

# 纺织服装

证券研究报告

2019年12月09日

安踏体育主业保持持续快速增长，继续看好运动服饰板块及电商渠道为主的标的

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 2912.01 点，较上周收盘变动+1.39%；深证成指收于 9878.62 点，较上周收盘变动+3.09%；沪深 300 收于 3902.39 点，较上周收盘变动+1.93%；申万纺织服装板块收于 1799.20 点，较上周收盘变动+2.16%。

## 行业数据及观点：

### 1、安踏体育 2019 年业绩保持持续快速增长，盈利能力持续提升。

1) **公司发布 2019 年业绩盈利惊喜公告。**若不考虑合营公司亏损，2019 年全年公司归母净利润预计实现不少于 59 亿元，相比 18 年增长超过 45%，主业绩略超我们预期。考虑合营公司亏损及各项费用影响，安踏集团 2019 年预计实现归母净利润增速在 30%以上。差异主要系：1) 19 年 11 月减持 Amer 5%股权预计产生的收益为 485 万欧元（3773 万元左右）；2) 2019 年安踏集团收购亚玛芬公司所产生的一次性财务费用影响不超过 2 亿元；3) 收购价格分摊产生的影响不超过 5 亿元，预计 19 年之后摊销费用影响会逐年减弱。由此预计 19 年合营公司亚玛芬控股公司 JV Co 亏损不超过 6.5 亿元。

2) **公司 2019 年业绩保持持续快速增长主要系：**集团各品牌销售表现良好，导致收益增长超过 35%。其中，我们预计公司安踏主品牌实现中双位数增长，FILA 品牌保持快速增长，预计在 50%以上；Descent 和 Kingkow 等业务的零售贡献持续增加。公司经营利润率相较 2018 年继续提高，主要系：毛利率较高的零售业务贡献占比提高，及经营开支占收入的比重相对稳定（费用率稳定）。

### 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】，作为国产运动服饰龙头 19 年主品牌预计实现中双位数增长，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) **电商渠道为主的品种：**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%。

**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: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》2019-12-01
- 2 《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
- 3 《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

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2019-12-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
02020.HK	安踏体育	68.28	买入	1.53	2.02	2.73	3.41	44.63	33.80	25.01	20.02
02331.HK	李宁	23.46	买入	0.3	0.55	0.73	1.02	78.21	42.66	32.14	23.00
300577.SZ	开润股份	31.96	买入	0.80	1.06	1.40	1.85	39.95	30.15	22.83	17.28
002127.SZ	南极电商	11.18	买入	0.36	0.49	0.64	0.83	31.06	22.82	17.47	13.47
03998.HK	波司登	3.19	买入	0.09	0.12	0.15	0.19	35.46	26.59	21.27	16.79
02313.HK	申洲国际	97.09	买入	3.02	3.34	3.73	4.20	32.15	29.07	26.03	23.12
603558.SH	健盛集团	9.09	买入	0.50	0.70	0.85	1.02	18.18	12.99	10.69	8.91

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，李宁、安踏体育、波司登、申洲国际收盘价单位为港元，1港币=0.899人民币

## 重点公司推荐逻辑：

## ● 安踏体育：安踏体育 2019 年业绩保持持续快速增长，盈利能力持续提升

**公司 2019 年主业业绩保持持续快速增长，略超我们此前预期。**1) 若不考虑合营公司亏损，2019 年全年公司归母净利润预计实现不少于 59 亿元，相比 18 年增长超过 45%，主业业绩略超我们预期。2) 考虑合营公司亏损及各项费用影响，安踏集团 2019 年预计实现归母净利润增速在 30%以上。3) 差异主要系：1) 19 年 11 月减持 Amer 5%股权预计产生的收益为 485 万欧元（3773 万元左右）；2) 2019 年安踏集团收购亚玛芬公司所产生的一次性财务费用影响不超过 2 亿元；3) 收购价格分摊产生的影响不超过 5 亿元，预计 19 年之后摊销费用影响会逐年减弱。由此预计 19 年合营公司亚玛芬控股公司 JV Co 亏损不超过 6.5 亿元。

