

纺织服装

证券研究报告

2019年08月11日

无印良品 6 小时暗访探店，继续布局中报超预期标的

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-行业专题研究:无印良品 6 小时暗访探店,告诉你到底卖的好不好!》 2019-08-05

2 《纺织服装-行业研究周报:布局中报超预期标的》 2019-07-28

3 《纺织服装-行业研究周报:6 月社零服装增速环比有所改善,继续推荐中报超预期标的》 2019-07-21

本周核心组合: 开润股份/南极电商/比音勒芬/李宁/森马服饰。

- 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 2,774.75 点, 较上周收盘变动-3.25%; 深证成指收于 8,795.18 点, 较上周收盘变动-3.74%; 沪深 300 收于 3,663.53 点, 较上周收盘变动-3.04%; 申万纺织服装板块收于 1,792.85 点, 较上周收盘变动-3.07%。
- 行业数据及观点:

1、无印良品武汉群星城店 6 小时暗访探店

由于近期市场上唱衰无印良品的声音较多, 主要系无印良品在中国市场的营收增速连续 5 个季度下滑; 基于此, MUJI 也进行了一系列的改善措施: 1) 对产品进行降价, 公司 5 年内连续降价 11 次; 2) 迎合中国消费者需求: 对部分产品如床品的尺寸进行了重新设计和定义; 3) 无印良品在营销方式、店铺体验和试用场景以及商品范围等方面做出改变, 引入书店、咖啡厅、餐厅甚至酒店等新场景, 吸引客流, 提升消费者留店时间, 从而提高产品购买机率和连带率。

由此, 天风纺服团队在 7 月 21 日对武汉无印良品(群星城店)进行了 6 小时暗访调研, 6 小时内门店进店人数为 593 人, 买单人数为 228 人, 转化率在 38%, 客单价在 100—150 元左右。得到结论如下: 对于无印良品来说, 降价确实对于终端销售有促进作用, 说明消费者目前更倾向拥有高性价比的产品, 对于过高的品牌溢价, 消费者在支付时变得更加谨慎, 好产品+合理的价格才是消费者的首选。另外, 我们认为门店新场景的搭建对于引流和提升产品购买潜力有积极的促进作用。

详见我们本周发布的《无印良品 6 小时暗访探店, 告诉你到底卖的好不好!》

2、行业数据: 我们判断 7 月社零数据服装分项的数据或将延续 6 月改善趋势。主要系: 1) 18 年 6 月服装社零数据当月同比是 10%, 基数较高; 从 7 月开始增速持续下降, 直到 18 年 10 月下降到 5%左右, 所以随着未来基数的下降, 我们预计社零服装分项的同比数据会出现小幅改善; 2) 由于 18 年消费受到诸多因素的影响, 包括 P2P、房地产后周期、中美贸易战对消费信心的影响等, 我们认为这些影响消费的因素逐渐缓解, 从整个消费环境和情绪上来看, 数据均会有所改善。

结合上市公司的数据来看, 我们跟踪到多家上市公司的 6 月份数据均出现明显的改善, 如【水星家纺】6 月份的电商渠道实现双位数增长; 【歌力思】和【地素时尚】都出现明显 6 月环比改善的情况, 由此上市公司的数据也印证了我们此前的判断, 7 月趋势有望继续向好。

当前时点推荐投资主线: 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。开润股份作为我们长期坚定推荐的标的, 预告 19H1 业绩再超预期, 是纺服行业得到业绩印证的成长股之一, 继续重点推荐。2) **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。比音勒芬已经发布 19H1 业绩公告, 超预期。安踏公告 19Q2 运营数据, 超预期。李宁预告 19H1 业绩, 盈利能力提升明显, 超预期。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) 2019-08-09	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	31.80	买入	0.80	1.06	1.55	2.20	39.75	30.00	20.52	14.45
002127.SZ	南极电商	9.52	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	26.44	18.31	12.86	9.62
002832.SZ	比音勒芬	25.20	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	26.53	18.81	14.32	11.30
02331.HK	李宁	16.97	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	56.57	34.51	26.00	18.61
002563.SZ	森马服饰	10.59	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	16.81	14.92	12.91	11.03

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：我们预计 19H1GMV 增速 60%左右，7 月 GMV 增长 60%+。**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，新品类推长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。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 14.3 元。

- **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。
- **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。

1. 本周观点：无印良品 6 小时暗访探店，继续布局中报超预期标的

1.1. 无印良品 6 小时暗访探店，继续布局中报超预期标的

1、无印良品武汉群星城店 6 小时暗访探店

由于近期市场上唱衰无印良品的声音较多，主要系无印良品在中国市场的营收增速连续 5 个季度下滑；基于此，MUJI 也进行了一系列的改善措施：1) 对产品进行降价，公司 5 年内连续降价 11 次；2) 迎合中国消费者需求：对部分产品如床品的尺寸进行了重新设计和定义；3) 无印良品在营销方式、店铺体验和试用场景以及商品范围等方面做出改变，引入书店、咖啡厅、餐厅甚至酒店等新场景，吸引客流，提升消费者留店时间，从而提高产品购买机率和连带率。

由此，天风纺服团队在 7 月 21 日对武汉无印良品（群星城店）进行了 6 小时暗访调研，6 小时内门店进店人数为 593 人，买单人数为 228 人，转化率为 38%，客单价在 100—150 元左右。得到结论如下：对于无印良品来说，降价确实对于终端销售有促进作用，说明消费者目前更倾向拥有高性价比的产品，对于过高的品牌溢价，消费者在支付时变得更加谨慎，好产品+合理的价格才是消费者的首选。另外，我们认为门店新场景的搭建对于引流和提升产品购买潜力有积极的促进作用。

[详见我们本周发布的《无印良品 6 小时暗访探店，告诉你到底卖的好不好！》](#)

2、行业数据

我们判断 7 月社零数据服装分项的数据或将延续 6 月改善趋势。主要系：1) 18 年 6 月服装社零数据当月同比是 10%，基数较高；从 7 月开始增速持续下降，直到 18 年 10 月下降到 5%左右，所以随着未来基数的下降，我们预计社零服装分项的同比数据会出现小幅改善；2) 由于 18 年消费受到诸多因素的影响，包括 P2P、房地产后周期、中美贸易战对消费信心的影响等，我们认为这些影响消费的因素逐渐缓解，从整个消费环境和情绪上来看，数据均会有所改善。

结合上市公司的数据来看，我们跟踪到多家上市公司的 6 月份数据均出现明显的改善，如【水星家纺】6 月份的电商渠道实现双位数增长；【歌力思】和【地素时尚】都出现明显 6 月环比改善的情况，由此上市公司的数据也印证了我们此前的判断，7 月趋势有望继续向好。

