

纺织服装

证券研究报告
2019年07月07日

寻找中报超预期标的

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

- 1 《纺织服装-行业研究周报:市场回暖 开润领涨, 推荐高成长及低估值龙头标的》 2019-06-23
- 2 《纺织服装-行业研究周报:社零数据平淡, 推荐高增长及低估值龙头标的》 2019-06-16
- 3 《纺织服装-行业研究周报:弱市下继续推荐业绩持续高增长及低估值龙头标的》 2019-06-09

本周核心组合: 开润股份/南极电商/比音勒芬/李宁/水星家纺/森马服饰/海澜之家/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;
- 板块数据: 本周上证指数收于 3011.06 点, 较上周收盘上涨+1.08%; 深证成指收于 9,443.22 点, 较上周收盘上涨+2.89%; 沪深 300 收于 3,893.20 点, 较上周收盘上涨+1.77%; 申万纺织服装板块收于 1,982.64 点, 较上周收盘上涨+1.23%。

行业数据及观点:

1、中美贸易摩擦缓和: 在 6 月 29 日举行的中美元首会晤中, 中美双方重启经贸磋商, 美方表示不再对中国出口产品加征新的关税, 释放积极信号, 中美贸易摩擦有所缓和, 有助于市场风险偏好的提升。

2、建议关注中报超预期标的: 本周我们持续推荐的【李宁】及【比音勒芬】公布公司 19 年上半年业绩预增公告, 李宁预计 19 年上半年实现持续经营利润 5.09 亿元, 大增 90%; 比音勒芬预计 19H1 归母净利润大增 40%-60%, 皆超市场预期; 另外根据我们抓取到的水星家纺的线上数据来看, 二季度水星天猫旗舰店同增 45%, 我们预计 19 年上半年营收有望实现双位数增长, 或超市场预期, 建议投资者持续关注中报有望超预期标的。

3、从行业数据来看: 5 月社零数据虽有所恢复, 但整体表现仍旧较为平淡。我们将 19 年 4 月和 5 月的数据叠加来看, 19 年 4 月+5 月的服装社零数据同比提升 1.49%, 累计同比提升 2.42%, 整体表现仍旧较为平淡。我们认为目前在一二季度行业仍然在逐渐寻底的过程, 三季度整体服装社零数据将有所改善, 继续看好整个服装板块, 由此我们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水星家纺、梦洁股份和美邦服饰。

1) 业绩高增长组合: 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, 建议持续关注。

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。

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速增长，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：预计 19Q2 GMV 增速在 60%左右。**南极电商于 6 月 20 日公告交易所问询函，就经营模式，应收账款，客户、供应商与往来款项做出详细披露解答，并且附会计师核查意见，我们认为其披露内容详尽清晰，也符合商业逻辑和具体业务情景，公司直面市场质疑，且基本面数据良好，继续推荐。

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%，箱包皮服 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，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。

- **比音勒芬：公司公布 19H1 业绩预增公告，超市场预期。**

中报预告归母净利润大增 40%-60%，超市场预期。比音勒芬公告 2019 年半年度

预告, 预计归属于上市公司股东的净利润为: 17,142.57 万元-19,591.50 万元, 19Q2 单季度归母净利 4154.37 万元-6603.3 万元(对应同比增速 10.7%-76%), 我们预计 Q2 单季度归母公司净利润增速在 40%以上。主要原因系公司不断加大产品研发投入, 产品竞争力得到持续提升, 同时加大品牌推广、优化营销网络建设及供应链管理, 加强员工的培训, 持续推出员工持股计划激励方案, 提升团队的凝聚力, 使得销售业绩持续保持增长。优秀公司在优质赛道下竞争力不断提升, 持续高速增长。

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: 公司公布 19H1 业绩预增公告, 经营利润大增 90%。** 1) 公司发布盈利预增公告, 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司预计实现营收增长超过 30%, 预计达到 61 亿元以上; 实现归母净利润预计约 7.09 亿元, 相比 18 年同期增加约 4.4 亿元以上, 同比增长约 164%, 实现快速增长, 大超我们此前预期。公司持续经营利润增加约 2.4 亿元, 达到 5.09 亿元, 同比增长约 90%; 非经常性损益实现不少于 2 亿元左右 (主要是投资收益)。2) 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。3) 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。4) 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。5) 预计公司 19-21 年归母净利润分别为 12.79/16.84/23.59 亿元, 同比增长 78.9%/32.0%/40.1%; 预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.55/0.73/1.02 元, 对应 PE 为 24.15/18.35/13.10, 维持买入评级。
- **水星家纺: 二季度线上数据表现优秀, 预计 19H1 业绩将超市场预期。**

1) **线下渠道:** 近期我们对于水星家纺的线上渠道进行了数据跟踪, 从抓取到的水星天猫旗舰店的数据来看, 二季度水星旗舰店的销售额相比去年同期增长 45% 左右; 我们假设公司天猫平台的销售占线上渠道的 60%-70%左右, 由此我们预计 19 年二季度公司线上渠道的增速有望实现双位数增长。

公司电商渠道 18 年虽有所放缓, 但主要是由于 17 年高基数及受到拼多多等线上平台冲击的影响, 使 18Q2/Q3 季度电商渠道出现负增长。但是随着公司电商子公司的快速响应, 调整内部架构职能, 针对不同的电商平台进行不同的营销方案和产品安排, 公司线上渠道已经恢复增长; 在 18Q2 低基数的背景下, 19Q2 电商渠道增长超市场预期, 预计 19H1 电商渠道也将维持双位数增长。公司作为行业内较早布局电商渠道的企业之一, 近年线上渠道得到快速发展, 考虑到公司电

商渠道基础较好及较好的电商运营能力，预计 19 年全年线上渠道实现双位数增长。

2) 线下渠道：我们预计公司线下维持 19Q1 良好稳定的趋势，预计能够实现低双位数增长，由此我们预计 19H1 公司营收有望实现双位数增长，或超市场预期。目前公司门店以加盟为主，直营门店预计在 100 家左右，主要分布于一二线城市市场。公司通过二级加盟模式在前期深耕低线城市市场，具备一定的规模优势和先发优势，利于渠道的深度挖掘。根据我们的测算，水星目前约 70% 的渠道位于三四线及以下的低线城市。未来公司将利用二级经销模式继续巩固低线城市的渠道优势，进行横向扩展，填补空白市场的同时增加开店密度；同时在一二线城市重点布局，预计 19 年公司新开门店 100 家左右。预计 19 年全年线下增长在 10% 以上。

