

纺织服装

证券研究报告

2019年08月18日

李宁 19H1 业绩大超预期，继续推荐具备长增长逻辑公司

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

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:无印良品6小时暗访探店,继续布局中报超预期标的》 2019-08-11
- 2 《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
- 3 《纺织服装-行业研究周报:布局中报超预期标的》 2019-07-28

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 2823.82 点, 较上周收盘变动+1.77%; 深证成指收于 9060.92 点, 较上周收盘变动+3.02%; 沪深 300 收于 3710.54 点, 较上周收盘变动+2.12%; 申万纺织服装板块收于 1808.66 点, 较上周收盘变动+0.88%。
- 行业数据及观点:

1、李宁 19H1 业绩大超预期，净利率改善明显，继续推荐具备长增长逻辑公司

李宁作为我们团队港股重点推荐标的之一，19H1 业绩大超预期，净利率改善明显，印证我们此前观点，继续坚定推荐！2019H1 李宁集团实现营收 62.55 亿元，(+32.72%)；实现归母净利润 7.95 亿元 (+196%)；实现扣非净利润 5.61 亿元，(+109%)，大超我们此前预期，同时归母净利润也超过之前盈利预增公告披露的 7.09 亿元。

公司净利率改善明显。19H1 集团毛利率同比提升 1p.p 至 49.70%，经营净利率同比提升 4.61p.p 至 10.84%，归母净利润率同比提升 7.01p.p 至 12.71%，扣非净利润率同比提升 3.3p.p 至 9.0%，我们预计未来两年公司毛利率每年提升 1p.p，经营净利率每年提升 2p.p 左右。

我们继续推荐类似李宁这样具备长增长逻辑的公司。李宁目前仍处于业绩改善阶段。李宁 2020 年第一季度订货会李宁大货产品实现 10%-20% 的增长，同时其净利率水平与同行业其他公司相比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，是具备长期增长逻辑的公司，继续坚定推荐！

2、行业数据：

7 月社零数据公布，目前仍在筑底过程，预计下半年将会逐渐出现边际改善。

2019 年 7 月当月服装针织鞋帽的零售额同比为 2.9%，相比 18 年同期下降 5.8pct，相比 19 年 6 月环比下降 2.3pct；2019 年 1-7 月服装单项零售额累计同比为 3%，相比 18 年同期下降 6.2pct，环比没有变化。

我们认为目前服装单项的社零数据仍在筑底过程，预计下半年会逐渐出现边际改善，主要系：18 年 10 月之前，服装社零数据的基数较高，18 年 10 月的服装社零数据同比下降至 4.7% 左右，由此我们认为，随着未来基数的下降，社零服装单项的同比数据会出现边际改善。

3、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。李宁发布的 19H1 业绩，业绩大超预期，净利率提升。

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：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

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2019-08-16	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	32.22	买入	0.80	1.06	1.55	2.20	40.28	30.40	20.79	14.65
002127.SZ	南极电商	9.58	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	26.61	18.42	12.95	9.68
002832.SZ	比音勒芬	25.04	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	26.36	18.69	14.23	11.23
02331.HK	李宁	18.30	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	61.00	33.27	25.07	17.94
002563.SZ	森马服饰	10.62	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	16.86	14.96	12.95	11.06

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=0.897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。**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。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 业绩公告, 业绩大超预期, 净利率显著提升。**1) 2019H1 实现营收 62.55 亿元, 同比增长 32.72%; 实现归母净利润 7.95 亿元, 同比增长 196%; 其中非经常性损益中由于上海红双喜的土地被政府收储, 由此产生了 2.7 亿元左右的一次性收益, 若扣除公司非经常损益后, 公司实现扣非净利润 5.61 亿元, 同比增长 109%, 大超我们此前预期, 同时归母净利润也超过之前盈利预告披露的 7.09 亿元。2) 得益于公司在产品、渠道和运营能力方面的持续改善, 公司 19H1 全渠道的同店增长达到 10%-20%。其中线下直营渠道同店实现高单位数增长, 线下批发渠道实现 10%-20%的同店增长; 线上电商渠道实现 30%-40%的增长。3) 毛利率同比提升 1p.p 至 49.70%, 主要系发货折扣改善和新品占比提升贡献; 销售费用率下降明显, 其中广告费用占营收的比重相比去年同期下降 1.6p.p; 经营净利率同比提升 4.61p.p 至 10.84%, 归母净利润率同比提升 7.01p.p 至 12.71%, 扣非净利润率同比提升 3.3p.p 至 9.0%, 超出我们此前的预期。我们认为公司毛利率在未来两年有望每年提升 1pct, 经营净利率每年提升 2pct 左右。4) 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 29.89/22.71/16.21, 维持买入评级。

