

# 纺织服装

证券研究报告  
2018年09月06日

## 行业中报平淡，挑选三季度超预期个股

行业板块营收增长稳定，净利增速下滑，上下游有所分化

**营收：**2018H1 纺织服装板块实现营收 1457 亿，可比口径（以下皆为可比口径）同比增长 13%，较同期增速 12.8% 基本持平。分二级行业来看，上游纺织制造板块实现营收 549 亿（+17.5%），较同期增速 10% 提升 7.5pct，下游服装家纺板块实现营收 908 亿（+10.7%），较同期增速 14.7% 下降 3.9pct，影响比较明显。我们认为二季度消费数据走低，消费环境下行导致下游趋弱，是拉低板块营收增速的重要原因。

**净利：**2018H1，纺织服装板块共实现归母净利润 123 亿元，同比增长 -0.23%，较 2017H1 同期增速 7.25% 有所下降。分二级行业来看，纺织制造板块实现归母净利润 32 亿元，同比增长 4.33%，较 2017H1 同期增速 19.93% 下降 15.6pct，服装家纺板块实现归母净利润 92 亿元，同比增长 -1.7%，较 2017H1 同期增速 3.7% 下降 5.4pct。

**盈利能力：**行业毛利率 29.8%（+0.4pct）。上游纺织制造类板块毛利率 17.3%（-0.75pct）；下游服装家纺类板块整体毛利率 37.3%（+0.8pct）。行业整体净利率 8.67%（-0.84pct）。上游纺织制造类板块净利率 6%（-0.03pct）；下游服装家纺类板块净利率 10.3%（-1pct）。

**费用：**18H1 行业整体费用率，纺织服装 20.4%（+0.9pct）；纺织制造 11%（-0.3pct）；服装家纺 26.1%（+1.3pct）。费用率上升主要受下游品牌影响较多，品牌服装家纺方面，又主要受销售费用率上行影响较大。

**ROE：**18H1 纺织服装板块 ROE 4.7%，较同期下降 0.1pct；纺织制造板块 ROE 3.5%，较同期上升 0.3pct；服装家纺板块 ROE 5.3%，较同期下降 0.4pct。销售净利率下行是 ROE 对比同期有所下降的最大影响因素。

**存货与周转：**纺服板块整体存货周转天数与同期持平，为 163 天，上游纺织制造板块存货周转天数较去年同期上升 8 天为 140 天。下游品牌服装家纺存货周转天数较去年同期下降 7 天至 181 天，均有所改善。

**子板块情况：男装仍在调整，女装稳定，休闲服表现亮眼。**

**男装板块**营收 206 亿（-2.4%）；归母净利润 41.8 亿（-13.4%）。行业整体仍处于调整期。

**女装板块**营收 117.6 亿（+18.5%）；归母净利润 11.8 亿（+19.6%）。

**休闲服板块**营收 255.2 亿（+36.4%）；归母净利润 14.6 亿（+27.2%）。休闲服板块表现亮眼，显示出在二季度消费环境下行下的抗波动特性。

**家纺板块**营收 59 亿元（+17.6%）；归母净利润 6.4 亿（+28.9%），板块费用率下降等原因提振增长。

**展望三季度：建议关注有抗消费波动属性、有业绩超预期可能的重点公司**

中报公布完毕，天风纺服重点跟踪的公司中，森马服饰、歌力思等业绩超市场预期，开润股份、南极电商符合预期，而大多数公司主要受到消费环境的影响，业绩略低于预期。展望三季度我们认为业绩可能超市场预期的公司有：南极电商（17Q3 报表低基数）；太平鸟（17Q3 报表低基数）；开润股份（费用率下降）；水星家纺（预计电商渠道 9 月起有所改善）；比音勒芬（赛道优秀，业绩释放周期）。

**风险提示：**天气因素使终端销售季变长或变短，影响当季终端销售；消费环境下行导致终端需求疲软，库存风险

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A/E	2018E	2019E	2020E	2017A/E	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	31.73	买入	0.61	0.91	1.34	2.07	52.02	34.87	23.68	15.33
002127.SZ	南极电商	7.40	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	33.64	21.14	14.51	10.14
603365.SH	水星家纺	16.41	买入	0.97	1.18	1.42	1.70	16.92	13.91	11.56	9.65
600398.SH	海澜之家	9.70	买入	0.74	0.82	0.92	1.03	13.11	11.83	10.54	9.42
002832.SZ	比音勒芬	36.00	买入	0.00	1.44	1.96	2.56		25.00	18.37	14.06
603877.SH	太平鸟	22.50	买入	0.95	1.38	1.77	2.15	23.68	16.30	12.71	10.47

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

- 《纺织服装-行业研究周报:消费疲软中报略见一斑，推荐业绩确定的真低估值标的》2018-08-27
- 《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
- 《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

002563.SZ 森马服饰 10.85 买入 -0.86 -12.62

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

<b>1. 行业概述：行业中报平淡，挑选三季度超预期个股</b>	<b>4</b>
1.1. 营收：整体稳定，下游品牌受消费环境波动影响明显	4
1.2. 净利润：增速有所下降，下游更明显	5
1.3. 盈利能力：毛利率水平基本稳定，净利率水平有所下降	5
1.4. 费用情况：销售费用率上升带动费用率上行	7
1.5. 存货与周转：品牌企业周转情况有所改善	9
1.6. 杜邦分析：ROE 拆解，销售净利率下降影响 ROE	9
<b>2. 分板块：大众休闲服显示出抗消费波动的特性</b>	<b>11</b>
2.1. 男装：整体仍处于调整期	11
2.2. 女装：营收净利维持稳定增长，费用率有所提升	12
2.3. 休闲服：大众类显示出一定抗波动特性	13
2.4. 家纺：收入增速平稳，费用率下降提振增长	14
<b>3. 重点公司中报情况及三季报展望：</b>	<b>14</b>

## 图表目录

图 1：板块总营收情况 单位：亿元	5
图 2：二级行业（上游与下游）营收情况 单位：亿元	5
图 3：板块归母净利润 单位：亿元	5
图 4：二级行业（上游与下游）营收情况 单位：亿元	5
图 5：毛利率水平基本稳定，下游品牌端略有提升	5
图 6：子版块毛利率情况，休闲服饰有所波动	6
图 7：销售净利率水平均有所下降	6
图 8：分板块净利率水平情况	7
图 9：下游销售费用率上升带动行业整体销售费用提升	8
图 10：板块管理费用率也略有提升	8
图 11：板块财务费用率情况有所分化	8
图 12：制造上升、品牌下降，整体板块存货周转天数持平	9
图 13：子行业存货周转天数均有所下降	9
图 14：板块 ROE 趋势	10
图 15：资产负债率情况，上游及下游均有提升	10
图 16：总资产周转率保持稳定	10
图 17：销售净利率下降较明显	11
图 18：男装板块历年收入增速 单位：亿	12
图 19：男装板块历年归母净利增速 单位：亿	12
图 20：男装板块毛利率和净利率情况	12

