

# 纺织服装

证券研究报告

2018年09月24日

## 服装社零走弱背景下，继续推荐业绩确定性强的低估值标的

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 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518090002  
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:社零数据服装分项仍然较弱,继续推荐业绩确定性强的低估值标的》 2018-09-17
- 《纺织服装-行业深度研究:深度分析当下中国的“消费升级”与“消费降级”》 2018-09-10
- 《纺织服装-行业研究周报:消费风险偏好依然较低,推荐业绩确定性强的低估值标的》 2018-09-09

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

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

1) 行业观点: 本周上证指数上涨 4.32%, 申万纺织服装板块较上周上涨 2.20%, 系统性调整使得板块整体 PE (TTM) 仅为 20.6X。

业绩层面, 我们对于消费偏谨慎的观点已在中报体现出来。多数企业的业绩符合或略低于预期 (此前在 Q2 下调过预期), 尤其是 Q2 单季度收入、开店均有较明显的放缓。同时由于市场对于消费风险偏好较低, 8 月虽然整体社零数据短期有所企稳, 但结构来看纺织服装没有明显改善趋势, 引发市场对于行业内企业 18 年及 19 年业绩担忧, 造成板块的再次杀跌估值。

为避免“低估值”的价值陷阱, 我们建议投资策略上寻找业绩确定性强的公司。此类多被市场错杀, 全年业绩较确定情况下叠加行业 17Q3 的低基数, 有较强的配置价值。

① 一条主线为产品主要以性价比和大众为主要方向, 受益于低线城市消费升级、以及一二线城市消费“降级”的标的: 开润股份、南极电商;

② 二是深耕低线城市 (3-5 线) 渠道发达, 受到消费环境波动影响较小的: 水星家纺、海澜之家;

③ 三是业绩处于释放周期的公司: 比音勒芬 (产品风格对标 FILA, 受益运动时尚风潮高增长)、森马服饰 (17 年业绩低谷基数低)、太平鸟 (基数低、18/19 年股权激励目标 44.44%/30.77%)。

2) 行业数据: 整体短期有所企稳, 结构看服装仍存不确定性, 预计 Q4 偏谨慎。8 月社零同比增速 9.0%, 环比 7 月提高 0.2%; 网上消费累计同比 28.2%; 剔除石油及制品类增速 8.4%, 环比提高 0.2%, 较 7 月有所提升, 短期消费数据企稳。结构看, 8 月服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长 7%, 与同期比下降 2.9pct, 环比下降 1.7pct, 未现明显改善信号。同时, 由于 17 年“冷冬”因素影响, 17Q4 基数较高, 所以未来几个月我们对于服装行业整体偏谨慎。

推荐: 开润股份/南极电商/水星家纺/海澜之家/比音勒芬/森马服饰/太平鸟。

3) 重点公司推荐:

开润股份: 1) B2C: 7-8 月数据良好, 我们预计 GMV 维持 100%+ 增长, 好于 Q2。

① 90 分: 新品类: 18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张我们认为公司产品线规划愈加完善, 旅行箱主要为引流品类; 背包主要为利润品类; 鞋服等产品有利于提升规模, 降低费用率, 提升经营效率。② 新渠道: 自有渠道快速扩张, 同时继续拓展有赞、环球捕手等社交电商新渠道; 线下进入小米之家, 预计未来将铺设自有品牌线下店和箱包门店, 加快线下布局; ③ 营收业绩: 预计 18 年润米整体营收增长 100%+, 净利率 6%-7%。3) B2B: 国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收, 老客户结构持续优化。重点开发新客户, 原有客户订单结构得到进一步优化, 精益生产提高效率增强盈利能力, 预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%+。3) 维持买入评级。维持 18-20 年预测为 0.91/1.34/2.07 元, 18/19 年净利润约 1.98/2.91 亿。

南极电商: 1) 截至 9 月 19 日, 公司累计 GMV 98.65 亿, 当月 GMV9.12 亿。我们维持预计 18 年 GMV 规模将达到 202 亿, 2019 年 GMV 规模将达到 298 亿元, 同比分别为 63%/47%。2) 18H1 实现营收 12.34 亿元 (+390%), 归母净利 2.92 亿元 (+108.6%)。其中时间互联实现并表收入 9.05 亿元, 净利润 0.56 亿元; 剔除并表主业收入 3.29 亿元 (+32%), 归母净利 2.36 亿元 (+68.5%)。18H1 实现 GMV 达 67.9 亿 (+61.62%)。3) 商业模式越发清晰, 马太效应凸显, 大规模 GMV 高速增长印证商业模式壁垒。另外, 在精细化管理及新品牌新品类的延伸下, 受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求, 增长动力强劲, 有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。4) 维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿, 预计 EPS 调整为 0.35/0.51/0.73 元 (原值为 0.53/0.76/1.09 元), 给予公司 2018 年 35 倍估值, 维持目标价 12.4 元。

**水星家纺：**1) 公司公布 18 年半年报，实现营收 11.60 亿元 (+16.53%)，归母净利润 1.20 亿元 (+20.86%)，扣非净利润 1.09 亿元 (+20.74%)，业绩符合我们此前预期。2) 线下：根据我们估算，预计水星 8 月线下增长 20%+18H1 线下渠道同增 25%，实现营收 6.7 亿元左右，超市场预期。我们预计公司 18 年全年线下渠道实现 20%--25% 增长。3) 线上：预计 8 月线上小幅下滑，18H1 公司线上渠道同增 4.8%，实现营收 4.28 亿元，略低于市场预期。预计 18 年全年线上实现 15% 左右增长。4) 长期增长逻辑不变，整体预 18 年全年收入/净利润增速均为 20%-25%；持续受益于电商红利及低线城市消费升级。线下渠道具备规模及先发优势，将继续通过二三线横向扩张，一四线纵向扩张，进一步扩大线下渠道覆盖面及密度，开店空间大。超前布局线上电商业务，具备马太效应，优秀运营能力使优势不断强化，是公司业绩增长重要驱动力。5) 预计 18-20 年营收增速分别为 18.27%、18.34%、18.17%；净利润增速分别为 22.16%、20.05%、20.27%，EPS 为 1.18/1.42/1.70 元，给予 18 年 PE 为 25X，目标价为 29.5 元；6) 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。

**海澜之家：预计 7-8 月主品牌高单位数增长，女装维持 30-40% 的高增长。**1) 主品牌 18H1 收入 80.95 亿 (+6.2%)，Q2 单季度收入 33.1 亿 (+1.8%)；爱居兔 18H1 收入 6 亿 (+82%)；圣凯诺 18H1 收入 8.29 亿 (-13%)，多品牌矩阵已成，长期来看未来副品牌接棒主品牌提供成长动力；3) H1 公司门店总数 6097 家，预计维持年初全年开店预期：海澜之家 400 家，爱居兔 300 家，总数 700 家；4) 低线城市的消费环境好于一二线城市，目前海澜门店数量已经突破 6000 家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。公司目前 PE 估值较低，女装爱居兔品牌预计今年达到盈亏平衡，尚不贡献 PE 估值，但爱居兔女装品牌体量规模已经较大（预计今年 35 亿零售规模），其品牌价值并未体现在公司市值内，从 PE 估值角度海澜整体价值存在低估。5) 预计 18—20 年 EPS 为 0.82/0.92/1.03 元，对应 PE13/11/10 倍。给予 18 年 17X，“买入”评级，3-6 个月目标价 13.94 元。

**风险提示：**终端需求疲软，库存风险，行业回暖、调整不达预期。

### 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2018-09-21	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A/E	2018E	2019E	2020E	2017A/E	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	31.32	买入	0.61	0.91	1.34	2.07	51.34	34.42	23.37	15.13
002127.SZ	南极电商	7.33	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	33.32	20.94	14.37	10.04
603365.SH	水星家纺	16.58	买入	0.97	1.18	1.42	1.70	17.09	14.05	11.68	9.75
600398.SH	海澜之家	10.09	买入	0.74	0.82	0.92	1.03	13.64	12.30	10.97	9.80
002832.SZ	比音勒芬	32.94	买入	0.00	1.44	1.96	2.56		22.88	16.81	12.87
603877.SH	太平鸟	20.50	买入	0.95	1.38	1.77	2.15	21.58	14.86	11.58	9.53
002563.SZ	森马服饰	11.18	买入	0.42	0.59	0.71	0.86	26.62	18.95	15.75	13.00

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 本周观点：服装社零走弱背景下，继续推荐业绩确定性强的低估值标的

### 1.1. 核心观点：服装社零走弱背景下，继续推荐业绩确定性强的低估值标的

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

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

#### (1) 本周行业观点：服装社零走弱背景下，继续推荐业绩确定性强的低估值标的

行业观点：本周上证指数上涨 4.32%，申万纺织服装板块较上周上涨 2.20%，系统性调整使得板块整体 PE (TTM) 仅为 20.6X。

业绩层面，我们对于消费偏谨慎的观点已在中报体现出来。多数企业的业绩符合或略低于预期（此前在 Q2 下调过预期），尤其是 Q2 单季度收入、开店均有较明显的放缓。同时由于市场对于消费风险偏好较低，社零数据目前没有明显改善趋势引发市场对于行业内企业 18 年及 19 年业绩担忧，造成板块的再次杀跌估值。

为避免“低估值”的价值陷阱，我们建议投资策略上寻找业绩确定性强的公司。此类多被市场错杀，全年业绩较确定情况下叠加行业 17Q3 的低基数，有较强的配置价值。

- 1) 一条主线为产品主要以性价比和大众为主要方向，受益于低线城市消费升级、以及一二线城市消费“降级”的标的：开润股份、南极电商；
- 2) 二是深耕低线城市（3-5 线）渠道发达，受到消费环境波动影响较小的：水星家纺、海澜之家；
- 3) 三是业绩处于释放周期的公司：如比音勒芬（产品风格对标 FILA，受益运动时尚风潮高增长）、森马服饰（17 年业绩低谷基数低）、太平鸟（基数低、18/19 年股权激励目标 44.44%/30.77%）。

图 1：重点标的情况梳理（1）

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2018/9/21	预测18年 净利润 (百万元)	预测19年 净利润 (百万元)	18-19净 利润 CAGR	预测PE 2018	预测PE 2019	总市值 (亿元)	核心逻辑
开润股份	B2C：7-8月数据良好，我们预计GMV维持100%+增长，好于Q2。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%+。我们预计GMV18H1增长约150%，其中Q2增长约100%。18H1润米营收3.39亿（+115%），净利润2370万（+54.83%），净利率约为7%，预计18年润米整体营收增长100%+，净利率6%-7%。 B2B：18H1国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，重点开发新客户，原有客户订单结构得到进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年B2B收入CAGR 20%+。 维持2018-2020年EPS预测为0.91/1.34/2.07元，18/19年净利润约1.98/2.91亿，预计未来三年CAGR达50%。	31.32	197.5	290.8	47.6%	34.5	23.4	68.18	1、B2C：18年润米鞋服品类上量值得期待；定位儿童出行的顺米推行有望复制第二个润米； 2、B2B：与名创优品合资公司上量值得期待，为未来几年增长提供新动力； 3、小米A+H上市提供催化； 4、青露小米、京东、名创优品三棵大树，布局成人+儿童出行海量市场。
南极电商	1) 截至9月19日，公司全年累计GMV98.65亿，当月销售额达到9.12亿元，我们维持预计2018年公司GMV规模将达到202亿，2019年GMV规模将达到298亿元，同比分别为63%/47%。 2) 18H1实现营收12.34亿元（+390%），归母净利润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%）。18H1实现GMV达67.9亿（+61.62%） 3) 商业模式越发清晰，马大效应凸显，大规模GMV高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，有望成为A股最具代表性的高成长新零售公司。 4) 维持盈利预测2018-2020净利润为8.69/12.51/17.84亿，由于17年权益分派（以资本公积金向全体股东每10股转增5股）导致股本增加，对应EPS调整为0.35/0.51/0.73元（原值为0.53/0.76/1.09元），给予公司2018年35倍估值，维持目标价12.4元。	7.33	868.6	1,251.3	55.5%	20.7	14.4	179.94	1、受益于“低端”商业革命，可拓展品类多，客户广； 2、成立专门部门打击偷标、漏标，预计18年GMV和收入增速趋同； 3、预计在电商平台推“南极严选”，打造基于电商平台上的“小米生态链”
水星家纺	公司公布18年半年报，实现营收11.60亿元（+16.53%），归母净利润1.20亿元（+20.86%），扣非净利润1.09亿元（+20.74%），业绩符合我们此前预期。 1、线下：根据我们估算，18H1线下渠道同增25%，实现营收6.7亿元左右，超市市场预期。我们预计公司18年全年线下渠道实现20%--25%增长。 2、线上：18H1公司线上渠道同增4.8%，实现营收4.28亿元，略低于市场预期。预计18年全年线上实现15%左右增长。 3、预计18-20年营收增速分别为18.27%、18.34%、18.17%；净利润增速分别为22.16%、20.05%、20.27%。EPS为1.18/1.42/1.70元，给予18年PE为25X，目标价为29.5元。	16.58	314.4	377.4	21.1%	14.1	11.7	44.21	1、线下渠道在三四线城市优势明显，渠道下沉空间大； 2、电商渠道占比高、增速快；
海澜之家	1) 预计7-8月主品牌高单位数增长，女装维持30-40%的高增长。18H1实现收入100.14亿（+8.23%）；归母净利润20.66亿（+10.2%），业绩整体符合预期；2) 分品牌经营情况：海澜之家主品牌18H1收入80.95亿（+6.2%）；爱居兔18H1收入6亿（+82%），圣凯诺18H1收入8.29亿（-13%），多品牌矩阵已成，长期来看未来副品牌接替海澜主品牌提供成长动力；3) 截止2018年6月末，公司门店总数6097家，预计维持年初全年开店预期：海澜之家4000家、爱居兔300家，总数700家；4) 低线城市的消费环境好于二三线城市，目前海澜门店数量已经突破6000家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。公司目前PE估值较低，女装爱居兔品牌预计今年达到盈亏平衡，尚不贡献PE估值，但爱居兔女装品牌体量规模已经较大（预计今年35亿零售规模），其品牌价值并未体现在公司市值内，从PE估值角度海澜整体价值存在低估。5) 预计18-20年EPS为0.82/0.92/1.03元，对应PE13/11/10倍。给予18年17X，买入“评级，3-6个月目标价13.94元。	10.09	3,691.9	4,129.1	11.4%	12.3	11.0	453.32	1、主品牌产品年轻化策略延续，渠道继续向商场店和购物中心店转型； 2、东南亚海外店运营拓展良好，店效已经接近国内店铺。 3、低线城市的消费环境好于二三线城市，目前海澜门店数量已经突破6000家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。 4、公司目前PE估值较低。

