

# 纺织服装

证券研究报告  
2019年04月21日

## 3月社零数据边际改善，推荐成长及业绩拐点型高弹性标的

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/美邦服饰/梦洁股份/李宁/森马服饰/比音勒芬/九牧王。

### 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

- 成长风格组合：开润股份，南极电商，比音勒芬；
- 业绩拐点组合：美邦服饰，梦洁股份，李宁；
- 中高端复苏组合：比音勒芬，歌力思；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家，歌力思，安踏体育；
- 高股息率组合：九牧王。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

1、**板块数据**：本周上证指数收于 3270.80 点，较上周收盘上涨+2.58%；深证成指收于 10418.24 点，较上周收盘上涨+2.82%；沪深 300 收于 4120.61 点，较上周收盘上涨 3.31%；申万纺织服装板块收于 2314.27 点，较上周收盘上涨+0.48%。

### 2、行业数据及观点：

19Q1 社零服装数据出现边际改善。19 年 1-3 月份服装行业销售额累计同比增长 3.3%，而 18 年 1-3 月增长 9.8%，增速下降，但 1-3 月累计增速环比 1-2 月提高 1.5pct。3 月份服装单项同比增长 6.6%，环比 1、2 月份提高 4.8pct，社零数据出现边际改善，符合我们的预期。我们认为基本面边际改善能维持，继续看多整个服装的板块。原因如下：1) 18 年 5 月份以后基数逐渐降低，因此 19Q2 的社零服装数据会继续边际改善。2) 结合我们对上市公司跟踪的终端数据来看，与社零数据所反应的比较相似。我们认为，随着整体消费环境改善，成长风格以及业绩拐点型公司，在下半年会体现出更大的利润弹性。

### 相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:提前关注 19Q1 超预期标的，持续推荐业绩拐点型公司及行业成长股》 2019-04-07
- 2 《纺织服装-行业研究周报:持续推荐业绩拐点型公司及行业成长股》 2019-03-31
- 3 《纺织服装-行业研究周报:新增推荐梦洁股份，持续业绩拐点型公司及行业成长股》 2019-03-24

1) **业绩拐点型公司**，标的主要包括美邦服饰、李宁。从行业来看，我国服装品牌在经历了跑马圈地时期的快速发展后，2012 年前后由于受到国外快时尚品牌和电商的冲击；叠加整体消费疲软，行业进入调整低迷时期。在这一时期一些龙头公司由于战略、定位等方面出现失误，业绩持续低迷，并进入调整期。近年尤其在 2016 年前后，经过前期的调整，部分公司业绩开始逐步恢复，如美邦服饰、李宁、波司登等。我们认为这类业绩拐点型公司未来的净利润弹性和提升空间较大，继续持续推荐。

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

3) **中高端复苏组合**：年初以来，一线房地产销量回升，股市等的正财富效应显现，商场同店出现改善，利好中高端服饰，主要推荐比音勒芬和歌力思。

5) **优质龙头组合**：森马服饰、海澜之家作为行业龙头白马，预计估值仍有提升空间。

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

### 重点公司推荐逻辑：

**开润股份**：1) 公司发布 19Q1 业绩预告，其中收入 5.69 亿-6.30 亿，同比增长 40-55%；净利润 4316.06 万元-4661.34 万元，同比增长 25-35%。2) 19Q1 业绩超市场预期，高基数下仍实现快速增长。18Q1 开润股份 B2B 业务增长 22% 左右，B2C 业务增长 230%+，B2C 业务基数为 18 年最高。公司自上市以来，B2C 业务收入增速一直远高于 B2B 业务。3) 预计 19Q1 净利率有所下降，全年 B2C 业务净利率有提升空间。根据业绩预告，我们测算 19Q1 公司净利率区间在 7.4%-7.6%；而 18Q1 公司净利率为 9.2%，我们认为主要系 B2C 业务占比提高所致。预计 2019 年 B2C 净利率可提升至 6-7%。渠道上，深化与小米、天猫、京东等国内主流电商平台和逻辑思维、优酷旅游等垂直平台的持续合作；品类上，在箱包类产品品类上，推出了商务旅行包、七道杠旅行箱等。中国箱包行业龙头公司市占率较低、出行人口不断增加、人们对于高性价比产品的偏好不断提高，以及开润股份自己在产品设计研发、供应链、渠道、营销、人才上的优势，



渠道上，深化与小米、天猫、京东等国内主流电商平台和逻辑思维、优酷旅游等垂直平台的持续合作；品类上，在箱包类产品品类上，推出了商务旅行包、七道杠旅行箱等。中国箱包行业龙头公司市占率较低、出行人口不断增加、人们对于高性价比产品的偏好不断提高，以及开润股份自己在产品设计研发、供应链、渠道、营销、人才上的优势，延着扩品类、扩渠道的增长逻辑，未来仍有较大增长空间，90分有望成为中国“出行消费品”第一品牌。4) 盈利预测：2019/2020年净利润预测至2.30亿/3.36亿，对应EPS为1.06元/1.54元。

**美邦服饰：18年收入迎拐点，实现扭亏为盈，经营净现金流大幅好转是亮点。**

1) 2018年营业收入76.8亿(+18.6%)，自2012年以来，第一次实现双位数增长，一改持续下滑趋势。其中直营可比店铺销售收入同比增长约7%，加盟经销收入同比增长33%。18Q1/18Q2/18Q3/18Q4营业收入分别为21.78亿(+30.1%)/17.60亿(+44.0%)/16.09亿(+4.1%)/21.3亿(+5.0%)。18年下半年受整体消费疲弱以及天气影响，增速有所下滑，但参考行业龙头白马海澜之家单季度收入增速，美邦下半年收入增速在较为合理水平。2) 分品牌来看，Metersbonwe品牌全年实现销售收入同比增长13%；ME&CITY品牌继续保持店铺面积和销售规模快速增长，2018年实现销售收入同比增长48%；Moomoo和ME&CITY KIDS两个童装品牌全年合计实现销售收入同比增长24%。3) 18年归母净利润4036万(+113.2%)，实现扭亏为盈，扣非归母净利润为1269万(+104.0%)，18Q1/18Q2/18Q3/18Q4归母净利润分别为5040万(+74.2%)/271万(+103.7%)/-1297万(+83.7%)/22万(+100.1%)。4) 18年经营净现金流入6.2亿，大幅增长295%，17年同期为净流出3.2亿。经营净现金流入与净利润差异较大主要是由于开直营门店导致的长期待摊费用(2.82亿)、资产减值损失(3.13亿)较多造成的。如果这两个科目能下降，预计净利润会大幅改善。我们预计2019年，公司新开门店将以加盟为主，长期待摊费用会大幅下降，同时预计资产减值已过峰值。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2019-2021年净利润为4.4/6.66/9.7亿元，19-21年EPS为0.18/0.27/0.39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。

