

纺织服饰
资本涌动依旧，产业日趋精进
评级：增持（维持）
分析师：鞠兴海
执业证书编号：S0740516120001

电话：021-20315087

Email: juxh@r.qlzq.com.cn

分析师：邵璟璐
执业证书编号：S0740517040004

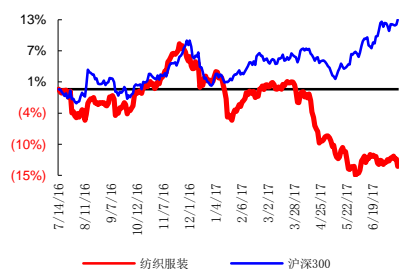
Email: shaojl@r.qlzq.com.cn

分析师：王雨丝
执业证书编号：S0740517060001

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	86
行业总市值(百万元)	644253.949
行业流通市值(百万元)	477074.601

行业-市场走势对比

相关报告

<<新消费时代，时尚投资下一站>>2017.02.15

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E		
歌力思	20.8	0.59	0.87	1.06	1.28	35	24	20	16	1.70	买入
新野纺织	15.2	0.74	0.86	0.98	1.15	21	18	16	13	1.31	买入
搜于特	9.39	0.48	0.64	0.75	0.88	20	15	12	11	1.17	买入
九牧王	5.75	0.25	0.35	0.43	0.48	23	16	13	12	1.30	买入
通灵珠宝	7.01	0.12	0.25	0.34	0.40	61	28	21	17	2.22	增持
刚泰控股	30.1	0.91	1.09	1.29	1.60	33	28	23	19	1.54	增持
森马服饰	12.3	0.33	0.47	0.61	0.73	37	26	20	17	1.49	增持

备注：收盘价为2017年7月21日

投资要点

- 本周专题：资本涌动依旧，产业日趋精进。**本周参加了第十届中国化妆品大会，在第一个十年的有意义而关键性时刻，大会集聚了资本市场和国内外产业内的众多大咖。回顾国内化妆品行业发展的十年，一方面资本市场风云涌动，热闹非凡，似乎这一态势在未来十年也难以停歇，其中中国企业全球化成为重要主题。另一方面，产业内本土品牌也在此过程中快速崛起，诞生了4家20亿元以上规模的本土品牌。无论是传统龙头品牌、还是本土新兴品牌、亦或是实现爆发成长的CS渠道品牌和电商渠道，分享了十年发展所得，以及对未来的规划和展望。
- 公司跟踪：歌力思：可转债强化多品牌运营，再次增持 EdHardy。**公司公告可转债预案，多重利好有望对股价带来催化，要点如下：1. 此次可转债资金将进一步加码公司多品牌运营实力：债券拟募集6.07亿，其中分别投资1.66亿/1.87亿建设Laurel品牌设计研发中心和营销中心。2. 债券有效期六年，可于发行后6个月起转股。3. 募集资金拟投资1.54亿再次增持唐丽国际10%股权，完成后将持有其90%股权。唐丽国际旗下EdHardy表现高成长性，2016年收入同增65.9%、净利润同增120%。2017H1 EdHardy持续强势，同店同增13%以上，次新店发力下销售同增约30%+；同时副线EdHardy X逐渐起步，目前门店分别105/15家店。4. 同时股东回报保证未来三年稳定分红率，亦彰显公司发展信心。短期关注中报多品牌表现靓丽带来业绩超预期可能，长期看好公司持续推进多品牌时尚集团战略落地和业绩增长。综合考虑到可转债的财务费用和唐丽国际并表比例增加，维持2017/18/19年净利润预测2.95/3.59/4.31亿元，现价对应2017PE23倍。
- 时尚前沿：①日本快时尚巨头优衣库母公司迅销集团2017财年前9个月净利润增长69.1%，其中优衣库电商销售同比增长17.3%；②意大利奢侈品牌Brunello Cucinelli上半年财年销售增长10.7%，大中华区增长34.6%；③LVMH集团Kenzo品牌CEO出任Marc Jacobs进行整改。**
- 投资策略：中报临近，建议关注服装行业结构性变革下的优质个股机会，布局中报业绩靓丽增长并有望超预期的公司，核心推荐歌力思、搜于特、九牧王、新野纺织。**同时，建议围绕坚定把握时尚消费品两大投资机会：1. 消费升级过程中爆发的新兴领域、细分市场、及新锐品牌；2. 产业链环节优秀的运营者、资源卡位者、以及集团化运营的行业整合者。
- 风险提示：宏观经济增速放缓风险；终端消费低迷，恐致品牌服饰公司销售情况低于预期；棉价异动致纺织企业盈利承压风险。**

内容目录

第十届中国化妆品大会解析	- 3 -
资本市场在化妆品行业风云涌动的十年	- 3 -
本土品牌逐渐成型，产业有望日趋精进	- 5 -
公司跟踪.....	- 6 -
投资策略.....	- 10 -
时尚前沿.....	- 10 -
风险提示.....	- 11 -
附录：图表	- 12 -

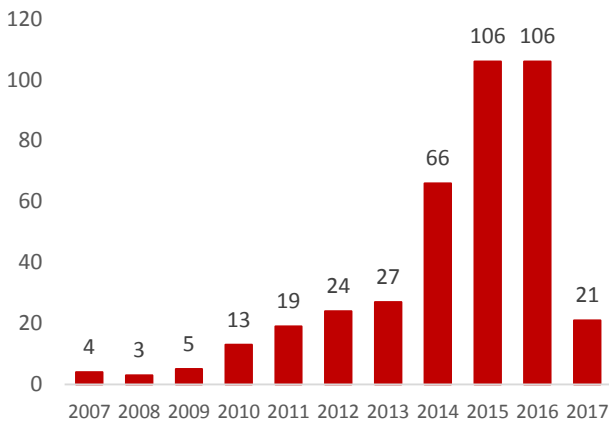
第十届中国化妆品大会解析

- 引言：本周参加了第十届中国化妆品大会，在第一个十年的有意义而关键性时刻，大会集聚了资本市场和国内外产业内的众多大咖。回顾国内化妆品行业发展的十年，一方面资本市场风云涌动，热闹非凡，似乎这一态势在未来十年也难以停歇，其中中国企业全球化成为重要主题。另一方面，产业内本土品牌也在此过程中快速崛起，诞生了4家20亿以上规模的本土品牌。无论是传统龙头品牌、还是本土新兴品牌、亦或是实现爆发成长的CS渠道品牌和电商渠道，分享了十年发展所得，以及对未来的规划和展望。