当前时点推荐投资主线：

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。开润股份作为我们长期坚定推荐的标的，预告 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) **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。比音勒芬已经发布 19H1 业绩公告，超市场预期。安踏公告 19Q2 运营数据，超市场预期。李宁预告 19H1 业绩，盈利能力提升明显，超市场预期。

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/森马服饰。

- 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*	30.02	20.58	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	69.2
南极电商*	18.43	12.91	38.6%	43.0%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	233.7
比音勒芬*	18.83	14.32	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	77.7
森马服饰*	14.97	12.91	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	285.8
海澜之家*	9.39	8.38	12.3%	14.6%	12.1%	12.6%	3,454.8	3,958.3	4,438.4	4,995.9	371.7
美邦服饰*	12.75	8.51	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	54.8
梦洁股份*	18.67	13.47	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	38.3
李宁*	34.22	26.00	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	437.8
安踏体育*	30.34	24.77	21.3%	25.8%	22.5%	20.1%	4,102.9	5,160.0	6,320.0	7,590.0	1,565.4
罗莱生活*	12.62	11.26	12.6%	11.3%	12.1%	13.1%	534.5	595.1	666.8	754.5	75.1
歌力思*	10.61	8.97	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	46.7
百隆东方*	12.71	11.68	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	57.9
九牧王*	11.46	13.38	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	66.4
水星家纺*	14.17	12.26	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	46.9
健盛集团*	12.89	10.39	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	33.3
太平鸟*	9.50	8.02	18.1%	23.4%	18.4%	17.8%	571.5	705.4	835.1	983.4	67.0
鲁泰A	9.97	9.20	7.9%	8.4%	8.3%	7.5%	811.5	879.3	952.7	1,024.6	87.6
伟星股份	12.41	10.91	13.2%	18.3%	13.7%	12.6%	310.3	367.0	417.4	470.2	45.6
七匹狼	11.82	10.63	11.3%	11.0%	11.2%	11.4%	346.3	384.3	427.1	475.7	45.4
华孚时尚	11.29	10.04	9.5%	14.0%	12.5%	6.5%	751.8	857.1	964.3	1,027.4	96.8
新野纺织	6.14	5.20	16.7%	20.1%	18.1%	15.2%	386.5	464.3	548.4	631.8	28.5
报喜鸟	24.52	17.91	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	35.6
富安娜	9.27	8.25	12.4%	13.9%	12.4%	12.4%	543.4	618.9	695.5	781.7	57.4
朗姿股份	13.56	11.81	14.3%	12.6%	14.8%	13.9%	210.5	236.9	271.9	309.6	32.1
汇洁股份	11.52	10.68	8.6%	67.8%	7.9%	9.3%	165.7	278.0	300.0	328.0	32.0
奥康国际	23.37	20.39	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	38.3
维格娜丝	6.19	5.41	15.5%	12.4%	14.5%	16.5%	272.8	306.7	351.1	409.1	19.0
起步股份	19.11	16.83	13.4%	14.5%	13.5%	13.2%	180.7	207.0	235.0	266.0	39.6
拉夏贝尔	6.45	4.58	27.5%	-320.0%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	22.7
天创时尚	9.45	8.40	12.0%	13.6%	12.5%	11.6%	242.2	275.2	309.6	345.4	26.0
安正时尚	11.60	9.90	15.3%	34.8%	17.2%	13.4%	281.2	379.0	444.1	503.5	44.0
探路者	26.15	20.49	25.7%	-166.5%	27.6%	23.8%	-181.9	121.0	154.4	191.2	31.6
新澳股份	11.99	10.02	16.0%	18.0%	19.7%	12.4%	199.4	235.2	281.5	316.4	28.2
联发股份	7.84	7.57	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	31.3
红豆股份	33.42	28.12	17.4%	26.7%	18.9%	15.9%	207.1	262.3	311.7	361.4	87.7
航民股份	8.80	7.86	11.1%	13.2%	12.0%	10.3%	661.9	749.3	838.9	925.0	65.9

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 8 月 2 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 Wind；

2. 近期报告回顾

2.1. 无印良品 6 小时暗访探店，告诉你到底卖的好不好！

无印良品 MUJI 中国市场遭遇瓶颈

近期市场上对于【无印良品】唱衰的声音较多，主要是由于根据无印良品母公司良品计画发布的公司财报显示，2018 财年 Q3—2019 财年 Q4（2017 年 9 月 1 日—2019 年 2 月 28 日 6 个季度），无印良品在中国市场的营收增速分别为：30.6%、25.2%、18.1%、16.5%、9.3%、5.0%，降幅明显，中国市场业绩增长乏力。

面对目前中国市场的困境，无印良品进行了一系列的改善措施，主要包括：

- 1) 价格的重新审视：对产品进行降价，公司 5 年内连续降价 11 次，提升相加以；
- 2) 迎合中国消费者需求，对部分产品进行了重新设计和定义，预计 2023 年底，中国市场本土化商品的比例将提升至生活杂货部门商品总量的 50%；

3) 门店内搭建新场景如书店、餐厅等吸引客流，提升客户留店时间，从而提高产品购买机率和连带率。

【天风纺服团队】在 7 月 21 日前往武汉市的无印良品（群星城店）进行 6 小时的暗访调研，希望通过观测无印良品新型门店的客流及销售情况探究以下几个问题：

- 1) 无印良品产品降价幅度如何？
- 2) 门店及产品有哪些改变？
- 3) 改善措施实施后门店的销售情况如何？

通过 6 小时（10:00—16:00）的暗访，我们得到结论如下：

6 小时内门店进店人数为 593 人，买单人数为 228 人，转化率在 38%，客单价在 100—150 元左右。

1) **产品降价幅度较大。**无印良品产品的降价幅度在 30%左右，从我们观测的情况来看，文具类产品普遍进行了降价，我们认为无印良品将文具作为较好的引流品类，通过与以往相比较低的价格吸引客户购买；从夏季折扣和限时折扣来看，平均折扣在 40%左右。其中家居家具类产品的降价幅度较大，我们认为主要系季节因素影响。

2) **产品更贴合消费者需求。**在产品端开始进行本土化改革，针对中国消费者的消费习惯对产品进行改良，提升产品的被购买潜力。

3) **门店新场景提升用户体验。**通过自主咖啡、书店、刺绣工坊等场景的搭建和服务对于门店的引流和提升顾客留店时间有积极的促进作用，提升二次消费的购买机率。

结论：对于无印良品来说，降价确实对于终端销售有促进作用，说明消费者目前更倾向拥有高性价比的产品，对于过高的品牌溢价，消费者在支付时变得更加谨慎，好产品+合理的价格才是消费者的首选。另外，我们认为门店新场景的搭建对于引流和提升产品购买潜力有积极的促进作用。