- **森马服饰: 剔除 KIDILIZ 并表 19Q1 业绩超市场预期**

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

KIDILIZ 并表致毛利率、费用率双升, 净利率下降

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

19Q1 存货、应收账款环比下降, 经营净现金流入受并表及季节影响下降

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

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

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

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

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

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

1. 本周观点：李宁 19H1 业绩大超预期，7 月服装社零数据仍在筑底，继续推荐具备长增长逻辑公司

1.1. 李宁 19H1 业绩大超预期，7 月服装社零数据仍在筑底，继续推荐具备长增长逻辑公司

1、李宁 19H1 业绩大超预期，净利率改善明显，继续推荐具备长增长逻辑公司

李宁作为我们团队港股重点推荐标的之一，19H1 业绩大超预期，净利率改善明显，印证我们此前观点，继续坚定推荐！2019H1 李宁集团实现营收 62.55 亿元，(+32.72%)；实现归母净利润 7.95 亿元(+196%)；实现扣非净利润 5.61 亿元，(+109%)，大超我们此前预期，同时归母净利润也超过之前盈利预增公告披露的 7.09 亿元。

公司净利率改善明显。19H1 集团毛利率同比提升 1p.p 至 49.70%，经营净利率同比提升 4.61p.p 至 10.84%，归母净利润率同比提升 7.01p.p 至 12.71%，扣非净利润率同比提升 3.3p.p 至 9.0%，我们预计未来两年公司毛利率每年提升 1p.p，经营净利率每年提升 2p.p 左右。

我们继续推荐类似李宁这样具备长增长逻辑的公司。李宁目前仍处于业绩改善阶段，未来具备长期增长逻辑。李宁 2020 年第一季度订货会李宁大货产品仍实现 10%-20% 的增长，同时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，是具备长期增长逻辑的公司，继续坚定推荐！

2、行业数据：

7 月社零数据公布，目前仍在筑底过程，预计下半年将会逐渐出现边际改善。2019 年 7 月当月服装针织鞋帽的零售额同比为 2.9%，相比 18 年同期下降 5.8pct，相比 19 年 6 月环比下降 2.3pct；2019 年 1-7 月服装单项零售额累计同比为 3%，相比 18 年同期下降 6.2pct，环比没有变化。

我们认为目前服装单项的社零数据仍在筑底过程，预计下半年会逐渐出现边际改善，主要系：18 年 10 月之前，服装社零数据的基数较高，18 年 10 月的服装社零数据同比下降至 4.7% 左右，由此我们认为，随着未来基数的下降，社零服装单项的同比数据会出现边际改善。

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。李宁发布的 19H1 业绩，业绩大超预期，净利率提升。

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*	30.42	20.85	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	70.1
南极电商*	18.55	12.99	38.6%	43.0%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	235.2
比音勒芬*	18.71	14.23	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	77.2
森马服饰*	15.01	12.94	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	286.6
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*	12.98	8.67	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	55.8
梦洁股份*	18.94	13.66	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	38.8
李宁*	36.78	27.94	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	470.6
安踏体育*	30.76	25.11	21.3%	25.8%	22.5%	20.1%	4,102.9	5,160.0	6,320.0	7,590.0	1,587.0
罗莱生活*	12.67	11.31	12.6%	11.3%	12.1%	13.1%	534.5	595.1	666.8	754.5	75.4
歌力思*	10.77	9.11	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	47.4
百隆东方*	12.45	11.43	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	56.7
九牧王*	11.53	13.46	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	66.8
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*	13.26	10.69	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	34.3
太平鸟*	9.42	7.96	18.1%	23.4%	18.4%	17.8%	571.5	705.4	835.1	983.4	66.4
鲁泰A	10.04	9.27	7.9%	8.4%	8.3%	7.5%	811.5	879.3	952.7	1,024.6	88.3
伟星股份	12.43	10.93	13.2%	18.3%	13.7%	12.6%	310.3	367.0	417.4	470.2	45.6
七匹狼	11.70	10.53	11.3%	11.0%	11.2%	11.4%	346.3	384.3	427.1	475.7	45.0
华孚时尚	11.52	10.24	9.5%	14.0%	12.5%	6.5%	751.8	857.1	964.3	1,027.4	98.8
新野纺织	6.21	5.26	16.7%	20.1%	18.1%	15.2%	386.5	464.3	548.4	631.8	28.8
报喜鸟	24.44	17.85	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	35.4
富安娜	9.68	8.61	12.4%	13.9%	12.4%	12.4%	543.4	618.9	695.5	781.7	59.9
朗姿股份	14.75	12.85	14.3%	12.6%	14.8%	13.9%	210.5	236.9	271.9	309.6	34.9
汇洁股份	11.64	10.79	8.6%	67.8%	7.9%	9.3%	165.7	278.0	300.0	328.0	32.4
奥康国际	23.45	20.45	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	38.5
维格娜丝	6.47	5.65	15.5%	12.4%	14.5%	16.5%	272.8	306.7	351.1	409.1	19.8
起步股份	18.95	16.69	13.4%	14.5%	13.5%	13.2%	180.7	207.0	235.0	266.0	39.2
拉夏贝尔	6.46	4.58	27.5%	-320.0%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	22.7
天创时尚	9.44	8.39	12.0%	13.6%	12.5%	11.6%	242.2	275.2	309.6	345.4	26.0
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	26.22	20.55	25.7%	-166.5%	27.6%	23.8%	-181.9	121.0	154.4	191.2	31.7
新澳股份	12.14	10.14	16.0%	18.0%	19.7%	12.4%	199.4	235.2	281.5	316.4	28.6
联发股份	7.84	7.58	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	31.4
红豆股份	32.65	27.47	17.4%	26.7%	18.9%	15.9%	207.1	262.3	311.7	361.4	85.6
航民股份	8.89	7.97	10.5%	12.0%	11.6%	9.4%	661.9	741.3	827.1	904.8	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 16 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. 李宁半年报点评：业绩大超预期，净利率提升显著

