

纺织服装

证券研究报告
2019年06月09日

弱市下继续推荐业绩持续高增长及低估值龙头标的

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《纺织服装-行业研究周报:继续推荐业绩稳定增长、低估值龙头及业绩反转标的》 2019-06-02
- 《纺织服装-行业研究周报:市场持续调整,优选业绩稳定增长、低估值龙头及业绩反转标的》 2019-05-26
- 《纺织服装-行业研究周报:4月社零服装数据有所下降,推荐成长风格及业绩拐点型公司》 2019-05-19

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。

- 持续高成长组合: 开润股份, 南极电商,;
- 高景气运动品牌组合: 比音勒芬, 李宁, 安踏体育;
- 优质龙头组合: 森马服饰, 海澜之家, 歌力思;
- 业绩复苏组合: 梦洁家纺, 美邦服饰;
- 板块数据: 本周上证指数收于 2827.80 点, 较上周收盘下跌-2.45%; 深证成指收于 8584.94 点, 较上周收盘下跌-3.79%; 沪深 300 收于 3564.68 点, 较上周收盘下跌-1.79%; 申万纺织服装板块收于 1888.31 点, 较上周收盘下跌-4.63%。
- 行业数据及观点:

由于近期市场调整幅度较大, 建议关注受经济周期影响较小、业绩稳定增长的公司以及估值处在历史低位, 下行风险有限的公司。1) 以开润股份、南极电商为代表的“高性价比新国货”持续保持较高业绩增长。体育服饰行业由于符合服饰消费趋势, 相关公司也持续保持较高增长。2) 行业龙头(含细分行业龙头)森马服饰、海澜之家、歌力思等目前估值处在低位。3) 近几年, 服饰行业不断涌现出业绩拐点型公司, 建议关注 19 年有望迎来业绩拐点的梦洁股份和美邦服饰。

1) 业绩稳定增长组合: 以开润股份、南极电商为代表的高性价比新国货公司, 即满足一二线消费“降级”需求, 也满足三四线消费升级需求, 预计 2019 年业绩继续高增长。市场上部分投资人对南极电商的应收帐款、现金管理及理财收益、员工数量等存在一些疑问, 公司已经公开解答, 预计对公司股价是短期影响。

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。美邦服饰经营净现金流、存货持续改善, 预计 19 年下半年净利润出现明显改善。

3、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。19Q1 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) 2019/2020 年收入预测为 29.32 亿(+43%)/40.84 亿(+39%)，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：预计 19Q2 GMV 增速在 60%左右。**市场上部分投资人对南极电商的应收帐款、现金管理及理财收益、员工数量等存在一些疑问，公司已经公开解答，预计对公司股价是短期影响。

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。

- **比音勒芬：公司 18 年全年及 19 年一季度业绩优秀，超市场预期。**

2018 年收入实现 14.76 亿(+39.96%)，归母净利 2.92 亿(+62.16%)。18Q4 单季度实现营收 4.17 亿(+40.63%)，归母净利 0.86 亿(+100.85%)。2019 年 Q1 收入实现 4.72 亿(+27.37%)，归母净利 1.3 亿(+52.91%)。公司拟每 10 股转增 7 股派息 5 元，分红比例 30.78%。优秀公司在优质赛道下显示出加速成长态势，18Q4 增长加速且在去年同期高基数水平下仍保持高速增长，同店店效提升贡献

收入增长较大。

什么样的消费者是比音勒芬的客群主力？

我们在草根暗访调研中发现，大部分在虹桥门店购买商品的顾客以男士居多，且多为商务人士，年龄 40 岁以上，也就是常常说的“大叔”人群。消费特点是：

(1) 价格敏感度低。(2) 用户忠诚度高。价格敏感度低带来客单价空间和高购物效率。用户忠诚度高带来高复购率和高会员消费占比。从后继消费人群来看，客群也有年轻化趋势，80/85 后新贵也逐渐成为消费的重要组成，会员中 80 后占比也达到 30%+。

同店为何高增长？同店店效提升主要来自于商场渠道的优化调整。

根据历史情况来看，渠道大部分是在高端百货，一般均位于男装楼层。在其他国内男装品牌面临瓶颈期时，比音勒芬“敌退我进”，根据销售业绩情况被百货调整到更有流量和更大面积的铺位。动态调整带来了人流量和店均面积的提升，导致同店店效会出现快速增长。对于非商场店，依托品牌设计和产品能力上的提升逐步提高复购率和连带率促进同店增长。

怎么看未来的成长空间？主副品牌仍有较大开店空间，威尼斯有望吸引年轻客流。随着城市化推进和一二线城市人口的聚集效应，我们认为主品牌开店仍有空间，预计总店数在 1500-2000 家左右。副牌威尼斯风格上偏运动时尚，其风格调性适合多种场景，承接主品牌优质供应链资源，潜力较大，保守估计威尼斯品牌开店空间至少在 1000 家以上。投资建议：考虑到公司同店增速快，开店速度及业绩超预期，预计 2019-21 归母净利润 4.1/5.4/6.9 亿元，EPS 分别为 2.28/3.0/3.8 元，给予 2019 年 30 倍估值，对应目标价 68.4 元，维持“买入”评级。

- **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，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 25/19/15，维持买入评级。
- **森马服饰：剔除 KIDILIZ 并表 19Q1 业绩超市场预期**

