

纺织服装

证券研究报告
2019年08月25日

南极电商 19H1 业绩符合预期，继续推荐具备长逻辑增长的公司

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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:李宁 19H1 业绩大超预期,继续推荐具备长增长逻辑公司》 2019-08-18
- 2 《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
- 3 《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

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 2897.43 点, 较上周收盘变动+2.61%; 深证成指收于 9362.55 点, 较上周收盘变动+3.33%; 沪深 300 收于 3820.86 点, 较上周收盘变动+2.97%; 申万纺织服装板块收于 1858.28 点, 较上周收盘变动+2.74%。
- 行业数据及观点:

1、南极电商作为我们团队 A 股重点推荐标的之一, 19H1 业绩符合预期, 商业模式进一步优化, 继续推荐

业绩: 2019H1 南极电商实现营收 16.34 亿元 (+32.44%), 实现归母净利润 3.86 亿元 (+32.37%), 业绩符合我们此前预期其中 Q2 单季度实现营收 8.10 亿元(+11.03%), 实现归母净利润 2.64 亿元 (+30.44%)。

GMV 超预期增长, 2019H1 公司各电商渠道 GMV 达到 109.80 亿元 (+61.72%); 同时公司优势品类持续高增长, 市占率进一步提升;

货币化率略有下降主要系新品类带来 GMV 超预期增长, 拉低整体货币化率水平, 但仍在合理区间。19H1 公司货币化率(品牌服务费及经销商授权收入/GMV)为 3.5%, 相比 18H1 的货币化率下降 0.6pct。其中 19Q2 单季度为 4.3% (-1.6pct), 公司 19Q2 货币化率略有下降符合我们此前预期, 我们认为主要系由于在新品类增长带动下, 19Q2 GMV 超预期增长, 同时新品类推广期对应的服务费率水平较低导致, 同时, 18Q2 货币化率基数较高, 预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。

公司商业模式进一步进化, 大数据赋能和产业链服务助力公司模式进一步优化。

1) 公司各层级店铺分工更明确, 顺应电商渠道流量规则, 推行大店策略, 成效显著。2) 品牌管理方面, 持续提升品牌调性, 重视品牌形象的升级与推广。3) 公司充分利用大数据对进行赋能, 自主研发“南极数云”。4) 严控产品质量, 提升产品品质。

2、行业数据: 7 月社零数据目前仍在筑底过程, 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) 2019-08-23	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	33.50	买入	0.80	1.06	1.55	2.20	41.88	31.60	21.61	15.23
002127.SZ	南极电商	10.19	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	28.31	19.60	13.77	10.29
002832.SZ	比音勒芬	25.44	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	26.78	18.99	14.45	11.41
02331.HK	李宁	22.25	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	66.78	36.43	27.44	19.64
002563.SZ	森马服饰	12.00	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	19.05	16.90	14.63	12.50

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。

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。

● 南极电商：19H1 业绩符合预期，商业模式不断优化。

业绩：2019H1 南极电商实现营收 16.34 亿元 (+32.44%)，实现归母净利润 3.86 亿元 (+32.37%)，业绩符合我们此前预期其中 Q2 单季度实现营收 8.10 亿元 (+11.03%)，实现归母净利润 2.64 亿元 (+30.44%)。

主营业务实现快速增长：公司品牌综合服务收入及经销商品牌授权服务收入合计为 3.81 亿元 (+35.64%)，实现持续快速增长；**保理业务进一步收缩：**2019H1 公司保理业务实现营收 1804.55 万元 (-14.81%)，同时保理业务应收账款同比减少 24%；**19H1 公司时间互联实现营收 12.10 亿元 (+33.74%)，实现归母净利润 5739.40 万元 (+2.19%)。**

GMV 超预期增长，优势品类持续高增长，新品类快速上量。2019H1 公司各电商渠道 GMV 达到 109.80 亿元 (+61.72%)。分品牌来看：南极人品牌 GMV 达到 95.40 亿元 (+67.64%)；卡帝乐鳄鱼 GMV 为 12.66 亿元 (+36.66%)；经典泰迪 GMV 达到 8919.37 万元 (+51.62%)。分品类来看：公司优势成熟品类始终维持快速增长，市占率进一步提升。以阿里平台为例，南极人优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”在 19H1 GMV 实现 23.29 亿元 (+55.98%)，市占率为 7.10%，位列行业第一；“床上用品品类的 GNV 为 12.92 亿元 (+51.55%)，市占率为 6.96%，位列行业第一。

货币化率略有下降主要系新品类带来 GMV 超预期增长，拉低整体货币化率水平，但仍在合理区间。19H1 公司货币化率(品牌服务费及经销商授权收入/GMV)为 3.5%，相比 18H1 的货币化率下降 0.6pct。其中 19Q2 单季度为 4.3% (-1.6pct)，公司 19Q2 货币化率略有下降符合我们此前预期，我们认为主要系由于在新品类增长带动下，19Q2 GMV 超预期增长，同时新品类推广期对应的服务费率水平较低导致，同时，18Q2 货币化率基数较高，预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。

公司商业模式进一步进化，大数据赋能和产业链服务商助力公司模式进一步优化。1) 公司各层级店铺分工更明确，顺应电商渠道流量规则，推行大店策略，成效显著。2) 品牌管理方面，持续提升品牌调性，重视品牌形象的升级与推广。3) 公司充分利用大数据对进行赋能，自主研发“南极数云”。4) 严控产品质量，提升产品品质。

投资建议：我们维持原有盈利预测，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，对应 PE20.33/14.24/10.58 倍；给予 19 年 28 倍 PE，维持原有目标价 14.56 元。

风险提示：服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

● 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进行搜索：**

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。

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。

- **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。

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。

- **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。

风险提示：KIDILIZ 亏损拖累公司业务；存货以及资产减值大幅增加；宏观经济影响消费信心等。

1. 本周观点：南极电商 19H1 业绩符合预期，继续推荐具备长逻辑增长的公司

1.1. 南极电商 19H1 业绩符合预期，继续推荐具备长逻辑增长的公司

1、南极电商作为我们团队 A 股重点推荐标的之一，19H1 业绩符合预期，商业模式进一步优化，继续推荐

业绩：2019H1 南极电商实现营收 16.34 亿元（+32.44%），实现归母净利润 3.86 亿元（+32.37%），业绩符合我们此前预期其中 Q2 单季度实现营收 8.10 亿元（+11.03%），实现归母净利润 2.64 亿元（+30.44%）。

GMV 超预期增长，2019H1 公司各电商渠道 GMV 达到 109.80 亿元（+61.72%）；同时公司优势品类持续高增长，市占率进一步提升；

货币化率略有下降主要系新品类带来 GMV 超预期增长，拉低整体货币化率水平，但仍在合理区间。19H1 公司货币化率（品牌服务费及经销商授权收入/GMV）为 3.5%，相比 18H1 的货币化率下降 0.6pct。其中 19Q2 单季度为 4.3%（-1.6pct），公司 19Q2 货币化率略有下降符合我们此前预期，我们认为主要系由于在新品类增长带动下，19Q2 GMV 超预期增长，同时新品类推广期对应的服务费率水平较低导致，同时，18Q2 货币化率基数较高，预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。

