，其中 Q2 GMV 同比增长 48.5% 至 34.2 亿元。我们测算 2018H1 服务费率为 4.1%，同比下降 0.49 pct，服务费率的下降主要由新品类和新平台的拓展造成，但总体保持稳定。分品牌看，南极人保持高速增长，卡帝乐 GMV 翻倍。分平台看，阿里平台逆势保持高速增长，拼多多平台快速崛起。

原有业务毛利率提升，时间互联并表拉低期间费用率。毛利率方面，受时间互联并表影响，2018H1 公司毛利率同比减少 48.7 pct 至 31.5%，带动净利率同比减少 32.0 pct 至 23.7%。撇除时间互联 0.9 亿并表毛利后，原有业务毛利率为 90.7%，同比大幅提升 10.4 pct，主要受益于高毛利率的保理业务拉动。品牌综合服务业务和经销商品牌授权业务 H1 毛利率 94.2%，同比提升 1.0 pct，公司原有主业盈利能力提升。受并表影响，公司

期间费用率变化较大。H1 期间费用率同比减少 10.2 pct 至 4.8%，其中销售费用率同比减少 3.7 pct 至 1.6%，管理费用率同比减少 8.8 pct 至 3.5%，财务费用率受借款增加影响同比增加 2.32 pct 至 -0.23%。

应收账款改善明显、本部现金流大幅增长。2018H1 公司应收账款总额 10.7 亿元，拆分来看，1) 受供应商管理水平提高、绩效考核体系完善影响，品牌综合服务业务应收账款同比减少 5.38% 至 3.4 亿元；2) 保理业务应收账款同增 78.0% 至 4.1 亿元，与保理业务增速 (+63.3%) 基本一致；3) 时间互联应收账款为 2.9 亿元，同比增加 141.74%，但占收入比例有所下降。撇除保理业务影响和并表因素后，公司应收账款明显改善。H1 公司经营活动净现金流 1.0 亿元，同增 8.2%，其中原有主业经营性现金流净额为 2.0 亿元，同比增加 108.0%，造血能力不断增强；时间互联为 -1.0 亿元，对公司经营性现金流形成一定拖累。

时间互联营收大幅增长，深化大客户合作优势明显。2018H1 时间互联实现营收 9.1 亿元，半年度收入已超过去年全年，2018H1 时间互联毛利 0.9 亿，毛利率 10.0%。上半年时间互联新增客户 400 余家，总客户数近 800 家；原供应商业务量稳步增长，小米平台收入增长明显，2018 年新拓展的供应商 vivo 已成为 2018 年最大的供应商。时间互联全年业绩承诺 1.17 亿完成可能性大。

投资建议：公司头部品类市场空间仍大，新品类增长迅速，主要平台、主要品牌 GMV 增长迅速，内部效率不断提升。公司主打高性价比产品在线上拥有较大优势，新渠道拼多多快速放量增长。我们预计公司 2018-2020 年净利润 8.71 亿、11.94 亿、15.37 亿，摊薄 EPS 分别为 0.35、0.49、0.63 元，对应 PE 分别为 23、17、13 倍，维持“买入”评级。

风险因素：GMV 与货币化率不达预期；移动互联网业务开展不及预期；新品类开拓遇阻

8、开润股份中报点评：2B 稳健，2C 爆发，箱包龙头前景看好

公司公布 2018 年中报，上半年实现营业收入 8.68 亿元，同比增长 75.26%；归母净利润 0.84 亿元，同比增长 38.89%。Q2 单季实现营业收入 4.52 亿元，同比增长 64.86%；归母净利润 0.49 亿元，同比增长 50.35%。

2B 业务发展稳健，2C 高增成为第一引擎。2018H1 公司营收同比增长 75.26%，增速较 17H1 提升 28.8pct，主要动力来自 2C 端自有品牌迅速放量，收入实现超预期增长，同时 B2B 老客户订单增长叠加新客户开拓，也为增长提供稳定助力。18Q2 营收增速同比提升 14.1pct 至 64.86%，较 18Q1 环比放缓主要系由 17Q1 较低基数造成。归母净利润增速不及营收系受毛利率下行拖累。

2C 端占比提升拉低毛利率，控费能力显著提升。18H1 公司综合毛利率同比下降 6.36pct 至 25.32%，其中 18Q2 下降 9.0pct，主要系受到 1) 毛利率较低的 B2C 业务占比提升，特别是新零售客户快速放量，2) 为供应商平价提供原材料等因素拖累。规模效应下期间费用把控有效，销售费用率同降 0.8pct 至 7.7%，管理费用率同降 0.9pct 至 6.9%，财务费用率同降 1.0pct 至 -0.5%，主要系由报告期汇兑收益贡献。尽管控费能力显著改善，但受毛利率下滑拖累，净利率同降 3.13pct 至 10.33%。存货规模同比增长 14.9% 至 3.5 亿元，主要由业务增长备货所致，增速慢于营收整体可控。经营性现金流同比增长 4.7% 至 0.64 亿元，非经常性损益大幅增加，系由收到 792.7 万元政府补助款贡献。

