

## 品牌服饰承压较大，纺织制造边际改善

——纺织服装 2018 半年报综述

2018H1 纺服板块总体延续了 2017 年的复苏趋势，18H1 申万纺服板块实现营业收入 1457 亿元，同比增长 13.18%，增速同比提升 0.38 pct。6 月以来宏观消费数据不及预期，叠加贸易战、去杠杆和 P2P 暴雷等外部负面因素，由于二三季度属于服装行业淡季，叠加电商、天气等短期波动，18Q2 板块营收同比增长 8.21%，增速环比下降 7.62 pct。我们认为，Q2 增速放缓不应导致对全年增速的悲观预期，随着下半年上游企业产能持续投放，品牌服饰开店计划进一步落实，全年业绩仍需下半年的具体表现进行验证，随着 Q4 销售旺季来临，有望迎来板块估值切换机会。

**纺织制造：**①纱线及坯布龙头订单饱和，产能扩充有序推进，海外产能释放拉动净利率提升。②印染龙头航民股份优势明显，环保监督日趋严格，龙头企业“剩者为王”。③织造板块收入稳定增长，人民币汇率与原材料价格因素拖累业绩。

**化妆品：**重点上市公司延续前期增长趋势，板块合计营收同比增加 18.27%，珀莱雅、御家汇 Q2 增速环比 Q1 明显提升；重点公司库存、现金流状况持续优化。

**品牌服饰：**①中高端：复苏趋势延续，Q2 收入增速承压，同店增速依然强劲。②大众：Q2 增速放缓幅度较小，渠道调整完成，库存结构及周转边际持续改善。③家纺：收入延续双位数增长，Q2 电商增速放缓，库存周转加快。④运动：行业高景气度延续，龙头营收增速加快，电商快速发展驱动毛利率提升。⑤童装：行业红利充足，龙头延续高增趋势。

**电商新模式：**增速强劲，现金流改善明显。跨境通 H1 收入增速 77%，服装站增速提升，现金流 Q2 由负转正。南极电商：并表时间互联大幅增厚业绩，本部业务收入增速 31%，现金流大幅改善，多品类优势持续强化。开润股份：H1 收入增速提升至 75%，C 端依靠多品类全渠道优势，同比增长 113%，控费能力显著提升，现金流小幅改善。

**投资建议：**服装领域精选赛道、筛选龙头。我们看好童装和运动两个细分版块：童装重品质，运动重功能，龙头品牌竞争壁垒不断提高，重点关注森马服饰、安踏体育。在消费降级背景下，建议关注高效率、高增长、强性价比的电商新模式公司：南极电商、开润股份。化妆品具有口红效应，受经济波动影响较小，重点专注在大众市场集中度迅速提升的国产品牌公司，如珀莱雅、上海家化。建议重视上游纺织制造板块配置机会，短期人民币贬值、棉价涨价预期升温、海外产能释放驱动产量提升与净利率提高，业绩改善预期加强，长期下游品牌供应商集中化、环保趋严，竞争格局向好、龙头壁垒加深。重点推荐华孚时尚、百隆东方、天虹纺织、申洲国际。

**风险提示：**宏观经济下滑、原材料及人工成本上涨、汇率波动等风险。

## 纺织服装

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

史琨

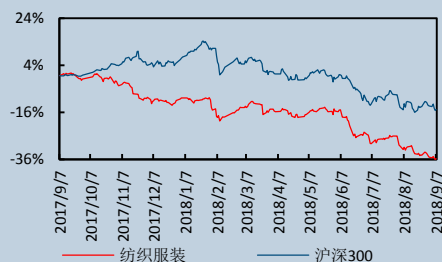
shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018 年 09 月 07 日

### 市场表现



### 相关研究报告



## 目录

一、整体概览：基本面复苏延续，板块疲弱估值回归 .....	5
（一）2018H1 行业复苏寻求新动力，板块基本面延续回升态势 .....	5
（二）板块走势疲弱，估值持续回调 .....	5
二、细分版块：纺织强者恒强、品牌需求承压 .....	8
（一）纺织：需求旺订单饱满、贬值促业绩改善 .....	8
（二）化妆品：国货渐受青睐，收入业绩高增，品牌+渠道改善盘活整体运营 .....	15
（三）品牌服饰：Q2 增速放缓、休闲表现较好 .....	18
（四）电商新模式：业绩符合预期，电商增速亮眼 .....	29
三、基金半年报持仓分析 .....	38
三、投资建议 .....	43
四、风险提示 .....	44

## 图表目录

图 1：SW 纺织服装板块营业总收入持续回升 .....	5
图 2：SW 纺织服装板块归母净利润同比增速回升 .....	5
图 3：SW 各版块 2018 年初以来涨跌幅排行（截至 2018 年 8 月 31 日） .....	6
图 4：2018 年初至 8 月 31 日纺织制造各子板块涨跌幅（%） .....	6
图 5：2018 年初至 8 月 31 日服装家纺各子板块涨跌幅（%） .....	6
图 6：个股涨跌幅度对比（单位：%，2018 年 1 月 1 日至 2018 年 8 月 31 日） .....	7
图 7：申万一级行业市盈率对比（TTM/整体法）（截至 2018 年 8 月 31 日） .....	7
图 8：2011 年以来纺织服装板块及子行业市盈率（TTM/整体法）（截至 2018 年 8 月 31 日） .....	8
图 9：纱线及坯布板块 2012-2018H1 营业收入（亿元） .....	9
图 10：纱线及坯布板块 2012-2018H1 营收同比增幅 .....	9
图 11：纱线及坯布板块 2012-2018H1 归母净利润（亿元） .....	9
图 12：纱线坯布板块 2012-2018H1 年归母净利润同比增幅 .....	9
图 13：纱线及坯布板块 2012-2018H1 毛利率情况 .....	10
图 14：纱线及坯布板块 2012-2018H1 净利润率情况 .....	10
图 15：自 2012 年以来航民股份收入规模居上市印染企业首位（亿元） .....	11
图 16：2012 年以来航民股份归母净利润逐年增长并遥遥领先其他上市可比公司（亿元） .....	11
图 17：印染板块 2012-2018H1 营业收入同比情况 .....	12
图 18：印染板块 2012-2018H1 归母净利润同比情况 .....	12
图 19：印染板块 2012-2018H1 毛利率情况 .....	12
图 20：印染板块 2012-2018h1 净利润率情况 .....	12
图 21：织造板块 2012-2018Q1 营业收入（亿元） .....	13
图 22：织造板块 2012-2018H1 营业收入同比 .....	13
图 23：织造板块 2012-2018H1 归母净利润（亿元） .....	14



图 24: 织造板块 2012-2018H1 归母净利润同比 .....	14
图 25: 织造板块 2012-2018H1 毛利率情况 .....	14
图 26: 织造板块 2012-20178H1 净利润率情况 .....	14
图 27: 化妆品板块重点公司营业收入及增速 (亿元) .....	15
图 28: 化妆品板块重点公司归母净利润及增速 (亿元) .....	15
图 29: 化妆品板块主要公司营业收入 (亿元) .....	16
图 30: 化妆品板块主要公司营业收入同比 (%) .....	16
图 31: 化妆品板块主要公司归母净利润 (亿元) .....	16
图 32: 化妆品板块主要公司归母净利润同比 .....	16
图 33: 化妆品板块主要公司毛利率 .....	17
图 34: 化妆品板块主要公司净利率 .....	17
图 35: 化妆品板块主要公司存货周转天数 .....	17
图 36: 化妆品板块主要公司应收账款周转天数 .....	17
图 37: 中高端品牌各公司营业收入 (亿元) .....	18
图 38: 中高端品牌各公司收入同比 .....	18
图 39: 中高端品牌各公司归母净利润 (亿元) .....	19
图 40: 中高端品牌各公司归母净利润同比 .....	19
图 41: 中高端品牌各公司毛利率 .....	20
图 42: 中高端品牌各公司净利率 .....	20
图 43: 中高端品牌各公司存货周转天数 .....	20
图 44: 中高端品牌各公司应收账款周转天数 .....	20
图 45: 大众品牌各公司营业收入 (亿元) .....	21
图 46: 大众品牌各公司收入同比 .....	21
图 47: 大众品牌各公司归母净利润 (亿元) .....	21
图 48: 大众品牌各公司归母净利润同比 .....	21
图 49: 大众品牌各公司毛利率 .....	22
图 50: 大众品牌各公司净利率 .....	22
图 51: 大众品牌各公司存货周转天数 .....	23
图 52: 大众品牌各公司应收账款周转天数 .....	23
图 53: 家纺品牌各公司营业收入 (亿元) .....	24
图 54: 家纺品牌各公司收入同比 .....	24
图 55: 家纺品牌各公司归母净利润 (亿元) .....	24
图 56: 家纺品牌各公司归母净利润同比 .....	24
图 57: 家纺品牌各公司毛利率 .....	25
图 58: 家纺品牌各公司净利率 .....	25
图 59: 家纺品牌各公司存货周转天数 .....	25
图 60: 家纺品牌各公司应收账款周转天数 .....	25
图 61: 运动品牌各公司收入 (亿元) .....	26
图 62: 运动品牌各公司收入同比 (%) .....	26
图 63: 运动品牌各公司归母净利润 (亿元) .....	26
图 64: 运动品牌各公司归母净利润同比 (%) .....	26



图 65: 运动品牌各公司毛利率 .....	27
图 66: 运动品牌各公司净利率 .....	27
图 67: 运动品牌各公司存货周转天数 .....	27
图 68: 运动品牌各公司应收账款周转天数 .....	27
图 69: 童装各公司营业收入 (亿元) .....	28
图 70: 童装各公司收入同比增速 .....	28
图 71: 童装各公司净利润 (亿元) .....	28
图 72: 童装各公司利润同比增速 .....	28
图 73: 童装各公司毛利率 .....	29
图 74: 童装各公司净利率 .....	29
图 75: 童装各公司存货周转天数 .....	29
图 76: 童装各公司应收账款周转天数 .....	29
图 77: 公司营业收入及增速按季度拆分 .....	30
图 78: 公司归母净利润及增速按季度拆分 .....	30
表 79: 公司营业收入拆分 (亿元) .....	31
表 80: 公司自营站 GMV .....	31
表 81: 公司服装站流量数据 .....	31
图 82: 公司销售毛利率及销售净利率情况 .....	32
图 83: 公司期间费用率变动情况 .....	32
图 84: 公司经营性现金流情况 .....	32
图 85: 公司营业收入及增速 .....	33
图 86: 公司归母净利润及增速 .....	33
表 87: 公司主要品牌 2018H1GMV 与同比增速 .....	34
表 88: 公司主要平台 2018H1GMV 与同比增速 .....	34
表 89: 南极人与卡帝乐分部主要品类 2018H1GMV 占比与同比增速 .....	35
图 90: 公司销售毛利率及销售净利率情况 .....	36
图 91: 公司期间费用率变动情况 .....	36
图 92: 公司存货周转率和应收账款周转率情况 .....	36
图 93: 公司经营性现金流情况 .....	36
图 94: 公司营业收入及增速 .....	37
图 95: 公司归母净利润及增速 .....	37
表 96: 纺服板块公募基金重仓股市值占持股总市值比例 .....	38
表 97: 纺服板块公募基金重仓持股基金数量与变化情况 .....	39
表 98: 纺服板块公募基金重仓股数量 (百万股) 与变化情况 .....	40
表 99: 纺服板块公募基金重仓股持股市值 (百万元) 与变化情况 .....	41
表 100: 纺服板块公募基金重仓股持股比例 (%) 与变化情况 .....	42
表 101: 基金重仓股分析标的股票清单 .....	43

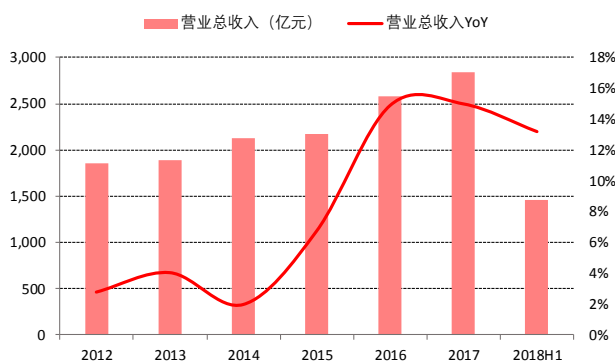
## 一、整体概览：基本面复苏延续，板块疲弱估值回归

### （一）2018H1 行业复苏寻求新动力，板块基本面延续回升态势

2018H1，申万纺织服装板块营业收入同比增长 13.18%，增速同比上升 0.39 pct，延续双位数增长；归母净利润同比减少 0.23%。从我们覆盖及挑选的行业内 78 家主要上市公司来看，合计营业收入 1342.99 亿元，同比增长 17.62%；合计归母净利润 114.27 亿元，同比增长 10.75%，龙头公司业绩表现明显优于行业整体。伴随着去年以来行业去库存、品牌终端渠道调整进入尾声、多品牌稳步推进等下游品牌服饰改革红利加大释放，以及制造端持续扩产、加码海外产能转移降低成本，行业整体复苏趋势仍延续。

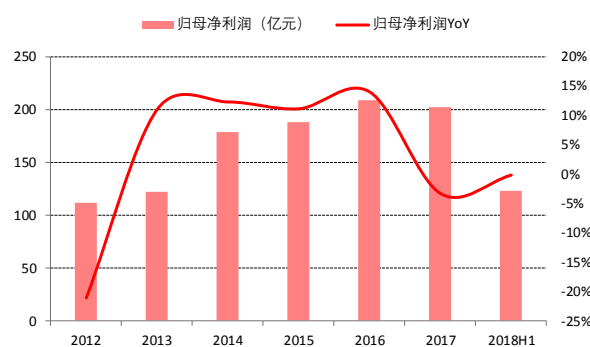
分季度看，2018Q2 实现营业收入 746.17 亿，同比增长 8.21%，增速环比 Q1 减少 7.62 pct；实现归母净利润 65.87 亿元，同比增长 9.04%。受中美贸易战、去杠杆、P2P 暴雷等外部因素影响，导致市场对消费疲软的担忧。以及短期因服装行业淡季、电商波动等影响，2018Q2 行业收入增速有所放缓。

图 1：SW 纺织服装板块营业总收入与同比增速



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 2：SW 纺织服装板块归母净利润与同比增速

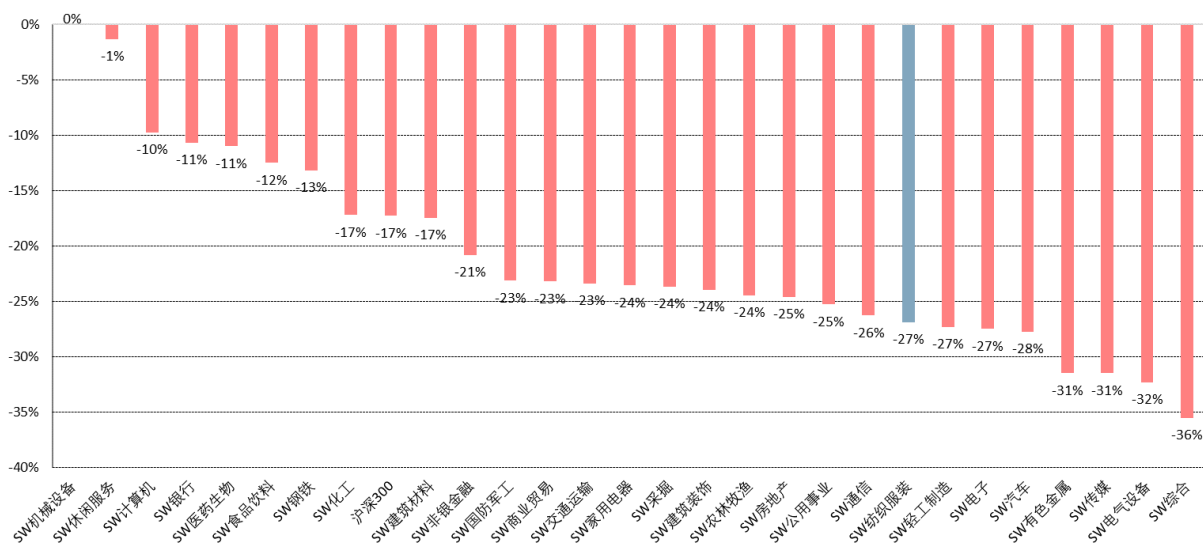


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### （二）板块走势疲弱，估值持续回调

2018 年以来纺织服装行业走势持续疲弱，整体跑输大盘。随着 2018 年初以来整体消费环境下行，纺织服装业绩分化明显，行业龙头推动板块估值有所修复，使其在所有版块中涨跌幅排名保持稳定，但仍落后于食品饮料、家电等大消费板块。截至 8 月 31 日，纺织服装板块累计跌幅 26.9%，跑输沪深 300 指数 9.3pct，差距大幅收窄，在所有申万一级行业中排名跌幅第 22，排名较 2017 年有所上升。

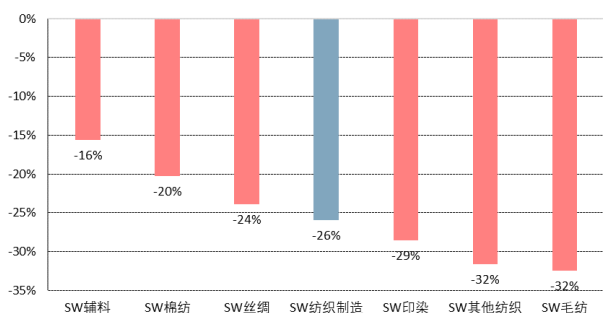
图 3：SW 各版块 2018 年初以来涨跌幅排行（截至 2018 年 8 月 31 日）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

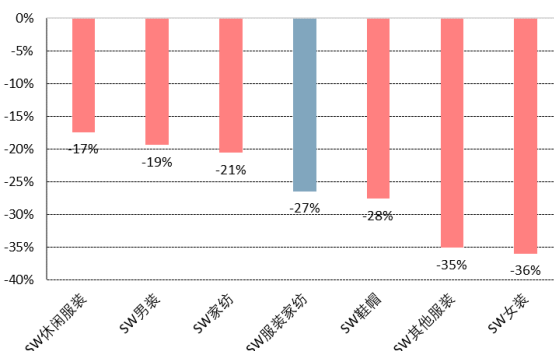
从各子板块走势来看，纺织制造板块跌幅小于服装家纺。自 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 8 月 31 日，纺织制造板块跌幅为 25.9%，其中辅料子行业跌幅 15.6%，跑赢 SW 纺服 11.3 个百分点；棉纺和丝绸累计跌幅 20.2%、23.9%，跑赢行业指数 6.7 pct、2.0 pct；服装家纺板块跌幅为 26.5%，其中家纺、男装、休闲服装子行业跌幅较小，累计跌幅为 20.6%、19.4%、17.5%，跑赢行业指数 6.3 pct、7.5 pct、9.4 pct。

图 4：2018 年初至 8 月 31 日纺织制造各子板块涨跌幅 (%)