公司商业模式进一步进化，大数据赋能和产业链服务商助力公司模式进一步优化。1）公司各层级店铺分工更明确，顺应电商渠道流量规则，推行大店策略，成效显著。2）品牌管理方面，持续提升品牌调性，重视品牌形象的升级与推广。3）公司充分利用大数据对进行赋能，自主研发“南极数云”。4）严控产品质量，提升产品品质。

2、行业数据：

7 月社零数据仍在筑底过程，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*	31.63	21.68	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	72.9
南极电商*	19.73	13.82	38.6%	43.0%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	250.2
比音勒芬*	19.01	14.46	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	78.4
森马服饰*	16.96	14.63	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	323.8
海澜之家*	9.60	8.56	12.3%	14.6%	12.1%	12.6%	3,454.8	3,958.3	4,438.4	4,995.9	380.1
美邦服饰*	13.28	8.87	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	57.0
梦洁股份*	20.22	14.58	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	41.4
李宁*	40.15	30.50	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	513.7
安踏体育*	32.51	26.54	21.3%	25.8%	22.5%	20.1%	4,102.9	5,160.0	6,320.0	7,590.0	1,677.5
罗莱生活*	12.80	11.42	12.6%	11.3%	12.1%	13.1%	534.5	595.1	666.8	754.5	76.2
歌力思*	10.50	8.88	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	46.2
百隆东方*	12.74	11.71	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	58.1
九牧王*	11.51	13.44	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	66.7
水星家纺*	14.83	12.82	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	49.1
健盛集团*	13.34	10.75	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	34.5
太平鸟*	10.50	9.32	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	66.2
鲁泰A	10.13	9.35	7.9%	8.4%	8.3%	7.5%	811.5	879.3	952.7	1,024.6	89.1
伟星股份	14.02	12.51	11.1%	8.0%	12.1%	10.1%	310.3	335.2	375.6	413.6	47.0
七匹狼	11.86	10.67	11.9%	9.7%	11.2%	12.7%	346.3	379.9	422.3	475.7	45.0
华孚时尚	12.04	10.70	9.5%	14.0%	12.5%	6.5%	751.8	857.1	964.3	1,027.4	103.2
新野纺织	6.33	5.36	16.7%	20.1%	18.1%	15.2%	386.5	464.3	548.4	631.8	29.4
报喜鸟	25.28	18.46	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	36.7
富安娜	9.82	8.76	13.1%	12.4%	12.1%	14.1%	543.4	610.9	685.1	781.7	60.0
朗姿股份	14.98	13.06	14.3%	12.6%	14.8%	13.9%	210.5	236.9	271.9	309.6	35.5
汇洁股份	12.10	11.21	8.6%	67.8%	7.9%	9.3%	165.7	278.0	300.0	328.0	33.6
奥康国际	23.72	20.69	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	38.9
维格娜丝	6.20	5.42	15.5%	12.4%	14.5%	16.5%	272.8	306.7	351.1	409.1	19.0
起步股份	19.02	16.75	13.4%	14.5%	13.5%	13.2%	180.7	207.0	235.0	266.0	39.4
拉夏贝尔	6.56	4.65	27.5%	-320.0%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	23.0
天创时尚	9.97	8.86	12.0%	13.6%	12.5%	11.6%	242.2	275.2	309.6	345.4	27.4
安正时尚	13.27	11.37	14.6%	33.5%	16.6%	12.7%	281.2	375.3	437.7	493.2	49.8
探路者	27.18	21.30	25.7%	-166.5%	27.6%	23.8%	-181.9	121.0	154.4	191.2	32.9
新澳股份	13.32	11.29	14.3%	16.6%	17.9%	10.9%	199.4	232.5	274.1	304.0	31.0
联发股份	8.14	7.86	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	32.6
红豆股份	32.46	27.31	17.4%	26.7%	18.9%	15.9%	207.1	262.3	311.7	361.4	85.1
航民股份	8.98	8.09	10.0%	11.4%	11.1%	8.9%	661.9	737.7	819.4	892.3	66.3

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 25 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. 太平鸟半年报点评：业绩仍在调整期，19Q2 经营业绩改善回暖

1、事件：公司公布 2019H1 业绩报告，19 年上半年实现营收 31.20 亿元 (-1.54%)，归母净利润 1.32 亿元 (-33.06%)，扣非归母净利润 2453.66 万元 (-66.87%) 整体业绩符合预期；其中公司扣非净利润和净利润增速差距较大主要系 18H1 非流动资产处置损益实现 3027 万元，而 19H1 则为-449 万元，相差 3476 万元。

分季度来看，相比 19Q1 公司 19Q2 经营业绩有所改善，19Q2 单季度实现营收 14.61 亿元 (+1.99%)，归母净利润 4537.30 万元 (-29.24%)，归母扣非净利润减亏 935 万元。

2、按品牌拆分来看：

① PB 女装、男装 19H1 分别实现营收 11.02 亿元 (-2.58%)、10.84 亿元 (-4.81%)，营收均略有下降；其中 PB 女装 19Q2 为 5.23 亿元 (-2.16%)；PB 男装 19Q2 实现营收 5.04

亿元 (+4.47%)，男装在 19Q1 营收同比下降后恢复增长。

② 乐町女装 19H1 实现营收 4.18 亿 (+12.39%)，收入有所提升主要系 LEDIN 女装继续加大直营及线上渠道的布局；其中 19Q2 单季度实现营收 2.04 亿元 (+12.74%)，环比 19Q1 增速变化不大。

③ Mini Peace 童装 19H1 实现营收 3.66 亿 (-3.65%)，收入略有下滑；其中 19Q2 实现营收 1.57 亿元 (-4.09%)。

④ 其他 (MG&贝甜童装、鸟巢家居) 19H1 实现营收 1.06 亿 (+15.75%)，收入有所提升；其中 19Q2 实现营收 4559 亿元 (+10.2%)。

3、按渠道拆分来看：

① 线下渠道：19H1 实现营收 21.82 亿元 (-4.63%)，占比 70.91%；其中直营渠道实现营收 15.43 亿元 (+4.32%)，加盟营收 6.35 亿元 (-20.93%)，其他渠道 (主要系贝甜联营店) 实现营收 287.69 万元 (-36.29%)。从 19Q2 单季度来看，线下渠道实现营收 9.94 亿元 (+8.09%) 二季度线下渠道有所改善，恢复正增长，其中直营渠道 19Q2 单季度实现 10.83% 的增长达到营收 6.71 亿元。

② 线上渠道：19H1 实现营收 8.95 亿元 (+8.30%)，占比 29.09%；其中 19Q2 单季度实现营收 4.39 亿元 (+0.27%)，相比 19Q1 恢复正增长。

4、从渠道结构来看：

① 从门店数量来看：截至 19H1 公司共有 门店 4427 家 (+6.18%)，相比年初净关 167 家，其中加盟门店关店较多，主要系服装公司的开店高峰主要集中在下半年，预计下半年新开门店将会增多。