2B 业务：夯实制造优势，优化客户结构。H1 B 端实现营收 3.9 亿元，同增 29.9%，较 17H1 提速 5.3pct，H1 B 端业务占主营收入比例为 48.8%。B 端业务增量主要源于 1) 国际品牌传统大客户订单稳中有升，特别是迪卡侬采购结构调整，订单数提升较多；2) 网易严选、名创优品、淘宝心选等新零售客户拓展为增长注入新动力。上半年 2B 业务保持精益生产优势，优质研发、智能制造、海外转移等措施稳步落实。订单上保障与迪卡侬、戴尔、惠普、华硕等大客户的长期合作与订单稳定，同时积极调整客户结构，提升迪卡侬等优质客户占比；网易严选、名创优品、淘宝心选、海澜优选等新客户合作也持续落地，目前与名创优品已成立合资公司。海外板块推进生产基地外迁至印度等人工成本红利更丰厚的国家，探索卫星工厂等 B2B 生产新模式，对冲贸易战风险的同时为 2B 端业务稳定增长夯实基础。

2C 业务：品类、拓界多点开花，渠道广泛布局。H1 C 端实现营收 4.1 亿，同比增长 113.35%，增速在去年同期 102.71% 的高增速基础上继续上扬 10.6 个百分点，占比亦提升 12.2pct 至 51.2%，首次超越 B 端成为第一引擎。品类扩充、产品升级与品牌裂变顺利推进。**品类方面**，90 分箱包系列持续迭代，18H1 推出 PC 铝框金属箱等 24 寸金属旅行箱、新色号商旅两用旅行箱、活力版智能解锁旅行箱、PC 铝框旅行箱等 4 个新品，科技感与功能性充分展现；非箱包品类矩阵不断扩充，Chic 休闲背包、抗菌 T 恤、一体织跑鞋与板鞋、弹力牛仔裤等新品上市好评如潮，同时对原有产品也持续迭代更新，收入占比稳步提升；**拓界方面**，悠启、稚行品牌分别拓展出行与儿童出行市场，培育期运营顺畅。悠启探索深度买手选品模式，打造“非时尚类”爆品产品，目前已在有品上线约 20 款产品；稚行纳米材质防污 T 恤、“小轻星”折叠儿童推车等产品也已上线，后续依托团队基因+组织架构有望复制 90 分增长神话。**渠道方面**，国内线上除小米渠道外，京东天猫等多平台快速放量，618 销量排名前列，各平台结构占比逐步优化。同时环球捕手、有赞等新渠道也得到有力开拓；线下与小米之家全面合作落地，自有渠道亦加速布局；海外线上多电商平台广泛部署，线下积极进驻小米海外店分享新兴国家红利。

投资建议：我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 2.01、2.86、4.17 亿元，对应 PE 为 38、27、18 倍，维持“增持”评级。

风险提示：传统 OEM/ODM 业务下滑；自主品牌业务开拓不及预期

9、朗姿中报点评：女装业务增长强劲，医美资管新业务表现亮眼

公司上半年实现营业收入 12.98 亿元，同比增长 22.73%；营业利润 1.46 亿元，同比增长 193.78%；归母净利润 1.12 亿元，同比增长 105.72%。2018Q2 实现 6.52 亿元，同比增长 25.07%；归母净利润 0.51 亿元，同比增长 168.03%。公司以 4 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税），共计 0.40 亿元，占归母净利润 35.8%。公司预计 2018 前三季度归母净利润为 1.64 亿-1.94 亿元，同比增长 60%-90%。

时尚女装和医美表现出色，绿色童装业务仍处调整期。公司上半年实现营业收入 12.98 亿元，同比增长 22.73%。**(1) 时尚女装：主品牌增长强劲，直营占比进一步提升。**受益于产品时尚化、年轻化调整和渠道布局的改善，2018H1 时尚女装实现营收 6.59 亿元，同比增加 31.47%。**分品牌看**，主品牌朗姿上半年营收同比增长 46.29%至 4.49 亿元；莱茵 H1 实现营收 1.39 亿元，同比增长 21.97%。**分渠道看**，2018H1 公司共有门店 467 家，其中朗姿 224 家、莱茵 141 家、第五季 52 家。门店总数较 2017 年底净开店 13 家。H1 公司女装业务直营收入同比增长 39%至 5.9 亿元；经销收入同比减少 9.0%至 0.72 亿元。**(2) 医疗美容业务：业绩表现突出，规模不断壮大。**H1 医疗美容业务营收 2.25 亿元，同比增加 97.24%。米兰柏羽和晶肤分别实现营收 1.29 亿元和 0.42 亿元，同比分别增长 45.06%和 66.50%，报告期内新收购品牌“高一生”实现营收 0.54 亿元，撇除高一生并表因