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

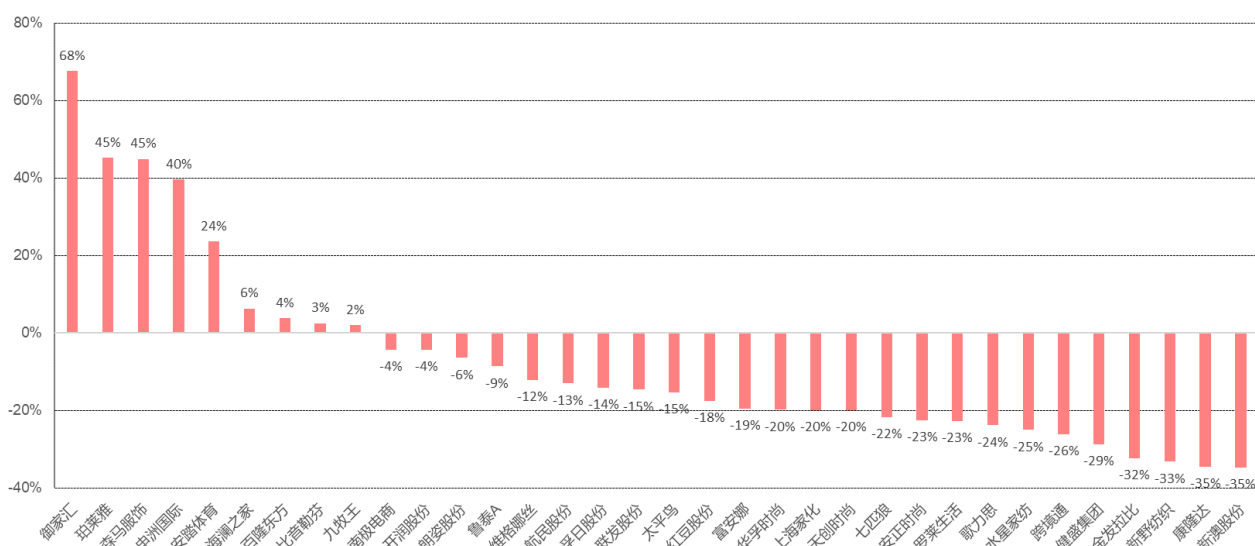
图 5：2018 年初至 8 月 31 日服装家纺各子板块涨跌幅 (%)



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

个股方面，我们重点跟踪的公司如纺织制造领域龙头申洲国际（+39.6%）及百隆东方（+3.8%），休闲服饰龙头森马服饰（+44.9%）及比音勒芬（+2.5%）、运动服饰龙头安踏体育（+23.6%）、男装龙头海澜之家（+6.3%）及九牧王（+2.1%）、化妆品公司御家汇（+67.6%）及珀莱雅（+45.1%）均实现正收益。

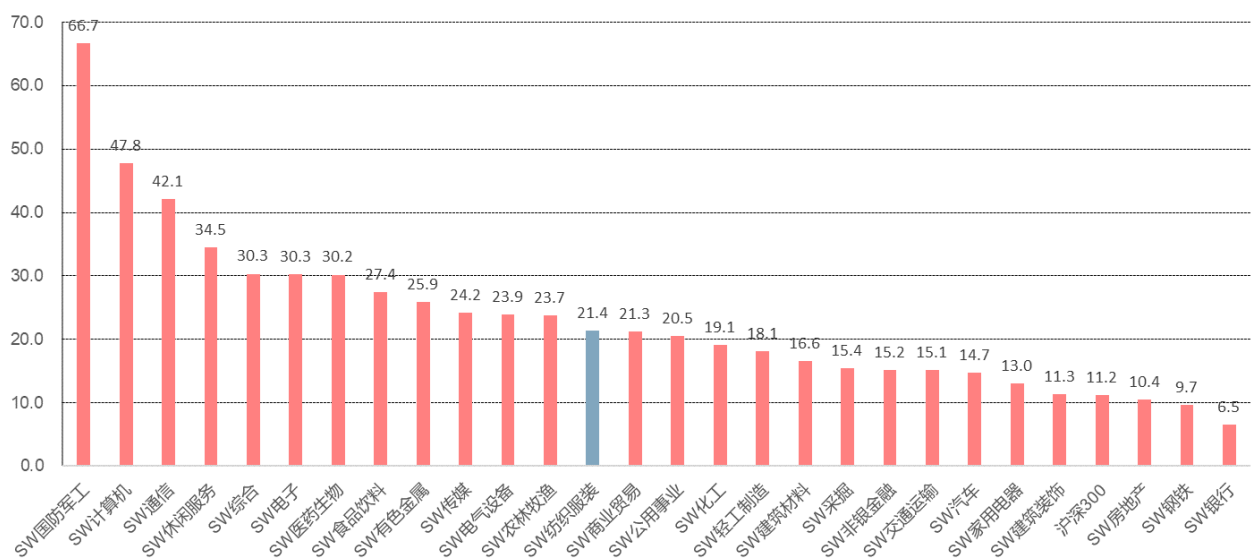
图 6：个股涨跌幅度对比（单位：% ，2018 年 1 月 1 日至 2018 年 8 月 31 日）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

从行业估值来看，截至 2018 年 8 月 31 日，纺织服装板块整体市盈率（TTM）为 21.4 倍，在申万一级行业估值排名较 2018Q1 末有所提升，超过商贸零售、家电等其他消费板块。

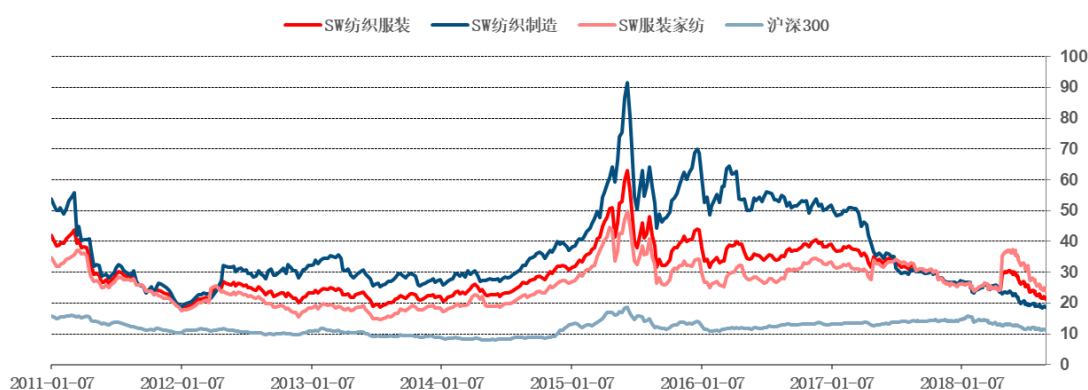
图 7：申万一级行业市盈率对比（TTM/整体法）（截至 2018 年 8 月 31 日）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

2018Q2 以来大盘总体震荡下行，叠加收入增速放缓，板块估值下调。8 月末板块整体市盈率水平（21.4 倍）较 2018Q1 末降低 15.6%，全行业相对于大盘估值溢价约 0.91 倍。其中，纺织制造板块市盈率 18.54 倍，较 2018Q1 末大幅回落 25.7%；服装家纺板块市盈率 23.96 倍，较 2018Q1 以来回落 6.1%。

图 8：2011 年以来纺织服装板块及子行业市盈率（TTM/整体法）（截至 2018 年 8 月 31 日）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

2018 年纺织制造企业有望实现量价双升，一是棉花产量提升速度较慢，后抛储时代供给趋紧预计延续，叠加贸易战下进口棉成本提升，内棉价格存上涨预期，传导机制开始显现；二是市场集中度提升带来国内外订单向龙头企业聚集，制造端强者恒强；三是 5 月以来人民币贬值带来出口收入及毛利率利好；四是海外扩张规模加大，愈加受益人工、税收红利，同时对冲贸易战、汇率波动风险。

服装家纺企业的经营业绩有望持续改善，消费升级和城镇化提升影响持久，渠道调整、去库存甩包袱、新品牌度过培育期等为业绩提供强力催化，叠加互联网新零售带来增长新逻辑，未来大数据将参与构建服装零售新业态。从估值看，纺织服装板块整体估值正回归历史底部，2018 年以来与食品饮料、家电、商贸零售等大消费行业板块不断靠近，基本面向好支撑板块估值存在继续修复空间。

## 二、细分版块：纺织强者恒强、品牌需求承压

### （一）纺织：需求旺订单饱满、贬值促业绩改善

#### 1、纱线及坯布：龙头产销两旺，产能扩充提速，营收净利快速增长

2018H1 板块整体营业收入合计 129.44 亿元，同比增长 17%。归母净利润合计 10.58 亿元，同比增长 19.63%。板块平均毛利率为 14.18%，同比减少 1.79 pct；平均净利率为 8.35%，同比提升 0.44 pct。Q2 单季板块营业收入合计 72.67 亿元，同比增长 16.25%。归母净利润合计 6.99 亿元，同比增长 20.11%。板块平均毛利率为 14.52%，同比下降 3.20 pct；平均净利率为 10.22%，同比提升 0.79 pct。

#### （1）成长能力：产能有序扩张，业绩维持稳健增长

**新野纺织** 2018H1 营业收入同比增长 24.31%至 32.11 亿元，归母净利润同比增长 31.01%至 1.80 亿元，其中 18Q2 营业收入同比增长 30.48%至 19.11 亿元，归母净利润同比增长 11.44%至 1.27 亿元。公司增长驱动力主要源于产销两旺叠加产品提价。去年新增棉纱产能释放带动公司总产能达 170 余万锭，同时上半年棉花价格上涨，公司产品也有所提价。

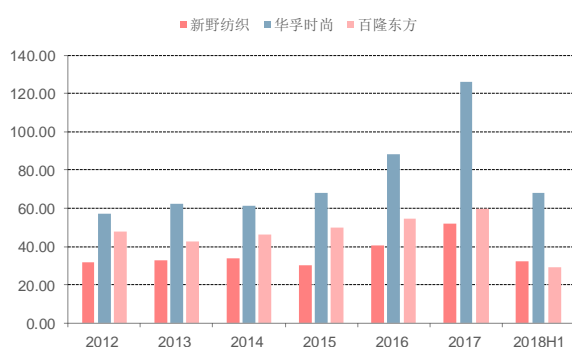
**华孚时尚** 2018H1 营业收入同比增长 25.33%至 67.90 亿元，归母净利润同比增长 25.88%至 5.52 亿元；其中



18Q2 营业收入同比增长 21.12% 至 37.56 亿元，归母净利润同比增长 22.22% 至 3.33 亿元，受益于纱线业务产能提升和网链业务的快速增长，其中，2018H1 新疆产能扩张带来纱线产能同增 12.6% 至 188 万锭，纱线收入同比增加 16.67% 至 40.31 亿元；网链业务巨大潜力正逐渐得到释放，H1 网链营收 25.87 亿元，同比增加 40.99%。

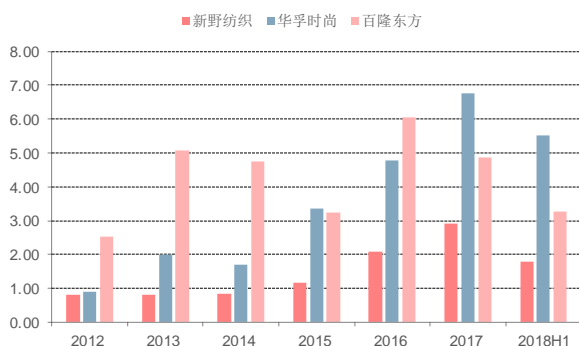
百隆东方 2018H1 营业收入同比减少 3.92% 至 29.43 亿元，归母净利润 3.26 亿元，同比增长 5.67%。其中 18Q2 营业收入同比下降 5.07% 至 16 亿元，归母净利润 2.38 亿元，同比增长 22.23%，主要原因是公司新增产能有限，且 17H1 订单超售，导致 18H1 虽订单仍较为饱满，但销量同比有所减少。伴随越南 B 区 50 万锭产能的陆续投放带来新增长驱动力。2018Q2 以来人民币贬值带来的汇兑收益增厚业绩，2018H1 汇兑收益达 864 万元（2017H1 汇兑损失 5140 万元）。

图 9：纱线及坯布板块 2012-2018H1 营业收入（亿元）



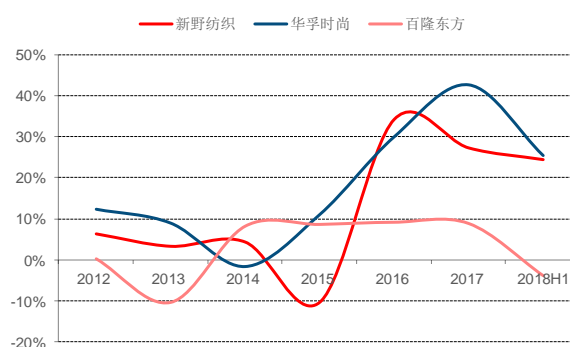
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 11：纱线及坯布板块 2012-2018H1 归母净利润（亿元）



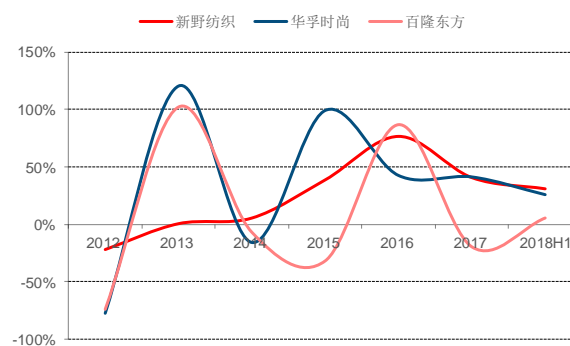
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 10：纱线及坯布板块 2012-2018H1 营收同比增幅



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

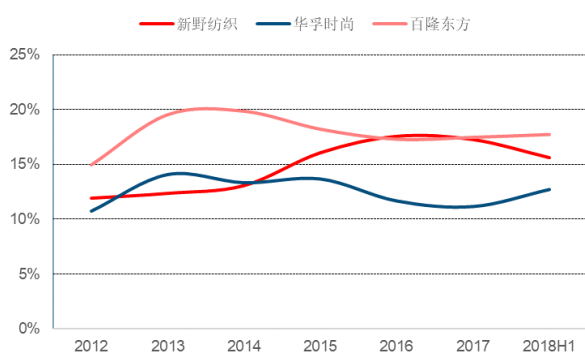
图 12：纱线坯布板块 2012-2018H1 年归母净利润同比增幅



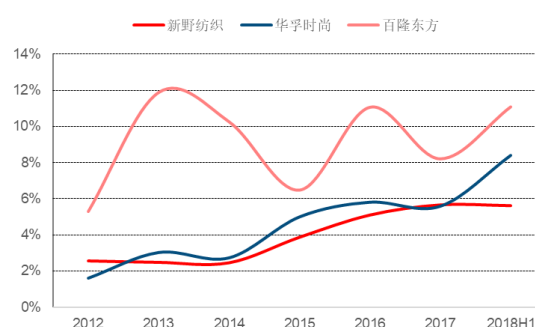
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## （2）盈利能力：原材料上涨导致毛利率承压，6 月以来人民币贬值带来新驱动

新野纺织 2018H1 毛利率同比减少 3.19 pct 至 15.63%，Q2 公司毛利率同比减少 5.87 pct 至 15.31%，一方面低毛利率棉花交易业务占比提升拉低盈利水平，另一方面政府补助同比减少，导致可抵消的营业成本随之减少，加剧对毛利率的不利影响。华孚时尚 2018H1 纱线业务毛利率同比提升 0.19 pct 至 14.98%，但受毛利率较低的网链业务占比提升，而网链业务因棉价波动毛利率同比减少 2.3 pct 至 4.9%，2018H1 整体毛利率同比减少 1.30 pct 至 12.74%，2018Q2 毛利率同比减少 0.95 pct 至 13.38%；百隆东方同样受棉价上涨以及越南低毛利产品占比提升影响，2018H1 毛利率同比略降 0.6 pct 至 17.77%，其中 Q2 毛利率同比减少 1.21 pct 至 17.36%。

**图 13：纱线及坯布板块 2012-2018H1 毛利率情况**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 14：纱线及坯布板块 2012-2018H1 净利率率情况**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### (3) 营运能力：备货增加致存货周转率下降，应收账款周转能力有所提升

新野纺织 2018H1 受库存结构变化(库存商品占比提升 3.93 pct 至 44.71%，原材料占比下降 3.6 pct 至 50.31%) 以及备货影响，存货账面价值同比增长 33.96% 至 19.29 亿元，存货周转天数同比增加 21.89 天至 136.94 天；华孚时尚 2018H1 原材料采购量增加导致存货账面价值同比增长 46.53% 至 46.95 亿元，存货周转天数同比增加 31.85 天至 144.68 天；百隆东方 2018H1 主动加大棉花备货，导致存货账面价值同比增加 32.88% 至 35.64 亿元。

2018H1 应收账款周转能力整体有所改善，回款能力提升。新野纺织 2018H1 应收账款周转天数同比减少 3.05 天至 35.81 天；华孚时尚 2018H1 应收账款周转天数同比减少 6.33 天至 21.17 天；百隆东方 2018H1 应收账款周转天数同比略增 0.74 天至 31.12 天。

现金流方面，新野纺织 H1 经营性现金流净额因销售商品收到现金增多，同比增加 800% 至 4.14 亿元；华孚时尚 H1 经营性现金流同比 2017H1 由负转正，为 0.11 亿元；由于销售获得现金流同比减少，百隆东方 H1 经营性净现金流为 -2.58 亿元。

## 2、印染：环保监督日趋严格，龙头企业“剩者为王”

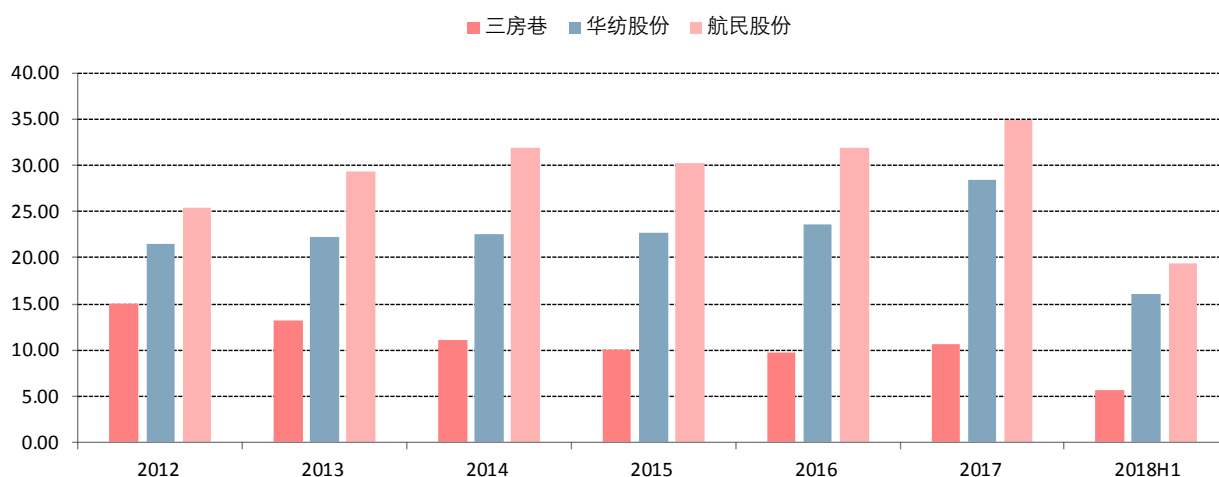
印染板块龙头效应明显，航民股份各项指标依然显著优于同业。受益于环保监督日趋严格，订单加速流向行业龙头，板块收入及盈利情况稳中有增，2018H1 板块整体营业收入 40.97 亿元，同比增长 20.48%；归母净利润合计 3.2 亿元，同比增长 14.30%。平均毛利率及净利率同比分别下滑 2.02 pct、0.66 pct 至 15.43 %、8.44%。2018Q2 板块营业收入同比增长 21.12% 至 22.39 亿元，增速环比提升 1.41 pct；归母净利润同比增长 21.93% 至 2.06 亿元，增速环比提升 19.23 pct，平均毛利率及净利率同比分别下滑 2.45 pct、0.03pct 至 16.60%、9.94%。

