

# 纺织服装

证券研究报告  
2019年03月04日

## 优选成长风格以及低估值龙头标的

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

本周核心组合：开润股份/南极电商/李宁/森马服饰/海澜之家/水星家纺/九牧王。

### 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

- 成长风格组合：开润股份，南极电商；
- 高景气体育服饰组合：李宁，安踏体育；
- 低估值龙头组合：森马服饰，海澜之家，歌力思，水星家纺；
- 高股息率组合：九牧王。

1、**板块数据**：本周上证指数收于 2994.01 点，较上周收盘上涨+6.77%；深证成指收于 9167.65 点，较上周收盘上涨+5.97%；沪深 300 收于 3749.71 点，较上周收盘上涨+6.52%；申万纺织服装板块收于 2043.90 点，较上周收盘上涨+5.78%。个股方面，摩登大道、柏堡龙、际华集团涨幅居服装板块前三；多喜爱、健盛集团、欣龙控股跌幅居前三。

2、**行业数据及观点**：本周行业 2018 年业绩快报基本披露完毕，截止目前 A 股纺织服装板块（包含南极电商）共披露 42 份，从归母净利润同比增速来看，预增为 28 家，占比 67%，预减为 14 家，占比 33%。同时 12 月及 2019 年春节假期零售数据边际向好，服装针织鞋帽行业增速环比改善。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

结合当前市场风格，市场风险偏好提高、赚钱效应显现，建议关注成长风格个股以及具有成长性的细分行业（如体育服饰），以及预期业绩见底的有望受益估值修复的行业龙头。

### 相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:再次提示板块预期见底，继续推荐纺服超跌业绩底组合》 2019-02-25
- 2 《纺织服装-行业研究周报:消费板块关注度提高，建议配置纺服超跌业绩底组合》 2019-02-17
- 3 《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

1) **成长风格**：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。

2) **高景气体育运动服饰**：盈利能力逐步提升、产品力明显提升的李宁；2018 年业绩超预期的运动服饰龙头安踏体育。

3) **行业低估值龙头**：市场对消费行业 2019 年业绩见底已有预期，股价调整到位，近期市场风险偏好提升，有望迎来估值修复。我们认为板块内低估值龙头将受益，股价有望先于业绩反映，向上弹性较大。推荐：2018 年年报超预期的森马服饰、2019 年预计业绩见底复苏的海澜之家、2019 年主品牌边际改善及并购品牌运营有望超预期的中高端女装龙头歌力思、预计 2019Q1 业绩增长相较于 2018Q3 边际改善的水星家纺。

4) **高股息率防御**：此外，由于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

**开润股份**：1) 2018 年业绩符合预期：预计总营收约为 20.53 亿元 (+76.63%)，接近预告上限，主营收入 19.08 亿元(+ 64.66%)；归母净利润 1.73 亿元(+29.98%)，接近预告中值；扣非归母净利润为 1.53 亿元 (+38.52%)，非经常损益约为 0.21 亿，基本持平；Q4 实现总营收 6.11 亿元(+65.72%)，主营收入 5.68 亿元(+55.6%)，归母净利润 0.45 亿元 (+12%)，净利润增速低于收入增速原因我们认为主要系 18Q4 自有电商渠道流量费用增长及管理团队扩张导致营销和管理费用上升所致。全年营收和业绩符合我们预期，我们预计 B2B 营收约 8.8 亿元 (+34%)，B2C 超 10 亿元 (+100%以上)。2) **投资逻辑**：**B2C**：新品类：19 年产品持续迭代及新品占比提升拉高价格带与毛利率。新渠道：2019 年在维持线上持续快速增长前提下，将重点发力线下及海外渠道，全渠道快速扩张有望成为业绩增长驱动力之一。预计 19 年 B2C 营收增长 50%以上，净利率提高至 7%左右。**B2B**：国际化布局收购印尼优质代工厂，进入 NIKE 核心供应商体系并开拓品类，持续提高产品竞争力和盈利空间，预计 2019 年新增约 2.4 亿元收入；原有客户订单结构有望进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，互联网新零售客户毛利率有望提升，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%以上。3) **盈利预测**：预计 2018-2020 年 EPS 为 0.79/1.05/1.46 元，2018-2020 年归母净利润为 1.73/2.29/3.17 亿元，增速为 29.5%/32.4%/38.6%。

**南极电商：1) 2018 年业绩超预期：**收入 33.5 亿 (+240%)，归母净利 8.86 亿 (+65.8%)。其中，公司本部收入 10.4 亿 (+39%)，时间互联收入 23.2 亿 (+868%)；公司本部归母净利 7.56 亿 (+49%)，时间互联归母净利 1.3 亿 (+383%)。(时间互联由于并表因素放大增速，还原后时间互联归母净利增速 19%)；其中时间互联收入及净利表现较预期好(原业绩承诺为 18 年度 1.17 亿净利润)，带动营收盈利超市场预期。我们预计主业货币化率整体保持稳定(综合服务费/GMV 口径估算为 4.4%左右)，在正常波动区间。2) **保理及时间互联等项目应收账款环比下降，动态看整体应收水平持续改善。**应收账款总额为 7.3 亿，全年净增加 2.22 亿 (+43.7%)。分拆来看，公司本部应收 4.1 亿 (+22.7%) 占比 56%；小袋保理应收款 1.93 亿，占比 26%；时间互联应收 1.24 亿 (+0.74%) 占比 18%。3) 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。4) **盈利预测：**预计 2018-2020 年 EPS 为 0.36/0.51/0.73 元，2018-2020 年归母净利润为 8.79/12.51/17.84 亿元，增速为 64.5%/42.3%/42.6%，目标价 12.4 元，对应 2019 年 24.3XPE。

**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，具备投资价值。5) **盈利预测：**预计 2018-2020 年 EPS 为 0.31/0.42/0.53 元，2018-2020 年归母净利润为 6.89/9.18/11.57 亿元，增速为 33.7%/33.2%/26.1%，目标价 10.5 元。

**森马服饰：1) 2018 年业绩超预期：**收入 157.2 亿元 (+30.7%)，归母净利 16.9 亿元 (+48.7%)。剔除 Kidiliz 并表后，我们认为森马 2018 年收入预计为 20%+，略超市场预期，主业扣非利润(剔除并表及长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉等一次性资产减值后)约 18 亿，较 17 年增长(50%-60%)，大超市场预期。2) **预计 2018 年报表质量较 2018 年三季度有较明显边际改善，尤其是在经营现金流科目有望出现较大改善。**3) **我们预计 2019 年总营收增长预计 15%-20%，其中童装保持 20-25%增长，休闲服产品品牌调整见效恢复 10%-15%营收增长，电商保持 30%增长。**4) **盈利预测：**由于未公布年报，2018 年盈利预测未做调整，预计 2018-2020 年 EPS 为 0.59/0.71/0.86 元，2018-2020 年归母净利润为 15.74/19.04/22.99 亿元，增速为 38.3%/21%/20.7%，目标价 17.75 元。目前市值对应 2019 年 PE 仅 14.8X，具备配置价值。

**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(元) 2019-03-01	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	33.97	买入	0.61	0.79	1.05	1.46	55.69	43.00	32.35	23.27
002127.SZ	南极电商	10.51	买入	0.22	0.36	0.51	0.73	47.77	29.19	20.61	14.40
02331.HK	李宁	11.34	买入		0.31	0.42	0.53		36.58	27.00	21.40
002563.SZ	森马服饰	10.51	买入	-0.86				-12.22			
603365.SH	水星家纺	16.11	买入	0.97	1.14	1.36	1.61	16.61	14.13	11.85	10.01
601566.SH	九牧王	13.75	买入	0.86	1.10	0.94	1.06	15.99	12.50	14.63	12.97
02020.HK	安踏体育	46.85	买入								
603808.SH	歌力思	17.37	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	19.30	15.65	13.26	10.86