由此，我们依旧维持此前观点，继续坚定推荐打造高性价比产品的新国货品牌：【开润股份】【南极电商】【森马服饰】。

风险提示：单一门店情况不能代表全国门店的销售情况，终端消费疲软。

（摘自 2019 年 8 月 5 日发布的《无印良品：6 小时暗访探店，告诉你到底卖的好不好！》）

2.2. 百隆东方中报点评：国内需求疲软+棉花期货影响，中报业绩低于预期

事件：公司公布 2019 年半年报，2019H1 实现营收 28.64 亿元（-2.66%）；实现归母净利润 2.24 亿元（-31.14%），实现扣非净利润 2.32 亿元（-5.23%）。

公司归母净利润大幅下滑主要系：1) 公司持有的棉花期货期末浮亏 3707 万元；2) 由于公司前期储备的棉花库存价格较高，使成本端有所提高；同时由于 19 年上半年棉价走弱，预计产品售价略有下调，从而影响净利润水平，19H1 整体业绩低于预期。其中 19Q2 公司实现营收 13.46 亿元（-15.86%），实现归母净利润 1.01 亿元（-57.31%）。

1、国内产区：需求下行压力较大，订单不足，使得产能利用率不足。

我们预计公司国内产区纱线业务的营收规模有所下降。从产能来看，目前公司国内产区的产能仍然是 70 万锭，但我们预计公司产能利用率在 70%左右，主要系：终端需求放缓和贸易摩擦因素的影响使订单压力较大，为了减少库存风险，公司产能没有完全利用。由于越南产区的关税、税收、成本等方面的优势，近年部分下游客户将原本在国内生产的订单转移至越南产区，使得国内产区的订单需要填补；以往这些出口订单转移至越南的速度较慢，且国内需求强劲，公司国内的订单空白可以及时填补。但是自 18 年下半年开始，国

内终端需求疲软，需求下行压力较大；叠加中美贸易摩擦使得下游客户的出口订单加速转移至越南产区，使得公司国内的订单受到较大的影响。

2、越南产区：产能稳步释放，营收实现稳健增长，净利率有所下降。

19H1 公司越南产区拥有 70 万锭的产能，占目前百隆全部产能的 50%。19H1 越南百隆实现营收 13.40 亿元 (+26.18%)，订单和需求比较稳定，基本能够实现产销平衡；实现净利润 1.10 亿元 (-27.15%)，净利率为 8.21%，净利率有所下滑主要系公司原材价格相比去年同期高 9%左右，使得成本端有所提升，影响净利率水平；另外新释放的产能主要以生产白纱为主，产品结构调整对毛利率也有所影响，从而对于越南产区的净利率有所影响。

3、产能情况：越南产能持续释放，预计每年释放 15%左右的纱线产能。

目前公司总产能 140 万锭，其中：国内产能 70 万锭，越南产能 70 万锭，未来产能释放和增长将主要来自于越南产区，预计 2019 年公司总产能将达到 160 万锭，同比增长 14%；2020 年上半年公司总产能将达到 170 万纱锭。

4、棉花期货影响：

19H1 公司持有棉花期货合约 6000 手，期末持仓浮亏 3707 万元造成的公允价值变动损失，影响公司净利润水平，由于目前公司期货仍有持仓，影响预计还将延续。

毛利率：2019H1 公司实现销售毛利率 18.02% (+0.24pct)，毛利率保持平稳。但我们预计公司产品毛利率略有下滑，幅度我们预计在 1pct 左右，主要系 19 年上半年棉花价格走弱，使公司产品价格略有下降；但公司库存中的棉花价格较高，成本端并没有下降，导致产品毛利率有所下滑。19Q2 公司毛利率为 20.6% (+3.24pct)。

费用率：19H1 公司销售费用率为 2.12% (+0.12pct)，变动不大；若与 18H1 同口径计算公司管理费用率(即 19H1 加入研发费用率)则 19H1 公司管理费用率为 7.37% (+2.5pct)，19Q2 为 9.32% (+4.8pct)，公司管理费用率提升主要系越南工厂规模增长导致物料消耗和折旧上升所致；19H1 公司机物料消耗金额为 1337 万元，相比去年同期提升 498%。19H1 财务费用率为 2.87% (+0.51pct)，其中 19Q2 为 1.24% (+1.55pct) 财务费用率有所增加主要系公司银行借款利息支出增加及汇兑收益相比去年同期增加 666 万元所致。

净利率：虽然公司销售毛利率有所上升，费用率相对平稳，但由于棉花期货浮亏影响，使得 19H1 公司销售净利率为 7.84% (-3.24pct)，19Q2 为 7.55% (-7.33pct)。

资产减值损失：19H1 公司资产减值损失为-1461.6 万元，18 年同期为 888.7 万元，变动较大主要系存货跌价损失影响。19H1 公司存货跌价损失为-1461.6 万元，18 年同期为 893.79 万元，预计为存货计提转回或转销影响。

经营性现金流：19H1 公司经营性现金流为-5.1 亿元，主要系公司采购支出和人工成本支出增加所致。

公司作为色纺纱行业龙头，虽然越南产区的产能释放确定性较强，预计总产能的增长速度在 10%-15%。但是考虑到中美贸易摩擦以及国内终端需求放缓的影响尚未消除，国内订单压力较大；同时棉花期货的影响短期内尚未消除，公司今年业绩承压，出于谨慎考虑，我们下调公司盈利预测，下调至增持评级。预计公司 19-21 年营收实现 63.47 亿元、68.04 亿元、75.55 亿元，同比增长 5.82%、7.19%、11.05%；实现归母净利润 4.56 亿元、4.96 亿元、5.61 亿元，同比增长 4.11%、8.87%、13.12% (原值为 6.08 亿元、7.18 亿元、8.39 亿元)。预计 19-21 年 EPS 为 0.30/0.33/0.37 元 (原值为 0.41/0.48/0.56 元)，对应 PE 为 12.91/11.86/10.48。

风险提示：棉花期货浮亏影响、中美贸易摩擦加剧、终端需求疲软、国内订单走弱。

(摘自 2019 年 8 月 10 日发布的《百隆东方：半年报点评：国内需求疲软+棉花期货影响，中报业绩低于预期》)

2.3. 歌力思公司点评：取得 self-portrait 中国大陆地区经营权，品牌矩阵进一步完善

事件：歌力思与圣珀齐知识产权有限公司于 2019 年 8 月 6 日签署了合资经营协议，拟共

同投资设立合资经营企业，企业拥有“self-portrait”品牌在中国大陆地区的所有权。其中圣珀齐以知识产权出资 3000 万元，持有合资企业 50% 股权；歌力思以货币出资 3000 万元，持有合资企业 50% 股权，从而在中国大陆地区经营管理“self-portrait”品牌。

合资经营品牌介绍：“Self-Portrait”品牌由马来西亚设计师 Chong Han Loon 于 2013 年 11 月在英国伦敦创立，设计师善于运用运用蕾丝、镂空和碎花等元素，使其产品具备独特风格，辨识度较高。Self-Portrait 的品牌理念是无需用奢侈时装价格就可以买到精致的设计细节，属于轻奢品牌中性价比较高的品牌。截至 2019 年 3 月，“self-portrait”品牌已开设了 375 家销售点，覆盖全球 70 多个国家，其中 8 家店铺位于中国北京、上海、成都等一线城市。此外，品牌还设立有电子商务网站。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。