### (1) 成长能力：龙头优势明显，供给侧改革下印染营收提速

龙头航民股份 2018H1 年营业收入同比增长 19.87% 至 19.38 亿元，归母净利润同比增长 14.19% 至 2.78 亿元；18Q2 营业收入同比增长 23% 至 11.04 亿元，归母净利润同比增长 16.50% 至 1.74 亿元。18Q2 受益于印染重镇绍兴地区去产能与公司加大客户拓展力度，收入增速明显提升，利润增速低于营收增速主要原因为煤炭与染料价格上行带动印染成本增长。

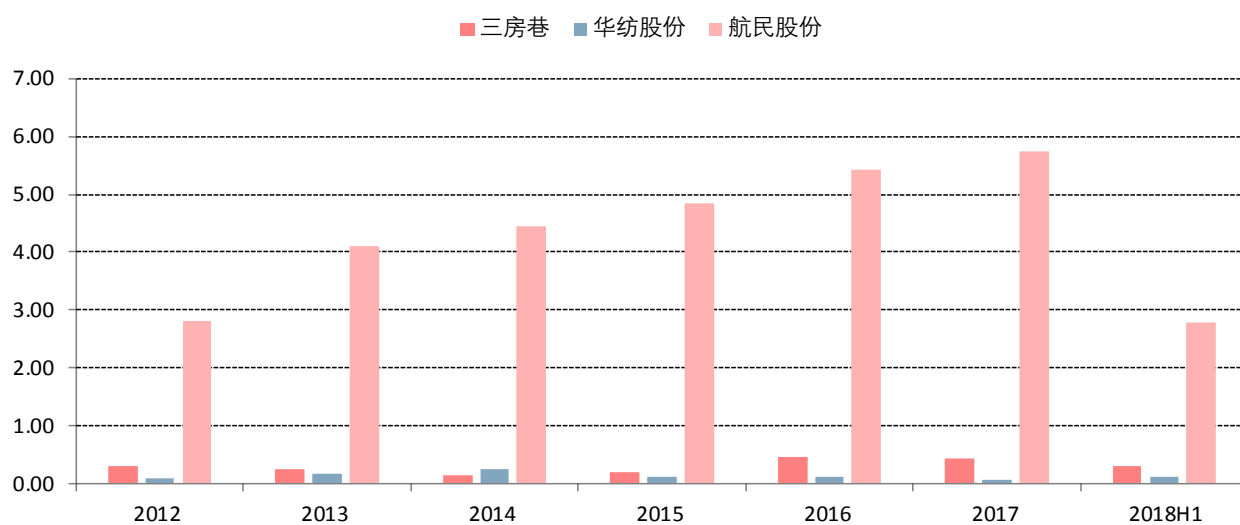
其余印染企业收入及业绩亦实现较快增长，毛利率同比下滑主要受原材料价格上涨拖累，且净利润同比增速均在 Q2 实现由负转正。其中三房巷 18H1 及 18Q2 营业收入同比分别增长 18.01%、25.43% 至 5.59 亿元、2.88 亿元；归母净利润分别同增 6.35%、59.62% 至 0.31 亿元、0.22 亿元；华纺股份 2018H1 与 Q2 营业收入同比分别增长 22.11%、17.40% 至 16.01 亿元、8.46 亿元；归母净利润分别同增 47.99%、75.52% 至 0.11 亿元、0.10 亿元。

图 15：自 2012 年以来航民股份收入规模居上市印染企业首位（亿元）



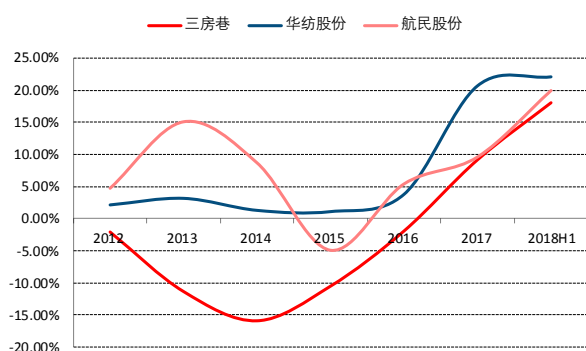
资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图 16：2012 年以来航民股份归母净利润逐年增长并遥遥领先其他上市可比公司（亿元）



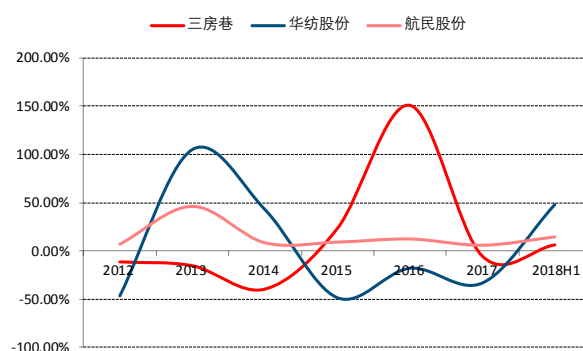
资料来源：WIND，中信建投研究发展部

图 17：印染板块 2012-2018H1 营业收入同比增长情况



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 18：印染板块 2012-2018H1 归母净利润同比增长情况



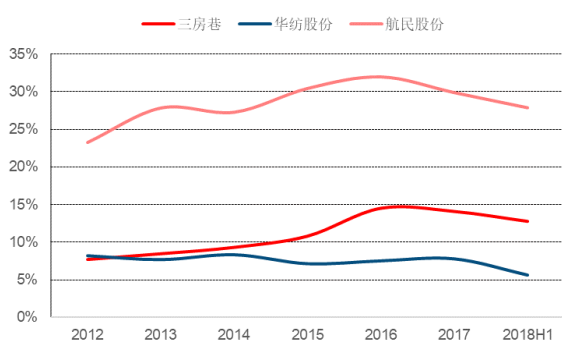
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### (2) 盈利能力：能源及原材料成本上涨拖累盈利能力

航民股份 18H1 及 Q2 综合毛利率分别为 27.89% 与 28.56%，同比分别降低 2.02 pct、3.61 pct。毛利率下降依然由煤炭涨价带来的热电业务成本大幅上涨以及公司内部油改气、非织造布“搬改扩”等技改影响造成。2018H1 年公司期间费用同比降低 0.22 pct 至 7.94%；其中销售费用率为 1.89%，同比提升 0.26 pct；管理费用率为 6.22%，同比降低 0.45 pct；财务费用率为-0.17%。

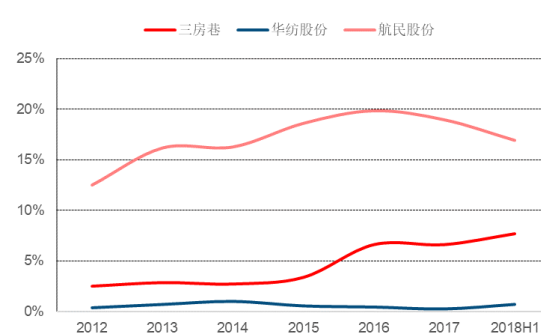
其余公司方面，毛利率水平亦有所下降，华纺股份 18H1 及 Q2 毛利率分别为 5.62% 与 6.06%，同比分别下降 1.08 pct、0.24 pct。三房巷 18H1 及 Q2 毛利率分别为 12.79% 与 15.18%，分别同比下滑 2.96 pct、3.49 pct。

图 19：印染板块 2012-2018H1 毛利率情况



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 20：印染板块 2012-2018H1 净利润率情况



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### (3) 营运能力：2017 年及 2018Q1 板块营运能力整体维稳

航民股份 2018H1 存货周转天数分别同比略降 0.13 天至 29.36 天；三房巷和华纺股份 2018H1 存货周转天数分别同比增加 7.09 天、1.25 天至 83.12、94.54 天。

航民股份 2018H1 应收账款周转天数同比下降 2.1 天至 21 天；三房巷 2018H1 应收账款周转天数同比下降 1.64 天至 38.09 天；华纺股份 2018H1 应收账款周转天数同比上升 1.33 天至 27.35 天。

现金流方面，**航民股份**经营性现金流净额同比略增 0.04 亿元至 3.54 亿元；**三房巷**受销售增加影响，H1 经营性现金流净额同比增加 0.2 亿元至 0.31 亿元；**华纺股份**受购买商品现金流出增多影响，H1 现金流同比减少 67%至 0.16 亿元。

### 3、织造：营收稳增，成本及汇率因素拖累业绩

织造营收稳中有升，但受原材料价格上涨与 1-5 月人民币升值的影响，18H1 板块净利润出现下滑。2018H1 板块整体营业收入 80.23 亿元，同比增长 9.6%；归母净利润 7.05 亿元，同比减少 9.31%。平均毛利率和净利率同比分别下滑 3.82 pct、1.83 pct 至 21.20%、8.56%。2018Q2 整体营业收入 41.90 亿元，同比增长 5.13%；归母净利润 4.14 亿元，同比下降 3.65%；平均毛利率和净利率同比分别下滑 3.01 pct、0.75 pct 至 21.37%、9.7%。

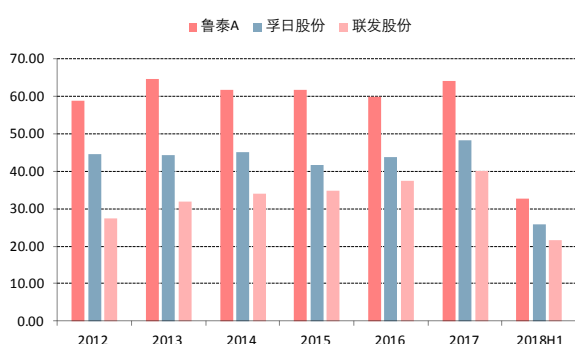
#### (1) 成长能力：收入稳定增长，汇率升值拉低业绩

**鲁泰 A** 2018H1 营业收入同比增长 9.72%至 32.81 亿元，归母净利润同比下降 4%至 3.77 亿元；18Q2 营业收入同比增长 2.54 %至 17.61 亿元，归母净利润同比减少 7.23%至 2.18 亿元。公司作为色织布龙头企业产销两旺，纺织服装业务收入稳定增长，海外布局顺利推进，**越南**一期项目（色织布 3000 万米、纺纱 6 万锭）已投产，**二期项目** 7.6 万锭纺纱生产线和年产 4000 万米色织面料扩产项目正在建设中。

**孚日股份** 2018H1 营业收入同比增长 9.17%至 25.78 亿元，归母净利润同比减少 20.75%至 1.93 亿元；18Q2 营业收入同比增长 7.02 %至 12.72 亿元，归母净利润同比下滑 6.79%至 1.06 亿元。公司内销方面受益消费升级带来的高品质产品需求提振，加之环保力度提升导致订单向龙头集中，H1 内销收入同比增长 37.02%。

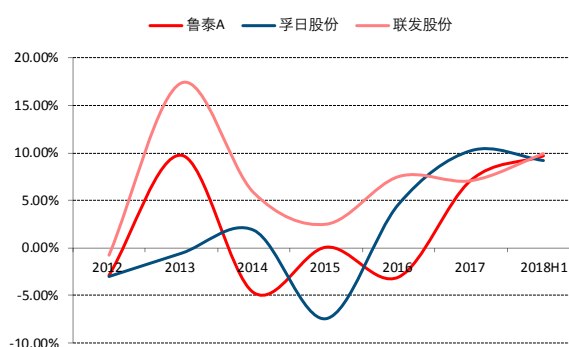
**联发股份** 2018H1 营业收入同比增长 9.93%至 21.65 亿元，归母净利润同比下滑 4.33 %至 1.35 亿元，18Q2 营业收入同比增长 7.16%至 11.58 亿元，归母净利润同比增长 11.16%至 0.90 亿元。18H1 内销收入同比增长 24.52%至 10.45 亿，占比提升 5.65 pct 至 48.26%；除美国外，其他外销市场均下滑。

图 21：织造板块 2012-2018Q1 营业收入（亿元）

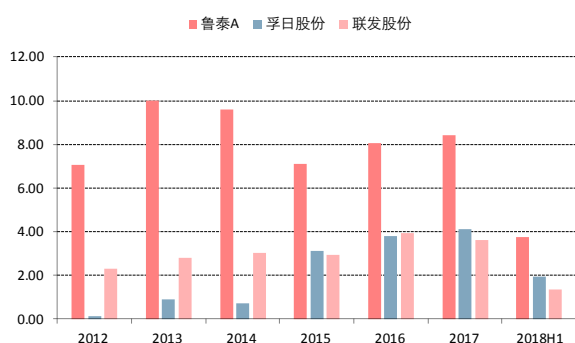


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

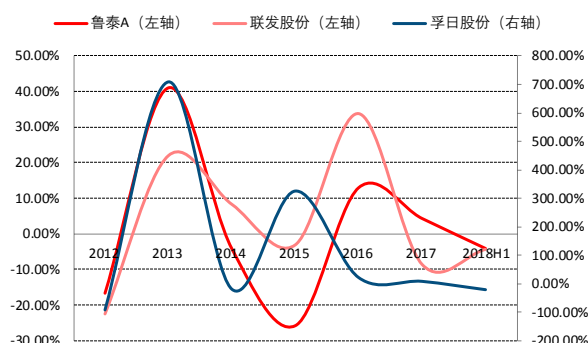
图 22：织造板块 2012-2018H1 营业收入同比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 23： 织造板块 2012-2018H1 归母净利润（亿元）**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 24： 织造板块 2012-2018H1 归母净利润同比**


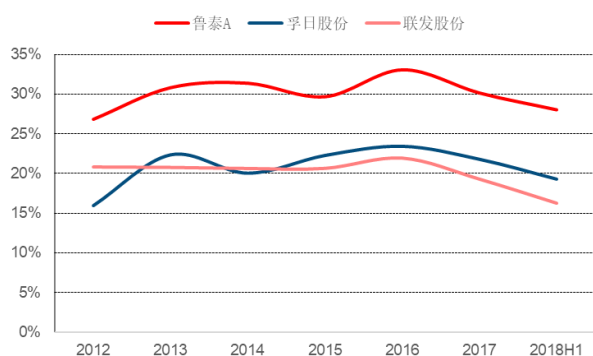
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### （2）盈利能力：原材料成本攀升叠加人民币升值，拖累毛利率

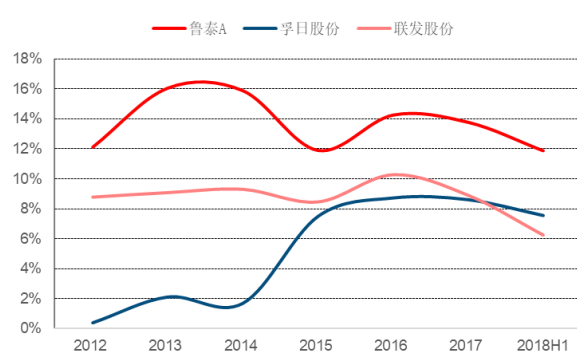
鲁泰 A 2018H1 与 Q2 毛利率分别为 28.05% 与 27.59%，同比分别减少 3.41 pct 与 3.14 pct，主要原因是成本端原料价格上升，且在 1-5 月人民币对美元升值影响下，产品售价未能提升。

孚日股份 2018H1 与 Q2 公司毛利率同比分别下降 6.08 pct、5.19 pct 至 19.31% 与 18.56%，毛利率的降低主要由于上半年人民币同比升值叠加煤炭、棉花价格上涨导致成本上涨。

联发股份公司 2018H1 与 Q2 毛利率同比分别下降 1.96 pct、0.71 pct 至 16.25% 与 17.95%。主要系由汇率升值和原材料成本（棉价、煤炭价格等）上涨拉低导致。

**图 25： 织造板块 2012-2018H1 毛利率情况**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 26： 织造板块 2012-2018H1 净利润率情况**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### （3）营运能力：存货营运能力改善，应收账款周转能力略有下降

板块存货周转能力明显改善，2018H1 鲁泰 A 存货周转天数同比减少 10.85 天至 56.28 天；孚日股份同比减少 31.54 天至 166.02 天；联发股份 2018H1 存货周转天数同比减少 3.68 天至 71.7 天。

应收账款周转天数略有上升，2018H1 鲁泰 A 应收账款周转天数同比增加 1.57 天至 18.95 天；孚日股份应收账款周转天数同比增加 2.25 天至 36.86 天；联发股份应收账款周转天数同比增加 3.53 天至 40.39 天。

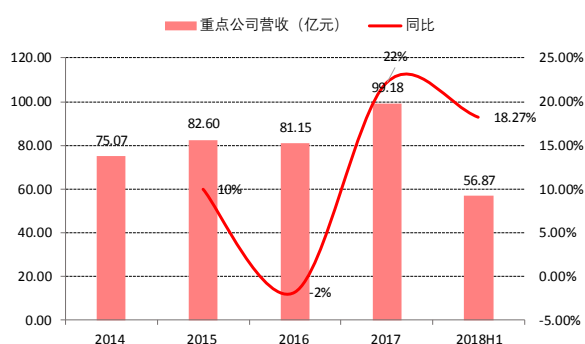
现金流方面，鲁泰 A H1 经营性现金流净额同比大幅增加 103.29% 至 6.98 亿元；孚日股份经营性现金流基

本稳定，同比略降 0.16 亿元至 2.54 亿元；**联发股份** H1 经营性净现金流同比增加 29.21% 至 2.03 亿元。

## （二）化妆品：国货渐受青睐，收入业绩高增，品牌+渠道改善盘活整体运营

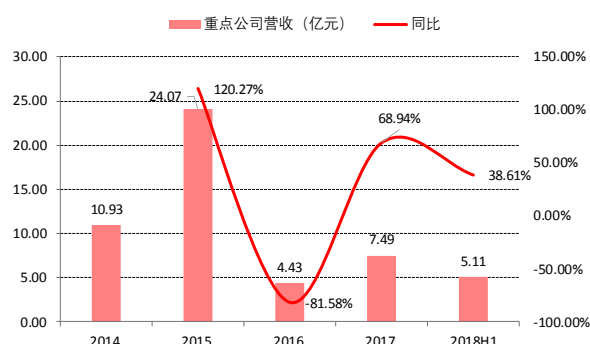
化妆品板块重点上市公司上海家化、珀莱雅和御家汇的合计营收同比增加 18.27% 达 56.87 亿元；归母净利润同比增长 38.61% 至 5.11 亿元。珀莱雅、御家汇 H1 延续了前期的增长趋势，并且 Q2 增速高于 Q1。

图 27：化妆品板块重点公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 28：化妆品板块重点公司归母净利润及增速（亿元）



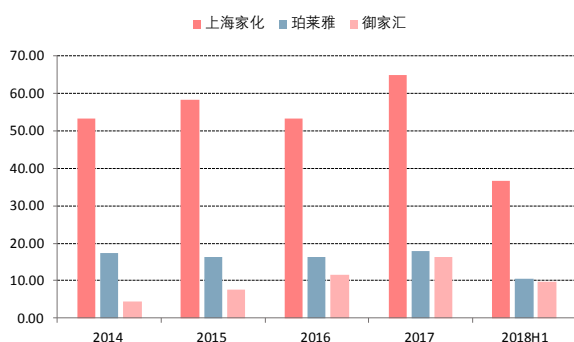
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### （1）成长能力：品牌+渠道发力，业绩增长趋势良好

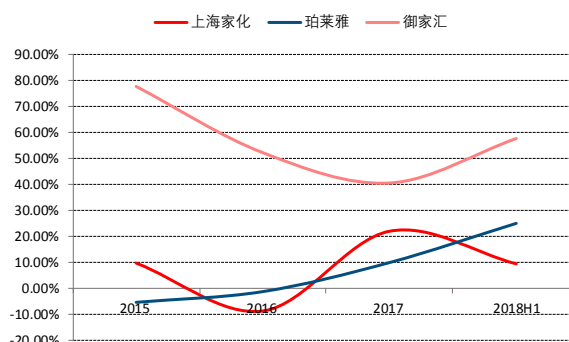
**上海家化**：2018H1 实现营业收入 36.65 亿元，同比增长 9.29%（溯源调整后），归母净利润同比增长 40.89% 至 3.17 亿元。其中，2018Q2 营业收入同比增长 8.2% 至 18.05 亿元，拖累 H1 整体收入增速。公司线下 KA/CS 渠道均实现双位数增长，经销和特渠两部分导致线上收入增速有所放缓，线上销售 H1 同比增长约 30%，也是影响整体营收增速的主要原因。

