

中报龙头品牌表现不乏亮点，行业继续聚焦优质赛道龙头与低估值白马



核心观点

- 行情回顾：**本周大盘呈调整走势，全周沪深 300 指数下跌 0.56%，创业板指数下跌 0.29%，纺织服装行业全周上涨 1.47%，表现强于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块和品牌服饰板块分别上涨 1.26%和 1.67%。个股方面，板块中小市值个股继续活跃，我们覆盖的跨境通、老凤祥、华孚时尚、周大生和珀莱雅等取得了正收益。
- 海外要闻：**（1）奢侈品电商寺库持续强劲表现，二季度 GMV 和订单数双双翻倍。（2）安莉芳上半年利润下跌 42%。（3）Gap 集团全线恶化，销售全线逊预期。
- A 股行业与公司重要信息：**（1）老凤祥：上半年营业收入和净利润分别同比增长 11.31%和 13.73%。（2）海澜之家：上半年营业收入与净利润分别同比增长 7.07%与 2.87%。（3）森马服饰：上半年营业收入与净利润分别同比增长 48.57%与 8.2%。（4）水星家纺：上半年营业收入与净利润分别同比增长 9.93%与 12.47%。（5）歌力思：上半年营业收入与净利润分别同比增长 17.09%与 17.9%；披露 2019 年股票期权激励计划，业绩考核目标以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年利润增长不低於 10%、20%与 30%。（6）地素时尚：上半年营业收入与净利润分别同比增长 14.42%与 1.09%。本周消费行业内投融资情况：**a.**品牌连锁健身俱乐部乐体运动获得近 5000 万元 A+轮融资。**b.**雨伞品牌 RainSmile 雨乐获得近千万元天使轮融资。
- 本周行业报告：**水星家纺、地素时尚、森马服饰、周大生、老凤祥等中报点评。
- 本周建议板块组合：**海澜之家、森马服饰、老凤祥、珀莱雅和波司登。上周组合表现：海澜之家-2%、森马服饰 0%、老凤祥 9%、珀莱雅 5%和波司登 0%。

投资建议与投资标的

- 19 年中报披露完毕，纺织服装板块各龙头公司上半年业绩基本符合之前市场的预期，从品类来看，男装、家纺、大众休闲偏弱，个性化的中高端女装品牌保持平稳增长，童装、运动、化妆品等依旧强势，黄金珠宝景气度开始提升。这种品类间的差异，符合当前经济大环境下，可选消费景气度结构性明显分化的趋势，在未来宏观经济与终端消费波动不大的情况下，行业的风口仍然会集中在高成长品类上，而进入存量竞争的市场将继续优胜劣汰的洗牌，龙头企业的头部效应最终会在市场份额、经营质量、业绩增速等方面得到体现，此外白马股的高股息率后续也会成为纺织服装板块吸引增量资金的一大亮点。下半年我们继续看好运动服饰、化妆品、童装等景气度较高的品类，黄金珠宝消费在金价长期看涨的大背景下，随着消费旺季临近，预计终端也将回暖。板块投资方面我们继续推荐三条主线：（1）中短期：看好高景气细分领域快速增长的品种，比如李宁(02331，买入)、珀莱雅(603605，买入)、南极电商(002127，增持)、周大生(002867，买入)、波司登(03998，买入)，建议关注比音勒芬(002832，未评级)、安踏体育(02020，未评级)；（2）长期：推荐估值低、长期前景看好的白马龙头，比如老凤祥(600612，买入)、海澜之家(600398，买入)、森马服饰(002563，买入)、歌力思(603808，买入)，建议关注雅戈尔(600177，未评级)等；（3）弹性品种，建议关注个别困境反转的公司，比如探路者(300005，未评级)等。

风险提示

- 经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、棉价和人民币汇率波动等。

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

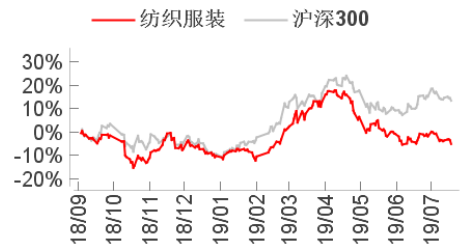
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2019 年 09 月 01 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

联系人

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

联系人

朱炎

021-63325888-6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行情回顾

本周大盘呈上行走势，全周沪深 300 指数上涨 2.97%，创业板指数上涨 3.03%，纺织服装行业全周上涨 2.58%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块和品牌服饰板块分别上涨 2.61% 和 2.55%。个股方面，板块中中小市值个股继续活跃，我们覆盖的森马服饰、波司登、瑞贝卡等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	奥特佳	柏堡龙	跨境通	老凤祥	美尔雅	棒杰股份	华孚时尚	周大生	珀莱雅	常山北明
幅度(%)	14.9	12.1	10.2	9.3	6.6	6.4	6.2	5.7	5.3	4.4
涨幅后 10 名	维科技术	三夫户外	多喜爱	水星家纺	比音勒芬	嘉麟杰	浪莎股份	瑞贝卡	华茂股份	创新医疗
幅度(%)	-12.1	-10.0	-9.0	-6.5	-6.5	-5.0	-4.4	-3.2	-3.2	-3.0

