

纺织服装

证券研究报告

2019年10月21日

安踏体育、南极电商、开润股份、比音勒芬 19 年三季度业绩持续快速增长，继续推荐具备长增长逻辑的龙头公司

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吕明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518040001

lvming@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:南极电商三季度货币化率边际改善, NBA 事件对于国内体育服饰行业影响有限》 2019-10-13
- 2 《纺织服装-行业研究周报:NIKE 大中华区收入大增 27%, 继续主推电商及体育服饰长增长逻辑标的》 2019-09-29
- 3 《纺织服装-行业研究周报: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》 2019-09-22

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 2938.14 点, 较上周收盘变动 -1.19%; 深证成指收于 9533.51 点, 较上周收盘变动 -1.38%; 沪深 300 收于 3869.38 点, 较上周收盘变动 -1.08%; 申万纺织服装板块收于 1895.58 点, 较上周收盘变动 -0.90%。

行业数据及观点:

1、本周安踏体育、南极电商、比音勒芬公布 19 年前三季度业绩, 业绩持续高增长。

1) **安踏体育:** 2019Q3 单季度, 主品牌安踏零售额实现 10%-20%中段增长, FILA 品牌零售额同比增长 50%-55%, 其他品牌同比增长 30%-35%, 整体业绩基本符合预期, 其中 FILA 品牌增速相比 19 年上半年略有下降主要系 18 年同期高基数影响, 但依旧保持较高速增长, 我们认为未来 FILA 未来增长的可持续性来自于店效的持续提升, 预计 19 年全年 FILA 整体流水在 50%以上增长; 主品牌安踏 19Q3 流水加速增长, 预计主品牌安踏流水 19 年实现中双位数增长; 其他品牌中 Descente 预计 19 年实现 8-10 亿的流水规模, 继续推荐。

2) **南极电商:** 19 前三季度业绩, 实现营收 26.47 亿元 (+29.45%), 实现归母净利润 6.02 亿元 (+33.96%)。其中公司主业保持持续高速增长, 符合我们此前预期; 保理业务规模进一步收缩; 时间互联业务保持稳健增长, 公司报表质量进一步改善。另外, 公司 GMV 持续保持高增长, 新品类快速上量, 前三季度货币化率较上半年有所回升, 预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。公司顺应电商渠道流量规模, 推行大店策略, 成效显著; 质量控制措施稳步推荐, 继续看好公司未来发展。

3) **比音勒芬:** 公司公布 2019 年前三季度业绩, 实现营收 13.23 亿元 (+24.95%), 实现归母净利润 3.11 亿元 (+51.09%), 业绩持续快速增长, 符合此前预告, 超市场预期。公司盈利能力持续提升; 存货规模虽有所上升, 但主要系公司秋冬装备货影响。我们认为公司具备较强的定价能力, 当季产品不打折, 清库存的主要渠道奥莱店的请存货能力较强, 目前存货仍在合理范围之内。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的增长, 继续坚定推荐。

4) **开润股份:** 公司公布 19 年前三季度业绩预告, 预计实现营收 18.09-19.43 亿元, 同比增长 35%-45%; 实现归母净利润 1.67-1.79 亿元, 同比增长 30%-40%; 实现扣非净利润 1.54-1.66 亿元, 同比增长 35.51%-46.81%。公司前三季度业绩实现快速增长, 符合我们此前预期, 继续推荐。

2、9 月社零数据公布, 印证我们此前观点

19 年 9 月当月的服装鞋帽的零售额同比为 3.6%, 相比 18 年 8 月同期下降 5.4pct, 相比 19 年 7 月环比下降 1.6pct。2019 年 1-9 月服装单项零售额累计同比为 3.3%, 相比 18 年同期下降 5.6pct, 环比 19 年 7 月累计同比数据上升 0.1pct。我们建议当前时间应关注细分行业内具备长期增长逻辑的优秀龙头公司。如体育服饰行业的安踏体育、李宁; 以及电商行业的开润股份、南极电商等。

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, 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, 主要系统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) 2019-10-18	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	31.66	买入	0.80	1.06	1.55	2.20	39.58	29.87	20.43	14.39
002127.SZ	南极电商	11.95	买入	0.36	0.49	0.64	0.83	33.19	24.39	18.67	14.40
002832.SZ	比音勒芬	26.21	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	27.59	19.56	14.89	11.75
02020.HK	安踏体育	65.94	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	212.53	115.93	87.34	62.51
02331.HK	李宁	24.07	买入	1.53	2.10	2.69	3.32	15.06	10.97	8.57	6.94
603365.SH	水星家纺	16.05	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	15.00	12.94	11.15	9.61
002563.SZ	森马服饰	12.30	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	19.52	17.32	15.00	12.81

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 19Q3 业绩预告, 业绩符合我们此前预期。**

公司公布 19Q3 业绩预告, 业绩符合我们此前预期。 预计 19 年前三季度实现营收 18.09-19.43 亿元, 同比增长 35%-45%; 实现归母净利润 1.67-1.79 亿元, 同比增长 30%-40%; 实现扣非净利润 1.54-1.66 亿元, 同比增长 35.51%-46.81%。公司前三季度业绩实现快速增长, 符合我们此前预期。19Q3 单季度, 公司实现营收 6.96-7.49 亿元, 同比增长 30%-40%; 实现归母净利润 5774.07-6218.22 万元, 同比增长 30%-40%; 实现扣非净利润 4790.58-5234.73 万元, 同比增长 21.88%-33.17%。B2C 业务带动整体盈利能力大幅提升。

公司 19 年前三季度归母净利率仍处在正常水平, 预计 B2C 业务净利率仍有提升空间。 1) 根据公司业绩预告, 19 年前三季度公司归母净利率 (归母净利润/主营业务收入) 为 8.57%-9.92%, 18 年同期为 9.56%; 扣非净利率为 7.9%-9.20%, 18 年同期为 8.46%; 我们认为虽然公司收购的印尼工厂净利率水平略低于原有 B2B 业务, 但目前公司净利率水平仍处在正常水平。其中 19Q3 单季度, 公司归母净利率为 7.70%-8.94%, 18Q3 单季度为 8.3%; 扣非净利率为 6.39%-7.52%, 18Q3 单季度为 7.34%。2) 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: 19 年前三季度公司主业持续高增长, 报表质量进一步提升**

公司前三季度业绩持续高增长, 主业业绩符合我们此前预期。 公司公布 2019 前三季度业绩, 实现营收 26.47 亿元 (+29.45%), 实现归母净利润 6.02 亿元 (+33.96%), 扣非净利润 5.66 亿元 (+33.08%), 公司前三季度业绩基本符合我们此前预期。2019Q3 单季度, 公司实现营收 10.13 亿元 (+24.89%), 实现归母净利润 2.16 亿元 (+36.89%), 扣非净利润 2.04 亿元 (+34.92%), 整体来看, 公司 19 年前三季度业绩持续保持较快速增长。

公司主业持续高增长, 保理业务规模进一步缩减, 时间互联持续稳健增长。 19 年前三季度, 公司本部 (除时间互联外) 实现营收 6.8 亿元 (+30.58%), Q3 单季度实现营收 2.55 亿元 (+33.13%)。2019 年前三季度公司本部实现归母净利润 5.11 亿元 (+40.47%), 其中 19Q3 单季度实现 1.82 亿元 (+42.13%), 业绩保持高速增长, 符合我们此前预期。19 年前三季度公司本部保理和其他业务合计实现营收 6673 万元 (-14%), 19Q3 单季度保理+其他业务为 2251 万元 (-37%); 其中公司保理业务应收账款同比减少 30.97%, 公司保理业务规模进一步收缩。19 年前三季度公司时间互联实现营收 19.67 亿元 (+29.06%),

19Q3 单季度实现营收 7.58 亿元 (+22.35%)。2019 年前三季度时间互联实现归母净利润 9080 万元 (+7.9%)，其中 19Q3 单季度实现 3341 万元 (+13.96%)。

GMV 持续高增长，货币化率有所回升。19 年前三季度公司各电商渠道 GMV 达到 168.08 亿元 (+59.47%) 19 年前三季度公司货币化率为 3.65%，相比 18H1 的货币化率下降 0.58pct，但相比 19H1 的 3.47% 上升 0.18pct；其中 19Q3 单季度为 4.02% (-0.38pct)，环比 19Q2 下降 -0.28pct，降幅收窄，符合我们此前预期，预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。

