

纺织服装

证券研究报告

2019年09月02日

中报披露完毕，19Q2 环比 Q1 业绩有所下降，行业仍处于筑底过程

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: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》 2019-08-25
- 2 《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
- 3 《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

本周核心组合: 开润股份/南极电商/比音勒芬/李宁/水星家纺/森马服饰。

- 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;
- 业绩改善组合: 水星家纺
- 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 2,886.24 点, 较上周收盘变动-0.39%; 深证成指收于 9,365.58 点, 较上周收盘上涨+0.03%; 沪深 300 收于 3,799.59 点, 较上周收盘变动-0.56%; 申万纺织服装板块收于 1,863.33 点, 较上周收盘上涨+0.27%。
- 行业数据及观点:

1、2019H1 纺织服装行业中报披露完成, 行业目前仍处于筑底过程, 19Q2 环比 19Q1 业绩有所下降

本周, 所有公司中报业绩已经全部披露完毕, 为了规避异常值等扰动因素, 我们选取了 45 家行业重点公司进行分析。整体来看, 2019H1 行业业绩符合预期, 行业仍处于筑底过程, 营收实现稳健增长, 净利润增速有所下滑, 19Q2 单季度业绩不及环比 19Q1 业绩。

营收: 19H1 我们选取的纺织服装板块 (45 家) 营收增速为 3.83% (-12.06pct), 增速有所下滑主要系纺织制造板块受到终端需求放缓, 中美贸易战等影响, 业绩不及预期及电商子板块去年基数较高影响。

归母净利润: 19H1 整个纺织服装板块的归母净利润增速为 -11.38% (-27.85pct), 实现负增长, 主要系休闲服装和女装板块影响; 其中 19Q2 为 -26.09% (-41.42pct), 环比 19Q1 下降 29.12pct。

毛利率: 19H1 纺织服装板块的毛利率为 38.09% (-0.1pct), 整体变动不大, 其中 19Q2 毛利率为 38.55% (+0.96pct), 环比 19Q1 提升 0.88pct;

净利率: 19H1 纺织服装板块的净利率有所下滑, 为 9.67% (-2.01pct), 其中女装、休闲服装及纺织制造的下降幅度较大。19Q2 单季度纺织服装板块净利率为 8.37% (-3.30pct), 环比 19Q1 下降 2.47pct。

存货周转天数: 19H1 纺织服装板块的存货周转天数为 188.65 天 (+16.02 天), 周转效率有所提升

经营性现金流净额: 19H1 纺织服装板块的经营性现金流净额为 56.10 亿元 (+73%)。现金流改善明显, 其中女装板块现金流净额由负转正, 休闲服装板块现金流净额流出幅度变大。

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) 业绩改善组合:水星家纺作为家纺行业龙头企业,19Q2业绩改善明显,主要系线上二季度线上渠道恢复增长,线下渠道维持一季度良好态势,使得19H1业绩超市场预期,继续推荐。

4) 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) 2019-08-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	33.17	买入	0.80	1.06	1.55	2.20	41.46	31.29	21.40	15.08
002127.SZ	南极电商	10.03	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	27.86	19.29	13.55	10.13
002832.SZ	比音勒芬	23.79	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	25.04	17.75	13.52	10.67
02331.HK	李宁	20.91	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	69.70	38.02	28.64	20.50
603365.SH	水星家纺	17.21	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	16.08	13.88	11.95	10.31
002563.SZ	森马服饰	12.03	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	19.10	16.94	14.67	12.53

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=0.90人民币

● 重点公司推荐逻辑:

- **开润股份:公司公布19年中报,扣非净利润超市场预期,盈利能力大幅提升。**2019H1公司实现营收12.21亿元(+40.71%);实现归母净利润1.14亿元(+36.03%);扣非归母净利润1.11亿元(+49.56%),接近此前业绩预告上限,超市场预期。分季度来看:19Q2实现营收6.23亿元(+37.69%);归母净利润6,841.80万元(+39.11%);扣非归母净利润6,585.41万元(+60.83%)。

B2C业务带动整体盈利能力大幅提升。19H1公司产品毛利率为28.29%(+1.46%),销售毛利率为28.13%(+2.81pct),有所提升我们认为主要系:公司毛利率较高的B2B业务实现快速增长,使得占比提升,拉升整体毛利率水平。此外,B2C业务盈利水平提升也是整体毛利率提升的原因之一。我们预计目前公司B2C毛利率在25%-30%左右;B2B毛利率预计在30%以上。从19Q2单季度来看,公司销售毛利率为31.36%(+6.26pct),实现大幅提升。公司19H1归母净利率为9.32%(-0.32pct),销售净利率为9.65%(-0.68pct),净利率略有下降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的B2B业务所致。其中19Q2公司归母净利率为10.99%(+0.11pct),环比19Q1提升3.4pct,环比提升明显主要系19Q2毛利率提升较为明显所致。**估算:**由于公司B2C业务的主要经营主体润米科技的19H1净利率为6.77%,由此我们预计公司B2C业务的净利率在6%-7%左右,由于目前公司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业务规模的不断扩大,费用率会有所下降,预计公司B2C业务净利率仍有提升空间。

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:19H1业绩符合预期,商业模式不断优化。**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收费率较低;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。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；“床上用品类”的 GMV 为 12.92 亿元 (+51.55%)，市占率为 6.96%，位列行业第一。

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。

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。

- **比音勒芬：中报业绩超市场预期，毛利率提升凸显公司产品、渠道竞争力加强。**
- **19H1 业绩超市场预期。**公司公布 2019H1 业绩报告，19 年上半年实现营收 8.46 亿元 (+25.15%)，归母净利润 1.74 亿元 (+42.01%)，扣非归母净利润 1.65 亿元 (+44.63%)，业绩超市场预期。19Q2 单季度公司第二期员工持股计划产生 1333.07 万元的股权激励费用，若剔除公司股权激励费用影响，则 19H1 公司实现归母净利润 1.87 亿元 (+52.89%)，实现扣非净利润为 1.78 亿元 (+56.31%)，保持快速增长。

公司毛净利率均有提升，盈利能力有所提升。公司 19H1 毛利率为 67.46% (+3.67pct)，毛利率略有上升，我们认为主要与公司货品折扣提升及直营门店比例提升有关；其中 19Q2 毛利率为 71.17% (+7.4pct)，上升幅度较大。我们认为比音勒芬所处赛道较好。由于其产品具备运动商务的风格，同时在设计、面料、色彩和款式上面具备特色，与市场其他品牌具备较为明显的差异，竞争压力较小；同时公司终端动销良好，折扣率控制良好，未来毛利率有望继续提升。19H1 公司净利率为 20.57% (+2.45pct)。

投资者关心的两大问题：1) 由于公司定位中高端，单一品牌在开店空间上具备一定的天花板，市场中对于公司未来开店空间存在一些质疑。公司首次在业绩报告中披露其开店空间在 1500-2000 家门店。经过测算我们也得到了与其相似的开店空间：首先，我们将 337 个地级行政分成 4 个一线城市、15 个新一线、30 个二线、70 个三线、90 个四线以及 128 个五线城市；其次我们通过国家统计局、百度地图、大众点评等工具，查找 337 个地级城市的人均 GDP、城镇居民人均可支配收入/人均消费支出、城市内大型商场个数、比音勒芬门店数。之后对数据进行筛选和排序，针对不同等级的城市选择不同的测算依据进行估算，由此得到最终 1500-2000 家的开店空间。

2) 2018 年年报公告以来，存货规模增长快，存货周转变慢，市场对于公司存货上升的原因及其带来的存货风险有所关注；

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增公告披露的 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。

● **水星家纺：2019 年 H1 公司业绩超市场预期，19Q2 业绩改善明显。**

公司公布 2019H1 业绩报告，19H1 实现营收 12.75 亿元 (+9.93%)，实现归母净利润 1.35 亿元 (+12.47%)，扣非净利润为 1.07 亿元 (-2.23%)，业绩符合我们此前预期，超市场预期。其中扣非净利润与归母净利润增速差异较大，主要系公司 19H1 政府补助同比增长 105%达到 2473 万元，其中财政补助/企业扶持金相比去年同期大幅增长，为 2310 万元 (+115%)。公司公布 2019 年半年度利润分配预案，每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)，剩余未分配利润结转以后年度分配。

线上渠道二季度恢复增长，线下渠道维持一季度良好态势。1) 线下渠道：预计 19H1 线下渠道实现双位数增长。我们预计公司 19Q2 季度维持 19Q1 季度的良好态势，实现双位数增长。目前公司门店数量在 2700 家左右，预计 19 年公司新开门店 100 家左右。预计 19 年全年线下增长在 10%左右。**2) 线上渠道：**我们预计 19H1 公司线上渠道实现单位数增长，其中 19Q2 单季度电商渠道改善明显，预计实现双位数增长，预计 19 年全年线上渠道实现双位数增长。

毛利率有所提升，净利率略有改善。19H1 公司实现毛利率 37.59%，同比改善 1.72pct。我们认为主要原因系产品结构调整及折扣力度减弱影响。其中 Q2 单季度毛利率为 37.79% (+2.51pct)。由于毛利率上升幅度略高于费用率上升幅度，公司净利率略有改善，基本持平。公司 19H1 实现净利率 10.55% (+0.24pct)。其中 Q2 净利率为 8.76% (+0.39pct)。

维持“买入”评级。考虑到公司线下持续受益于低线城市消费升级；线上在逐步改善及各项应对措施落地后增速将持续稳定，长期来看公司业绩将持续稳健增长。家纺是标准化程度较高的产业，我们认为随着电商以及线下渠道在低线城市不断渗透，整个行业集中度会大幅提升。我们维持原有盈利预测，预计 19-21 年营收分别为 30.56 亿元、34.70 亿元、39.68 亿元，增速分别为 12.40%、13.53%、14.35%；净利润分别为 3.31 亿元、3.83 亿元、4.46 亿元，同比增长 16.15%、15.62%、16.51%。由此，预计 19-21 年 EPS 为 1.24/1.44/1.67 元，对应 PE 为 14.82/12.82/11.00 倍。维持公司 19 年 20 倍 PE，目标价为 24.80 元。

● **森马服饰：巴拉巴拉童装保持快速增长，森马进行品牌定位刷新**

公司公布 19 年中报，业绩基本符合我们预期。2019H1 公司实现营收 82.19 亿元 (+48.57%)；实现归母净利润 7.22 亿元 (+8.20%)；扣非归母净利润 6.69 亿元 (+8.02%)，公司业绩基本符合我们预期。公司营收实现快速增长，主要系 KIDILIZ 并表，使得童装营收同比增长 81.66%所致。若剔除 KIDILIZ 并表影响，公司 19H1 实现营收 67.15 亿元 (+21.38%)，预计实现归母净利润 8.36 亿元 (+25.20%)，实现稳健增长。

19H1 公司森马休闲服饰实现稳健增长；童装持续实现快速增长，体现出公司前几年管理改善带来的效果以及童装强势的龙头地位，看好公司业绩持续向上趋势。1) 森马本部 (不含 KIDILIZ) 19H1 实现营收 66.73 亿元 (+21.47%)，其中森马休闲实现营收 29.44 亿元 (+12.15%)，巴拉巴拉童装实现营收 37.30 亿元 (+29.89%)。2) KIDILIZ 服装业务实现收入 14.83 亿元。

毛利率有所提升，净利率有所下降。公司 19H1 产品毛利率为 44.84% (+6.49pct)，其中 19Q2 毛利率为 48.00% (+10.29pct)，毛利率大幅提升主要系：1) 毛利率较高的 KIDILIZ 品牌并表，拉高整体毛利率，通过测算 KIDILIZ 集团毛利率为 66.01%；2) 若剔除并表影响，森马本部毛利率较高的巴拉巴拉童装的占比相比 18 年同期有所提升 3.6pct 左右，由此拉高整体毛利率水平。19H1 森马本部毛利率为 40.10% (+1.75pct)，有所提升。**净利率：**由于公司费用率提升幅度高于毛利率提升幅度，同时资产减值损失有所提升，公司 19H1 公司净利率有所下降。19H1 销售净利率为 8.67% (-3.23pct)；19H1 归母净利率为 8.79% (-3.28pct)；其中 19Q2 销售净利率为 8.97% (-2.62pct)，归母净利率为 9.15% (-2.60pct)；若我们扣除 KIDILIZ 并表影响，预计归母净利率为 10.16% (-1.9pct)，下降幅度有所收窄。

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：中报披露完毕，19Q2 环比 Q1 业绩有所下降，行业仍处于筑底过程

