

纺织服装

证券研究报告

2019年12月01日

波司登中报业绩靓丽，继续推荐泛运动服饰龙头、电子子板块及优质 OEM 龙头公司

本周核心组合：安踏体育/李宁/开润股份/南极电商/波司登/申洲国际/健盛集团。

- 持续高成长组合：开润股份，南极电商；
- 高景气泛运动品牌组合：安踏体育，李宁，比音勒芬，波司登；
- 优质 OEM 制造组合：申洲国际，健盛集团；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家；

板块数据：本周上证指数收 2871.98 点，较上周收盘变动-0.46%；深证成指收于 9582.16 点，较上周收盘变动-0.46%；沪深 300 收于 3828.67 点，较上周收盘变动-0.55%；申万纺织服装板块收于 1761.11 点，较上周收盘变动-0.21%。

行业数据及观点：

1、波司登 FY2020H1 业绩保持持续快速增长，羽绒服主业业绩略超预期。

1) 本周波司登公布 FY2020 上半年业绩报告，实现营收 44.36 亿元 (+28.81%)，实现经营利润 4.78 亿元 (+34.6%)，实现归母净利润 3.43 亿元 (+36.43%)，业绩保持快速增长，符合我们此前预期。

2) 羽绒服业务略超预期：公司自 18 年年提出“聚焦主航道”战略以来，开始做强羽绒服产品核心主业。通过重塑品牌形象，提升品牌设计能力，进行渠道优化等多项举措，对公司羽绒服核心业务进行全面升级，主业保持持续快速增长，占比逐步提升。FY2020H1 实现收入 25.33 亿元 (+42.87%)，保持快速增长，略超预期，占总收入 57.1% (+5.6pct)。其中主品牌波司登实现收入 22.77 亿 (+46.2%)，雪中飞收入 0.98 亿 (+19.5%)，冰洁收入 1.06 亿 (+17.6%)。

3) 未来公司将继续以羽绒服业务为主业，致力打造中高端功能性服饰集团。继续进行品牌的高端化年轻化时尚化，并逐步提升主力价格带水平。对于贴牌加工业务，公司深化与核心客户的合作关系，保持订单的持续增长预计 FY2021 年继续保持 20% 增速。女装业务会继续加强品牌的资源整合。继续看好公司未来长期发展。

2、当前时点推荐投资主线：

1) **泛运动服饰龙头：**运动服饰行业仍是服装行业增速最快的子行业，行业龙头公司市占率呈现不断上升趋势，预计未来几年维持高景气。由此，我们继续持续推荐【安踏体育】作为国产体育服饰龙头 19Q3 主品牌实现 10%-20%中段增长，FILA 流水实现 50%-55%高速增长，看好公司 12 月发布 AMER 规划带来的催化；【李宁】19Q3 整体流水实现 30%-40%低段增长，预计公司未来净利率将持续提升。本周泛运动功能性品牌【波司登】发布 FY2020 年业绩，业绩保持持续快速增长，羽绒服业绩略超预期，公司作为羽绒服行业龙头公司，近年回归主业，进行品牌升级，近年业绩持续提升，继续看好公司发展。

2) **电商渠道为主的品牌：**线上零售销售增速仍高于线下，且线下渠道容易产生开店带来的存货和减值问题，对于功能性服装类产品来说，线上渠道效率大部分高于线下渠道。我们一直坚定推荐开润股份、南极电商；其中我们对于【开润股份】上调公司 2020 年收入预期；【南极电商】商业模式不断完善，货币化率保持稳定；仍是行业内生增长最快，具有长期逻辑的公司，继续重点推荐。【水星家纺】是家纺行业上市公司中电商渠道占比较高的企业，19Q3 公司业绩环比持续改善，线上渠道增速持续提升线下保持稳定增长趋势，继续推荐。

3) **优质 OEM 龙头：**拥有国际头部客户资源的 OEM 企业，订单和业绩比较稳定。如申洲国际、健盛集团。我们认为 19 年是【申洲国际】新产能建设期；2020 年是产能爬坡效率提升期，2021/2022 年可能是产能的快速成长期。【健盛集团】19Q3 业绩大超市场预期，随着未来越南产能逐渐释放，预计未来两年净利润增速超 20%。

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:推荐双 11 交出优异成绩单公司及运动服饰龙头》 2019-11-18
- 2 《纺织服装-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?》 2019-11-17
- 3 《纺织服装-行业研究周报: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》 2019-11-10



重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2019-11-29	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
02020.HK	安踏体育	66.09	买入	1.53	2.1	2.69	3.32	43.20	31.47	24.57	19.91
02331.HK	李宁	22.54	买入	0.3	0.55	0.73	1.02	75.13	40.98	30.88	22.10
300577.SZ	开润股份	29.76	买入	0.80	1.06	1.40	1.85	37.20	28.08	21.26	16.09
002127.SZ	南极电商	11.09	买入	0.36	0.49	0.64	0.83	30.81	22.63	17.33	13.36
03998.HK	波司登	3.36	买入	0.09	0.12	0.15	0.19	37.33	28.00	22.40	17.68
02313.HK	申洲国际	92.68	买入	3.02	3.34	3.73	4.20	30.69	27.75	24.85	22.07
603558.SH	健盛集团	9.28	买入	0.50	0.70	0.85	1.02	18.56	13.26	10.92	9.10

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=0.899人民币

重点公司推荐逻辑：

- **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。

拆分开来看，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。

- **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。

● **波司登：复苏进程仍在继续，高端化、时尚化打开增长空间**

波司登公布 FY2020 上半年业绩报告，实现营收 44.36 亿元(+28.81%)，实现经营利润 4.78 亿元(+34.6%)，实现归母净利润 3.43 亿元(+36.43%)，业绩保持快速增长，符合我们此前预期。

回归羽绒服主业，业绩仍在强势复苏阶段。2018 年公司明确聚焦主航道、主品牌，收缩多元化的战略目标，做强羽绒服产品核心主业，同时围绕“全球热销的羽绒服专家”的定位，重塑和优化品牌在消费者心中的形象。1) **产品端**：产品品质+设计焕然一新。2) **渠道端**：渠道优化，视觉一体。从渠道结构来看，提升自营门店占比，2018/19 财年实现自营门店收入占比为 64.80%，较 2016/17 财年提升 17.30pct。从渠道形象来看，打造“千店换门头”事件，更加简约和现代化，重新布局店内陈设，回归主流商圈。3) **营销端**：全面提升品牌调性。整合全球优质资源制作广告，通过大片形象和创意拍摄，推动品牌视觉形象升级。