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

在科技时代成长的年轻一代消费者逐渐成为奢侈品行业主要客群，以及奢侈品行业加大在中国市场的在线业务后，亚洲最大奢侈品电商 **Secoo Holding Limited** 寺库控股二季度 GMV 增速再度几乎翻倍。2019 年二季度，寺库录得 32.388 亿元 GMV，较 2018 年同期 16.534 亿元增长 95.9%，一季度该公司 GMV 增速为 97.1%。报告期内，寺库收入增长 40.3%，由 12.201 亿元增至 17.121 亿元，远高于公司预期的 20.5-28.7% 增幅。收入主要由活跃用户和订单量增长刺激，二季度公司订单数增长 109.04% 至 95.48 万，上年同期为 45.59 万，活跃用户期内大涨 67.7% 至 42.84 万，去年同期为 25.55 万。

总部位于深圳的 **EMBRY 安莉芳** 中期纯利大跌 41.99%，由 1.162 亿港元减至 6,739.9 万港元。该内衣公司称，受全球经济不明朗及中美贸易摩擦阴霾影响，市场消费气氛转趋谨慎，消费者对折扣敏感度持续上升，并追求高性价比产品，与此同时，在线消费成为趋势。利润下滑，安莉芳削中期息，由上年同期的 3.50 港仙至 2.00 港仙。截止 6 月底，集团收入下滑 11.45% 至 11.994 亿港元；毛利跌幅 13.63% 至 9.348 亿港元，2018 年同期 10.823 亿港元，毛利率下滑 197 个基点至 77.94%，主要因价格战影响。报告期内，公司合共运营 1,737 个零售点净减少 100 个，其中专柜和专门店数目分别为 1,463 个及 274 个。安莉芳中期零售收入 9.228 亿港元，同比减少 14.23%，占比 82.73%；在线及批发业务收入则小幅上涨 4.86% 至 2.041 亿港元，占比 17.02%。期内，内地市场收入 11.627 亿港元，占营业额 96.95%。

Gap 盖璞集团的上半年表现被形容为“灾难”，几乎两年未能实现销售增长的同名品牌也被分析师判定已丧失品牌相关度，更甚的是唯一亮点 **Old Navy** 老海军品牌不仅已经失色，更加速恶化。在截至 8 月 3 日的二季度，Old Navy 老海军的同店销售按年跌幅从一季度的 1% 扩大到 5%，Gap 盖璞品牌则环比缩窄三个百分点至 7%，Banana Republic 香蕉共和国维持 3% 的跌幅，而去年同期 Old Navy 老海军和 Banana Republic 香蕉共和国的同店销售都取得增长。Gap Inc. 盖璞集团整体同店销售下滑 4%，差过市场预期的 3.1%，净销售按年减少 2% 至 40.05 亿美元，大致符合市场预测的 40.2 亿美元。净利润锐减 43.4% 至 1.68 亿美元，EPS 也从 0.76 美元骤降至 0.44 美元；经调整 EPS 为 0.63 美元，较市场期望的 0.53 美元高出 18.9%。

A 股行业与公司重要信息

【潮宏基】2019 半年度报告：上半年营业收入和净利润分别同比增长 8.48%和-17.69%，扣非后净利润同比减少 18.41%。

【海澜之家】2019 半年度报告：公司实现营业收入 107.21 亿元，同比增长 7.07%；归属于上市公司股东的净利润 21.25 亿元，同比增长 2.87%。

【瑞贝卡】2019 半年度报告：公司实现营业收入 946,374,638.61 元，与去年同期相比下降 4.31%；实现归属于上市公司股东的净利润 121,533,597.94 元，与去年同期相比下降 3.24%。报告期，公司营业收入下降的主要原因是美国市场销售下降，由于美国市场需求变化及公司销售模式转型所致，公司自主渠道业绩体现需要时间周期；实现归属于上市公司股东的净利润下降的主要原因是本期销售费用和管理费用增加，销售费用增长主要是由于公司美国市场自建渠道投入增加所致，管理费用增长主要是由于报告期内工资及社保等费用较上年同期增加所致。

【华孚时尚】2019 半年度报告：受中美贸易战不断升级影响，公司产销平衡压力加大，上半年经营增长速度有所放缓，报告期内公司实现营业收入 73.49 亿元，同比增长 8.22%，归属于上市公司股东的净利润 3.51 亿元，同比下降 36.36%。