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 3 月 1 日，1 港币=0.8543 人民币

## 1. 本周观点：优选成长风格以及低估值龙头标的

### 1.1. 优选成长风格以及低估值龙头标的

**行业数据及观点：**本周行业 2018 年业绩快报基本披露完毕，截止目前 A 股纺织服装板块（包含南极电商）共披露 42 份，从归母净利润同比增速来看，预增为 28 家，占比 67%，预减为 14 家，占比 33%。同时 12 月及 2019 年春节假期零售数据边际向好，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。

结合当前市场风格，市场风险偏好提高、赚钱效应显现，建议关注成长风格个股以及具有成长性的细分行业（如体育服饰），以及预期业绩见底的有望受益估值修复的行业龙头：

1) **成长风格：**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。

2) **高景气体育运动服饰：**盈利能力逐步提升、产品力明显提升的李宁；2018 年业绩超预期的运动服饰龙头安踏。

3) **行业低估值龙头：**市场对消费行业 2019 年业绩见底已有预期，股价调整到位，近期市场风险偏好提升，有望迎来估值修复。我们认为板块内低估值龙头将受益，股价有望先于业绩反映，向上弹性较大。**推荐：**2018 年年报超预期的森马服饰、2019 年预计业绩见底复苏的海澜之家、2019 年主品牌边际改善及并购品牌运营有望超预期的中高端女装龙头歌力思、预计 2019Q1 业绩增长相较于 2018Q3 边际改善的水星家纺。

4) **高股息率防御：**此外，由于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。

图 1：纺织服装板块 2018 年业绩快报披露概况

	2018E 营收（百万元）	营收增速（%）	2018E 归母净利润（百万元）	归母净利润增速（%）
002674.SZ 兴业科技	1806.8	-14.48	115.74	156.42
002780.SZ 三夫户外	420.33	19.62	5.03	138.96
002485.SZ 希努尔	1720.74	122.08	125.39	114.08
002269.SZ 美邦服饰	7664.73	18.42	42.91	114.08
002291.SZ 星期六	1531.72	1.87	14.06	103.99
002154.SZ 报喜鸟	3115.16	19.76	52.45	102.3
002397.SZ 梦洁股份	2347.69	21.4	92.73	80.88
002127.SZ 南极电商	3354.58	240.3	886.09	65.84
002832.SZ 比音勒芬	1446.75	37.21	290.13	60.98
002776.SZ 柏堡龙	1050.08	24.79	196.66	52.09
002563.SZ 森马服饰	15715.61	30.68	1692.56	48.74
002687.SZ 乔治白	1004.59	27.7	111.76	48.45
603518.SH 维格娜丝	3082	20.21	274	44.28
002034.SZ 旺能环境	903.36	-35.71	332.31	41.52
002193.SZ 如意集团	1327.96	11.29	99.48	40.24
002087.SZ 新野纺织	6128.47	17.96	384.73	31.68
300577.SZ 开润股份	2053.23	76.63	173.4	29.98
002404.SZ 嘉欣丝绸	3181.2	14.71	143.51	28.39
002293.SZ 罗莱生活	4814.9	3.28	524.01	22.47
002875.SZ 安奈儿	1212.41	17.55	83.69	21.52
002761.SZ 多喜爱	902.83	32.61	27.78	20.09
002042.SZ 华孚时尚	14306.06	13.57	779.94	15.14
002612.SZ 朗姿股份	2661.55	13.1	209.34	11.61
002029.SZ 七匹狼	3521.38	14.15	347.58	9.79
002083.SZ 孚日股份	5170.53	7.24	448.97	9.45
002327.SZ 富安娜	2918.49	11.55	532.56	7.92
002394.SZ 联发股份	4206.61	5.07	380.75	5.68
300591.SZ 万里马	697.16	15.4	37.79	1.22

002144.SZ	宏达高科	641.1	1	92.06	-4.65
002003.SZ	伟星股份	2717.82	3.56	309.41	-15.13
002763.SZ	汇洁股份	2354.78	10.22	165.67	-25.48
002762.SZ	金发拉比	453.15	5.35	66.59	-27.28
002503.SZ	搜于特	18522.51	0.95	391.82	-36.06
002486.SZ	嘉麟杰	879.14	-0.47	17.55	-37.52
002516.SZ	旷达科技	1769.18	-23.65	231.22	-39.9
002656.SZ	摩登大道	1563.42	69.7	75.73	-43.77
300526.SZ	中潜股份	400.85	4.24	22.7	-47.74
300658.SZ	延江股份	765.46	3.7	46.41	-48.51
002634.SZ	棒杰股份	424.95	-5.33	18.16	-62.38
300005.SZ	探路者	2004.81	-33.91	-181.63	-114.05
002569.SZ	步森股份	318.97	-7.24	-161.74	-378.43
002098.SZ	浔兴股份	2274.51	22.29	-396.31	-433.05

资料来源：Wind、天风证券研究所

**重点公司推荐逻辑：**

- 开润股份：1) 2018 年业绩符合预期：**预计总营收约为 20.53 亿元 (+76.63%)，接近预告上限，主营收入 19.08 亿元(+ 64.66%)；归母净利润 1.73 亿元 (+29.98%)，接近预告中值；扣非归母净利润为 1.53 亿元 (+38.52%)，非经常损益约为 0.21 亿，基本持平；Q4 实现总营收 6.11 亿元 (+65.72%)，主营收入 5.68 亿元 (+55.6%)，归母净利润 0.45 亿元 (+12%)，净利润增速低于收入增速原因我们认为主要系 18Q4 自有电商渠道流量费用增长及管理团队扩张导致营销和管理费用上升所致。全年营收和业绩符合我们预期，我们预计 B2B 营收约 8.8 亿元 (+34%)，B2C 超 10 亿元 (+100%以上)。2) **投资逻辑：B2C：**新品类：19 年产品持续迭代及新品占比提升拉高价格带与毛利率。新渠道：2019 年在维持线上持续快速增长前提下，将重点发力线下及海外渠道，全渠道快速扩张有望成为业绩增长驱动力之一。预计 19 年 B2C 营收增长 50% 以上，净利率提高至 7% 左右。**B2B：**国际化布局收购印尼优质代工厂，进入 NIKE 核心供应商体系并开拓品类，持续提高产品竞争力和盈利空间，预计 2019 年新增约 2.4 亿元收入；原有客户订单结构有望进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，互联网新零售客户毛利率有望提升，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20% 以上。3) **盈利预测：**预计 2018-2020 年 EPS 为 0.79/1.05/1.46 元，2018-2020 年归母净利润为 1.73/2.29/3.17 亿元，增速为 29.5%/32.4%/38.6%。
- 南极电商：1) 2018 年业绩超预期：**收入 33.5 亿(+240%)，归母净利 8.86 亿(+65.8%)。其中，公司本部收入 10.4 亿(+39%)，时间互联收入 23.2 亿(+868%)；公司本部归母净利 7.56 亿(+49%)，时间互联归母净利 1.3 亿(+383%)。(时间互联由于并表因素放大增速，还原后时间互联归母净利增速 19%)；其中时间互联收入及净利表现较预期好(原业绩承诺为 18 年度 1.17 亿净利润)，带动营收盈利超市场预期。我们预计主业货币化率整体保持稳定(综合服务费/GMV 口径估算为 4.4% 左右)，在正常波动区间。2) **保理及时间互联等项目应收账款环比下降，动态看整体应收水平持续改善。**应收账款总额为 7.3 亿，全年净增加 2.22 亿(+43.7%)。分拆来看，公司本部应收 4.1 亿(+22.7%) 占比 56%；小袋保理应收款 1.93 亿，占比 26%；时间互联应收 1.24 亿(+0.74%) 占比 18%。3) 公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模 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。4) **盈利预测：**预计 2018-2020 年 EPS 为 0.36/0.51/0.73 元，2018-2020 年归母净利润为 8.79/12.51/17.84 亿元，增速为 64.5%/42.3%/42.6%。目标价 12.4 元，对应 2019 年 24.3XPE。

