

纺织服装

证券研究报告
2019年05月19日

4月社零服装数据有所下降，推荐成长风格及业绩拐点型公司

本周核心组合：开润股份/南极电商/比音勒芬/森马服饰/海澜之家/李宁/梦洁股份/歌力思。

- 电商高成长组合：开润股份，南极电商；
- 高景气运动品牌组合：李宁，安踏体育，比音勒芬；
- 业绩复苏组合：梦洁家纺；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家，歌力思；
- 高股息率组合：九牧王。

1、**板块数据**：本周上证指数收于 2882.30 点，较上周收盘下跌-1.94%；深证成指收于 9000.19 点，较上周收盘下跌-2.55%；沪深 300 收于 3648.76 点，较上周收盘下跌-2.19%；申万纺织服装板块收于 2031.15 点，较上周收盘下跌-1.52%。

2、行业数据及观点：

19年4月社零服装数据略有下降。19年4月当月服装行业销售额同比下降1.1%，增速环比下降7.7pct；19年1-4月累计同比增速2.2%，增速环比下降1.1pct。我们认为主要系节假日错位的因素影响（19年4月休8天，18年4月休10天），对社零服装数据有所影响，将19年4月和5月的数据叠加会更有参考意义。目前在一二季度行业仍然在逐渐寻底的过程，我们认为三季度整体服装社零数据将有所改善，继续看多整个服装板块。主要系：1）虽然19年4月数据相对较弱，但由于18年5月份以后基数逐渐降低，因此19Q2的社零服装数据会继续边际改善。2）结合我们对上市公司跟踪的终端数据来看，与社零数据所反应的比较相似。由此随着未来高基数效应的减弱和消费环境的稳定，我们认为基本面边际改善能维持，建议投资者重点关注景气度高，基本面优质或者改善明显的子行业和公司。我们认为，随着整体消费环境改善，成长风格以及业绩拐点型公司，在下半年会体现出更大的利润弹性。

1) **成长组合**：以开润股份、南极电商为代表的高弹性的成长属性公司，预计2019年业绩继续高增长，内生高增长可逐渐消化高估值。

2) **高景气运动品牌组合**：运动服饰行业景气度高，国内运动品牌内功逐步提升，看好李宁、安踏以及产品偏向运动时尚风格的比音勒芬。

3) **优质龙头组合**：森马服饰、海澜之家作为行业龙头白马，预计估值仍有提升空间。歌力思作为优质的女装行业龙头，业绩稳健，具备长期投资价值。

4) **业绩复苏组合**：推荐19年“铺天盖地”战略带来业绩弹性，Q1业绩优秀的梦洁股份。

5) **高股息率防御**：针对低风险偏好投资人，我们继续推荐高股息率的九牧王做为防守品种。

3、重点公司推荐逻辑：

- **开润股份**：19Q1高基数下仍实现快速增长，全年业绩或超我们预期。19Q1实现营收5.99亿，同比增长43.99%；净利润4544.90万元，同比增长31.63%；实现扣非净利润4486.49万元，同比增长35.61%。公司此前已发布一季报业绩预告，实际业绩在预告中位数附近，实际业绩符合预期。1) 19Q1实际业绩在此前业绩快报中位数附近，符合市场预期。2019年一季报，期间实现营收5.99亿，同比增长43.99%；净利润4544.90万元，同比增长31.63%；实现扣非净利润4486.49万元，同比增长35.61%。2) 剔除NIKE印尼工厂的业绩分析：公司于2019年2月19日完成了收购NIKE印尼工厂，由此我们估算2019Q1并表收入为3500万-4000万人民币左右；公司19年一季报披露印尼工厂净利润为409.3万。剔除并表因素，预计公司主业收入增长35%左右，归母净利润增长23.24%。公司自上市以来，B2C业务收入增速一直远高于B2B业务，其中18年年报披露，B2B收入8.82亿(+35.38%)，B2C收入10.26亿(+102.29%)。我们推算剔除并表因素，公司原有B2B业务收入增长15%左右，B2C业务收入增长50%左右。3) 2018Q1基数较高，预计全年业绩或超我们目前盈利预测。我们在2018年开润股份一季报点评时，曾对公司主业进行拆分，18Q1公司B2B业务增长22%左右，B2C业务增长220%左右，B2B、B2C业务基数均比较低。

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业专题研究:纺服年报及一季报总结:18年电商和运动服饰子行业高增长，全行业19Q1业绩有所回暖》 2019-05-13
- 2 《纺织服装-行业研究周报:行业营收及净利底部回升，盈利能力环比修复，继续从基本面角度选股》 2019-05-07
- 3 《纺织服装-行业专题研究:板块基金持仓仍维持低位，龙头公司持仓相对集中》 2019-04-26

- **南极电商：**一季报收入 8.24 亿 (+63.4%)，归母净利润 1.22 亿 (+36.7%)，扣非净利润 1.19 亿 (+45.4%)，收入略超预期，净利润符合预期。公司本部归属于母公司所有者的净利润 9,174.43 万元 (+50.79%)。

公司品牌综合服务收入及经销商品品牌授权服务收入合计为 1.29 亿 (+55.36%)，主要原因是公司旗下各品牌 GMV 持续增长。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。19Q1 货币化率约为 2.5%。货币化率对比同期有所提升。19Q1 货币化率约为 2.5%，货币化率同比提升 0.04pct。之前我们预计货币化率中枢将保持相对稳定，19Q1 货币化率回升一定程度上说明货币化率向下空间不大。GMV 保持较高增速。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。经营性现金流等延续年报向好趋势。19Q1 经营性现金流 9177 万元，对比去年同期 -4668 万元水平改善明显，与扣净利润规模 (1.19 亿元) 匹配度高，延续 2018 年的向好趋势。应收账款 8.8 亿元，对比 2018 年年报增长 22%，2018Q1 水平下降 2.2%，

渠道及新培育品类提供增长空间：

我们预计 2019 年南极电商在以阿里为代表的传统强势平台上将继续保持相对高速增长，京东有望加速增长，拼多多平台有望维持 150%左右的高速增长。品类方面，我们测算南极电商 2018 年各品类占比：内衣 30%，男装 16%，家纺 15%，童装 7%，女装 6%，个护健康 5%，母婴 5%，箱包服饰 5%，鞋品 4%，居家日用 3%，运动户外 2%，其他 4%。我们认为多数品类在阿里平台占有率仍较低，提升空间较大。2019 年新兴渠道和扩品类仍能为公司提供较高 GMV 增长，预计 2019 年 GMV 规模将达到 303 亿，2020 年 GMV 规模 447 亿。

产品品质和调性升级：我们认为 2019 年是南极电商的产品品质年和颜值年。预计 2019 年公司严控品质，提升产品调性，进一步强化在消费者心中“高性价比新国货”代表的印象。

18 年全年及 19Q1 经营端数据改善 (应收及现金流) 确认，预计 19 年经营性指标有望持续向好。我们认为时间互联和小贷公司对公司报表端影响与其回款周期有关，且随着公司整体管理能力的提升和战略方向的选择，小贷公司规模在 2019 年有望战略缩减，时间互联应收及现金流有望继续改善，预计未来经营数据有望持续向好。

过去三年国民品牌代表南极电商证明自己在电商平台上的壁垒和成长性。公司已经建立了强大的品牌壁垒、规模壁垒、电商渠道流量壁垒等。在电商平台整体 GMV 趋于平稳增长的时代，再产生像南极人这样的大的淘品牌已经很难，公司商业模式的高壁垒以及高增长理应享受高估值。看好南极电商成为中国高性价比新国货品牌的代表。公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模 GMV 仍高速增长，货币化率保持相对稳定，公司近年来的优秀表现也印证其商业模式壁垒。我们认为南极电商将持续受益经济增速换挡下的性价比产品需求，受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求，保持相对快速增长，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。**投资建议：**我们维持预计 2019 年 GMV 规模将达到 303 亿元，同比增长 47.7%，货币化率保持在稳定区间。维持盈利预测 2019-21 净利润为 12.68/18.1/24.4 亿，预测对应 EPS 为 0.52/0.74/0.99 元，目标价至 14.3 元，对应 2019 年 28 倍估值。