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

投资建议：维持“买入”评级，略下调盈利预测，继续重点推荐。南极电商作为我们重点推荐标的，业绩持续快速增长，商业模式不断优化。考虑到公司主业绩持续稳定高增长，我们预计 2019-2021 年公司主业授权业务实现营收增速分别为 40.3%、31.8%、32.5%；实现净利润增速分别为 41.2%、33.8%、32.8%；另外考虑到时间互联业务的业绩逐渐趋于稳定，同时时间互联考虑到应收账款回款风险，更倾向于选择大客户进行合作，以保证公司报表质量的健康，减少回款风险。考虑到这类客户的净利率较低，我们略下调时间互联的盈利预测；另外，考虑到公司本部保理业务规模逐步收缩，所以我们对于这两部分的盈利预测进行了调整，由此整体盈利预测略有下调。综合来看，我们预计公司 2019-2021 年整体的营收为 43.98 亿元、54.03 亿元、64.93 亿元，同比增长分别为 31.16%、22.86%、20.18%；预计公司归母净利润分别为 12.07 亿元、15.74 亿元、20.49 亿元，同比增长分别为 36.07%、30.38%、30.14%。由于预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.49/0.64/0.83 元（原值为 0.52/0.74/0.99 元），继续重点推荐。

● **比音勒芬：公司公布 19 年前三季度业绩公告，业绩持续快速增长，盈利能力提升显著。**

公司公布 2019 年前三季度业绩，实现营收 13.23 亿元 (+24.95%)，实现归母净利润 3.11 亿元 (+51.09%)，实现扣非净利润 3 亿元 (+53.48%)，业绩持续快速增长，符合此前预告，超市场预期。19Q3 单季度公司实现营收 4.78 亿元 (+26.6%)，实现归母净利润 1.37 亿元 (+64.41%)，扣非净利润 1.34 亿元 (+65.98%)。

公司毛净利率提升明显，盈利能力提升明显。1) **毛利率：**公司 19 年前三季度毛利率为 68.00% (+4.75pct)，毛利率有所上升；其中 19Q3 毛利率为 68.95% (+6.66pct)，上升幅度较大。我们认为主要系公司货品折扣提升所致。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，未来毛利率有望进一步提升。2) **净利率：**公司 19 年前三季度净利率为 23.52% (+4.07pct)，净利率提升明显，盈利能力有所提升；其中 19Q3 净利率为 28.75% (+6.96pct)。

我们认为公司具备较强的定价能力，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。根据我们草根调研了解到，公司定价能力较强，所以当季产品不打折，而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。

比音勒芬是纺服行业中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，我们认为公司开店空间在 1500--2000 家左右，随着新品牌和新渠道的不断贡献，公司有望保持持续较快的增长，继续坚定推荐。

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：19Q3 安踏主品牌流水增速加快，FILA 持续高增长。**

公司公布 19Q3 经营数据，安踏主品牌 19Q3 流水加速增长。2019Q3 单季度，主品牌安踏零售额较 18 年同期实现 10%-20% 中段增长，FILA 品牌零售额同比增长 50%-55%，其他品牌零售额同比增长 30%-35%，整体业绩基本符合预期，其中 FILA 品牌增速相比 19 年上半年略有下降主要系 18 年同期高基数影响。

拆分来看：1) 我们预计安踏大货线下渠道实现低双位数增长，安踏儿童线下实现 25% 增长；线上电商渠道 30%-35% 的增长。从折扣来看，19Q3 安踏的零售折扣在 7.2 折左右，折扣略降；库销比保持在 4-5 之间；2) 我们预计 FILA 品牌大货实现 40% 左右增长，FUSION 潮牌增长 2 倍，FILA 儿童超过 70%；线上电商实现 80% 以上增长。FILA 品牌折扣保持在 8 折左右，与 18 年同期相比相差不大；库销比保持在 5-6 之间。

预计 2019 年安踏品牌维持稳健增长，FILA 维持相对高增长。预计 2019 年安踏品牌流水中双位数增长，FILA 整体流水 50% 以上增长，其他品牌中 Descente 流水有望达到 8-10 亿元。

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。

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。

- **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：安踏体育、南极电商、开润股份、比音勒芬 19 年三季度业绩持续快速增长，继续推荐具备长增长逻辑的龙头公司

1、本周安踏体育、南极电商、比音勒芬公布 19 年前三季度业绩，业绩持续高增长。

1) 安踏体育：2019Q3 单季度，主品牌安踏零售额实现 10%-20%中段增长，FILA 品牌零售额同比增长 50%-55%，其他品牌同比增长 30%-35%，整体业绩基本符合预期，其中 FILA 品牌增速相比 19 年上半年略有下降主要系 18 年同期高基数影响，但依旧保持较高速增长，我们认为未来 FILA 未来增长的可持续性来自于店效的持续提升，预计 19 年全年 FILA 整体流水在 50%以上增长；主品牌安踏 19Q3 流水加速增长，预计主品牌安踏流水 19 年实现中双位数增长；其他品牌中 Descente 预计 19 年实现 8-10 亿的流水规模，继续推荐。

2) 南极电商：19 前三季度业绩，实现营收 26.47 亿元 (+29.45%)，实现归母净利润 6.02 亿元 (+33.96%)。其中公司主业保持持续高速增长，符合我们此前预期；保理业务规模进一步收缩；时间互联业务保持稳健增长，公司报表质量进一步改善。另外，公司 GMV 持续保持高增长，新品类快速上量，前三季度货币化率较上半年有所回升，预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。公司顺应电商渠道流量规模，推行大店策略，成效显著；质量控制措施稳步推荐，继续看好公司未来发展。

3) 比音勒芬：公司公布 2019 年前三季度业绩，实现营收 13.23 亿元 (+24.95%)，实现归母净利润 3.11 亿元 (+51.09%)，业绩持续快速增长，符合此前预告，超市场预期。公司盈利能力持续提升；存货规模虽有所上升，但主要系公司秋冬装备货影响。我们认为公司具备较强的定价能力，当季产品不打折，清库存的主要渠道奥莱店的请存货能力较强，目前存货仍在合理范围之内。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的增长，继续坚定推荐。

4) 开润股份：公司公布 19 年前三季度业绩预告，预计实现营收 18.09-19.43 亿元，同比增长 35%-45%；实现归母净利润 1.67-1.79 亿元，同比增长 30%-40%；实现扣非净利润 1.54-1.66 亿元，同比增长 35.51%-46.81%。公司前三季度业绩实现快速增长，符合我们此前预期，继续推荐。

2、9 月社零数据公布，印证我们此前观点

19 年 9 月当月的服装针织鞋帽的零售额同比为 3.6%，相比 18 年 8 月同期下降 5.4pct，相比 19 年 7 月环比下降 1.6pct。2019 年 1-9 月服装单项零售额累计同比为 3.3%，相比 18 年同期下降 5.6pct，环比 19 年 7 月累计同比数据上升 0.1pct。我们建议当前时间应关注细分行业内具备长期增长逻辑的优秀龙头公司。如体育服饰行业的安踏体育、李宁；以及电商行业的开润股份、南极电商等。

