

# 纺织服装

证券研究报告  
2019年03月17日

## 继续重点推荐美邦服饰，提前布局龙头估值修改机会

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

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

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

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

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

- 业绩拐点组合: 美邦服饰, 李宁;
- 优质龙头组合: 森马服饰, 海澜之家, 安踏体育;
- 成长风格组合: 开润股份, 南极电商;
- 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:

1) 1-2 月份纺织服装行业社零数据增长 1.8%, 数据不高, 但在我们预期之内。2019 年 Q1 仍处于触底过程。原因系: 2018 年同期基数高。17 年冬季及 18 年春季天气冷, 销售旺, 但 18 年第四季度及 19 年春季的销售旺季天气不冷, 且天气冷时处于打折季, 所以会影响服装公司的整体收入。认为行业中公司第一季度处于边际向上改善的过程, 且这一过程将会持续, 对行业持看多观点。

我们认为目前行业基本面边际向上, 市场风险偏好提高、赚钱效应显现, 建议关注业绩拐点型公司, 以及成长风格个股及子行业, 以及估值较低的行业龙头。

- 1) **业绩拐点组合:** 我们预计美邦服饰、李宁 2019 年净利率不断上升, 在收入中低双位数的假设下, 预计净利润也会有较高增长。
- 2) **优质龙头组合:** 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、业绩持续多年高增长的安踏体育, 预计估值仍有提升空间。
- 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, 内生高增长可逐渐消化高估值。
- 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。5) **盈利预测:** 预计 2018-20 年净利润为 0.43/4.4/6.66 亿元, 18-20 年 EPS 为 0.02/0.18/0.27 元, 公司休闲服龙头品牌价值犹存, 且净利润处于拐点复苏期, 给予 2019 年 25X PE, 目标价 4.5 元

### 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:继续推荐板块超跌业绩组合, 建议关注美邦服饰》 2019-03-10
- 2 《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
- 3 《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

**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：预计 Q1GMV 增速 50%左右。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，具备投资价值。

**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) 2019-03-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002269.SZ	美邦服饰	3.30	买入	-0.12	0.02	0.18	0.27	-27.50	165.00	18.33	12.22
300577.SZ	开润股份	32.76	买入	0.61	0.79	1.05	1.46	53.70	41.47	31.20	22.44
002127.SZ	南极电商	10.66	买入	0.22	0.36	0.51	0.73	48.45	29.61	20.90	14.60
02331.HK	李宁	11.56	买入	0.21	0.31	0.42	0.53	45.29	36.90	27.24	21.58
002563.SZ	森马服饰	10.98	买入	0.42	0.59	0.71	0.86	24.26	17.27	14.35	11.85
601566.SH	九牧王	13.48	买入	0.86	1.10	0.94	1.06	15.67	12.25	14.34	12.72
02020.HK	安踏体育	51.15	买入	1.17	1.53	1.92	2.35	34.48	26.37	21.01	17.17
603808.SH	歌力思	17.26	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	19.18	15.55	13.18	10.79

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15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. 优选复苏拐点型，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，重点推荐。行业来看，1-2 月份纺织服装行业社零数据增长 1.8%，数据不高，但在我们预期之内。对基本面的判断不变，2019 年 Q1 仍处于触底过程。原因系：2018 年同期基数高。17 年冬季及 18 年春季天气冷，销售旺，但 18 年第四季度及 19 年春季的销售旺季天气不冷，且天气冷时处于打折季，所以会影响服装公司的整体收入。我们对于行业判断持看多观点，认为行业中公司第一季度处于边际向上改善的过程，且这一过程将会持续。从行业中公司终端数据来看，以某大型服装上市公司为例，其 18 年第三季度其收入呈现下滑态势，但是 19 年第一季度边际改善，收入呈低单位数增长。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：**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。。
  - 5) 盈利预测：**预计 2018-20 年净利润为 0.43/4.4/6.66 亿元，18-20 年 EPS 为 0.02/0.18/0.27 元，公司休闲服龙头品牌价值犹存，且净利润处于拐点复苏期，给予 2019 年 25X PE，目标价 4.5 元

- **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：预计 Q1GMV 增速 50% 左右。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 年三季度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，具备投资价值。