李宁：预计净利率仍有提升空间，19Q1 业绩超预期。1) 18 年营收 105.1 亿元 (+18.23%)，归母净利润 7.15 亿元 (+38.84%)，略超预期。18H2 营收 57.9 亿元 (+18.53%)，归母净利润 4.46 亿元 (+36.8%)。电商渠道业务快速发展，18 年增速达到 34%，拉动业绩快速增长。2) 毛利率 48.1% (+1p.p)，我们认为随着公司毛利率较高的直营和电商渠道占比的进一步提升；加之加盟渠道返点的持续调整；配合产品端产品结构的不断优化 (新品占比不断提升，新品促销力度减少)，公司毛利率水平仍有提升空间，预计未来两年公司毛利率每年提升 1p.p。3) 经营净利率提升 2.4p.p 至 7.4%，净利润率提升 1p.p 至 6.8%。我们认为公司毛利率在未来两年有望每年提升 1pct，同时在费用端的持续下降和内部管理效率持续提升的背景下，公司净利率有望持续提升。预计未来两年公司经营净利率每年提升 2pct 左右。4) 考虑到公司 18 年业绩超预期，仍具备较强的成长性，我们略上调 19/20 年盈利预测。预计公司 19-21 年归母净利润分别为 9.57/12.56/15.86 亿元 (19/20 年原值为 9.17 亿元、11.57 亿元)，同比增长 33.9%/31.2%/26.3% (19/20 年原值为 33.2%、26.2%)。预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.44/0.57/0.72 元 (19/20 年原值为 0.42/0.53 元)，对应 PE 为 25/19/15，维持买入评级。

梦洁股份：19Q1 业绩优秀。1) 收入：① “铺天盖地” (预计新开 1600 家社

区门店“梦洁小店”，)计划使渠道迅速下沉，形成密集销售网络；打造“一屋好货”微信平台，为线下门店赋能，扩大收入规模。②传统线下渠道端：通过鼓励优秀经销商开展“5+3”全品牌集合店，提升品牌形象，扩大影响力，预计19年将新开50家集合店。③加码电商，19年大力发展。预计2019年门店有望实现4000家以上，预计19年营收增长20%以上。2)净利润：19年开店主要以加盟渠道为主，有利于费用下降；利用信息系统实现全面预算管理，制定标准，严控成本开支；我们认为公司19年净利润有望实现2亿元左右，净利率有望提升2pct至6%左右。3)盈利预测：预计2018-2020年营收23.48(+21.4%)/30.05(+28%)/39.46亿元(+31.32%)；归母净利润0.93(+80.9%)/2.05(+120.94%)/2.85亿元(+39.20%)。18-20年EPS为0.11/0.26/0.37元，对应2019年营收给予公司2.12XPS，目标价为8.17元。

比音勒芬：公司18年全年及19年一季度业绩优秀，超市场预期。

2018年收入实现14.76亿(+39.96%)，归母净利2.92亿(+62.16%)。18Q4单季度实现营收4.17亿(+40.63%)，归母净利0.86亿(+100.85%)。2019年Q1收入实现4.72亿(+27.37%)，归母净利1.3亿(+52.91%)。公司拟每10股转增7股派息5元，分红比例30.78%。优秀公司在优质赛道下显示出加速成长态势，18Q4增长加速且在去年同期高基数水平下仍保持高速增长，同店店效提升贡献收入增长较大。

什么样的消费者是比音勒芬的客群主力？

我们在草根暗访调研中发现，大部分在虹桥门店购买商品的顾客以男士居多，且多为商务人士，年龄40岁以上，也就是常常说的“大叔”人群。消费特点是：(1)价格敏感度低。(2)用户忠诚度高。价格敏感度低带来客单价空间和高购物效率。用户忠诚度高带来高复购率和高会员消费占比。从后继消费人群来看，客群也有年轻化趋势，80/85后新贵也逐渐成为消费的重要组成，会员中80后占比也达到30%+。

同店为何高增长？同店店效提升主要来自于商场渠道的优化调整。

根据历史情况来看，渠道大部分是在高端百货，一般均位于男装楼层。在其他国内男装品牌面临瓶颈时期，比音勒芬“敌退我进”，根据销售业绩情况被百货调整到更有流量和更大面积的铺位。动态调整带来了人流量和店均面积的提升，导致同店店效会出现快速增长。对于非商场店，依托品牌设计和产品能力上的提升逐步提高复购率和连带率促进同店增长。

怎么看未来的成长空间？主副品牌仍有较大开店空间，威尼斯有望吸引年轻客流。随着城市化推进和一二线城市人口的聚集效应，我们认为主品牌开店仍有空间，预计总店数在1500-2000家左右。副牌威尼斯风格上偏运动时尚，其风格调性适合多种场景，承接主品牌优质供应链资源，潜力较大，保守估计威尼斯品牌开店空间至少在1000家以上。投资建议：考虑到公司同店增速快，开店速度及业绩超预期，上调预计2019-21归母净利润4.1/5.4/6.9亿元(原值19-20 3.6/4.6亿)，EPS分别为2.28/2.99/3.8元(19-20原值1.96/2.56元)，对应估值20.8/15.8/12.5x，给予2019年30倍估值，对应目标价68.4元，维持“买入”评级。

风险提示：人民币升值风险，终端需求疲软，库存风险，行业调整不达预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2019-05-17	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	33.15	买入	0.80	1.06	1.54	2.20	41.44	31.27	21.53	15.07
002127.SZ	南极电商	12.30	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	34.17	23.65	16.62	12.42
02331.HK	李宁	12.94	买入	0.21	0.44	0.57	0.72	54.05	25.80	19.91	15.77
02020.HK	安踏体育	51.00	买入	1.53	1.92	2.35	2.83	29.24	23.30	19.04	15.81
002832.SZ	比音勒芬	44.65	买入	1.61	2.28	2.99	3.80	27.73	19.58	14.93	11.75
002397.SZ	梦洁股份	5.84	买入	0.11	0.26	0.37	0.50	53.09	22.46	15.78	11.68
002563.SZ	森马服饰	10.68	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	16.95	15.04	13.02	11.13
600398.SH	海澜之家	8.87	买入	0.77	0.88	0.99	1.11	11.52	10.08	8.96	7.99
603808.SH	歌力思	15.23	买入	1.10	1.32	1.57	1.84	13.85	11.54	9.70	8.28
601566.SH	九牧王	13.70	买入	0.93	1.01	0.86	0.98	14.73	13.56	15.93	13.98

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，李宁及安踏体育收盘价单位为港元，1港币=0.865人民币

1. 本周观点：4 月社零服装数据有所下降，持续推荐成长风格及业绩拐点型公司

1.1. 受节假日错位影响 4 月社零服装数据有所下降，继续推荐成长风格及业绩拐点型公司

19 年 4 月社零服装数据略有下降。19 年 4 月当月服装行业销售额同比下降 1.1%，增速环比下降 7.7pct；19 年 1-4 月累计同比增速 2.2%，增速环比下降 1.1pct。我们认为主要系节假日错位的因素影响（19 年 4 月休假 8 天，18 年 4 月休假 10 天），对社零服装数据有所影响，将 19 年 4 月和 5 月的数据叠加会更有参考意义。目前在一二季度行业仍然在逐渐寻底的过程，我们认为三季度整体服装社零数据将有所改善，继续看多整个服装板块。主要系：1) 虽然 19 年 4 月数据相对较弱，但由于 18 年 5 月份以后基数逐渐降低，因此 19Q2 的社零服装数据会继续边际改善。2) 结合我们对上市公司跟踪的终端数据来看，与社零数据所反应的比较相似。由此随着未来高基数效应的减弱和消费环境的稳定，我们认为基本面边际改善能维持，建议投资者重点关注景气度高，基本面优质或者改善明显的子行业和公司。我们认为，随着整体消费环境改善，成长风格以及业绩拐点型公司，在下半年会体现出更大的利润弹性。

1) 成长组合：以开润股份、南极电商为代表的高弹性的成长属性公司，预计 2019 年业绩继续高增长，内生高增长可逐渐消化高估值。

2) 高景气运动品牌组合：运动服饰行业景气度高，国内运动品牌内功逐步提升，看好李宁、安踏以及产品偏向运动时尚风格的比音勒芬。

3) 优质龙头组合：森马服饰、海澜之家作为行业龙头白马，预计估值仍有提升空间。歌力思作为优质的女装行业龙头，业绩稳健，具备长期投资价值。

4) 业绩复苏组合：推荐 19 年“铺天盖地”战略带来业绩弹性，Q1 业绩优秀的梦洁股份。

5) 高股息率防御：针对低风险偏好投资人，我们继续推荐高股息率的九牧王做为防守品种。

重点公司推荐逻辑：

- **开润股份**：19Q1 高基数下仍实现快速增长，全年业绩或超我们预期。开润股份发布 2019 年一季报，期间实现营收 5.99 亿，同比增长 43.99%；净利润 4544.90 万元，同比增长 31.63%；实现扣非净利润 4486.49 万元，同比增长 35.61%。公司此前已发布一季报业绩预告，实际业绩在预告中位数附近，实际业绩符合预期。

