

纺织服装

证券研究报告

2019年11月04日

三季度板块整体业绩略低于预期，持续推荐具备长期增长逻辑的优质标的

本周核心组合：开润股份/南极电商/安踏体育/李宁/比音勒芬/健盛集团/水星家纺/海澜之家。

- 持续高成长组合：开润股份，南极电商；
- 高景气运动品牌组合：安踏体育，李宁，比音勒芬；
- 优质龙头组合：海澜之家，森马服饰；
- 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 2958.2 点，较上周收盘变动+0.11%；深证成指收于 9802.33 点，较上周收盘变动+1.47%；沪深 300 收于 3952.39 点，较上周收盘变动+1.43%；申万纺织服装板块收于 1857.79 点，较上周收盘变动-2.15%。

行业数据及观点：

1、三季报已经全部披露完毕，业绩略低于预期，但 19Q3 单季度环比改善明显。

1) 19 年前三季度业绩总结：整体业绩略低于市场预期，我们选取纺织服装行业中重点跟踪的 43 家公司作为一个板块进行汇总梳理。19 年前三季度纺服板块实现营收增速为 3.98% (-9.68pct)，相比 19 年同期下降明显，但环比 19H1 提升 0.14pct；实现归母净利润增速为-14.52% (-30.21pct)，环比 19H1 下降 3.14pct。从盈利能力来看，19 年前三季度板块销售毛利率为 37.57% (-0.52pct)，销售、管理、财务费用率均有所上升，分别为 18.25% (+1.62pct)、5.48% (+0.34pct)、0.80% (+0.12pct)；在毛利率下降，费用率上升的背景下，板块净利率下降明显，为 8.88% (-2.27pct)。从营运能力来看，存货周转及应收账款周转天数均有所上升，相比 18 年前三季度分别提升 7.41 天、4.23 天；经营性现金流净额同比改善明显，提升 170%。

2) 19Q3 单季度业绩总结：从 19Q3 单季度来看，板块实现营收增速为 4.26% (-5.2pct)，增速有所下降，但环比 19Q2 单季度提升 4.38pct；实现归母净利润增速为-21.83% (-35.75pct)，但环比 19Q2 提升 4.26pct。从盈利能力来看，19Q3 单季度毛利率有所下降，为 36.54% (-1.17pct)，期间费用率有所上升，销售、管理、财务费用率分别上升 1.38pct、0.17pct、0.05pct，这使得板块整体 19Q3 单季度的净利率有所下降，为 7.32% (-2.79pct)。

3) 表现优异个股汇总：虽然板块整体低于预期，但是仍有符合我们预期的标的，比如我们持续坚定推荐的开润股份、南极电商、比音勒芬；以及业绩改善明显，超市场预期的水星家纺、健盛集团。同时我们一直持续推荐的港股安踏体育、李宁也发布了三季度经营情况，持续保持快速增长，继续坚定推荐。（具体业绩详见报告）

2、板块持仓情况梳理：

1) 纺织服装板块重仓持仓占比减小，持仓水平低于历史均值。从申万纺织服装板块（包含南极电商）来看，2019Q3 重仓持仓市值为 65.35 亿元，占全部基金持仓的 0.57%，占比相比 18Q3 略有下降 0.21pct，环比 19H1 下降 1.7pct，整体仓位仍然在较低的水平。考虑到南极电商持仓较高，若不统计南极电商数据，行业共有重仓持仓市值 31.60 亿元，占比 0.27%，相比 18Q3 下降 0.19pct，环比 19H1 下降 0.05pct。整体来看，重仓持仓市值占比下降，持仓水平低于历史（同口径）均值水平。

2) 重仓股分析：2019Q3 基金重仓股中，纺服行业持股市值前 5 名的股票分别为：南极电商 3.27 亿、森马服饰 1.19 亿元、奥康国际 2466 万、华孚时尚 1999 万、比音勒芬 1670 万；季度持仓变动，增持数量前 5 名的是：地素时尚 (+814 万)、比音勒芬 (+642 万)、森马服饰 (+492 万)、孚日股份 (+186 万)、美尔雅 (+122 万)；季度持仓变动，减持数量前 5 名的是：南极电商 (-3452 万)、新澳股份 (-512 万)、华孚时尚 (-339 万)、中潜股份 (-29 万)、罗莱生活 (-22 万)。

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。

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: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》 2019-10-28
- 2 《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
- 3 《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、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、南极电商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，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。比音勒芬三季度业绩持续快速增长；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，业绩改善明显，19Q3 业绩再超市场预期，主要系线上三季度线上渠道保持快速增长，线下渠道维持上半年良好态势，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，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）。

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价(元) 2019-11-01	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	30.10	买入	0.80	1.06	1.40	1.85	37.63	28.40	21.50	16.27
002127.SZ	南极电商	11.53	买入	0.36	0.49	0.64	0.83	32.03	23.53	18.02	13.89
02020.HK	安踏体育	76.00	买入								
02331.HK	李宁	26.60	买入								
002832.SZ	比音勒芬	25.24	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	26.57	18.84	14.34	11.32
603558.SH	健盛集团	9.07	买入	0.50	0.70	0.85	1.02	18.14	12.96	10.67	8.89
603365.SH	水星家纺	16.19	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	15.13	13.06	11.24	9.69
600398.SH	海澜之家	7.90	买入	0.78	0.80	0.86	0.94	10.13	9.88	9.19	8.40

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。
- **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：19Q3 业绩再超市场预期，线上渠道恢复快速增长，盈利能力持续提升。**

公司公布 2019Q3 业绩，19 年前三季度公司实现营收 20.18 亿元（+11.89%），实现归母净利润 2.15 亿元（+18.78%），实现扣非净利润 1.84 亿元（+14.75%），实现稳健增长，业绩略超市场预期。19Q3 单季度公司实现营收 7.42 亿元（+15.43%），实现归母净利润 8000 万元（+31.14%），实现扣非净利润 7695 万元（+51.28%）。

线上渠道增速再超市场预期，线下渠道持续稳健增长。1) **线上渠道：**公司线上渠道再超市场预期，我们预计 19 年前三季度线上渠道增长 17% 左右。其中预计 19Q1 为 -10.5%、19Q2 为 30.1%、19Q3 为 38% 左右的增速水平。2) **线下渠道：**公司线下渠道保持稳健增长，我们预计 19 年前三季度线下渠道实现 9% 左右的增长。其中预计 19Q1 为 7.5%，19Q2 为 13.7%，19Q3 为 8% 左右的增速水平。公司线下渠道在三季度依旧维持良好态势，增长稳健。

毛利率有所提升，净利率略有改善。1) **毛利率：**19 前三季度公司实现毛利率 38.09%（+3.18pct）。其中 Q3 单季度毛利率为 38.95%（+5.79pct）。公司毛利率提升明显我们认为主要系：1) 公司拥有较强的定价权，在秋冬产品定价时考虑到原材料涨价因素，整体价格有所提高；2) 公司产品结构不断优化，中高端产品等毛利率较高的产品占比提升，拉动公司毛利率水平的持续提升。由于毛利率上升幅度略高于费用率上升幅度，公司净利率略有提升。19 年前三季度实现净利率 10.64%（+0.62pct）。其中 Q3 净利率为 10.78%（+1.29pct）。

维持“买入”评级。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。维持公司 19 年 20 倍 PE，目标价为 24.80 元。

- **海澜之家：主品牌营收增速环比提升明显，短期因素使利润端承压**

业绩：19 年前三季度公司实现营收 146.89 亿元 (+12.63%)，实现归母净利润 26.16 亿元 (-0.45%)，扣非归母净利润 24.18 亿元 (-3.63%)。利润增速有所下降主要：1) 公司于 19 年 8 月底剥离的爱居兔品牌 1-8 月并表利润预计亏损同比增加 5000 万元左右；2) 可转债产生的财务费用新增 7500 多万；3) 新增固定资产折旧同比增加 7500 万元；4) 正处于培育期的小品牌（海澜优选、AEX、OVV 等）亏损同比增加 5000 万元左右，并表的男生女生亏损预计在 5000 万元左右，由此使得 19 年前三季度公司利润同比略有下滑。

19Q3 单季度公司实现收入 39.68 亿元 (+31.00%)，实现归母净利润 4.91 亿元 (-12.64%)，扣非净利润 4.28 亿元 (-8.51%)。19Q3 单季度公司营收实现较快速的增长主要系：英氏及男生女生并表收入贡献；及圣凯诺 19Q3 营收的快速增长。19Q3 单季度净利润下滑的原因主要系：海澜之家系列产品毛利率有所下滑，使得整体毛利率下滑；并表及在建工程转固等带来的费用增加，影响了净利润水平。

