

# 纺织服装

证券研究报告

2019年01月06日

## 开润股份、百隆东方、九牧王股价调整，推荐逻辑及观点维持不变

本周组合：开润股份/南极电商/百隆东方/九牧王/水星家纺/歌力思/安踏体育，建议关注李宁。

- 高性价比组合：开润股份，南极电商；
- 纺织制造组合：百隆东方，健盛集团；
- 业绩触底组合：水星家纺，歌力思；
- 高景气体育服饰组合：安踏体育，建议关注李宁；
- 高股息率组合：九牧王，华孚时尚、海澜之家、鲁泰 A。

1、**板块数据**：本周上证指数收于 2514.87 点，较上周收盘上涨+0.84%；深证成指收于 7284.84 点，较上周收盘上涨+0.62%；沪深 300 收于 3035.87 点，较上周收盘上涨+0.84%；申万纺织服装板块收于 1797.09 点，较上周收盘上涨+0.26%。个股方面，美尔雅、华升股份、振静股份涨幅居服装板块前三；日播时尚、上海三毛、多喜爱跌幅居前三。

2、**行业观点**：本周我们重点推荐的开润股份、百隆东方、九牧王有所调整，我们认为这三家公司推荐逻辑以及基本面没有发生重大变化，目前时间，继续重点推荐。

- 1) **开润股份**：公司 B2B、B2C 业务近期均边际向好。B2B 业务收购 NIKE 在印尼的代工厂，使公司 B2B 业务正式切入国际运动品牌，为 B2B 业务未来发展提供新增长点。B2C 业务线下第一家 90 GO 线下店开业，开启公司线下渠道的拓展，预计 2018 年 B2C 收入增长 100%以上，在消费疲软环境下，仍是行业最优秀的成长股之一。
- 2) **百隆东方**：本周公司公告棉花期货浮亏 7108.74 万，从中长期来看，浮亏不代表真正亏损，贴水情况下公司可以持有至交割。截止到 2019 年 1 月 2 日收盘，郑棉主力合约 1905 报收 14890 元/吨，328 国棉现货价格指数为 15465 元/吨，期货贴水。由于棉花为公司主要生产原料，公司可以长期持有期货，直至现货交割，实际亏损将小于浮亏。短期负面情绪影响公司股价，但公司内生增长逻辑（越南产能稳步释放+净利率提升）不变，继续推荐。
- 3) **九牧王**：高股息率代表。目前股息率 7.6%，预计主业未来两年维持单位数增长，截至 2018Q3，货币资产+其他流动资产 9.17 亿，现金充足，是在消费疲软环境下，较为稳健的投资标的。

### 3、重点公司推荐：

**开润股份**：1) 18Q3 营收持续高增长，业绩符合预期。18Q1-3 实现营收 14.42 亿元(+81.7%)，归母净利润 1.28 亿元(+37.48%)，扣非归母净利润 1.13 亿元(+35.3%)。传统 B2B 客户预计保持稳定增长为 15-20%；B2C 收入约 70.65 亿(+111.19%)，Q3 为 2.95 亿(+106.97%)，持续维持 100%以上增长。2) **B2C**：持续看好公司成长为出行市场细分龙头，18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张。预计未来持续全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计 18 年 B2C 营收增长 100%以上，净利率 7%左右。3) **B2B**：18 年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，18 年新客户开发有望超市场预期。拟收购印尼优质代工厂，打造东南亚供应链体系，并进入国际运动品牌供应链体系，引入新型客户及开发新品类，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%以上。4) 维持 18/19/20 年净利润至 1.77/2.53/4.49 亿，对应 EPS 分别为 0.81/1.16/2.06 元，预计未来三年 CAGR 约 50%。

**南极电商**：1) 18 年前三季度实现营收 20.45 亿元(+409.20%)；实现归母净利润 4.49 亿元(+85.01%)。公司前三季度 GMV 持续增长，为 105.4 亿元(+62.5%)；2) 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，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。3) 维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，预计 EPS 为 0.35/0.51/0.73 元，

### 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

于健 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518090002  
yujian@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:2018 年纺织服装板块 A/H 股复盘》 2019-01-03
- 2 《纺织服装-行业研究周报:门店草根调研印证我们此前观点，继续推荐业绩底标的及上游相关标的》 2019-01-01
- 3 《纺织服装-行业专题研究:12 家服装门店草根调研我们看到了什么?》 2018-12-31

给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。

**百隆东方：**短期业绩下调，预计实际亏损可控

公司公告 2018 年底棉花期货持仓合约浮亏 7,108.74 万，形成公允价值变动损失。

**我们认为从报表端来看，短期对公司 2018 年业绩存在影响，但下调应仅为 Q4 边际损失，幅度约为 3000-4000 万。**

根据三季报可知，公司 18Q3 公允价值变动损益约为-3,741 万，18Q1-3 约为-2,734 万，所以预计 Q4 边际亏损约为 4000 万，考虑到税收影响后，我们预计对 18 年全年业绩下调约为 3000-4000 万元。

**从经营端来看，我们认为实际损失有望更低。**

1) 首先从中长期来看，浮亏不代表真正亏损，贴水情况下公司可以持有至交割。截止到 2019 年 1 月 2 日收盘，郑棉主力合约 1905 报收 14890 元/吨，328 国棉现货价格指数为 15465 元/吨，期货贴水。由于棉花为公司主要生产原料，公司可以长期持有期货，直至现货交割，实际亏损将小于浮亏。

2) 期货的“浮亏”有望在生产部门中以棉花现货成本降低的方式进行部分补偿。公司在会计处理上或把期货部门和生产部门分开，导致期棉合约价格下跌的过程中期货部门出现浮亏。若公司套保得当，期货的“浮亏”有望在生产部门中以棉花现货成本降低的方式进行部分补偿。

3) 2019 年期棉单边下跌的可能性不大。从棉花供求的中长期逻辑来看，国际棉花仍有约 100 万吨的需求缺口，而国内国储棉约为 300 万吨以下，处于低位，供需格局向好；同时根据棉花生长周期，大量新棉上市的时点已过，2019 年春季开工后需求有望再度提升；综上我们预计 2019 年期棉单边下跌的可能性不大。

**下调 2018 年盈利预测，下调目标价至 7.05 元。**

本次期货账面浮亏，主要影响 2018 年净利润，公司长期增长逻辑不变。考虑到公司本次期货持仓合约浮亏带来的利润端影响，我们下调 2018-2020 年净利润预测至 5.97/7.03/8.32 亿元(原为 6.35/7.61/8.91 亿元)，同比增长 22.31%/17.82%/18.37%；EPS 预测下调为 0.4/0.47/0.55 元(原为 0.42/0.51/0.59 元)；根据行业平均 PE，给予 19 年 15 倍 PE，调整目标价至 7.05 元(原目标价为 7.65 元)。

**风险提示：**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 2019-01-04	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	29.95	买入	0.61	0.81	1.16	2.06	49.10	36.98	25.82	14.54
002127.SZ	南极电商	7.55	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	34.32	21.57	14.80	10.34
601339.SH	百隆东方	5.14	买入	0.33	0.40	0.47	0.55	15.58	12.85	10.94	9.35
603558.SH	健盛集团	10.97	买入	0.00	0.51	0.65	0.78		21.51	16.88	14.06
603365.SH	水星家纺	14.32	买入	0.97	1.14	1.36	1.61	14.76	12.56	10.53	8.89
603808.SH	歌力思	15.61	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	17.34	14.06	11.92	9.76

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 1 月 4 日

## 1. 本周观点：开润股份、百隆东方、九牧王股价调整，推荐逻辑及观点维持不变

### 1.1. 开润股份、百隆东方、九牧王股价调整，推荐逻辑及观点维持不变

本周我们重点推荐的开润股份、百隆东方、九牧王有所调整，我们认为这三家公司推荐逻辑以及基本面没有发生重大变化，目前时间，继续重点推荐。

1) 开润股份：公司 B2B、B2C 业务近期均边际向好。B2B 业务收购 NIKE 在印尼的代工厂，使公司 B2B 业务正式切入国际运动品牌，为 B2B 业务未来发展提供新增长点。B2C 业务线下第一家 90 GO 线下店开业，开启公司线下渠道的拓展，预计 2018 年 B2C 收入增长 100% 以上，在消费疲软环境下，仍是行业最优秀的成长股之一。

