

## 纺织服饰

## 美国连锁健身房经营大数据

**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.qizq.com.cn](mailto:juxh@r.qizq.com.cn)

联系人：

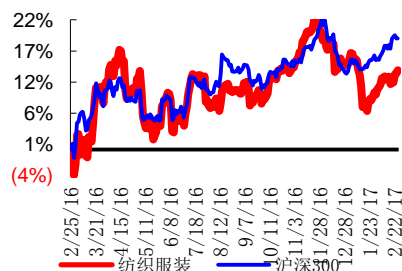
邵璟璐

[shaojl@r.qizq.com.cn](mailto:shaojl@r.qizq.com.cn)

王雨丝

[wangys@r.qizq.com.cn](mailto:wangys@r.qizq.com.cn)
**基本状况**

|             |            |
|-------------|------------|
| 上市公司数       | 86         |
| 行业总市值(百万元)  | 858923.941 |
| 行业流通市值(百万元) | 549591.563 |

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

&lt;&lt;新消费时代，时尚投资下一站&gt;&gt;2017.02.15

**重点公司基本状况**

| 简称   | 股价<br>(元) | EPS  |       |       |       | PE   |       |       |       | PEG  | 评级 |
|------|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|----|
|      |           | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |      |    |
| 歌力思  | 29.4      | 0.76 | 1.13  | 1.38  | 1.66  | 39   | 25    | 20    | 17    | 1.77 | 买入 |
| 新野纺织 | 6.19      | 0.25 | 0.35  | 0.43  | 0.48  | 24   | 18    | 15    | 13    | 1.40 | 买入 |
| 搜于特  | 7.39      | 0.12 | 0.25  | 0.34  | 0.40  | 64   | 30    | 22    | 18    | 2.34 | 买入 |
| 九牧王  | 16.8      | 0.74 | 0.86  | 0.98  | 1.15  | 23   | 20    | 17    | 15    | 1.46 | 买入 |
| 通灵珠宝 | 33.6      | 0.91 | 1.09  | 1.29  | 1.60  | 37   | 31    | 26    | 21    | 1.72 | 增持 |
| 刚泰控股 | 12.9      | 0.33 | 0.47  | 0.61  | 0.73  | 39   | 27    | 21    | 18    | 1.55 | 增持 |
| 森马服饰 | 8.93      | 0.53 | 0.56  | 0.59  | 0.63  | 17   | 16    | 15    | 14    | 2.66 | 增持 |

备注：收盘价为 2017 年 5 月 5 日

**投资要点**

- **本周专题：美国连锁健身房经营大数据。**IHRSA 年度报告数据显示，全美健身俱乐部 2015 年的总产值为 250 亿美元，行业贡献度呈现高度分散化，业内共计 36130 家俱乐部（同比增速 4.8%），和 5500 万会员（同比增速 2.2%）。美国作为健身行业的先行者，发展较为成熟，健身文化已经季报形成。本期将分析梳理美国 3 家上市健身公司（Life Time Fitness、Planet Fitness、Town Sports）的经营情况和数据。
- **公司跟踪。九牧王近期跟踪：**①2016Q4 开始九牧王品牌恢复性增长，渠道调整略显成效，其中直营店 16Q4/17Q1 同店增长 10%/+8%。后续公司将继续对渠道精细化管理，包括直营店推行合伙人制、加盟店向类直营转型。同时，新品牌 FUN 开启爆发增长，16A/17Q1 同增 153%/124%，已基本盈亏平衡。2017 年新获海绵宝宝、BeenTrill 等品牌联名合作，后续仍有较大提升空间。J1 品牌目前还在培育期，预期短期恐仍有亏损。②公司看点：1. 渠道调整助力主品牌增长，主品牌分标的同时错位布局潮牌 FUN/新牌 J1，预计新品牌有望持续强劲增长。2. 转型时尚产业，谋求战略延伸。3. 现金充裕（现金 4 亿/理财产品 13.3 亿）、高股息率（2014/15/16 年分别为 6.2%/3.1%/6.2%）、低负债率（17%）。维持 2017/18/19 年净利润 4.92/5.61/6.59 亿元（CAGR=16%），对应 EPS0.86/0.98/1.15 元。目标价 21.67 元（2017PE25 倍），维持“增持”评级。
- **时尚前沿：**① 2017 财年一季度 Adidas 收入同增 18.9%，其中大中华区同增 30%；② Coach 集团净利润连续三个季度增长；③ Tod's 集团 2017 财年一季度收入同降 4.4%，仅大中华区实现增长(+3.6%)；④ VF 一季度销售下滑 2%；⑤ Stefanel 申请破产，10 年亏损 2 亿欧元；⑥ 香水代理商 Interparfums 首季收入涨幅 28.3%；⑦ 雅诗兰黛集团上季度营收净利均实现两位数增长，销售额同比增长 8%至 28.6 亿美元。
- **投资策略：**建议围绕上述两大主线把握投资机会：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。核心推荐歌力思、新野纺织、九牧王、搜于特。重点关注潮宏基、鲁泰 A、森马服饰、海澜之家、通灵珠宝、刚泰控股。
- **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

|                                      |        |
|--------------------------------------|--------|
| 本周专题：美国连锁健身房经营大数据 .....              | - 3 -  |
| Life Time Fitness：打造度假式健身会所.....     | - 3 -  |
| Planet Fitness：平价健身快速扩张的典范 .....     | - 6 -  |
| Town Sports：美国东北部最大的老牌健身房和运营商之一..... | - 9 -  |
| 公司跟踪.....                            | - 11 - |
| 投资策略.....                            | - 14 - |
| 时尚前沿 .....                           | - 14 - |
| 风险提示.....                            | - 16 - |
| 附录：图表 .....                          | - 17 - |

## 本周专题：美国连锁健身房经营大数据

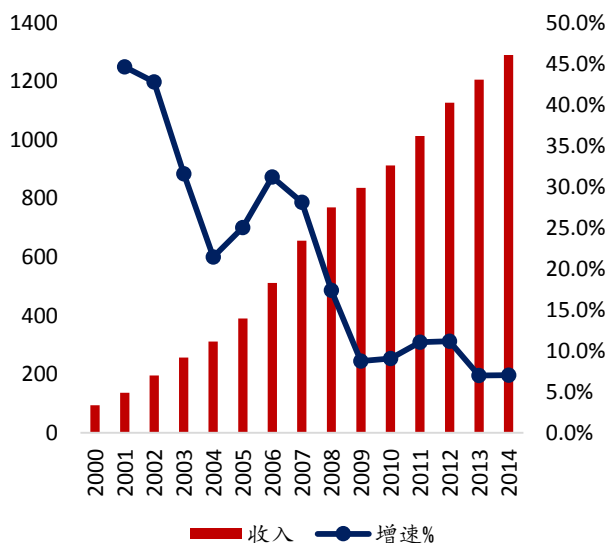
- IHRSA 年度报告数据显示，全美健身俱乐部 2015 年的总产值为 250 亿美元，行业贡献度呈现高度分散化，业内共计 36130 家俱乐部（同比增速 4.8%），和 5500 万会员（同比增速 2.2%）。美国作为健身行业的先行者，发展较为成熟，健身文化已经季报形成。本期将分析梳理美国 3 家上市健身公司（Life Time Fitness、Planet Fitness、Town Sports）的经营情况和数据。

### Life Time Fitness：打造度假式健身会所

- Life Time Fitness 成立于 1992 年，2004 年在纽交所上市，2015 年 Leonard Green & Partners 和 TPG 以 40 亿美元全资私有化收购。

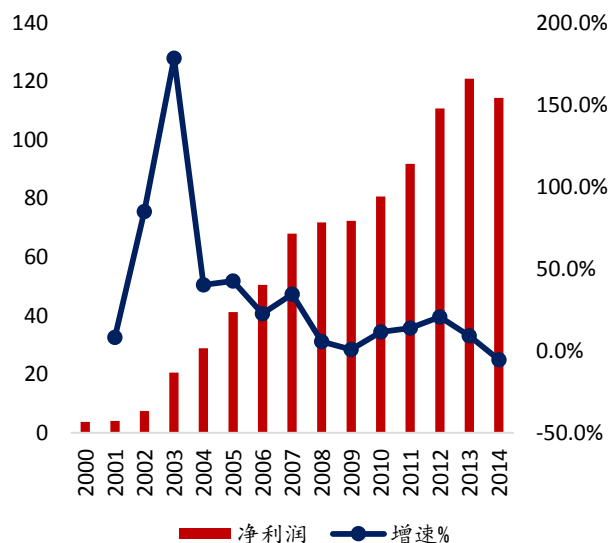
在经营模式上，Life Time Fitness 主打度假村式健身中心，会所提供除健身房以外，攀岩、骑行、篮球、个人训练、瘦身、水疗、按摩等多种服务，部分中心有网球场；并且自营有营养补剂和健身杂志。门店皆为 24 小时/7 天营业，每个中心配备 25 名左右私教，每周提供（动感单车、力量训练、舞蹈、有氧训练、瑜伽等）85 组左右健身课程。