- **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，具备投资价值。5) **盈利预测：**预计 2018-2020 年 EPS 为 0.31/0.42/0.53 元，2018-2020 年归母净利润为 6.89/9.18/11.57 亿元，增速为 33.7%/33.2%/26.1%，目标价 10.5 元。
- **森马服饰：**1) **2018 年业绩超预期：**收入 157.2 亿元 (+30.7%)，归母净利 16.9 亿元 (+48.7%)。剔除 Kidiliz 并表后，我们认为森马 2018 年收入预计为 20%+，略超市场预期，主业扣非利润（剔除并表及长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉等一次性资产减值后）约 18 亿，较 17 年增长（50%-60%），大超市场预期。2) **预计 2018 年报表质量较 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。3) **我们预计 2019 年总营收增长预计 15%-20%，**其中童装保持 20-25% 增长，休闲服产品品牌调整见效恢复 10%-15% 营收增长，电商保持 30% 增长。4) **盈利预测：**由于未公布年报，2018 年盈利预测未做调整，预计 2018-2020 年 EPS 为 0.59/0.71/0.86 元，2018-2020 年归母净利润为 15.74/19.04/22.99 亿元，增速为 38.3%/21%/20.7%，目标价 17.75 元。目前市值对应 2019 年 PE 仅 14.8X，具备配置价值。

## 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/海澜之家/水星家纺/九牧王。

- **成长风格组合：**开润股份，南极电商；
- **高景气体育服饰组合：**李宁，安踏体育；
- **低估值龙头组合：**森马服饰，海澜之家，歌力思，水星家纺；
- **高股息率组合：**九牧王

图 2：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*	42.8	32.3	30.9%	29.5%	32.4%	133.4	172.7	228.7	317.0	73.9
南极电商*	29.3	20.6	53.0%	64.5%	42.3%	534.3	879.1	1,250.9	1,784.1	258.0
李宁*	30.8	23.1	33.5%	33.7%	33.2%	515.2	688.6	917.5	1,157.4	212.0
森马服饰*	18.0	14.9	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	283.8
水星家纺*	14.2	11.9	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	43.0
百隆东方*	13.2	11.2	20.0%	22.3%	17.8%	487.7	596.6	702.9	832.0	78.6
歌力思*	15.7	13.3	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	58.5
安踏体育*	27.6	22.7	23.7%	26.1%	21.4%	3,087.8	3,893.3	4,725.6	5,745.9	1,072.9
九牧王*	12.5	14.6	4.5%	27.9%	-14.6%	494.1	632.1	539.6	610.0	79.0
健盛集团*	18.6	14.7	48.6%	75.1%	26.2%	131.5	230.2	290.5	357.7	42.8
华孚时尚*	11.4	9.2	25.4%	27.1%	23.8%	677.4	861.1	1,065.6	1,244.1	98.3
海澜之家*	12.6	11.6	7.5%	6.5%	8.6%	3,328.9	3,545.3	3,849.9	4,309.4	445.7
鲁泰A*	9.8	9.0	6.6%	4.0%	9.2%	841.2	875.2	955.5	1,071.8	85.8
安正时尚*	12.9	9.9	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	46.7
太平鸟*	14.3	10.6	36.5%	38.4%	34.7%	456.3	631.3	850.5	1,022.5	90.3
比音勒芬*	25.9	19.0	40.6%	45.0%	36.4%	180.2	261.3	356.3	464.1	67.7
森马服饰*	18.0	14.9	29.3%	38.3%	21.0%	1,137.9	1,573.5	1,903.9	2,298.8	283.8
罗莱生活*	14.0	11.9	23.4%	28.6%	18.4%	427.9	550.2	651.3	763.8	77.2
维格娜丝	10.1	8.4	30.8%	43.7%	19.1%	189.9	273.0	325.2	394.3	27.4
天创时尚	19.3	16.1	25.4%	31.0%	20.0%	187.9	246.1	295.4	321.4	47.6
朗姿股份	16.9	14.7	20.6%	26.7%	14.9%	187.6	237.6	273.0	320.1	40.0
新野纺织	9.0	7.6	24.6%	29.7%	19.6%	292.2	379.0	453.2	540.6	34.2
七匹狼	15.2	13.8	10.5%	10.7%	10.3%	316.6	350.5	386.5	427.1	53.2
富安娜	12.5	10.9	16.3%	18.3%	14.2%	493.5	583.8	667.0	754.2	72.9
搜于特	13.7	14.3	-0.6%	2.8%	-3.9%	612.8	629.9	605.5	649.5	86.6
孚日股份	11.0	9.9	11.4%	12.4%	10.4%	410.2	461.0	509.0	567.0	50.6
伟星股份	15.9	14.1	4.7%	-2.7%	12.6%	364.6	354.7	399.3	445.1	56.4
拉夏贝尔*	6.6	6.1	11.6%	13.8%	9.5%	498.5	567.2	621.1	635.9	37.7
航民股份	10.6	9.8	9.3%	10.4%	8.3%	573.6	633.4	685.7	749.2	67.5
联发股份	9.7	9.6	3.9%	6.6%	1.3%	360.3	384.0	389.0	414.0	37.2
汇洁股份	17.7	13.7	5.6%	-13.6%	29.2%	222.3	192.0	248.0	272.0	34.0
申洲国际	28.2	23.4	22.1%	23.7%	20.5%	3,762.7	4,653.0	5,606.0	6,632.0	1,314.3
天虹纺织*	6.2	5.4	16.4%	17.2%	15.6%	1,151.9	1,349.4	1,559.6	1,810.5	84.3
裕元集团	17.1	12.9	-7.8%	-35.7%	32.2%	3,392.7	2,182.5	2,885.8	3,193.8	372.3
佐丹奴国际	11.4	10.7	9.0%	11.3%	6.7%	418.0	465.3	496.4	546.8	53.0
中国利郎	10.2	8.8	20.1%	24.2%	16.1%	611.0	759.0	881.0	1,080.0	77.6
361度	5.5	5.6	4.1%	11.0%	-2.4%	456.7	507.0	495.0	523.5	27.7
特步国际	16.7	14.0	35.2%	52.6%	19.7%	408.1	623.0	746.0	868.0	104.3
互太纺织	10.8	10.2	22.1%	41.1%	5.6%	596.2	841.2	888.4	963.4	91.1
新秀丽	18.4	14.3	-4.0%	-28.7%	29.2%	2,184.1	1,557.9	2,012.6	2,279.1	287.4
南旋控股	6.8	5.8	-0.8%	-15.6%	16.4%	262.0	221.2	257.6	307.1	15.0
安踏体育	27.1	21.1	28.4%	28.0%	28.8%	3,087.8	3,953.7	5,092.0	6,196.0	1,072.9
维珍妮	22.4	16.4	47.4%	59.2%	36.6%	192.5	306.3	418.3	665.3	68.7
晶苑国际	9.7	9.1	9.3%	12.5%	6.1%	969.9	1,091.2	1,158.4	1,332.4	105.4
都市丽人	12.7	11.4	16.1%	21.1%	11.4%	317.0	383.9	427.5	499.3	48.7
江南布衣	14.2	12.3	30.2%	46.3%	15.8%	331.6	485.0	561.8	656.0	69.0
中国动向	7.4	8.5	-9.2%	-5.3%	-12.9%	804.6	762.0	664.0	707.0	56.7
波司登	17.7	13.6	30.9%	31.6%	30.2%	615.5	810.0	1,055.0	1,293.0	143.1
CAPRI	9.0	9.2	17.7%	40.2%	-1.2%	3,721.9	5,219.5	5,159.0	5,524.0	472.4
盖普公司(GAP)	11.3	10.9	14.0%	24.7%	4.2%	5,332.6	6,647.6	6,929.1	0.0	753.7
耐克公司(NIKE)	31.8	28.2	62.1%	132.6%	12.9%	12,399.0	28,846.0	32,574.6	37,475.8	9,184.6