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，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*	29.89	20.49	44.2%	32.6%	45.9%	42.4%	173.7	230.4	336.1	478.8	68.9
南极电商*	24.32	17.98	32.5%	36.1%	35.2%	29.9%	886.5	1,206.2	1,631.4	2,118.7	293.4
比音勒芬*	19.58	14.90	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	80.8
森马服饰*	17.38	14.99	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	331.9
海澜之家*	9.32	8.59	8.5%	8.2%	8.5%	8.6%	3,454.8	3,736.5	4,052.3	4,399.3	348.3
美邦服饰*	12.52	8.36	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	53.8
梦洁股份*	18.10	13.06	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	37.1
李宁*	48.29	36.69	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	617.8
安踏体育*	34.88	27.22	25.8%	38.1%	28.2%	23.4%	4,102.9	5,664.4	7,260.4	8,957.8	1,976.0
罗莱生活*	12.90	11.69	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	75.0
歌力思*	13.15	11.12	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	57.9
百隆东方*	14.98	13.76	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	68.3
九牧王*	11.09	12.94	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	64.2
水星家纺*	12.93	11.18	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	42.8
健盛集团*	14.45	11.65	23.3%	25.2%	24.1%	22.6%	206.4	258.5	320.6	393.0	37.3
太平鸟*	10.75	9.55	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	67.8
鲁泰A	9.95	9.16	8.0%	8.9%	8.7%	7.3%	811.5	883.5	960.0	1,029.7	87.9
伟星股份	14.05	12.66	10.1%	5.7%	11.0%	9.2%	310.3	328.0	364.0	397.5	46.1
七匹狼	11.74	10.61	11.1%	6.9%	10.6%	11.5%	346.3	370.1	409.4	456.7	43.5
华孚时尚	15.61	13.48	15.4%	-7.2%	15.8%	15.0%	751.8	697.9	807.9	929.0	108.9
新野纺织	8.02	6.55	19.1%	-1.7%	22.4%	15.9%	386.5	380.0	465.0	539.0	30.5
报喜鸟	24.18	17.67	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	35.1
富安娜	10.24	9.01	13.4%	3.1%	13.7%	13.2%	543.4	560.1	636.5	720.2	57.4
汇洁股份	14.80	12.67	13.5%	40.0%	16.8%	10.3%	165.7	232.0	271.0	299.0	34.3
奥康国际	23.08	20.13	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	37.9
锦泓集团	8.21	7.42	10.7%	-18.0%	10.7%	10.6%	272.8	223.7	247.7	274.0	18.4
天创时尚	10.61	9.58	10.4%	5.1%	10.7%	10.1%	242.2	254.5	281.9	310.4	27.0
安正时尚*	14.61	12.58	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	54.9
探路者	25.96	21.50	22.8%	-169.8%	20.8%	24.8%	-181.9	127.0	153.4	191.5	33.0
新澳股份	13.00	10.94	14.7%	15.3%	18.8%	10.8%	199.4	229.9	273.1	302.5	29.9
联发股份	8.00	7.73	6.2%	2.5%	3.5%	8.9%	390.3	400.0	414.0	451.0	32.0
红豆股份	38.65	33.98	12.8%	5.7%	13.7%	11.9%	207.1	218.9	249.0	278.7	84.6
航民股份	9.63	8.85	8.3%	9.0%	8.8%	7.9%	661.9	721.8	785.1	846.9	69.5
雅戈尔	7.67	6.98	-	13.2%	9.9%	-	3,676.9	4,163.0	4,575.5	-	319.4
搜于特	21.78	17.96	-	-12.4%	21.3%	-	369.4	323.7	392.7	-	70.5
摩登大道	168.63	148.79	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	25.3
柏堡龙	19.88	17.59	-	10.5%	13.0%	-	192.5	212.7	240.4	-	42.3
际华集团	39.96	32.96	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	150.6

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 10 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. 开润股份业绩预告点评：19 年前三季度业绩符合我们此前预期，继续坚定推荐

1、事件：公司公布 19Q3 业绩预告，业绩符合我们此前预期

公司公布 19Q3 业绩预告，业绩符合我们此前预期。公司公布 19 年前三季度业绩预告，预计 19 年前三季度实现营收 18.09-19.43 亿元，同比增长 35%-45%；实现归母净利润 1.67-1.79 亿元，同比增长 30%-40%；实现扣非净利润 1.54-1.66 亿元，同比增长 35.51%-46.81%。公司前三季度业绩实现快速增长，符合我们此前预期。19Q3 单季度，公司实现营收 6.96-7.49 亿元，同比增长 30%-40%；实现归母净利润 5774.07-6218.22 万元，同比增长 30%-40%；实现扣非净利润 4790.58-5234.73 万元，同比增长 21.88%-33.17%。

2、公司 19 年前三季度归母净利率仍处在正常水平，预计 B2C 业务净利率仍有提升空间：

1) 根据公司业绩预告，19 年前三季度公司归母净利率（归母净利润/主营业务收入）为 8.57%-9.92%，18 年同期为 9.56%；扣非净利率为 7.9%-9.20%，18 年同期为 8.46%；我们认为虽然公司收购的印尼工厂净利率水平略低于原有 B2B 业务，但预计 B2C 业务净利率不断提升，目前公司整体净利率水平仍处在正常水平。其中 19Q3 单季度，公司归母净利率为 7.70%-8.94%，18Q3 单季度为 8.3%；扣非净利率为 6.39%-7.52%，18Q3 单季度为 7.34%。

2) 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。

3、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：

B2B 业务：切入 NIKE 供应链体系，购买土地用以海外生产扩建。

1) 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) 公司子公司印尼宝岛公司拟用 4421 万元购买印尼 1.43 万平方米土地；子公司印尼锦林公司拟用 1800 万元购买 4.7 万平方米土地。这部分土地主要作为公司海外生产基地扩建的储备用地，有利于提升公司海外生产基地的产能规模。

我们认为未来 B2C 业务的成长点主要来自于：

1) **扩渠道。**除了小米直营系渠道，小米有品渠道，9 分天猫旗舰店、90 分京东旗舰店、团购渠道等不断发力。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。

2) **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。

3) **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。

近期，我们发布《开润股份 2.0 时代（II）：90 分品牌进化论》：我们通过深入分析 90 分品牌产品迭代、渠道开发，并重点讨论公司在品牌塑造和营销的措施和变化，从而对于开润股份 B2C 业务中 90 分品牌的发展进行深入探讨。

盈利预测：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 10 月 15 日发布的《【开润股份】业绩预告点评：19 年前三季度业绩符合我们此前预期，继续坚定推荐》）

2.2. 歌力思公司点评：实现对 IRO 品牌 100%的全球控制权，为公司多品牌全球化运营打下良好基础

1、事件：歌力思收购 ADON WORLD SAS 43%股权，从而实现对 IRO 品牌 100%的全球控制权：

公司发布公告，拟通过全资子公司东明国际以自有资金及自筹资金 8,950 万欧元向 ELYONE SARL 收购其持有 ADON WORLD SAS 的 43%股权。本次交易完成后，歌力思将通过其全资子公司前海上林、东明国际及孙公司 ADON WORLD SAS 间接持有 IRO SAS 100%的股权，将直接和间接通过前海上林、东明国际、ADON WORLD SAS、IRO SAS 合计持有依诺时尚 100%的股权，实现对 IRO 品牌的全球 100%控制权。

2、IRO 品牌收购过程：

1) 2016 年 6 月通过收购前海上林 16%的股权（完成后持有前海上林 65%股权），间接控股 IRO 品牌（前海上林持有 ADON WORLD 57%股权，而 ADON WORLD 持有 IRO 公司 100%股权）37.05%的股权；

2) 2018 年 7 月向 IRO SAS 收购依诺时尚 80%股权，取得中国大陆地区 IRO 品牌独家代理权，全面负责 IRO 产品在中国大陆的销售和经销商管理工作；

3) 2019 年 7 月收购前海上林 35%股权，收购后歌力思取得前海上林 100%股权；收购完成后歌力思通过前海上林持有 IRO SAS 57%股权，进一步加强对 IRO 品牌的全球控制权；

4) 2019 年 10 月拟收购 ADON WORLD SAS 的 43%股权，实现对 IRO 品牌的全球 100%控制权。

3、IRO 品牌近年发展迅速，作为歌力思旗下首个全球品牌，未来将为公司开拓全球化业务打下良好基础：

IRO 品牌是定位轻奢领域的法国设计师品牌，以“street girls & fashionable women”为设计理念，追求街头情怀的法式简约风格。近年，IRO 品牌业绩实现快速增长。2019H1 IRO 品牌实现营收 3.43 亿元（+35.32%），全球直营店铺 53 家，目前已经通过多种渠道进驻 50 个国家；其中中国地区实现营收 3776 万元（+208.19%），中国直营店铺 18 家，主要分布在北京、上海及深圳等一线城市的核心商业地带，19H1 同店增长达到 32.03%。

本次收购完成后，歌力思将实现对 IRO 品牌 100%的全球控制权。由于 IRO 品牌是公司旗下首个全球品牌，且近年发展势头良好，全面掌控 IRO 后可以为歌力思的全球化业务提供实践基础和平台，为歌力思全球化业务打下良好基础；同时 IRO 品牌可以凭借歌力思的优势资源，如渠道、品牌推广、供应链和运营资源得到更好的发展，充分发挥协同效用。