**南极电商：**1) 我们预计南极电商19Q1GMV增长50%+预计4月以来GMV增长有所加速。2) 纺服行业经过业绩持续验证的成长股之一(另一个是开润股份)。公司已经建立了强大的品牌壁垒、规模壁垒、电商渠道流量壁垒等。在电商平台整体GMV趋于平稳增长的时代，再产生像南极人这样的大淘品牌已经不太可能，公司商业模式的高壁垒以及高增长理应享受高估值。看好南极电商成为中国高性价比新国货品牌的代表。

3) 19年展望：渠道及新培育品类提供增长空间。预计2019年南极电商在以阿里为代表的传统强势平台上将继续保持相对高速增长，京东有望加速增长，拼多多平台有望维持150%左右的高速增长。品类方面，我们测算南极电商2018年各品类占比：内衣30%，男装16%，家纺15%，童装7%，女装6%，个护健康5%，母婴5%，箱包皮配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。

**4) 品质持续提升，报表持续改善：**

产品品质和调性升级：预计2019年公司将严控品质，提升产品调性，增强质量管控。报表经营端数据也有望持续改善(应收及现金流)。公司已经披露业绩快报，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。时间互联和小贷公司对公司报表端影响，预计未来有望持续改善。5) 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：预计净利率仍有提升空间，19Q1业绩超预期。**1) 18年营收105.1亿元(+18.23%)，归母净利润7.15亿元(+38.84%)，略超预期。18H2营收57.9亿元(+18.53%)，归母净利润4.46亿元(+36.8%)。电商渠道业务快速发展，

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

### 梦洁股份：19Q1业绩优秀

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

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

3) 盈利预测：预计2018-2020年营收23.48(+21.4%)/30.05(+28%)/39.46亿元(+31.32%)；归母净利润0.93(+80.9%)/2.05(+120.94%)/2.85亿元(+39.20%)。18-20年EPS为0.12/0.26/0.37元，对应2019年营收给予公司2.12XPS，目标价为8.17元。

**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) 2019-04-12	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A/E	2019E	2020E	2017A	2018A/E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	37.22	买入	0.61	0.80	1.06	1.54	61.02	46.53	35.11	24.17
002127.SZ	南极电商	11.15	买入	0.22	0.36	0.51	0.73	50.68	30.97	21.86	15.27
002269.SZ	美邦服饰	3.27	买入	-0.12	0.02	0.18	0.27	-27.25	163.50	18.17	12.11
002397.SZ	梦洁股份	6.12	买入	0.07	0.12	0.26	0.37	87.43	51.00	23.54	16.54
02331.HK	李宁	13.42	买入	0.21	0.30	0.44	0.57	54.76	38.33	26.14	20.18
002563.SZ	森马服饰	11.36	买入	0.42	0.59	0.71	0.86	27.05	19.25	16.00	13.21
002832.SZ	比音勒芬	46.95	买入	0.99	1.44	1.96	2.56	47.42	32.60	23.95	18.34
601566.SH	九牧王	14.09	买入	0.86	1.10	0.94	1.06	16.38	12.81	14.99	13.29

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4月19日，李宁及安踏体育收盘价单位为港元，1港币=0.8548人民币

## 1. 本周观点：3月社零数据边际改善，持续推荐业绩拐点型公司及行业成长股

### 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：

19Q1 社零服装数据出现边际改善。19 年 1-3 月份服装行业销售额累计同比增长 3.3%，而 18 年 1-3 月增长 9.8%，增速下降，但 1-3 月累计增速环比 1-2 月提高 1.5pct。3 月份服装单月同比增长 6.6%，环比 1、2 月份提高 4.8pct，社零数据出现边际改善，符合我们的预期。我们认为基本面边际改善能维持，继续看多整个服装的板块。原因如下：1) 18 年 5 月份以后基数逐渐降低，因此 19Q2 的社零服装数据会继续边际改善。2) 结合我们对上市公司跟踪的终端数据来看，与社零数据所反应的比较相似。我们认为，随着整体消费环境改善，成长风格以及业绩拐点型公司，在下半年会体现出更大的利润弹性。

1) **业绩拐点型公司**，标的主要包括美邦服饰、李宁。从行业来看，我国服装品牌在经历了跑马圈地时期的快速发展后，2012 年前后由于受到国外快时尚品牌和电商的冲击；叠加整体消费疲软，行业进入调整低迷时期。在这一时期一些龙头公司由于战略、定位等方面出现失误，业绩持续低迷，并进入调整期。近年尤其在 2016 年前后，经过前期的调整，部分公司业绩开始逐步恢复，如美邦服饰、李宁、波司登等。我们认为这类业绩拐点型公司未来的净利润弹性和提升空间较大，继续持续推荐。

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

3) **中高端复苏组合**：年初以来，一线房地产销量回升，股市等的正财富效应显现，商场同店出现改善，利好中高端服饰，主要推荐比音勒芬和歌力思。

4) **优质龙头组合**：森马服饰、海澜之家作为行业龙头白马，预计估值仍有提升空间。

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

#### 重点公司推荐逻辑：

- **开润股份**：1) 公司发布 19Q1 业绩预告，其中收入 5.69 亿-6.30 亿，同比增长 40-55%；净利润 4316.06 万元-4661.34 万元，同比增长 25-35%。2) 19Q1 业绩超预期，高基数下仍实现快速增长。18Q1 开润股份 B2B 业务增长 22%左右，B2C 业务增长 230%+，B2C 业务基数为 18 年最高。公司自上市以来，B2C 业务收入增速一直远高于 B2B 业务。3) 预计 19Q1 净利率有所下降，全年 B2C 业务净利率有提升空间。根据业绩预告，我们测算 19Q1 公司净利率区间在 7.4%-7.6%；而 18Q1 公司净利率为 9.2%，我们认为主要系 B2C 业务占比提高所致。预计 2019 年 B2C 净利率可提升至 6-7%。渠道上，深化与小米、天猫、京东等国内主流电商平台和罗辑思维、优酷旅游等垂直平台的持续合作；品类上，在箱包类产品品类上，推出了商务旅行包、七道杠旅行箱等。中国箱包行业龙头公司市占率较低、出行人口不断增加、人们对于高性价比产品的偏好不断提高，以及开润股份自己在产品设计研发、供应链、渠道、营销、人才上的优势渠道上，深化与小米、天猫、京东等国内主流电商平台和罗辑思维、优酷旅游等垂直平台的持续合作；品类上，在箱包类产品品类上，推出了商务旅行包、七道杠旅行箱等。中国箱包行业龙头公司市占率较低、出行人口不断增加、人们对于高性价比产品的偏好不断提高，以及开润股份自己在产品设计研发、供应链、渠道、营销、人才上的优势，延着扩品类、扩渠道的增长逻辑，未来仍有较大增长空间，90 分有望成为中国“出行消费品”第一品牌。4) 盈利预测：2019/2020 年净利润预测至 2.30 亿/3.36 亿，对应 EPS 为 1.06 元/1.54 元。
- **美邦服饰**：18 年收入迎拐点，实现扭亏为盈，经营净现金流大幅好转是亮点。
  - 1) 2018 年营业收入 76.8 亿 (+18.6%)，自 2012 年以来，第一次实现双位数增长，一