图 21: 男装板块三费情况 .....	12
图 22: 女装板块营收 单位: 亿.....	12
图 23: 女装板块归母净利 单位: 亿 .....	12
图 24: 女装毛利率和净利率水平略降 .....	13
图 25: 女装板块三费情况 .....	13
图 26: 休闲服板块营收情况 单位: 亿.....	13
图 27: 休闲服板块归母净利情况 单位: 亿.....	13
图 28: 休闲服板块毛利率与净利率情况 .....	13
图 29: 板块三费情况.....	13
图 30: 家纺板块营收增速有所下降 单位: 亿.....	14
图 31: 家纺板块归母净利有所增长 单位: 亿.....	14
图 32: 家纺板块毛利和净利水平基本稳定 .....	14
图 33: 家纺板块费用率情况下降 .....	14
表 1: 2018H1 覆盖公司业绩情况汇总 (截至 2018 年 8 月 31 日) .....	16

## 1. 行业概述：行业中报平淡，挑选三季度超预期个股

### 行业板块营收增长稳定，净利增速下滑，上下游有所分化

**营收：**2018H1 纺织服装板块实现营收 1457 亿，可比口径（以下皆为可比口径）同比增长 13%，较同期增速 12.8% 基本持平。分二级行业来看，上游纺织制造板块实现营收 549 亿（+17.5%），较同期增速 10% 提升 7.5pct，下游服装家纺板块实现营收 908 亿（+10.7%），较同期增速 14.7% 下降 3.9pct，影响比较明显。我们认为二季度消费数据走低，消费环境下行导致下游趋弱，是拉低整体板块营收增速的重要原因。

**净利：**2018H1，纺织服装板块共实现归母净利润 123 亿元，同比增长 -0.23%，较 2017H1 同期增速 7.25% 有所下降。分二级行业来看，纺织制造板块实现归母净利润 32 亿元，同比增长 4.33%，较 2017H1 同期增速 19.93% 下降 15.6pct，服装家纺板块实现归母净利润 92 亿元，同比增长 -1.7%，较 2017H1 同期增速 3.7% 下降 5.4pct。

**盈利能力：**行业毛利率 29.8%（+0.4pct）。上游纺织制造类板块毛利率 17.3%（-0.75pct）；下游服装家纺类板块整体毛利率 37.3%（+0.8pct）。行业整体净利率 8.67%（-0.84pct）。上游纺织制造类板块净利率 6%，（-0.03pct）；下游服装家纺类板块净利率 10.3%（-1pct）。

**费用：**18H1 行业整体费用率，纺织服装 20.4%（+0.9pct）；纺织制造 11%（-0.3pct）；服装家纺 26.1%（+1.3pct）。费用率上升主要受下游品牌影响较多，品牌服装家纺方面，又主要受销售费用率上行影响较大。

**ROE：**18H1 纺织服装板块 ROE 4.7%，较同期下降 0.1pct；纺织制造板块 ROE 3.5%，较同期上升 0.3pct；服装家纺板块 ROE 5.3%，较同期下降 0.4pct。销售净利率下行是 ROE 对比同期有所下降的最大影响因素。

**存货与周转：**纺服板块整体存货周转天数与同期持平，为 163 天，上游纺织制造板块存货周转天数较去年同期上升 8 天为 140 天。下游品牌服装家纺存货周转天数较去年同期下降 7 天至 181 天。

### 子版块情况：男装仍在调整，女装稳定，休闲服表现亮眼。

男装板块营收 206 亿（-2.4%）；归母净利润 41.8 亿（-13.4%）。行业整体仍处于调整期。

女装板块营收 117.6 亿（+18.5%）；归母净利润 11.8 亿（+19.6%）。

休闲服板块营收 255.2 亿（+36.4%）；归母净利润 14.6 亿（+27.2%）。休闲服板块表现亮眼，显示出在二季度消费环境下行下的抗波动特性。

家纺板块营收 59 亿元（+17.6%）；归母净利润 6.4 亿（+28.9%），板块费用率下降，净利率提升提振增长。

### 展望三季度：建议关注有抗消费波动属性、有业绩超预期可能的重点公司

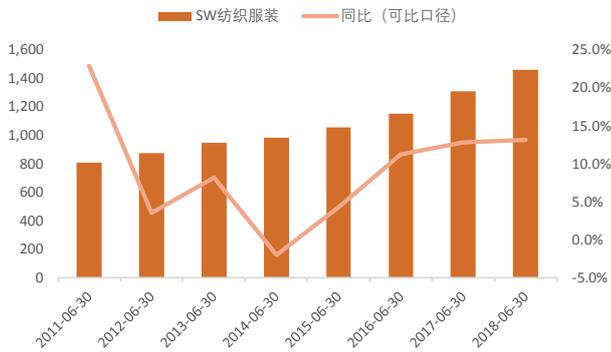
中报公布完毕，天风纺服重点跟踪的公司中，森马服饰、歌力思等业绩超市场预期，开润股份、南极电商符合预期，而大多数公司主要受到消费环境的影响，业绩略低于预期。展望三季度我们认为业绩可能超市场预期的公司有：南极电商（17Q3 报表低基数）；太平鸟（17Q3 报表低基数）；开润股份（费用率下降）；水星家纺（预计电商渠道 9 月起有所改善）；比音勒芬（赛道优秀，业绩释放周期）。

### 1.1. 营收：整体稳定，下游品牌受消费环境波动影响明显

2018H1，纺织服装板块共实现营收 1457 亿元，可比口径同比增长 13%，较 2017H1 同期增速 12.8% 基本持平。分二级行业来看，纺织制造板块实现营收 549 亿元，可比口径同比增长 17.5%，较 2017H1 同期增速 10% 提升 7.5pct，服装家纺板块实现营收 908 亿元，可比口径同比增长 10.7%，较 2017H1 同期增速 14.7% 下降 3.9pct，影响比较明显。我们认为二季度开始，消费数据走低，消费环境下行导致下游数据趋弱，是拉低整体板块营收增速的重要原因。

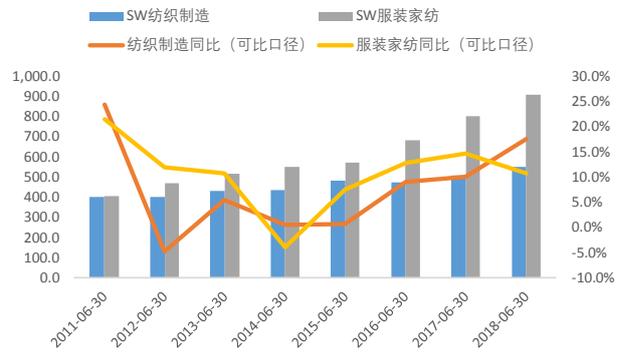
(说明: 本文板块应用数据维度均选用 wind 数据库中 sw 板块财务纵比数据, 以下无特别说明皆同)

