

# 纺织服装

证券研究报告

2019年10月28日

## 开润股份 19 年前三季度业绩持续高增长，新增推荐健盛集团

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:安踏体育、南极电商、开润股份、比音勒芬 19 年前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》 2019-10-21
- 2 《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
- 3 《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

本周核心组合: 开润股份/南极电商/比音勒芬/安踏体育/李宁/健盛集团/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;
- 优质龙头组合: 森马服饰, 海澜之家;
- 优质制造组合: 健盛集团;
- 业绩改善组合: 水星家纺;
- 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 2954.93 点, 较上周收盘变动+0.57%; 深证成指收于 9660.44 点, 较上周收盘变动+1.33%; 沪深 300 收于 3896.79 点, 较上周收盘变动+0.71%; 申万纺织服装板块收于 1898.58 点, 较上周收盘变动+0.16%。

行业数据及观点:

### 1、本周开润股份公布 19 年前三季度业绩, 业绩持续高增长。

1) 开润股份 19 年前三季度实现营收 19.54 亿元 (+35.48%), 实现归母净利润 1.75 亿元 (+36.91%), 实现扣非净利润 1.63 亿元 (+43.42%), 业绩保持快速增长。19Q3 单季度公司实现营收 7.33 亿元 (+27.57%), 实现归母净利润 6155 万元 (+38.58%), 实现扣非净利润 5183 万元 (+31.86%)。

2) B2C 业务: 保持持续增长态势, 预计公司 19 年前三季度 B2C 业务实现 35%-40% 左右增长, 19Q3 单季度 B2C 业务实现 20% 以上增长。19Q3 单季度 B2C 业务增速有所放缓, 但全年仍旧维持 B2C 业务 14 亿左右的营收规模。

3) B2B 业务: 公司 B2B 业务保持快速增长, 预计 19 年前三季度实现 45%-50% 左右增长; 19Q3 单季度 B2B 业务实现 40% 以上增长。我们继续看好公司代工业务的发展, 随着未来印尼工厂产能的进一步扩充, 预计公司 B2B 业务仍能保持快速增长。

4) 估算: B2C: 我们预计 19 年公司 B2C 业务毛利率有望提升 4-5pct 至 25% 以上; 同时随着公司 B2C 业务不断占领市场份额, 规模不断扩大, 费用率将会有所下降, 净利率仍有一定提升空间, 预计 19 年能够提升 1-2pct 至 6%-7% 左右, 未来两年有望持续提升。B2B: 我们预计公司 B2B 业务毛利率、净利率持续提升, 参照给国际品牌做 ODM 的公司, 我们预计未来净利率可以逐渐提高到 10% 左右。

### 2、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, 19 年前三季度业绩持续高增长, 是纺织服装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、安踏体育、李宁三季度业绩超市场预期。

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) 2019-10-25	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	32.50	买入	0.80	1.06	1.40	1.85	40.63	30.66	23.21	17.57
002127.SZ	南极电商	11.50	买入	0.36	0.49	0.64	0.83	31.94	23.47	17.97	13.86
002832.SZ	比音勒芬	26.35	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	27.74	19.66	14.97	11.82
02020.HK	安踏体育	63.28	买入	1.53	2.10	2.69	3.32	41.36	30.13	23.52	19.06
02331.HK	李宁	23.70	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	79.00	43.09	32.47	23.24
603365.SH	水星家纺	16.08	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	15.03	12.97	11.17	9.63
002563.SZ	森马服饰	12.62	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	20.03	17.77	15.39	13.15

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 年前三季度业绩，保持持续快速增长。

公司公布 19 年前三季度业绩，实现营收 19.54 亿元 (+35.48%)，实现归母净利润 1.75 亿元 (+36.91%)，实现扣非净利润 1.63 亿元 (+43.42%)，业绩保持快速增长，符合我们此前预期以及公司此前预告。19Q3 单季度公司实现营收 7.33 亿元 (+27.57%)，实现归母净利润 6155 万元 (+38.58%)，实现扣非净利润 5183 万元 (+31.86%)。

**B2C 业务：**公司 B2C 业务保持持续增长态势，多元化渠道持续优化，产品结构不断完善。公司自有渠道预计实现 80%-100% 的增速，小米渠道占比逐渐减小，预计 19 年全年小米渠道占比能够降至 50% 左右。我们预计公司 19 年前三季度 B2C 业务实现 35%-40% 左右增长，19Q3 单三季度 B2C 业务实现 20% 以上增长。19Q3 单季度 B2C 业务增速有所放缓，但全年仍旧维持 B2C 业务 14 亿左右的营收规模。