4、继续看好歌力思依托其中高端服饰的优秀运营经验，打造多品牌时尚集团；多品牌协同优势体现明显。

1) 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。

2) 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。

3) 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。维持原有盈利预测,预计19-21年公司实现净利润4.4亿元、5.21亿元、6.12亿元,同比增长20.6%、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。

(摘自2019年10月15日发布的《【歌力思】公司点评:实现对IRO品牌100%的全球控制权,为公司多品牌全球化运营打下良好基础》)

2.3. 比音勒芬三季报点评: 19年前三季度业绩持续快速增长, 盈利能力提升明显

1、事件: 公司公布2019年前三季度业绩, 毛净利率提升明显, 盈利能力提升明显:

公司公布2019年前三季度业绩, 实现营收13.23亿元(+24.95%), 实现归母净利润3.11亿元(+51.09%), 实现扣非净利润3亿元(+53.48%), 业绩持续快速增长, 符合此前预告, 超市场预期。19Q3单季度公司实现营收4.78亿元(+24.6%), 实现归母净利润1.37亿元(+64.41%), 扣非净利润1.34亿元(+65.98%)。

1) 毛利率: 公司19年前三季度毛利率为68.00%(+4.75pct), 毛利率有所上升; 其中19Q3毛利率为68.95%(+6.66pct), 上升幅度较大。我们认为主要系公司货品折扣提升所致。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, 未来毛利率有望进一步提升。

2) 费用率: 19年前三季度销售/管理+研发/财务费用率分别为28.44%(+1.37pct)/11.66%(+1.95pct)/-0.30%(+0.27pct)。公司销售费用率略有提升, 我们认为主要系随着收入增加, 商场费用相应增加所致; 管理费用率有所上升主要系办公场所使用费及股权激励费用增加所致, 同时公司持续加大研发投入使得研发费用提升92%; 财务费用率有所提升主要系利息收入减少所致。其中, 19Q3销售/管理/财务费用率分别为24.36%(+1.21pct)/10.50%(+1.30pct)/-0.35%(+0.06pct)。

3) 资产减值损失: 公司19年前三季度资产减值损失为-1367万元, 而18年同期为1168万元, 19Q3单季度为-543.70万元, 18Q3为561.41万元, 预计是存货减值冲回影响。

4) 净利率: 公司19年前三季度净利率为23.52%(+4.07pct), 净利率提升明显, 盈利能力有所提升; 其中19Q3净利率为28.75%(+6.96pct)。

2、公司具备较强的定价能力, 存货风险可控, 经营性现金流改善明显:

1) 存货: 2019年前三季度公司存货金额为6.77亿元(+37.51%), 相比年初相比增长8.85%; 19Q3单季度来看, 公司存货金额为7942万元, 同比提升67.86%。公司存货金额有所提升我们认为主要系: 秋冬装及新品牌备货影响。从存货周转率来看, 19年前三季度为0.65次(-0.27次), 周转率有所下降。

我们认为公司具备较强的定价能力, 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。根据我们草根调研了解到, 公司定价能力较强, 所以当季产品不打折, 而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。

2) 应收账款: 2019年前三季度公司应收账款金额为9058万元(+18.54%), 应收账款金额略有提升, 但相比19年年初下降13.22%。从周转率来看, 19年前三季度公司应收账款周转率为13.58次(-2.7次), 周转率有所下降, 我们认为主要系: 公司渠道结构中百货渠道占比较多, 而商场回款存在1-2个月的账期; 同时加盟商回款账期也对公司应收账款周

转率产生一定影响。

3) 经营性现金流: 19 年前三季度公司经营活动产生的现金流净额为 1.61 亿元 (+86.40%), 其中 19Q3 单季度现金流净额为 7007.87 万元 (+54.86%), 环比 19Q2 单季度的负现金流改善明显。

3、比音勒芬是纺服行业中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; 2019 年 10 月, 威尼斯品牌签约田亮叶一茜夫妇出人首任品牌代言人, 开始了品牌宣传和营销等方面的工作, 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, 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: 终端消费疲软, 门店拓展不及预期, 存货风险。

(摘自 2019 年 10 月 20 日发布的《【比音勒芬】三季报点评: 19 年前三季度业绩持续快速增长, 盈利能力提升明显》)

2.4 南极电商三季报点评: 主业业绩延续高增长符合预期, 报表质量进一步改善

1、事件: 公司前三季度业绩持续高增长, 主业业绩符合我们此前预期。

公司公布 2019 前三季度业绩, 实现营收 26.47 亿元 (+29.45%), 实现归母净利润 6.02 亿元 (+33.96%), 扣非净利润 5.66 亿元 (+33.08%), 公司前三季度业绩基本符合我们此前预期。

2019Q3 单季度, 公司实现营收 10.13 亿元 (+24.89%), 实现归母净利润 2.16 亿元 (+36.89%), 扣非净利润 2.04 亿元 (+34.92%), 整体来看, 公司 19 年前三季度业绩持续保持较快速增长。

2、收入端拆分:

1) 本部: 19 年前三季度, 公司本部 (除时间互联外) 实现营收 6.8 亿元 (+30.58%), Q3 单季度实现营收 2.55 亿元 (+33.13%), 公司主营业务持续高增长, 符合我们此前预期。

① 授权业务: 19 年前三季度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 6.14 亿元 (+35.57%) 19Q3 单季度实现 2.32 亿元 (+42.53%), 仍保持持续快速增长, 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。

② 保理业务+其他业务收入: 19 年前三季度公司本部保理和其他业务合计实现营收 6673 万元 (-14%), 19Q3 单季度保理+其他业务为 2251 万元 (-37%); 其中公司保理业务应收账款同比减少 30.97%, 公司保理业务规模进一步收缩。

2) 时间互联: 19 年前三季度公司时间互联实现营收 19.67 亿元 (+29.06%), 19Q3 单季度

实现营收 7.58 亿元 (+22.35%)。在广告客户方面, 19Q3 单季度公司新拓展客户 135 家, 在维系原有电商、网服、金融、教育工具等行业 APP 客户的同时, 拓展 H5 类型客户, 获取新的业绩增长点; 在流量平台方面, 在巩固原有合作媒体的同时, 成为了今日头条抖音系媒体的核心代理商, 开始发力短视频信息流媒体的拓展

3、利润端拆分:

1) 本部: 2019 年前三季度公司本部实现归母净利润 5.11 亿元 (+40.47%), 其中 19Q3 单季度实现 1.82 亿元 (+42.13%), 业绩保持高速增长, 符合我们此前预期。

2) 时间互联: 2019 年前三季度时间互联实现归母净利润 9080 万元 (+7.9%), 其中 19Q3 单季度实现 3341 万元 (+13.96%)。

4、GMV 持续高增长, 优势品类持续高增长, 新品类快速上量:

19 年前三季度公司各电商渠道 GMV 达到 168.08 亿元 (+59.46%), 其中 19Q3 单季度 GMV 为 57.88 亿元 (+54.70%), 增速略有放缓。

1) 分品牌来看: 19 年前三季度南极人品牌 GMV 达到 145.21 亿元 (+65.03%); 卡帝乐鳄鱼 GMV 为 20.08 亿元 (+37.11%); 经典泰迪 GMV 达到 1.49 亿元 (+54.31%)。

2) 分平台来看: 阿里渠道 GMV 为 111.36 亿元 (+50.93%), 占比 66.25% (-3.75pct); 京东 GMV 为 26.59 亿元 (+36.47%), 占比为 15.82% (-2.66%)、社交电商 (主要为拼多多) 的 GMV 21.53 亿元 (+131.81%), 占比为 12.81% (+3pct)、唯品会的 GMV 7.46 亿元 (+198.93%), 占比为 4.44%。公司社交电商及唯品会渠道 GMV 实现快速增长, 社交电商占比提高明显, 我们认为主要得益于拼多多平台 GMV 的持续提升。

3) 分品类来看: 公司优势成熟品类始终维持快速增长, 市占率进一步提升。以阿里平台为例, 南极人优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”在 19 年前三季度 GMV 实现 34.56 亿元 (+52.04%), 市占率位列细分行业第一; “床上用品”品类的 GMV 为 21.39 亿元 (+62.41%), 市占率位列细分行业第一。

