

# 纺织服装

证券研究报告  
2019年05月07日

行业营收及净利底部回升，盈利能力环比修复，继续从基本面角度选股

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/比音勒芬/森马服饰/海澜之家/李宁/梦洁股份/歌力思。

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

- 电商高成长组合：开润股份，南极电商；
- 高景气运动品牌组合：李宁，安踏体育，比音勒芬；
- 业绩复苏组合：梦洁股份；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家，歌力思；
- 高股息率组合：九牧王。

行业走势图

1、**板块数据**：本周上证指数收于 3078.34 点，较上周收盘下跌-0.26%；深证成指收于 9674.53 点，较上周收盘下跌-1.09%；沪深 300 收于 3913.21 点，较上周收盘上涨 0.62%；申万纺织服装板块收于 2124.81 点，较上周收盘下跌-1.38%



资料来源：贝格数据

## 2、行业数据及观点：

**营收**：2018 全年行业营收增速+12.36%，较同期增速下降 4.49pct，环比下降 1.3pct。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速分别为+18.3%/13.6%/9.5%/9.7%。2019Q1 营收增速 7.7%，由于 2018Q1 的基数( +18.3%) 较高，较同期下降明显( -10.6pct )。综合来看，行业营收端 18Q4 单季度增速较 18Q3 小有改善，19Q1 在高基数下完成高单位数增长也符合预期，展望 19 年随着基数效应的降低和消费环境的回暖，行业营收端同比增速压力有望减小，增速中枢有望上行。

相关报告

**净利**：2018 全年行业归母净利增速+8.2%，较同期增速上升 3.34pct，环比下降 7.5pct。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 净利增速分别为+17.6%/16.5%/15.7%/-12.36%，2019Q1 净利增速 3.03%，18Q4 增速波动较大主要受部分盈利下滑的子行业影响（鞋帽、其他服饰等），19Q1 环比已经有所回升，且在 18Q1 的高基数基础上（+17.6%）维持增长，17 年底的冷冬导致的高基数效应已经逐渐消退，18 年 Q2-Q3 的消费环境波动带来的低基数效应有望为行业增速降低压力。

- 1 《纺织服装-行业专题研究:板块基金持仓仍维持低位，龙头公司持仓相对集中》 2019-04-26
- 2 《纺织服装-行业研究周报: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》 2019-04-21
- 3 《纺织服装-行业研究周报:纺服板块估值仍具有相对优势，持续推荐业绩拐点型公司及行业成长股》 2019-04-14

**盈利能力**：2018 Q4/2019Q1 行业整体毛利率 38.18%/37.67%，较同期变动 +1.21pct/-1.1pct。2018Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 38.8%/37.6%/37.7%/38.2%，毛利率指标基本稳定。

2018 Q4/2019Q1 行业整体净利率 6.39%/10.84%，较同期变动-2.5pct/-0.84pct。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 11.7%/11.7%/10.1%/6.4%，虽然 18Q4 单季度上受部分亏损子行业拖累有所影响，但 19Q1 净利率环比趋势转好明显，且高于 17 年以来单季度净利率水平均值以上。

综合 18 全年及 19Q1 财报情况来看，虽然营收及盈利端在去年冷冬高基数影响下同比增速略显压力，但是 19Q1 营收、净利和盈利能力层面单季度环比均有不同程度的向好，随着未来高基数效应的减弱和消费环境的稳定，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，重点关注景气度高，基本面优质或者改善明显的子行业和公司。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) **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 年业绩继续高速增长，内生高增长可逐渐消化高估值。

2) **高景气运动品牌组合**：运动服饰行业景气度高，国内运动品牌内功逐步提升，看好李宁、安踏以及产品偏向运动时尚风格的比音勒芬。

3) **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。歌力思作为优质的女装行业龙头，业绩稳健。

4) **业绩复苏组合**：推荐 19 年“铺天盖地”战略带来业绩弹性，Q1 业绩优秀的梦洁股份。

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

**重点公司推荐逻辑：**

**开润股份：19Q1 高基数下仍实现快速增长，全年业绩或超我们预期。**开润股份发布 2019 年一季报，期间实现营收 5.99 亿，同比增长 43.99%；净利润 4544.90 万元，同比增长 31.63%；实现扣非净利润 4486.49 万元，同比增长 35.61%。公司此前已发布一季报业绩预告，实际业绩在预告中位数附近，实际业绩符合预期。

1) 19Q1 实际业绩在此前业绩快报中位数附近，符合市场预期。2019 年一季报，期间实现营收 5.99 亿，同比增长 43.99%；净利润 4544.90 万元，同比增长 31.63%；实现扣非净利润 4486.49 万元，同比增长 35.61%。2) 剔除 NIKE 印尼代工厂的业绩分析：公司于 2019 年 2 月 19 日完成了收购 NIKE 印尼代工厂，由此我们估算 2019Q1 并表收入为 3500 万-4000 万人民币左右；公司 19 年一季报披露印尼代工厂净利润为 409.3 万。**剔除并表因素，预计公司主业收入增长 35%左右，归母净利润增长 23.24%**。公司自上市以来，B2C 业务收入增速一直远高于 B2B 业务，其中 18 年年报披露，B2B 收入 8.82 亿 (+35.38%)，B2C 收入 10.26 亿 (+102.29%)。我们推算剔除并表因素，公司原有 B2B 业务收入增长 15%左右，B2C 业务收入增长 50%左右。3) 2018Q1 基数较高，预计全年业绩或超我们目前盈利预测。我们在 2018 年开润股份一季报点评时，曾对公司主业进行拆分，18Q1 公司 B2B 业务增长 22%左右，B2C 业务增长 230%+，B2B、B2C 业务基数均比较高，2019Q1 在高基数上仍实现高增长，全年业绩或超我们预期。维持买入评级，开润股份是纺服行业得到印证的成长股之一，19 年创业板滞涨个股，在 19 年市场风险偏好提升情况下，继续重点推荐。盈利预测：1) 维持 2019/2020 年收入预测为 29.32 亿 (+43%) / 40.84 亿 (+39%)，维持 2019/2020 年净利润预测为 2.30 亿 (+33%) / 3.36 亿 (+46%)，对应 EPS 为 1.06 元/1.54 元。

- **南极电商：一季报收入 8.24 亿 (+63.4%)，归母净利润 1.22 亿 (+36.7%)，扣非净利润 1.19 亿 (+45.4%)，收入略超预期，净利润符合预期。**公司本部归属于母公司所有者的净利润 9,174.43 万元 (+50.79%)。

公司品牌综合服务收入及经销商品品牌授权服务收入合计为 1.29 亿 (+55.36%)，主要原因是公司旗下各品牌 GMV 持续增长。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。19Q1 货币化率约为 2.5%。货币化率对比同期有所提升。19Q1 货币化率约为 2.5%，货币化率同比提升 0.04pct。之前我们预计货币化率中枢将保持相对稳定，19Q1 货币化率回升一定程度上说明货币化率向下空间不大。GMV 保持较高增速。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。经营性现金流等延续年报向好趋势。19Q1 经营性现金流 9177 万元，对比去年同期-4668 万元水平改善明显，与扣净利润规模 (1.19 亿元) 匹配度高，延续 2018 年的向好趋势。应收账款 8.8 亿元，对比 2018 年年报增长 22%，2018Q1 水平下降 2.2%，

**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。

**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 年公司将严控品质，提升产品调性，进一步强化在消费者心中“高性价比新国货”代表的印象。

18 年全年及 19Q1 经营端数据改善 (应收及现金流) 确认，预计 19 年经营性指标有望持续向好。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，且随着公司整体管理能力的提升和战略方向的选择，小贷公司规模在 2019 年有望战略缩减，时间互联应收及现金流有望继续改善，预计未来经营数据有望持续向好。

过去三年国民品牌代表南极电商证明自己在电商平台上的壁垒和成长性。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的淘品牌已经很难，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比新国货品牌的代表。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。**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 2019-21 净利润为 12.68/18.1/24.4 亿，预测对应 EPS 为 0.52/0.74/0.99 元，目标价至 14.3 元，对应 2019 年 28 倍估值。

**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，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：考虑到公司未来良好的净利润空间和弹性，我们维持此前 19-20 年的盈利预测，预计 19-21 年公司实现归母净利润 2.05 亿元 (+142.79%)，2.85 亿元 (+39.14%)、3.91 亿元 (+37.09%)。预计公司 19-21 年 EPS 为 0.26 元、0.37 元、0.50 元，对应 PE 为 21/15/11。我们根据家纺行业可比上市公司罗莱生活、水星家纺、富安娜进行 PS 估值。2019 年行业平均值为 1.79X，基于行业均值，对应 2019 年营收给予公司 2XPS，目标价为 7.68 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) 2019-05-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A/E	2019E	2020E	2021E	2018A/E	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	32.84	买入	0.80	1.06	1.54	2.20	41.05	30.98	21.32	14.93
002127.SZ	南极电商	11.37	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	31.58	21.87	15.36	11.48
002269.SZ	美邦服饰	2.87	买入	0.02	0.17	0.26	0.37	143.50	16.88	11.04	7.76
002397.SZ	梦洁股份	5.19	买入	0.11	0.26	0.37	0.50	47.18	19.96	14.03	10.38
02331.HK	李宁	13.96	买入	0.3	0.44	0.57	0.72	46.53	31.73	24.49	19.39
002563.SZ	森马服饰	10.25	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	16.27	14.44	12.50	10.68
002832.SZ	比音勒芬	44.84	买入	1.44	1.96	2.56	3.8	31.14	22.88	17.52	12.39
601566.SH	九牧王	13.35	买入	0.93	1.01	0.86	0.98	14.35	13.22	15.52	13.62

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 5 月 6 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：行业营收及净利底部回升，盈利能力环比修复，继续从基本面角度选股

### 1.1. 行业营收及净利底部回升，盈利能力环比修复，继续从基本面角度选股

#### 行业数据及观点：

**营收：**2018 全年行业营收增速+12.36%，较同期增速下降 4.49pct，环比下降 1.3pct。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速分别为+18.3%/13.6%/9.5%/9.7%。2019Q1 营收增速 7.7%，由于 2018Q1 的基数 (+18.3%) 较高，较同期下降明显 (-10.6pct)。综合来看，行业营收端 18Q4 单季度增速较 18Q3 小有改善，19Q1 在高基数下完成高单位数增长也符合预期，展望 19 年随着基数效应的降低和消费环境的回暖，行业营收端同比增速压力有望减小，增速中枢有望上行。

