

化妆品系列研究：国外化妆品龙头的估值探究

行业动态信息

7月零售数据不及预期，零售端整体疲软。国家统计局公布7月份国民经济运行情况，其中7月社会消费品零售总额3.07万亿元，同比增速8.8%，实际同比增速6.5%，分别环比回落0.2与0.5个百分点。另根据中华全国商业信息中心数据，2018年7月份全国百家重点大型零售企业零售额同比下降2.0%，增速低于上年同期5.7个百分点。

我们对全球主要日化公司估值进行了梳理，日韩和东亚国家对于日化产品的消费习惯较为相近，对应企业的估值水平也较为相近，且高于欧美。日本2018PE平均值为29，韩国为28，其他地区（主要为东南亚国家）为28。美国日化公司2018PE水平介于日韩和欧洲之间，均值为26。欧洲日化公司相对处于较低水平，2018PE均值为23，这与欧洲日化公司提供的主要产品偏向个人护理有关，而日韩的日化公司则为消费者提供了更多的化妆品。通过选取部分主营产品为化妆品的日化公司进行分析，我们发现主营为化妆品的公司估值水平显著高于其他日化公司，2018PE均值为32，高于我们选取的全部日化公司的均值26，表明市场给予化妆品公司明显的估值溢价。反观国内日化公司，估值水平与日韩日化公司相当，2018PE均值为29。如果考虑到选取的国内标的多为化妆品公司，则国内化妆品公司较日韩仍处于低估水平。

原材料方面，外棉跌幅较大。2018年8月17日，328中国棉花价格指数16291元/吨（较2018年8月10日下跌0.01%）；2018年8月17日，cotlookA指数91.75美分/磅（较2018年8月10日下跌3.67%）。本周棉纱价格小幅上调。2018年8月17日，中国纱线价格指数CYIndexC32S报23970元/吨（+0.25%），CYIndex JC40S报26980元/吨（+0.07%），CYIndexOEC10S报14550元/吨（+0.14%）。化纤类原材料涤纶价格强势拉升，棉纱期货交易持续走弱。

人民币汇率：本周持续贬值，中间价一度跌破6.9。本周人民币继续贬值，人民币兑美元汇率中间价8月13日6.8629上升至8月17日6.8894，人民币兑美元周内贬值0.39%，年内贬值5.86%，7月以来累计贬值0.88%。人民币持续贬值趋势，对于依赖出口的纺织服装行业构成利好。

纺织服装

维持

增持

史琨

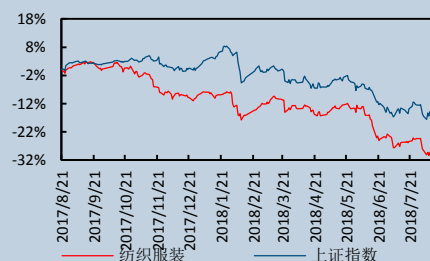
shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018年08月20日

市场表现



本周研究总结

- 1、化妆品系列研究：日化/个人护理公司估值梳理
- 2、地素时尚深度报告：中高端女装领跑者，盈利能力荣膺桂冠
- 3、安踏体育半年报点评：收入/毛利率/归母净利润创新高，**FILA** 持续高增，两大品牌库存健康
- 4、珀莱雅半年报点评：全渠道收入增长超预期，费用率降低促净利率增长，品牌力厚积薄发
- 5、罗莱生活半年报点评：家纺主业双位数增长，线上有所放缓，费用率下降助业绩维持强势
- 6、行业动态点评：7 月消费数据不及预期，把握细分领域高性价比比标的

标的推荐

年初以来，纺服板块龙头海澜、森马涨幅亮眼，我们认为主要是 2016Q4 以来一直向好的基本面、估值持续调整至底部带来的预期差。在零售高景气度背景下，品牌龙头企业聚焦品牌+渠道+营销变革，不断修炼内功，我们认为，龙头已进入一轮新的高质量成长期。在近期市场波动比较大的情况下，我们建议配置强防御性龙头。

主线一：精选赛道，坚守龙头！

1、运动板块：重点关注安踏体育

- (1) 市场空间大，增长步入快车道。2017 年运动鞋服市场规模突破 2000 亿元，2012-17CAGR 达 8.8%。
- (2) 竞争格局良好，龙头强者恒强。运动鞋服强功能性，进入壁垒及行业集中度较高，利好龙头。
- (3) 我们看好多品牌齐发力，业绩增长弹性及确定性高的运动龙头安踏体育。

2、童装板块：重点关注森马服饰

(1) 消费升级叠加二胎红利，童装市场高速增长。2017 年我国童装市场规模为 1796 亿元，受益于二胎政策全面开放和消费升级大趋势，2012-17 年童装市场 CAGR 达 11.14%。

(2) 行业集中度上升，龙头优势显著。2017 年，我国童装品牌 CR5、CR10 分别为 8.5%、14.9%，较 2012 年分别提升 2.1pct、3.5pct，近年呈稳步集中趋势。

(3) 森马服饰旗下巴拉巴拉深耕大众市场，整合 TCP 与 Kidiliz 集团，金字塔品牌矩阵搭建完成，童装龙头地位再次稳固，供应链及品牌优势凸显。

3.羽绒服板块：重点关注波司登

(1) 羽绒行业规模稳步提升。2017 年羽绒服市场规模达到 963.5 亿元，2022 年预期稳步上升至 1621.8 亿元，CAGR 达 11%。

(2) 竞争格局稳定，龙头集中度高。波司登为国内羽绒服第一品牌，2015 财年波司登旗下品牌市占率合计达 26.2%。上游因环保等因素集中度提升，中小品牌受困成本压力得以出清，龙头强者恒强。

(3) 我们看好调整逐步到位，业绩稳健复苏，品牌、渠道、供应链多维发力的羽绒服龙头波司登。

主线二：细分领域挖掘小而美标的

1、中高端品牌：（1）16Q4 以来迎来复苏，消费者线下为主粘性高，受益于传统百货渠道回暖，龙头构建多品牌矩阵逐步见效。（2）我们看好“股权激励+员工持股+店长制”三层激励到位，六大品牌渐趋成熟，品牌运营能力获验证的**安正时尚**。

2、家纺板块：（1）受益于三四线城市消费升级，带动家纺行业 17 年规模同增 6.5%至 2168.3 亿元。17 年以来原材料成本上升压缩中小企业生产空间，龙头市占率进一步提升。（2）家纺产品具标品属性，电商发力迅猛。2017 年家纺龙头罗莱、水星、富安娜线上营收增速超 35%。（3）我们看好电商团队先发优势强，品牌定位中档，渠道深耕三四线市场的**水星家纺**。

3、化妆品板块：（1）人均收入增长，行业逐步扩张。得益于中产阶级的壮大及人均可支配收入的提高，2017 年中国美容与个人护理市场规模同增 9.6%至 3615 亿元，位居世界第二，2012-17 年 CAGR 达 7.7%。（2）“品牌+研发+营销+渠道”齐发力，本土品牌崛起加速。本土品牌持续缩小与国外品牌研发差距，借助线上渠道降低营销门槛，助力本土品牌形象重塑，且加速推进产品高端化，依靠粉丝经济提升品消费粘性。我们推荐与国际品牌定位及渠道布局错位的**珀莱雅**；多品类延伸且具备较强品牌力的**上海家化**。

4、上游棉纺：（1）中国增发棉花进口配额、中美贸易加征关税清单相继公布，中美贸易战再起波澜，棉价影响短期分化。一方面增发滑准税配额数量 80 万吨，消除纺织企业对新棉上市前皮棉供给不足的担心，短期市场供给量增加，国内棉花市场降温。另一方面中国是美棉出口主要目的国，7 月 6 日起中国对美棉加征关税，将短期抑制国际棉价上涨。（2）长期供给偏紧促进棉价稳步上升，我国储备棉轮出结束后，国库预计将降至 300 多万吨，同时对美棉加征关税，以及增发配额或将转向采购澳棉、西非棉、巴西棉以及中亚棉等其他国棉花，将助推棉价。（3）我们看好具竞争壁垒，成本转嫁能力强，棉花库存充足的色纺纱双寡头**华孚时尚**和**百隆东方**，以及包芯纱龙头且具估值修复空间的**天虹纺织**。

目录

本周研究总结	1
标的推荐	1
一、板块行情	5
(一) 板块涨跌幅	5
(二) 行业市盈率	5
二、本周主要资讯	6
(一) 行业动态	6
(二) 公司公告	7
(三) 本周研究总结	9
三、行业数据	17
(一) 成本端：外棉跌幅较大，棉纱价格小幅上调，涤纶价格强势拉升，棉纱期货持续弱势	17
(二) 人民币汇率：本周持续贬值，中间价一度跌破 6.9	20

图目录

图 1：纺织服装板块周涨幅前十 (%)	5
图 2：纺织服装板块周跌幅前十 (%)	5
图 3：行业市盈率	6
图 4：2009 年以来的 cotlookA 指数	18
图 5：2009 年以来的 328 中国棉花价格指数	18
图 6：2005 年以来涤纶价格走势	18
图 7：2005 年以来粘胶价格走势	18
图 8：2013 年以来纱线价格走势	18
图 9：2012 年以来的长绒棉 137 价格走势	19
图 10：2016 年以来的长绒棉 137 价格走势	19
图 11：2012 年以来进口长绒棉价格走势	19
图 12：2016 年以来进口长绒棉价格走势	19
图 13：2012 年以来坯布价格走势	20
图 14：2016 年以来坯布价格走势	20
图 15：2012 年以来牛皮价格走势	20
图 16：2016 年以来牛皮价格走势	20
图 17：2010 年以来的人民币汇率走势	21

