

# 纺织服装

证券研究报告

2019年02月17日

## 消费板块关注度提高，建议配置纺服超跌业绩底组合

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吕明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518040001  
lvming@tfzq.com

郭彬

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120001  
guobin@tfzq.com

于健

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518090002  
yujian@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《纺织服装-行业研究周报:社零数据逐步启稳,提前布局业绩底公司》 2019-01-29

2 《纺织服装-行业研究周报:本周南极电商领涨板块,开润股份迎来布局良机》 2019-01-22

3 《纺织服装-行业专题研究:2019越南纺织服装行业投资指南》 2019-01-19

本周核心组合: 开润股份/南极电商/李宁/森马服饰/水星家纺/百隆东方/九牧王。

- 高性价比组合: 开润股份, 南极电商;
- 高景气体育服饰&童装组合: 李宁、森马服饰、安踏体育;
- 业绩触底组合: 水星家纺, 歌力思;
- 纺织制造组合: 百隆东方, 健盛集团;
- 高股息率组合: 九牧王。

1、**板块数据:** 本周上证指数收于 2682.39 点, 较上周收盘上涨+2.45%; 深证成指收于 8125.63 点, 较上周收盘上涨+5.75%; 沪深 300 收于 3338.70 点, 较上周收盘上涨+2.81%; 申万纺织服装板块收于 1865.85 点, 较上周收盘上涨+4.36%。个股方面, 商赢环球、振静股份、欣龙控股涨幅居服装板块前三; 天创时尚、嘉欣丝绸、森马服饰跌幅居前三。

2、**行业数据及观点:** 12 月社零数据边际改善, 服装针织鞋帽行业增速环比改善, 建议提前布局业绩底公司。2019 年年初以来, 消费板块关注度不断提高, 市场普遍对消费板块业绩底即将到来有所预期, 股价和估值也调整到相位低位, 我们认为, 股价或先于业绩底有所反应, 建议关注超跌业绩底公司。

- 开润股份: 近期由于交易因素股价有所调整, 但公司仍是纺服板块 2019 年较为优质的成长股, 继续重点推荐。
- 李宁: 随着公司内部管理改善, 盈利能力仍有较大上升空间, 我们预计近两年经营净利率每年可提升约 2 个百分点, 继续重点推荐。
- 此外, 百隆东方 2019 年以来棉花期货价格有所上涨, 预计 2019Q1 业绩好于 2018Q4。

### 3、重点公司推荐逻辑

**开润股份:** 1) 近期市场上有担心开润股份“90 分”与南极电商的卡帝乐拉箱是否互相抢份额的问题: 我们认为 90 分和南极电商的卡帝乐拉杆箱都会快速增长, 不是此消彼涨的关系。原因: 第一, 市场定位不同。90 分定位一二线新中产, 价格 299 元以上的市场; 卡帝乐定位三四线, 价位以 299 元以下为主。第二, 预计 2018 年 90 分全网 GMV 在 15 亿左右, 其中线上渠道不能忽略 90 分非天猫数据; 预计卡帝乐箱包 2018 年 GMV 在 6 亿以上, 仍和 90 分总量有差距。两家的箱包都增长非常快, 我们认为更多是抢占天猫上杂牌的市场份额, 因为天猫整体流量增速放缓后, 头部品牌流量优势更加显著。现在还不是 90 分和卡帝乐抢份额的时候。2) 开润的市场预期: 我们此前预计 2018 年开润股份净利润在 1.77 亿左右, 我们认为和我们此前预期不会相差太大。

**南极电商:** 公司 2018 年 GMV 保持持续高增长, 2018 年 GMV 为 205 亿, 同比增长 65%, 近三年的复合增长率保持 70% 以上。目前, 公司商业模式越发清晰, 马太效应凸显, 大规模 GMV 高速增长印证商业模式壁垒。另外, 在精细化管理及新品牌新品类的延伸下, 受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求, 增长动力强劲, 继续维持观点及推荐逻辑不变。

**李宁:** 作为国内运动品牌龙头企业, 李宁业绩自 15 年之后正在逐步复苏: 1) Recovery Story: 李宁自 15 年对产品、渠道、库存的持续改进, 目前仍处于持续改善阶段, 具备较大的业绩弹性, 我们预计未来两年公司经营净利率每年提升 2pct 左右, 仍具改善空间。2) 其次, 李宁的童装新业务李宁 Young, 目前发展势头强劲, 渠道拓展较快, 预计 18 年底门店达到 750 家, 未来将快速发展, 并有望成为公司新的业绩增长驱动力; 3) 另外, 中国李宁运动时尚系列产品市场反响热烈, 未来有望形成中国李宁大品类, 带动李宁业绩的进一步提升。4) 我们在梳理了中国运动服饰发展史后认为, 李宁品牌基因优秀, 品牌形象和品牌效应良好, 研发能力较强, 产品兼具功能性和时尚性; 在 12-14 年低谷期后, 公司迅速做出调整, 在吸取以往失败经验后, 业绩快速恢复, 有望

成为未来国内运动行业具备影响力的龙头企业。

**森马:** 我们认为森马主业扣非利润(剔除并表及 K 项目投资收益)有望超预期。预计报表质量较 2018 年三季报有较明显边际改善,尤其是在经营现金流科目有望出现较大改善,存货规模增速预计小于收入增速。

**风险提示:** 人民币升值风险,终端需求疲软,库存风险,行业回暖、调整不达预期。

### 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-02-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	32.60	买入	0.61	0.81	1.16	2.06	53.44	40.25	28.10	15.83
002127.SZ	南极电商	9.57	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	43.50	27.34	18.76	13.11
02331.HK	李宁	8.62	买入	0.21	0.31	0.42	0.53	41.05	27.81	20.32	16.26
002563.SZ	森马服饰	9.41	买入	0.42	0.59	0.71	0.86	22.40	15.95	13.25	10.94
603365.SH	水星家纺	15.18	买入	0.97	1.14	1.36	1.61	15.65	13.32	11.16	9.43
601339.SH	百隆东方	4.91	买入	0.33	0.40	0.47	0.55	14.88	12.28	10.45	8.93
601566.SH	九牧王	13.20	买入	0.86	1.10	0.94	1.06	15.35	12.00	14.04	12.45

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS, 收盘价及市值截至 2 月 15 日, 李宁收盘价单位为人民币