**净利：**2018 全年行业归母净利增速+8.2%，较同期增速上升 3.34pct，环比下降 7.5pct。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 净利增速分别为+17.6%/16.5%/15.7%/-12.36%，2019Q1 净利增速 3.03%，18Q4 增速波动较大主要受部分盈利下滑的子行业影响（鞋帽、其他服饰等），19Q1 环比已经有所回升，且在 18Q1 的高基数基础上 (+17.6%) 维持增长，17 年底的冷冬导致的高基数效应已经逐渐消退，18 年 Q2-Q3 的消费环境波动带来的低基数效应有望为行业增速降低压力。

**盈利能力：**2018 Q4/2019Q1 行业整体毛利率 38.18%/37.67%，较同期变动+1.21pct/-1.1pct。2018Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 38.8%/37.6%/37.7%/38.2%，毛利率指标基本稳定。

2018 Q4/2019Q1 行业整体净利率 6.39%/10.84%，较同期变动-2.5pct/-0.84pct。2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 11.7%/11.7%/10.1%/6.4%，虽然 18Q4 单季度上受部分亏损子行业拖累有所影响，但 19Q1 净利率环比趋势转好明显，且高于 17 年以来单季度净利率水平均值以上。

综合 18 全年及 19Q1 财报情况来看，虽然营收及盈利端在去年冷冬高基数影响下同比增速略显压力，但是 19Q1 营收、净利和盈利能力层面单季度环比均有不同程度的向好，随着未来高基数效应的减弱和消费环境的稳定，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，重点关注景气度高，基本面优质或者改善明显的子行业和公司。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) 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。

2) 高景气运动品牌组合：运动服饰行业景气度高，国内运动品牌内功逐步提升，看好李宁、安踏以及产品偏向运动时尚风格的比音勒芬。

3) 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。歌力思作为优质的女装行业龙头，业绩稳健。

4) 业绩复苏组合：推荐 19 年“铺天盖地”战略带来业绩弹性，Q1 业绩优秀的梦洁股份。

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：**19Q1 高基数下仍实现快速增长，全年业绩或超我们预期。开润股份发布 2019 年一季报，期间实现营收 5.99 亿，同比增长 43.99%；净利润 4544.90 万元，同比增长 31.63%；实现扣非净利润 4486.49 万元，同比增长 35.61%。公司此前已发布一季报业绩预告，实际业绩在预告中位数附近，实际业绩符合预期。

1) 19Q1 实际业绩在此前业绩快报中位数附近，符合市场预期。2019 年一季报，期

间实现营收 5.99 亿，同比增长 43.99%；净利润 4544.90 万元，同比增长 31.63%；实现扣非净利润 4486.49 万元，同比增长 35.61%。2) 剔除 NIKE 印尼代工厂的业绩分析：公司于 2019 年 2 月 19 日完成了收购 NIKE 印尼代工厂，由此我们估算 2019Q1 并表收入为 3500 万-4000 万人民币左右；公司 19 年一季报披露印尼代工厂净利润为 409.3 万。剔除并表因素，预计公司主业收入增长 35%左右，归母净利润增长 23.24%。公司自上市以来，B2C 业务收入增速一直远高于 B2B 业务，其中 18 年年报披露，B2B 收入 8.82 亿 (+35.38%)，B2C 收入 10.26 亿 (+102.29%)。我们推算剔除并表因素，公司原有 B2B 业务收入增长 15%左右，B2C 业务收入增长 50%左右。3) 2018Q1 基数较高，预计全年业绩或超我们目前盈利预测。我们在 2018 年开润股份一季报点评时，曾对公司主业进行拆分，18Q1 公司 B2B 业务增长 22%左右，B2C 业务增长 230%+，B2B、B2C 业务基数均比较高，2019Q1 在高基数上仍实现高增长，全年业绩或超我们预期。维持买入评级，开润股份是纺服行业得到印证的成长股之一，19 年创业板滞涨个股，在 19 年市场风险偏好提升情况下，继续重点推荐。盈利预测：1) 维持 2019/2020 年收入预测为 29.32 亿 (+43%)/40.84 亿 (+39%)，维持 2019/2020 年净利润预测为 2.30 亿 (+33%)/3.36 亿 (+46%)，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。

- **南极电商**：一季报收入 8.24 亿 (+63.4%)，归母净利润 1.22 亿 (+36.7%)，扣非净利润 1.19 亿 (+45.4%)，收入略超预期，净利润符合预期。公司本部归属于母公司所有者的净利润 9,174.43 万元 (+50.79%)。

公司品牌综合服务收入及经销商品授权服务收入合计为 1.29 亿 (+55.36%)，主要原因是公司旗下各品牌 GMV 持续增长。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。19Q1 货币化率约为 2.5%。货币化率对比同期有所提升。19Q1 货币化率约为 2.5%，货币化率同比提升 0.04pct。之前我们预计货币化率中枢将保持相对稳定，19Q1 货币化率回升一定程度上说明货币化率向下空间不大。GMV 保持较高增速。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。经营性现金流等延续年报向好趋势。19Q1 经营性现金流 9177 万元，对比去年同期-4668 万元水平改善明显，与扣净利润规模 (1.19 亿元) 匹配度高，延续 2018 年的向好趋势。应收账款 8.8 亿元，对比 2018 年年报增长 22%，2018Q1 水平下降 2.2%，

#### 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 年公司将严控品质，提升产品调性，进一步强化在消费者心中“高性价比新国货”代表的印象。

18 年全年及 19Q1 经营端数据改善 (应收及现金流) 确认，预计 19 年经营性指标有望持续向好。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，且随着公司整体管理能力的提升和战略方向的选择，小贷公司规模在 2019 年有望战略缩减，时间互联应收及现金流有望继续改善，预计未来经营数据有望持续向好。

过去三年国民品牌代表南极电商证明自己在电商平台上的壁垒和成长性。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的淘品牌已经很难，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。公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模 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。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 2019-21 净利润为 12.68/18.1/24.4 亿，预测对应 EPS 为 0.52/0.74/0.99 元，目标价至 14.3 元，对应 2019 年 28 倍估值。

- **李宁：**预计净利率仍有提升空间，19Q1 业绩超市场预期。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），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：考虑到公司未来良好的净利润空间和弹性，我们维持此前 19-20 年的盈利预测，预计 19-21 年公司实现归母净利润 2.05 亿元 (+142.79%)，2.85 亿元 (+39.14%)、3.91 亿元 (+37.09%)。预计公司 19-21 年 EPS 为 0.26 元、0.37 元、0.50 元，对应 PE 为 21/15/11。我们根据家纺行业可比上市公司罗莱生活、水星家纺、富安娜进行 PS 估值。2019 年行业平均值为 1.79X，基于行业均值，对应 2019 年营收给予公司 2XPS，目标价为 7.68 元。

## 1.2. 推荐标的简述

本周核心组合：开润股份/南极电商/比音勒芬/森马服饰/海澜之家/李宁/梦洁股份/歌力思。

- 电商高成长组合：开润股份，南极电商，；
- 高景气运动品牌组合：李宁，安踏体育，比音勒芬；
- 业绩复苏组合：梦洁股份；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家，歌力思；
- 高股息率组合：九牧王。

图 1：重点公司估值情况概览

【天风纺织】 纺服板块重点公司估值情况一览										
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*	165.7	16.1	926.3%	——	926.3%	-304.8	42.9	440.4	665.9	71.1
开润股份*△	44.4	33.6	30.9%	30.4%	32.2%	133.4	174.0	230.0	336.0	77.3
南极电商*△	33.1	23.5	53.0%	65.8%	41.2%	534.3	886.1	1,250.9	1,784.1	293.6
李宁*	30.8	23.1	33.5%	33.7%	33.2%	515.2	688.6	917.5	1,157.4	338.4
森马服饰*△	17.8	15.8	29.3%	48.7%	12.5%	1,137.9	1,692.6	1,903.9	2,298.8	300.5
九牧王*	12.8	15.0	4.5%	27.9%	-14.6%	494.1	632.1	539.6	610.0	81.0
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	1,503.8
歌力思*	15.3	13.0	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	57.3
新野纺织△	9.2	7.6	25.6%	31.7%	20.7%	292.2	384.7	464.3	548.4	35.4
维格娜丝△	9.3	8.1	30.8%	44.3%	15.2%	189.9	274.0	315.6	373.9	25.6
鲁泰A*	11.3	10.3	6.6%	4.0%	9.2%	841.2	875.2	955.5	1,071.8	98.7
华孚时尚△	12.9	11.7	25.4%	15.1%	10.6%	677.4	779.9	862.3	973.2	100.9
联发股份△	9.6	9.2	3.9%	5.7%	5.1%	360.3	380.8	400.0	414.0	36.7
航民股份	12.7	10.8	9.3%	10.4%	17.7%	573.6	633.4	745.5	826.8	80.3
安正时尚*	13.6	10.5	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	49.2
孚日股份△	11.6	#DIV/0!	11.4%	9.5%	-100.0%	410.2	449.0	0.0	0.0	52.1
太平鸟△	15.9	12.7	36.5%	22.7%	24.8%	456.3	560.0	699.1	811.7	88.8
富安娜△	13.6	10.9	16.3%	7.9%	25.2%	493.5	532.6	667.0	754.2	72.5
百隆东方*	13.5	11.5	20.0%	22.3%	17.8%	487.7	596.6	702.9	832.0	80.7
海澜之家*	11.8	10.3	7.5%	3.8%	14.6%	3,328.9	3,455.0	3,960.0	4,440.0	407.5
水星家纺*	16.8	14.2	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	50.9
罗莱生活*△	16.4	13.2	23.4%	22.5%	24.3%	427.9	524.0	651.3	763.8	86.0
七匹狼△	15.4	13.9	10.5%	9.8%	10.8%	316.6	347.6	385.0	428.1	53.4
汇洁股份△	23.9	14.2	5.6%	-25.5%	67.8%	222.3	165.7	278.0	300.0	39.6
伟星股份△	18.4	15.5	4.7%	-15.1%	18.5%	364.6	309.4	366.5	416.8	56.9
健盛集团*	18.7	14.8	48.6%	75.1%	26.2%	131.5	230.2	290.5	357.7	43.1
朗姿股份△	18.3	15.6	20.6%	11.6%	16.9%	187.6	209.3	244.7	284.0	38.2
搜于特△	22.7	18.2	-0.6%	-36.1%	25.1%	612.8	391.8	490.0	556.0	89.1
天创时尚	15.4	12.8	25.4%	31.0%	20.0%	187.9	246.1	295.4	321.4	37.8
比音勒芬△	29.4	21.0	40.6%	61.0%	40.2%	180.2	290.1	406.7	528.0	85.4

