

纺织服装

证券研究报告

2019年09月22日

8月服装社零数据出现边际改善,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:继续主推电商及体育服饰长增长逻辑标的》 2019-09-08
- 2 《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
- 3 《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

本周核心组合: 开润股份/南极电商/比音勒芬/安踏体育/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, 安踏体育, 李宁;
- 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;
- 高分红组合: 九牧王; 建议关注: 中国利郎

板块数据: 本周上证指数收于 3006.45 点, 较上周收盘变动-0.82%; 深证成指收于 9881.25 点, 较上周收盘变动-0.39%; 沪深 300 收于 3935.65 点, 较上周收盘变动-0.92%; 申万纺织服装板块收于 1943.39 点, 较上周收盘变动-0.03%。

行业数据及观点: 8月服装社零数据公布, 出现边际改善, 印证我们此前观点。

2019年8月当月的服装针织鞋帽的零售额同比为5.2%, 相比18年8月同期下降1.8pct, 降幅有所收窄, 相比19年7月环比上升2.30ct, 增速有所回升。2019年1-8月服装单项零售额累计同比为3.2%, 相比18年同期下降5.7pct, 降幅收窄, 环比19年7月累计同比数据上升0.2pct。我们一直认为服装行业社零数据此前一直在筑底过程, 预计下半年会出现边际改善, 8月社零数据降幅收窄, 边际改善明显, 印证我们此前观点。

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, 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。

5) 高分红组合: 针对低风险偏好的投资人, 推荐高分红标的九牧王、中国利郎(建议关注)。

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) 2019-09-20	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	33.06	买入	0.80	1.06	1.55	2.20	41.33	31.19	21.33	15.03
002127.SZ	南极电商	10.19	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	28.31	19.60	13.77	10.29
002832.SZ	比音勒芬	27.60	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	29.05	20.60	15.68	12.38
02020.HK	安踏体育	63.95	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	66.64	36.35	27.39	19.60
02331.HK	李宁	22.10	买入	1.53	2.10	2.69	3.32	37.81	27.55	21.51	17.42
603365.SH	水星家纺	16.80	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	15.70	13.55	11.67	10.06
002563.SZ	森马服饰	11.96	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	18.98	16.85	14.59	12.46

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS, 李宁、安踏体育收盘价单位为港元, 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牌授权服务收入合计为 3.81 亿元(+35.64%)，实现持续快速增长，但增长率略低于同期 GMV 增长率，主要系：1) 新品类的扩充使得公司综合服务费率较低；2) 来自社交电商平台的 GMV 实现快速增长，但综合服务费率较低；3) 公司对于生产竞争激烈类目产品的供应商提供了一定的优惠政策。4) 2018Q2 货币化率基数较高，为 5.9%。保理业务进一步收缩：2019H1 公司保理业务实现营收 1804.55 万元(-14.81%)，同时保理业务应收账款同比减少 24%，公司保理业务规模进一步收缩。19H1 公司时间互联实现营收 12.10 亿元(+33.74%)，实现归母净利润 5739.40 万元(+2.19%)。

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

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：公司 19 公司三季度业绩预告，超市场预期，继续重点推荐。**

1) 公司 19 年三季度业绩超市场预期：19 年前三季度实现归母净利润 3.03--3.12 亿元，同比增长 47.28%--51.33%，业绩超市场预期；其中 19Q3 单季度预计实现 1.30--1.38 亿元，同比增长 55%-65%。

2) 开店空间问题：我们认为公司开店空间在 1500--2000 家左右，未来公司仍具开店空间。具体测算详见半年报点评。

3) 存货问题：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。

3) 维持买入评级，预计 2019-2021 归母净利润 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。

● **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 PE26.28/20.50/16.62，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 年公司将新开门店 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：8月服装社零数据边际改善，继续主推电商及体育服饰长增长逻辑标的

1.1. 8月服装社零数据边际改善，继续主推电商及体育服饰长增长逻辑标的

8月服装社零数据公布，出现边际改善，印证我们此前观点。

2019年8月当月的服装针织鞋帽的零售额同比为5.2%，相比18年8月同期下降1.8pct，降幅有所收窄，相比19年7月环比上升2.3pct，增速有所回升。2019年1-8月服装单项零售额累计同比为3.2%，相比18年同期下降5.7pct，降幅收窄，环比19年7月累计同比数据上升0.2pct。我们一直认为服装行业社零数据此前一直在筑底过程，预计下半年会出现边际改善，8月社零数据降幅收窄，边际改善明显，印证我们此前观点。

