

纺织服装

证券研究报告
2019年09月08日

继续主推电商及体育服饰长增长逻辑标的

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吕明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518040001

lvming@tfzq.com

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: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》 2019-09-02
- 2 《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
- 3 《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

本周核心组合: 开润股份/南极电商/比音勒芬/李宁/安踏体育/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 2999.60 点, 较上周收盘变动+3.93%; 深证成指收于 9823.42 点, 较上周收盘变动+4.89%; 沪深 300 收于 3948.51 点, 较上周收盘变动+3.92%; 申万纺织服装板块收于 1925.26 点, 较上周收盘变动+3.32%。
- 行业数据及观点:

1、行业目前仍处于筑底过程, 19Q2 环比 19Q1 业绩有所下降

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。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。

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业绩预告,超市场预期。安踏体育19H1业绩超市场预期。李宁19H1业绩大超预期,净利率持续提升。

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) 2019-09-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	33.73	买入	0.80	1.06	1.55	2.20	42.16	31.82	21.76	15.33
002127.SZ	南极电商	9.78	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	27.17	18.81	13.22	9.88
002832.SZ	比音勒芬	24.42	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	25.71	18.22	13.88	10.95
02331.HK	李宁	20.93	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	69.77	38.05	28.67	20.52
02020.HK	安踏体育	57.63	买入	1.53	2.10	2.69	3.32	37.67	27.44	21.42	17.36
603365.SH	水星家纺	16.88	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	15.78	13.61	11.72	10.11
002563.SZ	森马服饰	11.45	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	18.17	16.13	13.96	11.93

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：中报业绩超预期，毛利率提升凸显公司产品、渠道竞争力加强。**
- **19H1 业绩超预期。**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。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。

● **安踏体育：19H1 业绩超预期，品牌战略持续升级。**

1) 19H1 业绩超预期。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) 安踏品牌实现稳健增长，FILA 实现快速增长。**2019H1 安踏实现收入 75.90 亿元 (+18.28%)，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。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。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) 品牌战略持续升级，建立三大事业群。**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。4) 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 PE 26.28/20.50/16.62，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：继续主推电商及体育服饰长增长逻辑标的

1.1. 继续主推电商及体育服饰长增长逻辑标的

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

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/安踏体育/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*	31.85	21.83	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	73.4
南极电商*	18.93	13.26	38.6%	43.0%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	240.1
比音勒芬*	18.24	13.88	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	75.3
森马服饰*	16.18	13.96	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	309.0
海澜之家*	9.90	9.13	8.5%	8.2%	8.5%	8.6%	3,454.8	3,736.5	4,052.3	4,399.3	370.0
美邦服饰*	13.39	8.94	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	57.5
梦洁股份*	19.73	14.23	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	40.4
李宁*	41.79	31.75	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	534.6
安踏体育*	30.40	23.72	25.8%	38.1%	28.2%	23.4%	4,102.9	5,664.4	7,260.4	8,957.8	1,722.1
罗莱生活*	13.50	12.23	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	78.5
歌力思*	11.84	10.01	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	52.1
百隆东方*	13.34	12.25	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	60.8
九牧王*	11.46	13.38	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	66.4
水星家纺*	13.59	11.76	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	45.0
健盛集团*	13.84	11.16	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	35.8
太平鸟*	10.87	9.65	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	68.5
鲁泰A	10.13	9.35	7.9%	8.4%	8.3%	7.5%	811.5	879.3	952.7	1,024.6	89.0
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	12.21	11.01	11.4%	7.4%	10.9%	11.9%	346.3	372.0	412.4	461.6	45.4
华孚时尚	14.84	12.93	9.2%	3.6%	14.8%	3.9%	751.8	779.1	894.1	929.0	115.6
新野纺织	6.57	5.52	17.3%	16.2%	19.0%	15.6%	386.5	449.1	534.4	617.6	29.5
报喜鸟	25.53	18.65	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	37.0
富安娜	10.49	9.28	12.7%	6.6%	13.0%	12.4%	543.4	579.5	654.9	736.1	60.8
朗姿股份	15.48	13.49	14.3%	12.6%	14.8%	13.9%	210.5	236.9	271.9	309.6	36.7
汇洁股份	12.25	11.35	8.6%	67.8%	7.9%	9.3%	165.7	278.0	300.0	328.0	34.0
奥康国际	23.99	20.92	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	39.3
维格娜丝	8.02	7.12	12.4%	-9.3%	12.6%	12.2%	272.8	247.4	278.6	312.6	19.8
起步股份	19.36	17.05	13.4%	14.5%	13.5%	13.2%	180.7	207.0	235.0	266.0	40.1
拉夏贝尔	6.68	4.74	27.5%	-320.0%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	23.4
天创时尚	10.31	9.26	10.8%	11.6%	11.4%	10.3%	242.2	270.2	300.9	332.0	27.9
安正时尚*	13.89	11.96	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	52.2
探路者	27.23	22.54	22.8%	-169.8%	20.8%	24.8%	-181.9	127.0	153.4	191.5	34.6
新澳股份	13.38	11.35	14.3%	16.6%	17.9%	10.9%	199.4	232.5	274.1	304.0	31.1
联发股份	8.23	7.95	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	32.9
红豆股份	35.53	30.72	16.1%	17.4%	15.7%	16.6%	207.1	243.1	281.2	327.9	86.4
航民股份	9.07	8.16	10.0%	11.4%	11.1%	8.9%	661.9	737.7	819.4	892.3	66.9
雅戈尔	7.76	7.06	-	13.2%	9.9%	-	3,676.9	4,163.0	4,575.5	-	322.9
搜于特	23.03	18.98	-	-12.4%	21.3%	-	369.4	323.7	392.7	-	74.5
摩登大道	209.01	184.42	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	31.4
柏堡龙	19.59	16.06	-	20.0%	22.0%	-	192.5	231.0	281.8	-	45.2
际华集团	48.11	39.69	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	181.4