图 1: 板块总营收情况 单位: 亿元



资料来源: wind、天风证券研究所

图 2: 二级行业 (上游与下游) 营收情况 单位: 亿元

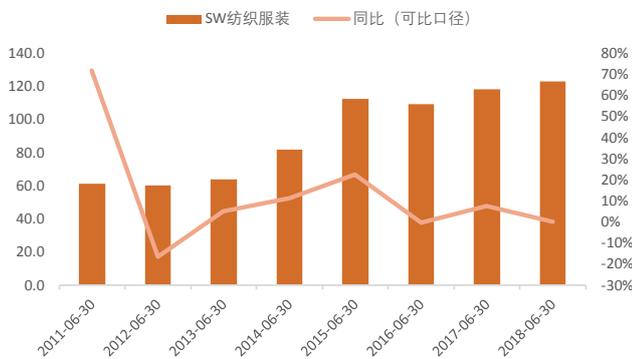


资料来源: wind、天风证券研究所

### 1.2. 净利润: 增速有所下降, 下游更明显

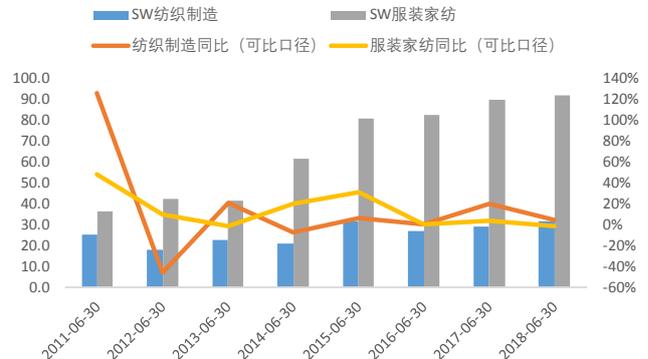
2018H1, 纺织服装板块共实现归母净利润 123 亿元, 同比增长-0.23%, 较 2017H1 同期增速 7.25% 有所下降。分二级行业来看, 纺织制造板块实现归母净利润 32 亿元, 同比增长 4.33%, 较 2017H1 同期增速 19.93% 下降 15.6pct, 服装家纺板块实现归母净利润 92 亿元, 同比增长-1.7%, 较 2017H1 同期增速 3.7% 下降 5.4pct。

图 3: 板块归母净利润 单位: 亿元



资料来源: wind、天风证券研究所

图 4: 二级行业 (上游与下游) 营收情况 单位: 亿元

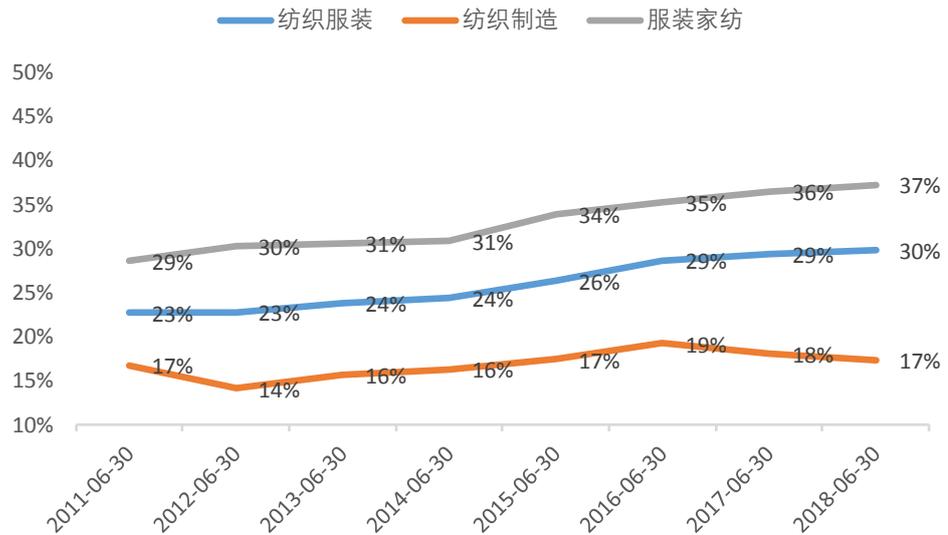


资料来源: wind、天风证券研究所

### 1.3. 盈利能力: 毛利率水平基本稳定, 净利率水平有所下降

行业毛利率水平基本保持稳定, 行业整体毛利率水平提升 0.4pct 至 18H1 的 29.8% 水平。上游纺织制造类板块整体毛利率 17.3%, 下降 0.75pct; 下游服装家纺类板块整体毛利率 37.3%, 上升 0.8pct。

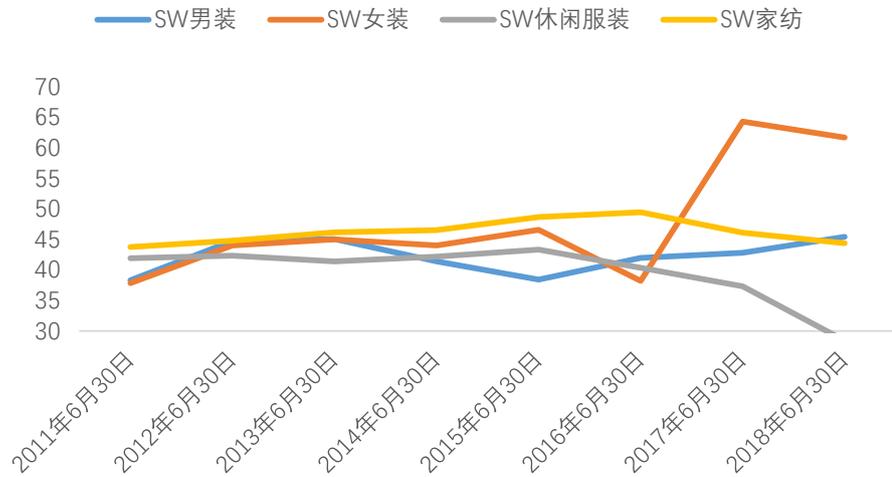
图 5: 毛利率水平基本稳定, 下游品牌端略有提升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

各子板块情况来看, 毛利率从高至低分别为女装 (61.7%), 男装 (45.4%), 家纺 (44.4%), 休闲服 (28.4%); 变动分别为女装 (-2.6pct), 男装 (+2.6pct), 家纺 (-1.76pct), 休闲服 (-8.9pct)。休闲服受板块内搜于特影响较大, 剔除后整体略有下降。各子板块毛利率水平基本稳定。

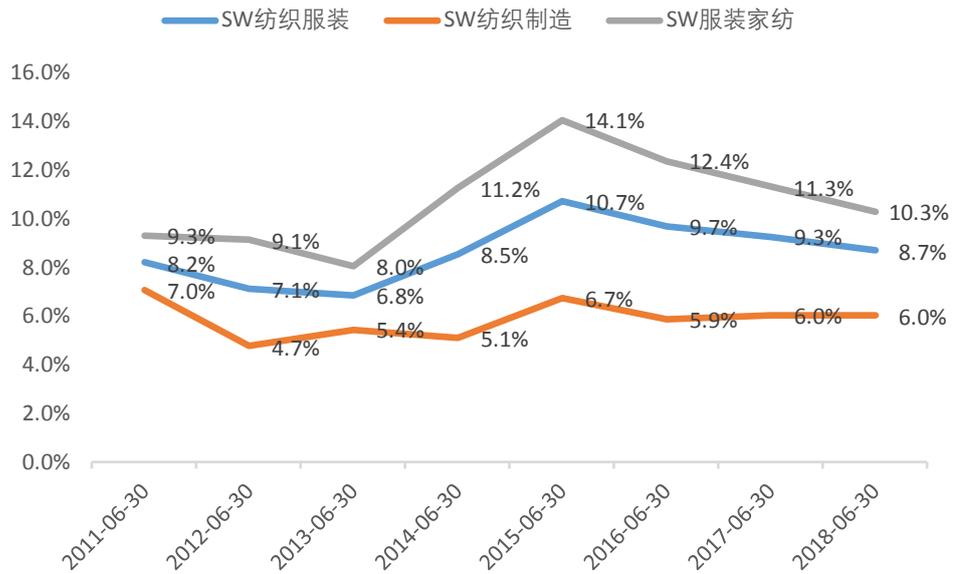
图 6: 子版块毛利率情况, 休闲服饰有所波动 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