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，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。

5) **高分红组合：**针对低风险偏好的投资人，推荐高分红标的九牧王、中国利郎（建议关注）。

推荐标的简述：

本周核心组合：开润股份/南极电商/比音勒芬/安踏体育/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，安踏体育，李宁；
- 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；
- 高分红组合：九牧王，中国利郎（建议关注）。

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*	31.21	21.39	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	71.9
南极电商*	19.73	13.82	38.6%	43.0%	42.8%	34.6%	886.5	1,268.1	1,810.3	2,435.9	250.2
比音勒芬*	20.62	15.69	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	85.1
森马服饰*	16.90	14.58	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	322.7
海澜之家*	10.09	9.30	8.5%	8.2%	8.5%	8.6%	3,454.8	3,736.5	4,052.3	4,399.3	377.0
美邦服饰*	13.16	8.79	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	56.5
梦洁股份*	19.20	13.85	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	39.3
李宁*	39.90	30.31	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	510.4
安踏体育*	30.50	23.79	25.8%	38.1%	28.2%	23.4%	4,102.9	5,664.4	7,260.4	8,957.8	1,727.5
罗莱生活*	13.18	11.95	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	76.6
歌力思*	12.24	10.35	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	53.9
百隆东方*	13.17	12.10	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	60.0
九牧王*	11.36	13.25	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	65.7
水星家纺*	13.53	11.70	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	44.8
健盛集团*	14.13	11.39	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	36.5
太平鸟*	10.97	9.74	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	69.1
鲁泰A	10.28	9.49	7.9%	8.4%	8.3%	7.5%	811.5	879.3	952.7	1,024.6	90.4
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	12.15	10.96	11.4%	7.4%	10.9%	11.9%	346.3	372.0	412.4	461.6	45.2
华孚时尚	15.87	13.71	15.4%	-7.2%	15.8%	15.0%	751.8	697.9	807.9	929.0	110.8
新野纺织	6.47	5.44	17.3%	16.2%	19.0%	15.6%	386.5	449.1	534.4	617.6	29.1
报喜鸟	24.94	18.22	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	36.2
富安娜	10.41	9.21	12.7%	6.6%	13.0%	12.4%	543.4	579.5	654.9	736.1	60.3
汇洁股份	15.08	12.91	13.5%	40.0%	16.8%	10.3%	165.7	232.0	271.0	299.0	35.0
奥康国际	24.30	21.20	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	39.9
维格娜丝	7.99	7.09	12.4%	-9.3%	12.6%	12.2%	272.8	247.4	278.6	312.6	19.8
起步股份	19.22	16.93	13.4%	14.5%	13.5%	13.2%	180.7	207.0	235.0	266.0	39.8
拉夏贝尔	6.64	4.71	27.5%	-320.0%	41.0%	15.4%	-159.5	351.0	495.0	571.0	23.3
天创时尚	10.42	9.36	10.8%	11.6%	11.4%	10.3%	242.2	270.2	300.9	332.0	28.2
安正时尚*	14.87	12.80	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	55.9
探路者	27.37	22.66	22.8%	-169.8%	20.8%	24.8%	-181.9	127.0	153.4	191.5	34.8
新澳股份	13.45	11.32	14.7%	15.3%	18.8%	10.8%	199.4	229.9	273.1	302.5	30.9
联发股份	7.97	7.70	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	31.9
红豆股份	36.57	31.62	16.1%	17.4%	15.7%	16.6%	207.1	243.1	281.2	327.9	88.9
航民股份	9.36	8.43	10.0%	11.4%	11.1%	8.9%	661.9	737.7	819.4	892.3	69.1
雅戈尔	7.82	7.11	-	13.2%	9.9%	-	3,676.9	4,163.0	4,575.5	-	325.4
搜于特	24.17	19.93	-	-12.4%	21.3%	-	369.4	323.7	392.7	-	78.2
摩登大道	209.01	184.42	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	31.4
柏堡龙	21.65	19.16	-	10.5%	13.0%	-	192.5	212.7	240.4	-	46.1
际华集团	45.43	37.48	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	171.3