投资品牌对歌力思影响：

1) 进一步完善公司品牌矩阵，满足中高端服饰市场的多元需求。从产品风格来看，歌力思主打优雅的产品风格；Laurel 品牌主打简约现代；Ed Hardy 主打街头朋克风格；IRO 主打摇滚、轻松的法式简约风格；设计师品牌 VIVIENNETAM、JeanPaulKnott 各具风格；在引入 self-portrait 之后，其标签性的蕾丝、镂空、碎花等元素独具风格，对歌力思现有的品牌风格进行了很好的补充，满足更多消费者的需求。

2) 充分发挥品牌间协同作用，向高级时装品牌集团的战略目标迈进。2018 年，ELLASSAY 品牌已经夺得中国高端女装市场综合占有率第一名。在引入 Self-Portrait 品牌后，公司将充分发挥品牌间的协同作用，提升整体运营效率，持续扩大在高端国际市场的影响力和市占率。

对“self-portrait”品牌影响：歌力思作为中高端女装的龙头企业，旗下拥有 6 个中高端品牌及 1 家电商运营公司，具备良好的品牌运营能力和经验。当前，self-portrait 在全球的 375 家销售网点中，中国仅有 8 家门店，可见中国市场仍存在较大的发展潜力。与歌力思的合作可以帮助 self-portrait 品牌借助歌力思的品牌运营、渠道、客群等方面的优势，迅速有效的拓展中国市场，进一步扩大业务规模。

维持买入评级，3-6 个月目标价 26.40 元。

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。

1) 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。

2) 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。

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。

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

（摘自 2019 年 8 月 10 日发布的《歌力思：公司点评：取得 self-portrait 中国大陆地区经营权，品牌矩阵进一步完善》）

2.4. 健盛集团中报点评：业绩符合预期，受益汇率及产能释放

19H1 业绩符合预期。

1) 2019H1 公司实现营收 8.27 亿元 (+9.31%)，实现归母净利润 1.44 亿元 (+30.12%)，主要系产能释放，人民币贬值、越南收入占比提升，所得税税率下降 (10.61%，-0.57pct) 所致。19H1 外贸销售收入为 7.08 亿元，我们估计人民币汇率中枢对比同期下降贡献较大；19H1 经营性现金流同比大幅改善，约为 1.20 亿元 (+104%)。

2) 2019Q2 公司实现营收 4.24 亿元 (+2.20%)，实现归母净利润 7500.58 万元 (+12.34%)；单季度毛利率提升较为明显，且现金流同比大幅改善，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加及支付现金流出较去年同期减少所致。

盈利能力及周转方面：

毛利率：受益汇率等因素，Q2 单季度改善明显；公司 19H1 毛利率为 28.72% (+1.31pct)，主要系无缝内衣销售情况良好，占比提升所致；其中 Q2 毛利率为 31.22% (+3.26pct)，环比 Q1 提升 5.12pct，提升较为明显。

费用率：销售及财务费用率下降，管理费用率略有上升；19H1 上半年公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 2.80% (-0.33pct)、6.78% (-0.26pct)、0.30% (-0.42pct)、2.92% (+0.34pct)。销售费用率下降主要系本期办公费、报关检验费减少所致；管理费用率增加主要系本期折旧费用、业务招待费增加所致；财务费用减少主要系主要为汇兑收益，上期为汇兑损失；研发费用增加主要系本期加大研发投入。

净利率：盈利能力有所提升。受毛利率提升和综合费用率下降所致，19H1 上半年净利率为 17.35% (+2.73pct)，其中 Q2 单季度为 17.64% (+1.54pct)。

经营性现金流净额：现金流回暖明显。2019H1 上半年为 1.20 亿元，同比增长 104%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加及支付现金流出较去年同期减少所致。

存货周转：周转水平略有下降。19H1 期末存货周转天数 130.94 天，较同期上升 16.22 天，主要系在产品，库存商品和低值易耗品账面余额增加。

分业务：

棉袜业务：由于公司棉袜主业国内的改造基本完成，订单数量略有增长，棉袜业绩有所增长。19H1 公司棉袜业务实现营收 5.25 亿元 (+0.7%)，净利润 8355.8 万元 (+15.4%)。

内衣业务：内衣业务 19H1 收入 2.93 亿元(+25%)，19 年 H1 净利润为 6,034.29 万元(+58%)，扣除非经常性损益后的净利润 6,034.24 万元，完成本年业绩承诺的 63.52%。**我们预计全年有望超额完成业绩承诺。**

最新产能建设情况：

江山健盛产业园 5 号工厂已于 5 月底完成建设；越南兴安新增 1800 万件的无缝内衣项目，上半年土建已完工，室内配套工程已启动，设备采购及人员培训工作已开始进行；越南清化年产 9000 万双棉袜项目，已开始进行工程施工，钢结构开始安装。目前越南海防工厂、越南兴安工厂均已开始有效运营，越南兴安的无缝内衣工厂及清化工厂也在紧张的筹建过程中，预计越南产区 19 年/20 年的棉袜产量在 1.5 亿双/2 亿双左右；国内棉袜的产量分别为 2 亿双/2.2 亿双。

投资建议：维持“买入”评级，3-6 个月目标价 15.50 元

我们认为随着公司棉袜和内衣在越南产能的逐步释放，有望为未来业绩提供助力，同时随着越南产量占比的提升，将促进公司净利率的稳步提升。维持预计 2019-2020 年公司净利润为 2.58 亿元、3.21 亿元、3.93 亿元（同比增长 25.19%、24.05%、22.59%；预计 19-21 年 EPS 为 0.62/0.77/0.94 元，维持目标价 15.5 元。

风险提示：汇率大幅波动、国内外工厂投产不达预期、订单波动等风险。

（摘自 2019 年 8 月 5 日发布的《健盛集团：半年报点评：业绩符合预期，受益汇率及产能释放》）

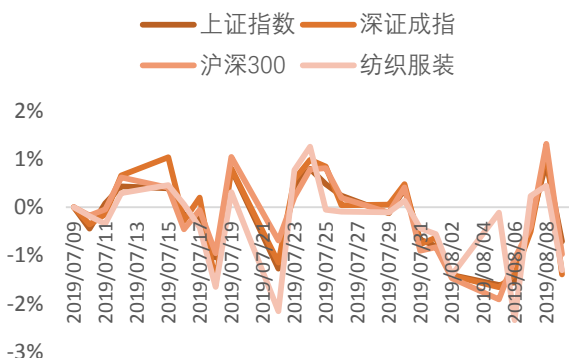
3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