品牌拆分来看：19Q3 主品牌收入环比提升，圣凯诺实现快速增长，英氏并表贡献营收。1) 海澜之家：19 年前三季度实现营收 115.32 亿元 (+7.26%)，实现稳健增长。19Q3 单季度，海澜之家主品牌实现 29.04 亿元 (+15.10%)，环比 19Q2 有所提升。截至 19 年前三季度公司主品牌海澜之家门店共 5517 家，净增 220 家，门店数量有所增加。2) 圣凯诺：19 年前三季度实现营收 15.18 亿元 (+31.18%)，实现快速增长；其中 19Q3 单季度圣凯诺实现营收 5.8 亿元 (+77.45%)，实现高速增长。我们认为主要由于圣凯诺为定制职业装品牌，在销售上没有季节性和规律，19Q3 发货比较多从而使得营收增多，预计全年营收增速在 10%左右。3) 其他品牌（海澜优选、AEX、男生女生、英氏）：19 年前三季度实现营收 6.30 亿元 (+1085.9%)，实现高速增长，主要系男生女生和英氏品牌并表所致（男生女生 18Q4 开始并表，英氏 19Q3 开始并表）。截至 19 年前三季度除主品牌海澜之家的其他品牌门店数共计 1559 家，净增 592 家。

渠道拆分来看：1) 线下渠道：2019 年前三季度实现营收 135.25 亿元 (+13.01%)，实现稳健增长，占比为 94.07%；其中 19Q3 季度线下渠道实现营收 36.89 亿元 (+28.42%)，环比 19Q2 增速明显提高，主要系 19Q3 单季度英氏品牌并表，同时主品牌海澜之家 19Q3 单季度营收环比提升所致。拆分来看，不包含圣凯诺品牌，公司直营渠道实现营收 85.90 亿元 (+243.8%)，加盟及其他渠道实现营收 120.01 亿元 (+5.86%)。其中直营渠道营收大幅提升主要系公司加大直营店拓展力度所致。**2) 线上渠道：**2019 年前三季度公司实现营收 8.52 亿元 (+9.98%)，占比为 5.93%，实现稳健增长；其中 19Q3 单季度公司实现营收 2.7 亿元 (+38.90%)，环比提升明显（19Q2 为+5.9%）。原因主要系公司加大在线上进行尾货处理，同时布局社交电商，英氏并表也带来一定的贡献。

维持“买入评级”，略下调公司盈利预测。19 年前三季度公司主品牌海澜之家环比增速提升明显，拖累公司利润的爱居兔业务已经剥离，圣凯诺品牌业绩保持稳定，其他小品牌仍在培育中，未来将逐步实现盈亏平衡。考虑到公司 19 年前三季度毛利率有所下降影响整体利润水平，同时小品牌仍有亏损，我们略下调公司盈利预测。预计 2019-2021 年实现归母净利润 35.21/38.16/41.36 亿元，同比增长 1.9%、8.4%、8.39%；预计 19-21 年 EPS 为 0.8/0.86/0.94 元（原值为 0.85/0.92/1.00 元），对应 PE 为 9.92/9.15/8.44。

1. 本周观点：三季报披露完毕，板块整体业绩略低于预期，持续推荐具备长期增长逻辑的优质标的

1、三季报已经全部披露完毕，业绩略低于预期，但 19Q3 单季度环比改善明显。

1) 19 年前三季度业绩总结：整体业绩略低于市场预期，我们选取纺织服装行业中重点跟踪的 43 家公司作为一个板块进行汇总梳理。19 年前三季度纺服板块实现营收增速为 3.98% (-9.68pct)，相比 19 年同期下降明显，但环比 19H1 提升 0.14pct；实现归母净利润增速为 -14.52% (-30.21pct)，环比 19H1 下降 3.14pct。从盈利能力来看，19 年前三季度板块销售毛利率为 37.57% (-0.52pct)，销售、管理、财务费用率均有所上升，分别为 18.25% (+1.62pct)、5.48% (+0.34pct)、0.80% (+0.12pct)；在毛利率下降，费用率上升的背景下，板块净利率下降明显，为 8.88% (-2.27pct)。从营运能力来看，存货周转及应收账款周转天数均有所上升，相比 18 年前三季度分别提升 7.41 天、4.23 天；经营性现金流净额同比改善明显，提升 170%。

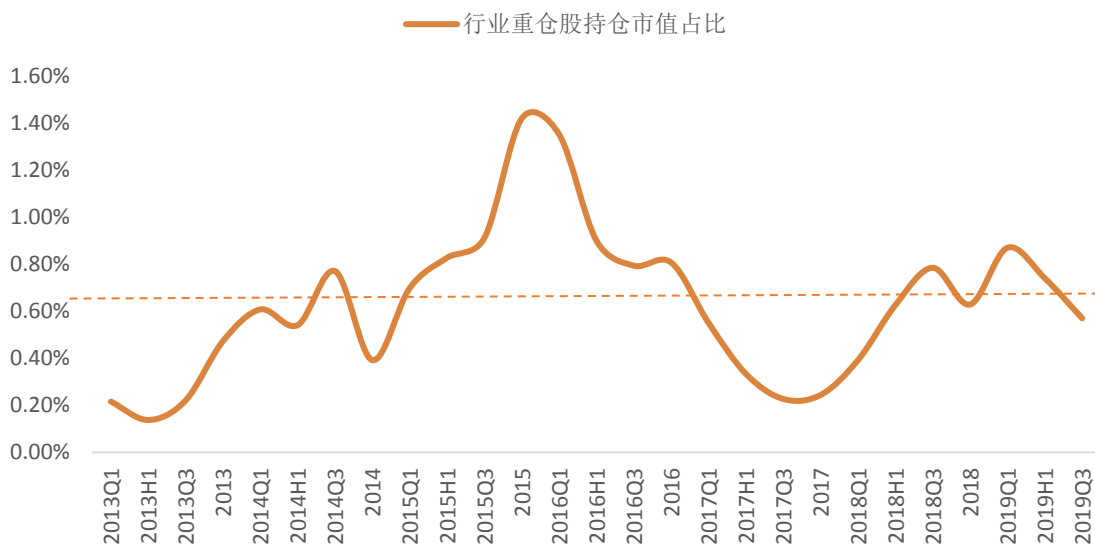
2) 19Q3 单季度业绩总结：从 19Q3 单季度来看，板块实现营收增速为 4.26% (-5.2pct)，增速有所下降，但环比 19Q2 单季度提升 4.38pct；实现归母净利润增速为 -21.83% (-35.75pct)，但环比 19Q2 提升 4.26pct。从盈利能力来看，19Q3 单季度毛利率有所下降，为 36.54% (-1.17pct)，期间费用率有所上升，销售、管理、财务费用率分别上升 1.38pct、0.17pct、0.05pct，这使得板块整体 19Q3 单季度的净利率有所下降，为 7.32% (-2.79pct)。

3) 表现优异个股汇总：虽然板块整体低于预期，但是仍有符合我们预期的标的，比如我们持续坚定推荐的开润股份、南极电商、比音勒芬；以及业绩改善明显，超市场预期的水星家纺、健盛集团。同时我们一直持续推荐的港股安踏体育、李宁也发布了三季度经营情况，持续保持快速增长，继续坚定推荐。（具体业绩详见报告）

2、板块持仓情况梳理：

1) 纺织服装板块重仓持仓占比减小，持仓水平低于历史均值。从申万纺织服装板块（包含南极电商）来看，2019Q3 重仓持仓市值为 65.35 亿元，占全部基金持仓的 0.57%，占比相比 18Q3 略有下降 0.21pct，环比 19H1 下降 1.7pct，整体仓位仍然在较低的水平。考虑到南极电商持仓较高，若不统计南极电商数据，行业共有重仓持仓市值 31.60 亿元，占比 0.27%，相比 18Q3 下降 0.19pct，环比 19H1 下降 0.05pct。整体来看，重仓持仓市值占比下降，持仓水平低于历史（同口径）均值水平。

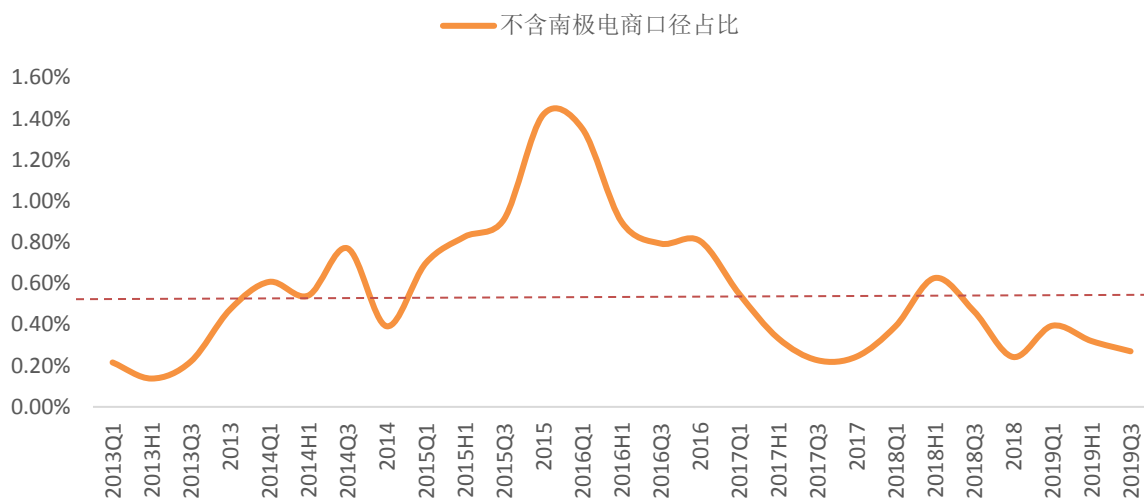
图 1：纺织服装行业重仓持仓占基金持仓比重（含南极电商），单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：虚线为历史均值