2) 百隆东方：本周公司公告棉花期货浮亏 7108.74 万，从中长期来看，浮亏不代表真正亏损，贴水情况下公司可以持有至交割。截止到 2019 年 1 月 2 日收盘，郑棉主力合约 1905 报收 14890 元/吨，328 国棉现货价格指数为 15465 元/吨，期货贴水。由于棉花为公司主要生产原料，公司可以长期持有期货，直至现货交割，实际亏损将小于浮亏。短期负面情绪影响公司股价，但公司内生增长逻辑（越南产能稳步释放+净利率提升）不变，继续推荐。

3) 九牧王：高股息率代表。目前股息率 7.6%，预计主业未来两年维持单位数增长，截至 2018Q3，货币资产+其他流动资产 9.17 亿，现金充足，是在消费疲软环境下，较为稳健的投资标的。

### 1.2. 推荐标的简述

本周组合：开润股份/南极电商/百隆东方/九牧王/水星家纺/歌力思/安踏体育，建议关注李宁；

- 高性价比组合：开润股份，南极电商；
- 纺织制造组合：百隆东方，健盛集团；
- 业绩触底组合：水星家纺，歌力思；
- 高景气体育服饰组合：安踏体育，建议关注李宁；
- 高股息率组合：九牧王，华孚时尚、海澜之家、鲁泰 A。

图 1: 重点标的情况梳理 (1)

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2019/01/04	预测18年 净利润 (百万元)	预测19年 净利润 (百万元)	18-19 净利润 CAGR	预测PE 2018	预测PE 2019	总市值 (亿元)
开润股份	<p>开润股份: 1) 营收持续高增长, 业绩符合预期。18Q1-3实现营收14.42亿元 (+81.7%), 归母净利润1.28亿元 (+37.48%), 扣非归母净利润1.13亿元 (+35.3%)。传统B2B客户预计保持稳定增长为15-20%; B2C收入约70.65亿 (+111.19%), Q3为2.95亿 (+106.97%), 持续维持100%以上增长。2) B2C: 持续看好公司成长为出行市场细分龙头, 18年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张。预计截止Q3, 各渠道占比为: 小米70%左右, 京东/天猫各不到10%, 团购不到10%, 剩下是其他渠道。预计未来持续全渠道快速扩张, 有望成为业绩增长驱动力之一。预计18年润米整体营收增长100%+, 净利率6%-7%。2) B2B: 18年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收, 老客户结构持续优化, 18年新客户开发有望超市场预期。拟收购印尼优质代工厂, 打造东南亚供应链体系, 并进入国际运动品牌供应链体系, 引入新型客户及开发新品类, 精益生产提高效率增强盈利能力, 预计未来三年B2B收入CAGR 20%+。3) 维持买入评级。维持18-20年预测为0.81/1.17/2.07元, 18/19年净利润约1.77/2.53亿, 预计未来三年CAGR达50%。</p>	31.18	176.6	252.7	37.6%	36.9	25.8	65.18
南极电商	<p>1) 公司公布三季报: 18Q1-Q3实现营收20.44亿元 (+409%), 归母净利4.49亿元 (+85%), 符合市场预期。剔除并表主业收入5.2亿元 (+30%)。Q3单季度收入8.11亿 (+441%), 净利润1.58亿元 (+52.7%), 主业收入1.92亿 (+28%)。我们估算货币化率在4.1%-4.5%之间, 环比中报水平或有所提升, 较同期略有下降, 我们判断货币化率变动与扶持新品类、新渠道; 终端零售价格提升和GMV与收入确认时间的错配有关, 波动程度在合理区间。我们维持预计2018年公司GMV规模将达到202亿, 2019年GMV规模将达到298亿元。</p> <p>2) 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, 有望成为A股最具代表性的高成长新零售公司。</p> <p>3) 维持盈利预测2018-20净利润为8.69/12.51/17.84亿, 对应EPS为0.35/0.51/0.73元, 给予公司2018年35倍估值, 维持目标价12.4元。</p>	7.52	868.6	1,251.3	55.5%	21.3	14.8	185.34
百隆东方	<p>1) 公司公布前三季度业绩公告, 实现营收45.58亿元 (-0.1%), 实现归母净利润4.65亿元 (20.1%); 其中Q3单季度实现营收16.15亿元 (+7.5%), 实现归母净利润1.39亿元 (+76.9%); 三季度公司业绩持续改善, 主要系三季度越南产区部分产能投产, 人民币贬值使汇兑收益提高增厚三季度净利润。</p> <p>2) 产能陆续释放: 公司作为色纺纱龙头企业之一, 目前拥有140万锭纺纱产能。其中, 国内产能和海外产能各70万锭, 未来产能释放我们认为主要在越南产区。公司在2013年布局越南建厂, 目前越南A区实现满产, 产能为50万锭; 越南B区有20万锭产能, 预计19年4月和三季度分别释放10万锭产能, 剩余10万锭产能预计可以在2020年实现投产。</p> <p>3) 原材料价格预计温和上行, 使产品价格有所上涨。虽然自三季度开始, 我国棉花价格持续走低, 但由于国内棉花缺口仍旧存在, 需要进口国外棉花弥补不足, 这将带动外棉价格上涨, 由此我们预计今年棉价将温和上涨。</p>	5.53	596.6	702.9	20.0%	12.9	11.0	77.10
健盛集团	<p>1) 公司公布前三季度业绩公告, 实现营收 11.44 亿元 (+50.39%), 实现归母净利润 1.74 亿元 (+63.66%), 符合预期。其中 Q3 单季度实现营收 3.88 亿元 (+28.87%), 实现归母净利润 6310 万元 (+53.77%)。</p> <p>2) 国内改造完成, 越南产能释放效果逐步显现, 推动棉袜主业业绩增长。国内产能方面, 杭州基地已将成, 江山未来产能集中在健盛产业园, 产量预计维稳。另一方面, 公司主要发展棉袜业务, 丝袜业务不再加大投入。国外产能方面, 公司于2013年开始布局海外生产基地, 拟建设2.3亿双棉袜生产及产业链配套项目, 目前三个生产项目均已开始有效运营。</p> <p>3) 订单全球化布局, 结构调整改善盈利。国外市场方面, 积极开发新客户, 调整客户订单组合提升毛利。国内市场方面, 建设自有品牌jason home, 高质量+低价格打造核心竞争力。同时进一步加强与渠道商的合作, 与都市丽人签署框架协议, 强强联合互利共赢。</p> <p>4) 并表倍尔婷, 产业并购推动业绩增长。考虑到倍尔婷上虞和贵州产能稳步增加, 预期可兑现收购时业绩承诺。</p> <p>5) 近年来袜业行业持续增长, 公司受益行业于行业发展; 另外, 国内外产能释放为公司业绩提供持续增长动力。预计公司18—20年EPS为0.51/0.65/0.78元(18/19年原值为0.70/0.93), 对应PE为17/13/11倍。</p>	10.85	213.7	270.9	43.5%	21.4	16.9	45.67