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\*公司盈利预测均来自于 Wind2018-2019 净利润预测的均值；

## 2. 近期报告回顾

### 2.1. 【九牧王】年报及一季报点评：投资收益贡献利润增长，高分红彰显稳健价值

2018 年实现营收 27.3 亿 (+6.6%)，归母净利润 5.34 亿 (+8%)，扣非净利润 3.6 亿 (-18%)，EPS 为 0.93 元，2018Q4 实现营收 8.1 亿 (+3.9%)，归母净利润 1.84 亿 (+22%)。19Q1 公司营收 8 亿 (+7.2%)，归母净利润 2.7 亿 (+40%)，扣非净利润 1.53 亿 (-17%)，18 全年及 19 一季度扣非净利略低于预期。18Q4 单季度收入 8.1 亿 (+3.9%)，扣非净利润 3878 万元 (-64.5%)。全年扣非净利润下降主要系 ZIOZIA 并表及存货减值影响较大。每 10 股派息 10 元，分红比例 108%，对应现价股息率 7.1%，股息率符合预期，分红持续可观。

**分品牌：主品牌基本持平，FUN 维持高增长。**2018 年九牧王品牌营收 23.8 亿 (+0.21%)，占公司年度营收 90%以上，整体持平。FUN 品牌实现营收 2.1 亿 (+61.5%)，持续快速增长得益于公司销售渠道拓宽、供应链充分整合、重视产品研发及品牌推广。J1/NASTYPALM/VIGANO 作为公司拓展品牌，定位能时尚年轻、偏向中高端，未来增长可期。

2019Q1 九牧王品牌营收 6.74 亿 (+0.19%)，FUN 营收 6161 万元 (+10.8%)，ZIOZIA 营收 2918 万元，NASTYPALM/VIGANO 低基数下维持较高增长。

**分渠道：**2018 年结束净关店，预计 2019 年仍保持净开店。截止 2018 年/2019Q1 报告期内共有线下门店 2774 家/2760 家（直营 901 家/906 家，加盟 1873 家/1854 家）；公司通过关闭业绩不良门店优化线下渠道，2018 年全年净开 37 家，19Q1 净关店 14 家，店铺处于动态调整过程中，预计全年仍将是净开店。2018 年全年加盟渠道收入占比 51.5%，直营渠道占比 34.8%。公司整体线下收入较高，占总营收 88.4%（-1.2pct），线上营收占比 11.6%（+1.23pct），线上占比仍有较大提升空间。

**分产品：**裤类占比下降，夹克 T 恤占比有所提升。2018 年男裤占主营业务收入 41.1% 仍是公司核心产品，夹克/T 恤营收较上年同比增长 15.3%/40.2%，主要系报告期内 FUN 品牌业务增多所致，非裤类提升代表产品多样化有所提升。

**盈利能力：**2018 年全年毛利率同比下降 0.80pct 至 56.61%，毛利率基本保持稳定；19Q1 毛利率降低 1.56pct 至 56.67%。2018 年全年销售费用率同比提升 0.70pct 至 27.76%，主要系品牌推广；管理费用率同比提升 1.13pct 至 8.24%，财务费用率同比下降 0.38pct 至 -0.05%；研发费用率同比提升 0.35pct 至 1.27%。净利率整体提升 0.08pct 至 19.27%，整体盈利能力良好。存货周转天数 234.5 天，减少 8.6 天。**盈利预测：**考虑到财通减持影响和费用投入周期，上调 2019 年的 EPS 至 1.01 元（原为 0.94 元）下调 2020 年 EPS 至 0.86 元（原为 1.06 元），预测 2021 年 EPS 为 0.98 元。考虑到公司有可观的分红比例（108%）与股息率。资产质量优秀，保持高分红比例，主业经营稳健，维持“买入”评级。

**风险提示：**主品牌复苏不及预期，消费疲软，库存风险等。

（报告摘自 2019 年 4 月 29 日《【九牧王】年报及一季报点评：投资收益贡献利润增长，高分红彰显稳健价值》）

## 2.2. 【森马服饰】年报点评：休闲强劲复苏，童装延续高增长，看好业绩持续向上趋势

### 一、休闲强劲复苏，童装持续高增长，看好业绩持续向上趋势

1、2018 年营收 157.19 亿（+30.71%），归母净利润 16.94 亿（+48.83%），扣非归母净利润为 13.34 亿（+30.14%），差额主要系收购 KIDILIZ 的成本小于其公允价值产生的 1.93 亿收益。扣除 KIDILIZ 并表，2018 年收入 149.24 亿（+24.10%）。其中 2018Q4 营收 59.55 亿（+49.47%），归母净利润 4.22 亿（+235.16%），扣非归母净利润为 1.27 亿（+93.22%）。扣除 KIDILIZ 并表，2018Q4 收入为 51.60 亿（+29.52%）。分红预案：10 股派发 3.50 元。

- 按品牌拆分收入：1) 2018 年森马本部业务（不含 KIDILIZ）收入 148.39 亿（+24.12%），其中森马休闲收入 67.92 亿（+20.54%），巴拉巴拉童装收入 80.47 亿（+27.30%）。2) KIDILIZ 服装业务收入为 7.77 亿，并表收入为 7.95 亿。
- 按电商、线下拆分收入：1) 电商收入 41.09 亿（+31.64%），其中森马本部电商收入 40.81 亿（+30.75%），KIDILIZ 电商收入 2783 万。2) 线下收入 115.08 亿（+30.26%），其中森马本部线下收入 107.58 亿（+21.77%），KIDILIZ 线下收入 7.50 亿。3) 我们根据森马休闲与巴拉巴拉收入比例，测算森马休闲电商收入约 19 亿（+27%），森马休闲线下 49 亿（+18%）；巴拉巴拉电商收入 22 亿（+34%），巴拉巴拉线下 58 亿（+25%）。

2、公司此前已披露业绩快报，业绩符合预期。公司在 2018 年消费疲软的环境下，休闲收入增长超过 20% 实属不易，复苏强劲；而童装更是在高基数和行业竞争加剧的环境下获得 27.3% 的收入增长，体现出公司前几年管理改善带来的效果以及童装强势的龙头地位，看好公司业绩持续向上趋势

### 二、同店增幅高单位数，单店面积不断增加。

1、截至 2018 年底，森马本部门店数量为 9123 家，净增 700 家；门店总面积为 173.80 万平，同比增长 15.69%。由于新开店分布在全年不同时间，对收入的贡献小于面积增幅，由此推算，线下同店增幅为高单位数。

- **森马休闲：**截至 2018 年底，森马休闲门店数量为 3830 家，净增 202 家；门店面积为



89.65 万平, 同比增长 11.54%。门店平均面积为 234 平, 同比增长 5.66%。公司年报披露于 2018 年 11 月 28 日后, 上海裔森服饰( 品牌为 minette )不再纳入合并报表范围, 因此, 我们认为排除 minette 品牌出表影响, 森马休闲主品牌净开店数量大于 202 家。

**巴拉巴拉:** 截至 2018 年底, 门店数量为 5293 家, 净增 498 家; 门店总面积为 84.14 万平, 同比增长 20.47%。门店平均面积为 159 平, 同比增长 9.14%。2、截至 2018 年底, KIDILIZ 门店数量为 782 家, 净减少 20 家; 门店总面积为 7.6 万平, 同比减少 2.34%。门店平均面积为 98 平, 与 2017 年基本相同。

### 三、毛利率大幅提升, 资产减值损失大幅提升致净利率提升幅度不大

1、2018 年毛利率为 39.78% (+4.27PCT), 环比 18 年前三季度提升 1PCT。其中 2018Q4 单季度毛利率 41.44%(+12.46%PCT), 环比 18 年第三季度提升 2.12PCT。18 年第四季度毛利率大幅提升, 我们认为主要系打折力度下降以及并表 KIDILIZ 所致, 同时说明公司动销良好。

2、2018 年净利率 10.70% (+1.3PCT), 环比 18 年前三季度下降 2.24PCT。其中 2018Q4 单季度净利率 7.02% (+3.82PCT), 环比 18 年第三季度下降 7.29PCT。我们认为主要系 18 年第四季度资产减值损失、并表 KIDILIZ 以及销售费用率提升所致。

- **资产减值影响:** 2018 年全年资产减值损失为 8.67 亿 (+86.13%), 其中包括存货跌价准备 5.57 亿(+28.37%), 投资性房地产减值损失 2.06 亿, 固定资产减值损失 4651 万, 商誉减值 3720 万, 坏帐损失 1838 万, 长期股权投资减值损失 257 万, 而 2017 年仅有坏帐损失和存货跌价准备两项。单看存货跌价准备增幅慢于收入增幅, 我们认为公司存货跌价金额处在合理范围。
- **并表影响:** 2018Q4 KIDILIZ 亏损 3555 万, 对公司净利率有一定影响。
- **费用率影响:** 2018 年销售费用率、管理费用率合并研发费用率分别为 16.35% (+1.69PCT)、5.64% (+0.33PCT)。单看研发费用率为 3.1%。销售费用率提升主要系伴随业务增长, 员工薪酬、租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加以及合并法国 KIDILIZ 集团第四季度所致。

### 四、并表 KIDILIZ 拉低公司多项经营指标, 预计逐步改善

1、2018 年经营净现金流入为 9.55 亿 (-56.41%)。18 年经营活动现金流出较 2017 年同比增长 40.74%, 主要系伴随业务增长, 租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加以及合并法国 KIDILIZ 集团第四季度所致, 我们预计 2019 年会逐步改善。

2、2018 年应收帐款为 19.53 亿 (+37.34%), 主要系合并转入 KIDILIZ 集团相应应收账款所致。

3、2018 年存货 44.17 亿 (+85.27%), 主要系销售增加相应备货增加以及合并转入 KIDILIZ 集团存货所致。存货周转天数为 129.34 天, 较 2017 年增加了 22.87 天。