图 2：纺织服装行业重仓持仓占基金持仓比重（不含南极电商），单位：%



资源来源：Wind，天风证券研究所

备注：虚线为历史均值

2) 重仓股分析：2019Q3 基金重仓股中，纺服行业持股市值前 5 名的股票分别为：南极电商 3.27 亿、森马服饰 1.19 亿元、奥康国际 2466 万、华孚时尚 1999 万、比音勒芬 1670 万；季度持仓变动，增持数量前 5 名的是：地素时尚 (+814 万)、比音勒芬 (+642 万)、森马服饰 (+492 万)、孚日股份 (+186 万)、美尔雅 (+122 万)；季度持仓变动，减持数量前 5 名的是：南极电商 (-3452 万)、新澳股份 (-512 万)、华孚时尚 (-339 万)、中潜股份 (-29 万)、罗莱生活 (-22 万)。

表 1：板块重仓股明细梳理

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值(万元)
南极电商	43	32736.26	-3452.29	17.24	337510.9
森马服饰	29	11925.97	491.82	6.45	147405
比音勒芬	17	1669.65	641.76	12.43	43577.49
歌力思	10	492.29	106.58	1.48	7709.24
开润股份	9	944.34	53.49	14.65	30219
海澜之家	6	365.36	91.48	0.08	2966.76
地素时尚	5	814.39	814.39	8.57	18176.96
华孚时尚	4	1998.82	-338.98	2.17	12132.82
孚日股份	3	210.23	185.71	0.24	1259.28
奥康国际	2	2465.81	0	6.15	23819.71
九牧王	2	34.62	0	0.06	387.4
罗莱生活	2	290.54	-22	0.38	2378.37
新澳股份	2	837.4	-511.56	1.64	4823.43
美尔雅	1	121.94	121.94	0.34	851.14
鲁泰 A	1	258	39	0.46	2383.92
探路者	1	25.62	25.62	0.04	107.09
安正时尚	1	955.67	22.78	9.06	13350.66
嘉欣丝绸	1	17.85	17.85	0.04	101.57
哈森股份	1	14.88	14.88	0.07	114.13
富安娜	1	2.08	2.08	0	13.64

七匹狼	1	35.83	0	0.05	202.42
中潜股份	1	14.44	-29.41	0.08	765.32

资料来源：Wind，天风证券研究所

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/安踏体育/李宁/比音勒芬/健盛集团/水星家纺/海澜之家。

- 持续高成长组合：开润股份，南极电商；
- 高景气运动品牌组合：安踏体育，李宁，比音勒芬；
- 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 3：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*	28.42	21.44	32.0%	32.6%	32.5%	31.5%	173.7	230.4	305.4	401.7	65.5
南极电商*	23.47	17.35	32.5%	36.1%	35.2%	29.9%	886.5	1,206.2	1,631.4	2,118.7	283.0
比音勒芬*	18.86	14.34	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	77.8
森马服饰*	15.75	13.88	14.3%	10.0%	13.5%	15.1%	1,693.6	1,863.6	2,116.0	2,435.3	293.6
海澜之家*	9.92	9.15	8.4%	1.9%	8.4%	8.4%	3,454.8	3,520.5	3,816.1	4,136.1	349.2
美邦服饰*	13.57	9.06	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	58.3
梦洁股份*	18.95	13.66	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	38.8
李宁*	48.11	36.55	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	615.5
安踏体育*	36.25	28.28	25.8%	38.1%	28.2%	23.4%	4,102.9	5,664.4	7,260.4	8,957.8	2,053.1
罗莱生活*	12.92	11.71	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	75.1
歌力思*	11.39	9.78	16.4%	11.1%	16.5%	16.3%	365.0	405.4	472.2	549.3	46.2
百隆东方*	13.47	12.37	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	61.4
九牧王*	10.85	12.66	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	62.8
水星家纺*	13.04	11.28	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	43.2
健盛集团*	13.00	10.68	21.1%	40.7%	21.7%	20.5%	206.4	290.5	353.5	426.0	37.8
太平鸟*	10.91	9.69	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	68.8
鲁泰A	9.73	8.95	8.9%	7.0%	8.7%	9.1%	811.5	868.0	943.9	1,029.7	84.4
伟星股份	13.83	12.44	10.2%	4.0%	11.2%	9.3%	310.3	322.8	359.0	392.3	44.6
七匹狼	12.12	11.03	9.9%	2.8%	9.9%	10.0%	346.3	356.0	391.2	430.2	43.1
华孚时尚	14.97	12.79	15.3%	-13.1%	17.1%	13.6%	751.8	653.5	765.0	869.3	97.8
新野纺织	11.17	9.22	20.5%	-26.4%	21.1%	19.9%	386.5	284.5	344.5	413.0	31.8
报喜鸟	22.72	16.52	-100.0%	202.9%	37.6%	-100.0%	51.8	157.0	216.0	0.0	35.7
富安娜	11.68	10.49	12.0%	-6.0%	11.4%	12.6%	543.4	510.6	568.8	640.3	59.6
汇洁股份	14.41	12.34	13.5%	40.0%	16.8%	10.3%	165.7	232.0	271.0	299.0	33.4
锦泓集团	9.31	8.49	8.6%	-31.5%	9.6%	7.6%	272.8	187.0	205.0	220.5	17.4
天创时尚	11.76	10.71	9.4%	3.0%	9.8%	9.0%	242.2	249.5	273.9	298.4	29.3
安正时尚*	14.89	12.82	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	55.9
探路者	24.38	21.65	20.2%	-171.7%	12.6%	28.3%	-181.9	130.5	147.0	188.7	31.8
新澳股份	12.71	10.78	15.9%	12.9%	17.8%	14.0%	199.4	225.1	265.2	302.5	28.6
联发股份	7.88	7.57	6.5%	1.7%	4.0%	9.0%	390.3	397.0	413.0	450.0	31.3
红豆股份	38.86	34.14	12.8%	4.5%	13.8%	11.8%	207.1	216.4	246.3	275.5	84.1
航民股份	8.98	8.25	8.5%	9.6%	8.9%	8.1%	661.9	725.5	790.4	854.1	65.2
雅戈尔	7.91	7.20	-	13.2%	9.9%	-	3,676.9	4,163.0	4,575.5	-	329.4
搜于特	29.32	22.67	-	-34.9%	29.3%	-	369.4	240.5	311.0	-	70.5
摩登大道	156.75	138.31	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	23.5
柏堡龙	19.47	17.23	-	10.5%	13.0%	-	192.5	212.7	240.4	-	41.4
际华集团	38.79	32.00	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	146.2
朗姿股份	18.97	17.24	9.5%	-5.0%	10.0%	9.1%	210.5	200.0	220.0	240.0	37.9

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 11 月 1 日; 2) 表中标*为重点覆盖标的, 盈利预测来源于报告; 未标*公司盈利预测均来源于 Wind;

2. 近期报告回顾

2.1. 森马服饰三季报点评: 发货频次提升短期影响休闲业务增长, 但报表质量边际改善

1、事件: 公司公布 19 年前三季度业绩, 公司实现营收 132.61 亿元 (+35.82%), 实现归母净利润 13.07 亿元 (+2.79%), 实现扣非净利润 12.50 亿元 (+3.53%), 业绩稳健增长, 略低于我们预期。19Q3 单季度实现营收 50.42 亿元 (+19.14%), 实现归母净利润 5.85 亿元 (-3.18%), 实现扣非净利润 5.81 亿元 (-1.20%)。其中童装及电商渠道增速保持较快速增长。

1)19 年前三季度拆分: 我们预计 19 年前三季度 KIDILIZ 实现收入 21 亿元左右; 剔除 KIDILIZ 并表后, 19 年前三季度公司本部业务预计实现营收 110 亿元左右 (+13%)。其中, 森马休闲业务预计低个位数增长; 童装业务 (不含 K) 预计实现 20% 左右的增长; 电商业务增长 30% 左右。

2) 19Q3 单季度拆分: KIDILIZ 预计贡献收入增速的 15%左右, 收入规模在 6 亿--6.5 元左右, 预计亏损 5000-6000 万元; 剔除 KIDILIZ 并表后, 19Q3 单季度公司本部预计实现营收 44 亿元左右(+4%)。其中, 森马休闲业务预计低个位数下滑, 线下业务预计下滑 10%左右, 线上预计实现 15%-20%左右的增长; 童装业务(不含 K) 19Q3 单季度预计实现 12-13%左右的增长。

2、森马休闲业务由于发货频次问题短期受到影响, 但利于长期发展。

1) 发货频次调整, 短期受到影响: 19 年前三季度森马休闲业务增速预计略增, 我们认为主要系公司发货频次提高使得发货时间窗口有所不同, 从而使得确认收入时点不同所致。我们认为这一因素是短期影响, 从长期来看, 发货频次的调整使得产品与市场更加贴合, 前端生产控制更加灵活, 公司的下单更为科学, 有利于提升公司的运营效率。