行业净利率水平有所下降, 行业整体净利率水平下降 0.84pct 至 18H1 的 8.67%水平。上游纺织制造类板块整体净利率 6%, 下降 0.03pct; 下游服装家纺类板块整体净利率 10.3%, 下降 1pct。

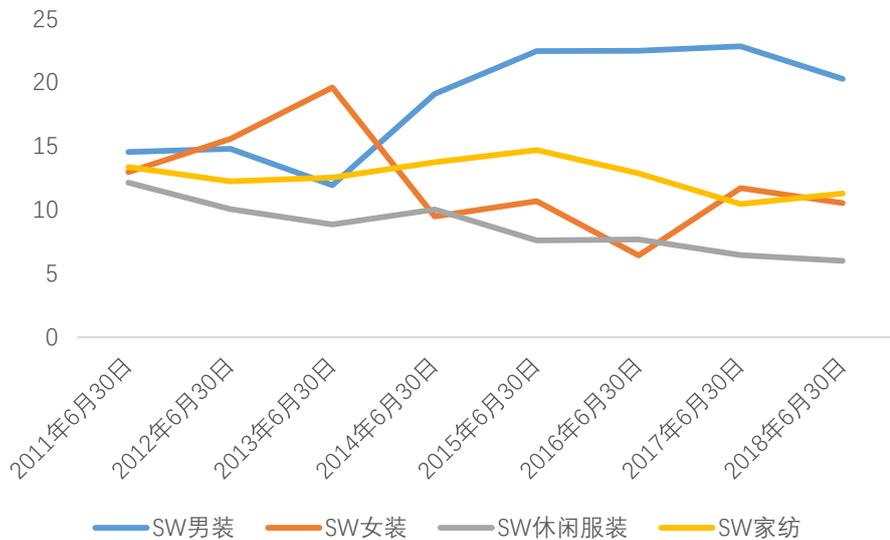
图 7: 销售净利率水平均有所下降 (%)



资料来源: wind、天风证券研究所

各子板块情况来看,净利率从高至低分别为男装(20.3%),家纺(11.3%),女装(10.5%),休闲服(5.98%);变动分别为男装(-2.6pct),家纺(+0.84pct),女装(-1.2pct),休闲服(-0.46pct)。除家纺行业净利率水平略有提升外,其他板块均有不同程度的下降。

图 8: 分板块净利率水平情况 (%)



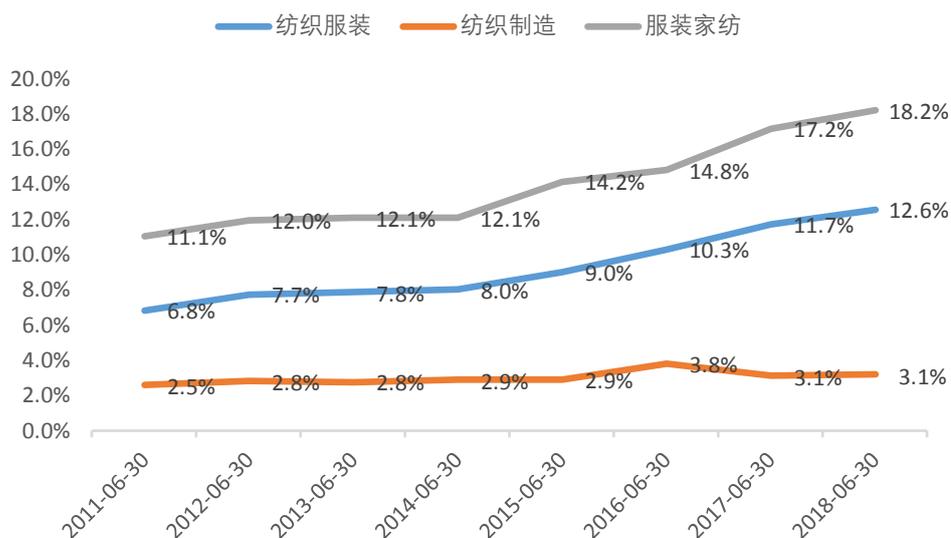
资料来源: wind、天风证券研究所

### 1.4. 费用情况: 销售费用率上升带动费用率上行

18H1 行业整体费用率: 纺织服装 20.4% (+0.9pct); 纺织制造 11% (-0.3pct); 服装家纺 26.1% (+1.3pct)。费用率上升主要受下游品牌影响较多,品牌服装家纺方面,又主要受销售费用率上行影响较大。

销售费用率方面,纺织服装 12.6% (+0.8pct); 纺织制造 3.1% (+0.1pct); 服装家纺 18.2% (+1pct)。板块销售费用率提升主要受下游品牌服装家纺销售费用率提升所致。

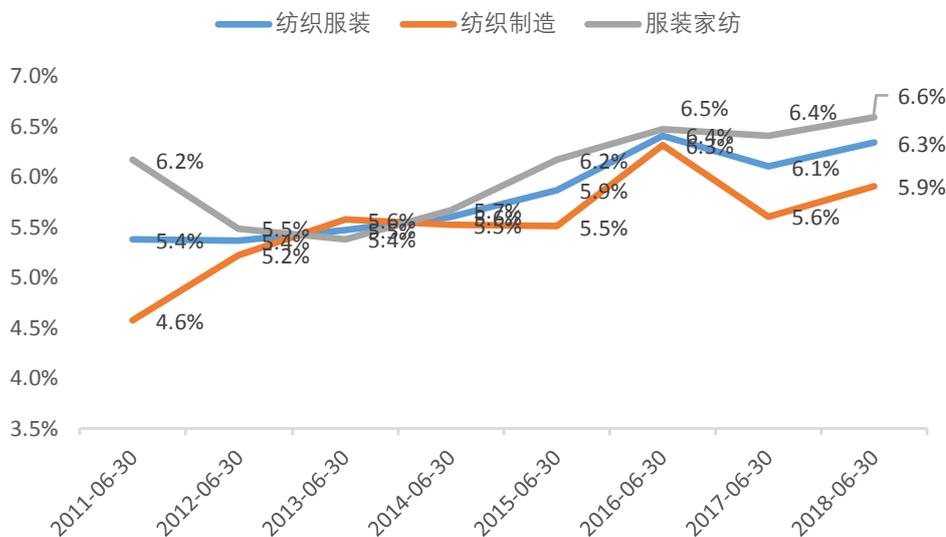
图 9：下游销售费用率上升带动行业整体销售费用提升



资料来源：wind、天风证券研究所

管理费用率方面，纺织服装 6.3% (+0.2pct)；纺织制造 5.9% (+0.3pct)；服装家纺 6.6% (+0.2pct)。各个板块管理费用率均有所提升，但幅度不大。