本周上证指数收于 2,774.75 点，较上周收盘变动-3.25%；深证成指收于 8,795.18 点，较上

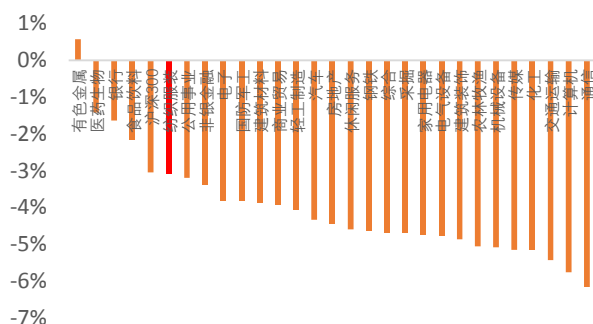
周收盘变动-3.74%；沪深 300 收于 3,663.53 点，较上周收盘变动-3.04%；申万纺织服装板块收于 1,792.85 点，较上周收盘变动-3.07%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

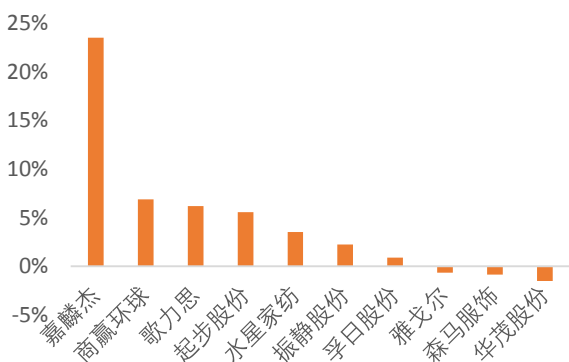
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

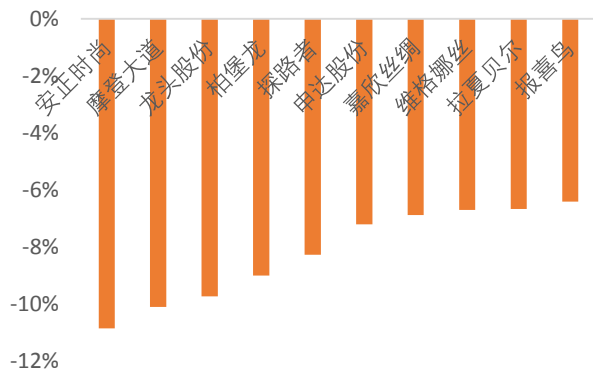
个股方面，嘉麟杰，商赢环球，歌力思涨幅居前三；安正时尚、摩登大道、龙头股份跌幅居前三。

图 4：纺织服装个股周涨幅前七名 (%)



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 (%)



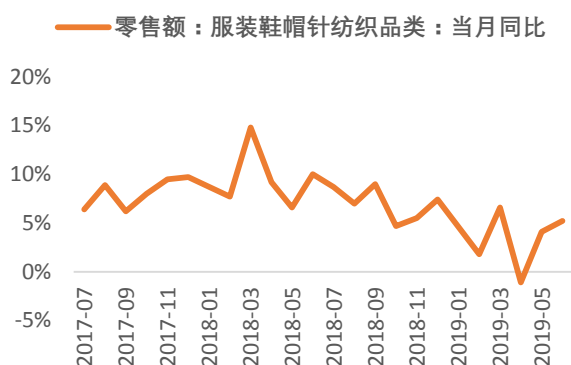
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端：6 月零售数据边际持续上涨，服装针织鞋帽行业增速环比增加

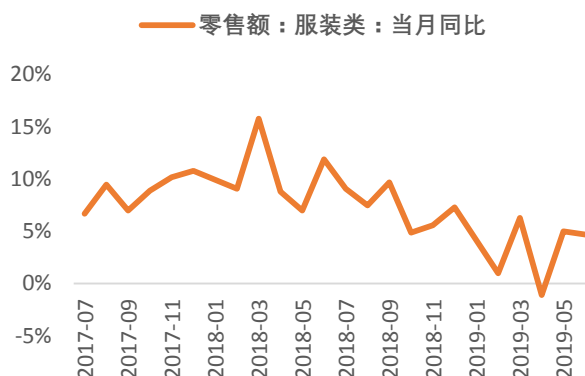
2019 年 1-6 月，社会消费品零售总额 195209.70 亿元，同比增长 8.40%。2019 年 6 月，社会消费品零售总额 33878.10 亿元，同比增长 9.80%，环比提升 1.20pct。2019 年 6 月零售额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增 5.20pct (5 月为 4.10%，环比增加 1.10pct)；限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比持平，环比增加 1.3pct。

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 (%)



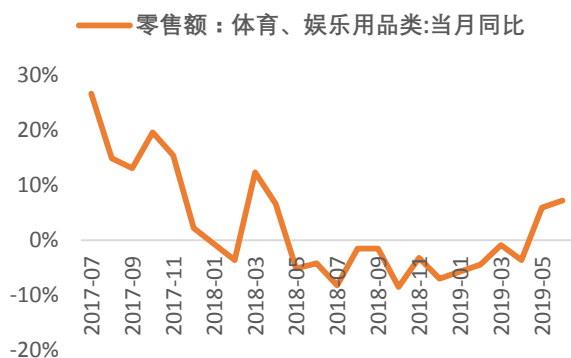
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



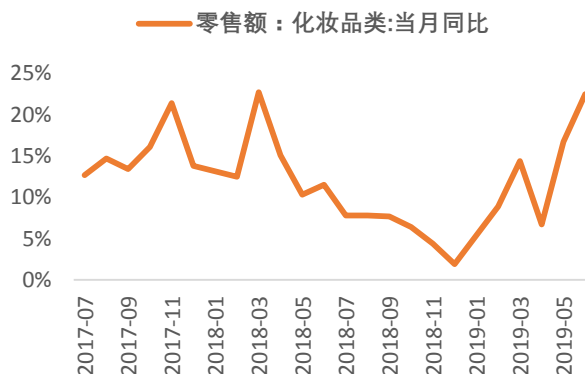
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



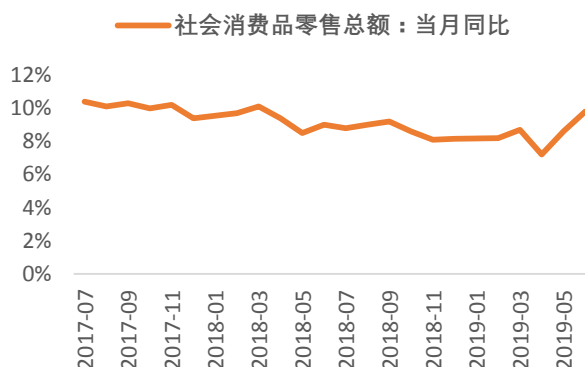
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