2) 品牌刷新后费用端有所提升, 但利于品牌长久发展: 公司休闲业务近年开始修炼内功, 刷新品牌定位, 希望创造森马休闲业务的二次成长。森马在人群和品类上进行拓宽, 从以往的“以低价拥有流行服饰”为品牌价值; 以 16-24 岁个性化着装需求为中心的青年休闲潮流服装品牌的定位, 转变为以“质在日常”为品牌的价值主张, 以 18-35 岁大众品质化提升的生活向往为中心的大众日常生活方式品牌。由此, 森马在产品、研发、设计创新等都进行了更多的投入, 短期来看, 费用端预计会有所提升, 但有利于森马品牌未来的良好发展。

3) 打造种子店铺, 加大品牌营销, 提升品牌形象。 公司通过种子店铺建立理想店铺模型, 强化店铺生活场景感, 提升门店形象; 同时公司与知名 IP 进行联名, 提升推进品牌宣传, 如森马与梅花牌推出系列联名款产品; 携手方正字库参加中华精品字库工程成果展。另外公司在品牌营销层面持续推进, 参加了米兰时装周同步发布双城记系列产品等。

3、童装业务持续快速增长, 龙头优势地位进一步巩固。

1) 公司 19 年前三季度童装(不包含 KIDILIZ) 业务保持快速增长, 预计在 20%左右, 与同行业其他可比上市公司相比增速较高, 龙头优势地位进一步巩固。

2) 公司童装品牌进一步优化, 通过差异化发展各品牌, 满足市场不同需求, 报告期内公司童装业务持续进行品牌推广和宣传。 巴拉巴拉、马卡乐、The Children's Place 参加中国孕婴童展; 巴拉巴拉品牌亮相中国国际儿童时装周, 进一步提升品牌形象和知名度。

4、KIDILIZ 集团主打高端细分市场, 目前仍在培育期。

1) 在高端细分市场, 公司打造以 KIDILIZ 集团旗下 CATIMINI 品牌和 ABSORBA 品牌为主的全渠道零售业务组合。 由于品牌仍在培育期, 目前有所亏损, 19Q3 预计亏损 5000 万元, 预计全年亏损在 2 亿元以上, 未来有望改善。

2) 森马与 KIDILIZ 在研发、供应链等方面进行合作协同: 研发方面, 森马集团在法国设立研发中心, 将欧洲的时尚、技术传递到国内; 供应链方面, 双发可以进行协同合作, 法国拥有国际化采购中心, 产品大部分在东南亚生产, 拥有东南亚供应链的资源优势, 森马在全球化采购的过程中也将会受益; 另外巴拉巴拉国内的供应链资源也可与 KIDILIZ 进行共享, 利于未来的长期发展。

5、毛利率有所提升, 净利率略有下降。

1) 毛利率: 19 前三季度公司实现毛利率 44.37%(+5.60pct)。其中 Q3 单季度毛利率为 43.62%(+4.3pct)。公司毛利率提升明显, 我们认为主要原因系毛利率较高的 KIDILIZ 集团并表所致。

2) 费用率: 19 前三季度公司费用率明显上升, 其中销售/管理+研发/财务费用率分别为 22.62%(+7.82pct)、5.95%(+1.86pct)、-0.60%(+0.20pct)。公司销售费用率有所上升主要系销售人员薪酬、租赁费、广告费等伴随业务增长而增加、以及合并 KIDILIZ 集团所致。管理费用率上升原因系引进优秀人才薪酬增加、加大研发投入及合并 KIDILIZ 集团所致。分季度来看, 19Q3 公司销售/管理+研发/财务费用率分别为 20.53%(+8.78pct)、4.67%

(+0.82pct)、-0.29% (+0.14pct)。

3) 资产减值损失：19 年前三季度公司资产减值损失为 3.97 亿元 (+32.53%)，我们认为主要系存货规模增长后，存货计提增加所致；同时法国 KIDILIZ 并表也对该项目产生一定影响。

4) 净利率：由于毛利率上升幅度不抵费用率上升幅度，公司净利率有所下降。19 年前三季度实现归母净利润率 9.86% (-3.17pct)。其中 19Q3 归母净利润率为 11.61% (-2.68pct)。

6、19Q3 公司存货及经营性现金流净额改善明显，经营质量明显提升

1) 存货：19 年前三季度公司存货规模 52.90 亿元 (+27.03%)，相比年初增加 19.76%，主要系公司三季度备货及合并 KIDILIZ 集团所致。我们预计 KIDILIZ 集团存货规模在 8-9 亿元，剔除并表因素影响，预计森马本部存货规模在 45 亿元左右，同比增长 8%，增速低于营收增速。其中从 19Q3 单季度存货增加的规模来看，19Q3 相比 18Q3 同比减少 28%，存货改善明显。

2) 应收账款：19 年前三季度公司应收账款规模为 22.81 亿元 (+44.36%)，有明显增长，相比 19 年初增长了 16.80%。我们认为主要系合并了 KIDILIZ 集团所致，预计占应收账款规模的 20%左右。若剔除 K 集团的应收账款规模，公司本部的应收账款规模同比增长 15.5%。

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-2.88 亿元，相比 19H1 有所改善；其中 19Q3 单季度为 1.30 亿元 (+246.23%)，公司现金流改善明显，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加 29%，同时由于银行利息收入增加及 KIDILIZ 并表使得公司收到其他经营活动的现金增加 49%。

维持“买入”评级，略下调盈利预测。

考虑到公司 19Q3 低于预期及 KIDILIZ 并表带来的亏损影响，我们略下调盈利预测。预计 2019-2021 年公司归母净利润为 18.64、21.16、24.35 亿元，同比增长 10.04%、13.54%、15.09%；预计 19-21 年 EPS 为 0.69/0.78/0.90 元（原值为 0.71/0.82/0.96 元），对应 PE 为 16.12/14.19/12.33 倍。

风险提示：KIDILIZ 亏损拖累公司业务，存货及资产减值大幅增加，消费疲软等。

（摘自 2019 年 11 月 01 日发布的《【森马服饰】业绩点评：发货频次提升短期影响休闲业务增长，但报表质量边际改善》）

2.2. 水星家纺三季报点评：19Q3 业绩再超市场预期，线上渠道恢复快速增长，盈利能力持续提升

1、事件：公司公布 2019Q3 业绩，19 年前三季度公司实现营收 20.18 亿元 (+11.89%)，实现归母净利润 2.15 亿元 (+18.78%)，实现扣非净利润 1.84 亿元 (+14.75%)，实现稳健增长，业绩略超市场预期。19Q3 单季度公司实现营收 7.42 亿元 (+15.43%)，实现归母净利润 8000 万元 (+31.14%)，实现扣非净利润 7695 万元 (+51.28%)。

2、线上渠道增速再超市场预期，线下渠道持续稳健增长

1) 线上渠道：公司线上渠道再超市场预期，我们预计 19 年前三季度线上渠道增长 17%左右。其中预计 19Q1 为 -10.5%、19Q2 为 30.1%、19Q3 为 38%左右的增速水平。公司电商渠道 19Q1 出现负增长我们认为主要系受到主流电商平台流量分流影响，同时叠加 18Q1 高基数，使得 19Q1 电商渠道实现负增长；但是在这个过程中公司电商子公司快速响应，调整内部架构职能，针对不同的电商平台进行不同的营销方案和产品安排；由此自 19Q2 季度以来，公司线上电商渠道改善明显，二、三季度增速均超市场预期，实现 30%以上的增长，也体现了公司较强的电商运营能力。我们预计 19 年全年公司线上渠道能够实现双位数增长。

2) 线下渠道：公司线下渠道保持稳健增长，我们预计 19 年前三季度线下渠道实现 9%左右的增长。其中预计 19Q1 为 7.5%，19Q2 为 13.7%，19Q3 为 8%左右的增速水平。公司线下

渠道在三季度依旧维持良好态势，增长稳健。目前公司门店预计在 2700 家左右，近年公司重视提升门店质量，新开店以大店为主；老店进行门店形象的提升及位置的优化。在公司近年净开店不多的背景下，线下渠道能够实现稳健增长，我们认为主要来自于同店增长，也说明了公司对于门店质量提升的举措取得了明显的成效。2019 年全年我们预计公司线下渠道能够实现 10%以上的增长。

3、毛净利率均有所提升，盈利能力有所提升。

1) 毛利率: 19 前三季度公司实现毛利率 38.09% (+3.18pct)。其中 Q3 单季度毛利率为 38.95% (+5.79pct)。公司毛利率提升明显我们认为主要系：1) 公司拥有较强的定价权，在秋冬产品定价时考虑到原材料涨价因素，整体价格有所提高；2) 公司产品结构不断优化，中高端产品等毛利率较高的产品占比提升，拉动公司毛利率水平的额持续提升。

2) 费用率: 19 前三季度公司费用率有所上升，其中销售/管理/财务费用率分别为 19.38% (+2.91pct)、7.26% (-0.35pct)、-0.34% (-0.05pct)。公司销售费用率有所上升主要系广告宣传、运输费用及销售人员薪酬增加所致。分季度来看，19Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 17.94% (+3.02pct)、7.44% (-0.88pct)、-0.33% (-0.2pct)。