19Q1 收入 41.18 亿 (+63.90%)，归母净利润 3.47 亿 (+11.06%)。2018Q4 KIDILIZ 收入 7.95 亿，亏损 3555 万，我们由此推算 2019Q1 剔除 KIDILIZ 并表，森马本部收入增长 30%+，归母净利润增长 20%+，业绩超市场预期。我们认为主要原因为：1) 公司过去 3-5 年的改革开始迎来收获期，童装龙头地位不断巩固，休闲业务持续复苏。2) 2018 年新开店较多（森马休闲 2018 年净面积增长 11.54%，童装净面积增长 20.47%），开始贡献业绩。

KIDILIZ 并表致毛利率、费用率双升，净利率下降

19Q1 毛利率 41.68% (+2.59PCT)，销售费用率 23.57% (+6.11PCT)，管理+研发费用率为 5.9% (+1.04PCT)，主要是 KIDILIZ 业务高毛利率、高费用率所致。19Q1 公司净利率为 8.36% (-3.89PCT)，主要系 KIDILIZ 亏损所致。

19Q1 存货、应收账款环比下降，经营净现金流入受并表及季节影响下降

1、截至 19Q1 存货共 40.76 亿，环比 18Q4 下降了 3.41 亿。截至 19Q1 应收账款 17.65 亿，环比 18Q4 下降了 1.88 亿，我们由此判断公司在加大力度清理存货且动销改善，森马电商业务强大的存货消化能力，并且不断增加奥莱渠道，我们认为公司目前存货压力不大。

2、19Q1 经营净现金流入为 -3334 万，我们认为一方面受 KIDILIZ 业务亏损拖累，另一方面 19Q1 要为秋冬季产品提前采购原辅料使现金流出较多，其 19Q1 购买商品、接受劳务支付的现金现比增长了 44%。如果拉长全年来看，预计公司经营

净现金流与净利润增幅较为匹配。

预计 KIDILIZ 并表仍会拖累公司 19 年报表，期待公司接手后快速改善

1、19Q1 如果剔除 KIDILIZ 并表，各项财务指标皆是行业内比较优秀的，体现了森马已开始进入改革红利期，看好公司向新品牌不断输出管理能力。

2、KIDILIZ 集团旗下有 Z 品牌、Absorba 品牌、Catmini 品牌等，2019 年 1 月 Catimini 在上海港汇恒隆广场开业，开启了森马运营 KIDILIZ 集团品牌的序幕，我们认为随着中国区业务的发展，KIDILIZ 业绩会逐步改善。

盈利预测：预测 2019、2020 年净利润至 19.09 亿、22.14 亿，对应 EPS 为 0.71 元、0.82 元。维持买入评级，给予 2019 年 20 倍估值，目标价 14.20 元。

● 海澜之家：业绩符合预期，低估值龙头股息回报稳定

2019Q1 实现营业总收入 60.89 亿 (+5.23%)；归母净利润 12.10 亿 (+6.96%)。扣非净利润 11.54% (+3.2%)，差异主要系理财收益增加所致。业绩基本符合预期。

分品牌来看，主品牌海澜之家实现营收 49.93 亿元 (+2.16%)；爱居免实现营收 3.43 亿 (+1.06%)，圣凯诺实现营收 4.93 亿 (+11.45%)。主品牌符合预期，我们预计 19Q1 主品牌同店持平略增，18 秋冬季的售罄率在 60%左右，维持良好趋势；女装收入增速放缓主要系公司战略调整，注重盈利先于规模所致，线上增速放缓系线上流量整体放缓和去年同期基数较高所致。

19Q1 渠道拓展整体稳定。19Q1 主品牌海澜之家系列（含海一家和黑鲸）净开店 72 家，爱居免 19Q1 净关 8 家店，我们判断在经历过去几年的渠道快速扩张，爱居免开始进入渠道优化调整的阶段，相对渠道和收入端的扩张，盈利指标更加重要。存货与周转整体健康。我们判断主要系直营占比提升，门店数持续增加从而导致备货增加所致，存货规模增长不大，我们判断整体健康。回购股份，彰显管理层信心。我们预计一期回购计划有望在 6 月结束，二期回购计划有望接力展开。

主品牌维持良好趋势，行业白马维持稳定增长，新品牌未来有望贡献盈利空间。长期来看，海澜作为行业白龙头公司，全年业绩仍能维持低速稳定增长，目前 PE 估值较低，16-17 两年分红比例均超过 60%，18 年分红比例超过 50%（不含回购的前提下）。女装品牌爱居免，轻奢品牌 AEX，OVV 和家居品牌海澜优选等仍处于培育投入期，对利润有一定影响。我们预计 2019 年公司仍将维持多品牌战略的开发和布局，爱居免女装品牌将贡献一定盈利，男生女生等品牌并表也将带来收入增长，培育期品牌未来潜力大，期待未来培育期过后贡献利润。女装爱居免品牌预计 18 年整体仍在盈亏平衡线附近，尚不贡献 PE 估值，但爱居免女装品牌体量规模已经较大，其品牌价值并未体现在公司市值内，从 PE 估值角度海澜整体价值存在低估。盈利预测与估值：考虑到 2019 年开始，收购的男生女生品牌并表因素，预计收入 2019-21 年 212.2/235.2/263.6 亿，净利润 39.6/44.4/49.96 亿，预计 2019—21 年 EPS 为 0.88/0.99/1.11 元。海澜全年业绩相对稳定增长，且作为行业白龙头估值锚相对稳定，股息率可观，有一定投资价值，给予 19 年 15X，维持“买入”评级，目标价 13.2 元。