1.1. 中报披露完毕，19Q2 环比 Q1 业绩有所下降，行业仍处于筑底过程

1、2019H1 纺织服装行业业绩符合预期，目前仍处于筑底过程，19Q2 环比 19Q1 业绩有所下降

本周，所有公司中报业绩已经全部披露完毕，为了规避异常值等扰动因素，我们选取了 45 家行业重点公司进行分析。整体来看，2019H1 行业业绩符合预期，行业仍处于筑底过程，营收实现稳健增长，净利润增速有所下滑，19Q2 单季度业绩不及环比 19Q1 业绩。

表 1：筛选出的 45 家纺织服装公司

证券代码	证券简称	子板块名称	证券代码	证券简称	子板块名称
002269.SZ	美邦服饰	休闲服装	002029.SZ	七匹狼	男装
002563.SZ	森马服饰	休闲服装	600398.SH	海澜之家	男装
002776.SZ	柏堡龙	休闲服装	601566.SH	九牧王	男装
603877.SH	太平鸟	休闲服装	002832.SZ	比音勒芬	男装
603001.SH	奥康国际	鞋帽	002293.SZ	罗莱生活	家纺
603116.SH	红蜻蜓	鞋帽	002327.SZ	富安娜	家纺
603557.SH	起步股份	鞋帽	002397.SZ	梦洁股份	家纺
603608.SH	天创时尚	鞋帽	603365.SH	水星家纺	家纺
603958.SH	哈森股份	鞋帽	300577.SH	开润股份	电商
002762.SZ	金发拉比	其他服装	002127.SZ	南极电商	电商
002763.SZ	汇洁股份	其他服装	603889.SH	新澳股份	纺织制造
002875.SZ	安奈儿	其他服装	000726.SZ	鲁泰 A	纺织制造
300005.SZ	探路者	其他服装	002042.SZ	华孚时尚	纺织制造
603908.SH	牧高笛	其他服装	002083.SZ	孚日股份	纺织制造
002612.SZ	朗姿股份	女装	002087.SZ	新野纺织	纺织制造
603157.SH	拉夏贝尔	女装	002394.SZ	联发股份	纺织制造
603196.SH	日播时尚	女装	601339.SH	百隆东方	纺织制造
603518.SH	维格娜丝	女装	300658.SZ	延江股份	纺织制造
603587.SH	地素时尚	女装	603055.SH	台华新材	纺织制造
603808.SH	歌力思	女装	603238.SH	诺邦股份	纺织制造
603839.SH	安正时尚	女装	600987.SH	航民股份	纺织制造
			603558.SH	健盛集团	纺织制造

资料来源：Wind，天风证券研究所

营收：19H1 我们选取的纺织服装板块（45 家）营收增速为 3.83%（-12.06pct），增速有所下滑主要系纺织制造板块受到终端需求放缓，中美贸易战等影响，业绩不及预期及电商子板块去年基数较高影响。其中 19Q2 单季度增速为-0.12%（-13.66pct），环比 19Q1 下降 7.82pct。其中纺织制造板块 19H1 实现营收增速-1.43%（-17.17pct），19Q2 单季度增速为-9.12%（-23.51pct），环比 19Q1 下降 17.18pct；电商子板块上半年持续高增长，若我们剔除南极电商时间互联的并表影响，19H1 子板块实现营收增速 37.50%（-22.74pct），根据我们估算，剔除并表影响后，19Q2 电商子板块单季度增速为 39.53%（-0.49pct），环比 19Q1 提升 4.35pct；男装板块 19H1 营收增速为 7.95%（-2.25pct），19Q2 单季度为 10.37%（+4.04pct），环比 19Q1 提升 4.15pct；女装板块 19H1 营收增速为 2.76%（-12.17pct），19Q2 单季度为 3.39%（-0.59pct），环比 19Q1 提升 1.14pct；休闲服装板块 19H1 营收增速为 11.21%（-12.69pct），19Q2 单季度为 4.45%（-22.24pct），环比 19Q1 下降 13.28pct；家纺板块 19H1 营收增速为 3.77%（-12.88pct），19Q2 单季度为 8.42%（-2.75pct），环比 19Q1 提升 9.04pct。

归母净利润：19H1 整个纺织服装板块的归母净利润增速为-11.38% (-27.85pct)，实现负增长，主要系休闲服装和女装板块影响；其中 19Q2 为-26.09% (-41.42pct)，环比 19Q1 下降 29.12pct。分板块来看，纺织制造板块 19H1 归母净利润增速为-6.79% (-15.08pct)；其中 19Q2 单季度增速为-20.56% (-33.75pct)，环比 19Q1 下降 37.78pct；电子商务板块由于南极电商时间互联并表影响，若我们剔除并表因素，则 19H1 电子商务板块增速 38.63% (-20.94pct)，19Q2 单季度增速为 36.06% (-16.96pct)，环比 19Q1 下降 8.67pct；男装板块 19H1 增速 6.25% (-5.94pct)，19Q2 单季度增速为-4.34% (-13.09pct)，环比 19Q1 下降 18.35pct；女装板块下滑明显，19H1 净利润增速为-71.83% (-94.64pct)，19Q2 单季度增速为-128.56% (-142pct)，环比 19Q1 下降 102pct；休闲服装板块为-19.64% (-71.24pct)，19Q2 单季度增速为-40.03% (-105pct)，环比 19Q1 下降 37.68pct；家纺板块为-5.68% (-31.32pct)，19Q2 单季度增速为-7% (-26.72pct)，环比 19Q1 下降 2.16pct。

毛利率：19H1 纺织服装板块的毛利率为 38.09% (-0.1pct)，整体变动不大，其中 19Q2 毛利率为 38.55% (+0.96pct)，环比 19Q1 提升 0.88pct；分板块来看，纺织制造板块 19H1 毛利率为 18.79% (-0.58pct)，19Q2 单季度增速为 19.95% (+0.34pct)，环比 19Q1 提升 2.34pct；电子商务板块 19H1 毛利率为 29.05% (+0.09pct)，19Q2 单季度增速为 35.19% (+4.14pct)，环比 19Q1 提升 12.32pct；男装板块毛利率为 44.53% (+1.40pct)，有所上涨，19Q2 单季度增速为 43.56% (-0.98pct)，环比 19Q1 下降 1.68pct；女装板块毛利率为 63.20% (-2.14pct)，毛利率有所下降，19Q2 单季度增速为 64.95% (-2.36pct)，环比 19Q1 提升 3.2pct；休闲服装板块毛利率 46.82% (+1.99pct)，19Q2 单季度为 49.28% (+4.31pct)，环比 19Q1 提升 4.57pct；家纺板块毛利率 43.06% (-1.44pct)，19Q2 单季度增速为 43.59% (-1.6pct)，环比 19Q1 提升 1.07pct。

费用率：19H1 纺织服装板块期间费用率有所提升，销售/管理/财务费用率分别为 18.29%、5.27%、0.83%，相比去年同期变动 1.7pct、-1.13pct、0.17pct；其中 19Q2 分别为 19.48% (+2.64pct)、5.62% (-0.91pct)、0.74% (+0.44pct)；环比 19Q1 分别变动 2.27pct、0.68pct、0.44pct。分板块来看，从销售费用率来看，男装、女装及休闲服饰板块的费用率变动较大，19H1 分别为 13.68% (+2.23pct)、47.67% (+6.77pct)、30.12% (+2.29pct)；19Q2 分别为 15.62% (+1.31pct)、52.78% (+9.86pct)、32.38% (+4.11pct)；从管理费用率来看，大部分板块的管理费用率均有所下降，其中家纺板块 19H1 为 5.46% (-1.64pct)、电商板块为 3.23% (-1.63pct)；财务费用率来看各板块整体变动不大。

净利率：19H1 纺织服装板块的净利率有所下滑，为 9.67% (-2.01pct)，其中女装、休闲服装及纺织制造的下降幅度较大。19Q2 单季度纺织服装板块净利率为 8.37% (-3.30pct)，环比 19Q1 下降 2.47pct。分板块来看，纺织制造板块的净利率为 8.58% (-1.08pct)，19Q2 单季度为 9.22% (-1.86pct)，环比 19Q1 提升 1.28pct；电子商务板块净利率略有下降，但幅度不大，为 17.65% (-0.53pct)，19Q2 单季度为 23.37% (+1.85pct)，环比 19Q1 提升 11.48pct；男装板块 19H1 净利率是 18.86% (-0.43pct)，19Q2 单季度为 16.64% (-2.9pct)，环比 19Q1 下降 3.85pct；女装板块 19H1 净利率 3.11% (-8.49pct)，下滑幅度较大，其中 19Q2 单季度为-2.99% (-14.43pct)，环比 19Q1 下降 11.13pct；休闲服装板块 19H1 净利率为 5.38% (-2.09pct)，19Q2 单季度为 3.94% (-3.04pct)，环比 19Q1 下降 2.69pct；家纺板块 19H1 净利率为 10.23% (-1.21pct)，19Q2 单季度为 7.80% (-1.34pct)，环比 19Q1 下降 4.94pct。

存货周转天数：19H1 纺织服装板块的存货周转天数为 188.65 天 (+16.02 天)，周转效率有所提升；分板块来看纺织制造板块的存货周转天数为 161.71 天 (+21.58 天)；电商板块存货周转天数为 38.69 天 (-0.41 天)；男装、休闲服装、女装及家纺的存货周转天数分别为 255.82 天 (+6.16 天)、193.94 天 (+28.72 天)、278.66 天 (+19.36 天)、204.73 天 (+2.66 天)。

经营性现金流净额：19H1 纺织服装板块的经营性现金流净额为 56.10 亿元 (+73%)，现金流改善明显；其中女装板块现金流净额由负转正，休闲服装板块现金流净流出幅度变大。

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) **业绩改善组合**：水星家纺作为家纺行业龙头企业，19Q2 业绩改善明显，主要系线上二季度线上渠道恢复增长，线下渠道维持一季度良好态势，使得 19H1 业绩超市场预期，继续推荐。

4) **优质龙头组合**：森马服饰、海澜之家作为行业龙头白马，预计估值仍有提升空间。歌力思作为优质的女装行业龙头，业绩稳健，建议持续关注。

推荐标的简述：

本周核心组合：开润股份/南极电商/比音勒芬/李宁/水星家纺/森马服饰。

- 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；
- 业绩改善组合：水星家纺；
- 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*	31.32	21.46	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	72.2
南极电商*	19.42	13.60	38.6%	43.0%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	246.2
比音勒芬*	17.77	13.52	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	73.3
森马服饰*	17.00	14.66	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	324.6
海澜之家*	9.95	9.17	8.5%	8.2%	8.5%	8.6%	3,454.8	3,736.5	4,052.3	4,399.3	371.7
美邦服饰*	12.93	8.63	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	55.5
梦洁股份*	19.77	14.26	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	40.5
李宁*	41.78	31.74	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	534.5
安踏体育*	31.00	24.18	25.8%	38.1%	28.2%	23.4%	4,102.9	5,664.4	7,260.4	8,957.8	1,755.8
罗莱生活*	13.15	11.92	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	76.5
歌力思*	10.72	9.06	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	47.2
百隆东方*	12.78	11.74	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	58.2
九牧王*	11.22	13.09	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	64.9
水星家纺*	13.86	11.99	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	45.9
健盛集团*	13.45	10.84	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	34.8
太平鸟*	10.53	9.34	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	66.3
鲁泰A	9.92	9.16	7.9%	8.4%	8.3%	7.5%	811.5	879.3	952.7	1,024.6	87.3
伟星股份	14.11	12.59	11.1%	8.0%	12.1%	10.1%	310.3	335.2	375.6	413.6	47.3
七匹狼	11.88	10.72	11.4%	7.4%	10.9%	11.9%	346.3	372.0	412.4	461.6	44.2
华孚时尚	13.37	11.87	8.2%	9.0%	12.6%	3.9%	751.8	819.4	923.0	959.2	109.5
新野纺织	6.16	5.21	16.7%	20.1%	18.1%	15.2%	386.5	464.3	548.4	631.8	28.6
报喜鸟	24.69	18.03	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	35.8
富安娜	10.09	8.92	12.8%	6.9%	13.1%	12.5%	543.4	580.9	657.1	739.4	58.6
朗姿股份	14.86	12.95	14.3%	12.6%	14.8%	13.9%	210.5	236.9	271.9	309.6	35.2
汇洁股份	11.85	10.98	8.6%	67.8%	7.9%	9.3%	165.7	278.0	300.0	328.0	32.9
奥康国际	23.42	20.43	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	38.4
维格娜丝	7.71	6.85	12.4%	-9.3%	12.6%	12.2%	272.8	247.4	278.6	312.6	19.1
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	6.46	4.58	27.5%	-320.0%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	22.7
天创时尚	9.86	8.76	12.0%	13.6%	12.5%	11.6%	242.2	275.2	309.6	345.4	27.1
安正时尚	13.77	11.82	14.6%	33.5%	16.5%	12.8%	281.2	375.3	437.3	493.2	51.7
探路者	26.75	21.73	24.0%	-168.5%	23.1%	24.8%	-181.9	124.6	153.4	191.5	33.3
新澳股份	13.29	11.28	14.3%	16.6%	17.9%	10.9%	199.4	232.5	274.1	304.0	30.9
联发股份	8.07	7.80	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	32.3
红豆股份	32.08	27.19	15.3%	27.7%	18.0%	12.7%	207.1	264.5	312.1	351.7	84.9
航民股份	8.78	7.90	10.0%	11.4%	11.1%	8.9%	661.9	737.7	819.4	892.3	64.7
雅戈尔	7.44	6.77	-	13.2%	9.9%	-	3,676.9	4,163.0	4,575.5	-	309.9
搜于特	22.07	18.19	-	-12.4%	21.3%	-	369.4	323.7	392.7	-	71.4