3) 资产减值损失: 19 年前三季度公司资产减值损失为 1099 万元 (+137.36%)，主要系公司存货跌价计提影响。虽然公司资产减值损失增速较快，但其存货跌价计提的绝对金额与公司存货金额相比较小，影响不大。

4) 净利率: 由于毛利率上升幅度略高于费用率上升幅度，公司净利率略有提升。19 年前三季度实现净利率 10.64% (+0.62pct)。其中 Q3 净利率为 10.78% (+1.29pct)。

4、公司存货规模略有提升，经营性现金流净额改善明显

1) 存货: 19 年前三季度公司存货规模 8.98 亿元 (+7.86%)，略有增长。

2) 应收账款: 19 年前三季度公司应收账款规模为 1.84 亿元 (+17.60%)，有所增长，相比 19 年初增长 4.36%，略有增长。我们认为主要系线上平台账期较长，而公司线上渠道增速较快所致。

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-1.09 亿元，相比 18 年同期的-1.60 亿元有所改善；19Q3 单季度为 591 万元，环比 19Q2 由负转正，改善明显。由于公司下半年尤其是四季度是销售高峰，也是回款高峰，预计公司现金流将会逐步改善。

公司发布第一期员工持股计划草案，拟筹集资金总额不超过 3400 万元，每份份额为 1 元，份额上限为 3400 万份，涉及股票总数量不超过 200 万股，占现有公司股本总额的 0.75%。本次员工持股计划参与对象总人数不超过 50 人，其中包括监事 1 人，存续期为 36 个月。公司通过回购股份用于员工持股计划能够激励员工积极性，彰显公司发展信心。

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

风险提示: 线下渠道收入不及预期，线上新渠道冲击使竞争加剧等。

(摘自 2019 年 10 月 29 日发布的《【水星家纺】业绩点评：19Q3 业绩再超市场预期，线上渠道恢复快速增长，盈利能力持续提升》)

2.3. 歌力思三季报点评：Ed Hardy 业务调整影响短期业绩，IRO 和百秋表现优秀

1、事件: 公司公布 19 年前三季度业绩，实现营收 18.85 亿元 (+8.75%)，实现归母净利润

2.75 亿元 (+2.62%)，实现扣非净利润 2.39 亿元 (-7.9%)，公司扣非净利润与归母净利润之间的差异主要系公司 19 年前三季度政府补助相比 18 年同期增加 73.5%。19Q3 单季度公司实现营收 6.19 亿元 (-5.51%)，实现归母净利润 8488 万元 (-20.48%)。业绩增速略有放缓主要系 Ed Hardy 品牌在 19Q3 单季度集中进行加盟商换货；同时将加盟商的奥特莱斯店全部收归直营，由此收回了一部分存货，形成存货跌价准备，影响公司 19Q3 及前三季度的业绩水平。但是短期影响，长期来看这种调整利于品牌的长期发展。

2、按品牌拆分来看：

1) **主品牌 ELLASSAY** 保持稳健增长，19 年前三季度实现营收 7.41 亿元 (+4.22%)，其中 19Q3 营收 2.64 亿元 (-0.46%)，业绩微降主要系消费疲软导致；门店数量为 307 家，相比年初净关 5 家。

2) **Laurel 品牌** 19 年前三季度实现营收 7991.43 万元 (+4.53%)，实现稳健增长；其中 19Q3 营收 2571 万元 (+6.24%)；门店数量 47 家，相比年初净增 10 家。

3) **Ed Hardy 及 Ed Hardy X 品牌** 19 年前三季度实现营收 3.15 亿元 (-17.17%)，其中 19Q3 营收 8307 万元 (-37.50%)，业绩出现下滑，我们认为原因系：Ed Hardy 品牌在 19Q3 单季度集中进行换货对业绩造成了一定影响。门店数量为 173 家，相比年初净关店 8 家。

4) **IRO 品牌** 19 年前三季度实现营收 4.96 亿元 (+20.29%)，其中 19Q3 营收 1.53 亿元 (-9.33%)，IRO 全球门店数量 55 家，期内净增 6 家；预计 IRO 将加速拓展一线城市核心商圈渠道，逐步提高品牌的中国市场占有率。同时，公司将加强国际业务的管控及整合，发挥品牌的协同效应。

IRO 中国区：实现营收 6152 万元 (+181.53%)，得到快速发展，中国门店 20 家，相比年初净增 7 家；

IRO 非中国区：实现营收 4.35 亿元 (+11.27%)，非中国区门店 35 家，相比年初净关 1 家。

5) **VIVIENNE TAM 品牌** 19 年前三季度实现营收 1556 万元 (+153.59%)，收入增长迅速，主要系新拓品牌基数较小，其中 19Q3 营收 616 万元 (+78%)；门店数量 14 家，净增 1 家。

6) **Jean Paul Knott 品牌** 19 年前三季度实现营收 117 万元，品牌仍处在培育期，规模不大，目前共 2 家门店。

7) 百秋电商表现依旧靓丽预计 19Q3 营收实现 70%增长，利润实现 50%左右增长。

3、按渠道拆分来看：

1) **线下渠道**：公司 19 年前三季度线下渠道实现营收 15.67 亿元 (+3.3%)，实现稳健增长，占主营业务收入比重为 95.68%。其中直营渠道实现营收 9.85 亿元，同比增长 14.66%，加盟渠道实现营收 6.63 亿元，同比下降 8.74%。

2) **线上渠道**：公司 19 年前三季度线上渠道实现营收 8163.3 万元 (+19.16%)，增长较快，占主营业务比重 4.32%。

4、毛净利率有所下降，盈利能力有所下降

1) **毛利率**：19 年前三季度公司毛利率有所下降，销售毛利率为 66.07% (-3.21pct)，产品毛利率为 68.14% (-2.71pct)；其中歌力思主品牌、Laurel、Ed Hardy 系列品牌、IRO、VIVIENNE TAM、JPK 品牌的毛利率分别为 69.78% (-1.51pct)、77.01% (-5.04pct)、67.74% (-2.78pct)、64.66% (-3.78pct)、65.52% (+2.71pct)、48.80%。其中主品牌及 Laurel 毛利率略有下降我们认为主要系产品调价影响，目前价格已经回调，预计明年上半年毛利率会逐步恢复；Ed Hardy 品牌的毛利率略有下降主要系奥莱渠道增速较快的影响；IRO 品牌毛利率略有下降主要系库存消化影响；19Q3 单季度公司毛利率为 64.11% (-6.11pct)。

2) **费用率**：公司 19 年前三季度费用率水平整体有所上升，销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.95% (+0.83pct)、9.69% (-0.03pct)、3.75% (-0.06pct)、0.54% (+0.63pct)。分季度来看，19Q3 公司销售/管理+研发/财务费用率分别 32.35% (+4.45pct)、9.25% (+0.74pct)、

3.95% (+0.50pct)、1.81% (+1.80pct)。

3) 净利率: 19 年前三季度公司归母净利率有所下降, 为 14.60% (-0.85pct)。其中 19Q3 实现净利率 13.72% (-2.58pct)。

5、19 年前三季度应收账款规模有所下降, 经营性现金流净额同比改善

1) 存货: 19 年前三季度公司存货规模为 5.80 亿元 (+12.8%), 规模略有上升, 相比年初增加 10.54%; 存货周转率为 1.16 次 (+0.02 次), 维持平稳。

2) 应收账款: 19 年前三季度公司应收账款规模为 3.03 亿元(-9.04%), 相比年初下降 18.34%, 应收账款规模有所下降。

3) 经营性现金流: 公司 19 年前三季度经营性净现金净额为 3.13 亿元, 相比 18 年前三季度增长 19.47%, 表现优异。其中 19Q3 单季度产生的经营性净现金流净额为 0.82 亿元(-1.2%)。

考虑到公司 19Q3 收到 Ed Hardy 调整影响, 业绩增速放缓, 同时考虑到消费疲软影响, 我们略下调公司盈利预测。未来随着 Ed Hardy 调整结束, IRO 及新品牌持续发力, 预计未来公司业绩将持续提升。预计 2019-2021 年实现归母净利润 4.05/4.72/5.49 亿元, 同比增长 11.06%、16.47%、16.34%; 预计 19-21 年 EPS 为 1.22/1.42/1.65 元(原值为 1.32/1.57/1.84 元)。

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

(摘自 2019 年 11 月 01 日发布的《【歌力思】业绩点评: Ed Hardy 业务调整影响短期业绩, IRO 和百秋表现优秀》)

2.4. 海澜之家三季报点评: 主品牌增速环比提升明显, 短期因素使利润端承压

1、事件: 19 年前三季度公司实现营收 146.89 亿元 (+12.63%), 实现归母净利润 26.16 亿元 (-0.45%), 扣非归母净利润 24.18 亿元 (-3.63%)。利润增速有所下降主要: 1) 公司于 19 年 8 月底剥离的爱居兔品牌 1-8 月并表利润预计亏损同比增加 5000 万元左右; 2) 可转债产生的财务费用新增 7500 多万; 3) 新增固定资产折旧同比增加 7500 万元; 4) 正处于培育期的小品牌(海澜优选、AEX、OVV 等)亏损同比增加 5000 万元左右, 并表的男生女生亏损预计在 5000 万元左右, 由此使得 19 年前三季度公司利润同比略有下滑。