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 收盘价及市值截至 1 月 4 日

图 2：重点标的情况梳理（2）

证券简称	18年最新数据情况	收盘价 2019/01/04	预测18年 净利润 (百万元)	预测19年 净利润 (百万元)	18-19 净利润 CAGR	预测PE 2018	预测PE 2019	总市值 (亿元)
水星家纺	<p>1) 公司公布18年三季度报告, 实现营收18.03亿元 (+13.62%), 归母净利润1.81亿元 (+15.22%), 营收符合我们预期, 净利润略低于预期。其中Q3单季度实现营收6.43亿元 (+8.72%), 净利润0.61亿元 (+5.56%) ;</p> <p>2) 线下: 根据我们估算, 18年前三季度预计增长21%左右, 其中, Q1同增25%, Q2同增25%+, Q3同增14.3%。Q3线上渠道占比下降至25% ;</p> <p>3) 线上: 根据我们估算, 前三季度公司线上渠道实现低个位数增长, 增速在2%左右。其中Q1估算同增24%, Q2略降, Q3同降5.4%。</p> <p>4) 18年全年预计线下渠道实现增长15%-20%。预计线上渠道增长5%-10%。</p> <p>5) 考虑到公司前三季度利润略低于预期, 同时由于线上电商业务在高基数的背景下, 又受到低价电商品牌的积压, 中短期将会受到波动, 下调18-20年盈利预测, 预计18-20年净利润分别为3.03/3.60/4.26亿元 (原值为3.14/3.77/4.54亿元), EPS为1.14/1.36/1.61元, 目标价22.8元。</p>	14.93	302.8	359.9	18.3%	12.6	10.6	38.19
歌力思	<p>Q3以来, 预计主品牌同店高单位数, EDHARDY双位数增长, 多品牌开店落地迅速。预计前三季度收入及业绩增速25%~30%。</p> <p>业绩方面, 18H1 公司的回款增长或者直营同店增长基本保持稳定, 主要系客群较为稳定, 品牌忠诚度所致。若主品牌同店持续增长, 加之 Ed Hardy 收入及增长预期维稳; Laurel 渠道数量增加, 收入稳定性提高; IRO 品牌逐步落地, 增速规模持续提升; 则业绩有望增长;</p> <p>营运能力方面, 公司存货天数、应收账款周转天数较 17H1 有所下降, 经营效率持续提升, 多角度验证公司系统化及精细化运营初步取得成效。</p>	16.24	373.9	440.2	20.7%	14.1	12.0	52.61
太平鸟	<p>1) 公司前三季度实现营收48.88亿元 (+13.14%); 归母净利润28.23亿元 (+69.72%)</p> <p>2) 开店情况: 9月份净开店150左右, 7-8月份30家左右, Q3整体净开1-200家。10-11月预计每个月100家左右, 12月份50-100家, 预计H2净开350的目标可以达成;</p> <p>3) 十一黄金周情况: 线上个位数增长, 线下小幅下滑。1-7号除了第一天较好, 其余天数可比负增长。</p> <p>4) 三季度业绩指引: 收入端来看, 零售额Q3增速低于Q2, 但是营收不一定较Q2弱, 总体来说全年84亿营收目标有一定压力。利润端来看, 如果刨除激励费用的1000-2000万, 达到6.3亿的预算目标压力不大。</p> <p>4) 维持买入评级, 目标价34.50元。考虑到公司终端销售情况良好, 渠道和品牌调性调整期已过, 未来几年将享受增长红利, 我们预计18-20年实现净利润6.3/8.5/10.2亿; 18-20年EPS为1.31/1.77/2.13元。给予18年25倍估值, 对应目标价32.75元。</p>	18.79	631.3	850.5	36.5%	13.9	10.3	87.98

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 收盘价及市值截至1月4日

图 3：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	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)	股息率(近 12个月, %)	总市值 (亿元)
鲁泰A*	9.5	8.7	6.6%	4.0%	9.2%	875.2	955.5	1,071.8	5.14	83.0
水星家纺*	12.6	10.6	18.3%	17.6%	18.9%	302.8	359.9	426.3	3.49	38.2
九牧王	13.6	12.4	10.8%	11.6%	10.0%	551.3	606.6	676.2	7.65	75.2
歌力思*	14.1	12.0	20.7%	23.7%	17.7%	373.9	440.2	539.2	1.67	52.6
华孚时尚*	9.6	7.7	25.4%	27.1%	23.8%	861.1	1,065.6	1,244.1	6.14	82.5
健盛集团*	21.4	16.9	43.5%	84.6%	33.6%	213.7	270.9	324.3	1.37	45.7
南极电商*	21.3	14.8	53.0%	62.6%	44.1%	868.6	1,251.3	1,783.9	0.55	185.3
开润股份*	36.9	25.8	37.6%	32.4%	43.1%	176.6	252.7	449.0	0.61	65.2
海澜之家*	10.4	9.6	7.5%	6.5%	8.6%	3,545.3	3,849.9	4,309.4	5.85	368.9
百隆东方*	12.9	11.0	20.0%	22.3%	17.8%	596.6	702.9	832.0	1.95	77.1
比音勒芬*	21.6	15.8	40.6%	45.0%	36.4%	261.3	356.3	464.1	1.89	56.4
森马服饰*	15.1	12.5	29.3%	38.3%	21.0%	1,573.5	1,903.9	2,298.8	2.82	238.1
太平鸟*	13.9	10.3	36.5%	38.4%	34.7%	631.3	850.5	1,022.5	3.83	88.0
安正时尚*	11.7	9.0	31.2%	32.0%	30.4%	360.4	470.1	573.1	3.43	42.1
罗莱生活*	11.9	10.1	23.4%	28.6%	18.4%	550.2	651.3	763.8	3.98	65.5
维格娜丝	9.4	7.8	31.5%	43.7%	20.3%	273.0	328.4	393.7	1.11	25.7
天创时尚	16.5	14.0	34.1%	52.4%	18.0%	286.4	338.0	376.6	2.29	47.2
朗姿股份	14.1	12.3	24.1%	34.3%	14.7%	251.9	288.9	341.6	2.81	35.6
新野纺织	7.7	6.4	24.6%	29.7%	19.6%	379.0	453.2	540.6	1.12	29.1
七匹狼	13.5	12.0	12.2%	11.6%	12.7%	353.4	398.3	435.0	1.58	47.8
富安娜	10.8	9.4	17.1%	18.5%	15.7%	584.5	676.5	773.4	3.44	63.3
搜于特	9.2	8.1	18.3%	23.7%	13.1%	758.3	857.9	925.5	8.98	69.6
孚日股份	10.0	9.0	10.3%	10.3%	10.4%	452.5	499.5	558.5	6.04	45.1
伟星股份	14.0	12.4	9.7%	7.0%	12.6%	390.0	439.0	492.0	5.35	54.5
拉夏贝尔*	7.3	6.7	11.6%	13.8%	9.5%	567.2	621.1	635.9	5.38	41.5
航民股份	9.5	8.8	9.2%	10.2%	8.3%	631.8	684.3	748.7	2.96	60.2
雅戈尔	15.7	14.1	150.0%	461.8%	11.3%	1,667.0	1,855.0	0.0	5.49	261.1
探路者	48.0	36.3	-	-173.1%	32.3%	62.0	82.0	0.0	0.00	29.8
奥康国际	15.8	14.5	-	15.2%	8.8%	261.0	284.0	0.0	4.87	41.2
联发股份	8.5	8.4	3.9%	6.6%	1.3%	384.0	389.0	414.0	7.40	32.8
汇洁股份	16.5	12.8	5.6%	-13.6%	29.2%	192.0	248.0	272.0	3.69	31.6

资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：1) 市值截至时间 2019 年 1 月 4 日；

2) 表中\*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标\*公司盈利预测均来源于 Wind 资讯 2018-2019 净利润预测的均值；

## 2. 近期报告回顾

### 2.1. 2018 年纺织服装板块 A/H 股复盘

本次研究样本：由于申万、中信等行业指数中仍包含一些纺服历史板块中的壳公司和转型公司，我们主要根据主业相关性筛选了 43 家纺织服装行业重点公司作为研究样本，其中包括纺织制造（12 家），休闲服装（4 家），男装（4 家），女装（7 家），家纺（4 家），其他服装（5 家），鞋帽（5 家）和电商类（2 家）八个下游子版块。下文所涉及的“行业板块”均为以下 43 家重点公司组成的板块。

行业整体表现：2018 年，申万纺服板块涨幅-30.3%，行业排名第 18。我们独立研究样本行业板块整体涨幅-18.6%，相对上证综指（-24.6%）超额收益+6%。对比近四年以来的板块收益情况：2015（+13.9%）；2016（-14.5%）；2017（-8%），受到大盘影响，2018 年板块全年绝对收益表现较差，但仍有超额收益。子板块方面，休闲服饰（-4%）、电商（-4.1%）、女装（-7.9%）、男装（-13.2%）四个子行业跑赢板块整体。

2018，纺服板块什么时候赚钱？什么时候亏钱？

复盘 2018 年纺服板块：我们认为，2018 年整个板块的表现可以分为三个阶段：

1月初至5月底(+13.2%): 2017年末冷冬效应延续到板块一季报, 板块公司一季报普遍表现较好, 且机构持仓占比提升, 纺服板块作为预期差较大和基本面相对较好的板块关注度与市场预期提升, 截至中报窗口期前, 上半年板块整体较大盘有超额收益。

6月到10月(-33.8%): 宏观: 贸易战进入白热期, 6月15日, 特朗普宣布对中国产品加征关税。微观: 社零数据波动明显, 消费行业风险偏好受消费环境变化影响较大, 5月社零单月增速自2003年3月以来最低, 随之是行业6月后随大盘普跌。

11月到12月(+2.7%): 贸易战因素企稳, 大盘整体止跌波动。板块方面, 人民币汇率贬值对纺织制造板块业绩利好开始体现, 11月后上游开始有超额收益。

**基本面情况: 消费环境波动给行业带来压力**

**收入:** 2018年Q1/Q2/Q3营收增速分别为+18.3%/13.5%/9.5%, 体现出较明显的下降趋势。对比2017年同期情况(图4), 收入增速由正剪刀差变为负剪刀差, 消费环境波动影响行业终端消费需求对行业收入端影响十分明显。