【跨境通】2019 半年度报告：公司主营业务继续保持平稳发展，经营质量有所改善，其中，公司跨境出口业务经营性现金流持续优化，本报告期内跨境出口业务经营性现金流净额为 28,296.30 万元；公司关注存货的动销情况与生命周期管理，进一步优化系统算法，对现有超龄库存产品及时进行清理，以降低库存风险，截止本报告期末，公司跨境出口业务存货余额较 2018 年末下降 3.67 亿元。

本周行业内投融资情况：

1) 品牌连锁健身俱乐部乐体运动获得近 5000 万元 A+轮融资

8 月 20 日，品牌连锁健身俱乐部乐体运动宣布完成近 5000 万元人民币 A+轮融资，投资方为厚德前海旗下文化产业基金及个人投资人，其曾于 2018 年 4 月获得芳晟基金和友谊体育联合投资的 A 轮融资。乐体运动于 2015 年 11 月成立，以家庭客群为目标群体，为成人提供健身、私教、团课、游泳等服务，并针对儿童客群在部分门店增加儿童活动区。目前乐体运动已开设 20 家门店，包括 2000~3000 平米健身运动场馆及 5000 平米城市运动空间，2019 年销售额预计超过 2 亿元。

2) 雨伞品牌 RainSmile 雨乐获得近千万元天使轮融资

8 月 20 日，面向中高端群体的雨伞品牌 RainSmile 雨乐宣布完成近千万元人民币天使轮融资，投资方为静水流深品牌管理有限公司、拾捌科技有限公司和天玮雨具有限公司，融资将主要用于拓展零售渠道及完善供应链体系。RainSmile 雨乐于 2016 年 5 月成立，融合纳米材料研发出接触角度可达到 167C° 的超疏水雨伞（超疏水的认定标准：接触角度 $\geq 150C^\circ$ ），可实现“雨天不湿，即刻收伞”。目前品牌已推出近 20 个 SKU，2018 年至今销售额达到 2900 万元。

本周行业报告

(1) 地素时尚中报点评：直营同店增长优异拉动整体收入，运营质量保持良好

19 年上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 14.42%和 1.09%，扣非后净利润同比增长 21.89%，其中第二季度单季营业收入同比增长 14.51%，净利润下滑 23.51%，二季度收入环比继续提速，单季度盈利的下滑主要是由于去年同期 7538 万资产减值损失冲回导致单季度盈利基数较高。在上半弱市环境下，公司依靠直营单店销售的提升，在收入端仍保持稳健的增长。

上半年整体渠道数量变化不大，销售提升更多来自较高的同店增长驱动。上半年公司净关店 12 家（直营净关 16 家，经销净开 4 家）。分品牌来看，上半年 DA 与 DZ 收入增长 13.85%与 18.27%，DM 收入增长 7.77%，毛利率分别同比提升 0.90pct、0.61pct 和-0.41pct。分渠道来看，上半年线上销售增长 27.08%，收入占比 13%，线下总体增长 12.75%，直营与经销增速分别为 16.16%和 9.04%，上半年直营平均单店零售额同比增长 18.7%。

公司各项财务指标继续保持优良水平。上半年公司综合毛利率同比提升 0.57pct，期间费用率下降 1.06pct，主要是财务费用率下降 2.32pct，销售费用率和管理费用率分别上升 0.19pct 和 1.07pct。上半年公司经营活动净现金同比上升 75.87%，半年末存货较年初增加 8.61%，应收账款较年初增加 5.46%。

公司近年一直加强渠道优化和零售能力的提升，上半年同店的快速提升反映了零售管理与激励效果的逐步体现。凭借差异化的产品设计与稳健的经营管理风格，近几年公司收入与盈利保持向上态势，较高的盈利能力与运营效率保证了公司强于同行的财务表现。公司持续的高比例现金分红预期与潜在的多品类多品牌外延发展也是公司后续看点之一。

(2) 森马服饰中报点评：原主业增长亮眼 Kidiliz 并表拖累盈利增速

受 Kidiliz 并表影响，19 年上半年公司收入与净利润分别增长 48.57%与 8.2%，扣非后净利润增长 8.02%，其中 19Q2 公司收入与净利润分别同比增长 35.81%与 5.68%，盈利增速的放缓主要受 Kidiliz 亏损影响，剔除 Kidiliz 并表亏损 1 亿多，预计公司原主业收入与盈利增速分别在 21%和 25%左右，继续保持较快增速。

上半年公司休闲服和童装收入分别同比增长 12.15%和 81.66%，剔除 Kidiliz 并表影响，童装收入同比增长 30%，公司在休闲和童装两大领域的龙头地位日益稳固。分渠道来看，公司原有业务线下渠道收入增长 18%，其中直营和加盟分别同比增长 7.36%与 20.83%；线上持续高增长，总收入增长 35%（原有业务电商增长 30%），收入占比 26%。上半年公司休闲服门店净增加 28 家至 3858 家，拓店有所放缓，不含 Kidiliz，童装门店净增 253 家至 5546 家。