## 1. 本周观点：社零数据逐步启稳，提前布局业绩底公司

### 1.1. 社零数据逐步启稳，提前布局业绩底公司

12月社零数据边际改善，服装针织鞋帽行业增速环比改善，建议提前布局业绩底公司。

2018年1-12月，社会消费品零售总额380987亿元，比上年增长9.0%（扣除价格因素实际增长6.9%），增速比1-11月略低0.1pct。2018年12月份，社会消费品零售总额35893亿元，同比增长8.2%，环比提高0.1pct。其中，限额以上单位消费品零售额15084亿元，增长2.4%，整体增速呈现启稳态势；2018年12月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长7.40%（11月为5.50%，环比上升1.9pct），同比2017年12月下降2.3pct。边际改善，处于筑底过程，我们认为，部分上市公司业绩持续走低空间收窄，结合目前行业公司估值大多数处于低位，建议留意低业绩逐步收窄的公司：

1) 以开润股份、南极电商为代表的专注于高性价比产品的公司，预计2019年业绩继续高速增长。

2) 百隆东方2018Q4棉花期货账面亏损并非真实亏损，且近期棉花期货价格有所上涨，期货端的浮亏会减小；同时预计2019Q1会有棉花成本端带来的收益，我们认为2019Q1边际改善。

3) 港股标的继续推荐盈利能力逐步提升、产品力明显提升的李宁。此外，在行业尚在寻底过程中，我们继续推荐高股息率的九牧王等标的，做为防守品种。

#### 重点公司推荐逻辑：

1) **开润股份**：1) 近期市场上有担心开润股份“90分”与南极电商的卡帝乐拉杆箱是否互相抢份额的问题：我们认为90分和南极电商的卡帝乐拉杆箱都会快速增长，不是此消彼涨的关系。原因：第一，市场定位不同。90分定位一二线新中产，价格299元以上的市场；卡帝乐定位三四线，价位以299元以下为主。第二，预计2018年90分全网GMV在15亿左右，其中线上渠道不能忽略90分非天猫数据；预计卡帝乐箱包2018年GMV在6亿以上，仍和90分总量有差距。两家的箱包都增长非常快，我们认为更多是抢占天猫上杂牌的市场份额，因为天猫整体流量增速放缓后，头部品牌流量优势更加显著。现在还不是90分和卡帝乐抢份额的时候。2) 开润的市场预期：我们此前预计2018年开润股份净利润在1.77亿左右，我们认为和我们此前预期不会相差太大。

2) **南极电商**：我们预计公司2018年GMV保持持续高速增长，2018年GMV为205亿，同比增长65%，近三年的复合增长率保持70%以上。目前，公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模GMV高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，继续维持观点及推荐逻辑不变。

3) **李宁**：作为国内运动品牌龙头企业，李宁业绩自15年之后正在逐步复苏：1) Recovery Story：李宁自15年对产品、渠道、库存的持续改进，目前仍处于持续改善阶段，具备较大的业绩弹性，我们预计未来两年公司经营净利率每年提升2pct左右，仍具改善空间。2) 其次，李宁的童装新业务李宁Young，目前发展势头强劲，渠道拓展较快，预计18年底门店达到750家，未来将快速发展，并有望成为公司新的业绩增长驱动力；3) 另外，中国李宁运动时尚系列产品市场反响热烈，未来有望形成中国李宁大品类，带动李宁业绩的进一步提升。4) 我们在梳理了中国运动服饰发展史后认为，李宁品牌基因优秀，品牌形象和品牌效应良好，研发能力较强，产品兼具功能性和时尚性；在12-14年低谷期后，公司迅速做出调整，在吸取以往失败经验后，业绩快速恢复，有望成为未来国内运动行业具备影响力的龙头企业。

4) **森马**：我们认为森马2018年主业扣非利润（剔除并表及K项目投资收益）有望超预期。预计报表质量较2018年三季报有较明显边际改善，尤其是在经营现金流科目有望出现较大改善，存货规模增速预计小于收入增速。

## 1.2. 推荐标的简述

本周核心组合：开润股份/南极电商/李宁/森马服饰/水星家纺/百隆东方/九牧王。

- 高性价比组合：开润股份，南极电商；
- 高景气体育服饰&童装组合：李宁、森马服饰、安踏体育；
- 业绩触底组合：水星家纺，歌力思；
- 纺织制造组合：百隆东方，健盛集团；
- 高股息率组合：九牧王。