表目录

表 1：行业涨跌幅情况 (%)	5
表 2：日本日化/个人护理用品公司梳理 (单位：美元，%)	9
表 3：韩国日化/个人护理用品公司梳理 (单位：美元，%)	10
表 4：欧洲日化/个人护理用品公司梳理 (单位：美元，%)	10
表 5：美国日化/个人护理用品公司梳理 (单位：美元，%)	11

表 6：其他地区日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）	11
表 7：主营产品为化妆品的日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）	12
表 8：中国日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）	12
表 9：2010 年后纱线涨价弹性	17

一、板块行情

（一）板块涨跌幅

本周沪深 300、上证综指、深证成指涨跌幅分别为-5.15 %、-4.52%和-5.18 %。纺织服装板块涨跌幅-4.08 %，其中纺织制造涨跌幅为-2.96 %，服装家纺涨跌幅为-4.74%；本周大盘走势下行，纺织服装板块表现略优于大盘。

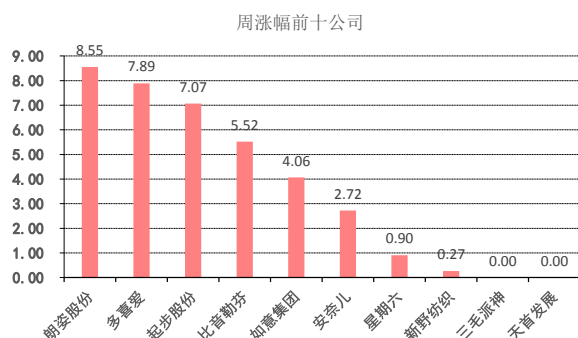
表 1：行业涨跌幅情况（%）

单位	近 1 周涨跌幅	近 1 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅
沪深 300	-5.15	-6.37	-13.21
上证综指	-4.52	-4.62	-18.34
深证成指	-5.18	-10.00	-21.56
SW 纺织服装	-4.08	-8.40	-31.53
子类：纺织制造	-2.96	-3.56	-29.52
子类：服装家纺	-4.74	-11.08	-31.76

数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

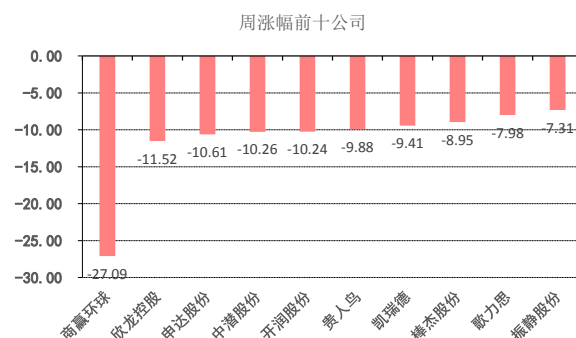
本周板块内涨幅前五的公司为朗姿股份、多喜爱、起步股份、比音勒芬、如意集团，最大涨幅为 8.55 %；跌幅前五的公司为商赢环球、欣龙控股、申达股份、中潜股份、开润股份，最大跌幅为-27.09 %。

图 1：纺织服装板块周涨幅前十（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 2：纺织服装板块周跌幅前十（%）

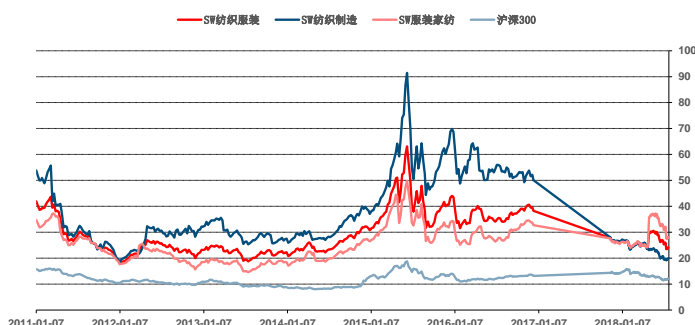


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（二）行业市盈率

截止 2018 年 8 月 17 日，纺织服装行业市盈率为 21.78，其中纺织制造为 18.60 倍，服装家纺为 24.75 倍，全行业相对于大盘估值溢价约为 0.95 倍。

图 3：行业市盈率



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

二、本周主要资讯

（一）行业动态

- 1、国家统计局公布 7 月份国民经济运行情况，其中 7 月社会消费品零售总额 3.07 万亿元，同比增速 8.8%，实际同比增速 6.5%，分别环比回落 0.2 与 0.5 个百分点。
- 2、根据中华全国商业信息中心数据，2018 年 7 月份全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 2.0%，增速同比下降 5.7 pct。除金银珠宝类零售额增速同比提升外，其余品类增速均同比下降。
- 3、据华丽志消息，德国护肤品牌 Nivea 的母公司，个人护理用品巨头 Beiersdorf AG 公布 2018 财年上半年财年数据，销售额为 36.13 亿欧元，撇除汇率、并购影响后增长 7.7%；消费品部门销售额为 29.57 亿欧元，撇除汇率、并购影响后增长 7%；Tesa 部门销售额为 6.56 亿欧元，撇除汇率、并购影响后增长 10.6%，占总销售额的 20%。
- 4、据亿邦动力消息，美国服装品牌 Ralph Lauren 今年第一季度净销售额为 13.9 亿美元，同比增长 2%；净利润为 1.09 亿美元，同比上涨 2%。亚洲为唯一呈增长趋势的市场，销售额同比增长 19%至 2.48 亿美元。Ralph Lauren 看好中国市场，预期在未来五年销售额可达 5 亿美元。
- 5、据时尚头条网消息，Vans 母公司威富集团周一发布声明称，其计划拆分包括 Wrangler 和 Lee 品牌在内的牛仔服业务，单独上市，交易将于明年上半年完成，威富美洲西部集团总裁 Scott Baxter 将出任新公司的首席执行官。而分拆后的威富集团将专注于户外产品和运动服。
- 6、据亿邦动力消息，蒂芙尼（Tiffany&Co）在天猫奢品平台 Luxury Pavilion 上开设快闪店，开始预售最新系列——花韵系列，同时计划在上海开启一场花韵系列作品发布盛典。这也是全球首次通过线上平台发布新款首饰，而韵系列在中国线下门店的销售将比天猫整整晚两周。
- 7、据时尚头条网消息，在截至 6 月 30 日的三个月内，美国轻奢品牌 Coach 母公司 Tapestry 销售额同比增加 31%至 14.8 亿美元，净利润同比增加 39.5%至 2.117 亿美元，全年销售额同比大涨 31%至 58.8 亿美元，毛利率为 65.5%。

8、据联商网消息，西班牙 Inditex 集团旗下品牌 Uterque 在官方微博正式宣布天猫旗舰店将于 8 月 21 日正式揭幕，其品牌定位于中高档女性消费群体。同时，在大陆地区尚无线下实体店的 Uterque 已经有相应的实体门店计划。

9、据时尚头条网消息，手表集团 Movado 日前表示，已与手表品牌 MVMT 达成收购交易，具体金额暂未透露。MVMT 由 Jake Kassan 和 Kramer LaPlante 于 2013 年创立，除手表外还有太阳镜和配饰等产品，目前在全球 160 多个国家销售，年营业额达 7100 万美元。

10、据亿邦动力网消息，美国休闲鞋履制造商 Crocs Inc. 收入同比上涨 4.7%，由 3.132 亿美元增至 3.280 亿美元。固定汇率计，二季度收入增幅 2.3%，其中零售业务同店销售大涨 7.1%，电商渠道收入增幅 23.8%，而批发业务亦有 7.2% 的增长。

11、据时尚头条网消息，截至 4 月 29 日的三个月内，lululemon 销售额同比大涨 24.9% 至 6.497 亿美元，净利润则同比猛涨 141% 至 0.75 亿美元。上个月，lululemon 正式任命 Calvin McDonald 为首席执行官，于 8 月 20 日生效。

12、据时尚头条网消息，美国高端零售商 Nordstrom 第二季度收入同比增长 7.1% 至 40.7 亿美元，净利润同比大涨 47% 至 1.62 亿美元。其中，该百货来自电商渠道的销售额同比大涨 23%，占总销售额的 34%。

（二）公司公告

1、【李宁：中期业绩公告】公司 2018 年上半年收入同比增长 17.9% 至 47.13 亿元人民币，其中，鞋类营收同比增长 8.63% 至 21.91 亿元，服装营收同比增长 30.7% 至 23.0 亿元，器材及配件同比增长 1.19% 至 2.22 亿元。净利润同比大涨 42% 至 2.69 亿元，净利率则由去年同期的 4.7% 提高至 5.7%。

2、【森马服饰：对外投资的进展公告】目前公司已完成森马控股（香港）有限公司注册登记动作，并取得《公司注册证明书》；公司已取得《境外投资项目备案通知书》及《企业津贴外投资证书》；公司已确定 2018 年 10 月 1 日为交割日，收购 Inchiostro SA 持有的 Sofiza SAS 100% 股权及债权。

3、【安踏体育：2018 年中期业绩公告】上半年营收同比增加 44.1% 至 105.5 亿元人民币，其中，鞋类增加 21.3% 至 41.1 亿元人民币，服装增加 64.6% 至 60.7 亿元，配饰增加 3.6% 至 3.8 亿元。同时，毛利率上升 3.7% 至 54.3%，归母净利润增长 34.0% 至 19.4 亿元人民币。

4、【探路者：2018 年半年度报告摘要】上半年营收 8.77 亿元，同比下降 31.38%，主要是由于旅行服务中国际机票业务减少。其中，户外用品主业实现营收 4.97 亿元，基本达成目标。同时实现归属于上市公司股东净利润 2,412.1 万元，同比降低 69.47%。

5、【希努尔：2018 年半年度报告】上半年公司实现营收同比上升 8.98%，达到 3.89 亿元，利润总额同比增长 121.47%，达到 402.82 亿元，同时实现归属于上市公司股东净利润 162.16 万元，同比上升 106.99%。主要是由于公司服装业务利润扭亏为盈，文化旅游业务开始贡献利润。