**B2B 业务：**得益于拓展了 NIKE 公司等优质客户资源，公司 B2B 业务保持快速增长，预计 19 年前三季度实现 45%-50% 左右增长；19Q3 单季度 B2B 业务实现 40% 以上增长。我们继续看好公司代工业务的发展，随着未来印尼工厂产能的进一步扩充，预计公司 B2B 业务仍能保持快速增长。

**估算：B2C：**随着公司自有渠道的拓展及占比的不断提升，我们预计 19 年公司 B2C 业务毛利率有望提升 4-5pct 至 25% 以上；同时随着公司 B2C 业务不断占领市场份额，规模不断扩大，费用率将会有所下降，净利率仍有一定提升空间，预计 19 年能够提升 1-2pct 至 6%-7% 左右，未来两年有望持续提升。**B2B：**我们预计公司 B2B 业务毛利率、净利率持续提升，参照给国际品牌做 ODM 的公司，我们预计未来净利率可以逐渐提高到 10% 左右。

**维持“买入”评级，维持公司 19 年盈利预测。**公司自 2015 年推出自有品牌 90 分以来，规模不断提升，18 年在中国市场的销量已经超过新秀丽。19 年以来我们发现公司 90 分品牌的发展思路已经从追求“量”为主转变为追求“量+质”相结合。这一过程中，收入增速略有放缓，但盈利能力有所提升。我们维持 19 年盈利预测，但考虑到公司在追求“量+质”的过程中，收入增速有所放缓，我们略下调 2020/2021 年盈利预测，但绝对数额并没有出现大幅下降的情况。由此，预计 19 年-21 年实现归母净利润 2.3、3.05、4.02 亿元，同比增长 32.61%、32.55%、31.53%。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.06/1.40/1.85 元（20 年及 21 年原值为 1.55/2.20 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。

比音勒芬是纺织服装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。

### ● 健盛集团：19 年前三季度业绩超市场预期，盈利能力持续提升

公司公布 19 年前三季度业绩报告，实现营收 13.12 亿元 (+14.64%)，实现归母净利润 2.28 亿元 (+31.04%)，实现扣非净利润 2.05 亿元 (+39.92%)，业绩略超我们预期。从 19Q3 单季度来看，公司实现营收 4.85 亿元 (+25.04%)，实现归母净利润 0.84 亿元 (+32.65%)，实现扣非净利润 0.86 亿元 (+51.6%)，19Q3 单季度扣非净利润和归母净利润之间的差异主要系：19Q3 公司由于交易性金融资产产生的亏损为 880 万元 (18 年同期为 0)；以及其他营业外支出产生 320 万元 (+970%) 等项目的变动较大所致。

公司棉袜业务国内改造基本完成，越南产能有序释放，预计 19/20 年公司棉花产量在 3.4 亿、4.2 亿双，我们预计公司棉袜业务全年能够保持稳健增长。无缝内衣业务国内产能逐步释放，产能持续提升；越南兴安 1800 万件无缝内衣项目也将为公司后续增长提供动力。

考虑到公司 19 年前三季度业绩略超预期，我们略上调公司盈利预测，预计 2019-2020 年公司净利润为 2.91/3.54/4.26 亿元，同比增长 40.72%、21.68%、20.52%；预计 19-21 年 EPS 为 0.7/0.85/1.02 元 (原值为 0.62/0.77/0.94 元)。我们参考上游纺织制造行业部分公司 (百隆东方、华孚时尚、申洲国际、新野纺织) 2020 年的平均估值 14.37 倍，给予公司 2020 年 15 倍 PE，切换 20 年估值后，目标价调整为 12.75 元。

### ● 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：开润股份 19 年前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、本周开润股份公布 19 年前三季度业绩，业绩持续高增长。

1) 开润股份 2019 年前三季度实现营收 19.54 亿元 (+35.48%)，实现归母净利润 1.75 亿元 (+36.91%)，实现扣非净利润 1.63 亿元 (+43.42%)，业绩保持快速增长，符合我们此前预期以及公司此前预告。19Q3 单季度公司实现营收 7.33 亿元 (+27.57%)，实现归母净利润 6155 万元 (+38.58%)，实现扣非净利润 5183 万元 (+31.86%)。

2) **B2C 业务**：保持持续增长态势，预计公司 19 年前三季度 B2C 业务实现 35%-40%左右增长，19Q3 单三季度 B2C 业务实现 20%以上增长。19Q3 单季度 B2C 业务增速有所放缓，但全年仍旧维持 B2C 业务 14 亿左右的营收规模。

3) **B2B 业务**：公司 B2B 业务保持快速增长，预计 19 年前三季度实现 45%-50%左右增长；19Q3 单季度 B2B 业务实现 40%以上增长。我们继续看好公司代工业务的发展，随着未来印尼工厂产能的进一步扩充，预计公司 B2B 业务仍能保持快速增长。