**盈利:** 2018年Q1/Q2/Q3净利增速分别为+17.6%/15.3%/13.9%, 环比依次略有下降, 整体来看, 单季度归母净利的增速虽然均高于2017年同期, 但实际上受到行业内美邦森马两家公司的低基数效应影响比较明显, 剔除掉美邦森马的影响之后(如图6), 除了一季度同比增速高于2017年同期水平之外, Q2-Q3的同比增速都仍低于2017年水平, 前三季度盈利端有下行压力。

**板块估值变化:** 截至2018年12月31日, 纺服板块估值约为15.5x, 对应年初(21.32x)水平有所下降, 略高于万得全A估值水平(13.1x)。全年整体估值变化情况呈现上半年板块估值相对A股整体溢价, 下半年持续收敛的趋势。

**个股梳理: 什么样的公司涨了?**

2018年主要领涨的公司有柏堡龙、森马服饰、日播时尚、百隆东方、天创时尚、九牧王、比音勒芬、南极电商、鲁泰A和开润股份等。从近两年涨跌幅排行的公司中我们可以发现, 行业白马龙头(海澜之家、森马服饰), 新模式型公司(开润股份、南极电商等), 上游制造龙头(百隆东方、鲁泰A等)等整体表现相对较好。

**港股回顾: 受益龙头公司表现好于A股**

纺织服装板块港股重要上市公司多, 体量大, 因此独立分析, 我们分析的标的主要有21家港股上市公司(其中主要以A股投资者能参与的港股通标的为主)。

从港股全年行情来看, 龙头权重股的效应要大于A股, 主要是申洲国际和安踏体育两大权重股, 市值占比在我们分析样本公司的50%以上(2018年12月31日数据, 申洲+安踏占纺服港股主要公司市值58%)。港股全年涨幅-0.5%, 其中安踏+申洲两家公司合计市值涨幅17.4%, 除去安踏+申洲其余公司涨幅为-17.6%, 表现略差于恒指全年表现(-16.3%)。港股纺服龙头公司提振板块的效应相比A股更加明显。

从个股涨跌幅情况来看, 涨幅居前的公司有波司登(+132.8%), 特步国际(+46.7%), 宝胜国际(+35.5%), 李宁(+32.7%), 江南布衣(+21.7%), 申洲国际(+21.3%), 中国利郎(+10.2%), 安踏体育(+8.6%)等。从涨跌幅情况来看, 70亿以上市值的公司基本上实现正收益, 70亿市值以下的公司除江南布衣之外, 均为负收益。涨跌幅分布体现出明显的大市值公司表现更好的情况。

**港股基本面方面:** 收入端21家公司中有5家收入增速较去年减速, 收入增速表现较好的有中国利郎(+37%), 特步国际(+27.3%)和安踏体育(+24.1%)等。归母净利润端21家公司有9家较同期加速, 超过一半较同期减速, 表现较好的有德永佳集团、波司登、都市丽人、互太纺织等。收入端增速加速的公司较多, 但盈利加速的公司并不占多数。

**投资建议:** 我们预计2019年上半年下游公司业绩仍在寻底, 最快2019Q2开始好转, 我们认为的机会所在: 1) 机会一: “高性价比”标的, 在中国经济“新常态”下具有长期增长逻辑。(开润股份、南极电商) 2) 机会二: 上游纺织趋势优于品牌端, 看好布局越南的纺

织制造公司。(百隆东方、健盛集团)3)机会三:布局业绩提前见底、稳定增长的公司。(水星家纺、歌力思)4)机会四:布局优质子行业,重点关注运动服饰行业。(安踏体育;关注:李宁)5)机会五:分红稳定,高股息率标的。(九牧王、华孚时尚、海澜之家、鲁泰A)

风险提示:原材料价格大幅波动风险、中美贸易战加剧,终端消费疲软、存货风险。

(摘自1月3日发布的报告《2018年纺织服装板块A/H股复盘》)

## 2.2. 百隆东方棉花期货浮亏点评:短期业绩下调,预计实际亏损可控

公司公告2018年底棉花期货持仓合约浮亏7,108.74万,形成公允价值变动损失。

2019年1月2日,公司公告经财务部门初步测算,截至2018年12月31日,公司持有的棉花期货持仓合约根据2018年最后一个交易日结算价计算,形成浮亏7,108.74万元。浮亏形成公允价值变动损失,将减少公司2018年度税前利润7,108.74万元。

我们认为从报表端来看,短期对公司2018年业绩存在影响,但下调应仅为Q4边际损失,幅度约为3000-4000万。

根据三季报可知,公司18Q3公允价值变动损益约为-3,741万,18Q1-3约为-2,734万,所以预计Q4边际亏损约为4000万,考虑到税收影响后,我们预计对18年全年业绩下调约为3000-4000万元。

从经营端来看,我们认为实际损失有望更低。

1)首先从中长期来看,浮亏不代表真正亏损,贴水情况下公司可以持有至交割。截止到2019年1月2日收盘,郑棉主力合约1905报收14890元/吨,328国棉现货价格指数为15465元/吨,期货贴水。由于棉花为公司主要生产原料,公司可以长期持有期货,直至现货交割,实际亏损将小于浮亏。

2)期货的“浮亏”有望在生产部门中以棉花现货成本降低的方式进行部分补偿。公司在会计处理上或把期货部门和生产部门分开,导致期棉合约价格下跌的过程中期货部门出现浮亏。若公司套保得当,期货的“浮亏”有望在生产部门中以棉花现货成本降低的方式进行部分补偿。

3)2019年期棉单边下跌的可能性不大。从棉花供求的中长期逻辑来看,国际棉花仍有约100万吨的需求缺口,而国内国储棉约为300万吨以下,处于低位,供需格局向好;同时根据棉花生长周期,大量新棉上市的时点已过,2019年春季开工后需求有望再度提升;综上所述我们预计2019年期棉单边下跌的可能性不大。

下调2018年盈利预测,下调目标价至7.05元。

本次期货账面浮亏,主要影响2018年净利润,公司长期增长逻辑不变。考虑到公司本次期货持仓合约浮亏带来的利润端影响,我们下调2018-2020年净利润预测至5.97/7.03/8.32亿元(原为6.35/7.61/8.91亿元),同比增长22.31%/17.82%/18.37%;EPS预测下调为0.4/0.47/0.55元(原为0.42/0.51/0.59元);根据行业平均PE,给予19年15倍PE,调整目标价至7.05元(原目标价为7.65元)。

风险提示:越南产能释放进程缓慢、东南亚地区反华等政治风险、国内订单量大幅下滑、棉价及汇率剧烈波动、期货持续大幅亏损,同时报告按理性角度推测,以公司实际决策为准。

(摘自1月3日发布的公司点评报告《短期业绩下调,预计实际亏损可控》)

## 2.3. 《12家服装门店草根调研我们看到了什么?》

### 1、调研背景

自18年下半年以来,由于社零数据持续走弱,叠加17年“冷冬”高基数影响,市场对于



品牌服饰的销售情况存在疑虑。我们在跟踪行业发展动态的同时，希望通过草根调研，能够深入了解品牌的销售情况，解答投资者所关心的问题。

## 2、我们得到了什么结论？

### 1) 我们认为国内中高端品牌短期内将持续承压，仍看好歌力思。

从商场角度来看，由于负财富效应、及顾客对于中高端产品的消费偏好减弱等因素，国内顶级商场 SKP 的流量增长有限，18 年促销力度高于往年。其次，我们走访的中高端品牌普遍反映销售相比往年稍显乏力，如 18 年“两万元单”较少；另外，部分品牌销售人员反映预计 2019 年产品价格可能会略微下调，以应对消费疲软的趋势。由此我们认为国内中高端品牌未来在量价上将持续承压，但歌力思表现相对优异。

### 2) 运动服饰行业质地较好，国内运动品牌升级较为明显，与国外运动品牌差距很小，推荐安踏，建议关注李宁。

运动服饰行业的受到消费疲软的影响较小，景气度依旧较高。我们通过走访李宁的门店发现，18 年李宁王府井门店的同店增长在 15%-20%。

同时，从门店设计、商品陈列、产品和服务等方面来看，我国国内运动品牌的升级效果明显，与国外竞品品牌的差距很小，竞争力逐步提升。

### 3) 天气因素对于品牌服饰的销售仍有较大的影响，今年冬装销售稍显乏力。

18 年冬季，由于受到厄尔尼诺效应的影响，冬季到来较晚，影响冬装销售。如海澜之家门店 12 月由于月初降温，促进了冬装的销售，但月中气温有所回升，对于产品的销售带来了一定的影响。