3.2.2. 出口：7 月纺织品出口同比上升，服装类出口金额同比下滑

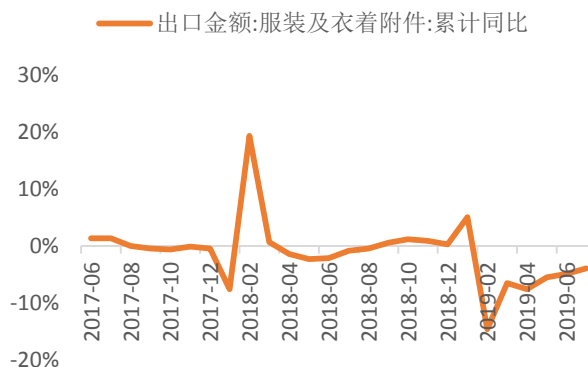
截至 2019 年 7 月底，据海关总署发布的数据显示，7 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 107.67 亿美元，同比上升 5.99%，环比 6 月份上升 4.44%；2019 年累计出口 693.84 亿美元，同比上涨 1.50%。服装及衣着附件 7 月的出口金额为 167.47 亿美元，同比下降 0.27%，环比 6 月份上升 18.81%；2019 年累计出口 823.56 亿美元，同比下降 3.90%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响。

图 12：2012 年至今纺织品出口增速：累计同比（%）



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：105.58，较上周下跌 1.63%。

棉花进口价格：2019 年 6 月为 1962.46 元/吨，较 5 月份 1927.11 元/吨，上涨 1.83%。

羊毛进口价格：2019 年 6 月为 8073.65 元/吨，较 5 月份 9163.34 元/吨，下跌 111.89%。

粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 11500.00 元/吨，与上周价格持平。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 6920.00 元/吨，较上周下跌 5.85%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7650.00 元/吨，较上周下跌 2.86%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 8500.00 元/吨，较上周下跌 2.86%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 9000.00 元/吨，较上周下跌 1.64%。

国内棉布产量：2019 年 6 月棉布产量 42.10 万吨，当月同比下降 0.50%。

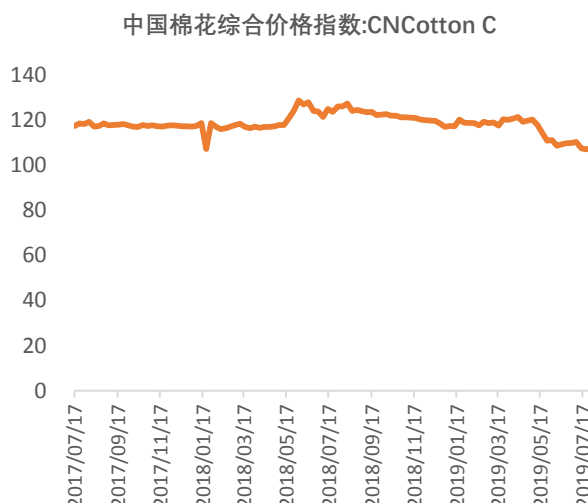
国内棉纱产量：2019 年 6 月棉纱产量 245.30 万吨，当月同比下降 3.60%。

图 14：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势（美分/磅）



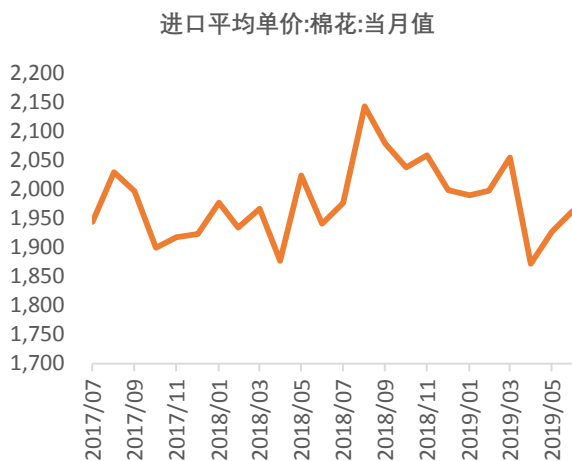
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



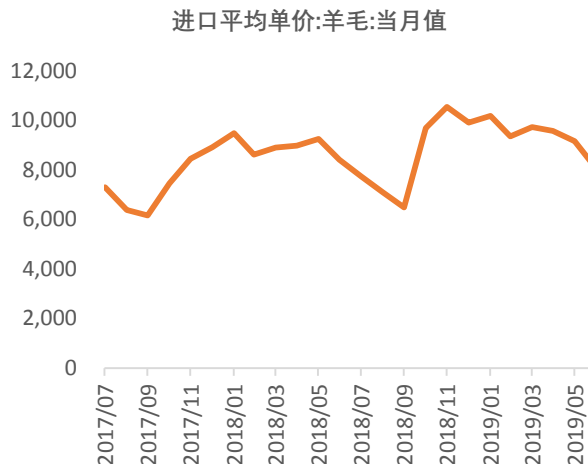
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



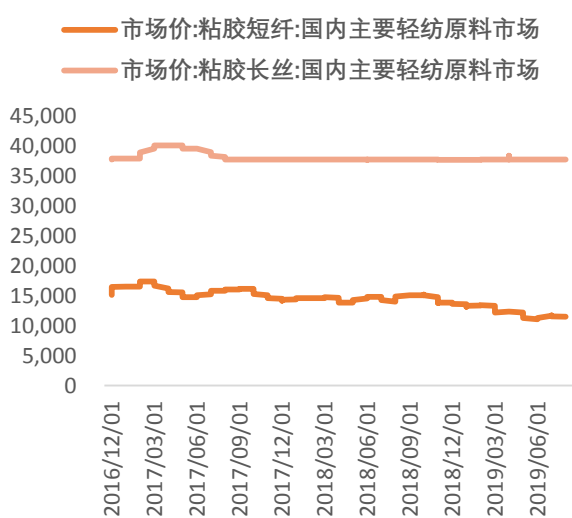
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



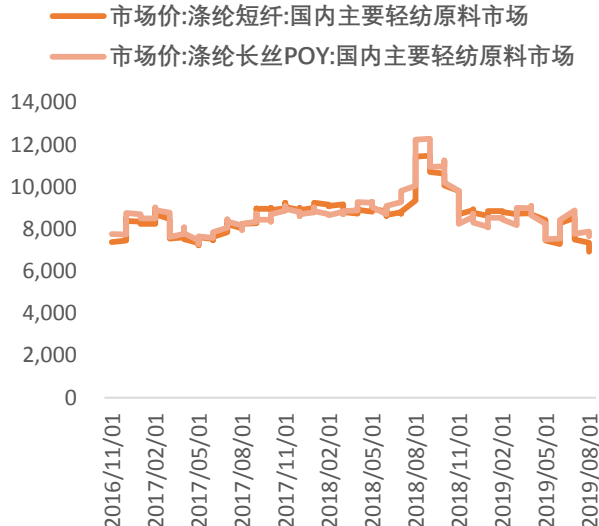
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