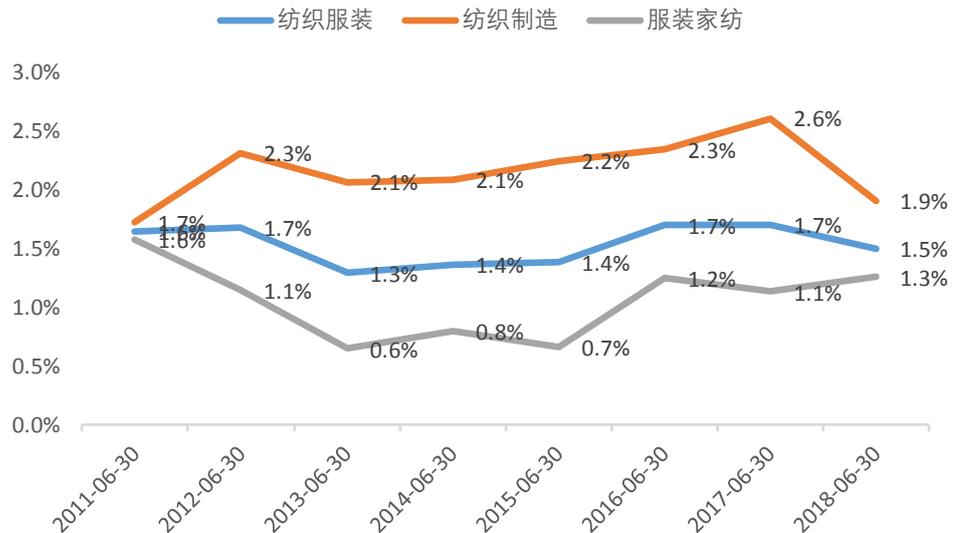
图 10：板块管理费用率也略有提升



资料来源：wind、天风证券研究所

财务费用率方面，纺织服装 1.5% (-0.2pct)；纺织制造 1.9% (-0.7pct)；服装家纺 1.3% (+0.2pct)。上游制造下降，下游品牌提升，整体水平略降。

图 11：板块财务费用率情况有所分化



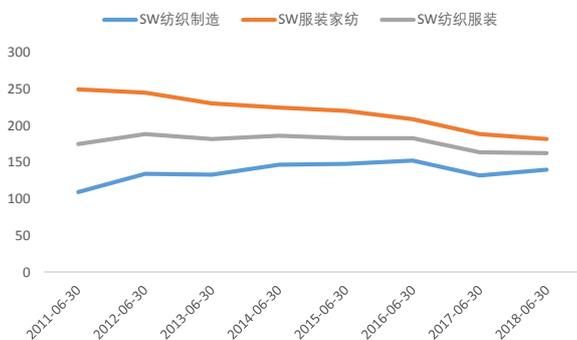
资料来源: wind、天风证券研究所

### 1.5. 存货与周转：品牌企业周转情况有所改善

存货周转方面，纺服板块整体存货周转天数与同期持平，为 163 天，上游纺织制造板块存货周转天数较去年同期上升 8 天为 140 天。下游品牌服装家纺存货周转天数较去年同期下降 7 天至 181 天。

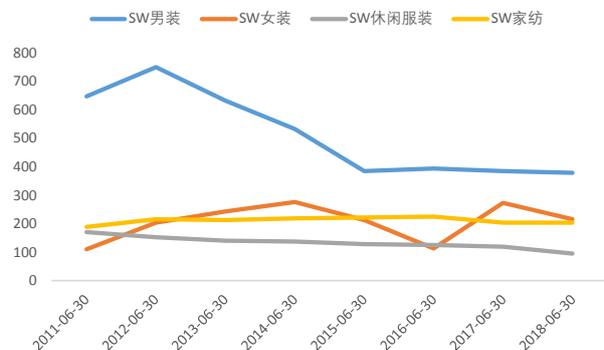
分子板块来看，存货周转天数均有不同程度下降，女装改善较明显。男装存货周转天数下降 6 天至 378 天，女装存货周转天数下降 55 天至 216 天，休闲服存货周转天数下降 26 天至 93 天，家纺存货周转天数下降 1 天至 202 天。

图 12：制造上升、品牌下降，整体板块存货周转天数持平（天）



资料来源: wind、天风证券研究所

图 13：子行业存货周转天数均有所下降（天）



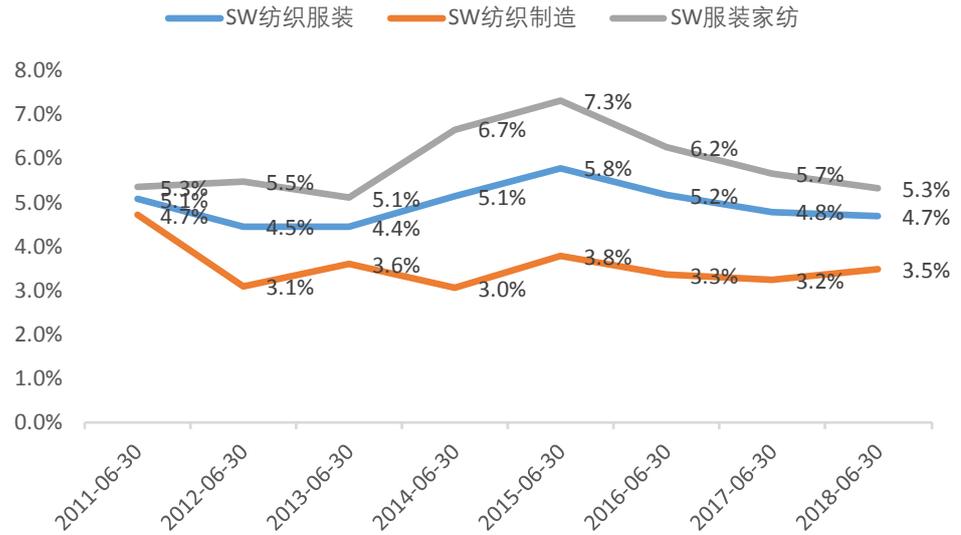
资料来源: wind、天风证券研究所

### 1.6. 杜邦分析：ROE 拆解，销售净利率下降影响 ROE

18H1ROE 情况：以板块整体法 ROE（摊薄）口径来观察，18H1 纺织服装板块 ROE 4.7%，较同期下降 0.1pct；纺织制造板块 ROE 3.5%，较同期上升 0.3pct；服装家纺板块 ROE 5.3%，较同期下降 0.4pct。