资本市场在化妆品行业风云涌动的十年

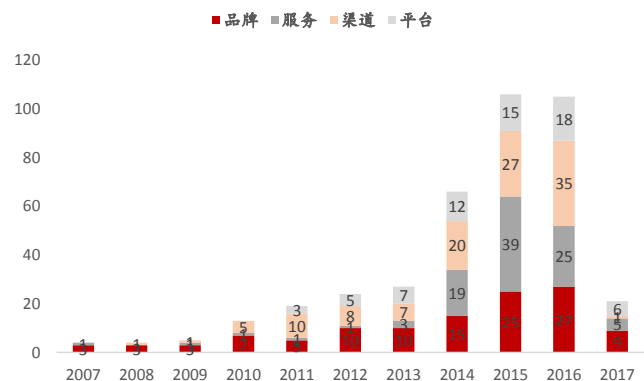
- 本次论坛发布《中国化妆品行业资本十年白皮书》，十年间行业内共发生了394笔资本事件，其中私募融资265起、占比67%，收购案例73起、占18%；新三板挂牌40起、占10%。从时间来看，集中发生在2014-2016年，占70%。从资本偏好来看，从聚焦品牌到全面开花，尤其是2014年以后，资本关注点涉及品牌、服务商（美甲等）、渠道商、平台（社群等），其中品牌商中以护肤和个护品牌为主，分别占比65.5%、15.5%，面膜和彩妆品牌合计占比约16%。

图表 1：2007-2017 年国内化妆品资本事件



来源：《中国化妆品行业资本十年白皮书》，中泰证券研究所

图表 2：2007-2017 年国内化妆品资本事件类型划分



来源：《中国化妆品行业资本十年白皮书》，中泰证券研究所

- 经过十年的历练，本土化妆品品牌也逐渐崛起，孕育了多个有一定体量的化妆品集团，如拥有韩束、一叶子等品牌的上海上海美；拥有自然堂等品牌的珈蓝集团；拥有美肤宝、滋源等品牌的环亚集团。同时也有跨界布局的公司，包括从蜡烛制造商转型化妆品新秀的青岛金王（整合线上线下渠道）。

图表 3：前十大本土化妆品品牌发展现状

2016 年营收规模	较 2011 年倍数	品牌	创立时间	是否获得融资	2011 年网点	2016 年网点
20 亿+	10	百雀羚	1931	是	3000	30000
	2.6	自然堂	2001	否	14727	20000
	13.5	韩束	2002	是	1000 以下	28000
	2	佰草集	1998	是	1500	4500

15-20 亿	1.5	珀莱雅	2003		16000	15000
	2	欧诗漫	1992		10000	20000
	15	韩后	2005	是	5500	20000
10-15 亿	1.86	卡姿兰	2001		8000	13000
	2	丸美	2000	是	8000	17000
	2	美肤宝	1999		13000	12000

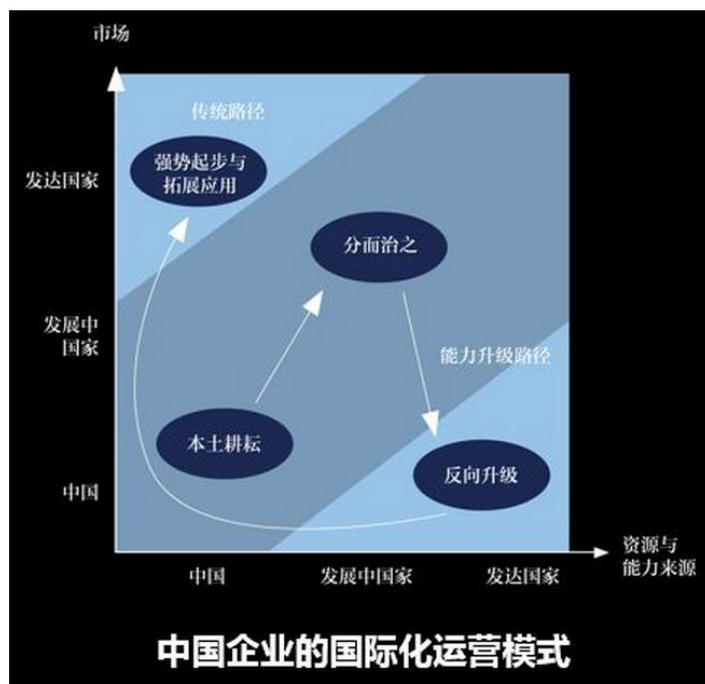
来源：《中国化妆品行业资本十年白皮书》，中泰证券研究所

- 一场王茁先生主持的大咖圆桌对话令人印象深刻，探讨收购海外品牌的思考。大家对引进海外品牌到中国市场的空间还是持乐观态度的，那中国资本偏好什么样的海外品牌呢？

各个机构偏好有所不同，有些偏好小众品牌、有些瞄准大品牌，这与各个公司本身的体量、架构、优势都有关系。总结起来有所共同之处，主要包括品牌有历史（有故事）、有个性、有爆款/明星产品，有这些特质的品牌更有机会在中国市场立足，实现爆发增长。王茁先生为复星的收购标签总结了一个 4S 标准：State 国家、Story 故事、Status 地位、Strength 强势。除了品牌质地上的判断，双方团队的融合性也是重要的考量方面，包括对中国市场发展的规划和想法一致、品牌定位一致，但也会出现不可避免的中西文化差异。

- 关于中国企业全球化，立白集团董事、澳希亚兼高姿董事长陈丹霞成功运营高姿、澳大利亚品牌赫拉等品牌，她总结了中国企业全球化路径的三段式发展：第一阶段，分而治之是中国企业走出国门收购国外企业后的首要选择。第二阶段，企业从资源、品牌、核心技术上进行获取，进入反向升级。第三阶段，利用人口红利和经济发展的节奏等中国动力杠杆，让企业撬动全球资源得到进一步发展。