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/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，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)
美邦服饰*	193.2	18.8	926.3%	——	926.3%	-304.8	42.9	440.4	665.9	82.9
开润股份*△	41.3	31.2	30.9%	29.5%	32.4%	133.4	172.7	228.7	-	71.3
南极电商*△	29.5	20.9	53.0%	65.8%	41.2%	534.3	886.1	1,250.9	1,784.1	261.7
李宁*	30.8	23.1	33.5%	33.7%	33.2%	515.2	688.6	917.5	1,157.4	253.4
森马服饰*△	17.5	15.6	29.3%	48.7%	12.5%	1,137.9	1,692.6	1,903.9	2,298.8	296.4
九牧王*	12.3	14.4	4.5%	27.9%	-14.6%	494.1	632.1	539.6	610.0	77.5
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	1,373.4
歌力思*	15.6	13.2	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	58.2
新野纺织△	9.7	8.1	25.6%	31.7%	19.8%	292.2	384.7	460.8	551.6	37.3
维格娜丝△	10.8	9.1	30.8%	44.3%	18.7%	189.9	274.0	325.2	394.3	29.5
鲁泰A*	9.9	9.1	6.6%	4.0%	9.2%	841.2	875.2	955.5	1,071.8	87.0
华孚时尚△	15.1	12.2	25.4%	15.1%	23.2%	677.4	779.9	960.6	1,109.0	117.6
联发股份△	9.9	9.7	3.9%	5.7%	2.2%	360.3	380.8	389.0	414.0	37.7
航民股份	10.7	9.9	9.3%	10.4%	8.3%	573.6	633.4	685.7	749.2	67.7
安正时尚*	13.3	10.2	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	48.0
孚日股份△	11.5	10.1	11.4%	9.5%	13.4%	410.2	449.0	509.0	567.0	51.6
太平鸟△	16.8	11.9	36.5%	22.7%	41.6%	456.3	560.0	793.2	943.5	94.3
富安娜△	14.0	11.2	16.3%	7.9%	25.2%	493.5	532.6	667.0	754.2	74.4
百隆东方*	13.8	11.7	20.0%	22.3%	17.8%	487.7	596.6	702.9	832.0	82.1
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	431.8
水星家纺*	15.0	12.6	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	45.4
罗莱生活*△	15.4	12.4	23.4%	22.5%	24.3%	427.9	524.0	651.3	763.8	80.6
七匹狼△	15.9	14.3	10.5%	9.8%	11.2%	316.6	347.6	386.5	427.1	55.2
汇洁股份△	21.9	14.6	5.6%	-25.5%	49.7%	222.3	165.7	248.0	272.0	36.3
伟星股份△	18.5	14.4	4.7%	-15.1%	29.0%	364.6	309.4	399.3	445.1	57.4
健盛集团*	19.8	15.7	48.6%	75.1%	26.2%	131.5	230.2	290.5	357.7	45.7
朗姿股份△	19.5	16.6	20.6%	11.6%	17.5%	187.6	209.3	245.9	286.4	40.8
搜于特△	22.9	18.7	-0.6%	-36.1%	22.3%	612.8	391.8	479.0	503.0	89.7
天创时尚	18.0	15.0	25.4%	31.0%	20.0%	187.9	246.1	295.4	321.4	44.3
比音勒芬△	24.9	19.6	40.6%	61.0%	27.2%	180.2	290.1	369.0	477.6	72.2

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 15 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. 美邦服饰：底部复苏，2019 年有望迎来净利润拐点

#### 为什么我们现在时点推荐美邦服饰？

**1、底部复苏逻辑：**2016 年以来的三年时间，公司完成了品牌&产品升级、渠道升级、零售升级，发生了巨大边际改善，2018 年成为营收向上拐点。

**2、预计 2019 年成为净利润拐点：**预计大力发展加盟渠道，门店费用为主的费用显著下降，经营效率提升，存货减值损失下降，净利率有望提升至 5%，据业绩预告，2018 年仅 0.56%；我们认为公司业绩底已过，净利率有望在 3 年内恢复到约 10%。

**3、对标李宁、波司登，预期差大。**美邦同李宁、波司登类似，曾是细分行业龙头，因战略失误跌入低谷，但其品牌价值仍在，近年来通过自身改革，业绩恢复重获认可。在底部复苏过程中，拐点处预期差巨大，体现在股价方面有较大空间，我们认为现在时点是美邦的业绩拐点。

### 复盘：美邦服饰二十年沉浮史（1995-2015）

- 1995年-2005年：品牌成立期，轻资产虚拟型经营优势显著，公司得到快速发展，并迅速成长为国内休闲服龙头企业。
- 2006年-2011年：08年上市后达到巅峰，但危机暗藏；截至2011年底，美邦市值达到261亿元，是品牌服装板块第一大市值公司。
- 2012年-2015年：急于转型，未达预期；焦点转移，公司进入调整期。

