

# 纺织服装

## 继续推荐板块超跌业绩组合，建议关注美邦服饰

证券研究报告  
2019年03月10日

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

本周核心组合: 美邦服饰(建议关注)/开润股份/南极电商/李宁/森马服饰/海澜之家/九牧王。

- 低估值龙头组合: 美邦服饰(建议关注), 森马服饰, 海澜之家, 歌力思;
- 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;
- 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%。

2、**行业数据及观点:** 我们认为美邦服饰 2018 年营收迎来拐点(收入自 2012 年以来首次实现两位数增长, 增长 18.4%); 预计 2019 年迎净利润率拐点, 建议关注。行业来看, 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。我们根据目前 A 股纺织服装板块(包含南极电商)披露的 42 份业绩快报情况来看, 归母净利润增速预增为 28 家, 占比 67%, 预减为 14 家, 占比 33%。

我们认为目前市场风险偏好提高、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) **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。建议关注: 2018 年营收迎来拐点, 预计 19 年净利润率有望迎来拐点的美邦服饰; 以及 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。

2) **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。

3) **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。

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:

**美邦服饰:** 我们认为公司 18 年营收已经迎来收入拐点, 预计 19 年迎来净利润率拐点。1) **品牌&产品升级:** 从 2016 年开始, 美邦、ME&CITY 品牌, 均采用“多元风格”策略, 为消费者提供高性价比、多种风格服饰, 至今表现效果较好。2) **渠道升级:** 公司通过大量开直营门店重塑品牌形象店, 以 1000 平以上的购物中心门店以及核心步行街店为主, 销量情况良好, 增强了加盟吸引力。预计 2019 年开始, 加盟商开店更加积极。3) **零售升级:** ① 1000 平以上加盟店, 输出标准化零售管理模式, 提高加盟商管理能力; ② 迭代新的加盟政策, 发展类似海澜之家男装的类直营模式, 增强渠道控制力。③ 供应链端尝试零售合作分成制方式, 将存货压力转嫁给上游供货商, 轻资产扩张且有利于提高盈利能力。4) **发布定增预案,** 计划定增 15 亿, 推进品牌升级与产品供应链转型项目, 为后续发展提供动力。5) 预计 2019 年净利润率迎来拐点, 主要系: ① 17、18 年公司梳理渠道形象, 新开大量直营门店, 使费用端提高, 预计 2019 年新开店将以加盟店为主, 预计费用率大幅下降。② 预计 2019 年资产减值损失大幅下降(2017/2018 资产减值损失分别为 4.53 亿/3.1 亿)。③ 管理效率提升, 预计管理费用率下降。

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报: 优选成长风格以及低估值龙头标的》2019-03-04
- 2 《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
- 3 《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



**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，主业扣非净利润(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。

**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) 2019-03-08	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	31.40	买入	0.61	0.79	1.05	1.46	51.48	39.75	29.90	21.51
002127.SZ	南极电商	10.19	买入	0.22	0.36	0.51	0.73	46.32	28.31	19.98	13.96
02331.HK	李宁	11.44	买入	0.21	0.31	0.42	0.53	45.29	36.90	27.24	21.58
002563.SZ	森马服饰	10.19	买入	0.42	0.59	0.71	0.86	24.26	17.27	14.35	11.85
601566.SH	九牧王	13.51	买入	0.86	1.10	0.94	1.06	15.71	12.28	14.37	12.75
02020.HK	安踏体育	49.25	买入	1.17	1.53	1.92	2.35	34.48	26.37	21.01	17.17
603808.SH	歌力思	17.18	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	19.09	15.48	13.11	10.74

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8日，李宁及安踏体育收盘价单位为港元，1港币=0.8559人民币

## 1. 本周观点：继续推荐板块超跌业绩组合，重点推荐美邦服饰

### 1.1. 优选成长风格以及低估值龙头标的

**行业数据及观点：**我们认为美邦服饰 2018 年营收迎来拐点（收入自 2012 年以来首次实现两位数增长，增长 18.4%）；预计 2019 年迎净利率拐点，建议关注。行业来看，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。我们根据目前 A 股纺织服装板块（包含南极电商）披露的 42 份业绩快报情况来看，归母净利润增速预增为 28 家，占比 67%，预减为 14 家，占比 33%。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：