资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：1) 市值截至时间 2019 年 3 月 2 日；2) 表中标\*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；

## 2. 近期报告回顾

### 2.1. 开润股份：公司点评：业绩符合预期，期待 19 年 B2C 全渠道扩张发力以及 B2C 海外扩张

公司于 2019 年 2 月 26 日晚披露业绩快报，业绩符合预期：预计 2018 年总营收约为 20.53 亿元（+76.63%），接近预告上限，主营收入 19.08 亿元（+64.66%）；归母净利润 1.73 亿元（+29.98%），接近预告中值；扣非归母净利润为 1.53 亿元（+38.52%），非经常损益约为 0.21 亿，基本持平；Q4 实现总营收 6.11 亿元（+65.72%），主营收入 5.68 亿元（+55.6%），归母净利润 0.45 亿元（+12%），净利润增速低于收入增速原因我们认为主要系 18Q4 自有电商渠道流量费用增长及管理团队扩张导致营销和管理费用上升所致。全年营收和业绩符合我们预期，我们预计全年营收 20.57 亿元（+77%），B2B 营收约 8.8 亿元（+34%），B2C 超 10 亿元（+100%以上）。

**持续看好公司成长为出行市场细分龙头，19 年 B2C 多渠道扩张有望成为快速增长主要驱动力，营收预计增长 50%。**

**B2C：90 分：新品类：**19 年有望在核心箱包产品进行持续迭代与扩张，新品占比提升拉高价格带与毛利率，服装品类扩张有望超预期。新渠道：18 年 90 分全渠道布局战略已初见雏形，我们预计公司 2019 年在维持线上持续快速增长（超越行业增速）前提下，将重点发力线下（对标新秀丽，发展百货、KA、新零售渠道）及海外渠道（以经销代理合作方式快速进驻发展发达国家如美国、日本、韩国等及发展中国家如印度、印尼等），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。**营收业绩及盈利能力：**预计 19 年 B2C 营收增长 50%以上，毛利率由于自有渠道占比提升而有望进一步提高，净利率提高至 6-7%。

**B2B：1）**国际化布局拟收购印尼优质代工厂，进入 NIKE 核心供应商体系并开拓品类，复杂国际贸易环境下受益政策优惠，有利于持续提高公司 2B 的产品竞争力，提升盈利空间；预计收购工厂有望给公司 2019 年 B2B 业务新增约 2.4 亿 RMB 收入；2）19 年原有客户订单结构有望进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，互联网新零售客户毛利率有望提升，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%以上

**维持买入评级。**公司 B2C 转型自有品牌 90 分，发展三年销量超越新秀丽，未来产品以箱包为核心，拓展至功能性鞋服及配件，全渠道的扩张与发展，专注出行消费品市场，有望成为 A 股快速增长并且具有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司；同时 B2B 业务拟收购印尼工厂后，国际化布局初现雏形，进入 NIKE 供应链体系，从电脑包品类切入运动休闲领域，顶级优质客户和产能快速释放带来巨大成长空间；期待 B2B+B2C 双轮驱动持续发力。预计 2018-2020 年 EPS 预测为 0.79/1.05/1.46 元，预计未来三年 CAGR 达 35%

**风险提示：B2B 代工业务利润率下降、B2B 自主品牌建设不及预期**

（报告摘自 2019 年 2 月 27 日《开润股份：公司点评：业绩符合预期，期待 19 年 B2C 全渠道扩张发力以及 B2B 海外扩张》）

## 2.2. 南极电商：业绩快报点评：业绩逆市高增长且超市场预期，期待 19 年新品类多渠道发力

2018 年业绩快报收入 33.5 亿（+240%），归母净利 8.86 亿（+65.8%）。其中，公司本部收入 10.4 亿（+39%），时间互联收入 23.2 亿（+868%）；公司本部归母净利 7.56 亿（+49%），时间互联归母净利 1.3 亿（+383%）。（时间互联由于并表因素放大增速，还原后时间互联归母净利增速 19%）其中时间互联收入及净利表现较预期好（原业绩承诺为 18 年度 1.17 亿净利润），带动营收盈利超市场预期。我们预计主业货币化率整体保持稳定（综合服务费/GMV 口径估算为 4.4%左右），在正常波动区间。

分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入 5 亿（+620%）/7.3 亿（+302%）/8.1 亿（+441%）/13.1 亿（+126%）；归母净利 0.9 亿（+245%）/2.03 亿（+77%）/1.58 亿（+53%）/4.36 亿（+50%）。Q4 为旺季，收入/利润占比仍保持最大。

盈利能力环比有所提升。全年归母净利率 26.4%，18Q4 单季度归母净利率 33.3%（由于时间互联并表因素与 17 年不可比）。相较 2018 年三季报 22%水平有所提升，我们判断主要系高毛利的综合服务费收入 18Q4 集中确认和所得税税率降低有关。

### GMV 维持高增长，强势类目数量有所增长。

2018 年公司本部授权品牌产品可统计 GMV 达 205.21 亿 (+65.45%)，保持高增长。其中居阿里平台行业前十名的 8 个一级类目为：女士内衣/男士内衣/家居服、床上用品、男装、童装/婴儿装/亲子装、流行男鞋、孕妇装/孕产妇用品/营养、居家布艺、服饰配件/皮带/帽子/围巾等。强势类目不断增加，体现出公司品牌马太效应在新品类拓展上的高效。

### 保理及时间互联等项目应收账款环比下降，动态看整体应收水平持续改善。

(1) 应收账款总额为 7.3 亿 (Q1/Q2/Q3 期末分别为 9.01/10.1/10.8 亿)，全年净增加 2.22 亿 (+43.7%)。分拆来看，公司本部应收 4.1 亿 (+22.7%) 占比 56%；小袋保理应收款 1.93 亿，占比 26%；时间互联应收 1.24 亿 (+0.74%) 占比 18%。从绝对值来看，2018 年底保理业务应收款较中报及三季报水平大幅下降，我们判断主要是收缩了与公司主业无关客户的贷款业务。时间互联应收账款水平较三季报改善明显，我们判断其四季度单季应收绝对值下降，趋势良好。

(2) 保理业务方面：我们认为保理款的授信周期通常为 3 个月-12 个月，周期较短，且担保物充分、风控严格，保理业务风险可控。考虑到保理业务与公司主业相关性不大，非南极系客户放款明显收缩，预计 2019 年保理业务规模将显著收缩，将明显改善报表质量。