图表 4：中国企业的国际化运营模式



来源：品观网，中泰证券研究所

本土品牌逐渐成型，产业有望日趋精进

- **对消费者的看法：无论是渠道还是品牌都开始关注消费者的变化，消费者主权时代已真正来临。**

线下渠道精细化运营：红研究所发布了首个彩妆购物者的视觉行为研究报告，报告指出购物者仅有 3.3 秒注意到门店的促销活动，处在主通道的堆头可快速抓住用户，用户愿意花 17.4 秒对产品和活动进行了解，100% 都会选择试用装。促销、堆头、品牌结构、试用体验等都是 CS 渠道可精细化管理的点位。而金王也在大家全渠道服务平台，核心关注点在于入店必要性、购物合理性、复购持续性。

线上人群日趋年轻化，追求极致体验和个性化标签。天猫美妆对流量的数据分析显示，95 后已经成为美妆消费的重要组成，线上消费者的平均年龄比线下年轻了 5 到 10 岁。同时，线上消费者和线下消费者的重合率很低，只有 8% 左右。

品牌端怎么看消费者呢？90 后天然具备强烈的时尚个性消费意识，他们独特的价值观体现在消费上表现为：1. 通过产品表达自我；2. 喜欢高颜值，喜欢日韩风，愿为高品质买单；3. 更偏好植萃、健康、绿色的产品将受到年轻一代更大的青睐。联合利华在制定品牌营销策略时充分考量了泛 90 后的消费特点，举个例子，旗下多芬品牌鼓励年轻人表达的短视频——“我的头发，我说了算”，推出便俘获大量年轻人的芳心，点击量超过 9000 万。

- **对品牌打法的看法：传统龙头营销和研发并重，本土品牌依托营销崛起，研发仍是短板。**

传统龙头品牌开始变革，营销和研发双向开挂。以宝洁旗下的 Olay 为例，一方面对品牌进行升级，不仅是包装和柜台形象升级，更重要的是对产品成分的研发，如推出“细胞级 B3 修护因子”等特色成分标签。另一方面，转而采用种草式的、消费者口碑式的营销手段，如 Olay 母亲节的饰品营销文案直接触达人心，引起共鸣。联合利华和宝洁都展现了龙头品牌卓越的研发和营销的实力。

反观本土品牌，十年的历练中逐渐掌握成长规律，大部分本土品牌都懂得运用当下最具流量的营销资源打开品牌的市场和知名度，在 CS 渠道的推波助澜下他们爆发成长；其中小部分懂得通过有足够宽度的明星单品让消费者记住品牌，也开始搭建全品类全定位的产品系列提高品牌调性，提高销售深度。然而正如发言中某位产业人士说的那样，本土品牌虽在大众市场找到了运营和发展规律，但还没到触及高端市场的点位，其中的核心差异可能在于研发能力，目前大多本土品牌仍然重营销多过于研发。

- **对于化妆品渠道的思考：CS 渠道洗尽铅华，电商崛起势头难挡。**

CS 渠道爆发后何去何从？作为国内 CS 渠道崛起的第一梯队品牌，娇兰佳人目前已在国内有 1800 多家门店，在经过了爆发成长后，娇兰佳人董事长总结目前线下渠道面临的挑战在于如何持续获得客流、以及在消费升级加速中提供与需求相匹配的产品和服务。价格战已经不再是 CS 店赢得竞争的有效途径，他们开始逐渐意识到打造品牌、精细化管理、提供好服务对其长期持续成长的意义。

电商渠道爆发增长，其中高端品牌增速远超 50%，二三四线城市线上增长率快速提升。天猫美妆的古迈表示，当下电商渠道在很多品牌中占到了 18% 左右的份额，未来这个数字在美妆领域则可能提高到 40% 左右。

公司跟踪

图表 5: 最新跟踪公司信息及相关点评

公司	盈利预测调整	最新跟踪	点评
歌力思		<p>公司公告可转债预案，多重利好有望对股价带来催化，要点如下：1. 此次可转债资金将进一步加码公司多品牌运营实力：债券拟募集 6.07 亿，其中分别投资 1.66 亿/1.87 亿建设 Laurel 品牌设计研发中心和营销中心。2. 债券有效期六年，可于发行后 6 个月起转股（若按公告计算的转股价格 26.52 元/股，对应 2288 万股）。3. 募集资金拟投资 1.54 亿再次增持唐丽国际 10% 股权，EdHardy 发展前景向好，完成后将持有其 90% 股权。唐丽国际旗下 EdHardy 表现高成长性，2016 年收入 3.7 亿元、同增 65.9%；净利润 1.4 亿元、同增 120%。2017H1 EdHardy 持续强势，同店同增 13% 以上，次新店发力下销售同增约 30%+；同时副线 EdHardy X 逐渐起步，目前门店分别 105/15 家店。4. 同时股东回报保证未来三年稳定分红率，亦彰显公司发展信心。短期关注中报多品牌表现靓丽带来业绩超预期可能，长期看好公司持续推进多品牌时尚集团战略落地和业绩增长。</p>	可转债强化多品牌运营，再次增持 EdHardy
青岛金王 /		<p>公司公告业绩快报，2017H1 收入同增 88% 至 20 亿元、净利润同增 491% 至 3.06 亿元，若不考虑全资收购杭州悠可带来的 2.2 亿投资收益，净利润同增约 66% 至 8600 万元左右，其中蜡烛主业同期持平，化妆品业务各标的均表现良好。月洋同增 15% 左右；韩亚低基数下同增约 100%；期内公司完成杭州悠可收购（5 月并表），2017H1 净利润同增 75%-80%，预计 GMV 有望达 10 亿；目前公司已整合 21 家代理商，2017H1 核心代理商亦实现翻番增长，部分获得多个新品牌代理权，协同效应初现。同时公司在上海建立的化妆品业务分布推进顺利，核心团队紧锣密鼓搭建中公司基于资源/资金/平台优势从渠道端率先切入，目前代理商整合已初具规模、杭州悠可增势强劲，为后续优质品牌的潜在合作机会奠定基础，伴随而来的业绩放量值得期待。</p>	化妆品标的经营靓丽，支撑后续增长
太平鸟 /		<p>公司发布限制性股票激励计划草案，拟授予 988.37 万股，授予价 13.65 元/股（现价 50%）。业绩考核目标为 2017/18/19 年归母净利润分别不低于 4.5/6.5/8.5 亿元。我们认为，此次方案设立的 2018-19 年业绩考核目标较高，虽充分彰显公司发展信心，仍需多方努力。若不考虑品牌外延并购，增长可能来源于：1. 童装和乐町快速增长（预计太平鸟男装和女装保持 10% 左右的稳健增长。）；2. 公司严控和压缩销售费用，销售费用率持续下降（2016 年销售费用率 34.88%）；3. 存货减值影响有望于 2018 年弱化，减值损失稳中有降。2015 年存货高企致库龄两年及以上产品的跌价损失较高（2.24 亿元）；该因素恐仍将影响 2017 年净利润，而随着过季产品的跌价影响逐渐消化（过季一年以</p>	激励方案高业绩目标，虽显信心达标仍需努力