19H1 公司直营门店净开 73 家，加盟门店净关 232 家，联营门店净关 8 家，我们认为目前公司渠道仍处在调整期，重点关注门店的盈利能力，公司通过关闭和调整低效店铺，对渠道进行持续优化和调整，提升整体渠道的盈利能力和质量。

② 从渠道结构看：公司门店结构持续优化，形成“新四轮渠道”的渠道结构。19H1 公司街边店、购物中心、百货商场、奥莱店、线上渠道的零售额占比分别为 13.79%、33.24%、29.63%、3.52%、19.83%。相比去年同期，公司购物中心零售额占比提升 1.84pct，线上渠道提升 1.39pct；奥莱店占比相比年初提升 0.83pct；百货及街边店占比持续下降。公司渠道结构持续优化，新业态渠道的占比持续提升，截至 19H1 公司购物中心门店 (含奥莱) 共有 1750 家，相比 18H1 年净增 257 家，渠道结构较为合理。

毛利率有所提升，销售费用率提升明显，净利率略有下降。

① 毛利率：公司 19H1 产品毛利率为 57.58% (+1.55pct)，毛利率略有上升，主要系 PB 女装和 Mini Peace 童装贡献。19H1 公司 PB 女装/PB 男装/乐町/Mini Peace 品牌的毛利率分别为 60.67% (+6.06pct)、58.60% (-3.14pct)、51.86% (+1.65pct)、56.35% (+4.53pct)。其中 PB 女装毛利率提升明显主要系销售折扣提升及老货处理的规模有所下降；Mini Peace 童装毛利率提升明显主要系老货处理规模下降较大，从而提升毛利率水平。

从销售毛利率来看，19H1 为 57.06% (+1.29pct)，仍略有上升；其中 19Q2 单季度毛利率为 56.62% (+0.15pct)。

② 费用率：19H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 42.92%(+5.02pct)、6.95%(-2.84pct)、0.31%(+0.05pct)，期间费用率有所提高。销售费用率的大幅上升主要系公司直营门店数量增加以及品牌营销投入加大，租赁、营业员薪酬、广告宣传等费用有所增长。管理费用有所下降主要系公司加强管理费用的控制，以及限制性股票预计不可解锁，本期末确认股权激励费用，使得管理费用有所下降；财务费用率略有上升主要系利息收入同比减少，导致财务费用增加。

③ 净利率：在毛利率略有上升，而费用率上升明显的背景下，公司 19H1 归母净利率略有

下降，为 4.23% (-1.99pct)；其中 19Q2 归母净利率为 3.11% (-1.37pct)。19H1 公司销售净利率为 4.1% (-1.96pct)，其中 19Q2 为 3.01% (-1.21pct)。

④ 存货：公司存货金额变动不大，19H1 为 16.94 亿元 (+0.12%)；从存货跌价损失来看，19H1 为 1.05 亿元，相比去年同期下降 15.32%，减值有所收窄；从存货周转率来看，19H1 为 0.76 次 (-0.04 次)，周转率有所下降。

⑤ 经营性现金流：19H1 公司经营性现金流净额为 -2.95 亿元，相比 18H1 的 -2.71 净流出幅度略有扩大，我们认为主要系支付给员工的现金和以现金支付的税费提升所致。

公司第二季度经营业绩改善回暖，目前仍然处在调整期，但我们认为公司仍是质地优秀的品牌服饰公司。

1) 产品设计和研发能力强：太平鸟致力于打造创新、优质、高性价比的时尚产品，强化款色开发和波段上新能力；同时通过重点打造跨界联名产品，提升产品的设计新鲜度、潮流度和关注度；迎合年轻消费群体的喜爱

2) 渠道结构持续优化：公司的渠道模式由以往的“街边店+百货商店+购物中心+电商”的“四轮驱动”模式，升级为“街边店+奥莱店+百货商店+购物中心+电商”的“新四轮立体驱动”。具体来看，公司购物中心、奥莱的零售额占比持续提升，门店达到 1750 家（含奥莱），渠道结构逐步优化；对于百货专柜和街边店，公司通过关闭低效街边店、优化百货专柜位置，持续进行优化和调整，提升店铺质量；对于线上电商渠道，公司积极探索，充分利用线上平台对市场快速反应的特性寻找爆款，赋能线下业务，从而创造新的业绩增长点。19H1 公司的电商渠道零售额已经突破 10 亿元 (+3.3%)

3) 供应链快速反应能力强：公司基于 TOC 打造快反供应链，是行业内供应链效率较高的品牌之一。通过 TOC “以销定产”的模式，公司实现了售罄率、存货管理及折扣率方面的质的改变，从而带来公司运营效率的提升，实现畅销款产品的深度销售和平销款产品的库存优化。目前公司男装和童装均已开始运用 TOC 系统，以太平鸟君太百货男装门店为例，在使用 TOC 系统后，一个季度的库存保持在 1200 多件左右，而同楼层其他门店库存则大多在 3000 件左右（根据 18 年 12 月草根调研数据，详见报告《12 家服装门店草根调研我们看到了什么》）。

4) 公司是国内少有的男女童多品类、多品牌运作公司：公司通过多品牌、多品类策略打造品牌矩阵，满足各细分领域消费者的差异化需求。公司旗下拥有男装、女装、童装及家居品类，多品类运作模式可降低供应链成本，集合店亦可以汇聚客流，提升坪效。另外公司成功孵化了乐町、MG 等品牌，为公司孵化其他新品牌，整合外部品牌提供了成功经验。

维持“买入”评级。

考虑到目前公司业绩仍处在调整期，我们略下调公司盈利预测，预计 2019-2021 年公司实现营收 82.17、91.07、102.59 亿元，同比增长分别为 6.55%、10.83%、12.65%；实现归母净利润 6.3/7.1/8.07 亿元，同比增长分别为 10.28%、12.65%、13.72%。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.31/1.48/1.68 元（原值为 1.47/1.74/2.05 元），对应 PE 为 10.81/9.59/8.44。

风险提示：渠道拓展不及预期、终端销售疲软等。

（摘自 2019 年 8 月 20 日发布的《太平鸟 19H1 业绩点评：业绩仍在调整期，19Q2 经营业绩改善回暖》）

2.2. 南极电商半年报点评：业绩符合我们此前预期，报表质量持续改善，商业模式持续进化

1、**业绩：**2019H1 南极电商实现营收 16.34 亿元 (+32.44%)，实现归母净利润 3.86 亿元 (+32.37%)，业绩符合我们此前预期其中 Q2 单季度实现营收 8.10 亿元 (+11.03%)，实现归母净利润 2.64 亿元 (+30.44%)。

① 本部:

主营业务实现快速增长:公司品牌综合服务收入及经销品牌授权服务收入合计为 3.81 亿元 (+35.64%), 实现持续快速增长, 但增长率略低于同期 GMV 增长率, 主要系: 1) 新品类的扩充使得公司综合服务费率较低; 2) 来自社交电商平台的 GMV 实现快速增长, 但综合服务费率较低; 3) 公司对于生产竞争激烈类目产品的供应商提供了一定的优惠政策。4) 2018Q2 货币化率基数较高, 为 5.9%。