**公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模 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。

### 2019 年积极的变化和看点：

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，拼多多平台有望延续 2018 年的高增速。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%，箱包服配 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，增加人品配置，增加服务回访。

**报表经营端数据也有望持续改善（应收及现金流）。**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，小袋公司规模在 2019 年有望战略缩减，预计未来经营数据有望持续改善。

**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 2019-20 净利润为 12.51/17.84 亿，对应 EPS 为 0.51/0.73 元，维持目标价 12.4 元，对应 2019 年 24 倍估值。

**风险提示：**扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

(报告摘自 2019 年 2 月 28 日《南极电商：业绩快报点评：业绩逆市高增长且超市场预期，期待 19 年新品类多渠道发力》)

## 2.3. 安踏体育：业绩快报点评：18 年业绩超市场预期，预计 19 年继续实现高增长

### FILA 持续爆发增长，安踏品牌领跑行业增长，收入净利润超市场预期

2018 年全年实现收入 241.21 亿人民币(+44.4%)；毛利润 126.9 亿(+54%)；归属母公司净利润 41 亿(+32.9%)。2018H1/H2 收入 105.5 亿(+44.1%)/133.2 亿(+45%)，净利润 19.4 亿(+34%)/21.6



亿(+31.7%)。

**分品类收入来看,服装占比提升。**鞋类收入占比 35.8%(+22.5%);服装收入占比 61%(+61.4%);配饰收入占比 54.6%(+43.9%)。按销售数量计,安踏品牌自产鞋服的占比分别为 33.3%及 13% (2017 年底:37.8%,15.5%)。安踏品牌及集团整体服装品类收入占比有所提升。

#### 分品牌来看:

- **安踏品牌:** 2018 年全年安踏零售额实现中双位数增长,预计占总收入比重在 60%左右,同比增长 20%+。Q1/Q2/Q3/Q4 单季分别实现 20-25%/低双位数/中双位数/中双位数增速,安踏品牌维持稳定增长。
- **其他品牌:** 2018 年全年零售同比增长 85%-90%,预计 FILA 同比增长 90%+。Q1/Q2/Q3/Q4 单季分别实现 80-85%/90-95%/80-90%/85-90%,估算同店增长 50%+,店效保持高速增长。

直营业务占比提升提振毛利率,广告等费用开支拉低净利率

毛利率整体提升 3.27pct 至 52.64%。鞋毛利率 49%,上升 2.3pct;服装 55.3%,上升 3.3pct;配饰 43.5%,上升 4.1pct。提升原因:主要系直营毛利率保持的比较好,直营业务占整个集团比重上升,拉升毛利率。归母净利率 17%,较同期下降 1.5pct,主要系广告等费用率上升、汇兑损益等影响。18H2 较 18H1 净利率下降主要系广告及营销费用。

#### 广告及营销开支上升致费用率整体提升

费用略有上升,销售费用 27.5%,较同期提升 4.68pct。主要系赞助中国奥委会和广告开支增加致广告与宣传比率上升 1%。管理费用 5.07%,较同期下降 0.33%,主要系员工成本比率和研发成本比率下降。

**安踏品牌店铺数突破万家, FILA 开店速度较快。**截至 2018 年底,安踏品牌(包含安踏儿童)店数突破万家至 10057 家, FILA (含 FILA Kids 和 Fusion)店数 1652 家, DESCENTE 117 家, KOLON Sport 181 家, Kingkow 77 家, Sprandi 专卖店 104 家。2018 年安踏品牌净开店 590 家, FILA 净开店 566 家, DESCENTE 净开店 53 家。我们预计安踏品牌及 FILA 2019 年开店速度或将慢于 2018 年,渠道端增长以店效提升为主。

**店效提升明显, FILA 店效提升可观约 50%左右。**我们测算 2018 年安踏大货店店效 22 万/月, FILA 大货店 70 万/月;安踏可比同店同比提升 10%左右, FILA 可比同店同比提升 50%左右。

**存货周转天数有所提升,库销比维持健康水平。**平均存货周转天数 81 天较同期上升 6 天,主要系安踏及 FILA 整体周转水平较同期有所提升。我们预计 2018 年安踏品牌库销比是 4.2 左右, FILA 库销比接近 5, 2019 年仍将保持现有健康水平。

#### 预计 2019 年安踏品牌维持稳健增长, FILA 维持相对高增长

- **零售:** 预计 2019 年安踏品牌流水中双位数增长, FILA 整体流水 30%+以上增长。
- **渠道:** 预计到 2019 年年底,安踏品牌店铺数量达到 10100-10200 家, FILA 店数达到 1800-1900 家, DESCENTE 数量达到 130-140 家, SPRANDI 店数 140-150 家, KOLON SPORT 店数 170-180 家, KINGKOW 店数 90-100 家。
- **盈利能力:** 预计毛利率随着直营规模提升略有上升,净利率保持现有水平。

**预计分红比例不低于 30%。**2018 年股息占归母净利润 44.9%。预计 2019 年如果 Amer 收购落地,或将影响部分分红现金流,但我们预计分红比例仍不低于 30%。

**看好公司多品牌矩阵继续发力。**公司坚定执行“单聚焦,多品牌,全渠道”战略,安踏品牌通过产品和渠道的升级近年来保持稳健增长,在国内品牌中稳居第一梯队。FILA 领跑运动时尚赛道,2018 年全年零售增长和开店速度均超过市场预期,随着运动时尚需求的增长

和 FILA 消费客群的增长，我们预计未来两到三年内 FILA 仍能够保持相对高速的增速。预计 2019 年 DESCENTE 和 KOLON 有望实现盈利，Kingkow 等其他品牌也将在 2020-2021 年跨过盈亏平衡点，贡献盈利。多品牌共同发力为安踏集团打开长期增长空间。

**2019 年 Amer (亚玛芬) 收购有望落地，提升安踏国际化能力，实现协同效应。**安踏拟收购的亚玛芬体育极大的扩充了安踏的品牌与品类版图，并且为品牌进一步国际化打下基础。亚玛芬体育旗下拥有越野跑鞋、高山滑雪装备、超高端户外服装、越野滑雪器具、自行车轮、网球、棒球足球篮球、滑雪板、运动手表和商用健身机械等品类。极大的扩充了安踏的品类和品牌版图，旗下各品牌在海外运营良好，有利于安踏积累海外运营的经验与资源，为品牌国际化打下基础。安踏及财团有望为 Amer 旗下各品牌在供应链、渠道及零售运营方面提供支持协同，实现强强联合。

**盈利预测：**由于 2018 年业绩超我们预期，且预计 2019 年继续保持高增长态势，我们上调 19-20 年 EPS 至 1.92/2.35 元(原值 1.76/2.14 元),预计 19-21 年实现收入 302.6/367.7/438.7 亿人民币，同比增长 25.5%/21.5%/19.3%；实现净利润 51.6/63.2/75.9 亿人民币，同比增长 25.8%/22.5%/20.1%；EPS 为 1.92/2.35/2.82 元，对应 PE 19.5/15.9/13.3 倍。给予 19 年 25 倍 PE，目标价 48 元，根据 2019 年 2 月 26 日汇率，对应港币 56.23 元，买入评级。