**珀莱雅**：由主品牌珀莱雅的增长拉动业绩，2018H1 实现营业收入同比增长 24.92% 至 10.42 亿元，归母净利润同比增长 44.88% 至 1.29 亿元。其中，2018Q2 受益于全渠道增速超预期，营收同比大增 41.60% 至 18.05 亿元，归母净利润达 0.59 亿元，同比大涨 68.44%。公司进行产品的优化升级，加大营销力度，切入高增长新领域，满足年轻消费者多元化需求，未来增长可期。

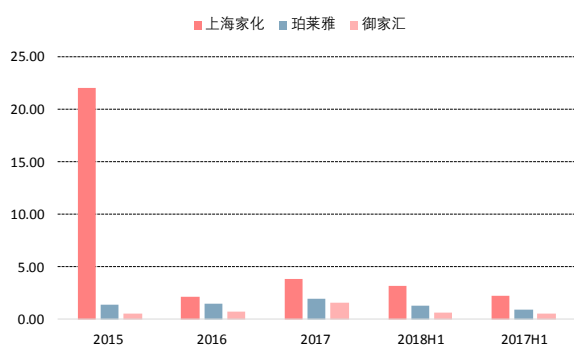
**御家汇**：受旗下各品牌增长带动，2018H1 实现营业收入 9.81 亿元，同比增长 57.78%；归母净利润 0.65 亿元，同比增长 19.05%。其中，2018Q2 营业收入同比增长 69.69% 至 5.99 亿元；归母净利润 0.36 亿元，同比增长 18.43%。

**图 29：化妆品板块主要公司营业收入（亿元）**


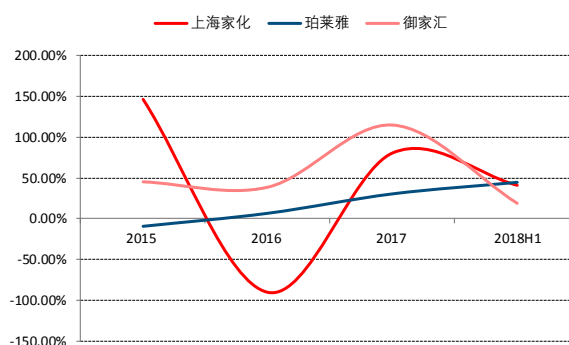
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 30：化妆品板块主要公司营业收入同比（%）**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 31：化妆品板块主要公司归母净利润（亿元）**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 32：化妆品板块主要公司归母净利润同比**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## （2）盈利能力：有效控制费用，盈利能力维持前期水平

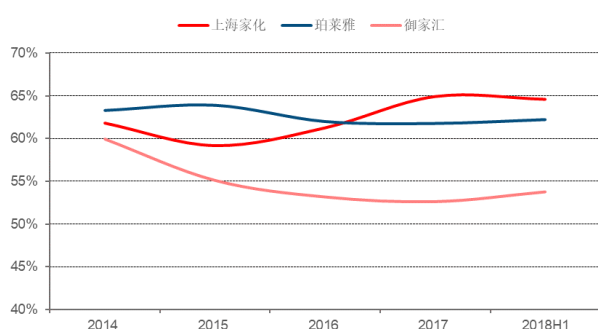
**上海家化：**2018H1 毛利率达 64.60%，同比减少 1.26 pct，主要系原材料成本上升与产品结构调整影响。受益政府补助增加，H1 净利率同比提升 1.94 pct 至 8.64%。

**珀莱雅：**总体毛利率稳定，2018H1 毛利率同比下降 0.4 pct 达 62.18%，其中 2018Q2 毛利率同比略增 0.69 pct 至 61.32%。公司 H1 净利率为 12.34%，自 2015 起继续保持良好上升趋势。

**御家汇：**2018H1 毛利率达 53.77%，同比提升 0.17 pct，其中 Q2 毛利率为 52.85%，由于上半年加大渠道和市场投入，销售费用率同比提升 7.34 pct 至 37.76%，净利率为 6.54%，同比减少 2.25 pct。

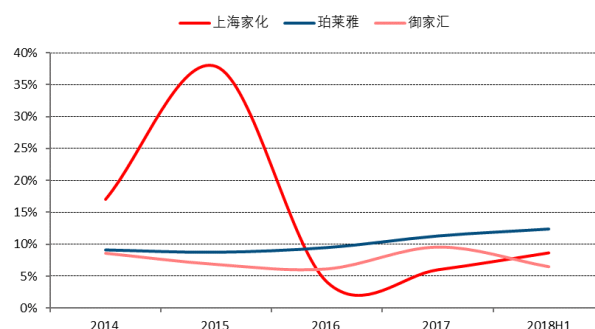


图 33：化妆品板块主要公司毛利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 34：化妆品板块主要公司净利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

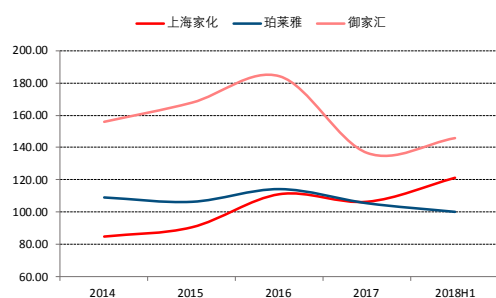
### (3) 营运能力：营运能力稳步提升，经营性现金流改善

**上海家化：**2018H1 存货周转天数同比减少 17.79 天至 121.03 天；2018H1 经营性现金流 5.05 亿元，同比减少 15.95%，其中 2018Q2 经营性现金流达 2.33 亿元，同比减少 38.4%。主要因支付原青浦中央工厂拆迁补偿款涉及的部分所得税，而 17H1 收到清算后退回的所得税。剔除税收因素同比基本持平。

**珀莱雅：**运营效率持续改善，2018H1 存货周转天数同比减少 20.58 天至 100.14 天；经营性现金流同比增长 42.84% 至 2.22 亿元，2018Q2 经营性现金流同比增长 37.30% 至 0.75 亿元。18H1 应收账款周转天数同比减少 4.07 天至 8.19 天。

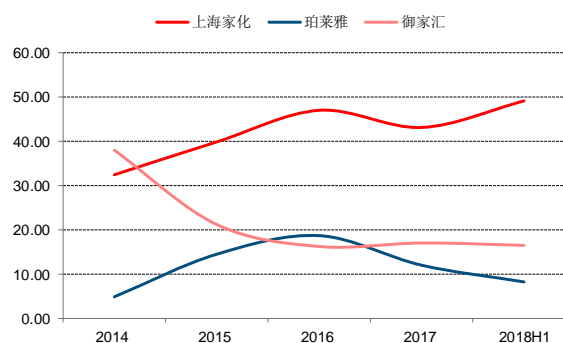
**御家汇：**2018H1 存货周转天数同比减少 24.76 天至 145.69 天；经营性现金流为 1.19 亿元，同比增长 13.98%，其中 2018Q2 同比减少 54.95% 至 0.60 亿元。18H1 公司应收账款周转天数同比减少 3.0 天至 16.48 天。

图 35：化妆品板块主要公司存货周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 36：化妆品板块主要公司应收账款周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### （三）品牌服饰：Q2 增速放缓、休闲表现较好

#### 1、中高端品牌：增长势头延续，盈利能力稳中有升

##### （1）成长能力：延续双位数高增，同店增速依然强劲

2018H1，安正时尚、歌力思、朗姿股份和比音勒芬营业收入同比增长 20.33%、39.15%、22.73% 和 36.50%，对应的归母净利润增速为 25.56%、32.28%、105.72% 和 45.84%；2018Q2，营业收入同比分别增长 13.98%、15.77%、25.07% 和 44.85%，归母净利润同比增速为 20.11%、31.39%、168.03% 和 56.58%。中高端品牌总体延续了 2017H2 的增长趋势，但 Q2 以来，受消费环境整体承压影响，中高端品牌增速有所放缓。

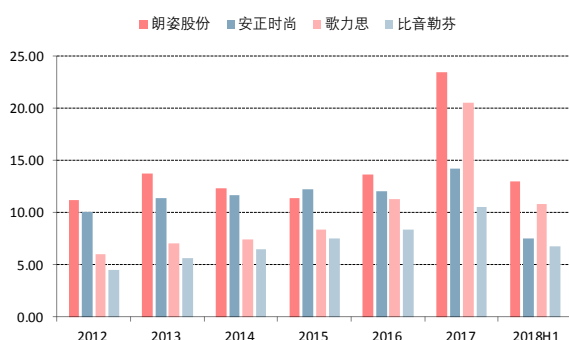
**安正时尚：**2018H1 营业收入 7.52 亿元，同比增长 20.33%；归母净利润 1.62 亿元，同比增长 25.56%。2018Q2 营业收入 3.61 亿元，同比增长 13.98%；归母净利润 0.71 亿元，同比增长 20.11%。主品牌玖姿增长强势，H1 净开店 5 家至 696 家，实现收入 4.94 亿元（+27.11%）；尹默保持高端品牌调性，平稳增长；H1 收入同增 10.75% 至 1.15 亿元，H1 门店数净增 10 家至 100 家；摩萨克受渠道与库存调整影响，收入同降 32.09% 至 0.14 亿元；安正男装因品牌设计总监更换，新老客群交替导致 Q2 收入增速同比、环比均放缓，H1 净开店 5 家至 41 家，收入同增 8.5% 至 0.44 亿元。公司 H1 电商部分提升上新率，实现正价新品线上线下同款、同价、同步销售，促进消费者线上引流，线上收入同增 44.0% 至 1.14 亿元，占比同比提升 2.52 pct 至 15.23%。

**歌力思：**2018H1 营业收入 10.81 亿元，同比增长 39.15%；归母净利润 1.61 亿元，同比增长 32.28%。其中 Q2 单季实现营业收入 5.07 亿元，同比增长 15.77%；归母净利润 0.81 亿元，同比增长 31.39%。2017 年与 2018Q1，主品牌 ELLASSAY 上半年净关店 10 家至 312 家，H1 收入同比增长 14.87% 至 4.46 亿元，Q2 收入有所放缓，同比增长 11.9% 至 2.08 亿。品牌渠道调整效果凸显，收入基本由同店推动，H1 总月店效、直营月店效、同店分别同比增长 10.30%、14.72%、8.49%。

**朗姿股份：**2018H1 营业收入 12.98 亿元，同比增长 22.73%；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%。其中时尚女装业务受益于产品时尚化、年轻化调整和渠道布局的改善，H1 实现营收 6.59 亿元，同比增长 31.47%。

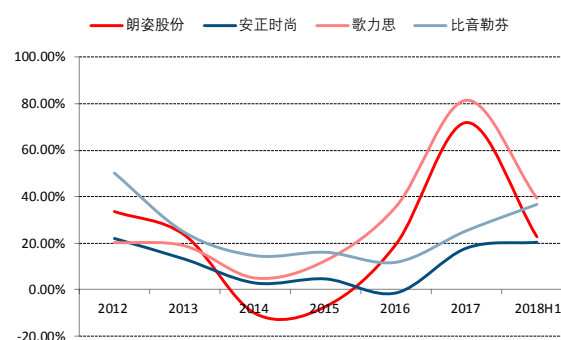
**比音勒芬：**2018H1 实现营业收入 6.76 亿元，同比增长 36.50%；归母净利润 1.22 亿元，同比增长 45.84%。其中 2018Q2 单季实现营业收入 3.05 亿元，同比增长 44.85%；归母净利润 0.38 亿元，同比增长 56.58%。H1 公司门店净增加 33 家至 685 家，同店增长约 25%-30%，为收入增长主要驱动。

图 37：中高端品牌各公司营业收入（亿元）



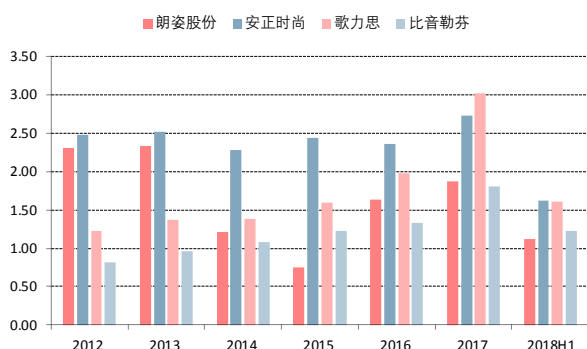
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 38：中高端品牌各公司收入同比



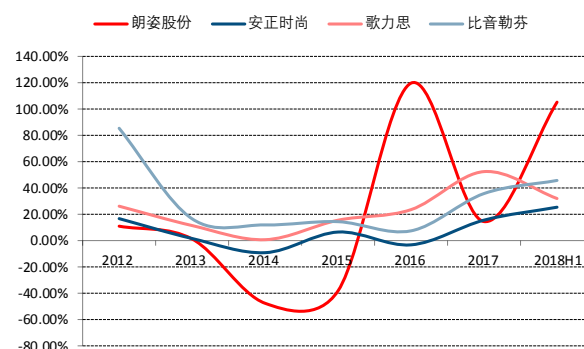
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 39：中高端品牌各公司归母净利润（亿元）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 40：中高端品牌各公司归母净利润同比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## （2）盈利能力：毛利率总体稳定，净利率有所提升

中高端四家公司 H1 平均毛利率略降 0.30 pct 至 64.54%，总体保持稳定。通过推行多品牌战略，各品牌之间发挥协同效应，提升入驻线下渠道的议价能力，同时加强对费用支出的管控，净利率呈现向好趋势，四家公司平均净利率同比提升 1.76 pct 至 16.66%。

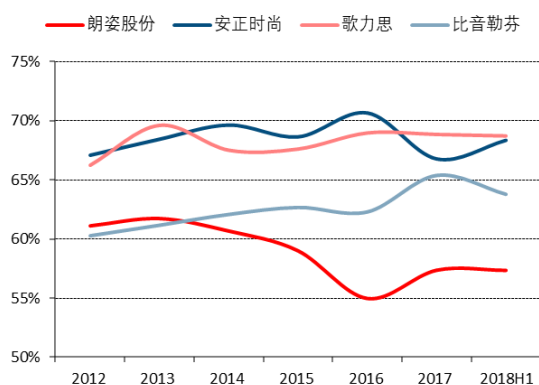
**安正时尚：**2018H1 毛利率同比下降 1.06 pct 至 68.32%，Q2 毛利率同比下降 0.47 pct 至 67.90%，毛利率的下降主要原因是玖姿电商收入占比提升，但得益于理财收入的增长，2018H1 净利率同比提升 0.88 pct 至 21.58%，Q2 净利率同比提升 0.95 pct 至 19.50%。

**歌力思：**2018H1 毛利率同比下降 3.43 pct 至 68.71%，主要受低毛利 IRO 并表影响，同时 ELLASSAY 毛利率亦同降 2.25 pct 至 71.33%。H1 公司期间费用率同比下降 0.8pct 至 45.81%，资产减值损失同比下降 58% 净利率同比减少 0.67 pct 至 17.13%。

**朗姿股份：**2018H1 毛利率同比提升 4.98 pct 至 57.34%，其中时尚女装业务毛利率同比提升 0.61 pct 至 59.09%，公司毛利率提升的驱动主要来自女装业务毛利率提升和高毛利医美业务并表高一生。Q2 公司毛利率同比提升 7.26 pct 至 56.91%。2018H1 净利率同比提升 5.66 pct 至 9.82%，其中 Q2 净利率同比提升 7.21 pct 至 9.80%。

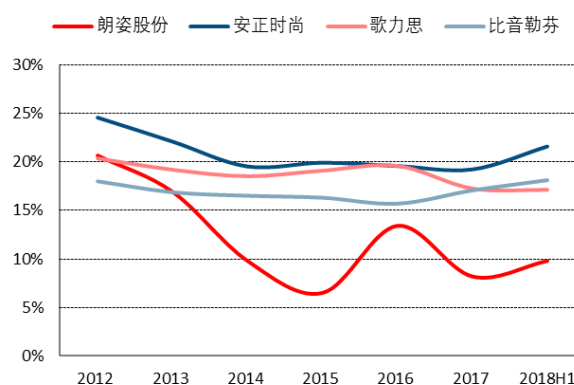
**比音勒芬：**2018H1 毛利率同比提升 0.72 pct 至 63.79%，其中 Q2 毛利率同比提升 0.42 pct 至 63.77%。同时，受益于良好的控费能力与投资收益和收到补助，18H1 净利率提升 1.16pct 至 18.12%，盈利能力持续提升。

图 41：中高端品牌各公司毛利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 42：中高端品牌各公司净利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### (3) 营运能力：存货周转有所放缓，经营活动回款转好

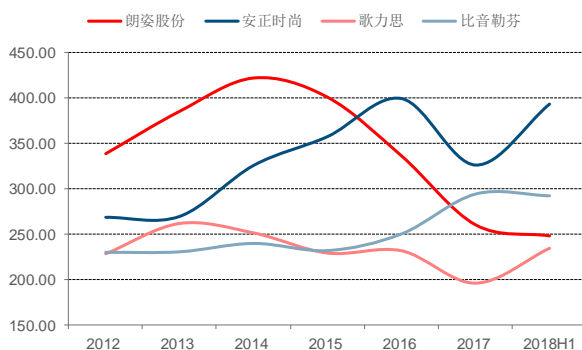
**安正时尚：**2018H1 公司存货周转天数同增 33 天至 393 天，主要原因是公司调整采购策略，提前对秋冬装备货，而存货结构有所改善，18H1 期末两年内存货占比 79%，同比提升约 17 pct。亦受提前备货影响，H1 公司经营性现金流净额同比减少 158%至-0.43 亿元。H1 应收账款周转天数同比略降 0.47 天至 25.89 天。

**歌力思：**H1 存货周转天数同比下降 38 天至 234.5 天，领先中高端女装同业。回款能力提升，应收账款周转天数同比下降 2 天至 48.2 天，经营性现金流净流入额同比增长 25.42%至 1.79 亿元。

**朗姿股份：**存货期末金额较去年同期有所下降，占总资产比例同比下降 2.33pct 至 8.99%。但 H1 存货整体水平高于去年同期，2018H1 存货周转天数为 247.46 天，较去年同期增加 18.98 天。受益于净利润的大幅增加和运营净资本的减少，上半年公司经营性现金流量净额同比增加 167%至 1.37 亿元。

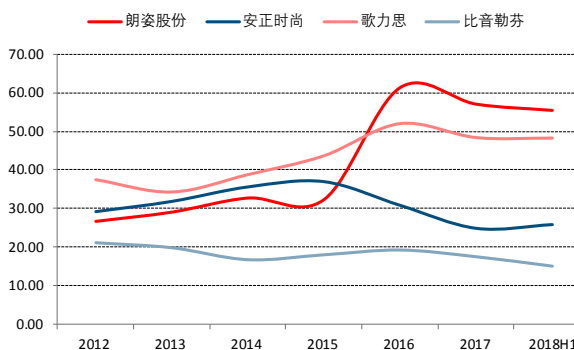
**比音勒芬：**H1 公司由于新开门店铺货需求增长以及为秋冬产品进行备货，存货较期初增加约 1 亿元，存货周转天数同比增加 57.08 天至 292.16 天。回款能力方面，H1 应收账款周转天数同比下降 1.26 天至 14.93 天。现金流方面，销售商品获得现金流入与收入增长基本匹配，而由于新店铺货及秋冬备货增加，导致经营净现金流同比减少 64.29%至 0.41 亿元。