**我们认为目前市场风险偏好提高、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) 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 年营收迎来拐点，预计 19 年净利率有望迎来拐点的美邦服饰；以及 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。

**2) 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。

**3) 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。

**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：

- **美邦服饰（建议关注）：**我们认为公司 18 年营收已经迎来收入拐点，预计 19 年迎来净利率拐点。1) **品牌&产品升级：**从 2016 年开始，美邦、ME&CITY 品牌，均采用“多元风格”策略，为消费者提供高性价比、多种风格服饰，至今表现效果较好。2) **渠道升级：**公司通过大量开直营门店重塑品牌形象店，以 1000 平以上的购物中心门店以及核心步行街店为主，销量情况良好，增强了加盟吸引力。预计 2019 年开始，加盟商开店更加积极。3) **零售升级：**① 1000 平以上加盟店，输出标准化零售管理模式，提高加盟商管理能力；② 迭代新的加盟政策，发展类似海澜之家男装的类直营模式，增强渠道控制力。③ 供应链端尝试零售合作分成制方式，将存货压力转嫁给上游供货商，轻资产扩张且有利于提高盈利能力。4) **发布定增预案，**计划定增 15 亿，推进品牌升级与产品供应链转型项目，为后续发展提供动力。5) 预计 2019 年净利率迎来拐点，主要系：① 17、18 年公司梳理渠道形象，新开大量直营门店，使费用端提高，预计 2019 年新开店将以加盟店为主，预计费用率大幅下降。② 预计 2019 年资产减值损失大幅下降（2017/2018 资产减值损失分别为 4.53 亿/3.1 亿）。③ 管理效率提升，预计管理费用率下降。

- **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。

图 1：纺织服装板块 2018 年业绩快报披露概况

证券代码	证券简称	2018年营收 (百万元)	营收增速 (%)	2018年归母净利润 (百万元)	归母净利润增速 (%)
002674.SZ	兴业科技	1,806.8	-14.5	115.7	156.4
002780.SZ	三夫户外	420.3	19.6	5.0	139.0
002485.SZ	希努尔	1,720.7	122.1	125.4	114.1
002269.SZ	美邦服饰	7,664.7	18.4	42.9	114.1
002291.SZ	星期六	1,531.7	1.9	14.1	104.0
002154.SZ	报喜鸟	3,115.2	19.8	52.5	102.3
002397.SZ	梦洁股份	2,347.7	21.4	92.7	80.9
002127.SZ	南极电商	3,354.6	240.3	886.1	65.8
002832.SZ	比音勒芬	1,446.8	37.2	290.1	61.0
002776.SZ	柏堡龙	1,050.1	24.8	196.7	52.1
002563.SZ	森马服饰	15,715.6	30.7	1,692.6	48.7
002687.SZ	乔治白	1,004.6	27.7	111.8	48.5
603518.SH	维格娜丝	3,082.0	20.2	274.0	44.3
002034.SZ	旺能环境	903.4	-35.7	332.3	41.5
002193.SZ	如意集团	1,328.0	11.3	99.5	40.2
002087.SZ	新野纺织	6,128.5	18.0	384.7	31.7
300577.SZ	开润股份	2,053.2	76.6	173.4	30.0
002404.SZ	嘉欣丝绸	3,181.2	14.7	143.5	28.4
002293.SZ	罗莱生活	4,814.9	3.3	524.0	22.5
002875.SZ	安奈儿	1,212.4	17.6	83.7	21.5
002761.SZ	多喜爱	902.8	32.6	27.8	20.1
002042.SZ	华孚时尚	14,306.1	13.6	779.9	15.1
002612.SZ	朗姿股份	2,661.5	13.1	209.3	11.6
002029.SZ	七匹狼	3,521.4	14.2	347.6	9.8
002083.SZ	孚日股份	5,170.5	7.2	449.0	9.5
002327.SZ	富安娜	2,918.5	11.6	532.6	7.9
002394.SZ	联发股份	4,206.6	5.1	380.7	5.7
300591.SZ	万里马	697.2	15.4	37.8	1.2
002144.SZ	宏达高科	641.1	1.0	92.1	-4.7
002003.SZ	伟星股份	2,717.8	3.6	309.4	-15.1
002763.SZ	汇洁股份	2,354.8	10.2	165.7	-25.5
002762.SZ	金发拉比	453.2	5.4	66.6	-27.3
002503.SZ	搜于特	18,522.5	1.0	391.8	-36.1
002486.SZ	嘉麟杰	879.1	-0.5	17.6	-37.5
002516.SZ	旷达科技	1,769.2	-23.7	231.2	-39.9
002656.SZ	摩登大道	1,563.4	69.7	75.7	-43.8
300526.SZ	中潜股份	400.8	4.2	22.7	-47.7
300658.SZ	延江股份	765.5	3.7	46.4	-48.5
002634.SZ	棒杰股份	424.9	-5.3	18.2	-62.4
300005.SZ	探路者	2,004.8	-33.9	-181.6	-114.1
002569.SZ	步森股份	319.0	-7.2	-161.7	-378.4
002098.SZ	浔兴股份	2,274.5	22.3	-396.3	-433.1