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至9月21日

图 2：重点标的情况梳理（2）

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2018/9/21	预测18年 净利润 (百万元)	预测19年 净利润 (百万元)	18-19净 利润 CAGR	预测PE 2018	预测PE 2019	总市值 (亿元)	核心逻辑
比音勒芬	<p>1) 2018中报收入实现6.76亿(+36.5%)，归母净利润1.22亿(+45.8%)。二季度增速亮眼，较去年同期24%的增速提升明显，环比Q1单季度增速41.6%亦有提升，显示出公司加速发展，品牌影响力和消费者认可度不断提升。</p> <p>2) 截至18H1终端门店685家，较17H1新增82家，单店报表收入贡献38.6万元，较17H1单店收入增长20%+。单店店效提升主要系：1) 终端店铺优化升级，采取“调位置、扩面积”的策略，以更核心的位置、更大的面积、更丰富的SKU吸引客户提升单店销售；2) 产品为王，坚持“三高一新”。</p> <p>3) 预计2018-20年收入14.6/19.3/25.5亿(原值13.92/18.11/23.68亿)，EPS为1.44/1.96/2.56元(原值1.38/1.84/2.37元)，对应PE估值26/19/15x。</p>	32.94	250.2	333.9	36.1%	23.9	17.9	59.73	<p>1) 产品、渠道、营销、管理多重发力促进业绩提升；</p> <p>2) 进军度假旅游市场，打开新增空间；</p> <p>3) 深耕中高端服饰，研发及渠道具备优势；</p> <p>4) 员工持股+董事长兜底承诺彰显长期发展信心。</p>
太平鸟	<p>1) 18H1实现营收31.69亿元(+12.41%)；归母净利润1.97亿元(+115.31%)，扣非归母净利润0.74亿元(+748.63%)，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。</p> <p>2) 7月男装可比增长20%；女装10%；乐町持平；童装10%-20%；</p> <p>3) 18H1共4,307家门店(+2.57%)，净开56家，开店进度受行业低迷影响略低于预期，预计开店主要集中在下半年；19年预计开店400家左右；</p> <p>4) 维持买入评级，目标价34.50元。考虑到公司终端销售情况良好，渠道和品牌调性调整期已过，未来几年将享受增长红利，我们预计18-20年实现净利润6.6/8.5/10.3亿，三年CAGR 32%；18-20年EPS为1.38/1.77/2.15元，给予18年25倍估值，对应目标价34.50元。</p>	20.50	663.3	853.0	36.7%	14.9	11.6	98.59	<p>1、收入、净利率迎来向上拐点；</p> <p>2、渠道结构调整结束；</p> <p>3、品牌年轻化调整结束。</p>
森马服饰	<p>1)2018H1营收/归母净利润55.32亿(+24.80%)/6.67亿元(+25.00%)，收入略超预期；其中休闲服饰收入26.25亿元(+21.91%)，复苏加速超预期；童装收入28.69亿元(+27.7%)，高增长超预期。2)线上：我们预计18H1GMV约+50%，广告收入1.643亿元(+32%)，占比近30%，净利润约6400万元(+124%)。预计18年全年收入+40%(原预计+30%)；3)线下：休闲服：渠道18H1净开店255家至3883家(+7%)；童装：门店数净增186家至4981家(+4%)，同店增长测算约15%+；4)组织结构方面，公司变更原休闲服负责人周平凡为副董事长，聘任原童装负责人徐波为总经理，分管各品牌，推进职业经理人制度建设。5)维持18年全年收入/净利润预测，18-20年EPS为0.59/0.71/0.86元，一期员工持股均价为14.10元，目前股价倒挂，维持目标价17.75元，对应19年25倍PE。</p>	11.18	1,573.5	1,903.9	29.3%	19.2	15.9	301.84	<p>1、线上高增长持续；</p> <p>2、线下休闲装复苏趋势明显，逆市拓店超预期童装集中度加速；</p> <p>3、多指标边际改善印证经营质量与效率进一步提升；</p> <p>4、17年业绩低谷基数低。</p>

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价及市值截至9月21日

图 3：关注纺织服装行业估值与业绩增长高性价比公司

证券简称	预测PE 2018	预测PE 2019	2018-2019 净利润 CAGR	预测净利润 增长率 2018	预测净利润 增长率 2019	净利润 2017 (百万元)	预测净利润 均值2018 (百万元)	预测净利润 均值2019 (百万元)	预测净利润 均值2020 (百万元)	总市值 (亿元)
太平鸟*	14.9	11.6	36.7%	45.4%	28.6%	456.3	663.3	853.0	1,032.1	98.6
水星家纺*	14.1	11.7	21.1%	22.2%	20.5%	257.3	314.4	377.4	453.9	44.2
安正时尚*	14.3	10.9	31.6%	32.3%	31.0%	273.1	361.3	473.3	583.5	51.6
歌力思*	16.2	13.8	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	60.6
搜于特	12.8	11.0	19.4%	23.1%	15.9%	612.8	754.4	874.1	1,001.7	96.5
华孚时尚*	12.0	9.7	25.4%	27.1%	23.8%	677.4	861.1	1,065.6	1,244.1	103.2
健盛集团	12.8	9.6	69.1%	84.6%	33.6%	131.5	281.0	376.0	329.2	35.9
南极电商*	20.7	14.4	53.0%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,251.3	1,783.9	179.9
开润股份*	34.5	23.4	47.6%	48.1%	47.2%	133.4	197.5	290.8	449.0	68.2
比音勒芬*	23.9	17.9	36.1%	38.8%	33.5%	180.2	250.2	333.9	429.6	59.7
森马服饰*	19.2	15.9	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	301.8
海澜之家*	12.3	11.0	11.4%	10.9%	11.8%	3,328.9	3,691.9	4,129.1	4,620.5	453.3
罗莱生活*	15.1	12.8	23.4%	28.6%	18.4%	427.9	550.2	651.3	763.8	83.2
维格娜丝	10.5	8.6	31.7%	42.7%	21.5%	189.9	271.1	329.4	761.0	28.3
天创时尚	15.4	13.1	34.9%	54.8%	17.6%	187.9	291.0	342.2	394.2	44.8
朗姿股份	15.3	13.1	28.9%	42.6%	16.5%	187.6	267.5	311.5	381.8	40.9
新野纺织	8.0	7.0	24.4%	34.6%	15.0%	292.2	393.1	452.0	368.4	31.4
新澳股份	14.4	11.9	20.8%	21.4%	20.2%	207.4	251.9	302.9	540.2	36.2
七匹狼	14.7	12.8	14.4%	13.8%	15.0%	316.6	360.2	414.1	370.0	52.8
富安娜	11.9	10.2	18.0%	19.4%	16.5%	493.5	589.2	686.6	471.0	69.9
延江股份	33.0	29.2	-11.2%	-30.1%	12.7%	90.1	63.0	71.0	796.0	20.8
百隆东方	12.7	11.1	20.3%	25.9%	14.8%	487.7	614.3	705.3	109.0	78.3
九牧王	13.1	11.3	15.9%	16.6%	15.1%	494.1	576.1	663.3	805.2	75.3
孚日股份	10.5	9.5	10.6%	9.9%	11.2%	410.2	451.0	501.5	756.0	47.6
伟星股份	13.6	11.7	16.4%	17.0%	15.8%	364.6	426.5	494.0	562.5	57.9
汇洁股份	13.7	12.2	13.0%	14.3%	11.8%	222.3	254.0	284.0	557.8	34.7
拉夏贝尔*	11.2	10.2	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	63.3
鲁泰A	9.6	8.6	8.3%	5.6%	11.0%	841.2	888.5	986.3	633.1	85.2
航民股份	9.1	8.4	9.2%	10.0%	8.4%	573.6	630.8	683.8	1,077.3	57.6
联发股份	8.7	8.2	3.8%	1.3%	6.3%	360.3	365.0	388.0	751.7	31.8
雅戈尔	15.9	14.3	150.0%	461.8%	11.3%	296.7	1,667.0	1,855.0	408.0	264.7
日播时尚	26.0	21.9	21.3%	24.0%	18.6%	83.6	103.7	123.0	0.0	27.0
柏堡龙	30.4	25.6	-	18.1%	18.8%	129.3	152.7	181.4	141.3	46.3
探路者	42.4	34.4	-	-191.3%	23.2%	-84.9	77.5	95.5	214.6	32.9
奥康国际	17.2	15.7	-	18.0%	9.9%	226.5	267.3	293.7	128.0	46.1

资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：1) 截至时间 2018 年 9 月 21 日；

2) 表中\*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标\*公司盈利预测均来自于 Wind 资讯 2018-2019 净利润预测的均值；

**(2) 中报披露完毕，上游制造企业业绩增长稳定，下游品牌受消费环境影响波动明显。**

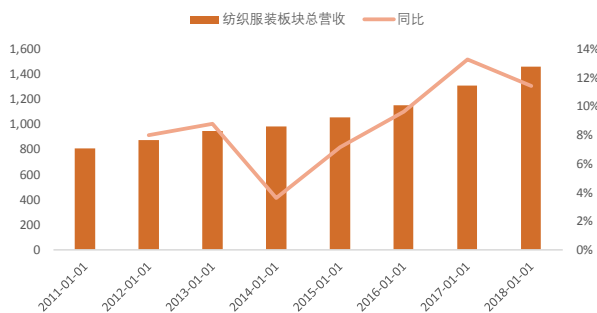
中报披露完成，从纺织制造板块来看，上游制造企业业绩增长较为稳定。但由于1-5月人民币相比去年同期升值影响，对于以美元计价及结算的部分企业的海外业务造成一定的汇兑损失；同时上游棉价走高增加生产成本，导致净利润增速略有下滑；全年来看，随着6月人民币兑美元汇率波动明显，及贸易战持续摩擦背景下，人民币贬值将重新强化价格优势刺激出口需求，同时对于部分公司的海外业务带来一定的汇兑收益；同时，上游制造企业多采取相关措施规避汇兑风险及原材料涨价风险，影响将会有所减弱。

从下游服装家纺板块来看，在消费疲软，行业数据持续走弱的背景下，品牌服饰的终端销售受到一定影响，需求走弱，18H1 营收增速放缓，净利润出现负增长。全年来看，在消费数据未见明显改善的背景下，对于消费仍保持谨慎态度，建议关注业绩增长确定性较强的低估值标的。

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 4pct，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。

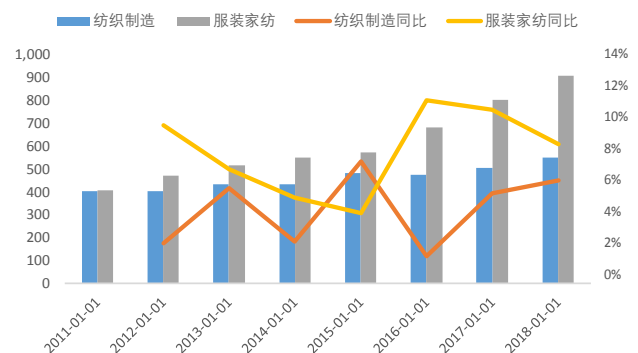
2018H1，纺织服装板块共实现归母净利润 123 亿元，同比增长-0.23%，较 2017H1 同期增速 7.25%有所下降。分二级行业来看，纺织制造板块实现归母净利润 32 亿元，同比增长 4.33%，较 2017H1 同期增速 19.93%下降 15.6pct，服装家纺板块实现归母净利润 92 亿元，同比增长-1.7%，较 2017H1 同期增速 3.7%下降 5.4pct。

