

纺织服装

证券研究报告

2019年11月10日

上调开润股份 2020 年收入预期，双十一期间建议关注电商板块标的

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 2964.18 点，较上周收盘变动+0.20%；深证成指收于 9895.34 点，较上周收盘变动+0.95%；沪深 300 收于 3973.01 点，较上周收盘变动+0.52%；申万纺织服装板块收于 1851.44 点，较上周收盘变动-0.34%。

行业数据及观点：

1、上调开润股份 2020 年收入预期。

1) 开润股份一直是我们团队重点长期推荐的标的之一，近年业绩保持着持续快速增长。在此期间，我们针对开润股份进行了一系列的探究和讨论，先后撰写多篇报告进行重点分析。但是近期，市场上对于 90 分品牌存在一些疑惑，主要是由于公司最近披露的 19Q3 业绩中，收入增速略有放缓，部分投资人担心公司高增长的态势能否持续。由此，我们本周发布 19 年以来，**开润股份第三篇专题报告《开润股份：专题报告：我们对公司 2020 年收入增速调高预期》**。以此对于开润股份近期收入波动进行解读，并对其未来发展进行展望，同时再次重申我们的观点，继续坚定推荐开润股份，并长期看好公司的未来发展！

2) B2C 业务：预计 19 年营收增速在 30%-40%；2020 年预计 40%左右。净利率 19 年为 6%左右，2020 年预计 7%左右。公司 19Q3 B2C 业务收入波动主要系小米渠道阶段性放缓所致，目前已经恢复，无需过分担忧，继续维持 19 年全年 B2C 业务 14 亿左右的营收规模。我们认为未来公司 B2C 业务将维持持续快速增长，盈利能力将持续提升主要系：品牌端：加大品牌营销和推广力度，打破消费者知晓产品但不了解品牌的局面；产品端：持续进行迭代和扩充，吸引新客群，挖掘新的收入增长点；渠道端：小米渠道保持稳定增长，加大自有渠道扩展力度，为后续增长提供动力；精细化运营：不同渠道采用不同打法和策略提升效率。

3) B2B 业务：预计公司 B2B 业务 19 年收入增速在 40%-50%左右；2020 年预计收入增速在 30%左右。2019 年净利率预计在 10%-12%。我们认为公司 B2B 业务将保持持续快速增长，盈利能力将持续提升。主要系公司原有代工业务保持 10%-20%左右的稳定增长；印尼工厂客户结构不断优化，并在海外构建土地进行扩产，产能持续扩张，预计 2020 年底-2021 年初产能可以翻番。同时公司印尼工厂生产效率逐步改善，盈利能力将持续提升，拉动整体 B2B 业务盈利能力的提升。

2、双十一期间，建议关注电商板块标的。

双十一预售阶段已经进入尾声，截至 11 月 5 日 24 点，根据数据威跟踪到了预售品牌榜单来看，男装类目 TOP5 是太平鸟、波司登、森马、Champion、马克华菲；女装类目 TOP5 是波司登、乐町、ONLY、太平鸟、Vero Moda。箱包皮具类目来看，MK、MCM、新秀丽、小米、Coach 位居前 5 名，90 分品牌目前居于第 8 名，由于小米渠道内的箱包为 90 分品牌的产品，由于我们认为 90 分品牌箱包的整体预售情况较好，继续期待其在双十一当日的销售表现。开润股份及南极电商作为我们重点推荐的电商标的，建议投资人在双十一期间持续关注。（正文内有详细榜单及排名）。

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速增长，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) 2019-11-08	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	33.00	买入	0.80	1.06	1.40	1.85	41.25	31.13	21.43	15.00
002127.SZ	南极电商	11.05	买入	0.36	0.49	0.64	0.83	30.69	21.25	14.93	11.16
02020.HK	安踏体育	70.09	买入	1.53	2.10	2.69	3.32	45.81	33.38	26.06	21.11
02331.HK	李 宁	22.84	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	76.13	41.53	31.29	22.39
002832.SZ	比音勒芬	25.75	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	27.11	19.22	14.63	11.55
603558.SH	健盛集团	9.47	买入	0.50	0.70	0.85	1.02	18.94	13.53	11.14	9.28
603365.SH	水星家纺	15.99	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	14.94	12.90	11.10	9.57
600398.SH	海澜之家	7.92	买入	0.78	0.80	0.86	0.94	10.15	9.90	9.21	8.43