素后，公司医美业务营收同比增长 50%左右。(3) **绿色婴童业务：韩国增长空间有限，国内尚处于品牌推广阶段。**2018H1 公司绿色婴童实现营收 3.58 亿元，同比减少 16.84%，公司童装分部 2018H1 营业利润-0.23 亿元，仍处于亏损中。(4) **资产管理业务。**2018H1 公司资产管理业务实现营收 0.38 亿元，资管分部实现营业利润 0.56 亿元。为进一步增强资产管理业务的经营能力，促进其业务发展，公司及其原股东韩亚银行对其再次进行增资，预期其对公司的未来业绩贡献有望得到进一步提高。

盈利能力大幅提升，利息费用增加，应收账款周转天数下降。2018H1 公司时尚女装、绿色婴童和医疗美容业务毛利率均有提升，分别同比增加 0.61pct、2.90pct 和 4.82pct 至 59.09%、47.17%和 60.72%，带动公司整体毛利率同比提升 4.99 pct 至 57.34%，净利率同比提升 5.66 pct 至 9.82%。2018H1 公司期间费用率为 55.10%，同比增加 5.03pct，其中，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 35.65%（同增 0.21 pct）、12.60%（同减 0.20 pct）和 6.85%（同增 5 pct），销售费用率和管理费用率基本稳定，财务费用率大幅提升的主要原因是公司 2017 年发行的短期融资券、今年上半年发行的公司债导致利息费用同比大幅增加 673%至 0.86 亿元。公司应收账款周转天数为 55.36 天，比去年同期减少 3.91 天。现金流方面，2018H1 公司经营性现金流净额 1.37 亿元，同比大幅增长 167.22%，主要受益于净利润的大幅增加和运营净资本的减少。

构建“朗姿智慧零售”新商业模式。为实现“泛时尚产业互联生态圈战略”，公司联合腾讯系共同探讨和打造“朗姿智慧零售”新商业模式，借助互联网及大数据、智能化等应用技术，通过打通全渠道，社交赋能和营销推广，实现公司各业务板块商品体系、会员体系及服务体系的线上线下一体化融合，5 月份公司小程序、微信商城已经上线。公司将利用腾讯的技术对 20 万 VIP 客户进行精准画像、进行精准推广、精准营销。目前已有 20 余家门店开展智慧终端的试运营，对进店客户进行数据采集，精准分析，公司还将与腾讯系下的微众银行展开金融方面合作。公司中高端女装的线下零售优势和腾讯的线上技术优势强强联合，协同效应空间巨大，智慧零售未来值得期待。

投资建议：公司以中高端女装市场为基础，多品牌稳健增长，渠道调整效果显现，销售回暖明显。同时公司通过积极外延并购及对外投资，拓展绿色婴童、医疗美容、资产管理等多项时尚相关产业，抢占婴童、医美行业先机，坚定推行“线上线下流量互通、多维时尚资源共享、全球多地产业联动”的泛时尚产业生态圈的长期战略。我们预计公司 2018-2019 年分别实现净利润 2.5、2.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.62、0.68 元/股，对应 PE 分别为 17、16 倍，维持“增持”评级。

风险因素：国内零售市场疲软；主品牌销售不及预期；医美市场竞争加剧

三、行业数据

（一）成本端：国内棉价小幅上涨，化纤类原材料涤纶价格涨幅较大，棉纱期货交易大幅回暖

原材料方面，国内棉价小幅上涨。2018年8月31日，328中国棉花价格指数16316元/吨（较2018年8月24日上涨0.10%）；2018年8月31日，cotlookA指数92.15美分/磅（与2018年8月24日持平）。

本周棉纱价格延续上涨趋势。2018年8月31日，中国纱线价格指数CYIndexC32S报24280元/吨(+0.87%)，CYIndexJC40S报27120元/吨(+0.37%)，CYIndexOEC10S报14610元/吨(+0.07%)。

化纤类原材料涤纶价格涨幅较大。粘胶长丝37750元/吨（0.00%），粘胶短纤14950元/吨（+2.75%）；涤纶短纤11466.67元/吨（+2.5%）、涤纶POY 12230元/吨（+4.53%）、涤纶DTY 13600元/吨（+3.82%）。

棉纱期货交易大幅回暖。截至2018年8月31日，棉纱指数收盘价26252.646，较上周上涨2.18%；周成交总量205934手，较上周大幅增加1471.3%；周五末持仓数3666手，较上周五末上升90.74%。