5、19 年前三季度货币化率相比 19 年上半年有所回升:

19 年前三季度公司货币化率 (品牌服务费及经销商授权收入/GMV) 为 3.65%, 相比 18H1 的货币化率下降 0.58pct, 但相比 19H1 的 3.47% 上升 0.18pct; 其中 19Q3 单季度为 4.02% (-0.38pct), 环比 19Q2 下降 -0.28pct, 降幅收窄, 符合我们此前预期, 预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。

6、公司顺应电商渠道流量规则, 推行大店策略, 成效显著:

1) 店铺层级分工明确: 2019 年前三季度, 公司合作供应商 985 家; 合作经销商 4,321 家, 授权店铺 5,559 家。公司延续店铺分层战略, 综合大店做“爆款及爆款群”, 腰部店铺依托供应链体系做分销, 小店铺进行种草, 这种分工更充分地体现了电商渠道流量规则变化下, 综合大店兴起的趋势。

2) 公司顺应目前电商流量变化规则, 推行大店策略, 成效显著。 2019 年前三季度南极人官方旗舰店实现 GMV 6.29 亿元 (+225.01%)、床上用品品类的南极人悠选专卖店和杜尚专卖店分别实现 GMV 4.52 亿元 (+161.27%)、2.33 亿元 (+406.21%)。南极人品牌通过爆款+丰富供应链+快速反应能力, 迅速形成了规模效应, 重要的大店在 19 年前三季度 GMV 实现了高速增长。

7、19Q3 单季度毛利率略有上升, 净利率有所提升:

1) 毛利率: 2019 年前三季度公司实现销售毛利率 29.18% (-0.99pct), 略有下降, 我们认为主要系新品类扩充使得公司综合服务费率略有降低影响; 其中 19Q3 单季度实现销售毛利率 28.28% (+0.17pct), 单季度毛利率略有上升。

2) 费用率: 19 年前三季度公司销售、管理+研发、财务费用率分别为 2.25% (-0.53pct)、3.50% (+0.29pct)、-0.03% (+0.14pct), 其中 19Q3 单季度公司销售、管理、财务费用率

分别为 2.63% (-1.98pct)、3.18% (+0.34pct)、0.04% (+0.11pct)。公司销售费用率略有下降主要系公司广告费支出下降所致，管理费用率略有上升主要系业务扩张及人员成本增加所致，财务费用率变动不大。

3) 净利率：19 年前三季度公司销售净利率为 22.75% (+0.73pct)，19Q3 单季度销售净利率为 21.32% (+1.87pct)。拆分来看，19 年前三季度公司本部实现归母净利率 75.16% (+5.04pct)，19Q3 单季度实现归母净利率 71.56% (+3.83pct)，本部净利率水平提升明显；时间互联 19 年前三季度实现归母净利率 4.62% (-0.91pct)，19Q3 单季度实现 4.41% (-0.11pct)。

8、应收账款总额有所下降，经营性现金流持续改善，报表质量显著提升：

1) 应收账款：19 年前三季度公司应收账款总额为 9.76 亿元 (-9.25%)，应收账款总额有所下降，主要系公司保理业务对外投放减少所致。其中，本部品牌授权及综合服务业务的应收账款净额为 4.05 亿元 (+23.67%)，公司通过提升供应商管理水平、完善业务人员绩效考核体系等方式，使本部应收账款得到较大程度改善，应收账款同比增速低于应收的同比增速；保理业务应收账款金额为 3.12 亿元 (-30.97%)；时间互联业务应收账款为 2.47 亿元 (-9.54%)。

2) 经营性现金流：19 年前三季度公司经营性现金流净额为 2.92 亿元 (+43.09%)，其中时间互联现金流净额为 1470.96 万元，相比 18 年同期的-1.03 亿元改善明显。

9、维持“买入”评级，略下调盈利预测，继续重点推荐。

南极电商作为我们重点推荐标的，业绩持续快速增长，商业模式不断优化。考虑到公司主业业绩持续稳定高增长，我们预计 2019-2021 年公司主业授权业务实现营收增速分别为 40.3%、31.8%、32.5%；实现净利润增速分别为 41.2%、33.8%、32.8%；另外考虑到时间互联业务的业绩逐渐趋于稳定，同时时间互联考虑到应收账款回款风险，更倾向于选择大客户进行合作，以保证公司报表质量的健康，减少回款风险。考虑到这类客户的净利率较低，我们略下调时间互联的盈利预测；另外，考虑到公司本部保理业务规模逐步收缩，所以我们对于这两部分的盈利预测进行了调整，由此整体盈利预测略有下调。

综合来看，我们预计公司 2019-2021 年整体的营收为 43.98 亿元、54.03 亿元、64.93 亿元，同比增长分别为 31.16%、22.86%、20.18%；预计公司归母净利润分别为 12.07 亿元、15.74 亿元、20.49 亿元，同比增长分别为 36.07%、30.38%、30.14%。由于预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.49/0.64/0.83 元（原值为 0.52/0.74/0.99 元），继续重点推荐

风险提示：服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

（摘自 2019 年 10 月 21 日发布的《【南极电商】季报点评：主业业绩延续高增长符合预期，报表质量进一步改善》）

2.5 安踏体育公司点评：19Q3 安踏主品牌流水增速加快，FILA 持续高增长

1、事件：公司公布 19Q3 经营数据，安踏主品牌 19Q3 流水加速增长：

2019Q3 单季度，主品牌安踏零售额较 18 年同期实现 10%-20%中段增长，FILA 品牌零售额同比增长 50%-55%，其他品牌（包括 Descente, Kolon Sport, Sprandi, Kingkow, 不包括亚玛芬）零售额同比增长 30%-35%，整体业绩基本符合预期，其中 FILA 品牌增速相比 19 年上半年略有下降主要系 18 年同期高基数影响。

拆分来看：

1) 我们预计安踏大货线下渠道实现低双位数增长，安踏儿童线下实现 25%增长；线上电商渠道 30%-35%的增长。从折扣来看，19Q3 安踏的零售折扣在 7.2 折左右，折扣略降；库销比保持在 4-5 之间；

2) 我们预计 FILA 品牌大货实现 40%左右增长，FUSION 潮牌增长 2 倍，FILA 儿童超过 70%；线上电商实现 80%以上增长。FILA 品牌折扣保持在 8 折左右，与 18 年同期相比相差不大；

库销比保持在 5-6 之间。

2、FILA 依旧保持高速增长，未来增长的可持续性更多的来自于店效的持续提升：

近年 FILA 持续保持较高速增长，19Q3FILA 仍保持 50%-55%的流水增速，虽然环比 19Q2 的 60%的流水增速略有下降，但主要系 18 年基数较高所致（18Q3 FILA 流水增长 90%）。18 年 FILA 新开门店较多，保证了公司 FILA 品牌的持续高增长，我们预计 2019 年 FILA 的新开门店数量会有所放缓，业绩的高增长的可持续性将主要来自于店效的持续提升。

1) **开店预测：**截至 2019H1，FILA 门店数量共 1788 家，其中我们预计 FILA 成人 1080 多家、儿童预计 460 多家、潮牌预计 180 多家，海外店预计 50 多家；预计 FILA 品牌在 2019 年年底有望实现 1900-2000 家，2020 年有望实现 2100-2200 家左右。

2) **店效：**目前 FILA 仍存在一些位置不好、面积较小的门店仍存在可优化的空间，所以仍存在较大的提升空间。

3) **总体来看：**预计 FILA 19 年全年能够保持 50%以上增速。

其他品牌来看，（包括 Descente, Kolon Sport, Sprandi, Kingkow, 不包括亚玛芬）零售额同比增长 30%-35%。其中，Descente 预计在 2019H1 已经实现盈亏平衡，门店数量为 115 家；19 年全年预计门店数量为 130-140 家左右，实现 8-10 亿元左右的流水。此外，Amer（亚玛芬）预计 19 年下半年收入和利润相较上半年会有较大改善。

3、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，FILA 整体流水 50%以上增长，其他品牌中 Descente 流水有望达到 8-10 亿元。

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。

4、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。Amer 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，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