- **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，行业调整不达预期；行业及公司净利率下滑风险，现金流压力风险。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2019-06-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	29.78	买入	0.80	1.06	1.54	2.20	37.23	28.09	19.34	13.54
002127.SZ	南极电商	10.08	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	28.00	19.38	13.62	10.18
02331.HK	李宁	13.44	买入	0.21	0.44	0.57	0.72	64.00	30.55	23.58	18.67
02020.HK	安踏体育	48.30	买入	1.53	1.92	2.35	2.82	27.58	21.98	17.96	14.96
002832.SZ	比音勒芬	45.80	买入	1.61	2.28	2.99	3.80	28.45	20.09	15.32	12.05
002397.SZ	梦洁股份	5.23	买入	0.11	0.26	0.37	0.50	47.55	20.12	14.14	10.46
002563.SZ	森马服饰	10.32	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	16.38	14.54	12.59	10.75
600398.SH	海澜之家	8.54	买入	0.77	0.88	0.99	1.11	11.09	9.70	8.63	7.69
603808.SH	歌力思	14.10	买入	1.10	1.32	1.57	1.84	12.82	10.68	8.98	7.66
601566.SH	九牧王	12.15	买入	0.93	1.01	0.86	0.98	13.06	12.03	14.13	12.40

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，李宁及安踏体育收盘价单位为港元，1港币=0.879人民币

1. 本周观点：继续推荐业绩稳定增长、低估值龙头及业绩反转标的

1.1. 市场持续调整，优选业绩稳定增长、低估值龙头及业绩反转标的

4月行业数据受节日影响偏弱，期待5月数据复苏。19年4月社零服装数据略有下降。19年4月当月服装行业销售额同比下降1.1%，增速环比下降7.7pct；19年1-4月累计同比增长2.2%，增速环比下降1.1pct。我们认为主要系节假日错位的因素影响（19年4月休假8天，18年4月休假10天），对社零服装数据有所影响，将19年4月和5月的数据叠加会更有参考意义。目前在一二季度行业仍然在逐渐寻底的过程，我们认为三季度整体服装社零数据将有所改善，继续看多整个服装板块。主要系：1）虽然19年4月数据相对较弱，但由于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。由此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，建议投资者重点关注景气度高，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。

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：梦洁家纺；
- 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

证券简称	预测PE 2019	预测PE 2020	2019-2021 净利润 CAGR	预测净利润增长率 2019	预测净利润增长率 2020	预测净利润增长率 2021	净利润 2018 (百万元)	预测/净利润均值 2019 (百万)	预测/净利润均值 2020 (百万)	预测/净利润均值 2021 (百万)	总市值 (亿元)
开润股份*	28.13	19.28	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	64.8
南极电商*	19.51	13.67	38.6%	43.0%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	247.5
比音勒芬*	20.13	15.31	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	83.1
森马服饰*	14.59	12.58	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	278.6
海澜之家*	9.69	8.64	12.3%	14.6%	12.1%	12.6%	3,454.8	3,958.3	4,438.4	4,995.9	383.7
美邦服饰*	14.62	9.76	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	62.8
梦洁股份*	19.91	14.36	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	40.8
李宁*	32.36	24.67	28.7%	33.9%	31.2%	26.3%	715.3	957.5	1,256.2	1,586.4	309.9
安踏体育*	25.14	20.52	21.3%	25.8%	22.5%	20.1%	4,102.9	5,160.0	6,320.0	7,590.0	1,297.0
罗莱生活*	13.78	12.30	12.6%	11.3%	12.1%	13.1%	534.5	595.1	666.8	754.5	82.0
歌力思*	10.65	9.00	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	46.9
百隆东方*	10.99	9.29	17.5%	38.9%	18.2%	16.8%	437.5	607.6	718.2	839.2	66.8
九牧王*	12.06	14.08	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	69.8
水星家纺*	13.98	12.09	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	46.3
健盛集团*	13.63	10.99	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	35.2
太平鸟*	10.63	8.98	18.1%	23.4%	18.4%	17.8%	571.5	705.4	835.1	983.4	75.0
鲁泰A	10.54	9.67	8.8%	10.6%	9.0%	8.5%	811.5	897.7	978.9	1,061.9	94.6
伟星股份	14.17	12.46	13.2%	18.3%	13.7%	12.6%	310.3	367.0	417.4	470.2	52.0
七匹狼	12.45	11.20	11.3%	11.0%	11.2%	11.4%	346.3	384.3	427.1	475.7	47.8
华孚时尚	12.99	11.55	9.5%	14.0%	12.5%	6.5%	751.8	857.1	964.3	1,027.4	111.4
新野纺织	6.70	5.67	16.7%	20.1%	18.1%	15.2%	386.5	464.3	548.4	631.8	31.1
报喜鸟	27.80	20.30	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	40.3
富安娜	10.20	9.08	12.4%	13.9%	12.4%	12.4%	543.4	618.9	695.5	781.7	63.1
朗姿股份	15.03	13.09	14.3%	12.6%	14.8%	13.9%	210.5	236.9	271.9	309.6	35.6
汇洁股份	11.47	10.63	8.6%	67.8%	7.9%	9.3%	165.7	278.0	300.0	328.0	31.9
奥康国际	23.77	20.73	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	39.0
维格娜丝	7.25	6.12	13.8%	15.7%	18.4%	9.4%	272.8	315.6	373.9	409.1	22.9
起步股份	18.44	16.25	13.4%	14.5%	13.5%	13.2%	180.7	207.0	235.0	266.0	38.2
拉夏贝尔	8.01	5.68	27.5%	-320.0%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	28.1
天创时尚	11.96	10.63	12.0%	13.6%	12.5%	11.6%	242.2	275.2	309.6	345.4	32.9
安正时尚	12.20	10.41	15.3%	34.8%	17.2%	13.4%	281.2	379.0	444.1	503.5	46.2
探路者	27.91	21.88	25.7%	-166.5%	27.6%	23.8%	-181.9	121.0	154.4	191.2	33.8
新澳股份	15.47	12.92	16.0%	18.0%	19.7%	12.4%	199.4	235.2	281.5	316.4	36.4
联发股份	8.08	7.81	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	32.3
红豆股份	34.77	29.26	17.4%	26.7%	18.9%	15.9%	207.1	262.3	311.7	361.4	91.2
航民股份	9.06	8.17	9.9%	12.6%	10.9%	8.8%	661.9	745.5	826.8	899.9	67.6
雅戈尔	7.65	7.05	-	12.2%	8.5%	-	3,676.9	4,124.0	4,473.0	-	315.4
搜于特	18.87	16.63	-	32.6%	13.5%	-	369.4	490.0	556.0	-	92.5