**改革：2016-2018年，美邦重新回归聚焦主业，三年从品牌&产品、渠道、零售、供应链等多角度进行升级，2018年迎来营收拐点。**

- **品牌&产品升级：多元化。**1) Meters/bonwe 升级裂变五大风格，未来根据市场需求进行持续动态调整。2) 品牌矩阵梳理：集中资源发展 ME&CITY、Moomoo、ME&CITY KIDS 等高潜力品牌业务。
- **渠道升级：“购物中心”+“百城千店”。**即先多开直营购物中心大门店，树立形象标准后，增强对加盟商吸引力，再大规模向其推广
- **零售升级：门店管理标准化，单店模型测试完成，迭代加盟政策，引入类直营模式管理，探索品牌授权式轻资产运营模式。**
- **拟定增15亿，推进产品品牌升级和供应链升级及偿还银行贷款。**

**拐点：预计2019年有望成为净利润拐点首年，净利率提升至5%；后随改革红利释放，净利率有望在2-3年内恢复到约10%。**原因：大力发展加盟，收入提升，以门店费用为主的销售费用显著下降，经营效率提升，存货跌价等资产减值损失下降，管理财务费用下降。

**首次覆盖，给予买入评级，目标价4.5元。**预计2018-20年净利润为0.43/4.4/6.66亿元，18-20年EPS为0.02/0.18/0.27元，公司休闲服龙头品牌价值犹存，且净利润处于拐点复苏期，给予2019年25X PE，目标价4.5元

**风险提示：加盟渠道推进低于预期，行业竞争加剧，库存、坏账增加**

（报告摘自2019年3月11日《美邦服饰：底部复苏，2019年有望迎来净利润拐点》）

## 3. 市场行情

### 3.1. 板块及个股涨跌幅

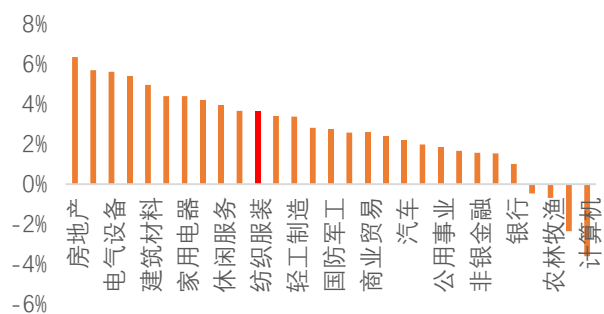
本周上证指数收于3021.75点，较上周收盘上涨+1.75%；深证成指收于9550.54点，较上周收盘上涨+2.00%；沪深300收于3745.01点，较上周收盘上涨+2.39%；申万纺织服装板块收于2151.90点，较上周收盘上涨+3.61%。

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



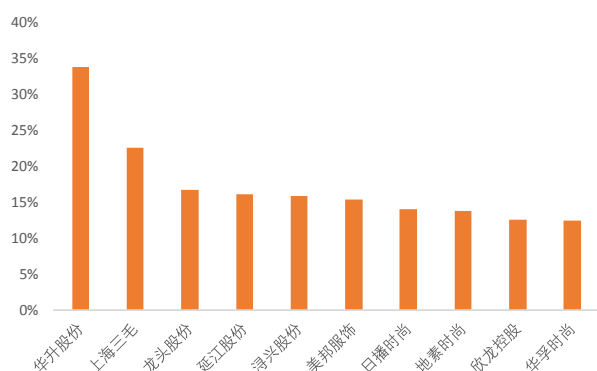
资料来源：Wind，天风证券研究所

个股方面，华升股份、龙头股份、延江股份、美邦服饰等涨幅居前；美尔雅、兴业科技



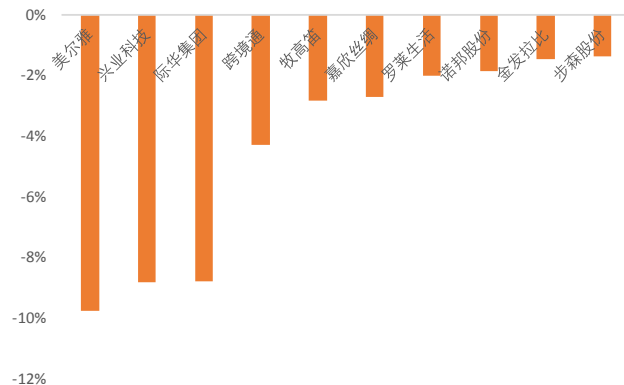
际华集团、跨境通跌幅居前三。

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（%）



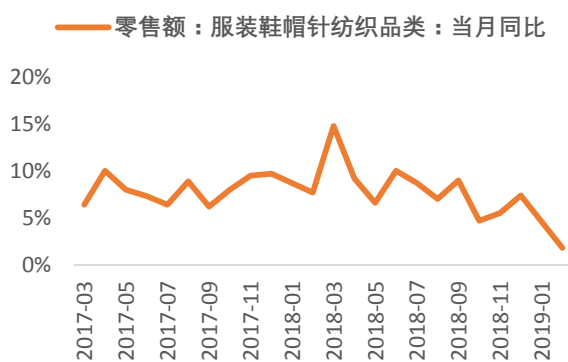
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 行业数据回顾