图 4：板块总营收情况 单位：亿元



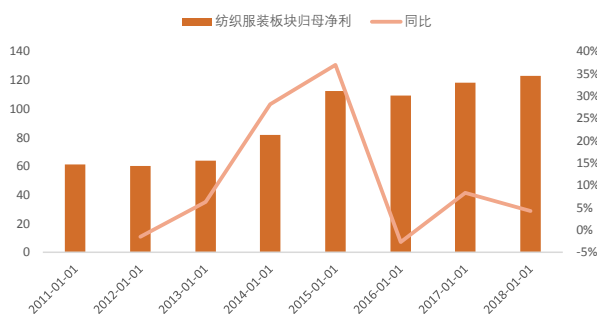
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：二级行业（上游与下游）营收情况 单位：亿元



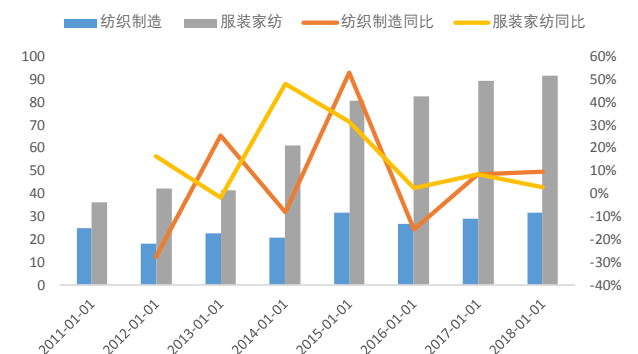
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：板块归母净利润情况 单位：亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：二级行业（上游与下游）归母净利润情况 单位：亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

分子板块来看，男装整体仍处于调整期，子板块业绩未见明显改善；女装板块营收及净利润维持稳定增长，但费率有所提升；大众休闲板块维持较高速的业绩增长，在消费数据持续走弱的背景下，显示出一定的抗波动性；家纺板块复苏延续，终端销售较好，盈利能力有所提升。

**1) 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。

**2) 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。

**3) 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%。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。

**4) 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，净利率提升提振增长。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。

中报披露结束，以下是行业内部分上市公司的中报业绩情况汇总表：

表 1：2018H1 覆盖公司业绩情况汇总

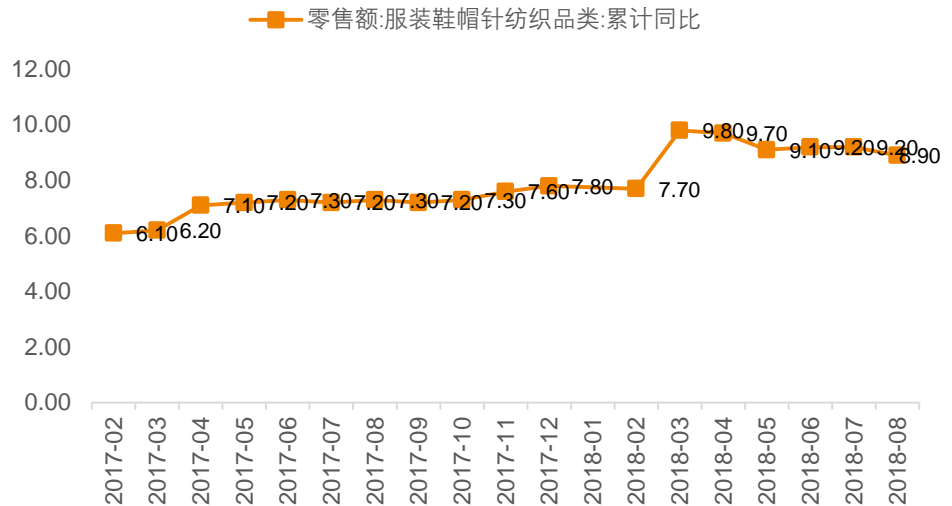
代码	简称	2017H1 营业收入 (百万元)	2017H1 营收YOY	2018H1 营业收入 (百万元)	2018H1 营收YOY	2017H1 净利润 (百万元)	2017H1 净利润YOY	2018H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润YOY	总市值 (亿元)
002042.SZ	华孚时尚	5,418	27.3%	6,790	25.3%	439	45.9%	552	25.9%	100
601718.SH	际华集团	12,626	6.3%	11,713	-7.2%	514	-5.0%	236	236.3%	187
002503.SZ	搜于特	6,566	186.9%	10,894	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

### (3) 本周行业数据：8月社零数据整体有所企稳，结构依然未见明显改善

整体短期有所企稳，结构看服装仍存不确定性，预计 Q4 偏谨慎。8月社零同比增速 9.0%，环比 7 月提高 0.2%；网上消费累计同比 28.2%；剔除石油及制品类增速 8.4%，环比提高 0.2%，较 7 月有所提升，短期消费数据企稳。结构看，8 月服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长 7%，与同期比下降 2.9pct，环比下降 1.7pct，未见明显改善信号。同时，由于 17 年“冷冬”因素影响，17Q4 基数较高，所以未来几个月我们对于服装行业整体偏谨慎。

图 8：17 年底以来社零服装分项同比增速趋势性回升（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 重点推荐公司要点：

#### 开润股份：18H1 归母净利润略超预期，继续期待 B2C 高速增长

- 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。
- B2C：我们预计 GMV18H1 增长约 150%，其中 Q2 增长约 100%。**分品牌看，1) 90 分：新品类：18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张（上线 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、活力版 PC 铝框旅行箱、Chic 休闲双肩包和胸包），鞋服（上线免熨烫衬衫、抗菌 T 恤、一体织跑鞋与板鞋、弹力牛仔裤、五指袜）等新品类发力横向扩张，预计非箱包品类占比不断提升。我们认为公司产品线规划愈加完善，旅行箱主要为引流品类；背包主要为利润品类；鞋服等产品有利于提升规模，降低费用率，提升经营效率。新渠道：18H1 自有渠道快速扩张，同时继续拓展有赞、环球捕手等社交电商新渠道；线下进入小米之家，预计未来将铺设自有品牌线下店和箱包门店，加快线下布局；全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。结构占比预计小米 70%左右，京东天猫 10%左右，团购 10%左右。营收业绩：18H1 润米营收 3.39 亿（+115%），净利润 2370 万（+54.83%），净利率约为 7%，预计 18 年润米整体营收增长 100%+，净利率 6%-7%。2) 硕米稚行：18 年推出纳米材质防污 T 恤、“小轻星”折叠儿童推车、独角兽双肩背包、趣萌小耳朵拉杆箱等产品，目前正处于培育期，产品品类不断扩充，未来发展空间较大。
- B2B：18H1 国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化。**重点开发新客户，原有客户订单结构得到进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%+。
- 维持买入评级。**维持 2018-2020 年 EPS 预测为 0.91/1.34/2.07 元，18/19 年净利润约 1.98/2.91 亿，预计未来三年 CAGR 达 50%。
- 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。**

### 南极电商：预计 18 年 GMV、收入 50%以上高增长

- 截至 9 月 19 日，公司累计 GMV98.65 亿，当月 GMV 为 9.12 亿。我们维持预计 2018 年公司 GMV 规模将达到 202 亿，2019 年 GMV 规模将达到 298 亿元，同比分别为 63%/47%。
- 18H1 实现营收 12.34 亿元 (+390%)，归母净利 2.92 亿元 (+108.6%)。其中时间互联实现并表收入 9.05 亿元，净利润 0.56 亿元；剔除并表主业收入 3.29 亿元 (+32%)，归母净利 2.36 亿元 (+68.5%)。18H1 实现 GMV 达 67.9 亿 (+61.62%)
- 商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模 GMV 高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。
- 维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，由于 17 年权益分派（以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股）导致股本增加，对应 EPS 调整为 0.35/0.51/0.73 元（原值为 0.53/0.76/1.09 元），给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。
- 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。

### 水星家纺：长期增长逻辑不变，18 年业绩有望持续高增长

- 公司公布 18 年半年报，实现营收 11.60 亿元 (+16.53%)，归母净利润 1.20 亿元 (+20.86%)，扣非净利润 1.09 亿元 (+20.74%)，业绩符合我们此前预期。
- 线下：根据我们估算，8 月线下增长 20%+，18H1 线下渠道同增 25%，实现营收 6.7 亿元左右，超市场预期。我们预计公司 18 年全年线下渠道实现 20%-25%增长。
- 线上：预计 8 月线上小幅下滑，18H1 公司线上渠道同增 4.8%，实现营收 4.28 亿元，略低于市场预期。预计 18 年全年线上实现 10%-15%左右增长。
- 长期增长逻辑不变，整体预计 18 年全年收入/净利润增速均为 20%左右；持续受益于电商红利及低线城市消费升级。线下渠道具备规模及先发优势，将继续通过二三线横向扩张，一四线纵向扩张，进一步扩大线下渠道覆盖面及密度，开店空间大。超前布局线上电商业务，具备马太效应，优秀运营能力使优势不断强化，是公司业绩增长重要驱动力。
- 预计 18-20 年营收增速分别为 18.27%、18.34%、18.17%；净利润增速分别为 22.16%、20.05%、20.27%，EPS 为 1.18/1.42/1.70 元，给予 18 年 PE 为 25X，目标价为 29.5 元。
- 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。

### 海澜之家：18H1 业绩符合预期，重视龙头抗周期属性

- 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；
- **分品牌经营情况：**海澜之家主品牌 18H1 收入 80.95 亿 (+6.2%)，Q2 单季度收入 33.1 亿 (+1.8%)；爱居兔 18H1 收入 6 亿 (+82%)；圣凯诺 18H1 收入 8.29 亿 (-13%)，多品牌矩阵已成，长期来看未来副品牌接棒海澜主品牌提供成长动力；
- 截止 2018 年 6 月末，公司门店总数 6097 家，预计维持年初全年开店预期：海澜之家 400 家，爱居兔 300 家，总数 700 家；
- 低线城市的消费环境好于一二线城市，目前海澜门店数量已经突破 6000 家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。公司目前 PE 估值较低，女装爱居兔品牌预计今年达到盈亏平衡，

尚不贡献 PE 估值，但爱居兔女装品牌体量规模已经较大( 预计今年 35 亿零售规模 )，其品牌价值并未体现在公司市值内，从 PE 估值角度海澜整体价值存在低估。

- 预计 18—20 年 EPS 为 0.82/0.92/1.03 元，对应 PE13/11/10 倍。给予 18 年 17X，“买入”评级，3-6 个月目标价 13.94 元。
- **风险提示：**主品牌复苏不及预期，消费疲软；库存积压风险。

## 1.2. 消费趋势：消费升级与消费“降级”正在进行时

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

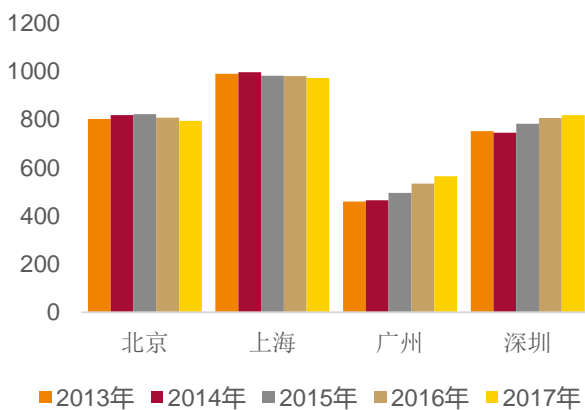
与此同时，在一二线城市中消费降级正在进行。随着一二线城市消费主体生活成本提高，消费主体的购买力有所受限的情况下，消费者更青睐于选择拥有高性价比的产品，若单从消费者选择价格较低的产品这一角度来看，这是一种消费降级的趋势，但其实是消费者的消费观念逐渐趋于理性，更重视产品本身的质量、性能、性价比，而非单纯追求品牌去支付高昂的品牌溢价，这其实是对于产品有了更高层次的要求，从这一角度看是另一种形式的消费升级。

### 1.2.1. 低线城市的消费升级态势显现，市场潜力巨大。

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

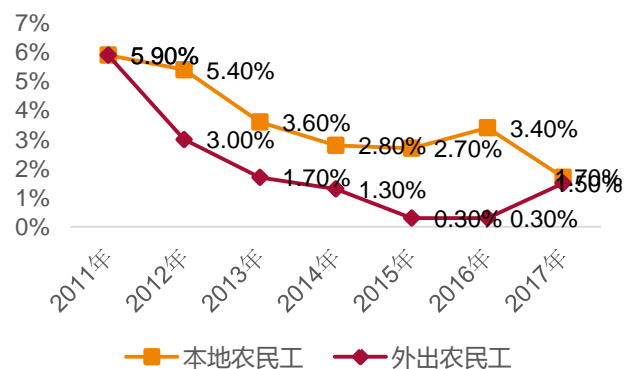
从需求端来看：在一线城市的生活压力提升及“落脚难”的背景下，一线城市常住外来人口开始流出，三四线城市的消费人群逐步扩大。从数据来看，上海常住外来人口连续三年下降，17 年为 972.69 万人（-7.51 万人），北京则连续两年出现下降，17 年常住外来人口为 784.3 万人（-13.2 万人）；与此同时本地农民工增速高于外出农民工增速 2pct 也进一步说明更多的农民工选择在就近的低线城市中就业。随着外出人口返乡及信息媒体的高速发展，也使得一二线城市的消费观念传导到低线城市，促进当地的消费升级。