资料来源: Wind, 天风证券研究所; 盈利预测来源于 WIND 一致预期;

备注: 1) 截至时间 2019 年 9 月 1 日; 2) 表中*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. 开润股份半年报点评: 扣非净利润超预期, 盈利能力大幅提升

一、事件: 公司公布 19 年中报, 扣非净利润超市场预期, 盈利能力大幅提升

1、业绩:2019H1 公司实现营收 12.21 亿元(+40.71%); 实现归母净利润 1.14 亿元(+36.03%); 扣非归母净利润 1.11 亿元(+49.56%), 接近此前业绩预告上限, 超市场预期。分季度来看: 19Q2 实现营收 6.23 亿元(+37.69%); 归母净利润 6,841.80 万元(+39.11%); 扣非归母净利润 6,585.41 万元(+60.83%)。

2、营收高速增长的原因主要系: 公司拓展了 Nike 公司等优质客户资源, B2B 业务增幅显著提升; 同时, 公司 B2C 业务继续保持增长态势, 线上、线下、海外等多元渠道持续优化, 产品结构不断完善。根据我们跟踪的线上数据, 我们预计 19H1 B2C 收入增长逾 40%, 收入近 6 亿左右, 继续保持高速增长; 由此我们预计 B2B 业务收入增长 50%以上。B2B 的高增长, 一部分来自于 2 月并购 NIKE 软包代工厂印尼宝岛工厂的影响。我们预计印尼宝岛工厂 2018 年在手订单为 3500 万美元(约 2.5 亿人民币)左右, 由此我们预计 19H1 宝

岛工厂为公司贡献收入在 1.3 亿左右。

3、19Q2 扣非归母净利润超预期主要系：公司毛利率以及净利率的提升。19Q2 销售毛利率为 31.36% (+6.26pct)，毛利率提升主要系 B2C 业务盈利水平持续提升。

二、B2C 业务带动整体盈利能力大幅提升

1、毛利率：19H1 公司产品毛利率为 28.29% (+1.46%)，销售毛利率为 28.13% (+2.81pct)，有所提升我们认为主要系：公司毛利率较高的 B2B 业务实现快速增长，使得占比提升，拉升整体毛利率水平。此外，B2C 业务盈利水平提升也是整体毛利率提升的原因之一。我们预计目前公司 B2C 毛利率在 25%-30%左右；B2B 毛利率预计在 30%以上。从 19Q2 单季度来看，公司销售毛利率为 31.36% (+6.26pct)，实现大幅提升。

2、费用率：19H1 公司销售/管理(包含研发)/财务费用率分别为 8.97% (+1.28pct)/7.01% (+0.15pct)/0.26%(+0.76pct)，期间费用率有所提升。其中销售费用率提升主要系公司业务规模增长使得物流快递和市场开拓等有所增加；管理费用率略有提升主要系职工薪酬、差旅分等有所增加；财务费用提升幅度加大主要系汇率波动导致汇兑损失增加。

从 19Q2 单季度来看，公司销售/管理(包含研发)/财务费用率分别为 10.16% (+1.83pct)、8.38% (+1.2pct)、-0.45% (+1.08pct)。

3、净利率：公司 19H1 归母净利率为 9.32% (-0.32pct)，销售净利率为 9.65% (-0.68pct)，净利率略有下降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的 B2B 业务所致。其中 19Q2 公司归母净利率为 10.99% (+0.11pct)，环比 19Q1 提升 3.4pct，环比提升明显主要系 19Q2 毛利率提升较为明显所致。

估算：由于公司 B2C 业务的主要经营主体润米科技的 19H1 净利率为 6.77%，由此我们预计公司 B2C 业务的净利率在 6%-7%左右，由于目前公司 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 业务规模的不断扩大，费用率会有所下降，预计公司 B2C 业务净利率仍有提升空间。

四、收购印尼工厂，使现金流和其他应付款有所波动，存货、应收账款保持健康

1、存货：截至 19H1 公司存货金额为 4.48 亿元，较 18 年同期增长 29.19%，低于收入增速，健康良性。其中原材料 1.11 亿元 (+230.96%)，占比 24.84% (+15.14pct)；库存商品 2.15 亿元 (+37.08%)，占比 47.47% (+2.73pct)；发出商品 1.11 亿元 (-26.74%)，占比 24.70% (-18.85pct)。从存货周转天数看，19H1 存货周转天数为 88.32 天 (+0.84 天)保持稳定。

2、应收账款：19H1 公司应收账款为 3.44 亿元 (+29.19%)，相比年初提升 37.73%，应收账款有所提升主要系公司产销规模增长使得预付货款增多所致。从周转天数来看，19H1 为 43.79 天 (2.13 天)，周转效率有所下降。从账龄结构来看，1 年以内账款占比 99.8%，整体账龄结构健康。

3、经营性现金流：19H1 公司经营性现金流净额为-2568.73 万元，现金流为负主要系公司收购印尼工厂，支付工厂货款带来的短期影响，我们预计随着印尼工厂效率逐渐提升，公司经营性现金流将持续改善。其中 19Q2 单季度公司经营性现金流净额为-897 万元，环比 19Q1-1671 万元有所改善。

4、其他应付款：19H1 公司其他应付款为 7776.84 万元 (+183%)，同比大幅增加主要系公司收购印尼工厂项目尾款及往来款增加较多所致，预计是短期影响，未来随着印尼工厂效率逐渐改善，将会逐步改善。

五、B2B 切入 NIKE 供应链体系，看齐申洲国际；B2C 盈利能力大幅提升，销售规模剑指新秀丽

1、B2B 业务：2019 年 2 月完成 NIKE 印尼工厂收购后生产效率明显改善，我们预计已经提高到了收购前的 80%，超此前市场预期。中国体育服饰行业持续高景气，根据欧睿数据，2018 年中国体育服饰行业增速达 19.52%，切入 NIKE 供应链体系，有利于开润 B2B 业务后续的持续增长，并且未来有望切入到阿迪达斯等全球运动巨头供应链。

2、B2C 业务：

1) 我们此前发布的报告《90 分在中国销量为什么超过新秀丽》已经探讨过 90 分拉杆箱销售在 2018 年超过新秀丽，我们预计未来三年内，90 分销售额可以超过新秀丽。2019H1 新秀丽在中国销售净额为 1.45 亿美元（约 10 亿人民币），按年减少 7.4%（按不变汇率基准计算则减少 1.6%），是由于 B2B 订单（主要为团购）减少所致。

2) B2C 业务未来的成长点主要来自于：

第一，扩渠道。除了小米直营系渠道，公司积极开拓小米有品渠道，90 分天猫旗舰店、90 分京东旗舰店、团购渠道等，为 90 分今年的增长提供新渠道。同时 2019 年是线下渠道和海外渠道是蓄力年，为 90 分未来增长提供后续动力。

第二，扩品类。90 分定位“出行消费品”，除了箱包核心品类，也在积极开拓泛出行产品，如功能性鞋服、出行配件类产品等，可以增加对顾客的购买频次，丰富 90 分品牌内涵。

第三，盈利能力的提升。90 分品类规模不断壮大，随之盈利能力不断增强。19Q2 毛利率同比提升 6.26pct.，我们认为毛利率提升主要系 B2C 业务盈利水平持续提升。

六、维持买入评级，继续坚定推荐

维持买入评级，维持原有盈利预测：预计 2019-2021 年收入分别为：29.32 亿元、40.84 亿元、55.77 亿元；分别增长：43%、39%、37%。2019-2021 年净利润分别为 2.30 亿元、3.36 亿元、4.79 亿元；分别增长 33%、46%、42%；对应 EPS 分别为：1.06 元、1.55 元、2.20 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。

（摘自 2019 年 8 月 29 日发布的《开润股份 19H1 业绩点评：扣非净利润超预期，盈利能力大幅提升》）

2.2. 比音勒芬半年报点评：中报业绩超市场预期，毛利率提升凸显公司产品、渠道竞争力加强

* 公司已经公布 2019H1 业绩公告，业绩超市场预期。我们本篇报告除了对公司半年度业绩进行点评之外，还希望深入分析投资者关心的开店空间问题：

开店空间问题：公司首次在公告中披露开店空间在 1500-2000 家。（后文有对 337 个地级行政区的详细测算）；

1、业绩：19H1 业绩超市场预期

公司公布 2019H1 业绩报告，19 年上半年实现营收 8.46 亿元（+25.15%），归母净利润 1.74 亿元（+42.01%），扣非归母净利润 1.65 亿元（+44.63%），业绩超市场预期。19Q2 单季度公司第二期员工持股计划产生 1333.07 万元的股权激励费用，若剔除公司股权激励费用影响，则 19H1 公司实现归母净利润 1.87 亿元（+52.89%），实现扣非净利润为 1.78 亿元（+56.31%），保持快速增长。

1) 扣除股权激励费用影响：其中 19Q2 单季度实现营收 3.74 亿元（+22.45%），归母净利润 4400.01 万元（+17.32%）；若我们剔除股权激励费用影响，公司 19Q2 单季度归母净利润为 5733.01 万元（+52.86%），仍然维持较快速增长。

2) 扣除所得税费用影响：19H1 公司所得税费用为 2726.26 万元，由于公司 2018 年 11 月 28 日获得《高新技术企业证书》，享受连续三年（2018-2020 年）按 15% 税率征收企业所得税的优惠政策，由此 19H1 公司所得税费用相比 18 年同期大幅减少，19H1 公司所得税费用为 2726.26 万元（-40.22%），若我们剔除所得税减少影响（即按照 25% 所得税率还原），则我们估算 19H1 公司实现归母净利润 1.54 亿元（+26.23%），仍保持快速增长。

3) 若不考虑股权激励费用及所得税费用影响，则公司 19H1 实现归母净利润 1.64 亿元（+34.43%），保持较快速增长。

2、线上天猫旗舰店开业，线下持续拓展渠道，我们预计公司开店空间在 1500--2000 家。

线下渠道：截至 2019 年 6 月 30 日，公司拥有 798 个终端销售门店，较 2018 年末净增长 34 家，其中直营店铺数量 385 家，净增 20 家；加盟店铺数量 413 家，净增 14 家。除深挖一二线城市的高端社区作为潜在市场外，公司将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市，我们预计公司开店空间在 1500--2000 家左右。

线上渠道：19H1 公司在线上的比音勒芬天猫旗舰店正式开业，“线下+线上”渠道布局将为客户提供更多的消费体验。

3、公司毛净利率均有提升，盈利能力有所提升

毛利率：公司 19H1 毛利率为 67.46% (+3.67pct)，毛利率略有上升，我们认为主要与公司货品折扣提升及直营门店比例提升有关；其中 19Q2 毛利率为 71.17% (+7.4pct)，上升幅度较大。

我们认为比音勒芬所处赛道较好。由于其产品具备运动商务的风格，同时在设计、面料、色彩和款式上面具备特色，与市场中其他品牌具备较为明显的差异，竞争压力较小；同时公司终端动销良好，折扣率控制良好，未来毛利率有望继续提升。

费用率：19H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 30.74%(+1.45pct)、12.31%(+2.31pct)、-0.27%(+0.39pct)。其中销售费用率有所提升主要系业务规模扩大，门店营运及包装运输费用增长所致；管理费用率提升主要系 19H1 新增股权激励费 1333.07 万元；同时公司加大研发投入，使得研发费用增长 89.56%所致；财务费用率略有上升是因为利息收入减少。其中 19Q2 单季度，公司销售/管理/财务费用分别为 39.33% (+5.6pct)、17.34% (+4.48pct)、-0.29% (+0.39pct)。