保理业务进一步收缩: 2019H1 公司保理业务实现营收 1804.55 万元 (-14.81%), 同时保理业务应收账款同比减少 24%, 公司保理业务规模进一步收缩。

② 时间互联:

19H1 公司时间互联实现营收 12.10 亿元(+33.74%), 实现归母净利润 5739.40 万元(+2.19%)。在广告客户方面, 19H1 公司新拓展客户 286 家; 在流量平台方面, 时间互联在 19H1 成为小米信息流中小客户独家代理商, 并成为腾讯应用宝流量消耗排名第一的核心代理商, 同时获得了 VIVO 电商金融行业流量消耗排名第一的核心代理商。

供应商、经销商数量: 19H1 公司合作供应商 894 家, 其中主要合作供应商 400 家左右; 合作的经销商有 3634 家, 授权店铺由 4640 家。

另外, 公司综合税率较低, 主要由于公司注册在新疆的子公司的营收占比较高, 同时新疆拥有 0 所得税的政策以及递延所得税抵扣所致。

2、GMV 超预期增长, 优势品类持续高增长, 新品类快速上量

2019H1 公司各电商渠道 GMV 达到 109.80 亿元 (+61.72%)。

① 分品牌来看: 南极人品牌 GMV 达到 95.40 亿元 (+67.64%); 卡帝乐鳄鱼 GMV 为 12.66 亿元 (+36.66%); 经典泰迪 GMV 达到 8919.37 万元 (+51.62%)。

② 分平台来看: 阿里渠道仍然是主要渠道, GMV 为 73.62 亿元 (+55.64%), 占比 67.04% (-2.63pct); 京东 GMV 为 17.62 亿元 (+37.56%), 占比为 16.05% (-2.82%)、社交电商 (主要为拼多多) 的 GMV 13.60 亿元 (+130.74%), 占比为 12.38% (+3.7pct)、唯品会的 GMV 4.37 亿元 (+167.78%), 占比为 3.98% (+1.58pct)。公司社交电商渠道 GMV 实现快速增长, 占比提高明显, 我们认为主要得益于拼多多平台 GMV 的持续提升, 截至 2019 年上半年的 12 个月内, 拼多多 GMV 较去年同期增长 171%, 平台年活跃买家数达到 4.83 亿人, 同比增长 41%, 这也直接带动了南极电商的在拼多多平台的快速增长。

③ 分品类来看: 公司优势成熟品类始终维持快速增长, 市占率进一步提升。以阿里平台为例, 南极人优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”在 19H1 GMV 实现 23.29 亿元 (+55.98%), 市占率为 7.10%, 位列行业第一; “床上用品品类的 GNV 为 12.92 亿元 (+51.55%), 市占率为 6.96%, 位列行业第一。

3、货币化率略有下降主要系新品类带来 GMV 超预期增长, 拉低整体货币化率水平, 但仍在合理区间。19H1 公司货币化率 (品牌服务费及经销商授权收入/GMV) 为 3.5%, 相比 18H1 的货币化率下降 0.6pct。其中 19Q2 单季度为 4.3% (-1.6pct), 公司 19Q2 货币化率略有下降符合我们此前预期, 我们认为主要系由于在新品类增长带动下, 19Q2 GMV 超预期增长, 同时新品类推广期对应的服务费率水平较低导致, 同时, 18Q2 货币化率基数较高, 预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。

4、由于公司加强品牌推广, 使得净利率略有下降, 但有利于公司品牌长远发展。

① 毛利率: 剔除时间互联和货品销售后, 公司主业毛利率 93.38% (-0.68pct), 略有下降, 主要系新品类扩充及社交电商平台 GMV 增速快速增长, 使得公司综合服务费率降低, 拉低整体毛利率水平; 移动互联网媒体投放平台业务毛利率 6.72% (-0.57pct), 略有下降。

② 费用率: 19H1 公司销售费用率为 2.01% (+0.45%); 管理费用率为 3.71% (+0.25%); 财务费用率为 -0.07% (+0.15pct)。公司销售费用率提升主要系: 公司加大品牌推广力度, 投

入增加；同时公司业务扩展及人才升级，加大了员工成本投入所致。公司管理费用率有所提升主要系职工薪酬增加所致；财务费用率略有提升主要系公司归还借款导致利息支出减少所致。

③ 净利率：在公司毛利率略降，费用率提升的背景下，19H1 公司净利率略有下降为 23.63% (-0.08pct)；其中 19Q2 单季度公司净利率为 32.61% (+4.81pct)。

5、应收账款总额有所下降，经营性现金流持续改善，时间互联报表质量显著提升

① 从应收账款来看：2019H1 公司应收账款总额为 9.01 亿元 (-4.86%)，应收账款总额有所下降，主要系公司保理业务对外投放减少所致。其中品牌授权及综合服务业务的应收账款 3.9 亿元 (+26.24%)，低于该业务收入的同比增长率 35.64%；保理业务应收账款为 3.10 亿元 (-23.65%)；时间互联业务应收账款为 1.85 亿元 (-32.49%)。账龄结构方面，除融资租赁业务和保理业务以外产生的应收账款余额 6.36 亿元，一年以内账龄的应收账款占比为 88.99%；保理业务及融资租赁业务产生的应收账款为 3.13 亿元，且账龄在 1 年以内。

6、公司商业模式进一步进化，大数据赋能和产业链服务商助力公司模式进一步优化

1) 公司各层级店铺分工更明确，顺应电商渠道流量规则，推行大店策略，成效显著。

① 店铺层级分工明确：综合大店做“爆款及爆款群”，腰部店铺依托供应链体系做分销，小店铺进行种草，对经营不善的、有负面清单行为的店铺实施退出机制。

② 公司顺应目前电商流量变化规则，推行大店策略，成效显著。2019H1 南极人官方旗舰店实现 GMV4.04 亿元 (+242.31%)、床上用品类目的南极人悠选专卖店和杜尚专卖店分别实现 GMV3.05 亿元 (+214.86%)、7625 万元 (+292.31%)。南极人品牌通过爆款+丰富供应链+快速反应能力，迅速形成了规模效应，重要的大店在 19H1GMV 实现了高速增长。

2) 品牌管理方面，持续提升品牌调性，重视品牌形象的升级与推广。

① 品牌图库共享：2019H1 公司已经建立了丰富的产品包装和物流包装的图库供合作伙伴使用，包含大纺织类图库 43 款包装、健康生活类图库 51 款包装、大母婴类图库 20 款包装。既满足合作伙伴的个性化需求，又符合公司品牌形象的统一性；

② 引进战略合作伙伴：公司拟与整合创新设计服务公司洛可可及意大利著名设计公司 HDG 等进行合作，进一步提升产品和形象的调性；

③ 品牌推广：公司采用多场景布局进行品牌推广，在热播节目中进行广告投放，2019H1 公司在高铁、及北京卫视上进行广告投放，扩大消费者对于南极人品牌的认知面，带动更多产品销量，打造国民家庭品牌。