1、**业绩**：李宁作为我们团队港股重点推荐标的之一，19H1 业绩大超预期，印证我们此前观点，继续坚定推荐！2019H1 实现营收 62.55 亿元，同比增长 32.72%；实现归母净利润 7.95 亿元，同比增长 196%；其中非经常性损益中由于上海红双喜的土地被政府收储，由此产生了 2.7 亿元左右的一次性收益，若扣除公司非经常损益后，公司实现扣非净利润 5.61 亿元，同比增长 109%，大超我们此前预期，同时归母净利润也超过之前盈利预增公告披露的 7.09 亿元。

2、分系列来看：

1) 李宁核心品牌（除李宁 YOUNG 外）：

① 李宁大货：李宁核心（传统大货店）品牌门店达到 6422 家，净增 155 家。其中加盟渠道门店净增 278 家至 5043 家；直营渠道门店净减 123 家，达到 1378 家，主要系公司出于

管理角度，将部分直营门店转移至加盟门店。

② 中国李宁：截至 19H1 运动时尚品类中国李宁拥有门店 70 家，相比 19 年年初净增 47 家门店，开店速度明显加快。中国李宁渠道主要集中在二线及以上的重点城市，我们预计公司 2019 年中国李宁有望达到 100-120 家。

2) 李宁 YOUNG：从渠道来看，公司童装门店依旧实现了较快速的扩张，截至 19H1 李宁 YOUNG 拥有门店 872 家，相较年初净增 241 家。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、分渠道来看：

得益于公司在产品、渠道和运营能力方面的持续改善，公司 19H1 全渠道的同店增长达到 10%-20%。其中线下直营渠道同店实现高单位数增长，线下批发渠道实现 10%-20%的同店增长；线上电商渠道实现 30%-40%的增长。

1) 线下渠道：19H1 公司线下渠道实现营收 47.97 亿元（+31.2%），增速加快，改善明显，线下营收占总营收的比重为 76.7%。其中：

① 直营渠道营收 17.58 亿元（+12.3%），占总营收的比重为 28.1%，相比去年同期下降 5.1p.p。直营渠道营收比重有所下降主要系公司出于管理角度，将一些市场中更适合经销模式的直营门店转嫁给经销商，使得直营渠道的比重有所下降，但在门店数量下滑的情况下，公司直营渠道仍然实现 12.3%的增长。

② 经销渠道营收 30.4 亿元（+45.4%），占营收比重达到 48.6%，加盟渠道实现了快速增长。除了直营转加盟的门店贡献外，加盟渠道的同店也实现 10%-20%的增长，主要系公司加大对于加盟商的扶持力度，允许经销商开设大店和时尚店，使得公司加盟渠道在 19H1 得到亮眼的表现。

2) 线上渠道：19H1 公司线上渠道营收实现较高速增长，为 13.57 亿元（+38.5%），占比达到 21.7%，相比去年同期提升 0.9p.p。公司 15 年开始大力发展电商渠道业务，占比持续提升，并保持高速增长，我们认为随着公司未来电商渠道的进一步完善，线上渠道占比将持续提升，并将维持在 30%左右。

3) 国际市场：19H1 实现营收 1 亿元（+32.7%），占比变化不大，为 1.6%左右。

4、盈利能力持续提升，各项经营指标持续改善。公司毛利率同比提升 1p.p 至 49.70%，经营净利率同比提升 4.61p.p 至 10.84%，归母净利润率同比提升 7.01p.p 至 12.71%，扣非净利润率同比提升 3.3p.p 至 9.0%，超出我们此前的预期。

维持买入评级。考虑到公司 2020Q1 订货会李宁大货产品仍实现 10%-20%的增长，同时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，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。维持原有盈利预测，预计公司 19-21 年归母净利润分别为 12.79/16.84/23.59 亿元，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 29.89/22.71/16.21。

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。

（摘自 2019 年 8 月 15 日发布的《李宁 19H1 业绩点评：业绩大超预期，净利率提升显著》）

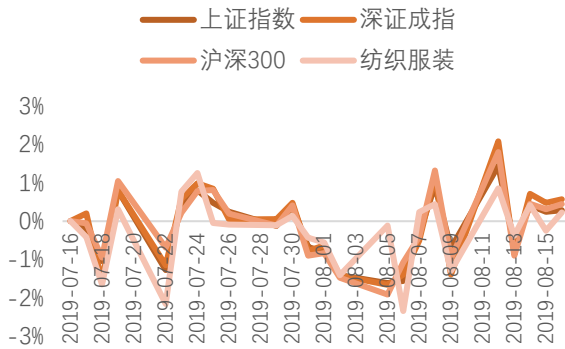
3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