维持原有盈利预测，预计 19-21 年营收分别为 30.56 亿元、34.70 亿元、39.68 亿元，增速分别为 12.40%、13.53%、14.35%；净利润分别为 3.31 亿元、3.83 亿元、4.46 亿元，同比增长 16.15%、15.62%、16.51%。由此，预计 19-21 年 EPS 为 1.24/1.44/1.67 元，对应 PE 为 15.54/13.44/11.54 倍。我们参考目前家纺行业其他可比上市公司（罗莱生活、梦洁股份）的平均估值为 17.93 倍，维持公司 19 年 20 倍 PE，目标价为 24.80 元。

● 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、Catimini 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%)；爱居兔实现营收 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，爱居兔 19Q1 净关 8 家店，我们判断在经历过去几年的渠道快速扩张，爱居兔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）。女装品牌爱居兔，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，爱居兔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。女装爱居兔品牌预计 18 年整体仍在盈亏平衡线附近，尚不贡献 PE 估值，但爱居兔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。

- **歌力思：**我们预计中报公司收入、净利润双位数增长，有望超市场预期，目前估值仅 11 倍，建议关注。1) 公司 19 年第一季度实现营收 6.23 亿元 (+8.32%)，实现归母净利润 8916 万元 (+11%)，实现扣非净利润 8316 万元 (+3.82%)；公司扣非净利润与归母净利润的差异主要在 18 年政府补助增加约 5000 万元；19Q1 业绩超市场预期。2) **品牌拆分来看：**主品牌 ELLASSAY 保持稳健增长，19 年一季度实现营收 2.53 亿元 (+6.42%)；门店数量为 160 家，相比年初净闭 5 家店，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；Laurèl 品牌 19Q1 实现营收 2399 万元 (-13.55%)；门店数量 39 家，净增 2 家，未来 Laurèl 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 Laurèl 品牌 19 年新开门店 12 家。Ed Hardy 实现营收 1.24 亿元 (+6.19%)；门店数量为 180 家，净关店 1 家。IRO 实现营收 1.61 亿元 (+10.27%)，其中 IRO 在中国区实现营收 1681 万元 (+270.74%)，得到快速发展；IRO 全球门店数量 51 家，净增 2 家；其中中国门店 15 家，净增 2 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；VIVIENNETAM19Q1 实现营收 439 万元 (+454.11%)，收入增长迅速；门店数量 14 家，净增 1 家。我们预计 19 年新开 5 家门店。3) **渠道拆分来看：**线下渠道：公司 19Q1 线下渠道实现 5.45 亿元营收，同比增长 7.28%，占主营业务收入比重为 96.22%，增长稳健。其中直营渠道实现营收 3.27 亿元，同比增长 13.19%，加盟渠道实现营收 2.4 亿元，同比增长 -2.8%，降幅相比 18Q4 有所收窄。线上渠道：公司 19Q1 年线上渠道实现营收 2138.6 万元，同比增长 0.95%，占主营业务比重为 3.78%。4) 预计 19-21 年公司实现净利润 4.4 亿元、5.21 亿元、6.12 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，对应 PE 为 13/11/9 倍。我们给予公司 19 年 20 倍 PE，对应目标价为 26.40 元。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2019-06-28	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	35.23	买入	0.80	1.06	1.54	2.20	44.04	33.24	22.88	16.01
002127.SZ	南极电商	11.24	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	31.22	21.62	15.19	11.35
002832.SZ	比音勒芬	47.67	买入	1.61	2.28	2.99	3.80	29.61	20.91	15.94	12.54
02331.HK	李宁	16.20	买入	0.29	0.55	0.73	1.02	55.86	29.45	22.19	15.88
603365.SH	水星家纺	18.09	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	16.91	14.59	12.56	10.83

002563.SZ	森马服饰	11.06	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	17.56	15.58	13.49	11.52
600398.SH	海澜之家	9.07	买入	0.77	0.88	0.99	1.11	11.78	10.31	9.16	8.17
603808.SH	歌力思	15.27	买入	1.10	1.32	1.57	1.84	13.88	11.57	9.73	8.30

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

1. 本周观点：寻找中报超预期标的

1.1. 寻找中报超预期标的

1、中美贸易摩擦缓和：在6月29日举行的中美元首会晤中，中美双方重启经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，释放积极信号，中美贸易摩擦有所缓和，有助于市场风险偏好的提升。

2、建议关注中报超预期标的：本周我们持续推荐的【李宁】及【比音勒芬】公布公司19年上半年业绩预增公告，李宁预计19年上半年实现持续经营利润5.09亿元，大增90%；比音勒芬预计19H1归母净利润大增40%-60%，皆超市场预期；另外根据我们抓取到的【水星家纺】的线上数据来看，二季度水星天猫旗舰店同增45%，我们预计19年上半年营收有望实现双位数增长，或超市场预期，建议投资者持续关注中报有望超预期标的。

3、从行业数据来看：5月服装鞋帽针织品类社零数据虽有所复苏，但整体表现仍旧较为平淡。19年5月当月服装行业销售额同比增长4.1%，增速环比4月提升5.2pct，相比18年同期下降2.5pct；19年1-5月累计同比增长2.6%，增速环比提升0.4pct，相比18年同期下降6.5pct。由于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，我们将19年4月和5月的数据叠加来看，19年4月+5月的服装社零数据同比提升1.49%，累计同比提升2.42%，整体表现仍旧较为平淡。我们认为目前在一二季度行业仍然在逐渐寻底的过程，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）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) 业绩高增长组合：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，建议持续关注。

推荐标的简述：

本周核心组合：开润股份/南极电商/比音勒芬/李宁/水星家纺/森马服饰/海澜之家/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；