4) **估算：B2C**：我们预计 19 年公司 B2C 业务毛利率有望提升 4-5pct 至 25%以上；同时随着公司 B2C 业务不断占领市场份额，规模不断扩大，费用率将会有所下降，净利率仍有一定提升空间，预计 19 年能够提升 1-2pct 至 6%-7%左右，未来两年有望持续提升。

**B2B**：我们预计公司 B2B 业务毛利率、净利率持续提升，参照给国际品牌做 ODM 的公司，我们预计未来净利率可以逐渐提高到 10%左右。

### 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，19 年前三季度业绩持续快速增长，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、安踏体育、李宁三季度业绩超市场预期。

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/健盛集团/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；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家；
- 优质制造组合：健盛集团；
- 业绩改善组合：水星家纺；
- 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*	30.68	23.15	32.0%	32.6%	32.5%	31.5%	173.7	230.4	305.4	401.7	70.7
南极电商*	23.40	17.31	32.5%	36.1%	35.2%	29.9%	886.5	1,206.2	1,631.4	2,118.7	282.3
比音勒芬*	19.69	14.98	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	81.2
森马服饰*	17.84	15.38	16.7%	12.7%	16.0%	17.5%	1,693.6	1,909.3	2,214.1	2,601.5	340.6
海澜之家*	9.21	8.50	8.5%	8.2%	8.5%	8.6%	3,454.8	3,736.5	4,052.3	4,399.3	344.3
美邦服饰*	12.46	8.32	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	53.5
梦洁股份*	18.29	13.19	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	37.5
李宁*	47.48	36.07	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	607.4
安踏体育*	33.43	26.08	25.8%	38.1%	28.2%	23.4%	4,102.9	5,664.4	7,260.4	8,957.8	1,893.6
罗莱生活*	13.02	11.80	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	75.7
歌力思*	11.38	9.62	17.9%	20.6%	18.3%	17.6%	365.0	440.2	520.7	612.3	50.1
百隆东方*	13.86	12.73	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	63.2
九牧王*	11.07	12.92	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	64.1
水星家纺*	12.95	11.20	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	42.9
健盛集团*	12.81	10.53	21.1%	40.7%	21.7%	20.5%	206.4	290.5	353.5	426.0	37.2
太平鸟*	10.68	9.48	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	67.3
鲁泰A	9.96	9.16	8.0%	8.9%	8.7%	7.3%	811.5	883.5	960.0	1,029.7	88.0
伟星股份	14.30	12.89	10.1%	3.7%	11.0%	9.2%	310.3	321.8	357.0	389.8	46.0
七匹狼	11.89	10.75	11.0%	6.2%	10.6%	11.3%	346.3	367.8	406.8	453.0	43.8
华孚时尚	14.97	12.82	16.2%	-10.5%	16.8%	15.6%	751.8	672.9	785.6	908.3	100.7
新野纺织	11.43	9.44	20.5%	-26.4%	21.1%	19.9%	386.5	284.5	344.5	413.0	32.5
报喜鸟	24.77	18.10	26.5%	179.7%	36.9%	16.9%	51.8	145.0	198.5	232.0	35.9
富安娜	11.18	10.00	12.4%	-3.8%	11.8%	12.9%	543.4	522.6	584.3	659.9	58.4
汇洁股份	14.45	12.37	13.5%	40.0%	16.8%	10.3%	165.7	232.0	271.0	299.0	33.5
奥康国际	23.25	20.28	15.8%	19.8%	14.6%	17.0%	136.9	164.0	188.0	220.0	38.1
锦泓集团	9.78	8.93	8.6%	-31.5%	9.6%	7.6%	272.8	187.0	205.0	220.5	18.3
天创时尚	12.29	11.10	10.4%	5.1%	10.7%	10.1%	242.2	254.5	281.9	310.4	31.3
安正时尚*	14.63	12.59	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	54.9
探路者	26.16	23.22	20.2%	-171.7%	12.6%	28.3%	-181.9	130.5	147.0	188.7	34.1
新澳股份	12.69	10.68	14.7%	15.3%	18.8%	10.8%	199.4	229.9	273.1	302.5	29.2
联发股份	8.04	7.73	6.5%	1.7%	4.0%	9.0%	390.3	397.0	413.0	450.0	31.9
红豆股份	38.88	34.18	12.8%	5.7%	13.7%	11.9%	207.1	218.9	249.0	278.7	85.1
航民股份	9.10	8.35	8.5%	9.6%	8.9%	8.1%	661.9	725.5	790.4	854.1	66.0
雅戈尔	7.89	7.18	-	13.2%	9.9%	-	3,676.9	4,163.0	4,575.5	-	328.4
搜于特	22.45	18.51	-	-12.4%	21.3%	-	369.4	323.7	392.7	-	72.7
摩登大道	174.33	153.82	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	26.1
柏堡龙	20.74	18.35	-	10.5%	13.0%	-	192.5	212.7	240.4	-	44.1
际华集团	39.37	32.48	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	148.4