**图表 1：2000-2014 年 Life Time Fitness 收入及增速**  
(单位：百万美元)



来源：U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制

**图表 2：2000-2014 年 Life Time Fitness 净利润及增速**  
(单位：百万美元)



来源：U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制

### 收入来源：

- **会籍会费收入：**Life Time Fitness 在 2014 年的会籍会费收入占总收入的 63.7%。健身中心有两种会员，其中 84.4% 为 Access 会员，是指到实体健身中心运动消费的会员。另外 15.6% 为 Non-Access 会员，则是访问官网教程和订阅公司健身杂志的非接入式会员，单人月费为 \$10-\$20。Life Time 将 Access 会员分为 5 个消费等级：

**图表 3: Life Time Fitness 会费划分 (单位: 美元)**

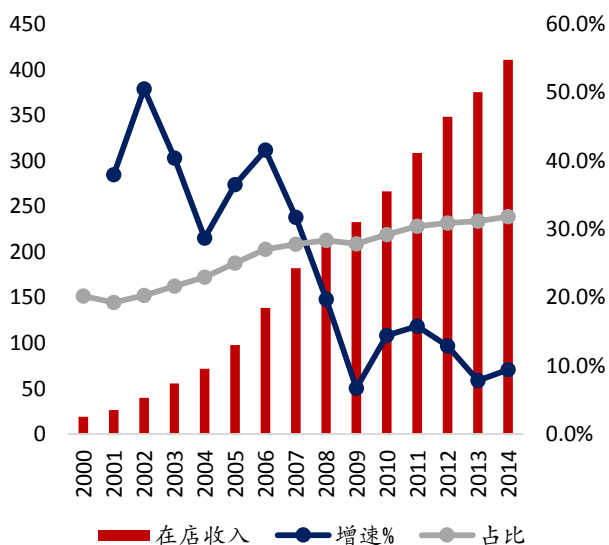
|      | 青铜会员     | 黄金会员      | 白金会员      | 玛瑙会员      | 钻石会员      |
|------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 入会费  | \$0-105  | \$0-115   | \$0-115   | \$0-145   | \$0-165   |
| 单人月费 | \$45-55  | \$55-80   | \$80-90   | \$80-120  | \$135-160 |
| 家庭月费 | \$95-135 | \$135-170 | \$180-190 | \$170-260 | \$285-340 |

来源: Life Time Fitness 2014 10-K, 中泰证券研究所测算

Life Time 的 Access 会员资格分为单人、双人、家庭、儿童四种售卖方式, 截至 2014 年 12 月 31 日, Life Time Fitness 开立约 81 万会员资格, 平均每个会员资格对应约 2 人。健身中心 2012-2014 年会员流失率在 31.3%-35.8% 间浮动, 有效会员资格寿命约为 33 个月。

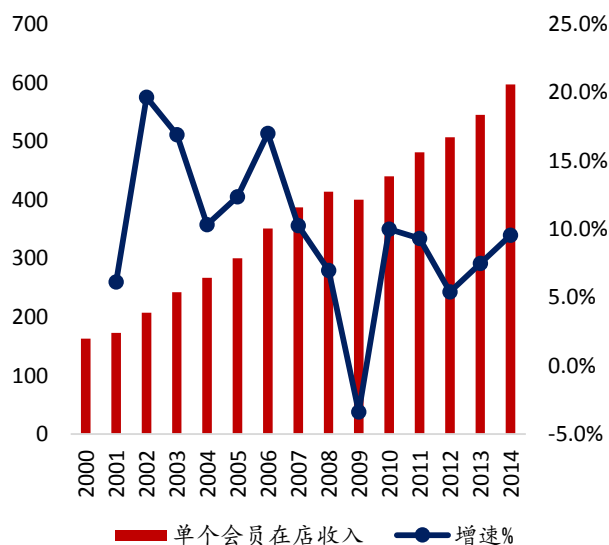
- **会所内收入:** Life Time 在 2014 年的会所内收入占总收入的 31.9%, 包括私教费、团课费、水疗按摩、餐饮等多项会所内服务费。平均 Access 会员消费为 1767 美元, 其中 597 美元为会所内消费。
- **其他收入:** Life Time 的其他收入主要包括赛事承办、杂志、和提供健康计划, 占总收入的 4.4%。

**图表 4: 2000-2014 年 Life Time Fitness 会所内收入、增速、以及收入占比 (单位: 百万美元)**



来源: U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制

**图表 5: 2000-2014 年 Life Time Fitness 单个会员会所内消费及增速 (单位: 美元)**

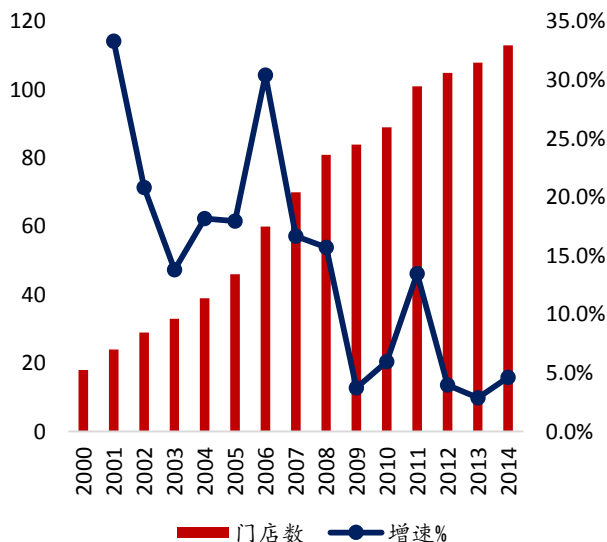


来源: U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制 注: 会员 (Memberships) 计算包括以家庭为单位的会员 (如每家 3 人算一个会员)

- 截至 2014 年 12 月 31 日, Life Time Fitness 拥有 146.5 万会员, 在美国 25 个州和加拿大等 32 地开设共计 113 个健身中心, 单店面积在 1 万平方米左右, 可容纳 8500-11500 名会员。根据其在近十年间的经营数据可知:
  - 在收入稳步增长的过程中, 会所内消费 (私教培训、商品销售等) 的收入占比逐渐提升, 并逐渐成为后期主要收入增长推动。2004-2014 年间, 收入 CAGR15%, 其中会所内收入 CAGR19%、收入占比达 32%。

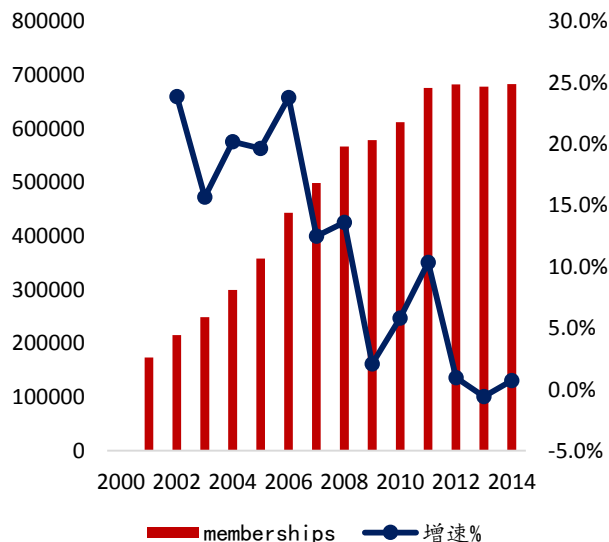
- 单店盈利能力增强、单个会员消费水平增加，2000-2014 年间门店数量 CAGR11%左右，而收入 CAGR 则高于此。