4、我们认为, 公司可以把童装业务较强的管理能力复制到 KIDILIZ 业务上, 使 KIDILIZ 业务步入正轨, 预计被拖累的各项财务指标也会逐步改善。

### 五、盈利预测与评级

1、预计 2019 年休闲同店可做到中高单位数增长, 童装同店可做到双位数增长, 预计休闲和童装净开店数量有望延续 2018 年的数量。

2、考虑到并表因素, 我们上调 2019、2020 年收入至 205.11 亿、235.00 亿。调整 2019、2020 年净利润至 19.09 亿、22.14 亿 (此前预测为 19.04 亿、20.99 亿), 对应 EPS 为 0.71 元、0.82 元。

3、维持买入评级, 给予 2019 年 20 倍估值, 目标价 14.20 元。

**风险提示:** KIDILIZ 亏损拖累公司业务; 存货以及资产减值大幅增加; 宏观经济影响消费信

心等

(报告摘自 2019 年 5 月 5 日《【森马服饰】年报点评：休闲强劲复苏，童装延续高增长，看好业绩持续向上趋势》)

### 2.3. 【开润股份】季报点评：19Q1 高基数上高增长，B2C 收入全年有望超市场预期

**事件：**开润股份发布 2019 年一季报，期间实现营收 5.99 亿，同比增长 43.99%；净利润 4544.90 万元，同比增长 31.63%；实现扣非净利润 4486.49 万元，同比增长 35.61%。公司此前已发布一季报业绩预告，实际业绩在预告中位数附近，实际业绩符合预期。

#### 19Q1 高基数下仍实现快速增长，全年业绩或超我们预期

1) 19Q1 实际业绩在此前业绩快报中位数附近，符合市场预期。2019 年一季报，期间实现营收 5.99 亿，同比增长 43.99%；净利润 4544.90 万元，同比增长 31.63%；实现扣非净利润 4486.49 万元，同比增长 35.61%。

2) 剔除 NIKE 印尼代工厂的业绩分析：公司于 2019 年 2 月 19 日完成了收购 NIKE 印尼代工厂 PT. Formosa Bag Indonesia 和 PT. Formosa Development 100% 股权的交割手续，开始并表。根据公司以前披露的数据，截至 2018 年 12 月 31 日，该代工厂 2019 年全年在手订单金额约 3500 万美元，由此我们估算 2019Q1 并表收入为 3500 万-4000 万人民币左右；公司 19 年一季报披露印尼代工厂净利润为 409.3 万。剔除并表因素，预计公司主业收入增长 35% 左右，归母净利润增长 23.24%。公司自上市以来，B2C 业务收入增速一直远高于 B2B 业务，其中 18 年年报披露，B2B 收入 8.82 亿(+35.38%)，B2C 收入 10.26 亿(+102.29%)。我们推算剔除并表因素，公司原有 B2B 业务收入增长 15% 左右，B2C 业务收入增长 50% 左右。

2) 2018Q1 基数较高，预计全年业绩或超我们目前盈利预测。我们在 2018 年开润股份一季报点评时，曾对公司主业进行拆分，18Q1 公司 B2B 业务增长 22% 左右，B2C 业务增长 230%+，B2B、B2C 业务基数均比较高，2019Q1 在高基数上仍实现高增长，全年业绩或超我们预期。

#### B2B 业务稳步增长，收购 NIKE 印尼代工厂

1) 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新品类，有利于持续提高公司 B2B 的产品竞争力，提升盈利空间。根据公司以前披露的数据，截至 2018 年 12 月 31 日，收购的 NIKE 印尼代工厂 2019 年全年在手订单金额约 3500 万美元。我们测算 19Q1，印尼工厂并表收入 3500-4000 万，净利润 409.3 万，净利率为 10-12%。预计开润股份接手印尼工厂后，盈利能力会逐步提升。

2) 19Q1 传统 B2B 业务仍有 15% 左右增长，同时考虑到印尼工厂未来不断有新增产能释放，预计未来三年 B2B 整体收入 CAGR 20% 以上。

#### B2C 业务保持高速增长，预计 19 年 B2C 业务盈利能力提升

1) 预计 B2C 收入增速 50% 左右，全年收入或超市场预期。我们在 2018 年开润股份一季报点评时，测算 18 年第一季度 B2C 业务增长 230%+，基数为 18 年最高，而我们预计 2019 年全年 B2C 业务收入增长 50% 左右，而在最高基数的第一季度仍实现 50% 增长，因为我们预计全年 B2C 业务或超市场预期。

2) 19 年 B2C 业务盈利能力提升至 6-7%。我们认为公司 B2C 业务还在不断占领市场份额阶段，销售费用率较高，预计随着公司 B2C 业务规模不断扩大，费用率会逐步下降，我们预计 2019 年净利率有望提升至 6-7%。

#### 毛利率、净利率小幅下降，预计系 B2C 业务占比提高所致

19Q1 公司毛利率为 24.78% (-0.79pct)，主要系 B2C 业务仍保持高速增长，在一定程度上拉低整体毛利率。销售/管理/财务费用率分别为 7.74% (+0.75pct)/5.59% (-0.93pct)/0.99%

(+0.38pct)。其中销售费用率上升主要系物流费等销售费用随营收大幅增长而增长；财务费用率上升主要系汇兑损失。19Q1 公司扣非净利率为 7.49% (-0.46pct)，主要系毛利率下降所致，符合我们此前预期。经营活动产生的现金流量净额上升 79.58%，主要系报告期间公司现金管理进一步优化。

**维持买入评级，开润股份是纺服行业得到印证的成长股之一，19 年创业板滞涨个股，在 19 年市场风险偏好提升情况下，继续重点推荐。**

1) 维持 2019/2020 年收入预测为 29.32 亿 (+43%) /40.84 亿 (+39%)，维持 2019/2020 年净利润预测为 2.30 亿 (+33%) /3.36 亿 (+46%)，对应 EPS 为 1.06 元/1.54 元。

2) 公司是纺织服装行业得到业绩印证的成长股之一，是 19 年创业板滞涨个股，在 19 年市场风险偏好提升的情况下，继续重点推荐

**风险提示：**费用率大幅提升，非米系渠道拓展较慢，海外工厂管理风险等。

(报告摘自 2019 年 4 月 29 日 《【开润股份】季报点评：19Q1 高基数上高增长，B2C 收入全年有望超市场预期》)

## 2.4. 【歌力思】年报点评：业绩符合预期，主品牌市占率夺冠，期待多品牌多点开花

**事件：18 年业绩持续高增长趋势，业绩符合市场预期**

公司公布 2018 年年报，2018 年公司实现营收 24.36 亿元 (+18.66%)，实现归母净利润 3.65 亿元 (+20.74%)，EPS 为 1.08 元，净资产收益率 16.06%，业绩持续保持较高增长，歌力思主品牌取得了 2018 年度高端女装市场综合占有率第一。从分红预案来看，公司拟每 10 股派 5.25 元。其中 18Q4 单季度收入为 7 亿元 (+3.89%)，归母净利润为 9680 万元 (-3.32%)。公司前三季度业绩持续靓丽，18Q4 单季度业绩增速放缓主要系受到终端消费疲软影响。

**品牌拆分来看：**

1) **主品牌 ELLASSAY** 18 年保持良性增长，并首次夺得中国高端女装市场综合占有率第一名。18 年全年主品牌实现营收 10.04 亿元，同比增长 4.32%；门店数量为 312 家，净关店 10 家；公司主品牌净闭店主要系一些店铺场地与公司品牌不相符所致；目前公司主品牌渠道调整已经结束，预计 19 年开店数目仍会持续提升，我们预计 19 年主品牌歌力思新开 30 家门店；从店效来看，主品牌月店均销售额同比增长 8.28%，其中直营店月店效同比增长 10.65%，同店增长 6.93%。我们认为公司在下半年整体消费走弱的情况下，店效保持双位数增长主要得益于公司的产品设计研发的投入以及终端运营管理的提升。

2) **Laur è l 品牌** 保持持续稳健增长。18 年全年实现营收 1.11 亿元，同比增长 14.05%；门店数量 37 家，净增 7 家。未来 Laur è l 品牌将持续拓展一二线城市核心商圈渠道，提升市场占有率，预计 19 年 Laur è l 品牌 19 年新开门店 12 家。

3) **Ed Hardy 品牌** 实现营收 4.98 亿元，同比增长 14.16%；门店数量为 181 家，净增 33 家；

4) **IRO 品牌** 略超预期，18 年实现营收 5.67 亿元，同比增长 43.73%；门店来看，全球门店数量 49 家，其中中国地区门店达到 13 家，目前品牌已经进入收获期，预计未来将会持续稳健增长；我们预计 IRO 预计新开 8 家门店；

5) **VIVIENNE TAM 品牌** 18 年实现营收 996.55 万元，门店数量为 13 家门店，我们预计 19 年新开 5 家门店；

6) **Jean Paul Knott 品牌** 为公司 18 年新收购的品牌，通过合资经营，取得其在大中华地区的所有权。Jean Paul Knott 将在 2019 年开设终端门店，并开始贡献收入，预计 19 年新开 2 家门店。

7) **线上运营商百秋电商** 18 年实现营收 2.20 亿元 (+55.41%)，净利润 6005.45 万元，同比增长 19.97%，目前百秋已经吸运营包括 PANDORA、TISSOT、Clarks、Maje、Sandro、C.P.U.、

Kipling、ELLE 等 40 个国际知名品牌，并将持续引入新品牌；同时百秋电商加快在海外市场布局的步伐，2018 年成立海外子公司 ARRIVA 为东南亚地区提供电商运营服务，未来将会形成遍及中国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、新加坡、泰国、越南等国家地区的整体电商服务体系，并将持续贡献业绩。

#### 渠道拆分来看：

**1) 线下渠道：**公司 18 年线下渠道实现 20.87 亿元营收，同比增长 16.10%，占主营业务收入比重为 95.31%。其中直营渠道实现营收 12.61 亿元，同比增长 18.08%，加盟渠道实现营收 9.29 亿元，同比增长 12.95%。

**2) 线上渠道：**公司 18 年线上渠道实现营收 1.03 亿元，同比增长 10.75%，占主营业务收入比重为 4.69%。

**毛利率：**18 年从主营业务毛利率来看，公司主营业务毛利率基本与上年持平，为 69.63% (-0.22pct)；销售毛利率为 68.21% (-0.63pct)，其中 18Q4 单季度销售毛利率为 65.55% (-1.37pct)。