**公司 2019 年业绩保持持续快速增长主要系：**1) 集团各品牌销售表现良好，导致收益增长超过 35%。其中，我们预计公司安踏主品牌实现中双位数增长，FILA 品牌保持快速增长，预计在 50%以上；Descent 和 Kingkow 等业务的零售贡献持续增加；2) 公司经营利润率相较 2018 年继续提高，主要系：毛利率较高的零售业务贡献占比提高，及经营开支占收入的比重相对稳定（费用率稳定）。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。

考虑到 2019 年公司合营公司亏损及收购价格分摊对于利润产生的影响，我们略下调公司 2019 年盈利预测；随着公司摊销价格减弱以及合营公司预计将来实现盈利，我们略上调公司 2020-2021 年盈利预测。预计公司 19-21 年实现归母净利润 54.61/73.64/92.14 亿元（原值为 56.64/72.60/89.58 亿元），同比增长 32.17%、36.17%、25.21%。预计 19-20 年 EPS 为 2.02/2.73/3.41 元（原值为 2.10/2.69/3.32 元），对应 PE 为 33.78/25.05/20.02，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%中段增长，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应热烈，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：安踏体育主业保持持续快速增长，继续看好运动服饰板块及电商渠道为主的标的

### 1、安踏体育 2019 年业绩保持持续快速增长，盈利能力持续提升。

1) 公司发布 2019 年业绩盈利惊喜公告，公司 2019 年主业业绩保持持续快速增长，略超我们此前预期。若不考虑合营公司亏损，2019 年全年公司归母净利润预计实现不少于 59 亿元，相比 18 年增长超过 45%，主业业绩略超我们预期。考虑合营公司亏损及各项费用影响，安踏集团 2019 年预计实现归母净利润增速在 30% 以上。差异主要系：1) 19 年 11 月减持 Amer 5% 股权预计产生的收益为 485 万欧元（3773 万元左右）；2) 2019 年安踏集团收购亚玛芬公司所产生的一次性财务费用影响不超过 2 亿元；3) 收购价格分摊产生的影响不超过 5 亿元，预计 19 年之后摊销费用影响会逐年减弱。由此预计 19 年合营公司亚玛芬控股公司 JV Co 亏损不超过 6.5 亿元。

2) 公司 2019 年业绩保持持续快速增长主要系：集团各品牌销售表现良好，导致收益增长超过 35%。其中，我们预计公司安踏主品牌实现中双位数增长，FILA 品牌保持快速增长，预计在 50% 以上；Descent 和 Kingkow 等业务的零售贡献持续增加。公司经营利润率相较 2018 年继续提高，主要系：毛利率较高的零售业务贡献占比提高，及经营开支占收入的比重相对稳定（费用率稳定）。

3) 公司坚定执行“单聚焦，多品牌，全渠道”战略，安踏品牌通过产品和渠道的升级近年来保持稳健增长，在国内品牌中稳居第一梯队。FILA 领跑运动时尚赛道，随着运动时尚需求的增长和 FILA 消费客群的增长，我们预计未来两到三年内 FILA 仍能够保持相对高速的增速。预计 2019 年 DESCENTE 和 KOLON 有望实现盈利，Kingkow 等其他品牌或将在 2020-2021 年跨过盈亏平衡点，贡献盈利。考虑到 2019 年公司合营公司亏损及收购价格分摊对于利润产生的影响，我们略下调公司 2019 年盈利预测；随着公司摊销价格减弱以及合营公司预计将来实现盈利，我们略上调公司 2020-2021 年盈利预测。预计公司 19-21 年实现归母净利润 54.61/73.64/92.14 亿元（原值为 56.64/72.60/89.58 亿元），同比增长 32.17%、36.17%、25.21%。预计 19-20 年 EPS 为 2.02/2.73/3.41 元（原值为 2.10/2.69/3.32 元），对应 PE 为 33.78/25.05/20.02，维持买入评级。

### 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】作为国产运动服饰龙头 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%。