表2：2012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)
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	3.94%	2.94%	5.04%	1.73%	2.15%	0.66%
本周:	0.10%	0.54%	0.88%	0.08%	0.37%	0.10%

2018.8.24-2018.8.31

资料来源: WIND, 中国棉花信息网, 中信建投证券研究发展部

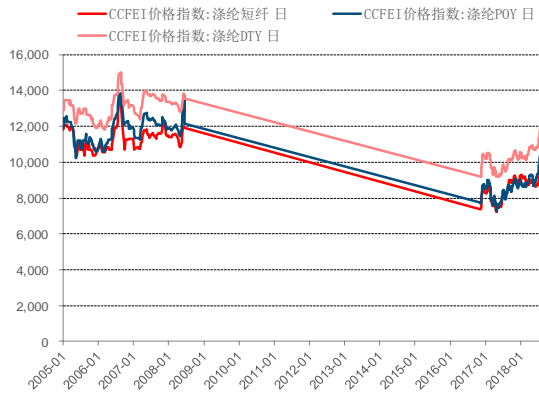
图4：2009年以来的 cotlookA 指数


资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图5：2009年以来的 328 中国棉花价格指数

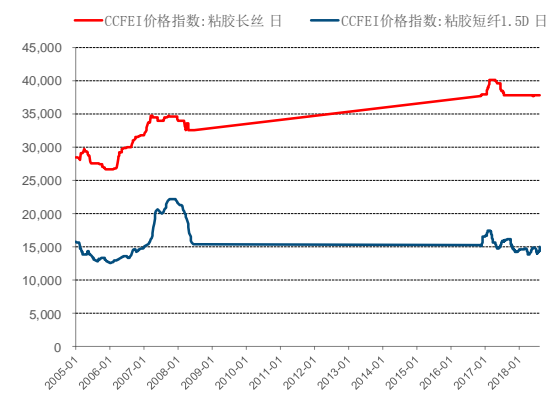

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 6：2005 年以来涤纶价格走势



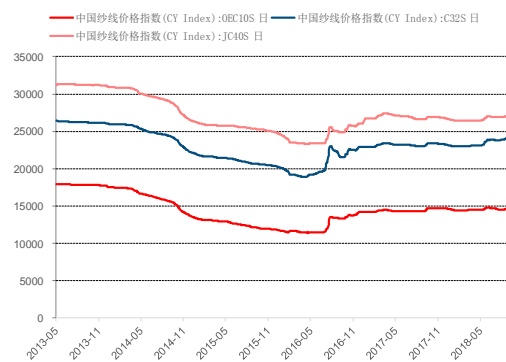
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 7：2005 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

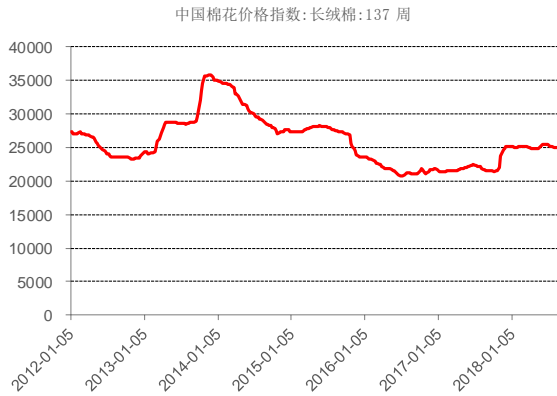
图 8：2013 年以来纱线价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

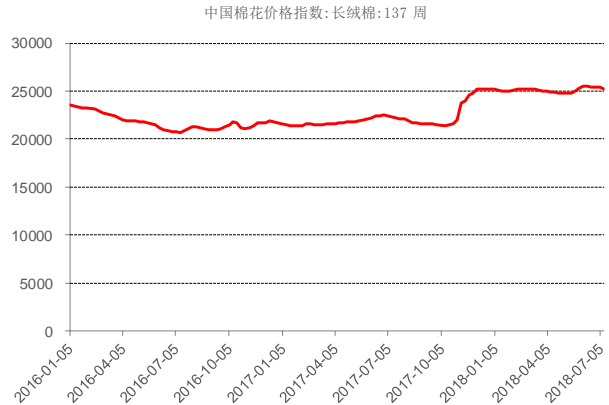
长绒棉（137 级）：本周均价 25050 元/吨，与上周价格持平，过去一月上涨 50 元/吨，过去一年累计上升 3450 元/吨。