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=0.894 人民币

重点公司推荐逻辑：

● 开润股份：上调 2020 年收入预期。

B2C 业务：1) 19Q3 收入波动主要系公司小米渠道阶段性放缓所致，目前已经恢复，无需过分担忧。我们预计 19Q3 公司 B2C 业务收入增长在 20%左右，目前已经恢复，预计 19Q4 公司 B2C 业务能够实现 40%左右的增速，继续维持全年 14 亿左右的营收规模。2) **B2C 业务预期**：19 年营收增速预计在 30%-40%，2020 年预计为 40%左右；19 年净利率预计在 6%左右，2020 年预计在 7%左右；3) **增长来源**：① **品牌**：进行品牌重塑，加大品牌营销和推广力度，提升品牌关注度，打破消费者知晓产品但不了解品牌的局面；② **产品**：持续进行产品迭代和扩充，扩大消费客群，提升产品适销度。如增加女性产品系列等；③ **渠道**：小米渠道保持稳定增长，预计 2020 年保持 30%左右的增速；加大非米系渠道扩张力度，预计 2020 年占比在 50%左右，同时预计非米系渠道收入增速在 50%左右，为后续增长提供动力；④ **精细化运营**：对 90 分自有渠道和小米渠道团队进行拆分，采取不同的策略和打法，提升效率。

B2B 业务：1) **业务预期**：我们预计公司 B2B 业务 19 年收入增速在 40%-50%左右；2020 年预计收入增速在 30%左右。2019 年净利率预计在 10%-12%。2) **增长来源**：1) **印尼工厂客户结构不断优化、产能持续扩张**：目前 NIKE 是印尼工厂第一大客户；由于公司能够成为 NIKE 供应商，已经是对公司在箱包代工领域良好实力的证明；由此在开拓新客户方面的竞争力将会提高。未来公司将会继续寻找类似 NIEK 这类的优质大客户，丰富客户结构；同时公司子公司在印尼继续购入土地，作为海外生产基地扩建的储备用地，我们预计公司 2020 年底-2021 年初能够实现产能的翻倍，从而保证公司 B2B 业务的良好发展。2) **盈利能力持续提升**：公司印尼工厂收购后，生产效率明显改善，预计已经提高到收购前的 80%，目前我们预计净利率预计在 7%左右。假设公司原有 B2B 业务净利率保持稳定，我们预计 19 年 B2B 业务净利率能够实现 10%-12%的水平。

维持“买入”评级，维持公司原有盈利预测。虽然我们对于公司 2020 年收入增长预期较此前乐观，但基于谨慎原则，我们维持原有盈利预测。预计 19 年-21 年实现归母净利润 2.30、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。

● 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。

拆分开看：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告公告披露的 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额持续提升。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：上调开润股份 2020 年收入预期，双十一期间建议关注电商板块标的

1、上调开润股份 2020 年收入预期。

1) 开润股份一直是我们团队重点长期推荐的标的之一，近年业绩保持着持续快速增长。在此期间，我们针对开润股份进行了一系列的探究和讨论，先后撰写多篇报告进行重点分析。但是近期，市场上对于 90 分品牌存在一些疑惑，主要是由于公司最近披露的 19Q3 业绩中，收入增速略有放缓，部分投资人担心公司高增长的态势能否持续。由此，我们本周发布 19 年以来，开润股份第三篇专题报告《开润股份：专题报告：我们对公司 2020 年收入增速调高预期》。以此对于开润股份近期收入波动进行解读，并对其未来发展进行展望，同时再次重申我们的观点，继续坚定推荐开润股份，并长期看好公司的未来发展！

2) B2C 业务：预计 19 年营收增速在 30%-40%；2020 年预计 40%左右。净利率 19 年为 6%左右，2020 年预计 7%左右。公司 19Q3B2C 业务收入波动主要系小米渠道阶段性放缓所致，目前已经恢复，无需过分担忧，继续维持 19 年全年 B2C 业务 14 亿左右的营收规模。我们认为未来公司 B2C 业务将维持持续快速增长，盈利能力将持续提升主要系：品牌端：加大品牌营销和推广力度，打破消费者知晓产品但不了解品牌的局面；产品端：持续进行迭代和扩充，吸引新客群，挖掘新的收入增长点；渠道端：小米渠道保持稳定增长，加大自有渠道扩展力度，为后续增长提供动力；精细化运营：不同渠道采用不同打法和策略提升效率。

3) B2B 业务：预计公司 B2B 业务 19 年收入增速在 40%-50%左右；2020 年预计收入增速在 30%左右。2019 年净利率预计在 10%-12%。我们认为公司 B2B 业务将保持持续快速增长，盈利能力将持续提升。主要系公司原有代工业务保持 10%-20%左右的稳定增长；印尼工厂客户结构不断优化，并在海外构建土地进行扩产，产能持续扩张，预计 2020 年底-2021 年初产能可以翻番。同时公司印尼工厂生产效率逐步改善，盈利能力将持续提升，拉动整体 B2B 业务盈利能力的提升。