图 9：北京、上海外来常住人口逐年下降（万人）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 10：本地农民工增长显著高于外出农民工增长（%）

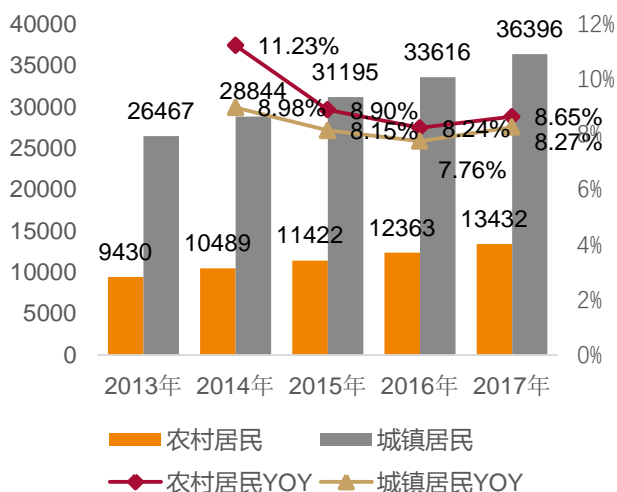


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

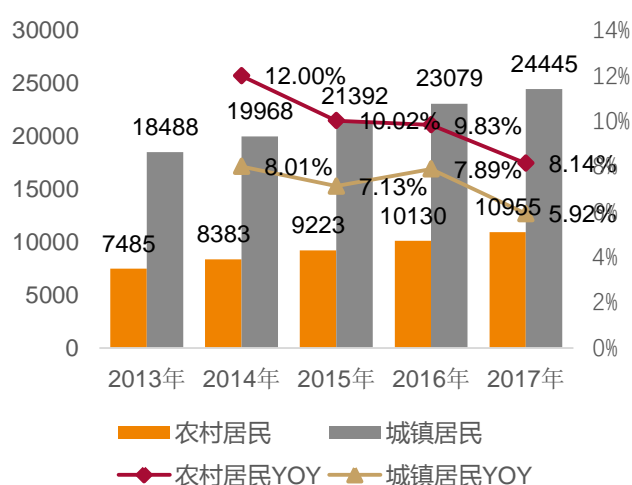
同时，伴随城镇化水平不断提升，消费者的人均可支配收入提高。17 年我国农村居民人均可支配收入增速为 8.65%，高于城镇居民的 8.27%；从人均消费支出来看，17 年增速为 8.14%，远高于城镇居民的 5.92%，可见低线城市的购买力较好；另外，我们认为棚改货币化政策主要影响的是非省会地级市，对于低线城市及农村地区的营销较小。由此在低线城市消费升级和需求不断提升的情况下，三四线城市的消费边际增量提升空间较大，未来消费升级态势将得以延续。

图 11：农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民（元，%）

图 12：农村居民人均消费支出增速高于城镇居民（元，%）

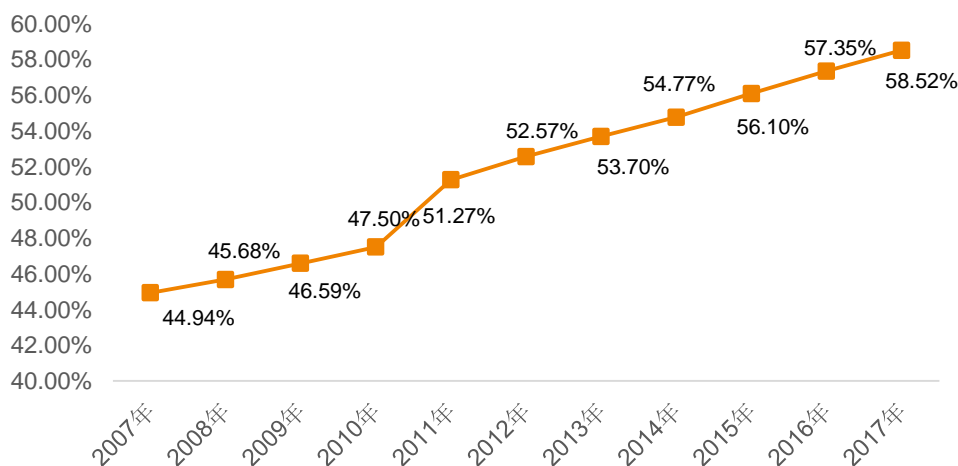


资料来源：国家统计局，天风证券研究所



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 13：城镇化率不断提升推动消费支出扩张

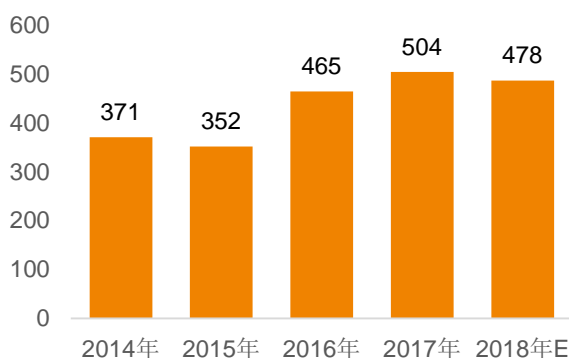


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

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

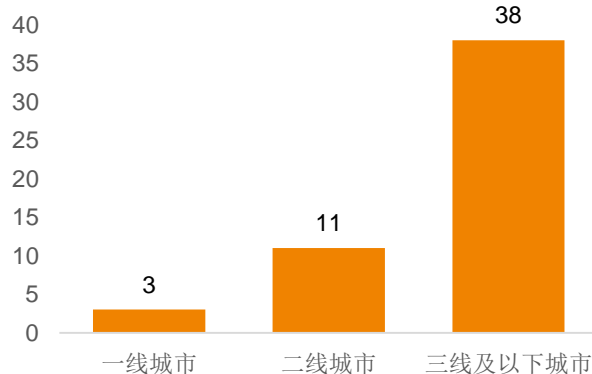
图 14：新开业商业项目数量整体呈上升态势（个）

图 15：18 年万达广场预计在低线城市开业数目超过一二线城市（个）



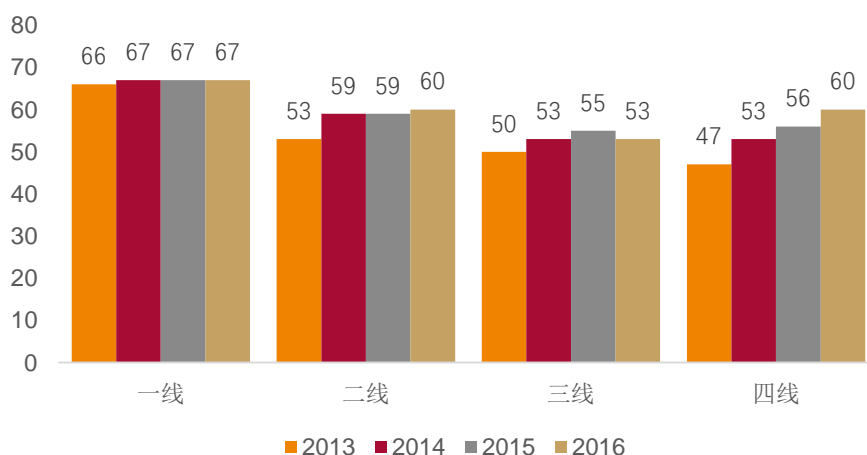
资料来源：赢商大数据中心，天风证券研究所

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



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 16：以成熟万达为例，低线城市购物中心客流量增长显著（千人）



资料来源：《创新以释放购物中心的新价值》，天风证券研究所

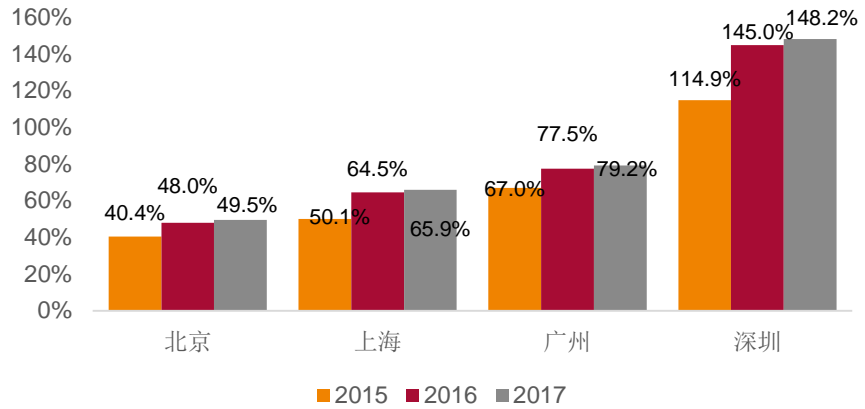
相关标的：水星家纺、南极电商、海澜之家、森马服饰、太平鸟等。

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

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

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

图 17：一线城市居民资金杠杆率逐年提升（%）



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

注：资金杠杆率=（住户贷款/住户存款）\*100%

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

## 2. 重要报告回顾

### 2.1. 健盛集团：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

#### 中国袜业出口龙头受益行业发展

近年来贴身衣物行业增速稳健，未来增长潜力大。根据欧睿国际统计数据，全球贴身内衣行业在 2016 年的市场规模达到了 1,078 亿美元，国内方面，预计到 2018 年中国内衣市场规模将达到 4,553 亿元，行业增长潜力巨大。另一方面，袜子行业过去十余年经历较快发展，人均消费量增长潜力大。公司系国内为数不多的从事袜业生产、销售的上市企业，是中国袜业出口领军企业。目前贴身衣物行业集中度低，结构改进龙头有望获益。

#### 国内外产能释放，增长超预期

国内改造完成，越南产能释放效果逐步显现，推动棉袜主业业绩增长。国内产能方面，杭州基地已将成，江山未来产能集中在健盛产业园，产量预计维稳。另一方面，公司主要发展棉袜业务，丝袜业务不再加大投入。国外产能方面，公司于 2013 年开始布局海外生产基地，拟建设 2.3 亿双棉袜生产及产业链配套项目，目前三个生产项目均已开始有效运营。18H1 越南两个公司实现净利润 3000 多万元。政策优势有效降低成本，产能释放进一步推动营收增长。

#### 订单全球化布局，结构调整改善盈利。

国外市场方面，积极开发新客户，调整客户订单组合提升毛利。目前制造成本普遍上升的背景下，棉袜生产企业的利润空间被压缩，预计未来几年内将有较多的小型企业退出行业，集中度提高龙头收益。国内市场方面，建设自有品牌 jasan home，高质量+低价格打造核心竞争力。同时进一步加强与渠道商的合作，与都市丽人签署框架协议，强强联合互利共赢。

#### 并表俏尔婷婷，产业并购推动业绩增长。

公司目标定位中高端贴身衣物，为拓展国内内销市场，着力打造“JASAN HOME”贴身衣物一站式购物平台。为促进发展战略落地，公司于 2017 年 8 月完成俏尔婷婷的收购，18H1 实现并表收入/利润 2.3 亿/3817 万元，考虑到俏尔婷婷上虞和贵州产能稳步增加，预期可兑现收购时业绩承诺。

#### 维持“买入”评级，对应 3-6 个月目标价 10.2 元。

近年来袜业行业持续增长，公司受业绩益于行业发展；另外，国内外产能释放为公司业绩提供持续增长动力。预计公司 18—20 年 EPS 为 0.51/0.65/0.78 元(18/19 年原值为 0.70/0.93)，

对应 PE 为 17/13/11 倍。考虑到公司通过横向拓展品类、丰富产品类型，在产业链上深耕细作，努力提升行业份额以及行业话语权，未来几年业绩持续高速增长可期，我们给予 18 年 20 倍估值，对应目标价 10.2 元。

**风险提示：业务拓展不达预期、并购整合不达预期、国内外生产基地投产不达预期等风险。**

（摘自 9 月 21 日发布的公司深度报告《健盛集团：公司深度：越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强》）

## 2.2. 深度分析当下中国的“消费升级”与“消费降级”

今年，市场对于消费升级与消费“降级”的争辩很多，我们认为低线城市仍在消费升级，而一二线城市表现了非常明显的消费“降级”。我们首先要定义何为低线与一二线城市，何为升级与降级。在研究消费品时，我们认为不应纯粹以行政级别划分几线城市，而应该以消费能力划分。其次，我们不应该以价格绝对高低来判断是升级还是降级，同时应该考虑消费者的边际价格变化，以及对品质的追求、购买频次等因素。

### 1) 一二线城市的消费“降级”：

在过去几年，消费者大多追求高品质、高格调、大品牌、甚至通过高价格来彰显自己的品味与格调。由此在那段时期，中国游客到日本疯抢马桶盖和电饭煲的新闻屡见不鲜。但近两年，我们明显的发现，消费者似乎更青睐去品牌化的产品和价格更低廉的产品。如今身边越来越多的朋友喜欢上了新国货，开始使用小米、名创优品、网易严选等高性价比产品；使用华为手机的同事越来越多，物美价廉的国产汽车也受到越来越多消费者的喜爱；NOME 生活馆一开就火；我们在家里网购的时候会到不同的电商平台货比三家，没事儿还帮朋友在拼多多上砍价；相比于以往追求高价高质的产品，如今的我们似乎越来越节省了。