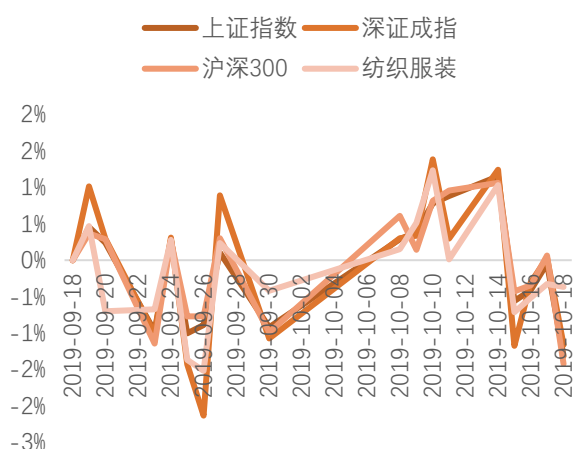
（摘自 2019 年 10 月 18 日发布的《【安踏体育】公司点评：19Q3 安踏主品牌流水增速加快，FILA 持续高增长》）

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

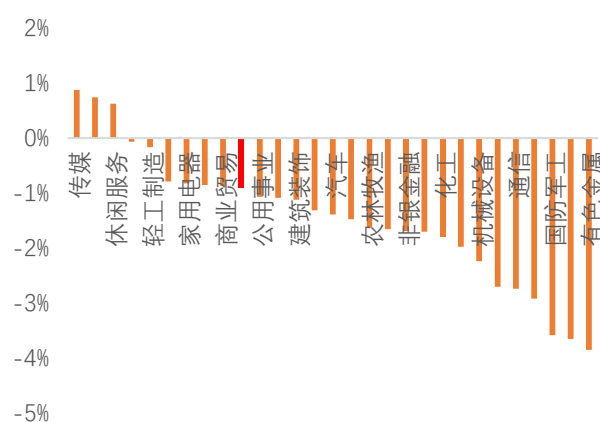
本周上证指数收 2938.14 点，较上周收盘变动-1.19%；深证成指收于 9533.51 点，较上周收盘变动-1.38%；沪深 300 收于 3869.38 点，较上周收盘变动-1.08%；申万纺织服装板块收于 1895.58 点，较上周收盘变动-0.90%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

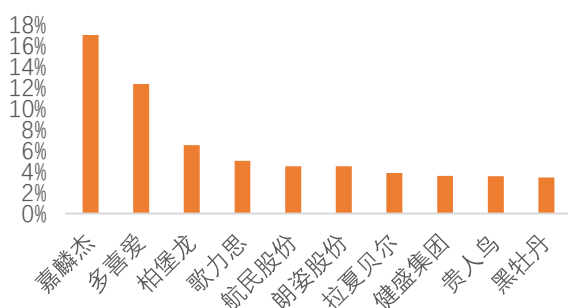
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

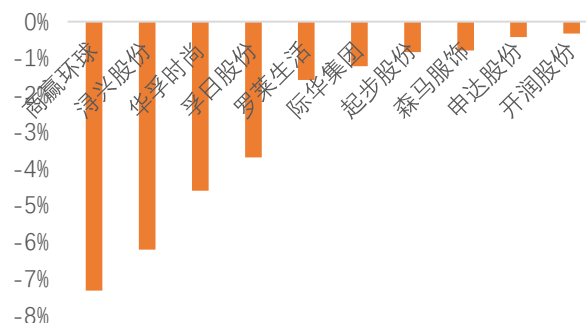
个股方面，嘉麟杰、多喜爱、柏堡龙涨幅居前三；商赢环球、浔兴股份、华孚时尚跌幅居前三。

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：9 月零售数据边际有所改善，服装针织鞋帽行业增速环比下降

2019 年 1-9 月，社会消费品零售总额 296,674.00 亿元，同比增长 8.20%。2019 年 9 月，社会消费品零售总额 34,495.00 亿元，同比增长 7.80%，环比上升 0.30pct。2019 年 9 月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增 3.60%（8 月为 5.20%，环比下

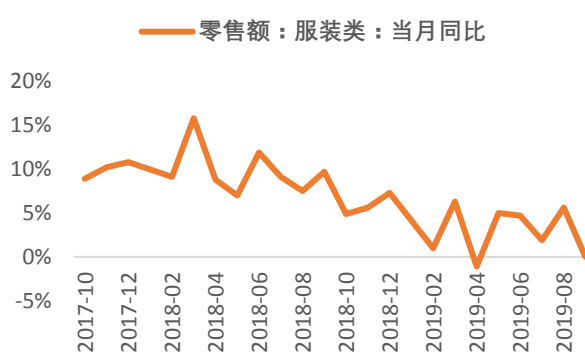
降 1.60pct); 2019 年 8 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增长 12.10%, 环比上升 3.30pct。

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 (%)



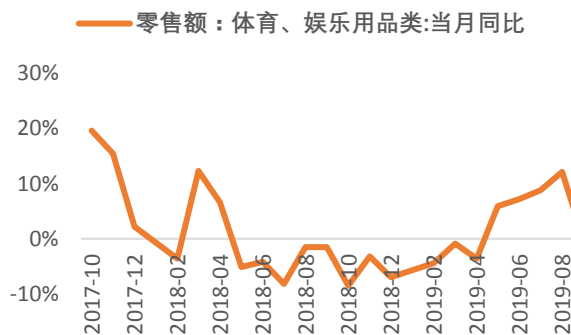
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额: 当月同比 (%)



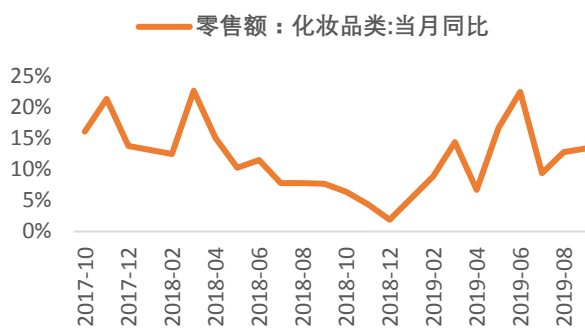
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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 (%)



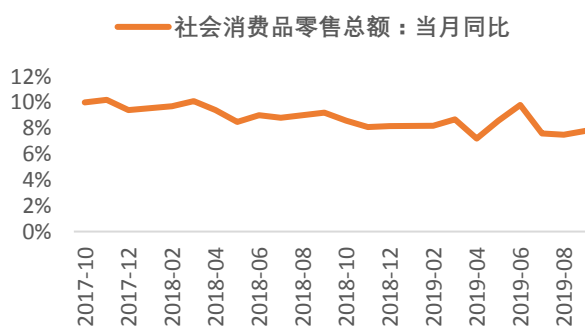
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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 (%)



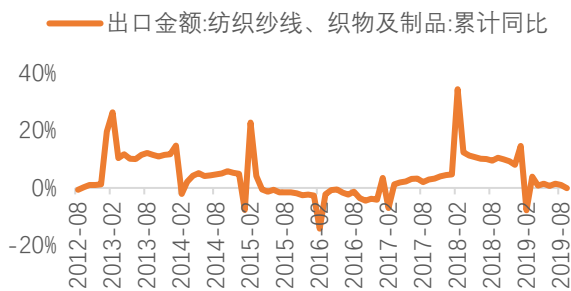
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.2. 出口: 9 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 9 月底, 据海关总署发布的数据显示, 9 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 97.65 亿美元, 同比下降 2.50%, 环比 8 月份下降 7.83%; 2019 年累计出口 891.59 亿美元, 同比下降 0.10%。服装及衣着附件 9 月的出口金额为 147.55 亿美元, 同比下降 7.83%, 环比 8 月份下降 6.01%; 2019 年累计出口 1127.95 亿美元, 同比下降 4.70%。主要系中美贸