资料来源：Wind，天风证券研究所；盈利预测来源于 WIND 一致预期；

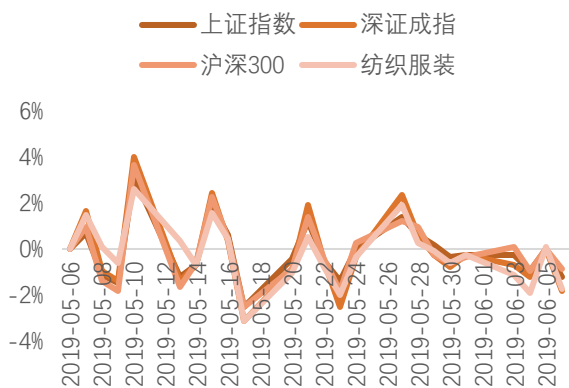
备注：1) 截至时间 2019 年 6 月 7 日；2) 表中标*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标*公司盈利预测均来源于 Wind；

2. 市场行情

2.1. 板块及个股涨跌幅

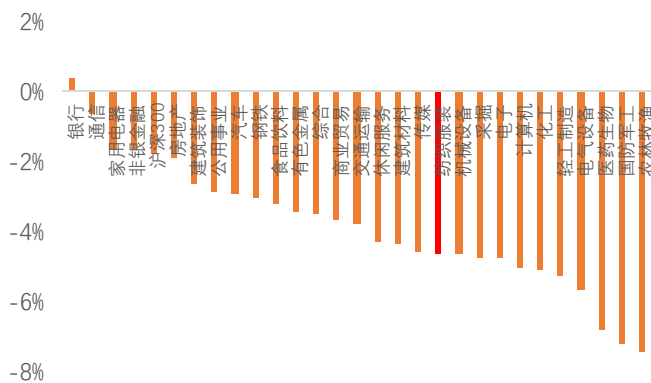
本周上证指数收于 2827.80 点，较上周收盘下跌-2.45%；深证成指收于 8584.94 点，较上周收盘下跌-3.79%；沪深 300 收于 3564.68 点，较上周收盘下跌-1.79%；申万纺织服装板块收于 1888.31 点，较上周收盘下跌-4.63%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

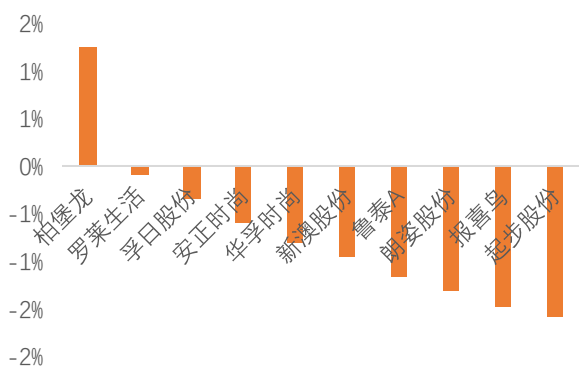
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

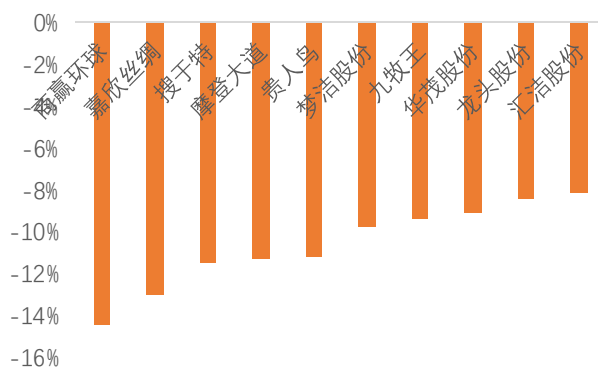
个股方面，柏堡龙、罗莱生活、孚日股份涨幅居前三；商赢环球、嘉欣丝绸、搜于特跌幅居前三。

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十名（%）



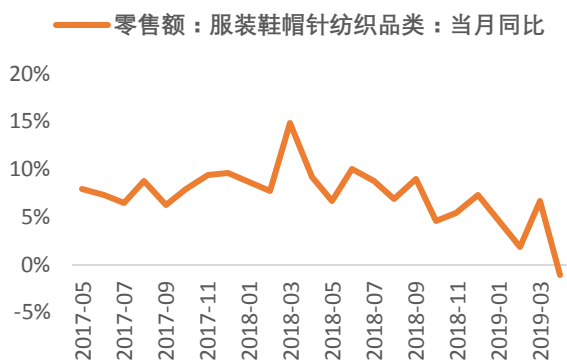
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 行业数据回顾