净利率：由于公司毛利率提升幅度高于费用率提升幅度，19H1 公司净利率为 20.57% (+2.45pct)；其中 19Q2 净利率为 11.77% (-0.52pct)，略有下降。19Q2 净利率下降系公司 19Q2 单季度产生的一次性股权激励费用所致，若剔除股权激励费用影响，则公司 19Q2 净利率为 15.33% (+3.04pct)，净利率有所上升。

4、公司存货结构仍较为健康，应收账款周转天数仍处在合理区间

存货：19H1 公司存货金额为 5.98 亿元，相比 18H1 增长 34.28%，但相比 19 年年初减少 4.08%。我们认为公司存货金额同比有所增长主要系秋冬装及新品牌备货影响。从 19Q2 单季度来看，公司存货有所改善，19H1 存货金额相比 19Q1 季度下降 2318 万元，我们预计公司已经开始对今年的铺货有所控制。从存货周转率来看，19H1 为 0.45 次 (-0.17 次)，周转率略有下降；从存货跌价损失来看，19H1 为 823.67 万元 (+40.41%)，计提比例不大，库存结构较为健康。

公司存货上升的原因，我们认为主要系：1) 直营门店增长 2018 年直营/加盟=1:1.1，较同期 1:1.22 的比例有所提升，由于直营门店增加，需求铺货，即使当季新品也记为存货；2) 整体营收规模扩张，动销良好，加盟商的进货及退货金额也会相应增加，导致存货有所增长；3) 公司处理存货的方式影响：存货过季放一年后才开始进奥莱渠道、特卖渠道清理，因此，其处理存货的方式，本身就使公司存货周转比其他公司慢。4) 威尼斯新品系列备货也有一定影响。

我们认为公司目前存货库龄合理，奥莱店清存货能力强，存货规模在合理范围，无须过于担心存货风险。目前 76%以上为一年内存货，且其奥莱店存货消化能力较强，导致一般库龄两年以内的存货能得到较好消化，奥莱产品折扣为 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，风险可控。

应收账款：19H1 公司应收账款为 1.23 亿元 (+110.12%)，较 18 年年末增加 17.54%；我们认为公司应收账款同比大幅增长主要系：公司渠道结构百货渠道占比较多，使得商场回款存在 1-2 个月的账期，使得公司应收账款有所提升；同时加盟商回款存在账期也对公司应收账款造成一定影响。从周转天数来看，19H1 为 24.17 天，较上年同期增加 9.24 天，仍

处在合理区间内。目前公司 1 年以内的应收账款占 99.74%，账龄结构较为健康。

经营性现金流：19H1 公司经营性现金流净额为 9063 万元 (+121.24%)，现金流有所增长；其中 19Q2 公司经营活动现金流为 -3252.46 万元，现金流为负我们认为主要系二季度公司利用先进支付货款；同时商场回款需要 1-2 个月账期；另外加盟商回款存在账期使得二季度现金流为负。但是这些因素都是短期因素，全年来看，我们认为公司现金流较为健康。

比音勒芬是纺服行业中中报业绩表现优秀的公司之一，公司所处赛道较好，产品风格鲜明，拥有运动商务的风格，具备差异化竞争优势；同时新品牌已经开拓，未来将持续贡献业绩；另外，公司开店空间仍存，随着新品牌和新渠道的不断贡献，公司有望保持持续较快速的增长，继续坚定推荐。

1) 产品及品牌端：公司旗下拥有比音勒芬主品牌及新品牌威尼斯狂欢节。主品牌比音勒芬定位中产及以上人群，产品具备运动商务风格；同时在设计、面料、色彩和款式上面具备特色，与市场中其他品牌具备较为明显的差异，竞争压力较小，我们认为比音勒芬是其赛道上的优势企业。新品牌威尼斯狂欢节定位度假旅游服饰这一蓝海市场，着力打造亲子装、情侣装及家庭装等产品，未来将持续贡献业绩。

2) 渠道端：我们认为公司开店空间在 1500--2000 家左右。我们将 337 个地级行政区分为 5 个等级，针对不同等级的城市选择不同的测算依据进行估算，得到公司仍具开店空间。

维持买入评级，把一次性激励费用考虑在内，我们仍维持 2019-2021 归母净利润预测为 4.1/5.4/6.9 亿元；预计 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 40.20 元。

风险提示：测算数据存在误差，渠道拓展风险，产品滞销风险。

(摘自 2019 年 8 月 30 日发布的《比音勒芬 19H1 业绩点评：中报业绩超市场预期，毛利率提升凸显公司产品、渠道竞争力加强》)

2.3. 安踏体育半年报点评：19H1 业绩超预期，品牌战略持续升级

1、事件：公司公布 19 年中报，业绩超市场预期

2019H1 公司实现营业收入 148.11 亿元 (+40.34%)；实现经营利润 42.57 亿元 (+58.35%)；实现归母净利润 24.83 亿元 (+27.66%)，业绩保持快速增长，超市场预期。

2、分品类来看，鞋类实现稳健增长，服装品类实现快速增长，占比提升

① **鞋类：**19H1 实现收入 51.24 亿元 (+24.73%)，占总收入 34.60% (-4.3pct)，公司鞋类收入实现稳健增长，占比略有下降；

② **服装品类：**19H1 实现收入 91.51 亿元 (+50.88%)，占总收入 61.78% (+4.3pct)，公司服装收入实现快速增长，占比有所提升；

③ **配饰品类：**19H1 实现收入 5.36 亿元 (+41.05%)，占总收入 3.62%，公司配饰收入实现快速增长，占比未有变化。

3、分品牌来看：安踏品牌实现稳健增长，FILA 实现快速增长

① **安踏品牌：**2019H1 安踏实现收入 75.90 亿元 (+18.28%)，安踏品牌实现连续 6 年高双位数增长，主要系：1) 品牌及产品认知度提升，终端销售良好；2) 安踏儿童收入持续增长贡献，19H1 成为运动品行业最大的儿童品牌。从占比来看，安踏品牌占总收入 51.25% (-9.6pct)，占比有所下降。从流水来看，我们预计安踏品牌零售流水实现低双位数增长，Q1/Q2 单季分别实现低双位数/中双位数增长。

② **FILA 品牌：**2019H1 实现收入 65.38 亿元 (+79.86%)，实现高速增长，为公司整体贡献收入同比提升约 10pct。主要系：1) 品牌及产品认知度提升，终端销售良好；2) 门店店数增加 136 家以及店效增长贡献；3) 线上电商渠道的快速发展。从占比来看，FILA 营收占总收入的 44.14% (+9.7pct)，占比有所提升。从流水来看，我们预计零售流水 65%+

Q1/Q2 单季分别实现 70%/60%+ 增速。

③**其他品牌**：2019H1 实现收入 6.83 亿元 (+36.16%)，占总收入的 4.61% (-0.14pct)，占比保持稳定。我们预计 2019 全年非安踏整体零售流水占比保持稳定。

4、从渠道来看：

线下渠道：① 截至 19H1 安踏品牌（包含安踏儿童）店数为 10,223 家，相比年初净增 166 家；② FILA（含 FILA Kids 和 Fusion）店数为 1788 家，相比年初净增 136 家。③ 其他品牌中：Descente 115 家（净关 2 家），KOLON Sport 173 家（净关 8 家），Kingkow 70 家（净关 7 家），Sprandi 专卖店 110 家（净增 6 家）。我们预计安踏品牌及 FILA 2019 全年开店速度或将慢于 2018 年，渠道端增长以店效提升为主。

线上渠道：预计 19H1 公司线上渠道增长超过 40%，占比稳步提升。目前公司线上渠道已经成为和消费者互动的重要平台和销售渠道，未来将持续稳步增长。

5、毛利率有所上升，经营净利率有所提高

毛利率：公司 19H1 毛利率为 56.1% (+1.8pct)，毛利率有所上涨我们认为主要系：FILA 为直营模式，且毛利率较高，FILA 品牌的高速增长带动了直营占比的提高，从而拉动公司毛利率的提升。

分品牌来看，安踏品牌毛利率为 42.5% (-1.6pct)，主品牌毛利率略有下降，主要系 18 年同期基数较高所致；同时由于安踏产品结构拓宽，推出更多价位适中的产品，对毛利率有所影响，但仍在合理范围内；FILA 毛利率为 71.5% (-0.2pct)，变动不大；其他品牌毛利率为 56.1% (+1.3pct)，有所上升。

费用率：19H1 广告与宣传费用率为 10% (-1.7pct)，有所下降，但由于公司将启动 2020 奥运会广告项目，我们预计 2020 年公司广告与宣传费用率将有所上升。员工成本占收入的占比为 12.5% (+1.2pct)，有所上升主要系业务拓展导致员工数量提升所致；研发费用收入占比为 2.4% (-0.4pct)，略有下降主要系研发建设等主要系 18 年投入，报告期内投入减少。

净利率：公司经营利润率为 28.7% (+3.2pct)。分品牌来看，安踏经营利润率为 32.2% (+5.4pct)；FILA 经营利润率为 29% (+0.2pct)。经营利润率提升主要系：1) 零售业务贡献逐步增加；2) 提前收到政府补助；3) 广告与宣传费用率有所下降。公司整体销售净利率为 16.82% (-1.72pct)，主要系利息支出增加以及合营公司亏损所致。

6、存货周转天数有所提升，现金流改善明显，各项经营指标良好

存货：19H1 公司存货金额为 33.57 亿元 (+47.63%)，较年初增长 16.08%；存货周转天数为 87 天，相比 18 年同期增加 4 天，存货周转效率略有下滑，主要系 FILA 直营业务占比提升，库存量适度拉升，但仍处在正常水平。

应收账款：2019H1 公司为 50.83 亿元 (+25.94%)，同比有所提升，但仍处在正常水平；应收账款周转天数为 34 天，相比 18 年同期减少 1 天。

经营性现金流：公司经营性净现金流净额为 34.41 亿元 (+133.13%)，现金流改善明显。截至 19H1 公司持有现金超过 81 亿元，整体运营指标良好。

7、Amer（亚玛芬）收购落地，战略融合进一步调整，未来有望发挥协同效应

公司于 2019 年 3 月底收购 Amer Sports，其整体收益为 39.64 亿元，净利润亏损 8.49 亿元，主要系一次性收购费用所致。此外亚玛芬主要销售冬季产品，由此第二季度会有所亏损，大部分冬季产品在下半年的收入和利润会有很大的改善，预计 19 年全年可以弥补损失 2019 全年预计增厚利润 25%。另外由于安踏持股亚玛芬 58% 的股权，安踏投资收益亏损 4.92 亿元。

8、预计 2019 年安踏品牌维持稳健增长，FILA 维持相对高增长

- 1) 零售：预计 2019 年安踏品牌流水中双位数增长，有望突破 10 亿元大关。FILA 整体流水 50%+ 以上增长，其中线上渠道预计贡献较多。
- 2) 渠道：预计到 2019 年年底，安踏品牌店铺数量达到 10300-10400 家，FILA 店数量达到 1900-2000 家，DESCENTE 数量达到 130-140 家，SPRANDI 店数 120-125 家，KOLON SPORT 店数 170-180 家，KINGKOW 店数 90-100 家。
- 3) 盈利能力：预计毛利率随着直营规模提升略有上升，净利率保持现有水平。

9、品牌战略持续升级，建立三大事业群

1) 2019 年 4 月 1 日完成了亚马芬公司的收购，使得整个集团，从专业运动到时尚运动，从高端品牌到大众品牌实现全覆盖。安踏通过收购 Amer 极大的扩充了安踏的品牌与品类版图，并且为品牌进一步国际化打下基础。Ame 旗下各品牌在海外运营良好，有利于安踏积累海外运营的经验与资源，为品牌国际化打下基础；同时安踏有望为 Amer 旗下各品牌在供应链、渠道及零售运营方面提供支持协同，实现强强联合。

2) 公司对整个的业务组织进行了重新的梳理和打造，根据各个品牌，在不同领域的属性，建立了三大事业群：

第一是专业运动品牌群，以安踏主品牌做为核心品牌，还包含安踏儿童，SPRANDI；第二是时尚运动品牌群，FILA 成为整个集团业务支柱之一，还包括 FUSION, FILA 儿童, KINGKOW；第三是户外运动品牌：主要是亚玛芬、DESCENTE、KONLON。