图 43：中高端品牌各公司存货周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 44：中高端品牌各公司应收账款周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 2、大众品牌：龙头表现可圈可点、盈利能力向好趋势

### (1) 成长能力：调整成效显著，18H1 明显复苏

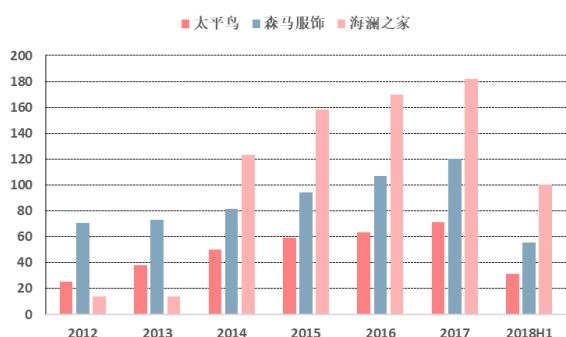
在三四线城市消费升级背景下，经过较长时间的供应链能力提升、以及库存清理到位、渠道结构升级与品牌年轻化调整后，龙头业绩表现喜人。2018H1 大众品牌整体延续了 2017H2 的增长态势，但 Q2 以来受消费环境下行和天气等多重原因影响，增速环比 Q1 有所放缓，但龙头公司表现依然优于行业平均。

**太平鸟：**公司顺应客流趋势，大力发展购物中心店，线上线下互通有利推进，2018H1 营业收入同比增长 12.61%至 31.69 亿元，归母净利润同比增长 109.64%至 1.97 亿元，其中 2018Q2 营收同比增长 10.16%至 14.3 亿元，归母净利润同比增长 81.12%至 0.64 亿元。H1 收入和利润增长的驱动力主要系品牌定位调整成效见显，TOC 模式运营成熟，加盟店盈利及周转率不断改善，出售宜昌制造，政府补助及理财收益。

**海澜之家：**2018H1 营业收入同比增长 8.22%至 100.14 亿元，归母净利润同比增长 10.17%至 20.66 亿元，其中 2018Q2 营收同比增长 3.26%至 42.27 亿元，归母净利润同比增长 8.08%至 9.35 亿元。线上 Q2 收入同比增长 2.7%，增速环比明显下降，拖累 Q2 整体收入增速。

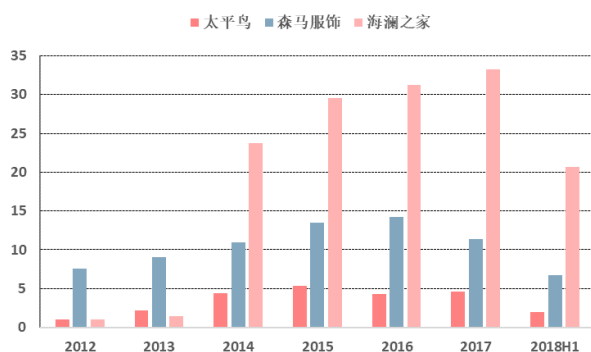
**森马服饰：**2018H1 营业收入同比增长 24.79%至 55.32 亿元，归母净利润同比增长 25.00%至 6.67 亿元；其中 2018Q2 营业收入同增 27.62%至 30.20 亿元，归母净利增长 26.01%至 3.55 亿元；得益于公司强化渠道整合，门店管理和购物中心推广，2018H1 线下收入 38.89 亿元，同比增长 22.14%，其中直营、加盟分别增长 26.11%、21.12%，实现较好增长；电商业务仍旧保持快速发展，同比增长 32%。

图 45：大众品牌各公司营业收入（亿元）



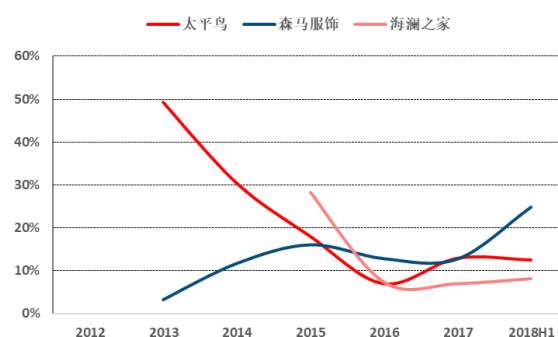
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 47：大众品牌各公司归母净利润（亿元）



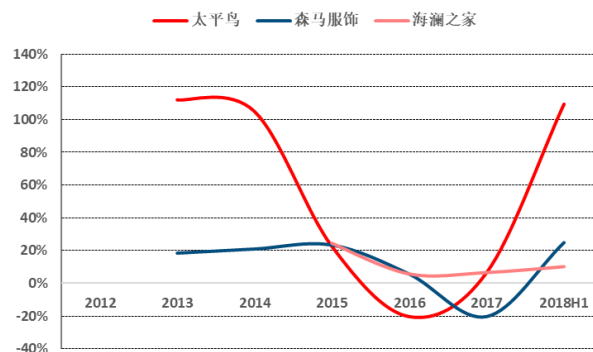
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 46：大众品牌各公司收入同比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 48：大众品牌各公司归母净利润同比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

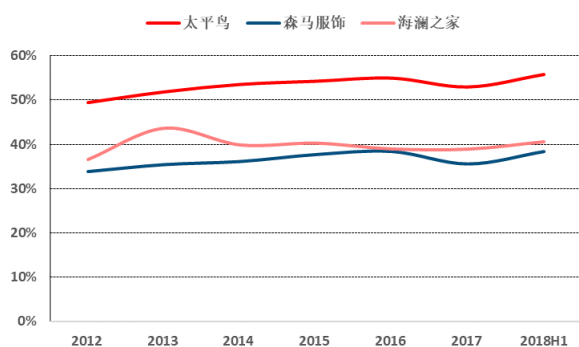
## (2) 盈利能力：毛利率与净利率呈现转好趋势

**太平鸟：**2018H1 毛利率同比微降 0.38pct 至 55.77%，主要是 PB 女装、童装线上处理库存加大，毛利率分别同比减少 2.98 pct、4.66pct 至 54.61%、51.82%。2018Q2，毛利率同比下降 1.74 pct 至 56.5%。受益于期间费用率同比下降，2018H1 净利率同比增加 2.84 pct 至 6.06%；2018Q2 净利率同比提升 1.73pct 至 4.32%。

**海澜之家：**2018H1 公司毛利率为 40.59%，同比略有增加，其中主品牌海澜之家受益于直营开店增加，毛利率同比提升 3.44pct 至 43.39%；2018Q2 为 41.54%，同比基本持平。2018H1 净利率同比微增 0.36pct 至 20.63%；2018Q2 净利率同比增加 0.98pct 至 22.12%。

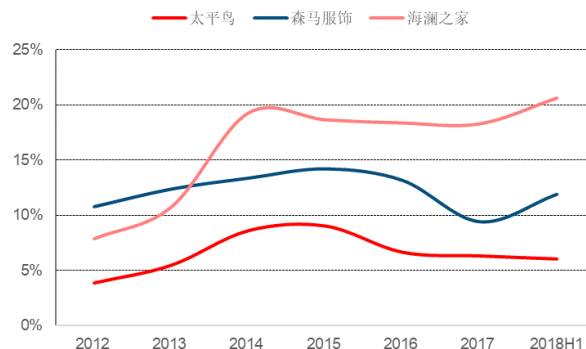
**森马服饰：**2018H1，毛利率同比下降 1.84pct 至 38.34%，主要由于存货处理、电商占比提升造成。休闲服饰毛利率下滑 3.5 pct，童装下滑 0.55 pct；受益于 H1 期间费用率小幅减少，净利率基本稳定，同比减少 0.03 pct 至 11.89%。其中 Q2 毛利率同比下降 0.81 pct 至 37.73%，净利率同比下降 0.13 pct 至 11.59%。

图 49：大众品牌各公司毛利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 50：大众品牌各公司净利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

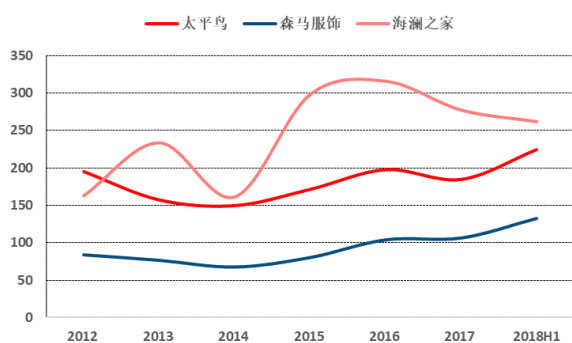
## (3) 营运能力：存货边际改善，库龄结构优化

**太平鸟：**公司库存洪峰已去，库存结构优化，加快全品牌推行 TOC，周转率加快，2018H1 存货周转天数同比降低 5.50 天至 224.86 天，应收账款周转天数同比增加 2.12 天至 22.94 天。受应付账款周转天数减少，提前备货导致存货数量增加影响，H1 公司经营性现金流为-2.71 亿元，同比减少 73%。

**海澜之家：**2018H1 存货周转天数同比降低 14.87 天至 261.97 天，应收账款周转天数同比降低 3.01 天至 9.56 天。库龄结构进一步优化，使得本期存货周转天数大幅下降，同时直营店加快扩张显著提升汇款能力。H1 公司经营性现金流净额同比增长 58.51%至 8.4 亿元。

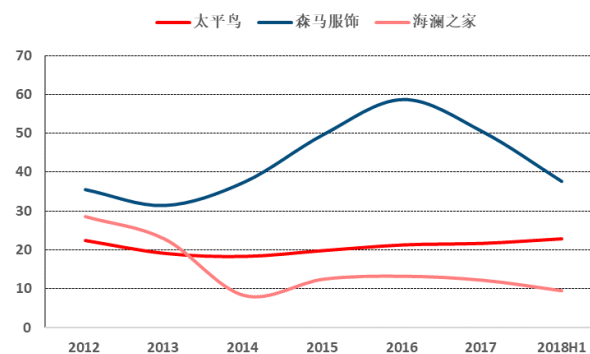
**森马服饰：**公司进一步加强对库存的管理力度，2018H1 存货周转天数同比降低 23.76 天至 132.62 天，应收账款周转天数同比降低 25.53 天至 37.60 天，主要是加盟商经销情况良好，现金流健康，侧面验证公司产品在零售终端表现良好。现金流方面，公司 H1 由于采购商品现金流出较多，经营性现金流净额为-0.08 亿元，但库存、应收账款均状况良好。

图 51：大众品牌各公司存货周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 52：大众品牌各公司应收账款周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### 3、家纺：Q2 以来线上增速放缓，整体增速承压

#### (1) 成长能力：Q2 以来线上增速放缓，整体增速承压

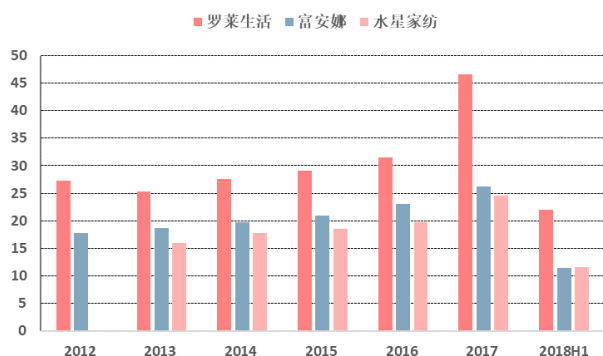
消费升级、房产市场旺盛带来的乔迁、新婚等刚需增长继续推动家纺行业景气度提升，原材料成本上涨、线上线下渠道资源倾斜，促行业集中度提升。但 2018 年以来随新型社交电商崛起，主流平台面临分流影响，导致家纺龙头线上增速整体有所减缓。2018H1 罗莱生活、水星家纺与富安娜营收同比增速分别为 10.87%、16.53% 与 19.21%，2018Q2 营收增速 11.01%、8.89% 与 12.02%，基本延续了前期增长趋势，但 Q2 线上收入增幅放缓拖累整体增速。

**罗莱生活：**2018H1 公司营业收入同比增长 10.87% 至 21.97 亿元；归母净利润同比增长 35.14% 至 2.18 亿元；其中 2018Q2 单季度营收同比增长 11.01% 至 10.25 亿元，归母净利润同比增长 38.3% 至 0.62 亿元。H1 线上收入同比增长 15-20%，较去年线上收入约 40% 的增速有所放缓，放缓原因主要是电商高基数效应与 18H1 各主流平台流量遇瓶颈。

**水星家纺：**2018H1 公司营业收入同比增长 16.53% 至 11.60 亿元；归母净利润同比增长 20.86% 至 1.20 亿元，收入增长主要依靠线下带动，线下增长超过 20%，公司推动终端新旧动能转换，升级终端形象等促进线下销售；2018Q2，营业收入同比增长 8.89% 至 5.63 亿元；归母净利润同比增长 15.55% 至 0.47 亿元，上半年社交电商的爆发增长，挤压公司高价产品市场，电商增速未达预期，拖累利润表整体。

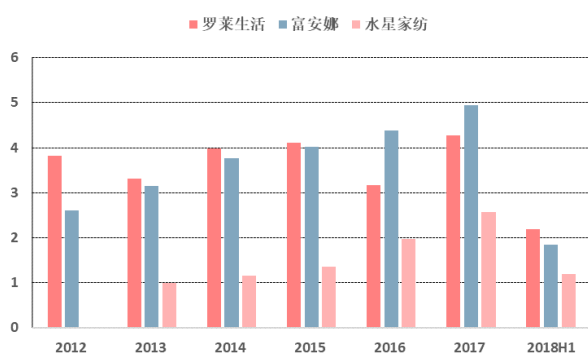
**富安娜：**2018H1，公司实现营业收入 11.46 亿元、同比增长 19.21%；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 16.56%，其中电商增长超 20%，成为业绩提升的强劲动力；2018Q2，实现营业收入 5.93 亿元、同比增长 12.02%，归母净利润 0.88 亿元、同比增长 10.99%，线上作为重点战略平台及增长所在，Q2 增速有所放缓，拖累整体增速。

图 53: 家纺品牌各公司营业收入 (亿元)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 55: 家纺品牌各公司归母净利润 (亿元)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

## (2) 盈利能力: H1 毛利率整体稳定, 水星家纺有所下降

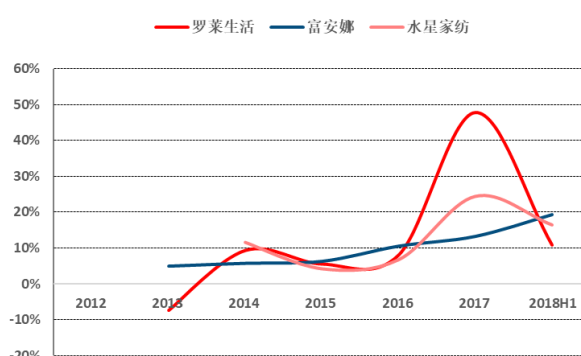
2017 年与 2018Q1, 家纺行业毛利率均有所下滑, 主要是原材料成本上涨, 而产品提价滞后所致, 伴随着产品端逐渐提价, H1 毛利率整体同比较为稳定, 而水星家纺受部分原材料价格上涨拖累毛利率。

**罗莱生活:** 2018H1, 毛利率同比微升 0.36pct 至 45.33%, 基本稳定。2018Q2 受益于产品端逐渐提价, 毛利率同比增加 2.44pct 至 47.89%。2018H1, 净利率同比增加 1.42pct 至 10.27%, 2018Q2 净利率同比提升 1.06pct 至 6.49%, 控费效果显现。

**水星家纺:** 2018H1, 毛利率同比降低 1.03 pct 至 35.87%, 主要系部分原材料涨价拉动营业成本的快速增长。2018Q2, 毛利率同比下降 1.70 pct 至 35.28%。得益于规模效应、电商占比提升以及控费良好, 2018H1 净利率稳中有升, 同比提升 0.37 pct 至 10.31%, 2018Q2, 净利率同比上升 0.48 pct 至 8.37%。

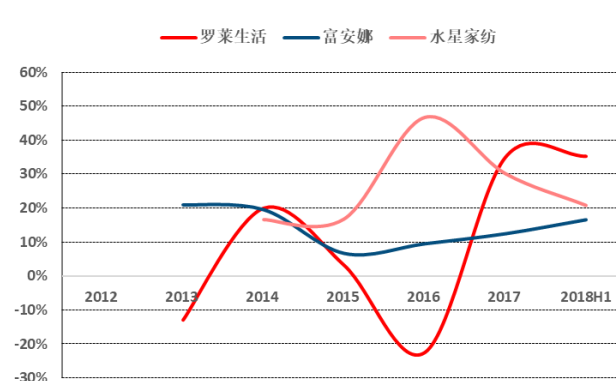
**富安娜:** 2018H1, 毛利率同比增加 0.44 pct 至 50.66%, 2018Q2, 毛利率同比微升 0.22pct 至 50.41%, 毛利率水平继续领先同业。受新增门店数量增加的影响, 2018H1, 净利率同比下降 0.37pct 至 16.13%; 2018Q2, 净利率同比下降 0.14pct 至 14.82%。

图 54: 家纺品牌各公司收入同比



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

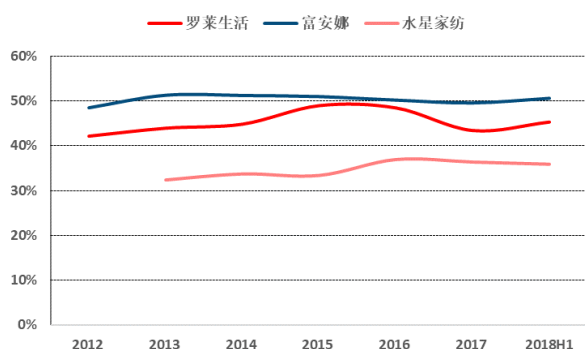
图 56: 家纺品牌各公司归母净利润同比



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

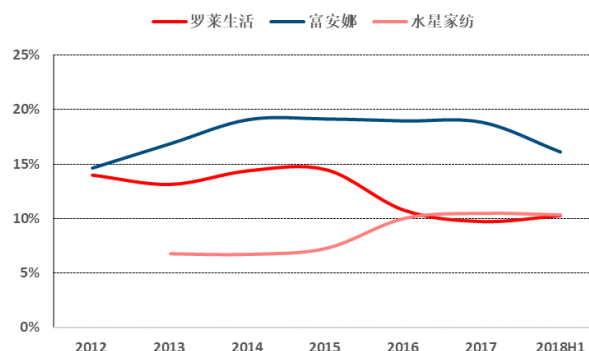


图 57：家纺品牌各公司毛利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 58：家纺品牌各公司净利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

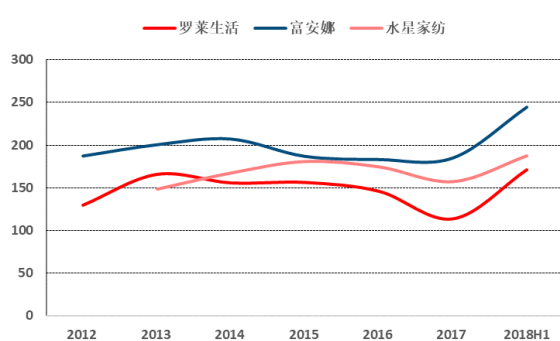
### (3) 营运能力：优化订货会制度，控制存货且加快周转

**罗莱生活：**2018H1 存货周转天数提升 27.73 天至 171.20 天；应收账款周转天数提升 6.97 天至 37.65 天。主要为稳定开店，销售规模扩张导致备货增加约 2 亿，原辅料备货增加约 5000 万，营运能力受到影响。H1 公司经营性现金流为-0.34 亿元，主要受销售增加与提前备货导致。