### 4) 太平鸟 TOC 系统应用成熟，门店库存管理效率显著提升，达到行业领先水平。

2017 年秋冬季公司从男装品牌首先引入 TOC 管理模式，实现售罄率、存货管理、及折扣率等方面的质的改变。TOC 系统会对店铺的销售进行实时监控，“销一补一”即当天销售一件产品，系统会自动下达补货指令，补货一件产品；若产品畅销，将会补货 4-5 件，保证库存。目前太平鸟君太百货男装门店 TOC 系统已经应用一年多的时间，目前库存 1200 多件，而未使用 TOC 的品牌门店库存在 3000 件左右；通州万达童装门店在使用 TOC 之前每款产品压货十几件左右，季度退货 20 箱左右；引入 TOC，目前每种商品库存约为 2 件。当前每季产品退货率约 15%，并呈逐渐下降的趋势，每季度退货约 7-8 箱。TOC 对于品牌的供应链管理、存货周转等方面成效显著。

## 3、我们还学习了很多终端门店管理知识！

通过走访各品牌的门店，以及和品牌督导、店长店员的交流，我们也发现了线下门店的形象、管理及服务等方面正逐步升级，我们认为主要有以下几点：

1) 门店位置：大多选择在购物中心、核心商业街及百货商场中，新开店多在郊区大型购物中心内；传统百货店也正在积极“购物中心化”；核心商圈的街边店仍有价值。

2) 门店形象：品牌服饰的门店形象逐步升级，提升品牌形象，增强进店吸引力。

3) 店员情况：由于消费持续走弱，门店为控制成本，对于员工人数也进行了控制。

4) 管理方面：品牌采用大区督导的方式，管理、监督、考核区域内的门店销售。

5) 提高坪效的指标：连带率、客单价、会员数等，同时也是公司对门店的考核指标。

6) 存货及周转：品牌服饰门店的周转速度较快，一般实行周补制。

7) 上新速度在半月左右，部分品牌速度更快；存货的折扣率平均在 7-8 折左右。

## 4、推荐标的

结合本次草根调研，我们认为：

- 1) 高性价比品牌相较于中高端品牌抗经济周期属性更强，推荐开润股份、南极电商；
- 2) 国产体育服饰行业表现突出，与国际品牌差距越来越小，推荐安踏体育，建议关注李宁；
- 3) 店面形象出色、货品竞争力强的水星家纺、歌力思、太平鸟；
- 4) 暖冬对品牌服装销售有负面影响，上游纺织制造业绩更为稳定，推荐百隆东方、健盛集团。

风险提示：本次调研仅为北京地区品牌门店情况，不能完全反应公司整体经营情况。

（摘自 12 月 31 日发布的报告《12 家服装门店草根调研我们看到了什么?》）

## 2.4. 开润股份：收购 NIKE 印尼代工厂，为 B2B 业务发展提供新增长点

一、事件：开润股份于 2018 年 10 月 26 日与王贻卫、BillionIslands Ltd.、White Angel Ltd. 签署《股权转让协议》。拟通过上市公司名义或上市公司附属机构名义以 2,280 万美元受让乙方持有的 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 的 100% 股权。

二、收购标的介绍：本次收购标的业务为 OEM（代工工厂）客户，大多数为北美客户，最主要的客户是 NIKE 公司。市场分布全球，主要包括：欧洲、美洲及亚太地区。我们预计开润股份接手收购标的后，会改善收购标的的运营状况，通过扩产能提高收入，提高效率、控制费用等提高盈利能力。

### 三、收购标的对开润股份影响分析

1、进入世界一线运动品牌客户的供应商体系，有利于开启运动服饰领域新增长点。开润股份在收购标的公司前，B2B 业务主要为：以联想、DELL、惠普为代表客户的电脑包 ODM 业务；以迪卡侬为代表客户的户外包 ODM 业务；以名创优品、网易严选为代表的新零售客户箱包的 ODM 业务。此次收购，相当于开润直接拿到了 NIKE 供应商的“牌照”。因此，我们认为此次切入到 NIKE 箱包全球供应商体系，有利于开润 B2B 业务开拓运动休闲领域的新客户。运动服饰行业是纺织服装增速较快的子行业之一，且 NIKE 是运动服饰行业龙头，如果成为 NIKE 供应商，预计对开发运动服饰类的新客户有较大帮助，成为开润 B2B 业务新增长点。

2、享受关税优惠及降低人力成本，提高公司产品竞争力，并提升产品盈利空间。印尼政局稳定、经济发展迅速、市场化程度较高、其地理位置控制着关键的国际海洋交通线，并拥有丰富的自然资源、较为廉价的劳动力以及优惠的税收政策。

3、进一步完善海外布局，逐渐迈向东南亚地区出行消费品制造产业纵向一体化。印尼人口众多，是非常具有潜力的消费市场，本次收购将为打通东南亚地区上游产业链、实现纵向一体化的发展策略进行铺垫。

4、有利于提高 B2B 业务盈利水平。开润 B2B 业务 18 年开发的新零售客户，毛利率、净利率均较低，而一般国际品牌的 ODM 代工厂净利率较高，例如健盛集团，2018 年前三季度净利率为 15%，申洲国际 2018 年上半年净利率为 23.5%。本次收购利于改善开润 B2B 业务的盈利能力。

### 四、消费疲弱环境下，继续看好开润股份受益于高性价比的消费趋势。

1) B2C：持续看好公司成长为出行市场细分龙头，18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张。预计未来持续全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。预计 18 年 B2C 营收增长 100% 以上，净利率 7% 左右。2) B2B：18 年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化，18 年新客户开发有望超市场预期。收购印尼优质代工厂，打造东南亚供应链体系，并进入国际运动品牌供应链体系，引入新型客户及开发新品类，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20% 以上。维持买入评级。维持公司 18/19/20 年净利润 1.8/2.5/4.5 亿，由于公司回购股份导致股本变动，使 18-20 年 EPS 为 0.81/1.16/2.06 元（原值为 0.81/1.17/2.07 元），预计未来三年 CAGR 达 50%。

风险提示：海外政治风险、海外收购标的经营不及预期、收购进展不及预期。

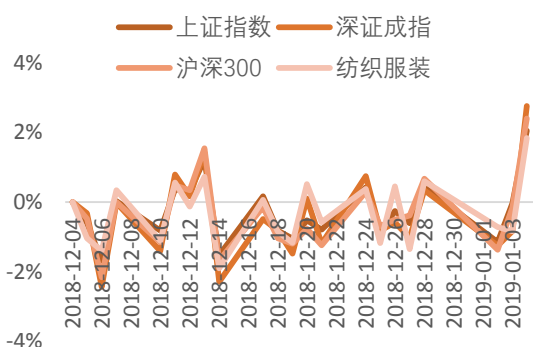
(摘自 12 月 30 日发布的报告《收购 NIKE 印尼代工厂，为 B2B 业务发展提供新增长点》)

### 3. 市场行情

#### 3.1. 板块及个股涨跌幅

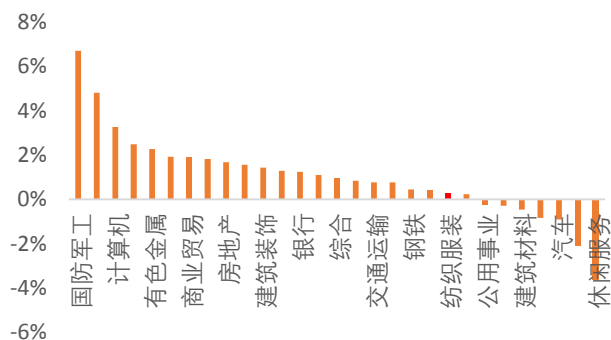
本周上证指数收于 2514.87 点，较上周收盘上涨+0.84%；深证成指收于 7284.84 点，较上周收盘上涨+0.62%；沪深 300 收于 3035.87 点，较上周收盘上涨+0.84%；申万纺织服装板块收于 1797.09 点，较上周收盘上涨+0.26%。

图 4：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

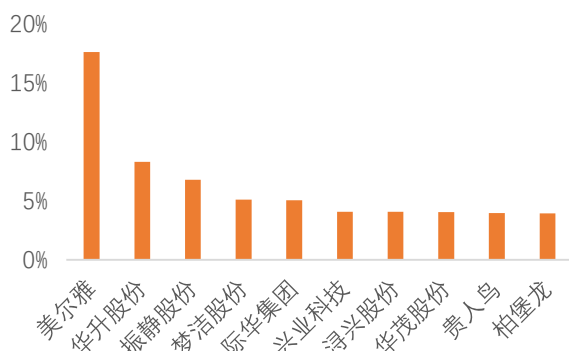
图 5：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