其实，我们认为这正是一二线城市的一种消费“降级”的现象。通过参考 90 年代的日本市场，我们认为我国中产阶级“M 型”的消费结构愈见明显，即消费者的消费习惯向高性价比和奢侈化两极分化。在过去的十几年间，我国中产阶级群体迅速壮大，而生活压力和成本也在与日俱增，其中房贷支出对于消费者财富的挤出效应最为明显；同时一二线城市医疗、教育等方面的成本也在逐年提升；加之今年 P2P 暴雷，消费数据持续走弱的情况下，消费者的购买力受到限制，消费透支开始显现，消费者在产品选择上更青睐于低价的产品。

但“由奢入俭难”，在体验过高质量的产品之后，消费者不会由于价格降低而在产品品质和质量上做出妥协和让步，这时既具有低廉的价格又拥有高品质的产品将更容易受到青睐。若单纯从产品价格降低的角度来看，这确实是一种消费降级，但是消费者对于产品本身的品质并没有降低要求，只是显现出更为理性更为成熟的消费观念，对于产品的选择上也不再盲从，对于品牌溢价的支付上面更显谨慎，从这一角度来看，是另一种形式的消费升级。

### 2) 三四线城市的消费升级：

以此同时，在一些县城或农村地区，以往人们日常的首饰、被褥、服装、婚床等物品大多是找当地口碑较好的个体小店进行购买，但是如今电视广告中经常见到的品牌都已经进驻进来：买内衣可以在都市丽人的店中选购；“男人的衣柜”海澜之家的旗舰店也开在街边；选购首饰不再去当地的金店，而是选择大品牌周大生；同时消费者的消费频次开始提升，以往作为奖励，父母会每月带着小朋友去当地的汉堡店大吃一顿，如今闲逛时到肯德基、麦当劳买些小吃已经习以为常；下班后去新入驻的万达广场的影院看电影成了低线城市消费者时尚的休闲方式；夫妻双方通过自己的努力买下一套小房子，开着十几万元的汽车，过段时间还可以带着父母出去游玩一番，日子过得比以往更丰富，似乎也更舍得花钱了。

其实这正是一种消费升级的现象。那么何为消费升级？我们认为消费者的消费习惯从杂牌过渡到有品牌；消费观念得到升级，即对产品的品牌和质量有了更高的要求；产品结构中中高端产品的需求开始提高；消费频次由低频转向高频。究其原因，我们认为相比于一二线城市消费者的高生活成本，三四线城市的消费者所面对的负责压力较小，同时物价相对较低，生活成本较低，购买力提升较快，可挖掘的消费点更多。在信息高速发达的如今，消费者的消费观念和消费习惯也得到的升级，对于产品有了更高的要求。即产品除了需要

满足消费者最基本的功能需求之外，还要满足消费者更高层次的需求，如对于产品的品质、品牌、设计、外观、品味等。其实，近年来，伴随着单价较低的必需品行业（乳制品、调味品行业）在低线城市逐步完成消费升级，单价相对较高的生活可选消费品行业（如珠宝、家纺等）也正在进行消费升级，并将在未来持续享受低线城市消费升级带来的增长红利。

**一二线城市的“消费降级”，具有高性价比产品的品牌发展潜力较大。**

目前我国新中产阶级群体迅速壮大，已达到 3.83 亿人。根据麦肯锡及 CBNDData 的预计，2020 年中国消费总量增长的 81% 将来自于中产阶级，同时，根据《新中产报告 2017》显示，中产阶级在一二线城市的占比达到 72.94%，可见中产阶级作为一二线城市的消费主体，未来消费潜力巨大。根据《新中产报告 2017》的调查显示，中产阶级消费者青睐于质量过硬且价格合适的产品，以汽车为例，中产阶级偏好德系车和日系车，而价格区间分布最多的是 10-20 万元；同时有 2/3 的消费者认为性价比与产品品质同样重要，可见中产阶级的消费者消费观念趋于理性。

中产阶级更青睐于高性价比产品的一个推动因素在于其生活压力和成本的剧增，对于消费具有挤出效应。2010 年-2017 年，一线和二线城市的房价涨幅分别为 93.5% 及 40.5%；而与此相对应的是居民的房贷收入比从 07 年的 38% 猛增到 17 年的 75%，居民储蓄率一度下滑。这导致我国居民负债逐年提升，17 年的居民杠杆率已经达到 49%，深圳地区已经达到 148.2%。由于较高的生活成本和生活压力对于消费带来了明显的挤出效应，使得一二线城市消费者不愿支付较高的品牌溢价，更倾向于高性价比产品。近年共享经济、拼多多、小米、网易严选和名创优品等品牌和渠道的兴起更是印证了这一观点，由此，我们认为市场中拥有高性价比产品的优质企业有望抓住机会进一步扩大规模，提升市场份额。

**低线城市的消费升级态势显现，市场潜力巨大。**

从需求端来看：在一线城市的生活压力提升及“落脚难”的背景下，一线城市常住外来人口开始流出，三四线城市的消费人群逐步扩大，同时消费者的消费观念得到转变。从数据来看，上海常住外来人口连续三年下降，17 年为 972.69 万人（-7.51 万人），北京则连续两年出现下降，17 年常住外来人口为 794.3 万人（-13.2 万人）；与此同时本地农民工人数的增长速度高于外出农民工也进一步说明更多的农民工选择在就近的低线城市中就业。随着外出人口返乡及信息媒体的高速发展，也使得一二线城市的消费观念传导到低线城市，促进当地的消费升级。同时，伴随城镇化水平不断提升，消费者的人均可支配收入提高。17 年我国农村居民人均可支配收入增速为 8.65%，高于城镇居民的 8.27%；从人均消费支出来看，农村居民 17 年增速为 8.14%，远高于城镇居民的 5.92%，可见低线城市的购买力较好；另外，我们认为棚改货币化政策主要影响的是非省会地级市，对于低线城市及农村地区的影响较小。由此在低线城市消费升级和需求不断提升的情况下，三四线城市的消费边际增量提升空间较大，未来消费升级态势将得以延续。

供给端来看：在消费升级的背景下，低线城市消费者的需求日益增长，商业地产抓住这一时机开始进行渠道下沉和规模的扩张。以万达广场为例，18 年万达计划新开 52 家万达广场，其中布局在三线及以下城市 38 座；同时，低线城市购物中心的客流量增长远高于一二线城市（13—16 年四线城市购物中心日均客流量 CAGR=8.5%）。在这样的背景下，国内优质的品牌服饰跟随购物中心进行渠道下沉，扩大了渠道规模和数量，收效明显，未来将持续受益于低线城市消费升级所带来的增长红利，并有望孕育出具有更具影

响力的品牌和公司。

**推荐标的：**

- 1) 主要受益于一二线城市消费“降级”：开润股份、南极电商、水星家纺；
- 2) 主要受益于三四线城市消费升级：南极电商、水星家纺、海澜之家、森马服饰、太平鸟。

**风险提示：**国家政策落实不及预期、低线城市消费升级进展缓慢、品牌渠道下沉进展缓慢。

（摘自 9 月 10 日发布的行业深度报告《深度分析当下中国的“消费升级”与“消费降级”》）

### 2.3. 中报总结：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，均有所改善。

**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，消费环境下行。**

（摘自报告《纺织服装--中报总结--行业中报平淡，挑选三季度超预期个股》——2018 年 9 月 6 日）

### 2.4. 开润股份：18H1 业绩符合预期，期待下半年 B2C 持续发力

**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。

**毛利率下降，费用率稳中有降。**18H1 毛利率为 25.32%(-6.36pct)，下降预计主要系 B2C 快速扩张和 B2B 业务中新零售客户占比提升以及原材料贸易业务所致。18H1 销售/管理/财务费用率为 7.69%(-0.79pct)/6.87%(-0.93pct)/-0.51%(-0.96pct)，稳中有降主要系营收快速增长摊薄所致。扣非净利率 9.64%(-3.82pct) 主要系毛利率下降影响。

**备货致存货大幅增长，回款增强经营性净现金流稳定。**存货规模为 3.47 亿元(+172.44%)，主要系业务规模增加电商渠道大规模铺货所致，其中大部分都为小米渠道，小米为经销买断形式，存货风险不大。应收账款周转天数为 41.66 天，下降 14.51 天。经营净现金流 6420.12 万(+4.7%) 稳定，其中销售商品、提供劳务收到的现金流入(+90.4%) 大幅上升，回款能力增强。

**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%+。**

**B2C：我们预计 GMV18H1 增长约 150%，其中 Q2 增长约 100%。分品牌看，1) 90 分：**新品类：18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张（上线 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、活力版 PC 铝框旅行箱、Chic 休闲双肩包和胸包），鞋服（上线免熨烫衬衫、抗菌 T 恤、一体织跑鞋与板鞋、弹力牛仔裤、五指袜）等新品类发力横向扩张，预计非箱包品类占比不断提升。我们认为公司产品线规划愈加完善，旅行箱主要为引流品类；背包主要为利润品类；鞋服等产品有利于提升规模，降低费用率，提升经营效率。**新渠道：**18H1 自有渠道快速扩张，同时继续拓展有赞、环球捕手等社交电商新渠道；线下进入小米之家，预计未来将铺设自有品牌线下店和箱包门店，加快线下布局；全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。结构占比预计小米 70%左右，京东天猫 10%左右，团购 10%左右。**营收业绩：**18H1 润米营收 3.39 亿(+115%)，净利润 2370 万(+54.83%)，净利率约为 7%，预计 18 年润米整体营收增长 100%+，净利率 6%-7%。

**2) 硕米稚行：**18 年推出纳米材质防污 T 恤、“小轻星”折叠儿童推车、独角兽双肩背包、趣萌小耳朵拉杆箱等产品，目前正处于培育期，产品品类不断扩充，未来发展空间较大。

**B2B：18H1 国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化。**重点开发新客户，原有客户订单结构得到进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%+。

**维持买入评级。**公司所处出行装备市场为海量市场，空间巨大，据国家统计局和国家旅游局的统计数据，2009 年至 2015 年国内旅游人数达到了 110.3%的增长，中国国内旅游人均花费从 2007 年的 482.6 元增长至 2016 年的 888.2 元，累计增幅达 84.04%。公司产品以箱包为核心，拓展至功能性鞋服及配件，专注“成人+儿童”出行市场，有望成为 A 股快速增长并且具有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司。维持 2018-2020 年 EPS 预测为 0.91/1.34/2.07 元，18/19 年净利润约 1.98/2.91 亿，预计未来三年 CAGR 达 50%。

**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。**

（摘自报告《开润股份半年报点评：18H1 业绩符合预期，期待下半年 B2C 持续发力》——2018 年 8 月 28 日）

## 2.5. 南极电商：业绩符合预期维持高增长，应理性拆解应收波动

**并表增厚业绩，剔除并表主业收入、利润维持高增长**

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

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

**GMV 维持高增长，成熟品类高增长，货币化率在合理区间。**

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

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

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

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

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

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

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

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

**盈利能力：主业毛利率稳定，全年营销费用将有所提升。**

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

广告营销投入加大，营销费用将有所提升。

### 时间互联：展业顺利，客户数据稳步增长。

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

### 高管陈焯总离职，将继续在大南极生态中负责相关品牌线下拓展。

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

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

**风险提示：**扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

（摘自报告《开润股份半年报点评：业绩符合预期维持高增长，应理性拆解应收波动》——2018 年 8 月 24 日）

## 2.6. 海澜之家：18H1 业绩符合预期，重视龙头抗周期属性

### 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。

**分品牌经营情况：**海澜之家主品牌 18H1 收入 80.95 亿（+6.2%），Q2 单季度收入 33.1 亿（+1.8%）；爱居兔 18H1 收入 6 亿（+82%），Q2 单季度 2.67 亿（+97.5%）；圣凯诺 18H1 收入 8.29 亿（-13%），Q2 单季度 3.86 亿（-30%），圣凯诺品牌收入波动较大，主要系定制模式原因，受发货时点影响明显，预计全年订单整体稳定。海一家等收入下降，主要系战略性关店和特卖所致。

**盈利能力：**18H1 毛利率 40.59%，较 17H1 提升 0.45pct，有所提升。主品牌毛利率 43.39% 较 17H1 提升 3.44pct，主要系直营占比提升，拉升毛利率。预计未来直营店数量及占比还会增加，毛利率仍将稳健提升。爱居兔毛利率 29.04%，较 17H1 下降 8.63pct，主要系开店速度比较快，新店占比较大，单店营收和毛利率都有摊薄，且上半年打折力度较大，使毛利率下降。圣凯诺毛利率 50.6%，保持平稳；海一家等其他品牌：毛利率-28%，主要是在做关店的调整和清仓特卖。电商毛利率 56%，下降 4pct，主要是年货节、618 促销活动导致毛利率下降。

**费用端：**1) 销售费用率 7.66%，较同期提升 1.02pct 主要系广告费同比增加 30%，且直营店增加 70 家，使职工薪酬、租赁费等都在增长；2) 管理费用率 4.66%，较同期小幅下降 0.46pct，内部管理效率提升及控费良好；3) 财务费用率-0.28%，较同期上升 0.71%，主要系利息收入减少，同时利息支出提高所致。