**风险提示：**体育产业发展不达预期，库存风险，外延品牌不达预期。

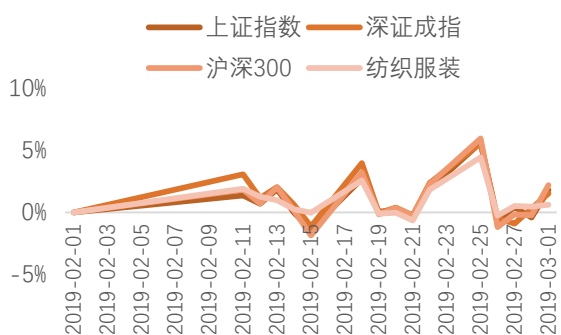
(报告摘自 2019 年 2 月 27 日《安踏体育：公司点评：18 年业绩超市市场预期，预计 19 年继续实现高增长》)

### 3. 市场行情

#### 3.1. 板块及个股涨跌幅

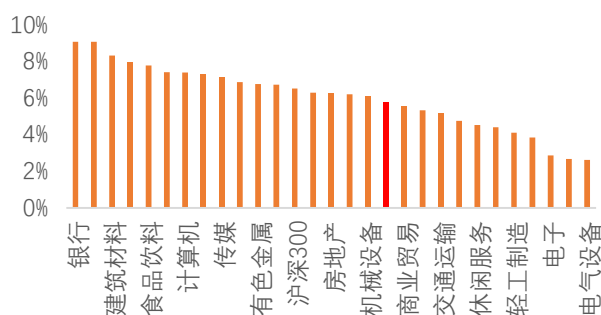
本周上证指数收于 2994.01 点，较上周收盘上涨+6.77%；深证成指收于 9167.65 点，较上周收盘上涨+5.97%；沪深 300 收于 3749.71 点，较上周收盘上涨+6.52%；申万纺织服装板块收于 2043.90 点，较上周收盘上涨+5.78%。

图 3：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅

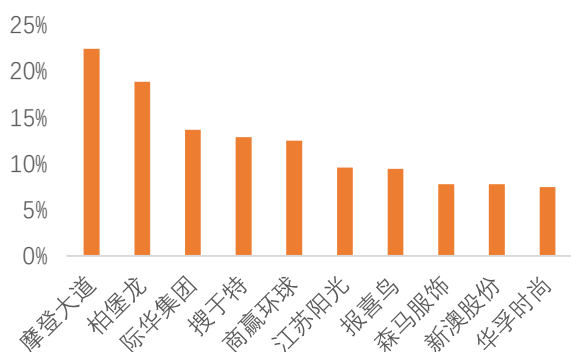


资料来源：Wind，天风证券研究所

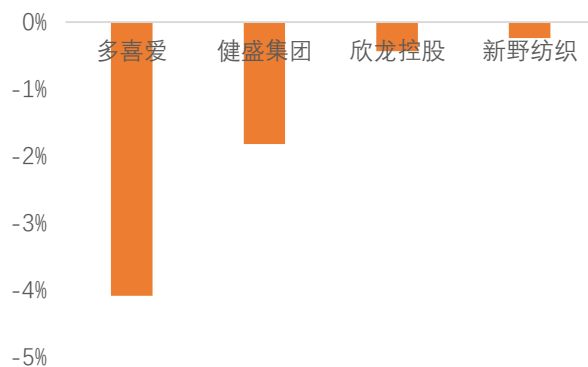
个股方面，摩登大道、柏堡龙、际华集团涨幅居服装板块前三；多喜爱、健盛集团、欣龙控股跌幅居前三。

图 5：纺织服装个股周涨幅前十名 (%)

图 6：纺织服装个股周涨幅后四名 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

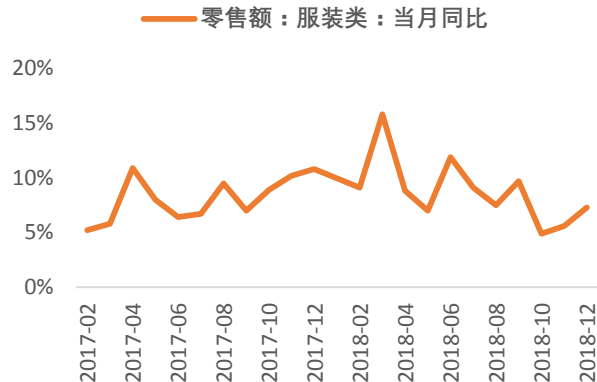
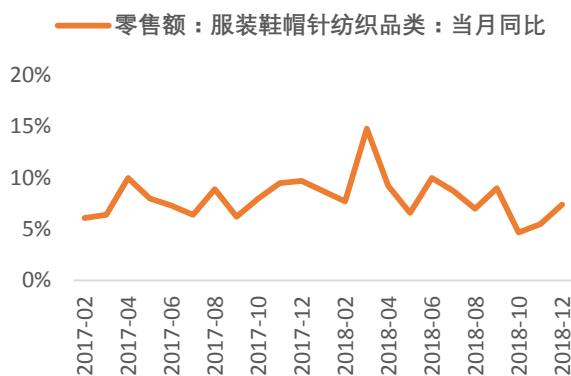
### 3.2. 行业数据回顾

#### 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7: 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 (%)

图8: 2017年至今限额以上零售企业服装类零售额: 当月同比 (%)

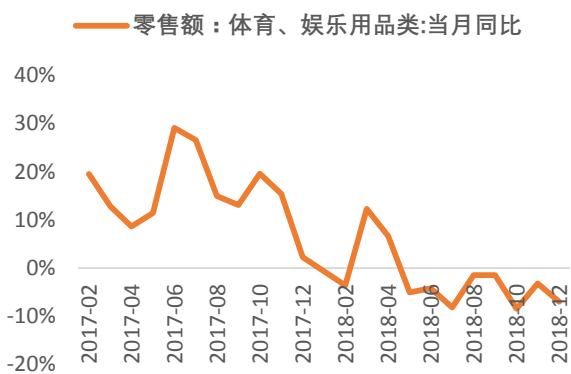


资料来源: Wind, 天风证券研究所

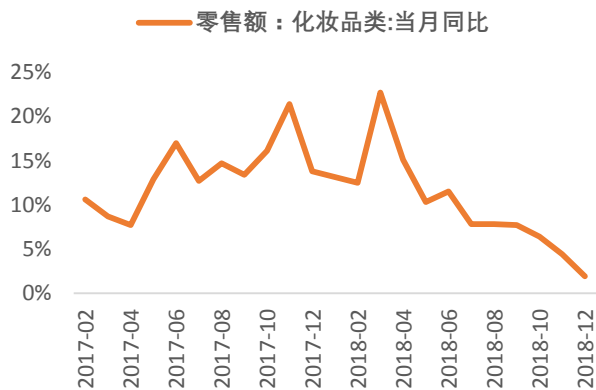
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图9: 2017年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额: 当月同比 (%)

图10: 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



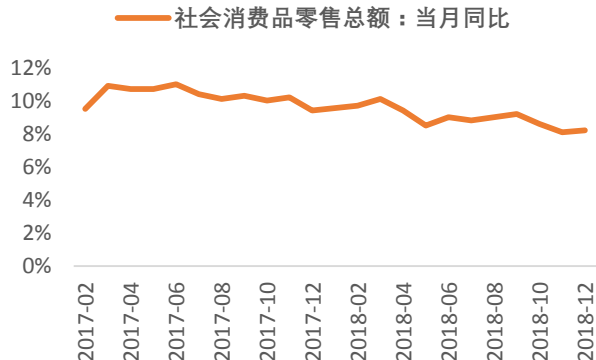
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 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 12: 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