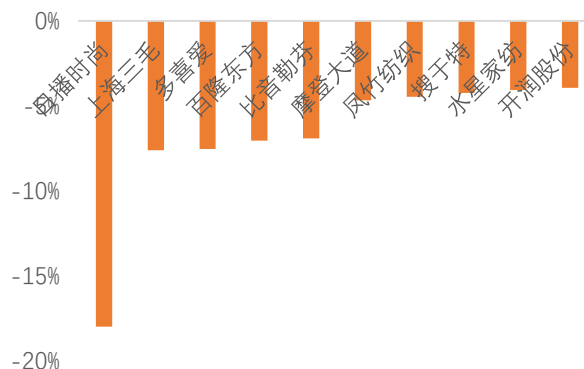
个股方面，美尔雅、华升股份、振静股份涨幅居服装板块前三；日播时尚、上海三毛、多喜爱跌幅居前三。

图 6：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 7：纺织服装个股周涨幅后十名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

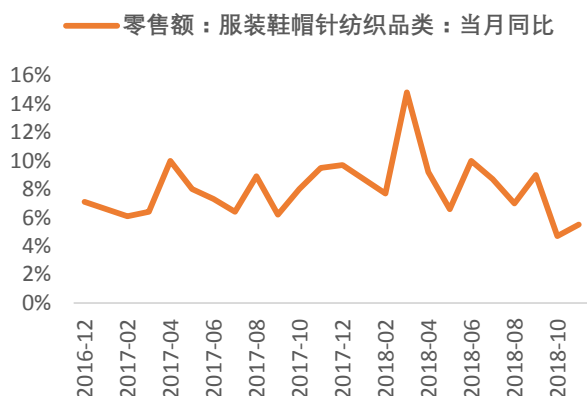
#### 3.2. 行业数据回顾

##### 3.2.1. 零售端：11 月零售数据未见明显改善，服装针织鞋帽行业增速环比上升

2018 年 11 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 5.5% (2018 年 10 月为 4.70%)，化妆品类同比增长 4.40% (2018 年 10 月为 6.40%)，行业整体呈现上升趋势，细分各个行业也均呈现出上升趋势。

截至 2018 年 11 月，社会消费品零售总额同比增长 8.10%，相比 2018 年 10 月份的 8.60% 略有下降，服装鞋帽针纺织品类累计同比 8.10%。

图 8：2016 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 (%)



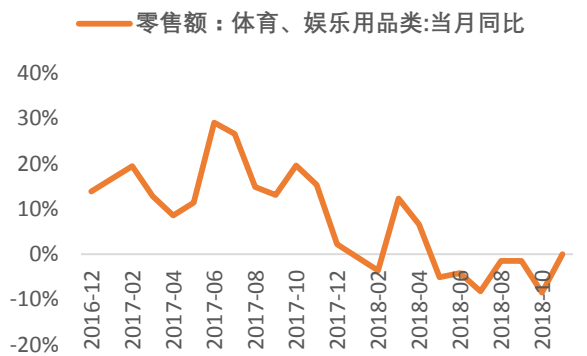
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2016 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



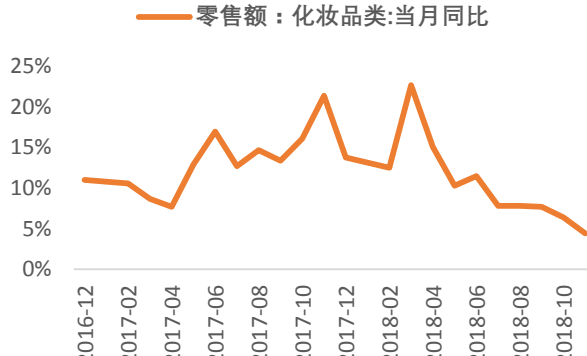
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2016 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 (%)



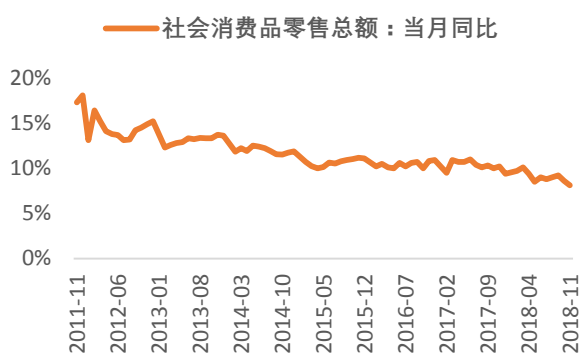
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2016 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比 (%)



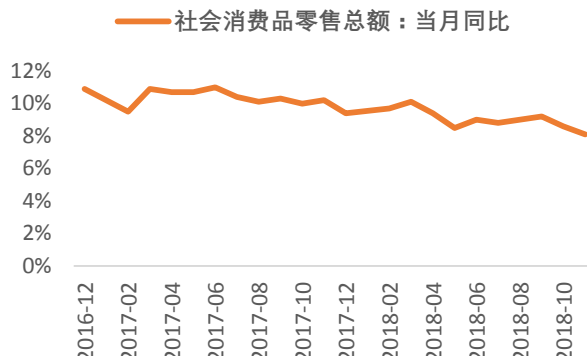
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2011 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 13：2016 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)



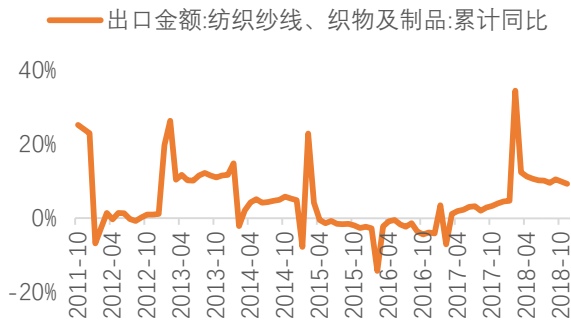
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 出口：纺织品出口增速放缓，服装类出口累计增速有所放缓

截至 2018 年 11 月，据海关总署发布的数据显示 11 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 103.14 亿美元，同比上升 3.24%；累计出口 1093.02 亿美元，同比增长 9.30%，增速相比 10 月有所降低；服装及衣着附件 11 月的出口金额为 127.41 亿美元，同比下降 2.97%，累计

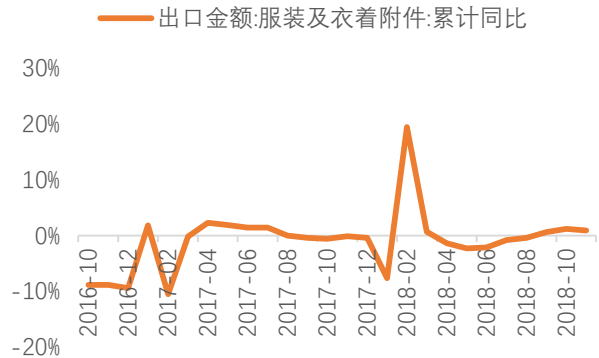
出口 1446.57 亿美元，同比上升 0.90%，相比 10 月份（同比上升 1.20%）有所放缓。

图 14：2011 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 15：2016 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，涤纶长丝 FDY 价格下降明显

**中国棉花综合价格指数：**116.79，较上周下跌 1.33%。

**棉花进口价格：**2018 年 11 月为 2,059.06 元/吨，较 10 月份 2,038.28 元/吨，上涨 1.02%。

**羊毛进口价格：**2018 年 11 月为 10537.91 元/吨，较 10 月份 9692.51 元/吨，上涨 8.72%。

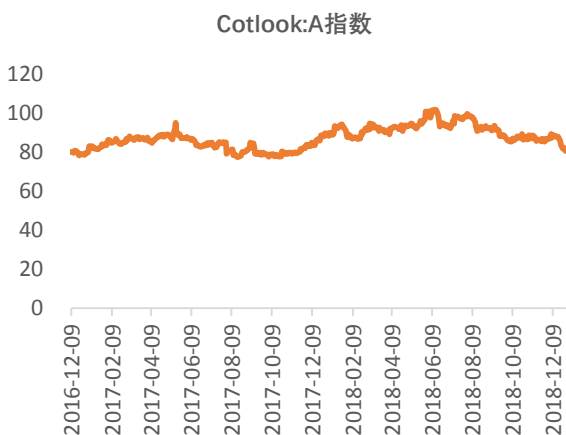
**粘胶短纤、长丝价格：**粘胶短纤本周均价为 13600.00 元/吨，较上周相比下降了 0.58%。粘胶长丝本周均价 37,700 元/吨，与上周价格持平。