**图表 6：2000-2014 年 Life Time Fitness 门店及增速（单位：家）**



来源：U.S SEC,中泰证券研究所整理绘制

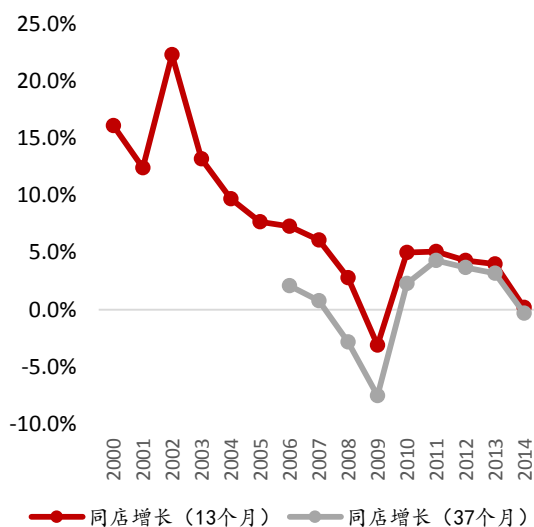
**图表 7：2000-2014 年 Life Time Fitness 会员数及增速（单位：名）**



来源：U.S SEC,中泰证券研究所整理绘制 注：会员（Memberships）计算包括以家庭为单位的会员（如每家 3 人算一个会员）

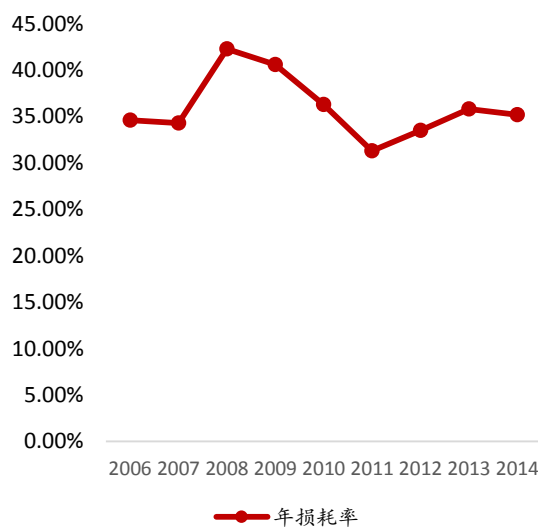
- 进入经营成熟期后，同店增速趋于平稳，会员损耗率基本在 35%-45%。

**图表 8：2000-2014 年 Life Time Fitness 门店同店增速（单位：%）**



来源：U.S SEC,中泰证券研究所整理绘制

**图表 9：2006-2014 年 Life Time Fitness 会员年损耗率（单位：%）**

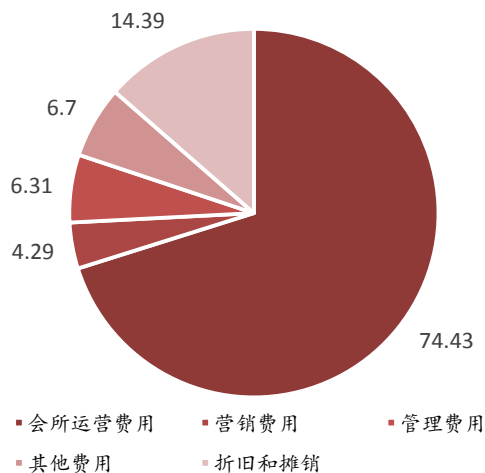


来源：U.S SEC,中泰证券研究所整理绘制

- Life Time Fitness 的会所模式重资产，会所运营费用和折旧费用占总费用成本的 70%，广告营销费用占比 3.3%，行政管理费用占比 4.9%。



图表 10: Life Time Fitness 2014 年成本结构 (单位: 千万美元)

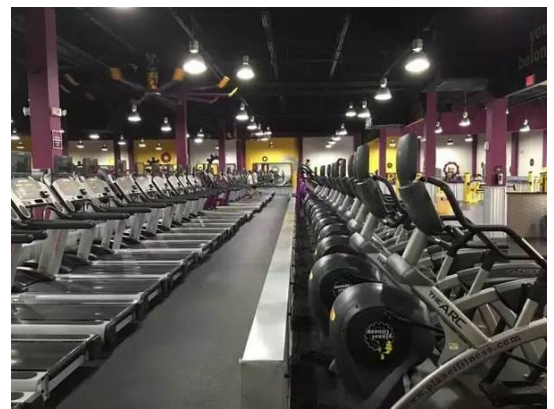


来源: Life Time Fitness 2014 10-K, 中泰证券研究所整理绘制

### Planet Fitness: 平价健身快速扩张的典范

- Planet Fitness 成立于 1992 年, 主打平价健身, 单店面积在 1900 平方米左右, 减省了游泳池、Café、团课等附加设施。截至 2016 年 12 月 31 日, Planet Fitness 拥有 890 万会员, 在美国 48 个州和加拿大等地共计 1313 家门店(此外公司现有协议中计划开设 1000 家加盟店), 其中 96% 为加盟店, 4% 为自营店, 平均单店销售收入约为 144.7 万美元。

图表 11: Planet Fitness 室内示意图

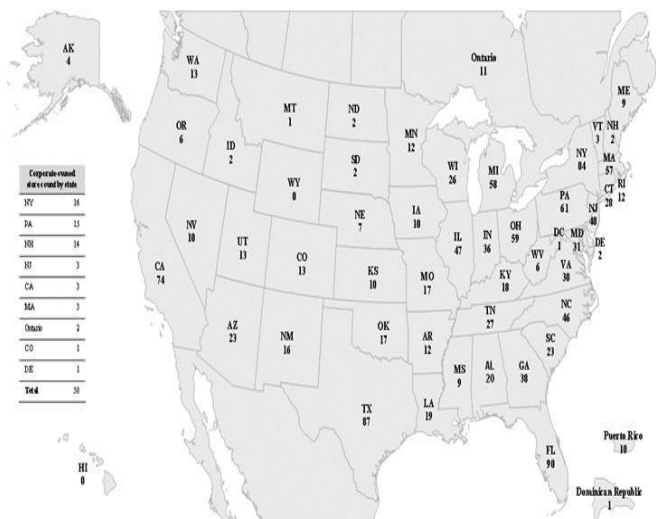


来源: 搜狐, 中泰证券研究所测算

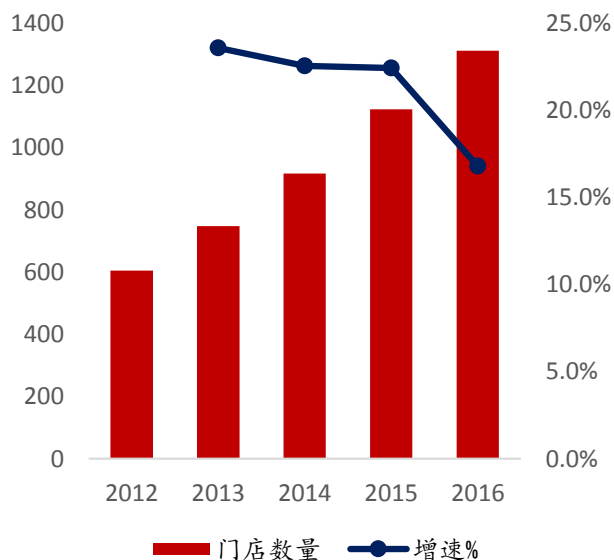
- 2012-2016 年 Planet Fitness 的门店数量 CAGR 达 21%、会员数量 CAGR 达 24%、收入 CAGR 达 24%, 近几个季度同店收入维持高单位数增长。从一个曾经面临倒闭风险到目前的上千家门店, Planet Fitness 的成功涅槃在于其打造的差异化经营特色:

图表 12: 2016 年 Planet Fitness 在美国的门店的数量分布 (单位: 家)

图表 13: 2012-2016 年 Planet Fitness 门店和增速 (单位: 家)



来源：U.S SEC,中泰证券研究所整理绘制



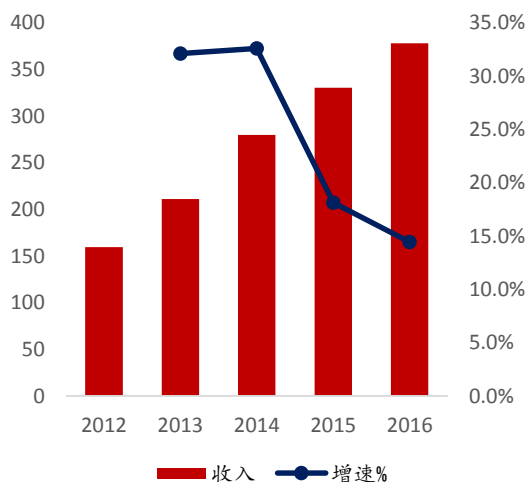
来源：Planet Fitness 2016 10-K,中泰证券研究所整理绘制

- 将健身标准化，打造健身业的星巴克，会员在任何门店都能体验一样的服务和产品。2002 年公司开启加盟业务加速扩张，通过紫色和黄色的统一装修和设备，在美国和加拿大快速拓展，
- 重视营销，品牌形象鲜明。Planet Fitness 非常重视营销，2016 年星球健身母公司的宣传费用高达 3100 万美元；此外按加盟合同，所有加盟店需贡献会费收入的 2%和 7%分别用作公司总宣传和当地宣传，在 2016 年其总宣传费用约为 1.93 亿美元。此外，俱乐部在每月的第一周举行一次披萨派对，形成独有的品牌 icon。
- 差异化会员制度下平价策略仍有客单价提升空间。Planet Fitness 采取平价策略，入会费为\$0-\$59，通过差异化会员制度提高客单价，普通会员月费只有 10 美元、黑卡会员月费 19.99 美元（59%的会员），会员平均月费从 2012 年的\$14.49 增至 2016 年的\$15.79。