3) 公司充分利用大数据对进行赋能，自主研发“南极数云”。

南极数云是围绕电商平台的数据管理和商业智能工具目前分为 5 大模块：南极参谋、南极研设、南极分析、南极实时、南极舆情。公司通过“南极数云”的参谋和研设模块，对消费端数据赋能；同时通过大数据对供应端的赋能让工厂经营者能够精准生产，实现更高的生产效率。由此，公司利用大数据进行赋能，更深入地对供应链合作伙伴进行数字化指导，以消费者需求作为业务的起点，解决“信息孤岛”，消费端和供应端的生产销售全流程的关键指标及分析向所有供应链伙伴开放，让整条供应链对市场变化做出快速反应，提升整体运营效率。

4) 严控产品质量，提升产品品质：

① 19 年上半年公司新签约 3 家第三方质量检测机构，目前已与 9 家第三方质量检测机构建立了战略合作关系，为供应商提供质量咨询、质量培训、抽送检等服务。

② 公司加大了商家督察部和质量管理部的投入。19 年上半年公司质量管理部调研了约 180 家工厂，编写各品类作业指导书发放给工厂，并派行业专家进行培训。同时要求工厂按区域到指定机构检测，进一步提升工厂的品控水平。

③ 进一步完善供应链合作伙伴的准入和退出机制：公司制定负面清单制度，对供应链合作伙伴的准入进行严格筛选，并对已合作的供应链伙伴进行跟踪检测，对不符合标准的进行培训、改造甚至淘汰，打造真正的国货优品。

④ 产业链服务中心准备未来 1-2 年内在江苏、浙江、福建、广东等各大产业带建立 20-30 家分公司（产业链服务中心），现已经在慈溪、顺德、普宁、南通设立了 4 家，为合作供应链提供贴身式、地毯式的质量管理、知识产权管理、包装管理等服务，进一步完善供应链的准入和退出机制。

继续坚定推荐，维持原有盈利预测

南极电商作为我们重点推荐标的，业绩持续快速增长，商业模式不断优化，我们维持原有盈利预测，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，对应 PE20.33/14.24/10.58 倍；给予 19 年 28 倍 PE，维持原有目标价 14.56 元。

风险提示：服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

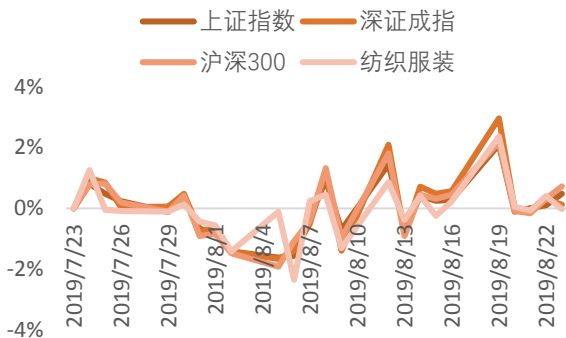
（摘自 2019 年 8 月 22 日发布的《南极电商 19H1 业绩点评：业绩符合我们此前预期，报表质量持续改善，商业模式持续进化》）

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

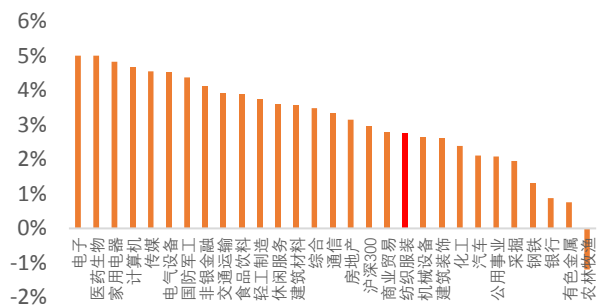
本周上证指数收于 2897.43 点，较上周收盘变动+2.61%；深证成指收于 9362.55 点，较上周收盘变动+3.33%；沪深 300 收于 3820.86 点，较上周收盘变动+2.97%；申万纺织服装板块收于 1858.28 点，较上周收盘变动+2.74%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

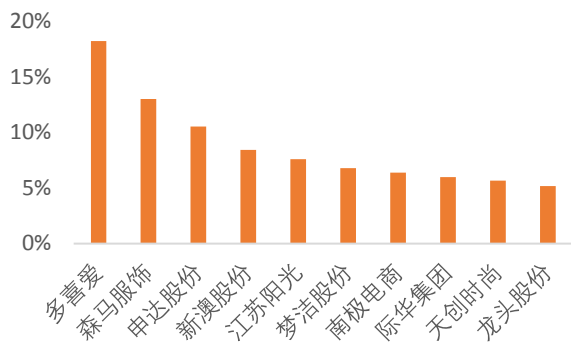
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

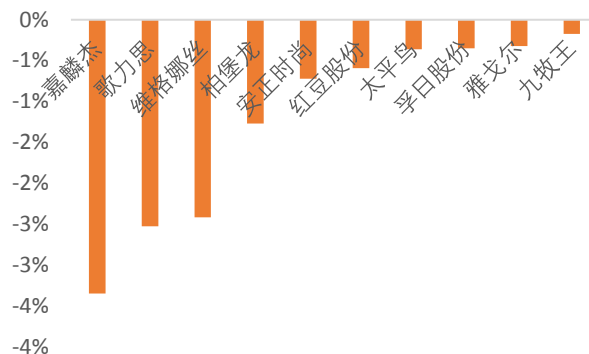
个股方面，多喜爱，森马服饰，申达股份涨幅居前三；嘉麟杰、歌力思、维格娜丝跌幅居前三。

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（%）



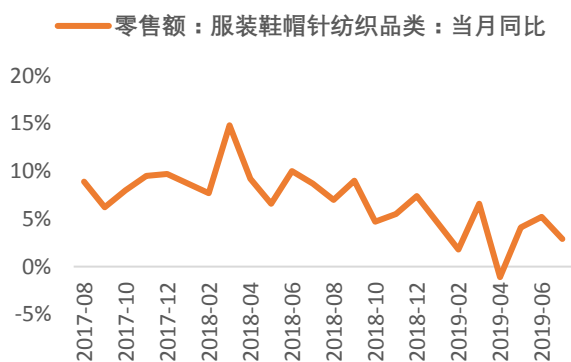
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端：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

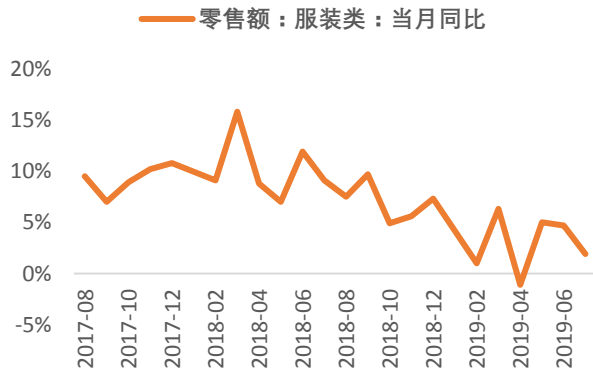
2019年1-7月，社会消费品累计零售总额 228282.90 亿元，同比增长 8.30%。2019年7月，社会消费品零售总额 33073.30 亿元，同比增长 7.60%，环比下降 2.20pct。2019年7月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增 2.90%（6月为 5.20%，环比下降 2.30pct）；2019年7月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增长 8.80%，环比上升 1.60pct。