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 (百万元)	预测净利润均值 2020 (百万元)	预测净利润均值 2021 (百万元)	总市值 (亿元)
开润股份*	34.18	23.43	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	78.7
南极电商*	21.39	14.98	38.6%	43.0%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	271.3
比音勒芬*	20.51	15.61	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	84.6
森马服饰*	16.09	13.88	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	307.2
海澜之家*	9.99	8.91	12.3%	14.6%	12.1%	12.6%	3,454.8	3,958.3	4,438.4	4,995.9	395.6
美邦服饰*	15.44	10.31	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	66.3
梦洁股份*	22.26	16.06	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	45.6
李宁*	33.18	25.20	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	424.4
安踏体育*	28.95	23.64	21.3%	25.8%	22.5%	20.1%	4,102.9	5,160.0	6,320.0	7,590.0	1,493.8
罗莱生活*	13.92	12.42	12.6%	11.3%	12.1%	13.1%	534.5	595.1	666.8	754.5	82.8
歌力思*	11.07	9.36	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	48.7
百隆东方*	11.28	9.54	17.5%	38.9%	18.2%	16.8%	437.5	607.6	718.2	839.2	68.6
九牧王*	12.29	14.34	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	71.1
水星家纺*	14.71	12.73	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	48.7
健盛集团*	14.35	11.57	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	37.1
太平鸟*	10.65	8.99	18.1%	23.4%	18.4%	17.8%	571.5	705.4	835.1	983.4	75.1
鲁泰A	10.17	9.32	8.8%	10.6%	9.0%	8.5%	811.5	897.7	978.9	1,061.9	91.3
伟星股份	14.11	12.40	13.2%	18.3%	13.7%	12.6%	310.3	367.0	417.4	470.2	51.8
七匹狼	12.84	11.55	11.3%	11.0%	11.2%	11.4%	346.3	384.3	427.1	475.7	49.3
华孚时尚	12.83	11.41	9.5%	14.0%	12.5%	6.5%	751.8	857.1	964.3	1,027.4	110.0
新野纺织	7.02	5.94	16.7%	20.1%	18.1%	15.2%	386.5	464.3	548.4	631.8	32.6
报喜鸟	28.05	20.49	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	40.7
富安娜	10.84	9.64	12.4%	13.9%	12.4%	12.4%	543.4	618.9	695.5	781.7	67.1
朗姿股份	16.09	14.02	14.3%	12.6%	14.8%	13.9%	210.5	236.9	271.9	309.6	38.1
汇洁股份	13.20	12.23	8.6%	67.8%	7.9%	9.3%	165.7	278.0	300.0	328.0	36.7
奥康国际	25.67	22.40	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	42.1
维格娜丝	7.78	6.77	15.1%	13.2%	14.9%	15.3%	272.8	308.7	354.7	409.1	24.0
起步股份	20.32	17.90	13.4%	14.5%	13.5%	13.2%	180.7	207.0	235.0	266.0	42.1
拉夏贝尔	8.25	5.85	27.5%	-320.0%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	28.9
天创时尚	11.54	10.26	12.0%	13.6%	12.5%	11.6%	242.2	275.2	309.6	345.4	31.8
安正时尚	13.38	11.42	15.3%	34.8%	17.2%	13.4%	281.2	379.0	444.1	503.5	50.7
探路者	29.02	22.74	25.7%	-166.5%	27.6%	23.8%	-181.9	121.0	154.4	191.2	35.1
新澳股份	14.86	12.42	16.0%	18.0%	19.7%	12.4%	199.4	235.2	281.5	316.4	35.0
联发股份	8.37	8.08	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	33.5
红豆股份	35.74	30.07	17.4%	26.7%	18.9%	15.9%	207.1	262.3	311.7	361.4	93.7
航民股份	9.81	8.76	11.1%	13.2%	12.0%	10.3%	661.9	749.3	838.9	925.0	73.5
雅戈尔	7.73	7.13	-	12.2%	8.5%	-	3,676.9	4,124.0	4,473.0	-	318.9
搜于特	17.48	15.41	-	32.6%	13.5%	-	369.4	490.0	556.0	-	85.7

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 28 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. 近期报告回顾

2.1. 【地素时尚】首次覆盖：高 ROE 的优秀中高端女装，店效改善空间大

地素时尚作为中高端女装代表品牌，未来营收规模将稳步提升

1、产品端：注重产品设计，目标定位少淑装市场

公司女装覆盖的是 18-45 岁这一服装消费能力较强的消费群体，定位中高端的少淑女装市场，这类消费者不仅对于产品品质有着较高的要求，同时对于产品的设计风格 and 时尚度有独特的需求。公司是以设计师为主导的中高端时尚品牌，产品风格鲜明、时尚，具备一定优势。

2、线下渠道：店效及门店规模稳步提升，促线下渠道营收的稳健增长

1) 店效层面：由于前期公司的发展主要以渠道拓展为主，终端零售能力稍显疲弱，店效表现相对于国内其他品牌来说并不亮眼，2018 年地素时尚的总单店收入为 306 万元，其中直营门店的终端单店收入为 363 万元，加盟渠道的终端单店收入为 275 万元。（根据终端流

水的测算计算得到), 相对于维格娜丝、歌力思、朗姿股份等主品牌的店效存在一定的提升空间。18 年开始, 公司加强对于终端零售能力的管理, 以提升店效水平, 19 年一季度已经初见成效, 未来公司店效的提升我们认为主要得益于以下几个方面: ①加强终端店员的激励措施, 促进连带率的提升。②加强 VIP 会员管理, 提升客户粘性和复购率。③通过进行店员的管理和培训, 提升零售能力。预计 19 年店效提升幅度在 5%-10%左右。

2) 门店数量: 2018 年公司的门店数量达到 1062 家, 处于行业内中游位置, 仍有较大提升空间。我们通过与各品牌定位或风格相同的其他品牌进行对比发现, 主品牌 DA 目前 613 家门店, 仍存空间; 高端品牌 DM 目前 53 家门店, 预计未来将达到 100 家以上; 年轻品牌 DZ 目前 1569 家门店, 由于其价位相对较低, 适合在三四线城市下沉, 目前天花板远未达到; 男装品牌 RZ 尚处培育期, 仅有 13 家门店, 将持续拓展。19 年预计公司净开 100 家左右。

3、线上渠道: 重点电商渠道发展, 近年发展迅速, 占比持续提升

自 15 年开始公司加大线上线下同步款的比例, 重视电商渠道的发展, 新品折扣与线下保持一致, 使得电商渠道得到较快速的发展。2018 年公司电商渠道增速达到 2.56 亿元, 同比增长 30.76%, 占比由 2015 年的 4.15% 提升至 18 年的 12.20%。18 年公司加大电商投入力度, 线上新品占比已经超过 40%, 我们认为公司 19 年电商增速能够维持在 30% 左右, 占比会不断提升。