主力价格带上移，锁定中高端空白市场，仍有提价空间。Moncler 和 CanadaGoose 进驻中国后，大幅拉升羽绒服市场均价，牢牢占据国内羽绒服行业奢侈品定位。因此国内羽绒服行业天花板被打开，催生 1000-5000 元中高端市场空白。波司登捕捉到了潜在的市场变化，通过提升产品设计，重塑产品形象，提升部分新产品系列的售价。2018 年波司登主品牌价格带由 1000 元以下提升至 1300-1500 元。与此同时 1800 元以上的产品占比，从过去 4-5%左右提升至 25%左右。对标海外高端羽

绒服品牌 Canada Goose，其价格仍有较大提升空间。预计波司登主力价格带将随着其品牌重塑、高端化进程的推进，进一步提升。

功能性融入时尚性，熨平消费频次低及易受天气影响的需求波动。由于羽绒服的销售主要集中在冬季，且极易受到天气波动的影响；而波司登通过提升产品的时尚性，在保证其功能性的同时通过产品设计丰富其应用场景，平滑和弱化了天气和季节变化对于羽绒服销售的影响。如波司登通过与三大知名设计师合作发布全新联名系列，赋予产品更好的时尚性和潮流性；2019年波司登发布了“极寒、星空、地袤”三个系列新品，将艺术与羽绒服结合，使得产品拥有“高颜值”；这些都让公司产品的关注周期被延长，消费频次有所提升，使波司登的对手不再是天气和季节。

维持给予“买入”评级。我们预计公司 FY2019-FY2021 年的营收分别为人民币 134.90 亿元、167.55 亿元、202.13 亿元，同比增长 29.92%、24.21%、20.64%；预计归母净利润分别为人民币 13.08 亿元、16.60 亿元、20.38 亿元，同比增长 33.25%、26.95%、22.80%。预计 FY2019-FY2021 公司 EPS 为 0.12/0.15/0.19 元/每股，对应 PE 为 27.16/21.40/17.43。我们参考行业可比公司平均估值（28.74 倍），给予公司 2020 年 28 倍 PE，对应目标价为 4.2 元人民币，对应港币 4.68 港元（汇率：1 港元 = 0.8976 人民币元）。

● 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。

1. 本周观点：波司登中报业绩靓丽，继续推荐泛运动服饰龙头、电商子板块及优质 OEM 龙头公司

1、波司登 FY2020H1 业绩保持持续快速增长，羽绒服主业业绩略超预期。

1) 本周波司登公布 FY2020 上半年业绩报告，实现营收 44.36 亿元 (+28.81%)，实现经营利润 4.78 亿元 (+34.6%)，实现归母净利润 3.43 亿元 (+36.43%)，业绩保持快速增长，符合我们此前预期。

2) 羽绒服业务略超预期：公司自 18 年年提出“聚焦主航道”战略以来，开始做强羽绒服产品核心主业。通过重塑品牌形象，提升品牌设计能力，进行渠道优化等多项举措，对公司羽绒服核心业务进行全面升级，主业保持持续快速增长，占比逐步提升。FY2020H1 实现收入 25.33 亿元 (+42.87%)，保持快速增长，略超预期，占总收入 57.1% (+5.6pct)。其中主品牌波司登实现收入 22.77 亿(+46.2%)，雪中飞收入 0.98 亿(+19.5%)，冰洁收入 1.06 亿(+17.6%)。

3) 未来公司将继续以羽绒服业务为主业，致力打造中高端功能性服饰集团。继续进行品牌的高端化年轻化时尚化，并逐步提升主力价格带水平。对于贴牌加工业务，公司深化与核心客户的合作关系，保持订单的持续增长预计 FY2021 年继续保持 20%增速。女装业务会继续加强品牌的资源整合。继续看好公司未来长期发展。

2、当前时点推荐投资主线：

1) **泛运动服饰龙头**：运动服饰行业仍是服装行业增速最快的子行业，行业龙头公司市占率呈现不断上升趋势，预计未来几年维持高景气。由此，我们继续持续推荐【安踏体育】作为国产体育服饰龙头 19Q3 主品牌实现 10%-20%中段增长，FILA 流水实现 50%-55%高速增长，看好公司 12 月发布 AMER 规划带来的催化；【李宁】19Q3 整体流水实现 30%-40%低段增长，预计公司未来净利率将持续提升。本周泛运动功能性品牌【波司登】发布 FY2020 年业绩，业绩保持持续快速增长，羽绒服业绩略超预期，公司作为羽绒服行业龙头公司，近年回归主业，进行品牌升级，近年业绩持续提升，继续看好公司发展。

2) **电商渠道为主的品牌**：线上零售销售增速仍高于线下，且线下渠道容易产生开店带来的存货和减值问题，对于功能性服装类产品来说，线上渠道效率大部分高于线下渠道。我们一直坚定推荐开润股份、南极电商；其中我们对于【开润股份】上调公司 2020 年收入预期；【南极电商】商业模式不断完善，货币化率保持稳定；仍是行业内生增长最快，具有长期逻辑的公司，继续重点推荐。【水星家纺】是家纺行业上市公司中电商渠道占比较高的企业，19Q3 公司业绩环比持续改善，线上渠道增速持续提升线下保持稳定增长趋势，继续推荐。

3) **优质 OEM 龙头**：拥有国际头部客户资源的 OEM 企业，订单和业绩比较稳定。如申洲国际、健盛集团。我们认为 19 年是【申洲国际】新产能建设期；2020 年是产能爬坡效率提升期，2021/2022 年可能是产能的快速增长期。【健盛集团】19Q3 业绩大超市场预期，随着未来越南产能逐渐释放，预计未来两年净利润增速超 20%。