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 10 月 27 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. 开润股份三季报点评：19 年前三季度业绩持续快速增长，继续重点推荐

**1、事件：**公司公布 19 年前三季度业绩，实现营收 19.54 亿元（+35.48%），实现归母净利润 1.75 亿元（+36.91%），实现扣非净利润 1.63 亿元（+43.42%），业绩保持快速增长，符合我们此前预期以及公司此前预告。19Q3 单季度公司实现营收 7.33 亿元（+27.57%），实现归母净利润 6155 万元（+38.58%），实现扣非净利润 5183 万元（+31.86%）。

**1) B2C 业务：**公司 B2C 业务保持持续增长态势，多元化渠道持续优化，产品结构不断完善。公司自有渠道预计实现 80%-100%的增速，小米渠道占比逐渐减小，预计 19 年全年小米渠道占比能够降至 50%左右。我们预计公司 19 年前三季度 B2C 业务实现 35%-40%左右增长，19Q3 单三季度 B2C 业务实现 20%以上增长。19Q3 单季度 B2C 业务增速有所放缓，但全年仍旧维持 B2C 业务 14 亿左右的营收规模。

**2) B2B 业务：**得益于拓展了 NIKE 公司等优质客户资源，公司 B2B 业务保持快速增长，预计 19 年前三季度实现 45%-50%左右增长；19Q3 单季度 B2B 业务实现 40%以上增长。我们继续看好公司代工业务的发展，随着未来印尼工厂产能的进一步扩充，预计公司 B2B 业务仍能保持快速增长。

## 2、毛净利率持续提升，盈利能力有所提升

**1) 毛利率：**19 年前三季度公司实现销售毛利率 27.69%（+2.16pct），毛利率持续提升，我们认为主要系毛利率较高的 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，公司 B2C 业务盈利水平提升也是整体毛利率提升的原因之一。19Q3 单季度公司销售毛利率 26.95%（+1.10pct）。我们预计目前公司 B2C 业务毛利率有所提升，预计在 25%-30%之间；B2B 毛利率预计在 30%以上。

**2) 费用率：**19 年前三季度公司实现销售、管理+研发、财务费用率分别为 9.14%（+1.19pct）、7.29%（+0.26pct）、-0.08%（+0.18pct），公司销售费用率有所提升主要系公司物流快递、职工薪酬及市场开拓费用增长金额较大所致；管理及财务费用率略有提升，变化不大。19Q3 单季度公司销售、管理+研发、财务费用率分别为 26.95%（+1.1pct）、7.75%（+0.46pct）、-0.64%（-0.76pct）。

**3) 所得税率：**19 年前三季度公司所得税率为 17.33%（+2.55pct），有所提升；19Q3 单季度为 19.34%（+3.11pct）。

**4) 净利率：**从归母净利率来看，19 年前三季度为 8.94%（+0.07pct）；19Q3 单季度为 8.46%（+0.79pct）。从扣非净利率来看，公司 19 年前三季度扣非净利率为 8.34%（+0.5pct）；19Q3 单季度扣非净利率为 7.09%（+0.3pct），公司净利率持续提升。

**3、估算：B2C：**随着公司自有渠道的拓展及占比的不断提升，我们预计 19 年公司 B2C 业务毛利率有望提升 4-5pct 至 25%以上；同时随着公司 B2C 业务不断占领市场份额，规模不断扩大，费用率将会有所下降，净利率仍有一定提升空间，预计 19 年能够提升 1-2pct 至 6%-7%左右，未来两年有望持续提升。

**B2B：**我们预计公司 B2B 业务毛利率、净利率持续提升，参照给国际品牌做 ODM 的公司，我们预计未来净利率可以逐渐提高到 10%左右。

## 4、存货规模有所提升，19Q3 单季度现金流环比改善明显

**1) 存货：**19 年前三季度公司存货规模为 4.26 亿元（+39.15%），相比年初增加 3.1%，存货规模有所增长，我们认为主要系公司备货影响所致。从存货周转率来看，19 年前三季度存货周转率为 3.37 次（-0.27 次），有所下降。

**2) 应收账款：**19 年前三季度公司应收账款规模为 4.61 亿元，相比年初增加 84.26%，主要系公司产销规模增长所致。

**3) 经营性现金流净额：**19 年前三季度公司经营性现金流净额为 921 万元（-91.91%），降幅较大主要系公司印尼工厂项目前期投入较多营运资本所致，我们认为是短期影响，未来将持续改善。19Q3 单季度公司经营性现金流净额为 3489 万元，环比 19Q3 的-897 万元，又正转负，改善明显。