上半年公司综合毛利率同比大幅提升 6.49pct，除了毛利率较高的 Kidiliz 业务之外，原有童装与休闲服毛利率仍有提升（折扣控制）。受法国公司并表影响，期间费用率同比上升 9.53pct。由于法国公司并表，再加公司积极备货和加大加盟授信，半年末公司应收账款较年初减少 21%，存货较年初减少 5%（剔除 Kidiliz，预计原有业务存货同比增加 25%左右），中期公司经营性现金流净流出 4.2 亿。

19 年受 Kidiliz 并表亏损以及去年高基数的影响，预计公司盈利增长对比 18 年将有所放缓，但我们认为对今年增速暂时的放缓不必过分悲观，一方面增值税率的下调给公司增厚的盈利有望抵销一部分 Kidiliz 亏损并表的影响，另一方面从中长期来看，随着童装多品牌发力构建的绝对优势、线

上业务受益于大平台的品牌头部化趋势的加快、新平台的不断涌现以及电商配套资源的不断成熟，叠加 Kidiliz 调整后的逐步扭亏，我们预计 2020 年起公司盈利增速将开始回升。

18 年公司完成了从家族企业向职业经理人团队的传承，先后推出股权激励与第一期员工持股计划，总经理徐波与电商总经理邵飞春通过受让大股东合计 806 万股，管理层与骨干的增持有效实现了核心员工与公司利益的绑定，我们认为后续公司股权激励有望滚动延续，治理机制将进一步改善。

(3) 老凤祥中报点评：二季度收入与盈利增速明显提升，未来有望继续受益金价的持续上涨

19 年上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 11.31% 和 13.73%，扣非后净利润增长 15.13%，其中 19Q2 营业收入与净利润分别增长 17.76% 与 15.62%，扣非后净利润增长 21.48%，二季度收入与盈利增长对比一季度明显提速。

上半年公司黄金珠宝业务收入增长 12.77%，其中二季度单季收入增长 6.7%（金价上涨初期对黄金需求会有所抑制），核心主业总体保持较快增速。在终端零售较弱、行业继续洗牌阶段，老凤祥保持了渠道的较快扩张，上半年公司净增门店 68 家至 3589 家（19Q2 净开 97 家），其中直营店净关 4 家至 178 家（19Q2 净开 2 家），连锁加盟店净增 72 家至 3411 家（19Q2 净开 95 家），海外银楼 19 家。上半年公司综合毛利率同比小幅上升 0.45pct，期间费用率控制良好，经营活动净现金流同比大幅提升 102.33%，显示了较好的盈利质量。

由于产品结构侧重黄金饰品，老凤祥在历次黄金牛市中收入与盈利都保持了快速提升，在今年金价持续上涨的背景下，随着黄金珠宝消费旺季的启动，前期观望的消费者陆续进场，买涨不买跌的心理下，预计三季度经销商拿货节奏与终端销售开始提速，后续在金价上涨趋势下有望进一步良性循环，我们预计这轮黄金上涨将对老凤祥下半年与明年的收入增速起到明显的向上推动作用。

央地混改增添公司新活力。19 年初公司完成主要经营实体老凤祥有限的少数股权转让，央企国新控股通过创立的工艺美术基金入股老凤祥有限，同时 38 位经营骨干通过入伙工艺美术基金间接持有老凤祥有限股权，仍保留激励力度。下一步在“双百计划”推动下，公司将继续推动其余子公司少数股权历史遗留问题的解决，借力新股东入股机遇，最大限度放开手脚，通过改革释放业绩动力，另一方面后续上市公司层面激励机制的完善与覆盖面的扩大（高管团队迭代后的股权激励等）、助力管理层与二级市场利益逐步趋于一致预计也将提上日程。

(4) 水星家纺中报点评：二季度收入增速明显回暖，中期拟现金分红+股份回购

19 年上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 9.93% 和 12.47%，扣非后净利润同比下滑 2.23%，其中第二季度单季公司营业收入和净利润分别同比增长 19.64% 和 25.17%，收入与盈利增速环比一季度明显改善。二季度预计随着线上投入的增加以及中低端百丽丝品牌的发力，公司线上销售增速显著回暖至 30% 左右。整个上半年线下和线上收入增速预计分别在 10% 和 9% 左右。中报公司拟每 10 股派发现金红利 2 元，同时公告拟用自有资金不低于 6000 万元且不超过 1 亿元回购公司股份，回购价格不超过 26 元/股，回购股份将用于股权激励或员工持股计划，建立和完善利益共享机制，促进公司长期可持续发展。

