

# 纺织服装

证券研究报告  
2019年11月18日

## 推荐双 11 交出优异成绩单公司及运动服饰龙头

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 2891.34 点，较上周收盘变动 -2.46%；深证成指收于 9647.99 点，较上周收盘变动 -2.50%；沪深 300 收于 3877.09 点，较上周收盘变动 -2.41%；申万纺织服装板块收于 1780.56 点，较上周收盘变动 -3.83%。

### 行业数据及观点：

1、2019 年双 11 全网销售额保持快速增长，增速回升，推荐双 11 交出优异成绩单公司及运动服饰龙头。

1) 2019 年双十一全网销售额达到 4101 亿元，同比增长 30.5%，增速有所回升（+6.7pct）；全网物流包裹数达到 16.57 亿个，相比 18 年的 13.4 亿个增长 24%。其中，天猫平台销售额实现 2684 亿元，同比增长 25.7%。我们认为在全网销售额增速同比回升的背景下，19 年双十一呈现了以下几个特点：1) 新消费群体逐渐成为主力。2) 渠道进一步下沉。3) 依托“双十一”进行新品发布。4) 新的营销策略。

2) 其中，天猫平台仍然是不可撼动的双 11 主战场。本次双十一天猫平台销售额实现 2684 亿元，同比增长 25.7%，保持快速增长。

3) 从我们统计到的重点跟踪的品牌双十一销售额来看：开润股份 90 分品牌预计实现 1.5 亿元左右，同比提升 50%左右，在箱包品类榜单中实现 4 连冠；南极电商全平台实现 15.38 亿元，同比提升 32%；安踏、李宁分别实现 63%及 50%的增长；水星家纺实现 2.66 亿元（+12%）；森马服饰增速达到 31%至 13.8 亿元；波司登实现 37%的销售增速，销售额突破 10 亿元。

4) 详情请参见我们本周发布的双十一专题报告：《2019 年“双十一”在纺织服装行业的最新趋势有哪些》，[周报正文有本次双十一详细榜单及排名。](#)

### 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）。

**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



## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2019-11-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	31.60	买入	0.80	1.06	1.40	1.85	41.25	31.13	21.43	15.00
002127.SZ	南极电商	10.27	买入	0.36	0.49	0.64	0.83	30.69	21.25	14.93	11.16
02020.HK	安踏体育	74.40	买入	1.53	2.10	2.69	3.32	45.81	33.38	26.06	21.11
02331.HK	李 宁	25.00	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	76.13	41.53	31.29	22.39
002832.SZ	比音勒芬	25.01	买入	0.95	1.34	1.76	2.23	27.11	19.22	14.63	11.55
603558.SH	健盛集团	9.86	买入	0.50	0.70	0.85	1.02	18.94	13.53	11.14	9.28
603365.SH	水星家纺	15.28	买入	1.07	1.24	1.44	1.67	14.94	12.90	11.10	9.57
600398.SH	海澜之家	7.74	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：19Q3 业绩再超市场预期，电商渠道增速加快，经营净利率持续提升**

**19Q3 业绩再超市场预期。**19Q3 李宁整体流水实现 30%-40% 低段增长，业绩略超我们此前预期（我们此前预期 30% 增长）。订货会来看，2020 年第二季度订货会（李宁品牌产品，不包括中国李宁和李宁 YOUNG）实现 10%-20% 低段增长，实现持续稳健增长。

**拆分来看**，19Q3 李宁线下渠道实现 20%-30% 高段增长，增长稳健。其中，零售渠道实现 10%-20% 中段增长；批发渠道实现 30%-40% 中段增长。线上电商渠道实现 50%-60% 低段增长，增速加快，略超预期。李宁批发渠道流水增速高于零售渠道的原因主要系：公司近年一直进行线下的渠道调整，在渠道内门店恢复增长后，公司将部分直营门店（主要是更适合经销商管理的地区的门店）转给加盟商经营所致。

李宁作为我们团队长期持续推荐的标的，19年第三季度经营情况再超市场预期，其中电商渠道增速加快，整体业绩始终保持快速增长，净利率提升逻辑持续兑现，是具备长期增长逻辑的龙头公司，继续坚定推荐。我们仍然维持此前观点和逻辑，随着公司新品占比提升及折扣的提升下，我们预计公司未来两年毛利率每年提升 1pct；另外在公司严控费用开支及管理效率提升的背景下，我们预计公司未来扣非净利率水平将会得到进一步提升。公司童装业务李宁 YOUNG 近年得到快速发展，未来有望成为公司新的业绩增长点；另外运动时尚品类市场反响热烈，有望形成中国李宁大品类，带动李宁业绩的进一步提升。我们维持原有盈利预测，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，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系：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免业务已经剥离，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：推荐双 11 交出优异成绩单公司及运动服饰龙头

1、2019 年双 11 落下帷幕，全网销售额保持快速增长，增速回升，推荐双 11 交出优异成绩单公司及运动服饰龙头。

1) 2019 年双十一全网销售额达到 4101 亿元，同比增长 30.5%，增速有所回升 (+6.7pct)；全网物流包裹数达到 16.57 亿个，相比 18 年的 13.4 亿个增长 24%。其中，天猫平台销售额实现 2684 亿元，同比增长 25.7%。我们认为在全网销售额增速同比回升的背景下，19 年双十一呈现了以下几个特点：1) 新消费群体逐渐成为主力。2) 渠道进一步下沉。3) 依托“双十一”进行新品发布。4) 新的营销策略。