#### 3.2.1. 零售端：2月零售数据边际改善，服装针织鞋帽行业增速环比上升

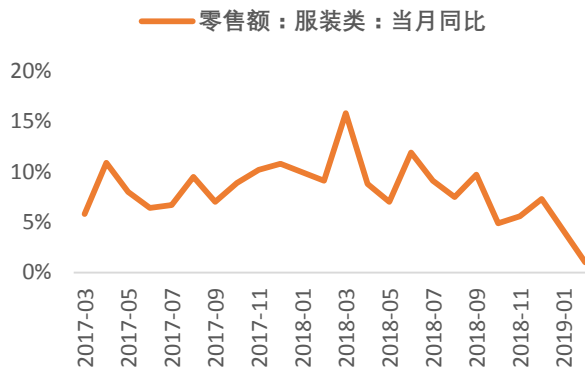
2019年1-2月，社会消费品零售总额66064亿元，比上年增长8.2%（扣除价格因素实际增长7.1%），增速与上年12月份持平，比11月份高0.1pct。2018年12月份，社会消费品零售总额35893亿元，同比增长8.2%，环比提高0.1pct。其中，限额以上单位消费品零售额15084亿元，增长2.4%；2018年12月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长7.40%（11月为5.50%，环比上升1.9pct），同比2017年12月下降2.3pct。边际改善，处于筑底过程。继续关注终端数据，等待行业复苏。

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

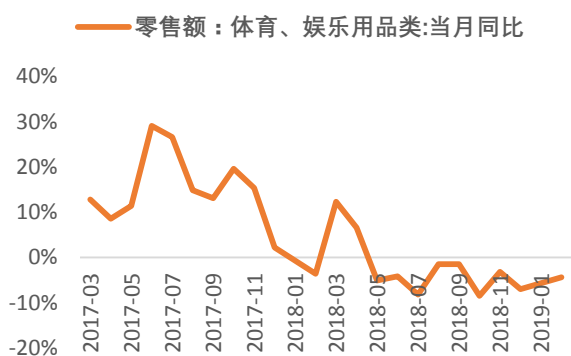
图 8：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

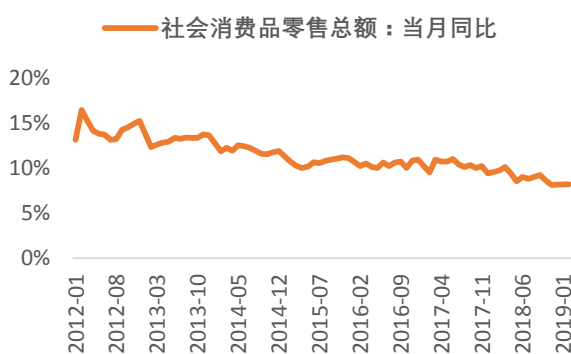
图 9：2017 年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额：当月同比（%）

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（%）

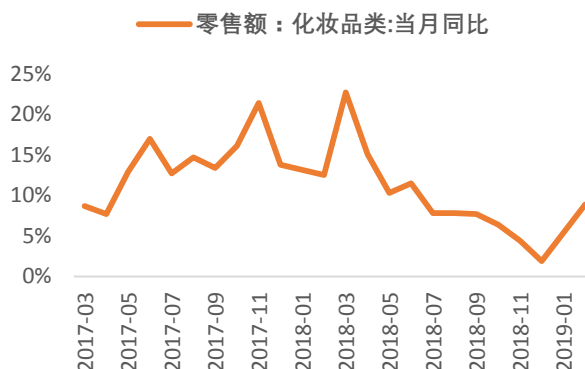


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2011 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)