1) 19Q1 实际业绩在此前业绩快报中位数附近，符合市场预期。2019 年一季报，期间实现营收 5.99 亿，同比增长 43.99%；净利润 4544.90 万元，同比增长 31.63%；实现扣非净利润 4486.49 万元，同比增长 35.61%。2) 剔除 NIKE 印尼代工厂的业绩分析：公司于 2019 年 2 月 19 日完成了收购 NIKE 印尼代工厂，由此我们估算 2019Q1 并表收入为 3500 万-4000 万人民币左右；公司 19 年一季报披露印尼代工厂净利润为 409.3 万。剔除并表因素，预计公司主业收入增长 35%左右，归母净利润增长 23.24%。公司自上市以来，B2C 业务收入增速一直远高于 B2B 业务，其中 18 年年报披露，B2B 收入 8.82 亿 (+35.38%)，B2C 收入 10.26 亿 (+102.29%)。我们推算剔除并表因素，公司原有 B2B 业务收入增长 15%左右，B2C 业务收入增长 50%左右。3) 2018Q1 基数较高，预计全年业绩或超我们目前盈利预测。我们在 2018 年开润股份一季报点评时，曾对公司主业进行拆分，18Q1 公司 B2B 业务增长 22%左右，B2C 业务增长 230%+，B2B、B2C 业务基数均比较高，2019Q1 在高基数上仍实现高增长，全年业绩或超我们预期。维持买入评级，开润股份是纺服行业得到印证的成长股之一，19 年创业板滞涨个股，在 19 年市场风险偏好提升情况下，继续重点推荐。盈利预测：1) 维持 2019/2020 年收入预测为 29.32 亿 (+43%)/40.84 亿 (+39%)，维持 2019/2020 年净利润预测为

2.30 亿 (+33%) / 3.36 亿 (+46%)，对应 EPS 为 1.06 元/1.54 元。

- **南极电商：**一季报收入 8.24 亿 (+63.4%)，归母净利润 1.22 亿 (+36.7%)，扣非净利润 1.19 亿 (+45.4%)，收入略超预期，净利润符合预期。公司本部归属于母公司所有者的净利润 9,174.43 万元 (+50.79%)。

公司品牌综合服务收入及经销商品品牌授权服务收入合计为 1.29 亿 (+55.36%)，主要原因是公司旗下各品牌 GMV 持续增长。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。19Q1 货币化率约为 2.5%。货币化率对比同期有所提升。19Q1 货币化率约为 2.5%，货币化率同比提升 0.04pct。之前我们预计货币化率中枢将保持相对稳定，19Q1 货币化率回升一定程度上说明货币化率向下空间不大。GMV 保持较高增速。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。经营性现金流等延续年报向好趋势。19Q1 经营性现金流 9177 万元，对比去年同期 -4668 万元水平改善明显，与扣净利润规模（1.19 亿元）匹配度高，延续 2018 年的向好趋势。应收账款 8.8 亿元，对比 2018 年年报增长 22%，2018Q1 水平下降 2.2%，

渠道及新培育品类提供增长空间：

我们预计 2019 年南极电商在以阿里为代表的传统强势平台上将继续保持相对高速增长，京东有望加速增长，拼多多平台有望维持 150%左右的高速增长。品类方面，我们测算南极电商 2018 年各品类占比：内衣 30%，男装 16%，家纺 15%，童装 7%，女装 6%，个护健康 5%，母婴 5%，箱包皮服 5%，鞋品 4%，居家日用 3%，运动户外 2%，其他 4%。我们认为多数品类在阿里平台占有率仍较低，提升空间较大。2019 年新兴渠道和扩品类仍能为公司提供较高 GMV 增长，预计 2019 年 GMV 规模将达到 303 亿，2020 年 GMV 规模 447 亿。

产品品质和调性升级：我们认为 2019 年是南极电商的产品品质年和颜值年。预计 2019 年公司严控品质，提升产品调性，进一步强化在消费者心中“高性价比新国货”代表的印象。

18 年全年及 19Q1 经营端数据改善（应收及现金流）确认，预计 19 年经营性指标有望持续向好。我们认为时间互联和小贷公司对公司报表端影响与其回款周期有关，且随着公司整体管理能力的提升和战略方向的选择，小袋公司规模在 2019 年有望战略缩减，时间互联应收及现金流有望继续改善，预计未来经营数据有望持续向好。

过去三年国民品牌代表南极电商证明自己在电商平台上的壁垒和成长性。公司已经建立了强大的品牌壁垒、规模壁垒、电商渠道流量壁垒等。在电商平台整体 GMV 趋于平稳增长的时代，再产生像南极人这样的大淘品牌已经很难，公司商业模式的高壁垒以及高增长理应享受高估值。看好南极电商成为中国高性价比新国货品牌的代表。公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模 GMV 仍高速增长，货币化率保持相对稳定，公司近年来的优秀表现也印证其商业模式壁垒。我们认为南极电商将持续受益经济增速换挡下的性价比产品需求，受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求，保持相对快速增长，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。投资建议：我们维持预计 2019 年 GMV 规模将达到 303 亿元，同比增长 47.7%，货币化率保持在稳定区间。维持盈利预测 2019-21 净利润为 12.68/18.1/24.4 亿，预测对应 EPS 为 0.52/0.74/0.99 元，目标价至 14.3 元，对应 2019 年 28 倍估值。

- **李宁：**预计净利率仍有提升空间，19Q1 业绩超市场预期。1) 18 年营收 105.1 亿元 (+18.23%)，归母净利润 7.15 亿元 (+38.84%)，略超预期。18H2 营收 57.9 亿元 (+18.53%)，归母净利润 4.46 亿元 (+36.8%)。电商渠道业务快速发展，18 年增速达到 34%，拉动业绩快速增长。2) 毛利率 48.1% (+1p.p)，我们认为随着公司毛利率较高的直营和电商渠道占比的进一步提升；加之加盟渠道返点的持续调整；配合产品端产品结构的不断优化（新品占比不断提升，新品促销力度减少），公司毛利率水平仍有提升空间，预计未来两年公司毛利率每年提升 1p.p。3) 经营净利率提升 2.4p.p 至 7.4%，净利润率提升 1p.p 至 6.8%。我们认为公司毛利率在未来两年有望每年提升 1pct，同时在费用端的持续下降和内部管理效率持续提升的背景下，公司净利率有望持续提升

升。预计未来两年公司经营净利率每年提升 2pct 左右。4) 考虑到公司 18 年业绩超预期, 仍具备较强的成长性, 我们略上调 19/20 年盈利预测。预计公司 19-21 年归母净利润分别为 9.57/12.56/15.86 亿元 (19/20 年原值为 9.17 亿元、11.57 亿元), 同比增长 33.9%/31.2%/26.3% (19/20 年原值为 33.2%、26.2%)。预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.44/0.57/0.72 元 (19/20 年原值为 0.42/0.53 元), 对应 PE 为 25/19/15, 维持买入评级。

● 梦洁股份：19Q1 业绩优秀

1) 收入：① “铺天盖地” (预计新开 1600 家社区门店“梦洁小店”，) 计划使渠道迅速下沉，形成密集销售网络；打造“一屋好货”微信平台，为线下门店赋能，扩大收入规模。② 传统线下渠道端：通过鼓励优秀经销商开展“5+3”全品牌集合店，提升品牌形象，扩大影响力，预计 19 年将新开 50 家集合店。③ 加码电商，19 年大力发展。预计 2019 年门店有望实现 4000 家以上，预计 19 年营收增长 20% 以上。

2) 净利润：19 年开店主要以加盟渠道为主，有利于费用下降；利用信息系统实现全面预算管理，制定标准，严控成本开支；我们认为公司 19 年净利润有望实现 2 亿元左右，净利率有望提升 2pct 至 6% 左右。

3) 盈利预测：预计 2018-2020 年营收 23.48 (+21.4%) /30.05 (+28%) /39.46 亿元 (+31.32%)；归母净利润 0.93 (+80.9%) /2.05 (+120.94%) /2.85 亿元 (+39.20%)。18-20 年 EPS 为 0.11 /0.26/ 0.37 元，对应 2019 年营收给予公司 2.12XPS，目标价为 8.17 元。

● 比音勒芬：公司 18 年全年及 19 年一季度业绩优秀，超市场预期。

2018 年收入实现 14.76 亿 (+39.96%)，归母净利 2.92 亿 (+62.16%)。18Q4 单季度实现营收 4.17 亿 (+40.63%)，归母净利 0.86 亿 (+100.85%)。2019 年 Q1 收入实现 4.72 亿 (+27.37%)，归母净利 1.3 亿 (+52.91%)。公司拟每 10 股转增 7 股派息 5 元，分红比例 30.78%。优秀公司在优质赛道下显示出加速成长态势，18Q4 增长加速且在去年同期高基数水平下仍保持高速增长，同店店效提升贡献收入增长较大。

取得优秀成绩后，市场对比音勒芬最大关心的是哪些问题？

从我们前期的市场交流中，对于公司有一定了解之后，投资者对以下几个问题关注度较高：(1) 什么样的消费者是比音勒芬的客群主力？比音勒芬的定价较高，其客群的主要购买原因是什么？(2) 为什么比音勒芬同店店效能保持 20% 以上的高增速？(3) 比音勒芬的业绩高增长未来的持续性如何，怎么看未来的发展空间？针对以上几个问题，我们通过对上海某代表店铺的蹲点暗访调研，了解最真实的销售情况、销售场景和用户画像。