2) 其中，天猫平台仍然是不可撼动的双 11 主战场。本次双十一天猫平台销售额实现 2684 亿元，同比增长 25.7%，保持快速增长。我们汇总了部分重点品牌的产品价格变化，

3) 从我们统计到的重点跟踪的品牌双十一销售额来看：开润股份 90 分品牌预计实现 1.5 亿元左右，同比提升 50%左右，在箱包品类榜单中实现 4 连冠；南极电商全平台实现 15.38 亿元，同比提升 32%；安踏、李宁分别实现 63%及 50%的增长；水星家纺实现 2.66 亿元 (+12%)；森马服饰增速达到 31%至 13.8 亿元；波司登实现 37%的销售增速，销售额突破 10 亿元。

从目前公布的服装各细分子行业的品牌销售榜单来看：

**阿里平台女装品类中：**优衣库继续蝉联女装品牌销售额冠军，优衣库天猫旗舰店在双十一开售 16 分钟后 GMV 突破 5 亿，本次双 11 也是优衣库史上最快突破 10 亿销售额的一年，其中优衣库 O2O 店铺销售额同比 18 年增长数倍以上；另外波司登表现亮眼，在女装榜单中位列第二，相比 18 年双 11 提升 2 名。

**男装品类中：**前两名仍然是优衣库及 GXG，值得关注的是波司登在男装品类中排名第四，上升 2 位；而南极人排名第 9 位，是今年新进男装品类 TOP10 的品牌。

**在箱包品类中：**若我们单看行李箱品类为主的品牌来看，小米 90 分仍位列第一位、新秀丽、美旅紧随其后；另外，南极电商旗下卡帝乐鳄鱼品牌的双十一销售也很好，位列榜单第 9 名。

**运动户外品类中：**榜单排名比较稳定，前 6 名没有发生变化，安踏位居第 3 名，李宁紧随其后，位居第四，安踏集团旗下 FILA 位居第 5；NIKE 集团旗下 Converse 位列第 7 名，提升 2 名

**内衣品类中：**榜单前三名分别为南极人、优衣库、恒源祥。

**在母婴品类中，**巴拉巴拉霸主地位仍旧不能撼动，保持位列第一的成绩。

图 1：女装品类 2019 年双 11 各品牌排名及变化（按销售额）

【女装品类】2019年双十一各品牌排名及变化			
排名	2018年	2019年	排名变化
1	优衣库	优衣库	-
2	ONLY	波司登	↑ 2位
3	Vero Moda	ONLY	↓ 1位
4	波司登	Vero Moda	↓ 1位
5	伊芙丽	Jupe Vendue	-
6	韩都衣舍	伊芙丽	↓ 1位
7	乐町	太平鸟	↑ 1位
8	太平鸟	Chinstudio	新
9	Teenie Weenie	乐町	↓ 2位
10	Zara	韩都衣舍	↓ 4位

资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

注：“-”代表排名无变化；“新”代表该品牌在 18 年未进入榜单前 10 名；

图 2：箱包品类 2019 年双 11 各品牌排名及变化（按销售额）

【箱包品类】2019年双十一各品牌排名及变化			
排名	2018年	2019年	排名变化
1	小米90分	Coach	新
2	新秀丽	小米90分	↓ 1位
3	CHARLES&KEITH	新秀丽	↓ 1位
4	美旅	CHARLES&KEITH	↓ 1位
5	稻草人	MCM	↑ 4位
6	七匹狼	南风	新
7	菲安妮	Michael Kors	新
8	迪桑娜	美旅	↓ 4位
9	MCM	卡帝乐鳄鱼	新
10	ELLE	Zara	新

资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

注：“-”代表排名无变化；“新”代表该品牌在 18 年未进入榜单前 10 名；

数据统计为天猫+淘宝综合的品牌销售额排名

数据统计为天猫+淘宝综合的品牌销售额排名

图 3：母婴品类 2019 年双 11 各品牌排名及变化（按销售额）

【母婴品类】2019年双十一各品牌排名及变化			
排名	2018年	2019年	排名变化
1	巴拉巴拉	巴拉巴拉	-
2	全棉时代	Babycare	新
3	帮宝适	NIKE	↑ 2位
4	爱他美	帮宝适	↓ 1位
5	NIKE	爱他美	↓ 1位
6	DABE&BELLA	全棉时代	↓ 4位
7	好孩子	安踏	新
8	可优比	DABE&BELLA	↓ 2位
9	Moony	可优比	↓ 1位
10	贝因美	好孩子	↓ 3位

资料来源：亿邦动力网，母婴行业观察，天风证券研究所

注：“-”代表排名无变化；“新”代表该品牌在18年末进入榜单前10名；  
数据统计为天猫+淘宝综合的品牌销售额排名

图 4：运动户外 2019 年双 11 各品牌排名及变化（按销售额）

【运动户外】2019年双十一各品牌排名及变化			
排名	2018年	2019年	排名变化
1	NIKE	NIKE	-
2	ADIDAS	ADIDAS	-
3	安踏	安踏	-
4	李宁	李宁	-
5	FILA	FILA	-
6	PUMA	PUMA	-
7	New Balance	Converse	↑ 2位
8	Skechers	Skechers	-
9	Converse	乔丹	新
10	特步	New Balance	↓ 3位