**渠道：**截止 2018 年 6 月末，公司门店总数 6097 家，其中海澜主品牌 4694 家（含海外店 11 家），“爱居兔”品牌 1158 家，其他品牌 245 家。18H1 新开店门店 475 家，关店 170 家，净增 305 家（其中商场及购物中心店净增 248 家）。估计商场店 900 余家，占比约 15%。其中主品牌净增 191 家，爱居兔净增 108 家。（具体拆分请参见下图）从面积来讲，总营业面积增加 3%；其中海澜之家增加 2.3%；爱居兔增加 9%，其他品牌基本持平。预计维持年初全年开店预期：海澜之家 400 家，爱居兔 300 家，总数 700 家。

**存货与周转：**存货余额 88.2 亿，较期初 84.9 亿水平提升 3 个亿。存货周转天数 262 天，较同期下降 14.8 天。

1) **品牌拆分：**海澜之家 71 亿元，爱居兔 6.8 亿元，圣凯诺 3.65 亿元，其他 4.38 亿元；

2) **渠道来看：**去掉以销定产的圣凯诺产成品存货，约 82.5 亿元的存货，其中库存商品 44 亿元（仓库），渠道中的是 38 亿元（门店）；

3) 其中，买断货品 26 亿元，占比为 31.5%；可退货（联营）的部分是 56.5 亿元左右，占比 68.5%；

4) **库龄拆分：**产成品、库存商品等共 86 亿元来拆分，与去年同期相比在改善；

① 一年的存货为 75.47 亿元，占比 87.5%；17 年 H1 为 60%；17 年底 78%；

② 1-2 年存货，17H1 占比 33%，17 年底 18%，18H1 为 12%；

③ 存货跌价计提大幅减少，0.77 亿元，去年同期接近 2 个亿，下降 61%左右。

**电商：**18H1 线上销售收入 5.8 亿（+34%），Q2 线上收入增速有所放缓，主要受到 Q1 年货节透支和二季度单季影响，目前线上退货 7.8%左右，爱居兔 25%左右。

**售罄率：**预计 18 春夏单季售罄率 60%左右（截至 9 月 30 日），第二年还会有 10%-20%的继续售卖，最后预计两季售罄率会保持在 70-80%之间。

**品牌年轻化继续，渠道货品继续优化，海外扩张和电商增长提供一定动能。**

主品牌产品年轻化策略继续，渠道继续向商场店和购物中心店转型，上半年净开店商场及购物中心店占比超过 75%。东南亚海外店运营拓展良好，店效已经接近国内店铺。上半年主品牌重回京东和唯品会平台，为下半年电商增长打下良好基础，电商销售长期目标收入占比将提升至 10%左右。

**下半年社零数据及服装消费数据承压，弱市下海澜作为低估值大众品牌价值凸显。**

17 年冷冬高基数与居民消费能力下降使下半年服装消费数据承压。2018 年二季度开始，国内消费环境有疲软趋势，居民部门消费受到教育、医疗、房贷等支出不断挤压，一二线城市消费“降级”和低线城市消费升级是目前趋势。低线城市的消费环境好于一二线城市，目前海澜门店数量已经突破 6000 家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。公司目前 PE 估值较低，女装爱居兔品牌预计今年达到盈亏平衡，尚不贡献 PE 估值，但爱居兔女装品牌体量规模已经较大（预计今年 35 亿零售规模），其品牌价值并未体现在公司市值内，从 PE 估值角度海澜整体价值存在低估。

**盈利预测与估值：**预测公司收入 18-20 年 200.6/223.6/250 亿，净利润 36.9/41.3/46.2 亿，同比 10.9%/11.8%/11.9%，预计 18—20 年 EPS 为 0.82/0.92/1.03 元，对应 PE13/11/10 倍。给予 18 年 17X，“买入”评级，3-6 个月目标价 13.94 元。

**风险提示：**主品牌复苏不及预期，消费疲软；库存积压风险。

（摘自报告《海澜之家半年报点评：18H1 业绩符合预期，重视龙头抗周期属性》——2018 年 8 月 30 日）

**2.7. 水星家纺：18H1 业绩符合预期，线下渠道超市场预期。**

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

### 1、线上略低于预期, 线下渠道超市场预期。

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

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

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

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

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

**我们预计公司 18 年全年线下渠道实现 20%-25%增长。**

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

1) 17H1 高基数影响 (17H1 线上增速 84.9%);

2) 3 月及 4 月清理双十一遗留库存;

3) 拼多多等低价电商平台对公司线上业务造成一些影响。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**维持”买入”评级，3-6 个月目标价 29.5 元。**

考虑到公司线上业务受到低价电商品牌的积压，电商收入及利润在中短期将会受到波动，略微下调 18、19 年盈利预测，但长期来看公司业绩增长确定性较强，线下持续受益于低线城市消费升级；线上在逐步改善及各项应对措施落地后增速有望回升，略上调 2020 年盈利预测。由此，预计 18-20 年营收增速分别为 18.27%、18.34%、18.17%；净利润增速分别为 22.16%、20.05%、20.27% (原值为 22.2%、20.49%、18.42%)，EPS 为 1.18/1.42/1.70 元 (原值为 1.18/1.42/1.68 元)，对应 PE 为 15/12/10 倍。目前公司估值较低，二季度电商低于预期市场已经充分消化，继续重点推荐。家纺是标准化程度较高的产业，我们认为随着电商以及线下渠道在低线城市不断渗透，整个行业集中度会大幅提升。参考乳制品和调味品行业过去发展轨迹，我们认为行业容易诞生大公司，给予公司一定的估值溢价；但考虑到目前板块系统性调整导致行业估值较低，调整公司 18 年 PE 为 25X，目标价由 35.40 调整为 29.5 元。

**风险提示：**线下渠道收入不及预期，线上新渠道冲击使竞争加剧等。

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

## 2.8. 太平鸟：符合预期，全年业绩确定性强，调整带来配置机会

**归母净利翻倍，业绩符合预期。**18H1 实现营收 31.69 亿元 (+12.41%)；归母净利润 1.97 亿元 (+115.31%)，扣非归母净利润 0.74 亿元 (+748.62%)，18Q2 实现营收 14.33 亿元 (+9.99%)；归母净利润 0.64 亿元 (+87.51%)。扣非差异主要系处置非流动资产、政府补助、所得税、投资理财收益影响等。收入和利润均符合我们预期。2018H1 零售额 53.12 亿元 (+14.55%)。收入增速低于终端销售的预计主要系：1) 线上加大处理存货力度，退货率提升较多。2) 线下由于 TOC 政策对当季收入确认产生影响，但对全年几乎无影响。3) 给加盟商去库存所致。

**收入端主品牌持续稳定增长，直营渠道高增长反映终端零售向好。**

1) **分品牌看**，PB 女装营收 11.31 亿元 (+5.9%)，Q2 为 5.35 亿 (+5.3%)，零售额 19.58 亿元 (+11.30%)，调整到位后恢复稳定增长，不匹配预计系 TOC 推进造成加盟收入部分延迟，一定程度影响增速；PB 男装营收 11.39 亿 (+20.02%)，Q2 为 4.83 亿 (+18.37%)，零售额 19.53 亿元 (+17.79%)，保持快速增长，品牌力提升，预计售罄率在 75%以上；乐町营收 3.73 亿 (-8.23%)，Q2 为 1.82 亿 (-5.25%)，零售额 6.75 亿元，主要受联营转加盟影响下滑，预计下半年将转正；Mini Peace 童装营收 3.8 亿 (+35.15%)，Q2 为 1.64 亿 (+18.65%)，零售额 5.75 亿 (+19.52%) 放缓主要系存货处理基本结束；其他 (MG&贝甜童装、鸟巢家居) 0.99 亿 (+28.27%)，Q2 为 0.41 亿 (+36.13%)，MG 零售额 1.2 亿元 (+21.10%)，

新品牌并表贡献一定增长。

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

**主业毛利率略降, 库存结构持续边际改善, 资产减值损失下降, 净利率大幅提升。**

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

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

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

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

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

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

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

**维持买入评级, 目标价 34.50 元。**考虑到公司终端销售情况良好, 渠道和品牌调性调整期已过, 未来几年将享受增长红利, 我们预计 18-20 年实现净利润 6.6/8.5/10.3 亿, 三年 CAGR 32%; 18-20 年 EPS 为 1.38/1.77/2.15 元。考虑限制性股票激励的行权条件(18 年营收目标为 84 亿元, 股权激励净利润目标为 6.5 亿元; 19 年净利润为 8.5 亿), 在 2018H2 消费行业存在不确定性的情况下, 公司处在业绩释放周期, 业绩确定性较强, 我们认为目前系统性调整带来配置机会。给予 18 年 25 倍估值, 对应目标价 34.50 元。

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

## 2.9. 歌力思: 业绩超市场预期, 下半年加速开店为 19 年业绩护航

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

**品牌拆分来看: 报告期,**

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

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

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

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

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

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

**盈利能力略有下降, 营运能力略提升。**

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

**维持买入评级, 调整目标价至 27.25 元。**

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

**风险提示:** 高端服饰消费疲软、新并购品牌销售不达预期、主品牌同店持续下滑等。

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

## 2.10. 森马服饰: Q2 收入加速超预期, 休闲装童装双发力可期

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

线上高增长持续, 线下休闲装复苏趋势明显、童装集中度加速。

### 1、线上: 新品发力淡季不淡, 迎接 H2 旺季上调收入预期。

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

### 2、线下: 休闲逆市拓店超预期, 童装加速集中度提升

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

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

毛利率小幅下滑系存货处理, 未来有望回升; 费用率摊薄, 净利率持平。

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

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

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

多指标边际改善印证经营质量与效率进一步提升。

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

2) 存货规模为 26.42 亿元 (+9.9%)，主要系主动备货所致，增幅与营收敞口为 14.9%。自 18 年以来，公司营收与存货增长率之间的敞口持续扩大，由 17 年底的 4.52pct 提升至 18H1 的 14.9pct，存货周转天数持续下降，18H1 为 133 天 (-22 天)。

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

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

维持“买入”评级，3—6 个月目标价 17.75 元。

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

风险提示：新生儿增长不及预期、库存风险、休闲业务调整不及预期。

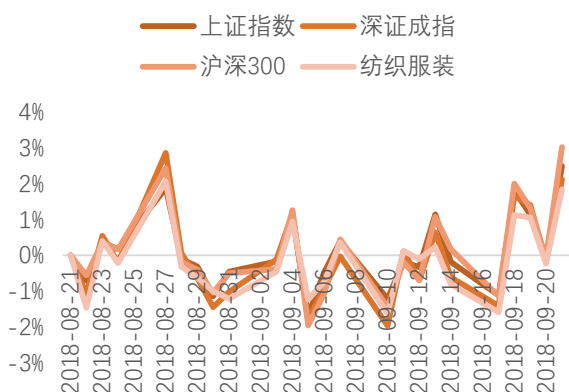
(摘自报告《森马服饰：Q2 收入加速超预期，休闲装童装双发力可期》——2018 年 8 月 11 日)

### 3. 市场行情

#### 3.1. 板块及个股涨跌幅

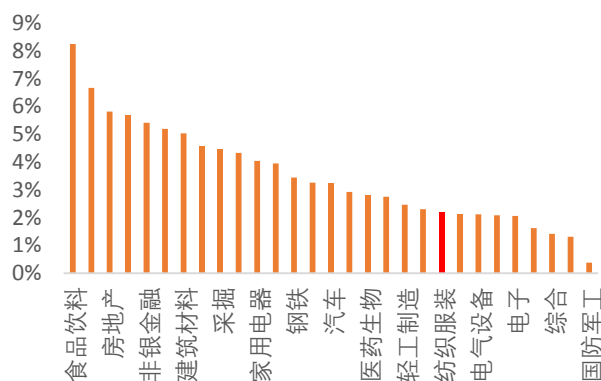
本周上证指数收于 2797.48 点，较上周收盘上涨 4.32%；深证成指收于 8409.18 点，较上周收盘上涨 3.64%；沪深 300 收于 3410.49 点，较上周收盘上涨 5.19%；申万纺织服装板块收于 1972.60 点，较上周收盘上涨 2.20%。

图 18：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅

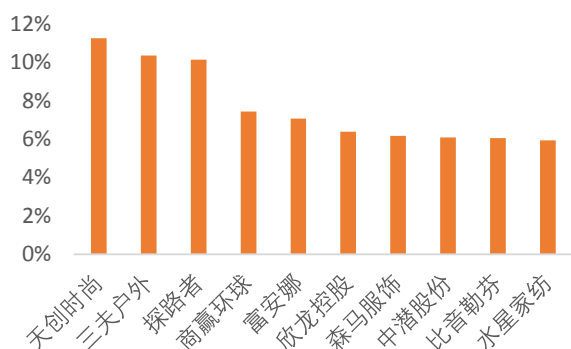


资料来源：Wind，天风证券研究所

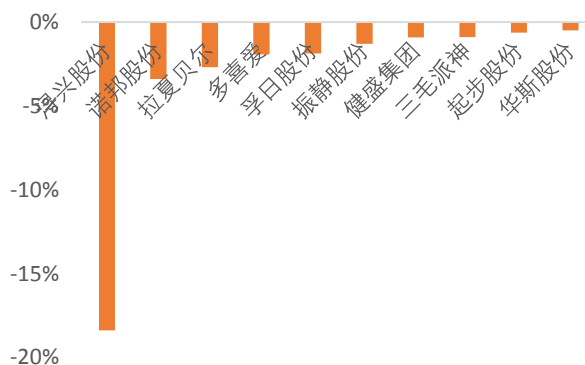
个股方面，天创时尚、三夫户外、探路者领涨纺织服装板块；浔兴股份、诺邦股份、拉夏贝尔跌幅居前三。