推荐标的简述：

本周核心组合：安踏体育/李宁/开润股份/南极电商/波司登/申洲国际/健盛集团。

- 持续高成长组合：开润股份，南极电商；
- 高景气泛运动运动品牌组合：安踏体育，李宁，比音勒芬，波司登；
- 优质 OEM 制造组合：申洲国际，健盛集团；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家；

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)
安踏体育*	35.11	27.39	25.8%	38.1%	28.2%	23.4%	4,102.9	5,664.4	7,260.4	8,957.8	1,988.5
李宁*	45.43	34.51	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	581.2
开润股份*	28.08	21.21	32.1%	32.6%	32.4%	31.9%	173.7	230.4	305.1	402.3	64.7
南极电商*	22.57	16.69	32.5%	36.1%	35.2%	29.9%	886.5	1,206.2	1,631.4	2,118.7	272.2
波司登*	30.94	24.38	24.8%	33.3%	26.9%	22.8%	981.3	1,308.0	1,660.0	2,038.0	404.7
申洲国际*	30.85	27.67	12.0%	10.8%	11.5%	12.5%	4,540.5	5,029.0	5,607.0	6,310.0	1,551.3
健盛集团*	13.30	10.93	21.1%	40.7%	21.7%	20.5%	206.4	290.5	353.5	426.0	38.6
比音勒芬*	18.41	14.00	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	76.0
森马服饰*	13.58	11.96	14.3%	10.0%	13.5%	15.1%	1,693.6	1,863.6	2,116.0	2,435.3	253.1
海澜之家*	9.64	8.90	8.4%	1.9%	8.4%	8.4%	3,454.8	3,520.5	3,816.1	4,136.1	339.5
梦洁股份*	19.50	14.07	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	40.0
罗莱生活*	12.32	11.17	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	71.6
歌力思*	10.38	8.91	16.4%	11.1%	16.5%	16.3%	365.0	405.4	472.2	549.3	42.1
百隆东方*	12.81	11.77	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	58.4
九牧王*	10.97	12.80	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	63.5
水星家纺*	11.79	10.20	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	39.0
太平鸟*	10.73	9.52	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	67.6
鲁泰A	9.66	8.90	8.6%	5.4%	8.6%	8.7%	811.5	855.5	928.7	1,009.3	82.7
伟星股份	14.04	12.63	10.2%	4.0%	11.2%	9.3%	310.3	322.8	359.0	392.3	45.3
七匹狼	11.89	10.84	9.2%	1.5%	9.7%	8.8%	346.3	351.4	385.4	419.3	41.8
华孚时尚	16.70	13.99	16.2%	-18.8%	19.4%	13.1%	751.8	610.4	728.6	824.0	102.0
新野纺织	9.82	8.11	20.5%	-26.4%	21.1%	19.9%	386.5	284.5	344.5	413.0	27.9
报喜鸟	17.22	15.11	-100.0%	314.8%	14.0%	-100.0%	51.8	215.0	245.0	0.0	37.0
富安娜	11.20	10.05	12.0%	-6.0%	11.4%	12.6%	543.4	510.6	568.8	640.3	57.2
汇洁股份	13.65	11.68	13.5%	40.0%	16.8%	10.3%	165.7	232.0	271.0	299.0	31.7
锦泓集团	8.87	8.09	8.6%	-31.5%	9.6%	7.6%	272.8	187.0	205.0	220.5	16.6
天创时尚	10.55	9.61	9.4%	3.0%	9.8%	9.0%	242.2	249.5	273.9	298.4	26.3
安正时尚*	12.27	10.57	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	46.1
探路者	24.52	21.77	20.2%	-171.7%	12.6%	28.3%	-181.9	130.5	147.0	188.7	32.0
新澳股份	12.87	10.92	15.9%	12.9%	17.8%	14.0%	199.4	225.1	265.2	302.5	29.0
联发股份	7.73	7.43	6.5%	1.7%	4.0%	9.0%	390.3	397.0	413.0	450.0	30.7
红豆股份	36.66	32.27	15.0%	8.5%	13.6%	16.5%	207.1	224.6	255.2	297.2	82.3
航民股份	8.94	8.20	8.5%	9.6%	8.9%	8.1%	661.9	725.5	790.4	854.1	64.8
雅戈尔	7.99	7.18	-	14.3%	11.3%	-	3,676.9	4,202.0	4,678.0	-	335.9
搜于特	27.65	21.38	-	-34.9%	29.3%	-	369.4	240.5	311.0	-	66.5
摩登大道	170.05	150.05	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	25.5
柏堡龙	15.20	13.45	-	10.5%	13.0%	-	192.5	212.7	240.4	-	32.3
际华集团	36.93	30.46	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	139.2
朗姿股份	17.90	16.28	9.5%	-5.0%	10.0%	9.1%	210.5	200.0	220.0	240.0	35.8
起步股份	22.77	18.51	18.0%	5.7%	23.0%	13.2%	180.7	191.0	235.0	266.0	43.5

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 29 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；3) 其中波司登 2018 年数据为 FY2019 数据。

2. 近期报告回顾

2.1. 波司登：FY2020 半年报点评：FY2020H1 业绩持续快速增长，羽绒服业务表现靓丽，略超预期

1、事件：公司公布 2019/20 财年半年度业绩（2019 年 4 月 1 日--2019 年 9 月 30 日），实现营收 44.36 亿元（+28.81%），实现经营利润 4.78 亿元（+34.6%），实现归母净利润 3.43 亿元（+36.43%），业绩保持快速增长，符合我们此前预期。[（后文附详细解读）](#)

2、按业务拆分：羽绒服主业保持快速增长，业绩略超预期。

1) 羽绒服业务：公司自 18 年年提出“聚焦主航道”战略以来，开始做强羽绒服产品核心主业。通过重塑品牌形象，提升品牌设计能力，进行渠道优化等多项举措，对公司羽绒服

核心业务进行全面升级,主业保持持续快速增长,占比逐步提升。FY2020H1 实现收入 25.33 亿元 (+42.87%), 保持快速增长, 略超预期, 占总收入 57.1% (+5.6pct)。其中主品牌波司登实现收入 22.77 亿(+46.2%), 雪中飞收入 0.98 亿(+19.5%), 冰洁收入 1.06 亿(+17.6%)。