2、双十一期间，建议关注电商板块标的。

双十一预售阶段已经进入尾声，截至 11 月 5 日 24 点，根据数据威跟踪到了预售品牌榜单来看，男装类目 TOP5 是太平鸟、波司登、森马、Champion、马克华菲；女装类目 TOP5 是波司登、乐町、ONLY、太平鸟、Vero Moda。箱包皮具类目来看，MK、MCM、新秀丽、小米、Coach 位居前 5 名，90 分品牌目前居于第 8 名，由于小米渠道内的箱包为 90 分品牌的产品，由于我们认为 90 分品牌箱包的整体预售情况较好，继续期待其在双十一当日的销售表现。开润股份及南极电商作为我们重点推荐的电商子板块标的，建议投资人在双十一期间持续关注。

表 1：男装、女装、童装、运动服、内衣家居服及服装饰品品类 2019 年双十一预售排名

排名	男装品牌	女装品牌	童装	运动服	内衣家居服品类	服装配饰
1	太平鸟	波司登	巴拉巴拉	FILA	曼妮芬	GUCCI
2	波司登	乐町	Mini balabala	Nike	蕉内	Ferragamo
3	森马	ONLY	Dave&Bella	Adidas	爱慕	Goldlion
4	Champion	太平鸟	安踏	李宁	NEI WAI	NEW ERA
5	马克华菲	Vero Moda	安奈儿	安踏	猫人	皮尔卡丹
6	杰克琼斯	伊芙丽	Nike	PUMA	芬腾	Coach
7	GXG	MO&CO.	英氏	AIR JORDEN	维多利亚的秘密	Versace
8	美特斯邦威	韩都衣舍	Mini Peace	Under Armour	都市丽人	Montblance
9	优衣库	雅鹿	MQD	KAPPA	华歌尔	Massimo Dutti
10	HAZZYS	LILY	Paw in Paw	New Balance	黛安芬	上海故事

资料来源：数据威，天风证券研究所

备注：数据为 2019 年双十一预售数据榜单，统计时间段为 2019 年 10 月 21 日 0 点—2019 年 11 月 5 日 24 点

表 2：女鞋、男鞋、童鞋、运动鞋、箱包皮具及床上用品品类 2019 年双十一预售排名

排名	女鞋	男鞋	童鞋	运动鞋	箱包皮具	床上用品
1	Skechers	Skechers	Nike	Nike	Michael Kors	水星
2	百丽	足力健	Skechers	Adidas	MCM	罗莱
3	Dr.Martens	ECCO	Adidas	安踏	新秀丽	富安娜
4	UGG	Clarks	安踏	李宁	小米	LOVO
5	天美意	Dickies	Crtartu 卡特兔	Convers	Coach	梦洁
6	思加图	百丽	Dr.Kong 江博士	Skechers	Charles&Keith	多喜爱
7	TATA	骆驼	Mikihouse	FILA	美旅	博洋
8	Clarks	红蜻蜓	New Balance	PUMA	90 分	Sunflower 圣之花
9	百思图	奥康	巴拉巴拉	New Balance	TUMI	野兽派
10	骆驼	Timberland	FILA	Vans	ITO	Interlagos