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（%）



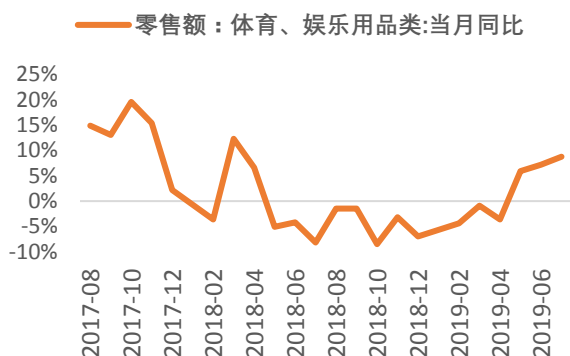
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比（%）



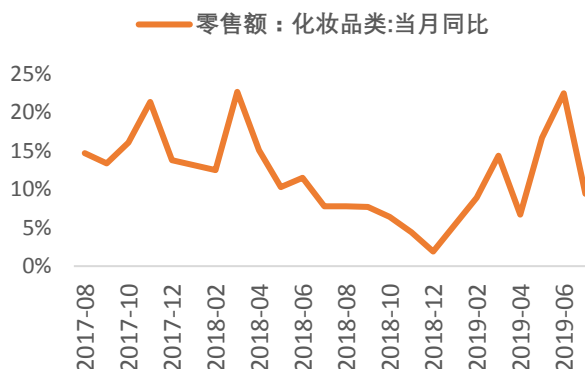
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



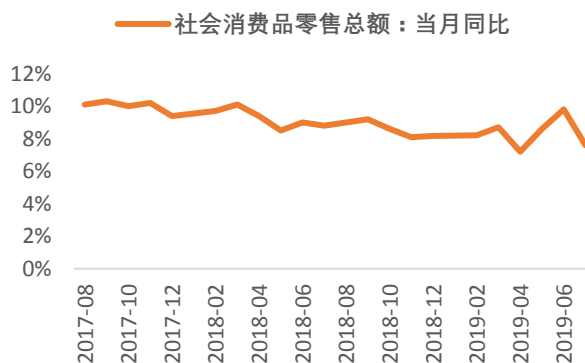
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

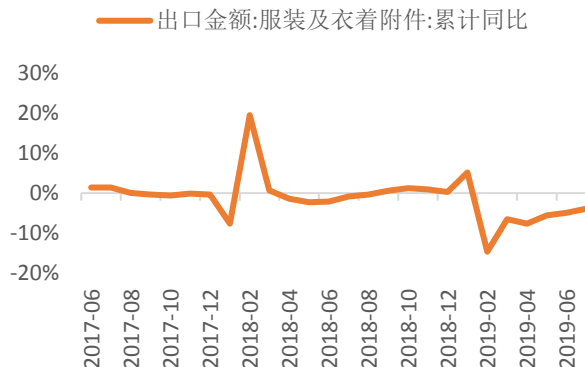
截至 2019 年 7 月底，据海关总署发布的数据显示，7 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 107.67 亿美元，同比上升 5.99%，环比 6 月份上升 4.44%；2019 年累计出口 693.84 亿美元，同比上涨 1.50%。服装及衣着附件 7 月的出口金额为 167.47 亿美元，同比下降 0.27%，环比 6 月份上升 18.81%；2019 年累计出口 823.56 亿美元，同比下降 3.90%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响。

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：102.27，较上周下跌 0.14%。

棉花进口价格：2019 年 7 月为 2027.71 元/吨，较 6 月份 1962.46 元/吨，上涨 3.32%。

羊毛进口价格：2019 年 7 月为 8196.77 元/吨，较 6 月份 8073.34 元/吨，上涨 1.51%。

粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 11,100.00 元/吨，比上周价格下跌 2.63%。粘胶长丝本周均价 37,800.00 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 7,250.00 元/吨，较上周上涨 0.69%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7,735.00 元/吨，较上周下跌 0.58%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 8,650.00 元/吨，较上周持平。涤纶长丝 DTY 本周均价为 9,100.00 元/吨，较上周下跌 0.55%。

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 7 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

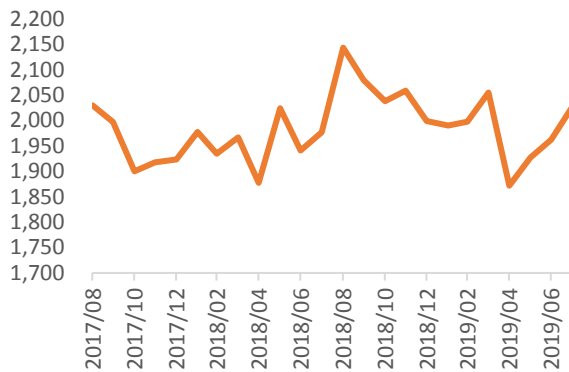


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）

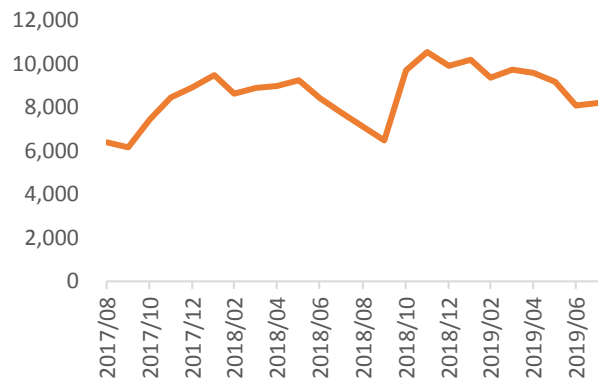
图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）