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 1.2. 推荐标的简述

本周核心组合：美邦服饰（建议关注）/开润股份/南极电商/李宁/森马服饰/海澜之家/九牧王。

- 低估值龙头组合：美邦服饰（建议关注），森马服饰，海澜之家，歌力思；
- 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；
- 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)
新野纺织△	9.1	7.6	25.6%	31.7%	19.8%	292.2	384.7	460.8	551.6	35.0
维格娜丝△	10.3	8.7	30.8%	44.3%	18.7%	189.9	274.0	325.2	394.3	28.2
鲁泰A*	9.8	9.0	6.6%	4.0%	9.2%	841.2	875.2	955.5	1,071.8	86.0
华孚时尚△	13.4	10.9	25.4%	15.1%	23.2%	677.4	779.9	960.6	1,109.0	104.5
联发股份△	10.0	9.8	3.9%	5.7%	2.2%	360.3	380.8	389.0	414.0	38.0
航民股份	10.4	9.6	9.3%	10.4%	8.3%	573.6	633.4	685.7	749.2	65.7
安正时尚*	13.1	10.1	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	47.3
孚日股份△	11.4	10.1	11.4%	9.5%	13.4%	410.2	449.0	509.0	567.0	51.4
太平鸟△	16.2	11.5	36.5%	22.7%	41.6%	456.3	560.0	793.2	943.5	90.9
富安娜△	13.6	10.8	16.3%	7.9%	25.2%	493.5	532.6	667.0	754.2	72.2
百隆东方*	13.1	11.1	20.0%	22.3%	17.8%	487.7	596.6	702.9	832.0	78.0
海澜之家*	12.2	11.2	7.5%	6.5%	8.6%	3,328.9	3,545.3	3,849.9	4,309.4	432.7
水星家纺*	14.0	11.8	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	42.3
罗莱生活*△	15.7	12.6	23.4%	22.5%	24.3%	427.9	524.0	651.3	763.8	82.2
歌力思*	15.5	13.2	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	57.9
七匹狼△	15.3	13.8	10.5%	9.8%	11.2%	316.6	347.6	386.5	427.1	53.3
汇洁股份△	20.8	13.9	5.6%	-25.5%	49.7%	222.3	165.7	248.0	272.0	34.4
伟星股份△	18.0	14.0	4.7%	-15.1%	29.0%	364.6	309.4	399.3	445.1	55.7
九牧王*	12.3	14.4	4.5%	27.9%	-14.6%	494.1	632.1	539.6	610.0	77.6
健盛集团*	18.3	14.5	48.6%	75.1%	26.2%	131.5	230.2	290.5	357.7	42.1
朗姿股份△	18.9	14.5	20.6%	11.6%	30.4%	187.6	209.3	273.0	320.1	39.6
搜于特△	22.7	18.5	-0.6%	-36.1%	22.3%	612.8	391.8	479.0	503.0	88.8
森马服饰*△	16.3	14.5	29.3%	48.7%	12.5%	1,137.9	1,692.6	1,903.9	2,298.8	275.1
天创时尚	18.2	15.2	25.4%	31.0%	20.0%	187.9	246.1	295.4	321.4	44.9
比音勒芬△	23.1	18.1	40.6%	61.0%	27.2%	180.2	290.1	369.0	477.6	67.0
南极电商*△	28.2	20.0	53.0%	65.8%	41.2%	534.3	886.1	1,250.9	1,784.1	250.2
安踏体育*△	27.5	21.9	29.3%	26.1%	21.4%	3,087.8	4,102.9	5,160.0	6,320.0	1,264.6
李宁*	30.8	23.1	33.5%	33.7%	33.2%	515.2	688.6	917.5	1,157.4	243.3
开润股份*△	39.6	29.9	30.9%	29.5%	32.4%	133.4	172.7	228.7	-	68.3