盈利能力处于行业内领先位置, ROE 及分红率较高

1) 毛利率: 18 年为 73.9%, 相比第二名高出 4.9p.p; 2) 净利率: 18 年达到 27.3%, 相比第二名高出 9.3p.p, 公司盈利能力较好; 3) 从 ROE 来看, 公司 ROE 水平一直处于行业内领先位置, 2018 年公司 ROE 水平有所下降, 为 26%, 主要是由于 18 年公司 IPO 后净资产增加的影响。4) 从分红来看, 公司是服装行业内分红率较高的公司之一。公司当前股息率为 4.55%, 处于同行业较高位置。

由此, 在营收层面, 公司通过店效的持续提升和门店数量的提升促线下渠道营收的增长; 同时加大线上电商的投入力度, 促线上规模持续扩大。在净利润层面, 由于公司毛净利率水平较高, 提升空间有限; 同时由于 19 年公司加强对于导购的激励措施, 同时有新门店开出, 费用方面预计将会有小规模提升, 但由于公司的营收规模不断提升, 规模效应在一定程度上会对费用端有所覆盖, 同时公司前期费用管控较好, 所以预计公司净利润将保持稳定增长的态势。另外, 公司分红率较高, 处于行业内领先位置, 同时 ROE 较高, 具备较强的盈利能力。

首次覆盖, 给予“买入”评级, 3-6 个月目标价 27.88 元

我们预计公司 19-21 年 EPS 为 1.64/1.86/2.09 元, 对应 PE13.87/12.23/10.89。我们根据中高端女装其他品牌(歌力思、安正时尚、维格娜丝、江南布衣等)公司的平均估值为 17.01 倍, 给予公司 19 年 17 倍估值, 对应目标价为 27.88 元。

风险提示: 终端消费疲软; 终端导购培训和激励效果不及预期, 线下渠道销售不及预期; 公司第三大股东云锋基金近期解禁, 存在大规模减持风险; 对流行趋势把控错误, 导致产品设计与市场需求不匹配, 带来存货风险。

(报告摘自 2019 年 6 月 30 日《【地素时尚】首次覆盖: 高 ROE 的优秀中高端女装, 店效改善空间大》)

2.2.【李宁】公司点评: 19 年上半年经营净利润大增 90%, 超市场预期, 继续坚定推荐

事件: 公司公布业绩预增公告, 19H1 经营净利润增长约 90%。

公司发布盈利预增公告, 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司预计实现营收增长超过 30%, 预计达到 61 亿元以上; 实现归母净利润预计约 7.09 亿元, 相比 18 年同期增加约 4.4 亿元以上, 同比增长约 164%, 实现快速增长, 大超我们此前预期。

从营收拆分测算来看，预计公司 19Q1 营收实现 20%-30%左右，19Q2 实现营收 30%以上增长，增速相比 19Q1 有所提升；其中，我们预计公司线下实现 20%-30%的增速，线上实现 35%-40%左右的增速。

从净利润拆分测算来看，公司持续经营利润增加约 2.4 亿元，达到 5.09 亿元，同比增长约 90%；非经常性损益实现不少于 2 亿元左右（主要是投资收益）。

李宁作为我们港股首推标的，业绩持续恢复，19 年业绩表现亮眼，净利率仍有提升空间，继续推荐。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。主要系：

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

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，拉动毛利率水平。

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 24.2%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

近年童装行业发展潜力的进一步显现，行业规模快速提升，18 年达到 2091 亿元，未来 5 年 CAGR 达到 13.02%，童装领域也成为各品牌的必争之地。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 19 年上半年业绩预增公告中净利润大超预期，我们上调公司盈利预测。预计公司 19-21 年归母净利润分别为 12.79/16.84/23.59 亿元（原值为 9.57/12.56/15.86 亿元），同比增长 78.9%/32.0%/40.1%；预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.55/0.73/1.02 元（原值为 0.44/0.57/0.72 元），对应 PE 为 24.15/18.35/13.10，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 6 月 25 日《【李宁】公司点评：19 年上半年经营净利润大增 90%，超市场预期，继续坚定推荐》）

2.3.【比音勒芬】公司点评：中报预告归母净利润大增 40%-60%超市场预期

中报预告归母净利润大增 40%-60%，超市场预期。比音勒芬公告 2019 年半年度预告，预计归属于上市公司股东的净利润为：17,142.57 万元-19,591.50 万元，19Q2 单季度归母净利润 4154.37 万元-6603.3 万元（对应同比增速 10.7%-76%），我们预计 Q2 单季度归母公司净利润增速在 40%以上。主要原因系公司不断加大产品研发投入，产品竞争力得到持续提升，同时加大品牌推广、优化营销网络建设及供应链管理，加强员工的培训，持续推出员工持股计划激励方案，提升团队的凝聚力，使得销售业绩持续保持增长。优秀公司在优质赛道下竞争力不断提升，持续高速增长。

品牌客群结构：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%+。

近年来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，导致近年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。

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 2500 家上。

二期员工持股完成过户，激励充分，彰显长期发展信心。截止 2019 年 6 月 12 日，公司累计回购 237.4 万股，于 6 月 25 日已经完成过户至公司二期员工持股计划，占总股本 1.31%，锁定期 12 个月。本次员工持股计划覆盖范围不超过 900 人，较一期计划更广。我们认为此次员工持股作为公司员工激励的重要途径，有利于激发员工积极性，显示出管理层对公司长期发展的信心。

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 2.28/2.99/3.8 元，给予 2019 年 30 倍估值，对应目标价 68.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：产品滞销风险，渠道拓展风险。

（报告摘自 2019 年 6 月 27 日《【比音勒芬】公司点评：中报预告归母净利润大增 40%-60%超市场预期》）

2.4.【水星家纺】公司点评：二季度电商渠道改善明显，预计中报将超市场预期

二季度线上数据表现优秀，预计 19H1 业绩将超市场预期。

线上渠道：近期我们对于水星家纺的线上渠道进行了数据跟踪，从抓取到的水星天猫旗舰店的数据来看，二季度水星旗舰店的销售额相比去年同期增长 45%左右；我们假设公司天猫平台的销售占线上渠道的 60%-70%左右，由此我们预计 19 年二季度公司线上渠道的增速有望实现双位数增长。