资料来源：Wind，天风证券研究所；盈利预测来源于 WIND 一致预期；

备注：1) 截至时间 2019 年 9 月 20 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. 比音勒芬前三季度业绩预告点评：19 年前三季度业绩超市场预期，继续重点推荐

1、事件：公司公布 19 年前三季度业绩预告，业绩超市场预期。

公司公布 19 年前三季度业绩公告，19 年前三季度实现归母净利润 3.03--3.12 亿元，同比增长 47.28%--51.33%，业绩超市场预期；其中 19Q3 单季度预计实现 1.30--1.38 亿元，同比增长 55%-65%；公司业绩保持持续较高速增长，继续重点推荐。

2、19 年公司线下持续拓展渠道，我们预计公司开店空间在 1500--2000 家；线上开始布局，渠道结构逐渐完善。

1) 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。

2) 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、针对市场关心的【开店空间】和【存货】问题,我们进行以下解答:

1) 我们如何得出 1500--2000 家门店的开店空间?

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。具体测算详见天风纺服团队前期发布的《比音勒芬 19H1 半年报点评》

2) 公司是否存在加大的存货风险?

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 17 年 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,风险基本可控。

4、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,未来公司仍具开店空间。

维持买入评级,预计 2019-2021 归母净利润 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 9 月 16 日发布的《19 年前三季度业绩超市场预期,继续重点推荐》)

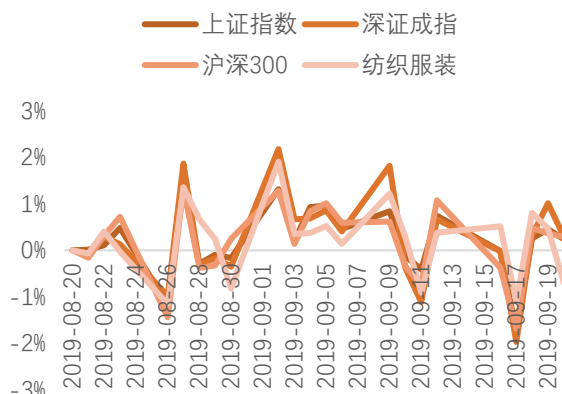
3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

本周上证指数收于 3006.45 点,较上周收盘变动-0.82%;深证成指收于 9881.25 点,较上

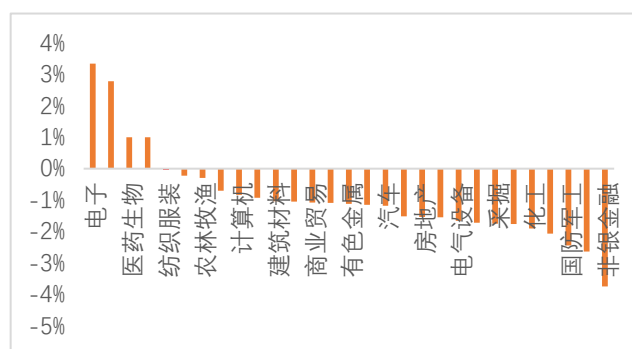
周收盘变动-0.39%；沪深 300 收于 3935.65 点，较上周收盘变动-0.92%；申万纺织服装板块收于 1943.39 点，较上周收盘变动-0.03%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

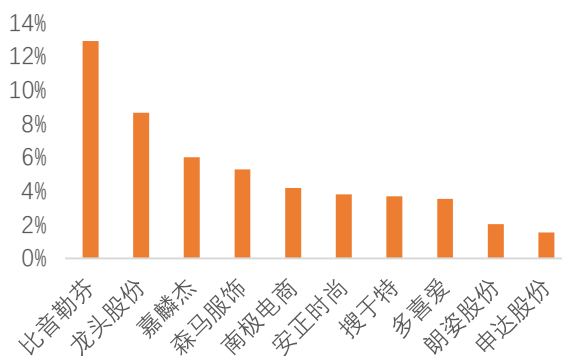
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