6、【华升股份：2018 年半年度报告】上半年公司实现营业收入 51,037 万元，同比增长 51.84%，主要是由于出口外销业务较去年同期大幅度增加，以及子公司产品销售收入较去年同期增加近 5,000 万元。归属于上市公司股东的净利润为-1,256 万元，去年同期为-3,293 万元。

- 7、【起步股份关于首次公开发行限售股解禁上市流通的提示性公告】公司获准公开发行 A 股股票 4,700 万股，并于 2017 年 8 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市。完成后，公司总股本为 46,997.97 万股，其中无限售条件流通股为 4,700.00 万股，有限售条件流通股为 42,297.97 万股。
- 8、【罗莱生活：2018 半年报】：上半年营收 21.97 亿元，同增 10.87%，收购美国莱克星顿公司因素导致增加 0.17 亿元，扣除并表因素后，营收增加约 1.98 亿元，主要为销量增加所致。归母净利润 2.18 亿元，同降 35.14%。
- 9、【奥康国际：2018 半年报】上半年营收 15.73 亿元，同降 1.37%，主要因线上销售下滑与出口订单减少。奥康、康龙、斯凯奇、皮具分别实现收入 10.5 亿（-0.86%）、2.31 亿（-2.78%）、1.05 亿（+82.11%）、1.36 亿（-19.07%）。总店铺数净开店 15 家至 3101 家。归母净利润 1.68 亿元，同降 4.05%。
- 10、【海澜之家：业绩快报】经初步核算，上半年营收 100.14 亿元，同增 8.23%；营业利润 27.35 亿元，同增 10.89%；归母净利润 20.66 亿元，同增 10.20%。
- 11、【万里马：2018 半年报】上半年营收 3.02 亿元，同增 30.42%，3 月份公司完成收购超琦电商，带来收入增厚。手袋、拉杆箱、鞋品分别实现收入 0.45 亿（+11.10%）、0.32 亿（+580.58%）、1.79 亿（+34.25%）。归母净利润 0.12 亿元，同降 7.36%。
- 12、【珀莱雅：2018 年半年度报告】上半年营收同比增长 24.92%至 10.42 亿元，其中主营业务收入 10.40 亿元。主要系线上电商渠道营收同比增长 58.46%，线下渠道实现营业收入 6.30 亿元，同比增长 9.60%。 归母净利润为 1.29 亿元，同比增长 44.88%。
- 13、【拉芳家化：2018 年半年度报告】公司营收同比增长 2.78%至 4.42 亿元，归母净利润同比增长 57.84%至 0.83 亿元。从品牌角度来看，代理进口产品、“美多丝”和“曼丝娜”分别实现营收 0.047 亿元、0.96 亿元和 0.051 亿元，同比分别增长 502.24%、32.48%及 18.42%。
- 14、【柏堡龙：2018 年半年度报告】公司实现营收 4.54 亿元，同比增长 8.25%。分地区来看，华北地区同比增长 6,079.43%，西南地区同比增长 1,590.65%。同时，归母净利润同比增长 1.51%至 0.76 亿元。
- 15、【新澳股份：2018 年半年度报告】公司实现营业收入 13.77 亿元，同比增长 15.53%，归母净利润为 1.18 亿元，较去年同比增长 5.29%。主要系销售规模扩大，销售商品价格的上涨所致。
- 16、【伟星股份：2018 年半年度报告】上半年公司实现营收 12.65 亿元，同比增长 7.66%。分产品来看，纽扣（40.80%）同比增长 11.61%，拉链（54.48%）同比增长 7.32%，其他服装辅料（3.55%）同比增长 2.73%，卫星导航（1.17%）同比减少 98.70%。此外，归母净利润 1.81 亿元，同比增长 10.79%。
- 17、【比音勒芬：2018 年半年度报告】公司实现营业收入同比增长 36.50%至 6.76 亿元，实现利润总额同比增长 49.96%至 1.68 亿元，归母净利润同比增长 45.84 %至 1.22 亿元。分产品来看，上装类、下装类、外套类及其他类分别同比增长 28.93%、35.29%、49.83%和 39.66%。
- 18、【富安娜：2018 年半年度报告】公司 H1 营收 11.46 亿元，同增 19.21%；归母净利润 1.85 亿元，同增 16.56%；扣非归母净利润 1.59 亿元，同增 8.80%。经营性现金净流入 0.71 亿元，同增 141.69%。存货/应收账款周转天数分别同降 21、7 天。

（三）本周研究总结

1、化妆品系列研究：日化/个人护理公司估值梳理

我们注意到上半年日化品零售额增速一直处于较高水平，虽然 7 月份消费数据不及预期，但是日化用品零售额增速仍然保持了 7.5% 的增速。我们梳理了主要日化/个人护理用品公司估值数据进行比较：

首先分地区看，日韩日化公司估值水平相近。日本日化用品公司 2018PE 处于较高水平，平均值为 29，韩国为 28，日本、韩国与中国地缘相近，对于日化用品的消费习惯较为相似，日韩日化公司估值水平对中国公司参考意义较大。

表2：日本日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）

日本	收入 (百万)	市值 (百万)	毛利率 (%)	净利 率(%)	ROE (%)	2017 PE	2018 PE	2018 PS	2018EV/收 入
花王	13284	36318	44	10	20	28	26	2.6	2.5
资生堂有限公司	8964	25989	77	2	6	128	38	2.6	2.6
狮王公司	3662	5825	58	5	12	33	24	1.8	1.6
高丝有限公司	2738	9989	73	10	18	36	28	3.3	3.1
Arata 公司	6615	829	10	1	10	14	12	0.1	0.2
宝丽奥蜜思控股株式会社	2179	7617	83	11	14	32	28	3.2	2.9
KOBAYASHI PHARM	1398	5381	61	10	11	38	33	3.6	3.1
莱札谱集团	1229	3587	48	7	41	43	24	1.6	1.7
芳珂株式会社	984	2981	71	6	8	53	39	2.7	2.4
漫丹株式会社	735	1447	55	8	9	26	25	2.0	1.6
诺薇雅控股有限公司	490	1859	66	13	12	29	26	3.6	3.1
MTG CO LTD	407	2200	64	10	32	57	41	3.9	4.0
CI:Z 控股有限公司	392	1996	79	14	21	37	33	4.2	3.9
MILBON CO LTD	298	1572	68	11	13	46	40	4.9	4.7
YA-MAN 有限公司	208	841	65	15	33	27	24	3.6	3.2
均值	2906	7229	62	9	17	42	29	2.9	2.7

资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

表3：韩国日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）

韩国	收入 (百万)	市值 (百万)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE (%)	2017 PE	2018 PE	2018 PS	2018EV/收 入
爱茉莉太平洋集团	5335	7053	73	3	6	39	32	1.2	1.5
LG 生活健康公司	5548	16404	61	10	19	31	26	2.8	2.8
科丝美诗股份有限公司	782	1248	13	2	9	75	34	1.2	1.5
韩国科玛有限公司	727	1436	22	6	16	34	26	1.3	2.5
Able C&C 有限公司	330	282	59	2	3	39	-	0.9	0.3
It's Skin 有限公司	217	864	63	11	8	36	29	3.6	3.6
CLIO COSMETICS C	171	263	61	4	6	38	32	1.5	1.1
COSMECCA KOREA C	161	322	21	5	9	37	27	1.3	1.2
HUGEL 股份有限公司	161	1735	78	40	15	27	24	9.7	7.2
纽芝丽生物科技有限公司	121	355	27	5	8	64	36	2.1	2.6
SD BIOTECHNOLOGI	113	228	54	11	18	18	11	1.4	1.3
均值	1243	2745	48	9	11	40	28	2.5	2.3

资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

欧洲地区日化/个人护理公司的 2018PE 估均值为 23，其中依特香水估值最高，达到 38.6 倍。

表4：欧洲日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）

欧洲	收入 (百万)	市值 (百万)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE (%)	2017 PE	2018 PE	2018 PS	2018EV/收 入
欧莱雅	29400	129972	72	14	15	32	29	4.3	4.3
联合利华	60683	163993	49	11	40	24	21	2.8	3.3
依特香水股份有限公司	477	1912	65	10	10	42	39	3.8	3.4
PZ Cussons 公共有限公司	1024	1276	37	6	10	20	17	1.3	1.6
Ontex 集团公共有限公司	2661	2274	29	6	12	16	16	0.9	1.2
Oriflame 控股股份公司	1540	1601	73	7	43	15	14	1.1	1.2
Lalique 集团股份公司	134	302	56	2	2	140	33	2.4	2.9
萨兰蒂斯股份公司	388	549	47	8	15	17	11	1.3	1.3
均值	12038	37735	54	8	18	38	23	2.2	2.4

资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

美国公司 2018PE 水平高于欧洲，低于亚洲，均值为 26，上年营收超过 10 亿美元的公司中，雅诗兰黛 2018PE 最高，达到 30。

表5：美国日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）

美国	收入 (百万)	市值 (百万)	毛利率(%)	净利率 (%)	ROE (%)	2017 PE	2018 PE	2018 PS	2018EV/收 入
雅诗兰黛	11824	49895	79	11	31	40	30	3.7	3.7
雅芳产品有限公司	5716	902	62	0	-	41	23	0.2	0.5
宝洁	66832	208222	49	15	18	21	19	3.1	3.4
金佰利	18259	41567	36	13	-	18	18	2.3	2.7
高露洁棕榄	15454	58572	60	13	-	29	22	3.7	4.1
如新企业股份有限公司	2279	4429	78	6	19	34	22	1.7	1.7
Helen of Troy 有限公司	1490	3043	42	3	4	69	15	2.0	2.2
优莎纳保健科技有限公司	1047	3141	83	6	18	50	26	2.6	2.4
Inter Parfums 股份有限公司	591	2012	64	7	10	48	40	3.0	3.0
Medifast 股份有限公司	302	2523	76	9	27	91	47	5.4	5.1
ELF BEAUTY INC	270	555	61	12	20	17	21	2.0	2.5
均值	11279	34078	63	9	19	42	26	2.7	2.8