图 20：纺织服装个股周涨幅前十名 (%)

图 21：纺织服装个股周涨幅后十名 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2. 行业数据回顾

#### 3.2.1. 零售端: 8月零售数据未见明显改善, 服装针织鞋帽行业增速放缓

2018年8月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长7.00%(2018年7月为8.70%), 化妆品类同比增长7.80%(2018年7月为7.80%), 行业整体呈现上升趋势, 细分各个行业也均呈现出上升趋势。

截至2018年8月, 社会消费品零售总额同比增长9.00%, 相比2018年7月份的8.80%略有上升, 服装鞋帽针纺织品类累计同比8.90%。

图 22: 2016 年至今限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额: 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 2016 年至今限额以上零售企业服装类零售额: 当月同比 (%)



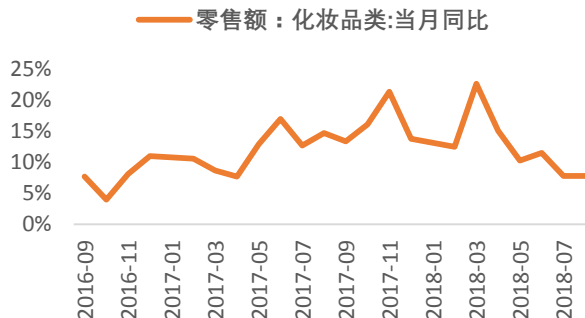
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 2016 年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额: 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

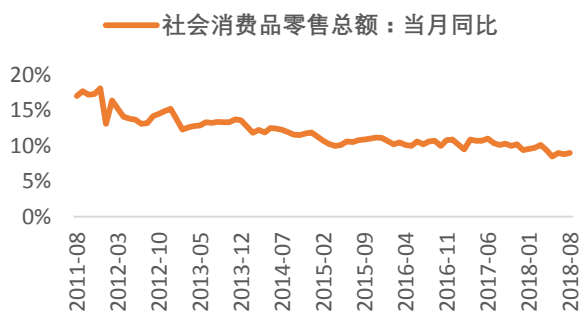
图 25: 2016 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额: 当月同比 (%)



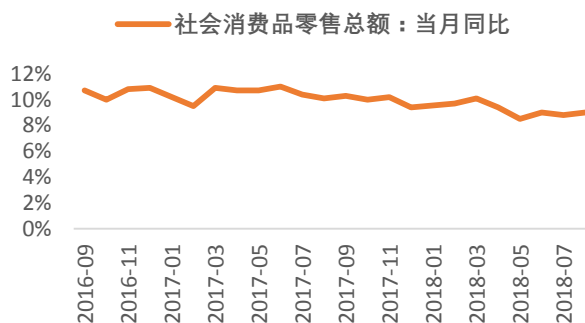
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 26: 社会消费品零售总额: 当月同比 (%)

图 27: 2016 年至今社会消费品零售总额: 当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

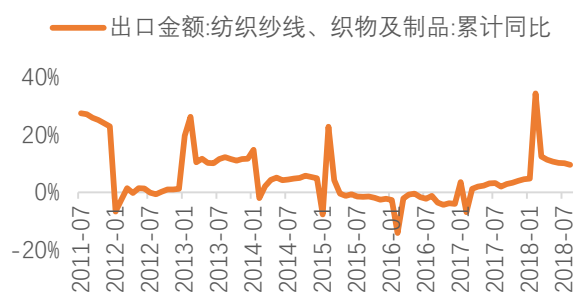


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.1. 出口：纺织品出口增速小幅下滑，服装类出口累计增速小幅上升

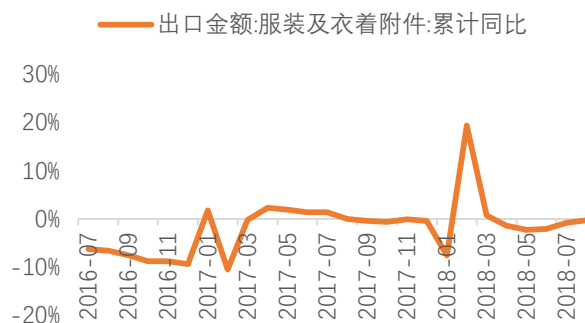
截至2018年8月，据海关总署发布的数据显示8月，我国纺织纱线、织物及制品出口102.83亿美元，同比上升6.06%；累计出口787.35亿美元，同比增长9.50%，增速相比7月有所下降；服装及衣着附件8月的出口金额为167.69亿美元，同比上升1.10%，累计出口1,026.67亿美元，同比下降0.30%，相比7月份（同比下降0.8%）有所上升。

图 28：2011 年至今纺织品出口增速：累计同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：2016 年至今服装及衣着附件出口增速：累计同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 上游：棉花进口价格上涨、涤纶长丝 FDY、DTY 价格下跌，粘胶长丝价格下跌

**中国棉花综合价格指数：**123.26，较上周下跌0.37%。

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

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

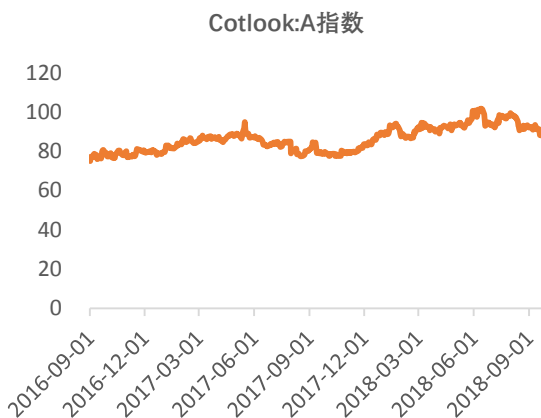
**粘胶短纤、长丝价格：**粘胶短纤本周均价为15,100元/吨，较上周价格不变。粘胶长丝本周均价37,800元/吨，下跌0.05%。

**涤纶短纤、长丝价格：**涤纶短纤本周均价为10,930元/吨，较上周价格下跌4.29%。涤纶长丝POY本周均价为11,475元/吨，较上周下跌5.56%。涤纶长丝FDY本周均价为12,800元/吨，较上周下跌5.88%。涤纶长丝DTY本周均价为12,900元/吨，较上周下跌4.80%。

**国内棉布产量：**8月棉布产量45.50万吨，当月同比-0.90%。

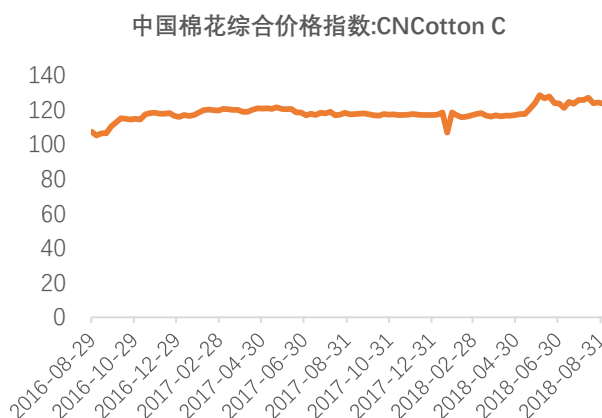
**国内棉纱产量：**8月棉纱产量277.20万吨，当月同比-1.10%。

图 30：2016 年至今 Cotlook:A 价格走势（美分/磅）



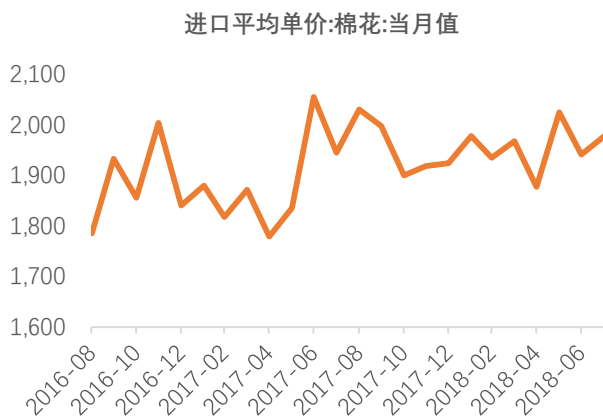
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2016 年至今中国棉花综合价格指数走势



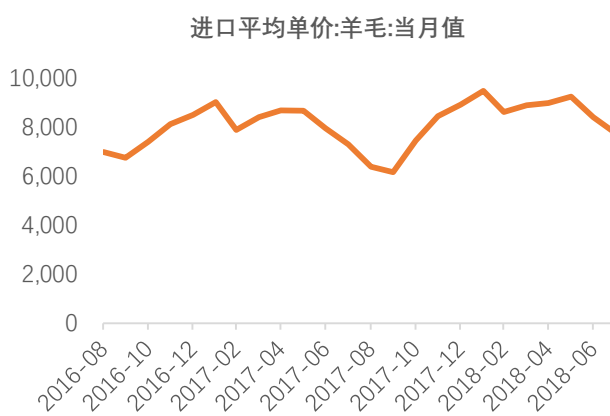
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2016 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



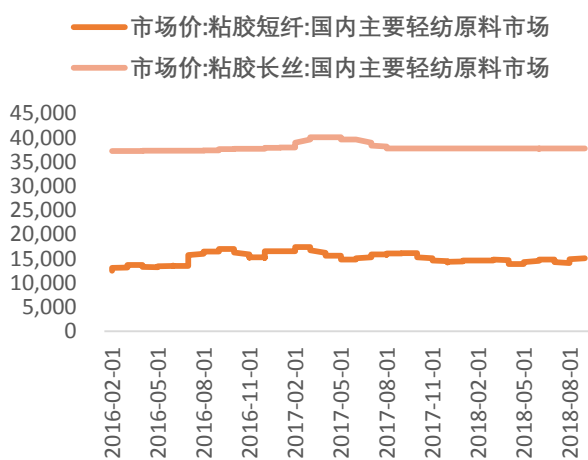
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：2016 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



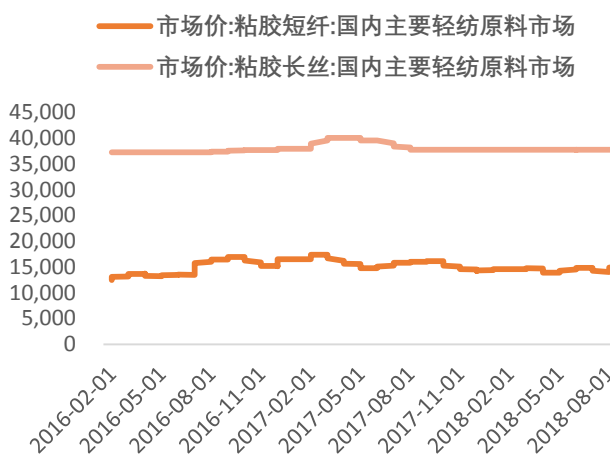
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



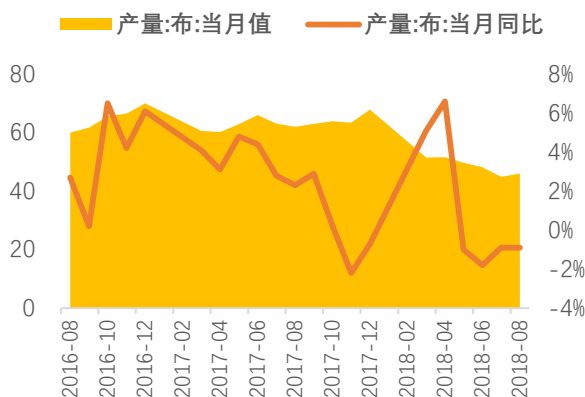
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



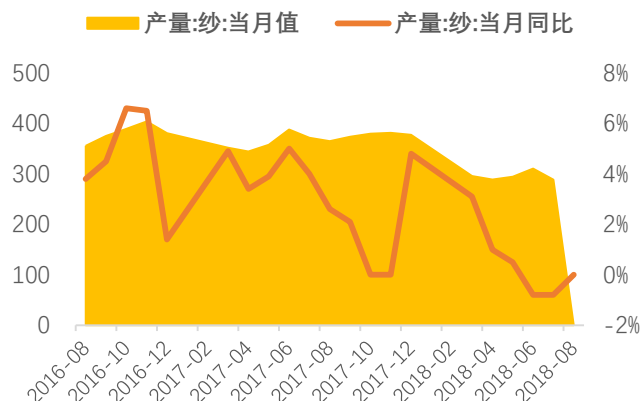
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：2016 年至今国内棉布产量走势单位：（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：2016 年至今国内棉纱产量走势单位：（万吨）