上的跌价准备占 87%) 和商品管理系统的效果显现, 预计 2018 年影响有望弱化。

九牧王 /

1) 主品牌: 渠道方加盟类直营和直营合伙人制度提升终端运营效率, 并通过关小开大来增加优质店铺面积, 提升终端效率。预计未来门店数量保持在 2500 家左右 (加大购物中心和街边店投入; 一二三类百货更倾向于处理尾货)。合伙人制门店运营模式仍在部分城市试点。2) FUN 品牌: 同店保持 40% 左右增长, 预计 2017 年收入同增 100%-150%, 店数达 80 家, 模式上通过先开直营店, 3-6 个月后转为加盟店。

延江股份 /

公司 3D 打孔无纺布技术世界领先。主要产品为 3D 打孔无纺布和 PE 打孔膜, 主要是用作卫生巾、婴儿纸尿裤等一次性卫生用品的面层材料, 其中 3D 打孔无纺布业已应用于高端纸尿裤的底层材料。公司是国内极少数进入下游客户高端产品领域的供应商之一, 公司客户主要为国内外卫生用品龙头企业。截至 2016 年总产能: 打孔无纺布 16000 吨/年、PE 打孔膜 10600 吨/年。募投项目产能 (年产 22000 万吨打孔无纺布项目) 预计于 2018 年中投产, 2019 年末达产。届时将缓解公司产能不足问题。

歌力思 /

歌力思品牌上半年表现较好, 预计直营/分销分别增长 20%/15% 左右, 主要源于同店增长驱动。EdHardy 持续强劲, 上半年同店增长 10%+、销售增长 30%+。综合考虑 IR04 月开始并表、激励费用和 Laurel 的微小亏损, 预计中报增长 150%+, 并存超预期可能。

通灵珠宝 /

①公司发布 2017 年股权激励计划, 激励对象包括励核心管理、技术及业务骨干共 42 人。业绩考核指标为以 2016 年为基数, 2019 年、2020 及 2021 年相对 2016 年净利润增长率不低于 100%、125% 及 150%。②绑定核心人员: 根据目标业绩, 2017-2019 年业绩 Cagr 为 26%。同时本次激励绑定电商负责人、蓝色火焰品牌营销中心负责人等核心人员保障公司核心团队长期稳定性。③渠道及品类双扩张, 收入有望实现较快增长: 1) 渠道: 2016 年起线下渠道由区域型转为全国型, 2017Q1 新增直营/加盟店各 5/29 家。2) 品类: “超级单品计划” 效果显著, 2016 年“蓝色火焰”和“My Queen”钻石饰品销售额分别达 2.5 亿元和 3.9 亿元 (+38.70%), 带动公司多元品类及单店收入实现较好增长。公司品牌底蕴及设计技术根基扎实, 高端品牌矩阵布局 (品牌更名为 Leysen 通灵) 有望加速提升品牌知名度及产品设计力。同时全国化渠道扩张及品类拓展有望助业绩持续高增长。

宜华生活 /

①公司公告管理层换届, 原总经理刘壮超任董事长、原财务总监万顺武任总经理。同时新任管理层拟在未来 6 个月内通过合伙企业雅华投资增持公司股份, 增持金额不低于 3.5 亿元, 不超过 4 亿元。②二代接班, 带来新活力。新任董事长刘壮超曾任公司美国子公司副总裁, 营销总监及总经理。从履历来看, 熟悉公司出口主业、主导了公司内销转型及渠道体系建设, 过去数年内销的爆发式增长交出了满意的答卷。此次接班人上任将为公司注入新活力, 助力大家居全产业链布局落地。③继大股东持续增持公司 4237.53 万股后 (2016-2017.3, 均价 10.91 元), 新任管理层 (除刘壮超) 再次大手笔增持 (已增持 315.65 万股, 均价 9.5 元), 彰显公司对未来发展信心。

搜于特 /

①公司全资子公司东莞市搜于特供应链管理有限公司与绍兴悦晟、绍兴利源出资 2 亿元设立浙江东利源供应链管理有限公司 (搜于特占 51%)。②浙江东利源位于绍兴柯桥区, 是化纤面料的世界工厂, 具有从原材料到装备的全产业链; 同时也是亚洲最大的匹布集散地, 均是公司开展供应链管理业务的潜在空间。③目前公司已有 9 家供应链管理控股子公司, 该业务逐季度稳健增长

多品牌表现靓丽, 期待中报超预期表现

股权激励绑定核心人员

新起点, 接班人全面入主&新管理层增持

第 9 家供应链管理公司落地绍兴柯桥

(15Q4/16H1/16Q3/16Q4/17Q1 分别 2/13.83/13.31/16.1/19.29 亿元)，且盈利能力较强（净利率 4%-4.5%）。未来三年公司预计在供应链管理和品牌管理业务投入 60-100 亿元（定增 25 亿+拟债务融资 50-60 亿元+现金 9 亿元）。④ 供应链新业务前景可期，品牌管理业务已起步，且可反哺休闲装主业竞争优势（16A/17Q1 同增 11%/7%）。公司对后续业务发展充满信心，核心管理层参与股权激励。

新野纺织 /

公司公告 2017 年中报归母净利润预增至增长 90%-110%、对应 1.29-1.43 亿元（原增长 30%-50%、对应 8825 万-1.02 亿元）。预增主要由于：① 期内可确认的补贴收入远超同期（近期收到补贴 7268 万、16H1 为 1673 万）；② 上半年订单增长、产销较饱和，经营利润同比较快增长（测算增长 30%-50%）。全年来看，预计订单/产能增加 30%+，在已经进入产能释放周期的新疆产能基础上，公司继续有节奏投放产能新疆锦域 11 万锭棉纱/5000 万吨气流纺/针织项目，并着手布局 2018-2019 年产能计划。