图 1：重点公司估值情况概览

证券简称	预测PE 2018	预测PE 2019	2018-2019 净利润 CAGR	预测净利润 增长率 2018	预测净利润 增长率 2019	净利润 2017 (百万元)	预测净利润 均值2018 (百万元)	预测净利润 均值2019 (百万元)	预测净利润 均值2020 (百万元)	总市值 (亿元)
开润股份*	40.2	28.1	37.6%	32.4%	43.1%	133.4	176.6	252.7	-	70.9
南极电商*	27.0	18.8	53.0%	62.6%	44.1%	534.3	868.6	1,251.3	1,783.9	234.9
李宁*	27.4	20.6	33.5%	33.7%	33.2%	515.2	688.6	917.5	1,157.4	188.9
森马服饰*	16.1	13.3	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	254.1
水星家纺*	13.4	11.2	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	40.5
百隆东方*	12.3	10.5	20.0%	22.3%	17.8%	487.7	596.6	702.9	832.0	73.7
歌力思*	14.4	12.2	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	53.9
安踏体育*	24.9	20.5	23.7%	26.1%	21.4%	3,087.8	3,893.3	4,725.6	5,745.9	970.6
九牧王*	12.0	14.1	4.5%	27.9%	-14.6%	494.1	632.1	539.6	610.0	75.9
健盛集团*	19.1	15.1	48.6%	75.1%	26.2%	131.5	230.2	290.5	357.7	43.9
华孚时尚*	10.3	8.4	25.4%	27.1%	23.8%	677.4	861.1	1,065.6	1,244.1	89.0
海澜之家*	11.9	10.9	7.5%	6.5%	8.6%	3,328.9	3,545.3	3,849.9	4,309.4	421.0
鲁泰A*	9.7	8.9	6.6%	4.0%	9.2%	841.2	875.2	955.5	1,071.8	84.8
安正时尚*	11.8	9.0	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	42.5
太平鸟*	13.2	9.8	36.5%	38.4%	34.7%	456.3	631.3	850.5	1,022.5	83.6
比音勒芬*	25.1	18.4	40.6%	45.0%	36.4%	180.2	261.3	356.3	464.1	65.5
森马服饰*	16.1	13.3	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	254.1
罗莱生活*	13.2	11.1	23.4%	28.6%	18.4%	427.9	550.2	651.3	763.8	72.5
维格娜丝	9.7	8.1	31.2%	43.7%	19.8%	189.9	273.0	326.9	391.8	26.6
天创时尚	16.8	14.2	29.5%	42.1%	18.0%	187.9	267.1	315.2	351.7	44.7
朗姿股份	14.5	12.6	24.1%	34.3%	14.7%	187.6	251.9	288.9	341.6	36.4
新野纺织	8.1	6.8	24.6%	29.7%	19.6%	292.2	379.0	453.2	540.6	30.8
七匹狼	14.0	12.4	12.2%	11.6%	12.7%	316.6	353.4	398.3	435.0	49.6
富安娜	12.0	10.5	16.3%	18.3%	14.2%	493.5	583.8	667.0	754.2	70.1
搜于特	11.2	10.0	7.4%	2.8%	12.2%	612.8	629.9	706.6	784.6	70.5
孚日股份	10.3	9.3	11.4%	12.4%	10.4%	410.2	461.0	509.0	567.0	47.6
伟星股份	15.4	13.8	4.1%	-2.7%	11.5%	364.6	354.7	395.4	444.0	54.7
拉夏贝尔*	6.2	5.6	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	35.0
航民股份	10.4	9.6	9.3%	10.4%	8.3%	573.6	633.4	685.7	749.2	65.7
雅戈尔	17.2	15.5	150.0%	461.8%	11.3%	296.7	1,667.0	1,855.0	0.0	286.9
联发股份	9.3	9.2	3.9%	6.6%	1.3%	360.3	384.0	389.0	414.0	35.8
汇洁股份	16.6	12.8	5.6%	-13.6%	29.2%	222.3	192.0	248.0	272.0	31.8
申洲国际	26.4	21.9	21.9%	23.7%	20.2%	3,762.7	4,653.0	5,593.5	6,633.0	1,227.4
天虹纺织*	6.1	5.3	16.4%	17.2%	15.6%	1,151.9	1,349.4	1,559.6	1,810.5	82.3
裕元集团	16.5	12.3	-7.3%	-35.7%	33.5%	3,392.7	2,182.5	2,914.6	3,225.6	359.4
佐丹奴国际	11.6	10.7	9.5%	11.3%	7.8%	418.0	465.3	501.5	552.4	53.9
中国利郎	9.9	8.4	20.6%	24.2%	17.1%	611.0	759.0	889.0	1,046.0	74.8
361度	5.4	5.5	4.1%	11.0%	-2.4%	456.7	507.0	495.0	523.5	27.3
特步国际	16.0	13.4	35.0%	52.6%	19.4%	408.1	623.0	744.0	855.0	99.9
互太纺织	10.6	10.0	22.7%	41.1%	6.7%	596.2	841.2	897.5	973.3	89.4
新秀丽	20.1	15.4	-3.5%	-28.7%	30.5%	2,184.1	1,557.9	2,032.6	2,301.8	312.6
南旋控股	7.1	6.0	-0.3%	-15.6%	17.6%	262.0	221.2	260.2	310.2	15.7
安踏体育	24.5	19.7	26.2%	28.0%	24.4%	3,087.8	3,953.7	4,920.0	6,044.7	970.6
维珍妮	22.3	16.2	48.2%	59.2%	38.0%	192.5	306.3	422.6	672.1	68.3
晶苑国际	10.0	9.4	9.8%	12.5%	7.2%	969.9	1,091.2	1,169.9	1,345.7	109.6
都市丽人	12.9	10.8	20.3%	21.1%	19.6%	317.0	383.9	459.0	542.5	49.6
江南布衣	10.0	8.5	30.8%	46.3%	17.0%	331.6	485.0	567.4	667.6	48.5
中国动向	7.8	8.0	-4.2%	-5.3%	-3.0%	804.6	762.0	739.0	765.0	59.3
波司登	16.9	12.9	31.5%	31.6%	31.4%	615.5	810.0	1,064.0	1,293.0	137.2
CAPRI	8.7	8.7	18.3%	40.2%	-0.2%	3,721.9	5,219.5	5,210.4	5,578.9	453.4
盖普公司(GAP)	9.7	9.6	12.2%	24.7%	1.0%	5,332.6	6,647.6	6,714.5	6,241.6	646.6
耐克公司(NIKE)	31.5	27.6	62.9%	132.6%	14.0%	12,399.0	28,846.0	32,898.6	37,848.6	9,086.6

资料来源：Wind、天风证券研究所，备注：1) 市值截至时间 2019 年 2 月 15 日；2) 标\*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标\*公司盈利预测均来自于 Wind；3) 港股及海外股总市值单位为人民币

## 2. 近期报告回顾

### 2.1. 体育行业专题二——李宁还会再创下下一个巅峰十年吗？

我们在 19 年投资策略中曾提示过运动服饰行业的投资机会，前期我们也针对国内运动品牌龙头安踏体育撰写过体育专题的第一篇报告，本篇报告是我们体育行业专题的第二篇报告，我们希望讨论国内运动品牌另一大龙头——正在持续复苏中的李宁。

**纵观李宁的发展之路，其实也是整个中国运动服饰行业的缩影。**

**第一阶段：**1980-1990 年整个行业以贴牌代工生产为主，通过这一时期为国际品牌进行代工生产，国内技术工人在掌握了技术后自己创建工厂，成为未来众多运动品牌的前身。

**第二阶段：**1990-2000 年前后，我们认为整个运动行业品牌意识萌芽的年代，也是国内各运动品牌创立的时期。在这一时期，我国知名奥运冠军李宁先生创立“李宁”同名品牌，并借助个人影响力和赛事赞助使品牌被迅速打响，成长为国内领先的运动品牌龙头。

**第三阶段：**2000-2011 年是运动品牌跑马圈地的黄金十年，行业得到高速发展，并借助奥运之风走向巅峰。同样，在这一时期，也是李宁品牌的巅峰十年。李宁通过国际赛事合作签约，进一步扩大品牌影响力；渠道快速扩张，从 2003 年 1985 家扩张到 2010 年的 7915 家门店；2004 年李宁成功在香港上市，成为第一家上市的国内运动品牌；并在 09 年成功超越市占率一直排名第二的 Adidas，稳居国产运动品牌霸主地位。这一时期，李宁的净利润 CAGR 达到 41%。

**第四阶段：**但是 2012-2014 年由于运动品牌前期的盲目扩张，行业爆发库存危机持续低迷，进入调整期。这一时期的李宁业绩也跌落谷底，我们认为主要系：

- 1) 由于前期经销渠道的快速扩张，而销售滞后，终端门店管理能力较弱，加重了库存积压带来的影响，从而引发关店潮，12 年李宁净关店 1821 家，直接影响公司业绩。
- 2) 李宁在品牌转型和战略定位上出现失误。① 定位失误：李宁在 2010 年重塑品牌，定位“90 后”一代年轻消费群体，但年轻一代消费者对于李宁品牌的认同感并不强烈，而公司以往的老客户无法适应品牌和产品上年轻化的改变，导致李宁的终端销售不尽如人意，业绩急速下滑。② 定价失误：李宁为提升品牌形象，产品价格有所提升，丧失了性价比优势，造成消费者流失；③ 内部管理出现问题，两次改革未能成功：张志勇 PPT 项目无疾而终，并导致公司内部出现内讧，李宁换帅金珍君，虽未改李宁困局，但为公司后续改革奠定基础。