**费用率：**18 年公司销售、管理、财务费用率分别为 29.98% (+1.1pct)、9.83% (-4.53pct)、0.02% (+1.22pct)。其中销售费用率略有上升主要系销售增长使销售提升和激励增加；同时营销网络扩大及 IRO 并表也对公司销售费用产生影响；管理费用下降主要系会计政策因素影响，将研发费用单列所致，若剔除会计政策因素，统一口径后，公司管理费用为 13.09% (-1.27pct)；财务费用有所提升主要系本期汇兑损失增加。其中 Q4 单季度的销售、管理、财务费用率为 29.64% (+1.37pct)、10.08% (-1.95pct)、0.3% (+0.92pct)。

**净利率：**在毛利率保持平稳，费用率有所下降的背景下，公司 18 年净利率略有提升，为 14.98% (+0.26%)。

#### 公司营运指标皆处在合理区间

从存货来看，公司 18 年存货金额为 5.25 亿元，同比增长 23.99%，从周转率来看，公司周转率略有下降，为 1.63 次 (-0.2 次)，主要系公司销售增长及营销网络增加带来的备货增加。公司 18 年经营性现金流为 4.1 亿元(-10.87%)，主要系员工工资及税费支出增多所致。总体来看公司经营指标皆处于合理区间。

#### 维持买入评级，3-6 个月目标价 26.40 元。

公司多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力：目前主品牌稳健增长，VIP 客户培育良好，单客价值持续提升，店效稳步增长；Ed Hardy 持续贡献业绩，Laurel 以及 IRO 开始进入收获期，未来将持续释放业绩；正在培育期的 VIVIENNE TAM 和 Jean Paul Knott 在培育期过后也将为公司业绩作出贡献，同时公司通过加大产品设计研发和终端管理等提升店效和单店收益，公司业绩增长可持续性较好。我们维持 19 年盈利预测，略下调 20 年预测，预计 19-21 年公司实现净利润 4.4 亿元、5.21 亿元、6.12 亿元（20 年原值为 5.39 亿元），同比增长 20.6%、18.29%、17.59%；预计公司 19-21 年 EPS 为 1.32/1.57/1.84 元（19-20 年原值为 1.31/1.6 元，其中 19 年 EPS 提升主要系 19 年回购使股本减少），对应 PE 为 12.82/10.84/9.22。考虑到可比上市公司（中高端服饰品牌）比音勒芬 2013-2018 年的归母净利润复合增速为 24.97%，目前对应估值为 20.94 倍；歌力思 2013-18 年的归母净利润 CAGR 为 21.71%，我们给予公司 20 倍 PE，对应目标价为 26.40 元。

**风险提示：**中高端服饰消费疲软、新并购品牌销售不达预期、主品牌同店持续下滑等

（报告摘自 2019 年 5 月 5 日《【歌力思】年报点评：业绩符合预期，主品牌市占率夺冠，期待多品牌多点开花》）

## 2.5. 【梦洁股份】年报及一季报点评：18 年业绩逆势高增长，继续看好公司铺天盖地计划的发展

**事件：**公司公布 2018 年年报及 19 年一季报，业绩符合我们此前预期。

1) 2018 年公司实现营收 23.08 亿元, 同比增长 19.35%; 实现归母净利润 8438 万元, 同比增长 64.61%, EPS 为 0.11 元, 整体业绩符合我们此前预期。公司业绩实现较快速增长主要得益于公司新增终端以及新业务拓展。若我们剔除大方睡眠并表因素影响, 公司 18 年实现营收 21.26 亿元 (+27.5%); 实现归母净利润 7684 万元 (+231%), 内生增长动力强劲。其中 18Q4 单季度公司实现营收 8.62 亿元, 同比增长 15.79%; 实现归母净利润-1142.67 万元, 相比于 17Q4 的-2067 万元的亏损有所收窄, 四季度净利润为负主要系四季度新增大方睡眠商誉损失及可供出售金融资产减值影响。

2) 19 年一季度公司实现营收 5.55 亿元, 同比增长 6.94%; 实现归母净利润 5728 万元, 同比增长 12.58%。我们预计大方睡眠 19Q1 业绩下滑, 由此剔除大方睡眠并表影响, 我们预计公司家纺业务能够实现双位数增长。

**传统渠道端来看, 18 年公司新增门店 365 个。**

**1) 传统线下渠道:** 公司在重点城市打造“5+3”全品牌集合店, 18 年达到 55 家, 预计未来将持续提升, 公司的品牌旗舰店将主要在一二线城市进行差异化布局, 我们预计 19 年将达到 100 家左右。

**2) 传统电商渠道:** 目前公司线上渠道收入占比不高, 我们预计在 10%左右, 规模不到 2 亿元, 仍具备较大的提升空间。公司在 18 年加码布局线上渠道, 提升线上渠道产品的推广及促销, 扩大品牌的知名度和影响力, 预计 19 年公司线上渠道(包括一屋好货渠道)将实现快速增长, 规模持续提升。

**新零售端: “铺天盖地”计划使渠道迅速下沉, 形成密集销售网络; 通过线上平台为线下门店赋能, 提升产品潜在消费力, 扩大收入规模。**

1) 线下渠道——“盖地”: 19 年公司计划新开 1600 家面积在 50 平米以上的社区门店“梦洁小店”, 将渠道逐渐下沉至三四线城市及以下的地级、县级市, 店铺主要面向周围 3-5 公里的居民和消费者, 形成密集的小店网络, 从而使得公司营收规模得到快速提升。2019 年一季度, 预计公司已经新开设 200-300 家小店, 19 年底预计公司渠道数量将达到 4000 家左右。

2) 线上渠道——“铺天”: 作为对于传统电商渠道的补充, 公司通过打造“一屋好货”微信线上平台, 为线下门店赋能, 打造全新的新零售模式。利用微信社交平台的优势, 通过众多具备营销能力的小 b 端对接广泛的 c 端客户群体, 实现线上线下全面覆盖, 扩大客户群体, 提升会员粘性, 深度挖掘消费购买潜力。

我们认为 2019 年公司渠道门店有望实现 4000 家以上, 拉动线下营收规模的快速增长; 同时线上渠道(包括一屋好货平台)将实现快速增长, 规模持续提升。**由此我们预计公司 19 年营收有望实现 20%以上的增长, 实现 30 亿左右的营收规模。**

**洗护服务:** 2018 年, 公司继续推进洗护服务板块布局, 家居服务板块服务次数超过 20.25 万次。“七星洗护”打造环保、绿色的高端洗护工厂, 提供高端的服装、家居用品洗护以及奢侈品的维护。“i\*wash”布局终端门店, 专注于家居用品的洗护。2019 年公司将加快洗护服务的布局, 强化家纺产品的专业洗护优势。“七星洗护”将入驻高端商场。“i\*wash”加快终端布局, 实现公司线下门店基本覆盖。预计将会给公司主业带来更多的协同效应, 增强客户粘性。

**毛利率略有下滑, 费用端下降明显, 净利率有所提升。**

**毛利率:** 公司 18 年毛利率为 42.75% (-1.43pct), 毛利率有所下降, 其中 18Q4 单季度为 37.09% (-2.58pct)。19Q1 公司毛利率为 38.44% (-1.23pct)。

**费用率:** 18 年公司销售、管理、财务费用率分别为 29.75% (-2.46pct)、3.05% (-1.10pct)、1.07% (-0.29pct), 公司费用率均有所下降。18 年销售费用率下降主要系收入端的增长高于其销售费用端的增长; 管理费用率下降主要系会计政策因素影响, 将研发费用单列所致, 若剔除会计政策因素, 统一口径后, 公司管理费用为 4.39% (+0.25pct), 变动不大。19Q1 公司销售、管理、财务费用率分别为 20.66%(-6.79pct)、2.56%(-1.95pct)、1.81%(+0.52pct)。

其中销售费用率下降主要系：公司 19 年开店主要以加盟渠道为主，直营门店比例预计有所下降，使费用端下降；同时公司利用信息系统实现全面预算管理，一季度有所成效。我们认为公司费用端压缩空间较大，有助于未来净利率端的提升。

**净利率：**公司 18 年归母净利率有所上升为 3.66% (1.01pct)，其中 Q4 单季度归母净利率为 -1.33%，主要系资产减值损失影响。19Q1 公司归母净利率略有上升，为 10.33% (+0.52pct)。随着公司费用端的不断压缩，我们认为公司净利率有较大的提升空间，预计 19 年净利率有望提升至 6% 左右。

**资产减值损失：**18 年公司资产减值损失为 4011.44 万元，同比增长 215%。其中相比去年新增的两个科目可供出售金融资产减值损失为 1726.88 万元，大方睡眠商誉减值损失 367.88 万元，直接影响公司四季度及全年的净利润水平。19Q1 公司资产减值损失为 -264.97 万元，主要系应收账款下降冲回部分已计提的坏账。

**存货及周转率：**公司 18 年存货金额为 7.85 亿元，同比增长 10%，主要系营收增长使存货规模有所增加；但是 18 年公司存货周转率提升为 1.76 次，相比 17 年提升 0.12 次，营运情况较好。19Q1 公司存货金额为 7.74 亿元 (+29.3%)，主要系备货增加所致，周转率持续提升，为 0.44 次 (+0.06 次)。

**经营性现金流：**18 年公司经营性现金流为 1.94 亿元 (+90.1%)，由于营收增长使现金流持续改善；19Q1 公司现金流由负转正为 1.04 亿元 (18Q1 年为 -0.22 亿元)。

**维持“买入”评级，继续推荐。**

考虑到公司未来良好的净利润空间和弹性，我们维持此前 19-20 年的盈利预测，预计 19-21 年公司实现归母净利润 2.05 亿元 (+142.79%)，2.85 亿元 (+39.14%)，3.91 亿元 (+37.09%)。预计公司 19-21 年 EPS 为 0.26 元、0.37 元、0.50 元，对应 PE 为 21/15/11。我们根据家纺行业可比上市公司罗莱生活、水星家纺、富安娜进行 PS 估值。2019 年行业平均值为 1.79X，基于行业均值，对应 2019 年营收给予公司 2XPS，目标价为 7.68 元

**风险提示：**终端消费疲软；线下梦洁小店拓展不及预期；加盟商存货风险；加盟商盈利不及预期导致大范围关店；线上一屋好货平台推广不及预期；线上传统电商布局不及预期。

(报告摘自 2019 年 4 月 29 日《【梦洁股份】年报及一季报点评：18 年业绩逆势高增长，继续看好公司铺天盖地计划的发展》)