资料来源：亿邦动力网，新浪新闻，天风证券研究所

注：“-”代表排名无变化；“新”代表该品牌在18年末进入榜单前10名；  
数据统计为天猫+淘宝综合的品牌销售额排名

图 5：男装 2019 年双 11 各品牌排名及变化（按销售额）

【男装品类】2019年双十一各品牌排名及变化			
排名	2018年	2019年	排名变化
1	优衣库	优衣库	-
2	GXG	GXG	-
3	太平鸟	花花公子	无
4	森马	波司登	↑ 3位
5	杰克琼斯	太平鸟	↓ 2位
6	马克华菲	杰克琼斯	↓ 1位
7	波司登	马克华菲	↓ 1位
8	七匹狼	森马	↓ 4位
9	美特斯邦威	南极人	新
10	Selected	恒源祥	新

资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

注：“-”代表排名无变化；“新”代表该品牌在18年末进入榜单前10名；  
数据统计为天猫+淘宝综合的品牌销售额排名

图 6：内衣 2019 年双 11 各品牌排名及变化（按销售额）

【内衣品类】2019年双十一各品牌排名	
排名	2019年
1	南极人
2	优衣库
3	恒源祥
4	曼妮芬
5	猫人
6	芬腾
7	浪莎
8	三枪
9	蕉内
10	歌瑞尔

资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

注：2018年暂无数据

从我们统计到的重点跟踪的品牌双 11 销售额来看：开润股份 90 分品牌预计实现 1.5 亿元左右，同比提升 50%左右，在箱包品类榜单中实现 4 连冠；南极电商全平台实现 15.38 亿元，同比提升 32%；安踏、李宁分别实现 63%及 50%的增长，实现高速增长；水星家纺依旧表现靓丽，增速有所提升，实现 2.66 亿元（+12%）；森马服饰实现快速增长，增速达到 31%至 13.8 亿元；波司登今年表现抢眼，在男装女装榜单中排名有所提升，实现 37%的销售增速，销售额突破 10 亿元，其中，其天猫旗舰店实现 58%的增速，销售额突破 6.5 亿元。

图 7: 重点跟踪的品牌双 11 销售额数据 (亿元, %)

(亿元, %)	2017年双十一		2018年双十一		2019年双十一		备注
	销售额	同比	销售额	同比	销售额	同比	
开润股份 (90分+小米)			1亿+	50%+	1.5亿+	50%左右	在箱包品类榜单中实现4连冠
南极电商 (全平台)	8.05	28%	11.60	44%	15.38	32%	
其中:							
内衣品类					3.80		内衣品类榜单中第1名
官方旗舰店					1.60		
安踏集团 (集团多品牌)	6.70	68%	11.30	69%	18.30	63%	运动户外榜单中安踏排名第3; FILA排名第5; 安踏儿童在童装中排名第4
李宁(天猫旗舰店)	2.15	21%	3.60	67%	5.40	50%	运动户外榜单中排名第4名
水星家纺 (全网销售额)	2.29		2.38	4%	2.66	12%	
森马服饰 (全渠道)	8.13	25%	11.42	40%	13.80	21%	男装品类榜单中排名第8名
波司登 (全渠道)	5.68	33%	7.40	30%	突破10亿	37%	
其中: 天猫旗舰店			5.60		超6.5亿	58%	
太平鸟 (集团多品牌)	8.08	31%	8.18	1%	9.17	12%	
其中:							
太平鸟男装					3.08		男装第5名
太平鸟女装					2.78		女装第7名
乐町					2.18		女装第9名
Mini Peace					0.80		童装第8名
安正时尚 (全渠道)	0.35		0.86	148%	1.01	18%	
富安娜			2.4		2.45	2%	
其中: 阿里渠道					1.40		
中国利郎					1.30	630%	售罄率51%
伊芙丽 (全品牌全网)	2.83		2.91	3%	3.51	21%	女装品类第6名
韩都衣舍 (集团全网)					4.70		女装品类第10名
马克华菲 (多品牌)					超3亿		男装品类第7名
慕尚集团 (全品牌)					超5.23		
其中: GXG单品牌			超4亿元		超3.4		男装第2名

资料来源: 各品牌官网、公众微信平台、亿邦动力网, 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 8：重点公司估值情况概览