**开润股份作为我们重点推荐标的，业绩保持持续快速增长，继续重点推荐。**

**B2C：**目前公司 B2C 业务 90 分品牌已经进入 2.0 时代，随着公司在产品、品类、渠道、品牌宣传上的逐步发力，预计 B2C 业务未来仍能保持 30%左右的增长，盈利能力将不断提升。

**1) 扩渠道：**除了小米直营系渠道，公司一直在拓展自有渠道，如有品渠道、90 分天猫旗舰店、90 分京东旗舰店等不断发力，占比逐步提升，预计 19 年公司自有渠道能够实现 50%左右的占比；同时公司自有渠道增速较快也将拉动公司 B2C 业务的增速逐步提升；另外 2019 年是线下渠道和海外渠道的蓄力年，也将为 90 分未来提供后续增长动力。

**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、出行配件等产品，可以增加对顾客的购买频次，丰富 90 分的品牌内涵。

**3) 品牌营销：**我们多次强调 90 分品牌已经进入 2.0 时代，即我们应该以独立品牌的视角来看待 90 分品牌。2019 年开始，90 分品牌开始塑造品牌形象进行品牌宣传，打破产品知名度高于品牌知名度的现状。公司加大品牌营销推广力度，通过线下传统硬广、线上社交媒体宣传、事件营销、KOL 种草带货及热点追踪等品牌营销策略来丰富品牌内涵，塑造清晰的品牌形象。

**B2B：**公司 B2B 代工业务目前已经切入 NIKE 供应链体系，并通过购买土地用以海外生产扩建，为公司 B2B 业务的发展提供后续增长动力。我们预计未来印尼工厂能够实现 35%-40%的快速增长，原有 B2B 业务能够实现 20%左右的增长；另外随着印尼工厂效率的提升，净利率的逐步提升，我们预计公司 B2B 净利率仍有提升空间。

**1) 印尼工厂效率及盈利能力持续提升：**2019 年 2 月公司完成 NIKE 印尼工厂收购后，生产效率明显改善，预计已经提高到收购前的 80%，净利率预计在 7%左右。随着印尼工厂效率的逐步改善，我们预计 19 年 B2B 业务净利率能够实现 10%左右的水平。同时由于我国体育服饰行业持续高景气，18 年行业增速达到 19.52%（数据来自欧睿国际），公司已经切入 NIKE 供应链体系，为公司后续增长提供持续动力；未来有望继续切入 Adidas 等全球运动巨头供应链。

**2) 购买土地提升海外生产基地规模：**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。

**维持“买入”评级，维持公司 19 年盈利预测**

公司自 2015 年推出自有品牌 90 分以来，规模不断提升，18 年在中国市场的销量已经超过新秀丽。19 年以来我们发现公司 90 分品牌的发展思路已经从追求“量”为主转变为追求“量+质”相结合。这一过程中，收入增速略有放缓，但盈利能力有所提升。我们维持 19 年盈利预测，但考虑到公司在追求“量+质”的过程中，收入增速有所放缓，我们略下调 2020/2021 年盈利预测，但绝对数额并没有出现大幅下降的情况。由此，预计 19 年-21 年实现归母净利润 2.3、3.05、4.02 亿元，同比增长 32.61%、32.55%、31.53%。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.06/1.40/1.85 元（20 年及 21 年原值为 1.55/2.20 元）。

**风险提示：**非米系渠道拓展较慢、费用率大幅提升、海外工厂管理风险等。

（摘自 2019 年 10 月 27 日发布的《【开润股份】业绩点评：19 年前三季度业绩持续快速增长，继续重点推荐》）

## 2.2. 健盛集团三季报点评：19 年前三季度业绩超市场预期，盈利能力持续提升

**1、事件：**公司公布 19 年前三季度业绩报告，实现营收 13.12 亿元（+14.64%），实现归母净利润 2.28 亿元（+31.04%），实现扣非净利润 2.05 亿元（+39.92%），业绩略超我们预期。

从 19Q3 单季度来看，公司实现营收 4.85 亿元（+25.04%），实现归母净利润 0.84 亿元（+32.65%），实现扣非净利润 0.86 亿元（+51.6%），19Q3 单季度扣非净利润和归母净利润

之间的差异主要系：19Q3 公司由于交易性金融资产产生的亏损为 880 万元（18 年同期为 0）；以及其他营业外支出产生 320 万元（+970%）等项目的变动较大所致。

## 2、公司毛净利率持续提升，盈利能力提升显著。

1) **毛利率**：19 年前三季度公司实现销售毛利率 29.37%（+1.11pct），毛利率略有上升我们认为主要系汇无缝内衣占比有所提升，跌价人民币贬值因素所致；其中 19Q3 单季度毛利率为 30.46%（+0.55pct）。