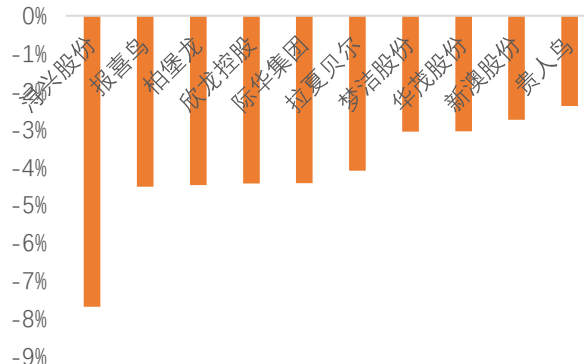
个股方面，比音勒芬、龙头股份、嘉麟杰涨幅居前三；浔兴股份、报喜鸟、柏堡龙跌幅居前三。

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

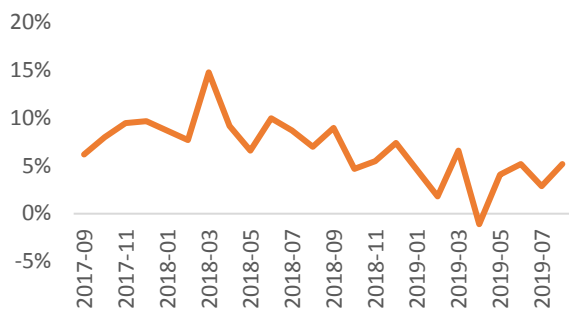
3.2.1. 零售端：8 月零售数据边际有所改善，服装针织鞋帽行业增速环比上升

2019 年 1-8 月，社会消费品零售总额 262,179.30 亿元，同比增长 8.20%。2019 年 8 月，社会消费品零售总额 33,896.30 亿元，同比增长 7.50%，环比下降 0.10pct。2019 年 8 月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增 5.20%（7 月为 2.90%，环比上升 2.30pct）；2019 年 8 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增长 12.10%，环比上升 3.30pct。

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 (%)

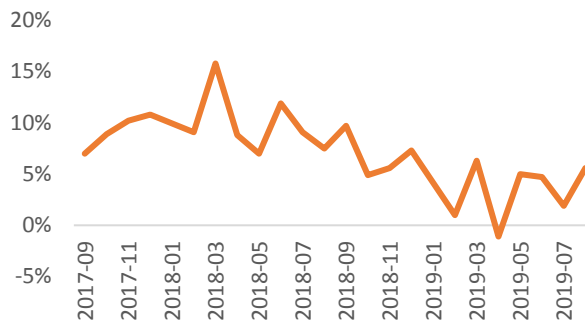
图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)

零售额：服装鞋帽针纺织品类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

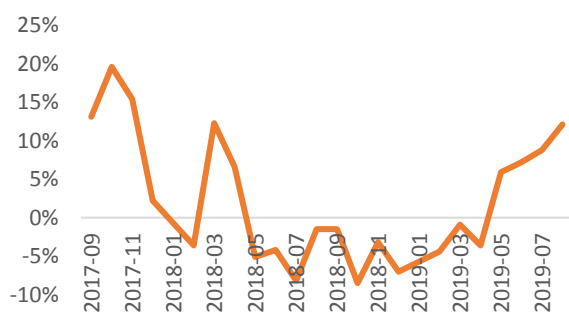
零售额：服装类：当月同比



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 (%)

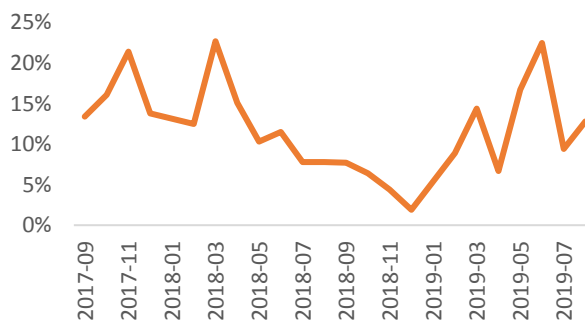
零售额：体育、娱乐用品类：当月同比



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 (%)

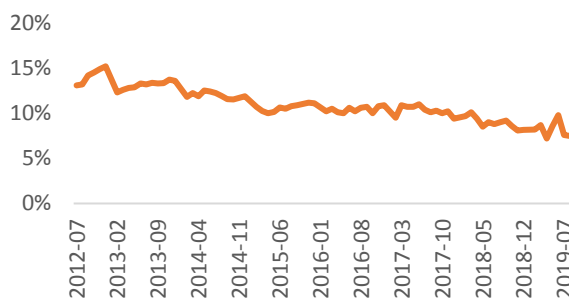
零售额：化妆品类：当月同比



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 (%)