19Q3 单季度公司实现收入 39.68 亿元(+31.00%), 实现归母净利润 4.91 亿元(-12.64%), 扣非净利润 4.28 亿元(-8.51%)。19Q3 单季度公司营收实现较快速的增长主要系: 英氏及男生女生并表收入贡献; 及圣凯诺 19Q3 营收的快速增长。19Q3 单季度净利润下滑的原因主要系: 海澜之家系列产品毛利率有所下滑, 使得整体毛利率下滑; 并表及在建工程转固等带来的费用增加, 影响了净利润水平。

2、品牌拆分来看: 19Q3 主品牌收入环比提升, 圣凯诺实现快速增长, 英氏并表贡献营收。

1) 海澜之家: 19 年前三季度实现营收 115.32 亿元(+7.26%), 实现稳健增长。19Q3 单季度, 海澜之家主品牌实现 29.04 亿元(+15.10%), 环比 19Q2 有所提升。截至 19 年前三季度公司主品牌海澜之家门店共 5517 家, 净增 220 家, 门店数量有所增加。

2) 爱居兔: 由于 19 年 9 月公司将原子公司江阴爱居兔服装公司进行转让, 交易完成后, 上市公司主体间接对爱居兔持股 19%, 不再并表, 期初的 1249 家门店全部剥离。由此, 爱居兔 19 年 1-8 月实现营收 6.98 亿元, 其中 19 年 7-8 月实现营收 1.51 亿元。

3) 圣凯诺: 19 年前三季度实现营收 15.18 亿元(+31.18%), 实现快速增长; 其中 19Q3 单季度圣凯诺实现营收 5.8 亿元(+77.45%), 实现高速增长。我们认为主要由于圣凯诺为定制职业装品牌, 在销售上没有季节性和规律, 19Q3 发货比较多从而使得营收增多, 预计全年营收增速在 10%左右。

4) 其他品牌(海澜优选、AEX、男生女生、英氏): 19 年前三季度实现营收 6.30 亿元

(+1085.9%)，实现高速增长，主要系男生女生和英氏品牌并表所致（男生女生 18Q4 开始并表，英氏 19Q3 开始并表）。截至 19 年前三季度除主品牌海澜之家的其他品牌门店数共计 1559 家，净增 592 家。

3、渠道拆分来看：

1) 线下渠道：2019 年前三季度实现营收 135.25 亿元 (+13.01%)，实现稳健增长，占比为 94.07%；其中 19Q3 季度线下渠道实现营收 36.89 亿元 (+28.42%)，环比 19Q2 增速明显提高，主要系 19Q3 单季度英氏品牌并表，同时主品牌海澜之家 19Q3 单季度营收环比提升所致。拆分来看，不包含圣凯诺品牌，公司直营渠道实现营收 85.90 亿元 (+243.8%)，加盟及其他渠道实现营收 120.01 亿元 (+5.86%)。其中直营渠道营收大幅提升主要系公司加大直营店拓展力度所致。

2) 线上渠道：2019 年前三季度公司实现营收 8.52 亿元 (+9.98%)，占比为 5.93%，实现稳健增长；其中 19Q3 单季度公司实现营收 2.7 亿元 (+38.90%)，环比提升明显(19Q2 为+5.9%)。原因主要系公司加大在线上进行尾货处理，同时布局社交电商，英氏并表也带来一定的贡献。

4、毛利率：19 年前三季度公司销售毛利率 41.77% (-1.65%)，有所下降。其中海澜之家系列毛利率为 43.14% (-1.89pct)；爱居兔系列毛利率为 16.23%；圣凯诺毛利率为 51.08% (+0.05pct)；其他品牌毛利率为 34.92% (-8.53pct)。主品牌海澜之家系列产品毛利率有所下降，主要系 19 年公司将海一家合并统计，由于海一家在进行渠道调整，部分亏损店铺关闭，拉低整体海澜之家系列的毛利率水平；另外由于市场消费环境疲软，公司在价格策略上进行调整，买断自营产品的加价倍率有所下调；同时为吸引更多消费者进店将部分引流产品的性价比提升从而影响了毛利率水平。其他品牌毛利率下降幅度比较大主要系男生女生目前仍处在去库存阶段，毛利率不稳定，预计在毛利率稳定后，可以维持在 40%左右的水平。

5、费用率：19 前三季度销售、管理、研发、财务费用率为 10.17% (+1.07pct)、6.91% (+1.33pct)、0.28%、-0.02% (+0.06pct)，整体期间费用率有所提升。其中销售费用率有所提升主要系公司直营店增加所带来的装修、员工薪酬的增加导致；管理费用率有所上升主要系固定资产折旧摊销增加以及新品牌并表所带来的费用所致；研发费用率与同期相比持平；财务费用率为-0.02% (+0.06pct)，主要系摊销债券利息增加所致。其中 19Q3 单季度公司销售、管理、财务费用率分别为 12.61% (-1.27pct)、11.34% (+1.53pct)、0.11% (-0.51pct)。

6、净利率：19 年前三季度公司销售净利率为 17.66% (-2.49pct)，其中 19Q3 单季度为 12.13% (-6.43pct)。

7、存货：19 年前三季度公司存货规模为 94.49 亿元 (-2.93%)，相比年初下降 0.26%。预计主品牌存货与去年同期基本持平，主要系公司在东南亚地区开店增多，将产品提前入库所致。从存货周转率来看，19 年前三季度为 0.90 次 (+0.09 次)，存货周转有所改善。

8、应收账款：公司 19 年前三季度应收账款为 8.74 亿元 (-7.59%)，相比年初增加 27.52%。应收账款周转率为 18.85 次 (+1.91 次)，周转率有所改善。

9、经营性现金流：19 年前三季度公司经营性现金流净额为 2.01 亿元 (+47.6%)；其中 19Q3 单季度为-2.97 亿元，我们认为主要系秋冬产品备货进行货款支付所致，由于 19Q4 为销售和回款高峰，预计全年现金流能够恢复到正常水平。

维持“买入评级”，略下调公司盈利预测。

19 年前三季度公司主品牌海澜之家环比增速提升明显，拖累公司利润的爱居兔业务已经剥离，圣凯诺品牌业绩保持稳定，其他小品牌仍在培育中，未来将逐步实现盈亏平衡。考虑到公司 19 年前三季度毛利率有所下降影响整体利润水平，同时小品牌仍有亏损，我们略下调公司盈利预测。预计 2019-2021 年实现归母净利润 35.21/38.16/41.36 亿元，同比增长 1.9%、8.4%、8.39%；预计 19-21 年 EPS 为 0.8/0.86/0.94 元（原值为 0.85/0.92/1.00 元），对应 PE 为 9.92/9.15/8.44。

风险提示：终端消费疲软，新品牌培育不及预期，库存积压风险。

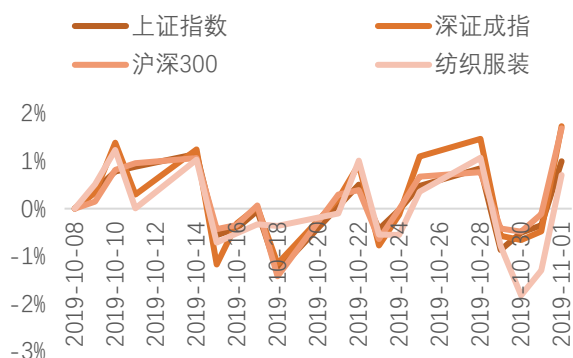
（摘自 2019 年 11 月 03 日发布的《【海澜之家】业绩点评：主品牌增速环比提升明显，短期因素使利润端承压》）

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

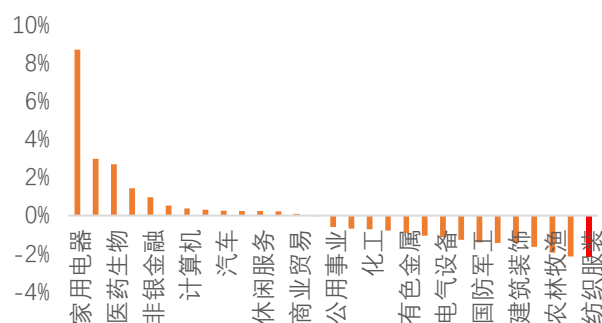
本周上证指数收 2958.2 点，较上周收盘变动+0.11%；深证成指收于 9802.33 点，较上周收盘变动+1.47%；沪深 300 收于 3952.39 点，较上周收盘变动+1.43%；申万纺织服装板块收于 1857.79 点，较上周收盘变动-2.15%。

图 4：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

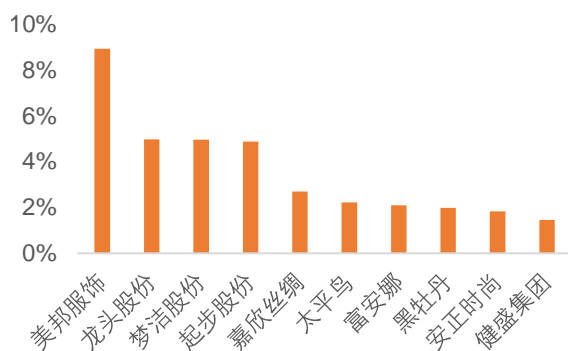
图 5：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