2) 贴牌加工管理业务: FY2020H1 收入 13.49 亿元(+21.85%), 占总收入 30.4%(-1.7pct), 业绩保持持续稳健增长。公司贴牌加工业务持续聚焦服务核心客户, 围绕客户需求通过技术优势优化产品性能、完善工艺、提升产品质量, 持续提升原始设计制造管理业务的比重, 提升客户信任度和粘性。FY2020 财年 H1 公司贴牌加工管理业务中收入来自前 5 大客户的收入占贴牌加工业务的 87.8%。

3) 女装业务: FY2020H1 公司女装业务实现收入 5.06 亿元(-6.10%), 占总收入 11.4%(-4.2pct), 规模有所下降。

4) 多元化服务: FY2020H1 实现收入 0.49 亿元(+86.95%), 占总收入 1.1%(+0.3pct)。尽管集团多元化业务在大幅收缩中, 部分品牌羽绒服业务转移至多元化业务分部, 导致其占比基本持平。

5) 线上渠道: 公司在 FY2020H1 与天猫及唯品会等线上平台达成深度战略合作, 提前锁定优质资源; 同时加大重视品牌公关事件与电商结合的提升, 通过提升视觉形象品质感和页面详情的专业度, 提升消费者线上购物体验。FY2020H1 公司在天猫致 IN 品牌中名列前茅, 天猫旗舰店店铺评分由 4.83 上升至 4.91, 客户购物满意度由 93% 上升至 96%。FY2020H1 公司线上渠道实现营收 3.05 亿元(+70.9%), 占比 6.88%(+1.71pct); 其中羽绒服业务实现营收 2.63 亿元(+91.1%), 实现高速增长。在 2019 年双 11 中, 波司登全渠道销售额突破 10 亿元, 同比增长 37%; 其中波司登天猫旗舰店销售额超 6.5 亿元, 同比增长 58%。

毛利率: 2019 财年半年度实现毛利率 43.5%(+1.2pct), 有所提升, 主要系羽绒服业务毛利率的提升。**分销开支:** FY2020H1 公司分销开支为 11.19 亿元(+41.61%), 费用率为 25.2%(+2.3pct), 主要系公司加强对羽绒主业业务, 尤其主品牌波司登的品牌建设及渠道优化、本财年人员增加导致人力成本提高所致。**行政开支:** FY2020H1, 公司行政开支为 3.37 亿元(+0.63%), 费销比为 7.6%(-2.1pct), 基本与 2018/19 财年同期持平。**经营净利率:** FY2020H1 实现经营净利率为 8%(+0.5pct), 主要系品牌羽绒服业务及贴牌代工业务毛利率提升所致。

维持原有盈利预测。维持买入评级, 预计 FY2019-2021 年实现营收 134.9/167.55/202.13 亿元, 同比增长 29.92%、24.21%、20.64%; 预计实现归母净利润 13.08/16.60/20.38 亿元, 同比增长 33.25%、26.95%、22.80%。预计 FY2019-2021 年 EPS 为 0.12/0.15/0.19 元, 给予公司 2020 年 28 倍 PE, 对应港币 4.68 港元(4.2 元人民币)。

风险提示: 品牌转型不及预期, 终端消费疲软, 原材料及天气变化影响。

(摘自 2019 年 11 月 30 日发布的《【波司登】公司点评: FY2020H1 业绩持续快速增长, 羽绒服业务表现靓丽, 略超预期》)

2.2. 波司登首次覆盖: 复苏进程仍在继续, 高端化、时尚化打开增长空间

回归羽绒服主业, 业绩仍在强势复苏阶段内容

2018 年公司明确聚焦主航道、主品牌, 收缩多元化的战略目标, 做强羽绒服产品核心主业, 同时围绕“全球热销的羽绒服专家”的定位, 重塑和优化品牌在消费者心中的形象。1) 产品端: 产品品质+设计焕然一新。2) 渠道端: 渠道优化, 视觉一体。从渠道结构来看, 提升自营门店占比, 2018/19 财年实现自营门店收入占比为 64.80%, 较 2016/17 财年提升 17.30pct。从渠道形象来看, 打造“千店换门头”事件, 更加简约和现代化, 重新布局店内陈设, 回归主流商圈。3) 营销端: 全面提升品牌调性。整合全球优质资源制作广告, 通过大片形象和创意拍摄, 推动品牌视觉形象升级。

回归羽绒服主业后, 业绩迸发全新活力。2018/19 财年, 公司实现营收 103.87 亿元(+16.84%), 实现归母净利润 9.81 亿元(+59.44%), 营收首次突破百亿大关。波司登品牌占羽绒业务收入的比例逐年上升。2018/19 财年波司登品牌实现收入为 68.49 亿元(+38.25%), 占羽绒

主业收入 89.44% (+1.78pct)。

主力价格带上移，锁定中高端空白市场，仍有提价空间

Moncler 和 CanadaGoose 进驻中国后，大幅拉升羽绒服市场均价，牢牢占据国内羽绒服行业奢侈品定位。因此国内羽绒服行业天花板被打开，催生 1000-5000 元中高端市场空白。波司登捕捉到了潜在的市场变化，通过提升产品设计，重塑产品形象，提升部分新产品系列的售价。2018 年波司登主品牌价格带由 1000 元以下提升至 1300-1500 元。与此同时 1800 元以上的产品占比，从过去 4-5%左右提升至 25%左右。对标海外高端羽绒服品牌 Canada Goose，其价格仍有较大提升空间。预计波司登主力价格带将随着其品牌重塑、高端化进程的推进，进一步提升。

功能性融入时尚性，熨平消费频次低及易受天气影响的需求波动

从功能性来看：拓展多种产品系列，满足不同消费群体需求，逐步成为羽绒服行业公司发展主流。向休闲时装、运动户外等领域开发产品，不仅可以扩展新的盈利增长点，同时可以扩展羽绒服企业有限的生存空间。从时尚性来看：消费者对于时尚元素的敏感程度逐渐提升，羽绒服品牌融入更多时尚元素，一方面可以在国际时尚界吸引更多媒体关注，从而达到免费推广效果；另一方面可以吸引大量热爱时尚的年轻消费群体，从而提升产品销量拉动公司业绩。