**第五阶段：**2015 年至今，国内运动品牌行业基本调整到位，开始恢复增长。这一时期李宁回归，公司逐渐走出低谷，业绩开始全面复苏。截至到 2018H1 李宁实现营收 47.13 亿元，同比增长 18%；归母净利润达到 2.69 亿元，同比上升 42.33%。

李宁通过对产品、渠道、库存的持续改进，业绩正在逐步恢复，目前有望迎来拐点，未来具备较大的业绩弹性并且成为具有成长性的国产运动品牌的龙头企业。

**1、Recovery Story：**李宁经营性净利率预计未来两年每年提升 2pct。主要得益于：

1) 毛利率提升：我们预计公司未来两年毛利率有望每年提升 1pct 左右。① 渠道端：线下：提升渠道整体质量，提升直营门店比例。截至到 18H1 李宁直营业务收入占比由 12 年的 22%提升至 18H1 的 34%，由于直营业务毛利率相比加盟业务高，未来李宁将持续提升零售运营能力，直营门店占比将进一步提升，拉动毛利率稳步提升。线上：大力发展电商渠道业务，线上渠道占比由 12 年 4%提升至 18H1 的 22%，我们认为随着公司电商渠道进一步完善，电商渠道对于公司的营收贡献将进一步提升，预计占比将提升并维持在 30%左右，从而拉动毛利率水平。② 产品端：18H1 李宁销售中新品占比达到 81%，未来李宁通过产品的持续创新和特色营销手段，将进一步提升新品的市场竞争力，预计新品的占比逐年提升，将有效拉动公司毛利率。

2) 费用端：2015 年开始，李宁开始大幅缩减广告及赞助费用，我们预计李宁未来的广告

及市场推广开支将维持在 10%-11% 的区间内，有利于李宁提升净利率水平。

3) 内部效率提升：除了严控成本，减少费用端的开支外，李宁通过内部精细化管理，提升整体经营管理效率，从而进一步提升公司净利率水平。

## 2、李宁 YOUNG 童装业务具备较大发展机会

近年童装行业发展潜力的进一步显现，行业规模快速提升，18 年达到 2091 亿元，未来 5 年 CAGR 达到 13.02%，童装领域也成为各品牌的必争之地。李宁在回归后重塑童装业务，使李宁 YOUNG 得到了快速的发展。① 产品端：为产品赋予更多的话题性和故事性，提升产品溢价能力；② 渠道端：拓展童装渠道，18H1 新开童装渠道占全品牌新开门店数的 98%，预计 18 年将达到 750 家；我们认为公司童装业务未来具备较大的发展机会，并有望成为公司新的业绩增长点。

## 3、“中国李宁”运动时尚品类有望成为公司未来重要的业绩贡献品类

李宁通过纽约和巴黎两场时装周，主打怀旧和中国元素，使“中国李宁”运动时尚品类迅速打响市场，也让国潮成为中国李宁运动时尚品类的标签。① 产品端：由于中国李宁系列的产品定位趋于中高端，风格更贴近时下潮流和流行趋势，可以满足年轻一代消费者的需求，市场反响较好；② 渠道端：李宁对“中国李宁”系列产品开设独立店铺，目前有 20 家左右，我们预计未来两年可以达到 100 家左右，由此我们认为未来“中国李宁”系列有望成为李宁复兴路上的关键环节，并有望成为李宁未来重要的业绩贡献品类。

**首次覆盖给予“买入”评级，预计 3-6 个月目标价为 10.5 元。**

我们预计公司 2018-2020 年的营收分别为 103.52 亿元、119.58 亿元、136.24 亿元，同比增长 16.4%、15.5%、13.9%；预计归母净利润分别为 6.89 亿元、9.17 亿元、11.57 亿元，同比增长 33.7%、33.2%、26.2%。预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.31/0.42/0.53 元，对应 PE 为 25.59/19.21/15.23。由于李宁自 15 年业绩开始逐步恢复，目前仍处于业绩改善阶段，其净利率水平与同行业其他公司相比仍具备较大的提升空间，未来盈利能力将持续提升；其次，公司童装业务李宁 YOUNG 近年得到快速发展，未来有望成为公司新的业绩增长点；另外运动时尚品类市场反响热烈，有望形成中国李宁大品类，带动李宁业绩的进一步提升。考虑到公司仍具备较强的成长性；同时我们选取公司所处运动品牌行业中的海外龙头企业：Adidas、NIKE、以及国内运动品牌龙头安踏体育的 19 年平均估值为 24 倍，我们给予国内运动品牌龙头企业李宁 19 年 25 倍 PE，对应目标价 10.5 元人民币，即 12.18 港元（汇率为 2019 年 2 月 13 日，1 港元=0.8623 元人民币）。

**风险提示：**终端消费疲软、渠道拓展不及预期、童装及运动时尚大品类拓展不及预期。

（报告摘自 2019 年 2 月 13 日《体育行业专题二——李宁还会再创下下一个巅峰十年吗？》）

## 2.2. 九牧王：主业稳健，分红比例高的现金牛型投资标的

### 主品牌产品年轻化稳健发展，副品牌逐步开始走向盈利期

**主品牌：**渠道调整逐渐结束，通过分标策略推进产品年轻化。2017 年公司对九牧王主品牌进行分标策略，推出黑灰两个产品标牌，我们预计主品牌未来年轻灰标产品占比将继续提升，未来三到四年内灰标产品占比将有望超过传统黑标产品。灰标产品带来的年轻化将提升主品牌竞争力提升。渠道方面，主品牌渠道端调整基本到位，我们认为从 2019 年起，主品牌渠道数量将恢复到净开店水平，面积继续保持稳中有升的趋势。

**副品牌：**逐步度过培育期，走向盈利期。公司除九牧王主品牌外，主要副品牌为自有孵化的 FUN，NASTYPALM（原 J1 品牌），VIGANO 和对外投资收购的 ZIOZIA。我们预计各个副品牌经过几年的发展，逐步从培育期走向盈利期，2019 年 FUN 品牌有望扩大盈利规模，ZIOZIA 有望达到盈亏平衡，NASTYPALM 品牌发展时间仍短，或有微亏，2020 年有望盈利，短期来看多数新品牌在 2019-2020 年均有望跨过盈亏平衡点。