**水星家纺：**供应链的进一步提升和优化，加快存货流转，2018H1 存货周转天数降低 13.12 天至 187.34，存货周转转好，应收账款周转天数提升 1.35 天至 19.4 天。面对原材料价格上涨，公司提前备货，导致 H1 经营性现金流净额减少至-1.98 亿元。

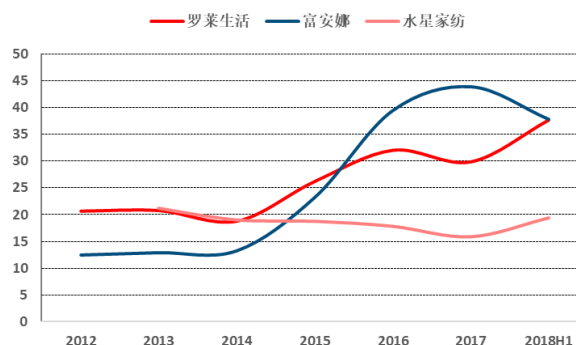
**富安娜：**通过周期管理，供应资源整合等，加快周自转速度和供应速度，2018H1 存货周转天数比降低 21.13 天至 244.63 天。得益于从结盟商回款能力的增强，应收账款周转天数下降 7.18 天至 37.83 天。得益于从加盟商回款能力增强，H1 经营性现金流净额同比增长 141.69%至 0.71 亿元。

图 59：家纺品牌各公司存货周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 60：家纺品牌各公司应收账款周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 4、运动：行业竞争格局好，龙头强者恒强

运动行业高景气度延续，行业竞争格局较好，CR5 市占率超 50%，高于其他服装细分领域，运动产品重功能性而轻时尚性，容易形成规模效应，再加体育营销资源稀缺，龙头强者恒强。2018H1 安踏、李宁两家运动服饰龙头共实现营收 152.66 亿人民币，同比增长 34.87%，增速提升明显；H1 共实现归母净利润 22.13 亿人民币，

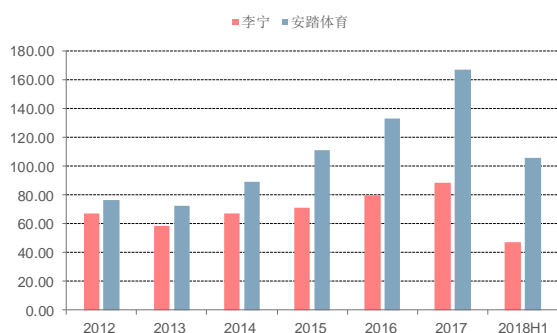
同比增加 34.92%。

**(1) 成长能力：运动服饰景气度提升，龙头营收提速**

**李宁：** 收益于新产品的成功与渠道结构的调整，H1 公司营收同比增长 17.94% 至 47.13 亿人民币，较 2017 年营收增速提升 7.22 pct；H1 归母净利润 2.69 亿元，同比增长 41.97%。

**安踏体育：** H1 公司安踏主品牌稳健增长，FILA 超预期，公司实现营业收入 105.54 亿元，同比增长 44.11%；归母净利润 19.45 亿元，同比增长 34.00%。

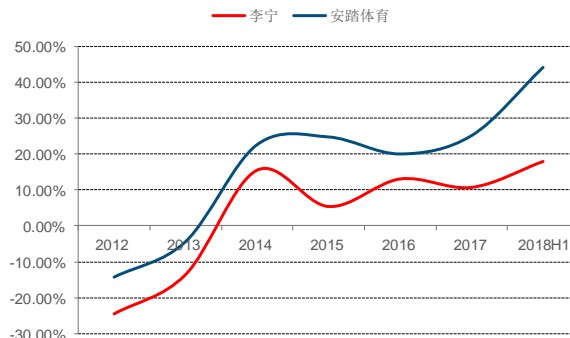
图 61：运动品牌各公司收入（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

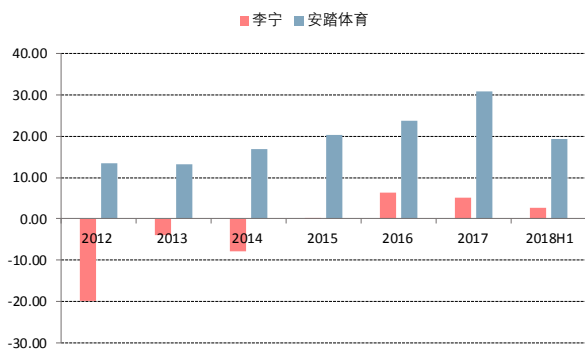
注：营业收入及净利润换算均用 2018 年 4 月 15 日汇率

图 62：运动品牌各公司收入同比（%）



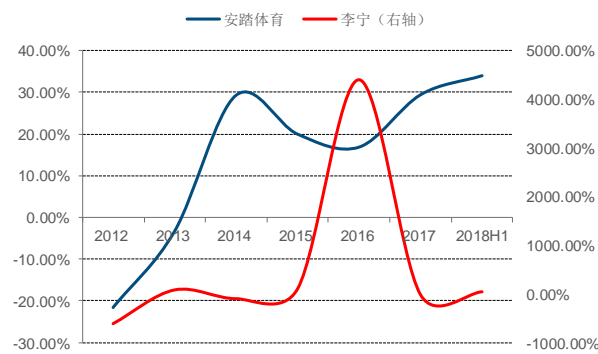
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 63：运动品牌各公司归母净利润（亿元）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 64：运动品牌各公司归母净利润同比（%）



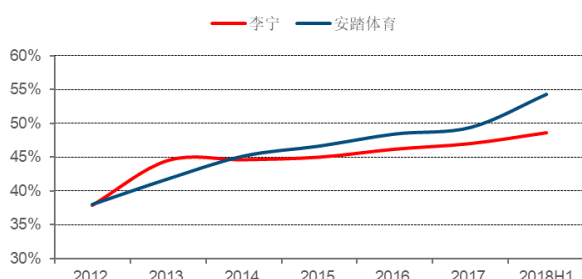
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**(2) 盈利能力：高毛利产品占比提升叠加电商快速发展，驱动毛利率提升**

**李宁：** 公司 H1 毛利率同比提升 1.02 pct 至 48.67%，毛利率的提升主要受益于新品的成功与渠道结构调整。H1 公司净利率同比提升 0.97 pct 至 5.69%。H1 公司经营活动现金流净额同比增加 12% 至 6.6 亿人民币。

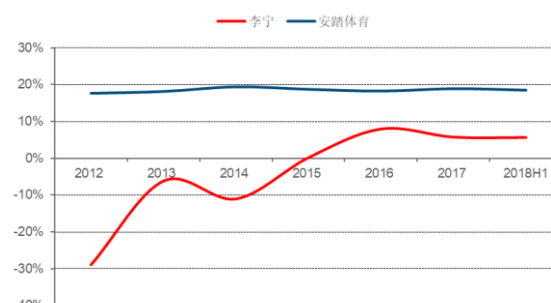
**安踏体育：** 18H1 公司毛利率同比提升 3.7 pct 至 54.26%，创历史新高，毛利率的提升主要收益于高毛利 Fila 占比提升与安踏主品牌电商占比的增加。H1 公司归母净利率同比下降 1.4 pct 至 18.4%，主要受营销、赞助费用增加与汇兑损失影响。现金流方面，H1 公司经营性现金流净额同比减少 28% 至 14.76 亿元，主要受应付账款减少和预付给供应商款项的增加影响。

图 65：运动品牌各公司毛利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 66：运动品牌各公司净利率



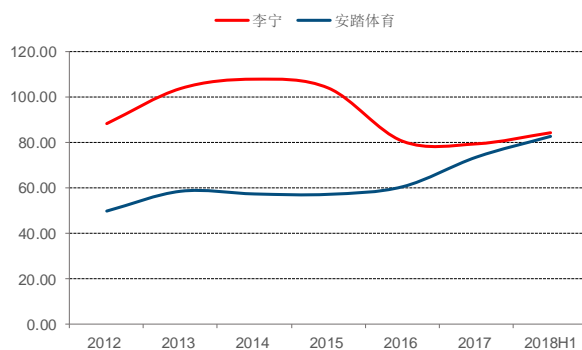
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### (3) 营运能力：应收及存货周转加快，运营提效

**李宁：**公司 H1 存货周转天数同比略降 0.42 天至 84.16 天，但存货结构有明显改善，12 个月以上存货占比同降约 6 pct 至 13%。公司应收账款周转天数持续好转，H1 同比减少 14.03 天至 41.66 天。

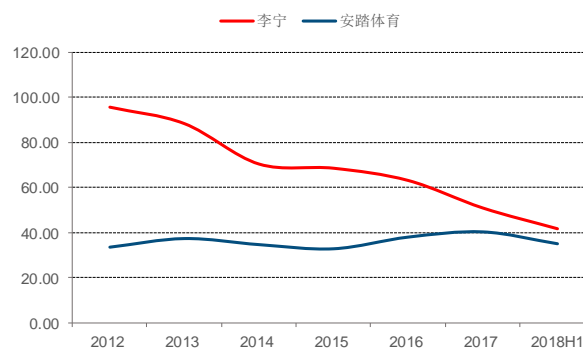
**安踏体育：**18H1 公司存货金额同比增加 5.5% 至 22.74 亿元，存货周转天数同比上升 14.48 天至 82.59 天，增幅较大的原因是 FILA 直营存货周转天数较高，FILA 收入占比的提升拉高了整体存货周转天数。而分品牌看，安踏和 FILA 两大品牌库存情况同比均有所改善。

图 67：运动品牌各公司存货周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 68：运动品牌各公司应收账款周转天数



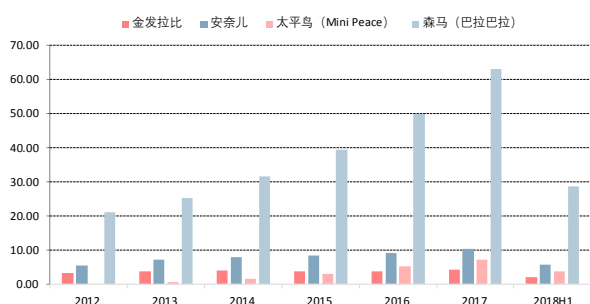
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 5、童装：行业持续高景气，巴拉龙头增速稳定

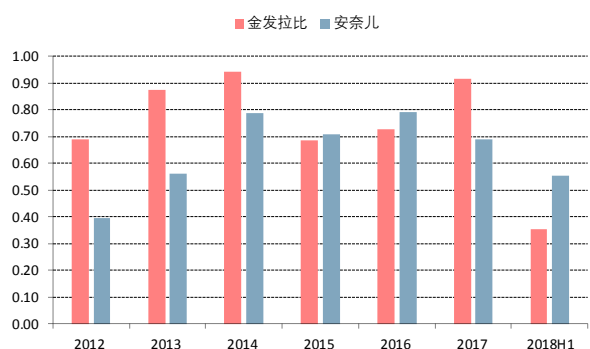
### (1) 成长能力：行业红利充足，营收延续高增长

受益于二胎政策放开和年轻家庭消费观念升级，童装市场需求良好且成长空间大。2018H1 金发拉比、安奈儿、小太平鸟与巴拉巴拉的营收分别为 1.97 亿元、5.68 亿元、3.80 亿元、28.69 亿元，同比增速 11.99%、17.48%、35.15%、27.70%。其中金发拉比与安奈儿归母净利润分别变化+15.45%、24.62% 至 0.35 亿元、0.55 亿元。

2018Q2，金发拉比、安奈儿、小太平鸟营收分别为 0.98 亿元、2.64 亿元、1.64 亿元，同比分别增长 13.09%、12.96%、19.43%，均保持双位数增长。我们测算巴拉巴拉 Q2 亦保持 20%+ 增速，童装龙头延续高增趋势。其中 Q2 金发拉比与安奈儿归母净利润分别增长 6.36%、83.83% 至 0.14 亿元、0.19 亿元。

**图 69：童装各公司营业收入（亿元）**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 71：童装各公司净利润（亿元）**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

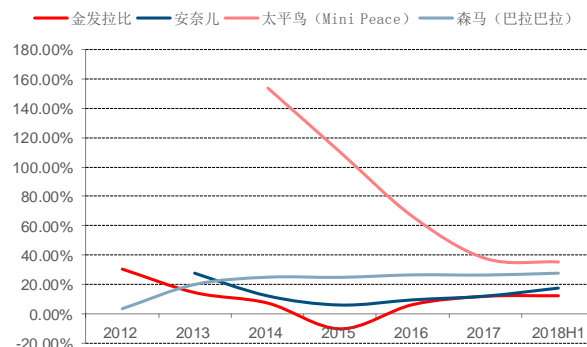
## （2）盈利能力：线上销售占比提升拖累毛利率，净利率稳中有升

**金发拉比：**得益于加强采购及委外加工成本控制，2018H1 毛利率同比提升 3.29 pct 至 52.86%；净利率同比提升 0.51 pct 至 7.90%。Q2 毛利率同比提升 5.50 pct 至 52.43%，受股权激励成本与研发费用增长，净利率同比减少 0.94 pct 至 14.62%。

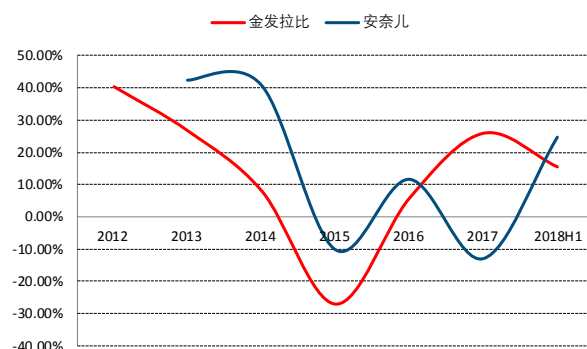
**安奈儿：**2018H1 公司毛利率受原材料价格上升和线上收入占比提升影响，同比减少 1.39 pct 至 57.19%，其中 Q2 毛利率同比减少 1.83 pct 至 55.13%；H1 控费效果良好，期间费用率同降 0.73 pct 至 44.66%，H1 净利率同比提升 0.56 pct 至 9.75%，其中 Q2 净利率同比提升 2.82 pct 至 7.30%。

**太平鸟童装 Mini Peace：**亦受线上销售占比提升影响，2018H1 Mini Peace 毛利率同比下降 4.66 pct 至 51.82%，其中 Q2 Mini Peace 毛利率同比下降 1.71 pct 至 54.10%。

**森马服饰童装巴拉巴拉：**2018H1 巴拉巴拉童装毛利率同比略降 0.55 pct 至 42.02%，基本保持稳定。

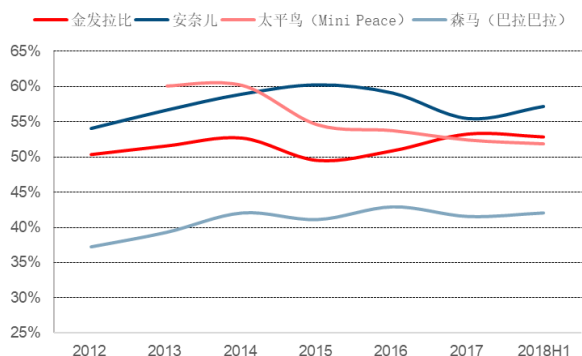
**图 70：童装各公司收入同比增速**


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**图 72：童装各公司利润同比增速**


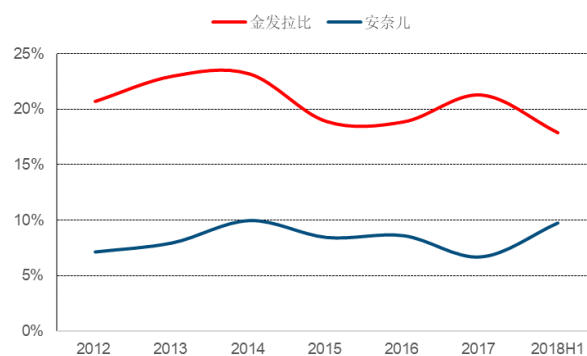
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 73：童装各公司毛利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 74：童装各公司净利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

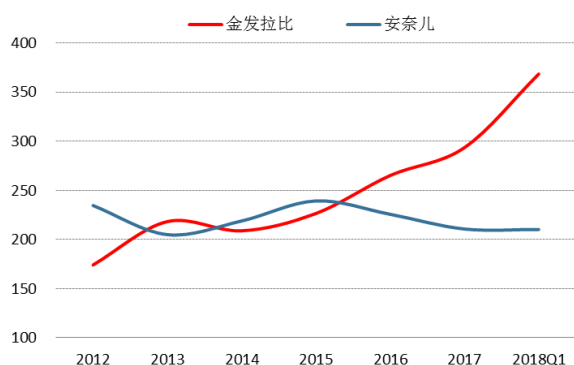
### (3) 营运能力：跑马圈地抢占市场，加大备货

童装行业红利充足，为抢占市场份额，板块公司快速拓展线下渠道，加快发展线上业务，销售额增长得以保障，但也导致存货铺货较多，精细化管控效率有待提升。

**金发拉比：**受直营网店铺设力度加大，备货增加影响，H1 存货金额 2.08 亿元，同比增加 45.28%；存货周转天数同比增加 88.27 天至 379.67 天，应收账款周转天数同比增加 6.33 天至 46.14 天。H1 公司经营性现金净额同比减少 63.37% 至 0.11 亿元

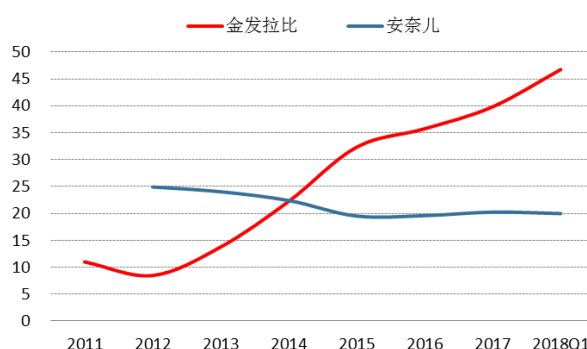
**安奈儿：**同样受购物中心大店占比提升与备货增加影响，2018H1 公司存货金额同比增加 54.05% 至 3.62 亿元；存货周转天数同比增加 29.87 天至 243.8 天，应收账款周转天数基本不变。H1 公司经营性现金流亦受备货增加影响，同比减少 113% 至 -0.07 亿元

图 75：童装各公司存货周转天数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 76：童装各公司应收账款周转天数



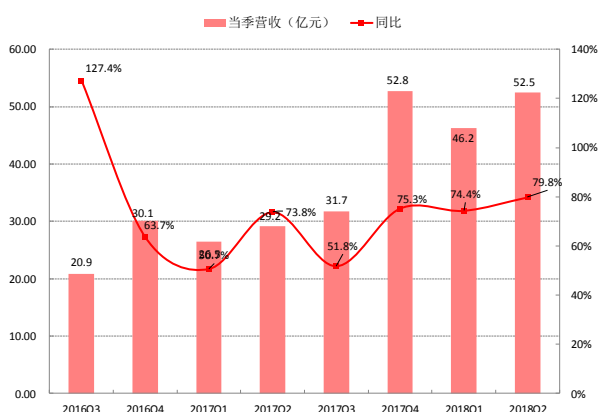
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## (四) 电商新模式：业绩符合预期，电商增速亮眼

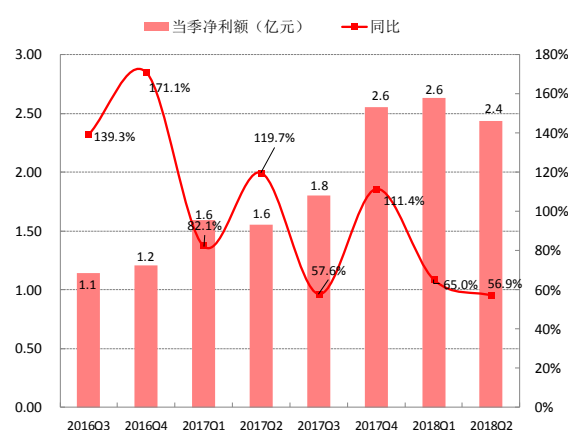
### 1、跨境通：业绩稳增现金流改善，持续强化核心竞争力

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%。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%。