### 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*	37.58	27.87	29.9%	33.1%	34.9%	25.1%	4,102.9	5,460.6	7,364.4	9,214.2	2,052.1
李宁*	47.24	35.89	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	604.3
开润股份*	30.16	22.78	32.1%	32.6%	32.4%	31.9%	173.7	230.4	305.1	402.3	69.5
南极电商*	22.75	16.82	32.5%	36.1%	35.2%	29.9%	886.5	1,206.2	1,631.4	2,118.7	274.5
波司登*	29.39	23.16	24.8%	33.3%	26.9%	22.8%	981.3	1,308.0	1,660.0	2,038.0	384.4
申洲国际*	32.28	28.95	12.0%	10.8%	11.5%	12.5%	4,540.5	5,029.0	5,607.0	6,310.0	1,623.5
健盛集团*	13.03	10.71	21.1%	40.7%	21.7%	20.5%	206.4	290.5	353.5	426.0	37.8
比音勒芬*	18.64	14.18	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	76.9
森马服饰*	14.10	12.42	14.3%	10.0%	13.5%	15.1%	1,693.6	1,863.6	2,116.0	2,435.3	262.8
海澜之家*	9.53	8.79	8.4%	1.9%	8.4%	8.4%	3,454.8	3,520.5	3,816.1	4,136.1	335.5
梦洁股份*	20.10	14.50	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	41.2
罗莱生活*	12.28	11.13	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	71.4
歌力思*	10.47	8.99	16.4%	11.1%	16.5%	16.3%	365.0	405.4	472.2	549.3	42.4
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*	11.04	12.88	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	63.9
水星家纺*	11.99	10.37	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	39.7
太平鸟*	11.18	9.92	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	70.4
鲁泰A	9.68	8.91	8.6%	5.4%	8.6%	8.7%	811.5	855.5	928.7	1,009.3	82.8
伟星股份	14.19	12.75	10.2%	4.0%	11.2%	9.3%	310.3	322.8	359.0	392.3	45.8
七匹狼	12.04	10.98	9.2%	1.5%	9.7%	8.8%	346.3	351.4	385.4	419.3	42.3
华孚时尚	17.50	14.66	16.2%	-18.8%	19.4%	13.1%	751.8	610.4	728.6	824.0	106.8
新野纺织	9.96	8.23	20.5%	-26.4%	21.1%	19.9%	386.5	284.5	344.5	413.0	28.3
报喜鸟	16.93	14.86	-100.0%	314.8%	14.0%	-100.0%	51.8	215.0	245.0	0.0	36.4
富安娜	10.96	9.84	12.0%	-6.0%	11.4%	12.6%	543.4	510.6	568.8	640.3	56.0
汇洁股份	13.93	11.93	13.5%	40.0%	16.8%	10.3%	165.7	232.0	271.0	299.0	32.3
锦泓集团	9.06	8.26	8.6%	-31.5%	9.6%	7.6%	272.8	187.0	205.0	220.5	16.9
天创时尚	10.86	9.89	9.4%	3.0%	9.8%	9.0%	242.2	249.5	273.9	298.4	27.1
安正时尚*	12.01	10.34	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	45.1
探路者	25.27	22.43	20.2%	-171.7%	12.6%	28.3%	-181.9	130.5	147.0	188.7	33.0
新澳股份	12.98	11.02	15.9%	12.9%	17.8%	14.0%	199.4	225.1	265.2	302.5	29.2
联发股份	7.84	7.54	6.5%	1.7%	4.0%	9.0%	390.3	397.0	413.0	450.0	31.1
红豆股份	36.43	32.07	15.0%	8.5%	13.6%	16.5%	207.1	224.6	255.2	297.2	81.8
航民股份	9.18	8.42	8.5%	9.6%	8.9%	8.1%	661.9	725.5	790.4	854.1	66.6
雅戈尔	8.11	7.29	-	14.3%	11.3%	-	3,676.9	4,202.0	4,678.0	-	341.0
搜于特	27.77	21.48	-	-34.9%	29.3%	-	369.4	240.5	311.0	-	66.8
摩登大道	185.73	163.88	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	27.9
柏堡龙	18.19	16.09	-	10.5%	13.0%	-	192.5	212.7	240.4	-	38.7
际华集团	37.16	30.65	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	140.1
朗姿股份	18.38	16.71	9.5%	-5.0%	10.0%	9.1%	210.5	200.0	220.0	240.0	36.8
起步股份	22.15	18.00	18.0%	5.7%	23.0%	13.2%	180.7	191.0	235.0	266.0	42.3