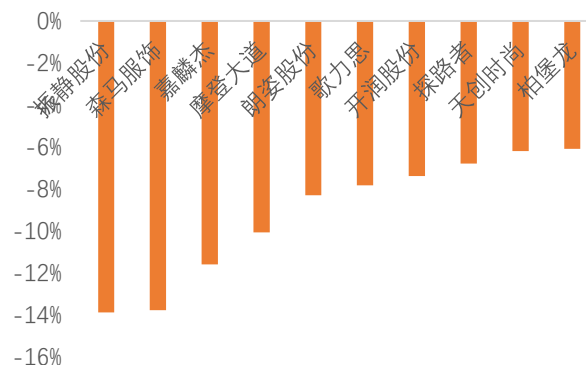
个股方面，美邦服饰、龙头股份、梦洁股份涨幅居前三；振静股份、森马服饰、嘉麟杰跌幅居前三。

图 6：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 7：纺织服装个股周涨幅后十名 (%)



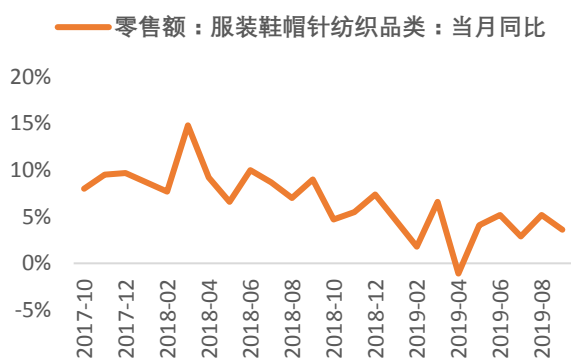
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 8：2017 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 9：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



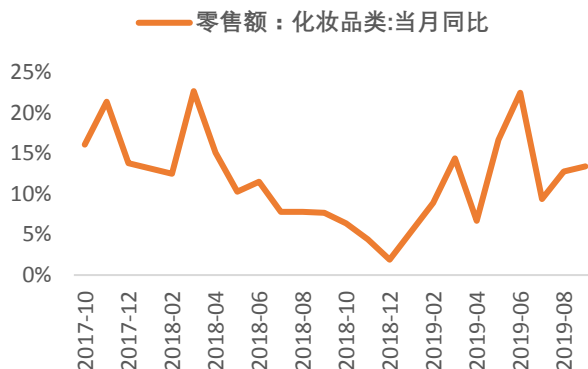
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2017 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 11：2017 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比 (%)



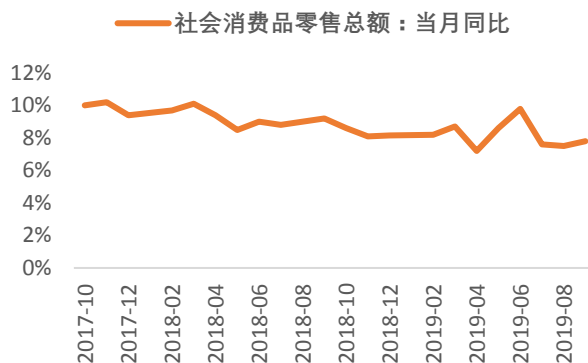
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2012 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 13：2017 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)

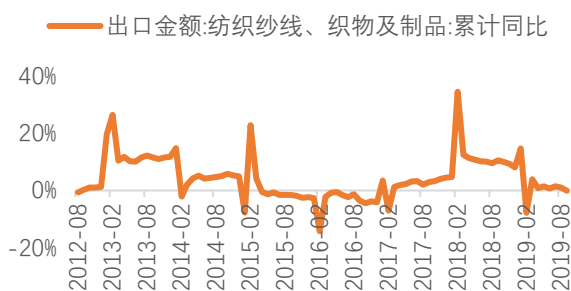


资料来源：Wind，天风证券研究所

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

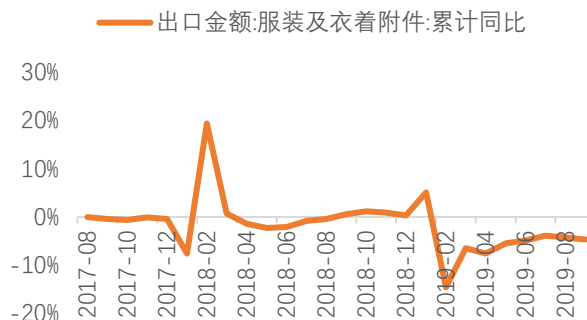
截至 2019 年 9 月底，据海关总署发布的数据显示，9 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 97.65 亿美元，同比下降 2.50%，环比 8 月份下降 7.83%；2019 年累计出口 891.59 亿美元，同比下降 0.10%。服装及衣着附件 9 月的出口金额为 147.55 亿美元，同比下降 7.83%，环比 8 月份下降 6.01%；2019 年累计出口 1127.95 亿美元，同比下降 4.70%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响。

图 14：2012 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 15：2017 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：101.02，较上周上涨 0.54%。

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 10,700.00 元/吨，较上周变动-2.73%。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 6,870.00 元/吨，较上周变动-1.58%。涤纶长丝 POY 本周均价为 6,950.00 元/吨，较上周变动-2.52%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 7,850.00 元/吨，较上周变动-1.26%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 8,700.00 元/吨，较上周变动-0.57%。

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 16：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



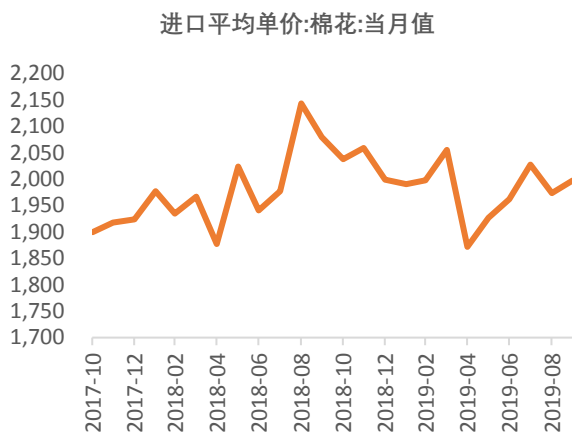
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



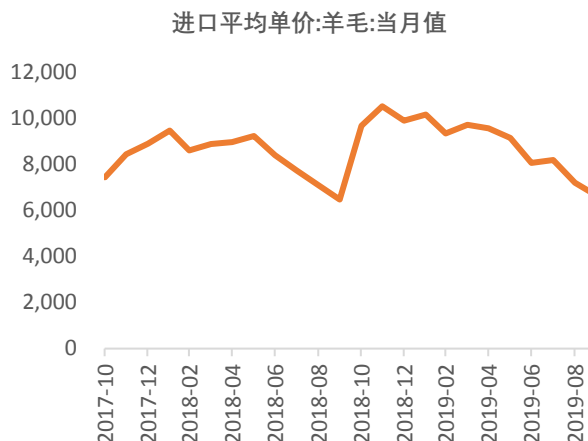
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



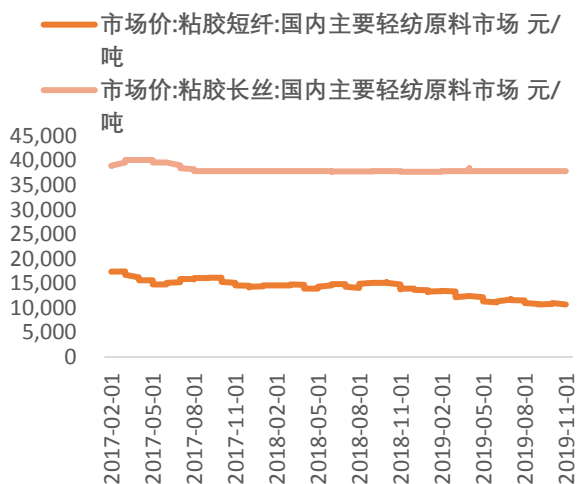
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



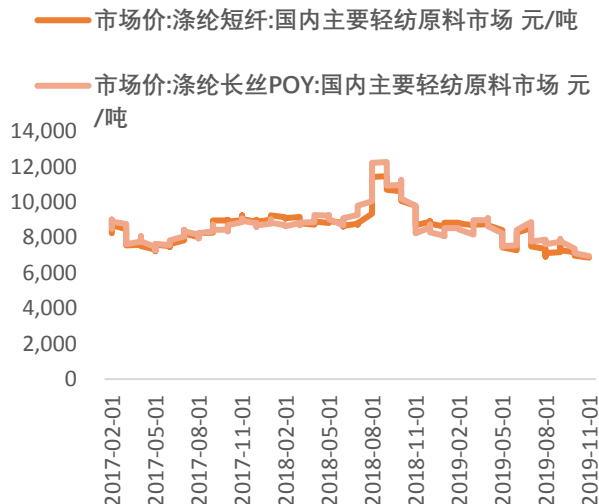
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