资料来源：数据威，天风证券研究所

备注：数据为 2019 年双十一预售数据榜单，统计时间段为 2019 年 10 月 21 日 0 点—2019 年 11 月 5 日 24 点

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 1：重点公司估值情况概览

证券简称	预测PE 2019	预测PE 2020	2019-2021 净利润 CAGR	预测净利润增长率 2019	预测净利润增长率 2020	预测净利润增长率 2021	净利润 2018 (百万元)	预测净利润均值 2019 (百万元)	预测净利润均值 2020 (百万元)	预测净利润均值 2021 (百万元)	总市值 (亿元)
开润股份*	31.16	23.51	32.0%	32.6%	32.5%	31.5%	173.7	230.4	305.4	401.7	71.8
南极电商*	22.49	16.63	32.5%	36.1%	35.2%	29.9%	886.5	1,206.2	1,631.4	2,118.7	271.3
比音勒芬*	19.24	14.63	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	79.4
森马服饰*	14.48	12.75	14.3%	10.0%	13.5%	15.1%	1,693.6	1,863.6	2,116.0	2,435.3	269.9
海澜之家*	9.94	9.17	8.4%	1.9%	8.4%	8.4%	3,454.8	3,520.5	3,816.1	4,136.1	350.1
美邦服饰*	12.28	8.20	47.7%	964.3%	49.7%	45.6%	40.4	429.6	643.3	936.8	52.8
梦洁股份*	19.28	13.91	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	39.5
李宁*	46.21	35.11	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	591.2
安踏体育*	37.39	29.17	25.8%	38.1%	28.2%	23.4%	4,102.9	5,664.4	7,260.4	8,957.8	2,117.9
罗莱生活*	13.11	11.88	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	76.2
歌力思*	11.59	9.95	16.4%	11.1%	16.5%	16.3%	365.0	405.4	472.2	549.3	47.0
百隆东方*	13.77	12.64	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	62.7
九牧王*	10.88	12.70	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	63.0
水星家纺*	12.88	11.14	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	42.6
健盛集团*	13.57	11.15	21.1%	40.7%	21.7%	20.5%	206.4	290.5	353.5	426.0	39.4
太平鸟*	11.49	10.20	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	72.4
鲁泰A	9.88	9.10	8.6%	5.4%	8.6%	8.7%	811.5	855.5	928.7	1,009.3	84.6
伟星股份	13.90	12.50	10.2%	4.0%	11.2%	9.3%	310.3	322.8	359.0	392.3	44.9
七匹狼	12.26	11.18	9.2%	1.5%	9.7%	8.8%	346.3	351.4	385.4	419.3	43.1
华孚时尚	15.66	13.12	16.2%	-18.8%	19.4%	13.1%	751.8	610.4	728.6	824.0	95.6
新野纺织	11.57	9.55	20.5%	-26.4%	21.1%	19.9%	386.5	284.5	344.5	413.0	32.9
报喜鸟	16.71	14.66	-100.0%	314.8%	14.0%	-100.0%	51.8	215.0	245.0	0.0	35.9
富安娜	11.87	10.65	12.0%	-6.0%	11.4%	12.6%	543.4	510.6	568.8	640.3	60.6
汇洁股份	14.39	12.32	13.5%	40.0%	16.8%	10.3%	165.7	232.0	271.0	299.0	33.4
锦泓集团	9.08	8.29	8.6%	-31.5%	9.6%	7.6%	272.8	187.0	205.0	220.5	17.0
天创时尚	11.84	10.79	9.4%	3.0%	9.8%	9.0%	242.2	249.5	273.9	298.4	29.6
安正时尚*	14.84	12.78	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	55.7
探路者	25.13	22.31	20.2%	-171.7%	12.6%	28.3%	-181.9	130.5	147.0	188.7	32.8
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	7.86	7.56	6.5%	1.7%	4.0%	9.0%	390.3	397.0	413.0	450.0	31.2
红豆股份	40.81	36.22	12.9%	-0.5%	12.7%	13.2%	207.1	206.1	232.2	262.9	84.1
航民股份	9.41	8.64	8.5%	9.6%	8.9%	8.1%	661.9	725.5	790.4	854.1	68.3
雅戈尔	8.21	7.37	-	14.3%	11.3%	-	3,676.9	4,202.0	4,678.0	-	345.0
搜于特	28.93	22.37	-	-34.9%	29.3%	-	369.4	240.5	311.0	-	69.6
摩登大道	192.86	170.17	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	28.9
柏堡龙	18.72	16.56	-	10.5%	13.0%	-	192.5	212.7	240.4	-	39.8
际华集团	37.74	31.14	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	142.3
朗姿股份	18.73	17.03	9.5%	-5.0%	10.0%	9.1%	210.5	200.0	220.0	240.0	37.5

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 8 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. 开润股份专题研究：我们对公司 2020 年收入增速调高预期

开润股份一直是我们团队重点长期推荐的标的之一，近年业绩保持着持续快速增长。在此期间，我们针对开润股份进行了一系列的探究和讨论。但是近期，市场上对于 90 分品牌存在一些疑惑，主要是由于公司最近披露的 19Q3 的业绩中，收入增速略有放缓，部分投资人担心公司高增长的态势能否持续。本篇报告，我们希望对于开润股份近期收入波动进行解读，并对其未来发展进行展望，**同时再次重申我们的观点，继续坚定推荐开润股份，并长期看好公司的未来发展！**

B2C 业务：

1) 19Q3 收入波动主要系公司小米渠道阶段性放缓所致，目前已经恢复，无需过分担忧。我们预计 19Q3 公司 B2C 业务收入增长在 20%左右，目前已经恢复，预计 19Q4 公司 B2C 业务能够实现 40%左右的增速，继续维持全年 14 亿左右的营收规模。

2) **B2C 业务预期**: 19 年营收增速预计在 30%-40%，2020 年预计为 40%左右；19 年净利率预计在 6%左右，2020 年预计在 7%左右；

3) **增长来源**: ① **品牌**: 进行品牌重塑，加大品牌营销和推广力度，提升品牌关注度，打破消费者知晓产品但不了解品牌的局面；② **产品**: 持续进行产品迭代和扩充，扩大消费群体，提升产品适销度。如增加女性产品系列等；③ **渠道**: 小米渠道保持稳定增长，预计 2020 年保持 30%左右的增速；加大非米系渠道扩张力度，预计 2020 年占比在 50%左右，同时预计非米系渠道收入增速在 50%左右，为后续增长提供动力；④ **精细化运营**: 对 90 分自有渠道和小米渠道团队进行拆分，采取不同的策略和打法，提升效率。