证券简称	预测PE 2019	预测PE 2020	2019-2021 净利润 CAGR	预测净利润增长率 2019	预测净利润增长率 2020	预测净利润增长率 2021	净利润 2018 (百万元)	预测净利润均值2019 (百万元)	预测净利润均值2020 (百万元)	预测净利润均值2021 (百万元)	总市值 (亿元)
开润股份*	29.83	22.53	32.1%	32.6%	32.4%	31.9%	173.7	230.4	305.1	402.3	68.7
南极电商*	20.90	15.45	32.5%	36.1%	35.2%	29.9%	886.5	1,206.2	1,631.4	2,118.7	252.1
比音勒芬*	18.68	14.21	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	77.1
森马服饰*	14.89	13.11	14.3%	10.0%	13.5%	15.1%	1,693.6	1,863.6	2,116.0	2,435.3	277.4
海澜之家*	9.72	8.96	8.4%	1.9%	8.4%	8.4%	3,454.8	3,520.5	3,816.1	4,136.1	342.1
梦洁股份*	18.65	13.45	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	38.2
李宁*	45.24	34.37	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	578.8
安踏体育*	35.49	27.69	25.8%	38.1%	28.2%	23.4%	4,102.9	5,664.4	7,260.4	8,957.8	2,010.1
罗莱生活*	12.81	11.61	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	74.5
歌力思*	11.13	9.56	16.4%	11.1%	16.5%	16.3%	365.0	405.4	472.2	549.3	45.1
百隆东方*	13.17	12.10	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	60.0
九牧王*	10.79	12.59	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	62.5
水星家纺*	12.31	10.64	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	40.7
健盛集团*	14.13	11.61	21.1%	40.7%	21.7%	20.5%	206.4	290.5	353.5	426.0	41.1
太平鸟*	10.79	9.58	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	68.0
鲁泰A	9.64	8.88	8.6%	5.4%	8.6%	8.7%	811.5	855.5	928.7	1,009.3	82.5
伟星股份	13.67	12.29	10.2%	4.0%	11.2%	9.3%	310.3	322.8	359.0	392.3	44.1
七匹狼	11.83	10.78	9.2%	1.5%	9.7%	8.8%	346.3	351.4	385.4	419.3	41.6
华孚时尚	15.06	12.62	16.2%	-18.8%	19.4%	13.1%	751.8	610.4	728.6	824.0	91.9
新野纺织	10.11	8.35	20.5%	-26.4%	21.1%	19.9%	386.5	284.5	344.5	413.0	28.8
报喜鸟	16.14	14.16	-100.0%	314.8%	14.0%	-100.0%	51.8	215.0	245.0	0.0	34.7
富安娜	11.66	10.47	12.0%	-6.0%	11.4%	12.6%	543.4	510.6	568.8	640.3	59.5
汇洁股份	13.59	11.64	13.5%	40.0%	16.8%	10.3%	165.7	232.0	271.0	299.0	31.5
锦泓集团	8.72	7.95	8.6%	-31.5%	9.6%	7.6%	272.8	187.0	205.0	220.5	16.3
天创时尚	10.46	9.53	9.4%	3.0%	9.8%	9.0%	242.2	249.5	273.9	298.4	26.1
安正时尚*	14.44	12.44	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	54.3
探路者	24.59	21.83	20.2%	-171.7%	12.6%	28.3%	-181.9	130.5	147.0	188.7	32.1
新澳股份	12.62	10.71	15.9%	12.9%	17.8%	14.0%	199.4	225.1	265.2	302.5	28.4
联发股份	7.67	7.38	6.5%	1.7%	4.0%	9.0%	390.3	397.0	413.0	450.0	30.5
红豆股份	40.56	36.01	12.9%	-0.5%	12.7%	13.2%	207.1	206.1	232.2	262.9	83.6
航民股份	9.12	8.37	8.5%	9.6%	8.9%	8.1%	661.9	725.5	790.4	854.1	66.1
雅戈尔	8.34	7.49	-	14.3%	11.3%	-	3,676.9	4,202.0	4,678.0	-	350.5
搜于特	27.39	21.18	-	-34.9%	29.3%	-	369.4	240.5	311.0	-	65.9
摩登大道	195.23	172.26	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	29.3
柏堡龙	16.26	14.39	-	10.5%	13.0%	-	192.5	212.7	240.4	-	34.6
际华集团	35.76	29.50	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	134.8
朗姿股份	17.88	16.26	9.5%	-5.0%	10.0%	9.1%	210.5	200.0	220.0	240.0	35.8

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 15 日；2) 表中\*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. 双十一专题报告：19 年“双十一”在纺织服装行业的最新趋势有哪些？

前言：本篇报告并不是一篇基于零售行业电商平台之间的研究。由于在服装品牌行业，电商渠道是其中一个至关重要的渠道，本文希望观测主要的品牌服装在双 11 期间的表现，

通过统计到的服装品牌在 2019 年的双十一数据、榜单、营销手段等对于服装品牌在电商平台的发展趋势进行总结和分析。

**2019 年双 11 已经落下帷幕，全网销售额保持快速增长，增速回升。**2019 年双 11 全网销售额达到 4101 亿元，同比增长 30.5%，增速有所回升(+6.7pct)；全网物流包裹数达到 16.57 亿个，相比 18 年的 13.4 亿个增长 24%。其中，天猫平台销售额实现 2684 亿元，同比增长 25.7%。我们认为在全网销售额增速同比回升的背景下，**19 年双 11 呈现了以下几个特点：1) 新消费群体逐渐成为主力。2) 渠道进一步下沉。3) 依托“双 11”进行新品发布。4) 新的营销策略。**

**1) 天猫平台销售额实现 2684 亿元，同比增长 25.7%，保持快速增长。**我们汇总了部分重点跟踪的品牌的商品价格变化，预计双 11 当天的折扣在 7 折左右（考虑到不是全部消费者都可以拿到全部限时、专区优惠）。天猫针对人、货、场进行全方位布局。**1) 人：围绕新客、新会员、下沉市场增量等进行全链路的消费者运营。**2019 年参与天猫双 11 的用户新增 1 亿，突破 5 亿人。另外，下沉市场也是其发力重点，天猫双 11 新增用户中，有超过 5000 万人来自三线及以下城市。一些正在进行消费升级的品类中，三至五线城市的增长全部超过 80%。**2) 货：用新品发布、双 11 定制、天猫定制、独家发售等丰富货品端。**双 11 新品数据的良好表现也反映了天猫利用通过“天猫新品数字系统”针对细分人去需求加速推出新品，帮助品牌孵化新品的成效显著，能够实现利用大数据实现精准触达和有效转化，为品牌带来新的增长动力。**3) 场：全领域运营，利用 IP、直播、站外场等消费场景的互动，高效触达消费者。**双 11 当天，淘宝直播成交额近 200 亿元，千万元直播间超过 100 个。