公司将各品牌组合在一起，在前端、设计、品牌营销都有相对独立的营运单位来主导发展。

同时，公司建立三大平台：分别是零售运营平台；采购平台；服务支持平台（涵盖 IT、财务、人力）。三大平台给每个事业群最大的赋能和支持，让每个事业群得到充分的发展。

投资建议与盈利预测：

公司坚定执行“单聚焦，多品牌，全渠道”战略，安踏品牌通过产品和渠道的升级近年来保持稳健增长，在国产品牌中稳居第一梯队。FILA 领跑运动时尚赛道，随着运动时尚需求的增长和 FILA 消费客群的增长，我们预计未来两到三年内 FILA 仍能够保持相对高速的增速。预计 2019 年 DESCENTE 和 KOLON 有望实现盈利，Kingkow 等其他品牌或将在 2020-2021 年跨过盈亏平衡点，贡献盈利。

我们预计公司 19-21 年实现主营业务收入 314.70/400.07/497.87 亿元，同比增长 30.58%、27.13%、24.45%；实现归母净利润 56.64/72.60/89.58 亿元，同比增长 38.06%、28.18%、23.38%。预计 19-20 年 EPS 为 2.10/2.69/3.32 元，对应 PE26.28/20.50/16.62，维持买入评级。

风险提示：体育产业发展不达预期，库存风险，外延品牌不达预期

（摘自 2019 年 8 月 28 日发布的《安踏体育 19H1 业绩点评：19H1 业绩超预期，品牌战略持续升级》）

2.4. 水星家纺半年报点评：业绩超市场预期，19Q2 业绩改善明显

1、事件：2019 年 H1 公司业绩超市场预期，19Q2 业绩改善明显。

公司公布 2019H1 业绩报告，19H1 实现营收 12.75 亿元（+9.93%），实现归母净利润 1.35 亿元（+12.47%），扣非净利润为 1.07 亿元（-2.23%），业绩符合我们此前预期，超市场预期。其中扣非净利润与归母净利润增速差异较大，主要系公司 19H1 政府补助同比增长 105% 达到 2473 万元，其中财政补助/企业扶持金相比去年同期大幅增长，为 2310 万元（+115%）。公司公布 2019 年半年度利润分配预案，每 10 股派发现金红利 2 元（含税），剩余未分配利润结转以后年度分配。

分季度来看，19Q2 业绩改善明显。19Q1、19Q2 单季度公司分别实现 6.01 亿元（+0.75%）、6.74 亿元（+19.64%）；分别实现归母净利润 7557 万元（+4.22%）、5903 万元（+25.17%）；分别实现扣非净利润 5865 万元（-18.86%）、4835 万元（+30.11%），可见从经营层面，公司

19Q2 环比 19Q1 有所改善。我们认为主要系公司 19Q2 单季度线上渠道有所恢复并实现较快速增长所致。

① 线上渠道二季度恢复增长，线下渠道维持一季度良好态势。

线下渠道：预计 19H1 线下渠道实现双位数增长。我们预计公司 19Q2 季度维持 19Q1 季度的良好态势，实现双位数增长。目前公司门店数量在 2700 家左右，门店以加盟模式为主；直营门店预计在 100 家左右，主要分布在一二线城市市场。公司通过二级加盟模式在前期深耕低线城市市场，具备一定的规模优势和先发优势，利于渠道的深度挖掘。根据我们的测算，水星目前约 70% 的渠道位于三四线及以下的低线城市。未来公司将利用二级经销模式继续巩固低线城市的渠道优势，进行横向扩展，填补空白市场的同时增加开店密度；同时在一二线城市重点布局，预计 19 年公司新开门店 100 家左右。预计 19 年全年线下增长在 10% 左右。

线上渠道：我们预计 19H1 公司线上渠道实现单位数增长，其中 19Q2 单季度电商渠道改善明显，预计实现双位数增长。由于受到主流电商平台流量分流影响，同时叠加 18 年 Q1 低基数，公司 19Q1 的增速出现负增长；但是在此过程中公司通过电电子公司的快速响应，调整内部架构职能，针对不同的电商平台进行不同的营销方案和产品安排；在 18Q2 低基数的背景下，19Q2 公司电商渠道恢复正增长，超市场预期，预计实现双位数增长。公司作为行业内较早布局电商渠道的企业之一，近年线上渠道得到快速发展，考虑到公司电商渠道基础较好及较好的电商运营能力，预计 19 年全年线上渠道实现双位数增长。

② 毛利率有所提升，净利率略有改善。

毛利率：19H1 公司实现毛利率 37.59%，同比改善 1.72pct。我们认为主要原因系产品结构调整及折扣力度减弱影响。其中 Q2 单季度毛利率为 37.79% (+2.51pct)。

费用率：19H1 公司费用率有所上升，其中销售/管理/财务费用率分别为 20.21% (+2.88pct)、7.16% (-0.06pct)、-0.35% (+0.03pct)。销售费用率上升原因系广告宣传费、运输费用、销售人员薪酬增加。分季度来看，19Q2 公司销售/管理/财务费用率分别为 21.37% (+1.80pct)、7.96% (-0.61pct)、-0.39% (+0.08pct)。

净利率：由于毛利率上升幅度略高于费用率上升幅度，公司净利率略有改善，基本持平。公司 19H1 实现净利率 10.55% (+0.24pct)。其中 Q2 净利率为 8.76% (+0.39pct)。

③ 现金流同比有所改善，19Q2 单季度改善明显。

存货：截止 2019 年 6 月 30 日，公司存货水平为 8.58 亿元 (+6.99%)，我们认为主要系秋冬备货影响。19H1 存货减值损失 736.51 万元 (+45.47%)，有所提升，但跌价损失占比不高，库存结构较为健康。19H1 库存周转次数为 0.97 次 (+0.01 次)，周转效率保持平稳。

应收账款：19H1 公司应收账款总计 1.41 亿元，同比增长 9.02%，略有增长，基本与营收增速持平。

经营性现金流：19H1 公司经营性现金流为 -1.15 亿元，相比去年同期 -1.98 亿元有所改善。其中，Q2 单季度公司实现经营性现金流 -365.18 万元，较去年同期 -1.11 亿元有明显改善，我们认为主要系销售回款大幅增加。

回购公司股份进行激励，彰显公司发展信心：公司拟利用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购价格不超过人民币 26 元/股（含），回购期限不超过 12 个月；公司回购股份主要用于股权激励或员工持股计划，彰显公司发展信心。

维持“买入”评级。考虑到公司线下持续受益于低线城市消费升级；线上在逐步改善及各项应对措施落地后增速将持续稳定，长期来看公司业绩将持续稳健增长。家纺是标准化程度较高的产业，我们认为随着电商以及线下渠道在低线城市不断渗透，整个行业集中度会大幅提升。我们维持原有盈利预测，预计 19-21 年营收分别为 30.56 亿元、34.70 亿元、39.68 亿元，增速分别为 12.40%、13.53%、14.35%；净利润分别为 3.31 亿元、3.83 亿元、4.46 亿元，同比增长 16.15%、15.62%、16.51%。由此，预计 19-21 年 EPS 为 1.24/1.44/1.67

元，对应 PE 为 14.82/12.82/11.00 倍。维持公司 19 年 20 倍 PE，目标价为 24.80 元。

风险提示：线下渠道收入不及预期，线上新渠道冲击使竞争加剧等。

（摘自 2019 年 8 月 27 日发布的《水星家纺 19H1 业绩点评：业绩超市场预期，19Q2 业绩改善明显》）

2.5. 森马服饰半年报点评：巴拉巴拉童装保持快速增长，森马进行品牌定位刷新

一、事件：公司公布 19 年中报，业绩基本符合我们预期

2019H1 公司实现营收 82.19 亿元（+48.57%）；实现归母净利润 7.22 亿元（+8.20%）；扣非归母净利润 6.69 亿元（+8.02%），公司业绩基本符合我们预期。公司营收实现快速增长，主要系 KIDILIZ 并表，使得童装营收同比增长 81.66%所致。若剔除 KIDILIZ 并表影响，公司 19H1 实现营收 67.15 亿元（+21.38%），预计实现归母净利润 8.36 亿元（+25.20%），实现稳健增长。

分季度来看，19Q2 实现营收 41.01 亿元（+35.81%）；归母净利润 3.75 亿元（+5.68%）；扣非归母净利润 3.56 亿元（+5.78%）。

1、按品牌拆分来看：

1) 森马本部（不含 KIDILIZ）19H1 实现营收 66.73 亿元（+21.47%），其中森马休闲实现营收 29.44 亿元（+12.15%），巴拉巴拉童装实现营收 37.30 亿元（+29.89%）。

2) KIDILIZ 服装业务实现收入 14.83 亿元。

2、按渠道拆分来看：

1) **线上渠道**：公司 19H1 电商渠道实现营收 21.67 亿元（+35.06%），实现快速增长。其中森马本部（不包含 KIDILIZ）线上实现营收 20.85 亿元（+29.9%），KIDILIZ 线上实现营收 8228.29 万元。

2) **线下渠道**：公司 19H1 线下渠道实现营收 59.88 亿元（+53.98%）；其中直营渠道实现 14.16 亿元（+72.14%）；加盟渠道实现 44 亿元（+43.49%）；联营渠道实现 1.72 亿元。细拆来看：

① 森马本部线下实现营收 45.89 亿元（+17.98%）；直营渠道 8.83 亿元（+7.36%），实现稳健增长；加盟渠道 37.05 亿元（+20.83%），实现快速增长。

② KIDILIZ 线下实现营收 14 亿元。其中直营渠道实现营收 5.33 亿元，加盟渠道实现营收 6.95 亿元，联营渠道实现 1.72 亿元。

3) **测算**：我们根据森马休闲和巴拉巴拉童装的比例，测算 19H1 森马休闲电商收入约 9.5 亿（+25%），森马休闲线下 25 亿左右（+13%）；巴拉巴拉电商收入 11 亿（+34%），巴拉巴拉线下 25 亿左右（+22%）。

总体来看，19H1 公司森马休闲服饰实现稳健增长；童装持续实现快速增长，体现出公司前几年管理改善带来的效果以及童装强势的龙头地位，看好公司业绩持续向上趋势。

二、单店面积持续提升，预计同店实现高单位数至低双位数增长

1、**森马本部**：截至 2019H1，森马本部门店数量为 9404 家，相比年初净增 281 家；门店总面积为 178.35 万平，同比增长 10.50%，预计同店实现高单位数或低双位数增长。

1) **森马休闲**：截至 2019H1，森马休闲门店数量为 3858 家，相比年初净增 28 家；门店面积为 90.48 万平，同比增长 5.17%，门店平均面积 234.5 平，同比增长 5.85%。

2) **巴拉巴拉**：截至 2019H1，门店数量为 5546 家，相比年初净增 253 家；门店总面积为 87.88 万平，同比增长 16.58%。门店平均面积为 158.45 平，同比增长 4.71%。

2、**KIDILIZ**：截至 2019H1，KIDILIZ 门店数量为 757 家，相比年初净减少 25 家；门店总面

积为 7.28 万平, 相比年初减少 4.56%。门店平均面积为 96 平, 与 19 年年除相比变化不大。

三、公司毛利率有所提升, 净利率有所下降

毛利率: 公司 19H1 产品毛利率为 44.84% (+6.49pct), 其中 19Q2 毛利率为 48.00% (+10.29pct),

毛利率大幅提升主要系:

- 1) 毛利率较高的 KIDILIZ 品牌并表, 拉高整体毛利率, 通过测算 KIDILIZ 集团毛利率为 66.01%;
- 2) 若剔除并表影响, 森马本部毛利率较高的巴拉巴拉童装的占比相比 18 年同期有所提升 3.6pct 左右, 由此拉高整体毛利率水平。19H1 森马本部毛利率为 40.10% (+1.75pct), 有所提升。

费用率: 公司期间费用率有所上升。公司 19H1 销售/管理+研发/财务费用率为: 23.89% (+6.78pct), 6.74%(+2.45pct), -0.79%(+0.29pct), 整体占销售额比例为 29.84%, 上升 9.54pct。其中 19Q2 销售/管理+研发/财务费用率为: 24.21% (+7.39pct), 7.58%(+3.78pct), 0.13%(+0.54pct), 整体占销售额比例为 31.08%, 上升 10.87pct。

除了法国 KIDILIZ 并表影响之外, 公司销售费用上升伴随业务增长, 员工薪酬、租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加; 管理费用率上升主要系员工薪酬增加所致; 财务费用率略有上升主要系银行利息收入增加所致。

资产减值损失: 2019H1 公司资产减值损失为 2.37 亿元 (+39.41%), 增长幅度较快, 主要系存货增加使得相应存货跌价计提增加 38.7%所致。

净利率: 由于公司费用率提升幅度高于毛利率提升幅度, 同时资产减值损失有所提升, 公司 19H1 公司净利率有所下降。19H1 销售净利率为 8.67% (-3.23pct); 19H1 归母净利率为 8.79% (-3.28pct); 其中 19Q2 销售净利率为 8.97% (-2.62pct), 归母净利率为 9.15% (-2.60pct); 若我们扣除 KIDILIZ 并表影响, 预计归母净利率为 10.16% (-1.9pct), 下降幅度有所收窄。