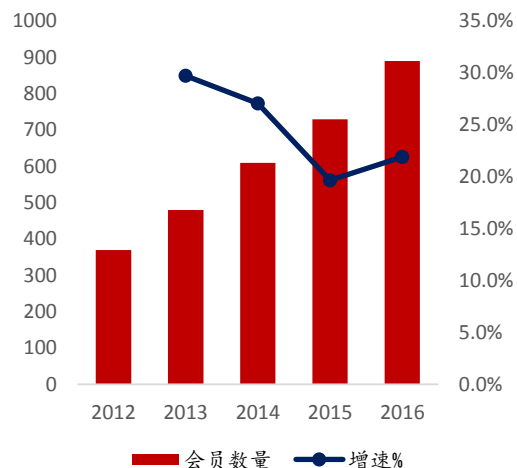
对于健身行为的理解，Planet Fitness 将其视为一种必须干的家务活，而不是一种需要培养的习惯，基于这种理念，Planet Fitness 的 24 小时廉价店的意义是成为客户消磨“第三生活空间”的时间选择之一。

图表 14:2012-2016 年 Planet Fitness 收入和增速(单位: 百万美元)

图表 15: 2012-2016 年 Planet Fitness 会员数量和增速 (单位: 万)

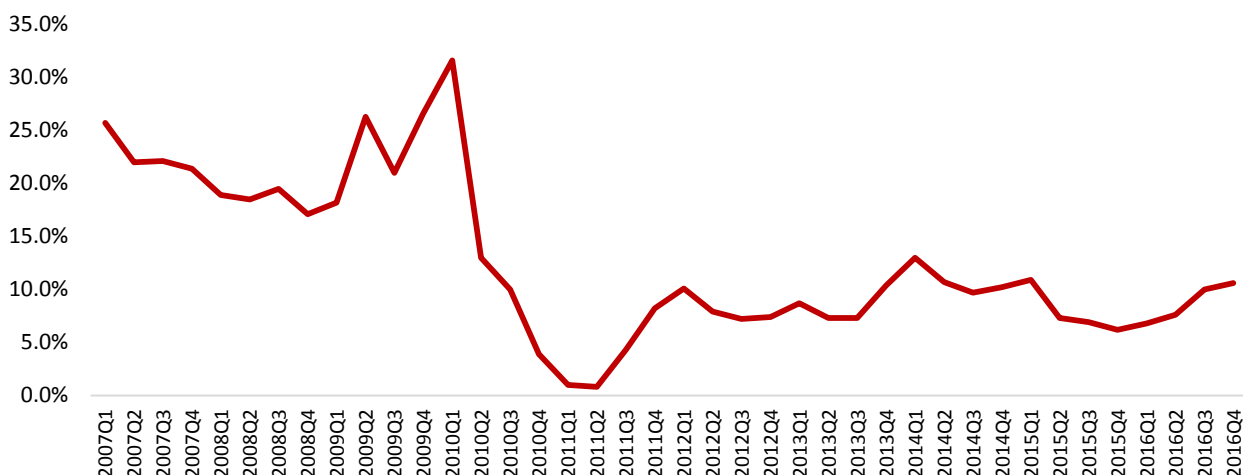


来源: U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制



来源: Planet Fitness 2016 10-K, 中泰证券研究所整理绘制

图表 16: Planet Fitness 2007Q1-2016Q4 同店增速



来源: U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制

- 从盈利模式上, Planet Fitness 主要有三大收入来源: 向加盟商收取的特许经营授权费(包括配售费用、佣金、其他费用等)、门店收入(会费、店内销售等)、设备收入(新加盟商购置和老加盟商 4-7 年置换设备收入)。2016 年三大收入分别占比 31%、28%、41%。

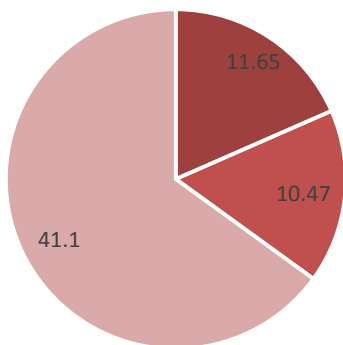
在与加盟商的合作过程中, 加盟商负责选址、但必须获得总部同意; 总部协助加盟商完成设计和装修工作、但必须根据总部对装修的标准, 标准化的模式下可以实现 14 天完成装修。后续培训、运营支持、加盟商维护由总部负责。

经营成本费用包括主营成本(销售器材设备的成本)、门店运营费用(直营店的租金/员工/营销等)、管理费用等杂费、折旧摊销。

图表 17: 2016 年 Planet Fitness 收入结构  
(单位: 千万美元)

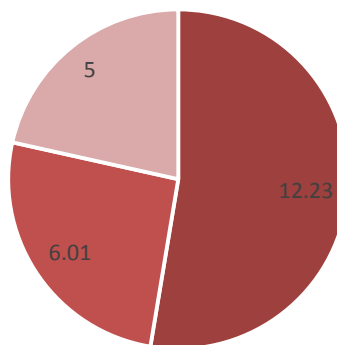
图表 18: 2016 年 Planet Fitness 成本结构  
(单位: 千万美元)





■ 特许经营授权费 ■ 直营店收入 ■ 设备收入

来源：U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制



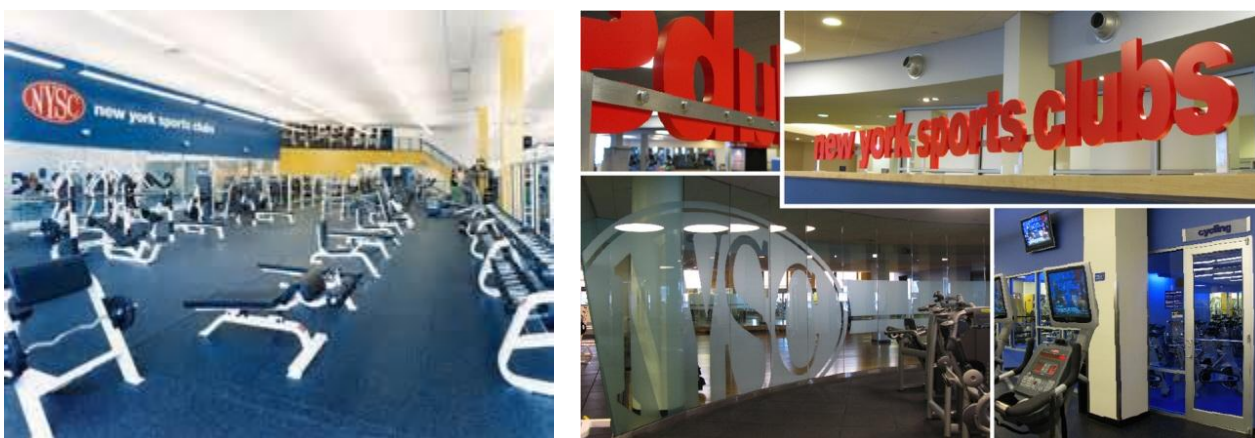
■ 主营成本 ■ 店面运营成本 ■ SA&G

来源：U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制

### Town Sports: 美国东北部最大的老牌健身房和运营商之一

- Town Sports 成立于 1973 年，是美国东北部健身俱乐部的主要成员，以纽约曼哈顿 (NYSC)、波士顿 (BSC)、费城 (PSC)、华盛顿 (WSC) 四大区域健身俱乐部集群为单位，共拥有 150 家健身俱乐部和 54.4 万会员，门店大多位于人口密集的住宅区和繁华商圈（单店面积 2500 平米）。此外，公司兼管 3 所大学的健身中心和 8 个健身网站。