**涤纶短纤、长丝价格：**涤纶短纤本周均价为 8620.00 元/吨，较上周价格下降 1.82%。涤纶长丝 POY 本周均价为 8100.00 元/吨，较上周下降 2.41%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 9550.00 元/吨，较上周下降 2.05%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 9950.00 元/吨，与上周相比下降了 1.49%。

**国内棉布产量：**11 月棉布产量 48.2 万吨，当月同比上涨 3.21%。

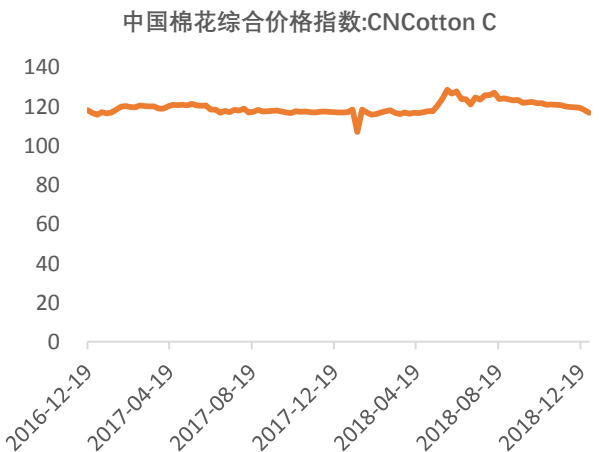
**国内棉纱产量：**11 月棉纱产量 272.80 万吨，当月同比下降 3.94%。

图 16：2016 年至今 Cotlook:A 价格走势（美分/磅）



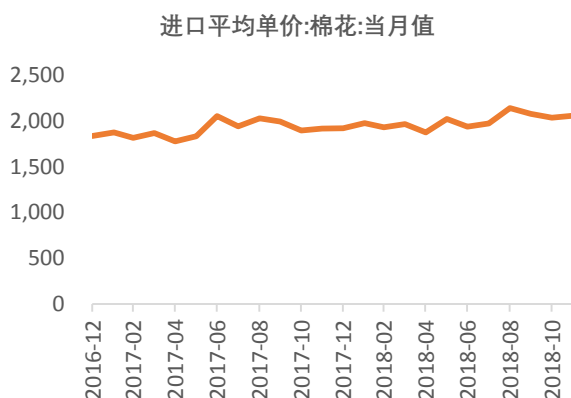
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2016 年至今中国棉花综合价格指数走势



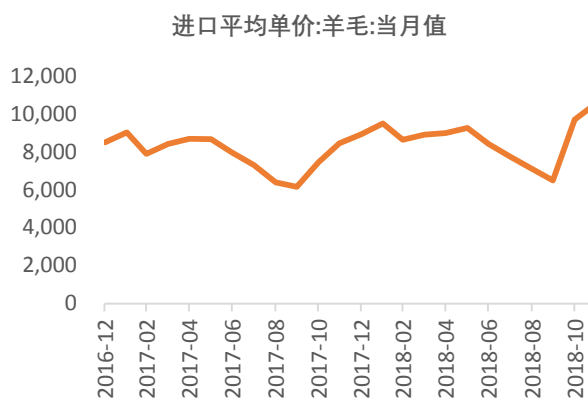
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



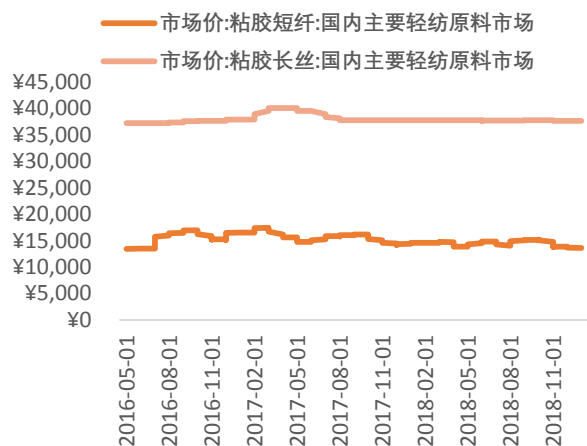
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



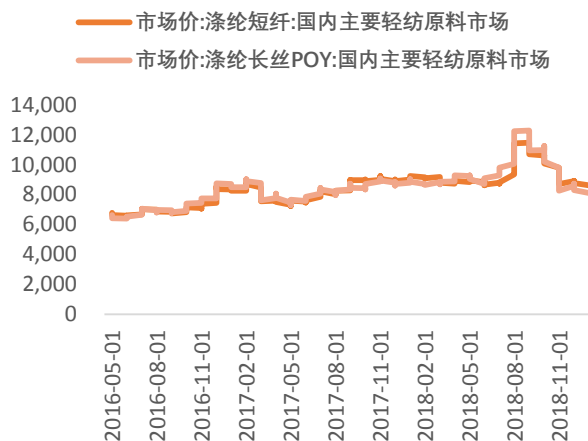
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



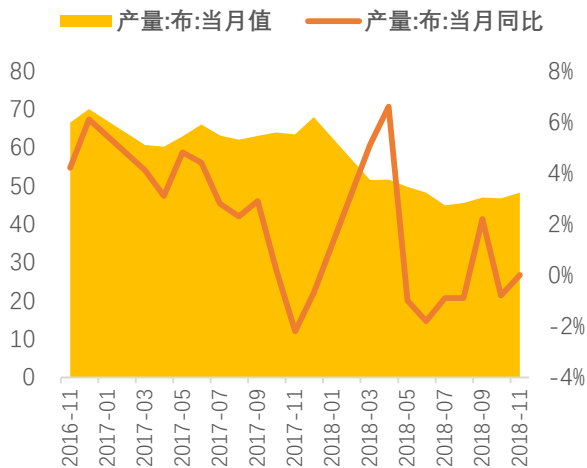
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



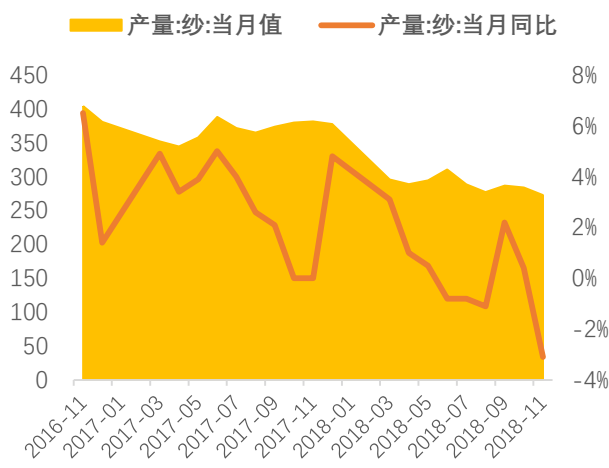
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2016 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 23：2016 年至今国内棉纱产量走势单位：（万吨）



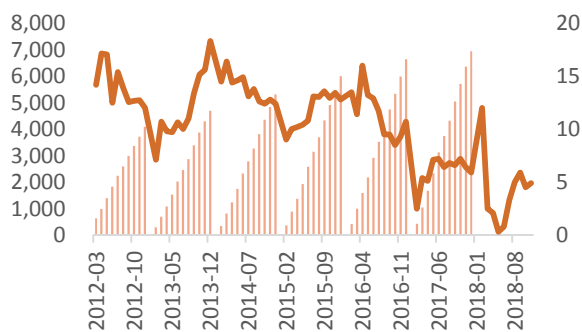
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 行业投资：纺织行业投资增速上升，服装行业投资增速上升

**纺织行业固定资产投资：**2018年11月，纺织行业固定资产投资同比增长+4.90%，较上月同比增速有所上升（0.40pct）。

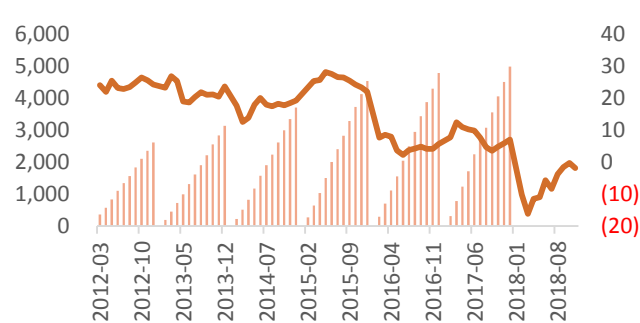
**服装行业固定资产投资：**2018年11月，纺织服装行业固定资产投资同比下降-1.90，较上月同比增速有所下降（-1.60pct）。