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 12 月 8 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. 安踏体育：2019 年业绩保持持续快速增长，盈利能力持续提升

**事件：公司 2019 年主业业绩保持持续快速增长，略超我们此前预期。**

公司发布 2019 年业绩盈利预喜公告。

**1) 若不考虑合营公司亏损**，2019 年全年公司归母净利润预计实现不少于 59 亿元，相比 18 年增长超过 45%，主业业绩略超我们预期。

**2) 考虑合营公司亏损及各项费用影响**，安踏集团 2019 年预计实现归母净利润增速在 30% 以上。

**3) 差异主要系：**1) 19 年 11 月减持 Amer 5% 股权预计产生的收益为 485 万欧元 (3773 万元左右); 2) 2019 年安踏集团收购亚玛芬公司所产生的一次性财务费用影响不超过 2 亿元; 3) 收购价格分摊产生的影响不超过 5 亿元，预计 19 年之后摊销费用影响会逐年减弱。由此预计 19 年合营公司亚玛芬控股公司 JV Co 亏损不超过 6.5 亿元。

**公司 2019 年业绩保持持续快速增长主要系：**

1) 集团各品牌销售表现良好，导致收益增长超过 35%。其中，我们预计公司安踏主品牌实现中双位数增长，FILA 品牌保持快速增长，预计在 50% 以上; Descent 和 Kingkow 等业务的零售贡献持续增加;

2) 公司经营利润率相较 2018 年继续提高，主要系：毛利率较高的零售业务贡献占比提高，及经营开支占收入的比重相对稳定 (费用率稳定)。

**我们继续看好公司未来长期发展。预计 2019 年安踏品牌维持稳健增长，FILA 维持相对高速增长**

**1) 零售：**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。

**2) 渠道：**预计到 2019 年年底，安踏品牌店铺数量达到 10300-10400 家，FILA 店数量达到 1900-2000 家，DESCENTE 数量达到 130-140 家，SPRANDI 店数 120-125 家，KOLON SPORT 店数 170-180 家，KINGKOW 店数 90-100 家。

**3) 盈利能力：**预计毛利率随着直营规模提升略有上升，经营利润率预计有所上升。

**品牌战略持续升级，建立三大事业群。**

1) 2019 年 4 月 1 日完成了亚玛芬公司的收购，使得整个集团，从专业运动到时尚运动，从高端品牌到大众品牌实现全覆盖。安踏通过收购 Amer 极大的扩充了安踏的品牌与品类版图，并且为品牌进一步国际化打下基础。Ame 旗下各品牌在海外运营良好，有利于安踏积累海外运营的经验与资源，为品牌国际化打下基础; 同时安踏有望为 Amer 旗下各品牌在供应链、渠道及零售运营方面提供支持协同，实现强强联合。

2) 公司对整个的业务组织进行了重新的梳理和打造，根据各个品牌，在不同领域的属性，建立了三大事业群：

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、KOLON。

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。

**投资建议与盈利预测：**

公司坚定执行“单聚焦，多品牌，全渠道”战略，安踏品牌通过产品和渠道的升级近年来保持稳健增长，在国产品牌中稳居第一梯队。FILA 领跑运动时尚赛道，随着运动时尚需求的增长和 FILA 消费客群的增长，我们预计未来两到三年内 FILA 仍能够保持相对高速的增速。预计 2019 年 DESCENTE 和 KOLON 有望实现盈利，Kingkow 等其他品牌或将在 2020-2021