上修业绩，爆发增长、低估值

潮宏基 /

2016 年收入/净利润增速分别为 2%/-9%，扣非后业绩同增 9%；2017Q1 收入/业绩分别同增 11%/16%，扣非后业绩同增 24%。① 高毛利产品收入占比提升，扣非后业绩稳步增长。2016 年高毛利的时尚珠宝（44.6%）占比提升 5.6%、女包毛利率大幅提升 5.3%、低毛利黄金饰品占比下滑 6.4%，整体毛利率同增 1%，扣非后业绩同增 8.7%。② 女包业务快速增长（控制成本&加强折扣控制）、黄金饰品增速转正（春节因素&金价回升）、时尚珠宝持续较好增长，共同推动 2017Q1 收入业绩靓丽增长。

产品结构改善，扣非后业绩稳健增长。

刚泰控股 /

2016 年实现收入 106.6 亿元（+20.56%），实现归属净利润 4.96 亿元（+42.73%）。① 零售业务收入占比快速提升至 20%（+17PCTs），主要原因在于线上线下齐发力：线上珂兰获 2016 双十一天猫、京东双平台珠宝类第一；线下，各类门店共增 144 家（珂兰+71 至 124 家、米莱+3、刚泰黄金+10），推动公司线下及 O2O 业务快速长。全年珂兰销售额 16.98 亿元（线上/线下：10.06/3.5 亿元），优娜珠宝销售额 2.44 亿元（线上/线下：0.79/1.65 亿元）。② 高毛利零售业务的占比提升拉动毛利率大幅提升 5.62PCTs 至 13.47%，同时，因拓展零售渠道费用加大（期间费用率+2.37PCTs 至 5.13%），净利率小幅提升 0.85PCTs 至 4.78%。

零售业务快速增长，整体盈利能力提升。公司发布年报，

海澜之家 /

最新跟踪：4-5 月终端销售较 17Q1 改善，销售额增长 10%左右。2012-2016 年营业收入 CAGR39.18%，净利润 CAGR38.42%，目前进入稳定发展期（16/17Q1 的收入增速为 7.4%/0.55%，净利润增速为 5.7%/5.5%）。① 类直营模式低成本快速扩张，各方共赢。公司为核心枢纽，拥有品牌运营权（设计/营销）、负责产品仓储配送，与供应商形成赊销和联合设计开发的合作关系；加盟商（财务投资者）出资开店拥有门店管理权和货品所有权；供应商可获得高于 OEM 采购价格和盈利空间（30%-40%毛利率）。② 绑定产业资源，卡位核心话语权。1) 类直营模式深度绑定加盟商与供应商，兼具灵活性，可嫁接更多品牌；2) 卡位核心流量入口（奔跑吧兄弟/央视等），强化品牌力；3) 现金充沛（货币资金 88.6 亿元，其中 20 亿为加盟商保证金），分红稳定。

国内男装第一品牌，类直营卡位产业资源

鲁泰 /

2017Q1 实现收入 12.73 亿元（-0.76%），归属净利润 1.58 亿元（+5.14%），扣非后业绩 1.55 亿元（+12.73%）。① 控费得力，盈利能力有所改善。一季度整体需求平稳，业绩略有增长，主要因较上年同期减少公允价值变动收益 2175 万元所致，扣非后业绩同增 12.73%。2017Q1 整体毛利率为 32.42%（+0.67%），在控费得力情况下（管理/销售费用率分别同降 1.48%/0.65%），净利率提升 1.24PCTs 至 13.3%。② 公司是质地优异的全球高端色织布龙头企业，与多个国际一线品牌形成长期合作。同时，经过多年布局公司已拥有国内和东南亚产能

2016：量价平稳，盈利受益成本下降和人民币汇率贬值

	<p>资源，享受成本和政策优势，进而形成稳定盈利，且分红稳定、股息率高。预计随着海外产能进一步放量，后续平稳增长可期。</p>	
华孚色纺 /	<p>2017Q1 收入同增 30.77%至 23.17 亿元，净利润同增 63.26%至 1.66 亿元，毛利率微增 0.6PCT。拆分看，17Q1 新疆天孚业务贡献较少（季节性因素），大部分增长来源于色纺纱业务，量价方面，增量贡献较大（提价约个位数），主要来源于新疆新增 16 万锭和越南 9 万锭产能。目前公司总产能 150 万锭（其中 50+ 来自新疆、20 来自越南）。产能增加推动补贴收入同增 53%至 8791 万。公司预计 2017H1 净利润同增 30%-60%。</p>	
森马服饰 /	<p>5 月销售趋势延续，休闲装销售基本持平，童装销售同增 15%左右。公司童装业务表现靓丽，巴拉巴拉品牌的童装龙头地位不断夯实（根据 Euromonitor 数据，2016 年市场份额提升 0.8PCT 至 5%），有望充分受益于全面二孩政策的行业红利，将成为未来增长主要驱动力；预计休闲装有望保持平稳，期待购物中心店起效，渠道结构优化，以及供应链快反体系构建、供应商结构优化带来的长期良性发展。</p>	童装铸增长引擎，休闲装稳中求变
罗莱生活 无	<p>公司主品牌罗莱家纺线下业务上半年表现平淡，线上增长强劲，预计 LOVO 销售有望同增 50%左右。廊湾店目前表现仍待观察，尚未现较强增长。外延方面，并表标的莱克星顿仍在整合、恐龙家纺亏损有望持续收窄。综合来看，预计 2017H1 净利润同增 15%左右</p>	
维格娜丝 /	<p>2016 年公司实现收入/净利润同降 9.71%/10.51%至 7.44/1.00 亿元左右，扣非后同降 23.67%。收入下降主要由于期内公司加大渠道调整力度，关闭 47 家与品牌形象不符的店铺（期末门店数为 189 家）。毛利率基本持平；销售费用率同降 0.78PCT 至 41.44%（关店后工资/装修摊销等店铺费用下降）、管理费用率同增 2.4PCTs 至 13.98%（期内研发费用同增 47.5%），综合使得净利润率同降 0.12PCT 至 13.48%。期内公司重塑渠道端定位，逐渐向高端渠道转型。期内公司升级近 30 家店；主动关闭定位不匹配的门店 47 家。不考虑关店因素，期内品牌同店增长 19.4%（直营比例为 95%）。2017 年公司将继续渠道升级，VGRASS 品牌计划新开高端店 10 家、关闭 15 家、升级 20 家，并将在米兰开设海外首家旗舰店。</p>	
健盛集团 无	<p>公司拟以 8.7 亿元收购俏尔婷婷 100%的股权。其中，以股份支付 80%，发行 3197 万股（21.77 元/股）锁定期 36 个月；以非公开发股募集现金支付 20%，募集 1.92 亿元，锁定期 12 个月。2016 年收入 4 亿元、同增 6.3%；净利润 7132 万元，同降 5.5%。根据调研，①标的质地优异：俏尔婷婷主要为优衣库、H&M 等品牌的贴身衣物制造商，其在贴身衣物生产制造的地位是全国第一、世界第三，主要品类为运动和居家类无缝贴身衣物。净利率水平较高（20%左右），主要由于无缝产品比传统贴身衣物价格高 20%左右且公司的行业地位赋予其强议价能力；债务负担小。②意义：首当其冲是产业协同，不仅在生产端，也在客户端有和而不同的协同空间。其次标的的强盈利能力将带来业绩增厚，承诺业绩未来三年平均净利润不少于 8000 万。未来公司的目标是通过整合更多前端优质工厂和后端国内外渠道/品牌类资源，实现获得国内贴身衣物行业的 10%份额。</p>	拟 8.7 亿元全资收购国内贴身衣物生产龙头俏尔婷婷
柏堡龙 无	<p>①线上方面，公司正在打造 e 全球平台，整合设计师端的设计作品资源，借助公司的供应链优势和营销资源，打造高性价比的设计师风格平台。前端设计师资源主要通过设计师协会和行业内人脉资源获得，后端对接每个团队对接多个设计师。设计师现在平台上注册为会员，由公司买手团队筛选款式，公司原有业务的供应商在平台上抢单。平台流量端初期主要由签约设计师本身的流量推动，后续考虑通过天猫、亚马逊等大平台。②线下方面，公司正在筹备设计师原创</p>	