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 7 日；2) 表中标*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标*公司盈利预测均来自于 Wind；

2. 近期报告回顾

2.1. 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) 爱居免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 公司实现归母净利润率 19.82% (-0.81pct)。Q2 单季度公司实现归母净利润率 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主品牌的商业模式。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《收入增速边际改善, 打造“品牌+平台”型服装旗舰》)

2.2. 安正时尚半年报点评: 并表增厚收入, 期待童装业务发力

1、事件: 公司公布 19 年中报, 并表增厚收入。2019H1 公司实现营收 11.24 亿元(+49.49%), 实现归母净利润 1.92 亿元(+18.34%), 实现扣非归母净利润 1.64 亿元(+30.19%)。公司 19H1 收入端快速增长我们认为主要系礼尚信息业务增长及并表所致。扣非归母净利润增速高于归母净利润我们认为主要系: 19H1 公司收到政府补助同比下降 227 万元, 和公司委托第三方投资收益同比下降 583 万元。2019Q2 实现营收 5.71 亿元(+58.20%), 环比 2019Q1 增长 3.25%; 归母净利润 0.91 亿元(+28.55%); 扣非归母净利润 0.70 亿元(65.26%)。

剔除礼尚信息并表因素, 19H1 公司实现营收 7.59 亿元(+0.93%), 实现归母净利润 1.49 亿元(-8.02%)。其中 19Q2 营收增速为 4.11%, 环比 19Q1 有所回升主要系线上渠道收入增速提升、线下加盟收入好转所致。

2、分品牌来看: 主品牌收入增长稳健, 店效提升; 新品牌有望增厚全年业绩

1) 主品牌玫姿: 19H1 实现营收 5.43 亿元(+9.82%), Q2 单季度实现 2.76 亿元(+11.29%), Q2 环比 Q1 经营情况持续好转, 收入增速+3.04pct; 渠道来看, 19H1 玫姿品牌门店数量为 689 家, 较年初净关 3 家, Q2 单季度净关店 5 家, 加盟门店比例有所下降。

2) 尹默: 19H1 实现营收 1.03 亿元(-10.80%), Q2 单季度为 4727.49 万元(-11.32%), 环比 Q1 经营情况持平, 收入增速-0.03pct; 渠道来看, 19H1 尹默门店数量为 97 家, 较年初净关 6 家, Q2 单季度净关店 3 家。

3) 安正男装: 19H1 实现营收 3921.74 万元(-10.98%), Q2 单季度为 1204.43 万元(-33.33%), Q2 环比 Q1 经营情况下滑较为明显; 渠道来看, 19H1 安正男装门店数量为 42 家, 较年初净关 4 家, Q2 单季度净关店 4 家。

4) 摩萨克: 19H1 实现营收 1036.46 万元(-24.19%), Q2 单季度为 577.76 万元(-8.43%), Q2 环比 Q1 收窄收入下滑趋势; 渠道来看, 19H1 摩萨克门店数量为 29 家, 较年初净关 2 家, Q2 单季度净关 2 家。