年跨过盈亏平衡点，贡献盈利。考虑到 2019 年公司合营公司亏损及收购价格分摊对于利润产生的影响，我们略下调公司 2019 年盈利预测；随着公司摊销价格减弱以及合营公司预计将来实现盈利，我们略上调公司 2020-2021 年盈利预测。预计公司 19-21 年实现归母净利润 54.61/73.64/92.14 亿元(原值为 56.64/72.60/89.58 亿元)，同比增长 32.17%、36.17%、25.21%。预计 19-20 年 EPS 为 2.02/2.73/3.41 元(原值为 2.10/2.69/3.32 元)，对应 PE 为 33.78/25.05/20.02，维持买入评级。

**风险提示：**体育产业发展不达预期，库存风险，外延品牌不达预期。

(摘自 2019 年 12 月 09 日发布的《【安踏体育】公司点评：安踏体育 2019 年业绩保持持续快速增长，盈利能力持续提升》)

## 2.2. 开润股份：公司点评：再发限制性股票激励方案，进一步绑定核心管理层利益

**事件：**公司发布限制性股票激励方案，这是公司第二次发布股权激励方案，拟授予共 51 名激励对象限制性股票 376.744 万股，价格为 16.46 元/股。

**激励对象：**第一次股权激励方案激励对象 170 人，主要为公司(包含下属子公司)任职的高管、中层管理人员、核心技术及业务人员；而本次股权激励方案的激励对象主要是公司(及子公司)的高管及重要管理人员共 51 人，我们认为本次股权激励方案加强了对于管理层的激励力度。

**解除限售条件：**本次股权激励方案以 5 年为期限，对公司扣非净利润进行考核。

- 1) 第一个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2019 年扣非净利润增长率不低于 15%；
- 2) 第二个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2020 年扣非净利润增长率不低于 32%；
- 3) 第三个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2021 年扣非净利润增长率不低于 52%；
- 4) 第四个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2022 年扣非净利润增长率不低于 75%；
- 5) 第五个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2023 年扣非净利润增长率不低于 100%

**综合来看，公司 5 年扣非净利润的 CAGR 需达到 14.87%。**

**成本摊销：**本次股权激励草案需摊销的总费用 5176.46 万元，其中 2020-2024 年分别摊销 2363.92 万元、1328.63 万元、810.98 万元、465.88 万元、207.06 万元，激励方案的成本将会计入公司管理费用。

**我们认为本次股权激励主要是为了给重要管理人员激励，激发管理层的工作热情，我们继续看好公司未来长期发展，主要系：**

**1、B2C 业务：**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；

**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。

**2、B2B 业务：**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%。

**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

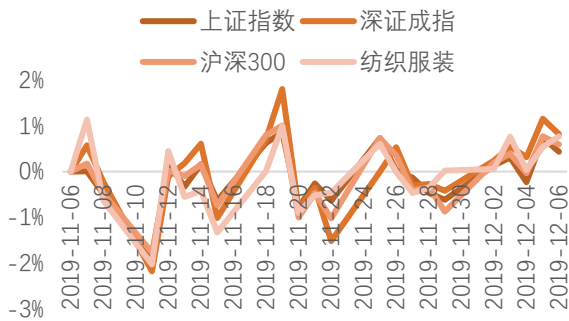
(摘自 2019 年 12 月 03 日发布的《【开润股份】公司点评：再发限制性股票激励方案，进一步绑定核心管理层利益》)

### 3. 市场行情

#### 3.1. 板块及个股涨跌幅

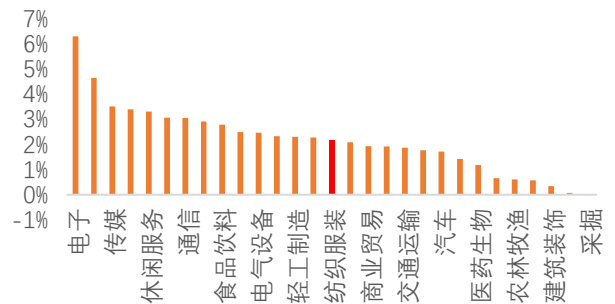
本周上证指数收 2912.01 点，较上周收盘变动+1.39%；深证成指收于 9878.62 点，较上周收盘变动+3.09%；沪深 300 收于 3902.39 点，较上周收盘变动+1.93%；申万纺织服装板块收于 1799.20 点，较上周收盘变动+2.16%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