资料来源：Wind；盈利预测来源于 WIND 一致预期；

备注：1) 截至时间 2019 年 3 月 5 日；2) 表中标\*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；标注△的标的，其 18 年净利润来自于近期披露的业绩快报；标注\*△的标的，其 18 年净利润来自近期披露的业绩快报，19-20 年盈利预测来源于报告；未标\*公司盈利预测均来源于 Wind2018-2019 净利润预测的均值；

## 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超预期好(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和颜值年。预计 2019 年公司将严控品质，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，小贷公司规模在 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 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 店数量达到 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

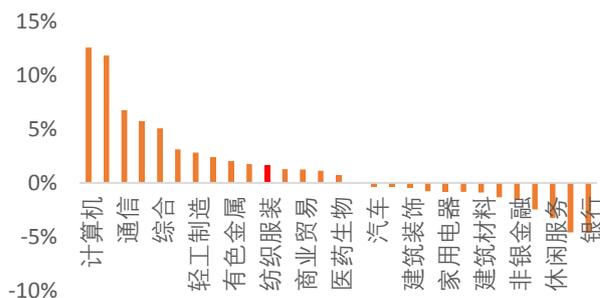
本周上证指数收于 2969.86 点，较上周收盘下跌-0.81%；深证成指收于 9363.72 点，较上周收盘上涨+2.14%；沪深 300 收于 3657.58 点，较上周收盘下跌-2.46%；申万纺织服装板块收于 2076.84 点，较上周收盘上涨+1.61%。

图 3：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

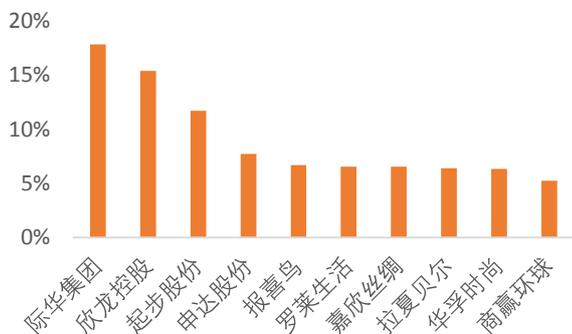
图 4：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

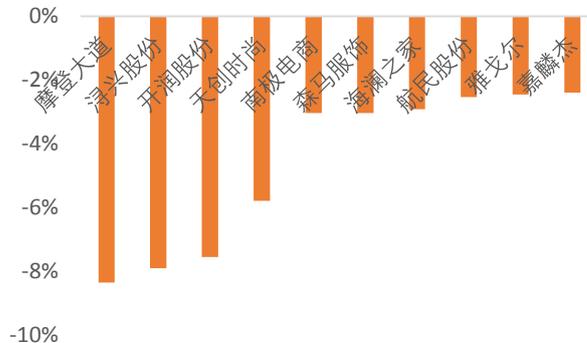
个股方面，际华国际、欣龙控股、起步股份涨幅居服装板块前三；摩登大道、浔兴股份、开润股份跌幅居前三。