**图 77：公司营业收入及增速按季度拆分**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图 78：公司归母净利润及增速按季度拆分**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### （1）服装站增速提升，优壹电商并表增厚进口业绩

**出口业务方面**，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。

**进口业务方面**，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。

**表 79：公司营业收入拆分（亿元）**

	2017H1	2018H1	同比增长
跨境通总收入	55.72	98.75	77.20%
出口电商业务	49.10	70.71	44.00%
-环球易购出口	40.30	56.09	39.19%
-前海帕拓逊	8.80	14.61	65.95%
出口电商业务			
—自营站收入（环球易购自营站）：	25.84	36.84	42.58%
服装类自营网站	12.76	16.53	29.50%
电子类自营网站	13.07	20.31	55.40%
—第三方平台收入：	23.26	33.87	45.56%
环球易购第三方平台	14.46	19.26	33.20%
前海帕拓逊-三方平台	8.80	14.61	65.95%
进口业务	4.35	28.51	
—环球易购进口	4.35	2.14	-50.90%
—优壹电商	0.00	26.37	-

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**表 80：公司自营站 GMV**

GMV类别	2018H1（亿元）	2017H1（万元）	同比增长（%）
电子类网站（含移动端）	32.02	20.78	54.11
服装类网站（含移动端）	24.43	18.72	30.5
合计	56.45	39.50	42.92

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**表 81：公司服装站流量数据**

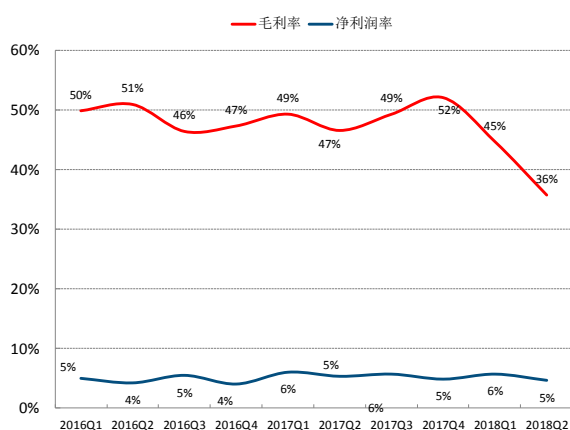
指标名称	ZAFUL		Rosegal	
	2018年6月	2017年12月	2018年6月	2017年12月
注册用户数（万人）	1,694	1,083	1,501	1,083
MAU（万人）	2,401	1,779	2,018	1,779
月均访问量（万次）	11,825	8,563	9,686	8,563
90天复购率（%）	27.3	26.82	33.7	26.82
月均流量转化率（%）	1.91	1.79	1.98	1.79
在线SKU数（万）	4.85	4.8	13.39	4.8
月均客单价（美元）	48.9	51.69	36.8	40.38

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## （2）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

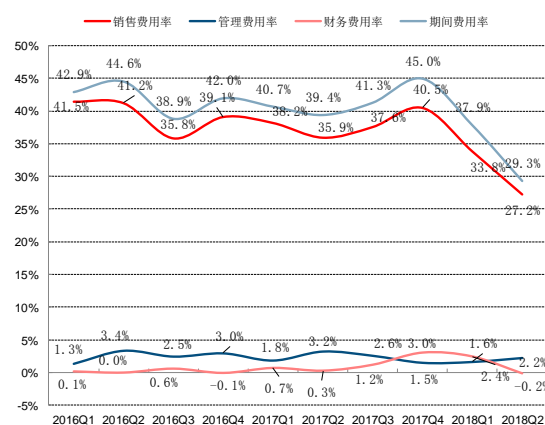
2018H1 公司毛利率 40.0%，同比下降 7.9% pct，主要受低毛利率（10.2%）的优壹电商并表影响。公司原有电子产品受益于品牌化的持续推进，毛利率同比提升 2.8 pct 至 47.1%。销售及管理费用率亦受并表因素影响，分别回落 6.7 pct 及 0.6 pct 至 30.3% 及 2.0%。受上半年人民币升值影响，公司 2018H1 产生汇兑损失 1746 万元（2017H1 为汇兑收益 1953 万元），叠加利息支出增加导致财务费用率同比提升 0.59 pct 至 1.04%。此外，公司 2018H1 坏账损失同比增加 1037 万，导致资产减值损失较去年增加 1544 万。综上，公司 2018H1 归母净利率同比下降 0.6 pct 至 5.1%。

图 82：公司销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 83：公司期间费用率变动情况

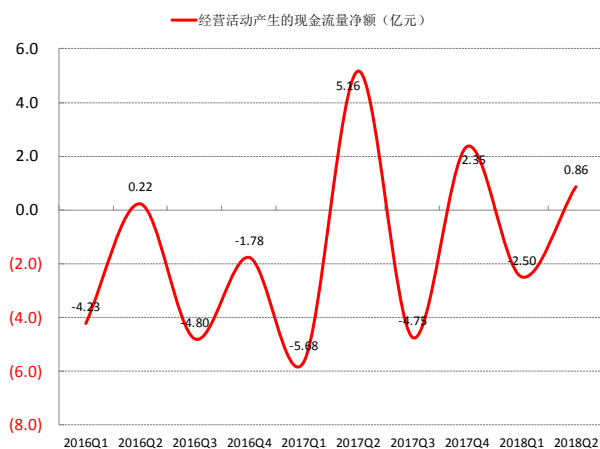


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### （3）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。

图 84：公司经营性现金流情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### （4）加码仓储、人才与自有品牌建设，核心竞争力不断强化



**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。

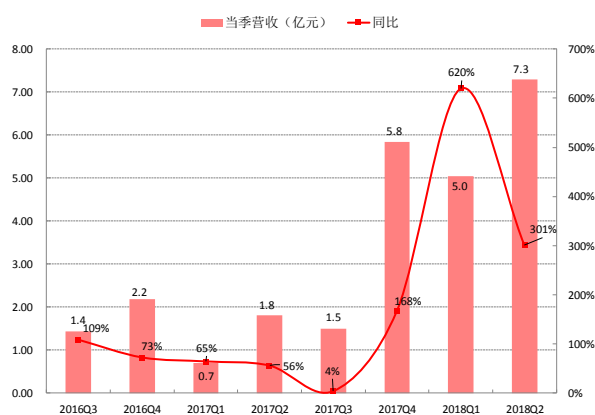
**重视人才队伍建设，技术能力不断提升。**公司积极引进高端人才，先共有研发人员 1196 人，占员工总数的 18%，其中网络技术研发人员 740 人，品牌设计人员 290 人，产品研发人员达到 189 人，大数据研发人员达到 168 人，整体技术优势不断强化，在产品页面推荐、广告推广方面技术领先。

**自有品牌占比提升，利润率有望进一步提高。**2018H1 公司自有品牌营收 34.9 亿元，占比 35.3%，较期初提升 4.6 pct。公司旗下的优秀品牌，如帕拓逊的 MPOW、环球易购的 ZAFUL、LANGRIA、SOUAIKI、iHaper 等产品力不断提升，品牌效应逐步显现，外来随着自有品牌占比的提升，公司利润率有望进一步提高。

## 2、南极电商：业绩高增符合预期，多品类优势持续强化

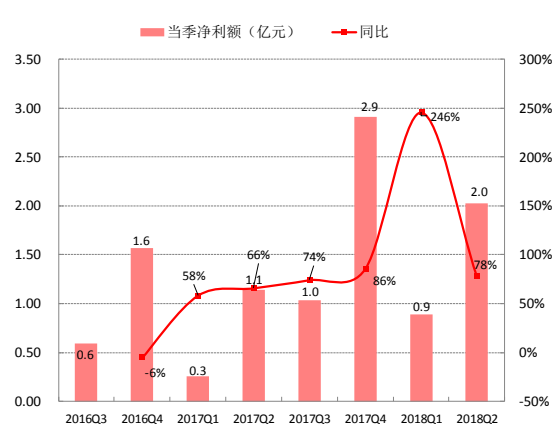
2018H1 南极电商实现营业收入 12.3 亿元，同增 390.1%；归母净利润 2.9 亿元，同增 108.6%。Q2 实现营收 7.3 亿元，同增 301.5%；归母净利润 2.0 亿元，同增 77.6%。2018H1 时间互联实现营收 9.1 亿元，撇除时间互联并表因素后，2018H1 公司营收 3.3 亿元，同增 30.9%，毛利率为 90.7%，同比提升 10.4 pct。

图 85：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 86：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### (1) 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 Q2GMV 同比增长 48.5% 至 34.2 亿元，在 2018Q2 行业整体增速下行的背景下，南极电商 GMV 依然保持快速增长。我们测算 2018H1 服务费率为 4.1%，同比下降 0.49 pct，货币化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。**2018H1 南极人 GMV 同增 53.6% 至 56.9 亿，卡帝乐 GMV 同增 119.1% 至 9.3 亿，经典泰迪 GMV 同增 671.3% 达 0.59 亿。

**表 87：公司主要品牌 2018H1GMV 与同比增速**

	2018H1 GMV (亿元)	2017H1 GMV (亿元)	同比增速
南极人	56.91	37.04	53.6%
卡帝乐	9.26	4.23	119.1%
经典泰迪	0.59	0.08	671.3%
南极人+	0.54	0.50	7.5%
南极人 home	0.37	0.13	186.8%
PONY	0.17	0.00	-
奥特曼	0.06	0.00	-

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

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。在国内头部电商平台 GMV 增速放缓的背景下，公司 2018H1 阿里平台 GMV 同增 64.8% 达 47.3 亿，京东同增 15.7% 达 12.8 亿，拼多多同比大幅增长 341.2% 达 5.9 亿。

**表 88：公司主要平台 2018H1GMV 与同比增速**

	2018H1 GMV (亿元)	2017H1 GMV (亿元)	同比增速
阿里	47.30	28.70	64.8%
京东	12.81	11.07	15.7%
拼多多	5.89	1.34	341.2%
唯品会	1.63	0.90	81.3%
电视购物	0.20	0.00	-
其他	0.06	0.00	-

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

分品类看，成熟品类保持快速增长，新品类积极拓展。2018H1 南极人成熟品类内衣和家纺 GMV 分别保持 57.3%、41.3% 的快速增长；箱包服饰（南极人+174%、卡帝乐+517%）、健康生活（南极人+138%/卡帝乐+110%）、男装（南极人+74%、卡帝乐 129%）和母婴（南极人+72%、卡帝乐+3069%）同比增速强劲。

2018H1 公司多达 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。南极人的内裤、文胸、休闲裤、衬衣、床单、蚊帐、枕芯、被套、手套、儿童居家服、儿童内衣；卡帝乐鳄鱼的拉杆箱、钱包、低帮鞋、帆布鞋等产品持续保持细分类目的优势地位。

**表 89：南极人与卡帝乐分部主要品类 2018H1GMV 占比与同比增速**

南极人		
部门	GMV 占比	18H1 同比
内衣事业部	33.2%	57.3%
大家纺事业部	20.5%	41.3%
男装事业部	12.5%	74.2%
大母婴事业部	12.3%	72.2%
健康生活事业部	10.8%	137.9%
女装事业部	7.5%	-10.7%
运动户外事业部	1.3%	33.4%
箱包服饰事业部	1.5%	173.7%
鞋品事业部	0.6%	-28.0%
线下综合事业部	0.0%	-86.2%
卡帝乐		
部门	GMV 占比	18H1 同比
箱包服饰事业部	28.7%	517.2%
鞋品事业部	27.5%	53.2%
男装事业部	21.0%	128.7%
线下综合事业部	12.2%	69.2%
大家纺事业部	4.5%	553.7%
内衣事业部	2.8%	-10.4%
运动户外事业部	2.3%	-39.2%
大母婴事业部	0.6%	3068.6%
女装事业部	0.4%	-
健康生活事业部	0.2%	110.3%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### （2）原有业务毛利率提升，时间互联并表拉低整体毛利率

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%。

### （3）应收账款改善明显、本部现金流大幅增长

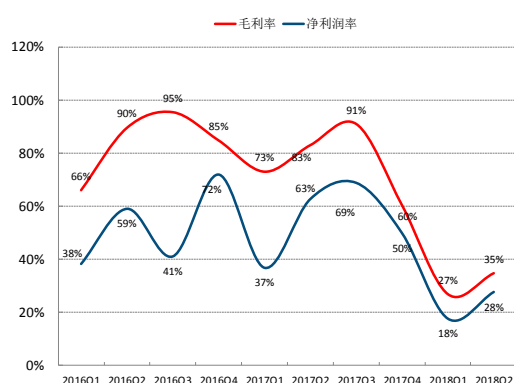
2018H1 公司应收账款总额 10.7 亿元，拆分来看，1) 受供应商管理水平提高、绩效考核体系完善影响，品牌综合服务业务应收账款同比减少 5.38% 至 3.4 亿元；2) 保理业务应收账款同增 78.0% 至 4.1 亿元，与保理业务增速 (+63.3%) 基本一致；3) 时间互联应收账款为 2.9 亿元，同比增加 141.74%，但占收入比例有所下降。撇除保理业务影响和并表因素后，公司应收账款明显改善。现金流方面，2018H1 公司经营活动净现金流 1.0 亿元，

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。

#### (4) 时间互联营收大幅增长，深化大客户合作优势明显

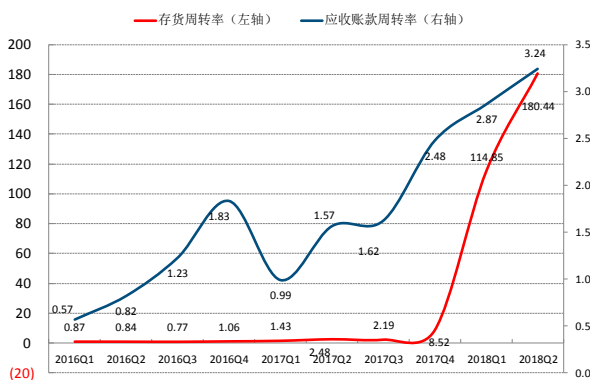
2018H1 时间互联实现营收 9.1 亿元，半年度收入已超过去年全年，2018H1 时间互联毛利 0.9 亿，毛利率 10.0%。上半年时间互联新增客户 400 余家，总客户数近 800 家；原供应商业务量稳步增长，小米平台收入增长明显，2018 年新拓展的供应商 vivo 已成为 2018 年最大的供应商。时间互联全年业绩承诺 1.17 亿完成可能性大。

图 90：公司销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 92：公司存货周转率和应收账款周转率情况

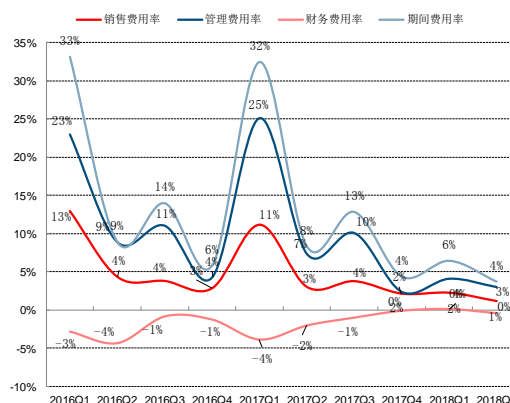


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### 3、开润股份：2B 稳健，2C 爆发，箱包龙头前景看好

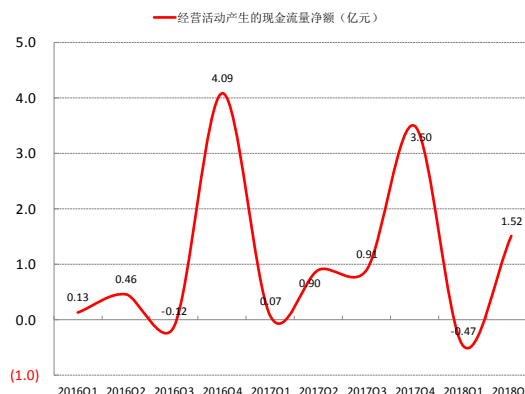
开润股份上半年实现营业收入 8.68 亿元，同比增长 75.26%；归母净利润 0.84 亿元，同比增长 38.89%；扣非归母净利润 0.74 亿元，同比增长 35.46%。开润 Q2 单季实现营业收入 4.52 亿元，同比增长 64.86%；归母净利润 0.49 亿元，同比增长 50.35%；Q2 扣非归母净利润 0.41 亿元，同比增长 25.93%。

图 91：公司期间费用率变动情况

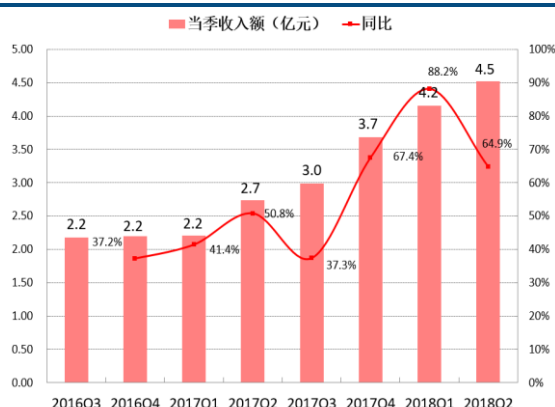


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

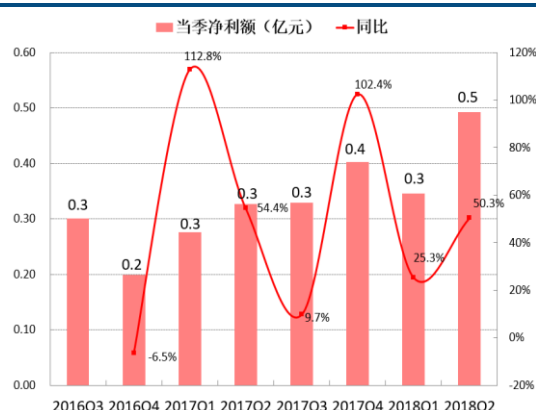
图 93：公司经营现金流情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图 94：公司营业收入及增速**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图 95：公司归母净利润及增速**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### (1) 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 17Q2 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受毛利率下行拖累。

上半年 2B 端发展稳健，实现营收 3.9 亿元，同增 29.9%，较 17H1 提速 5.3pct，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 端业务占主营收入比例为 48.8%；2C 端多品牌、全渠道发力延续爆发趋势，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。

### (2) 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。

### (3) 2B 业务：夯实制造优势，优化客户结构。

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。

### (4) 2C 业务：品类、拓界多点开花，渠道广泛布局

上半年 2C 端营收高增 113%，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、稚行品牌分别拓展泛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。

### 三、基金半年报持仓分析

我们根据公募基金中报持股信息梳理了纺服板块持仓情况。由于公募基金中报只披露持仓股票组合中市值前十名的持股信息，因此公募重仓股持仓信息不能代表公募基金对股票的真实持仓情况。

**纺服板块配置比例较 Q1 环比提升，持仓总市值较 2017Q2 同比显著增加。**2018Q2 公募基金纺服重仓股持仓总市值为 104.8 亿元，环比 Q1 减少 5.46%，同比 2017Q2 大幅增加 18.80%。2018Q2 公募基金持股总市值 17947 亿元，纺服持股占比为 0.58%，相较 2018Q1(0.49%)环比提升 0.10pct，较 2017Q2(0.49%)同比亦提升 0.10pct。