## 2.6.【南极电商】一季报点评：业绩符合预期，现金流持续改善

**事件：**公司公告一季报收入 8.24 亿 (+63.4%)，归母净利润 1.22 亿 (+36.7%)，扣非净利润 1.19 亿 (+45.4%)，收入略超预期，净利润符合预期。

**本部：**

- 公司品牌综合服务收入及经销商品牌授权服务收入合计为 1.29 亿 (+55.36%)，主要原因是公司旗下各品牌 GMV 持续增长。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。19Q1 货币化率约为 2.5%
- 公司本部归属于母公司所有者的净利润 9,174.43 万元 (+50.79%)。

**时间互联：**

- 时间互联归母净利润 3031 万元，根据 18Q1 公告的净利润范围中值计算，预计同比增速在 5% 左右。

**理论货币化率对比同期有所提升。**19Q1 货币化率约为 2.5%，货币化率同比提升 0.04pct。之前我们预计货币化率中枢将保持相对稳定，19Q1 货币化率回升一定程度上说明货币化率向下空间不大。

**GMV 保持较高增速。**公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。其中分品牌。

- 南极人 45.2 亿 (+56.8%)
- 卡帝乐 5.6 亿 (+38.9%)
- 精典泰迪 3506 万元, (+38.5%)
- 南极人 HOME 1836 万元 (+7.43%)

#### 分平台:

- 阿里系 36 亿 (+49.6%)
- 京东 8.4 亿, (+37.8%)
- 拼多多 5.2 亿 (+95%)
- 唯品会 1.68 亿 (+133%)

**经营性现金流等延续年报向好趋势。**19Q1 经营性现金流 9177 万元, 对比去年同期-4668 万元水平改善明显, 与扣净利润规模 (1.19 亿元) 匹配度高, 延续 2018 年的向好趋势。应收账款 8.8 亿元, 对比 2018 年年报增长 22%, 2018Q1 水平下降 2.2%, 业务体量对比去年同期明显提升的同时应收规模有所下降。报告期末预付款项 25,195.24 万元, 相比年初减少 54.42%, 主要是系时间互联已全部收到维沃通信科技有限公司的媒体返现, 且停止与部分客户的合作并收回相应预付款, 致使预付账款大幅下降。

**盈利能力: 时间互联业务拉低毛利率水平。**19Q1 毛利率 21.5%, 对比同期下降 5.35pct, 我们判断主要系时间互联业务拉低所致。19Q1 销售费用率 1.89%, 对比同期下降 0.32pct; 管理费用率 2.8%, 对比同期上升 0.04pct; 研发费用率 1.2%, 对比同期下降 0.5pct; 财务费用率-0.11%, 对比同期下降 0.2pct。整体费用率有所下降。19Q1 净利率 14.8%, 对比同期下降 3pct, 主要系毛利率下降所致。

**回购彰显公司信心。**截至 2019 年 3 月 31 日, 公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份, 已回购公司股份数量 930.3 万股, 占公司总股本的 0.38%。

**减持方面, 减持计划完成过半, 短期减持压力不大。**控股股东张玉祥先生及其一致行动人朱雪莲女士和丰南投资已通过集中竞价交易方式和大宗交易方式减持公司股份 3,891.26 万股, 减持数量已经过半。截至 2019 年 3 月 25 日, 张玉祥通过大宗交易减持 2013 万股, 丰南投资通过集中竞价减持 1878 万股。剩余减持数量 2608.74 万股, 减持高峰已过, 预计短期减持压力不大。

#### 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。

**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 年公司将严控品质, 提升产品调性, 进一步强化在消费者心中“高性价比新国货”代表的印象。

18 年全年及 19Q1 经营端数据改善 (应收及现金流) 确认, 预计 19 年经营性指标有望持续向好。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, 且随着公司整体管理能力的提升和战略方向的选择, 小袋公司规模在 2019 年有望战略缩减, 时间互联应收及现金流有望继续改善, 预计未来经营数据有望持续向好。

**过去三年国民品牌代表南极电商证明自己在电商平台上的壁垒和成长性。**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的淘品牌已经很难，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。公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模 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。

**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 2019-21 净利润为 12.68/18.1/24.4 亿，预测对应 EPS 为 0.52/0.74/0.99 元，目标价至 14.3 元，对应 2019 年 28 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

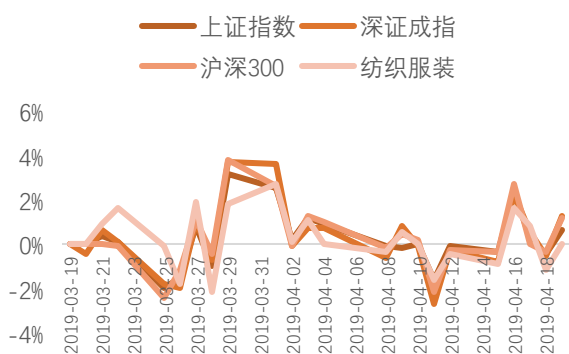
(报告摘自 2019 年 4 月 29 日《【南极电商】一季报点评：业绩符合预期，现金流持续改善》)

### 3. 市场行情

#### 3.1. 板块及个股涨跌幅

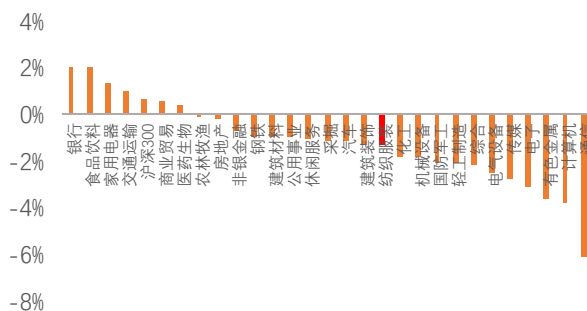
本周上证指数收于 3078.34 点，较上周收盘下跌-0.26%；深证成指收于 9674.53 点，较上周收盘下跌-1.09%；沪深 300 收于 3913.21 点，较上周收盘上涨 0.62%；申万纺织服装板块收于 2124.81 点，较上周收盘下跌-1.38%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

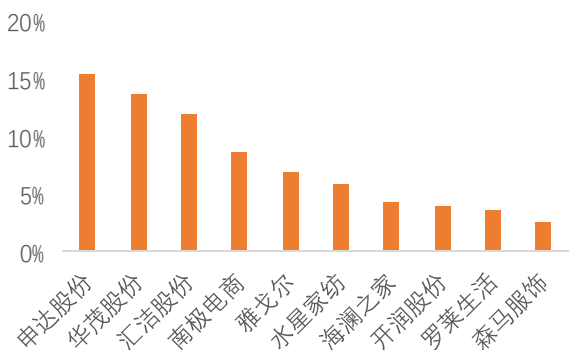
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

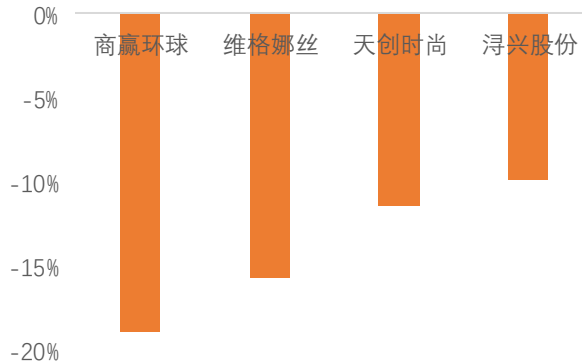
个股方面,申达股份、华茂股份、汇洁股份涨幅居前三;商赢环球、维格娜丝、天创时尚跌幅居前三。

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

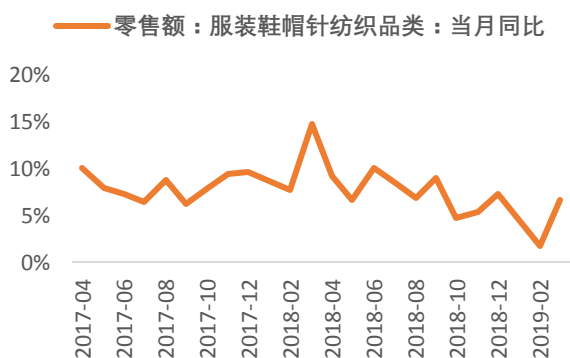


### 3.2. 行业数据回顾

#### 3.2.1. 零售端：3月零售数据边际改善，服装鞋帽针纺织品类增速环比上升

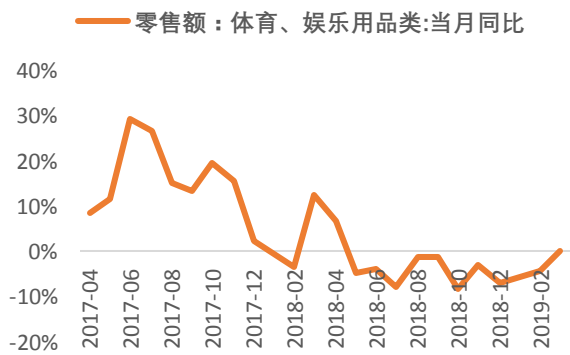
2019年1-3月，社会消费品零售总额97789.70亿元，比上年增长8.3%（扣除价格因素实际增长7.1%）。2019年3月份，社会消费品零售总额31725.70亿元，同比增长8.7%，环比提高0.5pct。2019年3月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长6.60%（2月为1.80%，环比上升4.8pct）。边际改善，处于筑底过程。继续关注终端数据，等待行业复苏。

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 (%)



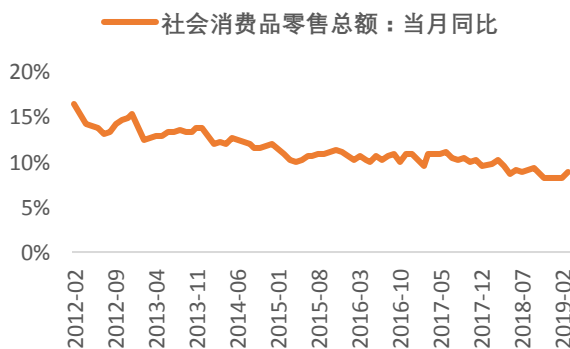
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