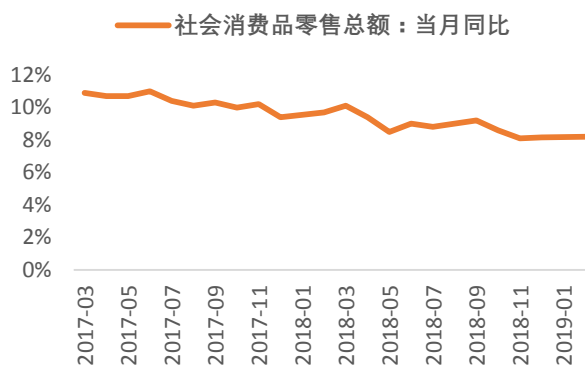


资料来源：Wind，天风证券研究所



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

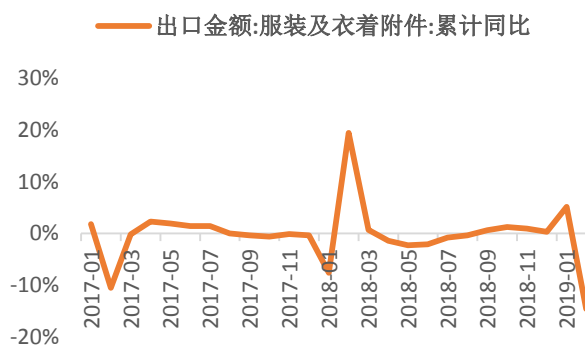
截至 2019 年 2 月，据海关总署发布的数据显示 2 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 59.59 亿美元，同比下降-33.17%；累计出口 173.80 亿美元，同比下降-7.80%，同比 2018 年 2 月及环比 2019 年 1 月均出现较大幅度下降；服装及衣着附件 2 月的出口金额为 71.16 亿美元，同比下降-37.71%，累计出口 207.75 亿美元，同比下降-14.60%，同比 2018 年 2 月及环比 2019 年 1 月均出现较大幅度下降。主要系“春节效应”以及中美贸易协商不确定性因素影响，国内纺服产品出口承压，建议继续观望 3 月出口贸易额。

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：118.83，较上周上涨+0.24%。

**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%。

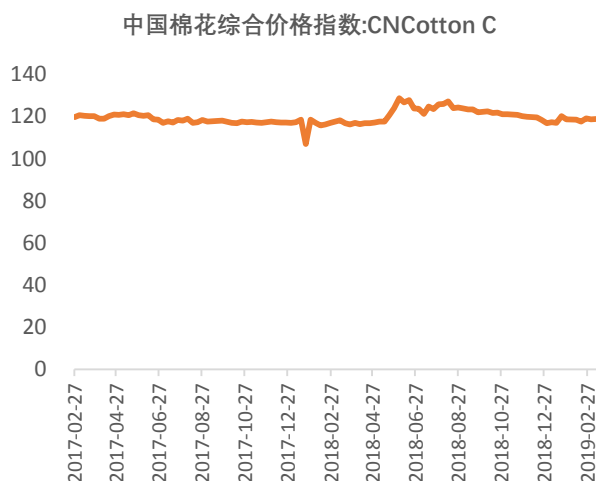
**国内棉纱产量:** 12月棉纱产量266.60万吨,当月同比下降-2.27%。

图 15: 2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



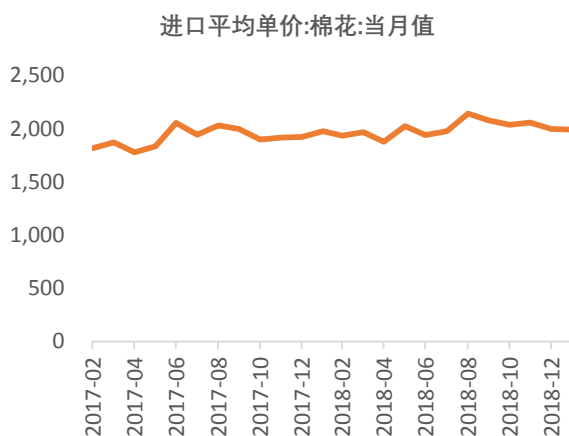
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



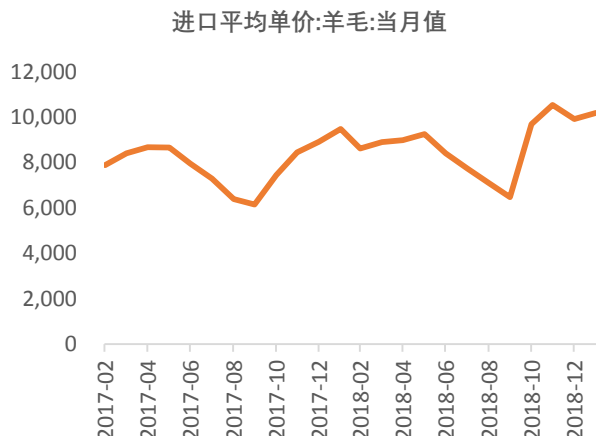
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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