本周上证指数收于 2823.82 点，较上周收盘变动+1.77%；深证成指收于 9060.92 点，较上周收盘变动+3.02%；沪深 300 收于 3710.54 点，较上周收盘变动+2.12%；申万纺织服装板

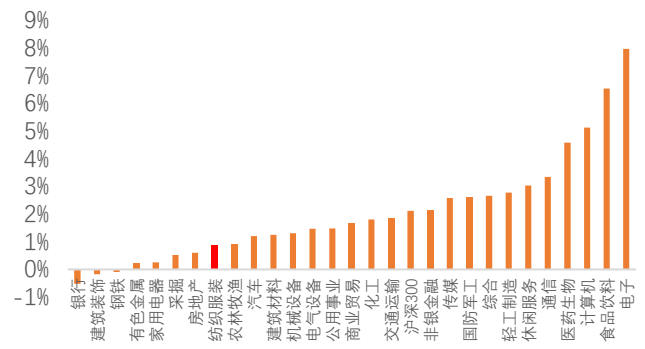
块收于 1808.66 点，较上周收盘变动+0.88%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

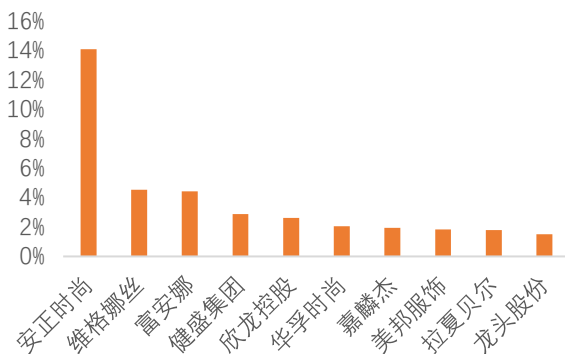
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

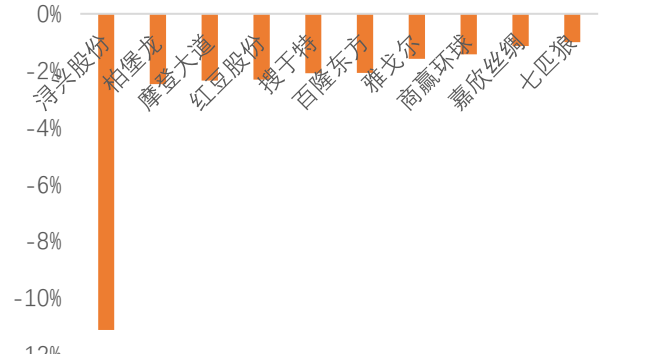
个股方面，安正时尚，维格娜丝，富安娜涨幅居前三；浔兴股份、柏堡龙、摩登大道跌幅居前三。

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 (%)



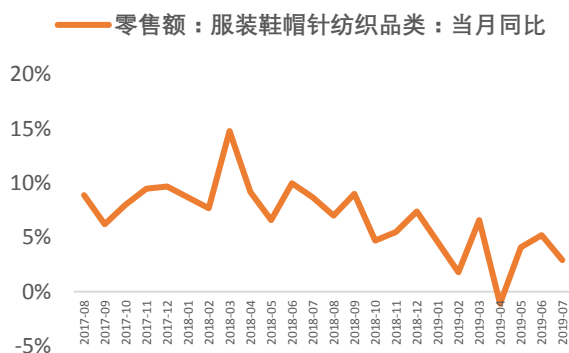
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端：7 月零售数据边际有所收缩，服装针织鞋帽行业增速环比下降

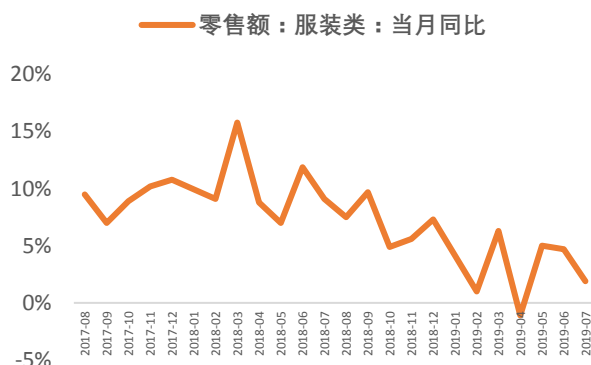
2019 年 1-7 月，社会消费品零售总额 228282.90 亿元，同比增长 8.30%。2019 年 7 月，社会消费品零售总额 33073.30 亿元，同比增长 7.60%，环比下降 2.20pct。2019 年 7 月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增 2.90%（6 月为 5.20%，环比下降 2.30pct）；2019 年 7 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增长 8.80%，环比上升 1.60pct。

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 (%)



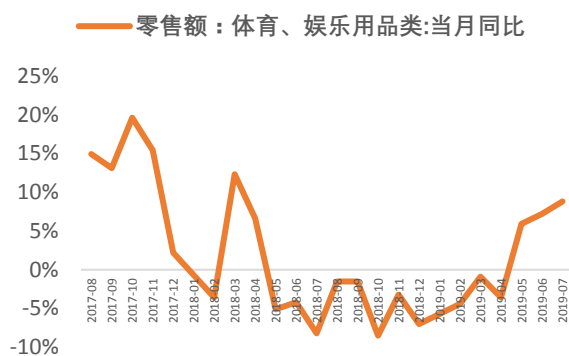
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