图 9：2012 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

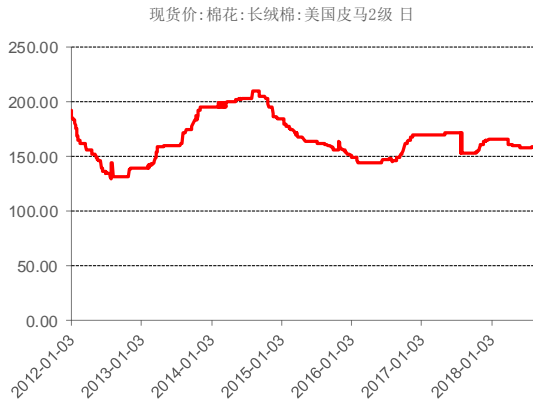
图 10：2016 年以来的长绒棉 137 价格走势



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

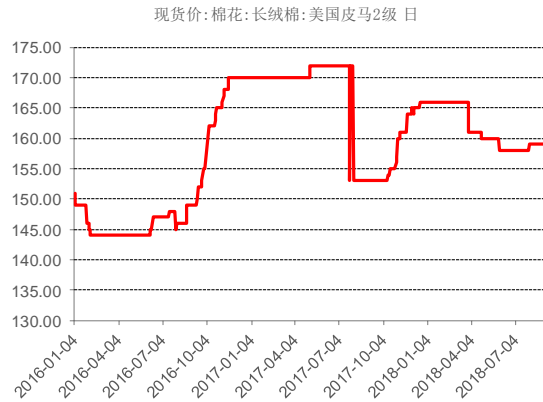
进口长绒棉（美国 PIMA2 级）：截止 8 月 30 日价格 159 美分/磅，与上周价格持平，过去一月价格上涨 1 美分/磅，过去一年累计上涨 6 美分/磅。

图 11：2012 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

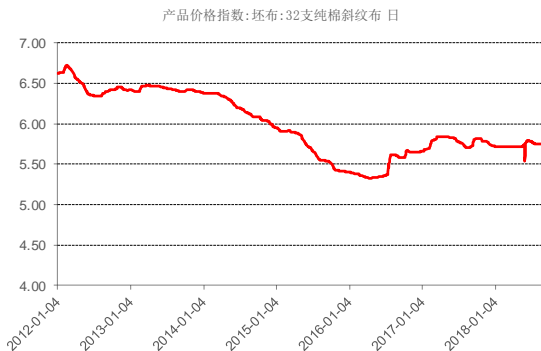
图 12：2016 年以来进口长绒棉价格走势



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

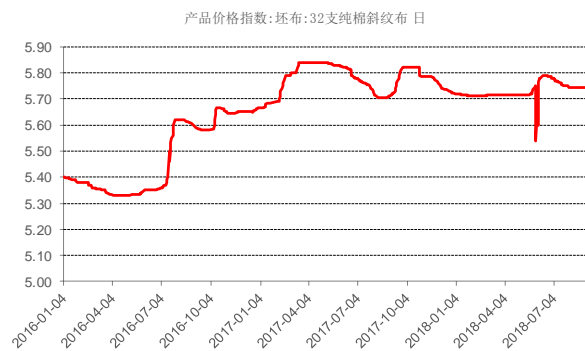
坯布：截止8月31日，32支纯棉斜纹布最新价格5.75元/米，本周价格未变化，过去一年上涨0.034元/米。

图 13：2012 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

图 14：2016 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

牛皮价格：截止8月30日，芝加哥重量无烙印阉牛皮最新离岸价格55.50美分/磅，过去一周价格未变化，过去一月价格上涨1美分/磅，过去一年下跌6.50美分/磅。

图 15：2012 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 16：2016 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：本周小幅升值，央行重启逆周期因子

本周人民币小幅升值，人民币兑美元汇率中间价由 8 月 24 日 6.8710 下调至 8 月 31 日 6.8246，人民币兑美元周内升值 0.68%，年内贬值 4.87%，8 月份累计升值 0.07%。随着央行重启逆周期因子，人民币走势结束前期快速贬值趋势，渐趋稳定。