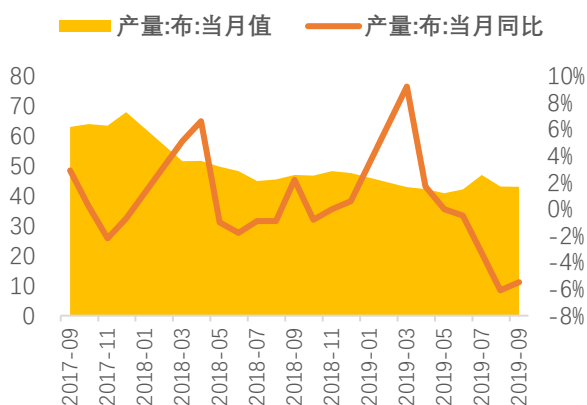
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



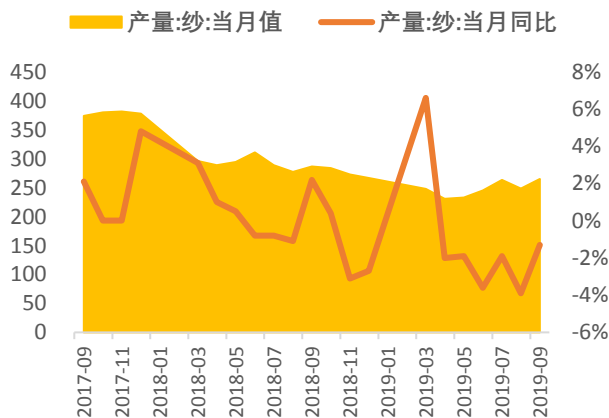
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2016 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 23：2016 年至今国内棉纱产量走势单位：（万吨）



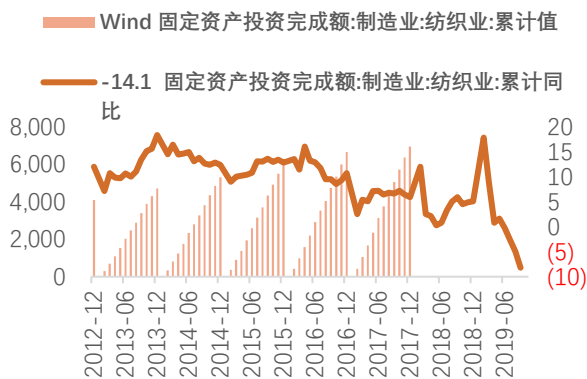
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 24：2012 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 25：2012 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



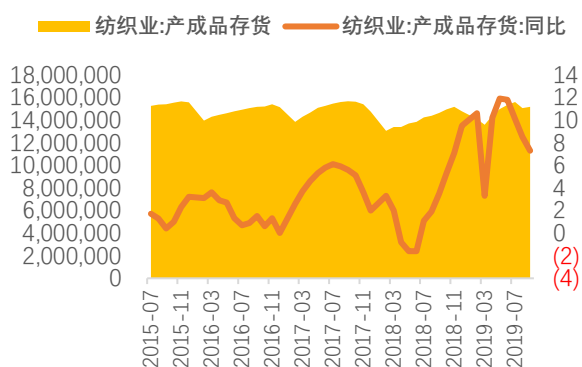
资料来源：Wind，天风证券研究所

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9月，纺织行业产成品库存 1,516.60 亿元，同比增长 7.30%，较上月增速有所下降（-1.20pct）。

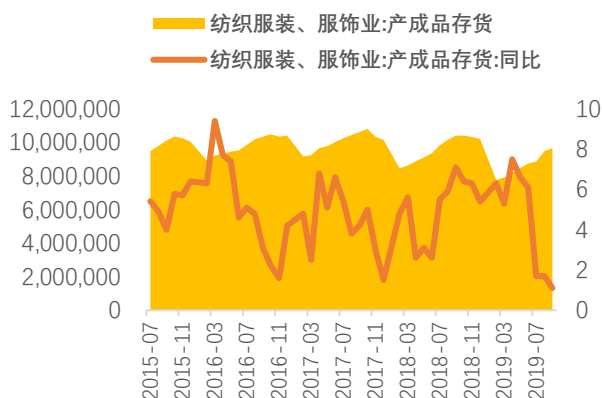
服装行业库存情况：2019年9月，服装行业产成品库存 966.20 亿元，同比增长 1.10%，较上月增速有所下降（-0.60pct）。

图 26：2012 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 27：2012 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：

百隆东方（601339.SH）2019 Q3 季报公告：2019 年前三季度公司实现营收 45.69 亿元（+0.24%），实现归母净利润 2.97 亿元（-36.26%）。其中 2019Q3 单季度营业收入为 17.05 亿元（+5.53%），归母净利润 7,202.64 万元（-48.26%）。

水星家纺（603365.SH）1）2019 Q3 季报公告：2019 年前三季度公司实现营收 20.18 亿元（+11.89%），实现归母净利润 2.15 亿元（+18.78%）。其中 2019Q3 单季度营业收入为

7.42 亿元 (+15.43%)，归母净利润 8,000.11 万元 (+31.14%)。2) 2019 年半年度权益分派实施公告：公司拟每股派发现金红利 0.20 元，共计派发现金红利 5,297.18 万元。本次红利派发股权登记日为 2019 年 5 月 28 日，除权除息日为 2019 年 11 月 7 日。3) 回购股份进展公告：截至 2019 年 10 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购公司股份数量为 181.12 万股，已回购股份占公司总股本的 0.68%，成交价格区间为 15.83-16.92 元/股，支付的总金额为 2,999.46 万元。4) 使用闲置募集资金进行现金管理公告：公司使用闲置募集资金进行现金管理，认购了 8500 万元固定收益保本型结构性存款，理财期限 90 天，预计年化收益 3.8%。

歌力思 (603808.SH) 2019 Q3 季报公告: 2019 年前三季度公司实现营收 18.85 亿元 (+8.57%)，实现归母净利润 2.75 亿元 (+2.62%)。其中 2019Q3 单季度营业收入为 6.19 亿元 (-5.51%)，归母净利润 8,488.42 万元 (-20.48%)。

森马服饰 (002563.SZ) 2019 Q3 季报公告:截至 2019 年 9 月 30 日，公司实现营业收入 132.61 亿元 (+35.82%)；实现归母净利润 13.07 亿元 (+2.79%)。

海澜之家 (600398.SH) 1) 2019 Q3 季报公告:截至 2019 年 9 月 30 日，公司实现营业收入 146.89 亿元 (+12.63%)；实现归母净利润 26.16 亿元 (-0.45%)。2) 回购股份的进展公告：截至 2019 年 10 月底，公司已累计回购股份 1,629.42 万股，占公司总股本的比例 0.37%，成交价格区间为 7.54-8.74 元/股，已支付的总金额为 1.32 亿元。

美邦服饰 (002269.SZ) 2019 Q3 季报公告: 2019 年前三季度公司实现营收 40.34 亿元 (-27.27%)，实现归母净利润-2.38 亿元(-692.42%)。其中 2019Q3 单季度营业收入为 13.35 亿元 (-16.99%)，归母净利润-9,990.28 万元 (-669.97%)。

4. 近期重要事项提醒

表 2：近期上市公司股东大会信息

日期	公司	地点	时间
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
11.12	开润股份	上海市松江区莘砖公路 518 号 14 栋 5 楼会议室	14:30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 年内重点限售股解禁公司明细

表 3：年内限售股解禁公司明细

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁收益 率(%)	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
					总股本	流通 A 股	占比 (%)	总股本	流通 A 股	占比 (%)	
002098.SZ	浔兴股份	2019-01-04	4,800.00	28.29	35,800.00	31,000.00	86.59	35,800.00	35,800.00	100.00	定向增发机构配售股份
002780.SZ	三夫户外	2019-01-11	712.14		11,213.39	7,346.57	65.52	11,213.39	8,058.71	71.87	首发原股东限售股份
002397.SZ	梦洁股份	2019-01-14	7,624.06	-41.23	77,976.48	42,567.67	54.59	77,976.48	50,191.73	64.37	定向增发机构配售股份
002127.SZ	南极电商	2019-01-21	39,173.73	241.26	245,487.04	147,983.18	60.28	245,487.04	187,156.90	76.24	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2019-02-26	29.34		87,444.32	50,941.52	58.26	87,444.32	50,970.86	58.29	股权激励限售股份
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	2019-09-	763.04		75,802.04	64,210.00	84.71	75,802.04	64,973.9	85.7	股权激励限售股份

SZ	股份	30			04	93			6	2	份
002327.	富安	2019-09-	412.89		87,444.	51,976.	59.44	87,444.32	52,389.1	59.9	股权激励限售股
SZ	娜	30			32	30			9	1	份
002494.	华斯	2019-11-	370.83	-69.40	38,556.	29,502.	76.52	38,556.08			定向增发机构配
SZ	股份	11			08	05					售股份
300577.	开润	2019-12-	15,225.56		21,751.	6,444.3	29.63	21,751.69			首发原股东限售
SZ	股份	23			69	5					股份
002832.	比音	2019-12-	16,184.00		30,827.	13,429.	43.56	30,827.63			首发原股东限售
SZ	勒芬	23			63	83					股份
603608.	天创	2019-12-	701.34	-50.07	43,140.	31,660.	73.39	43,140.22			定向增发机构配
SH	时尚	26			22	41					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