什么样的消费者是比音勒芬的客群主力？

我们在草根暗访调研中发现，大部分在虹桥门店购买商品的顾客以男士居多，且多为商务人士，年龄 40 岁以上，也就是常常说的“大叔”人群。消费特点是：(1) 价格敏感度低。(2) 用户忠诚度高。价格敏感度低带来客单价空间和高购物效率。用户忠诚度高带来高复购率和高会员消费占比。从后继消费人群来看，客群也有年轻化趋势，80/85 后新贵也逐渐成为消费的重要组成，会员中 80 后占比也达到 30%+。

同店为何高增长？同店店效提升主要来自于商场渠道的优化调整。

根据历史情况来看，渠道大部分是在高端百货，一般均位于男装楼层。在其他国内男装品牌面临瓶颈期时，比音勒芬“敌退我进”，根据销售业绩情况被百货调整到更有流量和更大面积的铺位。动态调整带来了人流量和店均面积的提升，导致同店店效会出现快速增长。对于非商场店，依托品牌设计和产品能力上的提升逐步提高复购率和连带率促进同店增长。

怎么看未来的成长空间？主副品牌仍有较大开店空间，威尼斯有望吸引年轻客流。随

着城市化推进和一二线城市人口的聚集效应，我们认为主品牌开店仍有空间，预计总店数在 1500-2000 家左右。副牌威尼斯风格上偏运动时尚，其风格调性适合多种场景，承接主品牌优质供应链资源，潜力较大，保守估计威尼斯品牌开店空间至少在 1000 家以上。投资建议：考虑到公司同店增速快，开店速度及业绩超预期，上调预计 2019-21 归母净利润 4.1/5.4/6.9 亿元（原值 19-20 3.6/4.6 亿），EPS 分别为 2.28/2.99/3.8 元（19-20 原值 1.96/2.56 元），对应估值 20.8/ 15.8/ 12.5x，给予 2019 年 30 倍估值，对应目标价 68.4 元，维持“买入”评级。

1.2. 推荐标的简述

本周核心组合：开润股份/南极电商/比音勒芬/森马服饰/海澜之家/李宁/梦洁股份/歌力思。

- 电商高成长组合：开润股份，南极电商；
- 高景气运动品牌组合：李宁，安踏体育，比音勒芬；
- 业绩复苏组合：梦洁家纺；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家，歌力思；
- 高股息率组合：九牧王。

图 1：重点公司估值情况概览

证券代码	证券简称	预测19年PE	预测20年PE	19-21年净利润CAGR	预测净利润增长率2019	预测净利润增长率2020	2018年净利润(百万元)	2019年预测净利润(百万元)	2020年预测净利润(百万元)	2021年预测净利润(百万元)	总市值(亿元)
300577.SZ	开润股份*	31.31	21.46	44.2%	45.9%	42.5%	173.7	230.4	336.1	478.8	72.1
002127.SZ	南极电商*	23.81	16.68	38.6%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	301.9
002832.SZ	比音勒芬*	19.62	14.93	29.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	81.0
002563.SZ	森马服饰*	15.10	13.02	16.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	288.3
600398.SH	海澜之家*	10.07	8.98	12.3%	12.1%	12.6%	3,454.8	3,958.3	4,438.4	4,995.9	398.5
002269.SZ	美邦服饰*	16.26	10.86	47.7%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	69.8
002397.SZ	梦洁股份*	22.22	16.03	38.1%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	45.5
2331.HK	李宁*	31.16	23.75	28.7%	31.2%	26.3%	715.3	957.5	1,256.2	1,586.4	298.3
2020.HK	安踏体育*	26.54	21.67	21.3%	22.5%	20.1%	4,102.9	5,160.0	6,320.0	7,590.0	1,369.5
002293.SZ	罗莱生活*	14.15	12.63	12.6%	12.0%	13.2%	534.5	595.1	666.8	754.5	84.2
603808.SH	歌力思*	11.51	9.73	17.9%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	50.7
601339.SH	百隆东方*	11.73	9.92	17.5%	18.2%	16.8%	437.5	607.6	718.2	839.2	71.3
601566.SH	九牧王*	13.60	15.87	-1.4%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	78.7
603365.SH	水星家纺*	14.15	12.24	16.1%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	46.9
603558.SH	健盛集团*	15.61	12.58	23.3%	24.0%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	40.3
603877.SH	太平鸟*	11.16	9.43	18.1%	18.4%	17.8%	571.5	705.4	835.1	983.4	78.7
000726.SZ	鲁泰A	9.63	8.80	8.4%	9.4%	7.3%	811.5	904.2	989.2	1,061.9	87.1
002003.SZ	伟星股份	15.16	13.33	13.2%	13.7%	12.6%	310.3	367.0	417.4	470.2	55.6
002029.SZ	七匹狼	12.88	11.59	11.3%	11.2%	11.4%	346.3	384.3	427.1	475.7	49.5
002042.SZ	华孚时尚	11.10	9.86	9.5%	12.5%	6.5%	751.8	857.1	964.3	1,027.4	95.1
002087.SZ	新野纺织	7.20	6.09	16.7%	18.1%	15.2%	386.5	464.3	548.4	631.8	33.4
002154.SZ	报喜鸟	29.89	21.84	26.5%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	43.3
002327.SZ	富安娜	10.65	9.48	12.4%	12.4%	12.4%	543.4	618.9	695.5	781.7	65.9
002394.SZ	联发股份	8.50	8.21	6.2%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	34.0
002612.SZ	朗姿股份	14.72	12.83	14.3%	14.8%	13.9%	210.5	236.9	271.9	309.6	34.9
002763.SZ	汇洁股份	14.39	13.34	8.6%	7.9%	9.3%	165.7	278.0	300.0	328.0	40.0
300005.SZ	探路者	29.68	23.26	25.7%	27.6%	23.8%	-181.9	121.0	154.4	191.2	35.9
600400.SH	红豆股份	35.93	30.23	17.4%	18.9%	15.9%	207.1	262.3	311.7	361.4	94.2
600987.SH	航民股份	9.90	8.93	9.9%	10.9%	8.8%	661.9	745.5	826.8	899.9	73.8
603001.SH	奥康国际	25.28	22.05	15.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	41.5
603157.SH	拉夏贝尔	10.69	7.58	27.5%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	37.5
603518.SH	维格娜丝	7.68	6.48	13.8%	18.4%	9.4%	272.8	315.6	373.9	409.1	24.2
603557.SH	起步股份	20.32	17.90	13.4%	13.5%	13.2%	180.7	207.0	235.0	266.0	42.1
603608.SH	天创时尚	12.85	11.43	12.0%	12.5%	11.6%	242.2	275.2	309.6	345.4	35.4
603839.SH	安正时尚	12.53	10.69	15.3%	17.2%	13.4%	281.2	379.0	444.1	503.5	47.5
603889.SH	新澳股份	16.47	13.76	16.0%	19.7%	12.4%	199.4	235.2	281.5	316.4	38.7
601718.SH	际华集团	18.28	16.89	-100.0%	8.3%	-	-68.0	908.0	983.0	0.0	166.0
600177.SH	雅戈尔	8.03	7.41	-100.0%	8.5%	-	3,676.9	4,124.0	4,473.0	0.0	331.3
002776.SZ	柏堡龙	35.27	26.24	-100.0%	34.4%	-	192.5	259.4	348.6	0.0	91.5
002656.SZ	摩登大道	34.39	21.10	-100.0%	63.0%	-	27.9	127.0	207.0	0.0	43.7
002503.SZ	搜于特	17.10	15.07	-100.0%	13.5%	-	369.4	490.0	556.0	0.0	83.8

资料来源：Wind，天风证券研究所；盈利预测来源于 WIND 一致预期；

备注：1) 截至时间 2019 年 5 月 17 日；2) 表中 * 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；

2. 近期报告回顾

2.1. 【行业报告】纺服年报及一季报总结：18 年电商和运动服饰子行业高速增长，全行业 19Q1 业绩有所回暖

行业概述：2018 年下半年增速下降拉低全年表现，18Q4 业绩总体符合预期，营收及净利底部回升，盈利能力有所修复，估值仍在相对低位。2019Q1 在高基数前提下业绩有所回暖，全年改善有望持续。

我们选取了 43 家行业重点公司进行分析，有效规避了估值异常值等扰动因素，体现出以下特点：

1、营收：2018 全年行业营收增速+12.36%，较同期增速下降 4.49pct，环比下降 1.3pct。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速分别为+18.3%/13.6%/9.5%/9.7%。2019Q1 营收增速 7.7%，由于 2018Q1 的基数（+18.3%）较高，较同期下降明显（-10.6pct）。综合来看，行业营收端 18Q4 单季度增速较 18Q3 小有改善，19Q1 在高基数下完成高单位数增长也符合预期，展望 19 年随着基数效应的降低和消费环境的回暖，行业营收端同比增速压力有望减小，增速中枢有望上行。