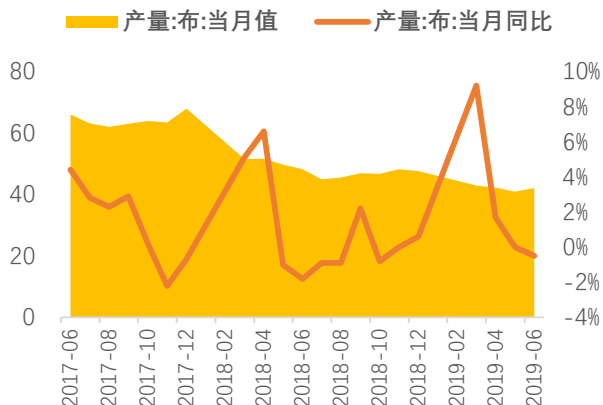
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



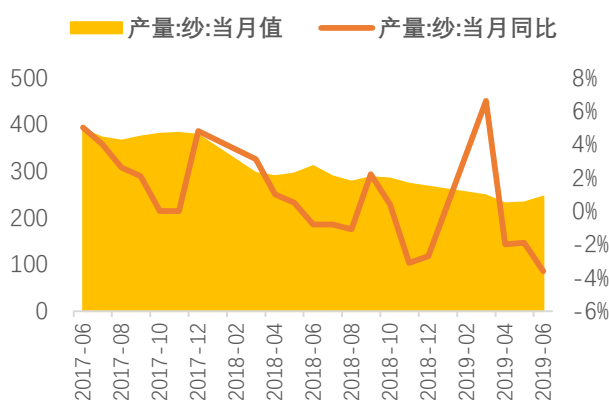
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



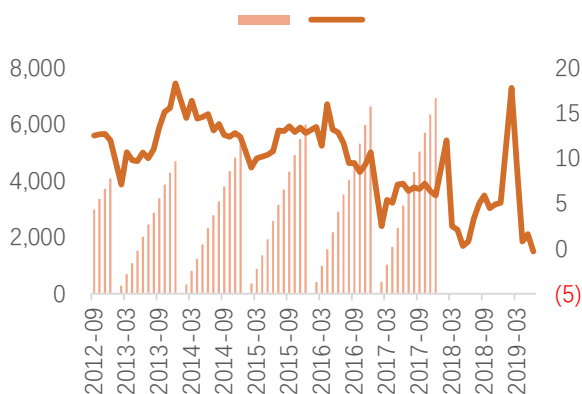
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.4. 行业投资：纺织行业投资增速略有下降，服装行业投资增速继续上升

纺织行业固定资产投资：2019年6月，纺织行业固定资产投资同比下降0.30%，较2018年6月同比增速有所下降（-1.10pct）。

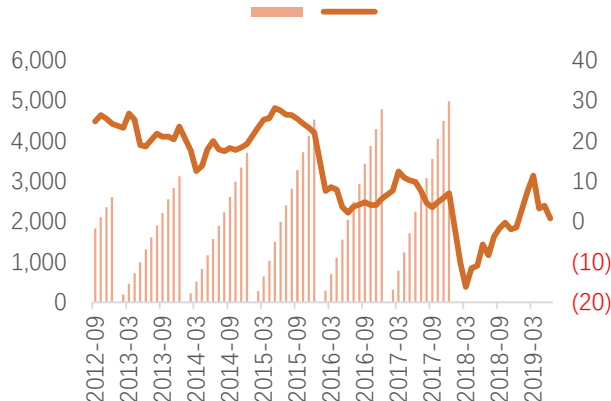
服装行业固定资产投资：2019年6月，纺织服装行业固定资产投资同比持平，较2018年6月同比增速有所上升（+6.50pct）。

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，%）



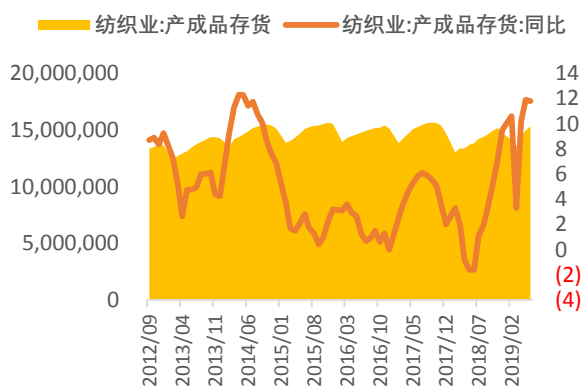
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.1. 行业库存情况：纺织业库存增速提升，服装行业库存提升

纺织行业库存情况：2019年6月，纺织行业产成品库存 1532.30 亿元，同比增长 11.8%，较上月增速有所上升（+0.1pct）。

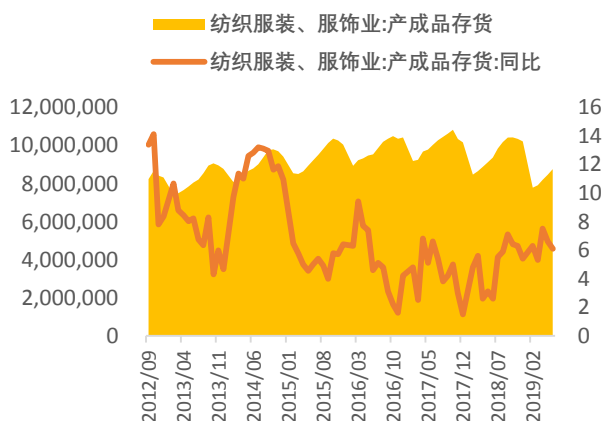
服装行业库存情况：2019年6月，服装行业产成品库存 874.70 亿元，同比增长 6.10%，较上月增速有所下降（-0.5pct），库存量有所增加。

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：

三房巷（600370.SH）重大资产重组进展公告：截至本公告日，重大资产重组涉及的标的公司海伦石化已完成增资工作，注册资本为 31 亿元。公司持有海伦石化 88.50% 股权，三

房巷国际贸易持有海伦石化 7.00%股权，剩余股份由合作伙伴持有。

红豆股份 (600400.SH) 回购股份方案公告：公司拟回购部分社会公众股份。本次回购股份资金总额区间为 2.5-5 亿元，回购股份价格不超过 5.38 元/股。本次回购的股份将用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。

浔兴股份 (002098.SZ) 董事长辞职公告：公司董事长王立军因个人原因辞去公司董事、董事长及战略委员会主任委员、提名委员会委员等职务，同时不再担任公司法定代表人。辞职后，王立军先生将不再担任公司任何职务。

三夫户外 (002780.SZ) 公司高管被动减持完成公告：公司股东孙雷在与国融证券办理的部分股票质押式回购交易中触发违约条款，被实施违约处置，累计通过集中竞价交易方式被动减持股份合计 34.06 万股，占总股本的 0.30%。减持完成后共持有公司股份 486.87 万股，占总股本的 4.04%。