公司电商渠道 18 年虽有所放缓，但主要是由于 17 年高基数及受到拼多多等线上平台冲击的影响，使 18Q2/Q3 季度电商渠道出现负增长。但是随着公司电商子公司的快速响应，调整内部架构职能，针对不同的电商平台进行不同的营销方案和产品安排，公司线上渠道已经恢复增长；在 18Q2 低基数的背景下，19Q2 电商渠道增长超市场预期，预计 19H1 电商渠道也将维持双位数增长。公司作为行业内较早布局电商渠道的企业之一，近年线上渠道得到快速发展，考虑到公司电商渠道基础较好及较好的电商运营能力，预计 19 年全年线上渠道实现双位数增长。

线下渠道：我们预计公司线下维持 19Q1 良好稳定的趋势，预计能够实现低双位数增长，由此我们预计 19H1 公司营收有望实现双位数增长，或超市场预期。

目前公司门店以加盟为主，直营门店预计在 100 家左右，主要分布于一二线城市市场。公司通过二级加盟模式在前期深耕低线城市市场，具备一定的规模优势和先发优势，利于渠道的深度挖掘。根据我们的测算，水星目前约 70%的渠道位于三四线及以下的低线城市。未来公司将利用二级经销模式继续巩固低线城市的渠道优势，进行横向扩展，填补空白市场的同时增加开店密度；同时在一二线城市重点布局，预计 19 年公司将新开门店 100 家左右。预计 19 年全年线下增长在 10%以上。

维持“买入”评级，3-6 个月目标价 24.80 元。

我们维持原有盈利预测，预计 19-21 年营收分别为 30.56 亿元、34.70 亿元、39.68 亿元，增速分别为 12.40%、13.53%、14.35%；净利润分别为 3.31 亿元、3.83 亿元、4.46 亿元，同比增长 16.15%、15.62%、16.51%。由此，预计 19-21 年 EPS 为 1.24/1.44/1.67 元，对应 PE 为 15.54/13.44/11.54 倍。另外，考虑到公司线下持续受益于低线城市消费升级；线上在逐步改善及各项应对措施落地后增速将持续稳定，长期来看公司业绩将持续稳健增长。家纺是标准化程度较高的产业，我们认为随着电商以及线下渠道在低线城市不断渗透，整个行业集中度会大幅提升。我们参考目前家纺行业其他可比上市公司（罗莱生活、梦洁股份）的平均估值为 17.93 倍，维持公司 19 年 20 倍 PE，目标价为 24.80 元。

风险提示：线下渠道收入不及预期，线上新渠道冲击使竞争加剧等。

（报告摘自 2019 年 6 月 27 日《【水星家纺】公司点评：二季度电商渠道改善明显，预计中报将超市场预期》）

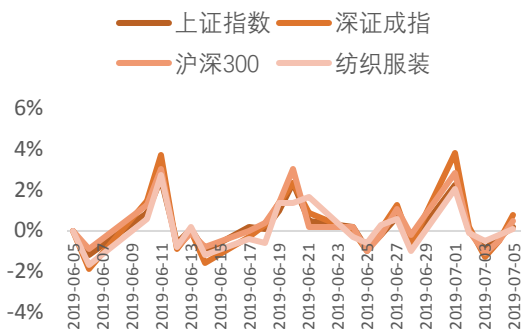
3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

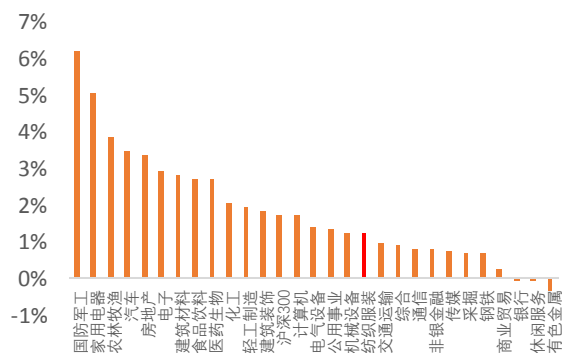
本周上证指数收于 3011.06 点，较上周收盘上涨+1.08%；深证成指收于 9,443.22 点，较上周收盘上涨+2.89%；沪深 300 收于 3,893.20 点，较上周收盘上涨+1.77%；申万纺织服装板块收于 1,982.64 点，较上周收盘上涨+1.23%。

图 2：纺织服装板块月度走势

图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



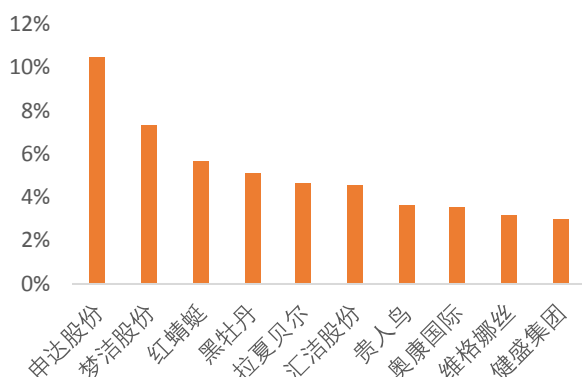
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

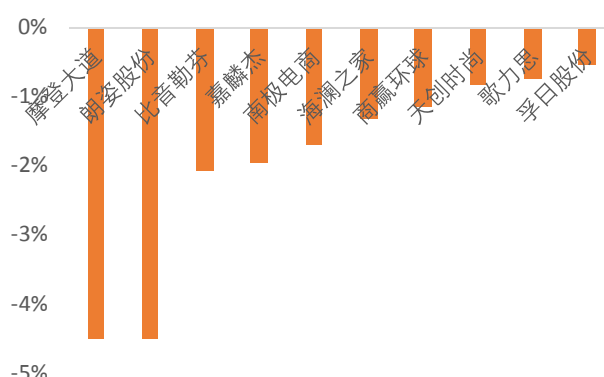
个股方面, 申达股份、梦洁股份、红蜻蜓涨幅居前三; 摩登大道、朗姿股份、比音勒芬跌幅居前三。

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 (%)