**2) 京东平台：销售额增速有所提升。**双 11 当天京东平台交易额达到 705 亿元，占全网销售占比为 17.2%；若自 11 月 1 日-11 月 11 日累计下单来看，京东平台实现 2044 亿的销售，同比增长 27.9%，增速有所提升(+2.2pct)。**我们认为本次京东双 11 最大的亮点是下沉市场贡献显著。**本次双 11 京东聚焦下沉市场，将京喜社交电商平台和京东双管齐下进行布局，其中京喜的用户主要面对女性用户和低线城市，在下沉市场中表现出强劲的拉新能力。由此，在本次双 11 中，京东平台整体在 3-6 城市整体下单用户数同比增长 60%，超过 70%的新用户来自低线城市，三线及以下市场的客单价是去年同期的 130%，活跃门店数、订单量占全平台的 80%以上。

**3) 另外，在本次双 11 中，苏宁易购围绕“打造 1 小时场景生活圈”，**在场景零售方面联动线上线下进行大促，有超过 13000 家门店参与到双 11 当中，苏宁广场和苏宁易购广场在 11 月 11 日当天的客流突破千万，Plaza 客流同比增长 136%；苏宁超市订单量同比增长 287%。

**4) 而拼多多平台依旧奉行低价高性价比策略，**打出促销产品“无定金不用等”的战略，并在“百亿补贴”的基础上，为近 200 个品牌的 20000 余种产品提供无上限消费补贴。

**从我们统计到的重点跟踪的品牌双 11 销售额来看：**开润股份 90 分品牌预计实现 1.5 亿元左右，同比提升 50%左右，在箱包品类榜单中实现 4 连冠；南极电商全平台实现 15.38 亿元，同比提升 32%；安踏、李宁分别实现 63%及 50%的增长；水星家纺实现 2.66 亿元(+12%)；森马服饰增速达到 31%至 13.8 亿元；波司登实现 37%的销售增速，销售额突破 10 亿元。

**推荐标的：开润股份、南极电商、李宁、安踏、水星家纺、森马服饰。**

**风险提示：**终端消费疲软，电商渠道增速放缓等。

（摘自 2019 年 11 月 17 日发布的《行业专题研究：19 年“双十一”在纺织服装行业的最新趋势有哪些？》）

## 2.2. 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) **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

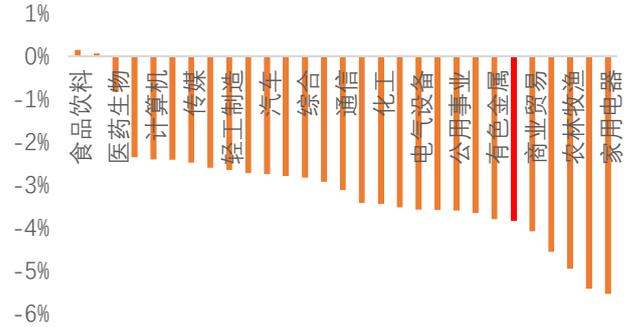
本周上证指数收 2891.34 点，较上周收盘变动-2.46%；深证成指收于 9647.99 点，较上周收盘变动-2.50%；沪深 300 收于 3877.09 点，较上周收盘变动-2.41%；申万纺织服装板块收于 1780.56 点，较上周收盘变动-3.83%。

图 9：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

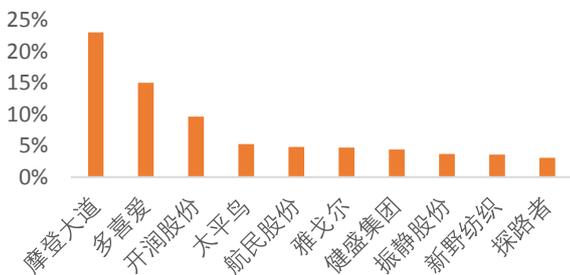
图 10：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

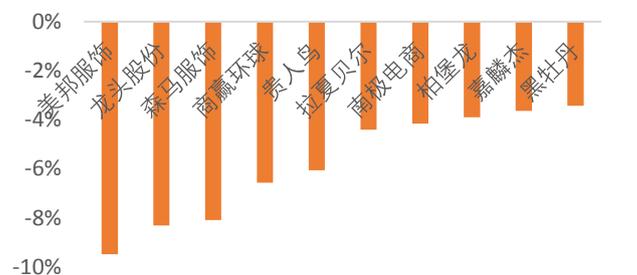
个股方面，嘉麟杰、多喜爱、柏堡龙股份涨幅居前三；商赢环球、浔兴股份、华孚时尚跌幅居前三。

图 11：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 12：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：10 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 1-10 月，社会消费品零售总额 334,778.50 亿元，同比增长 8.10%。2019 年 10 月，社会消费品零售总额 38,104.30 亿元，同比增长 7.20%，环比下降 0.60pct。2019 年 10 月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比减少 0.80%（9 月为 3.60%，环比下降 4.40pct）；2019 年 10 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增长 11.50%，环比下降 4.20pct。