2.2.1. 零售端：4月零售增速略有下降，服装针织鞋帽行业增速环比下降

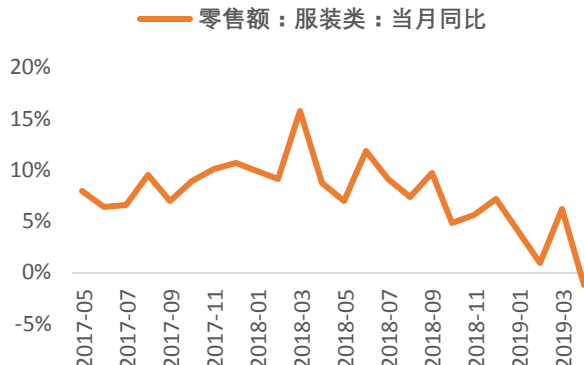
2019年1-4月，社会消费品零售总额128375.80亿元，比上年增长8.0%。2019年4月份，社会消费品零售总额30586.10亿元，同比增长7.2%，环比降低3.6pct。2019年4月份限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比减少1.10%（3月为6.60%，环比降低7.5pct）。

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 (%)



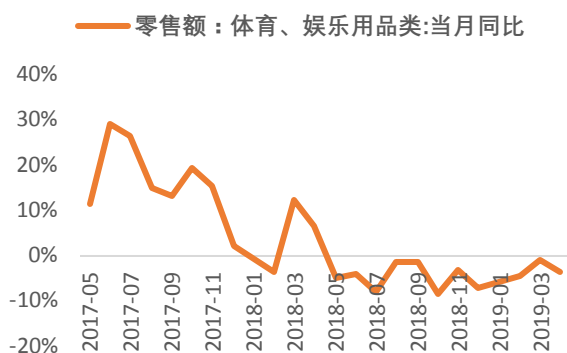
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



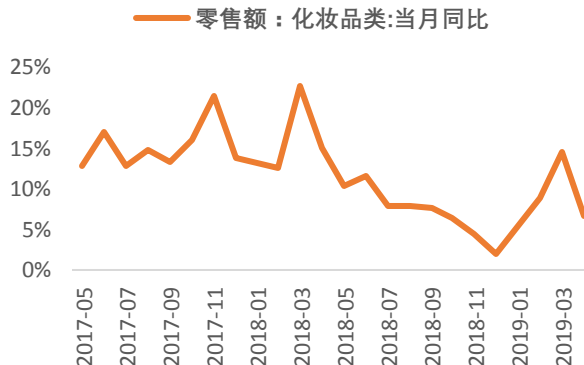
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 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 9：2017 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比 (%)



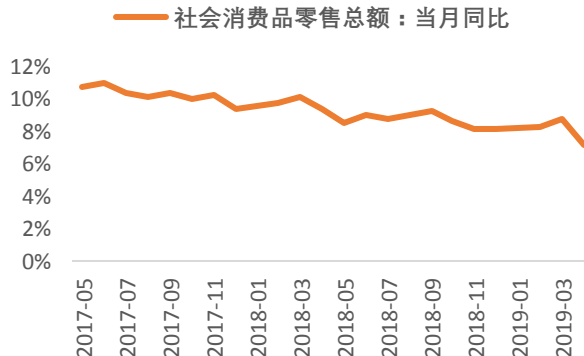
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 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 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

2.2.2. 出口：4 月纺织品出口金额、服装类出口金额同比下滑

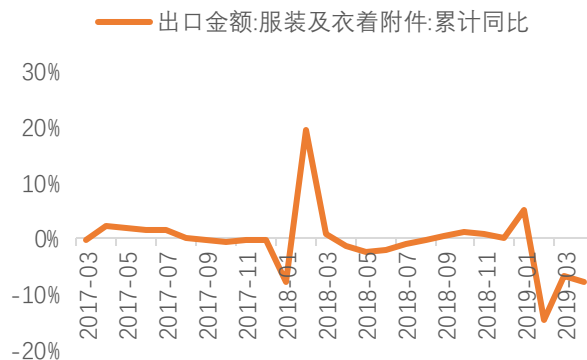
截至 2019 年 4 月底，据海关总署发布的数据显示，4 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 97.89 亿美元，同比下跌-6.74%，环比 3 月份下降 43.19pct；2019 年累计出口 366.72 亿美元，同比上涨 0.80%。服装及衣着附件 4 月的出口金额为 96.71 亿美元，同比下降-11.33%，环比 3 月份上升 11.71pct；2019 年累计出口 390.92 亿美元，同比下降-7.60%。

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

2.2.3. 上游：棉花价格指数略有下跌，羊毛进口价格略有上涨

中国棉花综合价格指数：110.92，较上周上涨 0.19%。

棉花进口价格：2019 年 4 月为 1871.88 元/吨，较 3 月份 2055.51 元/吨，下跌 8.93%。

羊毛进口价格：2019 年 4 月为 9579.29 元/吨，较 3 月份 9732.54 元/吨，下跌 1.57%。

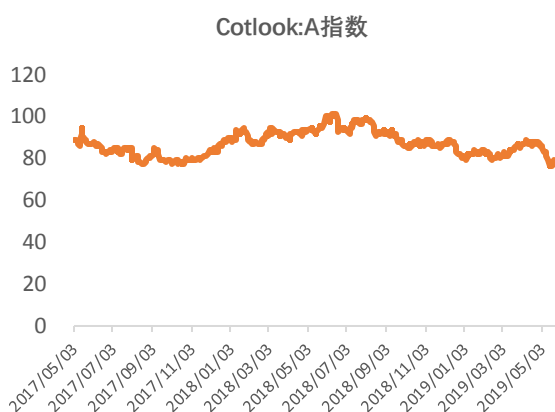
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 11300.00 元/吨，与上周价格相比下降 400 元/吨。粘胶长丝本周均价 37800.00 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 7450.00 元/吨，较上周下跌-2.99%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7520.00 元/吨，较上周上涨+0.27%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 8500.00 元/吨，较上周下跌-1.16%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 9200.00 元/吨，较上周下跌-1.08%。