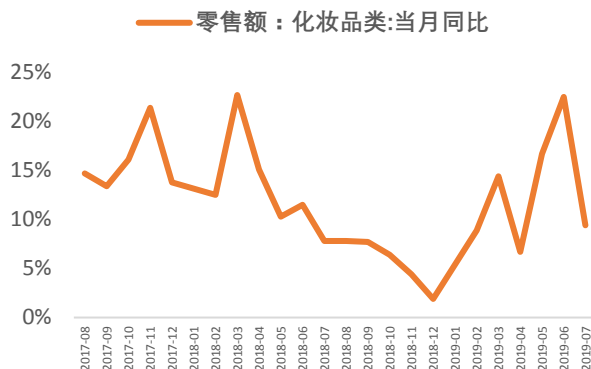
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



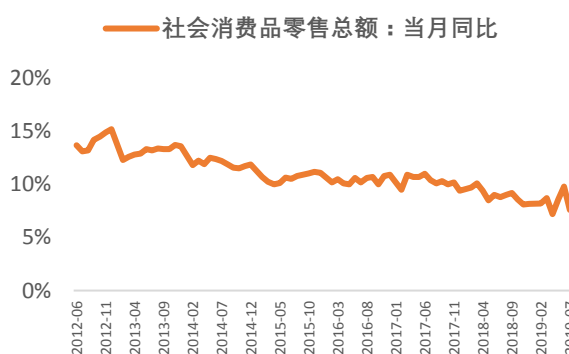
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



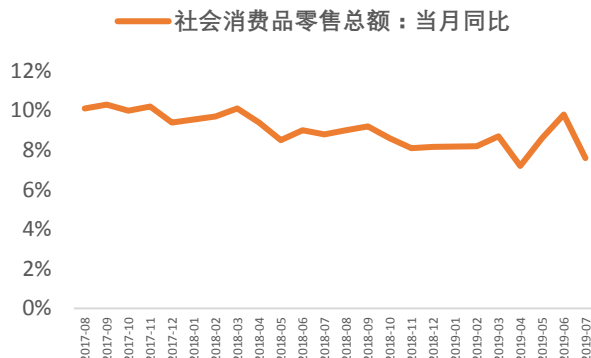
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

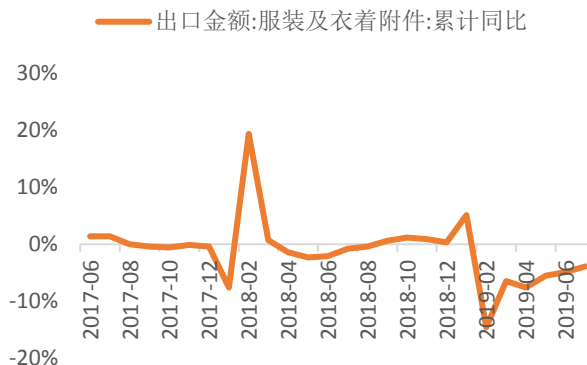
截至 2019 年 7 月底，据海关总署发布的数据显示，7 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 107.67 亿美元，同比上升 5.99%，环比 6 月份上升 4.44%；2019 年累计出口 693.84 亿美元，同比上涨 1.50%。服装及衣着附件 7 月的出口金额为 167.47 亿美元，同比下降 0.27%，环比 6 月份上升 18.81%；2019 年累计出口 823.56 亿美元，同比下降 3.90%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响。

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：102.41，较上周下跌 3.00%。

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，比上周价格下跌 0.87%。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 7200.00 元/吨，较上周上涨 4.05%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7780.00 元/吨，较上周上涨 1.70%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 8650.00 元/吨，较上周上涨 1.76%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 9150.00 元/吨，较上周上涨 1.67%。

国内棉布产量：2019 年 7 月棉布产量 46.90 万吨，当月同比下降 3.30%。

国内棉纱产量：2019 年 6 月棉纱产量 263.40 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)



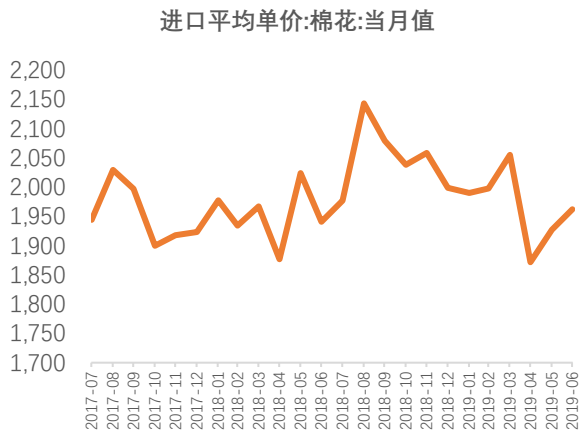
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