品牌店，前两家店落户杭州和深圳，杭州店预计5月下旬开业、900平米左右，品类涵盖时装（男/女/童装等），经营模式主要以提点模式，故初期投入较轻。

来源：中泰证券研究所整理

投资策略

- 中报临近，建议关注服装行业结构性变革下的优质个股机会，布局中报业绩靓丽增长并有望超预期的公司，核心推荐**歌力思、九牧王、搜于特、新野纺织**。同时，建议围绕坚定把握时尚消费品两大投资机会：1. 消费升级过程中爆发的新兴领域、细分市场、及新锐品牌；2. 产业链环节优秀的运营者、资源卡位者、以及集团化运营的行业整合者。

时尚前沿

■ 服饰鞋包

【迅销集团 2017 前 9 个月净利润大幅攀升 69.1%】日本快时尚巨头优衣库（Uniqlo）母公司迅销集团（Fast Retailing）表示，受益于 133 亿日元的汇兑收益，2017 财年前 9 个月销售额同比增长 3%至 1.48 万亿日元，净利润同比增长 69.1%至 1201 亿日元。其中优衣库电商销售同比增长 17.3%。（资料来源：华丽志）

【Brunello Cucinelli 上半财年销售增长 10.7%，大中华区增 34.6%】截止至 6 月 30 日 2017 上半财年，意大利奢侈品牌 Brunello Cucinelli SpA 销售额同比增长 10.7%至 2.43 亿欧元。第一大市场北美市场销售额同比增长 9.4%，占总额的 34.4%；大中华市场销售额同比增长 34.6%，占总额的 7.5%。（资料来源：华丽志）

【Havaianas 人字拖鞋制造商 11 亿美元易主三家巴西投资公司】人字拖鞋流行品牌 Havaianas 的制造商、由巴西投资集团 J&F Investments 控股的 Alpargatas SA 最近以 35 亿巴西雷亚尔（约合 11 亿美元）的价格被巴西投资公司 Cambuhy Investimentos Ltda.，Brasil Warran 和巴西伊塔乌投资银行联合收购。（资料来源：华丽志）

【LVMH 集团 Kenzo 品牌 CEO 出任 Marc Jacobs 进行整改】法国奢侈品巨头 LVMH 集团宣布，旗下品牌 Kenzo 的现任 CEO Eric Marechalle 将出任美国设计师品牌 Marc Jacobs 新 CEO，负责后者的整顿和改造工作。今年第一季度，LVMH 集团销售额同比增长 15% 至 98.8 亿欧元，创下五年来的新高，但旗下 Marc Jacobs 表现消极。（资料来源：无时尚中文网）

■ 化妆品珠宝

【宝格丽老班底“接管” Tiffany】美国著名珠宝公司 Tiffany 宣布，任命前意大利奢侈珠宝品牌宝格丽高管 Alessandro Bogliolo 为品牌新任 CEO，预计于 10 月 2 日上任，并加入公司董事会。2 月，宝格丽家族继承人、前首席执行官 Francesco Trapani 曾与 Jana Partners LLC 共同收购 Tiffany

约 5.1%的流通股,同时 Francesco Trapani 被任命为 Tiffany 董事会成员。
(资料来源:华丽志)

风险提示

- **宏观经济增速放缓风险。**经济增速下行影响居民可支配收入,削弱消费升级驱动力。
- **终端消费低迷风险。**消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。
- **棉价异动致风险。**棉花产业政策存在不确定性,价格剧烈波动下纺织企业盈利恐承压。

附录：图表

图表 6：纺织服饰/化妆品/珠宝行业重点公司盈利预测、估值及投资评级表

公司名	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	PS	市值 (亿元)	评级
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E				
歌力思	20.81	0.87	1.06	1.28	24	20	16	1.70	6	70	买入
九牧王	15.20	0.86	0.98	1.15	18	16	13	1.31	4	87	增持
宜华生活	9.39	0.64	0.75	0.88	15	12	11	1.17	2	139	买入
新野纺织	5.75	0.35	0.43	0.48	16	13	12	1.30	1	47	买入
搜于特	7.01	0.25	0.34	0.40	28	21	17	2.22	3	219	买入
潮宏基	10.42	0.34	0.39	0.45	31	26	23	2.49	3	94	买入
青岛金王	20.51	1.43	1.13	1.36	14	18	15	1.77	3	81	买入
森马服饰	7.93	0.56	0.59	0.63	14	13	13	2.36	2	214	增持
刚泰控股	12.38	0.47	0.61	0.73	26	20	17	1.49	2	184	增持
鲁泰 A	11.67	0.95	1.01	1.11	12	12	11	1.74	2	108	增持
通灵珠宝	30.15	1.09	1.29	1.60	28	23	19	1.54	4	73	增持
维格娜丝	23.19	2.05	2.18	2.34	11	11	10	5.12	5	34	增持
海澜之家	9.43	0.74	0.81	0.91	13	12	10	1.24	2	424	增持
太平鸟	24.80	0.93	1.24	1.56	27	20	16	0.94	2	118	/