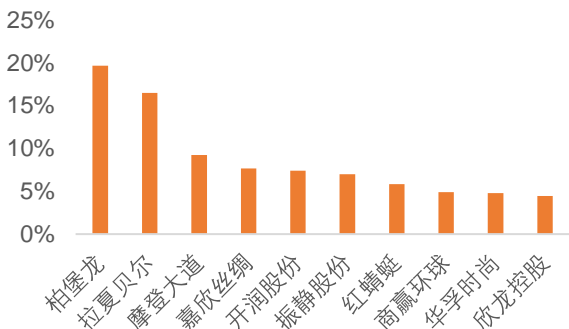
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

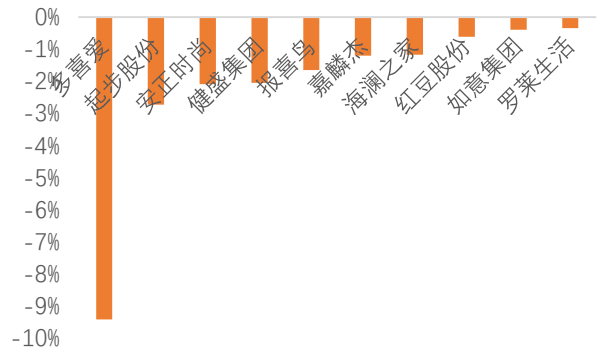
个股方面，柏堡龙、拉夏贝尔、摩登大道涨幅居前三；多喜爱、起步股份、安正时尚跌幅居前三。

图 4：纺织服装个股周涨幅前十名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：纺织服装个股周涨幅后十名 (%)



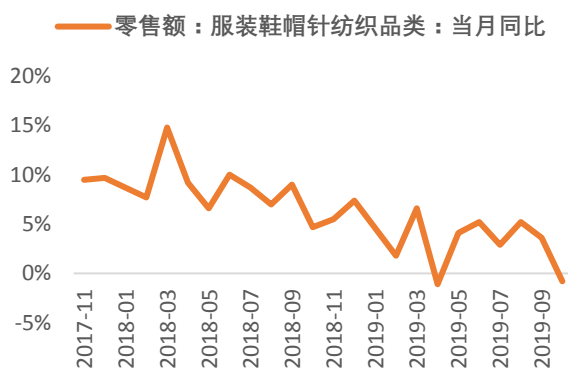
资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 3.2. 行业数据回顾

### 3.2.1. 零售端：10月零售数据边际有所改善，服装鞋帽行业增速环比下降

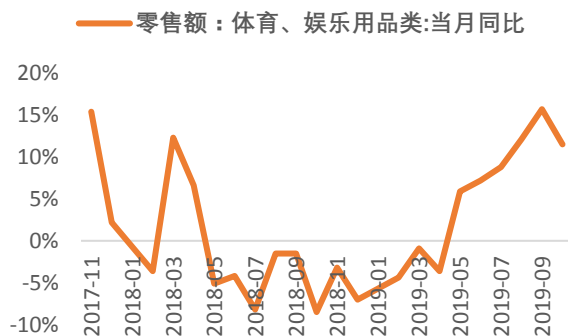
2019年1-10月，社会消费品零售总额334,778.50亿元，同比增长8.10%。2019年10月，社会消费品零售总额38,104.30亿元，同比增长7.20%，环比下降0.60pct。2019年10月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比减少0.80%（9月为3.60%，环比下降4.40pct）；2019年10月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增长11.50%，环比下降4.20pct。