上半年公司毛利率同比提升 1.72pct，主要是中高端产品比重提升所致。上半年公司期间费用率同比上升 2.85pct，其中销售费用率同比增加 2.88pct，主要是广告宣传费、运输费用、销售人员薪酬增加等，管理费用率同比基本持平。上半年公司经营活动净现金流为净流出，半年末应收账款较年初减少 19.84%，存货较年初上升 10.12%。

展望未来，公司聚焦二三线家纺市场，产品性价比相对更高，“线下持续拓展+电商调整后重回合理增长轨道”将带来后续增长空间。从国内家纺市场目前的零售形势看，低线城市明显好于高线，这也是公司中报收入增速好于其他上市同行的一个因素。在消费升级向低线城市传导过程中，水星继续紧贴当地消费者，依托经销商本地资源、品牌营销与产品性价比优势，夯实并加快拓展线下市场，零售疲弱大环境下，也是水星进一步抢占低线市场的时机。面对传统电商平台流量增速的放缓以及社交电商分流影响等市场环境的变化，公司电商团队一方面通过更灵活的组织形态应对市场，另一方面也在积极参与社交电商新模式，依托丰富经验与完善激励机制，预计电商将重回良性增长。

（5）周大生中报点评：加盟保持快速开店，黄金产品需求提升推动盈利较快增长

上半年公司营业收入增长 5.98%（单店下滑 14.35%），随着金价的持续上涨，代表素金批发的品牌使用费收入增长 17.14%（单店下滑 5.33%）；自营线下收入增长 8.17%（单店收入增长 0.15%，素金优于镶嵌），自营线上收入增长 34.71%，收入占比达到 9.3%。

黄金类产品毛利率的提升拉动上半年公司综合毛利率提升 3.15pct，其中自营店与加盟店毛利率分别提升 2.21pct 与 2.57pct；期间费用率下降 0.22pct，控制较好，其中销售费用率下降 0.41pct，管理研发费用率上升 0.19pct。上半年公司经营活动净现金同比下降 20.07%，主要由于购买商品、接受劳务与税费等支付现金的增加，半年末公司存货较年初下降 1.53%，应收账款较年初增加 20.28%。

深耕低线市场、擅长加盟运营，聚焦钻石珠宝领域叠加年轻化的营销策略将推动公司未来充分分享国内珠宝首饰消费个性化与结构升级的红利，线下门店的快速扩张和新店高占比为公司中短期业绩增长提供良好保障，电商业务也与线下珠宝销售形成良好的互补效应，今年金价的持续上涨有望积极带动黄金产品的销售与毛利率的改善。公司以扁平化轻资产模式运营，近几年来年毛利率和净利率均处于上升状态，历年 ROE 表现明显优于同业公司平均水平，充足的资金与充分的激励制度也将保证其后续更好的经营发展。

本周建议板块组合

本周建议组合：海澜之家、森马服饰、老凤祥、珀莱雅和波司登。

上周组合表现：海澜之家-2%、森马服饰 0%、老凤祥 9%、珀莱雅 5%和波司登 0%

投资建议和投资标的

19 年中报披露完毕，纺织服装板块各龙头公司上半年业绩基本符合之前市场的预期，从品类来看，男装、家纺、大众休闲偏弱，个性化的中高端女装品牌保持平稳增长，童装、运动、化妆品等依旧强势，黄金珠宝景气度开始提升。这种品类间的差异，符合当前经济大环境下，可选消费景气度结构性明显分化的趋势，在未来宏观经济与终端消费波动不大的情况下，行业的风口仍然会集中在高景气品类上，而进入存量竞争的市场将继续优胜劣汰的洗牌，龙头企业的头部效应最终会在市场份额、经营质量、业绩增速等方面得到体现，此外白马股的高股息率后续也会成为纺织服装板块吸引增量资金的一大亮点。下半年我们继续看好运动服饰、化妆品、童装等景气度较高的品类，黄金珠宝消费在金价长期看涨的大背景下，随着消费旺季临近，预计终端也将回暖。板块具体投资方面我

们继续推荐三条主线：（1）中短期：看好高景气细分领域快速增长的品种，比如李宁、珀莱雅、周大生和波司登，建议关注比音勒芬、安踏体育；（2）长期：推荐估值低、长期前景看好的白马龙头，比如老凤祥、森马服饰、海澜之家、歌力思，建议关注雅戈尔等；（3）弹性品种，建议关注个别困境反转的公司，比如探路者。