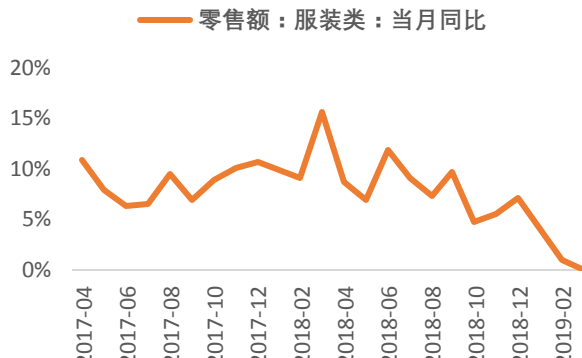
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2012 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)



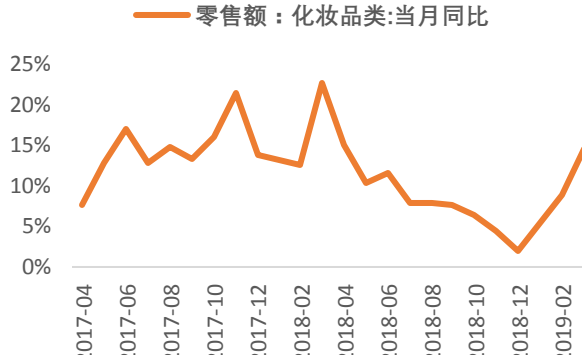
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



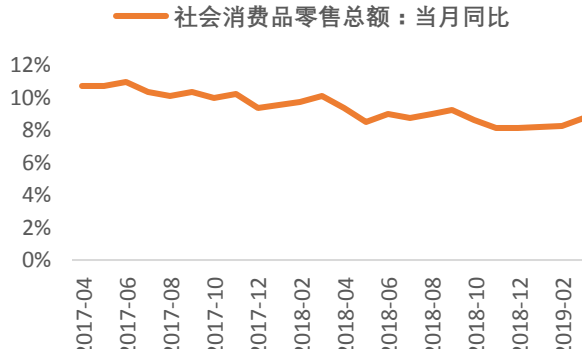
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 11：2017 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)

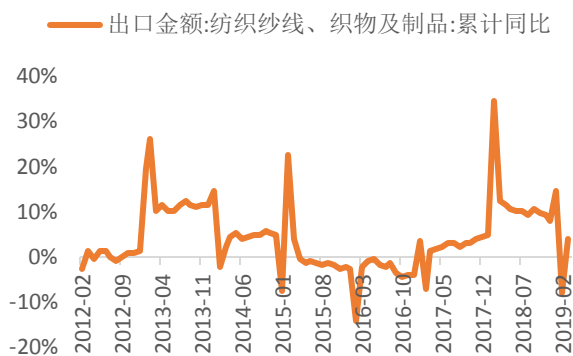


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 出口：3月纺织品出口额回暖，服装类出口金额降幅收窄

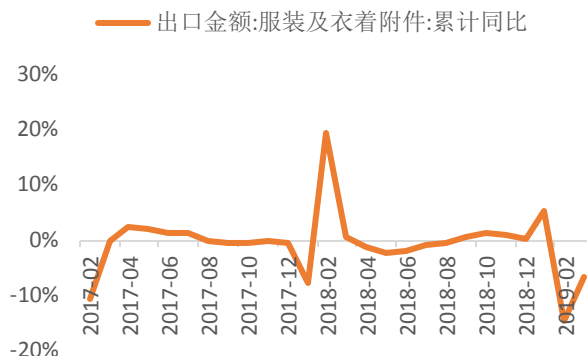
截至2019年3月底，据海关总署发布的数据显示，3月我国纺织纱线、织物及制品出口金额95.24亿美元，同比上涨36.45%，环比2月份增长59.83%，扭转2月同比及环比负增长局面；2019年累计出口269.01亿美元，同比上涨3.90%。服装及衣着附件3月的出口金额为86.58亿美元，同比增长20.51%，环比2月份增长21.67%，扭转2月同比及环比负增长局面；2019年累计出口294.30亿美元，同比下降-6.50%，降幅较2月收窄。主要系2月“春节效应”已过，出口贸易逐步恢复正常。

图 12：2012 年至今纺织品出口增速：累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

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

### 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：**119.03，较上周下跌-1.73%。

**棉花进口价格：**2019年3月为2055.51元/吨，较2月份1,998.00元/吨，上涨+2.88%。

**羊毛进口价格：**2019年3月为9732.54元/吨，较2月份9354.90元/吨，上涨+4.04%。

**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37800元/吨，与上周价格持平。

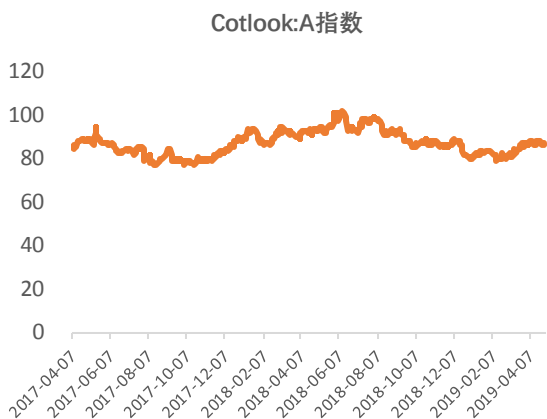
**涤纶短纤、长丝价格：**涤纶短纤本周均价为8,700.00元/吨，较上周下跌1.14%。涤纶长丝POY本周均价为8650.00元/吨，较上周下跌4.26%。涤纶长丝FDY本周均价为9800.00元/吨，较上周下跌3.92%。涤纶长丝DTY本周均价为10,200.00元/吨，较上周下跌3.50%。

**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：**3月棉纱产量248.60万吨，当月同比下降-16.16%。

图 14：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



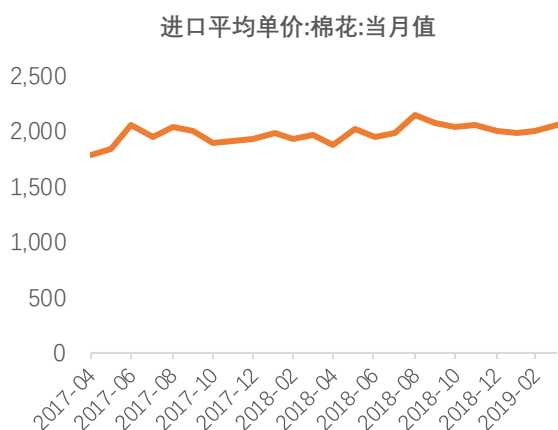
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 2017 年至今棉花进口平均单价走势单位: (美元/吨)



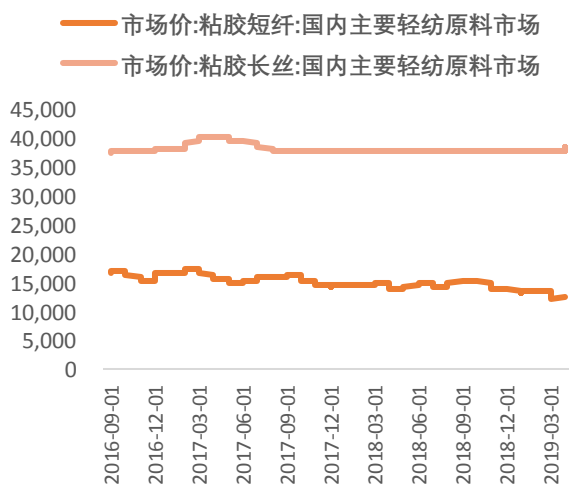
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位: (美元/吨)

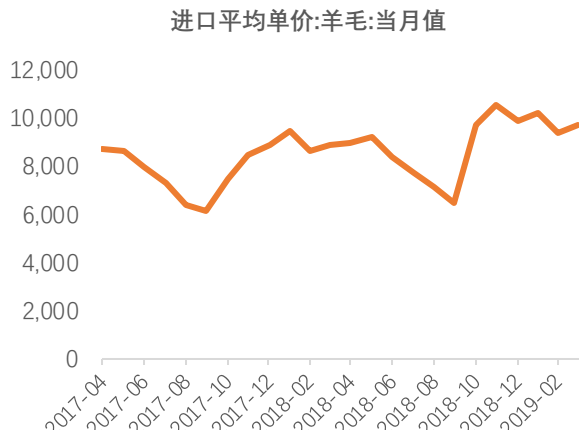


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)

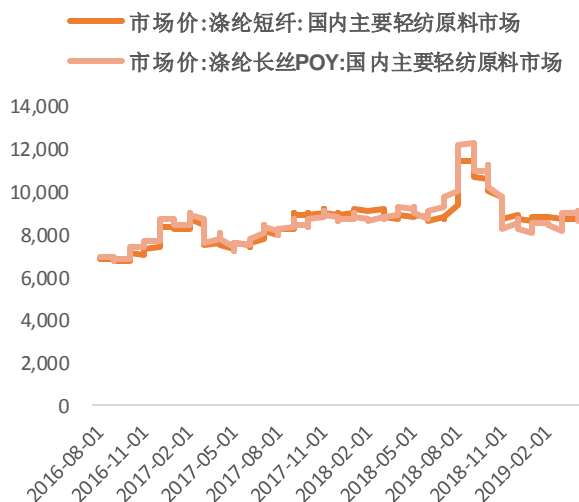


资料来源: Wind, 天风证券研究所



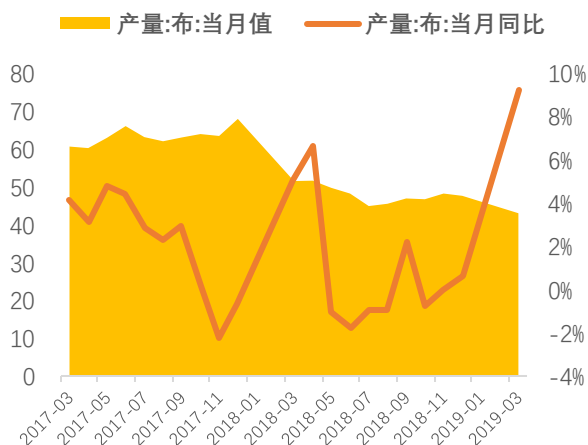
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