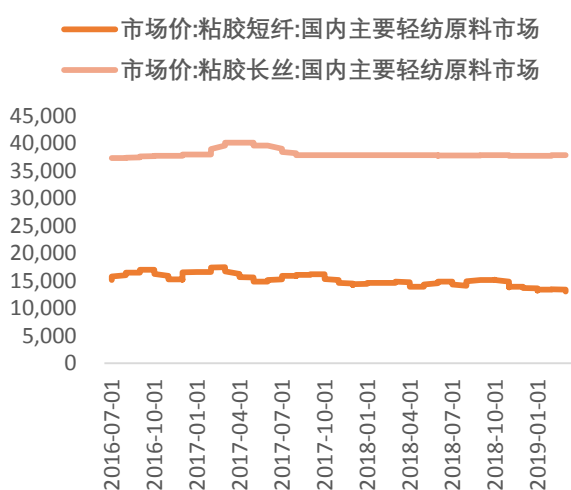
图 18: 2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位: (美元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

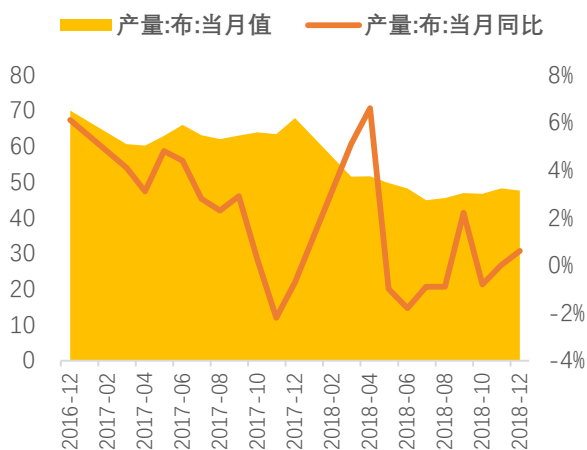
图 19: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)

图 20: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



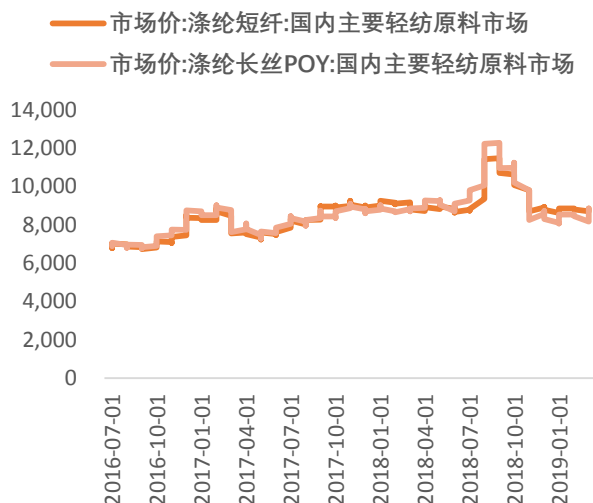
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2016 年至今国内棉布产量走势单位: (万吨)



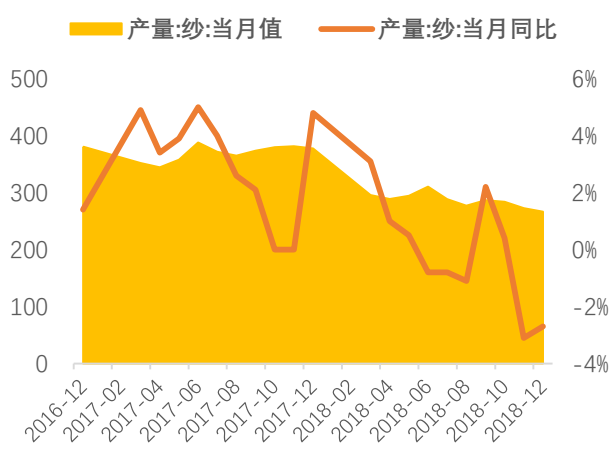
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 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 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

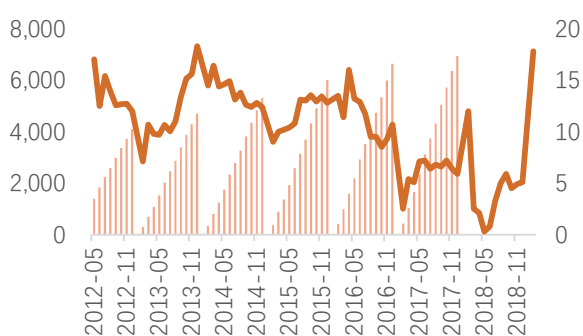
图 24: 2012 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比 (单位: 亿元, %)