风险提示

行业投资风险主要来自于经济减速期国内零售终端的压力、贸易摩擦、棉价和人民币汇率波动等。

附 1：2018—2019 年纺织服装行业部分公司回购预案

预案披露时间	公司	回购价格	回购金额	回购用途
18.3.6	鲁泰A (回购B股)	不高于9.90港元/股，折合8.01元人民币/股	不超过6亿元人民币	注销
18.5.12	探路者	不超过人民币6.00元/股	不超过人民币5000万元 (含5000万元) 且不低于3000万元 (含3000万元)	员工持股计划或股权激励计划
18.7.1	潮宏基	不超过 10元/股	不超过人民币2亿元	股权激励计划或员工持股计划
18.7.1	搜于特	不高于人民币5元/股 (含5元/股)	不低于人民币1亿元、最高不超过人民币3亿元	员工持股计划或股权激励计划
18.8.28	孚日股份	不超过人民币7元/股	不超过人民币3亿元 (含)	公司员工持股计划、股权激励计划或依法注销减少注册资本等
18.8.3	摩登大道	不超过 15.5 元/股	不低于人民币 0.75 亿元且不超过人民币 1.5 亿元	实施员工持股计划或股权激励计划或减少注册资本
18.8.4	奥康国际	不超过人民币 15.00 元/股	不低于人民币 1.5 亿元，不超过人民币 3 亿元	50%-60%用作股权激励，剩余40%-50%用作员工持股计划；若公司未能将回购的股份全部用于上述用途，未使用部分将依法予以注销。
18.9.11	歌力思	不超过人民币21.00元/股	不低于人民币5000万元，不超过人民币2亿元	注销
18.9.13	浙江富润	不超过8.00元/股 (含8.00元/股)	不低于人民币1.00亿元，不超过人民币2.00亿元	拟回购的股份将用于公司股权激励计划。若公司未能实施股权激励计划，则公司回购的股份将依法予以注销
18.9.19	南极电商	不超过人民币11元/股 (含11元/股)	不低于1.5亿元、不超过3亿元人民币	实施股权激励或员工持股计划
18.9.29	梦洁股份	不超过人民币7.06元/股，不高于第四届董事会第二十七次会议通过回购决议的前三十个交易日公司股票交易均价的150%	不低于人民币 15,000 万元，不超过人民币 30,000 万元	注销以减少公司注册资本和用于股权激励计划
18.10.22	华孚时尚	不超过10.00元/股	不少于人民币3亿元,不超过人民币6亿元	全部用于转换成公司发行的可转换为股票的公司债券
18.10.23	太平鸟	不超过人民币25元/股	最低不低于人民币5,000万元，最高不超过人民币10,000万元	股权激励计划或员工持股计划
18.10.24	棒杰股份	不超过 5 元/股 (含)	不低于人民币 5,000 万元 (含)，不超过人民币 10,000 万元 (含)	依法注销、股权激励或员工持股计划及法律法规许可的其他用途
18.10.31	比音勒芬	不超过42元/股	不低于人民币5,000万元，不超过人民币10,000万元	员工持股计划、股权激励计划或减少注册资本及国家政策法规允许范围内的其他用途
18.12.2	富安娜	不超过人民币11元/股	不低于人民币1亿元 (含)，不超过人民币2亿元 (含)	不限于减少公司注册资本，为维护公司价值及股东权益所必需等法律法规允许的其他情形
18.12.27	天创时尚	不超过人民币14元/股	不低于人民币10,000万元 (含)，不超过人民币20,000万元 (含)	实施员工持股计划或股权激励计划、用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券
19.1.16	拉夏贝尔	人民币7.31元/股—13.50元/股	不超过人民币8,000万元、不低于人民币5,000万元	公司股权激励和员工持股计划
19.2.2	安正时尚	不超过人民币15元/股 (含15元/股)	不低于人民币4,000万元 (含4,000万元)，不高于人民币8,000万元 (含8,000万元)	股权激励及员工持股计划