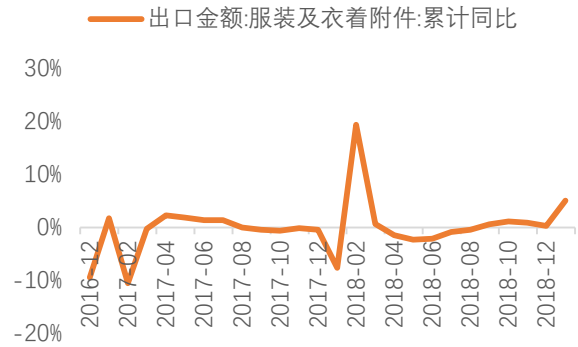
截至 2019 年 1 月, 据海关总署发布的数据显示 1 月, 我国纺织纱线、织物及制品出口 114.12 亿美元, 同比上升 14.29%; 累计出口 114.12 亿美元, 同比上升 14.60%, 涨幅相比 12 月有所升高; 服装及衣着附件 1 月的出口金额为 136.51 亿美元, 同比上升 4.03%, 累计出口 136.51 亿美元, 同比上升 5.10%, 相比 12 月份 (同比上升 0.30%) 有所上升。

图 13: 2011 年至今纺织品出口增速: 累计同比 (%)

图 14: 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



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：**119.02，较上周上涨 1.31%。

**棉花进口价格：**2019 年 1 月为 1,990.40 元/吨，较 12 月份 1998.98 元/吨，下降-0.43%。

**羊毛进口价格：**2019 年 1 月为 10178.16 元/吨，较 12 月份 9910.23 元/吨，上涨 2.70%。

**粘胶短纤、长丝价格：**粘胶短纤本周均价为 13,350.00 元/吨，较上周相比下降了 0.74%。  
粘胶长丝本周均价 37,800 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 8700.00 元/吨，较上周相比下降了 1.14%。  
涤纶长丝 POY 本周均价为 8175.00 元/吨，较上周下降 3.37%。  
涤纶长丝 FDY 本周均价为 9,700.00 元/吨，较上周下降 2.02%。  
涤纶长丝 DTY 本周均价为 10,200.00 元/吨，较上周下降 1.92%。

**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 15：2017 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 16：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势

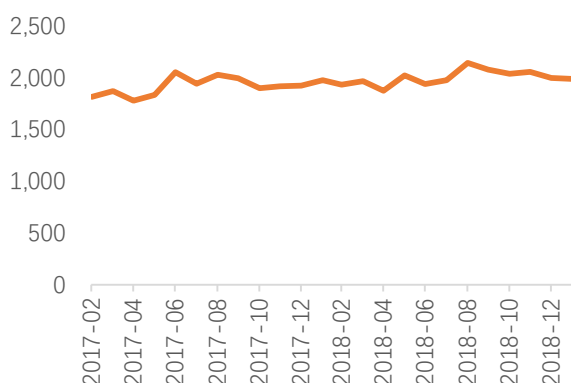


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）

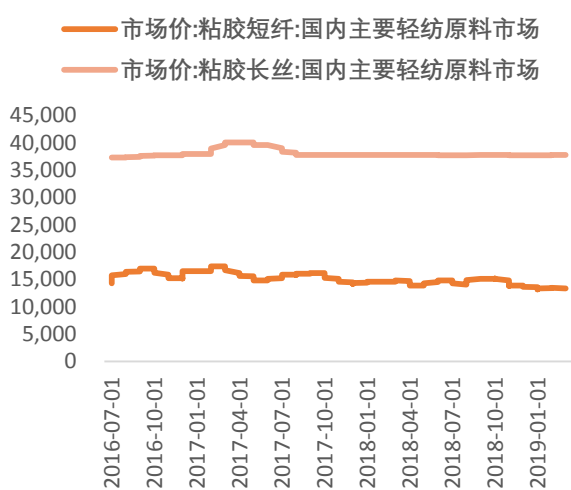
图 18：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）

进口平均单价:棉花:当月值



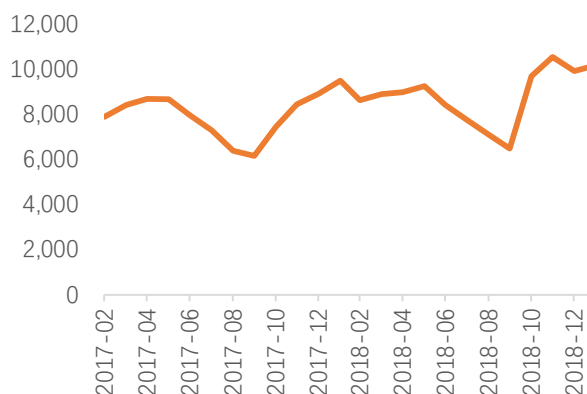
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势(单位: 元/吨)



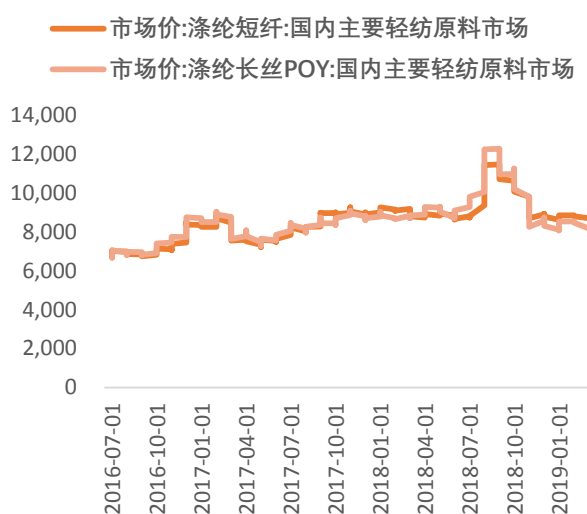
资料来源: Wind, 天风证券研究所

进口平均单价:羊毛:当月值



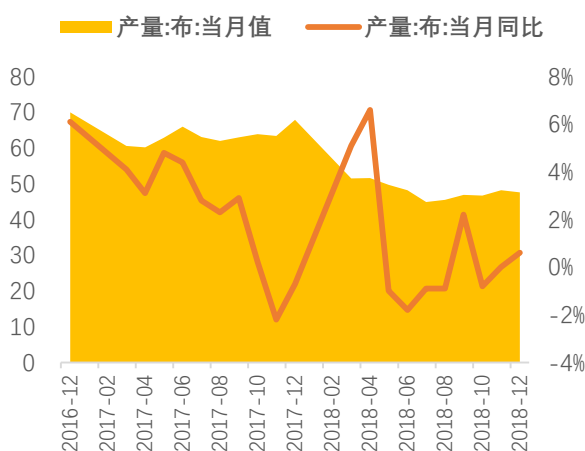
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势(单位: 元/吨)



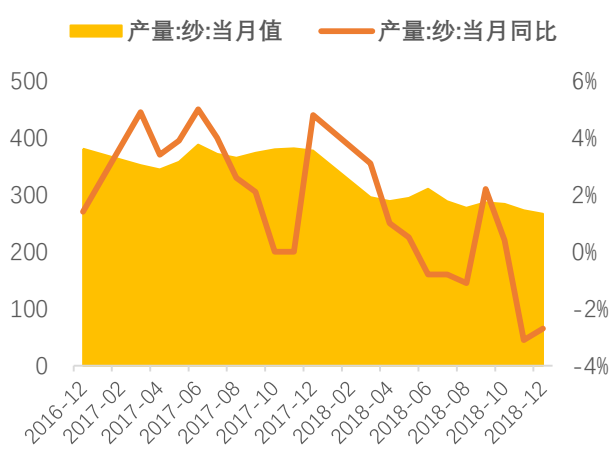
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 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 22: 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