四、应收账款周转率变动不大, 拉长时间周期, 经营净现金流较为合理

存货: 截至 19H1 公司存货金额为 42.00 亿元, 较 18 年同期上升 58.97%, 存货有所提升主要系 KIDILIZ 并表及销售增加相应备货增加所致。从存货周转天数看, 19H1 存货周转天数为 171.05 天 (+38.43 天), 周转效率有所下降。从存货跌价损失看, 公司 19H1 存货跌价损失为 2.37 亿元 (+38.60%), 跌价计提有所增加。

应收账款: 19H1 公司应收账款金额为 15.47 亿元 (+73.97%), 主要系合并转入 KIDILIZ 集团应收账款所致; 但较期初减少 20.80%, 主要系本期加强加盟商授信管理, 货款回收及时所致。从账龄结构来看, 6 个月以内应收账款占总额 78.04% (+13.44pct), 占比提升较大 6 个月-1 年占比 12.97% (-13.90pct), 1-2 年占比 4.23% (-0.60pct), 2-3 年占比 1.03% (+0.08pct), 3 年以上占比 3.73% (+0.98pct), 账龄结构比较合理。从应收账款周转天数来看, 19H1 应收账款库周转天数为 171.05 天 (+0.72 天), 较期初减少 0.03 天, 变动幅度不大。

经营性现金流: 19H1 公司经营性现金流净额为 -4.18 亿元, 相比 18 年同期的 -831.89 万元净流出扩大, 主要系伴随业务增长, 本期支付租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加以及本期合并法国 KIDILIZ 集团所致。拆分来看, 公司 19H1 销售商品、提供劳务收到的现金为 90.61 亿元 (+35.18%), 同比增长较快。若我们拉长到 5 年来看, 公司 2014-2018 年的归母净利润总和/经营性现金流总和的比例为 1:1.19, 可见经营性现金流与归母净利润的数值相匹配, 长期来看现金流较为合理。19Q2 经营性现金流为 -3.85 亿, 与 18 年同期相比变化不大。

五、森马品牌进行品牌定位刷新, 儿童业务板块进一步优化业务组合

① **森马品牌:** 公司希望创造森马品牌的二次成长, 对品牌定位进行刷新。首先集团对于森马品牌的定位进行重新刷新, 在人群和品类加之上进行拓宽。从以往的“以低价拥有流

行服饰”为品牌价值；以 16-24 岁个性化着装需求为中心的青年休闲潮流服装品牌的定位，转变为以“质在日常”为品牌的价值主张，以 18-35 岁大众品质化提升的生活向往为中心的大众日常生活方式品牌。

另外启动种子店铺计划，建立理想店铺模型，推进概念店、体验店的打造升级，延长消费者在店逗留时间。结合知名 IP 跨界合作的新系列产品，推进新的品牌传播活动，持续扩大品牌影响力和曝光度，提高品牌在消费者心中的美誉度；挖掘消费者潜在需求，管理消费者数据，提升消费者门店购物体验。

② **童装品牌**：公司对儿童品牌进行进一步优化，通过差异化发展各品牌，满足市场不同需求。公司打造以巴拉巴拉为领军品牌，马卡乐等品牌为细分市场选择的组合；在高端细分市场，公司主力打造以 KIDILIZ 集团旗下 CATIMINI 品牌和 ABSORBA 品牌为主的全渠道零售业务的组合，CATIMINI 品牌和 ABSORBA 品牌已在多个国内城市开设店铺。

维持买入评级，维持原有盈利预测。预计 2019-2021 年公司实现净利润 19.09 亿元、22.14 亿元、26.02 亿元，同比增长 12.73%、15.97%、17.50%。预计 2019-2021 年 EPS 为 0.71/0.82/0.96 元，对应 PE 为 17.19/14.82/12.61。维持公司 20 倍 PE，维持目标价 14.2 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。

（摘自 2019 年 8 月 28 日发布的《森马服饰 19H1 业绩点评：巴拉巴拉童装保持快速增长，森马进行品牌定位刷新》）

2.6. 歌力思半年报点评：19H1 收入超市场预期，多品牌协同优势体现明显

1、事件：公司公布 19 年中报，19H1 收入超市场预期，多品牌协同优势体现明显。

19H1 公司实现营收 12.66 亿元（+17.09pct），实现归母净利润 1.90 亿元（+17.90pct），实现扣非净利润 1.76 亿元（+10.12pct），公司扣非净利润与归母净利润的差异主要在 19H1 收到政府补助约 1998.10 万元。单季度来看，19Q2 公司实现营收 6.44 亿元（+27.05pct），实现归母净利润 1.01 亿元（+24.72pct），扣非净利润 9263.84 万元（+16.44pct）。收入超市场预期，主要系 19H1 IRO 品牌中国+非中国区整体收入增长达 40.82%，超市场预期。

2、按品牌拆分来看，IRO 接力 Ed Hardy，拉动公司整体收入超预期增长：

1) 主品牌 ELLASSAY 保持稳健增长，19H1 实现营收 4.77 亿元（+7.00%），其中 19Q2 营收 2.24 亿元（+7.66%），保持较为平稳增长；门店数量为 296 家，相比年初净闭 16 家店，预计 19 年主品牌歌力思新开 30 家门店。

2) Laur è l 品牌 19H1 实现营收 5422.08 万元（+3.76%），其中 19Q2 营收 3022.84 万元（+23.38%），公司对 Laur è l 品牌的调整初见成效；门店数量 40 家，相比年初净增 3 家。

3) Ed Hardy 及 Ed Hardy X 品牌 19H1 实现营收 2.32 亿元（-6.21%），其中 19Q2 营收 1.08 亿元（-17.4%），业绩出现下滑，我们认为原因系：Ed Hardy 系列品牌由于以加盟为主，在行业景气度不高的背景下，加盟收入受到一定影响；门店数量为 174 家，相比年初净关店 7 家。

4) IRO 品牌 19H1 实现营收 3.43 亿元（+40.82%），其中 19Q2 营收 1.82 亿元（+86.06%），IRO 的高增长成为中报最大亮点，拉动公司整体收入超预期增长。IRO 全球门店门店数量 53 家，期内净增 4 家；预计 IRO 将加速拓展一线城市核心商圈渠道，逐步提高品牌的中国市场占有率。同时，公司将加强国际业务的管控及整合，发挥品牌的协同效应。

- **IRO 中国区**：实现营收 3776.55 万元（+208.19%），得到快速发展，中国门店 18 家，期内净增 5 家；
- **IRO 非中国区**：实现营收 3.05 亿元（+31.95%），非中国区门店 35 家，期内净关 1 家。

5) **VIVIENNE TAM 品牌** 19H1 实现营收 932.47 万元 (+248.98%)，收入增长迅速，主要系新拓品牌基数较小，其中 19Q2 营收 493.04 万元 (+166%)；门店数量 14 家，净增 1 家。

6) **百秋电商** 19H1 实现净利润 2575.39 亿元，同比增长 18.92%，预计增长势头将持续。

3、按渠道拆分来看：

1) **线下渠道**：公司 19H1 线下渠道实现营收 10.60 亿元 (+12.00%)，增长稳健，占主营业务收入比重为 95.02%。其中直营渠道实现营收 6.69 亿元，同比增长 17.39%，加盟渠道实现营收 4.47 亿元，同比增长 5.89%，体现出公司直营业务在门店管理、VIP 会员管理的优势。

2) **线上渠道**：公司 19H1 年线上渠道实现营收 5559.37 万元 (+22.94%)，增长迅猛，占主营业务比重 4.98%。

4、规模效应使销售费用率下降明显，存货及现金流等指标保持良性

毛利率：19H1 公司毛利率有所下降，为 67.03% (-1.68pct)，其中歌力思主品牌、Ed Hardy 系列品牌毛利率分别下降 1.1pct、2.9pct，我们主要系歌力思、Ed Hardy 加价倍率下降，毛利率较低的 IRO 快速增长使得整体毛利率略有下降。我们认为随着公司主品牌和 Ed Hardy 加价倍率的恢复，公司毛利率水平将有所恢复。

费用率：公司 19H1 费用率水平有所下降，销售/管理+研发/财务费用率分别为 30.27% (-1.20pct)、13.56% (-0.93pct)、-0.08% (+0.07pct)。分季度来看，19Q2 公司销售/管理+研发/财务费用率分别为 27.74% (-6.05pct)、17.12% (+1.52pct)、-0.34% (-1.03pct)。销售费用率下降较为明显，我们认为主要系公司收入增长较快，体现出的规模优势所致。

净利率：公司费用率控制效果抵消毛利率下滑，19H1 公司归母净利率基本保持平稳，为 15.03% (+0.10pct)。其中 19Q2 实现净利率 15.72% (-0.29pct)。

存货：19H1 公司存货规模为 5.30 亿元 (+15.39%)，我们认为主要系销售备货所致；存货周转为 0.79 次 (+0.02 次)，维持平稳；19H1 存货跌价损失为 234 万元，比去年同期 1265 万元有较大改善。

经营性现金流：公司 19H1 经营性净现金流入为 2.31 亿元，相比 18H1 增长 28.99%，表现优异。

5、多品牌协同优势体现明显

歌力思依托中高端服饰的优秀运营经验，致力于打造多品牌时尚集团，多品牌协同优势体现明显。

- 集团主品牌歌力思 2018 年获得中国高端女装市场综合占有率第一名，充分体现出中国在中高端服饰领域的优秀运营经验。
- 接力 Ed Hardy，IRO 收入出现高速增长。市场普遍认为中高端女装的单一品牌较容易遇到增长瓶颈，公司通过多品牌战略打破这一束缚。
- Laur è l 业绩在 19Q2 看到改善，还处在培育期的品牌还有 VIVIENNE、Jean Paul Knott，近期又获得 self-portrait 中国大陆地区所有权，预计这些品牌后续有望在不同时期为公司贡献较为明显的业绩。

维持买入评级。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。我们维持原有盈利预测，预计 19-21 年公司实现净利润 4.40 亿元、5.21 亿元、6.12 亿元，同比增长 20.60%、18.29%、17.59%；预计公司 19-21 年 EPS 为 1.32/1.57/1.84 元。

风险提示：中高端服饰消费疲软、新并购品牌销售不达预期、主品牌同店持续下滑等。

(摘自 2019 年 8 月 28 日发布的《歌力思 19H1 业绩点评：19H1 收入超市场预期，多品牌协同优势体现明显》)

2.7. 罗莱生活半年报点评：业绩基本符合预期，期待调整后业绩逐步恢复

1、事件：公司公布 19 年中报，业绩基本符合预期。2019H1 公司实现营收 21.87 亿元（-0.43%），实现归母净利润 2.07 亿元（-5.05%），实现扣非归母净利润 1.68 亿元（-12.26%），业绩基本符合预期。公司扣非净利润增速低于归母净利润增速主要系：19H1 公司其他营业外收入为 622.24 万，而 18H1 为-956.45 万，同比相差 1578.69 万元所致。

收入端：分拆来看，莱克星顿家具业务 19H1 贡献营收 4.07 亿元，同比增长 2.02%；剔除并表影响，公司家纺主业实现营收 17.80 亿元，同比下降 0.98%，略有一定程度下滑，我们认为主要系线下终端消费疲软及线上品牌拆分影响仍未消除影响。

利润端：19H1 莱克星顿贡献净利润为 1025.15 万元，同比下降 43.16%；若剔除并表影响，公司家纺主业实现净利润为 1.97 亿元，同比下降 1.62%。

其他子公司情况：内野纺织 19H1 实现营收 0.52 亿元（+0.88%）；实现净利润 352.85 万元（+88.19%）；恐龙纺织在托管之后业绩持续回升，目前恐龙纺织由于尚未完成过渡事项，未纳入公司报表合并范围，对公司业绩尚未产生影响。

线下渠道：我们预计公司 19H1 线下渠道营收实现低个位数增长，线下门店近 2800 家。公司线下渠道以加盟模式为主，直营为辅，在继续巩固一线、二线市场渠道优势的同时，下沉渠道积极向三、四线市场渗透和辐射。

线上渠道：由于公司线上渠道目前处于调整期，预计 19H1 营收略降。公司 18 年在线上将罗莱主品牌和 LOVO 品牌进行区隔，影响了整体流量，但负面影响是阶段性的，长期来看，有利于两个品牌的未来发展。