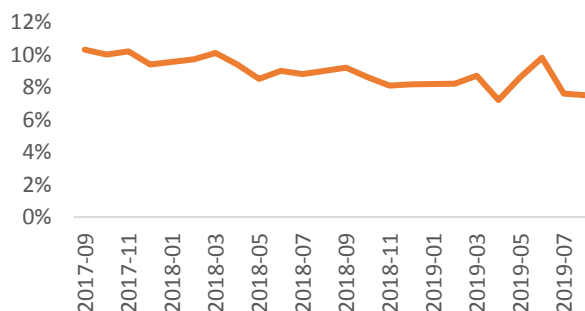
社会消费品零售总额：当月同比



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 (%)

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：8 月纺织品出口同比下降，服装类出口金额同比下滑

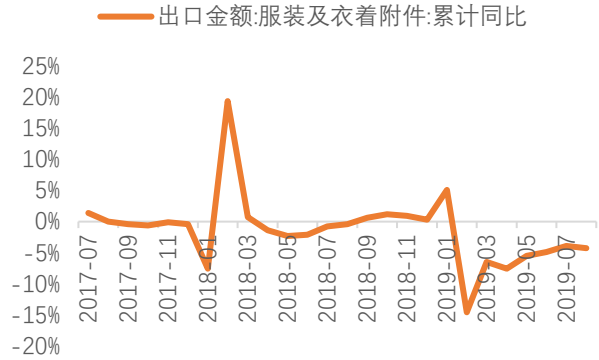
截至 2019 年 8 月底，据海关总署发布的数据显示，8 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 100.15 亿美元，同比下降 2.59%，环比 7 月份下降 6.99%；2019 年累计出口 793.97 亿美元，同比上涨 1.00%。服装及衣着附件 8 月的出口金额为 156.99 亿美元，同比下降 6.38%，环比 7 月份下降 6.26%；2019 年累计出口 980.42 亿美元，同比下降 4.30%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响。

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，羊毛进口价格上涨

中国棉花综合价格指数：100.31，较上周上涨 0.11%。

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%。

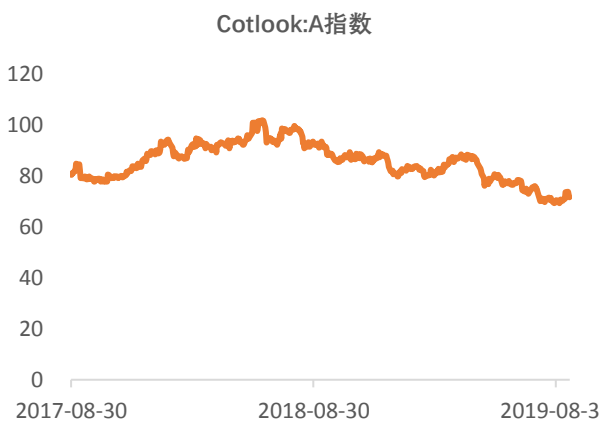
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 10,700.00 元/吨，较上周变动-0.93%。粘胶长丝本周均价 37,800.00 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 7,550.00 元/吨，较上周变动+5.15%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7,920.00 元/吨，较上周变动+2.06%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 8,900.00 元/吨，较上周变动+2.30%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 9,370.00 元/吨，较上周变动+1.85%。

国内棉布产量：2019 年 8 月棉布产量 43.10 万吨，当月同比下降 6.10%。

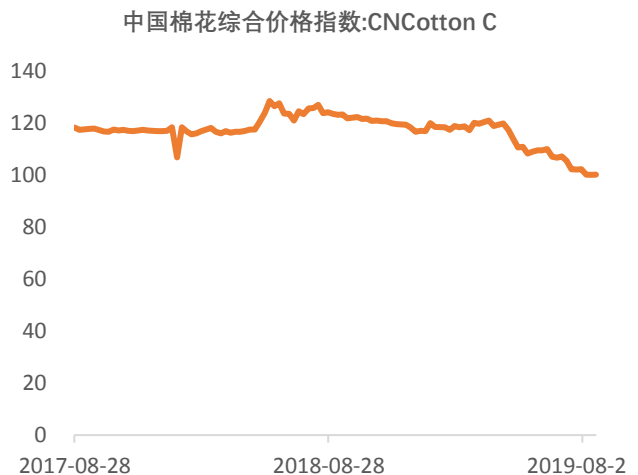
国内棉纱产量：2019 年 8 月棉纱产量 248.20 万吨，当月同比下降 3.90%。