**环比 Q1，配置标的明显集中。**2018Q2，纺服板块公募基金重仓持股的前 10 家公司总市值合计 89.5 亿元，在 Q2 公募基金纺服持股总市值中占比为 85%，而 Q1 这一比例仅为 70%，2017Q2 为 81%；公募基金重仓持股的前 5 家公司总市值合计 73.3 亿元，占公募基金纺服板块持股总市值的 70%，环比 Q1（58%）提升 12 pct，同比 2017Q2（69%）提升 1pct。

**表 96：纺服板块公募基金重仓股市值占持股总市值比例**

	2018Q2	2018Q1	2017Q2
前 5 家	70%	58%	69%
前 10 家	85%	70%	81%

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**重仓公募基金数量增多。**2018Q2 重仓纺织服装板块的基金总数为 444 只，环比 2018Q1（385 家）增加 59 家，同比 2017Q2（246 家）增加 198 家。18Q2 重仓基金数量排名前五的标的分别是森马服饰（69 家）、南极电商（49 家）、富安娜（42 家）、海澜之家（37 家）和跨境通（34 家）；从 Q2 重仓基金家数增长量（环比 Q1）上看，排名前五的标的分别为森马服饰（+39 家）、富安娜（+23 家）、海澜之家（+14 家）、比音勒芬（+12 家）、歌力思（+7 家）、开润股份（+7 家）和安正时尚（+7 家）。

**表 97：纺服板块公募基金重仓持股基金数量与变化情况**

股票代码	股票简称	2018Q2 持股基金数	2018Q1 持股基金数	2017Q2 持股基金数	环比变化量	同比变化量
002563.SZ	森马服饰	69	30	5	39	64
002127.SZ	南极电商	49	46	26	3	23
002327.SZ	富安娜	42	19	0	23	42
600398.SH	海澜之家	37	23	12	14	25
002640.SZ	跨境通	34	46	44	-12	-10
002293.SZ	罗莱生活	25	19	4	6	21
600315.SH	上海家化	23	22	20	1	3
603808.SH	歌力思	21	14	17	7	4
603877.SH	太平鸟	19	16	1	3	18
002832.SZ	比音勒芬	17	5	0	12	17
300577.SZ	开润股份	15	8	10	7	5
603839.SH	安正时尚	10	3	0	7	10
603605.SH	珀莱雅	10	9	0	1	10
002029.SZ	七匹狼	9	6	9	3	0
603365.SH	水星家纺	8	17	0	-9	8
601566.SH	九牧王	8	6	1	2	7
002042.SZ	华孚时尚	6	4	0	2	6
603001.SH	奥康国际	5	2	8	3	-3
600987.SH	航民股份	5	5	8	0	-3
601339.SH	百隆东方	4	1	5	3	-1
603630.SH	拉芳家化	4	0	0	4	4
300740.SZ	御家汇	4	4	0	0	4
603889.SH	新澳股份	3	3	1	0	2
000726.SZ	鲁泰 A	2	4	8	-2	-6
002087.SZ	新野纺织	2	0	1	2	1
601599.SH	鹿港文化	2	23	2	-21	0
002003.SZ	伟星股份	2	2	1	0	1
601718.SH	际华集团	1	2	3	-1	-2
300526.SZ	中潜股份	1	1	0	0	1
002154.SZ	报喜鸟	1	0	0	1	1
603608.SH	天创时尚	1	0	0	1	1
002503.SZ	搜于特	1	2	7	-1	-6
002612.SZ	朗姿股份	1	0	0	1	1
002763.SZ	汇洁股份	1	0	1	1	0

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

从重仓基金持股数量看，2018Q2 基金重仓持股数 871.4 百万股，较 2018Q1（608.7 百万股）环比增加 262.7 百万股，较 2017Q2（559.88 万股）同比增加 312.3 百万股。基金重仓持股数量排名前五的标的分别为南极电商

(382 百万股)、森马服饰 (129.9 百万股)、跨境通 (50 百万股)、百隆东方 (48.4 百万股) 和海澜之家 (33.9 百万股)；2018Q2 基金重仓持股数增加最多的标的是南极电商 (+135.3 百万股)、森马服饰 (+102.4 百万股)、百隆东方 (+48.4 百万股)、歌力思 (+12.8 百万股) 和海澜之家 (+7.3 百万股)。

**表 98：纺服板块公募基金重仓股数量 (百万股) 与变化情况**

股票代码	股票简称	2018Q2 基金持股数	2018Q1 基金持股数	2017Q2 基金持股数	环比变化量	同比变化量
002127.SZ	南极电商	382.0	246.7	208.8	135.3	173.2
002563.SZ	森马服饰	129.9	27.6	4.4	102.4	125.5
002640.SZ	跨境通	50.0	63.5	140.0	-13.5	-90.0
601339.SH	百隆东方	48.4	0.0	2.8	48.4	45.6
600398.SH	海澜之家	33.9	26.6	11.9	7.3	22.0
603808.SH	歌力思	31.4	18.6	15.4	12.8	16.0
002293.SZ	罗莱生活	24.6	19.9	1.0	4.8	23.6
603001.SH	奥康国际	24.4	22.6	23.4	1.8	1.0
002327.SZ	富安娜	22.0	16.6	0	5.4	22.0
600987.SH	航民股份	17.2	16.1	19.3	1.2	-2.1
603889.SH	新澳股份	15.0	15.0	0.0	0.0	15.0
601718.SH	际华集团	11.9	25.5	26.4	-13.6	-14.5
002029.SZ	七匹狼	11.3	8.9	5.0	2.3	6.3
002042.SZ	华孚时尚	8.8	15.1	0	-6.2	8.8
002832.SZ	比音勒芬	8.8	2.9	0	5.9	8.8
600315.SH	上海家化	8.7	6.9	11.2	1.8	-2.5
000726.SZ	鲁泰 A	8.3	10.6	13.4	-2.2	-5.1
002087.SZ	新野纺织	5.8	0.0	0.5	5.8	5.3
300577.SZ	开润股份	5.7	3.3	2.9	2.4	2.8
603839.SH	安正时尚	4.3	0.6	0	3.7	4.3
603877.SH	太平鸟	3.7	4.4	0.0	-0.7	3.7
601566.SH	九牧王	3.0	3.6	0.5	-0.6	2.5
603630.SH	拉芳家化	2.4	0.0	0	2.4	2.4
002154.SZ	报喜鸟	2.2	0.0	0	2.2	2.2
603365.SH	水星家纺	1.9	7.0	0	-5.0	1.9
601599.SH	鹿港文化	1.4	27.9	1.2	-26.5	0.2
002503.SZ	搜于特	1.2	1.5	32.1	-0.3	-30.9
300740.SZ	御家汇	0.6	0.3	0	0.3	0.6
002003.SZ	伟星股份	0.6	0.2	0.5	0.4	0.1
603605.SH	珀莱雅	0.5	1.6	0	-1.0	0.5
603608.SH	天创时尚	0.5	0.0	0	0.5	0.5
300526.SZ	中潜股份	0.5	0.5	0	0.0	0.5
002612.SZ	朗姿股份	0.1	0.0	0	0.1	0.1
002763.SZ	汇洁股份	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.2

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



持股市值方面，2018Q2 公募基金重仓持有的纺服板块标的总市值 104.8 亿元，较 2018Q1 的 91.2 亿元环比增加 13.61 亿元，较 2017Q2 的 88.18 亿元同比增加 16.57 亿元。2018Q2 基金重仓持有纺服标的市值排名前五名分别为南极电商（35.9 亿元）、森马服饰（18.6 亿元）、跨境通（7.5 亿元）、歌力思（7.1 亿元）和海澜之家（431.4 亿元）；重仓股市值较 Q1 增加量前五家标的分别为森马服饰（+15.7 亿元）、歌力思（+326 亿元）、百隆东方（+278.1 亿元）、比音勒芬（+161.6 亿元）和海澜之家（+126.3 亿元）。

**表 99：纺服板块公募基金重仓股持股市值（百万元）与变化情况**

股票代码	股票简称	2018Q2 持股市值	2018Q1 持股市值	2017Q2 持股市值	环比变化	同比变化
002127.SZ	南极电商	3,586.8	3,788.9	2522.1	-202.1	1,064.7
002563.SZ	森马服饰	1,858.3	283.8	36.9	1,574.5	1,821.4
002640.SZ	跨境通	750.7	1,247.9	2949.5	-497.2	-2,198.8
603808.SH	歌力思	707.4	381.4	453.5	326.0	253.9
600398.SH	海澜之家	431.4	305.1	113.0	126.3	318.4
002293.SZ	罗莱生活	370.5	299.3	11.2	71.3	359.3
600315.SH	上海家化	345.1	275.9	363.8	69.2	-18.7
002832.SZ	比音勒芬	326.6	165.0	0	161.6	326.6
603001.SH	奥康国际	291.1	302.8	439.4	-11.7	-148.3
601339.SH	百隆东方	278.1	0.0	16.8	278.1	261.3
002327.SZ	富安娜	238.3	185.8	0	52.5	238.3
300577.SZ	开润股份	235.6	224.1	164.6	11.5	71.0
600987.SH	航民股份	163.0	186.0	250.4	-23.0	-87.4
603889.SH	新澳股份	156.0	210.9	0.0	-54.9	156.0
603877.SH	太平鸟	122.6	127.4	0.1	-4.8	122.5
002029.SZ	七匹狼	90.1	80.4	48.2	9.7	41.9
000726.SZ	鲁泰 A	90.0	110.3	158.4	-20.4	-68.4
603839.SH	安正时尚	78.6	14.2	0	64.4	78.6
002042.SZ	华孚时尚	65.7	176.2	0	-110.5	65.7
601718.SH	际华集团	48.0	142.7	219.8	-94.7	-171.8
603365.SH	水星家纺	47.3	172.1	0	-124.8	47.3
603630.SH	拉芳家化	45.8	0.0	0	45.8	45.8
601566.SH	九牧王	44.7	52.9	7.9	-8.2	36.8
002087.SZ	新野纺织	26.0	0.0	2.8	26.0	23.2
603605.SH	珀莱雅	23.4	49.0	0	-25.6	23.4
300740.SZ	御家汇	19.1	18.8	0	0.4	19.1
300526.SZ	中潜股份	7.4	8.3	0	-1.0	7.4
002154.SZ	报喜鸟	7.2	0.0	0	7.2	7.2
601599.SH	鹿港文化	5.6	195.6	7.5	-190.1	-1.9
002003.SZ	伟星股份	5.0	1.7	5.4	3.3	-0.4
603608.SH	天创时尚	5.0	0.0	0	5.0	5.0
002503.SZ	搜于特	4.3	7.4	216.9	-3.1	-212.6
002612.SZ	朗姿股份	1.1	0.0	0	1.1	1.1

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

从 Q2 公募基金重仓持股标的市值占流通市值比例看，占比最高的前五家标的分别为南极电商（26.3%）、比音勒芬（11.2%）、歌力思（9.5%）、开润股份（9.0%）和森马服饰（7.1%）；较 Q1 提升较大分别是的森马服饰（+5.6 pct）和比音勒芬（+4.8 pct）。

**表 100：纺织服装公募基金重仓股持股比例（%）与变化情况**

股票代码	股票简称	2018Q2 基金持股 占流通股比例	2018Q1 基金持股 占流通股比例	2017Q2 基金持股 占流通股比例	环比变化 (pct)	同比变化 (pct)
002127.SZ	南极电商	26.3%	25.5%	21.6%	0.8	4.7
002832.SZ	比音勒芬	11.2%	6.3%	0	4.8	11.2
603808.SH	歌力思	9.5%	16.4%	18.5%	-16.4	-9
300577.SZ	开润股份	9.0%	9.2%	9.7%	-0.3	-0.7
002563.SZ	森马服饰	7.1%	1.5%	0.2%	5.6	6.9
603001.SH	奥康国际	6.1%	5.6%	5.8%	-1.2	0.3
002640.SZ	跨境通	5.1%	6.5%	18.8%	-1.4	-13.7
603889.SH	新澳股份	4.6%	4.6%	0.0%	0.0	4.6
002327.SZ	富安娜	4.3%	3.3%	0	0.9	4.3
603839.SH	安正时尚	4.2%	0.9%	0	-11.2	4.2
002293.SZ	罗莱生活	3.5%	2.8%	0.1%	0.7	3.4
601339.SH	百隆东方	3.2%	0.0%	0.2%	2.2	3
603630.SH	拉芳家化	3.0%	0.0%	0	3.0	3
603365.SH	水星家纺	2.9%	10.5%	0	-26.1	2.9
600987.SH	航民股份	2.7%	0.0%	3.0%	-1.8	-0.3
603877.SH	太平鸟	1.9%	2.2%	0.0%	-2.5	1.9
002029.SZ	七匹狼	1.5%	1.2%	0.7%	-1.5	0.8
000726.SZ	鲁泰 A	1.5%	1.9%	2.4%	-0.4	-0.9
600315.SH	上海家化	1.3%	1.0%	1.7%	0.3	-0.4
603605.SH	珀莱雅	1.1%	3.1%	0	-12.5	1.1
300740.SZ	御家汇	0.9%	0.8%	0	-3.6	0.9
300526.SZ	中潜股份	0.9%	0.9%	0	0.0	0.9
600398.SH	海澜之家	0.8%	0.6%	0.3%	0.2	0.5
002087.SZ	新野纺织	0.7%	0.0%	0.1%	0.7	0.6
002042.SZ	华孚时尚	0.6%	1.5%	0	-0.9	0.6
601566.SH	九牧王	0.5%	0.6%	0.1%	-0.1	0.4
603608.SH	天创时尚	0.4%	0.0%	0	0.0	0.4
601718.SH	际华集团	0.3%	0.7%	0.7%	-0.4	-0.4
002154.SZ	报喜鸟	0.2%	0.0%	0	0.2	0.2
601599.SH	鹿港文化	0.2%	3.2%	0.1%	-3.0	0.1
002003.SZ	伟星股份	0.1%	0.0%	0.1%	-0.7	0
002503.SZ	搜于特	0.1%	0.1%	2.0%	0.0	-1.9

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**表 101：基金重仓股分析标的股票清单**

股票代码	股票简称	股票代码	股票简称	股票代码	股票简称
000955.SZ	欣龙控股	601566.SH	九牧王	600156.SH	华升股份
000850.SZ	华茂股份	603605.SH	珀莱雅	600137.SH	浪莎股份
000779.SZ	三毛派神	300740.SZ	御家汇	300591.SZ	万里马
603630.SH	拉芳家化	603608.SH	天创时尚	002875.SZ	安奈儿
002087.SZ	新野纺织	002612.SZ	朗姿股份	002762.SZ	金发拉比
002154.SZ	报喜鸟	002763.SZ	汇洁股份	002687.SZ	乔治白
603889.SH	新澳股份	002127.SZ	南极电商	002569.SZ	步森股份
601599.SH	鹿港文化	002640.SZ	跨境通	002494.SZ	华斯股份
600987.SH	航民股份	603808.SH	歌力思	002486.SZ	嘉麟杰
002327.SZ	富安娜	600398.SH	海澜之家	002485.SZ	希努尔
002042.SZ	华孚时尚	603001.SH	奥康国际	603558.SH	健盛集团
603365.SH	水星家纺	002293.SZ	罗莱生活	002003.SZ	伟星股份
002832.SZ	比音勒芬	002563.SZ	森马服饰	603555.SH	贵人鸟
002144.SZ	宏达高科	600315.SH	上海家化	603214.SH	爱婴室
002098.SZ	浔兴股份	300577.SZ	开润股份	002776.SZ	柏堡龙
002091.SZ	江苏国泰	002193.SZ	如意集团	601339.SH	百隆东方
600146.SH	商赢环球	601718.SH	际华集团	002674.SZ	兴业科技
300005.SZ	探路者	603877.SH	太平鸟	002656.SZ	摩登大道
603477.SH	振静股份	000726.SZ	鲁泰 A	002634.SZ	棒杰股份
603958.SH	哈森股份	002029.SZ	七匹狼	600232.SH	金鹰股份
603665.SH	康隆达	002516.SZ	旷达科技	600220.SH	江苏阳光
603557.SH	起步股份	002404.SZ	嘉欣丝绸	600400.SH	红豆股份
603518.SH	维格娜丝	002397.SZ	梦洁股份	002083.SZ	孚日股份
603238.SH	诺邦股份	002291.SZ	星期六	600448.SH	华纺股份
603196.SH	日播时尚	603839.SH	安正时尚	600370.SH	三房巷
603157.SH	拉夏贝尔	300658.SZ	延江股份	002503.SZ	搜于特
603116.SH	红蜻蜓	002780.SZ	三夫户外	600177.SH	雅戈尔
600510.SH	黑牡丹	300526.SZ	中潜股份	600493.SH	凤竹纺织
002394.SZ	联发股份				

数据来源：中信建投证券研究发展部

### 三、投资建议

2012 年以来海外品牌进入、电商冲击、持续反腐等多重因素影响，行业进入了长达 5 年的调整阶段。期间优质企业专注聚焦，修炼内功，对外把握消费升级趋势，对内在供应链管控、渠道结构优化、品牌调整、产品创新等方面的变革成效逐渐显现，龙头品牌的核心竞争力不断夯实。另外，在原材料成本上涨、环保趋严、海外产能转移提高门槛、零售渠道升级等大背景下，中小品牌及制造企业逐步退出，服装行业集中度持续提升，龙头市场份额将进一步提升。2016 年 Q4 中高端品牌率先复苏，2017 年大众品牌出现复苏，再加受益于冷冬和春节延后影响，17 年报和 18 一季报的业绩催化下，今年上半年品牌服饰板块优质龙头表现不错。但是受宏观

环境影响，同时叠加去杠杆、中美贸易战、P2P 暴雷等负面因素影响，Q2 以来消费渐显疲软，市场对于消费端的担忧亦在不断发酵。以至于三季度品牌龙头的股价持续回调，18 年估值下调至 20 倍以下，甚至很多已低于 15 倍。中报来看 Q2 增速相比 Q1 也有所放缓，虽然与天气、电商等短期波动有关，但也反映出二三季度为服装行业淡季，品牌终端零售承压较大。

从投资的角度分析，服装属于高频消费品，行业万亿级市场空间巨大，因此筛选龙头与精选赛道有很大关系，我们看好童装与运动两个细分领域，童装看重品质、运动注重功能，能够形成较强的品牌溢价，获得更多的渠道支持力度；而且时尚度都比较低，消费需求的趋同性强，具有更高效的供应链整合能力，以及规模效应下的成本优势，有利于龙头品牌不断提高竞争壁垒，市占率提升空间更高。重点关注**森马服饰**、**安踏体育**。

目前市场对于下半年消费数据比较悲观，在消费降级的背景下，强性价比品牌需求强劲，建议关注高效率、高增长的**开润股份**、**南极电商**。另外，化妆品具有口红效应，受经济波动影响较小。而且从竞争格局来看，国产品牌在大众市场的集中度提升速度和趋势已经非常明显。重点关注**珀莱雅**、**上海家化**。

同时建议重视纺织制造板块的配置机会，短期人民币贬值、棉价涨价预期升温、海外产能释放带来盈利能力提升，长期生产端中小企业在供给侧改革和成本上升的背景下不断出清，龙头企业集中度进一步提升，需求端下游品牌供应商集中化趋势，优质制造商具有更强的产品研发能力、更稳定的产品品质、更快速的交货能力，更容易获得优质品牌商的青睐，更能适应服装快时尚、供应链快反趋势。目前板块关注度偏低，纺织加工制造板块 18 年 PE10 倍左右，估值处于底部，而业绩稳定增长，具有较强的安全边际。重点推荐**华孚时尚**、**百隆东方**、**天虹纺织**、**申洲国际**。

## 四、风险提示

宏观经济下滑、原材料及人工成本上涨、汇率波动等风险

## 分析师介绍

**花小伟：**中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

**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