

纺织服装

证券研究报告
2019年07月14日

开润股份 19H1 业绩超市场预期，继续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

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。

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

- 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 2,930.55 点，较上周收盘下跌-2.67%；深证成指收于 9,213.38 点，较上周收盘下跌-2.43%；沪深 300 收于 3,808.73 点，较上周收盘下跌-2.17%；申万纺织服装板块收于 1,923.80 点，较上周收盘下跌-2.97%。
- **行业数据及观点**：

行业走势图



资料来源：贝格数据

1、本周【开润股份】发布 19H1 业绩预告，预计实现主营业务收入 11.19-12.79 亿元，同比增长 40%-60%；实现归母净利润 1.09-1.17 亿元，同比增长 30%-40%；扣非归母净利润为 1.06-1.14 亿元，同比增长 43%-54%。【开润股份】作为我们长期坚定推荐的标的，19H1 业绩再超市场预期，是纺织行业得到业绩印证的成长股之一，继续重点推荐。

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:寻找中报超预期标的》 2019-07-07
- 2 《纺织服装-行业研究周报:中美贸易摩擦有所缓和，建议关注中报超预期标的》 2019-06-30
- 3 《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、此前，我们曾通过 8 小时暗访【比音勒芬】上海虹桥店进行对于公司的购买人群和同店高增长来源的调研；本周我们进行了【比音勒芬】成都时代奥莱店的 7 小时蹲点调研，与上次 8 小时暗访不同，我们本次希望解决投资者对于公司存货风险及高盈利能力来源的问题。通过本次调研，我们认为公司奥莱店的请存货能力较强，不存在存货风险；同时公司奥莱店的折扣为 5-6 折，毛利空间较大，存货减值压力较小，保证了公司较高的盈利能力。

3、本周浑水连发三篇报告做空【安踏体育】，安踏均予以正面回应，股价保持坚挺，止跌反升，本周仅跌幅-6.96%。同时安踏公告二季度经营数据，主品牌零售金额 10-20%中段增长，其他品牌零售金额 55-60%增长。我们认为安踏大货符合预期，Fila 仍保持较高速增长。

本周我们仍然对行业维持此前观点，我们认为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，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 年业绩继续高速增长。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。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2019-07-12	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	34.84	买入	0.80	1.06	1.54	2.20	43.55	32.87	22.62	15.84
002127.SZ	南极电商	10.50	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	29.17	20.19	14.19	10.61
002832.SZ	比音勒芬	26.21	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	27.59	19.56	14.89	11.75
02331.HK	李宁	16.80	买入	0.29	0.55	0.73	1.02	57.93	30.55	23.01	16.47
603365.SH	水星家纺	17.96	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	16.79	14.48	12.47	10.75
002563.SZ	森马服饰	10.94	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	17.37	15.41	13.34	11.40
600398.SH	海澜之家	8.49	买入	0.77	0.88	0.99	1.11	11.03	9.65	8.58	7.65
603808.SH	歌力思	14.35	买入	1.10	1.32	1.57	1.84	13.05	10.87	9.14	7.80

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=0.88人民币

● 重点公司推荐逻辑：

- **开润股份：19H1 业绩超市场预期，全年业绩或超我们预期。**公司公布 2019H1 业绩预告，预计实现主营业务收入 11.19-12.79 亿元，同比增长 40%-60%；实现归母净利润 1.09-1.17 亿元，同比增长 30%-40%；扣非归母净利润为 1.06-1.14 亿元，同比增长 43%-54%；19H1 业绩超市场预期。19Q2 单季度预计公司实现营收 5.21-6.81 亿元，同比增长 15.14%-50.51%；实现归母净利润 6337-7174 万元，同比增长 28.86%-45.88%；19Q2 扣非净利润预计实现 6086-6923 万元，同比增长 48.63%-69.07%，19Q2 单季度扣非净利润增速超市场预期。

预计 19H1 归母净利率有所下降，全年 B2C 业务净利率有提升空间。1) 根据公司业绩预告，公司 19H1 归母净利率为 9.16%-9.72%，18H1 为 10.33%，我们认为主要系公司收购的印尼工厂净利率水平略低于原有 B2B 业务所致。其中预计 19Q2 归母净利率为 10.5%-12.2% (18Q2 为 10.88%)，但环比 19Q1 提升 2.95pct.-4.58pct.，我们认为主要系公司 19Q2 B2C 业务的毛利率及净利率提升，以及印尼公司生产效率提升所致。2) 由于 18 年公司 B2C 业务的主要经营主体润米科技净利率为 5.1%，由此推算公司 B2C 业务净利率为 5-6%。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 B2C 业务 2019 年净利率有望提升至 6-7%。

维持买入评级，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/1.55 元。

- **南极电商：预计 19H1GMV 增速 60%左右。预计 19H1 公司本部 (不含时间互联) 收入增长 30%左右，品牌服务+经销商授权收入增长 35%左右，净利润预计实现 40%左右的增长，对应货币化率 3.48% (-0.62pct)。**预计 19Q2 单季度品牌服务费+经销商授权费收入增长约 28%，19Q2 公司本部单季度净利润增长约为 38%，货币化率 4.3% (-1.55pct)。时间互联为独立业务，预计 19H1 包含时间互联公司整体报表收入增速在 50%+。19Q2 货币化率对比同期或将有所下滑，我们认为主要是由于 Q2GMV 超预期增长，部分原因为新品类增长带动，新品类推广期对应服务费率水平较低所致，维持全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。