图 14：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势

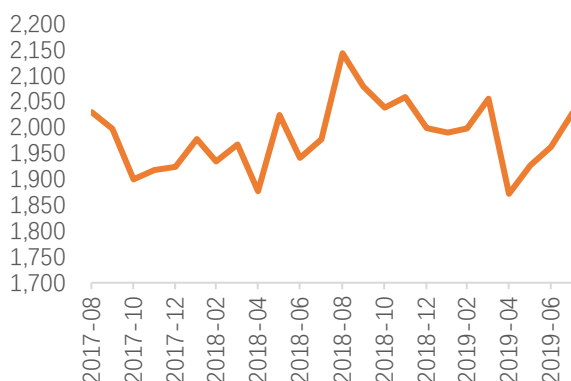


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：(美元/吨)

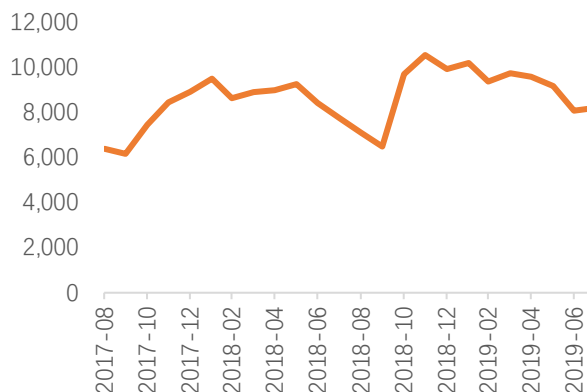
图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：(美元/吨)

进口平均单价:棉花:当月值



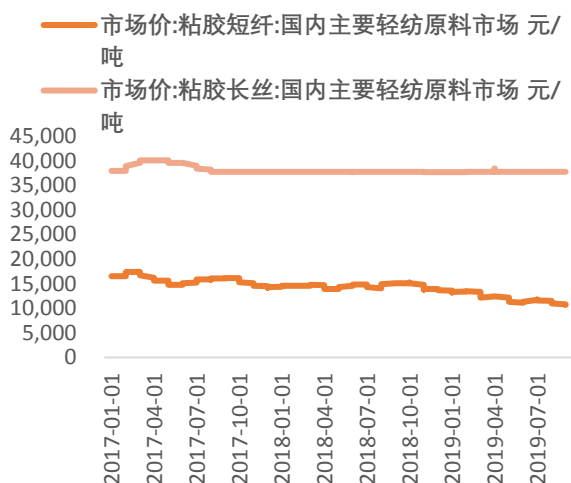
资料来源: Wind, 天风证券研究所

进口平均单价:羊毛:当月值



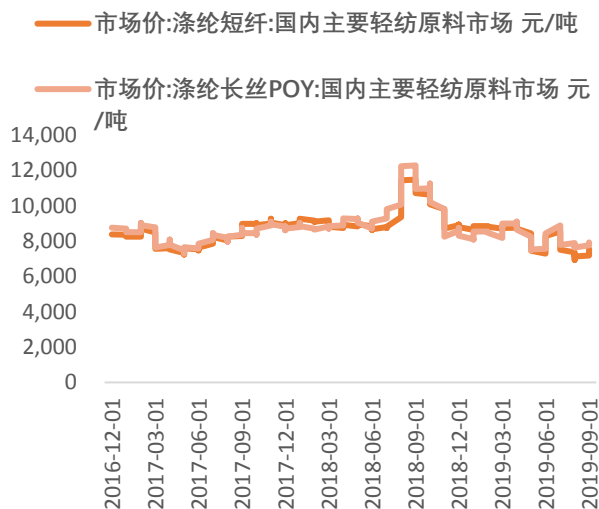
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