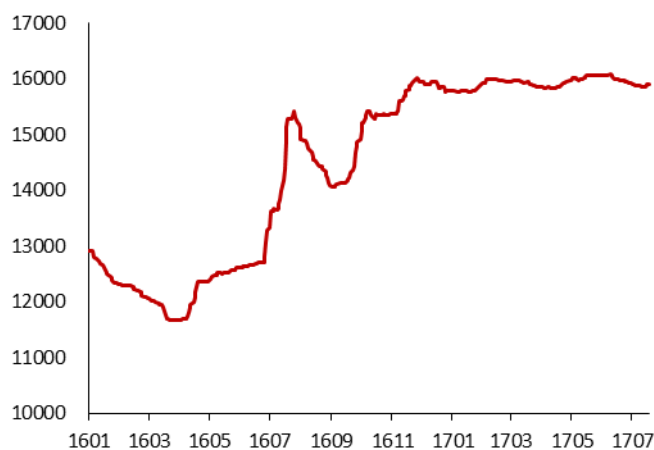
来源：Wind，中泰证券研究所预测整理 注：收盘价截至 2017 年 7 月 21 日，青岛金王 PEG 计算不考虑 2017 年杭州悠可带来的 2.2 亿一次性投资收益

图表 7：次新股盈利预测、估值表

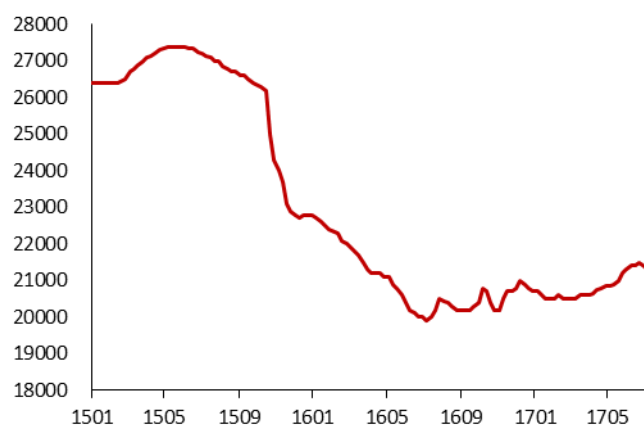
公司名	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	PS	市值 (亿元)
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E			
安正时尚	23.61	0.97	1.11	1.48	24	21	16	1.21	6	67
比音勒芬	49.67	1.45	1.68	2.15	34	30	23	1.84	6	53
开润股份	47.40	1.08	1.55	2.03	44	31	23	1.82	7	57
拉芳家化	31.20	0.92	1.02	1.13	34	30	28	3.28	5	54
牧高笛	42.26	0.81	0.95	1.09	52	44	39	3.80	7	28