改持续下滑趋势。其中直营可比店铺销售收入同比增长约 7%，加盟经销收入同比增长 33%。18Q1/18Q2/18Q3/18Q4 营业收入分别为 21.78 亿(+30.1%)/17.60 亿(+44.0%)/16.09 亿(+4.1%)/21.3 亿(+5.0%)。18 年下半年受整体消费疲弱以及天气影响，增速有所下滑，但参考行业龙头白马海澜之家单季度收入增速，美邦下半年收入增速在较为合理水平。2) 分品牌来看，Metersbonwe 品牌全年实现销售收入同比增长 13%；ME&CITY 品牌继续保持店铺面积和销售规模快速增长，2018 年实现销售收入同比增长 48%；Moomoo 和 ME&CITY KIDS 两个童装品牌全年合计实现销售收入同比增长 24%。3) 18 年归母净利润 4036 万(+113.2%)，实现扭亏为盈，扣非归母净利润为 1269 万(+104.0%)，18Q1/18Q2/18Q3/18Q4 归母净利润分别为 5040 万(+74.2%)/271 万(+103.7%)/-1297 万(+83.7%)/22 万(+100.1%)。4) 18 年经营净现金流入 6.2 亿，大幅增长 295%，17 年同期为净流出 3.2 亿。经营净现金流入与净利润差异较大主要由于开直营门店导致的长期待摊费用(2.82 亿)、资产减值损失(3.13 亿)较多造成的。如果这两个科目能下降，预计净利润会大幅改善。我们预计 2019 年，公司新开门店将以加盟为主，长期待摊费用会大幅下降，同时预计资产减值已过峰值。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 2019-2021 年净利润为 4.4/6.66/9.7 亿元，19-21 年 EPS 为 0.18/0.27/0.39 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。

- 南极电商：1) 我们预计南极电商 19Q1GMV 增长 50%+预计 4 月以来 GMV 增长有所加速。2) 纺服行业经过业绩持续验证的成长股之一(另一个是开润股份)。公司已经建立了强大的品牌壁垒、规模壁垒、电商渠道流量壁垒等。在电商平台整体 GMV 趋于平稳增长的时代，再产生像南极人这样的大淘品牌已经不太可能，公司商业模式的高壁垒以及高增长理应享受高估值。看好南极电商成为中国高性价比新国货品牌的代表。

3) 19 年展望：渠道及新培育品类提供增长空间。预计 2019 年南极电商在以阿里为代表的传统强势平台上将继续保持相对高速增长，京东有望加速增长，拼多多平台有望维持 150%左右的高速增长。品类方面，我们测算南极电商 2018 年各品类占比：内衣 30%，男装 16%，家纺 15%，童装 7%，女装 6%，个护健康 5%，母婴 5%，箱包服饰 5%，鞋品 4%，居家日用 3%，运动户外 2%，其他 4%。我们认为多数品类在阿里平台占有率仍较低，提升空间较大。2019 年新兴渠道和扩品类仍能为公司提供较高 GMV 增长，预计 2019 年 GMV 规模将达到 303 亿，2020 年 GMV 规模 447 亿。

4) 品质持续提升，报表持续改善：

产品品质和调性升级：预计 2019 年公司将严控品质，提升产品调性，增强质量管控。

报表经营端数据也有望持续改善(应收及现金流)。公司已经披露业绩快报，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。时间互联和小贷公司对公司报表端影响，预计未来有望持续改善。5) 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：预计净利率仍有提升空间，19Q1 业绩超预期。1) 18 年营收 105.1 亿元(+18.23%)，归母净利润 7.15 亿元(+38.84%)，略超预期。18H2 营收 57.9 亿元(+18.53%)，归母净利润 4.46 亿元(+36.8%)。电商渠道业务快速发展，18 年增速达到 34%，拉动业绩快速增长。2) 毛利率 48.1%(+1p.p)，我们认为随着公司毛利率较高的直营和电商渠道占比的进一步提升；加之加盟渠道返点的持续调整；配合产品端产品结构的不断优化(新品占比不断提升，新品促销力度减少)，公司毛利率水平仍有提升空间，预计未来两年公司毛利率每年提升 1p.p。3) 经营净利率提升 2.4p.p 至

7.4%，净利润率提升 1p.p 至 6.8%。我们认为公司毛利率在未来两年有望每年提升 1pct，同时在费用端的持续下降和内部管理效率持续提升的背景下，公司净利率有望持续提升。预计未来两年公司经营净利率每年提升 2pct 左右。4) 考虑到公司 18 年业绩超预期，仍具备较强的成长性，我们略上调 19/20 年盈利预测。预计公司 19-21 年归母净利润分别为 9.57/12.56/15.86 亿元 (19/20 年原值为 9.17 亿元、11.57 亿元)，同比增长 33.9%/31.2%/26.3% (19/20 年原值为 33.2%、26.2%)。预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.44/0.57/0.72 元 (19/20 年原值为 0.42/0.53 元)，对应 PE 为 25/19/15，维持买入评级。

- 梦洁股份：19Q1 业绩优秀

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

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

3) 盈利预测：预计 2018-2020 年营收 23.48 (+21.4%) /30.05 (+28%) /39.46 亿元 (+31.32%)；归母净利润 0.93 (+80.9%) /2.05 (+120.94%) /2.85 亿元 (+39.20%)。18-20 年 EPS 为 0.12 /0.26/ 0.37 元，对应 2019 年营收给予公司 2.12XPS，目标价为 8.17 元。

## 1.2. 推荐标的简述

本周核心组合：开润股份/南极电商/美邦服饰/梦洁股份/李宁/森马服饰/比音勒芬/九牧王。

- 成长风格组合：开润股份，南极电商，比音勒芬；
- 业绩拐点组合：美邦服饰，梦洁股份，李宁；
- 中高端复苏组合：比音勒芬，歌力思；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家，歌力思，安踏体育；
- 高股息率组合：九牧王。