B2B 业务:

1) **B2B 业务预期**: 我们预计公司 B2B 业务 19 年收入增速在 40%-50%左右；2020 年预计收入增速在 30%左右。2019 年净利率预计在 10%-12%。

2) **增长来源**: 1) **印尼工厂客户结构不断优化、产能持续扩张**: 目前 NIKE 是印尼工厂第一大客户；由于公司能够成为 NIKE 供应商，已经是对公司在箱包代工领域良好实力的证明；由此在开拓新客户方面的竞争力将会提高。未来公司将会继续寻找类似 NIEK 这类的优质大客户，丰富客户结构；同时公司子公司在印尼继续购入土地，作为海外生产基地扩建的储备用地，我们预计公司 2020 年底-2021 年初能够实现产能的翻倍，从而保证公司 B2B 业务的良好发展。2) **盈利能力持续提升**: 公司印尼工厂收购后，生产效率明显改善，预计已经提高到收购前的 80%，目前我们预计净利率预计在 7%左右。假设公司原有 B2B 业务净利率保持稳定，我们预计 19 年 B2B 业务净利率能够实现 10%-12%的水平。

维持“买入”评级，维持公司原有盈利预测。虽然我们对于公司 2020 年收入增长预期较此前乐观，但基于谨慎原则，我们维持原有盈利预测。预计 19 年-21 年实现归母净利润 2.30、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。

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 11 月 08 日发布的《【开润股份】专题研究：我们对公司 2020 年收入增速调高预期》)

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

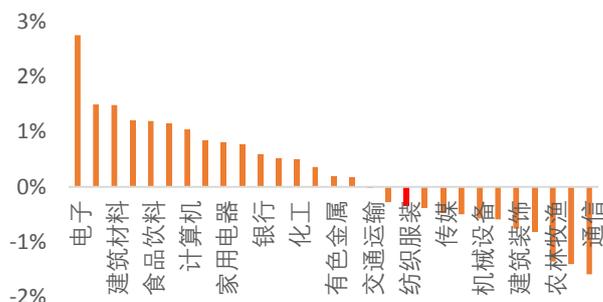
本周上证指数收 2964.18 点，较上周收盘变动+0.20%；深证成指收于 9895.34 点，较上周收盘变动+0.95%；沪深 300 收于 3973.01 点，较上周收盘变动+0.52%；申万纺织服装板块收于 1851.44 点，较上周收盘变动-0.34%。

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

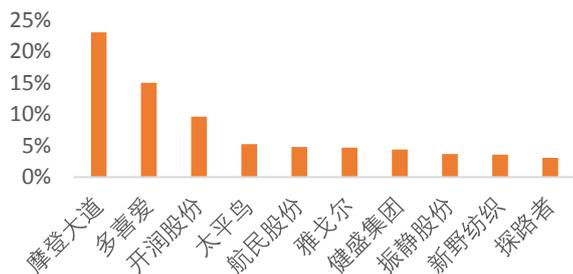


资料来源: Wind, 天风证券研究所

个股方面，摩登大道、多喜爱、开润股份涨幅居前三；美邦服饰、龙头股份、森马服

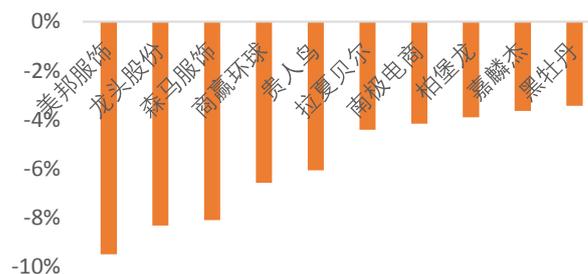
饰跌幅居前三。

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 296,674.20 亿元，同比增长 8.20%。2019 年 9 月，社会消费品零售总额 34,494.90 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：10 月纺织品出口同比上升，服装类出口金额同比下滑

截至 2019 年 10 月底，据海关总署发布的数据显示，10 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 101.55 亿美元，同比上升 4.22%，环比 9 月上升 4.00%；2019 年累计出口 993.10 亿美元，同比上升 0.34%。服装及衣着附件 9 月的出口金额为 127.13 亿美元，同比下降 5.92%，环比 9 月份下降 13.84%；2019 年累计出口 125.05 亿美元，同比下降 4.80%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响，近期中美贸易谈判进展较为顺利，11 月数据有望边际改善。