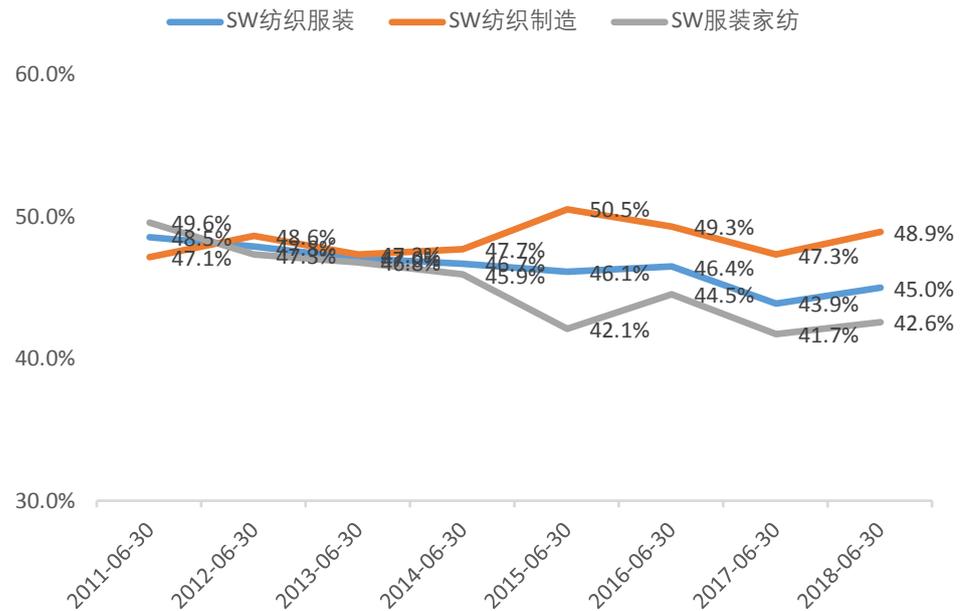
对 ROE 进行拆解可知，净资产收益率(ROE)=销售净利率(NPM)×资产周转率(AU)×权益乘数(1-1/总资产负债率)。18H1 板块资产周转率保持稳定，资产负债率提升（即权益乘数提升），因此 ROE 下降的主要原因系销售净利率下降导致。

图 14：板块 ROE 趋势



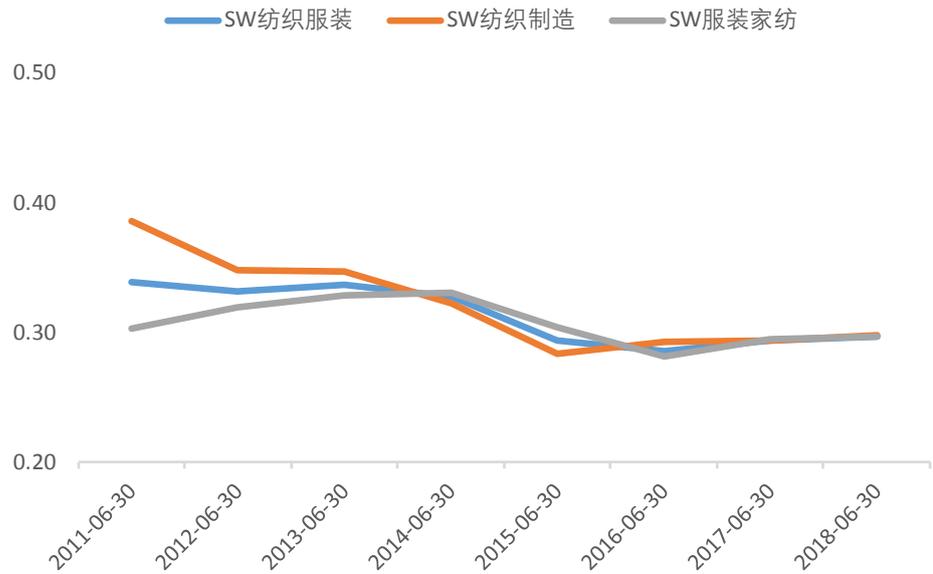
资料来源：wind、天风证券研究所

图 15：资产负债率情况，上游及下游均有提升



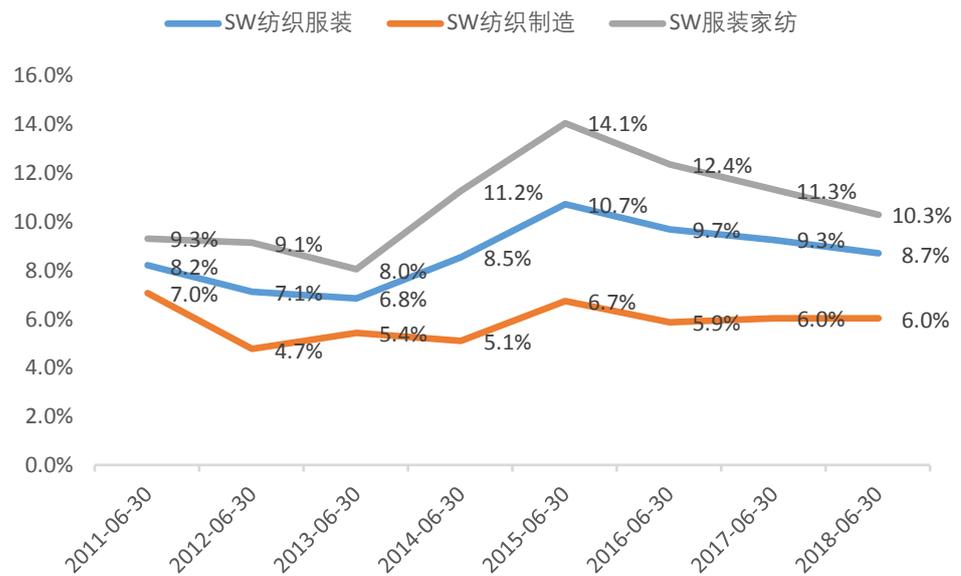
资料来源：wind、天风证券研究所

图 16：总资产周转率保持稳定



资料来源: wind、天风证券研究所

图 17: 销售净利率下降较明显



资料来源: wind、天风证券研究所

## 2. 分板块：大众休闲服显示出抗消费波动的特性

### 2.1. 男装：整体仍处于调整期

男装板块 2018H1 实现营收 206 亿元，可比口径同比增速-2.4%；2018H1 归母净利润 41.8 亿元，可比口径同比增速-13.4%。行业整体仍处于调整期。

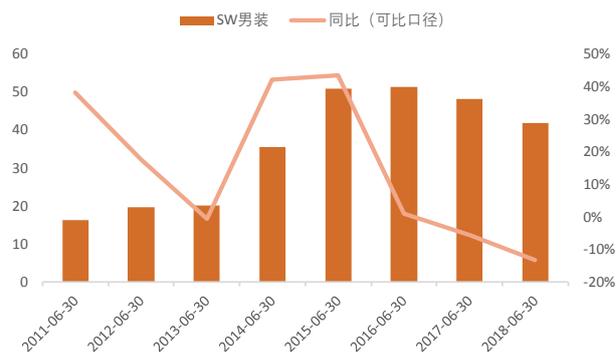
盈利能力方面，18H1 毛利率 45.4%较同期提升 2.6pct；净利率 20%较同期下降 2.6pct；销售费用率 16%较同期提升 2.5pct，管理费用率 7%提升 0.7pct，财务费用率 3%提升 0.6pct。