图 5：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 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

#### 3.2. 行业数据回顾

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

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

图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（%）



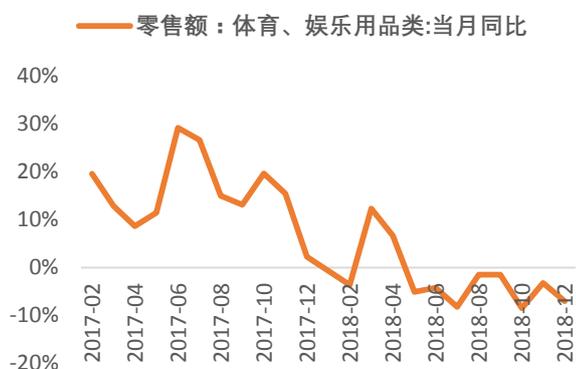
资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：2017年至今限额以上零售企业服装类零售额：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11：2011年至今社会消费品零售总额：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

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



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 出口：纺织品出口及服装类出口均有较大幅度下降

截至 2019 年 2 月，据海关总署发布的数据显示 2 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 59.59 亿美元，同比下降-33.17%；累计出口 173.80 亿美元，同比下降-7.80%，同比 2018 年 2 月及环比 2019 年 1 月均出现较大幅度下降；服装及衣着附件 2 月的出口金额为 71.16 亿美元，同比下降-37.71%，累计出口 207.75 亿美元，同比下降-14.60%，同比 2018 年 2 月及环比 2019 年 1 月均出现较大幅度下降。主要系“春节效应”以及中美贸易协商不确定性因素影响，国内纺服产品出口承压，建议继续观望 3 月出口贸易额。

图 13：2011 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 14：2017 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：上游原料价格小幅波动，羊毛进口价格上涨明显

**中国棉花综合价格指数：**118.55，较上周下降-0.39%。

**棉花进口价格：**2019 年 1 月为 1,990.40 元/吨，较 12 月份 1,998.98 元/吨，下降-0.43%。

**羊毛进口价格：**2019 年 1 月为 10,178.16 元/吨，较 12 月份 9,910.23 元/吨，上涨 2.70%。

**粘胶短纤、长丝价格：**粘胶短纤本周均价为 13,050.00 元/吨，较上周相比下降-2.25%。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 8,850.00 元/吨，较上周相比上涨 1.72%。涤纶长丝 POY 本周均价为 8,850.00 元/吨，较上周上涨 8.26%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 10,050.00 元/吨，较上周上涨 3.61%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 10,550.00 元/吨，较上周上涨 3.43%。

**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



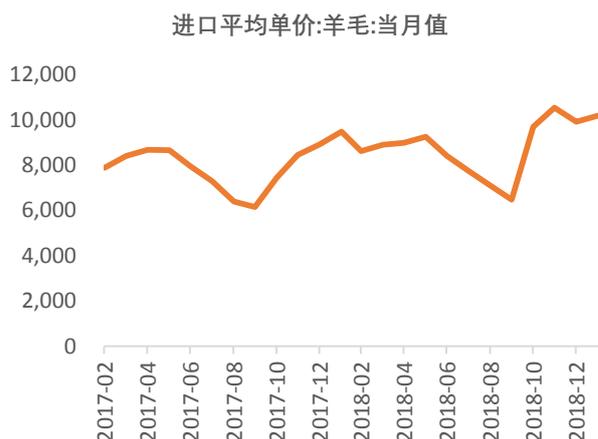
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



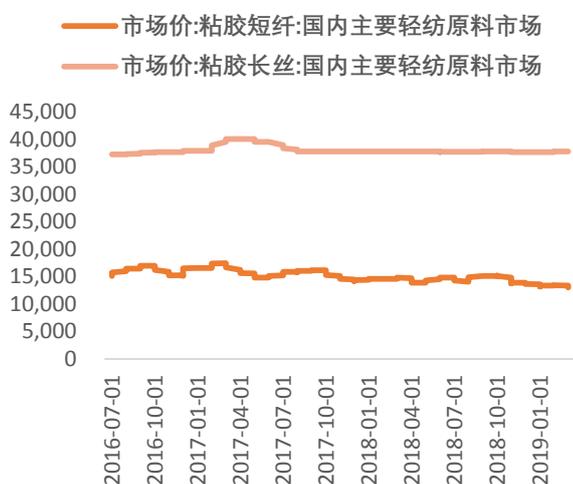
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