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。

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。

- **比音勒芬：7 小时奥莱店蹲点调研解答投资者疑惑。**

我们在前期发布的报告《暗访比音勒芬门店 8 小时，探究购买人群以及同店高增长来源》引起了市场的广泛关注，但是当前一些投资者对于比音勒芬仍存在一些疑惑，**主要集中在存货风险及高盈利能力的来源方面。**由于比音勒芬的清存货渠道主要是奥特莱斯渠道，天风纺服团队来到比音勒芬的成都时代奥特莱斯店进行 7 小时 (11:00-18:00) 的蹲点调研，成都奥莱店的面积为 160 平米，18 年全年销售流水为 3200 万元，坪效达到 20 万元。**通过 7 小时的蹲点调研，我们得到以下的结果：客流量：375 人；销售金额：68625 元；销售件数：95 件；总单数：39 单；连带率：2.4 件；客单价：1760 元；奥莱店折扣率在 5-6 折之间。**由此，我们希望能对投资者关心的问题解答：

1) **存货规模较高是否附在存货风险？否！**公司存货消化首先主要通过奥特莱斯店，我们预计公司为 10 家正价店铺配备 1 家奥特莱斯店铺，从而达到业务规模扩张的同时存货能力的对应提升。奥莱店 95% 卖库龄 1-2 年的产品，库龄在 3 年以上的主要通过商场特卖形式。奥莱店做为消化存货的首要渠道，其营收流水，消化能力等十分重要，而通过我们的蹲点调研，公司成都奥莱店的销售情况很好，顾客留店时间长，相比于其他竞品品牌的门店销售火爆，顾客成交率高，可见公司奥莱店的清存货能力较强，不存在存货风险。

2) **公司高盈利能力的来源？是否存在存货减值风险？否！**盈利能力强基础是产品定位和加价倍率。假设比音勒芬的加价倍率为 6.6 倍，终端折扣率为吊牌价 9 折，则其商品直营毛利率在 71% 左右。批发加盟情景下，预计其经销商批发折扣约为吊牌价四五折，其批发毛利率约为 61% 左右，考虑到我们认为数据与公司报表毛利率基本吻合。**毛利空间大+奥莱店存货消化能力强导致存货减值压力小。**我们认为侵蚀服装企业净利率空间的很大一部分因素在于存货减值，由于其奥莱店存货消化能力较强，导致一般库龄在两年以内的存货能得到较好的消化，并且奥莱产品折扣率为 5-6 折，折后仍有较大毛利空间。因此，比音勒芬在毛利空间较大+存货消化能力较强的前提下，其存货减值压力相对较小。

维持原有盈利预测。预计 2019-2021 归母净利润 4.1/5.4/6.9 亿元；由于公司 18 年权益分派转增股本，摊薄 EPS，使得 2019-2021 年 EPS 分别为 1.34/1.76/2.23 元，给予 2019 年 30 倍估值，对应目标价 40.2 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。

我们预计 19Q2 单季度公司营收、净利润实现双位数增长；19H1 公司营收预计实现高单位数增长，净利润预计实现中双位数增长。线上渠道：19Q2 单季度公司电商渠道超市场预期，预计实现 20% 以上增长，19H1 公司线上渠道预计实现高单位数增长。线下渠道：19Q2 单季度我们预计公司线下渠道维持 19Q1 的良好趋势，预计实现低双位数增长；19H1 公司线下渠道预计实现双位数增长。

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环比增长了 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，海澜作为行业白马龙头公司，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，且作为行业白马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，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；Laur èl 品牌 19Q1 实现营收 2399 万元 (-13.55%)；门店数量 39 家，净增 2 家，未来 Laur èl 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 èl 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。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。

1. 本周观点：开润股份 19H1 业绩超市场预期，继续寻找中报超预期标的

1.1. 开润股份 19H1 业绩超市场预期，继续寻找中报超预期标的

1、本周【开润股份】发布 19H1 业绩预告，预计实现主营业务收入 11.19-12.79 亿元，同比增长 40%-60%；实现归母净利润 1.09-1.17 亿元，同比增长 30%-40%；扣非归母净利润为 1.06-1.14 亿元，同比增长 43%-54%。【开润股份】作为我们长期坚定推荐的标的，19H1 业绩再超市场预期，是纺服行业得到业绩印证的成长股之一，继续重点推荐。

2、此前，我们曾通过 8 小时暗访【比音勒芬】上海虹桥店进行对于公司的购买人群和同店高增长来源的调研；本周我们进行了【比音勒芬】成都时代奥莱店的 7 小时蹲点调研，与上次 8 小时暗访不同，我们本次希望解决投资者对于公司存货风险及高盈利能力来源的问题。通过本次调研，我们认为公司奥莱店的请存货能力较强，不存在存货风险；同时公司奥莱店的折扣为 5-6 折，毛利空间较大，存货减值压力较小，保证了公司较高的盈利能力。

3、本周浑水连发三篇报告做空【安踏体育】，安踏均予以正面回应，股价保持坚挺，止跌反升，本周仅跌幅-6.96%。同时安踏公告二季度经营数据，主品牌零售金额 10-20%中段增长，其他品牌零售金额 55-60%增长。我们认为安踏大货符合预期，Fila 仍保持较高速增长。