富安娜 (002327.SZ) 对外担保公告：公司拟以连带责任保证方式对公司下游品牌经销商的贷款提供担保，担保额度不超过授信总额度 1 亿元，自董事会审议通过后合同签订之日起二年有效。

华升股份 (600156.SH) 2019 年半年度报告公告：公司 2019 年上半年实现营收为 5.33 亿元 (+4.45%)，归母净利润为-1531.40 万元，扣非归母净利润为-1968.99 万元，经营性现金流为-787.83 万元，EPS 为-0.038 元/股。

歌力思 (603808.SH) 对外投资公告：公司与圣珀齐签订合资经营协议，拟出资 3000 万元占有合资经营企业 50%股权，共同在中国大陆地区经营管理 self-portrait 品牌。

百隆东方 (601339.SH) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营收 28.65 亿元，同比下降 2.66%；实现归母净利润 2.24 亿元，同比下降 31.14%；主要系中美贸易摩擦不确定因素影响，以及国内纺服市场低迷、竞争加剧，库存压力增加。

中潜股份 (300526.SZ) 第一大股东转让股份公告：公司第一大股东爵盟投资通过协议转让方式将其持有的 1,600 万股转让给刘勇先生，转让价格为 24.50 元/股，转让价款共计 3.92 亿元。股份转让完成后，爵盟投资持有公司股份 4,175 万股，占总股本 24.46%。

金发拉比 (002762.SZ) 2019 半年度业绩快报：截至 2019 年 6 月 30 日，公司实现营业收入 1.80 亿元，同比下降 8.44%；实现归母净利润 2,715.09 万元，同比下降 23.05%。主要系 18 年公司优化销售渠道、新开直营门店尚处于培育期所致。

柏堡龙 (002776.SZ) 股份回购完成公告：截至本公告日，公司已累计回购股份数量 202.79 万股，占总股本的 0.84%，成交价格区间为 16.05 - 17.49 元/股，支付的总金额为 3,419.92 万元人民币，本次回购方案实施完毕。

3.3.2 海外板块公告：

CPRI.N (CPRI) 2019 年第二季度报告公告：2019 年第二季度公司实现营收 13.46 亿美元，同比增长 11.9%，实现净利润 1.45 亿美元，同比下降-75.81%。

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
8.16	起步股份	浙江省青田县油竹新区侨乡工业园区赤岩 3 号公司会议室	14:30
8.22	起步股份	福建省厦门市同安工业集中区湖里园 88 号厦门延江新材料股份有限公司会议室	14:30
8.8	旷达科技	江苏省常州市武进区雪堰镇旷达路 1 号本公司资本战略部。	13:30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.年内重点限售股解禁公司明细

表 2：年内限售股解禁公司明细

代码	简称	解禁日期	解禁数量	解禁收益率 (%)	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 (%)	
002098.SZ	浔兴股份	2019-01-04	4,800	28.29	35,800	31,000	86.59	35,800	35,800	100.00	定向增发 机构配售 股份
002397.SZ	梦洁股份	2019-01-14	7,624	-41.23	77,976	42,568	54.59	77,976	50,192	64.37	定向增发 机构配售 股份
002127.SZ	南极电商	2019-01-21	39,174	241.26	245,487	147,983	60.28	245,487	187,157	76.24	定向增发 机构配售 股份
002327.SZ	富安娜	2019-02-26	29		87,444	50,942	58.26	87,444	50,971	58.29	股权激励 限售股份
002404.SZ	嘉欣丝绸	2019-03-06	5,702	-3.57	57,767	40,204	69.60	57,767	45,907	79.47	定向增发 机构配售 股份
603518.S H	锦泓集团	2019-03-06	2,826	-12.00	18,055	14,917	82.62	18,055	17,743	98.27	定向增发 机构配售 股份
603518.S H	锦泓集团	2019-03-13	2		18,055	17,743	98.27	18,055	17,746	98.28	股权激励 限售股份
603608.S H	天创时尚	2019-03-14	17,577		43,140	12,856	29.80	43,140	30,433	70.54	首发原股 东限售股 份
603558.S H	健盛集团	2019-03-25	7,050	-21.68	41,636	31,374	75.35	41,636	38,424	92.29	定向增发 机构配售 股份
002327.SZ	富安娜	2019-03-26	115		87,444	50,971	58.29	87,444	51,086	58.42	股权激励 限售股份
002127.SZ	南极电商	2019-05-09	1,573	114.44	245,487	188,050	76.60	245,487	188,050	76.60	定向增发 机构配售 股份
002293.SZ	罗莱生活	2019-05-13	34		75,441	70,045	92.85	75,441	70,079	92.89	股权激励 限售股份
603808.S H	歌力思	2019-05-22	697		33,269	32,554	97.85	33,269	33,252	99.95	股权激励 限售股份
002656.SZ	摩登大道	2019-06-10	997	-43.09	71,252	48,240	67.70	71,252	49,236	69.10	定向增发 机构配售 股份
300577.SZ	开润股份	2019-06-13	7		21,761	6,415	29.48	21,761	6,421	29.51	股权激励 限售股份
002003.SZ	伟星股份	2019-06-14	1,573	9.64	75,802	62,699	82.71	75,802	64,272	84.79	定向增发

										机构配售 股份	
603608.S H	天创时尚	2019-06-17	1,227	-45.15	43,140	30,433	70.54	43,140	31,660	73.39	定向增发 机构配售 股份
002327.SZ	富安娜	2019-06-21	397		87,444	51,086	58.42	87,444	51,483	58.88	股权激励 限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2019-07-11	76		82,886	77,087	93.00	82,886	77,163	93.10	股权激励 限售股份
002193.SZ	如意集团	2019-08-16	3,051	-51.82	26,172	23,042	88.04	26,172			定向增发 机构配售 股份
600400.S H	红豆股份	2019-08-30	3,690	-30.90	253,326	249,636	98.54	253,326	6	6	定向增发 机构配售 股份
600146.S H	商赢环球	2019-09-30	26,997	41.79	46,997	20,000	42.56	46,997			定向增发 机构配售 股份
002516.SZ	旷达科技	2019-11-11	2,692	-50.16	147,084	91,117	61.95	147,084	4	4	定向增发 机构配售 股份
002832.SZ	比音勒芬	2019-12-23	16,184		30,828	13,430	43.56	30,828			首发原股 东限售股 份
300577.SZ	开润股份	2019-12-23	15,226		21,752	6,421	29.52	21,752			首发原股 东限售股 份
600626.S H	申达股份	2019-12-26	9,791	25.61	85,229	71,024	83.33	85,229			定向增发 机构配售 股份
603608.S H	天创时尚	2019-12-26	701	-55.72	43,140	31,660	73.39	43,140			定向增发 机构配售 股份

资料来源: Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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