首次覆盖给予“买入”评级。由此，我们预计公司 FY2019-FY2021 年的营收分别为人民币 134.90 亿元、167.55 亿元、202.13 亿元，同比增长 29.92%、24.21%、20.63%；预计归母净利润分别为人民币 12.10 亿元、14.88 亿元、18.17 亿元，同比增长 23.33%、22.97%、22.12%。预计 FY2019-FY2021 公司 EPS 为 0.11/0.14/0.17 人民币元，对应 PE 为 30.05/24.47/20.07。

风险提示：终端消费疲软，品牌转型发展不及预期，原材料及气候波动等

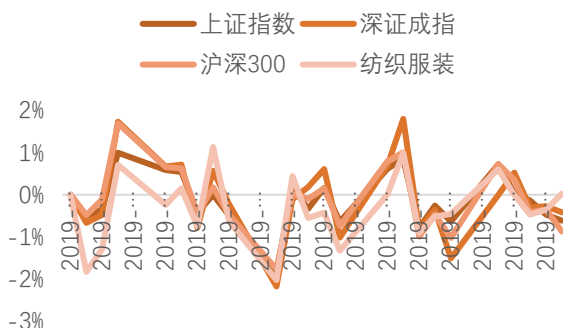
（摘自 2019 年 11 月 20 日发布的《【波司登】深度研究报告：复苏进程仍在继续，高端化、时尚化打开增长空间》）

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

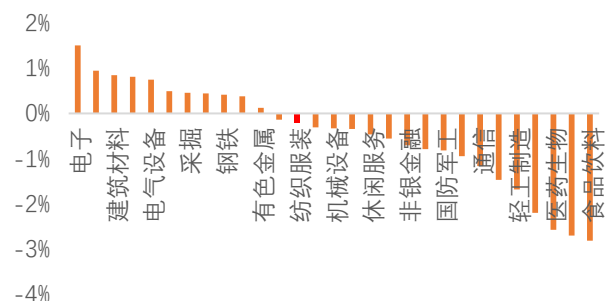
本周上证指数收 2871.98 点，较上周收盘变动-0.46%；深证成指收于 9582.16 点，较上周收盘变动-0.46%；沪深 300 收于 3828.67 点，较上周收盘变动-0.55%；申万纺织服装板块收于 1761.11 点，较上周收盘变动-0.21%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

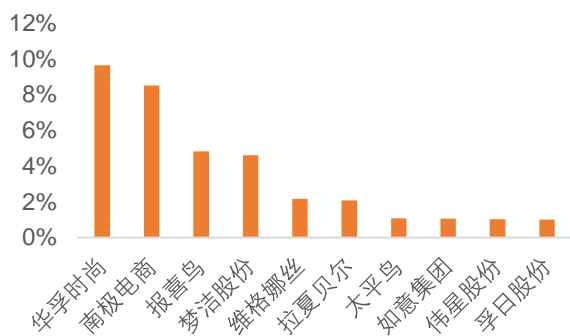
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

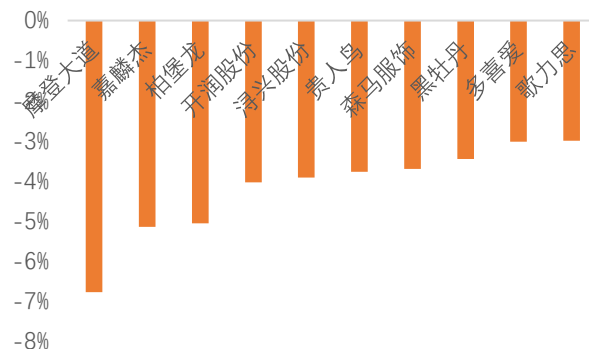
个股方面，华孚时尚、南极电商、报喜鸟涨幅居前三；摩登大道、嘉麟杰、柏堡龙跌幅居前三。

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（%）



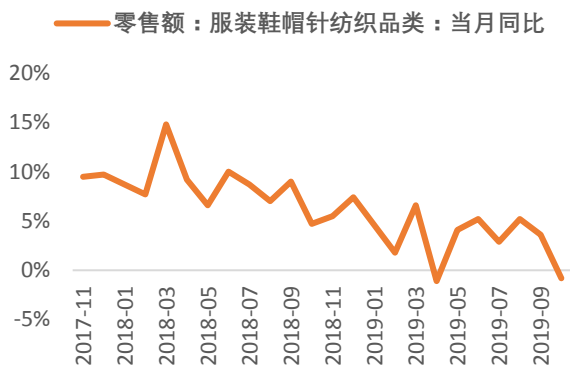
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

3.2.1. 零售端：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

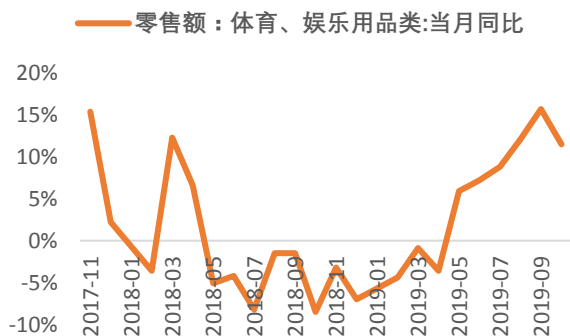
2019 年 1-10 月，社会消费品零售总额 334,778.50 亿元，同比增长 8.10%。2019 年 10 月，社会消费品零售总额 38,104.30 亿元，同比增长 7.20%，环比下降 0.60pct。2019 年 10 月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比减少 0.80%（9 月为 3.60%，环比下降 4.40pct）；2019 年 10 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增长 11.50%，环比下降 4.20pct。

图 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（%）



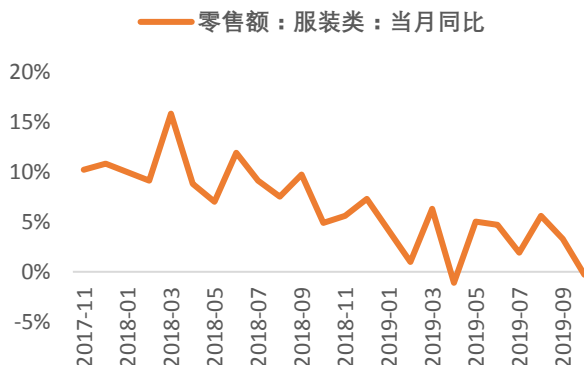
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 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（%）