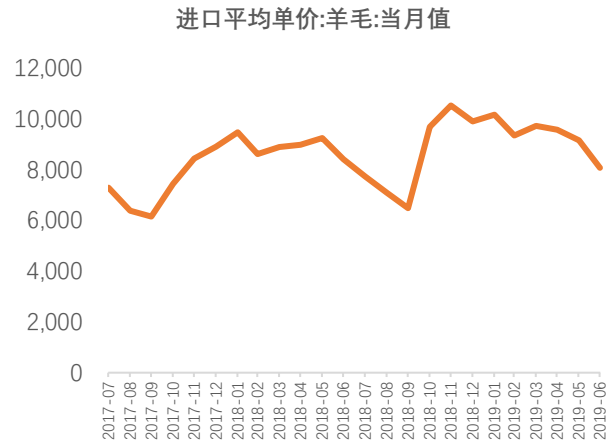
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



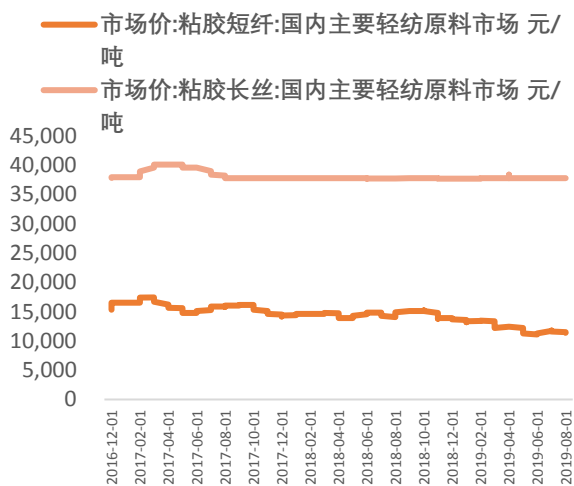
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



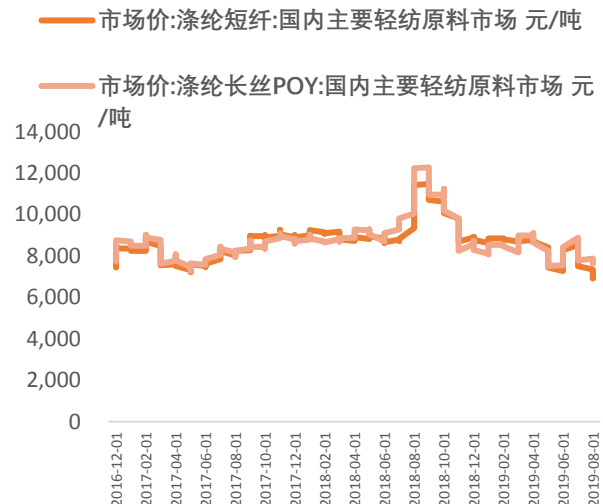
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



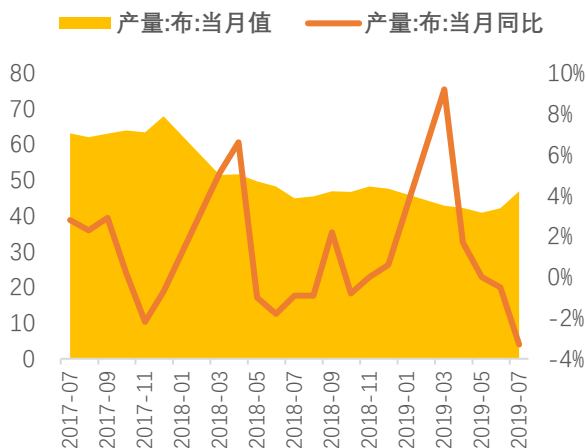
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



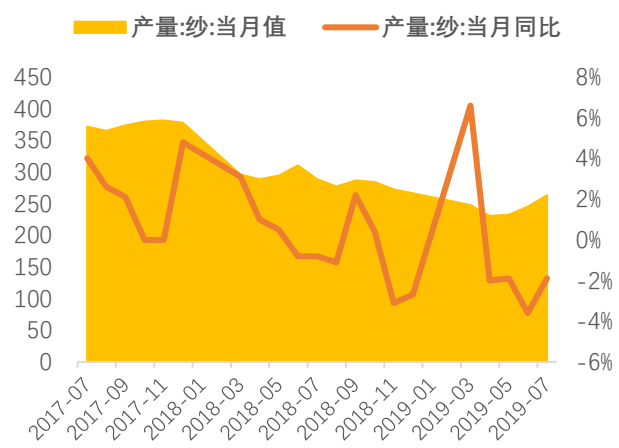
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



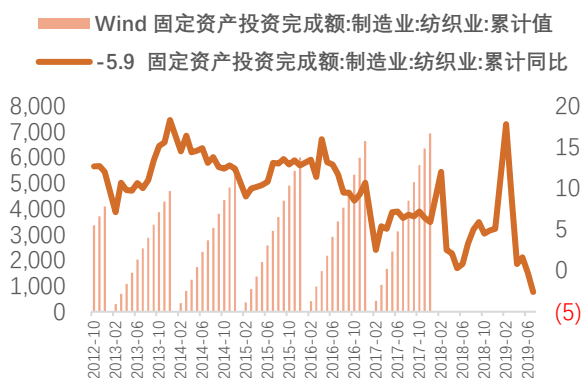
资料来源：Wind，天风证券研究所

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7月，纺织行业固定资产投资同比下降2.60%，较2018年7月同比增速有所下降（-5.90pct）。