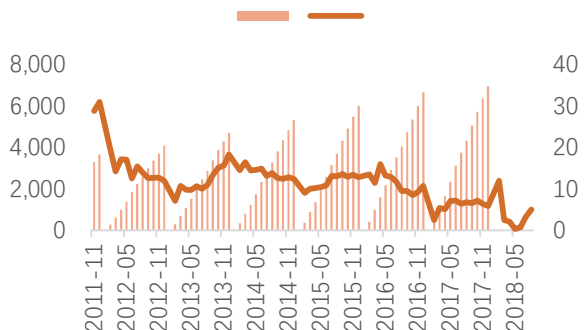
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.3. 行业投资：纺织行业投资增速上升，服装行业投资同比下降

**纺织行业固定资产投资：**2018 年 8 月，纺织行业固定资产投资同比增长+5.00%，较上月同比增速有所上升（+1.70pct）。

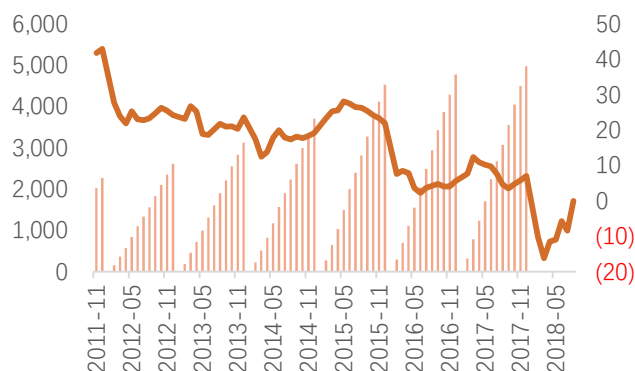
**服装行业固定资产投资：**2018 年 8 月，纺织服装行业固定资产投资同比下降-3.80%，较上月同比增速有所上升（+4.60pct）。

图 38：2011 年至今纺织行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：2011 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



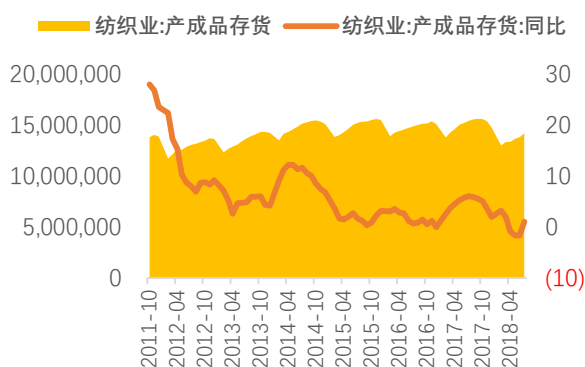
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.4. 行业库存情况：纺织业库存基本稳定，服装行业库存继续增长

**纺织行业库存情况：**2018 年 7 月，纺织行业产成品库存 1,423.1 亿元，同比增长 1.10%，较上月增速有所增加（+2.60pct）。

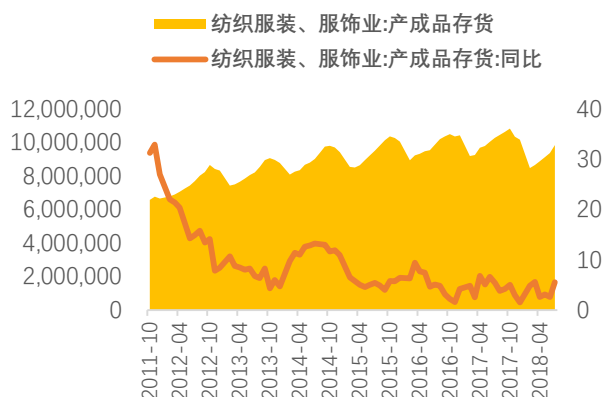
**服装行业库存情况：**2018 年 7 月，服装行业产成品库存 983.0 亿元，同比增长 5.50%，较上月增速有所增加（+2.90pct），库存继续上升创造年内新高。

图 40：2011 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：2011 年至今服装行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 公司公告

**南极电商 (002127.SZ)** 公司实际控制人张玉祥先生补充质押股份 495 万股，占其持有公司股份 0.76%，截至本公告日，共持有公司股份 6.55 亿股，占公司股份总数的 26.68%。

**新野纺织 (002087.SZ)** 公司控股子公司新疆锦域纺织有限公司获得政府补助合计 3,745.16 万元，预计将会增加本年度利润 3,245.16 万元。

**雅戈尔 (600177.SH)** 公司滚动利用闲置投资资金购入结构性存款及货币基金等金融资产，累计交易金额为 26.01 亿元，占 2017 年度经审计净资产的 10.67%。

**拉夏贝尔 (603157.SH)** 1) 首次公开发行限售股上市流通公告：本次限售股上市流通数量为 9,103.30 万股，占公司 A 股总股本的 27.35%，占公司总股本的 16.62%，将于 2018 年 9 月 25 日起上市流通。2) H 股 2018 中期报告：公司实现营业收入 43.79 亿元，同比增长 2.3%，实现归母净利润 2.36 亿元，同比下降 16.3%。3) 实际控制人股份补充质押公告：邢加兴先生将共计 1,500 万股有限售条件流通股补充质押至海通证券，占总股本的 2.74%，截止本公告日，邢加兴先生直接和间接控制公司有限售条件股份共计 1.87 亿股，占总股本的 34.16%。

**振静股份 (603477.SH)** 公司以 1 亿元闲置募集资金临时补充流动资金，期限不超过 12 个月。

**红蜻蜓 (603116.SH)** 1) 拟设立定向资产管理计划公告：公司控股股东红蜻蜓集团与中信证券、兴业银行北京分行签订《中信证券红蜻蜓 1 号定向资产管理计划资产管理合同》设立定向资产管理计划。合同期限内，红蜻蜓集团初始资产中的证券资产不得买卖。2) 对外投资参股设立证券公司的公告：公司拟以自有资金与东英亚洲证券、上海鼎力源投资等投资方共同出资设立众鑫证券，众鑫证券注册资本为人民币 15 亿元，其中公司出资金额为人民币 3.83 亿元，出资占比为 25.50%。

**旷达科技 (002516.SZ)** 公司以扣除回购专户上已回购的总股本 14.94 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 2 元人民币。

**商赢环球 (600146.SH)** 公司两位非独立董事 Richard Sneider 先生和 Richard Cohen 先生因个人原因辞去非独立董事职务。

**希努尔 (002485.SZ)** 公司全资子公司诸城松旅本期收到的政府补助 3,369.72 万元，预计将会增加 2018 年度利润总额 3,369.72 万元。

**贵人鸟 (603555.SH)** 因厦门国际信托与贵人鸟集团具有强制执行效力公证债权文书一案，贵人鸟集团所持有的公司 1.02 亿股无限售流通股（占公司总股本 16.18%）及孳息（其中：

所冻结 9700 万股已办理质押登记) 已被厦门市中级人民法院司法冻结, 冻结期限自 2018 年 9 月 19 日起至 2021 年 9 月 18 日。股份被冻结, 未对公司的控制权产生影响, 也不影响公司的正常生产经营。

### 3.4 行业新闻动态

**H&M 在线增长强劲 旗下高端品牌 COS 将入驻天猫(品牌服装网订阅号 2018/9/21)**H&M 集团昨日宣布旗下高端品牌 COS 将于 10 月在天猫开官方旗舰店, 这也是 COS 除官网外在中国开设的仅有的线上商店。届时 COS 天猫旗舰店将提供包括女装、男装和童装在内的多个品类, 并计划在天猫首发 COS x Studio Swine 联名系列。

**改善盈利 UA 安德玛大幅裁员 400 人 遣散费 1,000 万美元(无时尚中文网 2018/9/21)**周四盘前, 总部位于巴尔的摩的运动巨头安德玛集团宣布裁员 3%, 约 400 人。此次重组将造成 1.9-2.1 亿美元的一次性税前费用, 另外 1,000 万美元的遣散费已经确认。

**Superdry 2018 秋冬系列 带你重返复古黄金时代(品牌服装网订阅号 2018/9/20)**英国时装品牌 Superdry 全新 2018 秋冬系列正式在各大店铺酷跑上市啦, 据悉, 这一次 Superdry 首波主打复古校园风潮, 带你重返复古黄金时代, 一起来 pick!

**英国前首相卡梅伦夫人创立的时装品牌 Cefinn 再获融资(品牌服装网订阅号 2018/9/20)**据悉, 由英国前首相卡梅伦的妻子萨曼莎·卡梅伦 Samantha Cameron 于 2016 年创立的时装品牌 Cefinn 于近日又获得数位投资者共计 250 万英镑的融资, 这已经是该品牌的第三次种子轮融资。

**加拿大鹅入驻天猫一周吸粉 1.2 万 两家实体店即将开业(品牌服装网订阅号 2018/9/19)**Canada Goose 天猫官方旗舰店于 9 月 12 日正式上线, 产品涵盖男士、女士、儿童人群, 包括羽绒服、配饰、针织衫等品类, 产品价格分布在 1100-10900 元之间。据观察, Canada Goose 天猫店上线将近一周时间内累积粉丝数 1.2 万, 销量多的一件 Expedition 派克大衣, 仅有 29 单。

**浙江森马拟收购 Jason Wu 母公司 11%股份(品牌服装网订阅号 2018/9/18)**公司将以 500 万美元(约合 3427.3 万人民币)收购美国华裔设计师 Jason Wu 同名品牌的母公司 JWU, LLC.11%的股权, 这也意味着目前 Jason Wu 的旗下的品牌估值已达 4500 万美元, 约合 3 亿人民币。

## 4. 近期重要事项提醒

表 2: 近期上市公司股东大会信息

日期	公司	地点	时间
9.25	开润股份	上海市莘砖公路 518 号 14 栋 5 楼会议室	14:30
9.26	歌力思	广东省深圳市福田区泰然四路 29 号天安数码城创新科技广场 A 座 19 楼 1 号会议室	14:30
9.27	希努尔	山东省诸城市东环路 58 号公司董事会办公室	14:30

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 5. 年内重点限售股解禁公司

表 3: 年内限售股解禁公司明细

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

新澳股份	2018-01-02	17947	39365	14359	36	39365	32306	82	首发原股东限售股份
太平鸟	2018-01-09	14377	48093	5500	11	48093	19877	41	首发原股东限售股份
健盛集团	2018-01-29	18450	41636	11550	28	41636	30000	72	首发原股东限售股份
富安娜	2018-02-08	30	87116	49861	57	87116	49891	57	股权激励限售股份
安正时尚	2018-02-14	336	28906	7126	25	28906	7462	26	首发原股东限售股份
华孚时尚	2018-03-23	17433	101292	83748	83	101292	101181	100	定向增发机构配售股份
歌力思	2018-04-24	20956	33730	11315	34	33730	32270	96	首发原股东限售股份
际华集团	2018-04-24	53463	439163	385700	88	439163	439163	100	定向增发机构配售股份
报喜鸟	2018-05-10	3839	126329	107522	85	126329	111362	88	股权激励限售股份
歌力思	2018-05-22	715	33730	32270	96	33730	32985	98	股权激励限售股份
富安娜	2018-06-04	1474	87116	49891	57	87116	51364	59	股权激励限售股份
摩登大道	2018-06-11	997	71252	43832	62	71252	44829	63	定向增发机构配售股份
多喜爱	2018-06-11	0	12000	5898	49	12000	5898	49	首发原股东限售股份
汇洁股份	2018-06-11	6809	38880	11646	30	38880	18455	47	首发原股东限售股份
柏堡龙	2018-06-26	13510	24046	10536	44	24046	24046	100	首发原股东限售股份
罗莱生活	2018-06-27	115	74473	69931	94	74473	70046	94	股权激励限售股份
红蜻蜓	2018-06-29	22809	41720	18071	43	41720	40880	98	首发原股东限售股份
富安娜	2018-07-23	280	87116	50333	58	87116	50613	58	定向增发机构配售股份
新澳股份	2018-07-30	6849	39365	32306	82	39365	39155	99	定向增发机构配售股份
维格娜丝	2018-08-03	119	118055	14798	82	18055	14917	83	股权激励限售股份
红豆股份	2018-08-03	46647	253326	202989	80	253326	249636	99	定向增发机构配售股份
富安娜	2018-08-06	312	87116	50613	58	87116	50925	58	股权激励限售股份
起步股份	2018-08-20	17190	46998	4700	10	46998	21890	47	首发原股东限售股份

摩登大道	2018-09-04	2342	71252	44829	63	71252	47171	66	定向增发机构配售股份
开润股份	2018-09-11	39	21768	6376	29	21768	6415	29	股权激励限售股份
拉夏贝尔	2018-09-25	9103	54767	5477	10	54767	14580	27	首发原股东限售股份
南极电商	2018-11-09	10379	245487	145126	59	245487	155505	63	定向增发机构配售股份
水星家纺	2018-11-20	2191	26667	6667	25	26667	8858	33	首发原股东限售股份
健盛集团	2018-12-03	1374	41636	30000	72	41636	31374	75	定向增发机构配售股份
振静股份	2018-12-18	5350	24000	6000	25	24000	11350	47	首发原股东限售股份
天创时尚	2018-12-26	3573	43140	12740	30	43140	16313	38	定向增发机构配售股份
黑牡丹	2018-12-26	25157	104710	79552	76	104710	104710	100	定向增发机构配售股份

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com