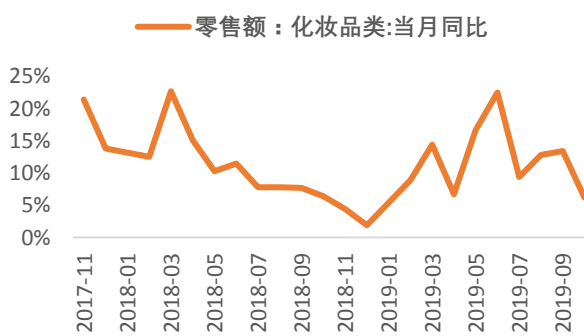
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 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 9：2017 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比（%）



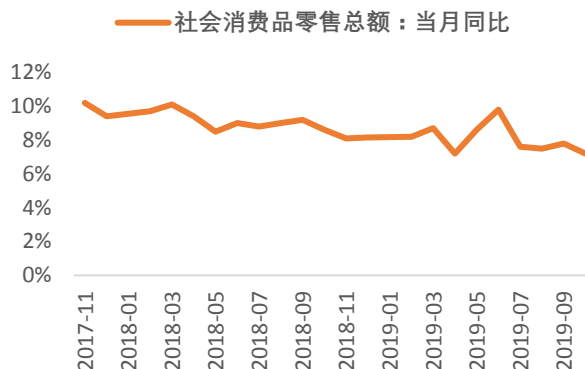
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

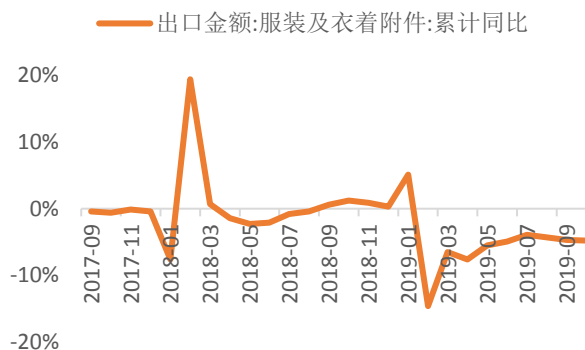
截至 2019 年 10 月底，据海关总署发布的数据显示，10 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 101.55 亿美元，同比上升 4.22%，环比 9 月上升 4.00%；2019 年累计出口 993.10 亿美元，同比上升 0.34%。服装及衣着附件 9 月的出口金额为 127.13 亿美元，同比下降 5.92%，环比 9 月份下降 13.84%；2019 年累计出口 125.05 亿美元，同比下降 4.80%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响，近期中美贸易谈判进展较为顺利，11 月数据有望边际改善。

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：棉花价格指数下跌，羊毛进口价格上涨

中国棉花综合价格指数：101.10，较上周下跌 1.02%。

棉花进口价格：2019 年 10 月为 1918.43 元/吨，较 9 月份 1,997.20 元/吨，下跌 3.94%。

羊毛进口价格：2019 年 10 月为 7722.86 元/吨，较 9 月份 6671.82 元/吨，上涨 15.75%。

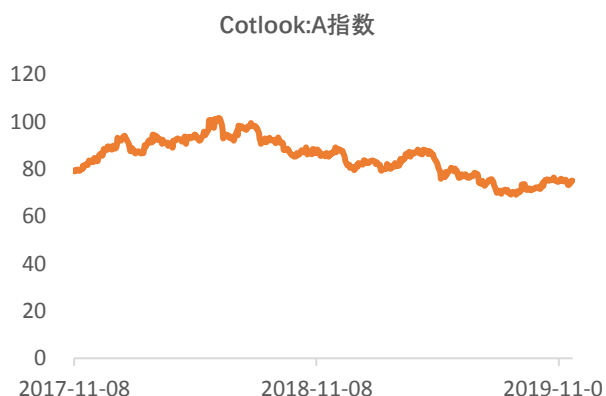
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 10,100.00 元/吨，与上周价格持平。粘胶长丝本周均价 37,800.00 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 6,680.00 元/吨，较上周变动-0.30%。涤纶长丝 POY 本周均价为 6,985.00 元/吨，较上周变动-0.21%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 7,650.00 元/吨，较上周变动-0.65%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 8,600.00 元/吨，与上周价格持平。

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 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



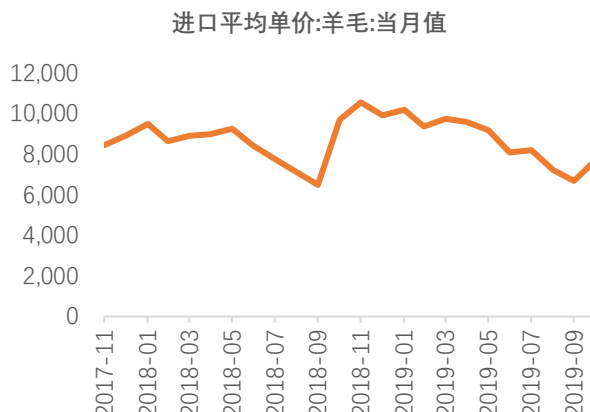
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



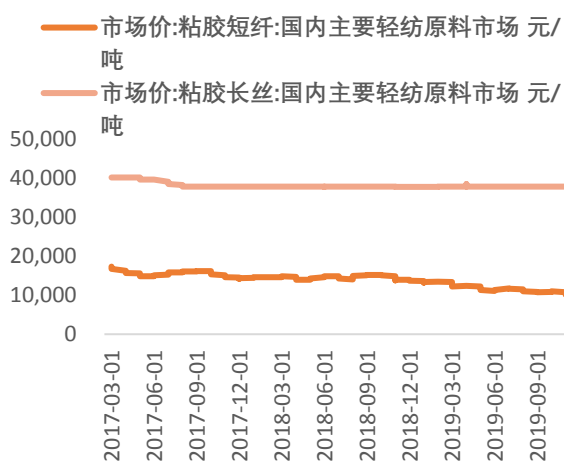
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