2) **费用率**：公司 19 年前三季度销售、管理+研发、财务费用率分别为 2.79%（-0.43pct）、9.47%（-0.38pct）、-0.23%（-0.61pct），其中财务费用率下降明显主要系公司汇兑收益增加所致；其中 19Q3 单季度公司销售、管理+研发、财务费用率分别为 2.79%（-0.62pct）、9.07%（-1.21pct）、-1.13%（-0.86pct）。

3) **净利率**：在毛利率有所上升，费用率下降的背景下，公司 19 年前三季度净利率有所上升，为 17.3%（+2.12），其中 19Q3 单季度净利率为 17.22%（+0.95pct）。

## 3、公司存货规模略有下降，账上现金充足。

1) **存货**：2019 年前三季度公司存货规模为 4.09 亿元（-0.52%），变化不大，略有下降；相比年初下降 4.2%。从存货周转率来看，公司 19 年前三季度为 2.22 次（+0.01 次），变化不大。

2) **应收账款**：2019 年前三季度，公司应收账款规模为 2.8 亿元（+23.68%），有所提升，相比年初下降 3.12%。从周转率来看，19 年前三季度为 4.61 次（-0.12 次），略有下降。

3) **经营性现金流净额**：19 年前三季度公司经营性现金流净额为 3.03 亿元（+34.4%），公司账上现金充足。

公司棉袜业务国内改造基本完成，越南产能有序释放，预计 19/20 年公司棉花产量在 3.4 亿、4.2 亿双，我们预计公司棉袜业务全年能够保持稳健增长。无缝内衣业务国内产能逐步释放，产能持续提升；越南兴安 1800 万件无缝内衣项目也将为公司后续增长提供动力。

考虑到公司 19 年前三季度业绩略超预期，我们略上调公司盈利预测，预计 2019-2020 年公司净利润为 2.91/3.54/4.26 亿元，同比增长 40.72%、21.68%、20.52%；预计 19-21 年 EPS 为 0.7/0.85/1.02 元（原值为 0.62/0.77/0.94 元）。我们参考上游纺织制造行业部分公司（百隆东方、华孚时尚、申洲国际、新野纺织）2020 年的平均估值 14.37 倍，给予公司 2020 年 15 倍 PE，切换 20 年估值后，目标价调整为 12.75 元。

**风险提示**：汇率大幅波动、国内外工厂投产不达预期、订单波动等风险。

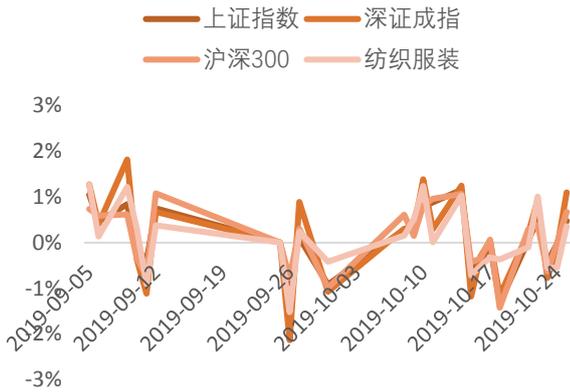
（摘自 2019 年 10 月 25 日发布的《【健盛集团】业绩点评：19 年前三季度业绩超市场预期，盈利能力持续提升》）

## 3. 市场行情

### 3.1. 板块及个股涨跌幅

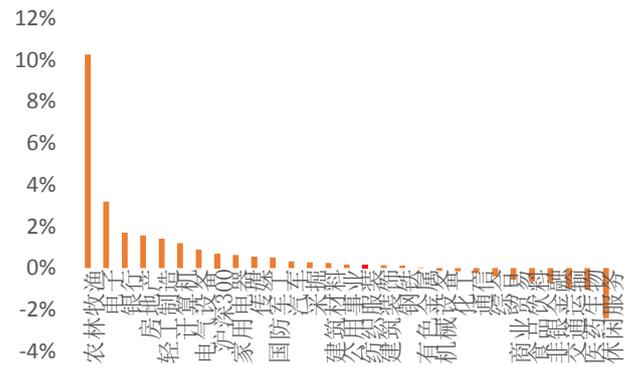
本周上证指数收 2954.93 点，较上周收盘变动+0.57%；深证成指收于 9660.44 点，较上周收盘变动+1.33%；沪深 300 收于 3896.79 点，较上周收盘变动+0.71%；申万纺织服装板块收于 1898.58 点，较上周收盘变动+0.16%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