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

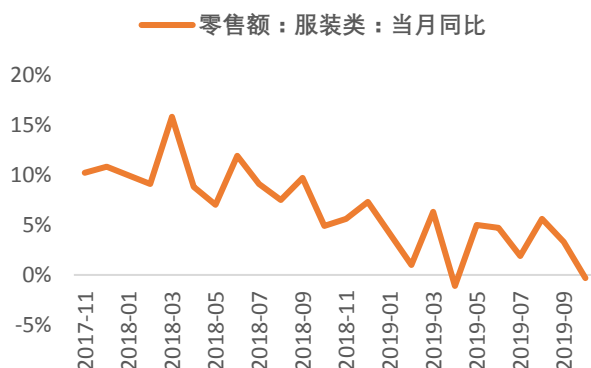
图8：2017年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额：当月同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

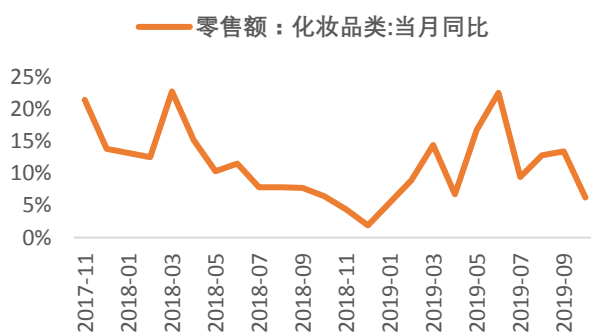
图10：2012年至今社会消费品零售总额：当月同比（%）

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（%）

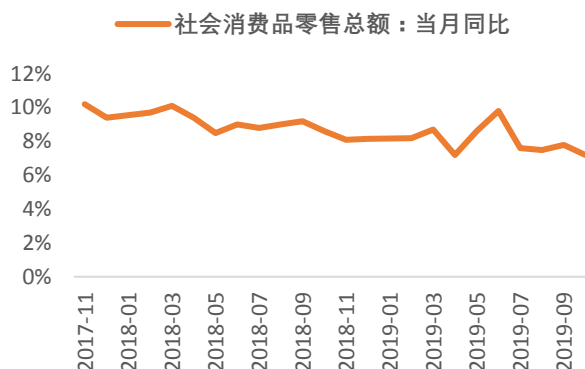


资料来源：Wind，天风证券研究所

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



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

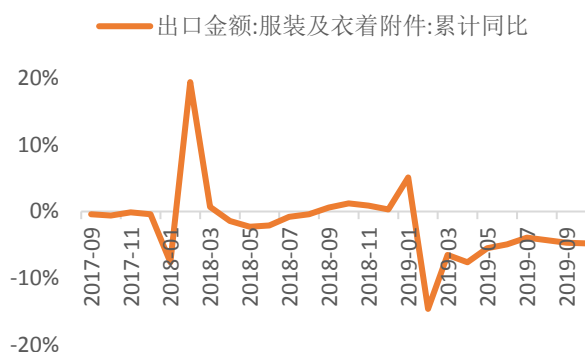
截至 2019 年 10 月底，据海关总署发布的数据显示，10 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 101.55 亿美元，同比上升 4.22%，环比 9 月上升 4.00%；2019 年累计出口 993.10 亿美元，同比上升 0.34%。服装及衣着附件 9 月的出口金额为 127.13 亿美元，同比下降 5.92%，环比 9 月份下降 13.84%；2019 年累计出口 125.05 亿美元，同比下降 4.80%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响，近期中美贸易谈判进展较为顺利，11 月数据有望边际改善。

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：101.57，较上周上涨 0.46%。

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%。

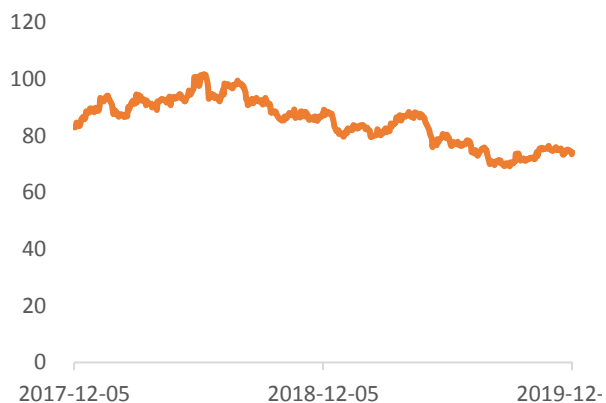
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 10,000.00 元/吨，较上周变动-0.99%。粘胶长丝本周均价 37,800.00 元/吨，与上周价格持平。