本周我们仍然对行业维持此前观点，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*	32.89	22.55	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	75.8
南极电商*	20.33	14.24	38.6%	43.0%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	257.8
比音勒芬*	19.58	14.90	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	80.8
森马服饰*	15.47	13.34	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	295.4
海澜之家*	9.48	8.45	12.3%	14.6%	12.1%	12.6%	3,454.8	3,958.3	4,438.4	4,995.9	375.3
美邦服饰*	14.51	9.69	47.7%	96.4.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	62.3
梦洁股份*	20.90	15.08	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	42.8
李宁*	34.51	26.22	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	441.5
安踏体育*	26.93	21.99	21.3%	25.8%	22.5%	20.1%	4,102.9	5,160.0	6,320.0	7,590.0	1,389.8
罗莱生活*	13.64	12.17	12.6%	11.3%	12.1%	13.1%	534.5	595.1	666.8	754.5	81.1
歌力思*	10.84	9.16	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	47.7
百隆东方*	10.74	9.08	17.5%	38.9%	18.2%	16.8%	437.5	607.6	718.2	839.2	65.3
九牧王*	12.03	14.04	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	69.6
水星家纺*	14.46	12.51	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	47.9
健盛集团*	13.89	11.19	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	35.9
太平鸟*	10.27	8.68	18.1%	23.4%	18.4%	17.8%	571.5	705.4	835.1	983.4	72.5
鲁泰A	9.80	8.99	8.8%	10.6%	9.0%	8.5%	811.5	897.7	978.9	1,061.9	88.0
伟星股份	12.89	11.33	13.2%	18.3%	13.7%	12.6%	310.3	367.0	417.4	470.2	47.3
七匹狼	12.59	11.32	11.3%	11.0%	11.2%	11.4%	346.3	384.3	427.1	475.7	48.4
华孚时尚	12.82	11.39	9.5%	14.0%	12.5%	6.5%	751.8	857.1	964.3	1,027.4	109.9
新野纺织	6.79	5.75	16.7%	20.1%	18.1%	15.2%	386.5	464.3	548.4	631.8	31.5
报喜鸟	27.29	19.94	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	39.6
富安娜	10.43	9.28	12.4%	13.9%	12.4%	12.4%	543.4	618.9	695.5	781.7	64.5
朗姿股份	14.91	12.99	14.3%	12.6%	14.8%	13.9%	210.5	236.9	271.9	309.6	35.3
汇洁股份	12.65	11.72	8.6%	67.8%	7.9%	9.3%	165.7	278.0	300.0	328.0	35.2
奥康国际	25.13	21.93	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	41.2
维格娜丝	7.37	6.44	15.5%	12.4%	14.5%	16.5%	272.8	306.7	351.1	409.1	22.6
起步股份	20.02	17.64	13.4%	14.5%	13.5%	13.2%	180.7	207.0	235.0	266.0	41.4
拉夏贝尔	8.00	5.67	27.5%	-320.0%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	28.1
天创时尚	11.05	9.82	12.0%	13.6%	12.5%	11.6%	242.2	275.2	309.6	345.4	30.4
安正时尚	13.23	11.29	15.3%	34.8%	17.2%	13.4%	281.2	379.0	444.1	503.5	50.1
探路者	29.31	22.97	25.7%	-166.5%	27.6%	23.8%	-181.9	121.0	154.4	191.2	35.5
新澳股份	14.21	11.87	16.0%	18.0%	19.7%	12.4%	199.4	235.2	281.5	316.4	33.4
联发股份	8.18	7.90	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	32.7
红豆股份	34.87	29.34	17.4%	26.7%	18.9%	15.9%	207.1	262.3	311.7	361.4	91.5
航民股份	9.58	8.55	11.1%	13.2%	12.0%	10.3%	661.9	749.3	838.9	925.0	71.8
雅戈尔	7.67	7.07	-	12.2%	8.5%	-	3,676.9	4,124.0	4,473.0	-	316.4

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 7 月 12 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. 【比音勒芬】专题研究：7 小时蹲点比音勒芬成都时代奥莱店，告诉您真实的存货情况

我们在前期发布的报告《暗访比音勒芬门店 8 小时，探究购买人群以及同店高增长来源》引起了市场的广泛关注，但是当前一些投资者对于比音勒芬仍存在一些疑惑，主要集中在存货风险及高盈利能力的来源方面。

由于比音勒芬的清存货渠道主要是奥特莱斯渠道，天风纺服团队来到比音勒芬的成都时代奥特莱斯店进行 7 小时（11:00-18:00）的蹲点调研，成都奥莱店的面积为 160 平米，18 年全年销售流水为 3200 万元，坪效达到 20 万元。通过 7 小时的蹲点调研，我们得到以下的结果：客流量：375 人；销售金额：68625 元；销售件数：95 件；总单数：39 单；连带率：2.4 件；客单价：1760 元；奥莱店折扣率在 5-6 折之间。由此，我们希望对投资者关心的问题解答：

1) 存货规模较高是否附在存货风险？否！

公司存货消化首先主要通过奥特莱斯店，我们预计公司为 10 家正价店铺配备 1 家奥特莱斯店铺，从而达到业务规模扩张的同时存货能力的对应提升。奥莱店 95%卖库龄 1-2 年的产品，库龄在 3 年以上的主要通过商场特卖形式。奥莱店做为消化存货的首要渠道，其营收流水，消化能力等十分重要，而通过我们的蹲点调研，公司成都奥莱店的销售情况很好，顾客留店时间长，相比于其他竞品品牌的门店销售火爆，顾客成交率高，**可见公司奥莱店的清存货能力较强，不存在存货风险。**

2) 公司高盈利能力的来源？是否存在存货减值风险？否！

盈利能力强的基础是产品定位和加价倍率。假设比音勒芬的加价倍率为 6.6 倍，终端折扣率为吊牌价 9 折，则其商品直营毛利率在 71%左右。批发加盟情景下，预计其经销商批发折扣约为吊牌价四五折，其批发毛利率约为 61%左右，考虑到我们认为数据与公司报表毛利率基本吻合。

毛利空间大+奥莱店存货消化能力强导致存货减值压力小。我们认为侵蚀服装企业净利润空间的很大一部分因素在于存货减值，由于其奥莱店存货消化能力较强，导致一般库龄在两年以内的存货能得到较好的消化，并且奥莱产品折扣率为 5-6 折，折后仍有较大毛利空间。因此，比音勒芬在毛利空间较大+存货消化能力较强的前提下，其存货减值压力相对较小。