资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

其他地区公司主要来自印度等东南亚国家，2018PE 处于日本和韩国之间，均值为 28。

表6：其他地区日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）

其他地区	收入 (百万)	市值 (百万)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE (%)	2017 PE	2018 PE	2018 PS	2018EV/ 收入
Marico 有限公司	976	6842	-	13	34	54	50	6.6	6.5
Emami 有限公司	386	3723	-	12	16	78	45	9.0	9.1
Kino 印度尼西亚股份有限公司	236	161	42	4	6	20	18	0.7	0.7
Bajaj 有限公司	126	878	-	26	43	27	26	6.7	6.3
Natura 化妆品公司	3087	2881	71	7	51	14	20	0.9	1.4
Blackmores 有限公司	522	1833	-	9	33	41	35	3.5	3.6
Beauty Community 公共有限公司	110	820	68	33	81	23	20	6.3	6.1
全美世界国际有限公司	160	488	69	25	51	12	12	2.7	2.3
均值	700	2203	62	16	39	34	28	4.5	4.5

资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

我们又从其中选取了主营产品为化妆品类的日化/个人护理公司，主要产品为化妆品的公司 2018PE 水平明显高于其他公司，均值为 32。

表7：主营产品为化妆品的日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）

主营化妆品的部分标的	收入 (百万)	市值 (百万)	毛利率(%)	净利率(%)	ROE(%)	2017 PE	2018 PE	2018 PS	2018EV/ 收入
花王	13284	36318	44	10	20	28	26	2.6	2.5
资生堂有限公司	8964	25989	77	2	6	128	38	2.6	2.6
狮王公司	3662	5825	58	5	12	33	24	1.8	1.6
爱茉莉太平洋集团	5335	7053	73	3	6	39	32	1.2	1.5
科丝美诗股份有限公司	782	1248	13	2	9	75	34	1.2	1.5
韩国科玛有限公司	727	1436	22	6	16	34	26	1.3	2.5
CLIO COSMETICS C	171	263	61	4	6	38	32	1.5	1.1
雅诗兰黛	11824	49895	79	11	31	40	30	3.7	3.7
Inter Parfums 股份有限公司	591	2012	64	7	10	48	40	3.0	3.0
依特香水股份有限公司	477	1912	65	10	10	42	39	3.8	3.4
Blackmores 有限公司	522	1833	-	9	33	41	35	3.5	3.6
均值	4213	12162	56	6	15	50	32	2.4	2.5

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

表8：中国日化/个人护理用品公司梳理（单位：美元，%）

中国	收入 (百万)	市值 (百万)	毛利率(%)	净利率(%)	ROE(%)	2017 PE	2018 PE	2018 PS	2018EV/ 收入
上海家化	953	3163	65	6	7	55	40	2.8	2.8
珀莱雅	261	1235	61	11	20	42	32	3.7	3.3
御家汇	241	1183	52	10	35	50	35	3.6	3.1
拉芳家化	143	518	60	14	11	25	20	3.1	2.1
欧舒丹 (L' Occitane)	1545	19496	83	7	10	18	16	1.5	1.3
均值	629	5119	64	10	17	38	29	2.9	2.5

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

从以上数据中我们可以发现，日韩和东亚国家对于日化产品的消费习惯较为相近，对应企业的估值水平也较为相近，且高于欧美。日本 2018PE 平均值为 29，韩国为 28，其他地区（主要为东南亚国家）为 28。美国日化公司 2018PE 水平介于日韩和欧洲之间，均值为 26。欧洲日化公司相对处于较低水平，2018PE 均值为 23，这与欧洲日化公司提供的主要产品偏向个人护理有关，而日韩的日化公司则为消费者提供了更多的化妆品。通过选取部分主营产品为化妆品的日化公司进行分析，我们发现**化妆品公司估值水平显著高于其他日化公司，2018PE 均值为 32，明显高于我们选取的全部日化公司的均值 26，表明市场给予化妆品公司明显的估值溢价。**反观国内日化公司，估值水平与日韩日化公司相当，2018PE 均值为 29。**如果考虑到选取的国内标的多为化妆品公司，则国内化妆品公司较日韩仍处于低估水平。**

（注：表 2-表 8 财务数据为最新年报数据，估值指标根据 2018 年 8 月 19 日股价计算。）

2、地素时尚深度报告：中高端女装领跑者，盈利能力荣膺桂冠

公司系国内中高端多品牌时尚女装集团，成立于 2002 年，旗下拥有 DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit 三大品牌深耕 18-45 岁女性市场，2017 年推出 RAZZLE 进军男装，品牌矩阵进一步丰富。盈利能力强劲。2012-2017 年营收由 9.04 亿元增至 19.46 亿元，CAGR 达 17%；归母净利润由 1.75 亿元增至 4.80 亿元，CAGR 达 22%。2018H1 毛利率相较于 2012 年提升 6.2pct 至 75.5%，净利率提升 15pct 至 34.5%。运营效率改善。库存处于合理水平，库龄结构优化，应收账款周转天数降至 9-11 天。

产品力：设计筑基，品质严控。董事长马瑞敏曾主管设计，2018H1 研发费用同比增长 38%至 0.29 亿元，研发费用率 3%；目前研发人员 179 人，拥有专业机构认定的 2194 项图案花纹或服装搭配的登记著作权，每季产品中上市款色均出自原创设计。**渠道力：渠道融合，试水国际。**18H1 终端门店数量 1056 家，其中直营店占比 37.6%（购物中心占六成），占据优质商业资源，并已在澳门、日本开店加快国际化，IPO 募投项目将促进直营渠道开拓提速；而线上高增有望带来新增长点（占比 10%）。**营销力：娱乐营销，明星效应。**提升新媒体及广告营销力度，携手杨幂、林志玲、王俊凯、陈伟霆等流量明星，增强消费粘性。2017 年会员人数同增 41.7%至 10.85 万人，会员销售占比约 40%。

中高端女装格局向好，多品牌运营战略清晰。Euromonitor 数据显示，2011-2015 年我国中高端女装市场规模 899.9 亿元增长至 1444 亿元，中高端女装占女装市场的 15.6%；CAGR 为 8.7%，高于服装整体增速。2017 年国内女装市场 CR10 为 8.2%，相比于国外尚有 2-4 倍的提升空间。而中高端女装市场 CR10 达 13.5%，竞争格局好于整体女装行业。在消费升级趋势下，消费者对于服装的需求从大众化转向多元化与个性化，因此多品牌集团化运营成为未来服装行业的必然趋势，国内品牌企业将会进入集团化整合与品牌梯度搭建的阶段。

地素时尚盈利能力优、控费能力强、运营效率高。2017 年地素时尚的收入规模位居同业第三；利润规模连续 5 年稳居首位，收入与利润复合增速处同业上游。2012-2017 年地素毛利率与净利率持续提升，并都高于同业约 5-15pct，凭借较高的品牌定位、及较强的供应链管控与产品设计能力，盈利能力保持领先。因新品牌推出及形象宣传，地素研发费用率 2.72%，研发投入同业居中，广告费用率居前为 11%，但整体控费良好，营销及管理费用率低于同业。存货水平健康，且存货与应收账款周转能力良好。公司实体门店数量超 1000 家，仅次于江南布衣（同为直营与加盟并举模式），线上占比 10%位于中游，店效水平居同业上游。

投资建议：设计能力突出的多品牌女装龙头，盈利能力优于同业，我们预计公司 2018-2019 年归母净利润为 5.86、6.46 亿元，对应 PE 分别为 22.5、20.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：门店扩张不及预期、新品牌培育不及预期等

3、安踏体育半年报点评：收入/毛利率/归母净利润创新高，FILA 持续高增，两大品牌库存健康

FILA 超预期，Q2 增速高于 Q1，主品牌继续稳健增长。2018H1 公司营业收入突破百亿，创半年收入新高，增速达 44.1%，同比大增 24.9 个 pct。**从品类看，**服装销售收入实现同比 64.6%强劲增长至 60.65 亿元，占整体收入比例提升 7.2pct 至 57.5%，带动收入高增。鞋类收入同比增长 21.3%至 41.08 亿元，配饰收入同比增长 51.3%，增速同比大幅提升。**品牌上，**FILA 在 Q2 维持了 Q1 高速增长势头，为整体收入增长提供主要驱动力。安踏主品牌（包括成人和儿童）Q2 收入同比低双位数增幅，增速同比因去年 Q2 高基数（20%-30%）有所下滑，亦低

于 Q1 约 20-25% 的增幅，主要因暖冬、春节滞后等因素利好 Q1 销售。上半年整体收入实现高双位数增幅，安踏儿童收入增速超 40%，电商增速超 30%，电商占品牌整体收入 20%+。

毛利率创新高，广宣费增长影响经营溢利率，直营占比提升拉高存货周转天数。18H1 公司综合毛利率同比提升 3.7 个 pct 至 54.26%，创历史新高。销售费用率同比提升 5.28 个 pct 至 25.61%，其中广告与宣传费用率同比增长 2.4 个 pct 至 11.7%，主要由于公司去年下半年与中国奥委会和北京奥组委重新签订合同，同时 FILA 直营开店加快，相关终端营销及宣传活动开支亦有所增加。存货方面，18H1 末存货金额同比增加 5.5% 至 22.74 亿元，存货周转天数同比上升 15 日至 83 日，增幅较大主要由于 FILA 增长带来直营占比增加，FILA 直营存货周转天数较高（100 余天），拉高了整体平均周转天数。