进口平均单价:棉花:当月值



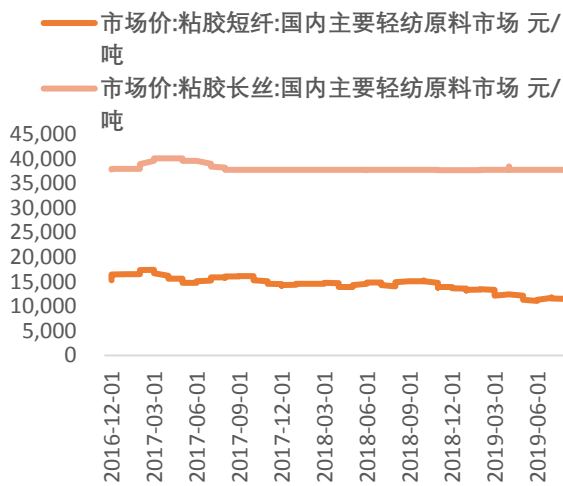
资料来源: Wind, 天风证券研究所

进口平均单价:羊毛:当月值



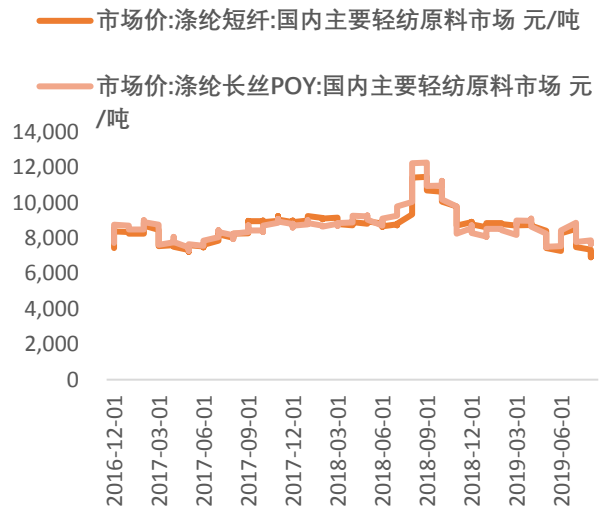
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



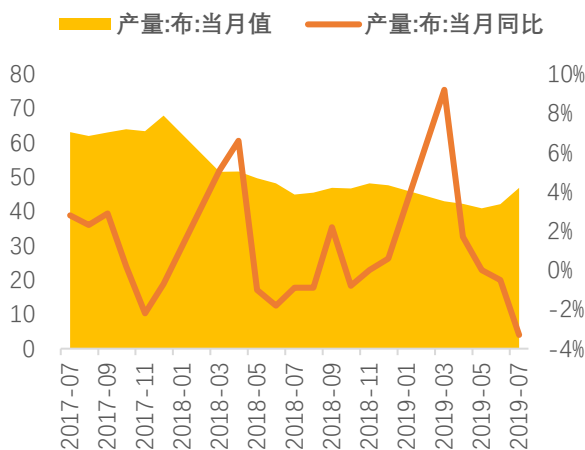
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



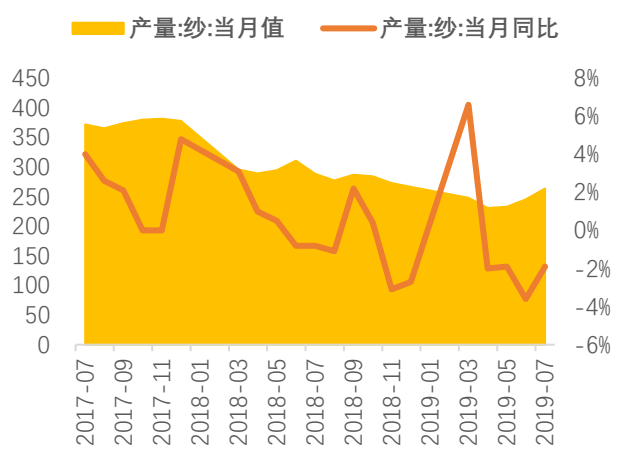
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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)



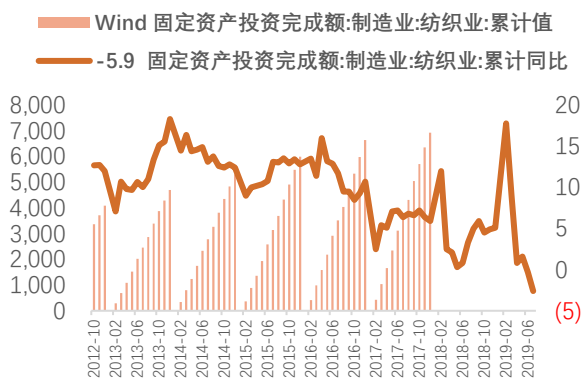
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.4. 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投资同比下降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，%）



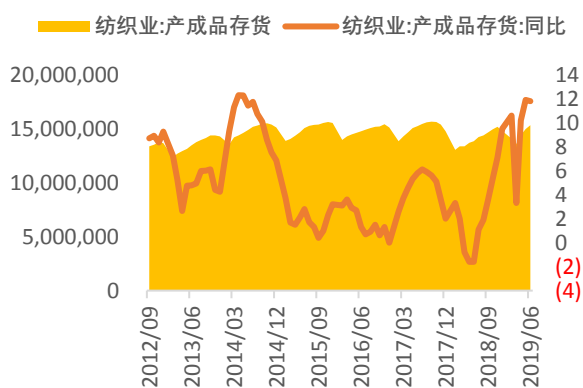
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）。

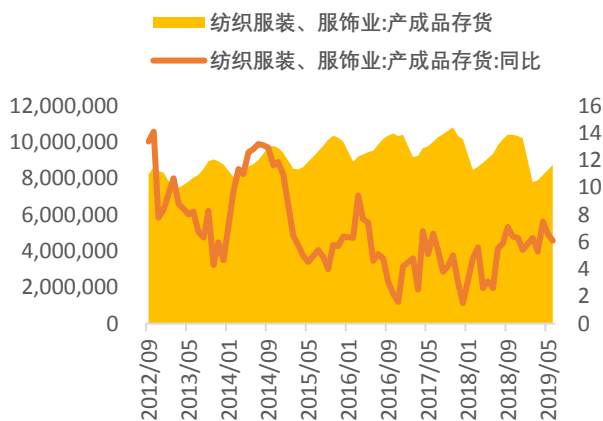
服装行业库存情况：2019年6月，服装行业产成品库存874.70亿元，同比增长6.10%，较上月增速有所下降（-0.5pct），库存量有所增加。

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：

浪莎股份（600137.SH）2019 半年度报告公告：公司 2019 年上半年实现营业收入 1.23 亿元，同比增长 3.49%；实现归母净利润 905.27 万元，同比下降 15.11%；扣非净利润 822.90 万元，同比增长 4.63%。归母净利润下降主要系公司投资购买的银行理财产品中有 1.70 亿元未到期，暂未收回理财本金及取得理财投资收益所致。

汇洁股份（002763.SZ）股东股份质押及解除质押公告：公司股东林升智质押给中投证券

公司股份 1,665 万股, 占公司总股本比例 4.04%; 公司股东林升智提前解除质押给中投证券、海通证券的公司股份分别为 2,448 万股、1 股, 占公司总股本比例 5.94%。截至本公告日, 林升智持有公司股份 1.33 亿股, 占总股本的 32.35%。

兴业科技 (002674.SZ) 股东解除股份质押及再质押公告: 公司控股股东万兴投资解除质押给中投证券的公司股份 1,888.30 万股, 占公司总股本比例 6.25%; 公司控股股东万兴投资分别质押给中投证券、财通证券、安信证券的公司股份为 532.78 万股、650 万股、2,090 万股, 总计占公司总股本比例 10.84%。截至本公告日, 万兴投资持有公司股份 8,474.40 万股, 占总股本的 14.80%。

星期六 (002291.SZ) 2019 半年度报告公告: 公司 2019 年上半年实现营业收入 8.90 亿元, 同比增长 21.11%; 实现归母净利润 6,084.49 万元, 同比增长 106.24%; 营收和利润增长大幅增长主要系收购子公司遥望网络。