国内棉布产量：2019 年 4 月棉布产量 42.20 万吨，当月同比上升+1.70%。

国内棉纱产量：2019 年 4 月棉纱产量 230.70 万吨，当月同比下降-2.00%。

图 14：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



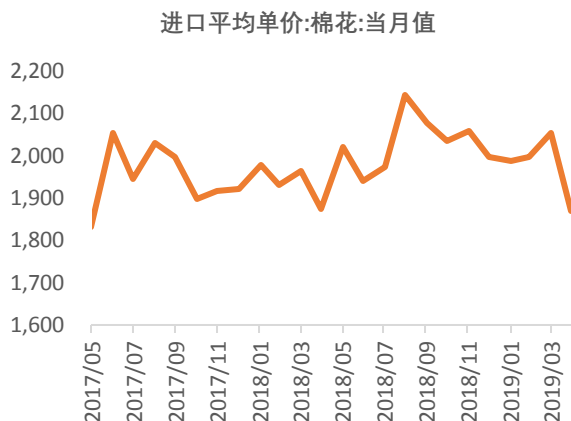
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



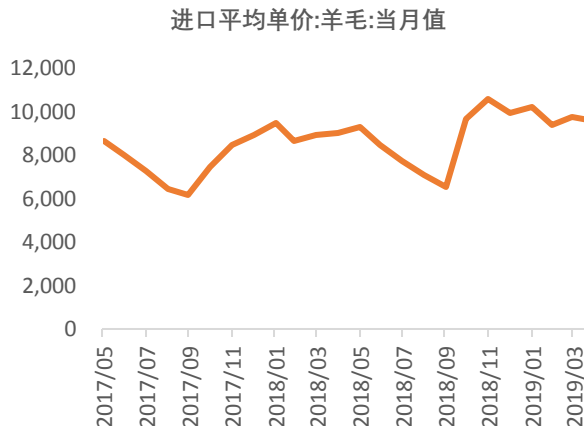
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：(美元/吨)



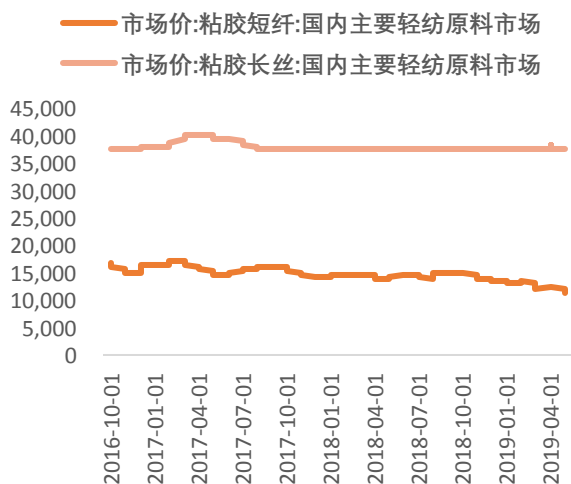
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：(美元/吨)



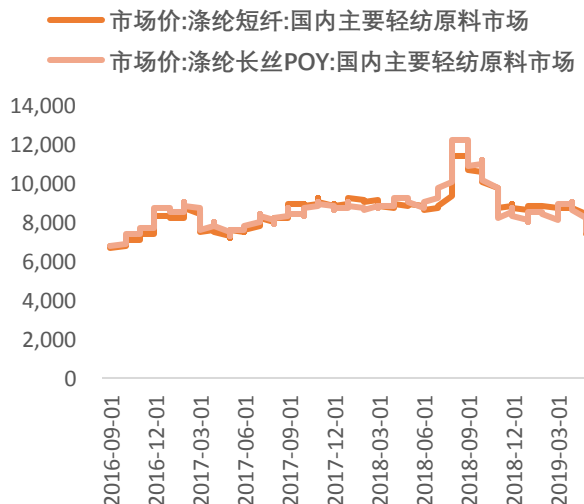
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



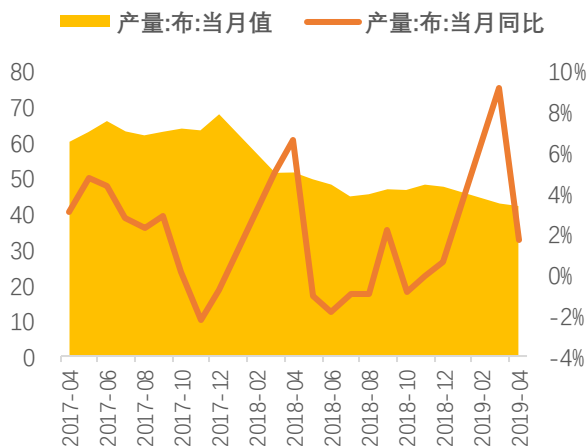
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