5) 斐娜晨: 19H1 实现营收 4256.70 万元(-32.68%), Q2 单季度为 1822.98 万元(-28.38%), Q2 环比 Q1 收入下滑趋势略有收窄; 渠道来看, 19H1 斐娜晨门店数量为 78 家, 较年初净关 20 家, Q2 单季度净关 5 家。

6) Stella McCartney: 19H1 实现营收 619.19 万元; 渠道来看, 19H1 Stella 门店数量为 4 家, 较年初净开店 1 家, 以直营模式开店速度较慢。该品牌 18 年 11 月开店以来, 店效相较于其他品牌较高, 未来有望继续增厚利润。

3、分渠道来看：线上业务占比近 50%，成为新的业绩增长点

线下渠道：公司截至 2019 年 6 月末共有门店 939 家，较年初净关 34 家。其中直营门店 336 家，占比约 36%；加盟渠道 603 家，占比约 64%。净关店主要系非主品牌的小品牌受服装消费低迷影响，关闭一批店效较低的门店。19H1 线下渠道实现营收 5.94 亿元（-6.59%），其中直营渠道为 3.24 亿元（-11.54%），加盟渠道为 2.71 亿元（+0.11%）。总体来看，公司直营门店收入下滑明显，我们认为主要系公司原有非玫姿小品牌业绩拖累所致。

线上渠道：19H1 实现营收 5.26 亿元（+360.34%），线上占总体营收为 46.96%。公司线上营收大幅增加我们认为主要系：收购礼尚信息 70% 股权，为国内专业从事电子商务代运营业务服务商，与国内外 20 多个知名品牌建立高效、稳固的互作关系，大力助推公司在线上渠道的发展。

4、毛利率整体有所下滑，净利率略有下降

毛利率：19H1 销售毛利率为 54.99%（-13.33pct），其中 Q2 单季度为 56.15%（-11.75pct）。整体毛利率下滑，我们认为主要系新品牌 Stella 以及电商代运营毛利率较低，拖累公司整体销售毛利。**分品牌来看，玫姿**毛利率为 67.63%（+0.56pct）；**尹默**毛利率为 73.86%（+0.50pct）；**安正**毛利率为 78.73%（+3.47pct）；**摩萨克**毛利率为 57.87%（+8.81pct）；**斐娜晨**毛利率为 75.59%（+0.63pct）；**Stella McCartney** 毛利率为 31.61%。此外其他品牌毛利率为 30.95%（+3.96pct）；电商代运营平台毛利率为 29.08%。

费用率：19H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 23.90%（-7.34pct）、10.15%（-3.17pct）、-0.22%（-0.11%）。其中销售及管理费用率下降，我们认为主要系并入电商业务礼尚信息报表所致；财务费用率进一步下降，我们认为主要系存款利息收入增加所致。此外，19H1 公司研发费用为 3539.56 万元（+35.88%），收入占比为 3.15%（-0.31pct），研发费用提升我们认为主要系：2019 年 4 月公司在意大利米兰成立研发中心，聘请著名设计师，成功研发 2020 春夏玫姿品牌高端线产品。

净利率：在毛利率下滑的同时，费用率下降幅度不及毛利率下滑幅度，公司 19H1 净利率略有下降，为 18.27%（-3.31pct），19Q2 单季度净利率为 17.45%（-2.05pct）。

5、现金流大幅改善，存货及应收账款周转率提升

19H1 公司存货金额为 8.38 亿元（+48.32%），较年初上升 5.94%。我们认为主要系：1）新品牌代理后，公司提前铺货所致；2）礼尚信息报表合并所致。19H1 公司存货周转率为 0.62 次（+0.16 次），效率有所提升。

19H1 应收票据及应收账款为 1.50 亿元（+32.74%），较年初上升 10.29%，略有提升。应收账款周转率为 8.44 次（+1.49 次），效率提升明显。

19H1 公司经营性现金流改善明显，为 2968.79 万元（18H1 同期为-4337.43 万元），我们认为主要系：1）销售回款逐渐增加；2）礼尚信息并表所致。

6、布局婴童装品类中高端市场，未来有望成为新的业绩增长点

1) 注资青蛙王子：公司 2018 年参股时装类童装品牌青蛙王子，该品牌增长速度快、拓展空间较大。公司与其合作后，弥补了公司在中档童装领域的空白，有望促进开店成长。2018 年该品牌业绩增长 47%，2019 年有望达到 80% 增幅，目标到 2023 年达成零售 60 亿规模。