维持原有盈利预测。预计 2019-2021 归母净利润 4.1/5.4/6.9 亿元；由于公司 18 年权益分派转增股本，摊薄 EPS，使得 2019-2021 年 EPS 分别为 1.34/1.76/2.23 元，给予 2019 年 30 倍估值，对应目标价 40.2 元，维持“买入”评级。

风险提示：渠道拓展风险，产品滞销风险，单个门店调研数据不能完全概括所有门店情况。

（报告摘自 2019 年 7 月 10 日《【比音勒芬】专题研究：7 小时蹲点比音勒芬成都时代奥莱店，告诉您真实的存货情况》）

2.2. 【歌力思】公司点评：增加对 IRO 的控制权，公司具备整合收购品牌的能力得到印证

事件：歌力思拟以合计 2.42 亿人民币收购前海上林 35%股权（收购前歌力思持有前海上林 65%股权），实现 100%控股。前海上林实际持有 IRO SAS 57%股权，IRO SAS 及歌力思分别持有依诺时尚 20%及 80%的股权。本次收购完成后，歌力思将相当于持股 IRO 国内经营主体依诺时尚 91.4%股权，进一步加强对 IRO 品牌的全球控制权。

加强对 IRO 品牌全球控制权，IRO 有望贡献更多净利润。收购完成后，歌力思持有 IRO 中国经营主体依诺时尚的股权比例从 87.41%提高到 91.4%。

- IRO 全球业务经营业绩优异：2018 年，IRO SAS 实现全球营业收入 5.75 亿元，营业利润 9234.40 万元。
- IRO 已经成长成为一个国际品牌，已经进入 50 个国家，以其诞生地法国为中心，销售涉及美国、德国、英国、西班牙、丹麦、韩国等多个国家和地区。巴黎老佛爷、巴黎春天、Bon Marche 与 Franck et fils 等商场均开设了专卖店。
- 歌力思拥有 IRO 品牌在全球的所有权，并全面主导其中国大陆区域的业务发展。2017 年 4 月，IRO 中国大陆首家门店在上海港汇恒隆广场开业。店铺分布于北京 SKP、上海国金中心、深圳万象城、南京德基、武汉国广等高端购物中心，截至目前，IRO 在中国大陆地区已陆续开设了 18 家终端店铺，全球开设门店已达 54 家。

公司定位高端时尚集团，已成为 A 股多品牌并购最为成熟的公司之一，公司选项目眼光及输出品牌管理能力可圈可点。

- 公司先后并购了 Laurèl、ED HARDY、百秋电商、IRO、VIVIENNE TAM、JEAN PAUL KNOTT。
- 选项目眼光能力强。其中 ED HARDY，百秋电商两个项目 2018 年分别为公司贡献了

收入 4.98 亿 (+14.16%)、2.20 亿 (+55.41%)。

- 输出品牌管理能力强, Laurèl, IRO 潜力大。2018 年 Laurèl、IRO 分别实现收入 1.1 亿 (+14.1%)、5.7 亿 (+43.7%), 预计随着公司加大对这两个品牌的管理, 未来增长潜力较大。
- 公司定位高端时尚集团, 形成了多种风格的品牌矩阵以满足中高端服饰市场的多元需求。目前在培育的品牌有 VIVIENNE TAM、JEAN PAUL KNOTT 等, 同时我们预计公司未来将有并购特色鲜明品牌的可能性, 与现有风格形成补充。

预计 19H1 收入、净利润双位数增长, 预计未来 3 年公司每年利润增速在 15%-20%左右, 收入增速达 10-15%, 是业绩稳定增长的细分行业龙头。除了并购, 拓店和单店店效提升是业绩增长的主要动力。

- 拓店计划: 公司主品牌以及收购品牌仍有较大的开店空间。预计 19 年将加速开店计划, 尤其下半年开店会较多。我们预计主品牌目标拓店 30 家, Laurèl 12 家, IRO 8 家。
- 单店提升: 通过加强 VIP 管理、产品研发设计、增加员工激励等方式, 单店店效特别是培育品牌, 仍有较大提升空间。

维持买入评级, 3-6 个月目标价 26.40 元。

我们维持原有盈利预测, 预计 19-21 年公司实现净利润 4.4 亿元、5.21 亿元、6.12 亿元, 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。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: 渠道拓展不及预期, 终端消费疲软, 并购品牌销售不及预期。

(报告摘自 2019 年 7 月 09 日《【歌力思】公司点评: 增加对 IRO 的控制权, 公司具备整合收购品牌的能力得到印证》)

2.3. 【开润股份】公司点评: 19Q2 业绩超市场预期, 预计盈利能力大幅提升

公司公布 19H1 业绩预告, 19Q2 业绩超市场预期。

公司公布 2019H1 业绩预告, 预计实现主营业务收入 11.19-12.79 亿元, 同比增长 40%-60%; 实现归母净利润 1.09-1.17 亿元, 同比增长 30%-40%; 扣非归母净利润为 1.06-1.14 亿元, 同比增长 43%-54%; 19H1 业绩超市场预期。

19Q2 单季度预计公司实现营收 5.21-6.81 亿元, 同比增长 15.14%-50.51%; 实现归母净利润 6337-7174 万元, 同比增长 28.86%-45.88%; 19Q2 扣非净利润预计实现 6086-6923 万元, 同比增长 48.63%-69.07%, 19Q2 单季度扣非净利润增速超市场预期。