2、净利：2018 全年行业归母净利增速+8.2%，较同期增速上升 3.34pct，环比下降 7.5pct。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 净利增速分别为+17.6%/16.5%/15.7%/-12.36%，2019Q1 净利增速 3.03%，18Q4 增速波动较大主要受部分盈利下滑的子行业影响（鞋帽、其他服饰等），19Q1 环比已经有所回升，且在 18Q1 的高基数基础上（+17.6%）维持增长，17 年底的冷冬导致的高基数效应已经逐渐消退，18 年 Q2-Q3 的消费环境波动带来的低基数效应有望为行业增速降低压力。

3、盈利能力：2018Q4/2019Q1 行业整体毛利率 38.18%/37.67%，较同期变动+1.21pct/-1.1pct。2018Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 38.8%/37.6%/37.7%/38.2%，毛利率指标基本稳定。

2018 Q4/2019Q1 行业整体净利率 6.39%/10.84%，较同期变动-2.5pct/-0.84pct。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 11.7%/11.7%/10.1%/6.4%，虽然 18Q4 单季度上受部分亏损子行业拖累有所影响，但 19Q1 净利率环比趋势转好明显，且高于 17 年以来单季度净利率水平均值以上。综合来看，行业盈利能力基本稳定，19Q1 环比转好趋势明显。

4、费用：2018 全年行业销售/管理/财务费用 19.55%/4.96%/0.96%，较同期增速变动+2pct/-1.94pct/-0.1pct。2019Q1 行业销售/管理/财务费用 17.2%/4.94%/0.91%，较同期增速变动+0.87pct/-1.32pct/-0.1pct。总体费用端变动不大，维持在正常水准线。

综合 18 全年及 19Q1 财报情况来看，虽然营收及盈利端在去年冷冬高基数影响下同比增速略显压力，但是 19Q1 营收、净利和盈利能力层面单季度环比均有不同程度的向好，随着未来高基数效应的减弱和消费环境的稳定，我们认为基本面边际改善能维持，继续看多整个服装的板块，重点关注景气度高，基本面优质或者改善明显的子行业和公司。我们认为，随着整体消费环境改善，成长风格以及业绩拐点型公司，在下半年会体现出更大的利润弹性。

5、存货与现金流：18Q4/19Q1 行业整体存货周转天数 171 天/181 天，较同期上升 5.1/8 天，环比上升 10 天。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 存货周转天数分别为 171.3/172.8/185/171 天，在 18 年下半年整体消费环境波动，终端需求趋弱的背景下，周转水平在三季度未达到低谷，Q4 有所回升，但总体存货周转情况差强人意，高于 2017 年来的均值水平但仍处于稳定区间。分子板块来看，18 全年/19Q1 存货周转天数依次为男装（267 天/234 天，较同期上升 5 天/24 天），女装（260/242 天，较同期上升 34/17.5 天），其他服饰（190/245 天，较同期上升 50/49 天），家纺（174/205 天，较同期上升 18/24 天），休闲服饰（156/172 天，较同期上升 5.4/10 天），鞋帽（158/151 天，较同期下降 8.5/1.9 天），纺织制造（142/162 天，较同期上升 9/4 天），电商（34.6/34 天，较同期下降 40/5 天）。现金流方面，18Q3 行业现金流/收入达到低谷，18Q4 有所回升（17.9%），19Q1 现金流/收入 8.07%好于同期水平（+3.48pct）

6、基金持仓：纺织服装板块 2019Q1 持仓市值占比 0.87%，总体维持较低水平。根据基金季报重仓股口径，2019Q1 纺织服装板块（含南极电商）共持仓市值为 86.62 亿元，占全部基金持仓市值的 0.87%，整体持仓市值水平相比去年同期增长 133%，相比 2018 年末增长 78%。持仓市值占比相比去年同期上升 0.48pct，相比 2018 年末上升 0.24pct。考虑到南极电持仓较高，若统计不含南极电商数据，行业共持仓 39.3 亿元。占比 0.39%，低于历史（同口径）0.58%的均值水平。2019Q1 重仓股持仓水平由于龙头公司持仓提升有所提升，但行业层面而言仍处于相对低位。2019Q1 基金重仓股中，纺织服装行业公司持股市值前五位的股票分别是南极电商（47.4 亿），森马服饰（9.6 亿），比音勒芬（5.9 亿），歌力思（4.2 亿），百隆东方（4.1 亿）。季度持仓变动增持数量前五的股票是森马服饰，南极电商，搜于特，安正时尚，报喜鸟。

7、估值与盈利预测：行业整体估值情况，截至 2018 年 5 月 7 日，纺织服装指数估值约为 24.6 倍，处于历史估值相对低位（2011 年底以来历史估值最低约为 17x 左右，均值为 30x 左右）。盈利预测方面，截至最新一季报更新后，根据 wind 盈利预测汇总情况，纺服重点公司范围内，18 年全年净利润下调次数（161 家）占 65%，维持次数（13 家）占 5%，调高次数（75 家）占 30%，行业公司盈利预测上调及下调次数均有所上升，体现出龙头企业向好，行业多数公司盈利依然有压力的两级分化趋势。子行业方面，电商和运动服饰 18 年以来持续高景气，主要公司业绩高增长，成为子板块中为数不多的亮点。

8、推荐标的：综合 18 全年及 19Q1 财报情况来看，虽然营收及盈利端在去年冷冬高基数影响下同比增速略显压力，但是 19Q1 营收、净利和盈利能力层面单季度环比均有不同程度的向好，随着未来高基数效应的减弱和消费环境的稳定，我们认为基本面边际改善能维持，继续看多整个服装的板块，重点关注景气度高，基本面优质或者改善明显的子行业和公司。我们认为，随着整体消费环境改善，成长风格以及业绩拐点型公司，在下半年会体现出更大的利润弹性。

1) **成长组合：**以开润股份、南极电商为代表的高弹性的成长属性公司，预计 2019 年业绩继续高增长，内生高增长可逐渐消化高估值。

2) **高景气运动品牌组合：**运动服饰行业景气度高，国内运动品牌内功逐步提升，看好李宁、安踏以及产品偏向运动时尚风格的比音勒芬。

3) **优质龙头组合：**森马服饰、海澜之家作为行业龙头白马，预计估值仍有提升空间。歌力思作为优质的女装行业龙头，业绩稳健，具备长期竞争优势。

4) **业绩复苏组合：**推荐 19 年“铺天盖地”战略带来业绩弹性，Q1 业绩优秀的梦洁股份。美邦服饰经营净现金流持续改善，存货及资产减值持续下降，值得关注，等待净利润拐点。

5) **高股息率防御：**针对低风险偏好投资人，我们继续推荐高股息率的九牧王做为防守品种。

重点推荐标的：开润股份/南极电商/比音勒芬/森马服饰/海澜之家/李宁/梦洁股份/歌力思/美邦服饰。

风险提示：上游纺织制造企业：产能释放不及预期、汇率波动风险、原材料价格大幅波动风险、中美贸易战加剧；下游品牌服饰：终端消费疲软、存货风险。

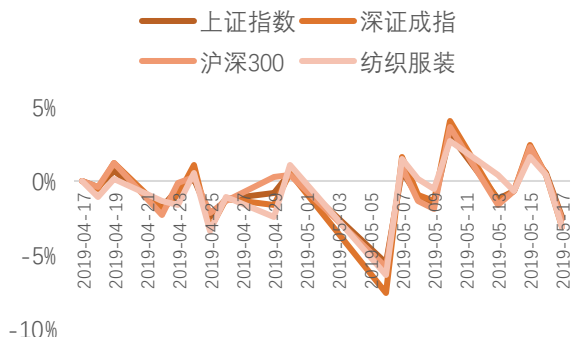
（报告摘自 2019 年 5 月 13 日《【行业报告】纺服年报及一季报总结：18 年电商和运动服饰子行业高增长，全行业 19Q1 业绩有所回暖》）

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

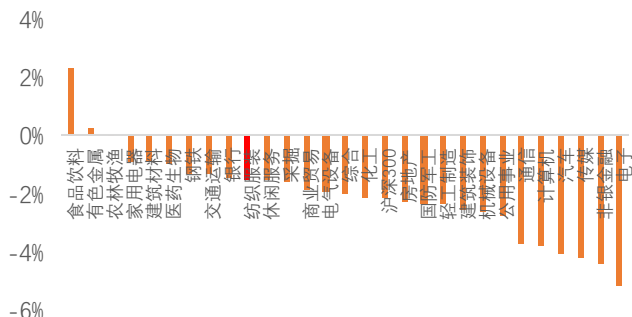
本周上证指数收于 2882.30 点，较上周收盘下跌-1.94%；深证成指收于 9000.19 点，较上周收盘下跌-2.55%；沪深 300 收于 3648.76 点，较上周收盘下跌-2.19%；申万纺织服装板块收于 2031.15 点，较上周收盘下跌-1.52%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