2、19H1 毛利率有所下滑，费用率略有下降，净利率有所下降。

毛利率：19H1 毛利率为 44.21%（-1.12pct），略有下降，我们认为主要系二季度公司清理库存，影响毛利率水平；其中 19Q2 为 44.58%（-3.31pct）。

费用率：19H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.96%（-0.93pct）、8.04%（+0.15pct）、1.99%（-0.6pct）、-0.60%（-0.66pct）。费用支出较为平稳，其中财务费用略有下降主要系公司利息支出减少以及理财收益增加所致。

净利率：由于毛利率下降幅度大于费用率下降幅度，19H1 公司净利率略有下降，为 9.75%（-0.52pct）；其中 19Q2 净利率为 6.43%（-0.06pct）。

3、公司存货周转效率有所下降，现金流改善较为明显。

19H1 公司存货金额为 12.88 亿元（+0.83%），但较年初下降 5.11%，主要系二季度集中清理库存所致。19H1 公司存货周转率为 0.92 次（-0.13 次），效率略有放缓。

19H1 应收账款为 4.99 亿元（+4.6%），略有提升，应收账款周转率为 4.48 次（-0.30 次），效率略有下降。

19H1 公司经营性现金流改善明显，为 2.68 亿元（18H1 同期为-3406 万），主要系存货金额减少以及经营性应付及预收款项增加所致。19Q2 经营性现金流净额为 2.03 亿元（+105.99%），现金流改善较为明显。

4、强化品牌建设和定位，采取多种营销方式吸引客群。

1) 品牌建设：公司持续聚焦主业，传递“超柔床品”定位，使得 19H1 罗莱品牌美誉度为 87%，知名度为 28.4%，分别位列行业第一、第二；

2) 产品开发：针对“超柔床品”定位，研发出 Texsoft 柔软仿生新科技的产品，目前 90% 以上产品使用了超柔工艺，大大提升了产品竞争力；同时针对年轻消费者，推出“国潮”系列，打造商品爆款，吸引客群；

3) 营销方式：发展社群营销、微信营销及网络直播等新的营销模式，展开抖音、小红书

等社交媒体尝试。上半年线下会员新增 20 万人，活跃会员同比增加 80%。

4) LOVO: LOVO 品牌“欧洲新锐设计师设计”品牌战略顺利推进，截止 2020 年年底，LOVO 计划与欧洲 100 名以上的欧洲设计师合作，推出联名产品，快速提升品牌价值。

维持“买入”评级。考虑到公司正处于调整阶段，我们略下调公司盈利预测。预计 2019-2021 年公司净利润为 5.81/6.42/7.20 亿元，同比增长为 8.76%、10.35%、12.23%；预计 19-21 年 EPS 为 0.70/0.77/0.87 元（原值为 0.79/0.88/1.00 元），对应 PE 12.86/11.65/10.38。

风险提示: 终端消费需求疲软，线上 LOVO 品牌发展不及预期，线下门店扩张不及预期。

（摘自 2019 年 8 月 27 日发布的《罗莱生活 19H1 业绩点评：19H1 业绩基本符合预期，期待调整后业绩逐步恢复》）

2.8. 海澜之家半年报点评：收入增速边际改善，打造“品牌+平台”型服装旗舰

1、事件：19H1 收入超市场预期，净利润略低于市场预期。19H1 公司实现营收 107.21 亿（+7.07%），归母净利润 21.25 亿（+2.87%），扣非归母净利润 19.90 亿（-2.51%）。公司营收和利润增速差异主要系：1）6 月底公司控股英氏婴童，合并英氏资产负债表，带来资产减值；2）爱居兔和童装男生女生产生亏损；及 3）18 年 7 月发行的可转债新增 7500 万财务费用。扣非净利润和归母净利润增速差异主要系：1）非流动资产处置收益 7175 万元（18H1 为 6.17 万元）；2）收到政府补助 2339 万元（+51.7%）；及 3）交易性金融资产等产生的投资收益 4494 万元（18H1 为 -59.85 万元）。分季度来看，Q2 公司实现收入 46.33 亿元（+9.58%），归母净利润 9.16 亿元（-2.08%），扣非净利润 8.36 亿元（-9.42%）。

2、分品牌来看：

海澜之家系列：19H1 海澜之家主品牌实现营收 86.28 亿（+5.05%），实现持续稳健增长。截止 19H1，海澜之家门店共 5449 家，报告期净开 152 家，我们估计商场和购物中心门店占比有提升；

爱居兔：19H1 实现营收 5.47 亿（-9.79%），营收略有下降，系消费环境影响，大众女装品类销售承压。截止 6 月底，爱居兔门店共 1241 家，报告期净关 40 家，处于调整期；

圣凯诺：19H1 实现营收 9.36 亿（+12.88%），收入增长较为稳定；

其他品牌（主要系海澜优选、OVV 女装、AEX 男装、男生女生童装）：新品牌培育效果显著，19H1 实现营收 3.08 亿（+993.07%），实现大幅增长主要系基数较低，同时男生女生并入所致。截止 6 月底，其他品牌门店共 1050 家，报告期净开 83 家。

3、分渠道来看：

线下渠道：2019H1 实现营收 98.37 亿元（+8.14%），占比 94.41%，增长较快主要系公司提升门店选址要求，完善标杆商场布局，优化存量门店，提升单店收益。不包含圣凯诺品牌，公司直营门店实现营收 5.94 亿元（+132.91%），实现高速增长，主要系主品牌海澜之家的直营强势增长拉动；加盟门店实现营收 88.89 亿元（+3.45%），实现稳健增长。

线上渠道：2019H1 实现营收 5.82 亿元（+0.28%），占比 5.59%，增速缓慢主要系公司主品牌不打折地策略影响其线上流量，预计新品牌未来线上营收占比会逐渐提升。

4、盈利能力：直营占比提高使毛利率提升

毛利率：公司 19H1 实现毛利率 41.67%，同比改善 1.08pct，主要系主品牌海澜之家直营店增长迅猛，毛利率改善。分品牌来看，海澜之家系列实现毛利率 44.56%，圣凯诺毛利率为 48.55%，有效拉动整体毛利率。分季度来看，Q2 单季公司实现毛利率 39.16%（-2.38pct），我们认为主要是 Q2 销售淡季促销力度加大，大闹天宫系列等新品主打性价比拉低毛利率，以及新并表品牌的旧库存清仓促销的影响。

费用率：公司费用率有所上涨，19H1 销售/管理+研发/财务费用率分别为 9.27%（+1.61pct）、

5.64% (+0.98pct)、-0.07% (+0.21pct)。销售费用率上涨主要系本期直营门店增多；管理+研发费用率上涨主要系在建项目折旧摊销和新并表带来员工薪酬增加；财务费用率上涨主要系报告期摊销的债券利息费用增加。分季度来看，Q2 单季度公司销售/管理+研发/财务费用率分别为 9.19% (-0.03pct)、6.31% (+2.03pct)、0.16% (+0.53pct)。

净利率：费用率上升了抵消毛利率的改善，导致净利率略有下降。19H1 公司实现归母净利率 19.82% (-0.81pct)。Q2 单季度公司实现归母净利率 19.76% (-2.35pct)。

5、存货控制得当，并表影响经营净现金流入

存货：公司在有新品牌并表的情况下，依然保持了存货总体规模稳定，截止 6 月底存货为 88.42 亿元 (+0.20%)，与 2018 年年报期相比减少了约 6 亿，我们估计主品牌库存水平有明显下降，控制得当。库存周转能力基本持平，19H1 公司库存周转次数为 0.68 次 (-0.01 次)。19H1 公司计提存货跌价准备 8710.80 万元 (+13.08%)，我们认为主要是新增了并表品牌男生女生的跌价准备。

应收账款：截止 19/6/30 公司应收账款为 7.71 亿元 (+64.22%)，应收账款周转次数 14.73 次 (-4.09 次)，主要受新并表品牌影响。

经营性现金流：19H1 公司经营性现金流为 4.99 亿元，同比降低 40.68%，主要系部分加盟商分成款集中结算导致的季节性波动，预计对年度现金流不会造成显著影响。

6、主品牌稳健发展，新品牌加速孵化，童装发展潜力大，看好公司成为“品牌+平台”型服装旗舰

1) **海澜之家主品牌：**不断调整渠道结构，加大购物中心和商场的渠道占比，产品品质不断升级，不断与热门 IP 推联名款提升品牌调性，在高性价比消费日渐崛起的消费时代，看好海澜之家主品牌长期稳定增长。

2) **新品牌加速孵化：**几个正在孵化的新品牌中，我们相对看好海澜优选、OVV。海澜优选作为专注国民优质生活的精选一站式家居产品集合店，用公司擅长的高频服装销售带动低频家居消费，所销售的产品也相对标准化，更容易复制海澜之家的商业模式。OVV 定位中高端女装，定位清晰，开店顺利，预计会较快成为成熟品牌。

3) **童装发展潜力大：**公司旗下拥有大童童装品牌男生女生及婴童童装品牌英氏，目前仍在融合期，我们预计公司可以向收购品牌输出优秀的品牌管理能力、渠道管理能力、提升供应链效率，我们预计英氏并表也会对 2019 年全年净利润带来正面贡献。

维持买入评级，考虑到公司净利润略低于预期，我们略下调公司盈利预测。预计 2019-2021 年实现净利润 37.37 亿元 (+8.16%)、40.52 亿元 (+8.45%) /43.99 亿元 (+8.56%)；预计 19-21 年公司 EPS 为 0.85、0.92、1 元(原值为 0.88/0.99/1/11 元)；对应 PE 为 9.95/9.17/8.45。

风险提示：培育品牌盈利不及预期，消费疲软；库存积压风险。

(摘自 2019 年 9 月 1 日发布的《海澜之家 19H1 业绩点评：收入增速边际改善，打造“品牌+平台”型服装旗舰》)

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

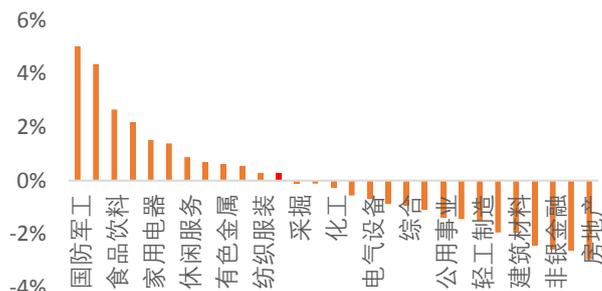
本周上证指数收于 2886.24 点，较上周收盘变动-0.39%；深证成指收于 9365.68 点，较上周收盘变动+0.03%；沪深 300 收于 3799.59 点，较上周收盘变动-0.56%；申万纺织服装板块收于 1863.33 点，较上周收盘变动+0.27%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

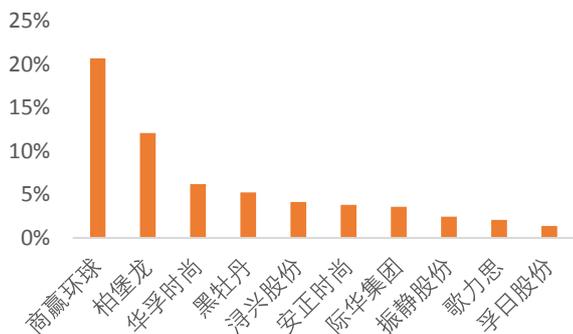
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

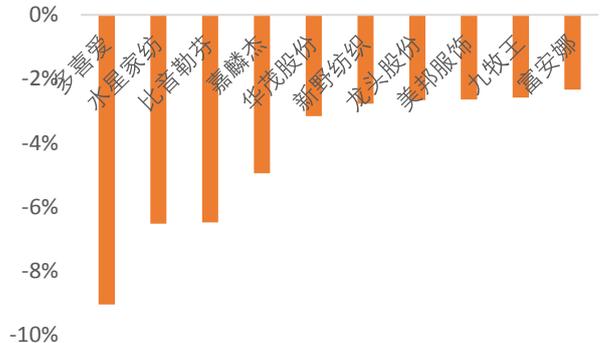
个股方面，商赢环球、柏堡龙、华孚时尚涨幅居前三；多喜爱、水星家纺、比音勒芬跌幅居前三。

图 4：纺织服装个股周涨幅前十名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：纺织服装个股周涨幅后十名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端：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长 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 (%)



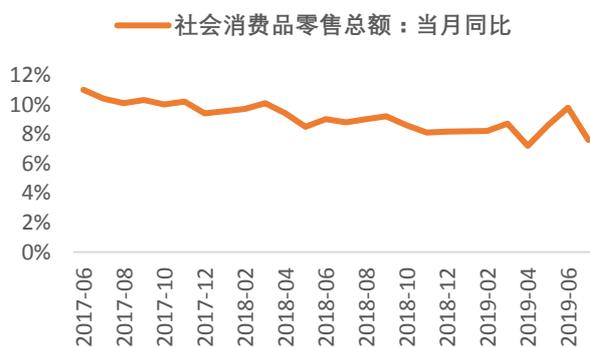
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 月份上涨 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：102.30，较上周上升 0.03%。