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：102.16，较上周上涨 1.13%。

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 10,600.00 元/吨，较上周变动-0.93%。粘胶长丝本周均价 37,800.00 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 6,850.00 元/吨，较上周变动-0.29%。涤纶长丝 POY 本周均价为 6,885.00 元/吨，较上周变动-0.94%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 7,700.00 元/吨，较上周变动-1.91%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 8,650.00 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 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）



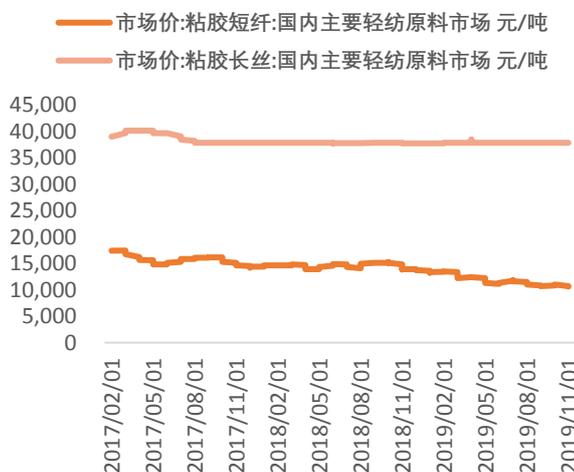
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



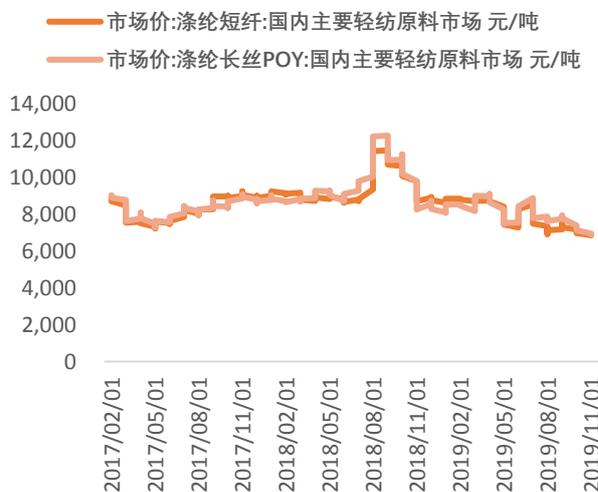
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2017 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



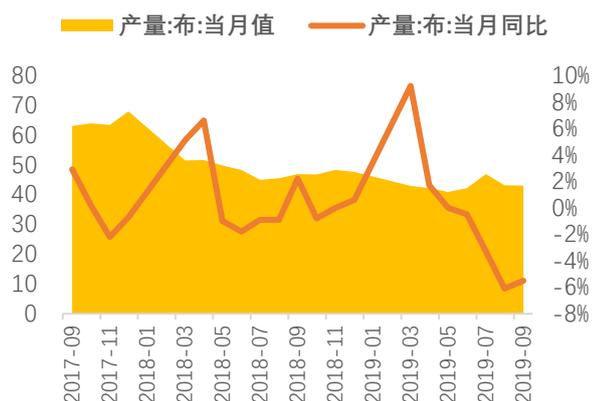
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2017 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



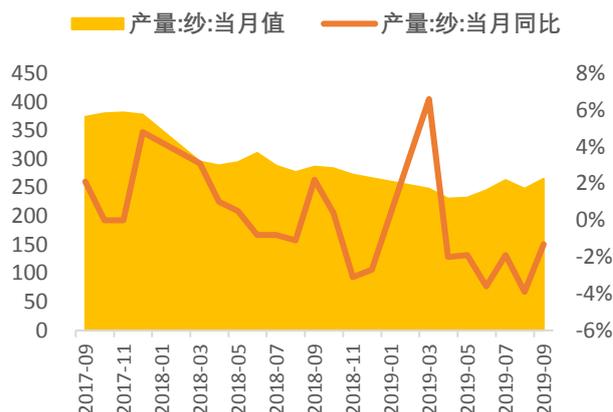
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2017 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 21：2017 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）。

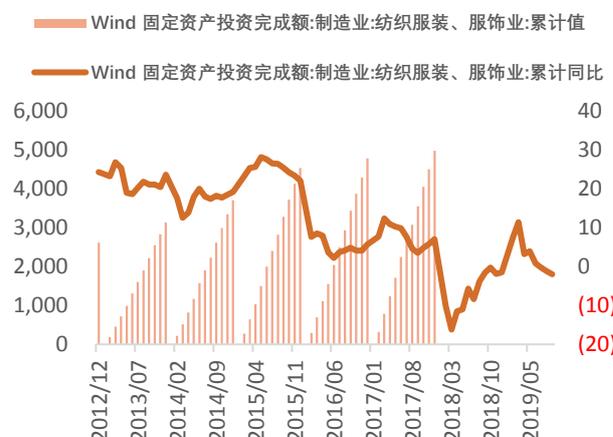
服装行业固定资产投资：2019 年 9 月，纺织服装行业固定资产投资同比持平，较 2018 年 9 月同比增速有所下降（-0.40pct）。