预计 19Q2 归母净利率有所下降, 全年 B2C 业务净利率有提升空间

1) 根据公司业绩预告, 公司 19H1 归母净利率为 9.16%-9.72%, 18H1 为 10.33%, 我们认为主要系我们认为主要系公司收购的印尼工厂净利率水平略低于原有 B2B 业务所致。其中预计 19Q2 归母净利率为 10.5%-12.2%(18Q2 为 10.88%), 但环比 19Q1 提升 2.95pct.-4.58pct., 我们认为主要系公司 19Q2 B2C 业务的毛利率及净利率提升, 以及印尼公司生产效率提升所致。

2) 由于 18 年公司 B2C 业务的主要经营主体润米科技净利率为 5.1%, 由此推算公司 B2C 业务净利率为 5-6%。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 B2C 业务 2019 年净利率有望提升至 6-7%。

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, 继续重点推荐。

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/1.55 元（20 年 EPS 变动主要系公司近期回购股份导致股本变少）。

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。

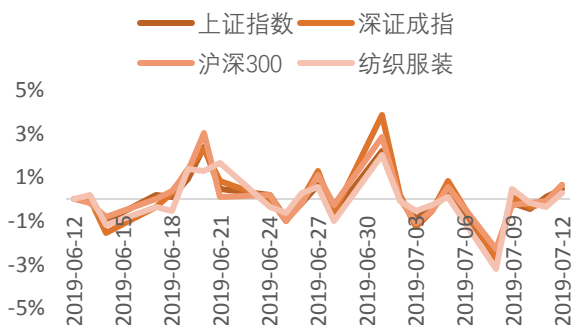
（报告摘自 2019 年 7 月 14 日《【开润股份】公司点评：19Q2 业绩超市场预期，预计盈利能力大幅提升》）

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

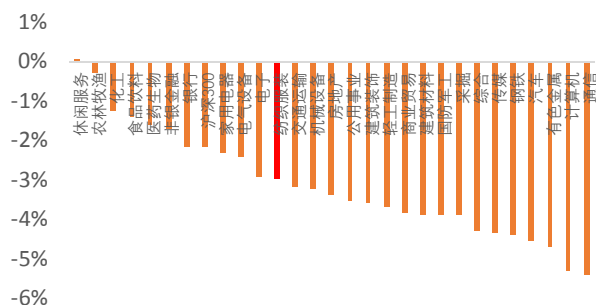
本周上证指数收于 2,930.55 点，较上周收盘下跌-2.67%；深证成指收于 9,213.38 点，较上周收盘下跌-2.43%；沪深 300 收于 3,808.73 点，较上周收盘下跌-2.17%；申万纺织服装板块收于 1,923.80 点，较上周收盘下跌-2.97%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

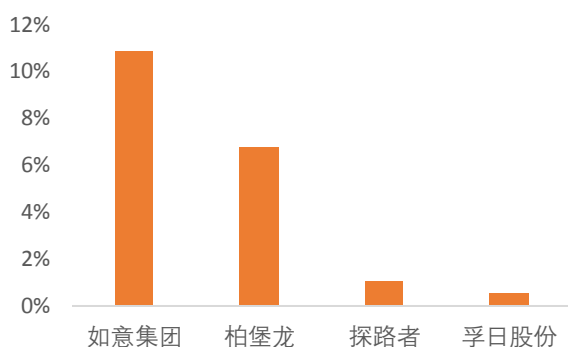
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

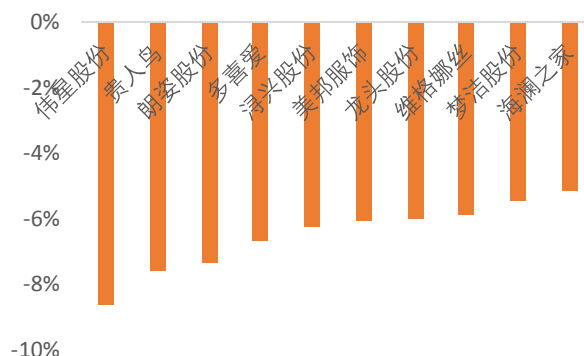
个股方面，如意集团、柏堡龙、探路者涨幅居前三；伟星股份、贵人鸟、朗姿股份跌幅居前三。

图 4：纺织服装个股周涨幅前四名 (%)



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 (%)



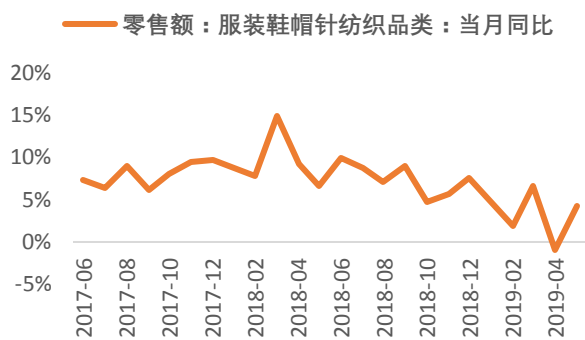
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

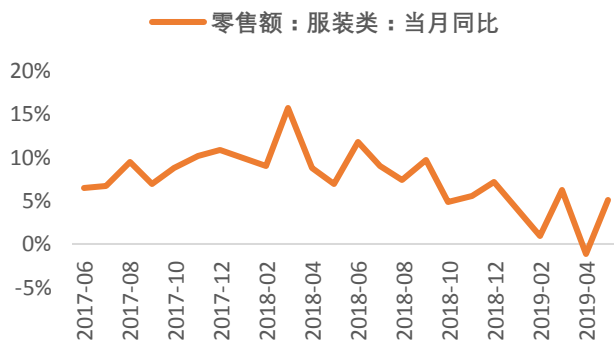
2019 年 1-5 月，社会消费品零售总额 161331.60 亿元，同比增长 8.10%。2019 年 5 月，社会消费品零售总额 32955.70 亿元，同比增长 8.60%，环比提升 1.40pct。2019 年 5 月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增加 4.10pct（4 月为-1.10%，环比增加 5.20pct）；限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增加 3.96pct，环比增加 9.5pct。