图 1：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*	192.1	18.7	926.3%	——	926.3%	-304.8	42.9	440.4	665.9	82.4
开润股份*△	44.6	33.7	30.9%	30.4%	32.2%	133.4	174.0	230.0	336.0	77.6
南极电商*△	30.1	21.3	53.0%	65.8%	41.2%	534.3	886.1	1,250.9	1,784.1	266.8
李宁*	30.8	23.1	33.5%	33.7%	33.2%	515.2	688.6	917.5	1,157.4	310.9
森马服饰*△	18.1	16.1	29.3%	48.7%	12.5%	1,137.9	1,692.6	1,903.9	2,298.8	305.9
九牧王*	13.2	15.4	4.5%	27.9%	-14.6%	494.1	632.1	539.6	610.0	83.3
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	1,484.9
歌力思*	15.6	13.3	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	58.5
新野纺织△	10.2	8.5	25.6%	31.7%	20.1%	292.2	384.7	462.1	547.0	39.1
维格娜丝△	11.7	10.0	30.8%	44.3%	17.3%	189.9	274.0	321.4	382.7	32.1
鲁泰A*	11.8	10.8	6.6%	4.0%	9.2%	841.2	875.2	955.5	1,071.8	103.3
华孚时尚△	14.7	12.0	25.4%	15.1%	22.9%	677.4	779.9	958.8	1,107.5	114.9
联发股份△	10.4	10.2	3.9%	5.7%	2.2%	360.3	380.8	389.0	414.0	39.7
航民股份	13.6	11.5	9.3%	10.4%	17.7%	573.6	633.4	745.5	826.8	85.9
安正时尚*	14.7	11.3	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	53.0
孚日股份△	12.4	11.0	11.4%	9.5%	13.4%	410.2	449.0	509.0	567.0	55.8
太平鸟△	17.4	13.3	36.5%	22.7%	31.2%	456.3	560.0	734.9	851.4	97.6
富安娜△	14.8	11.8	16.3%	7.9%	25.2%	493.5	532.6	667.0	754.2	78.7
百隆东方*	13.9	11.8	20.0%	22.3%	17.8%	487.7	596.6	702.9	832.0	83.1
海澜之家*	12.2	10.7	7.5%	3.8%	14.6%	3,328.9	3,455.0	3,960.0	4,440.0	422.8
水星家纺*	15.9	13.4	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	48.2
罗莱生活*△	16.6	13.4	23.4%	22.5%	24.3%	427.9	524.0	651.3	763.8	87.1
七匹狼△	16.7	15.0	10.5%	9.8%	11.5%	316.6	347.6	387.4	431.6	58.1
汇洁股份△	22.2	14.8	5.6%	-25.5%	49.7%	222.3	165.7	248.0	272.0	36.7
伟星股份△	19.3	15.7	4.7%	-15.1%	22.6%	364.6	309.4	379.3	430.8	59.6
健盛集团*	20.0	15.9	48.6%	75.1%	26.2%	131.5	230.2	290.5	357.7	46.0
朗姿股份△	20.4	17.5	20.6%	11.6%	16.9%	187.6	209.3	244.7	284.0	42.7
搜于特△	25.5	20.9	-0.6%	-36.1%	22.3%	612.8	391.8	479.0	503.0	99.9
天创时尚	18.2	15.2	25.4%	31.0%	20.0%	187.9	246.1	295.4	321.4	44.8
比音勒芬△	30.1	23.1	40.6%	61.0%	29.9%	180.2	290.1	377.0	490.3	87.2

资料来源: Wind, 天风证券研究所; 盈利预测来源于 WIND 一致预期;

备注: 1) 截至时间 2019 年 4 月 19 日; 2) 表中标\*为重点覆盖标的, 盈利预测来源于报告; 未标\*公司盈利预测均来源于 Wind2018-2019 净利润预测的均值;

## 2. 近期报告回顾

### 2.1. 【安踏体育】季报点评: 19Q1 经营数据点评: 安踏符合预期, FILA 持续高增

**事件: 安踏公告一季度经营数据, 主品牌零售金额 10-20%低端增长, 其他品牌零售金额 65-70%增长。我们认为安踏大货基本符合预期, Filafila 保持较高速增长超公司指引。**

**主品牌电商增速略降主要系线上策略调整, 注重净利率, 产品折扣率提升所致。**根据公司季度经营电话会议信息, 安踏主品牌增速分拆情况为: 安踏成人大货增速为高单位数; 安踏儿童增速 20%+, 安踏电商增速中双位数。电商端增速有所下降主要系公司注重线上盈利, 提升折扣率所致。整体符合公司经营预期。库销比方面保持健康(低于 4), 对比 18Q4 库销比 4 以上的水平更好。

**非安踏表现: FILA 高基数下仍维持较高增长。**

其他品牌零售流水 65-70%增长。其中 19Q1 Filafila 流水增长 70%左右(18Q1 非安踏品牌流水增速 80-85%, 基数较高), Filafila 库销比维持 5-6 水平, 零售折扣提升 2-3pct, 经营端数据整体健康。FILA 增速分拆: 线下 50%+, Fusion(17 年开始基数低) 600%+, 儿童 70%+, 电商 100%+。其他品牌方面, Denscente 增速维持不错水平, Kolon 还处于产品和货品调整期中, 非安踏各品牌表现基本符合预期。

**19Q1 流水数据基本符合预期, FILA 表现优秀。**

从安踏 19Q1 数据来看，受 18Q4-19Q1 的暖冬天气影响不大，显示出体育用品需求较传统服装相对有刚性。FILA 在去年同期基数较高的情况下保持高速增长，一方面体现出品牌力和产品力的强势，另一方面体现出 FILA 短期仍距离单品牌规模天花板较远，且子系列的 Fusion 和 Kids 表现均优秀，仍有较大发展潜力。店效方面，18 全年安踏大货 22 万，19Q1 微增，维持 19 全年中低单位数店效预期。18 全年 Fila 70 万，19Q1 估计 70 万+，基本上安踏旗下所有品牌店效均有所增长。

**19Q1FILA 数据依然亮眼，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，在国产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，19Q1FILA 数据依然亮眼，在 18Q1 较高基数的情况下仍保持较高增速，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。

**19Q2 Amer (亚玛芬) 收购落地，短期财务和费用端略有压力，长期有望提升安踏国际化能力，实现协同效应。**于 19Q2 收购的 Amer 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。Amer 收购的整合效果与成功与否将决定安踏长期发展的空间和前景。短期预计 19Q2 并表的 Amer 将会为安踏报表带来一定财务影响，主要系收购一次性费用（律师费等），且 Q2 一般意义上是 Amer 业务淡季，财务端有所亏损，但全年预计对安踏报表有所盈利增厚。