图表 19: Town Sports 俱乐部示意图

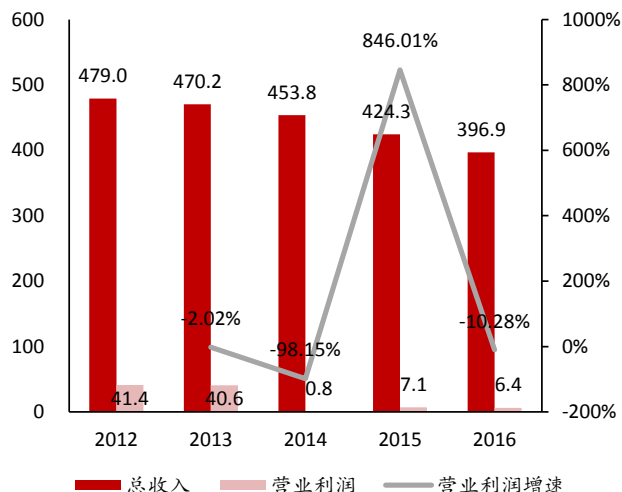


来源：Club Industry.com, 中泰证券研究所整理绘制

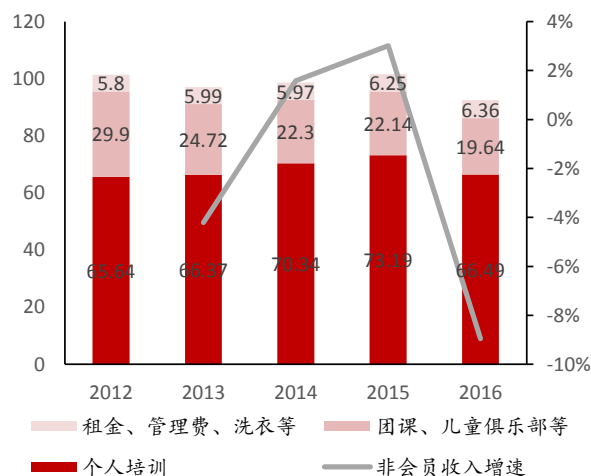
- 与大多健身房类似，会籍收入依然是其重要收入来源，对会员实行分级制度。Town Sports 在 2016 年的总收入为 3.97 亿美元，其中会籍会费收入占比为 76.7%。入会成本逐年递增，2014-2016 年分别约为 \$61/\$72/\$75，会所提供 5 种会员资格。此外，还有 24% 来自于辅助性收入，包括个人培训费用（占收入的 16.8%）、其他儿童俱乐部等的辅助项目和服务、以及土地租赁收入（占 1.6%）。

图表 20: 2012-2016 年 Town Sports 收入与营业利润  
(单位: 百万美元)

图表 21: 2012-2016 年 Town Sports 辅助性收入结构  
(单位: 百万美元)



来源: U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制



来源: U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制

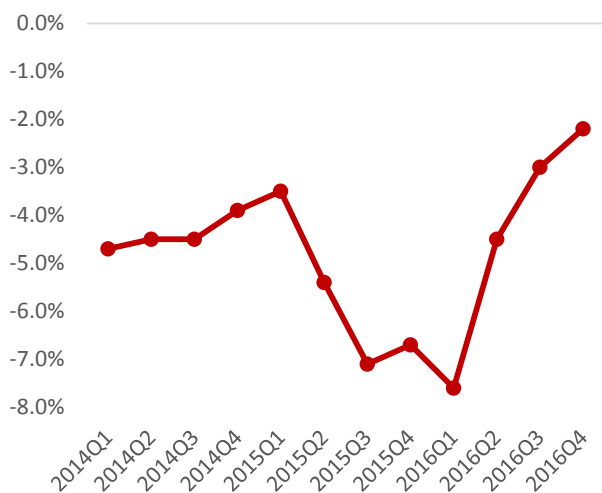
图表 22: Town Sports 会员资格划分 (单位: 美元)

| 会员资格      | 每月会费           |
|-----------|----------------|
| 邻里会员      | \$19.99-59.99  |
| 邻里会员 Plus | \$29.99-44.99  |
| 区域通卡会员    | \$59.99-74.99  |
| 通卡会员      | \$69.99-79.99  |
| 精英会员      | \$84.99-189.99 |

来源: Town Sports 2016 10-K, 中泰证券研究所测算

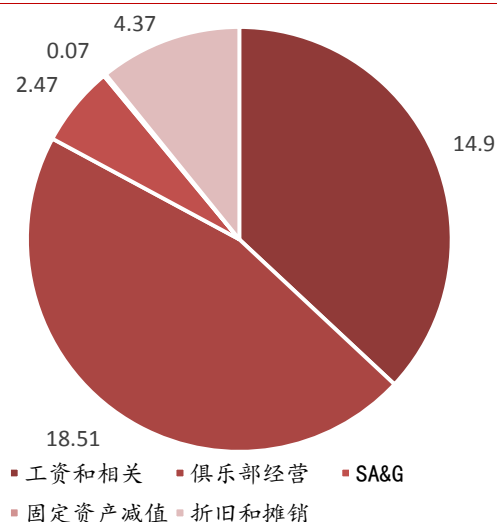
- 从经营情况来看, Town Sports 近两年来季度间同店增速持续下滑, 会员损耗率较同业更高, 2015/2016 年会员损耗率分别为 46.9%/44.3%。

图表 23: 2014Q1-2016Q4 年 Town Sports 同店持续下滑



来源: U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制

图表 24: 2016 年 Town Sports 经营成本拆分 (单位: 千万美元)



来源: U.S SEC, 中泰证券研究所整理绘制

## 公司跟踪

图表 25：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                          |
|------|--------|---|-----------------------------|
| 九牧王  | /      | <p>① 2016Q4 开始九牧王品牌恢复性增长，渠道调整略显成效，其中直营店 16Q4/17Q1 同店增长 10%/8%。后续公司将继续对渠道精细化管理，包括直营店推行合伙人制、加盟店向类直营转型。同时，新品牌 FUN 开启爆发增长，16A/17Q1 同增 153%/124%，已基本盈亏平衡。2017 年新获海绵宝宝、BeenTrill 等品牌联名合作，后续仍有较大提升空间。J1 品牌目前还在培育期，预期短期恐仍有亏损。②公司看点：1. 渠道调整助力主品牌增长，主品牌分标的同时错位布局潮牌 FUN/新牌 J1，预计新品牌有望持续强劲增长。2. 转型时尚产业，谋求战略延伸。3. 现金充裕（现金 4 亿/理财产品 13.3 亿）、高股息率（2014/15/16 年分别为 6.2%/3.1%/6.2%）、低负债率（17%）。</p>   | 恢复增长，高股息率                   |
| 新野纺织 | /      | <p>2017Q1 收入/净利润同增 39.7%/40%，扣非后净利润同增 82.6%至 1752 万元。期内公司少量多次进行提价（累计环比提价 10%+），得益于此，毛利率环比提升 2PCTs 至 15%，同比下降 2PCTs 主要由于去年同期公司拥有低成本棉花（平均低于 2017Q1 不到 2000 元/吨）。①费用管控初现成效，改善趋势望延续全年。销售费用率环比下降 2PCTs 至 3%、同比基本持平，得益于公司通过动态管理方法降低运费管理方法运行有效。财务费用率同降 1PCT 至 5%，主要由于公司借力新疆融资贴息优惠政策。预计全年费用率稳中有降的趋势有望延续。② 展望全年，公司已新增产能进入释放周期、在此基础上，2017 年公司将继续有节奏投放新疆产能，并着手布局 2018-2019 年产能计划，预计产能/订单均望增长 30%左右。公司预计 2017H1 净利润同增 30%-50%（对应 0.88-1.02 亿元）。</p> | 产能布局井然，费用管控有效，经营上行正当时       |
| 搜于特  | /      | <p>2017Q1 公司实现收入同增 198.61%；归母净利润同增 85.75%，略超预期。净利润大幅增加并略超预期主要由于：供应链管理业务放量增长并保持较高而稳健的盈利；以及理财收益增加带动投资收益同比增加 1300 万元左右。公司预计 2017 年上半年净利润增长 70%-100%。①分业务看，2017Q1 供应链管理业务贡献收入 19.29 亿元、环比同增 20%（15Q4/16H1/16Q3/16Q4 分别 2/13.83/13.31/16.1 亿元），约贡献净利润 8000-9000 万元，对应净利率 4%+；潮流前线服饰大约贡献收入 5 亿元、同增约 7%。②公司以定增资金 3.5 亿元再次向全资子公司供应链管理公司增资至 12 亿元（前次于 2016 年 12 月增资 4 亿元），将进一步推动供应链管理业务加快拓展。</p>   | 爆发增长延续                      |
| 潮宏基  | /      | <p>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&amp;加强折扣控制）、黄金饰品增速转正（春节因素&amp;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。</p>   | 产品结构改善，扣非后业绩稳健增长。           |
| 宜华生活 | /      | <p>2016 年实现营收 57 亿（+24.14%），归属净利润 7.09 亿（+15.18%）。华达利并表带动出口快速同增 31%（十下半年同增 46%），内销业务因渠道及产品结构调整，收入同降 4.06%。①业绩方面，因华达利并表带来的费用增加，2016 年公司整体归属净利率小幅下滑 0.99PCTs。②品类上通过全资收购华达利进入软体家具市场，增资参股沃棣家居和控股多维尚书切入定制家具行业等等；渠道上通过自建渠道及 O2O 平台推动线上线下快速布局，通过整合品类和渠道资</p>   | 华达利并表助力出口快速增长，大家居全产业链布局持续落地 |