### 资产质量优秀，长期保持高分红比例

**资产质量：**截至 2018Q3 期末，资产负债率 20.85%，长期资本负债率 4.65%，近年来整体负债率维持较低水平，且无任何短期借款，而公司账上现金，其他流动资产和可供出售金融资产近五年来一直保持在 20 亿元以上，截至 2018 年 Q3 期末，现金+其他流动资产+可供出售金融资产规模约 29.3 亿元，可变现资产规模大，负债水平低，长期有望保持高分红率。

**分红比例：**自上市以来每年分红可观，每股派息呈稳步增长的态势，从 2011 年的 6 元/10 股增长至 2017 年的 10 元/10 股，分红比例高，近三年平均分红比例超过 90%。公司主业稳定，同时长期资本负债率较低，未来有望维持高分红比例。2017 年公告的股东回报计划中表示，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的 70%。截至 2019 年 1 月 25 日，假设维持 70% 现金分红比例的情况下，预计对应 2018 年股息率 7% 以上，属于行业较高水平。

#### 盈利预测与投资建议：

**盈利预测：**预计 2018-20 年的 EPS 分别为 1.1 元，0.94 元，1.06 元。我们认为公司将受益于主品牌年轻化，提高品牌竞争力，副品牌从 2018 年开始逐渐由亏损转为盈利，且公司有可观的分红比例与股息率（预计对应现价 2018 年预期股息率约 7.5%）。我们认为九牧王资产质量优秀，现金流良好，保持高分红比例，主业经营稳健，目前时点，可以称的上“现金牛型”投资标的。公司目前估值低于行业平均，考虑到公司品牌及产品年轻化，竞争力提升，参考 A 股男装行业主要上市公司（七匹狼、海澜之家、比音勒芬、报喜鸟）2018 年平均 PE 15.5x，九牧王作为国内男装优秀品牌，给予 18 年 15x，对应目标价 16.5 元，首次覆盖并给予公司“买入”评级。

**风险提示：**主品牌复苏不及预期，消费疲软，库存风险等。

（报告摘自 2019 年 2 月 11 日《九牧王：主业稳健发展，分红比例高的现金牛型投资标的》）

### 2.3. 2019 越南纺织服装行业投资指南

#### 深度调研越南纺织业，越南投资干货全整合。

2019 年 1 月 9 日-2019 年 1 月 11 日，天风证券研究所纺织服装团队深入到越南进行调研；并重点对百隆东方、鲁泰 A、健盛集团所在的越南产区进行了调研。纺织制造行业等劳动密集型行业，向东南亚地区转移的趋势不可避免，很多国内的企业跃跃欲试，那么如何在越南投资、在越南投资的优劣势是什么？我们将在此报告里详细回答您所关心的投资越南的问题。

如果您需要到越南投资，那您一定需要了解越南这个国家的情况。作为与中国一衣带水的越南，其地理条件优越，交通设施便利，自然资源丰富。另外，目前越南的劳动力资源丰富，仍处于人口红利期，人口平均年龄仅 31 岁，35 岁以下人口约占总人口的 55.6%。那么在近年中国产业升级的阶段，越南凭借其成本、税收和较为宽松的贸易环境优势，吸引了众多产业的转移和进入。

纺织服装行业是最典型的劳动密集型行业，也是最早向越南转移的行业，透过越南纺织业的发展，可以较好了解越南投资历史和现状。纺织业是 2013 年前后逐步向越南地区转移的，在调研了百隆东方、鲁泰 A 和健盛集团的越南产区后，我们认为越南相比于东南亚其他国家具备以下优势：

1) 越南尚存很多产业空白，比如就纺织服装行业来说，越南的纺织配套工业较弱，纺织面料生产高度依赖进口，存在较大的投资机会。以百隆东方为例，公司 13 年进入越南投资建厂时所做的市场调研显示，当时 82% 越南服装生产的面料是从中国大陆、中国台湾和韩国等地进口。

2) 越南的文化与中国相近，员工素质相比东南亚其他国家好，管理较为方便。

- 3) 成本优势：在能源、劳动力、土地、原材料等方面成本相对国内低廉。
- 4) 税收优势：企业所得税最高优惠税率是“四免九减半”，标准优惠税率是“两免四减半”，对于外商来说具备较强的吸引力。目前百隆东方及健盛集团的海防市工厂可以享受“四免九减半”的政策。
- 5) 关税优势：越南加入多个自由贸易协定，并有多个协定正在谈判推进，具备优势。
- 6) 下游客户拉动：近期由于中美贸易战的影响，纺织企业的下游客户更希望产品能够在东南亚地区如越南进行出货，NIKE、ADIDAS 等品牌只要其供应商有越南工厂，他们就会要求订单优先放到越南工厂来进行生产，有利于其降低成本，规避贸易风险。下游客户的需求和订单的转移，也促使我国纺织企业的产能向越南进行转移。

如果现在到越南投资还有优势吗？

不可否认的是，相比于 2013 年前后，越南的整个投资环境已经发生了很大的变化，虽然人工成本和租金在持续上涨，但是相比国内仍然具有优势；其次，越南原材料价格优势、税收及关税优势仍存；另外，订单趋向越南转移也迫使我国纺织企业必须来越投资建厂，同时能有效规避贸易战的不确定性带来的风险。由此，我们可以看到国内的色纺纱龙头企业华孚时尚在 2018 年 12 月 16 日通过子公司越南华孚投资 25 亿元建设越南新兴纱线项目，继续对越南持续投资。所以我们认为如今到越南投资仍然具有优势。

越南本国是否有大的纺织企业呢？

有，但是数量并不多。主要原因：1) 越南纺织业整体实力不强，全产业链布局不均衡，产业大多以成衣制造为主，面料技术落后制约当地纺织服装业发展。2) 越南纺织服装产业发展中主要依靠外资投资。截至 2018 年，外资企业占越南纺织服装企业的比重约为 25%，为该行业贡献了 60% 的出口总额。外资企业往往会产业链“抱团”，例如，中国大陆的成衣制造公司更倾向于向中国大陆的面料厂、纱线厂采购，韩国和中国台湾的相关公司也都抱团，越南当地企业较难切入进去。

那么在越南投资有什么不足之处？

- 1) 首先，近年随着来越投资的外商逐渐增多，对于劳动力需求的大幅提升使得近年工厂在越南招工存在一定困难，一类地区此问题凸显。我们在对健盛集团越南产区的调研中得知，其海防市工厂位于一类地区，2015 年只要贴广告，应聘者就会排队前来。但从 2017 年开始，张贴广告已经不足以招到工人，要发传单才能招到人。
- 2) 其次基础设施较为落后，由于政府外债占比较高，18 年占 GDP 的 50% 左右，导致越南政府没有充足资金加强基础设施建设。
- 3) 存在贪污腐败问题：越南政府不可避免也存在一些贪污腐败问题。
- 4) 外汇管制较为严格，且越南盾汇率波动较大，总体呈现小幅贬值趋势。