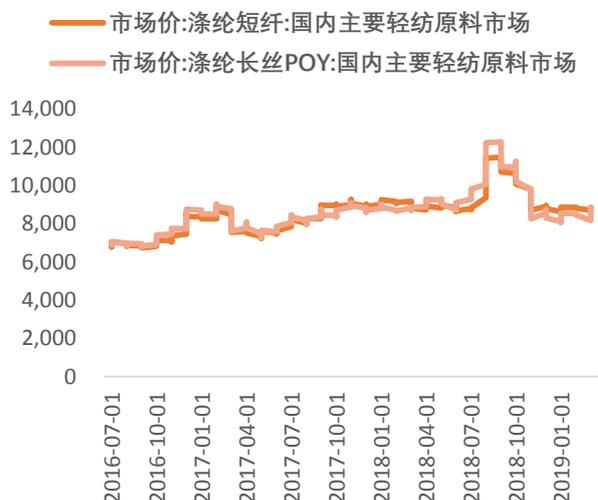
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



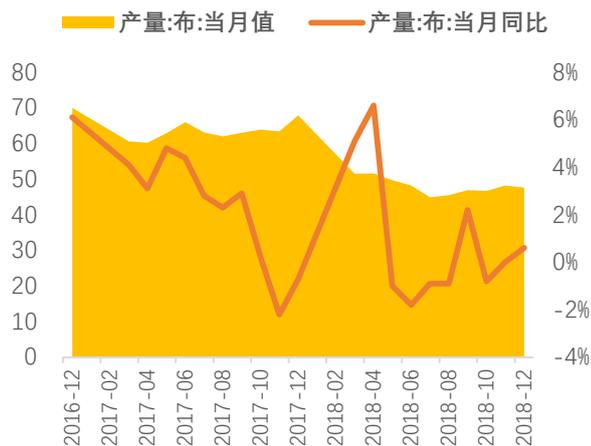
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



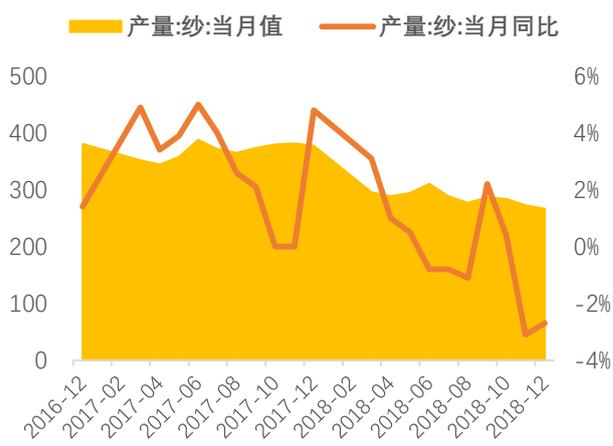
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

### 3.2.4. 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

### 3.2.5. 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:

**报喜鸟 (002154.SZ)** 控股股东一致行动人吴婷婷增持公司股份累计 1950.75 万股, 已达到公司总股本的 1.60%。本次增持后, 公司控股股东吴志泽先生及其一致行动人合计持有公司股份 3.03 亿股, 占公司总股本的 24.87%。