源,产品及渠道竞争力将进一步增强,长期内外销成长空间将进一步打开。③考虑到华达利 2017 年全面并表将增厚业绩,内销渠道结构完善收入有望重回增长通道。同时董事长参与员工持股计划(16.72 元)及大股东持续增持(均价 10.91 元),彰显管理层对未来公司发展的信心。

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,

青岛金王 /

① 2016 年收入/净利润同增 60%/105%至 23.71/1.85 亿元。其中 2016Q4 同增 51%/644% (代理商 2016Q4 集中并表)。分业务看,化妆品业务贡献收入 6.66 亿元,并表标的均达到承诺业绩、且有部分完成率超 110%;传统蜡烛和贸易业务收入 17 亿元、同增 31%;约贡献净利润 7000 万元左右。② 2017Q1 收入/净利润同增 63.7%/65%至 7.6/0.25 亿元,增长来源于收购代理商并表。考虑到悠可 Q2 纳入并表范围,产生 2.2 亿元投资收益,公司预计 2017H1 净利润同增 470%-500% (不考虑此因素则 45%-80%)。③ 布局标的优质且经营上行:1) 杭州悠可表现持续靓丽,2017Q1 增长约 60-70%,未来 CAGR 望达 40-50%。2) 上海月沔未来增长有望来源于更多优质且成长性新品牌的加入。3) 代理商卡位 KA/CS 等渠道,业务成熟后业绩进一步放量可期。

美妆业务起势,悠可表现靓丽

海澜之家 /

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、股息率在 50%以上。

国内男装第一品牌,类直营卡位产业资源

太平鸟 /

2017Q1 实现收入 15.14 亿元(+11.47%),归属净利润 5861 万元(-4.6%)。①新品牌及线上收入快速增长。分品牌看,新品牌 Mini Peace 与 MATERIAL GIRL 增速较快,分别同增 41%/88%,其他品牌均平稳增长;分渠道看,线上收入同增 40%,收入占比提升至 24.5%,线下收入中直营店收入增速较快(+22.5%),直营和加盟分别同增 3%/4%。②存货减值拖累业绩。一季度毛利率 54.4% (+0.44%),费用率微增(销售/管理费用率分别同增 0.15%/0.19%),同时存货跌价准备增加 3344 万元,拖累整体净利率下滑 0.67PCTs 至 3.8%。③存货减少促经营性现金流好转。一季度存货较年初减少 2.1 亿元,经营活动现金流净额为-1696 万元,较上年末环比减少 82%。

多品牌渠道稳步扩张,存货和控制费待改善

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%),

2016:量价平稳,盈利受益成本下降和人民币汇率贬值



|        |  |
|--------|--|
|        | <p>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>   |
| 通灵珠宝 / | <p>2017Q1 实现收入 5.43 亿元（+22%），归属净利润 1.1 亿元（+30%），延续较好增长。①超级单品计划持续带来较好反响、加盟渠道扩张提速，带动整体收入快速增长 22%。毛利率微增 0.49PCT 至 56%，同时管理费用率和财务费用率分别下滑 0.34PCT 和 0.51PCT，净利率提升 1.28PCT 至 20.28%。②公司品牌底蕴及设计技术根基扎实，高端品牌矩阵布局（拟收购比利时百年珠宝品牌 Leysen）有望加速提升品牌知名度及产品设计力，为业绩增长带来持续动力。</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>①公司 2016 年实现收入 106.67 亿元，同增 12.83%；净利润 14.27 亿元，同增 5.73%。全年业绩增长略低于预期主要由于四季度增长放缓，Q4 收入/净利润同增 7.86%/同降 18.42%。拟每 10 股派发现金红利 3.75 元。期内公司变更坏账准备计提比率增加净利润 5571 万元。②分业务看，休闲装业务同增 3.6%至 56 亿元，期内公司逐步调整订货模式，加大快反产品占比。童装同增 26.52%至 50 亿元，全年童装门店面积同增 10%+，较 2015 年的 20%增长有所放缓。预计 2017Q1 休闲装/童装销售增长分别为个位数/20%+（包括线上）。电商销售 32+亿元，同增 76.8%（2015yoy=83.67%）。③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（Euromonitor，2016 年市场份额提升 0.8PCT 至 5%），将成为公司未来增长主要驱动力；预计休闲装有望保持平稳，供应链快反体系建立和供应商结构优化有助于长期良性发展。</p>  |
| 罗莱生活 无 | <p>①2016 年实现收入 31.6 亿元（+8.24%），其中家居业务在 SKU 数量提升（全年超 3 万种）和 HOME 门店发力（11 家直营店年收入超 2000 万元，同增 176%）的推动下，收入实现高速增长（罗莱品牌旗下该品类收入近 1 亿元，同增 69%）。同时电商业务保持较好增长，LOVO 收入同增 30%，连续 5 次获天猫双十一家纺类销量冠军（2.08 亿元）。但因 2016 年理财收益减少，及推进家居化业务和整合全球家具资源过程中管理费用增加，公司整体归母净利润有所下降，为 3.3 亿元（-19.94%）。②收购 Lexington 及托管经营恐龙纺织，实现资源协同互补。公司先后全资收购全球高档家具品牌 Lexington，及托管经营国内知名品牌恐龙纺织，后者超 300 家门店，为 Esprit、Paradies 等全球知名品牌代理商。由此公司将提升自身产品设计力（Lexington）、拓宽产品线（通过 Lexington 切入家具领域；通过 Esprit 等拓展服饰品类）、实现团队/供应链/渠道多方面协同。③消费升级趋势下，公司将沿家纺—大家纺小家居—整体家居方向升级，由生产型企业向渠道、零售型转变。公司将继续整合全球家居产业链资源，选择标准方向包括：国内标的（有渠道、供应链、生产能力）、国外标的（设计实力强，稳定的生产能力和供应链）。</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</p>  |

童装铸增长引擎，休闲装稳中求变



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。

健盛集团 无

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。

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

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

- 建议关注消费升级和新消费时代下的两条变革主线：1. 目前国内消费正从物质型消费向满足精神需求消费升级，带动新兴消费领域呈现繁荣态势（如健身、生活美容）；同时传统消费品整体增速放缓的背景下，细分领域崛起（如服饰的设计师品牌、珠宝的 K 金饰品、化妆品的彩妆品牌等），迎来结构性消费需求较好增长，**由上建议关注期间爆发的新兴领域、细分市场、及新锐品牌**；2. 在 80/90 消费者偏好的转变、移动化时代信息加速传播、营销多元的新消费时代下，品牌运营面临升级变革，**聚焦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。**

核心推荐**歌力思、新野纺织、九牧王、搜于特**，重点关注**潮宏基、鲁泰 A、森马服饰、海澜之家、通灵珠宝、刚泰控股**。

## 时尚前沿

- 服饰鞋包

**【Adidas 一季度大中华地区销售大涨 30%】**Adidas 2017 财年第一季度销售额和利润增幅明显，分别同增 18.9%/29.9%；其中大中华地区销售同比增长 30%、北美地区增长 31%。电商业务同增 53%。Reebok 品牌也有了明显的反弹，销售额同比增长 13%，受到训练和复古类别产品的推动。（资料来源：华丽志）

**【Coach 集团净利润连续三个季度增长，或收购 Kate Spade】**Coach 集团最新季报中，净销售额同比下跌 3.7%，为 9.95 亿美元，净利润为 1.22 亿美元，同比增长 8.6%。Coach 集团对另一轻奢品牌 Kate Spade 提出了报价，据传双方目前已经进入了谈判阶段。（资料来源：华丽志）