太平鸟 (603877.SH) 2019 半年度报告公告: 公司 2019 年上半年实现营业收入 31.20 亿元, 同比下降 1.54%; 实现归母净利润 1.32 亿元, 同比下降 33.06%。

安奈儿 (002875.SZ) 2019 半年度报告公告: 公司 2019 年上半年实现营业收入 6.55 亿元, 同比增长 15.22%; 实现归母净利润 0.56 亿元, 同比增长 1.62%; 实现扣非归母净利润 0.49 亿元, 同比减少 2.16%, 主要系扣除计提存货跌价准备的影响。

金鹰股份 (600232.SH) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 5.29 亿元, 同比减少 -8.70%; 实现归母净利润 1,569.30 万元, 同比增加 +8.04%; 实现扣非归母净利润 1,509.41 万元, 同比增加 +8.57%。营收变动主要原因系塑料机械销售收入同比下降。

华斯股份 (002494.SZ) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 2.36 亿元, 同比增加 +9.02%; 实现归母净利润 1,206.03 万元, 同比增加 +2.25%; 实现扣非归母净利润 918.68 万元, 同比增加 +1.07%。

九牧王 (601566.SH) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 13.53 亿元, 同比增加 +7.33%; 实现归母净利润 3.25 亿元, 同比增加 +23.69%; 实现扣非归母净利润 1.95 亿元, 同比减少 -20.82%。

柏堡龙 (002776.SZ) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 5.22 亿元, 同比增加 +15.05%; 实现归母净利润 8,196.24 万元, 同比增加 +8.37%; 实现扣非归母净利润 6,718.15 万元, 同比增加 +5.96%。

南极电商 (002127.SZ) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 16.34 亿元, 同比增加 +32.44%; 实现归母净利润 3.86 亿元, 同比增加 +32.37%; 实现扣非归母净利润 3.62 亿元, 同比增加 +32.07%。

罗莱生活 (002293.SZ) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 21.87 亿元, 同比减少 -0.43%; 实现归母净利润 2.07 亿元, 同比减少 -5.05%; 实现扣非归母净利润 1.68 亿元, 同比减少 -12.26%。

梦洁股份 (002397.SZ) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 11.50 亿元, 同比增加 +14.19%; 实现归母净利润 8,305.47 万元, 同比减少 -9.58%; 实现扣非归母净利润 7,968.82 万元, 同比减少 -10.94%。

七匹狼 (002029.SZ) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 15.55 亿元, 同比增长 6.55%; 实现归母净利润 1.23 亿元, 同比下降 8.42%; 实现扣非归母净利润 6,813.98 万元, 同比下降 15.33%。

锦泓集团 (603518.SH) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 12.87 亿元, 同比下降 6.53%; 实现归母净利润 2,510.33 万元, 同比下降 78.58%; 实现扣非归母净利润 1,082.79 万元, 同比下降 87.44%。

天创时尚 (603608.SH) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 2.19 亿元, 同比上升 20.99%; 实现归母净利润 882.47 万元, 同比下降 42.35%; 实现扣非归母净利润 894.55

万元，同比下降 38.34%。

联发股份 (002394.SZ) 2019 年半年度报告：公司 2019 年上半年实现营收 18.80 亿元，同比下降 13.16%；实现归母净利润 1.68 亿元，同比上升 24.59%；实现扣非归母净利润 1.15 亿元，同比上升 2.04%。

诺邦股份 (603238.SH) 2019 年半年度报告：公司 2019 年上半年实现营收 5.10 亿元，同比上升 21.49%；实现归母净利润 3942.54 万元，同比上升 60.23%；实现扣非归母净利润 3621.60 万元，同比上升 94.29%。

希努尔 (002485.SZ) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营业收入 17.00 亿元，同比增长 336.91%，实现归母净利润 715.43 万元，同比增长 341.18%，实现扣非净利润 578.89 万元，同比增长 520.98%。主要是旅游服务收入增加所致。

上海三毛 (600689.SH) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营业收入 61,156.05 万元，同比下降 5.87%，实现归母净利润 1,059.80 万元，同比增长 557.61%，实现扣非净亏损 245.52 万元，亏损同比降低 0.71%。非经常性收益主要来自非流动资产的处置。

乔治白 (002687.SZ) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营业收入 5.01 亿元，同比增长 16.38%，实现归母净利润 5,446.62 万元，同比增长 34.93%，实现扣非净利润 5,129.85 万元，同比增长 27.01%。

美邦服饰 (002269.SZ) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营业收入 26.99 亿元，同比下降 31.47%，实现归母净亏损 1.38 亿元，归母净利润同比降低 359.61%，实现扣非净亏损 1.48 亿元，扣非归母净利润同比降低 464.59%。业绩下降系上半年商品货期因素影响 2019 年春夏新品上市节奏，导致商品短期未能及时满足市场需求所致。

朗姿股份 (002612.SZ) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营业收入 13.98 亿元，同比增长 7.72%，实现归母净利润 8,912.53 万元，同比下降 20.18%，实现扣非净利润 7,793.80 万元，同比下降 27.54%。

报喜鸟 (002154.SZ) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营业收入 14.30 亿元，同比增长 1.21%，实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 183.49%，实现扣非净利润 6,925.24 万元，同比增长 302.77%。

3.3.2. 港股海外板块公告：

361 度 (1361.HK) 2019 半年度报告公告：公司 2019 年上半年实现营业收入 32.37 亿元，同比增长 7.30%；实现归母净利润 3.67 亿元，同比增长 9.70%。

晶苑国际 (2232.HK) 2019 中期业绩公告：公司 2019 年上半年实现营收 11.43 亿美元，同比减少 -4.74%；实现净利润 0.60 亿美元，同比减少 -14.80%。

新秀丽 (1910.HK) 2019 中期业绩公告：公司 2019 年上半年实现营收 17.56 亿美元，同比减少 -5.00%；实现归母净利润 0.49 亿美元，同比减少 -27.50%。

盖普 GAP (GPS.N) 2019 中期业绩公告：公司 2019 年上半年实现营收 77.11 亿美元，同比下降 2.00%；实现净利润 3.95 亿美元，同比下降 14.31%。

天虹纺织 (2678.HK) 2019 中期业绩公告：公司 2019 年上半年实现营收 101.91 亿元，同比上升 4.71%；实现归母净利润 4.63 亿元，同比下降 21.81%。

新秀丽 (1910.HK) 2019 中期业绩公告：公司 2019 年上半年实现营收 17.56 亿美元，同比减少 -5.00%；实现净利润 0.49 亿美元，同比减少 -27.50%。

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
8.28	百隆东方	宁波市鄞州区甬江大道 188 号 宁波财富中心 4 单元 8 楼	14:00
9.3	如意集团	山东省济宁市高新区如意工业园公司会议室	09:30
9.3	柏堡龙	普宁市流沙东街道新坛村新美路南侧大德北路西柏堡龙会议室	14:00

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