**商赢环球 (600146.SH)** 公司第二大股东江苏隆明持有公司的 6,338 万股, 占总股本的 13.49%, 被昆明铁路运输中级人民法院冻结, 冻结终止日为 2022 年 3 月 3 日。该事件不会影响公司的正常生产经营。

**江苏阳光 (600220.SH)** 1) 阳光集团将持有的 700 万股质押给北京银行, 占公司总股本的 0.39%。截止公告日, 阳光集团及其一致行动人合并持有公司股份 5.48 亿股, 占总股本的 30.70%, 合并已质押股份 4.94 亿股, 占其所持本公司股份总数的 90.28%, 占公司总股本的 27.72%。2) 公司股东郁琴芬将原质押给恒丰银行的 3,848 万股解除质押并再质押, 占总股本的 2.16%。本次股份解质及再质押后, 郁琴芬女士已质押股份为 1.44 亿股, 占其所持本公司股份总数的 100%, 占本公司总股本的 8.09%。

**朗姿股份 (002612.SZ)** 公司股东申东日将其质押给申万宏源证券的 645 万股延期至 2019 年 11 月 20 日, 占公司股份总额的 1.61%。将其持有的公司股票 338 万股质押给申万宏源证券, 占总股本的 0.85%。本次股份质押延期及补充质押后, 其所持有公司股份累计被质押 1.38 亿股, 占其持有公司股份的 70.57%, 占公司总股本的 34.62%。

**搜于特 (002503.SZ)** 公司控股股东之一致行动人广东兴原投资有限公司减持所持公司股份比例累计达到 1.91%。本次减持后, 兴原投资持有公司 5.42 亿股股份, 占公司股份总数的 17.51%; 公司控股股东马鸿持有公司 10.48 亿股股份, 占公司股份总数的 33.88%。

**华茂股份 (000850.SZ)** 截止公告日, 公司质押给交通银行 3,800 万股国泰君安证券股份有限公司无限售流通股已解除质押 2,533 万股, 剩余质押 1,267 万股。

**起步股份 (603557.SH)** 1) 公司控股股东香港起步将其持有公司有限售条件流通股 4,600 万股质押给长城资产。截止公告日, 香港起步持有公司股份 2.51 亿股, 占公司总股本 52.94%。2) 公司股东邦奥通过集中交易方式累积减持公司无限售条件流通股 612.96 万股, 占公司总股本 1.29%。截止公告日, 邦奥持有公司股份 8,954 万股, 占公司总股本 18.88%。

**天创时尚 (603608.SH)** 1) 截止至 2019 年 3 月 6 日, 公司通过集中竞价交易方式累计已回购股份数量为 923 万股, 占公司总股本的 2.14%, 成交的最高价为 11.30 元/股, 成交的

最低价为 10.40 元/股，使用资金总额为 1 亿元。2) 公司本次限售股上市流通数量为 1.76 亿股，占公司总股本的 40.74%，限售股上市流通的日期为 2019 年 3 月 14 日。

### 3.3.2 海外板块公告：

**特步国际 (1368.HK)** 集团与合资伙伴 Wolverine Group 订立成立合资公司协议，于内地、香港、澳门开展 Merrel 及 Saucony 旗下鞋履、服装及配饰的开发、营销、分销，初始资金 1.55 亿元。

**佐丹奴国际 (0709.HK)** 2018 年本集团销售额为 55.09 亿港元，同比增加 1.8%，集团可比较门市销售额及本集团可比较门市毛利分别减少 0.1% 及 1.4%。

**天虹纺织 (2678.HK)** 2018 年公司收入上升 17.5% 至人民币 191.6 亿元，毛利率上升 1.4% 至 16.4%，净利润减少 0.6% 至人民币 11.679 亿元。

## 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
3.12	鲁泰 A	鲁泰纺织股份有限公司殷阳山庄会议室	14:00
3.14	孚日股份	高密孚日街 1 号孚日集团股份有限公司 4 楼多功能厅	14:30
3.15	维格娜丝	南京市茶亭东街 240 号南京云锦博物馆三楼 5 号大会议室	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	定向增发机构配售股份
梦洁股份	2019-01-14	7,624.06	77,976.48	42,567.67	54.59	77,976.48	50,191.73	64.37	定向增发机构配售股份
南极电商	2019-01-21	39,173.73	245,487.04	147,983.18	60.28	245,487.04	187,156.90	76.24	定向增发机构配售股份
富安娜	2019-02-26	29.34	87444.32	50941.52	58.26	87444.32	50970.86	58.29	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	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