**【LVMH 市值达 1170 亿欧元，首次升至法国 CAC40 指数公司市值第一】**截至周三收盘，LVMH 集团的股价上涨了 1.2%，达到 230.85 欧元每股，市值达到 1170.6 亿欧元。而 Total SA 的股价则下跌了 0.2%，为 46.77 欧元每股，市值 1161.1 亿欧元，超过法国石油巨头道达尔成为法国 CAC40 指数市值第一。（资料来源：华丽志）

**【Hugo Boss 上季度销售净利润双增长，欧洲、中国市场增幅领先】**截至 2017 年 3 月 31 日，Hugo Boss 的销售额同比增长 1%至 6.51 亿欧元，净利润同比增长 25%至 4800 万欧元。欧洲市场和中国市场销售日增幅为 3%。（资料来源：华丽志）

**【VF 一季度销售下滑 2%】**截至 2017 年 4 月 1 日的一季度，该集团持续经营业务的净利润按年下滑 11.3%至 2.147 亿美元，EPS 下降至 0.52 美元。销售额同比减少 2%至 25.17 亿美元，且已经连续 4 季未能达到市场预期，固定汇率计减幅为 1%。（资料来源：无时尚中文网）

**【Stefanel 申请破产 10 年亏损 2 亿欧元】**意大利服饰公司 Stefanel SpA 2016 年亏损扩大至 2550 万欧元，是 2015 年 780 万欧元净亏损的三倍。2016 年收入 1.341 亿欧元，同跌 14.4%，期内同名品牌 Stefanel 业务收入跌 13.0%，固定汇率跌幅亦达到 11.4%。（资料来源：无时尚中文网）

**【Tod's 全球市场仅大中华地区实现增长】**意大利奢侈品集团 Tod's SpA 近日公布了 2017 财年第一季度的核心财务数据，由于美国和意大利的疲软表现，销售额同比减少 4.4%至 2.385 亿欧元。分品牌，核心品牌 Tod's：销售额同比下降 6.7%；Hogan 销售额同比下降 11.5%，意大利国内市场表现疲软；Fay 销售额基本持平；Roger Vivier 销售额同比增长 15%，除了美国受到游客数量锐减的影响之外，其他市场都表现出色。其中，大中华地区销售额同增 3.6%，香港表现不佳，不过跌幅已经收窄。（资料来源：华丽志）

**【香港零售 3 月销售额增长 3.1%，连跌 25 个月后反弹】**香港政府公布的数据显示，3 月份零售业销售额为 357 亿港元，同比增长 3.1%，销量同比增长 2.7%，上一次香港月度销售额同比实现增长还是在 2015 年 2 月。按品类看，珠宝首饰和钟表、化妆品、服装、鞋类：销售额分别同增 8.4%/3.5%/2.5%/-4.5%。（资料来源：华丽志）

## ■ 化妆品珠宝

【香水代理商 Interparfums 首季收入涨幅 28.3%】全球主要香水制造商和代理商之一 Inter Parfums Inc. 发布一季度初步业绩，截止 3 月底，集团收入涨 28.3% 至 1.431 亿美元，上年同期为 1.115 亿美元，固定汇率下增幅 30.6%。一季度的大幅增长主要受益于英国鞋履品牌 Jimmy Choo 香水代理业务 57% 的收入增幅提振。（资料来源：无时尚中文网）

【雅诗兰黛集团上季度营收净利均实现两位数增长】雅诗兰黛集团该季度销售额同比增长 8% 至 28.6 亿美元，净利润同比增长 12% 至 2.98 亿美元。表现最强劲的中国大陆市场线上、独立门店和百货渠道均实现了增长。（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 26：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<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | PEG  | PS | 市值<br>(亿元) | 评级 |
|------|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----|------------|----|
|      |           | 2017E   | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |      |    |            |    |
| 歌力思  | 29.40     | 1.13    | 1.38  | 1.66  | 25    | 20    | 17    | 1.77 | 7  | 73         | 买入 |
| 新野纺织 | 6.19      | 0.35    | 0.43  | 0.48  | 18    | 15    | 13    | 1.40 | 1  | 51         | 买入 |
| 九牧王  | 16.87     | 0.86    | 0.98  | 1.15  | 20    | 17    | 15    | 1.46 | 4  | 97         | 买入 |
| 搜于特  | 7.39      | 0.25    | 0.34  | 0.40  | 30    | 22    | 18    | 2.34 | 4  | 231        | 买入 |
| 潮宏基  | 10.60     | 0.34    | 0.39  | 0.45  | 30    | 25    | 22    | 2.36 | 4  | 90         | 买入 |
| 青岛金王 | 25.10     | 1.38    | 1.09  | 1.31  | 17    | 21    | 18    | 2.08 | 4  | 95         | 增持 |
| 森马服饰 | 8.93      | 0.56    | 0.59  | 0.63  | 16    | 15    | 14    | 2.66 | 2  | 241        | 增持 |
| 刚泰控股 | 12.90     | 0.47    | 0.61  | 0.73  | 27    | 21    | 18    | 1.55 | 2  | 192        | 增持 |
| 鲁泰 A | 12.16     | 0.95    | 1.01  | 1.11  | 13    | 12    | 11    | 1.82 | 2  | 112        | 增持 |
| 通灵珠宝 | 33.63     | 1.09    | 1.29  | 1.60  | 31    | 26    | 21    | 1.72 | 5  | 82         | 增持 |
| 维格娜丝 | 27.51     | 2.05    | 2.18  | 2.34  | 13    | 13    | 12    | 6.07 | 5  | 41         | 增持 |
| 海澜之家 | 9.44      | 0.74    | 0.81  | 0.91  | 13    | 12    | 10    | 1.24 | 2  | 424        | 增持 |
| 太平鸟  | 30.37     | 0.94    | 0.98  | 1.03  | 32    | 31    | 29    | 7.12 | 2  | 144        | /  |

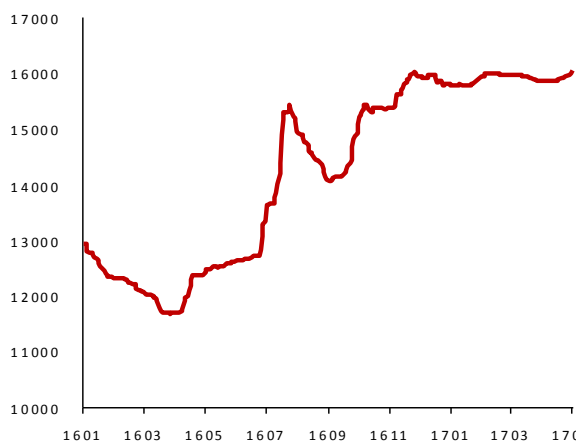
来源：Wind，中泰证券研究所预测整理 注：收盘价截至 2017 年 5 月 5 日，青岛金王 PEG 计算不考虑 2017 年杭州悠可带来的 2.2 亿一次性投资收益

图表 27：次新股盈利预测、估值表

| 公司名  | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | PEG  | PS | 市值<br>(亿元) |
|------|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----|------------|
|      |           | 2017E   | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |      |    |            |
| 安正时尚 | 30.62     | 0.96    | 1.09  | 1.46  | 32    | 28    | 21    | 1.60 | 7  | 87         |
| 比音勒芬 | 62.90     | 1.45    | 1.68  | 2.15  | 43    | 37    | 29    | 2.33 | 8  | 67         |
| 开润股份 | 97.49     | 1.90    | 2.74  | 3.61  | 51    | 36    | 27    | 2.04 | 8  | 65         |
| 拉芳家化 | 40.70     | 0.92    | 1.02  | 1.13  | 44    | 40    | 36    | 4.28 | 7  | 71         |
| 牧高笛  | 53.61     | 0.81    | 0.95  | 1.09  | 66    | 56    | 49    | 4.82 | 8  | 36         |

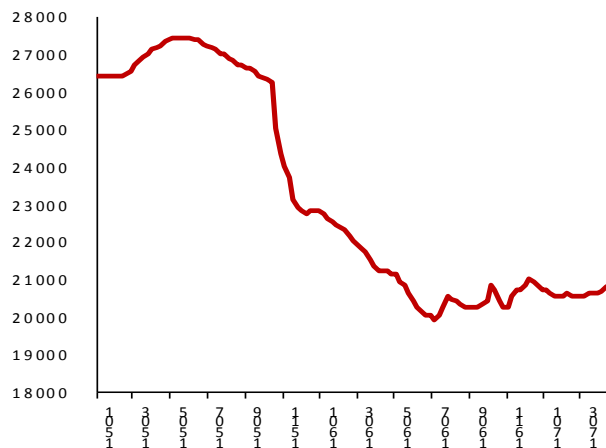
来源：Wind，中泰证券研究所预测整理注：收盘价截至 2017 年 5 月 5 日，盈利预测采用 Wind 一致预期