图 17：2010 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	2.79	797.24	22.24	0.06	-	-	47.77	-	-	1.58	1.76
	华纺股份	3.65	524.85	19.16	0.02	-	-	182.50	-	-	2.76	1.32
	旺能环境	15.54	416.57	64.73	0.20	-	-	77.70	-	-	8.15	1.91
	航民股份	9.21	635.31	58.51	0.85	-	1.06	10.84	-	8.69	5.74	1.61
纱线及坯布	新野纺织	3.84	816.79	31.36	0.27	0.37	0.44	14.11	10.38	8.73	4.16	0.92
	华茂股份	3.54	943.67	33.41	0.10	-	-	35.40	-	-	4.36	0.81
	华孚时尚	6.56	1519.38	99.67	0.58	0.70	0.91	11.31	9.37	7.21	4.54	1.44
	百隆东方	5.34	1500.00	80.10	0.40	0.43	0.50	13.35	12.42	10.68	4.99	1.07
织造	鲁泰 A	9.74	922.60	83.84	0.85	0.99	1.08	11.46	9.84	9.02	7.65	1.27
	孚日股份	5.44	908.00	49.40	0.42	0.55	0.63	12.95	9.89	8.63	3.57	1.52
	联发股份	9.72	323.70	31.46	1.22	1.17	1.38	7.97	8.31	7.04	9.34	1.04
	凤竹纺织	5.31	272.00	14.44	0.21	-	-	25.60	-	-	2.56	2.08
	黑牡丹	5.69	1047.10	59.58	0.35	0.33	0.46	16.26	17.12	12.26	7.09	0.80
毛纺	三毛派神	12.65	186.44	23.58	0.07	-	-	179.69	-	-	1.57	8.06
	如意集团	13.05	261.72	34.15	0.13	-	-	100.38	-	-	9.69	1.35
	江苏阳光	2.22	1783.34	39.59	0.09	-	-	25.90	-	-	1.18	1.88
	鹿港文化	3.68	894.07	32.90	0.20	0.30	0.43	18.40	12.09	8.50	2.80	1.31
	新澳股份	9.28	393.65	36.53	0.50	0.53	0.63	18.56	17.51	14.73	5.71	1.63
辅料	伟星股份	7.80	758.02	59.13	0.70	0.60	0.71	11.14	12.89	11.02	2.91	2.68
	浔兴股份	16.31	358.00	58.39	0.33	0.40	0.63	49.42	40.64	25.91	3.40	4.80
	兴业科技	7.19	302.08	21.72	0.24	0.25	0.34	29.74	28.71	21.16	7.31	0.98
家纺	罗莱生活	11.16	744.73	83.11	0.45	0.53	0.62	24.68	21.00	18.00	4.61	2.42
	富安娜	8.08	871.16	70.39	0.52	0.54	0.63	15.54	14.91	12.82	3.64	2.22
	水星家纺	16.95	266.67	45.20	0.99	0.98	1.25	17.12	17.30	13.56	7.58	2.24
	梦洁股份	4.70	779.76	36.65	0.14	0.17	0.21	33.57	28.04	22.82	2.62	1.80
休闲及童装	森马服饰	10.70	2699.85	288.88	0.53	0.48	0.57	20.19	22.29	18.77	3.77	2.84
	金发拉比	6.57	356.62	23.43	0.36	0.40	0.46	18.25	16.43	14.28	2.67	2.41
	太平鸟	21.89	480.93	105.28	1.02	0.94	1.35	21.46	23.29	16.21	6.65	3.29
	比音勒芬	36.87	181.34	66.86	1.66	1.63	2.01	22.21	22.61	18.39	8.04	4.58
运动及户外	贵人鸟	7.42	628.60	46.64	0.48	0.45	0.55	15.57	16.39	13.42	3.59	2.07
	三夫户外	13.51	112.16	15.15	0.52	-	-	25.98	-	-	5.64	2.40
	探路者	3.41	891.29	30.39	0.30	0.18	0.21	11.55	18.61	16.60	2.86	1.19
男装	七匹狼	6.56	755.67	49.57	0.35	0.40	0.45	18.74	16.40	14.58	7.32	0.90
	报喜鸟	3.33	1263.29	42.07	-0.33	-0.08	0.02	-	-	147.35	1.99	1.68
	希努尔	14.22	544.00	77.36	0.02	0.02	0.02	610.30	911.54	756.38	3.70	3.84
	步森股份	9.86	140.01	13.80	0.05	-	-	197.20	-	-	3.47	2.84