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，%）



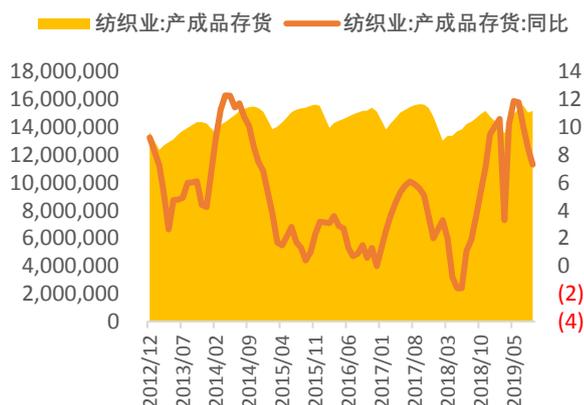
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 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）。

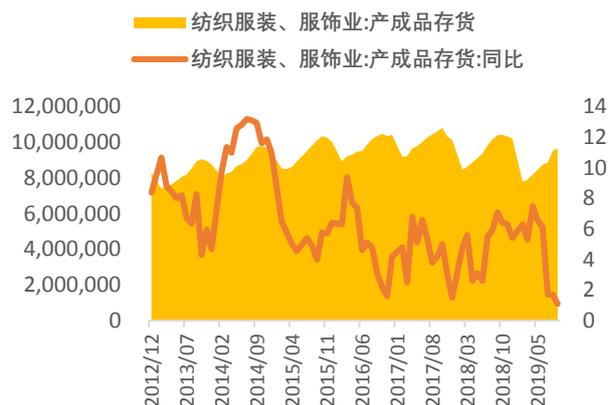
服装行业库存情况：2019 年 9 月，服装行业产成品库存 966.20 亿元，同比增长 1.10%，较上月增速有所下降（-0.60pct）。

图 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：

富安娜 (002327.SZ) 回购股份进展公告：截止 2019 年 10 月 31 日，公司累计已回购 2,151.24 万股，占公司总股本的 2.46%，最高成交价为 9.13 元/股，最低成交价为 6.76 元/股，成交总金额为 174,819,143.74 元。

三夫户外 (002780.SZ) 股东减持股份公告：公司股东上海歌金于 2019 年 10 月 31 日通过集中竞价交易系统减持公司股票 22.51 万股（占公司总股本的 0.15%）。截至 2019 年 11 月 4 日，上海歌金持有公司股份总数为 724.22 万股（占公司总股本的 4.98%）。

中潜股份 (300526.SZ)： 1) **股东增持股份公告：**北京泽盈于 2019 年 5 月 9 日至 2019 年 10 月 30 日期间通过旗下基金合计增持公司股份 974.48 股，占公司总股本的 5.71%。2) **股东部分股份质押延期购回公告：**公司控股股东深圳爵盟延期购回质押给申万宏源的 525.60 万股，占公司总股本 3.08%；截至本公告日，深圳爵盟合计持有公司股份 5429.17 万股，占总股本的 31.81%。

希努尔 (002485.SZ)： 1) **终止回购公司股份公告：**由于去投资及并购文旅项目规模较大，今年受宏观经济等因素影响，市场流动性趋紧，外部融资环境较预期更困难，公司决定终止实施此前批准的股份回购事项。2) **控股股东及一致行动人增持公告：**截止 2019 年 11 月 6 日，雪松文投及其一致行动人广州君凯、雪松控股，2018 年 11 月 16 日-2019 年 11 月 6 日期间累计增持股份数 1,889.34 万股，占公司总股本的 3.47%。3) **控股股东及一致行动人增持公告：**2018 年 11 月 16 日-2019 年 11 月 7 日，雪松文投及其一致行动人广州君凯、雪松控股，累计增持股份数 2,175.99 万股，占公司总股本的 4.00%。

开润股份 (300577.SZ) 控股股东、实控人部分股份解除质押公告：公司控股股东、实控人范劲松将其抵押给招商证券的 800 万股公司股份解除质押，占公司总股本的 3.68%。截至本公告日，范劲松持有公司 1.34 亿股股份，占公司总股本的 61.43%。

美邦服饰 (002269.SZ)： 1) **股东解除及重新质押公告：**公司控股胡佳解除质押给中信建投的 1 股；质押给中信建投公司股份 2,000 万股，占公司总股本 0.07%；截至本公告日，胡佳及其一致行动人合计持有公司股份 14.97 亿股，占总股本的 59.60%。2) **股份解除质押及延期购回公告：**公司控股股东华服投资解除质押给中泰证券的公司股份 100 股，并延期购回质押给中泰证券的公司股份 6,999.98 万股，到期日为 2020 年 2 月 7 日，占总股本的 1.99%。截至本公告日，华服投资共计持有公司股份 12.72 亿股，占总股本的 50.65%。