**盈利预测：**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，维持给予 19 年 25 倍 PE，目标价 48 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 4 月 14 日 《【安踏体育】季报点评：19Q1 经营数据点评：安踏符合预期，FILA 持续高增》）

## 2.2. 【李宁】公司点评：19Q1 业绩逆市高增长，看好公司业绩持续复苏

**事件：公司公布最新订货会订单及 19Q1 运营情况，整体符合我们预期。**

**1、订货会情况：**如果按照吊牌价计算，公司在 2019 年 3 月开展的 19Q4 的加盟商订货会取得了 10%-20%的中端增长（不包含李宁 YOUNG）。

**2、经营情况来看：**

**1) 流水增长：**19Q1 不包含李宁 YOUNG，公司整个平台的零售流水实现 20%-30%的增长；线下渠道实现 10%-20%的增长；其中，零售渠道实现 10%-20%的增长，加盟渠道实现 20%-30%的增长；线上电商渠道实现 40%-50%的增长。

**2) 同店销售情况：**19Q1 实现 10%-20%的增长。就渠道而言，直营渠道实现高单位数增长，加盟渠道实现 10%-20%的增长，线上电商渠道实现 30%-40%的增长。

**3) 销售网点数量：**19Q1 公司门店数量共 7125 家，相比年初减少 12 家门店。其中，李宁传统品牌门店 6310 个，相比年初净减少 34 个；李宁 YOUNG 门店为 815 个，净增 22 家。对于李宁传统品牌门店，截至 19Q1 李宁拥有加盟门店 4909 个，净增 71 个；直营门店 1401 个，净减 105 个；我们预计李宁 YOUNG 的新增门店以加盟门店为主。

总体来看，我们预计公司 19Q1 收入增长在 20%左右。

我们认为李宁业绩正处于持续复苏阶段，预计未来两年公司经营性净利率每年将提升 2pct

左右，具备较大的提升空间。

1、Recovery Story：李宁经营性净利率预计未来两年每年提升 2pct。

1) 毛利率提升：我们预计公司未来两年毛利率有望每年提升 1pct 左右。

① 渠道端：线下：提升渠道整体质量，提升直营门店比例。18 年李宁直营业务收入占线下营收的占比由 12 年的 23.4% 提升至 18 年的 40% 左右，由于直营业务毛利率相比加盟业务高，未来李宁将持续提升零售运营能力，直营门店占比将进一步提升，拉动毛利率稳步提升。线上：大力发展电商渠道业务，线上渠道占比由 12 年 4% 提升至 18 年的 22%，我们认为随着公司电商渠道进一步完善，电商渠道对于公司的营收贡献将进一步提升，预计占比将提升并维持在 30% 左右，从而拉动毛利率水平。

② 产品端：18 年李宁销售中新品占比达到 80%，未来李宁通过产品的持续创新和特色营销手段，将进一步提升新品的市场竞争力，预计新品的占比逐年提升，将有效拉动公司毛利率。

2) 费用端：2013 年开始，李宁开始大幅缩减广告及赞助费用，18 年李宁广告及宣传推广费占销售费用的比重从 13 年的 52.6% 下降至 18 年的 29.4%；占营收的比重从 24.4% 下降至 18 年的 10.4%，我们预计李宁未来的广告及市场推广开支占营收的比重将维持在 10% 左右，有利于李宁提升净利率水平。

3) 内部效率提升：除了严控成本，减少费用端的开支外，李宁通过内部精细化管理，提升整体经营管理效率，从而进一步提升公司净利率水平，18 年公司经营净利率提升 2.4p.p 至 7.4%，净利率提升 1p.p 至 6.8%。

2、李宁 YOUNG 童装业务具备较大发展机会

李宁在回归后重塑童装业务，使李宁 YOUNG 得到了快速的发展，我们预计 18 年李宁 YOUNG 对于公司整体的收入增长贡献在 2%-3%，预计贡献营收约 2-3 亿元。

① 产品端：为产品赋予更多话题性和故事性，提升产品溢价能力；

② 渠道端：李宁 YOUNG 在 18 年门店数量达到 793 家，净增 620 家（其中有 361 家经销商商店转由李宁 YOUNG 业务接管）。由于近年童装行业发展潜力进一步显现，公司童装业务仍在快速发展阶段，我们预计 2019 年童装门店数量有望实现 1100-1200 家左右，并将持续扩张，贡献业绩。

3、“中国李宁”运动时尚品类有望成为公司未来重要的业绩贡献品类。

李宁通过纽约和巴黎两场时装周，主打怀旧和中国元素，使“中国李宁”运动时尚品类迅速打响市场，也让国潮成为中国李宁运动时尚品类的标签。

① 产品端：由于中国李宁系列的产品定位趋于中高端，风格更贴近时下潮流和流行趋势，可以满足年轻一代消费者的需求，市场反响较好；

② 渠道端：李宁对“中国李宁”系列产品开设独立店铺，截至 18 年底，运动时尚品类中国李宁实现门店 23 家，预计 2019 年有望达到 100 家门店。目前有 20 家左右，我们认为未来“中国李宁”系列有望成为李宁复兴路上的关键环节，并有望成为李宁未来重要的业绩贡献品类。

维持原有盈利预测，维持买入评级。

由于李宁目前仍处于业绩改善阶段，其净利率水平与同行业其他公司相比仍具备较大的提升空间，未来盈利能力将持续提升；其次，公司童装业务李宁 YOUNG 近年得到快速发展，未来有望成为公司新的业绩增长点；另外运动时尚品类市场反响热烈，有望形成中国李宁大品类，带动李宁业绩的进一步提升。考虑到公司 19Q1 业绩符合预期，仍具备较强的成长性。我们维持原有盈利预测，预计公司 19-21 年归母净利润分别为 9.57/12.56/15.86 亿元，同比增长 33.9%/31.2%/26.3%；预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.44/0.57/0.72 元，对应 PE 为 26/20/16，维持买入评级。

**风险提示：**终端消费疲软、渠道拓展不及预期、童装及运动时尚品类拓展不及预期。

(报告摘自 2019 年 4 月 18 日 《【李宁】公司点评：19Q1 业绩逆市高增长，看好公司业绩持续复苏》)