在越南投资有什么风险呢？

- 1) 首先应该注意经济过热风险。此次我们和越南富布莱特大学的大学交流后了解到，尽管越南是个低收入的国家，但是 GDP 增长非常迅猛，已经引起了世界银行和 IMF 的担忧，2018 年 IMF 提示越南的经济有过热的风险，IMF 认为越南的经济增长率应该保持在 6.5% 左右，但真实情况却在 7% 左右。另外越南的房价持续走高，未来将持续上涨，比如 18 年胡志明市第一郡的优质豪宅的价格在 6000-8000 美元/平方米(40000-55000 元/平方米)，这些单位面积在 75-95 平方米之间，也就是说，这一地区一套豪宅的总价平均总价在 45 万到 76 万美元之间(300-500 万元之间)。这个价格已经与目前深圳福田区中心的房价相差不多。
- 2) 其次，应该注意政治风险，新上任的越南领导对中国友好倾向，中越关系预计将趋于稳。然而，中越关系也存在一定的潜在威胁。比如近年越南反华事件多发，也对于在越的中国企业来说造成了一些损失。

3) 由于越南对于外汇的管制较为严格, 规定企业申请的美元贷款必须用于支付商品或劳务进口且有能力用自有外汇收入支付还款, 对于在越的中国企业来说就具备一定的融资风险。主要是由于近年来越盾兑美元汇率不稳, 越盾兑美元大幅贬值, 而人民币兑美元有升值的可能性, 所以若中资企业使用美元计价结算, 这使在越南的中国企业面临双重汇率风险。

**投资建议:**

百隆东方、健盛集团、鲁泰 A、申洲国际。

风险提示: 越南经济过热、政治风险、融资风险。调研信息可能不尽全面, 如依据本报告自行赴越投资造成的后果自行承担。

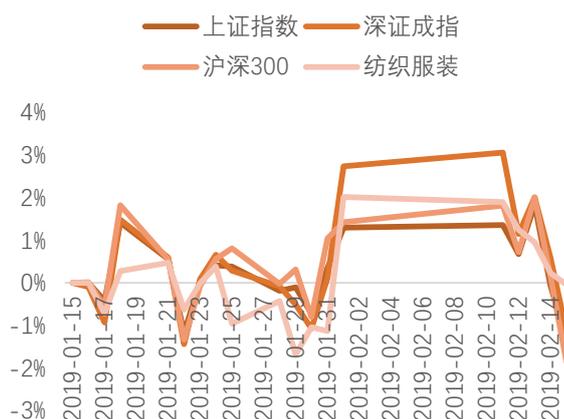
(报告摘自 2019 年 1 月 19 日《2019 越南纺织服装行业投资指南》)

### 3. 市场行情

#### 3.1. 板块及个股涨跌幅

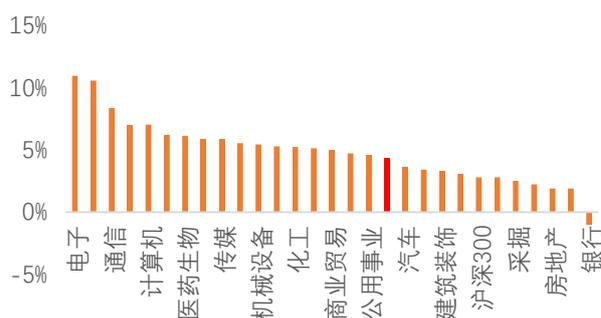
本周上证指数收于 2682.39 点, 较上周收盘上涨+2.45%; 深证成指收于 8125.63 点, 较上周收盘上涨+5.75%; 沪深 300 收于 3338.70 点, 较上周收盘上涨+2.81%; 申万纺织服装板块收于 1865.85 点, 较上周收盘上涨+4.36%。

图 2: 纺织服装板块月度走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

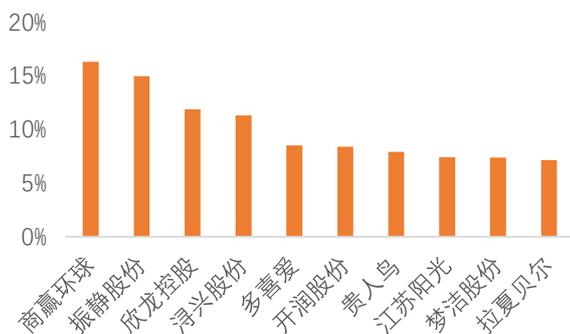
图 3: 申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源: Wind, 天风证券研究所

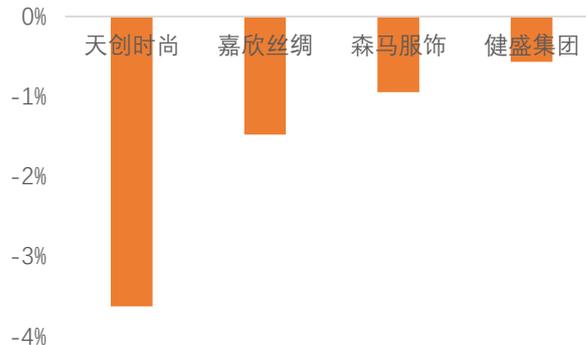
个股方面, 商赢环球、振静股份、欣龙控股涨幅居服装板块前三; 天创时尚、嘉欣丝绸、森马服饰居跌幅居前三。

图 4: 纺织服装个股周涨幅前十名 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 纺织服装个股周涨幅后四名 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2. 行业数据回顾

#### 3.2.1. 零售端：12月零售数据边际改善，服装针织鞋帽行业增速环比上升

2018年1-12月，社会消费品零售总额380987亿元，比上年增长9.0%（扣除价格因素实际增长6.9%），增速比1-11月略低0.1pct。2018年12月份，社会消费品零售总额35893亿元，同比增长8.2%，环比提高0.1pct。其中，限额以上单位消费品零售额15084亿元，增长2.4%；2018年12月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长7.40%（11月为5.50%，环比上升1.9pct），同比2017年12月下降2.3pct。边际改善，处于筑底过程，预计有19年春节提前效应影响。继续关注终端数据，等待行业复苏。

图6：2017年至今限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额：当月同比（%）



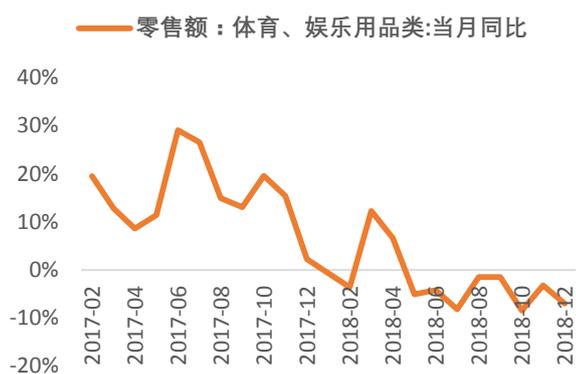
资料来源：Wind，天风证券研究所

图7：2017年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：2017年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额：当月同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图9：2017年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2011 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2017 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 出口：纺织品出口小幅上涨，服装类出口累计增速小幅上涨