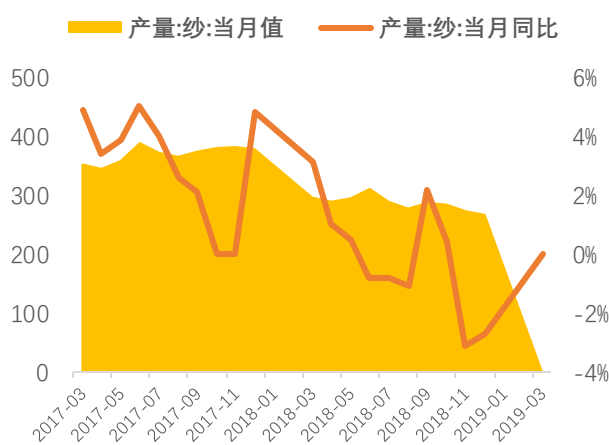
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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)



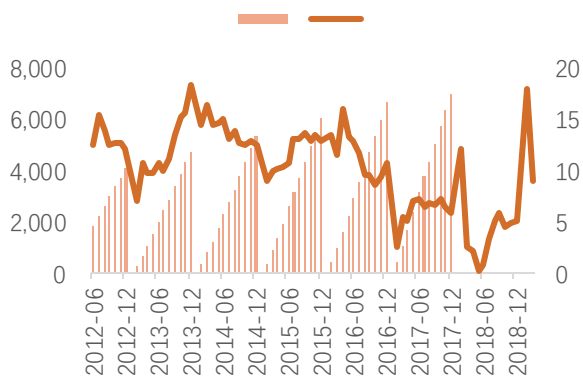
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 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 3 月，纺织行业固定资产投资同比增长+9.00%，较 2018 年 2 月同比增速有所下降（-8.80pct）。

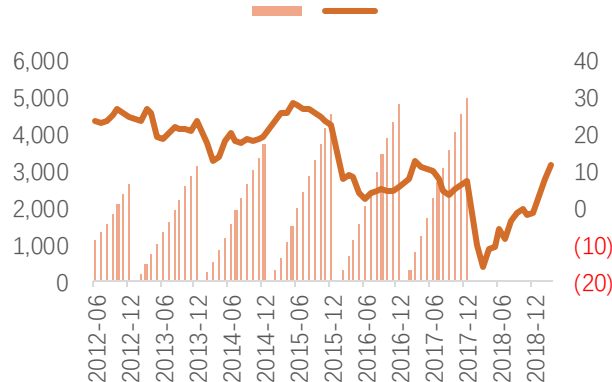
**服装行业固定资产投资：**2019 年 3 月，纺织服装行业固定资产投资同比增长 11.40%，较 2018 年 2 月同比增速有所上升（+3.90pct）。

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

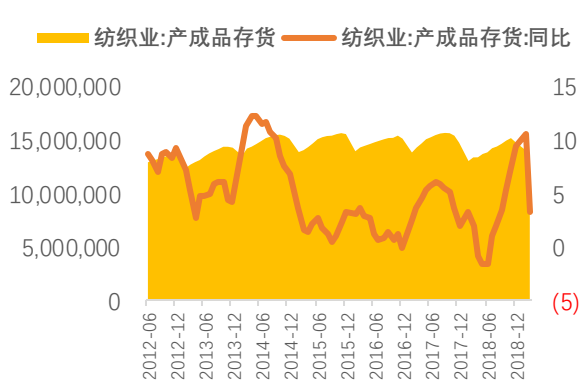
### 3.2.5. 行业库存情况：纺织业库存继续增长，服装行业库存增速放缓

**纺织行业库存情况：**2019 年 3 月，纺织行业产成品库存 1,356.9 亿元，同比增长 1.44%，较上月增速有所下降（-7.30pct）。

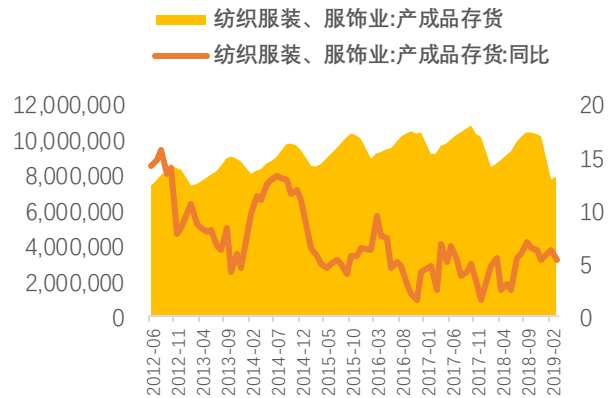
**服装行业库存情况：**2019 年 3 月，服装行业产成品库存 790.10 亿元，同比增长 5.30%，较上月增速有所下降（-1.00pct），库存量有所增加。

图 24：2012 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）

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



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:

**海澜之家 (600398.SH)** 2019 年第一季度报告: 公司实现营业收入为 60.89 亿元, 同比增长 5.23%; 实现归母净利润为 12.10 亿元, 同比增长 6.96%。

**拉夏贝尔 (603157.SH)** 2019 年一季度报告: 公司实现营业收入为 23.72 亿元, 同比下降 6.94%; 实现归母净利润为 975.1 万元, 同比下降 94.40%。

**歌力思 (603808.SH)** 2019 一季度报告: 公司实现营业收入为 6.23 亿元, 同比增长 8.32%; 实现归母净利润为 0.89 亿元, 同比增长 11%。

**太平鸟 (603877.SH)** 2019 一季度报告: 公司一季度实现营收 16.59 亿, 同比下降 4.46%, 归属上市公司股东净利 8658.96 万元, 同比下降 34.90%。

**森马服饰 (002563.SZ)** 2019 年第一季度报告: 公司一季度实现营收 41.18 亿, 同比增长 63.90%, 实现归母净利 3.47 亿, 同比增加 11.06%。

**美邦服饰 (002269.SZ)** 2019 一季度报告: 公司 19 年一季度实现营收 17.28 亿元, 同比减少 20.68%, 实现归属于上市公司股东净利 3834.80 万元, 同比减少 23.92%

**富安娜 (002327.SZ)** 2019 第一季度报告: 公司一季度实现营收 5.22 亿, 同比减少 5.55%, 实现归属于上市公司股东净利 8105.08 万元, 同比减少 16.32%。

**鲁泰 A (000726.SZ)** 1) 2019 年第一季度报告: 公司一季度实现营收 15.45 亿, 同比增长 1.67%, 实现归属于上市公司股东净利 1.95 亿, 同比增加 22.54%; 2) 对外投资公告: 公司与灏浚投资共同投资成立总规模不超过人民币 80,000 万元产业投资基金, 公司认缴出资人民币 10,000 万元。

**商赢环球 (600146.SH)** 1) 2018 年年度报告: 公司实现营业收入为 21.63 亿元, 同比下降 1.14%; 实现归母净利润为负 18.29 亿元, 同比下降 1576.71%。2) 2019 年一季度报告: 公司实现营业收入为 3.46 亿元, 同比下降 39.34%; 实现归母净利润为负 0.81 亿元, 同比下降 892.70%。

**浪莎股份 (600137.SH)** 2019 年第一季度报告: 截至 2019 年 3 月 31 日, 公司实现营收 6000.83 万, 同比增长 21.23%, 归属上市公司股东净利 544.94 万, 同比增长 21.42%。

#### 3.3.2 海外板块公告:

**都市丽人 (2298.HK)** 2018 年年度报告公司 18 年实现营收 50.96 亿元, 同比增加 12.2%, 实现归属于上市公司股东净利 3.78 亿元, 同比增加 19.3%。

**千百度 (1028.HK)** 18 年业绩澄清公告: 截至 2018 年 12 月 31 日公司确认的其他无形资产减值损失亏损为人民币 1.86 亿元, 而非 2.95 亿元, 因而 2018 年公司权益持有人净利润为

-3.87 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
5.6	旷达科技	江苏省常州市武进区雪堰镇潘家旷达路 1 号公司总部办公楼 5 楼会议室	14:00
5.6	希努尔	广州天河区珠江新城兴安路 3 号广州富力丽思卡尔顿酒店二楼一号会议室	14:30
5.6	地素时尚	上海市普陀区丹巴路 28 弄 1-2 号旭辉世纪广场 8 号楼	15:00

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
三夫户外	2019-01-11	712.14	11,213.39	7,346.57	65.52	11,213.39	8,058.71	71.87	首发原股东限售股份
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
安奈儿	2019-04-10	51.16	13,186.17	3,887.65	29.48	13,186.17	3,938.81	29.87	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			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			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			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	82.7	75,802.04			定向增发机构配

					1		售股份
梦洁股份	2019-06-20	1,650.00	77,976.48	50,231.65	64.4	77,976.48	股权激励限售股份
					2		份
地素时尚	2019-06-24	3,400.00	40,100.00	6,100.00	15.2	40,100.00	首发原股东限售股份
					1		份
哈森股份	2019-07-01	15,136.10	21,989.66	6,599.90	30.0	21,989.66	首发原股东限售股份
					1		份
中潜股份	2019-08-02	11,000.00	17,146.48	6,009.72	35.0	17,146.48	首发原股东限售股份
					5		份
摩登大道	2019-08-02	14,387.49	71,251.98	47,171.07	66.2	71,251.98	定向增发机构配售股份
					0		份
如意集团	2019-08-16	3,051.47	26,171.56	23,041.60	88.0	26,171.56	定向增发机构配售股份
					4		份
兴业科技	2019-08-19	6,151.02	30,208.22	24,042.31	79.5	30,208.22	定向增发机构配售股份
					9		份
红豆股份	2019-08-30	3,689.98	253,325.69	249,635.71	98.5	253,325.69	定向增发机构配售股份
					4	9	份
太平鸟	2019-09-16	172.78	48,075.93	20,049.38	41.7	48,075.93	股权激励限售股份
					0		份
商赢环球	2019-09-30	26,997.00	46,997.00	20,000.00	42.5	46,997.00	定向增发机构配售股份
					6		份
旷达科技	2019-11-11	2,691.72	150,239.29	94,272.33	62.7	150,239.29	定向增发机构配售股份
					5	9	份
华斯股份	2019-11-11	370.83	38,556.08	29,502.00	76.5	38,556.08	定向增发机构配售股份
					2		份
比音勒芬	2019-12-23	9,520.00	18,133.90	7,899.90	43.5	18,133.90	首发原股东限售股份
					6		份
开润股份	2019-12-23	15,225.56	21,761.49	6,414.57	29.4	21,761.49	首发原股东限售股份
					8		份
天创时尚	2019-12-26	701.34	43,140.22	30,433.07	70.5	43,140.22	定向增发机构配售股份
					4		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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com