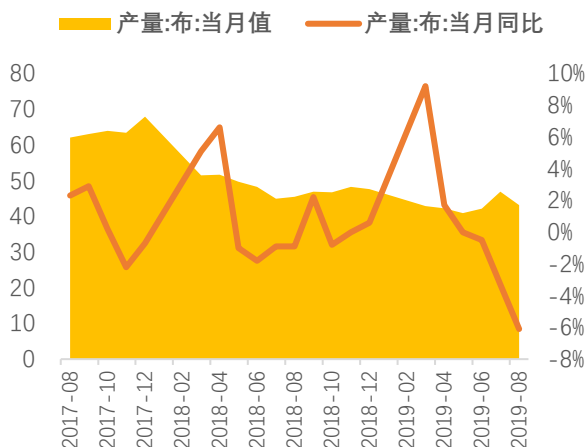
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势 (单位: 元/吨)



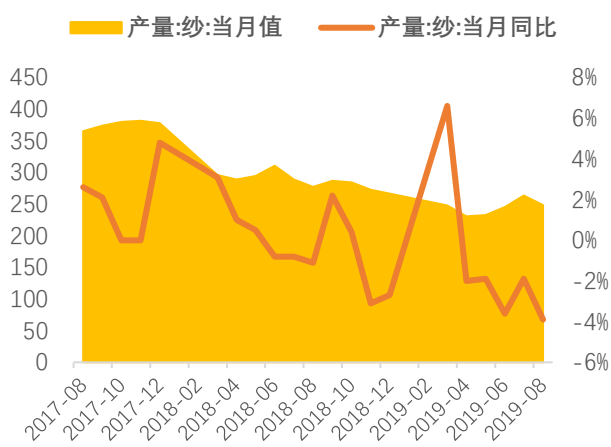
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 2016 年至今国内棉布产量走势单位: (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2016 年至今国内棉纱产量走势单位: (万吨)



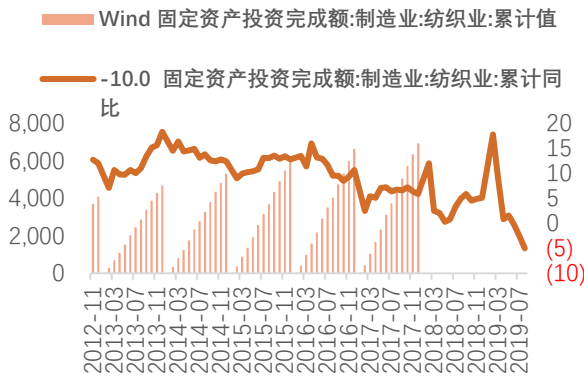
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.4. 行业投资：纺织行业投资增速略有下降，服装行业投资增速继续上升

纺织行业固定资产投资：2019年8月，纺织行业固定资产投资同比下降5.00%，较2018年8月同比增速有所下降（-10.00pct）。

服装行业固定资产投资：2019年8月，纺织服装行业固定资产投资同比下降1.20%，较2018年8月同比增速有所上升（+2.60pct）。

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，%）



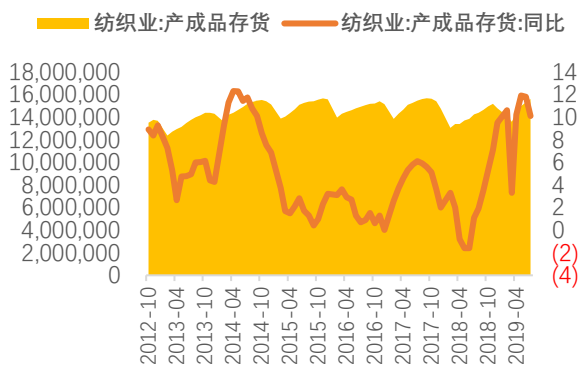
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.1. 行业库存情况：纺织业库存增速有所下降，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）。