数据来源：公司公告、东方证券研究所

附 2：纺织服装行业部分公司员工持股计划和定增情况参考

代码	名称	现价	参考股价		倒挂比例	进度	解禁日期	股息率
			员工持股成本	增发				
600398	海澜之家	8.41	15.20		-44.67%	15.8.25实施, 杠杆比例2:1	16.8.25	5.83%
000850	华茂股份	3.98		7.41	-46.29%	股东大会通过		1.26%
002327	富安娜	6.70	10.93		-19.76%	16.3.12实施, 杠杆4:1	19.3.9	1.49%
002494	华斯股份	4.94		16.18	-69.47%	16.11.9已实施		0.20%
002042	华孚时尚	7.21	8.87	12.62	-42.87%	员工持股 (16.3.5 已实施 杠杆比例 3:1), 定增已实施	17.3.4	0.66%
002776	柏堡龙	8.73		32.20	-72.89%	16.11.18已实施		0.80%
600177	雅戈尔	6.18		15.08	-59.02%	16.4.14 已实施		8.09%
002042	华孚色纺	7.21	11.47		-37.14%	15.6.30已实施, 杠杆比例9: 1	16.6.29	0.66%
002083	孚日股份	5.80	7.01		-17.26%	16.10.31已实施, 无杠杆	17.10.30	3.45%
002087	新野纺织	3.50		5.39	-35.06%	16.7.4 已实施		0.57%
002699	美盛文化	5.34		35.20	-84.83%	16.10.21完成增发		4.68%
300005	探路者	3.74	16.56	15.88	-77.42%	16.3.23实施, 杠杆比例2: 1	17.3.22	5.35%
600439	瑞贝卡	3.32	7.59		-56.26%	16.11.11 已实施, 杠杆1: 1	17.11.10	1.81%
002640	跨境通	7.27		18.64	-61.00%	股东大会通过预案		0.77%
601718	际华集团	4.04		8.19	-50.67%	17.4.24已实施	18.4.24	1.19%
601566	九牧王	11.30	15.61		-27.61%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	8.85%
002293	罗莱生活	9.20		12.04	-23.59%	董事会通过		2.17%
002503	搜于特	2.31		12.60	-81.67%	16.11.14完成增发	17.11.14	1.08%
603555	贵人鸟	4.29	22.48	27.15	-84.20%	员工持股 (15.9.25已实施, 杠杆1: 1), 增发 (16.12.7完成)	16.9.24	10.49%
002397	梦洁股份	5.23		7.29	-28.26%	发审委通过		1.91%
002003	伟星股份	6.24	11.9披露员工持股计划, 计划资金总额不超过5,000万元, 人数不超过330人	12.09	-48.39%	16.6.13已实施	19.6.13	8.01%
002345	潮宏基	4.49		9.95	-54.87%	发审委通过		0.00%
600527	江南高纤	2.07		5.41	-61.74%	董事会预案通过		1.93%
603808	歌力思	14.19		27.53	-48.46%	股东大会通过		1.87%
002193	山东如意	8.76		18.07	-51.52%	16.8.12完成增发	17.8.16	0.23%
603518	维格娜丝	7.56		27.61	-72.62%	股东大会通过预案		1.35%
600448	华纺股份	6.42		5.80	10.69%	发审委通过		0.00%
002404	嘉欣丝绸	5.33		7.34	-27.38%	股东大会通过预案		2.81%
603889	新澳股份	6.04		11.07	-45.44%	发审委通过		3.31%
002091	江苏国泰	5.44		11.34	-52.03%	17.2.17完成增发	18.2.28	3.68%
002674	兴业科技	11.19		11.64	-3.87%	16.8.17完成增发	19.8.19	1.34%
603558	健盛集团	8.35		14.21	-41.24%	16.3.25完成增发	19.3.22	1.20%
002034	美欣达	14.96		31.34	-52.27%	股东大会通过		0.00%
002656	摩登大道	4.26	9.47		-55.02%	16.8.2已实施, 杠杆比例1.44: 1	19.8.1	0.00%
002780	三夫户外	18.13		未定		股东大会通过		0.33%
000726	鲁泰A	9.15	5.03		82.09%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.46%
002563	森马服饰	12.03	5.92		103.21%	15.7.29完成授予	16.7.30	3.12%
002269	美邦服饰	3.27	12.7披露员工持股计划, 募集资金总额上限为10,000万元					
600400	红豆股份	7.28	7.31		0.41%	17.12.16买入2215万股	尚在进行中	1.37%
股息率超过4%的公司								
601566	九牧王	11.30	15.61		-27.61%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	8.85%
002003	伟星股份	6.24		12.09	-48.39%	16.6.13已实施	19.6.13	8.01%
600177	雅戈尔	6.18		15.08	-59.02%	16.4.14 已实施		8.09%
000726	鲁泰A	9.15	5.03		82.09%	11.8.18完成授予	12.9.3	5.46%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