2) 增资零到七公司：2019 年 8 月 28 日，控股子公司安正儿童以 3620 万元，约合 118.65 万美元增资零到七贸易公司。增资完成后，安正儿童持有零到七 51% 的股权。零到七主营中高端童装业务，旗下拥有“ALLO&LUGH、four lads、ALFONSO、SKARBARN”等多个童装品牌以及“宫中秘策”婴童护肤品牌。2019H1 零到七实现收入 3767.43 万元，实现净利-154.62 万元，亏损主要系渠道优化所致。其中主营品牌 ALLO&LUGH，在国内外享有较高知名度，于 2005 年进入中国市场，截至 2018 年底拥有 170 余家门店，其中直营 53 家，加盟 110 余家，同时在天猫平台设有旗舰店。双方通过进一步合作，整合优势资源发挥协同效应，也是公司实现国际化合作的有益尝试，未来有望增厚利润。

投资建议与盈利预测：我们认为公司服装主业恢复增长，新聘请的意大利设计师研发的2020年春夏产品上线后将为品牌增长做出新的贡献，小品牌预计收入增速有所企稳，礼尚信息并表强化业绩。另外公司打造时尚产业集团，通过并购、代理持续拓展母婴、童装、化妆品等领域。由此，我们考虑到并表因素影响，我们略上调2019年盈利预测。2020年考虑到礼尚信息并表影响逐步消除，基数提升，略下调2020年盈利预测。预计2019-2021年净利润为3.76/4.36/4.89亿元，同比增长33.6%、16.14%、12.06%。由于公司回购注销股份，导致股本减少，2019-2021年EPS为0.93/1.08/1.22元（19及20年原值为1.16/1.42元），对应PE13.76/11.85/10.57倍，维持买入评级。

风险提示：终端消费疲软、新品牌调整不到位，销售不及预期。

（摘自2019年9月3日发布的《安正时尚19H1业绩点评：并表增厚收入，期待童装业务发力》）

2.3. 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

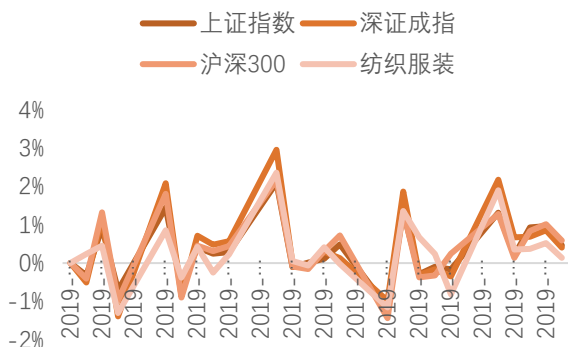
力大幅提升》)

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

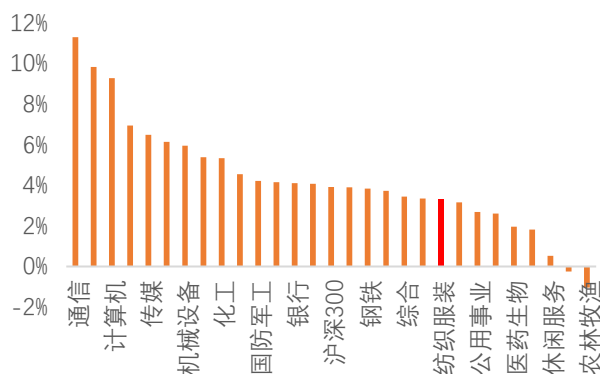
本周上证指数收于 2999.60 点，较上周收盘变动+3.93%；深证成指收于 9823.42 点，较上周收盘变动+4.89%；沪深 300 收于 3948.51 点，较上周收盘变动+3.92%；申万纺织服装板块收于 1925.26 点，较上周收盘变动+3.32%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

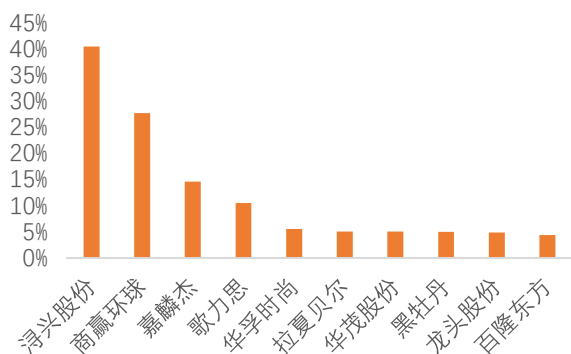
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