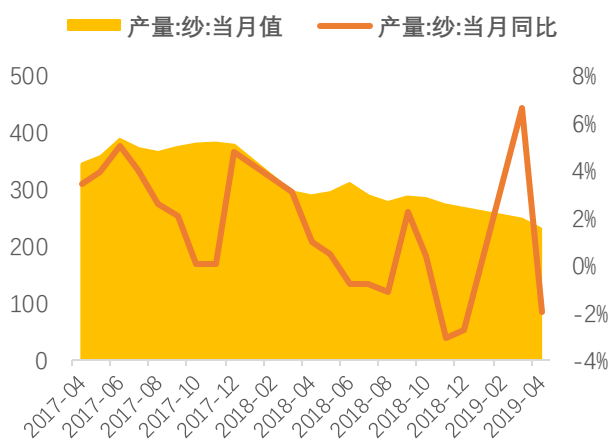
资料来源：Wind，天风证券研究所

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)



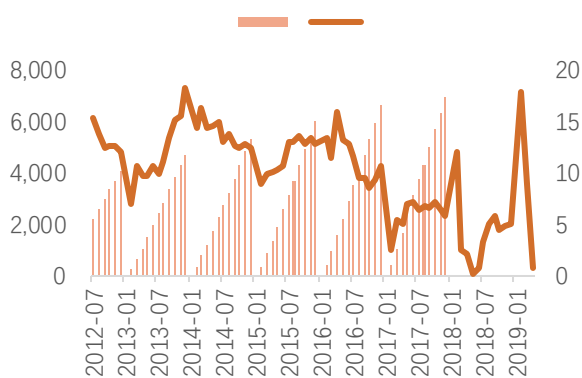
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.4. 行业投资：纺织行业投资增速保持稳定，服装行业投资增速有所上升

纺织行业固定资产投资：2019年4月，纺织行业固定资产投资同比增长+0.80%，较2018年4月同比增速有所下降（-1.3pct）。

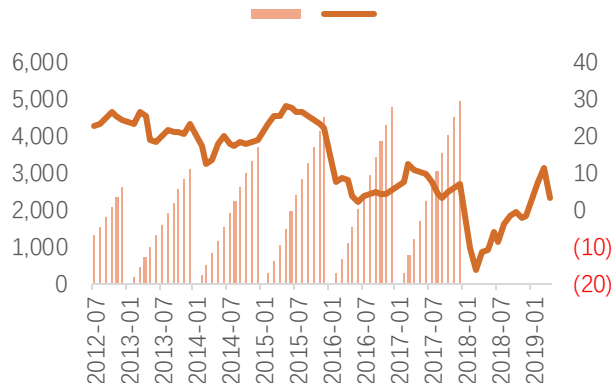
服装行业固定资产投资：2019年4月，纺织服装行业固定资产同比增长3.20%，较2018年4月同比增速有所上升（+14.7pct）。

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，%）



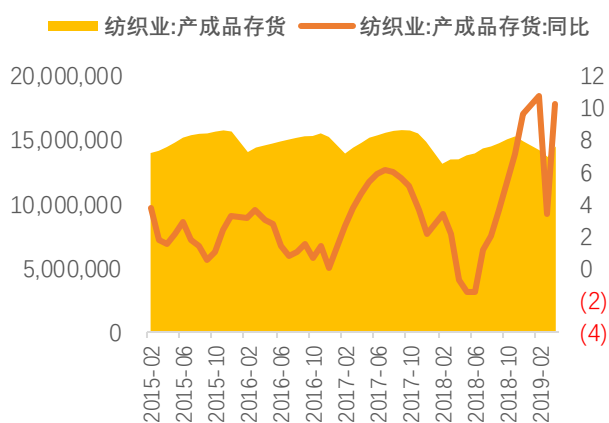
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.5. 行业库存情况：纺织业库存增速提升，服装行业库存增加

纺织行业库存情况：2019年4月，纺织行业产成品库存1439.60亿元，同比增长10.2%，较上月增速有所上升（+6.9pct）。

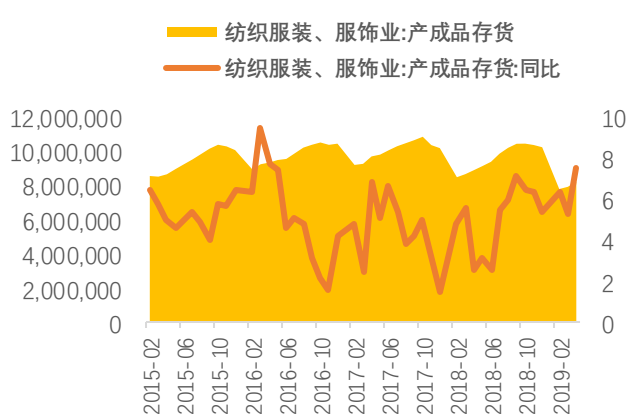
服装行业库存情况：2019年4月，服装行业产成品库存819.20亿元，同比增长7.5%，较上月增速有所上升（+2.2pct），库存量有所增加。

图 24：2012 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）



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

2.3. 公司公告

2.3.1. A 股公告：

孚日股份（002083.SZ）股东股权解除质押公告：截止19年6月3日，公司控股股东孚日控股解除质押给融通资本的公司股份4200万股，占总股本的4.63%。目前已质押1.62亿股，占公司总股份的17.84%。截至本公告日，孚日控股持有公司股份2.31亿股，占总股本的25.44%。

搜于特 (002503.SZ) 股东股份解除质押公告: 公司股东马鸿及兴原投资公司解除质押给兴业证券的公司股份合计 2.40 亿股, 占总股本的 24.41%。截至本公告日, 马鸿及兴原投资合计持有公司股份约 12.80 亿股, 占总股本的 41.39%。

三房巷 (600370.SH) 股东股份解除质押公告: 公司股东海伦石化解除质押给工商银行的公司股份合计 3,500 万股, 占总股本的 4.39%。截至本公告日, 海伦石化持有公司股份 3,500 万股, 占本公司总股本的 4.39%。