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 8195.77 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，与上周价格持平。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 7,130.00 元/吨，较上周变动-1.66%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7,635.00 元/吨，较上周变动-1.29%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 8,650.00 元/吨，较上周价格持平。涤纶长丝 DTY 本周均价为 9,100.00 元/吨，与上周价格持平。

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）



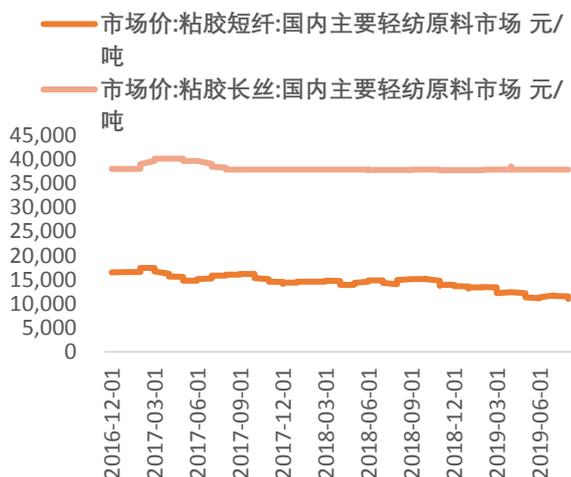
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



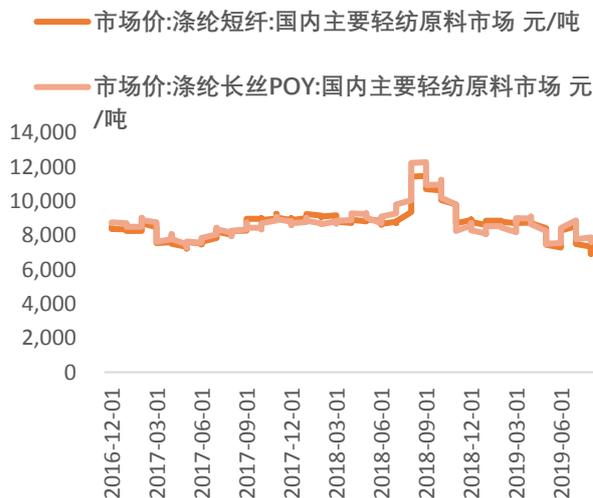
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



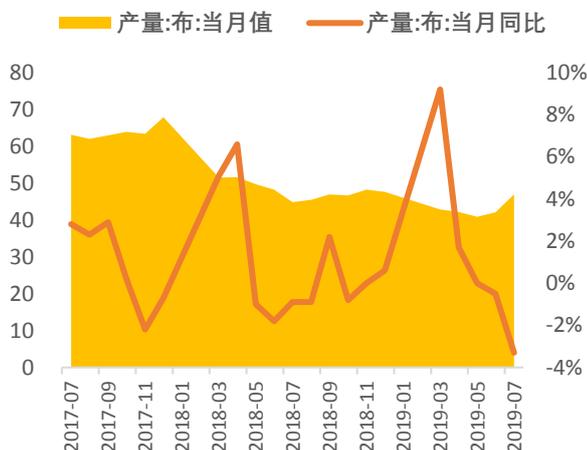
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



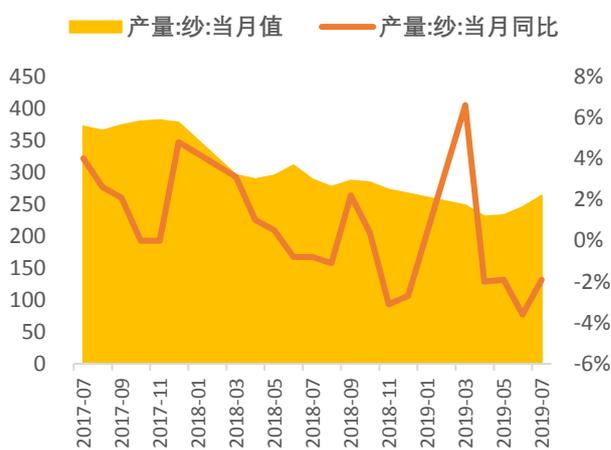
资料来源：Wind，天风证券研究所

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，%）



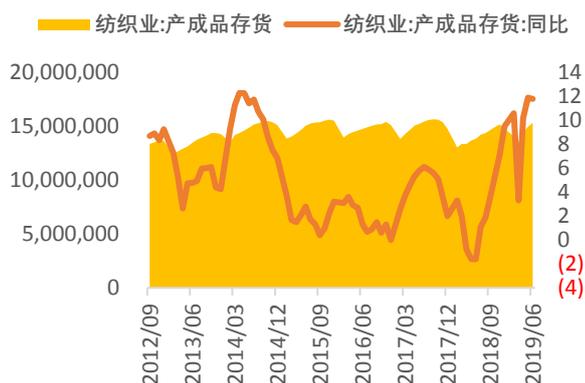
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）。

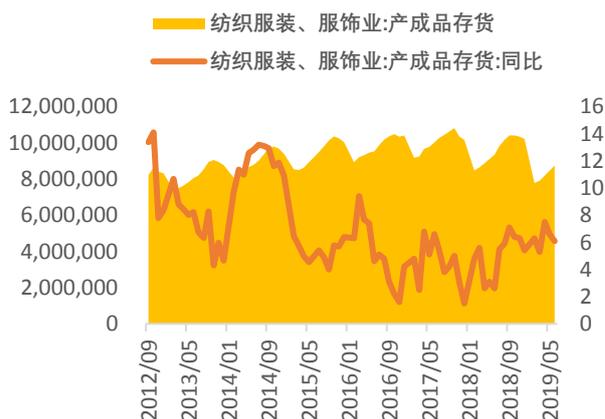
服装行业库存情况：2019年6月，服装行业产成品库存874.70亿元，同比增长6.10%，较上月增速有所下降（-0.5pct），库存量有所增加。

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：

森马服饰（002563.SZ）2019年半年度报告公告：2019年上半年公司实现营业收入82.19亿元，同比增长48.57%；实现归母净利润7.22亿元，同比增加8.20%；实现扣非净利润为6.69亿元，同比增加8.02%。营业收入大幅增加的主要是因为国内休闲装业务、儿童业务稳定增长及报告期内合并法国KIDILIZ集团所致。

地素时尚 (603587.SH) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 11.11 亿元, 同比增加 14.42%; 实现归母净利润 3.39 亿元, 同比增加 1.09%; 实现扣非净利润为 2.96 亿元, 同比增加 21.89%。营业收入变动主要是因为直营店效、经销商订货和电商渠道业绩的增加。

歌力思 (603808.SH) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 12.66 亿元, 同比上升 17.09%; 实现归母净利润 1.90 亿元, 同比增加 17.90%; 实现扣非净利润为 1.76 亿元, 同比增加 10.12%。营业收入变动主要是因为 IRO 品牌销售增长、百秋电商代运营服务收入增加所致。

海澜之家 (600398.SH) 2019 年半年度报告公告: 公司 2019 年上半年实现营收 107.21 亿元, 同比增加+7.07%; 实现归母净利润 21.25 亿元, 同比增加+2.87%; 实现扣非归母净利润 19.90 亿元, 同比减少-2.51%。

拉夏贝尔 (603157.SH) 2019 年半年度报告公告: 公司 2019 年上半年实现营收 39.51 亿元, 同比减少-9.78%; 实现归母净利润-4.98 亿元, 同比减少 311.2%; 实现扣非归母净利润 -5.71 亿元, 同比减少-408.5%。

开润股份 (300577.SZ) 2019 年半年度报告公告: 公司 2019 年上半年实现营收 12.21 亿元, 同比增加+40.71%; 实现归母净利润 1.14 亿元, 同比增加+47.39%; 实现扣非归母净利润 1.11 亿元, 同比增加+36.03%。

华孚时尚 (002042.SZ) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 73.49 亿元, 同比上升 8.22%; 实现归母净利润 3.51 亿元, 同比减少 36.36%; 实现扣非净利润为 2.10 亿元, 同比减少 46.33%。

红蜻蜓 (603116.SH) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 14.73 亿元, 同比减少 1.18%; 实现归母净利润 1.09 亿元, 同比减少 31.42%; 实现扣非净利润为 7338.61 万元, 同比减少 41.74%。营业收入下滑主要是受到行业整体经济的影响。

奥康国际 (603001.SH) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 13.25 亿元, 同比减少 15.75%; 实现归母净利润亏损 9549.12 万元, 同比减少 43.13%; 实现扣非净利润亏损 7833.16 万元, 同比减少 43.31%。营收下降主要是上半年宏观经济整体疲软, 消费需求持续疲弱, 传统鞋服行业受到冲击。公司转型升级过程中不断优化渠道布局, 择优淘汰, 导致收入有所下滑。

红豆股份 (600400.SH) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 12.44 亿元, 同比增加+1.10%; 实现归母净利润 9,479.95 万元, 同比减少-14.77%; 实现扣非归母净利润 8,425.84 万元, 同比减少-17.47%。

多喜爱 (002761.SZ) 2019 年半年度报告: 公司 2019 年上半年实现营收 3.64 亿元, 同比减少-7.16%; 实现归母净利润-590.88 万元, 同比减少-123.98%; 实现扣非归母净利润 -745.52 万元, 同比减少-136.40%。

延江股份 (300658.SZ) 2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营收 4.81 亿元, 同比增加 50.28% ; 实现归母净利润 4433.51 万元, 同比增加 168.39%; 实现归母扣非净利润 3309.96 万元, 同比增加 246.85%。营业收入的增加主要是因为客户对公司产品需求的增加及新增生产线产能释放所致。

水星家纺 (603365.SH) 使用募集资金进行现金管理实施公告: 截至 2019 年 8 月 27 日, 公司购买工商银行理财产品共计 5,000 万元, 预计年化收益率为 3.50%, 产品到期日为 2020 年 3 月 3 日。

安正时尚 (603839.SH) 取得零到七 51%股权公告: 公司控股子公司安正儿童拟以现金增资方式取得零到七的 51%股权, 交易金额为 3,620 万元。此外, 安正儿童将在前述增资完成后拟进一步向零到七增资 2,550 万元。

孚日股份 (002083.SZ) 控股股东股权质押公告: 截至 2019 年 8 月 27 日, 公司控股股东

孚日控股将其持有的 2,000 万股（占公司总股本的 2.20%）质押给海通证券。质押到期日为 2020 年 8 月 27 日。

商赢环球(600146.SH)股票交易异常波动公告: 公司股票交易价格连续 3 个交易日(2019 年 8 月 27 日、28 日、29 日) 收盘价格涨跌幅偏离值累计超过 20%，属于异常波动情况。

3.3.2. 港股海外板块公告:

都市丽人(2298.HK)2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营收 22.10 亿元，同比减少 5.5%；实现归母净利润 4300.5 万元，同比减少 81.60%；实现归母扣非净利润 3546.6 万元，同比减少 79.7%。营业收入的下降主要是因为国内零售业疲软，服装行业表现欠佳以及管理层执行力不足。

江南布衣(3306.HK)2019 年半年度报告公告: 2019 年上半年公司实现营业收入 33.58 亿元，同比增加 17.3%；实现归母净利润 4.85 亿元，同比增加 18.14%；实现扣非净利润 4.33 亿元，同比增长 11.82%。

4. 近期重要事项提醒

表 2: 近期上市公司股东大会信息

日期	公司	地点	时间
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
9.9	太平鸟	宁波市海曙区环城西路南端 826 号公司会议室。	15:00

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

5. 年内重点限售股解禁公司明细

表 3: 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
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	2019-03-06	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
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	10.25	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
002563.SZ	森马服饰	2019-08-23	510.24		269,853.61	184,340.80	68.31	269,853.61	184,851.04	68.50	股权激励限售股份
600400.SH	红豆股份	2019-08-30	3,689.98	-33.10	253,325.69	249,635.71	98.54	253,325.69	253,325.69	100.00	定向增发机构配售股份
600146.SH	商赢环球	2019-09-30	26,997.00	68.68	46,997.00	20,000.00	42.56	46,997.00			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
002494.SZ	华斯股份	2019-11-11	370.83	-69.40	38,556.08	29,502.05	76.52	38,556.08			定向增发机构配售股份
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
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
603608.SH	天创时尚	2019-12-26	701.34	-53.81	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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com