图 13：2017 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（%）



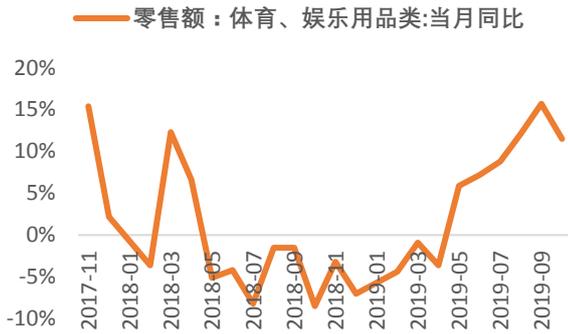
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2017 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 15: 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 16: 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 17: 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 18: 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 19: 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 20: 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：101.90，较上周下跌 0.25%。

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 10,500.00 元/吨，较上周变动-0.94%。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 6,700.00 元/吨，较上周变动-2.19%。涤纶长丝 POY 本周均价为 6,850.00 元/吨，较上周变动-0.51%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 7,550.00 元/吨，较上周变动-1.95%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 8,550.00 元/吨，较上周变动-1.16%。

国内棉布产量：2019 年 10 月棉布产量 37.90 万吨，当月同比下降 13.70%。

国内棉纱产量：2019 年 10 月棉纱产量 248.70 万吨，当月同比下降 6.10%。

图 21：2017 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 22：2017 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 23：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



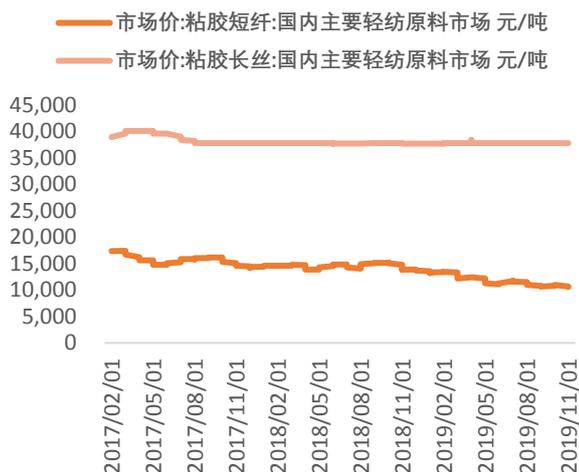
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



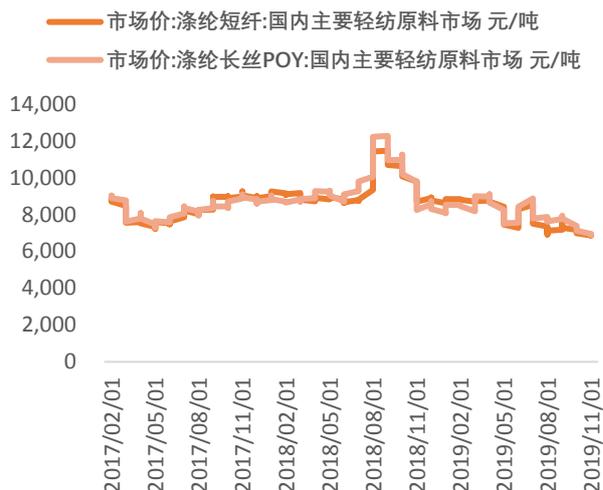
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2017 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



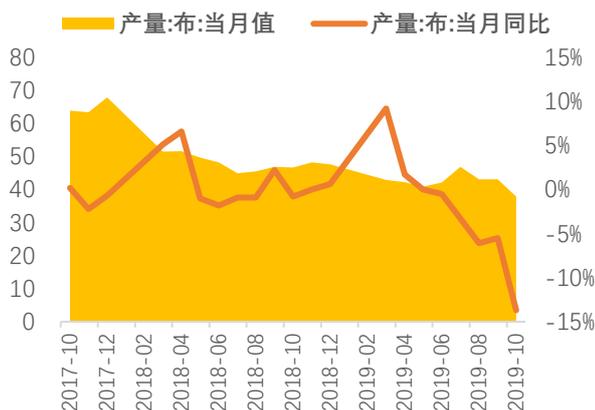
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：2017 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



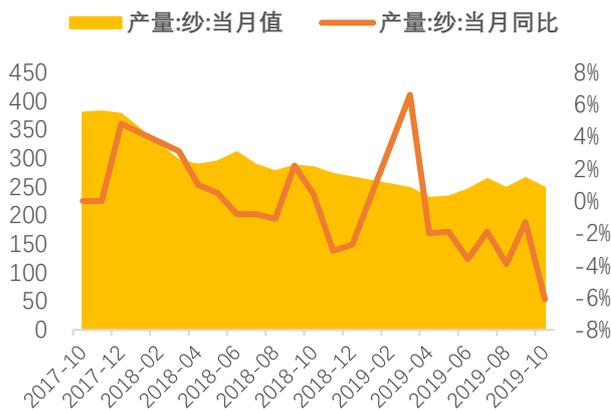
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2017 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 28：2017 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 10 月，纺织行业固定资产投资同比下降 8.50%，较 2018 年 10 月同比增速有所下降（-13.00pct）。

**服装行业固定资产投资：**2019 年 10 月，纺织服装行业固定资产投资同比下降 0.50%，较 2018 年 10 月同比增速有所下降（-0.20pct）。

图 29：2013 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 30：2012 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比（单位：亿元，%）