服装行业固定资产投资：2019年7月，纺织服装行业固定资产同比下降0.30%，较2018年7月同比增速有所上升（+8.10pct）。

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，%）



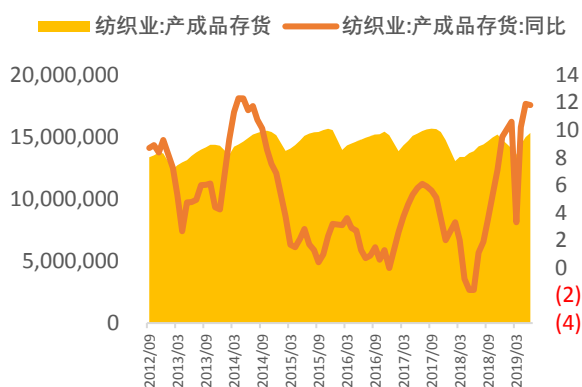
资料来源：Wind，天风证券研究所

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%，较上月增速有所下降（-0.1pct）。

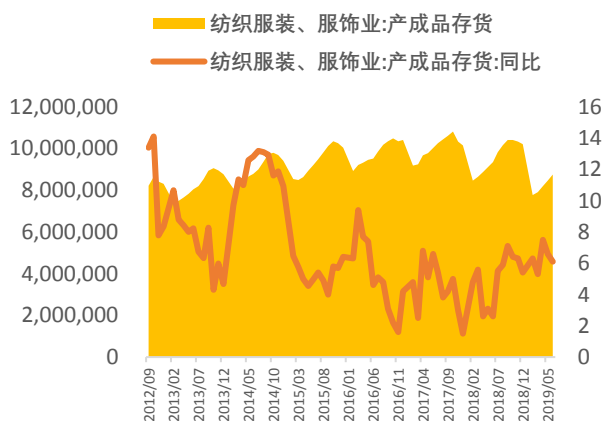
服装行业库存情况：2019年6月，服装行业产成品库存874.70亿元，同比增长6.10%，较上月增速有所下降（-0.5pct），库存量有所增加。

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：

海澜之家（600398.SH）股份回购的公告：公司拟使用回购资金区间为6.91-10.36亿元，回购股份价格不超过12.00元/股，预计回购股份数量约为8,633.33万股，占公司截至2019年6月30日总股本的1.95%。

森马服饰 (002563.SZ) 为子公司提供担保的公告: 公司拟向森滋及其下属子公司提供不超过 165 万美元的融资担保, 为其向境内外商业银行的融资提供连带责任保证, 并授权公司法定代表人或其授权代表签署相关文件。

奥康国际 (603001.SH) 股份回购实施结果的公告: 公司于 2019 年 8 月 13 日完成回购事项, 已实际回购公司股份 1819.37 万股, 占公司总股本的 4.54%, 回购均价 10.61 元/股, 使用资金总额 1.93 亿元。

航民股份 (600987.SH) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 34.64 亿元, 同比下降 11.75%, 实现归母净利润 3.23 亿元, 同比增长 7.32%。收入下降主要系黄金饰品批发业务销售量同比下滑所致。

安正时尚 (603839.SH) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 11.24 亿元, 同比 49.49%; 实现归母净利润 1.92 亿元, 同比增加 18.34%; 实现扣非净利润为 1.64 亿元, 同比增加 30.19%。公司上半年利润增加的主要得益于主营业务的持续稳定及礼尚信息业务快速增长和并表等因素。

起步股份 (603557.SH) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 7.19 亿元, 同比增长 17%, 实现归母净利润 1.07 亿元, 同比减少 2.42%, 实现扣非净利润为 9051.93 万元, 同比增加 10.33%。收入增长主要系拓展了公司境外销售渠道, 带来销售收入上涨。

如意股份 (002193.SZ) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 5.98 亿元, 同比增长 2.14%; 实现利润总额 6,134.80 万元, 比上年同期增长 44.54%; 实现归母净利润 5055.14 万元, 同比增加 74.95%; 实现扣非净利润为 3648.76 万元, 同比增加 215.20%。

中潜股份 (300526.SZ) 2019 年半年度报和终止收购北海慧玉及新设子公司的公告: 1) 2019 年上半年公司实现营业收入 2.33 亿元, 同比增长 12.36%; 实现归母净利润 1194.42 万元, 同比下降 25.65%; 实现扣非净利润 1172.34 万元, 同比下降 27.62%。报告期内合并了深圳蔚蓝利润表和现金流量表, 本报告期深圳蔚蓝净利润 656.34 万元; 2) 因北海慧玉其中一股东不幸逝世, 相关转让手续无法正常办理, 公司决定终止本次收购事项。因终止收购事项对公司大数据等相关业务的工作进度有所滞后, 公司以自有资金重新设立一家新的子公司快速地开展相关业务。