附 3：国内外重点上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	股价(当地货币)	总市值(百万美元)	每股收益				市盈率				未来三年复合增长率
					2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
A股市场													
002029.SZ	七匹狼	增持	5.85	631.52	0.46	0.49	0.54	0.61	13	12	11	10	9.97%
002327.SZ	富安娜	买入	6.70	836.97	0.62	0.63	0.70	0.78	11	10	8	7	7.85%
002293.SZ	罗莱生活	买入	9.20	1092.39	0.71	0.63	0.74	0.81	13	12	10	9	4.54%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	9.15	1246.71	0.88	1.00	1.08	1.17	11	9	9	8	9.95%
002003.SZ	伟星股份	增持	6.24	675.72	0.41	0.43	0.48	0.53	15	13	11	10	8.99%
601566.SH	九牧王	增持	11.30	927.63	0.93	0.99	0.89	0.98	12	11	13	12	1.78%
002612.SZ	朗姿股份	增持	8.09	502.82	0.53	0.56	0.64	0.71	16	15	13	11	10.54%
002563.SZ	森马服饰	买入	12.03	4637.63	0.63	0.70	0.82	0.96	19	17	15	13	15.23%
600398.SH	海澜之家	买入	8.41	5310.32	0.77	0.83	0.91	0.99	11	10	9	9	8.69%
603808.SH	歌力思	买入	14.19	674.07	1.10	1.32	1.60	1.90	13	10	9	7	20.03%
603877.SH	太平鸟	增持	13.80	947.78	1.19	1.33	1.49	1.67	12	9	8	7	11.94%
603839.SH	安正时尚	增持	12.85	738.21	0.70	0.91	1.03	1.16	13	10	9	8	18.34%
603365.SH	水星家纺	增持	17.21	655.63	1.07	1.22	1.40	1.58	17	15	13	12	13.81%
699315.SH	上海家化	增持	34.04	0.00	0.81	0.96	0.92	1.08	44	38	33	28	10.28%
600612.SH	老凤祥	买入	53.71	3144.03	2.30	2.66	3.06	3.52	21	19	16	14	15.19%
603605.SH	珀莱雅	买入	80.20	2306.16	1.43	1.90	2.49	3.21	53	40	31	24	30.97%
603587.SH	地素时尚	增持	21.80	1248.83	1.43	1.60	1.85	2.07	15	13	12	10	13.08%
香港市场													
3998.HK	波司登	买入	2.74	3743.34	0.06	0.09	0.11	0.14	46	30	25	20	22.35%
0321.HK	德永佳集团	-	1.95	343.60	0.24	0.28	0.31	0.35	8	7	6	6	13.77%
0551.HK	裕元集团	-	21.85	4,492.34	1.48	1.68	1.95	2.20	14	13	11	10	14.50%
1234.HK	中国利郎	-	6.67	1,018.60	0.74	0.81	0.93	1.03	9	8	7	7	13.09%
1361.HK	361度	-	1.49	392.88	0.17	0.24	0.27	0.31	8	6	5	5	23.68%
1368.HK	特步国际	-	4.79	1,527.01	0.36	0.37	0.43	0.51	13	13	11	9	18.53%
1836.HK	九兴控股	-	13.16	1,333.28	0.65	1.03	1.15	1.32	16	13	11	10	26.91%
2020.HK	安踏体育	中性	62.15	21,409.78	1.81	2.18	2.67	3.15	37	29	23	20	23.25%
2313.HK	申洲国际	-	113.70	21,796.67	3.58	3.97	4.75	5.66	34	29	24	20	19.27%
2331.HK	李宁	买入	22.15	6,521.16	0.35	0.61	0.73	0.94	39	36	30	24	41.78%
1910.HK	新秀丽	-	0.85	638.05	0.06	0.12	0.09	-	13	7	10	-	-
1913.HK	普拉达	-	16.74	3,055.28	1.30	1.29	1.46	1.62	14	13	11	10	8.07%
海外市场													

MC. PA	LVMH Moet Hennessy Louis	363.10	203,094.28	12.64	14.42	15.90	17.37	20	25	23	21	11.31%
RMS. PA	Hermes Internatio nal	619.20	72,349.94	13.48	14.39	15.80	17.51	36	43	39	35	9.23%
HSMB. SG	Hennes & Mauritz	450.20	89,943.53	14.30	16.68	18.31	20.26	23	27	25	22	12.36%
NXT. L	Next PLC	85.34	10,360.91	4.77	4.94	5.33	5.87	26	17	16	15	6.08%
GPS	Gap Inc.	27.48	94,792.54	1.11	1.21	1.30	1.38	27	23	21	20	8.04%
LTD	Limited Brands, Inc.	179.68	30,708.41	7.64	7.72	8.31	8.78	22	23	22	20	4.95%
BRBY. L	Burberry Group PLC	58.24	9,470.17	4.35	4.58	4.77	4.96	13	13	12	12	0.71%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.	17.75	6,708.99	2.61	2.07	2.10	1.88	15	9	8	9	-12.25%
VFC	V. F. Corporatio n	19.33	5,341.66	2.33	2.48	2.59	2.66	15	8	7	7	4.20%
BOS. DE	Hugo Boss AG	21.62	10,857.43	0.82	0.88	0.97	1.09	25	25	22	20	9.43%
COLM	Columbia Sportswear Company	87.90	6,787.77	5.35	7.70	8.58	9.47	19	11	10	9	17.57%
NKE	Nike Inc.	81.01	32,256.28	3.19	3.44	3.86	4.40	-	24	21	18	11.12%
ADS. DE	Adidas AG	50.98	3,972.30	3.42	3.70	4.10	4.47	16	14	12	11	9.74%
-	Fast Retailing Co. Ltd.	96.28	6,504.41	3.85	4.77	5.22	5.83	21	20	18	17	13.41%
PUM. DE	Puma AG	83.31	130,537.47	2.55	2.90	3.39	3.94	30	29	25	21	13.93%

数据来源：A 股市场上市公司市场数据来自 WIND，盈利预测来自东方证券研究所，香港与海外市场上市公司市场数据与盈利预测来自 BLOOMBERG（波司登盈利预测来自东方证券研究所）

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有老凤祥(600612)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