### 3. 市场行情

#### 3.1. 板块及个股涨跌幅

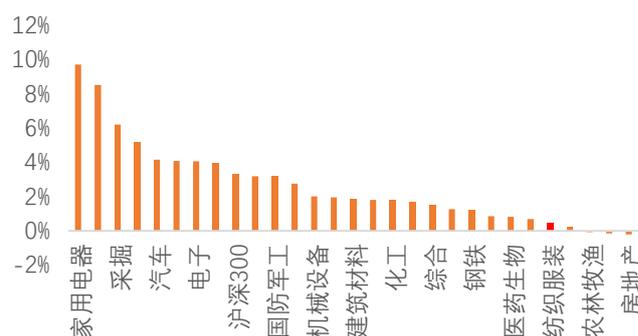
本周上证指数收于 3270.80 点，较上周收盘上涨+2.58%；深证成指收于 10418.24 点，较上周收盘上涨+2.82%；沪深 300 收于 4120.61 点，较上周收盘上涨 3.31%；申万纺织服装板块收于 2314.27 点，较上周收盘上涨+0.48%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

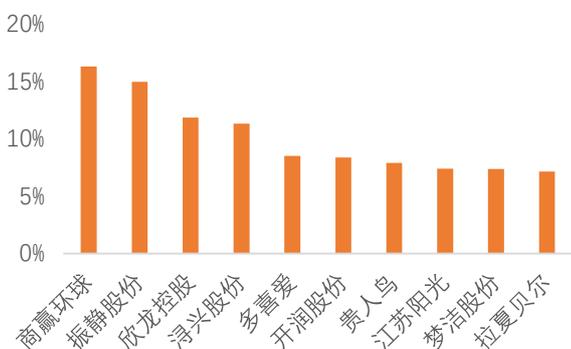
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

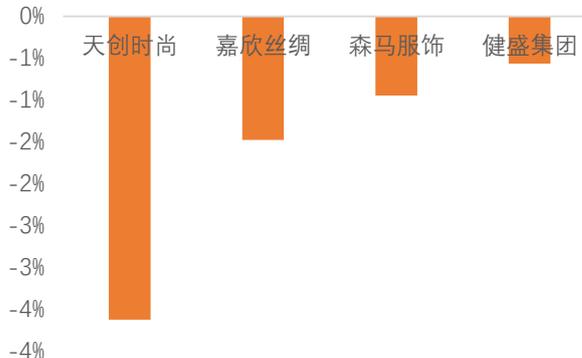
个股方面，商赢环球、振静股份、欣龙股份涨幅居前三；天创时尚、嘉欣丝绸、森马服饰跌幅居前三。

图 4：纺织服装个股周涨幅前十名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：纺织服装个股周涨幅后四名 (%)



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：3 月零售数据边际改善，服装针织鞋帽行业增速环比上升

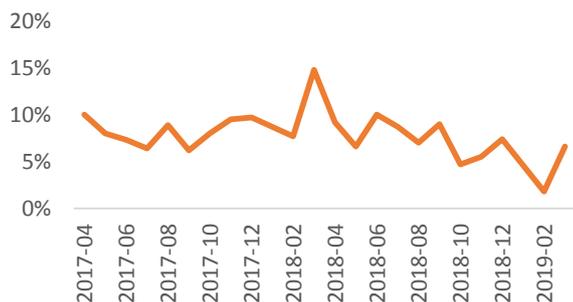
2019 年 1-3 月，社会消费品零售总额 97789.70 亿元，比上年增长 8.3% (扣除价格因素实际增长 7.1%)。2019 年 3 月份，社会消费品零售总额 31725.70 亿元，同比增长 8.7%，环比提高 0.5pct。2019 年 3 月份限额以上零售企业服装鞋帽针织品类零售额同比增长 6.60% (2 月为 1.80%，环比上升 4.8pct)。边际改善，处于筑底过程。继续关注终端数据，等待行业复苏。

图 6：2017 年至今限额以上零售企业服装鞋帽针织品类零售额：

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)

当月同比 (%)

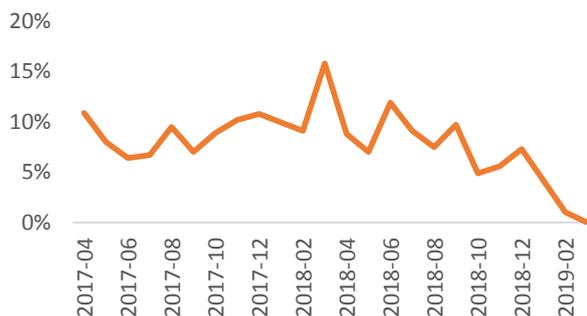
零售额：服装鞋帽针纺织品类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2017 年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额：当月同比 (%)

零售额：服装类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2017 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比 (%)

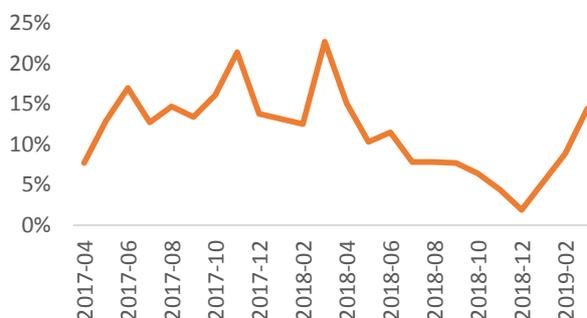
零售额：体育、娱乐用品类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2012 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)

零售额：化妆品类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

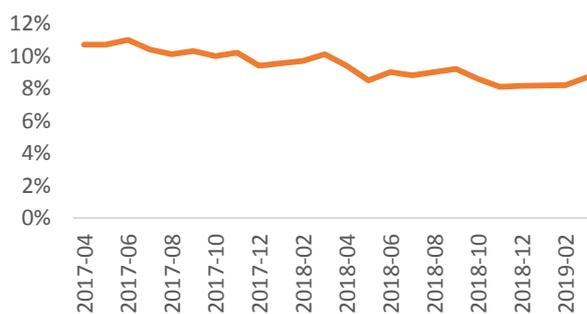
图 11：2017 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)

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

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：3 月纺织品出口额回暖，服装类出口金额降幅收窄

截至 2019 年 3 月底，据海关总署发布的数据显示，3 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 95.24 亿美元，同比上涨 36.45%，环比 2 月份增长 59.83%，扭转 2 月同比及环比负增长局面；2019 年累计出口 269.01 亿美元，同比上涨 3.90%。服装及衣着附件 3 月的出口金额为 86.58 亿美元，同比增长 20.51%，环比 2 月份增长 21.67%，扭转 2 月同比及环比负增长局面；2019 年累计出口 294.30 亿美元，同比下降 -6.50%，降幅较 2 月收窄。主要系 2 月“春节效应”已过，出口贸易逐步恢复正常。

图 12：2012 年至今纺织品出口增速：累计同比 (%)

图 13：2017 年至今服装及衣着附件出口增速：累计同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