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 (%)



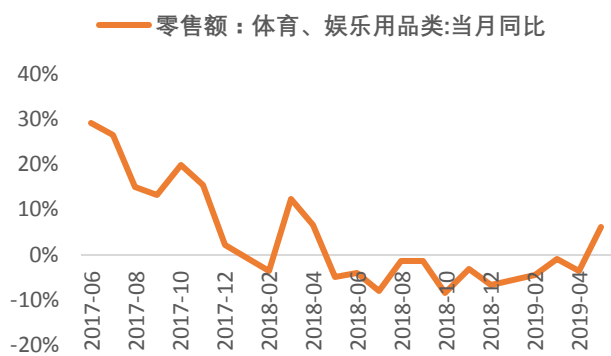
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



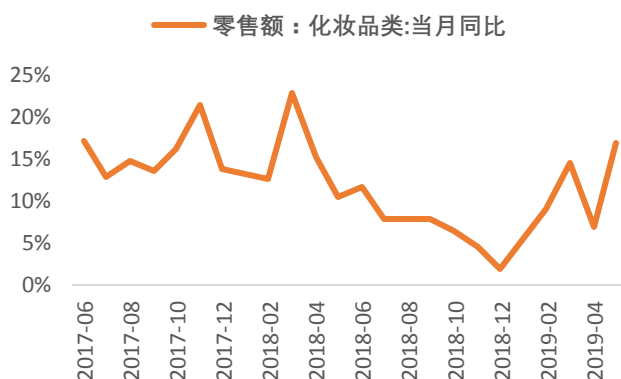
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



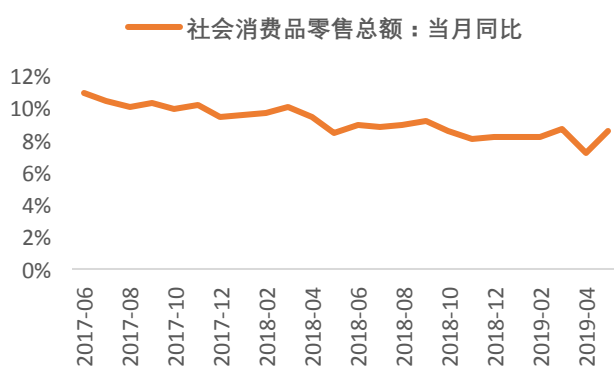
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

3.2.1. 出口：6 月纺织品出口、服装类出口金额同比下滑

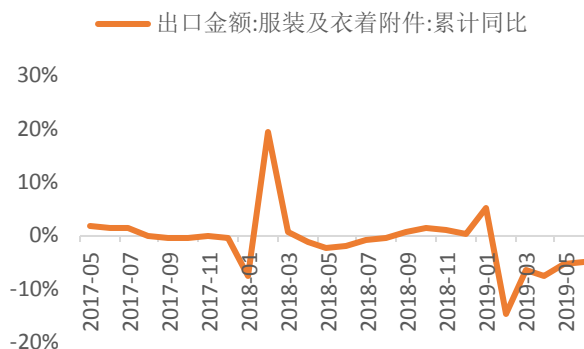
截至 2019 年 6 月底，据海关总署发布的数据显示，6 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 103.09 亿美元，同比下降-3.37%，环比 5 月份下降-11.43%；2019 年累计出口 586.20 亿美元，同比上涨 0.70%。服装及衣着附件 6 月的出口金额为 143.37 亿美元，同比下降-2.98%，环比 5 月份上涨 17.64%；2019 年累计出口 656.11 亿美元，同比下降 4.90%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响。

图 12：2012 年至今纺织品出口增速：累计同比 (%)

图 13：2017 年至今服装及衣着附件出口增速：累计同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.2. 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：110.13，较上周上涨+0.43%。

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%。

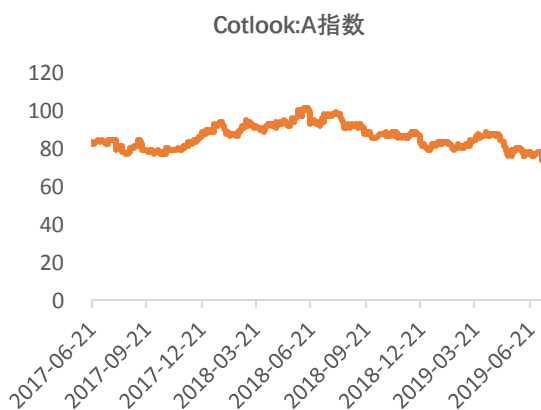
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为11700.00元/吨，较上周价格上涨+3.54%。粘胶长丝本周均价37800.00元/吨，与上周价格持平。

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%。

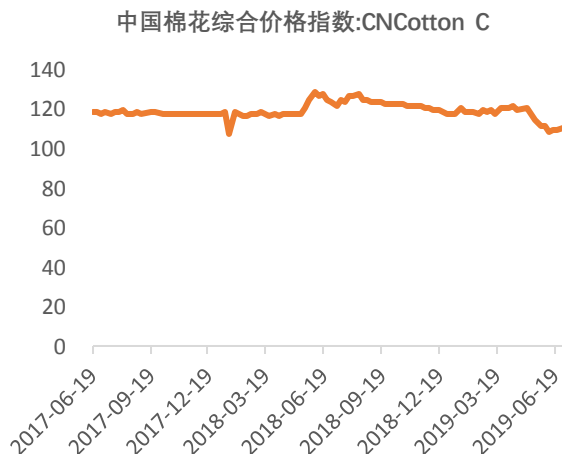
国内棉纱产量：2019年5月棉纱产量232.70万吨，当月同比下降-1.90%。