华斯股份 (002494.SZ) 限售股份上市流通公告：本次限制性股票解除限售数量为 370.83 万股，占总股本的 0.96%，上市流通日期为 2019 年 11 月 11 日。

棒杰股份 (002634.SZ)： 1) **股东部分股份解除质押公告：**公司控股股东陶建伟解除质押

给中信银行的 1,400 万股，占公司总股本 3.04%；截至本公告日，陶建伟及其一致行动人合计持有公司股份 1.90 亿股，占总股本的 41.19%。**2) 回购方案实施完毕公告：**截至 2019 年 11 月 7 日，公司通过集中竞价的方式累计回购公司股份 825.03 万股，占总股本的 1.79%，成交价格区间为 5.69-9.22 元/股，支付总金额为 5,219.19 万元。

孚日股份 (002083.SZ) 股东股权解除质押公告：公司控股股东孚日控股解除质押给兴业证券的 2,000 万股，占公司总股本 2.20%；截至本公告日，孚日控股及其一致行动人合计持有公司股份 2.61 亿股，占总股本的 28.74%。

航民股份 (600987.SH) 股东增持股份计划公告：公司控股股东航民集团于 2019 年 11 月 7 日通过上交所证券交易系统增持公司股份 403.54 万股，占总股本的 0.37%，并拟自本次增持之日起 6 个月内，以自有资金择机增持公司股份，增持数量（含本次已增持部分）不低于 800 万股，不超过 1500 万股。

金鹰股份 (600232.SH) 收到部分征迁补偿款公告：公司全资子公司金鹰绢纺收到部分征迁补偿款 5,039.79 万元，其中 2,800 万元计入当期收益，将对公司 2019 年度净利润产生积极影响。

3.3.2. 港股海外：

拉夫劳伦 RALPH LAUREN Corp. (RL.N) 2020 财年中期报告公告：截至 2019 年 9 月 28 日，公司实现营业收入 31.35 亿美元 (+1.72%)；实现净利润 2.99 亿美元 (+7.17%)；EPS 为 3.86 美元 (+12.87%)。

盖普公司 GAP INC. (GPS.N) 2019 财年 Q3 业绩预告公告：公司 2019 财年 Q3 可比销售同比下降 4%。分品牌来看，Gap Global 同比下降 7% (-0.00pct)，Banana Republic Global 同比下降 3% (-5.00pct)，Old Navy Global 同比下降 4% (-8.00pct)。

凯普瑞 CAPRI Holding Ltd. (CPRI) 2020 财年中期报告公告：截至 2019 年 9 月 28 日，公司实现营业收入 27.88 亿美元 (+13.10%)；实现归母净利润 1.18 亿美元 (-63.58%)；EPS 为 0.78 美元 (-64.06%)。

Tapestry Inc. (TPRN) 2020 财年 Q1 报告公告：截至 2019 年 9 月 28 日，公司实现营业收入 13.58 亿美元 (-1.67%)；实现净利润 0.20 亿美元 (-83.65%)；EPS 为 0.07 美元 (-83.33%)。

李宁 (2331.HK) 投资协议公告：2019 年 11 月 8 日，李宁广西与广西壮族自治区委员会签订投资协议，拟通过土地拍卖的形式获得其使用权，该项目最高投资额为 15 亿元，包括收购土地成本以及建设供应链基地费用。

4. 近期重要事项提醒

表 3：近期上市公司股东大会信息

日期	公司	地点	时间
11.12	探路者	北京市昌平区北七家镇宏福科技园 28 号南楼二层喜马拉雅会议室	14:00
11.12	安正时尚	上海市长宁区临虹路 168 弄 7 号楼	14:00
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
11.13	罗莱生活	上海市闵行区七莘路 3588 号公司会议室	15:00
11.14	贵人鸟	厦门市湖里区泗水道 629 号翔安商务大厦 18 楼会议室	14:00
11.14	水星家纺	上海市奉贤区沪杭公路 1487 号公司五楼会议室	14:00
11.15	星期六	广东省佛山市南海区桂城街道庆安路 2 号公司会议室	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 4：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	2019-07-01	75.57		82,885.79	77,086.93	93.00	82,885.79	77,162.55	93.10	股权激励限售股份

SZ	生活	11			79	97			4	0	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	华斯股份	2019-11-11	370.83	-69.40	38,556.08	29,502.05	76.52	38,556.08			定向增发机构配售股份
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	-50.07	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，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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