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, 羊毛进口价格下跌

**中国棉花综合价格指数:** 121.12, 较上周上涨+0.55%。

**棉花进口价格:** 2019年2月为1,998.00元/吨, 较1月份1,990.40元/吨, 上涨+0.38%。

**羊毛进口价格:** 2019年2月为9354.90元/吨, 较1月份10,178.16元/吨, 下跌-8.09%。

**粘胶短纤、长丝价格:** 粘胶短纤本周均价为12,400.00元/吨, 与上周价格持平。粘胶长丝本周均价38,400元/吨, 较上周上涨1.59%。

**涤纶短纤、长丝价格:** 涤纶短纤本周均价为8,900.00元/吨, 较上周上涨1.71%。涤纶长丝POY本周均价为9,100.00元/吨, 较上周上涨1.28%。涤纶长丝FDY本周均价为10,300.00元/吨, 与上周价格持平。涤纶长丝DTY本周均价为10,620.00元/吨, 较上周上涨0.47%。

**国内棉布产量:** 2019年3月棉布产量43.00万吨, 当月同比上升+9.20%。

**国内棉纱产量:** 12月棉纱产量266.60万吨, 当月同比下降-2.70%。

图 14: 2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 2017 年至今棉花进口平均单价走势单位: (美元/吨)

图 17: 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



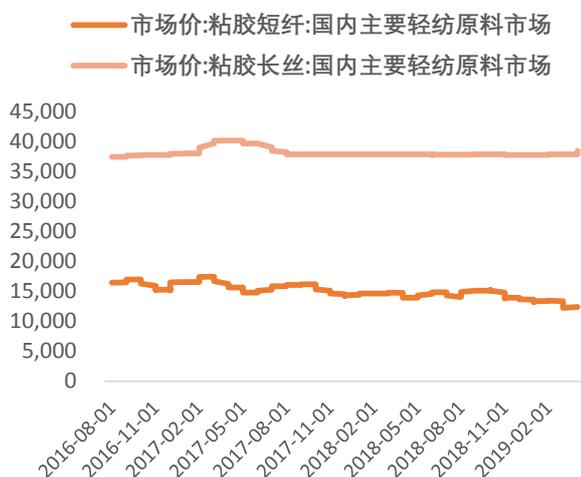
资料来源: Wind, 天风证券研究所

进口平均单价:羊毛:当月值



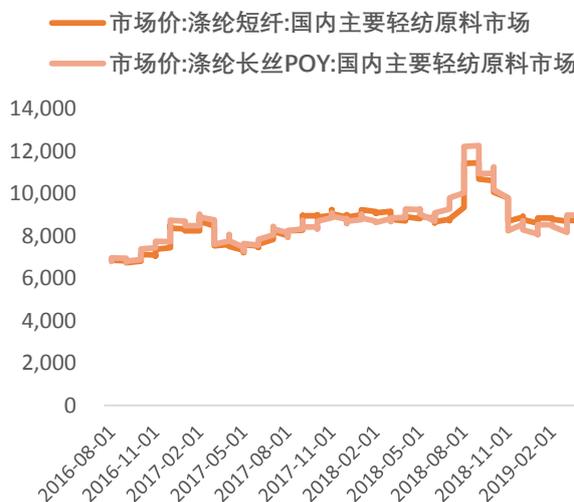
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



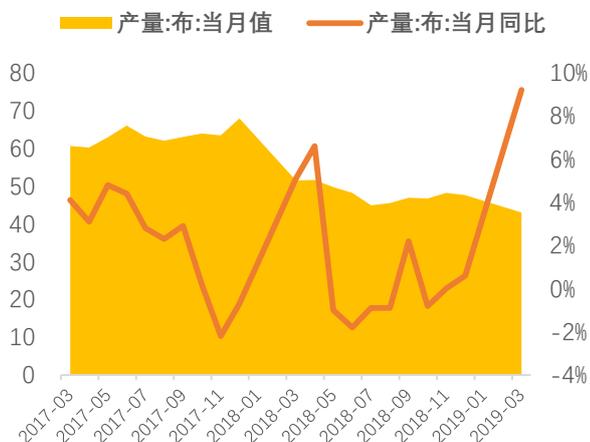
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



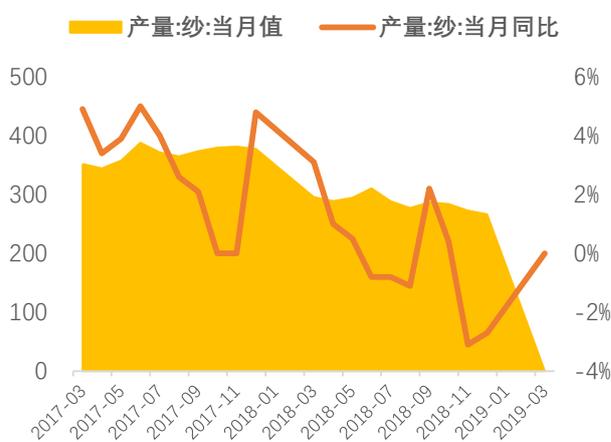
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 2016 年至今国内棉布产量走势单位: (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2016 年至今国内棉纱产量走势单位: (万吨)



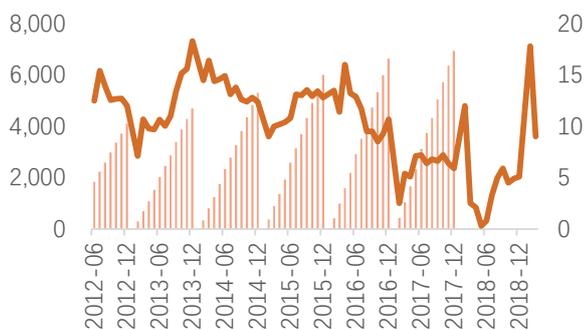
资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2.4. 行业投资: 纺织行业投资增速上升, 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+17.80%, 较2018年12月同比增速有所上升 (+12.70pct)。

**服装行业固定资产投资:** 2019年2月, 纺织服装行业固定资产同比增长7.50%, 较2018年12月同比增速有所上升 (+9.00pct)。

图 22: 2012 年至今纺织行业固定资产投资完成额及同比 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

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



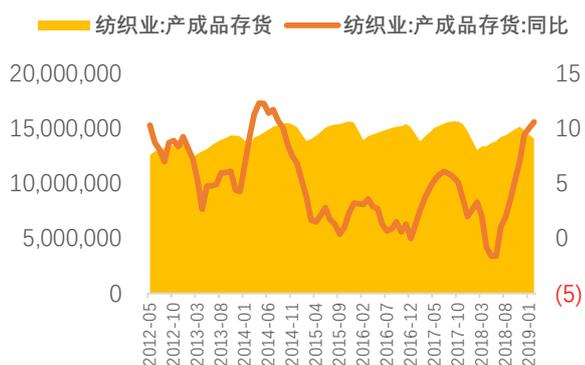
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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