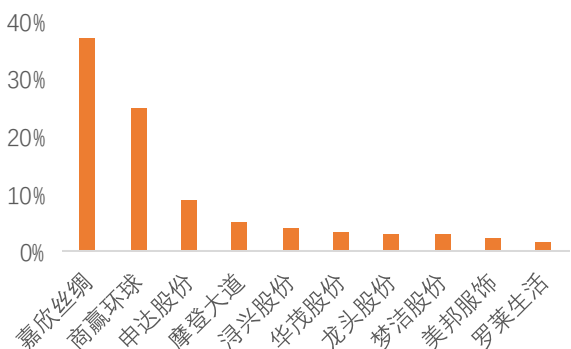
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

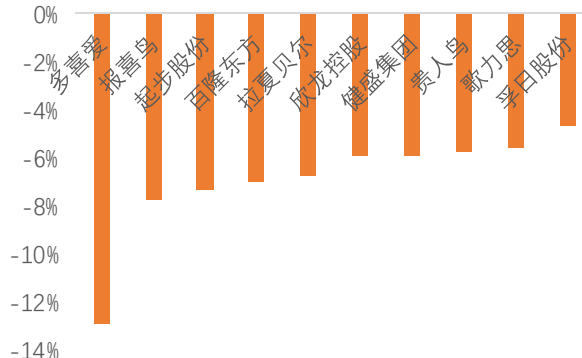
个股方面，嘉欣丝绸、商赢环球、申达股份涨幅居前三；多喜爱、报喜鸟、起步股份跌幅居前三。

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十名 (%)



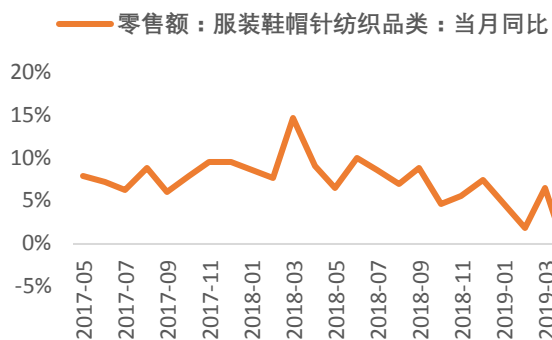
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端：4月零售数据边际改善，服装针织鞋帽行业增速环比下降

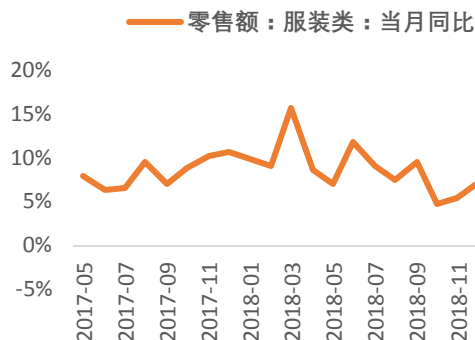
2019年1-4月，社会消费品零售总额128375.80亿元，比上年增长8.0%。2019年3月份，社会消费品零售总额30586.10亿元，同比增长7.2%，环比降低1.5pct。2019年4月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比减少1.10%（3月为6.60%，环比降低7.7pct）。

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 (%)



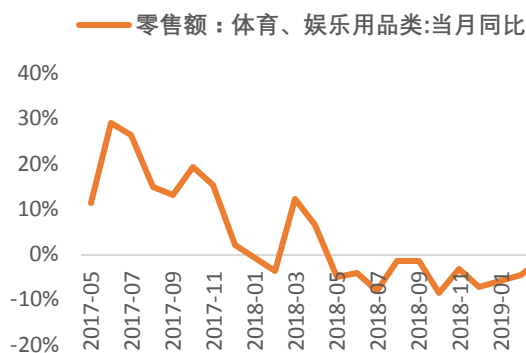
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



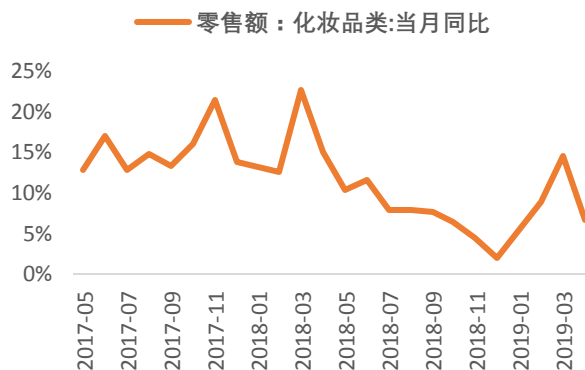
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



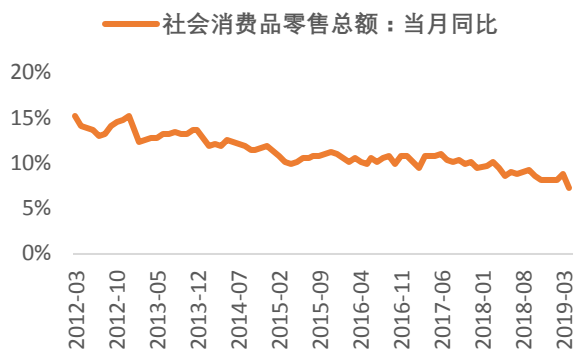
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



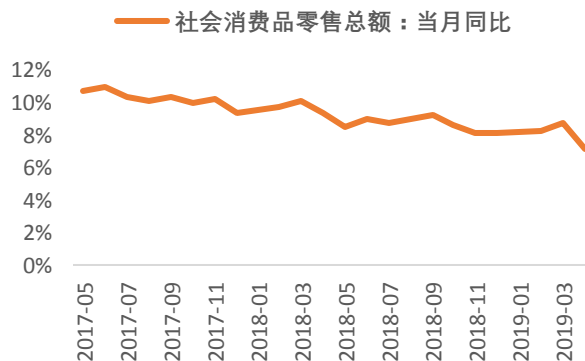
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2012 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 (%)

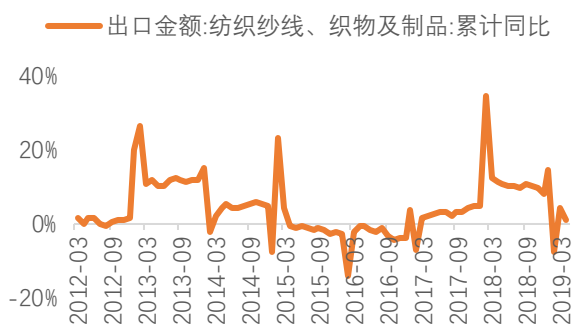


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.2. 出口：4 月纺织品出口额下滑，服装类出口金额下滑

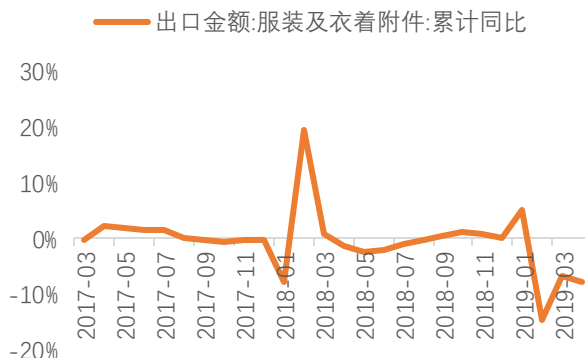
截至 2019 年 4 月底，据海关总署发布的数据显示，4 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 97.89 亿美元，同比下跌-6.74%，环比 3 月份下降 43.19pct；2019 年累计出口 366.72 亿美元，同比上涨 0.80%。服装及衣着附件 4 月的出口金额为 96.71 亿美元，同比下降-11.33%，环比 3 月份下降 31.84pct；2019 年累计出口 390.92 亿美元，同比下降-7.60%。

图 12：2012 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 13：2017 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

3.2.3. 上游：棉花价格指数略有下跌，羊毛进口价格略有上涨

中国棉花综合价格指数：117.57，较上周下跌 2.03%。

棉花进口价格：2019 年 3 月为 2055.51 元/吨，较 2 月份 1,998.00 元/吨，上涨+2.88%。

羊毛进口价格：2019 年 3 月为 9732.54 元/吨，较 2 月份 9354.90 元/吨，上涨+4.04%。

粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 11800.00 元/吨，与上周价格相比下降。粘胶长丝本周均价 37800.00 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 8250.00 元/吨，较上周下跌-2.02%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7940.00 元/吨，较上周下跌-3.26%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 8900.00 元/吨，较上周下跌-3.26%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 9600.00 元/吨，较上周下跌-3.52%。