图 18：男装板块历年收入增速 单位：亿



资料来源：wind、天风证券研究所

图 19：男装板块历年归母净利增速 单位：亿



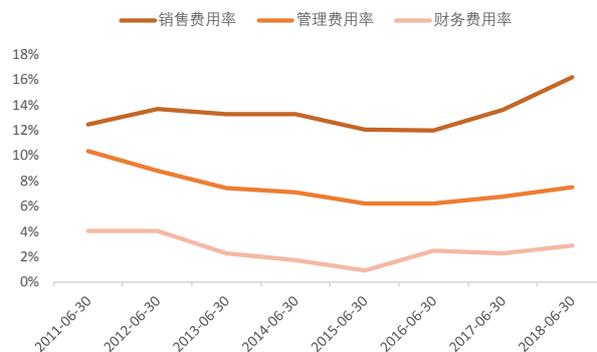
资料来源：wind、天风证券研究所

图 20：男装板块毛利率和净利率情况



资料来源：wind、天风证券研究所

图 21：男装板块三费情况



资料来源：wind、天风证券研究所

## 2.2. 女装：营收净利维持稳定增长，费用率有所提升

女装板块 2018H1 实现营收 117.6 亿元（去年同口径不包含拉夏贝尔与地素时尚，因此波动较大），可比口径同比增速 18.5%；2018H1 归母净利润 11.8 亿元，可比口径同比增速 19.6%。

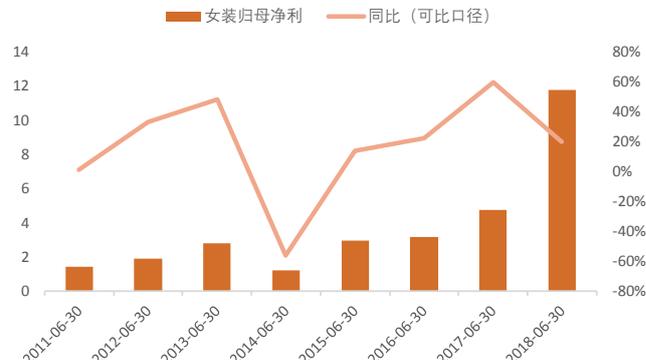
盈利能力方面，18H1 毛利率 61.7%较同期下降 2.6pct；净利率 10.5%较同期下降 1.2pct；销售费用率 38.4%较同期提升 4.7pct，管理费用率 9.3%下降 4.3pct，财务费用率 1.83%下降 0.46pct。

图 22：女装板块营收 单位：亿



资料来源：wind、天风证券研究所

图 23：女装板块归母净利 单位：亿



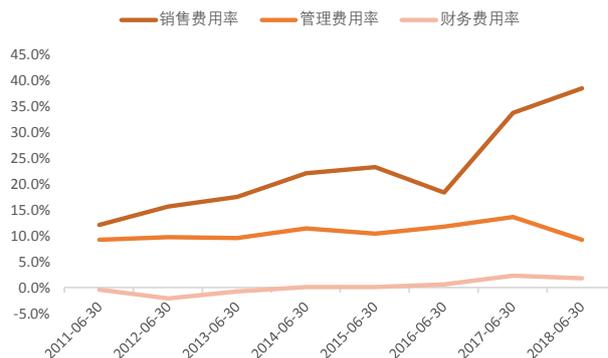
资料来源：wind、天风证券研究所

图 24：女装毛利率和净利率水平略降



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 25：女装板块三费情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2.3. 休闲服：大众类显示出一定抗波动特性

休闲服板块 2018H1 实现营收 255.2 亿元，可比口径同比增速 36.4%；2018H1 归母净利润 14.6 亿元，可比口径同比增速 27.2%。休闲服板块表现亮眼，显示出在二季度消费环境下行下的抗波动特性。

盈利能力方面，18H1 毛利率 28.4%较同期下降 8.9pct；净利率 6%较同期下降 0.5pct；销售费用率 15.7%较同期下降 7pct，管理费用率 3.7%下降 0.4pct，财务费用率 0.8%提升 0.1pct。

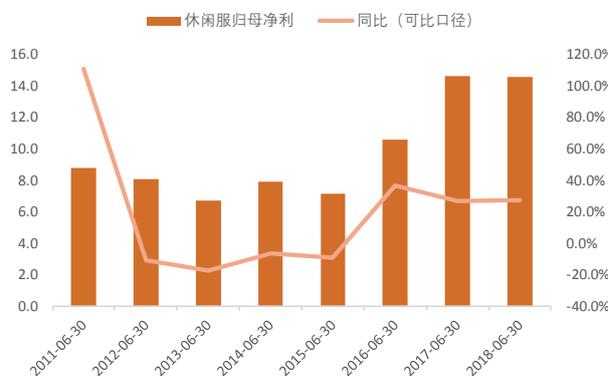
毛利率下降受板块中搜于特供应链业务拉低影响，剔除搜于特影响后，整体毛利率基本稳定，略有下降。

图 26：休闲服板块营收情况 单位：亿



资料来源：wind、天风证券研究所

图 27：休闲服板块归母净利润情况 单位：亿

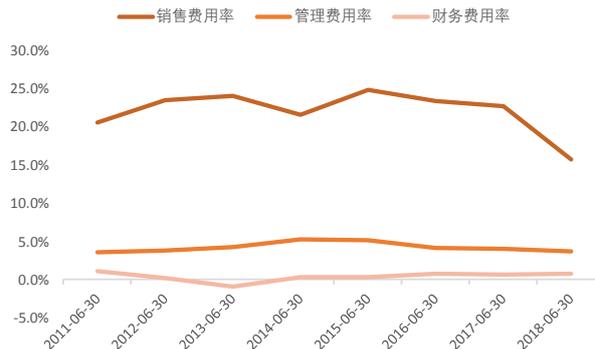


资料来源：wind、天风证券研究所

图 28：休闲服板块毛利率与净利率情况



图 29：板块三费情况



资料来源：wind、天风证券研究所

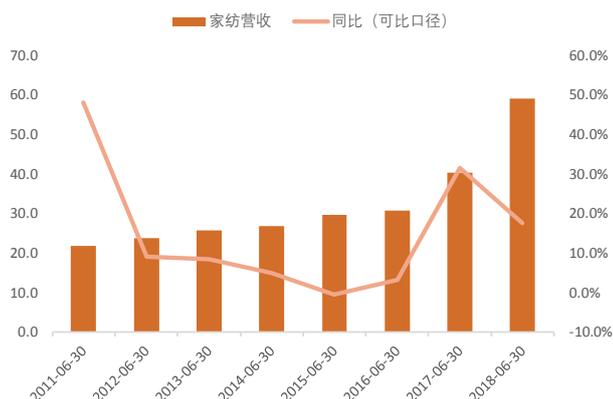
资料来源：wind、天风证券研究所

### 2.4. 家纺：收入增速平稳，费用率下降提振增长

家纺板块 2018H1 实现营收 59 亿元，可比口径同比增速 17.6%；2018H1 归母净利润 6.4 亿元，可比口径同比增速 28.9%，板块费用率下降等原因促使增长。