**纺织行业库存情况:** 2019年2月, 纺织行业产成品库存 1,408.8 亿元, 同比增长 10.60%, 较上月增速有所增加 (+1.10pct)。

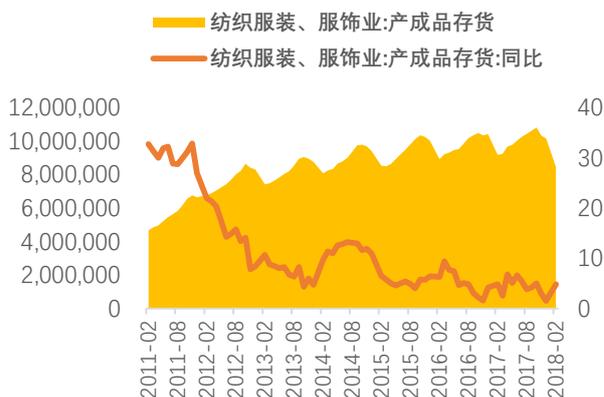
**服装行业库存情况:** 2019年2月, 服装行业产成品库存 777.40 亿元, 同比增长 6.30%, 较上月增速有所增加 (+0.90pct), 库存量有所下降。

图 24: 2012 年至今纺织行业库存情况及同比 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 2012 年至今服装行业库存情况及同比 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 3.3. 公司公告

### 3.3.1. A 股公告:

**拉夏贝尔(603157.SH)2018 年度报告公告:** 公司 2018 年实现总收入人民币 101.76 亿元, 同比增长 13.08%; 归母净亏损人民币 1.60 亿元, 同比减少 132.00%。主要系受到经济下行压力, 消费增速减慢的影响。

**天创时尚(603608.SH) 1) 2018 年年度报告:** 公司 2018 年实现营收 20.52 亿, 同比下降

4.24%，归母净利润 2.42 亿，同比增加 28.87%。2) 公开发行 A 股可转换债券预案：公开发行总额不超过人民币 6 亿元的 A 股可转换公司债券，期限为自发行之日起六年。3) 2018 年度利润分配预案公告：公司可分配利润为 4.1 亿，参与利润分配总股本 4.22 亿股，合计发放现金红利 1.06 亿元。

**希努尔 (002485.SZ)** 1) 公布 18 年年度报告：公司 18 年实现营收 17.20 亿，同比增长 121.99%，归母净利 1.29 亿，同比增长 120.06%。2) 2019 一季度报告：公司实现营收 8.46 亿，同比增长 424.50%，归母净利 188.10 万，同比增长 121.05%。3) 2018 年利润分配预案公告：公司 18 年可分配利润为 4.09 亿，共计分配红利 1.25 千万元。

**搜于特 (002503.SZ)** 1) 公布 18 年年报：公司 18 年实现营收 184.94 亿，同比增长 0.89%，归母净利 3.69 亿，同比下降 39.72%。2) 2018 年不进行利润分配专项说明：公司 2018 年可供股东分配利润为 3.13 亿元，18 年不进行现金分红，不送红股，不以资本公积转增股本。3) 计提 18 年资产减值准备公告：公司于 4 月 15 日通过了 18 年计提资产减值准备共计 1.80 亿元的议案。

**柏堡龙 (002776.SZ)** 公布 2018 年年报：公司实现营收 10.50 亿元，同比增长 24.75%，归母净利 1.92 亿，同比增长 48.64%。

**新野纺织 (002087.SZ)** 1) 2019 年第一季度报告：公司 2019 年第一季度实现营业收入 14.79 亿，同比增长 13.74%；实现归属于上市公司股东的净利润 7755.87 万元，同比增长 47.93%。2) 公开发行可转换公司债券预案：公司本次发行证券的种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券，该可转债及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所上市。本次拟发行可转债募集资金总额不超过人民币 5.7 亿元（含 5.7 亿元），期限为自发行之日起 6 年。

**江苏阳光 (600220.SH)** 2018 年度报告公告：公司 2018 年实现营业收入 24.20 亿，同比增长 12.53%；实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 12.39%。

**黑牡丹 (600510.SH)** 1) 2018 年度报告公告：公司 2018 年实现营业收入 67.58 亿元，同比增长 7.46%；实现归母净利润 6.62 亿元，同比增长 34.08%。2) 对二级全资子公司增资的公告：公司全资子公司常州黑牡丹置业有限公司拟以现金人民币 2.9 亿元对其全资子公司牡丹华都进行增资，资金来源为自筹资金。增资完成后，牡丹华都注册资本将由人民币 2000 万元增加至人民币 3.1 亿元。

**九牧王 (601566.SH)** 控股股东股权质押公告：公司于 2019 年 4 月 12 日质押 5 千万股给长安国际信托股份有限公司，占公司股份总数的 8.70%。本次质押后，九牧王累计质押 7.9 千万股，占公司股份总数的 13.75%。

**朗姿股份 (002612.SH)** 公司控股股东部分解除股权质押公告：2019 年 4 月 12 日，公司控股股东申东日先生购回质押股份 3.31 万股。本次股份解除质押之后，其股份累计被质押 13.52 千万股，占公司总股本的比例为 33.79%。

### 3.3.2 海外板块公告：

**李宁 (2331.HK)** 授出购股权：根据 14 年 5 月 30 日的购股权计划，公司于 4 月 15 日向公司管理人员授出 40.74 万购股权，每份购股权将赋予购股权持有人按行使价每股股份 13.36 港元认购一股股份权利。

**珂莱蒂尔 (3709.HK)** 2018 年年报：公司 2018 年实现总收益人民币 25.21 亿元，同比增长 14.39%，归母净利润人民币 2.73 亿元，同比增长 0.08%。

**佐丹奴国际 (0709.HK)** 2018 年年报：公司 2018 年实现总销售额 55.09 亿港元，同比增长 1.8%，归母净利润 4.80 亿港元，同比减少 4.0%。

## 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
4.22	太平鸟	宁波市海曙区环城西路南段 826 号公司会议室	14:30
4.23	维格娜丝	南京市茶亭东街 240 号公司五号会议室	14:00
4.23	鲁泰 A	鲁泰纺织股份有限公司殷阳山庄会议室	13:30

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	4,800.00	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	2019-03-25	7,050.00	41,635.63	31,373.82	75.35	41,635.63	38,423.82	92.29	定向增发机构配售股份
富安娜	2019-03-26	115.35	87,444.32	50,970.86	58.29	87,444.32	51,086.21	58.42	股权激励限售股份
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	62,699.33	82.71	75,802.04	65,932.56	86.98	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