南极电商 (002127.SZ) 股东股份减持进展公告: 截至本公告日, 公司股东东方新民和蒋学明以集中竞价方式合计减持公司 1,247.43 万股, 减持均价为每股 11.97 元。

奥康国际 (603001.SH) 2018 年年度权益分派公告: 公司拟每股派发现金红利 0.30 元, 共计派发现金红利约 1.17 亿元。本次红利派发股权登记日为 2019 年 6 月 14 日, 现金红利发放日为 2019 年 6 月 17 日。

如意集团 (002193.SZ) 2018 年年度权益分派公告: 公司拟每 10 股派发现金红利 0.50 元, 共计派发现金红利约 1308.58 万元。本次红利派发股权登记日为 2019 年 6 月 11 日, 除权除息日为 2019 年 6 月 12 日。

江苏阳光 (600220.SH) 2018 年年度权益分派公告: 公司拟每股派发现金红利 0.03 元, 共计派发现金红利约 5350 万元。本次红利派发股权登记日为 2019 年 6 月 13 日, 除权除息日为 2019 年 6 月 14 日。

日播时尚 (603196.SH) 2018 年年度权益分派公告: 公司拟每股派发现金红利 0.10 元, 共计派发现金红利 2400 万元。本次红利派发股权登记日为 2019 年 6 月 13 日, 除权除息日为 2019 年 6 月 14 日。

健盛集团 (603558.SH) 2018 年年度权益分派公告: 公司拟每股派发现金红利 0.05 元, 共计派发现金红利约 2007 万元。本次红利派发股权登记日为 2019 年 6 月 12 日, 除权除息日为 2019 年 6 月 13 日。

新澳股份 (603889.SH) 2018 年年度权益分派公告: 公司拟每股派发现金红利 0.3 元, 共计派发现金红利约 1.18 亿元; 以资本公积金向股东每股转增 0.3 股, 共计转增 1.18 亿股。本次红利派发股权登记日为 2019 年 6 月 11 日, 红利发放日为 2019 年 6 月 12 日。

凤竹纺织 (600493.SH) 2018 年年度权益分派公告: 公司拟每股派发现金红利 0.04 元, 共计派发现金红利 1,088 万元。本次红利派发股权登记日为 2019 年 6 月 13 日, 现金红利发放日为 2019 年 6 月 14 日。

宏达高科 (002144.SZ) 2018 年年度权益分派公告: 公司拟每 10 股派发现金红利 1.00 元, 共计派发现金红利约 1,767.63 万元。本次红利派发股权登记日为 2019 年 6 月 10 日, 除权除息日为 2019 年 6 月 11 日。

3.3.2 海外板块公告:

L BRANDS (LB.N) 2019Q1 财年报告公告: 截至 2019 年 5 月 4 日, 公司实现营业收入 26.29 亿美元, 同比增长 0.11%; 实现净利润 0.40 亿美元, 同比下降 16.67%。

Burberry Group plc (BBRYF.OO) 2018 财年年度报告: 截至 2019 年 3 月 30 日, 公司实现营业收入 27.20 亿英镑, 同比下降 -0.48%; 实现净利润 3.39 亿英镑, 同比上涨 15.31%。

3. 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
6.10	鲁泰 A	鲁泰纺织股份有限公司般阳山庄会议室	14:00
6.10	朗姿股份	北京市朝阳区西大望路 27 号大郊亭南街 3 号院 1 号楼（朗姿大厦）16 层会议室	14:00
6.11	棒杰股份	浙江省义乌市苏溪镇苏华街 21 号公司会议室	14:00
6.14	比音勒芬	广州市番禺区南村镇兴业大道 309 号比音勒芬大厦 7 楼会议室	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明细

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
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
旺能环境	2019-05-10	4,100.40	41,656.50	21,804.08	52.34	41,656.50	25,904.48	62.19	定向增发机构配售股份
罗莱生活	2019-05-13	34.00	75,440.91	70,045.07	92.85	75,440.91	70,079.07	92.89	股权激励限售股份
歌力思	2019-05-22	697.13	33,269.44	32,554.44	97.85	33,269.44	33,251.56	99.95	股权激励限售股份
罗莱生活	2019-06-06	92.70	75,440.91	70,079.07	92.89	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	82.71	75,802.04			定向增发机构配

梦洁股份	2019-06-20	1,650.00	77,976.48	50,231.65	64.42	77,976.48	售股份
地素时尚	2019-06-24	3,400.00	40,100.00	6,100.00	15.21	40,100.00	股权激励限售股份
哈森股份	2019-07-01	15,136.10	21,989.66	6,599.90	30.01	21,989.66	首发原股东限售股份
摩登大道	2019-08-02	14,387.49	71,251.98	47,171.07	66.20	71,251.98	定向增发机构配售股份
中潜股份	2019-08-02	11,000.00	17,146.48	6,009.72	35.05	17,146.48	首发原股东限售股份
如意集团	2019-08-16	3,051.47	26,171.56	23,041.60	88.04	26,171.56	定向增发机构配售股份
兴业科技	2019-08-19	6,151.02	30,208.22	24,042.31	79.59	30,208.22	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	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	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	定向增发机构配售股份
旷达科技	2019-11-11	2,691.72	150,239.29	94,272.33	62.75	150,239.29	定向增发机构配售股份
华斯股份	2019-11-11	370.83	38,556.08	29,502.00	76.52	38,556.08	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	首发原股东限售股份
比音勒芬	2019-12-23	9,520.00	18,133.90	7,899.90	43.56	18,133.90	首发原股东限售股份

资料来源：公司公告，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