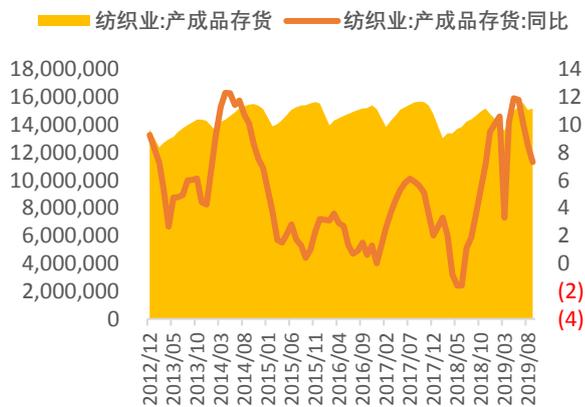
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 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）。

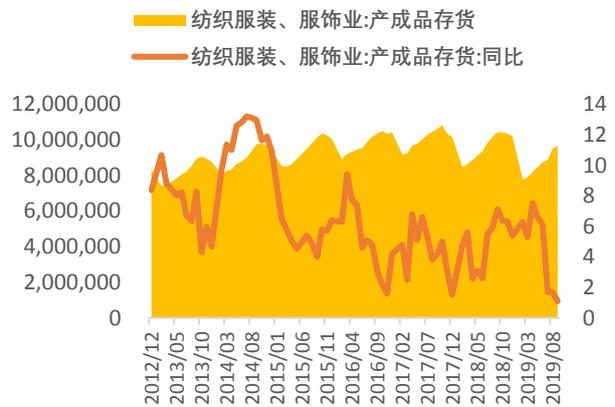
**服装行业库存情况：**2019 年 9 月，服装行业产成品库存 966.20 亿元，同比增长 1.10%，较上月增速有所下降（-0.60pct）。

图 31：2012 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 32：2012 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：

**万里马（300591.SZ）：1）使用部分闲置资金暂时补充流动资金公告：**公司拟使用不超过 5000 万元闲置募集资金用于暂时补充流动资金，期限不超过 12 个月；**2）使用部分闲置募集资金进行现金管理公告：**公司拟使用不超过 8000 万元闲置募集资金进行现金管理，投资期限不超过 12 个月。

**美邦服饰（002269.SZ）控股股东股份质押公告：**公司第一大股东华服投资补充质押给方正证券的公司股份 2,000 万股，占总股本的 7.96%。截至本公告日，华服投资持有后公司股份 12.72 亿元，占总股本的 50.65%。

**南极电商（002127.SZ）调整 2019 股票期权激励计划公告：**因激励对象中，1 名已主动离职，1 名自愿放弃。公司股票期权激励对象人数由 124 人调整为 122 人，股票期权数量由 1,374.72 万份调整为 1,359.72 万份，预留 320.97 万份不变。

**多喜爱 (002761.SZ): 1) 股票交易异常波动公告:** 公司股票于 2019 年 11 月 8 日至 12 日连续三个交易日收盘价涨幅偏离值累计超过 20%。**2) 继续推进公司重大资产置换及换股吸收合并浙建集团事项公告:** 鉴于本次交易是公司实现业务转型, 增强盈利能力, 改善公司经营状况的重要举措, 为实现股东利益的最大化, 根据公司经营发展战略及相关法律法规的规定, 监事会决定继续推进本次交易相关事宜。

**森马服饰 (002563.SZ) 董事会监事会换届公告:** 第四届董事会、监事会于 2019 年 11 月 7 日任期届满, 为确保工作的连续性及稳定性, 公司第四届董事会、监事会 will 延期换届。

**棒杰股份 (002634.SZ) 股东减持股份进展公告:** 公司持股 5% 以上股东北京点创通过集中竞价的交易方式, 累计减持股份 300 万股, 占总股本的 0.66%。截至本公告日, 北京点创持有公司股份 6,029.79 万股, 占总股本的 13.08%。

**探路者 (300005.SZ) 转让易游天下股权公告:** 公司拟向春光似锦转让其持有的易游天下 29% 的股权, 转让后公司持有易游天下的股权比例下降至 46.53%, 不再纳入合并报表范围。

**拉夏贝尔 (603157.SH) 首次回购股份暨稳定股价措施的进展公告:** 公司于 2019 年 11 月 13 日通过集中竞价的交易方式首次回购股份 48.01 万股, 占总股本的 0.09%。成交价格区间为 4.14-4.20 元/股, 用于回购金额 200.92 万元。

**贵人鸟 (603555.SH) 债务融资工具违约公告:** 公司非公开定向债务融资工具 “16 贵人鸟 PPN001” 应于 2019 年 11 月 11 日兑付, 因公司融资渠道严重受限, 偿债能力持续恶化, 流动性趋紧, 且公司难以在短期内处置相关资产筹措本期债务兑付资金等原因, 公司未能按照约定筹措足额偿付资金, “16 贵人鸟 PPN001” 不能按期足额支付本息, 已构成实质性违约。

**孚日股份 (002083.SZ) 股东部分解除质押公告:** 公司控股股东孚日控股, 解除质押给华福证券的 250 万股, 占总股本的 0.28%; 截至本公告日, 孚日控股合计持有公司股份 2.31 亿股, 占总股本的 25.44%。

**红豆股份 (600400.SH) 回购股份进展公告:** 公司于 2019 年 11 月 11 日至 11 月 13 日通过集中竞价的交易方式回购股份 292.63 万股, 占总股本的 0.12%。成交价格区间为 3.25-3.37 元/股, 已支付总金额 971.34 万元。