FILA 高增长+新品牌原库存增加库存资金占用，原材料提前采购，共致经营现金流同比下滑。18H1 经营活动现金流入净额 14.76 亿元，同比下降 28.3%，低于归母净利润约 4.69 亿，主要由三个原因导致：1、直营库存较多，库存占用资金流出增加，对现金流有所影响。2、18H1 原材料价格波动大，采购预付款较以往更早、更多。3、新收购品牌带有原来的库存，占用一定资金，没有资金净流入。

安踏/FILA 下半年有望保持增速，年轻品线承担开店主动力，主品牌终端形象、店铺面积升级。安踏和 FILA 目前库存情况健康，订货会与补单情况显示信心充足，下半年有望保持上半年增速（安踏 15%-20%，FILA 85%-90%）。开店情况上，安踏预计 18 年末增至 9700-9800 家，主要来自儿童店，儿童店预计新增 100-200 家。

投资建议：基于上半年公司业绩超预期增长，我们调高公司盈利预测，预计 2018、2019 年归母净利润为 38.9、49.0 亿元，EPS 为 1.45、1.82 元/股，对应的 PE 分别为 22X、18X，安踏的估值溢价，源于运动鞋服行业景气度以及中国广阔的市场空间，行业龙头竞争强者恒强，以及多品牌带来的业绩增长高确定性，维持“买入”评级。

风险因素：多品牌战略推进不及预期、店效增速不及预期、电商增速放缓、国外龙头加快下沉形成与主品牌竞争面扩大等。

4、珀莱雅半年报点评：全渠道收入增长超预期，费用率降低促净利率增长，品牌力厚积薄发

全渠道增速超预期，18H1 收入增速再上一层楼。2018H1 实现营业收入 10.42 亿元，同比增长 24.92%，增速较去年全年提升 15.09 个 pct；Q2 营收同比增长 41.60%，较 Q1 增速提升 13.99 个 pct。

珀莱雅新品落地迅速，年轻化马不停蹄，优资莱单品品牌店迎高增。主品牌珀莱雅 H1 收入同比增长 27.52% 至 9.30 亿元，收入占比同比提升 1.8 个 pct 至 89.4%，H1 末线下经销商 120 余家，CS 终端网点达 13000 余家。上半年品牌推出 3 大新品系列，涵盖护肤、彩妆、面膜，产品优化升级，切入高增长新领域，满足年轻消费者多元化需求。同时签约李易峰作为新代言人，继续冠名热门综艺及影视剧，挖掘粉丝经济。其他品牌如优资莱、悦芙媿、韩雅等加快新品投放，提升营销力度，总体实现收入同比增长 6.2% 至 1.1 亿元。

统一管理提效降低费用率+线上占比提升拉动净利率，运营能力改善显著，回款加快。上半年公司毛利率同比略降 0.4 个 pct 至 62.18%，珀莱雅品牌毛利率同比降低 1.5 个 pct 至 62.0%，其他品牌毛利率同比增加 7.9 个 pct 至 64.1%。18H1 期间费用率同降 3.32pct 至 45.74%，对业绩带来利好。**周转率方面**，2018H1 末公司存货

金额同比增加 33.64%至 2.51 亿元，存货周转天数同比下降 20.6 天至 100.1 天，应收账款天数亦同比下降 4.1 天至 8.2 天，营运能力改善明显。**现金流方面**，18H1 经营活动产生的现金流量净额同比增长 42.84%至 2.22 亿元，主要因销售增长、应收账款周期缩短，回款加快。同时公司申请 2018Q1 延迟缴纳增值税和所得税至 2018 年 7 月。

投资建议：公司上半年全渠道增速超预期，凭借出色的营销效果在广阔的大众市场继续收获增量消费者，主品牌横向拓展迅速开展，品牌知名度和口碑快速变现。加强研发和供应链段优势，确保产品品质得到消费者认可，线上新平台、线下单品牌店仍可见较大成长空间。考虑股权激励目标，我们预计 2018-2019 年公司实现归母净利润 2.63、3.47 亿元，EPS 为 1.31、1.74 元/股，对应 PE 为 32，24 倍，维持“买入”评级。

风险因素：大众市场行竞争加剧、经济放缓致终端消费疲软、电商平台分流影响等。

5、罗莱生活半年报点评：家纺主业双位数增长，线上有所放缓，费用率下降助业绩维持强势

家纺主业双位数增长，线下开大店+渠道下沉，线上因高基数+新平台分流增速放缓。2018H1 公司实现营业收入 21.97 亿元，同比增长 10.87%，因并表同比基础一致，收入增长基本由家纺主业带动。18H1 家纺行业复苏稳健，公司家纺主业收入同比增长 13.0%至 18.08 亿元。**线下方面**，终端门店形象全面升级，上半年客流基本持平，同店提升主因客单价及连带率提升。**线上收入**上半年同比增长 15-20%，较去年线上收入约 40%的增速有所放缓，亦是上半年家纺主业增速同比减少 9.7 个 pct 的主因。

莱克星顿国内市场首店落地，全品类拓展增长空间大。家具方面，莱克星顿 18H1 贡献收入 3.89 亿元，同增 2.00%，若剔除并表时间差异影响（去年 1 月 7 日并表），收入同比下降约 2.45%。莱克星顿在国内招商加快，未来将向家具与家居全品类发展，探索与罗莱品类协同。

内部管理提效、汇兑损失减少促费用率降低，备货增加影响存货周转。18H1 公司综合毛利率同比上升 0.35 个 pct 至 45.33%。期间费用率同比下降 1.66 个 pct 至 31.51%，主要因内部管理提效（人均效率提升超过 10%）带来管理费用同比下降 13.31%，管理费用率同比减少 2.39 个 pct 至 8.56%；财务费用同比下降 94.23%，主因人民币升值带来汇兑损失同比减少 96%、利息支出同比减少 50%。上半年市场投入加大导致销售费用同增 20.39%至 5.03 亿元，销售费用率同比提升 1.81 个 pct 至 22.88%。

再推股权激励，覆盖面更广，扣非业绩目标未来三年同比 10%。公司推出 2018 年股权激励计划，拟授予 1405 万股，占总股本 1.89%，其中首次授予 1186 万股，授予价格 6.44 元。首次授予部分激励对象 114 人，包含 6 名高管及 108 名中层管理人员和核心技术人员。首次授予部分分三期解锁，解锁比例为 40%、30%、30%，业绩目标为以 2017 年为基数，2018-2020 年扣非归母净利润增长不低于 10%、21%、33%，即 2018-2020 年扣非归母净利润同比增长不低于 10%、10%、9.9%。

投资建议：公司作为高端家纺龙头，优先受益行业复苏、渠道集中度提升、消费升级下的品牌效应。线下渠道外延内生增长顺畅，线上下半年有望提速。莱克星顿首店已开，未来增长潜力巨大，线上线下打通、家纺家居有机结合前景值得期待。我们预计 2018-2019 年公司实现归母净利润 5.51、6.65 亿元，EPS 为 0.74、0.89 元/股，对应 PE 为 16，13 倍，维持“买入”评级。

风险因素：行业竞争加剧、终端消费疲软、电商平台竞争风险等。

6、行业动态点评：7月消费数据不及预期，把握细分领域高性价比标的

零售增速回落，消费数据不及预期。

7月社零数据：7月社会消费品零售总额 3.07 万亿元，同比增速 8.8%，实际同比增速 6.5%，分别环比回落 0.2 与 0.5 个百分点。1-7 月份，社会消费品零售总额累计同比增长 9.3%，增速较上半年回落 0.1 pct。分品类看，除汽车类、金银珠宝类、药品类与石油制品类增速提升，其余行业零售额增速均明显回落。汽车类零售增速跌幅收窄 5pct 至 -2%，估测对社零增速的拖累减少 0.55 个百分点左右，但依然难阻社零回落趋势；石油制品类、药品类和金银制品类零售额同比增速分别为 18.4%、9.9% 和 8.2%，分别环比提升 1.9 pct、1.4 pct 和 0.3 pct，其中石油制品零售额同比增速连续四个月保持双位数；家电音像类和通讯器材类 7 月零售额同比增速回落最大，分别环比减少 13.7 pct、6.5 pct 至 0.6% 和 9.6%；粮油食品（9.5%）、饮料（6.8%）、烟酒（6.3%）三类必需消费品零售额增速也出现大幅回落，增速均由 6 月的双位数回落为 7 月的个位数，分别环比减少 3.5 pct、5.8 pct 和 5.1 pct，必需消费品增速的回落体现消费终端整体疲软；服装鞋帽针纺织品类零售额 7 月同比增速 8.7%，增速环比减少 1.3 pct；化妆品类 7 月零售额同比增速由之前的双位数下滑为 7.8%，环比减少 3.7 pct；日用品类 7 月零售额同比增速 11.3%，环比减少 4.5 pct。

根据 7 月百家零售数据，我们可以交叉验证消费市场的疲软：7 月份全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 2.0%，增速同比下降 5.7 pct。分品类看，（1）金银珠宝类零售额同比增长 1.5%，增速同比提升 8.1 pct，是 7 月份市场中唯一一个零售额增速高于上年同月的品类。（2）粮油、食品类零售额同比增长 1.4%，增速同比下降 1.1 pct，其中，滋补食品类、食用油类和肉类零售额同比降幅均超过 6%，食用油、肉类属于居民必需消费品，二者零售额的大幅回落直接体现消费终端的整体疲软。（3）服装类零售额同比下降 4.3%，增速同比减少 9.6 pct，其中，男装、女装零售额均环比减少，童装类市场表现较好，零售额同比增长 3.1%。（4）家用电器类零售额同比下降 9.3%，增速低于上年同期 14.9 个百分点。从各家电器品类来看，吸尘器、食品加工机、洗衣机实现了同比正增长，其余家电品类零售额均不及上年同月。（5）化妆品类零售额同比增长 7.5%，增速低于上年同月 2.9 个百分点；日用品类零售额同比下降 2.1%，增速低于上年同月 1.5 个百分点。