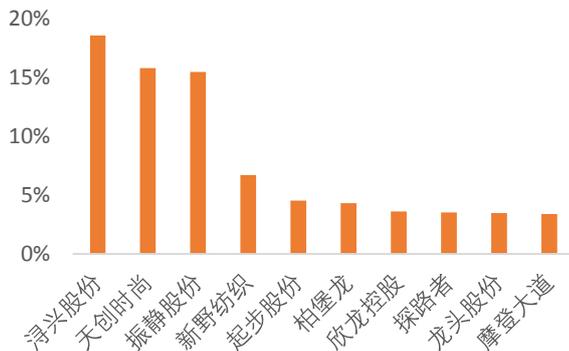
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

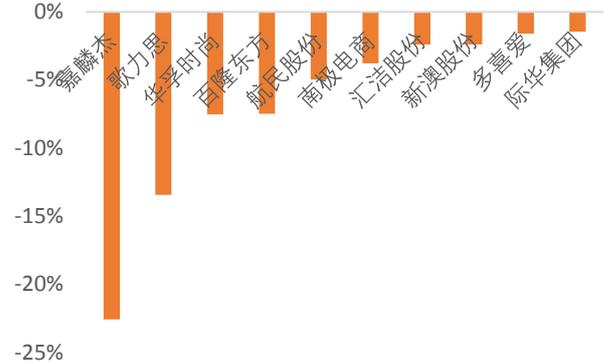
个股方面，浔兴股份、天创时尚、振静股份涨幅居前三；嘉麟杰、歌力思、华孚时尚跌幅居前三。

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 9 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增长 15.70%，环比上升 3.60pct。

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：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：100.48，较上周上涨 2.10%。

棉花进口价格：2019 年 9 月为 1,997.20 元/吨，较 8 月份 1973.72 元/吨，上涨 1.19%。

羊毛进口价格：2019 年 9 月为 6671.82 元/吨，较 8 月份 7214.93 元/吨，下跌 7.53%。

粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 11,000.00 元/吨，较上周变动+1.85%。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 6,980.00 元/吨，较上周变动-0.57%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7,130.00 元/吨，较上周变动-1.66%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 7,950.00 元/吨，较上周变动-0.63%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 8,750.00 元/吨，较上周变动-1.69%。

国内棉布产量：2019 年 9 月棉布产量 43.10 万吨，当月同比下降 5.50%。

国内棉纱产量：2019 年 9 月棉纱产量 265.20 万吨，当月同比下降 1.30%。

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）



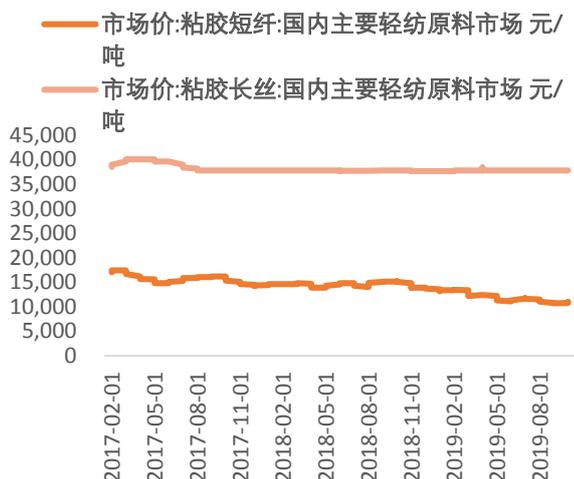
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



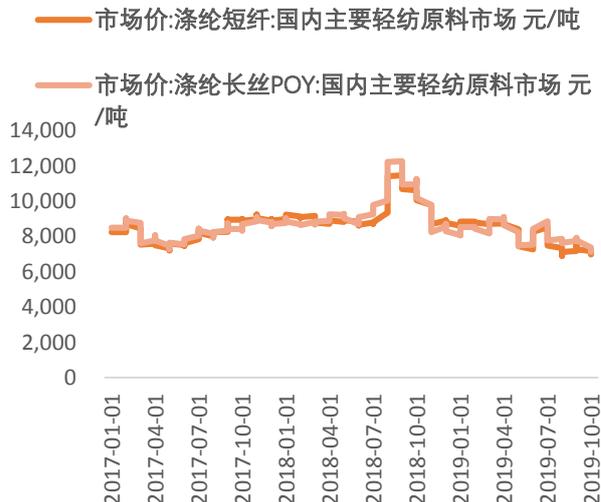
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



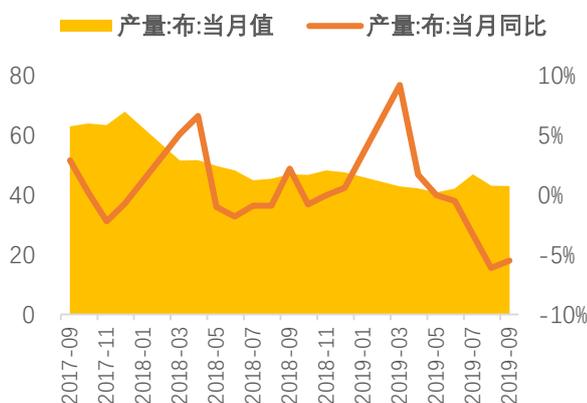
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