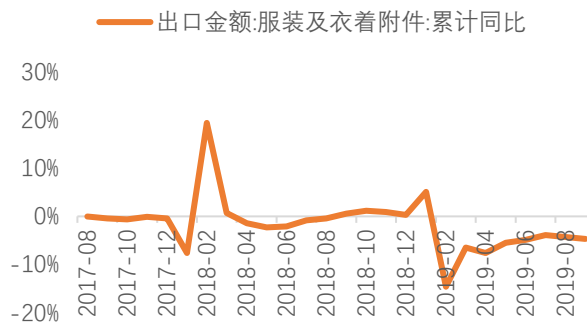
易摩擦不确定因素影响。

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：98.44，较上周上涨 0.85%。

棉花进口价格：2019 年 8 月为 1,973.72 元/吨，较 7 月份 2,027.71 元/吨，下跌 2.66%。

羊毛进口价格：2019 年 8 月为 7,214.93 元/吨，较 7 月份 8,195.77 元/吨，下跌 11.97%。

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+0.00%。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 7,020.00 元/吨，较上周变动-2.23%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7,250.00 元/吨，较上周变动-1.83%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 8,000.00 元/吨，较上周变动-3.61%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 8,900.00 元/吨，较上周变动-2.20%。

国内棉布产量：2019 年 9 月棉布产量 43.00 万吨，当月同比下降 5.50%。

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)



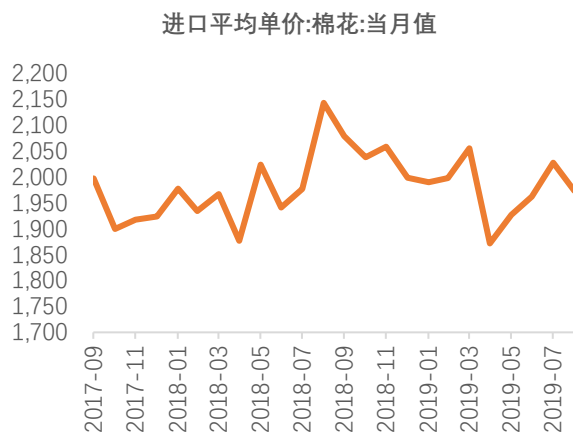
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



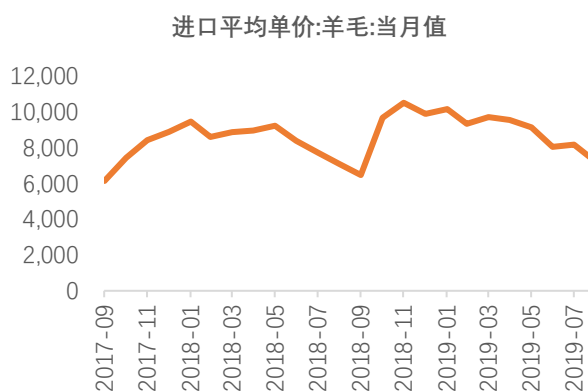
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



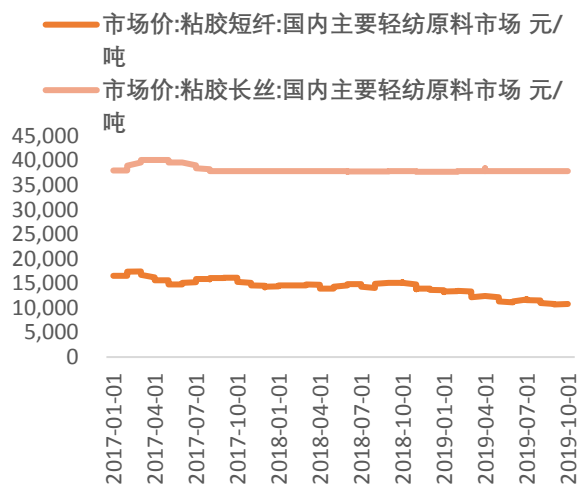
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



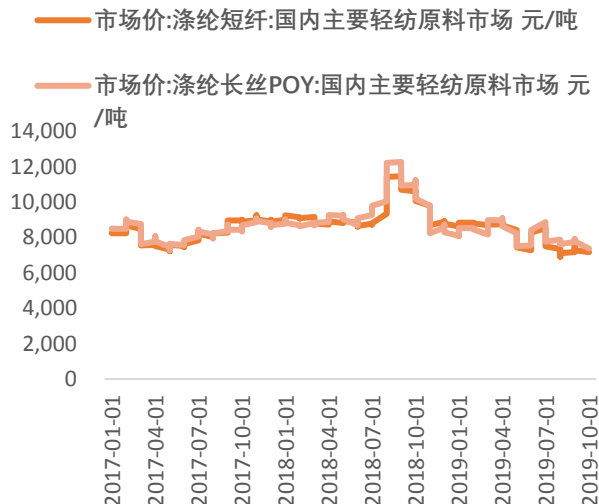
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



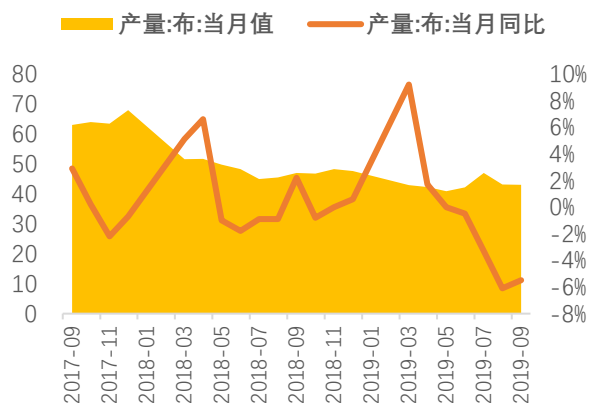
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



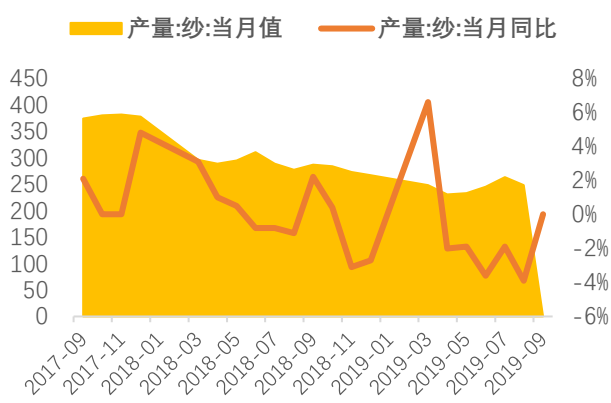
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



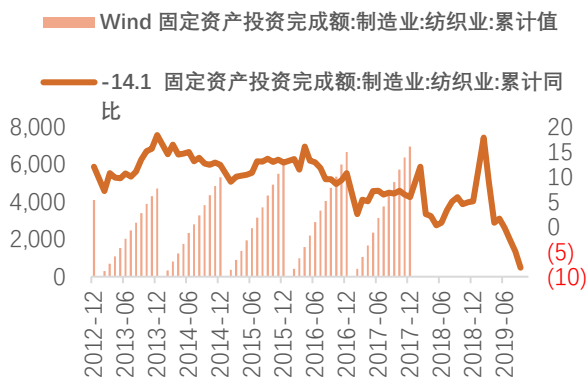
资料来源：Wind，天风证券研究所

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9月，纺织行业固定资产投资同比下降8.20%，较2018年9月同比增速有所下降（-14.10pct）。

服装行业固定资产投资：2019年9月，纺织服装行业固定资产投资同比持平，较2018年9月同比增速有所上升（+1.60pct）。

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，%）



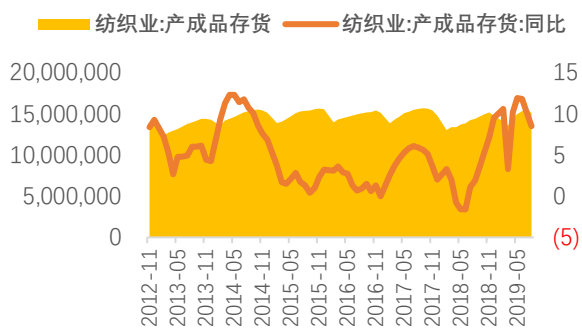
资料来源：Wind，天风证券研究所

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8月，纺织行业产成品库存1506.60亿元，同比增长8.50%，较上月增速有所下降（-1.60pct）。