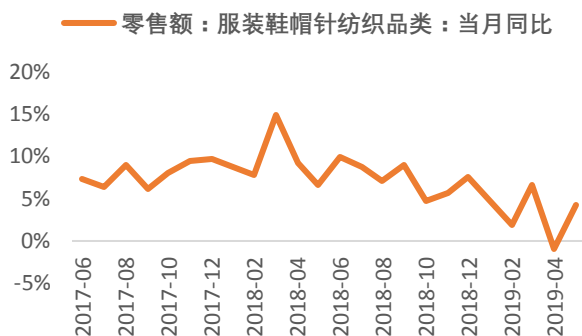
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端: 5月零售数据边际改善, 服装针织鞋帽行业增速环比增加

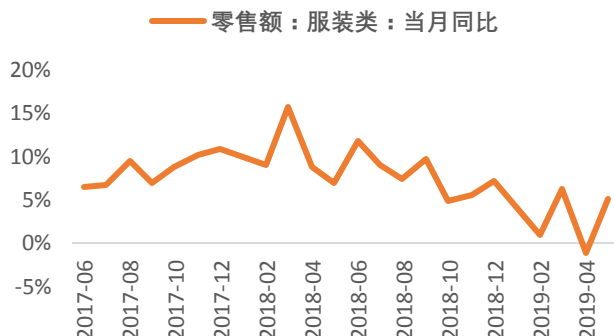
2019年1-5月, 社会消费品零售总额161331.60亿元, 同比增长8.10%。2019年5月, 社会消费品零售总额32955.70亿元, 同比增长8.60%, 环比提升7.75pct。2019年5月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增加4.10% (4月为-1.10%, 环比增加4.40pct)。

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 (%)

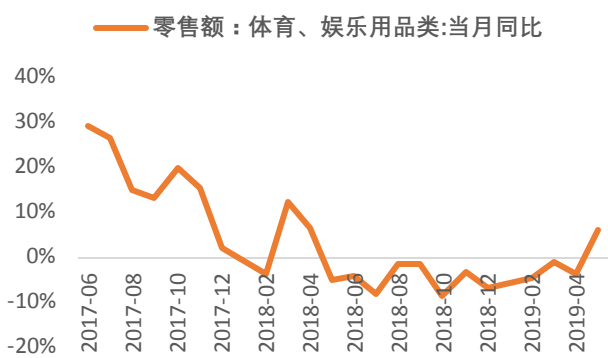


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 2017年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额:

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 (%)

当月同比 (%)

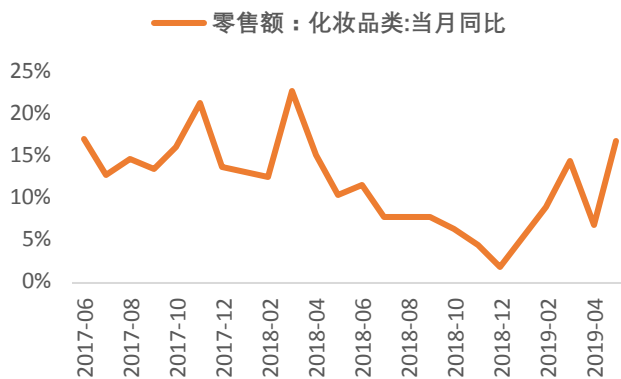


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 2012 年至今社会消费品零售总额: 当月同比 (%)

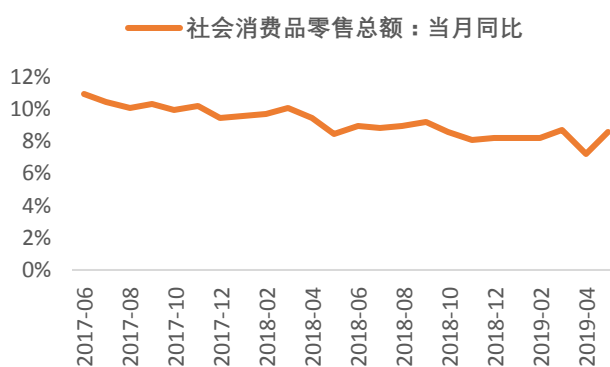


资料来源: Wind, 天风证券研究所



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: 5 月纺织品出口金额同比上涨, 服装类出口金额同比下滑

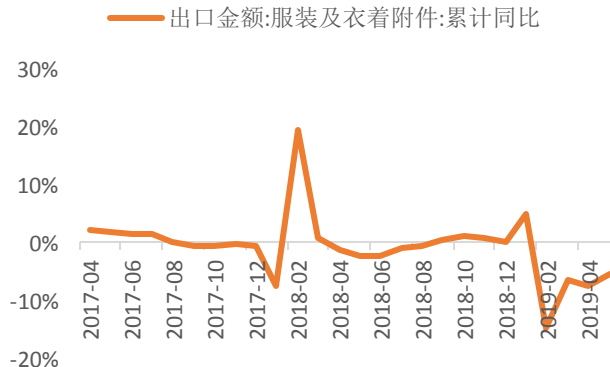
截至 2019 年 5 月底, 据海关总署发布的数据显示, 5 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 116.44 亿美元, 同比上涨 3.55%, 环比 4 月份上涨 18.95%; 2019 年累计出口 483.12 亿美元, 同比上涨 1.50%。服装及衣着附件 5 月的出口金额为 121.87 亿美元, 同比下降 0.11%, 环比 4 月份上涨 26.02%; 2019 年累计出口 512.77 亿美元, 同比下降 5.50%。

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: 棉花价格指数上涨, 羊毛进口价格下跌

中国棉花综合价格指数: 109.66, 较上周上涨+0.08%。

棉花进口价格: 2019年5月为1927.11元/吨, 较4月份1871.88元/吨, 上涨+2.95%。

羊毛进口价格: 2019年5月为9163.34元/吨, 较4月份9579.29元/吨, 下跌-4.34%。

粘胶短纤、长丝价格: 粘胶短纤本周均价为11700.00元/吨, 较上周价格上涨+3.54%。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8530.00元/吨, 较上周上涨+3.02%。涤纶长丝POY本周均价为8875.00元/吨, 较上周上涨+5.28%。涤纶长丝FDY本周均价为9800.00元/吨, 较上周上涨+4.26%。涤纶长丝DTY本周均价为10250.00元/吨, 较上周上涨+3.54%。