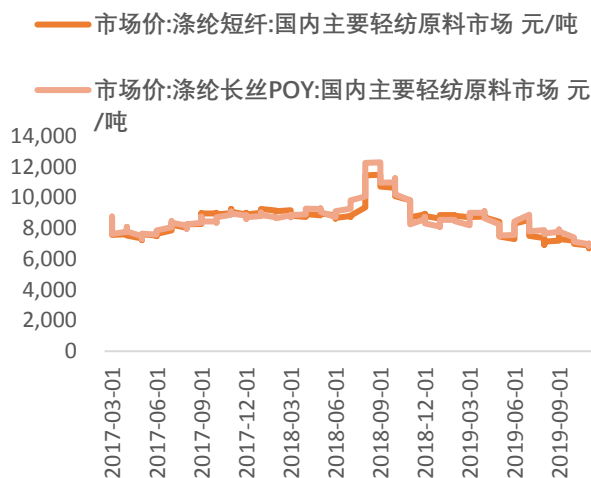
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2017 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



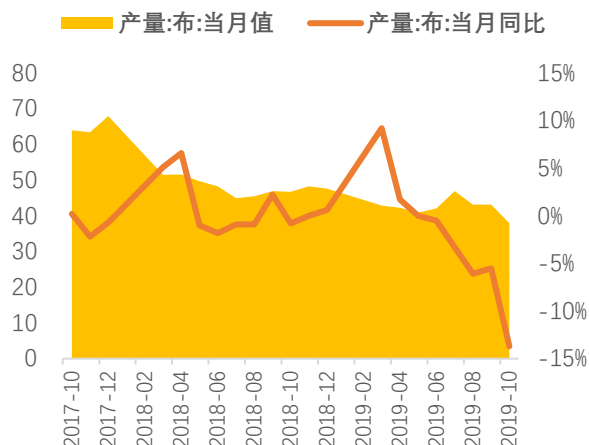
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2017 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



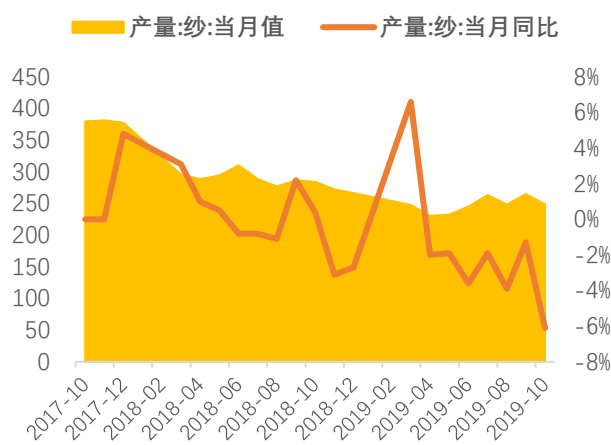
资料来源：Wind，天风证券研究所

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：纺织行业投资增速有所下降，服装行业投资增速略有下降

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 22：2013 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 23：2013 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

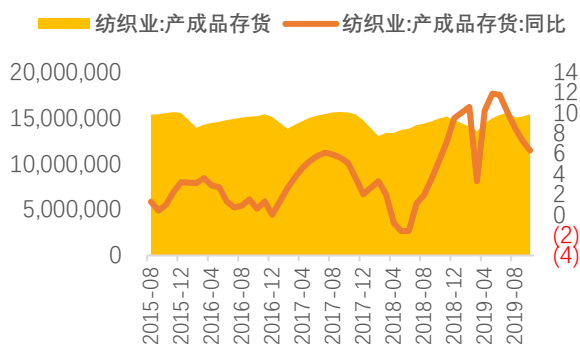
3.2.1. 行业库存情况：纺织业库存增速有所下降，服装行业库存增速略有下降

纺织行业库存情况：2019 年 10 月，纺织行业产成品库存 1,539.70 亿元，同比增长 6.30%，较上月增速有所下降（-1.00pct）。

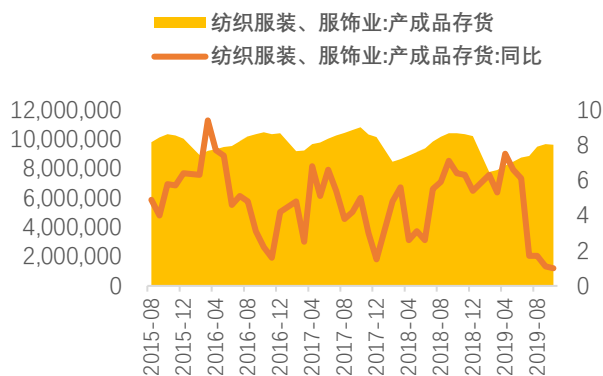
服装行业库存情况：2019 年 10 月，服装行业产成品库存 962.20 亿元，同比增长 1.00%，较上月增速有所下降（-0.10pct）。

图 24：2012 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）

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



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 公司公告

3.3.1. A 股公告：

歌力思（603808.SH）以持有子公司股权提供质押担保申请银行授信的公告：公司为支付收购 ADON WORLD SAS 的 43% 股权的交易对价，拟向招商银行股份有限公司申请不超过 5,370 万欧元银行授信，并以公司持有的全资子公司深圳前海上海林投资管理有限公司 100% 股权提供质押担保。

健盛集团（603558.SH）1）聘任副总经理及财务总监公告：公司原财务总监胡天兴因工作分工原因，保留公司董事、副总经理职务，辞去财务总监职务，将聘任周万泳为公司副总经理、财务总监。2）**独立董事辞职及补选独立董事公告：**因个人工作原因，张铮辞去公司董事会及战略委员会委员、薪酬与考核委员会委员职位，董事会选举钟瑞庆为公司第四届董事会独立董事候选人。

水星家纺（603365.SH）使用闲置募集资金进行现金管理补充公告：公司拟使用最高额度不超过 3 亿元的闲置募集资金，购买保本型银行理财产品，单笔理财产品期限不超过 12 个月，在上述额度内资金可滚动使用。