请参阅最后一页的重要声明

	摩登大道	9.61	712.52	68.47	-0.80	0.31	0.17	-	31.10	57.61	3.33	2.89
	乔治白	5.23	354.85	18.56	0.18	-	-	29.06	-	-	2.74	1.91
	雅戈尔	6.99	3581.45	250.34	1.51	1.13	1.20	4.63	6.21	5.84	6.53	1.07
	海澜之家	10.05	4492.76	451.52	0.70	0.74	0.80	14.36	13.58	12.56	2.26	4.08
	红豆股份	4.00	2533.26	101.33	0.11	-	-	36.36	-	-	1.69	2.37
	九牧王	14.03	574.64	80.62	0.74	0.85	0.93	18.96	16.51	15.09	8.20	1.71
女装	朗姿股份	10.48	400.00	41.92	0.41	0.52	0.62	25.56	20.15	16.90	6.81	1.56
	维格娜丝	16.65	180.55	30.06	0.68	1.15	1.84	24.49	14.49	9.07	12.10	1.38
	安正时尚	13.57	404.46	54.89	1.10	0.96	1.26	12.34	14.09	10.77	6.24	2.10
	商赢环球	9.57	469.97	44.98	0.11	0.89	1.84	88.61	10.75	5.20	6.49	1.48
	歌力思	17.41	337.00	58.67	0.82	0.84	1.10	21.23	20.73	15.83	6.67	2.61
服装设计	柏堡龙	13.58	360.69	48.98	0.55	0.63	0.89	24.69	21.44	15.21	6.10	2.23
供应链管理 及跨境电商	江苏国泰	5.86	1570.77	92.05	0.75	0.51	0.67	7.81	11.49	8.75	4.60	1.27
	跨境通	14.20	1558.04	221.24	0.29	0.50	0.75	48.97	28.40	18.93	4.24	3.35
	搜于特	3.16	3092.51	97.72	0.26	0.25	0.34	12.15	12.84	9.38	1.63	1.94
箱包	开润股份	32.66	217.68	71.09	1.68	1.06	1.55	19.44	30.81	21.07	2.25	14.51
	万里马	6.17	312.00	19.25	0.21	-	-	30.01	-	-	1.50	4.11
鞋帽	奥康国际	11.55	400.98	46.31	0.76	0.85	1.02	15.18	13.60	11.36	10.09	1.14
	星期六	5.58	398.92	22.26	0.05	0.06	0.07	111.60	95.22	79.26	3.79	1.47
	红蜻蜓	8.04	584.08	46.96	0.68	0.74	0.79	11.82	10.89	10.16	5.84	1.38
	天创时尚	8.89	431.40	38.35	0.44	0.40	0.48	20.20	22.23	18.52	4.57	1.94
	哈森股份	9.10	219.91	20.01	0.42	0.19	0.20	21.51	48.25	44.96	5.14	1.77
其他纺织	欣龙控股	4.74	538.40	25.52	0.06	-	-	79.66	-	-	1.33	3.57
	宏达高科	11.45	176.76	20.24	0.57	-	-	20.09	-	-	9.26	1.24
	旷达科技	3.49	1502.39	52.43	0.23	0.25	0.27	15.15	13.99	13.02	2.65	1.32
	嘉欣丝绸	5.35	577.67	30.91	0.19	0.31	0.26	28.16	17.02	20.24	2.86	1.87
	嘉麟杰	3.25	832.00	27.04	0.01	-	-	227.27	-	-	1.13	2.89
	华升股份	4.24	402.11	17.05	0.02	-	-	179.66	-	-	1.52	2.80
内衣与鞋袜	金鹰股份	5.77	364.72	21.04	0.08	-	-	72.13	-	-	3.10	1.86
	棒杰股份	4.23	461.00	19.50	0.09	-	-	47.00	-	-	1.46	2.90
	汇洁股份	9.16	388.80	35.61	0.85	0.65	0.79	10.78	14.01	11.64	4.50	2.04
	健盛集团	8.10	416.36	33.72	0.29	0.37	0.60	27.93	21.89	13.50	6.79	1.19
其他服装	浪莎股份	14.48	97.22	14.08	0.14	-	-	104.93	-	-	4.89	2.96
	华斯股份	6.25	385.56	24.10	0.04	0.05	0.08	156.25	127.03	83.22	4.99	1.25
	中潜股份	12.72	171.46	21.81	0.49	0.33	0.47	25.96	38.48	27.14	3.05	4.16
	际华集团	3.82	4391.63	167.76	0.32	-	-	11.94	-	-	4.15	0.92