### 3.2.4. 行业投资: 纺织行业投资增速上升, 服装行业投资保持稳定

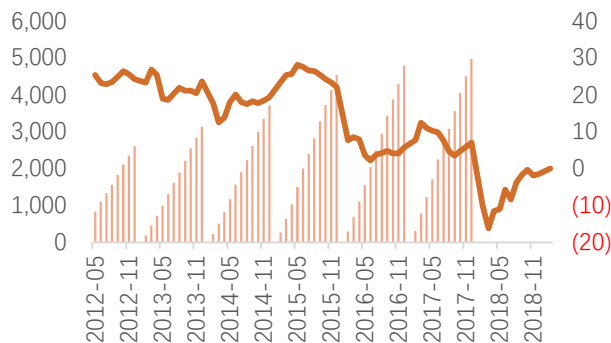
**纺织行业固定资产投资:** 2019 年 2 月, 纺织行业固定资产投资同比增长+17.8%, 较上月同比增速有所上升 (+12.10pct)。

**服装行业固定资产投资:** 2019 年 2 月, 纺织服装行业固定资产投资不变(2018 年 12 月为同比下降-1.50%)。





资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

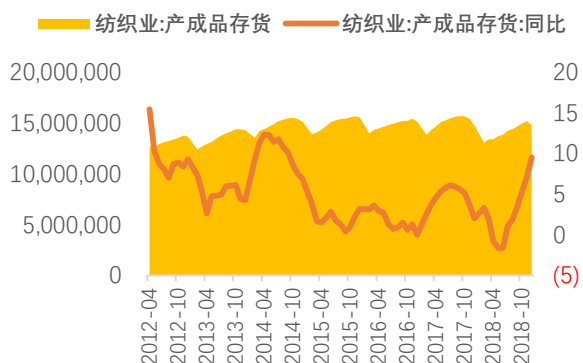
### 3.2.5. 行业库存情况: 纺织业库存继续增长, 服装行业库存增速放缓

**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)。

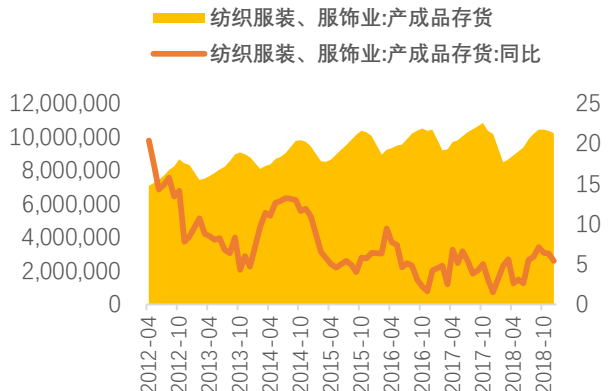
**服装行业库存情况:** 2018 年 12 月, 服装行业产成品库存 1,020.30 亿元, 同比增长 5.40%, 较上月增速有所放缓 (-0.90pct), 库存量有所下降。

图 25: 2012 年至今纺织行业库存情况及同比 (单位: 万元)

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



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:

**朗姿股份 (002612.SZ)** 1) 应财政部要求, 公司自 2019 年 1 月 1 日起施行新金融工具相关会计准则。公司将对财务报表项目列示进行调整, 并调整可比会计期间的比较数据, 不会对 2018 年年度报告所有者权益、净利润产生影响。2) 2018 年年度报告: 公司实现营业收入 266,154.99 万元, 同比增长 13.10%, 归属于上市公司股东的净利润 21,045.31 万元, 同比增长 12.20%。

**富安娜 (002327.SZ)** 1) 公司将按照股票激励计划的规定办理回购注销事项。待回购注销业务完成后, 第二期股票激励计划授予数量由 1,674.18 万股, 调整至 1,647.81 万股, 第三期股票激励计划授予数量由 1,810.51 万股, 调整至 1,792.50 万股。2) 截至公告日, 第一期员工持股计划尚未卖出公司股票, 仍持有公司 1,786.92 万股, 占总股本的 2.14%。公司将对员工持股计划实施延期, 存续期延长 36 个月, 即至 2022 年 9 月 24 日。

**安正时尚 (603839.SH)** 公司于 2019 年 3 月 12 日通过集中竞价的交易方式首次回购股份 59.12 万股, 占总股本的 0.15%。成交价格区间为 11.90-12.23 元/股, 已支付总金额 715.85 万元。