我们认为，7 月份社零增速下降的原因是多方面造成的：1. 电商 618 大促对 7 月份部分商品的消费形成透支，尤其体现在家用电器和音像器材类、通讯器材类零售额同比增速上（增速分别环比下降 13.7 pct 和 6.5 pct），消费者对这两个品类消费时机的选择受电商大促的影响较大；2. 近年来三四线城市房地产价格上升，带动居民加杠杆购房，家庭杠杆加高的情况下，对居民消费的挤出效应尤为明显；3. 房地产政策趋严，房价上涨预期减弱，房产带来的财富增值效应大大减少，外加房地产税大概率出台，居民消费信心减弱。4. 长期来看，我国经济处于换挡期，人均可支配收入增速也出现相应程度的下滑，带动社零增速下行。此外还应注意，社零包括居民部门消费与社会集团消费，根据我们宏观团队从不同数据源的估测，居民部门消费可能只有 1/3 左右。因此，社零增速的回落，既跟居民收入增速下滑导致的消费意愿回落有关，也可能是跟财政支出较慢、企业生产经营活动放缓导致的集团消费走弱有关，对于社会集团消费状况也需要更多关注。

我们判断，在消费市场整体疲软的情况下，品质良好、价格合理的高性价比的产品，既可以凭价格优势成为高端产品的替代品，又可以依靠优秀品质挤压低端产品市场份额，有望脱颖而出，建议继续关注细分领域高性价比标的：

(1) **珀莱雅**: 公司系大众护肤本土品牌龙头, 多品牌布局步步为营, 全渠道发力共驱业绩稳健成长, 预计 18 年 PE 为 32 倍。(2) **安踏体育**: 运动鞋服行业景气高叠加中国广阔的市场空间, 龙头竞争强者恒强, 单聚焦+多品牌+全渠道布局, 业绩增长高确定性, 预计 18 年 PE 为 24 倍。(3) **森马服饰**: 休闲服饰维持复苏, 巴拉巴拉龙头地位稳固。全渠道布局渐趋佳境, 联手 Kidiliz、TCP 深度协同值得期待, 员工持股与股权激励彰显信心, 预计 18 年 PE 为 19 倍。(4) **水星家纺**: 公司行业复苏龙头红利, 线下量价齐升, 门店深耕二、三线市场; 线上布局早, 电商团队优势显著, 共驱业绩稳增, 预计 18 年 PE 为 14 倍。(5) **海澜之家**: 品牌营销、渠道管理、供应链管理优势显著, 加快推进时尚生态圈布局, 渠道结构持续下沉优化, 腾讯入股, 新零售未来值得期待, 预计 18 年 PE 为 12 倍。(6) **开润股份**: B2B+B2C 双轮驱动, C 端主打高性价比产品, 背靠小米延品类、拓渠道、扩边界, 泛出行打造多元场景, 预计 18 年 PE 为 35 倍。

三、行业数据

(一) 成本端: 外棉跌幅较大, 棉纱价格小幅上调, 涤纶价格强势拉升, 棉纱期货持续弱势

原材料方面, 外棉跌幅较大。2018年8月17日, 328中国棉花价格指数16291元/吨(较2018年8月10日下跌0.01%); 2018年8月17日, cotlookA指数91.75美分/磅(较2018年8月10日下跌3.67%)。

本周棉纱价格小幅上调。2018年8月17日, 中国纱线价格指数 CYIndexC32S 报 23970 元/吨(+0.25%), CYIndex JC40S 报 26980 元/吨(+0.07%), CYIndexOEC10S 报 14550 元/吨(+0.14%)。

化纤类原材料涤纶价格强势拉升。粘胶长丝37750元/吨(0.00%), 粘胶短纤14270元/吨(+0.56%); 涤纶短纤10683.33元/吨(+7.23%)、涤纶POY 11300元/吨(+5.12%)、涤纶DTY 12850元/吨(+4.90%)。

棉纱期货交易持续弱势。截至 2018 年 8 月 17 日, 周成交总量 19216 手, 较上周下跌 29.85%。周五末持仓数 1850 手, 较上周五末下跌 29.5%。

表9: 2012年后纱线涨价弹性

年份	中国棉花价格指数 328	21 支普梳纯棉纱 (C21S)	32 支普梳纯棉纱 (C32S)	32 支精梳纯棉纱 (JC32S)	40 支精梳纯棉纱 (JC40S)	60 支精梳纯棉纱 (JC60S)
2012	-0.03%	-2.04%	0.39%	-1.01%	0.00%	-2.47%
2013	1.70%	0.00%	-0.78%	-1.02%	-0.65%	1.12%
2014	-30.32%	-10.42%	-12.11%	-14.09%	-14.75%	-5.83%
2015	-5.00%	-11.16%	-11.11%	-10.00%	-9.62%	-8.85%
2016	22.54%	12.57%	14.00%	9.78%	8.51%	4.21%
2017	-0.61%	1.09%	1.32%	-0.47%	-0.64%	0.63%
2018 年初至今	2.02%	3.91%	1.65%	1.62%	0.56%	2.02%
本周:	0.09%	0.08%	0.00%	0.07%	0.00%	0.09%

2018.8.13-2018.8.17

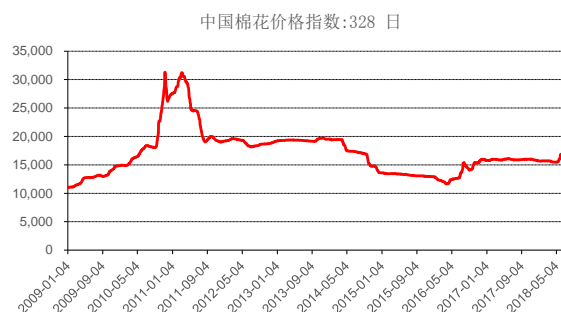
资料来源: WIND, 中国棉花信息网, 中信建投证券研究发展部

图 4：2009 年以来的 cotlookA 指数



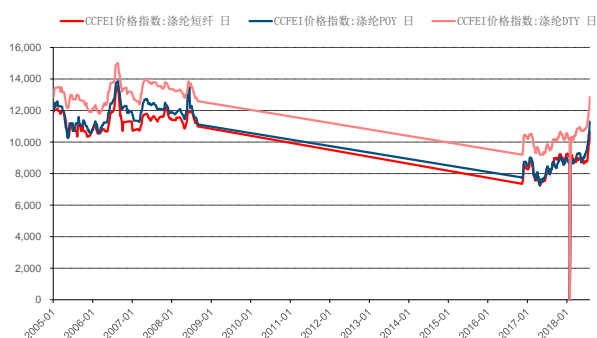
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 5：2009 年以来的 328 中国棉花价格指数



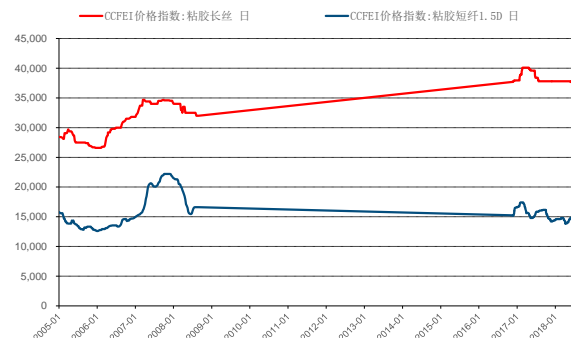
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 6：2005 年以来涤纶价格走势



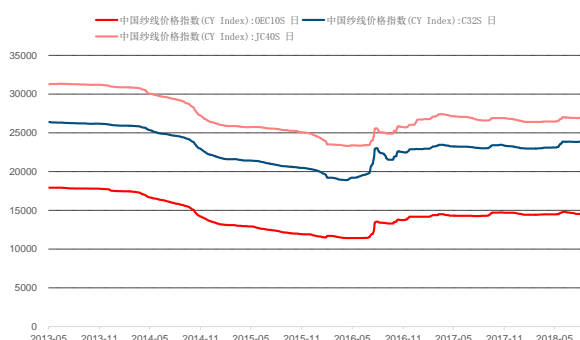
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 7：2005 年以来粘胶价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 8：2013 年以来纱线价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

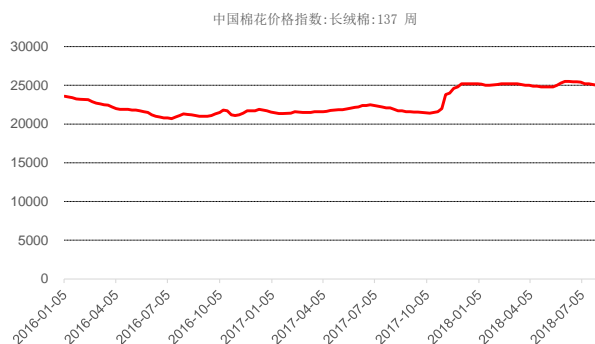
长绒棉（137 级）：本周均价 25000 元/吨，与上周持平，过去一月下跌 200 元/吨，过去一年累计上升 3300 元/吨。

图 9：2012 年以来的长绒棉 137 价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

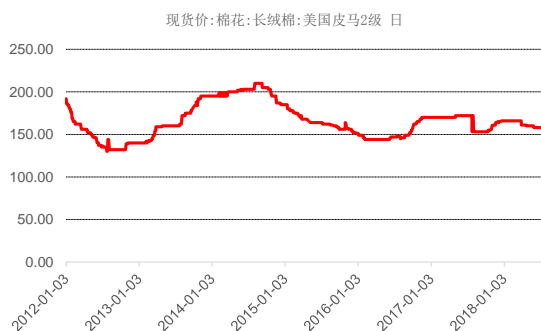
图 10：2016 年以来的长绒棉 137 价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