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

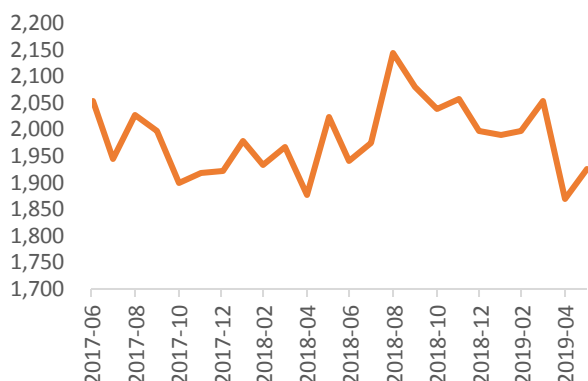


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）

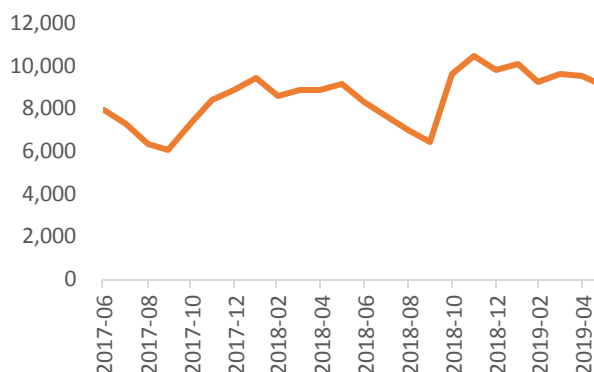
图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）

进口平均单价:棉花:当月值



资料来源: Wind, 天风证券研究所

进口平均单价:羊毛:当月值



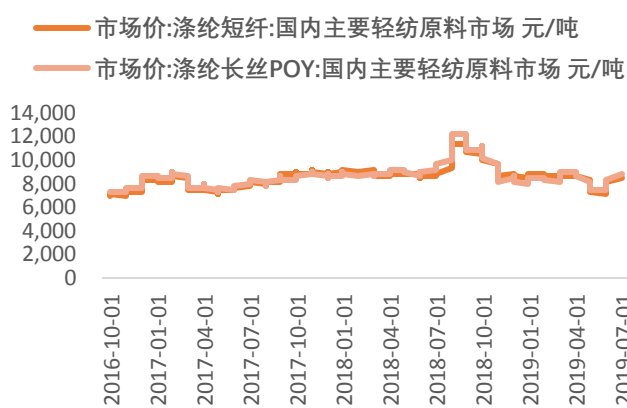
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



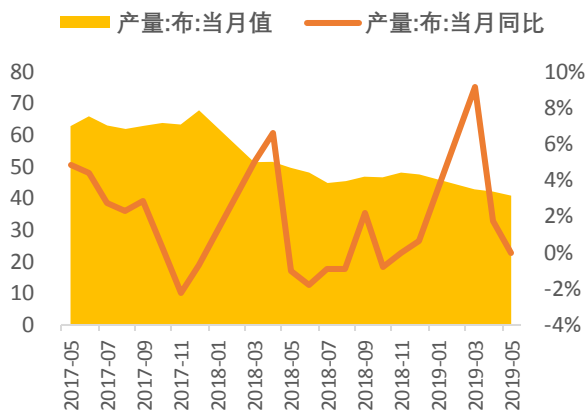
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



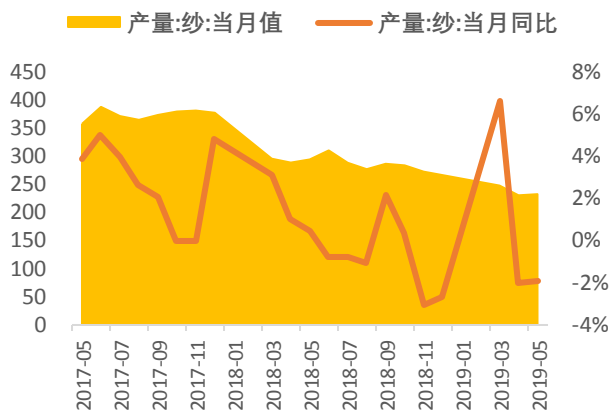
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 2016 年至今国内棉布产量走势单位: (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2016 年至今国内棉纱产量走势单位: (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.3. 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，%）



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，%）



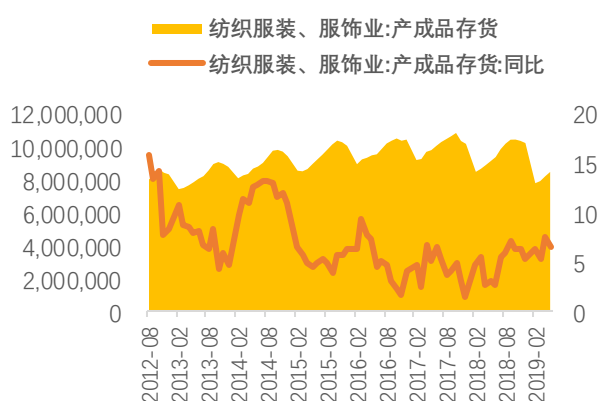
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.4. 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）。