国内棉布产量：2019 年 4 月棉布产量 42.20 万吨，当月同比上升+1.70%。

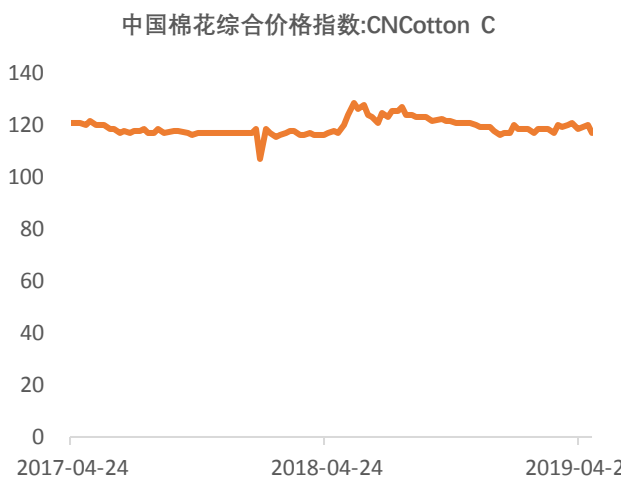
国内棉纱产量：2019 年 4 月棉纱产量 230.70 万吨，当月同比下降-2.00%。

图 14：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



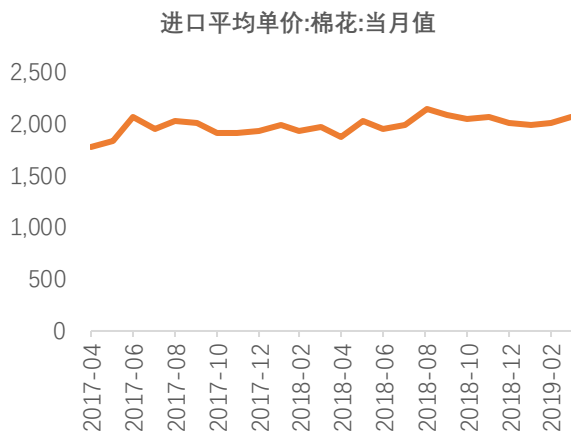
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



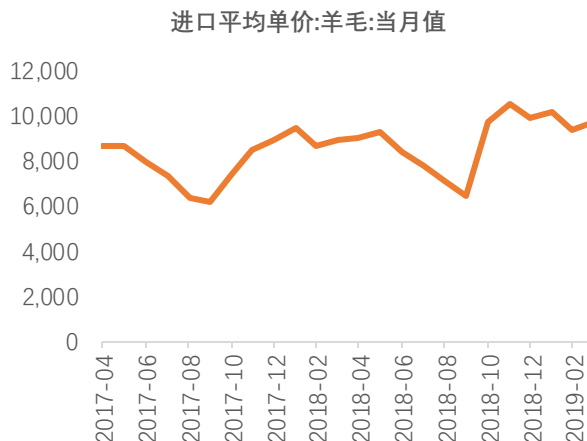
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：(美元/吨)



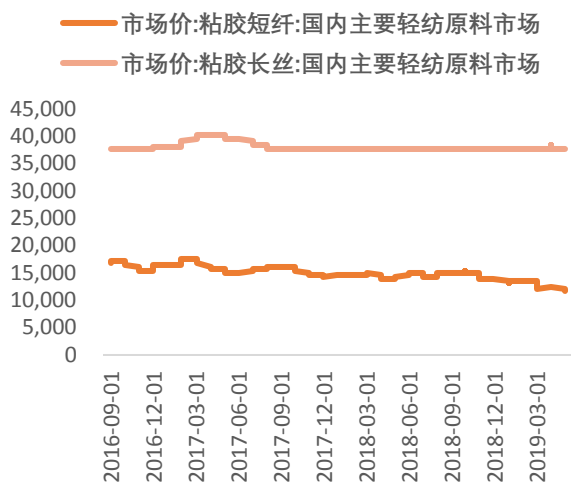
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：(美元/吨)



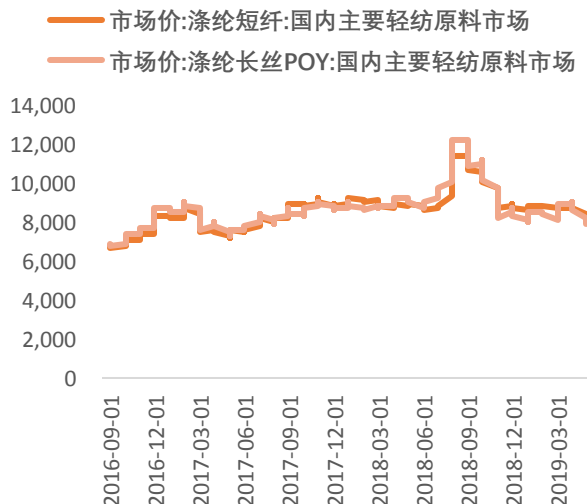
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



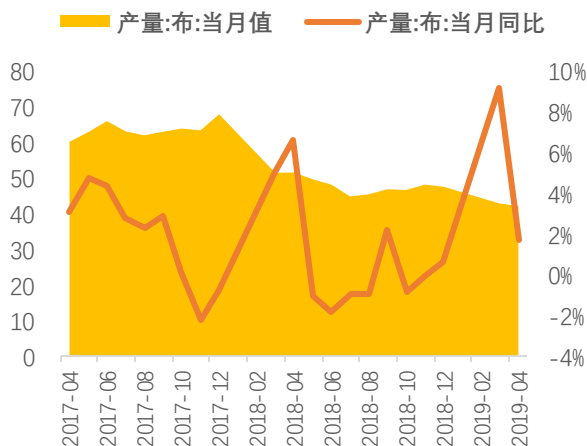
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



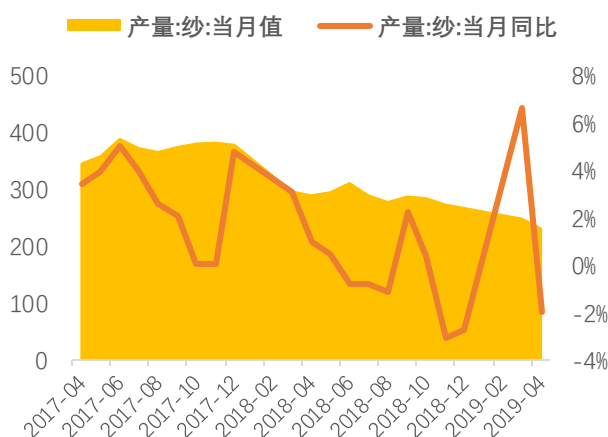
资料来源：Wind，天风证券研究所

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)



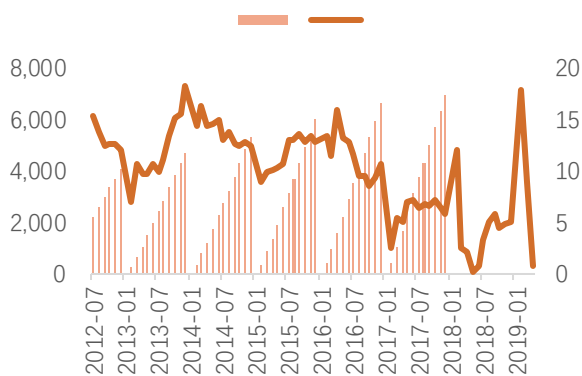
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.4. 行业投资：纺织行业投资增速保持稳定，服装行业投资增速有所上升

纺织行业固定资产投资：2019年4月，纺织行业固定资产投资同比增长+0.80%，较2018年4月同比增速有所下降（-1.3pct）。

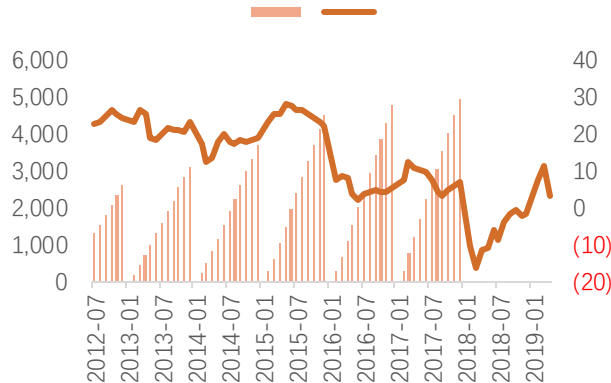
服装行业固定资产投资：2019年4月，纺织服装行业固定资产同比增长3.20%，较2018年4月同比增速有所上升（+14.70pct）。

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，%）



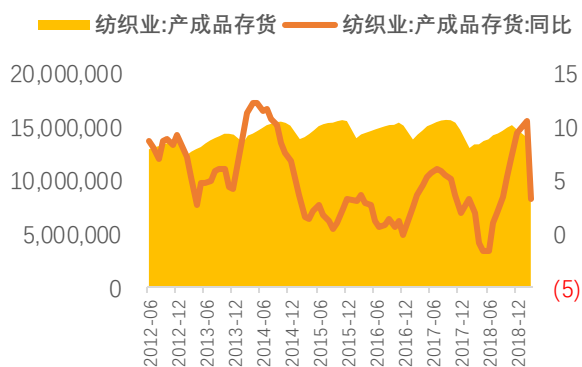
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.5. 行业库存情况：纺织业库存增速放缓，服装行业库存增速放缓