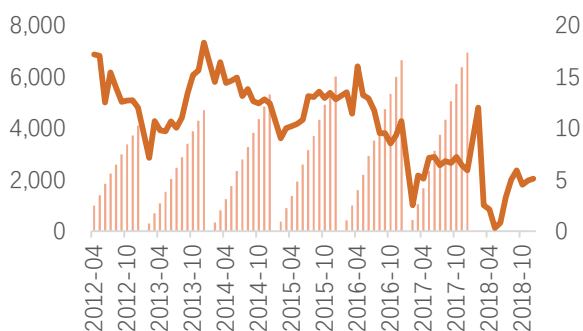
### 3.2.2. 行业投资: 纺织行业投资增速上升, 服装行业投资增速下降

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)。

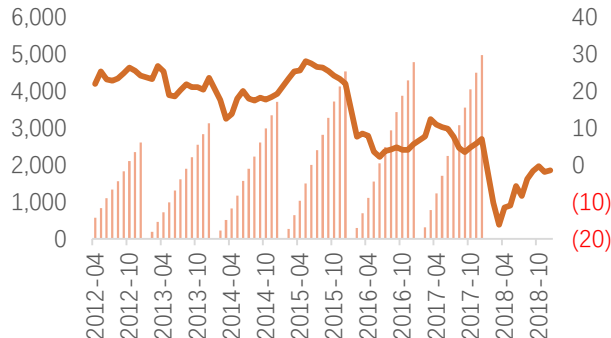
**服装行业固定资产投资：**2018年12月，纺织服装行业固定资产投资同比下降-1.50。

图 23：2012 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 24：2012 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



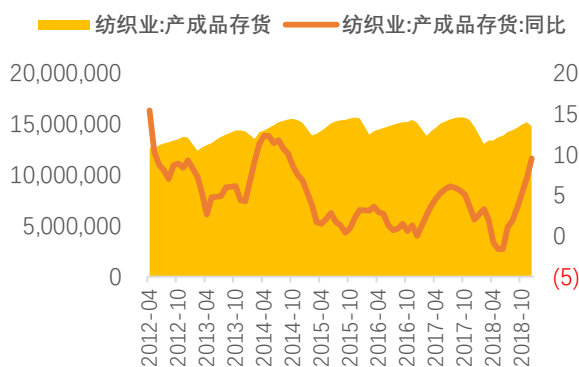
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 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)。

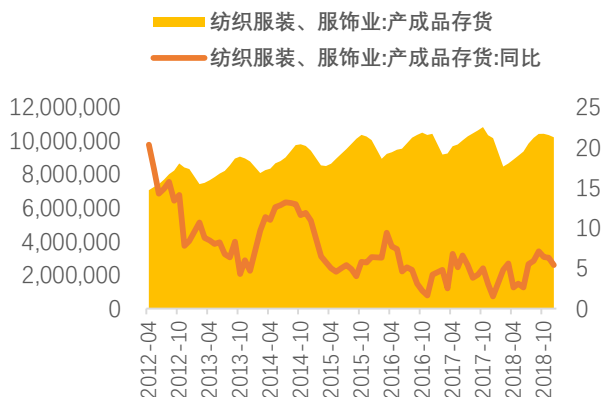
**服装行业库存情况：**2018年12月，服装行业产成品库存 1,020.30 亿元，同比增长 5.40%，较上月增速有所放缓 (-0.90pct)，库存量有所下降。

图 25：2012 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 26：2012 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：

**开润股份 (300577.SZ)** 预计 2019 年度公司为子公司提供担保及子公司相互间提供担保的对外担保总额度为人民币 9.99 亿元。

**安正时尚 (603839.SH)** 公司拟使用不超过 8000 万元、不低于 4000 万元的自有资金回购公司股份。回购价格不超过 15 元/股, 回购期限为自股东大会审议通过之日起不超过 12 个月。本次回购的股份拟用于公司股权激励和员工持股计划。

**森马服饰 (002563.SZ)** 1) 2018 年度业绩快报: 公司实现营业总收入 1,571,560.88 万元, 较上年同期增长 30.68%, 归属于上市公司股东的净利润 169,256.17 万元, 同比增长 48.74%。2) 计提资产减值准备的公告: 截至 2018 年末, 公司判断存在发生减值的迹象, 需要计提减值准备, 其中, 报告期新计提存货跌价准备 56,519.53 万元。本次计提的资产减值准备减少 2018 年归属于母公司的净利润 39,611.36 万元

**华孚时尚 (002042.SZ)** 公司实现营业收入 1430605.84 万元, 同比上升 13.57%, 归属于上市公司股东的净利润 77993.53 万元, 同比上升 15.14%

**美邦服饰 (002269.SZ)** 1) 2018 年度业绩快报: 公司实现营业收入 766,473.24 万元, 较上年同期增长 18.42%, 净利润 4,290.86 万元, 较上年同期增长 114.08%。2) 2018 年计提资产减值准备的公告: 公司拟计提 2018 年度各项资产减值准备 31,140.78 万元, 考虑所得税影响后, 将减少 2018 年度归属于母公司所有者的净利润 31,009.50 万元。

**南极电商 (002127.SZ)** 公司营业总收入为 335458.49 万元, 同比增长 240.30%, 归属于上市公司股东的净利润 88608.87 万元, 同比增长 65.84%。

**七匹狼 (002029.SZ)** 1) 2018 年度计提资产减值准备的公告: 公司拟计提 2018 年度各项资产减值准备 3.11 亿元, 考虑所得税及少数股东损益影响后, 将减少年度归母净利润 2.61 亿元。其中, 计提存货跌价准备 2.86 亿元, 超过上年度净利润的 30%。2) 2018 年度业绩快报: 公司实现营业收入 35.21 亿元, 比上年同期增长 14.15%; 净利润 3.48 亿元, 比上年同期增加 9.79%。

**旷达科技 (002516.SZ)** 公司控股股东沈介良将 8313 万股公司股份质押给华创证券有限责任公司, 截止公告日, 沈介良持有公司股份 6.86 亿股, 占公司总股本的 45.65%。

### 3.3.2 海外板块公告:

**江南布衣 (3306.HK)** 1) 截至 2018 年 12 月 31 日止的 6 个月, 总收入为人民币 2027.3 百万元, 同比增长 22.6%, 净利润 380.9 万元人民币, 同比增长 22.1%。2) 公司推出新的男装设计服饰品牌 “A PERSONAL NOTE 73”。

**安踏体育 (2020.HK)** 1) 2018 年度业绩快报: 公司实现营业收入 241 亿元, 比上年同期增长 44.4%; 实现归属于上市公司股东的净利润 41.03 亿美元, 比上年同期增长 32.9%。2) 独立董事辞职的公告: 公司独立董事吕鸿德因需专注其他事务, 辞去公司独立董事职务。

## 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
3.4	搜于特	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
3.6	欣龙控股	海南省海口市龙昆北路 2 号帝豪大厦 17 层公司会议室	14:30
3.12	鲁泰 A	鲁泰纺织股份有限公司般阳山庄会议室	14:00

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



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	构配售股份 定向增发机
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	构配售股份 定向增发机
富安娜	2019-02-26	29.34	87444.32	50941.52	58.26	87444.32	50970.86	58.29	构配售股份 股权激励限 售股份
嘉欣丝绸	2019-03-06	5702.36	57,767.36	40204.21	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	2826.24	18055.40	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	121761.19	110,741.89	90.95	121761.19	114,584.70	94.11	定向增发机 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 构配售股份
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	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