截至 2019 年 1 月，据海关总署发布的数据显示 1 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 114.12 亿美元，同比上升 14.29%；累计出口 114.12 亿美元，同比上升 14.60%，涨幅相比 12 月有所升高；服装及衣着附件 1 月的出口金额为 136.51 亿美元，同比上升 4.03%，累计出口 136.51 亿美元，同比上升 5.10%，相比 12 月份（同比上升 0.30%）有所上升。

图 12：2011 年至今纺织品出口增速：累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2016 年至今服装及衣着附件出口增速：累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 3.2.1. 上游：上游原料价格小幅波动，羊毛进口价格下降明显

**中国棉花综合价格指数：**118.46，较上周下降 0.12%。

**棉花进口价格：**2018 年 12 月为 1,998.98 元/吨，较 11 月份 2,059.06 元/吨，下降-2.92%。

**羊毛进口价格：**2018 年 12 月为 9,910.23 元/吨，较 11 月份 10,537.911 元/吨，下降-5.96%。

**粘胶短纤、长丝价格：**粘胶短纤本周均价为 13,450.00 元/吨，较上周相比上涨了 0.37%。粘胶长丝本周均价 37,700 元/吨，与上周价格持平。

**涤纶短纤、长丝价格：**涤纶短纤本周均价为 8,850.00 元/吨，与上周价格持平。涤纶长丝 POY 本周均价为 8,500.00 元/吨，较上周下降 0.41%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 9,900.00 元/吨，与上周价格持平。涤纶长丝 DTY 本周均价为 10,400.00 元/吨，与上周价格持平。

**国内棉布产量：**12 月棉布产量 47.60 万吨，同比下降-1.25%。

**国内棉纱产量：**12 月棉纱产量 266.60 万吨，当月同比下降-2.27%。

图 14：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势（美分/磅）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



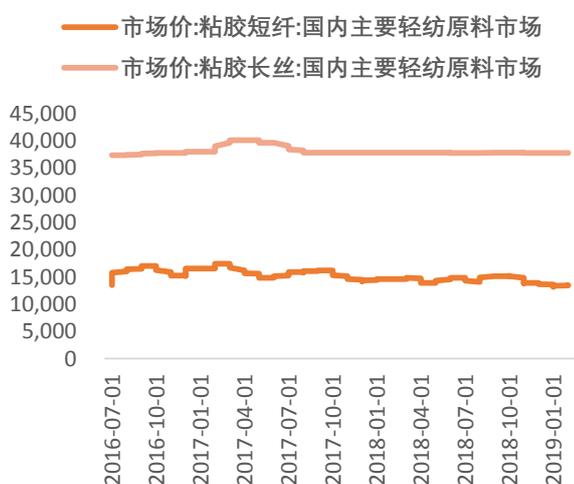
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



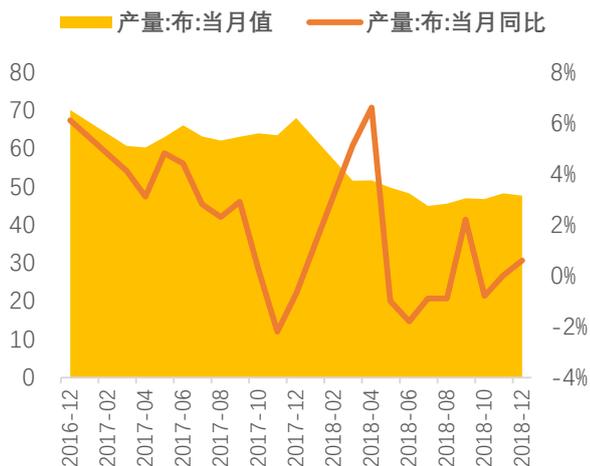
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



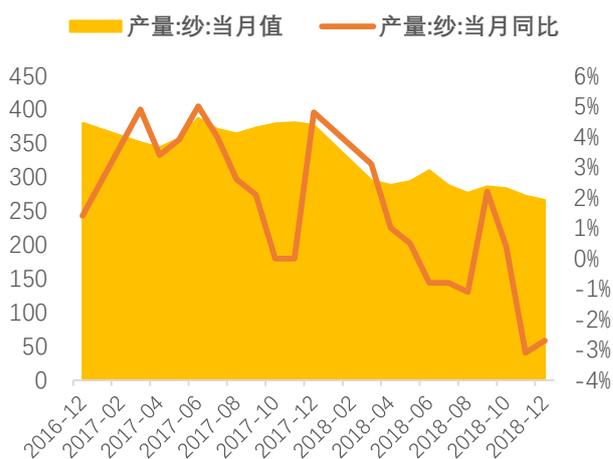
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2016 年至今国内棉布产量走势单位：（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2016 年至今国内棉纱产量走势单位：（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 行业投资：纺织行业投资增速上升，服装行业投资增速下降

**纺织行业固定资产投资：**2018 年 12 月，纺织行业固定资产投资同比增长+5.10%，较上月同比增速有所上升（+0.20pct）。

**服装行业固定资产投资：**2018 年 12 月，纺织服装行业固定资产投资同比下降-1.50%。

图 22：2012 年至今纺织行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2012 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



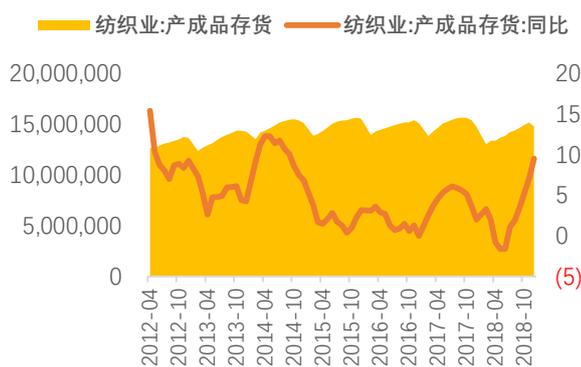
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.3. 行业库存情况：纺织业库存继续增长，服装行业库存增速放缓

**纺织行业库存情况：**2018 年 12 月，纺织行业产成品库存 1,478.40 亿元，同比增长 9.50%，较上月增速有所增加（+2.40pct）。

**服装行业库存情况：**2018 年 12 月，服装行业产成品库存 1,020.30 亿元，同比增长 5.40%，较上月增速有所放缓（-0.90pct），库存量有所下降。

图 24：2012 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2012 年至今服装行业库存情况及同比（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 公司公告