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	11.40	-59.72%	16/1/10 完成
002154.SZ	报喜鸟	股权激励	1.88	3.14	67.02%	17/7/18 完成
		股份增持	3.41	3.14	-7.92%	17/12/29 完成
002569.SZ	步森股份	非公开发行	16.88	9.54	-43.48%	17/9/30 终止
000158.SZ	常山股份	非公开发行	4.92	5.36	8.94%	15/7/23 完成
002327.SZ	富安娜	股权激励	4.59	8.23	79.30%	17/1/23 调整
		股权回购注销	4.7	8.23	75.11%	17/11/7 完成
603808.SH	歌力思	股权激励	15.39	17.32	12.54%	17/5/22 登记
600398.SH	海澜之家	股份增持	10.87	9.96	-8.37%	16/9/1 增持完毕
600987.SH	航民股份	股权增持	11.2	9.58	-14.46%	17/11/23 增持
600400.SH	红豆股份	股权增持	7.2	4.10	-43.06%	18/1/8 增持完毕
		股权增持	7.14	4.10	-42.58%	18/1/9 增持开始
603116.SH	红蜻蜓	股权激励	8.86	7.91	-10.72%	17/10/19 登记
600448.SH	华纺股份	非公开发行	5.91	3.57	-39.59%	17/11/29 发行
		股权激励	4.24	6.90	62.74%	17/8/23 调整
002042.SZ	华孚时尚	非公开发行	12.62	6.90	-45.32%	17/2/23 调整
002494.SZ	华斯股份	非公开发行	16.18	6.27	-61.25%	16/11/11 完成
601718.SH	际华集团	非公开发行	8.19	3.81	-53.48%	17/4/27 完成
002404.SZ	嘉欣丝绸	非公开发行	7.34	5.27	-28.20%	17/1/23 预案
603558.SH	健盛集团	股权增持	16.08	8.71	-45.83%	17/7/24 完成增持
		股权激励	3.53	5.64	59.77%	17/6/9 调整
002091.SZ	江苏国泰	非公开发行	13.52	5.64	-58.28%	16/12/6 核准
		股权激励	12.35	6.26	-49.31%	17/7/27 完成
300577.SZ	开润股份	股权激励	27.96	32.60	16.60%	17/9/8 完成
002425.SZ	凯撒文化	股权增持	9.28	4.57	-50.75%	17/7/28 完成
		非公开发行	14.81	14.10	-4.79%	17/10/31 完成
002640.SZ	跨境通	股权激励	20.22	14.10	-30.27%	17/12/5 完成
		非公开发行	6.52	3.46	-46.93%	16/10/20 完成
002516.SZ	旷达科技	股份增持	11.53	3.46	-69.99%	16/5/5 完成
		非公开发行	15.68	10.36	-33.93%	17/9/27 终止
600137.SH	浪莎股份	股权增持	47.06	13.79	-70.70%	17/2/21 完成增持
601599.SH	鹿港文化	股票激励	4.77	3.45	-27.67%	16/10/28 授予
		非公开发行	15.35	3.45	-77.52%	16/3/4 完成
		股权激励	4.77	3.45	-27.67%	16/11/24 完成
002293.SZ	罗莱生活	股权激励	6.46	11.18	73.07%	17/6/8 调整
		非公开发行	12.04	11.18	-7.14%	17/8/11 核准

002269.SZ	美邦服饰	股权增持	6.71	2.81	-58.12%	16/1/9 完成
002397.SZ	梦洁股份	股份增持	6.77	4.70	-30.58%	17/12/12 完成
		非公开发行	7.48	4.70	-37.17%	18/1/12 完成
002656.SZ	摩登大道	非公开发行	15.71	9.61	-38.83%	17/9/4 完成
002029.SZ	七匹狼	股份增持	13.01	6.40	-50.81%	15/12/25 完成
		股份增持	15	6.40	-57.33%	16/1/12 完成
002193.SZ	如意集团	非公开发行	18.07	12.90	-28.61%	16/7/26 完成
		非公开发行	18.07	12.90	-28.61%	16/8/17 完成
000779.SZ	三毛派神	非公开发行	13.73	11.80	-14.06%	16/12/21 终止
		股份增持	14.23	11.80	-17.08%	17/10/13 结束
002563.SZ	森马服饰	股权回购注销	5.92	11.17	88.68%	17/6/7 完成
600626.SH	申达股份	非公开发行	未定价	5.05	-	17/12/13 预案
002503.SZ	搜于特	股权激励	7.2	3.14	-56.39%	17/1/19 完成
603877.SH	太平鸟	股权增持	26.26	22.46	-14.47%	17/12/6 增持
		股权激励	13.96	22.46	60.89%	17/9/4 完成
603608.SH	天创时尚	股份增持	10.64	8.81	-17.20%	17/12/28 完成增持
		股份增持	10.59	8.81	-16.81%	17/11/28 增持
002034.SZ	旺能环境	非公开发行	37.28	15.82	-57.56%	17/12/14 完成
603518.SH	维格娜丝	股权激励	13.13	16.30	24.14%	17/10/30 登记
		股权激励	6.39	7.76	21.44%	16/7/15 授予
002003.SZ	伟星股份	非公开发行	12.09	7.76	-35.81%	16/5/16 调整
		非公开发行	13.01	9.22	-29.13%	17/7/28 完成
603889.SH	新澳股份	非公开发行	11	9.22	-16.18%	16/8/24 受理
		非公开发行	13.01	9.22	-29.13%	17/6/16 核准发行
		股权激励	7.17	9.22	28.59%	16/12/12 完成
002087.SZ	新野纺织	非公开发行	7.01	3.85	-45.08%	16/7/6 完成
002291.SZ	星期六	股票增持	9.49	5.58	-41.20%	17/7/20 完成
002674.SZ	兴业科技	股份增持	10.64	7.17	-32.61%	17/12/13 完成
002098.SZ	浔兴股份	非公开发行	6.45	16.31	152.87%	15/12/15 完成
600070.SH	浙江富润	股份增持	12.59	6.37	-49.40%	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

周博文 zhoubowen@csc.com.cn

研究服务

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

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@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 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

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

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

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

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

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 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

深广销售组

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/或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