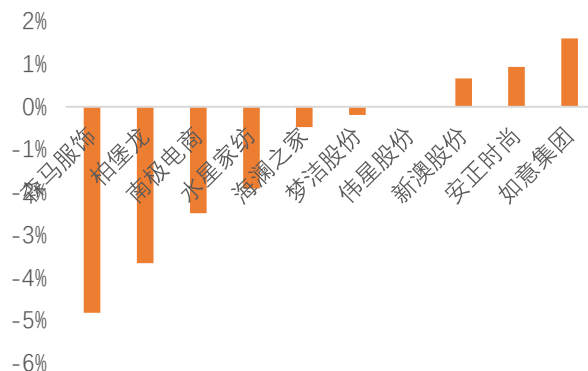
个股方面，浔兴股份、商赢环球、嘉麟杰涨幅居前三；森马服饰、柏堡龙、南极电商跌幅居前三。

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 (%)



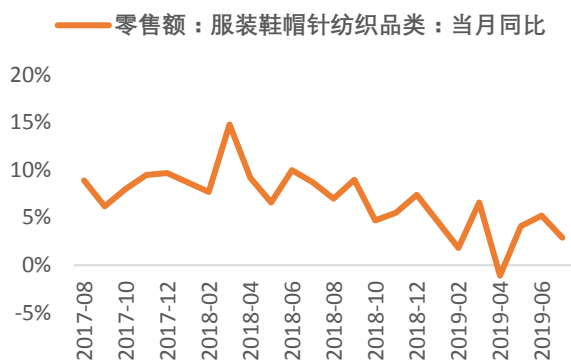
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 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 (%)



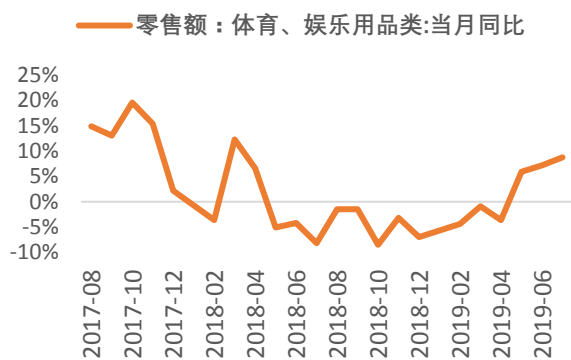
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



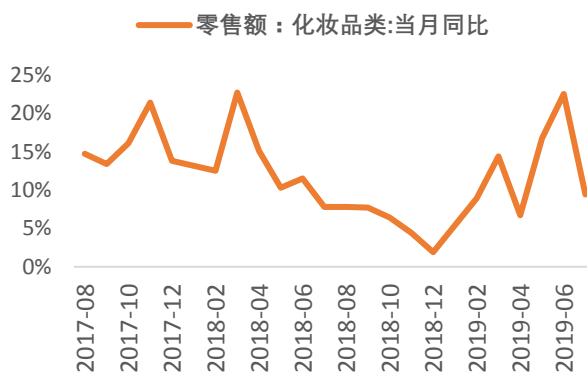
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 (%)



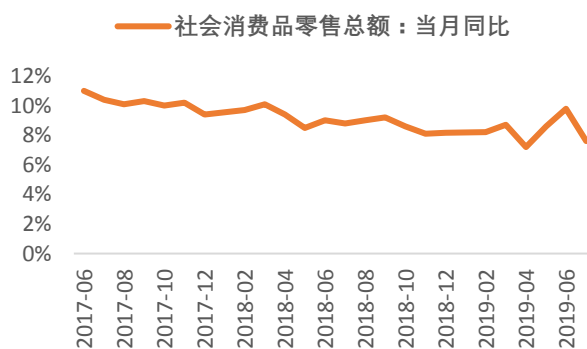
资料来源：Wind，天风证券研究所

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：100.23，较上周下降 2.02%。

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%。

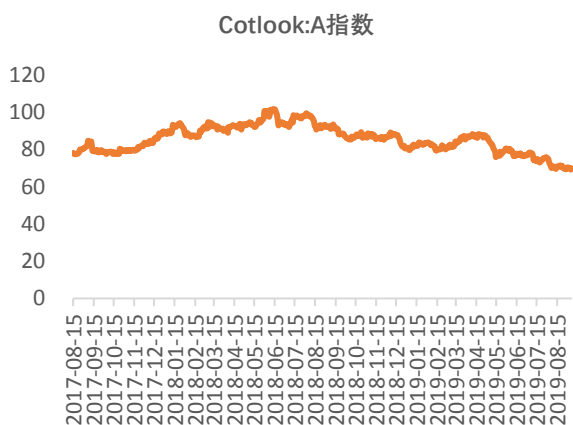
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 10,800.00 元/吨，较上周变动-1.82%。粘胶长丝本周均价 37,800.00 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 7,180.00 元/吨，较上周变动+0.70%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7,760.00 元/吨，较上周变动+1.64%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 8,700.00 元/吨，较上周变动+0.58%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 9,200.00 元/吨，较上周变动+1.10%。