国内棉布产量: 2019年5月棉布产量40.90万吨, 当月同比上升+0.00%。

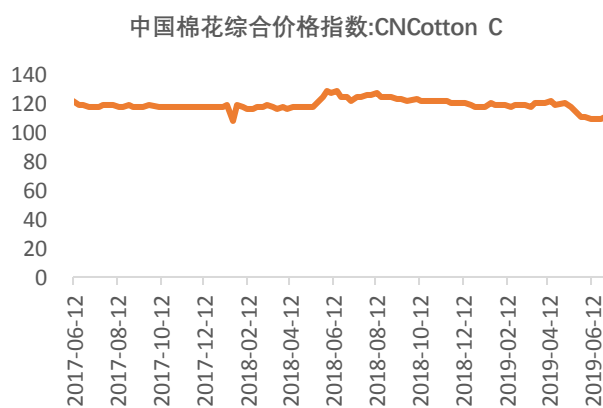
国内棉纱产量: 2019年5月棉纱产量232.70万吨, 当月同比下降-1.90%。

图 14: 2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



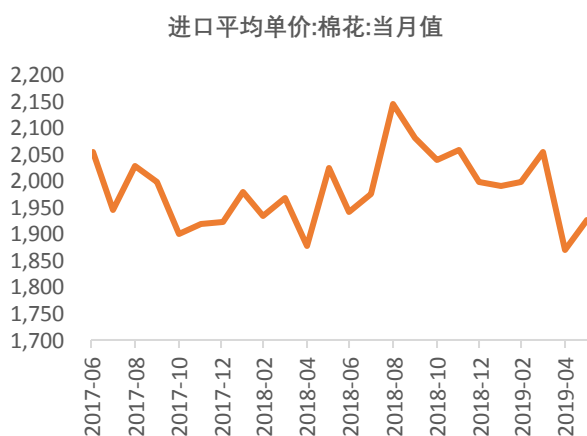
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



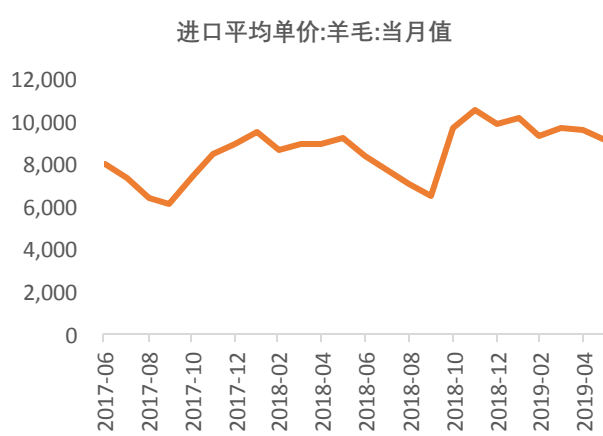
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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)



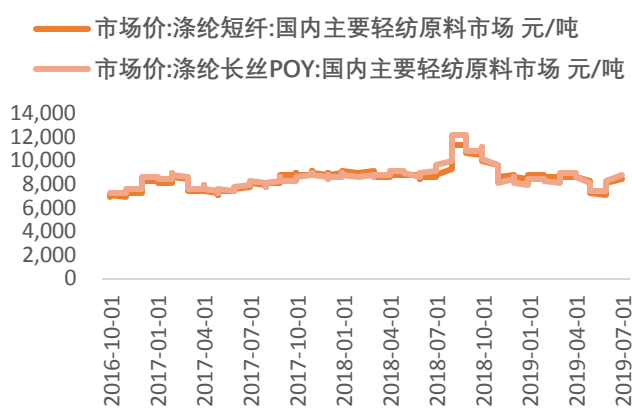
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)

图 19: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)

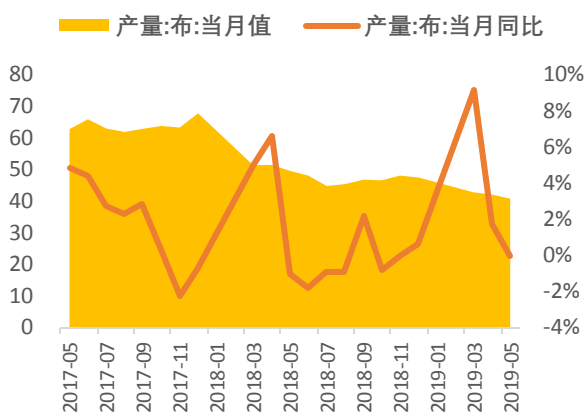


资料来源: Wind, 天风证券研究所



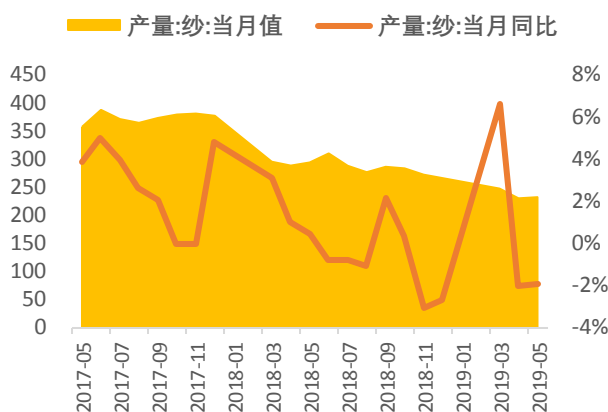
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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: 纺织行业投资增速略有上升, 服装行业投资增速继续上升

纺织行业固定资产投资: 2019 年 5 月, 纺织行业固定资产投资同比增长+1.60%, 较 2018 年 5 月同比增速有所上升 (+1.30pct)。

服装行业固定资产投资: 2019 年 5 月, 纺织服装行业固定资产投资同比增长 3.90%, 较 2018 年 5 月同比增速有所上升 (+14.90pct)。

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, %)

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



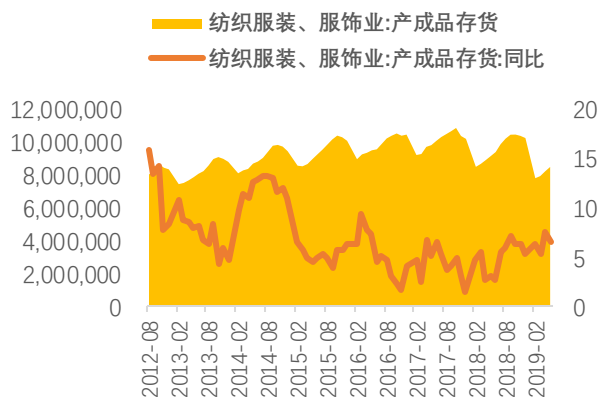
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.5. 行业库存情况: 纺织业库存增速提升, 服装行业库存减少