#### 3.3.1. A 股公告：

**多喜爱 (002761.SZ)** 公司控股股东、实际控制人质押的部分公司股票因触发协议约定的违约条款遭遇强制平仓，被动减持 203.99 万股,占公司总股本 1%。

**朗姿股份 (002612.SZ)** 公司控股股东申东日先生将其持有的公司股票 2600 万股(占本公司股份总额的 6.50%)质押给西藏东方财富证券股份有限公司，质押到期日为 2019 年 2 月 7 日。截至本公告日，申东日先生持有公司股份累计被质押 1.35 亿股，占公司总股本的比例为 33.78%。

**贵人鸟 (603555.SH)** 联合评级将贵人鸟之主体长期信用等级以及“14 贵人鸟”的债项信用等级列入可能下调信用等级的评级观察名单。

**摩登大道 (002656.SZ)** 公司控股股东瑞丰集团将所持 1733.39 万股流通股质押给广州证券用于补充质押担保，占其所持有股份的 8.52%。截止公告日，瑞丰集团共持有公司股份 2.04 亿股，占公司总股本的 28.56%。

**申达股份 (600626.SH)** 公司控股子公司上海申达科宝新材料有限公司收到上海市浦东新区城市管理行政执法局出具的《行政处罚决定书》，罚款 35 万元整并责令立即改正超标排放大气污染物的违法行为。

**搜于特 (002503.SZ)** 公司股东马鸿将所持的 1.2 亿股份办理延期购回手续，截至公告日，马鸿共持有公司 10.48 亿股股份，占公司股份总数的 33.88%。兴原投资补充质押 600 万股股份，截至公告日，兴原投资共持有公司 6 亿股股份，占公司股份总数的 19.42%。

**维格娜丝 (603518.SH)** 公司发行的 7.46 亿元可转换公司债券将于 2019 年 2 月 19 日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“维格转债”，债券代码“113527”。

**南极电商 (002127.SZ)** 1) 公司控股股东张玉祥及其一致行动人朱雪莲、丰南投资计划通过集中竞价方式、大宗交易方式或其他合法方式减持公司股份数量不超过 6500 万股（占本公司总股本比例不超过 2.65%）。2) 公司控股股东张玉祥将其持有 4982 万股公司股份质押给平安证券股份有限公司，截至本公告日,张玉祥共持有公司股份 6.55 亿股，占公司股份总数的 26.68%。

#### 3.3.2 海外板块公告：

**千百度 (1028.HK)** 截至 2018 年 12 月 31 日公司预计亏损 80 万元人民币，主要因清理代理品牌存货导致的亏损、奖励员工导致股份支付费用增加。

**莎莎国际 (0178.HK)** 公司 2019 年春节期间，零售销售较去年同期减少 4.8%;同店销售同比减少 7.9%。

## 4. 近期重要事项提醒

表 1: 近期上市公司股东大会信息

日期	公司	地点	时间
2.18	安正时尚	上海市长宁区临虹路 168 弄 7 号楼	14:00
2.18	太平鸟	宁波市海曙区环城西路南段 826 号公司会议室	15:00
2.18	梦洁股份	湖南省长沙市高新技术产业开发区麓谷产业基地谷苑路 168 号五楼会议室	15:00

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 5. 年内重点限售股解禁公司

表 2: 年内限售股解禁公司明细

简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
			总股本	流通 A 股	占比 (%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	
浔兴股份	2019-01-04	4,800.00	35,800.00	31,000.00	86.59	35,800.00	35,800.00	100.00	定向增发机构配售股份
梦洁股份	2019-01-14	7,624.06	77,976.48	42,567.67	54.59	77,976.48	50,191.73	64.37	定向增发机构配售股份
南极电商	2019-01-21	39,173.73	245,487.04	147,983.18	60.28	245,487.04	187,156.90	76.24	定向增发机构配售股份
天创时尚	2019-02-18	26,460.00	43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	39,316.13	91.14	首发原股东限售股份
嘉欣丝绸	2019-03-06	5,702.36	57,767.36	39,886.83	69.05	57,767.36	45,589.19	78.92	定向增发机构配售股份
维格娜丝	2019-03-07	2,826.24	18,055.40	14,916.94	82.62	18,055.40	17,743.18	98.27	定向增发机构配售股份
健盛集团	2019-03-22	7,050.00	41,635.63	31,024.57	74.51	41,635.63	38,074.57	91.45	定向增发机构配售股份
报喜鸟	2019-05-06	3,842.81	125,820.50	110,419.99	87.76	125,820.50	114,262.80	90.81	股权激励限售股份
罗莱生活	2019-06-06	92.70	75,440.91	70,030.94	92.83	75,440.91	70,123.64	92.95	股权激励限售股份
摩登大道	2019-06-10	2,325.42	71,251.98	47,171.07	66.20	71,251.98	49,496.49	69.47	定向增发机构配售股份
伟星股份	2019-06-13	3,233.23	75,802.04	62,977.34	83.08	75,802.04	66,210.56	87.35	定向增发机构配售股份
梦洁股份	2019-06-20	1,650.00	77,976.48	50,191.73	64.37	77,976.48	51,841.73	66.48	股权激励限售股份
摩登大道	2019-08-02	14,387.49	71,251.98	47,171.07	66.20	71,251.98	61,558.56	86.40	定向增发机构配售股份
如意集团	2019-08-16	3,051.47	26,171.56	23,041.60	88.04	26,171.56	26,093.07	99.70	定向增发机构配售股份
红豆股份	2019-08-30	3,689.98	253,325.69	249,635.71	98.54	253,325.69	253,325.69	100.00	定向增发机构配售股份
太平鸟	2019-09-16	172.78	48,075.93	20,049.38	41.70	48,075.93	20,222.16	42.06	股权激励限售股份
商赢环球	2019-09-30	26,997.00	46,997.00	20,000.00	42.56	46,997.00	46,997.00	100.00	定向增发机

比音勒芬	2019-12-23	9,520.00	18,133.90	7,899.83	43.56	18,133.90	17,419.83	96.06	构配售股份 首发原股东 限售股份
开润股份	2019-12-23	15,225.56	21,761.49	6,414.57	29.48	21,761.49	21,640.14	99.44	首发原股东 限售股份
申达股份	2019-12-26	9,791.40	85,229.13	71,024.28	83.33	85,229.13	80,815.68	94.82	定向增发机 构配售股份
天创时尚	2019-12-26	701.34	43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	13,557.47	31.43	定向增发机 构配售股份

资料来源: wind、天风证券研究所

### 分析师声明

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

### 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

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

### 投资评级声明

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

### 天风证券研究

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