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%。

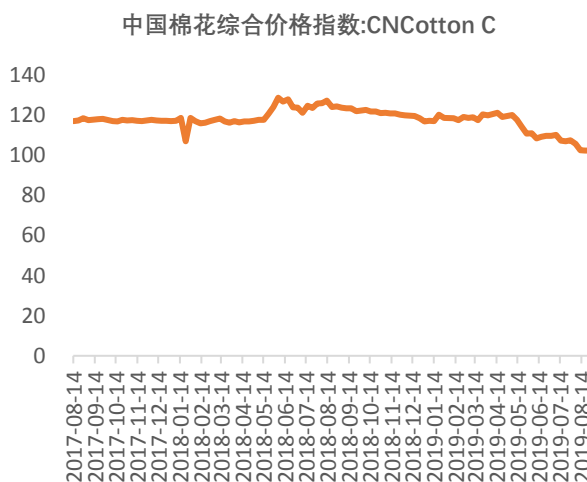
国内棉纱产量：2019 年 7 月棉纱产量 263.40 万吨，当月同比下降 1.90%。

图 14：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



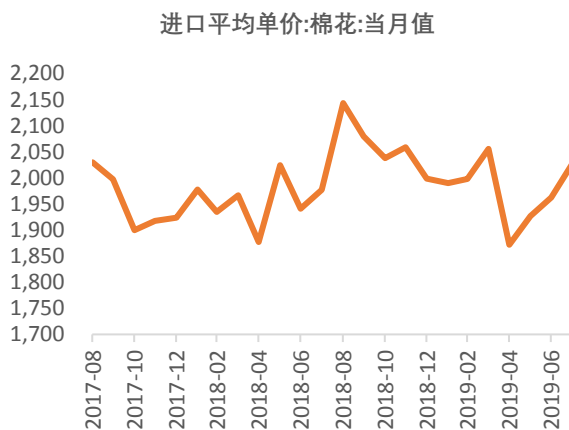
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



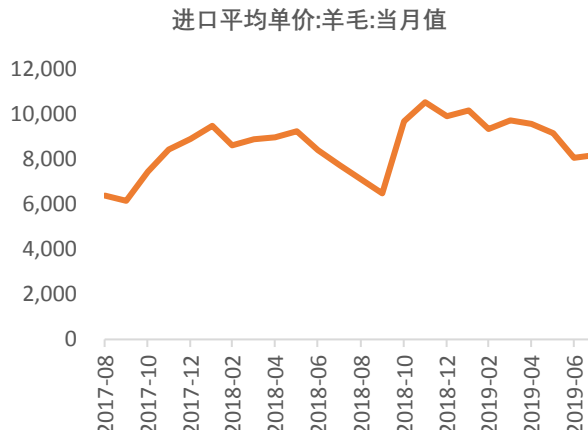
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



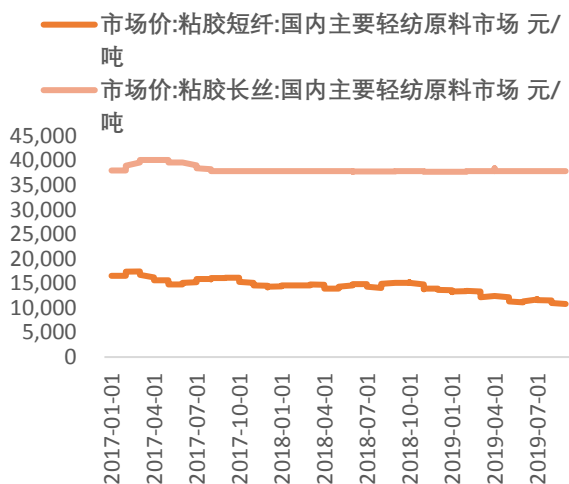
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