凤竹纺织 (600493.SH) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 5.12 亿元, 同比增长 17.27%, 实现归母净利润 1,768.40 万元, 同比减少 27.61%, 实现扣非净利润 1,568.76 万元, 同比减少 24.68%。公司利润率下降系 1) 母公司执行“煤改气”政策, 使得生产成本增加, 产品毛利率下降; 2) 江西子公司营业利润较同期减少。

伟星股份 (002003.SZ) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 13.15 亿元, 同比增长 3.96%, 实现归母净利润 1.66 亿元, 同比减少 8.16%, 实现扣非净利润 1.57 亿元, 同比减少 10.65%。

3.3.2 海外板块公告:

裕元集团 (0551.HK) 2019H1 中期业绩公告: 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司实现营业收入 50.71 亿美元, 同比增长 6.32%; 实现归母净利润 1.66 亿美元, 同比增长 10.52%。

李宁 (2331HK) 2019H1 中期业绩公告: 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司实现营业收入 62.55 亿元, 同比增长 32.7%; 实现归母净利润 7.95 亿元, 同比增长 196%。

TAPESTRY (TPR.N) 2019 年报公告: 截至 2019 年 6 月 29 日, 公司实现营业收入 60.27 亿美元, 同比增长 2.50%; 实现净利润 6.43 亿美元, 同比增长 61.86%。

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
8.19	乔治白	浙江省平阳县昆阳镇平瑞公路 588 号商务楼会议室	14:30
8.22	延江股份	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
8.22	诺邦股份	杭州市余杭经济技术开发区昌达路 8 号公司 1 号会议室	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

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	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	4,800.00	28.29	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
002780.SZ	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
002397.SZ	梦洁股份	2019-01-14	7,624.06	-41.23	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
002127.SZ	南极电商	2019-01-21	39,173.73	241.26	245,487.04	147,983.18	60.28	245,487.04	187,156.90	76.24	定向增发机构配售股份
002327.SZ	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
603518.SH	锦泓集团	2019-03-06	2,826.24	-12.00	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
002404.SZ	嘉欣丝绸	2019-03-06	5,702.36	-3.57	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
603518.SH	锦泓集团	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
603608.SH	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
603558.SH	健盛集团	2019-03-25	7,050.00	-21.68	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
002327.SZ	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
002875.SZ	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
002127.SZ	南极电商	2019-05-09	1,573.03	114.44	245,487.04	188,049.76	76.60	245,487.04	188,049.76	76.60	定向增发机构配售股份
002293.SZ	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
603808.SH	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
300577.SZ	开润股份	2019-06-13	6.66		21,761.49	6,414.57	29.48	21,761.49	6,421.23	29.51	股权激励限售股份
002003.SZ	伟星股份	2019-06-14	1,572.69	9.64	75,802.04	62,699.33	82.71	75,802.04	64,272.02	84.79	定向增发机构配售股份
603608.SH	天创时尚	2019-06-17	1,227.34	-45.15	43,140.22	30,433.07	70.54	43,140.22	31,660.41	73.39	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2019-06-21	396.86		87,444.32	51,086.21	58.42	87,444.32	51,483.07	58.88	股权激励限售股份
603587.SH	地素时尚	2019-06-24	3,400.00		40,100.00	6,100.00	15.21	40,100.00	9,500.00	23.69	首发原股东限售股

										份	
603958.SH	哈森股份	2019-07-01	15,136.10		21,989.66	6,599.90	30.01	21,989.66	21,736.00	98.85	首发原股东限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2019-07-11	75.57		82,885.79	77,086.97	93.00	82,885.79	77,162.54	93.10	股权激励限售股份
300526.SZ	中潜股份	2019-08-02	11,000.00		17,066.08	6,009.72	35.21	17,066.08	17,009.72	99.67	首发原股东限售股份
002193.SZ	如意集团	2019-08-16	3,051.47	-51.60	26,171.56	23,041.60	88.04	26,171.56	26,093.06	99.70	定向增发机构配售股份
002674.SZ	兴业科技	2019-08-19	5,866.42	7.22	30,208.22	24,041.87	79.59	30,208.22	29,908.29	99.01	定向增发机构配售股份
600400.SH	红豆股份	2019-08-30	3,689.98	-32.50	253,325.69	249,635.71	98.54	253,325.69			定向增发机构配售股份
002003.SZ	伟星股份	2019-09-30	230.69		75,802.04	64,210.93	84.71	75,802.04			股权激励限售股份
600146.SH	商赢环球	2019-09-30	26,997.00	39.77	46,997.00	20,000.00	42.56	46,997.00			定向增发机构配售股份
002494.SZ	华斯股份	2019-11-11	370.83	-69.95	38,556.08	29,502.02	76.52	38,556.08			定向增发机构配售股份
300577.SZ	开润股份	2019-12-23	15,225.56		21,751.69	6,421.23	29.52	21,751.69			首发原股东限售股份
002832.SZ	比音勒芬	2019-12-23	16,184.00		30,827.63	13,429.83	43.56	30,827.63			首发原股东限售股份
603608.SH	天创时尚	2019-12-26	701.34	-55.79	43,140.22	31,660.41	73.39	43,140.22			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