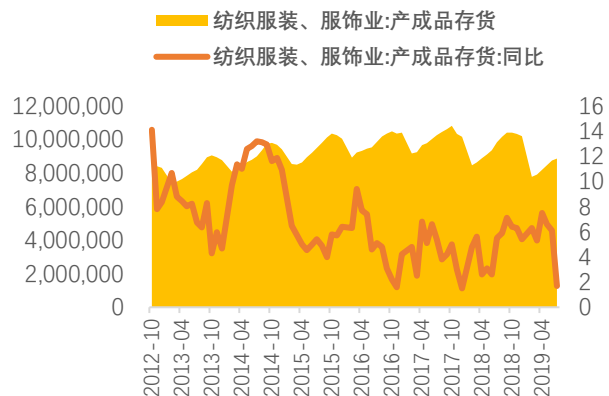
服装行业库存情况：2019年7月，服装行业产成品库存886.30亿元，同比增长1.70%，较上月增速大幅下降（-4.40pct），库存量有所增加。

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：

开润股份（300577.SZ）限售股份上市流通公告：本次限制性股票解除限售数量为23.13万股，占总股本的0.11%，上市流通日期为2019年9月23日。

水星家纺（603365.SH）股份回购公告：公司通过集中竞价的交易方式回购公司股份25.73万股，占总股本的0.10%，成交价格区间为16.65-16.76元/股，支付总金额为430.07万元。

富安娜 (002327.SZ) 减资公告: 公司将分别以 4.70 元/股、4.59 元/股、3.70 元/股回购注销已离职人员持有但尚未解锁的第二、三、四期首次授予限制性股票 4.76 万股、16 万股、5 万股, 将涉及公司注册资本减少。

金发拉比 (002762.SZ) 股东解除股份质押公告: 公司控股股东林若文解除质押给中信建投的公司股份 1326 万股, 占总股本的 3.75%。截止本公告日, 林若文持有公司股份 1.06 亿股, 占总股本的 29.85%。

美邦服饰 (002269.SZ) 非公开发行股票预案公告: 为更好地实施公司发展战略, 公司拟通过非公开发行股份募集资金不超过 13.04 亿元, 发行数量不超过 5.03 亿股。本次非公开发行完成后, 公司总股本将增至 30.15 亿股, 控股股东华服投资持有公司的股份将稀释至 42.21%。

江苏阳光 (600220.SH) (1) 股东股权质押公告: 公司控股股东阳光集团质押给北京银行的公司股份 2,000 万股, 占总股本的 1.12%。截至本公告日, 阳光集团持有公司股份 1.78 亿股, 占总股本的 9.98%。**(2) 收购公司股份公告:** 公司控股股东阳光集团通过证券交易增持江苏阳光股份共计 2,710.21 万股, 占总股本的 1.52%, 成交均价为 2.45 元/股。本次增持股份后, 阳光集团及其一致行动人共计持有江苏阳光股份 5.62 亿股, 占总股本的 31.52%。

金鹰股份 (600232.SH) 对外投资进展公告: 为解决浙江瓦力一笔未披露的对外担保, 公司将投资方案由以 2,500 万元认购浙江瓦力 55.56% 股权调减为以 2,000 万元认购 50.00% 股权; 同时以 1 元/股价格分别受让原股东徐根生、吴清国持有的股份 543.59 万股、126.41 万股, 共计 670 万元。

孚日股份 (002083.SZ) 股东股权质押公告: 公司控股股东孚日控股质押给民生加银资产的公司股份 2,000 万股, 占总股本的 2.20%。截至本公告日, 孚日控股共持有公司股份 2.31 亿股, 占总股本的 25.44%。

3.3.2. 港股海外板块公告:

新秀丽 (1910.HK) 2019H1 报告公告: 截止 2019 年 6 月 30 日, 公司实现营收 17.56 亿美元 (-5.03%), 实现归母净利润 0.58 亿美元 (-25.16%), 基本每股收益 0.034 美元/股 (-29.17%)。

4. 近期重要事项提醒

表 1: 近期上市公司股东大会信息

日期	公司	地点	时间
9.27	*ST 步森	杭州市上城区飞云江路 9 号赞成中心 17 楼公司会议室	13:00
9.27	比音勒芬	广州市番禺区南村镇兴业大道 309 号比音勒芬大厦 7 楼会议室	14:30
9.27	罗莱生活	上海市闵行区七莘路 3588 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 2: 年内限售股解禁公司明细

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁收 益(%)	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	得兴股份	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	99.62	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	-67.35	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	-51.61	43,140.22	31,660.41	73.39	43,140.22			定向增发机构配售股份

资料来源: Wind,天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com