图表 28：国棉现货（同增 29.57%至 16031 元/吨）



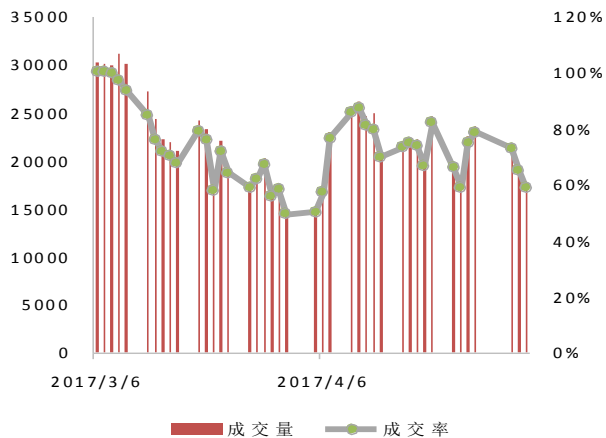
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 29：长绒棉 237（同降 1.18%至 20850 元/吨）



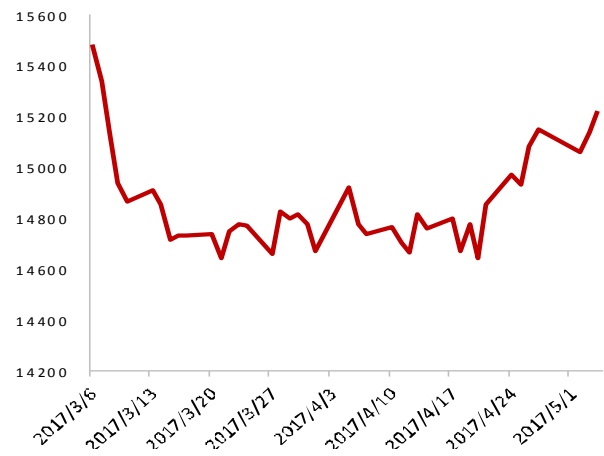
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 30：抛储成交量/成交率统计



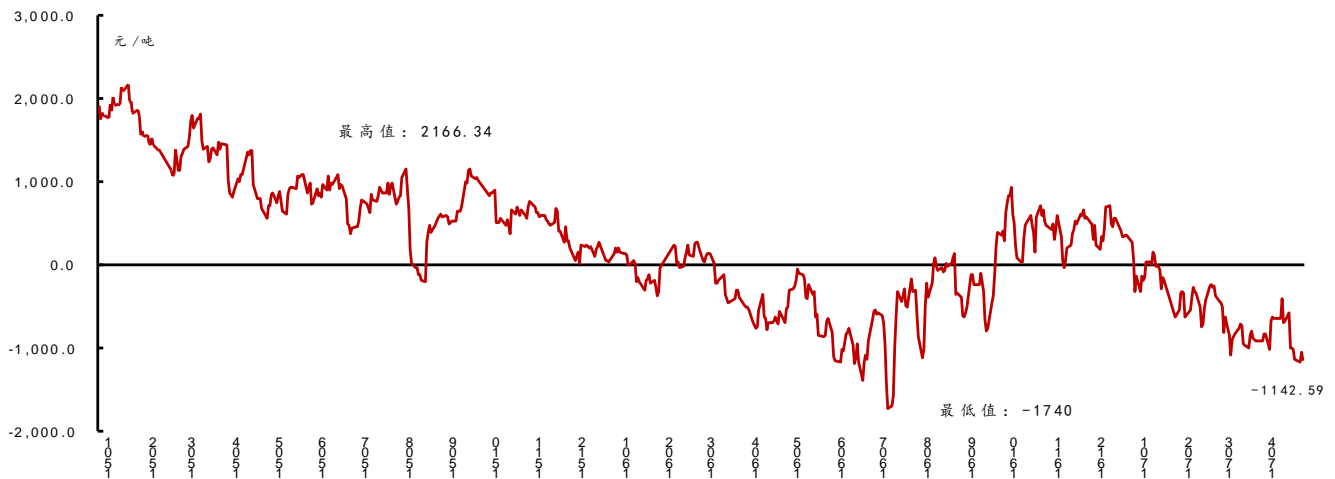
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 31：抛储成交均价统计



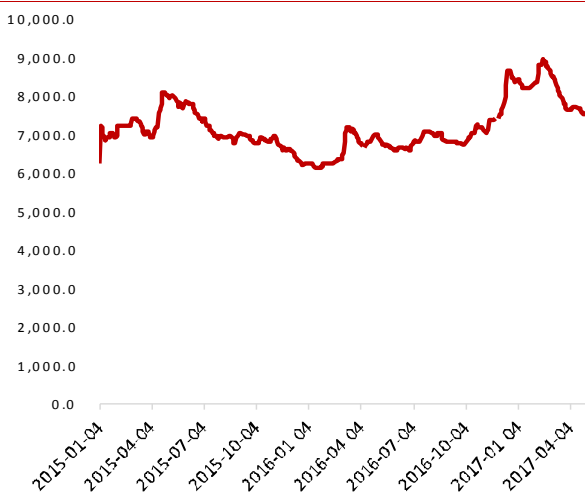
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 32：内外棉差价波动（截至 2017 年 5 月 5 日，内棉价格低于人民币计价的外棉价格 1142.59 元/吨）



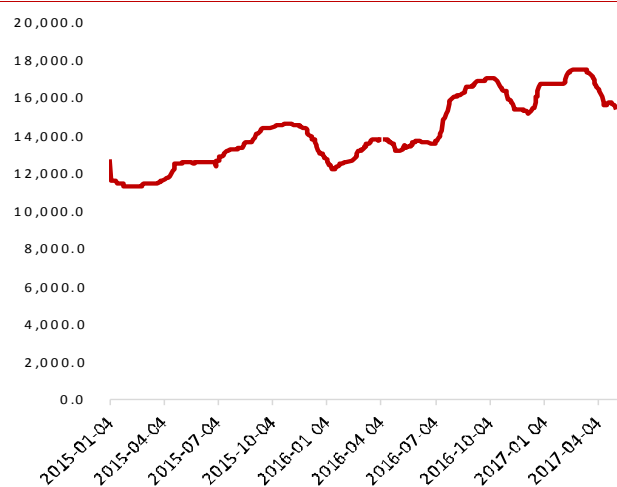
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 33：涤纶短纤（同增 7.97%至 7450 元/吨）



来源：Wind，中泰证券研究所

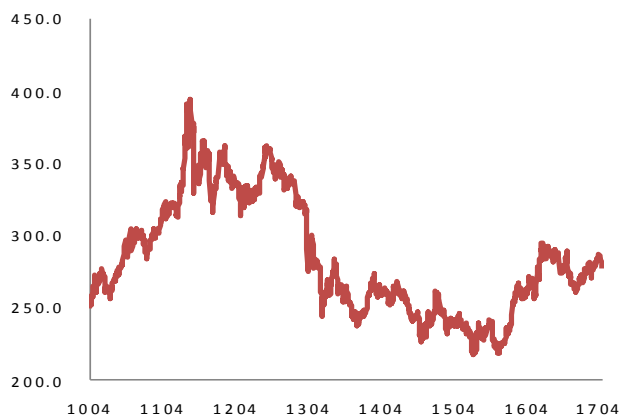
图表 34：黏胶短纤（同增 16.6%至 15275 元/吨）



来源：Wind，中泰证券研究所

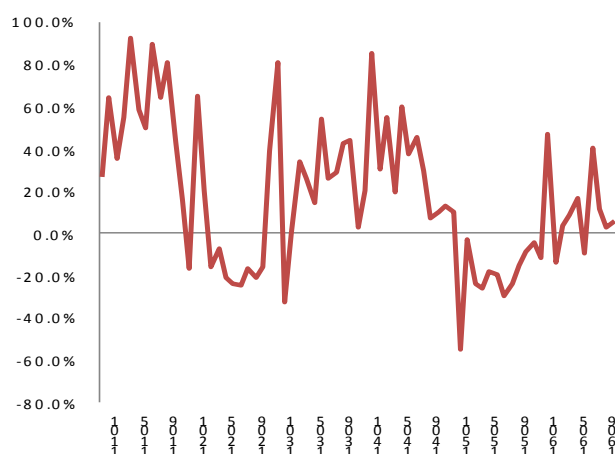


图表 35: 国内金价走势(同增 2.74%至 275.90 元/克)



来源: Wind,中泰证券研究所

图表 36: 国内钻石进口金额(同增 7.5%至 7.16 亿元)



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。