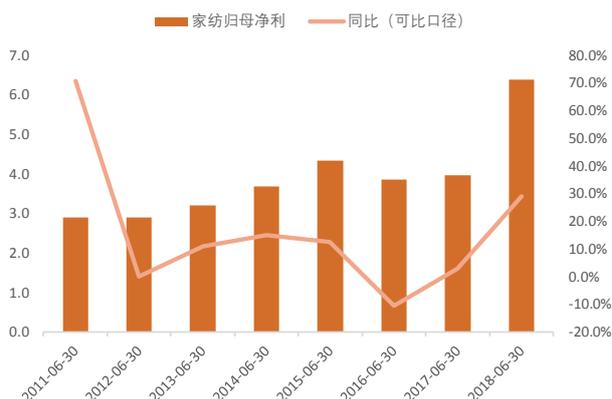
盈利能力方面，18H1 毛利率 44.4%较同期下降 1.8pct；净利率 11.3%较同期上升 0.8pct；销售费用率 23.4%较同期下降 0.3pct，管理费用率 7.3%下降 1.1pct，财务费用率 0.2%下降 0.6pct。

图 30：家纺板块营收增速有所下降 单位：亿



资料来源：wind、天风证券研究所

图 31：家纺板块归母净利润有所增长 单位：亿



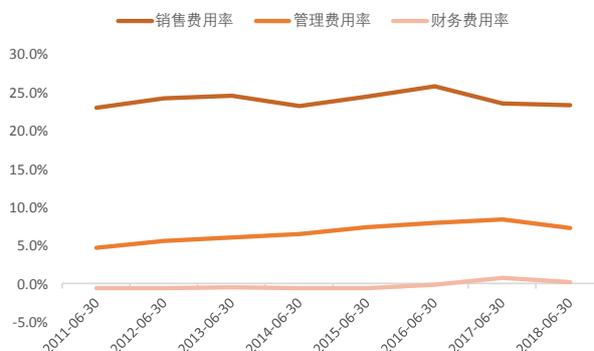
资料来源：wind、天风证券研究所

图 32：家纺板块毛利和净利水平基本稳定



资料来源：wind、天风证券研究所

图 33：家纺板块费用率情况下降



资料来源：wind、天风证券研究所

### 3. 重点公司中报情况及三季度展望：

中报公布完毕，天风纺服重点跟踪的公司中，森马服饰、歌力思等业绩超市场预期，开润股份、南极电商符合预期，而大多数公司主要受到消费环境的影响，业绩略低于预期。

展望三季度我们认为业绩可能超市场预期的公司有：南极电商（17Q3 报表低基数）；太平鸟（17Q3 报表低基数）；开润股份（费用率下降）；水星家纺（预计电商渠道 9 月起有所改善）；比音勒芬（赛道优秀，业绩释放周期）。

- 1) **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%），归母净利润 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%），归母净利润 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%以上高速增长区间, 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。

**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。

- 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。

**风险提示:** 存货跌价风险, 渠道大量关店风险。

- 3) **开润股份:** 营收持续高增长, 业绩符合预期。18H1 实现营收 8.68 亿元(+75.26%), 归母净利润 0.84 亿元(+38.89%), 扣非归母净利润 0.74 亿元(+35.46%), 差异主要系政府补助(18H1 为 791 万(+21%), 17H1 为 654 万)与理财收益所致; 其中 Q2 实现收入/扣非净利润分别为 4.52 亿元(+64.86%)/0.41 亿元(+26.08%); 营收高增长, 其中 B2B 收入约 3.9 亿(+29.85%)稳中有升, B2C 收入约 4.1 亿(+113.35%)持续大幅增长, 新增其他收入预计主要是原手机壳及原材料贸易 1.02 亿(+154.45%), 原材料贸易业务主要系公司直接采购原材料比代工企业更有价格优势, 公司采购后再平价卖给代工企业, 以节省生产成本。综上, 业绩符合此前预告预期。持续看好公司成长为出行市场细分龙头, 18 年 B2C 有望快速增长超预期, 营收预计增长 100%+。

**风险提示:** B2B 代工业务利润率下降、B2B 自主品牌建设不及预期。

- 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。

**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。

- 5) **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。

**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。

- 6) **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。

**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。

- 7) **海澜之家:** 业绩符合预期, 二季度增速受消费环境波动略有放缓 18H1 实现收入 100.14 亿(+8.23%); 归母净利 20.66 亿(+10.2%)。Q2 单季度收入 42.3 亿, 同比增长 3.3%,

归母净利润 9.35 亿，同比增长 8.1%，业绩整体符合预期，二季度单季收入增速略有放缓，与 4、5 月整体消费增速放缓一致，我们认为一定程度上受整体消费环境的波动影响。

**风险提示：**主品牌复苏不及预期，消费疲软；库存积压风险。

表 1：2018H1 覆盖公司业绩情况汇总（截至 2018 年 8 月 31 日）

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
601718.SH	际华集团	12,626	6.3%	11,713	-7.2%	514	-5.0%	236	236.3%	187
002503.SZ	搜于特	6,566	186.9%	10,894	65.9%	361	96.4%	430	430.0%	104
600398.SH	海澜之家	9,253	5.6%	10,014	8.2%	1,875	5.8%	2,066	2066.0%	463
600626.SH	申达股份	4,154	1.3%	8,071	94.3%	61	-23.8%	80	80.1%	41
002563.SZ	森马服饰	4,433	14.3%	5,532	24.8%	534	4.2%	667	25.0%	314
603157.SH	拉夏贝尔	4,282	0.0%	4,379	2.3%	282	0.0%	236	-16.3%	67
002269.SZ	美邦服饰	2,896	-5.8%	3,938	36.0%	-45	25.7%	53	218.7%	74
000726.SZ	鲁泰A	2,900	5.6%	3,281	9.5%	393	14.1%	377	-4.5%	85
600630.SH	龙头股份	1,890	-2.3%	1,941	2.7%	37	-26.7%	46	24.8%	32
600987.SH	航民股份	1,616	1.9%	1,938	19.9%	243	2.8%	278	14.2%	59
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
601566.SH	九牧王	1,139	15.8%	1,261	10.7%	224	13.5%	263	17.1%	80
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
002763.SZ	汇洁股份	1,036	3.5%	1,151	11.1%	177	47.9%	180	1.3%	36
002327.SZ	富安娜	961	9.1%	1,146	19.2%	159	-6.4%	185	16.6%	71
002098.SZ	浔兴股份	697	25.9%	1,144	64.0%	64	2.0%	36	-43.5%	58
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
300577.SZ	开润股份	495	46.4%	868	75.3%	60	76.6%	84	38.9%	78
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
002656.SZ	摩登大道	459	24.0%	644	40.2%	105	485.2%	53	-50.0%	68
603557.SH	起步股份	574	5.3%	614	7.1%	101	24.7%	110	7.9%	57
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%	49
002486.SZ	嘉麟杰	386	25.4%	396	2.6%	-28	23.5%	-5	84.0%	29
603477.SH	振静股份	306	0.0%	314	2.8%	26	0.0%	28	6.1%	28
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

## 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com