**天创时尚 (603608.SH) 股东股份质押公告:** 公司持股 5% 以上股东平潭禾天质押给招商证券的公司股份共计 2,016.13 万股, 占总股本的 4.67%; 截至本公告日, 平潭禾天持有公司股份 8,883.06 万股在, 占总股本的 13.50%。

### 3.3.2. 港股海外:

**安踏体育 (2020.HK) 间接出售 AMER SPORTS 权益公告:** 根据公司与安连 SPV 的购股协议, 公司转让 2.67 万股给超鸿, 占 B 股的 53.45%; 转让 8,260 股给晋富, 占 B 股的 16.52%; 转让 1.13 万股给红杉 SPV, 占 B 股的 22.52%; 转让 3,755 股给 ZWC, 占 B 股的 7.51%, 总交易金额为 133.30 万欧元。

**新秀丽 Samsonite (1910.HK) 2019Q3 季度报告公告:** 截至 2019 年 9 月 30 日, 公司实现营收 26.77 亿美元 (+4.20%), 实现归母净利润 1.02 亿美元 (+28.60%)。

**裕元集团 (0551.HK) 2019Q3 业绩公告:** 截止 19 年 3 月 31 日, 公司营收为 75.2 亿美元 (+5.14%), 归母净利润 2.29 亿美元 (+12.16%)。

## 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
11.18	天创时尚	广东省广州市南沙区东涌镇银沙大街 31 号行政楼会议厅	13:30
11.21	希努尔	广东省广州市天河区花城大道 20 号远洋大厦 9 楼会议室	14:30
11.27	诺邦股份	杭州市余杭经济技术开发区昌达路 8 号公司 1 号会议室	14:00

11.28	红豆股份	江苏省无锡市锡山区东港镇公司会议室	14:30
12.02	中潜股份	广东省惠州市惠阳区新圩镇长布村公司会议室	15:00
12.04	万里马	广州市海珠区新港东路 1028 号保利世界贸易中心 F 座 2 层公司会议室	15:00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5.年内重点限售股解禁公司明细

表 2：年内限售股解禁公司明细

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁收益 率(%)	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
					总股本	流通 A 股	占比 (%)	总股本	流通 A 股	占比 (%)	
002098.SZ	浔兴股份	2019-01-04	4,800.00	28.29	35,800.00	31,000.00	86.59	35,800.00	35,800.00	100.00	定向增发机构配售股份
002780.SZ	三夫户外	2019-01-11	712.14		11,213.39	7,346.57	65.52	11,213.39	8,058.71	71.87	首发原股东限售股份
002397.SZ	梦洁股份	2019-01-14	7,624.06	-41.23	77,976.48	42,567.67	54.59	77,976.48	50,191.73	64.37	定向增发机构配售股份
002127.SZ	南极电商	2019-01-21	39,173.73	241.26	245,487.04	147,983.18	60.28	245,487.04	187,156.90	76.24	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2019-02-26	29.34		87,444.32	50,941.52	58.26	87,444.32	50,970.86	58.29	股权激励限售股份
603518.SH	锦泓集团	2019-03-06	2,826.24	-12.00	18,055.40	14,916.94	82.62	18,055.40	17,743.18	98.27	定向增发机构配售股份
002404.SZ	嘉欣丝绸	2019-03-06	5,702.36	-3.57	57,767.36	40,204.21	69.60	57,767.36	45,906.58	79.47	定向增发机构配售股份
603518.SH	锦泓集团	2019-03-13	2.40		18,055.40	17,743.18	98.27	18,055.40	17,745.58	98.28	股权激励限售股份
603608.SH	天创时尚	2019-03-14	17,576.94		43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	30,433.07	70.54	首发原股东限售股份
603558.SH	健盛集团	2019-03-25	7,050.00	-21.68	41,635.63	31,373.82	75.35	41,635.63	38,423.82	92.29	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2019-03-26	115.35		87,444.32	50,970.86	58.29	87,444.32	51,086.21	58.42	股权激励限售股份
002875.SZ	安奈儿	2019-04-10	51.16		13,186.17	3,887.65	29.48	13,186.17	3,938.81	29.87	股权激励限售股份
002127.SZ	南极电商	2019-05-09	1,573.03	114.44	245,487.04	188,049.76	76.60	245,487.04	188,049.76	76.60	定向增发机构配售股份
002293.SZ	罗莱生活	2019-05-13	34.00		75,440.91	70,045.07	92.85	75,440.91	70,079.07	92.89	股权激励限售股份
603808.SH	歌力思	2019-05-22	697.13		33,269.44	32,554.44	97.85	33,269.44	33,251.56	99.95	股权激励限售股份
300577.SZ	开润股份	2019-06-13	6.66		21,761.49	6,414.57	29.48	21,761.49	6,421.23	29.51	股权激励限售股份
002003.SZ	伟星股份	2019-06-14	1,572.69	9.64	75,802.04	62,699.33	82.71	75,802.04	64,272.02	84.79	定向增发机构配售股份
603608.SH	天创	2019-06-	1,227.34	-45.15	43,140.22	30,433.76	70.54	43,140.22	31,660.47	73.39	定向增发机构配

SH	时尚	17			22	07			1	9	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	58.8	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	23.6	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	98.8	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	93.1	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	99.6	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	99.7	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	99.0	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	68.5	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	29.6	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	85.7	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	59.9	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