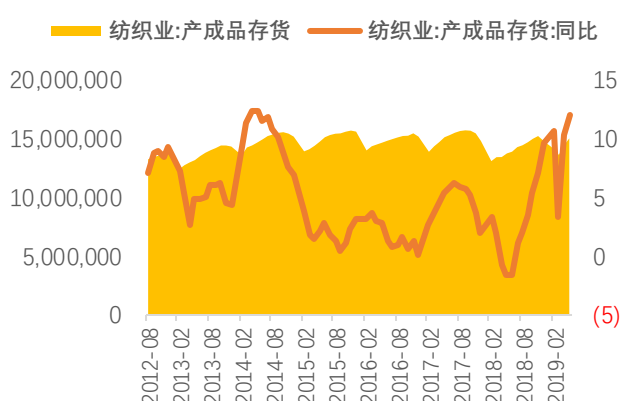
服装行业库存情况：2019年5月，服装行业产成品库存845.40亿元，同比增长6.60%，较上月增速有所下降（-0.9pct），库存量有所增加。

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：

***ST 天首（000611.SZ）19 年半年度业绩预告：**截止6月30日，公司实现归属上市公司股东的净利润公-2500万元，同比减亏15.76%，基本每股收益-0.07元/股，同比减亏19.74%。

七匹狼（002029.SZ）聘任高管公告：公司将聘任李淑君担任公司总经理，吴兴群、陈平担任副总经理，李玲波担任财务总监，陈平担任董事会秘书。

兴业科技（002674.SZ）股份解除质押公告：截至2019年7月8日，持股5%以上股东吴

国仕解除质押给国投泰康的 2,500 万股，占公司总股本的 8.27%。

探路者 (300005.SH) 2019 年半年度业绩预告：本次业绩预告期间为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日，预计业绩同比上升，归母净利润预计范围为 7960 万元-8450 万元，同比上升 230%-250%。

孚日股份 (002083.SZ) 控股股东股权质押公告：控股股东孚日控股质押 1990 万股 (占公司总股本的 2.19%) 给招商证券，质押到期日为 2020 年 7 月 10 日；以及质押 200 万股 (占公司总股本的 0.22%) 给国泰君安，质押到期日为至办理解除质押手续之日止。

如意集团 (002193.SZ) 2019 年半年度业绩预告：本次业绩预告期间为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日，预计业绩同比上升，归母净利润预计范围为 4334.18 万元-5489.96 万元，同比上升 50%-90%。

中潜股份 (300526.SH) 2019 年半年度业绩预告：本次业绩预告期间为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日，预计业绩同比下降，归母净利润预计范围为 1000 万元-1400 万元，同比下降 12.85%-37.75%。

华茂股份 (000850.SZ) 2019 年半年度业绩预告：本次业绩预告期间为 2019 年 01 月 01 日至 2019 年 06 月 30 日，公司预计归母净利润区间为 2.70 亿至 3.20 亿元，同比上升区间为 104.23%至 142.04%。

多喜爱 (002761.SZ) 2019 年半年度业绩预告：本次业绩预告期间为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日，公司预计归母净利润亏损区间为 -300 万元至 -600 万元，同比下降区间为 -12.17%至 -24.35%。

开润股份 (300577.SH) 2019 年半年度业绩预告：本次业绩预告期间为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日，公司预计营收区间为 11.19 亿元至 12.79 亿元，同比上升区间为 40%至 60%；预计归母净利润区间为 1.09 亿元至 1.17 亿元，同比上升区间为 30%至 40%。

搜于特 (002503.SZ) 2019 年半年度业绩预告：本次业绩预告期间为：2019 年 01 月 01 日至 2019 年 06 月 30 日，公司预计归母净利润区间为 1.72 亿至 2.58 亿元，同比下降区间为 -40%至 -60%。

美邦服饰 (002269.SZ) 2019 年半年度业绩预告修正公告：公司原本在 2019 年 4 月 30 日披露预计的 2019 年 1-6 月的归母净利润亏损区间为 -5000 万至 0 万元，本次修改为 -1.5 亿至 -1 亿。

延江股份 (300658.SH) 2019 年半年度业绩预告：本次业绩预告期间为：2019 年 01 月 01 日至 2019 年 06 月 30 日，公司预计归母净利润区间为 4047.10 万至 4542.67 万元，同比上升区间为 145%至 175%。

3.3.2 海外板块公告：

互太纺织 (1382.HK) 业绩公告：截止 19 年 3 月 31 日，公司营收为 61.19 亿港元 (0.34%)，净利润为 8.70 亿元 (+20.31%)。

中国动向 (3818.HK) 19 年二季度运营表现公告：19Q2 公司 Kappa 品牌预计中单位数增长，其中线下业务为低单位数增长，电商业务为 30%-35%的增长。Kappa 品牌同店增长为低单位数，其中线下业务为单高位数下降，电商为 30%-35%增长。Kappa 品牌店铺数量净增 48 间，目前总数为 1228 间。

特步国际 (1368.HK) 19 年二季度运营表现公告：公司同店销售呈现底双位数增长；营收增长超过 20%；零售折扣水平为 7.5 至 8 折；存货周转为约四个月。

安踏体育 (2020.HK) 二季度最新运营表现：安踏品牌二季度同比有中段增长 10%-20%；非安踏品牌二季度有同比有 55%-60%的升幅；安踏品牌上半年同比有 10%-20%的地段增长，非安踏品牌上半年同比有 60%-65%的升幅。

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
7.15	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	孚日股份	山东高密孚日街 1 号孚日集团股份有限公司 4 楼多功能厅	14:30
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
7.16	新野纺织	河南省新野县城关镇书院路 15 号三楼会议室	14:30
7.19	中潜股份	广东省惠州市惠阳区新圩镇长布村本公司会议室	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	份 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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com