来源：Wind，中泰证券研究所预测整理注：收盘价截至 2017 年 7 月 21 日，盈利预测采用 Wind 一致预期

图表 8：国棉现货（同增 12.14%至 15902 元/吨）

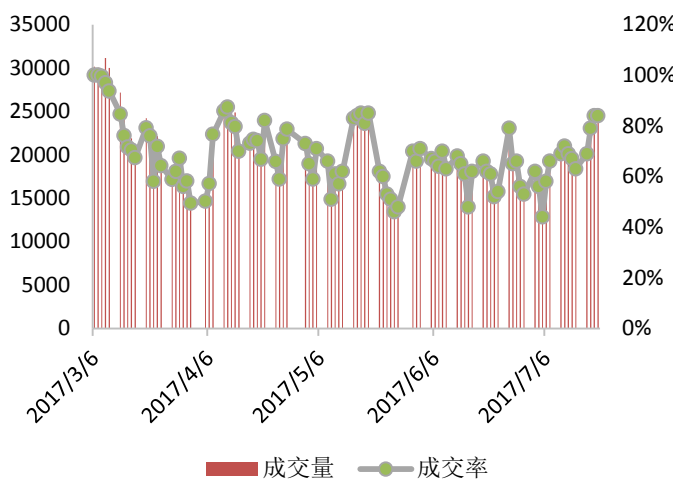


图表 9：长绒棉 237（同增 6%至 21200 元/吨）



来源: Wind, 中泰证券研究所

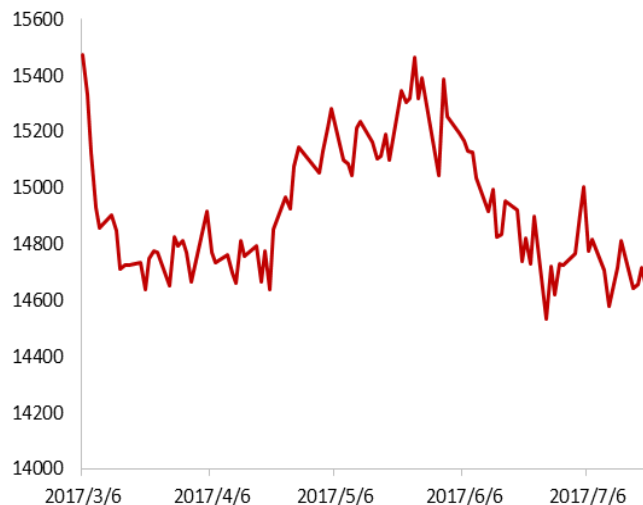
图表 10: 抛储成交量/成交率统计



来源: Wind, 中泰证券研究所

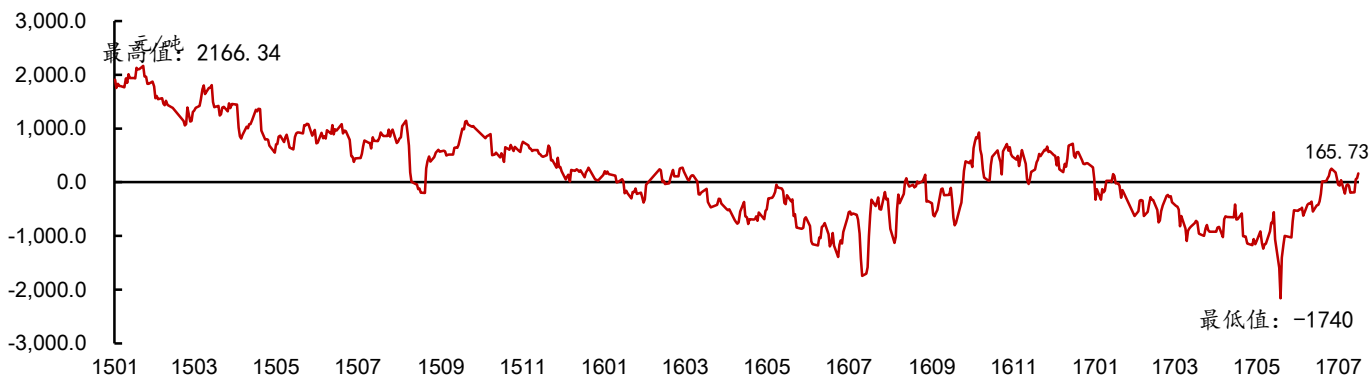
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 抛储成交均价统计



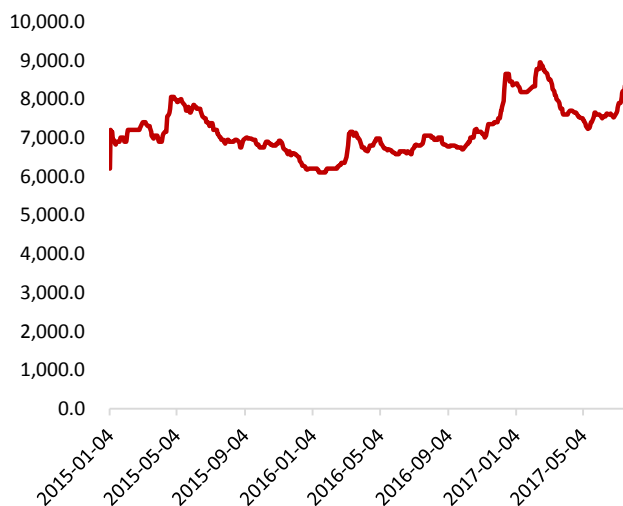
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 内外棉差价波动 (截至 2017 年 7 月 21 日, 内棉价格于高人民币计价的外棉价格 165.73 元/吨)

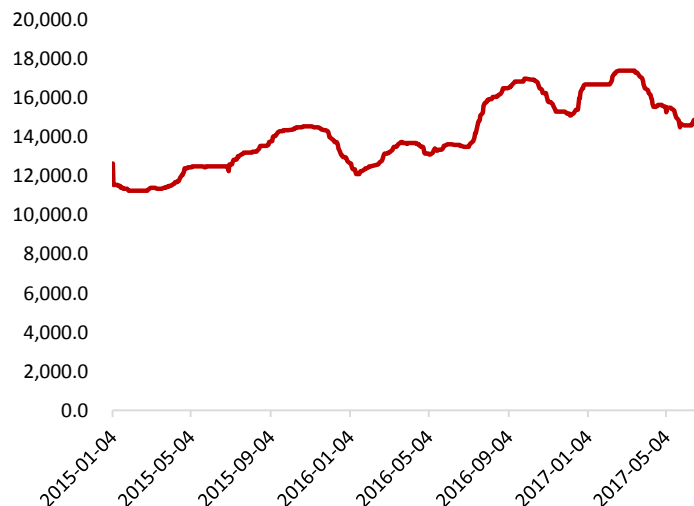


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 涤纶短纤 (同增 18.44%至 8350 元/吨)



图表 14: 黏胶短纤 (同增 5.63%至 15950 元/吨)

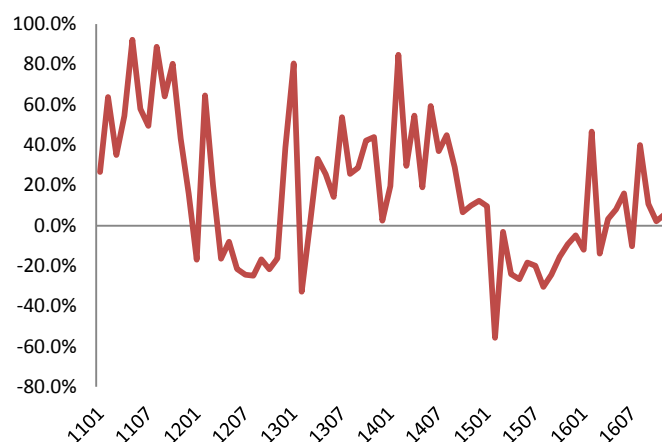


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 国内金价走势(同降 5.10%至 271.23 元/克)


来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 国内钻石进口金额(同增 5.4%至 6.33 亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 公司 2017 年中报预计披露时间

证券简称	预约披露时间	证券简称	预约披露时间
新野纺织	2017-07-28	刚泰控股	2017-08-25
百隆东方	2017-08-09	龙头股份	2017-08-25
航民股份	2017-08-09	鲁泰 A	2017-08-25
天创时尚	2017-08-15	华孚色纺	2017-08-25
潮宏基	2017-08-16	海澜之家	2017-08-25
奥康国际	2017-08-16	哈森股份	2017-08-26
安正时尚	2017-08-16	梦洁股份	2017-08-26
上海家化	2017-08-17	星期六	2017-08-28
罗莱生活	2017-08-18	搜于特	2017-08-28
柏堡龙	2017-08-18	雅戈尔	2017-08-29
报喜鸟	2017-08-19	歌力思	2017-08-29
联发股份	2017-08-19	金发拉比	2017-08-29
华斯股份	2017-08-19	探路者	2017-08-29
三夫户外	2017-08-19	万里马	2017-08-29
比音勒芬	2017-08-21	太平鸟	2017-08-29
华纺股份	2017-08-22	汇洁股份	2017-08-29
朗姿股份	2017-08-22	森马服饰	2017-08-29
日播时尚	2017-08-22	华茂股份	2017-08-29
安奈儿	2017-08-22	拉芳家化	2017-08-29
七匹狼	2017-08-23	贵人鸟	2017-08-30
青岛金王	2017-08-24	摩登大道	2017-08-30
富安娜	2017-08-24	九牧王	2017-08-30
红蜻蜓	2017-08-24	通灵珠宝	2017-08-30
多喜爱	2017-08-25	维格娜丝	2017-08-31

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。