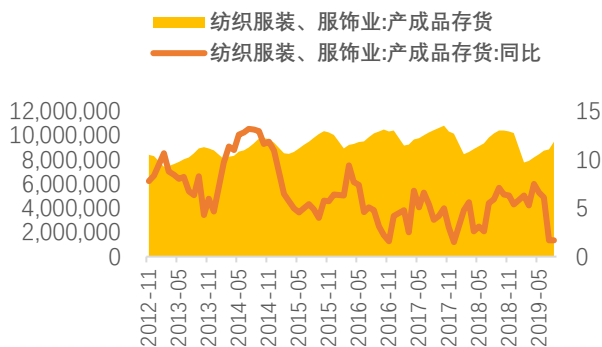
服装行业库存情况：2019年8月，服装行业产成品库存949.90亿元，同比增长1.70%，较上月增速持平，库存量有所增加。

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：

比音勒芬（003832.SZ）1）2019Q3 季报公告：2019年前三季度公司实现营收13.23亿元（+24.95%），实现归母净利润3.11亿元（+51.09%）。其中2019Q3单季度营业收入为4.78亿元（+24.60%），归母净利润1.37亿元（+64.41%）。**2）购买银行理财产品的公告：**2019年10月12日起算至2020年1月10日到期，公司向浦发银行购买银行理财产品2亿元，购买理财产品的交易不构成关联交易。

安正时尚（603839.SH）股票回购注销实施公告：因股权激励对象离职，公司对授予的相关限制性股票由公司进行回购注销。本次注销股份共计25.26万股，共涉及股权激励对象

8人，回购价款总计人民币213.23万元。

开润股份(300577.SZ)1) 2019年前三季度业绩预告:截止9月30日,公司实现主营业务收入18.09亿元至19.43亿元,同比增长35%至45%,归属于上市公司股东的净利润1.67亿元至1.79亿元,同比增长30%至40%。**2) 独立董事辞职公告:**由于个人原因,王浩辞去公司独立董事及提名委员会主任委员、审计委员会委员、薪酬与考核委员会委员的职务,辞职后不再担任公司其他职务。公司将依照相关规定尽快选举新任独立董事。

中潜股份(300526.SZ)控股股东股份质押展期公告:公司股东深圳爵盟将对质押给申万宏源证券的601万股,占总股本的11.07%,进行延期购回,回购日期为2020年10月8日;截至本公告日,深圳爵盟持有公司股份5,429.17万股,占总股本的31.81%。

歌力思(603808.SH)通过全资子公司收购资产公告:公司拟通过全资子公司东明国际以自有资金及自筹资金8,950万欧元向ELYONE SARL收购其持有ADON WORLD SAS的43%股权。

3.3.2. 港股海外板块公告:

佐丹奴(0709.HK) 2019Q3销售情况公告:2019年第三季度公司实现销售额约10.75亿港元,同比减少8.59%。2019前三季度,公司实现销售额约36.17亿港元,同比减少10.38%。

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
10.28	嘉欣丝绸	浙江省嘉兴市中环西路588号嘉欣丝绸广场22楼会议室	14:30
11.04	南极电商	上海市杨浦区江湾城路99号尚浦中心3号楼10楼南极电商(上海)有限公司会议室	14:30
11.04	太平鸟	宁波市海曙区环城西路南段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2: 年内限售股解禁公司明细

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁收益率(%)	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
					总股本	流通A股	占比(%)	总股本	流通A股	占比(%)	
002098.SZ	浔兴股份	2019-01-04	4,800.00	28.29	35,800.00	31,000.00	86.59	35,800.00	35,800.00	100.00	定向增发机构配售股份
002780.SZ	三夫户外	2019-01-11	712.14		11,213.39	7,346.57	65.52	11,213.39	8,058.71	71.87	首发原股东限售股份
002397.SZ	梦洁股份	2019-01-14	7,624.06	-41.23	77,976.48	42,567.67	54.59	77,976.48	50,191.73	64.37	定向增发机构配售股份
002127.SZ	南极电商	2019-01-21	39,173.73	241.26	245,487.04	147,983.18	60.28	245,487.04	187,156.90	76.24	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2019-02-26	29.34		87,444.32	50,941.52	58.26	87,444.32	50,970.86	58.29	股权激励限售股份
603518.SH	锦泓集团	2019-03-06	2,826.24	-12.00	18,055.40	14,916.94	82.62	18,055.40	17,743.18	98.27	定向增发机构配售股份
002404.SZ	嘉欣丝绸	2019-03-06	5,702.36	-3.57	57,767.36	40,204.21	69.60	57,767.36	45,906.58	79.47	定向增发机构配售股份
603518.SH	锦泓集团	2019-03-13	2.40		18,055.40	17,743.18	98.27	18,055.40	17,745.58	98.28	股权激励限售股份

603608.SH	天创时尚	2019-03-14	17,576.94		43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	30,433.07	70.54	首发原股东限售股份
603558.SH	健盛集团	2019-03-25	7,050.00	-21.68	41,635.63	31,373.82	75.35	41,635.63	38,423.82	92.29	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2019-03-26	115.35		87,444.32	50,970.86	58.29	87,444.32	51,086.21	58.42	股权激励限售股份
002875.SZ	安奈儿	2019-04-10	51.16		13,186.17	3,887.65	29.48	13,186.17	3,938.81	29.87	股权激励限售股份
002127.SZ	南极电商	2019-05-09	1,573.03	114.44	245,487.04	188,049.76	76.60	245,487.04	188,049.76	76.60	定向增发机构配售股份
002293.SZ	罗莱生活	2019-05-13	34.00		75,440.91	70,045.07	92.85	75,440.91	70,079.07	92.89	股权激励限售股份
603808.SH	歌力思	2019-05-22	697.13		33,269.44	32,554.44	97.85	33,269.44	33,251.56	99.95	股权激励限售股份
300577.SZ	开润股份	2019-06-13	6.66		21,761.49	6,414.57	29.48	21,761.49	6,421.23	29.51	股权激励限售股份
002003.SZ	伟星股份	2019-06-14	1,572.69	9.64	75,802.04	62,699.33	82.71	75,802.04	64,272.02	84.79	定向增发机构配售股份
603608.SH	天创时尚	2019-06-17	1,227.34	-45.15	43,140.22	30,433.07	70.54	43,140.22	31,660.41	73.39	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2019-06-21	396.86		87,444.32	51,086.21	58.42	87,444.32	51,483.07	58.88	股权激励限售股份
603587.SH	地素时尚	2019-06-24	3,400.00		40,100.00	6,100.00	15.21	40,100.00	9,500.00	23.69	首发原股东限售股份
603958.SH	哈森股份	2019-07-01	15,136.10		21,989.66	6,599.90	30.01	21,989.66	21,736.00	98.85	首发原股东限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2019-07-11	75.57		82,885.79	77,086.97	93.00	82,885.79	77,162.54	93.10	股权激励限售股份
300526.SZ	中潜股份	2019-08-02	11,000.00		17,066.08	6,009.72	35.21	17,066.08	17,009.72	99.67	首发原股东限售股份
002193.SZ	如意集团	2019-08-16	3,051.47	-51.60	26,171.56	23,041.60	88.04	26,171.56	26,093.06	99.70	定向增发机构配售股份
002674.SZ	兴业科技	2019-08-19	5,866.42	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
300577.SZ	开润股份	2019-09-23	23.13		21,751.69	6,421.23	29.52	21,751.69	6,444.35	29.63	股权激励限售股份
600146.SH	商赢环球	2019-09-30	26,997.00	82.90	46,997.00	20,000.00	42.56	46,997.00	46,997.00	100.00	定向增发机构配售股份
002003.SZ	伟星股份	2019-09-30	763.04		75,802.04	64,210.93	84.71	75,802.04	64,973.96	85.72	股权激励限售股份
002327.SZ	富安娜	2019-09-30	412.89		87,444.32	51,976.30	59.44	87,444.32	52,389.19	59.91	股权激励限售股份
002494.SZ	华斯	2019-11-11	370.83	-68.65	38,556.08	29,502.05	76.52	38,556.08			定向增发机构

	股份								构配售股份
300577.SZ	开润股份	2019-12-23	15,225.56		21,751.69	6,444.35	29.63	21,751.69	首发原股东 限售股份
002832.SZ	比音勒芬	2019-12-23	16,184.00		30,827.63	13,429.83	43.56	30,827.63	首发原股东 限售股份
603608.SH	天创时尚	2019-12-26	701.34	-52.27	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