三夫户外（002780.SZ）股东减持计划完成公告：上海歌金自 2019 年 6 月 4 日至 2019 年 11 月 26 日期间，通过集中竞价的方式，累计减持公司股份 291.12 万股，占总股本的 2%；截至本公告日，上海歌金持有公司股份 601.16 万股，占总股本的 4.13%。

鲁泰 A（000726.SZ）公开发行 A 股可转换公司债券：公司拟发行可转债总额不超过人民币 14.00 亿元，期限为自发行之日起六年，每张面值人民币 100 元，按面值发行。

嘉欣丝绸（002404.SZ）收到首期征收补偿款的公告：2019 年 11 月 27 日，苗木城公司收到桐乡市屠甸轻纺工业园区开发有限公司支付的首期征收补偿款人民币 758.71 万元。公司将根据《企业会计准则》的相关规定对上述补偿款进行会计处理。

报喜鸟（002154.SZ）获得政府补助公告：公司自 2019 年 6 月 4 日至 2019 年 9 月 18 日累计收到政府补助 232.99 万元，计入公司 2019 年度损益科目。

开润股份（300577.SZ）部分限制性股票回购注销公告：本次回购注销 10 名因离职不再具备激励资格的激励对象已全部已授予未解锁的限制性股票合计 10.21 万股，占总股本的 0.05%。

梦洁股份（002397.SZ）实控人股权质押延期购回公告：公司股东姜天武将其质押给国信证券的 3143 万股股份办理了延迟购回，占总股本的 4.12%。截至本公告日，姜天武持有公司股份 1.47 亿股，占总股本的 19.21%。

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
----	----	----	----

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	比音勒芬	广州市番禺区南村镇兴业大道 309 号比音勒芬大厦 7 楼会议室	14:30
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	35,800.0 0	31,000.0 0	86.59	35,800.0 0	35,800.0 0	100.0 0	定向增发机构配 售股份
002780. SZ	三夫户 外	2019-01 -11	712.14		11,213.3 9	7,346.57	65.52	11,213.3 9	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	77,976.4 8	42,567.6 7	54.59	77,976.4 8	50,191.7 3	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		87,444.3 2	50,941.5 2	58.26	87,444.3 2	50,970.8 6	58.29	股权激励限售股 份
002404. SZ	嘉欣丝 绸	2019-03 -06	5,702.36	-3.57	57,767.3 6	40,204.2 1	69.60	57,767.3 6	45,906.5 8	79.47	定向增发机构配 售股份
603518. SH	锦泓集 团	2019-03 -06	2,826.24	-12.00	18,055.4 0	14,916.9 4	82.62	18,055.4 0	17,743.1 8	98.27	定向增发机构配 售股份
603518. SH	锦泓集 团	2019-03 -13	2.40		18,055.4 0	17,743.1 8	98.27	18,055.4 0	17,745.5 8	98.28	股权激励限售股 份
603608. SH	天创时 尚	2019-03 -14	17,576.94		43,140.2 2	12,856.1 3	29.80	43,140.2 2	30,433.0 7	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	41,635.6 3	31,373.8 2	75.35	41,635.6 3	38,423.8 2	92.29	定向增发机构配 售股份
002327. SZ	富安娜	2019-03 -26	115.35		87,444.3 2	50,970.8 6	58.29	87,444.3 2	51,086.2 1	58.42	股权激励限售股 份
002875. SZ	安奈儿	2019-04 -10	51.16		13,186.1 7	3,887.65	29.48	13,186.1 7	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		75,440.9 1	70,045.0 7	92.85	75,440.9 1	70,079.0 7	92.89	股权激励限售股 份
603808. SH	歌力思	2019-05 -22	697.13		33,269.4 4	32,554.4 4	97.85	33,269.4 4	33,251.5 6	99.95	股权激励限售股 份
300577. SZ	开润股 份	2019-06 -13	6.66		21,761.4 9	6,414.57	29.48	21,761.4 9	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	75,802.0 4	62,699.3 3	82.71	75,802.0 4	64,272.0 2	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	43,140.2 2	30,433.0 7	70.54	43,140.2 2	31,660.4 1	73.39	定向增发机构配 售股份

002327.SZ	富安娜	2019-06-21	396.86		87,444.3	51,086.2	58.42	87,444.3	51,483.0	58.88	股权激励限售股份
603587.SH	地素时尚	2019-06-24	3,400.00		40,100.0	6,100.00	15.21	40,100.0	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		21,989.6	6,599.90	30.01	21,989.6	21,736.0	98.85	首发原股东限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2019-07-11	75.57		82,885.7	77,086.9	93.00	82,885.7	77,162.5	93.10	股权激励限售股份
300526.SZ	中潜股份	2019-08-02	11,000.00		17,066.0	6,009.72	35.21	17,066.0	17,009.7	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	26,171.5	23,041.6	88.04	26,171.5	26,093.0	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	30,208.2	24,041.8	79.59	30,208.2	29,908.2	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.	184,340.	68.31	269,853.	184,851.	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.	249,635.	98.54	253,325.	253,325.	100.0	定向增发机构配售股份
300577.SZ	开润股份	2019-09-23	23.13		21,751.6	6,421.23	29.52	21,751.6	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	46,997.0	20,000.0	42.56	46,997.0	46,997.0	100.0	定向增发机构配售股份
002003.SZ	伟星股份	2019-09-30	763.04		75,802.0	64,210.9	84.71	75,802.0	64,973.9	85.72	股权激励限售股份
002327.SZ	富安娜	2019-09-30	412.89		87,444.3	51,976.3	59.44	87,444.3	52,389.1	59.91	股权激励限售股份
002494.SZ	华斯股份	2019-11-11	92.71	-70.88	38,556.0	29,502.0	76.52	38,556.0	29,594.7	76.76	定向增发机构配售股份
002832.SZ	比音勒芬	2019-12-23	16,184.00		30,827.6	13,429.8	43.56	30,827.6			首发原股东限售股份
300577.SZ	开润股份	2019-12-23	15,225.56		21,741.4	6,444.35	29.64	21,741.4			首发原股东限售股份
603608.SH	天创时尚	2019-12-26	701.34	-55.21	43,140.2	31,660.4	73.39	43,140.2			定向增发机构配售股份

资料来源：Wind、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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