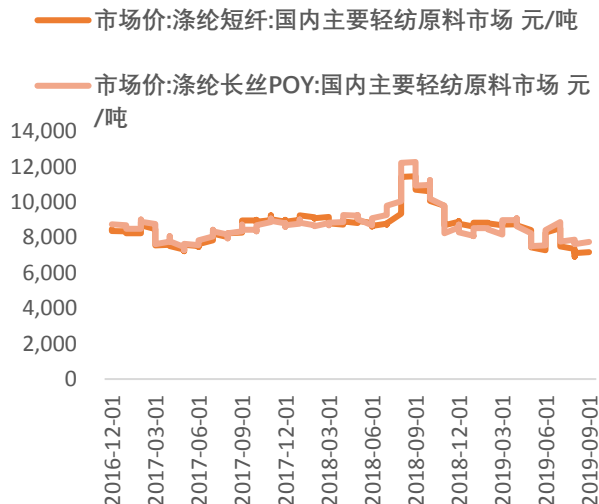
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



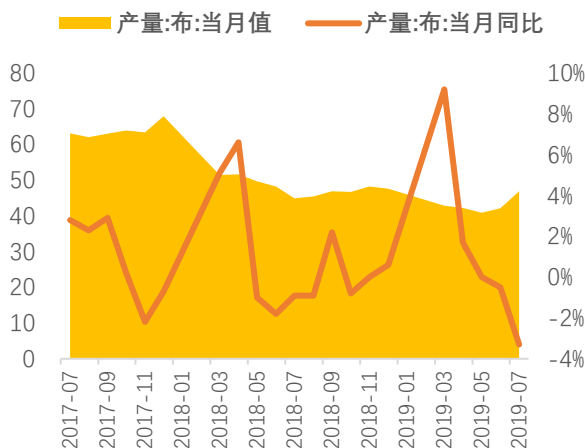
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



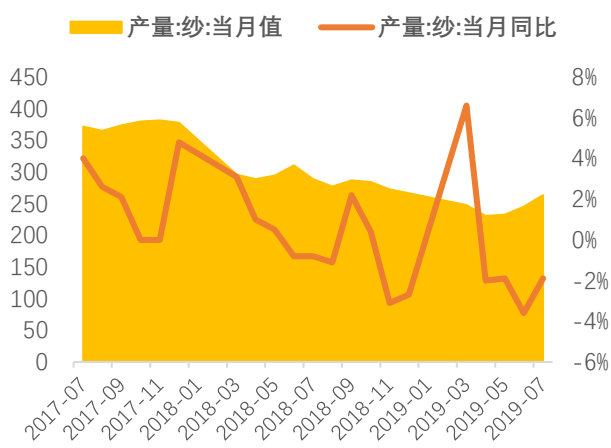
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



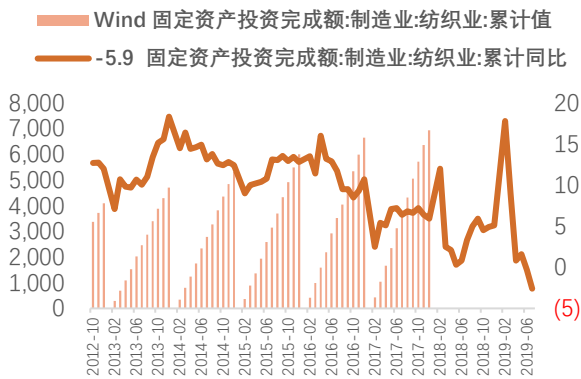
资料来源：Wind，天风证券研究所

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，%）



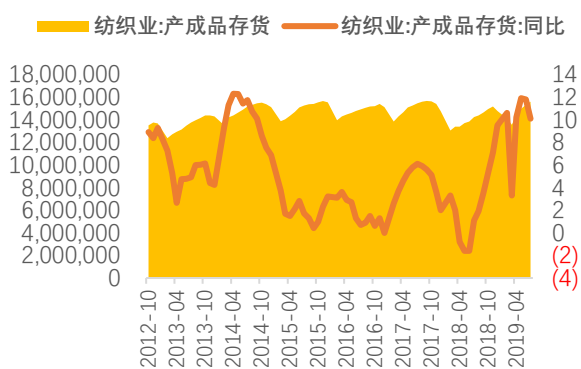
资料来源：Wind，天风证券研究所

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7月，纺织行业产成品库存1558.20亿元，同比增长10.10%，较上月增速有所下降（-1.70pct）。