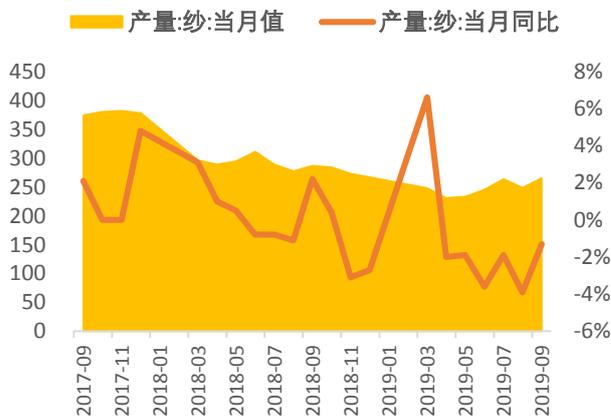
资料来源：Wind，天风证券研究所

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：

**歌力思（603808.SH）股票期权激励公告：**本公告日，公司拟以 1,997.60 万股，每股价格 14.39 元，授予 488 人，实行激励计划，本激励计划成本合计 3,631.64 万元。

**汇洁股份（002763.SZ）1) 2019Q3 季报公告：**2019 年前三季度公司实现营收 18.75 亿元（+11.37%），实现归母净利润 2.16 亿元（+20.25%）；其中 2019Q3 单季度营业收入为 5.81 亿元（+9.01%），归母净利润 2,522.67 万元（+10,163.75%）。2) **设立全资子公司公告：**公司拟出资 2000 万加元在加拿大设立全资子公司，本次对外投资事项不构成关联交易，也不构成上市公司重大资产重组。3) **签署投资补充协议暨关联交易公告：**江西曼妮芬与赣

州沁蓝拟共同出资成立江西卓丽公司，江西曼妮芬出资 1875 万元，持股 75%，赣州沁蓝出资 625 万元，持股 25%，并于 2024 年 12 月 31 日前分别完成增资 2,625 万元、875 万元。公司董事李婉贞担任赣州沁蓝普通合伙人，本次投资构成关联交易。

**探路者 (300005.SZ) 1) 2019Q3 季报公告：**2019 年前三季度公司实现营收 9.87 亿元 (-20.55%)，实现归母净利润 9,948.95 万元 (+293.22%)；其中 2019Q3 单季度营业收入为 2.96 亿元 (-19.09%)，归母净利润 1,763.36 万元 (+1393.38%)。**2) 限制性股票激励计划公告：**为了进一步建立、健全公司长效激励机制，公司制定了限制性股票激励计划草案。本激励计划拟授予的限制性股票数量为 759.17 万股，约占目前公司股本的 0.85%。**3) 继续使用暂时闲置募集资金购买理财产品的公告：**公司拟继续使用不超过 7.6 亿元额度的闲置募集资金用于购买理财产品，自董事会会议审议通过之日起一年内有效，该笔资金的授权期限即将到期。

**海澜之家 (600398.SH) 海澜转债回售结果公告：**本次回售有效申报数量为 49.57 万张，回售金额为 4963.84 万元，公司已将回售资金足额划拨至指定账户。

**伟星股份 (002003.SZ) 关于控股股东部分股权质押解除及再质押公告：**截至 2019 年 10 月 25 日，控股股东伟星集团共持有公司股份 2.33 亿股，占公司总股本的 30.69%；其所持有公司股份累计被质押 1.28 亿股，占公司总股本的 16.89%。

### 3.3.2. 港股海外板块公告：

**耐克 (NIKE) 高管人员变动公告：**公司于 2019 年 10 月 22 日宣布，自 2020 年 1 月 13 日起，董事会任命约翰·多纳霍 (John J. Donahoe) 为总裁、公司首席执行官。自 2020 年 1 月 13 日起，马克·帕克 (Mark G. Parker) 将不再担任总裁兼首席执行官，而是任职董事会执行主席。

## 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
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	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

	丝绸									股权激励限售股份	
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
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
002656.SZ	摩登大道	2019-06-10	996.61	-43.09	71,251.98	48,239.85	67.70	71,251.98	49,236.46	69.10	定向增发机构配售股份
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
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
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
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
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
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
002656.SZ	摩登大道	2019-10-17	1,030.62	-38.42	71,251.98	47,136.72	66.15	71,251.98	48,167.34	67.60	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	6,444.35	29.63	21,751.69			首发原股东限售股份

600626.SH	申达股份	2019-12-26	9,791.40	28.80	85,229.13	71,024.28	83.33	85,229.13	定向增发机 构配售股份
603608.SH	天创时尚	2019-12-26	701.34	-46.76	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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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