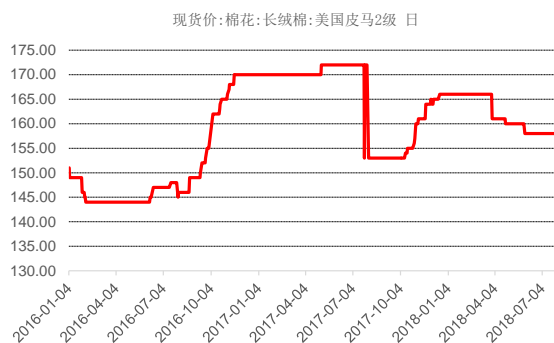
进口长绒棉（美国 PIMA2 级）：截止 8 月 16 日价格 159 美分/磅，本周价格持平，过去一月价格下跌 1 美分/磅，过去一年累计上涨 6 美分/磅。

图 11：2012 年以来进口长绒棉价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

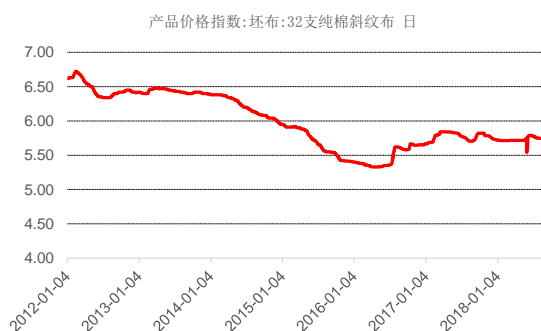
图 12：2016 年以来进口长绒棉价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

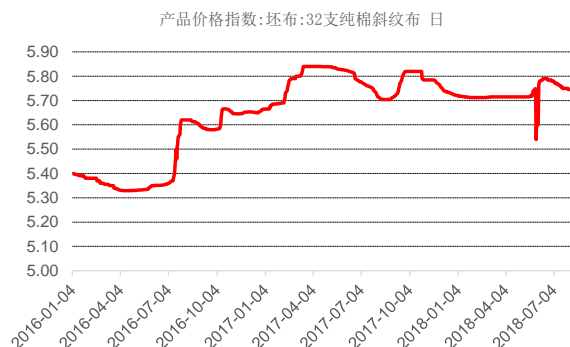
坯布：截止8月17日，32支纯棉斜纹布最新价格5.75元/米，本周价格未变化，过去一月下跌0.01元/米，过去一年上涨0.04元/米。

图 13：2012 年以来坯布价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 14：2016 年以来坯布价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

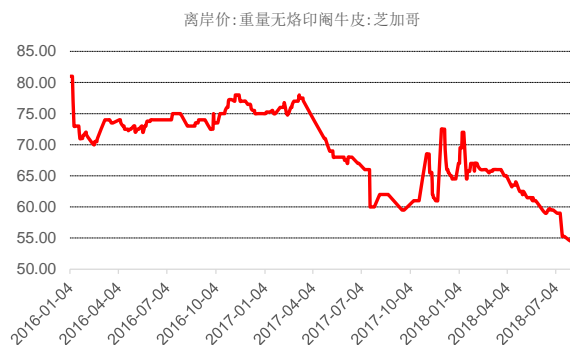
牛皮价格：截止8月15日，芝加哥重量无烙印阉牛皮最新离岸价格56美分/磅，过去一周价格上涨0.25美分/磅，过去一月下跌3美分/磅，过去一年下跌6美分/磅。

图 15：2012 年以来牛皮价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 16：2016 年以来牛皮价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（二）人民币汇率：本周持续贬值，中间价一度跌破 6.9

本周人民币继续贬值，人民币兑美元汇率中间价 8 月 13 日 6.8629 上升至 8 月 17 日 6.8894，人民币兑美元周内贬值 0.39%，年内贬值 5.86%，7 月以来累计贬值 0.88%。人民币持续贬值趋势，对于依赖出口的纺织服装行业构成利好。

图 17：2010 年以来的人民币汇率走势



数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

附表 1：2018 年纺织服装行业重点公司估值表

细分板块	名称	股价	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			BVPS	PB
					17A	18E	19E	17A	18E	19E		
印染	三房巷	2.93	797.24	23.36	0.06	-	-	50.17	-	-	1.60	1.83
	华纺股份	4.00	524.85	20.99	0.02	-	-	200.00	-	-	2.76	1.45
	旺能环境	44.80	245.04	109.78	0.20	-	-	224.00	-	-	13.80	3.25
	航民股份	11.57	635.31	73.51	0.85	0.90	1.06	13.61	12.86	10.92	5.74	2.02
纱线及坯布	新野纺织	4.75	816.79	38.80	0.27	0.37	0.44	17.46	12.84	10.80	4.04	1.17
	华茂股份	4.17	943.67	39.35	0.10	-	-	41.70	-	-	4.53	0.92
	华孚时尚	12.77	1,012.92	129.35	0.58	0.70	0.91	22.02	18.24	14.03	6.98	1.83
	百隆东方	4.90	1,500.00	73.50	0.40	0.43	0.50	12.25	11.40	9.80	4.84	1.01
织造	鲁泰 A	10.47	922.60	88.36	0.85	0.99	1.08	12.32	10.58	9.69	7.99	1.31
	孚日股份	5.43	908.00	49.30	0.42	0.55	0.63	12.93	9.87	8.62	3.76	1.45
	联发股份	10.78	323.70	34.89	1.22	1.17	1.38	8.84	9.21	7.81	9.56	1.13
	凤竹纺织	7.23	272.00	19.67	0.21	-	-	34.86	-	-	2.59	2.79
	黑牡丹	6.41	1,047.10	67.12	0.35	0.33	0.46	18.31	19.28	13.81	7.28	0.86
毛纺	三毛派神	13.47	186.44	25.11	0.07	-	-	191.34	-	-	1.60	8.41
	如意集团	16.16	261.72	42.29	0.13	-	-	124.31	-	-	9.72	1.66
	江苏阳光	2.63	1,783.34	46.90	0.09	-	-	30.69	-	-	1.14	2.30
	鹿港文化	6.41	894.07	57.31	0.20	0.30	0.43	32.05	21.06	14.81	2.91	2.20
	新澳股份	12.84	393.65	50.54	0.50	0.53	0.63	25.68	24.23	20.38	5.75	2.23
辅料	伟星股份	12.00	583.09	69.97	0.70	0.60	0.71	17.14	19.84	16.95	4.14	2.90
	浔兴股份	16.33	358.00	58.46	0.33	0.40	0.63	49.48	40.69	25.95	3.42	4.78
	兴业科技	10.31	302.08	31.14	0.24	0.25	0.34	42.64	41.17	30.34	7.31	1.32
家纺	罗莱生活	13.86	744.73	103.22	0.45	0.53	0.62	30.66	26.08	22.35	4.79	2.89
	富安娜	10.57	871.16	92.08	0.52	0.54	0.63	20.33	19.51	16.77	3.73	2.84
	水星家纺	23.19	266.67	61.84	0.99	0.98	1.25	23.42	23.66	18.55	7.91	2.93
	梦洁股份	6.01	763.26	45.87	0.14	0.17	0.21	42.93	35.86	29.17	2.67	2.25
休闲及童装	森马服饰	11.59	2,689.45	311.71	0.53	0.48	0.57	21.87	24.15	20.33	3.87	2.99
	金发拉比	15.63	203.78	31.85	0.36	0.40	0.46	43.42	39.08	33.98	4.83	3.24
	太平鸟	30.55	480.93	146.92	1.02	0.94	1.35	29.95	32.50	22.63	7.19	4.25
	比音勒芬	70.20	106.67	74.88	1.66	1.63	2.01	42.29	43.04	35.01	14.32	4.90
运动及户外	贵人鸟	24.79	628.60	155.83	0.48	0.45	0.55	52.01	54.76	44.82	3.84	6.46
	三夫户外	18.00	112.35	20.22	0.52	-	-	34.62	-	-	5.67	3.18
	探路者	4.57	891.29	40.73	0.30	0.18	0.21	15.48	24.95	22.25	2.88	1.59
男装	七匹狼	8.73	755.67	65.97	0.35	0.40	0.45	24.94	21.83	19.40	7.35	1.19
	报喜鸟	3.14	1,263.29	39.67	-0.33	-0.08	0.02	-	-	138.94	2.00	1.57
	希努尔	25.70	320.00	82.24	0.02	0.02	0.02	1103.00	1647.44	1367.02	6.26	4.10
	步森股份	18.57	140.01	26.00	0.05	-	-	371.40	-	-	3.47	5.36