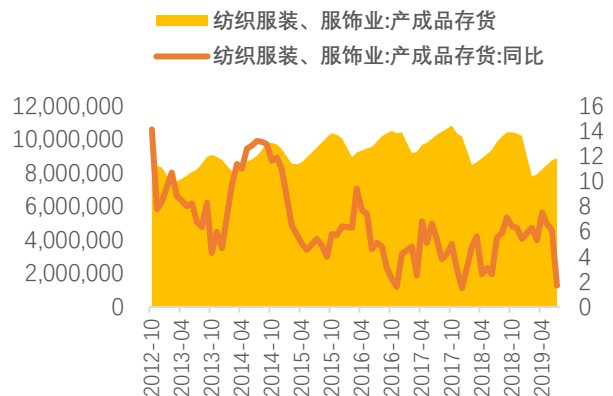
服装行业库存情况：2019年6月，服装行业产成品库存886.30亿元，同比增长1.70%，较上月增速大幅下降（-4.40pct），库存量有所增加。

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：

中潜股份（300526.SZ）控股股东部分股份解除质押公告：公司控股股东深圳爵盟将其质押的1900万股股份解除质押。深圳爵盟持有公司5429.17万股，占公司总股本的31.81%；累计质押公司股份合计2785万股，占其持有公司股份总数的51.30%。

朗姿股份（002612.SZ）控股股东股权质押及解除质押公告：公司控股股东申东日将其持

有的 2899 万股公司股份质押给上海海通证券资管公司，并将其之前质押的 1419.98 万股股份解除质押。申东日共持有公司 2.12 亿股，占公司总股本的 48.63%；累计质押公司股份合计 1.45 亿股，占其持有公司股份总数的 68.34%。

拉夏贝尔 (603157.SH) 以集中竞价交易方式回购 A 股股份公告：公司拟以不超过 8000 万元、不低于 5000 万元自有资金回购 A 股股份，用于股权激励和员工持股计划，回购价格区间为 7.31-13.50 元/股，回购期限为股东大会审议通过方案之日起不超过 6 个月。

海澜之家 (600398.SH) 以集中竞价交易方式首次回购股份进度公告：2019 年 9 月 3 日，公司通过集中竞价交易方式首次回购股份 (第二期) 135.70 万股，占公司截至 2019 年 6 月 30 日总股本的 0.03%，购买的价格区间为 8.27-8.35 元/股，已支付的总金额为 1128.24 万元 (不含交易费用)。

梦洁股份 (002397.SZ) 回购公司股份进度公告：2019 年 8 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份 1429.63 万股，占公司总股本的 1.85%，购买的价格区间为 4.13-6.13 元/股，已支付的总金额为 7420.03 万元 (不含交易费用)。

多喜爱 (002761.SZ) 公司持股 5%以上股东股份被冻结公告：公司股东舟山天地人和所持有的 2942.15 万股本公司股份被司法冻结。舟山天地人和共持有公司 5762.66 万股，占公司总股本比例 16.62%，被冻结股份数量总计 5762.66 万股，占其所持股份比例为 100%。

南极电商 (002127.SZ) 持股 5%以上股东股份减持实施完毕公告：公司股东新民实业累计减持股份 516.43 万股，占公司总股本的 0.21%。本次减持后，新民实业持有公司 1.34 亿股，占公司总股本的 5.46%。

3.3.2. 港股海外板块公告：

安踏体育 (2020.HK) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营收 148.11 亿元，同比增长 40.34%；实现归母净利润 24.83 亿元，同比增长 27.66%。

佐丹奴 (0709.HK) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营收 25.42 亿港元，同比减少 11.12%；实现归母净利润 1.61 万元，同比减少 36.61%。营业收入的下降主要是因为中美贸易纠纷及暖冬影响销售所致。

裕元集团 (0551.HK) 2019 年半年度报告公告：2019 年上半年公司实现营收 50.51 亿美元，同比增长 6.32%；实现归母净利润 1.46 亿美元，同比减少 11.78%；实现归母扣非净利润 2029.8 万美元，同比增长 3521.6 万美元。营业收入增长主要归功于零售业务的增长。

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
9.9	朗姿股份	北京市朝阳区西大望路 27 号大郊亭南街 3 号院 1 号楼 (朗姿大厦) 16 层会议室	14:00
9.9	报喜鸟	浙江永嘉瓯北镇双塔路 2299 号报喜鸟研发大楼四楼会议室	14:45
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

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	配售股份 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	115.37	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	-68.16	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	-52.56	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