图 24：2012 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 25：2012 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



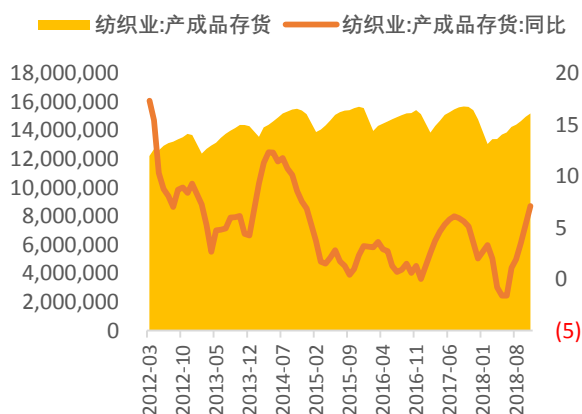
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 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11月，纺织行业产成品库存 1,517.40 亿元，同比增长 7.10%，较上月增速有所增加（+1.80pct）。

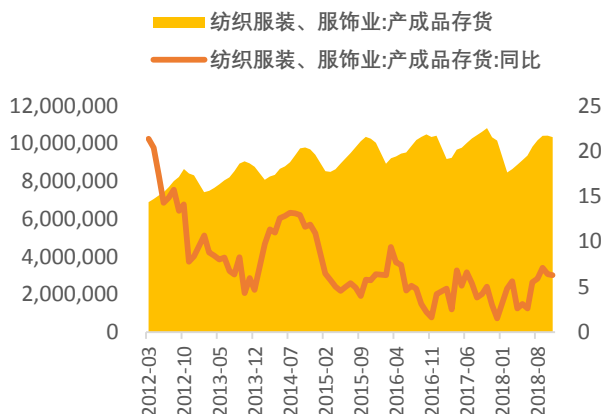
**服装行业库存情况：**2018年11月，服装行业产成品库存 1,033.40 亿元，同比增长 6.30%，较上月增速有所放缓（-0.10pct），库存量有所下降。

图 26：2012 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 27：2012 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：

**奥康国际(603001.SH)** 控股股东奥康投资及实际控制人王振滔分别质押股份 1300 万股、2000 万股给温州银行，分别占总股本的 3.24%、4.99%。截至 2019 年 1 月 2 日，奥康投资持有公司股份 1.11 亿股，王振滔持有公司股份 6055.67 万股，分别占本公司总股本的 27.73%、15.10%。

**百隆东方(601339.SH)** 截至 2018 年 12 月 31 日，公司持有的棉花期货持仓合约浮亏

7,108.74 万元，将减少公司 2018 年度税前利润 7,108.74 万元，对公司业绩产生较大影响。

**鲁泰 A(000726.SZ)** 公司高级管理人员权鹏，减持不超过其持有公司股份的 25%，减持股份将不超过 6938 股，占公司总股本比例为 0.00075%。减持之后，权鹏持有 2.08 万股，占公司总股本比例 0.00226%。

**华茂股份(000850.SZ)** 1) 公司将持有的广发证券 1200 万股质押给中投证券，占广发证券总股本的 0.16%。截至本公告日，华茂股份持有广发证券 2050 万股，占该公司注册资本 0.27%。2) 公司拟投资高质高效全流程智能纺纱升级改造项目，计划总投资为 5.02 亿元。项目建成投产后，预计可年产紧密纺纱 2.51 万吨，实现营业收入 7.25 亿元，净利润 0.52 亿元。

**新野纺织(002087.SZ)** 公司及子公司自 2018 年 10 月 15 日至 2018 年 12 月 24 日累计收到政府补助 2,512.95 万元，计入公司 2018 年度损益科目。

**梦洁股份(002397.SZ)** 公司累计已回购股份数量为 800.69 万股，占总股本的 1.03%，最高成交价为 5.26 元/股，最低成交价为 4.13 元/股，支付的总金额为 3,986.36 万元。

**搜于特(002503.SZ)** 公司第一大股东马鸿质押股份 698 万股给华泰证券，占总股本的 0.23%；一致行动人兴原投资分别质押股份 1100 万股、1510 万股给兴证证券及兴业证券，分别占总股本的 0.36%、0.49%。截至本公告日，马鸿及兴原投资分别持有公司股份 12.02 亿股、6.01 亿股，分别占总股本的 38.88%、19.42%。

### 3.3.2 海外板块公告：

**特步国际(1368.HK)** 公司 2018 年第四季度，平均同店销售表现较 2017 年同期维持中双位数增长，与 2018 年第二、三季度增速相似；零售折扣维持 7.5-8.0 折的低水平，零售存货周转也保持于约 4 个月的健康水平。

**博柏利 Burberry Group plc. (BRBY.L)** 截至 2018 年 12 月 31 日，公司在外发行的普通股数量为 4.11 亿股，0.05 便士/股；公司没有任何库存股，公司的投票权总数约为 4.11 亿。

## 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
1.8	搜于特	广东省东莞市道滘镇新鸿昌路 1 号公司总部 2 栋一楼会议室	15:00
1.9	富安娜	广东省深圳市南山区南油工业区南光路富安娜工业大厦公司二楼总裁办公室	14:30
1.10	新野纺织	河南省南阳市新野县城关镇书院路 15 号公司三楼会议室	14:30

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	35,794	31,000	86.61	35,794	35,800	100	定向增发机构配售股
梦洁股份	2019-01-14	7,624	77,956	42,761	54.85	77,956	50,385	64.63	定向增发机构配售股
南极电商	2019-01-21	85,516	245,454	148,240	60.39	245,454	233,756	95.23	定向增发机构配售股份
天创时尚	2019-02-18	26,460	43,144	12,856	29.80	43,144	39,316	91.13	首发原股东限售股份



嘉欣丝绸	2019-03-06	5,702	57,771	39,887	69.04	57,771	45,589	78.91	定向增发机构配售股
维格娜丝	2019-03-07	2,826	18,059	14,917	82.60	18,059	17,743	98.25	定向增发机构配售股
健盛集团	2019-03-22	7,050	41,642	31,025	74.50	41,642	38,075	91.43	定向增发机构配售股份
报喜鸟	2019-05-06	3,843	125,994	110,420	87.64	125,994	114,263	90.69	股权激励限售股份
旺能环境	2019-05-09	4,100	41,671	25,905	62.17	41,671	39,217	94.11	定向增发机构配售股
罗莱生活	2019-06-06	93	77,250	70,031	90.65	77,250	70,124	90.77	股权激励限售股份
摩登大道	2019-06-10	2,325	71,332	47,171	66.13	71,332	49,496	69.39	定向增发机构配售股
伟星股份	2019-06-13	3,233	75,714	62,977	83.18	75,714	66,211	87.45	定向增发机构配售股
梦洁股份	2019-06-20	1,650	77,830	50,385	64.74	77,830	52,035	66.86	股权激励限售股份
地素时尚	2019-06-24	3,400	40,094	6,100	15.21	40,094	9,500	23.69	首发原股东限售股份
哈森股份	2019-07-01	15,136	21,991	6,600	30.01	21,991	21,736	98.84	首发原股东限售股份
摩登大道	2019-08-02	14,387	71,260	49,496	69.46	71,260	63,884	89.65	定向增发机构配售股
中潜股份	2019-08-02	11,000	17,147	6,012	35.06	17,147	17,012	99.21	首发原股东限售股份
如意集团	2019-08-16	3,051	26,170	23,042	88.05	26,170	26,093	99.71	定向增发机构配售股
兴业科技	2019-08-19	6,151	30,211	24,042	79.58	30,211	30,193	99.94	定向增发机构配售股
红豆股份	2019-08-30	3,690	252,738	249,636	98.77	252,738	253,326	100	定向增发机构配售股
太平鸟	2019-09-16	173	47,994	20,049	41.77	47,994	20,222	42.13	股权激励限售股份
商赢环球	2019-09-30	26,997	47,000	20,000	42.55	47,000	46,997	99.99	定向增发机构配售股
华斯股份	2019-11-11	371	38,646	29,502	76.34	38,646	29,873	77.30	定向增发机构配售股
旷达科技	2019-11-11	2,692	150,375	94,272	62.69	150,375	96,964	64.48	定向增发机构配售股
开润股份	2019-12-23	15,226	21,760	6,415	29.48	21,760	21,640	99.45	首发原股东限售股份
比音勒芬	2019-12-23	9,520	18,133	7,900	43.57	18,133	17,420	96.07	首发原股东限售股份
天创时尚	2019-12-26	701	43,027	39,316	91.38	43,027	40,017	93.00	定向增发机构配售股

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