**嘉欣丝绸 (002404.SZ)** 公司控股股东周国建质押股份 4,500 万股给国际信托, 占总股本的 7.79%。截至本公告日, 周国建持有公司股份 1.14 亿股, 占总股本的 19.67%。

**华孚时尚 (002042.SZ)** 1) 公司前次募集资金 22 亿, 募集资金实际投资项目不存在变更情况。2) 公司拟使用自有资金以集中竞价方式回购公司股份, 回购金额区间为 3-6 亿元, 回购价格不超过 10 元/股, 截止公告日, 公司累计回购公司股份 5484.48 万股, 占总股本的 3.61%。3) 公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 25 亿元, 按面值发行, 期限为自发行之日起 6 年。

**红蜻蜓 (603116.SH)** 公司全资子公司宁波梅山保税港区红蜻蜓资产管理有限公司拟以自有资金 8000 万元与苏州协立股权投资管理中心、浦口开发区高科技投资有限公司共同成立南京浦口协立创业投资中心。南京浦口协立注册资本为人民币 1.11 亿元, 其中红蜻蜓资管出资金额为人民币 8000 万元, 出资占比为 72.10%, 为有限合伙人。

**报喜鸟 (002154.SZ)** 公司股东吴利亚通过集中竞价方式减持公司股份 46 万股, 减持均价 4.15 元/股, 截止公告日, 其减持计划已完成。减持后吴利亚持有公司股份 375 万股, 占总股本 0.31%。

**柏堡龙 (002776.SZ)** 公司对公司及子公司未来 12 个月内与公司关联方北京泛森柏尔、福建柏悦、北京赢王科技、厦门市贝纳制衣、定制加 (深圳) 科技、宁波衣加衣发生的日常经营交易事项根据市场定价进行了合理估计, 2019 年预计金额合计 5.2 亿元。

### 3.3.2 海外板块公告:

**特步国际 (1368.HK)** 截至 2018 年 12 月 31 日, 公司营业总收入为 63.83 亿元, 同比增长 24.84%; 扣非归母净利润为 5.16 亿元, 同比增长 5.79%。主要系受益于完成三年的公司战略转型。

**互太纺织 (1382.HK)** 为满足未来扩展及风险分散, 公司准备在越南北部建立新的生产基地, 总投资金额目前预计约为 6 亿港元至 13 亿港元。倘收购土地计划以建设新厂房于下一财政年度内实现, 则新厂房的预期投产时间约于 2022 年至 2024 年开始, 新厂房投入生产后, 集团之总体生产产能或可每月提高约 3 百万磅至 8 百万磅。

**中国利郎 (1234.HK)**: 2018 全年实现收入 31.7 亿人民币 (+29.8%); 毛利 12.98 亿 (+28%); 归属母公司净利润 7.5 亿 (+23%)。2018H1/H2 收入 13.4 亿 (+25%)/18.5 亿 (+33.4%), 净利润 3.4 亿 (+26%)/4.1 亿 (+20.6%)。每股派息 0.21 港币和 0.1 港币特别股息。

**361 度 (1361.HK)**: 截至 2018 年 12 月 31 日, 集团实现收益约人民币 51.87 亿元(单位下同), 同比增长 0.6%; 经营溢利约 7.82 亿元, 同比减少约 20.78%; 权益持有人应占溢利约 3.04 亿元, 同比减少约 33.51%。

## 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
3.18	开润股份	上海市松江区莘砖公路 518 号 14 栋 5 楼会议室	14:30
3.22	如意集团	山东省济宁市高新区如意工业园公司会议室	9:30
3.25	起步股份	浙江省青田县油竹新区侨乡工业园区赤岩 3 号公司会议室	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	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
		解禁数量(万股)	总股本	流通 A 股	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	87,444.32	50,941.52	58.26	87,444.32	50,970.86	58.29	股权激励限售股份
嘉欣丝绸	2019-03-06	5,702.36	57,767.36	40,204.21	69.60	57,767.36	45,906.58	79.47	定向增发机构配售股份
维格娜丝	2019-03-06	2,826.24	18,055.40	14,916.94	82.62	18,055.40	17,743.18	98.27	定向增发机构配售股份
维格娜丝	2019-03-13	2.40	18,055.40	17,743.18	98.27	18,055.40	17,745.58	98.28	股权激励限售股份
天创时尚	2019-03-14	17,576.94	43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	30,433.07	70.54	首发原股东限售股份
健盛集团	2019-03-22	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	121,761.19	110,741.89	90.95	121,761.19	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
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
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
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	30,433.07	70.54	43,140.22	31,134.41	72.17	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