	摩登大道	15.93	445.32	70.94	-0.80	0.31	0.17	-	51.55	95.50	5.34	2.98
	乔治白	6.38	354.85	22.64	0.18	-	-	35.44	-	-	2.89	2.21
	雅戈尔	8.15	3,581.45	291.89	1.51	1.13	1.20	5.40	7.23	6.81	6.93	1.18
	海澜之家	12.65	4,492.76	568.33	0.70	0.74	0.80	18.07	17.09	15.81	2.74	4.61
	红豆股份	6.30	1,809.47	114.00	0.11	-	-	57.27	-	-	2.33	2.49
	九牧王	16.22	574.64	93.21	0.74	0.85	0.93	21.92	19.08	17.44	9.20	1.76
女装	朗姿股份	12.13	400.00	48.52	0.41	0.52	0.62	29.59	23.33	19.56	6.73	1.76
	维格娜丝	21.66	180.55	39.11	0.68	1.15	1.84	31.85	18.86	11.80	12.10	1.79
	安正时尚	23.82	289.04	68.85	1.10	0.96	1.26	21.65	24.72	18.90	9.23	2.58
	商赢环球	28.27	469.97	132.86	0.11	0.89	1.84	261.76	31.76	15.36	6.49	4.36
	歌力思	21.48	337.30	72.45	0.82	0.84	1.10	26.20	25.57	19.53	6.41	3.35
服装设计	柏堡龙	20.45	240.46	49.17	0.55	0.63	0.89	37.18	32.29	22.91	9.25	2.21
供应链管理 及跨境电商	江苏国泰	7.40	1,576.19	116.64	0.75	0.51	0.67	9.87	14.51	11.04	4.64	1.59
	跨境通	20.19	1,547.24	312.39	0.29	0.50	0.75	69.62	40.38	26.92	4.28	4.72
	搜于特	4.13	3,124.19	129.03	0.26	0.25	0.34	15.88	16.77	12.26	1.85	2.24
箱包	开润股份	76.80	120.76	92.75	1.68	1.06	1.55	45.71	72.45	49.55	4.34	17.68
	万里马	7.46	312.00	23.28	0.21	-	-	36.28	-	-	1.45	5.15
鞋帽	奥康国际	13.73	400.98	55.05	0.76	0.85	1.02	18.04	16.17	13.50	10.47	1.31
	星期六	5.78	398.92	23.06	0.05	0.06	0.07	115.60	98.63	82.10	3.79	1.53
	红蜻蜓	14.57	417.20	60.79	0.68	0.74	0.79	21.43	19.73	18.42	8.57	1.70
	天创时尚	10.34	431.65	44.63	0.44	0.40	0.48	23.50	25.85	21.54	4.83	2.14
	哈森股份	14.11	219.91	31.03	0.42	0.19	0.20	33.36	74.81	69.71	5.40	2.61
其他纺织	欣龙控股	5.32	538.40	28.64	0.06	-	-	89.41	-	-	1.33	4.01
	宏达高科	13.30	176.76	23.51	0.57	-	-	23.33	-	-	9.41	1.41
	旷达科技	4.52	1,502.39	67.91	0.23	0.25	0.27	19.62	18.12	16.87	2.75	1.64
	嘉欣丝绸	6.59	577.67	38.07	0.19	0.31	0.26	34.68	20.97	24.93	2.86	2.31
	嘉麟杰	4.08	832.00	33.95	0.01	-	-	285.31	-	-	1.13	3.62
	华升股份	4.30	402.11	17.29	0.02	-	-	182.20	-	-	1.52	2.83
	金鹰股份	5.91	364.72	21.55	0.08	-	-	73.88	-	-	3.20	1.84
内衣与鞋袜	棒杰股份	5.55	461.00	25.59	0.09	-	-	61.67	-	-	1.51	3.68
	汇洁股份	12.36	388.80	48.06	0.85	0.65	0.79	14.54	18.90	15.71	4.80	2.58
	健盛集团	10.26	416.36	42.72	0.29	0.37	0.60	35.38	27.73	17.10	6.73	1.52
	浪莎股份	18.99	97.22	18.46	0.14	-	-	137.61	-	-	4.95	3.84
其他服装	华斯股份	7.23	385.56	27.88	0.04	0.05	0.08	180.75	146.95	96.27	4.96	1.46
	中潜股份	19.25	171.46	33.01	0.49	0.33	0.47	39.29	58.23	41.07	3.10	6.20
	际华集团	4.60	4,391.63	202.01	0.32	-	-	14.38	-	-	4.32	1.07

数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

附表 2：纺织服装行业股价安全边际测算

股票代码	公司简称	类别	公司成本价	最新价	空间	备注
603001.SH	奥康国际	股份增持	28.3	13.84	-51.10%	16/1/10 完成
002154.SZ	报喜鸟	股权激励	1.88	3.08	63.83%	17/7/18 完成
		股份增持	3.41	3.08	-9.68%	17/12/29 完成
002569.SZ	步森股份	非公开发行	16.88	20.11	19.14%	17/9/30 终止
000158.SZ	常山股份	非公开发行	4.92	7.86	59.76%	15/7/23 完成
002327.SZ	富安娜	股权激励	4.59	10.95	138.56%	17/1/23 调整
		股权回购注销	4.7	10.95	132.98%	17/11/7 完成
603808.SH	歌力思	股权激励	15.39	22.74	47.76%	17/5/22 登记
600398.SH	海澜之家	股份增持	10.87	13.25	21.90%	16/9/1 增持完毕
600987.SH	航民股份	股权增持	11.2	11.57	3.30%	17/11/23 增持
600400.SH	红豆股份	股权增持	7.2	4.31	-40.14%	18/1/8 增持完毕
		股权增持	7.14	4.31	-39.64%	18/1/9 增持开始
603116.SH	红蜻蜓	股权激励	8.86	14.72	66.14%	17/10/19 登记
600448.SH	华纺股份	非公开发行	5.91	4.03	-31.81%	17/11/29 发行
		股权激励	4.24	13.13	209.67%	17/8/23 调整
002042.SZ	华孚时尚	非公开发行	12.62	13.13	4.04%	17/2/23 调整
002494.SZ	华斯股份	非公开发行	16.18	7.67	-52.60%	16/11/11 完成
601718.SH	际华集团	非公开发行	8.19	4.76	-41.88%	17/4/27 完成
002404.SZ	嘉欣丝绸	非公开发行	7.34	6.74	-8.17%	17/1/23 预案
603558.SH	健盛集团	股权增持	16.08	10.44	-35.07%	17/7/24 完成增持
002091.SZ	江苏国泰	股权激励	3.53	7.94	124.93%	17/6/9 调整
		非公开发行	13.52	7.94	-41.27%	16/12/6 核准
002762.SZ	金发拉比	股权激励	12.35	16.70	35.22%	17/7/27 完成
300577.SZ	开润股份	股权激励	27.96	79.72	185.12%	17/9/8 完成
002425.SZ	凯撒文化	股权增持	9.28	7.03	-24.25%	17/7/28 完成
		非公开发行	14.81	19.44	31.26%	17/10/31 完成
002640.SZ	跨境通	股权激励	20.22	19.44	-3.86%	17/12/5 完成
		非公开发行	6.52	4.46	-31.60%	16/10/20 完成
002516.SZ	旷达科技	股份增持	11.53	4.46	-61.32%	16/5/5 完成
		非公开发行	15.68	12.56	-19.90%	17/9/27 终止
600137.SH	浪莎股份	股权增持	47.06	19.26	-59.07%	17/2/21 完成增持
		股票激励	4.77	5.58	16.98%	16/10/28 授予
601599.SH	鹿港文化	非公开发行	15.35	5.58	-63.65%	16/3/4 完成
		股权激励	4.77	5.58	16.98%	16/11/24 完成
002293.SZ	罗莱生活	股权激励	6.46	14.86	130.03%	17/6/8 调整
		非公开发行	12.04	14.86	23.42%	17/8/11 核准

002269.SZ	美邦服饰	股权增持	6.71	3.12	-53.50%	16/1/9 完成
002397.SZ	梦洁股份	股份增持	6.77	5.89	-13.00%	17/12/12 完成
		非公开发行	7.48	5.89	-21.26%	18/1/12 完成
002656.SZ	摩登大道	非公开发行	15.71	16.20	3.12%	17/9/4 完成
002029.SZ	七匹狼	股份增持	13.01	8.84	-32.05%	15/12/25 完成
		股份增持	15	8.84	-41.07%	16/1/12 完成
002193.SZ	如意集团	非公开发行	18.07	16.07	-11.07%	16/7/26 完成
		非公开发行	18.07	16.07	-11.07%	16/8/17 完成
000779.SZ	三毛派神	非公开发行	13.73	13.47	-1.89%	16/12/21 终止
		股份增持	14.23	13.47	-5.34%	17/10/13 结束
002563.SZ	森马服饰	股权回购注销	5.92	11.55	95.10%	17/6/7 完成
600626.SH	申达股份	非公开发行	未定价	6.31	-	17/12/13 预案
002503.SZ	搜于特	股权激励	7.2	4.29	-40.42%	17/1/19 完成
603877.SH	太平鸟	股权增持	26.26	33.90	29.09%	17/12/6 增持
		股权激励	13.96	33.90	142.84%	17/9/4 完成
603608.SH	天创时尚	股份增持	10.64	10.98	3.20%	17/12/28 完成增持
		股份增持	10.59	10.98	3.68%	17/11/28 增持
002034.SZ	旺能环境	非公开发行	37.28	47.79	28.19%	17/12/14 完成
603518.SH	维格娜丝	股权激励	13.13	22.28	69.69%	17/10/30 登记
002003.SZ	伟星股份	股权激励	6.39	11.89	86.07%	16/7/15 授予
		非公开发行	12.09	11.89	-1.65%	16/5/16 调整
603889.SH	新澳股份	非公开发行	13.01	13.04	0.23%	17/7/28 完成
		非公开发行	11	13.04	18.55%	16/8/24 受理
		非公开发行	13.01	13.04	0.23%	17/6/16 核准发行
		股权激励	7.17	13.04	81.87%	16/12/12 完成
002087.SZ	新野纺织	非公开发行	7.01	4.81	-31.38%	16/7/6 完成
002291.SZ	星期六	股票增持	9.49	6.30	-33.61%	17/7/20 完成
002674.SZ	兴业科技	股份增持	10.64	10.66	0.19%	17/12/13 完成
002098.SZ	浔兴股份	非公开发行	6.45	16.33	153.18%	15/12/15 完成
600070.SH	浙江富润	股份增持	12.59	9.52	-24.38%	17/12/21 完成

数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

邱季 qiuji@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859