纺织行业库存情况: 2019 年 5 月, 纺织行业产成品库存 1497.80 亿元, 同比增长 11.9%, 较上月增速有所上升 (+1.7pct)。

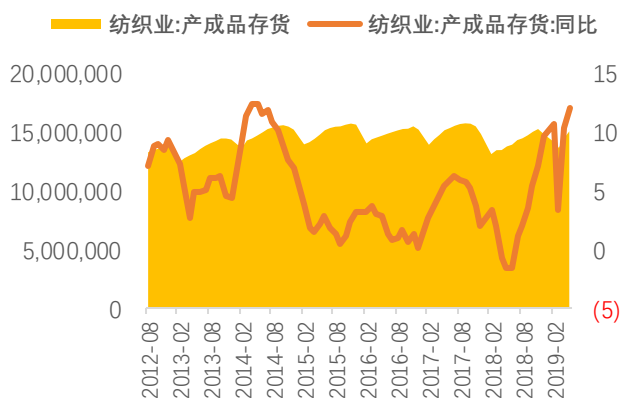
服装行业库存情况: 2019 年 5 月, 服装行业产成品库存 845.40 亿元, 同比增长 6.60%, 较上月增速有所下降 (-0.9pct), 库存量有所增加。

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

3.3. 公司公告

3.3.1. A 股公告:

棒杰股份 (002634.SZ) 高管辞职公告: 2019 年 6 月 29 日, 公司行政总监朱荣建因个人原因辞去公司行政总监职务, 不再在公司担任任何职务。截至本公告披露日, 朱荣建未持有公司股票。

美邦服饰 (002269.SZ) 获得政府补助的公告: 公司及控股子公司自 2019 年 4 月以来, 已累计获得与收益相关的政府补助共计 1,018.34 万元, 已全部计入其他收益。

如意集团 (002193.SZ) 筹划发行股份购买资产的停牌进展公告: 公司正在筹划以发行股

份等方式购买如意品牌投资 100% 股权，本次交易属于重大资产重组，亦构成关联交易，为避免造成公司股价异常波动，公司申请自 2019 年 6 月 25 日上午开市时起开始停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。

商赢环球 (600146.SH) 重大资产购买事项公告：公司与日砾科技、圣舟电商（为日砾科技控股股东）于 2019 年 6 月 28 日共同签署了《投资意向协议》，拟以人民币 4.35 亿元全现金方式收购圣舟电商和日砾科技其他股东所持有的日砾科技 100% 股权。

森马服饰 (002563.SZ) 股东转让股份公告：截至 2019 年 7 月 1 日，股东邱艳芳转让给王耀海的 1.35 亿股完成过户登记手续。此次转让后，邱艳芳持有公司股份为 1.69 亿股（占公司总股本的 6.26%）；王耀海持有 1.35 亿股（占公司总股本的 5%）。

比音勒芬 (002832.SZ) 2018 年度权益分派实施公告：公司拟向每 10 股派发现金红利 5 元，共计派发现金红利 9,066.95 万元；以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7 股，实施后总股本增至 3.08 亿股。本次权益分派股权登记日：2019 年 7 月 8 日；除权除息日：2019 年 7 月 9 日。

中潜股份 (300526.SZ) 1) 更换公司董事公告：截至 2019 年 7 月 2 日，林立新因个人原因申请辞去其董事会董事之职。公司同意提名胡静为第三届董事会非独立董事候选人，同时接任公司董事会战略委员会委员及审计委员会委员的职务。**2) 2018 年年度权益分派实施公告：**公司拟每 10 股派发现金红利约 0.30 元，共计派发现金红利约 514.39 万元。本次红利派发股权登记日为 2019 年 7 月 9 日，红利发放日为 2019 年 7 月 10 日。**3) 高管减持公告：**公司董事兼副总经理明小燕、副总经理刘国才、副总经理肖顺英、副总经理周富共、副总经理兼董事会秘书卓泽鹏将以集中竞价的方式减持公司股份，合计不超过 3.90 万股，占公司总股本的 0.02%。

红蜻蜓 (603116.SH) 公司高级管理人员辞职公告：公司副总裁董忠武因个人原因申请辞去公司副总裁的职务，辞职后董忠武先生将不再担任公司任何职务。

朗姿股份 (002612.SZ) 停牌公告：中国证监会并购重组组委会审核公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项，公司股票将在 2019 年 7 月 4 日开市起停牌，待公司收到并购重组委审核结果后公告并复牌。

三房巷 (600370.SH) 重大资产重组进展公告：截止本公告日，涉及的标的公司海伦石化正在进行增资工作，注册资本增加至 31 亿元，海伦石化的股东三房巷和三房巷国贸正在进行出资认缴工作。

3.3.2 海外板块公告：

中国动向 (3818.HK) 年度报告公告：截至 2019 年 3 月 31 日，公司实现营业收入 21.44 亿元，同比增长 47.31%；实现净利润 8.59 亿元，同比增长 7.24%。

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
7.8	七匹狼	厦门思明区观音山台南路 77 号汇金国际中心公司 16 楼会议室	14:00
7.11	新野纺织	河南省新野县城关镇书院路 15 号河南新野纺织股份有限公司三楼会议室	14:00
7.12	森马服饰	上海市闵行区莲花南路 2689 号	15:00
7.15	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 16 层会议室	14:00
7.15	三夫户外	北京市昌平区陈家营西路 3 号院 23 号楼	15:00
7.16	美邦服饰	上海市浦东新区康桥东路 800 号公司会议室	09:00

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			定向增发机构配售股份
梦洁股份	2019-06-20	1,650.00	77,976.48	50,231.65	64.42	77,976.48			股权激励限售股份
地素时尚	2019-06-24	3,400.00	40,100.00	6,100.00	15.21	40,100.00			首发原股东限售股份
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

中潜股份	2019-08-02	11,000.00	17,146.48	6,009.72	35.05	17,146.48	售股份
							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