纺织行业库存情况：2019年3月，纺织行业产成品库存1,356.9亿元，同比增长1.44%，较上月增速有所下降（-7.30pct）。

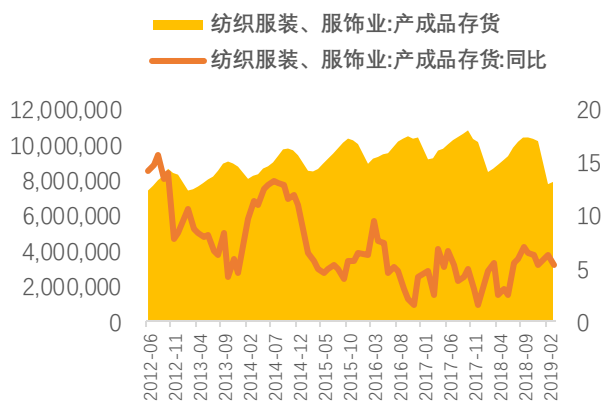
服装行业库存情况：2019年3月，服装行业产成品库存790.10亿元，同比增长5.30%，较上月增速有所下降（-1.00pct），库存量有所增加。

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：

南极电商（002127.SZ）股东减持股份预披露公告：公司持股5%以上股东新民实业，鉴于自身经营需要，拟通过集中竞价交易方式、大宗交易方式等其他方式减持公司股份不超过2,450万股。截至本公告日，新民实业持有公司股份1.39亿股，占总股本的5.67%。

海澜之家 回购股份比例达 1%进展公告：截至 2019 年 5 月 17 日，公司通过集中竞价方式累计回购股份为 4,530 万股，占总股本的 1.01%，成交价格区间为 8.05-10.33 元/股，支付的总金额为 4.27 亿元。

歌力思 第二期限制性股票激励计划第二个解锁期解锁暨上市公告：本次共有 296 名激励对象符合解锁条件，共计解锁 697.13 万股，占目前公司股本总额的 2.10%，解锁股票上市流通时间：2019 年 5 月 22 日。

健盛集团 (603558.SH) 1) 回购股份用途公告：回购股份将全部用于公司股权激励计划。截至 2019 年 5 月 13 日，公司通过集中竞价方式累计回购公司股份 1415.80 万股，占总股本的 3.40%。成交价格区间为 9.76-11.09 元/股，累计支付的资金为 1.53 亿元。2) 股东部分质押股份延期购回公告：公司控股股东、实际控制人张茂义，将质押给浙商证券的公司股份 1387 万股，占总股本的 3.33%，延期至 2020 年 5 月 14 日购回。截至本公告日，张茂义持有公司股份 1.47 亿股，占总股本的 35.42%。

九牧王 (601566.SH) 控股股东解除质押公告：公司控股股东九牧王国际，解除质押给民生银行的 2,900 万股，占总股本的 5.05%。截至本公告日，九牧王国际持有公司股份 3.09 亿股，占总股本的 53.73%。

百隆东方 (601339.SH) 2018 年度权益分派公告：公司拟派发 2018 年度 A 股每股现金红利 0.09 元，共计派发现金红利 1.32 亿元。股权登记日为 2019 年 5 月 20 日，现金红利发放日为 2019 年 5 月 21 日。

汇洁股份 (002763.SZ) 2018 年年度权益分派公告：公司计划向全体股东每 10 股派发 4.50 元现金红利，本次股权登记日为 2019 年 5 月 24 日，除权除息日为 2019 年 5 月 27 日。

天创时尚 (603608.SH) 股份回购实施结果暨股份变动的补充公告：1) 回购资金总额为 2,000 万元，以回购均价 10.84 元/股计算，用于实施限制性股票激励计划的回购股份数量为 184.54 万股，约占总股本 0.43%；2) 回购资金为 8,003.03 万元，以回购均价 10.84 元/股计算，用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券的回购股份数量约为 738.40 万股，约占总股本 1.71%。

商赢环球 (600146.SH) 终止重大资产重组事项公告：在认真听取各方意见和充分调查论证后，根据目前市场整体环境结合公司的实际情况，为维护全体股东及公司利益，公司决定正式终止本次重大资产重组。公司已收到交易对方返还共计 435.03 万美元。尚余 3350.87 万美元在其向公司支付 235.03 万美元后的三年偿付期内对其余定金部分予以清偿，每月至少返还 60.00 万美元。

3.3.2 海外板块公告：

李宁 (2331.HK) 授出股权公告：2019 年 5 月 17 日，公司向顾福身、王亚非、陈振彬、苏敬轼董事合计授出股份 120 万份购股权，可供认购共计 120 万股公司股本中每股面值 0.10 港币的普通股股份。

裕元集团 (0551.HK) 一季度之未经审核综合业绩：截至 19 年 3 月 31 日，24.79 亿美元，同比上涨 8.4%；实现归母净利润 7549.40 万美元，同比下跌 -20.9%。

新秀丽 (1910.HK) 一季度之未经审核综合业绩：截至 19 年 3 月 31 日，8.32 亿美元，同比下跌 -6.3%；实现归母净利润 22.80 百万美元，同比下跌 -48.1%

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
5.20	金鹰股份	浙江省舟山市定海区小沙街道金鹰股份第一会议室	14:00
5.20	安正时尚	上海市长宁区临虹路 168 弄 7 号楼会议室	14:00
5.20	报喜鸟	浙江永嘉瓯北镇双塔路 2299 号报喜鸟研发大楼四楼会议室	14:45

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
三夫户外	2019-01-11	712.14	11,213.39	7,346.57	65.52	11,213.39	8,058.71	71.87	首发原股东限售股份
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
富安娜	2019-02-26	29.34	87,444.32	50,941.52	58.26	87,444.32	50,970.86	58.29	股权激励限售股份
嘉欣丝绸	2019-03-06	5,702.36	57,767.36	40,204.21	69.60	57,767.36	45,906.58	79.47	定向增发机构配售股份
维格娜丝	2019-03-06	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
维格娜丝	2019-03-13	2.40	18,055.40	17,743.18	98.27	18,055.40	17,745.58	98.28	股权激励限售股份
天创时尚	2019-03-14	17,576.94	43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	30,433.07	70.54	首发原股东限售股份
健盛集团	2019-03-25	7,050.00	41,635.63	31,373.82	75.35	41,635.63	38,423.82	92.29	定向增发机构配售股份
富安娜	2019-03-26	115.35	87,444.32	50,970.86	58.29	87,444.32	51,086.21	58.42	股权激励限售股份
安奈儿	2019-04-10	51.16	13,186.17	3,887.65	29.48	13,186.17	3,938.81	29.87	股权激励限售股份
旺能环境	2019-05-10	4,100.40	41,656.50	21,804.08	52.34	41,656.50	25,904.48	62.19	定向增发机构配售股份
罗莱生活	2019-05-13	34.00	75,440.91	70,045.07	92.85	75,440.91	70,079.07	92.89	股权激励限售股份
歌力思	2019-05-22	697.13	33,269.44	32,554.44	97.85	33,269.44	33,251.56	99.95	股权激励限售股份
罗莱生活	2019-06-06	92.70	75,440.91	70,079.07	92.89	75,440.91			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			定向增发机构配售股份
伟星股份	2019-06-13	3,233.23	75,802.04	62,699.33	82.71	75,802.04			定向增发机构配售股份
梦洁股份	2019-06-20	1,650.00	77,976.48	50,231.65	64.42	77,976.48			股权激励限售股份
地素时尚	2019-06-24	3,400.00	40,100.00	6,100.00	15.21	40,100.00			首发原股东限售股份
哈森股份	2019-07-01	15,136.10	21,989.66	6,599.90	30.01	21,989.66			首发原股东限售股份
摩登大道	2019-08-02	14,387.49	71,251.98	47,171.07	66.20	71,251.98			定向增发机构配

中潜股份	2019-08-02	11,000.00	17,146.48	6,009.72	35.05	17,146.48	售股份
							首发原股东限售股份
如意集团	2019-08-16	3,051.47	26,171.56	23,041.60	88.04	26,171.56	定向增发机构配售股份
兴业科技	2019-08-19	6,151.02	30,208.22	24,042.31	79.59	30,208.22	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	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	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	定向增发机构配售股份
旷达科技	2019-11-11	2,691.72	150,239.29	94,272.33	62.75	150,239.29	定向增发机构配售股份
华斯股份	2019-11-11	370.83	38,556.08	29,502.00	76.52	38,556.08	定向增发机构配售股份
开润股份	2019-12-23	15,225.56	21,761.49	6,414.57	29.48	21,761.49	首发原股东限售股份
比音勒芬	2019-12-23	9,520.00	18,133.90	7,899.90	43.56	18,133.90	首发原股东限售股份

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