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+0.30%。涤纶长丝 POY 本周均价为 6,860.00 元/吨，较上周变动-1.79%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 7,650.00 元/吨，与上周价格持平。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）



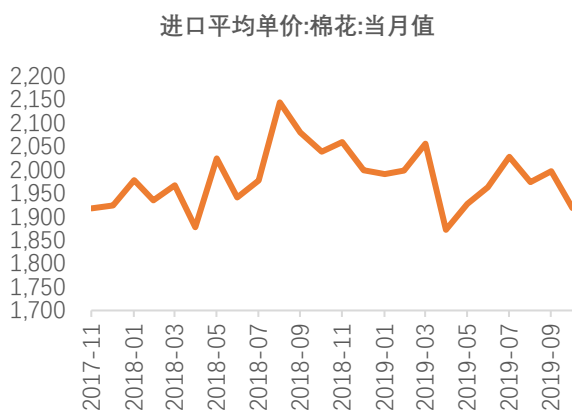
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



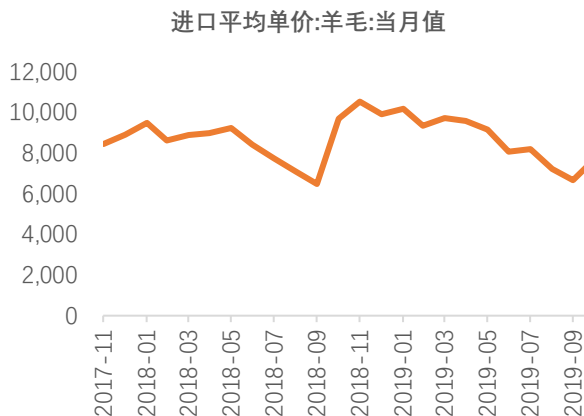
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



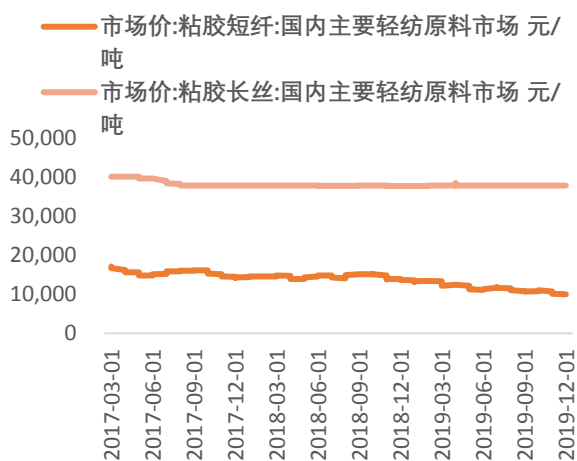
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



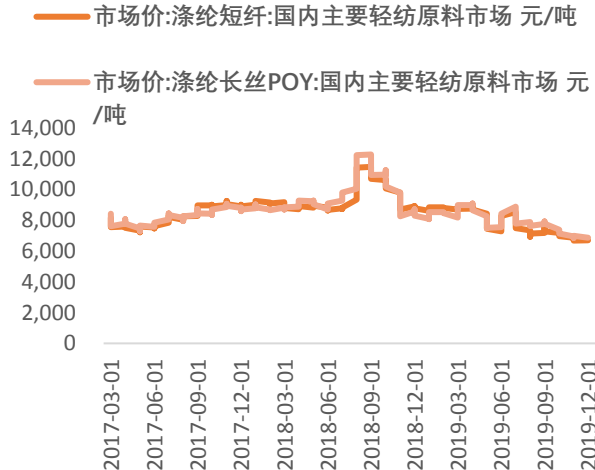
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2017 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



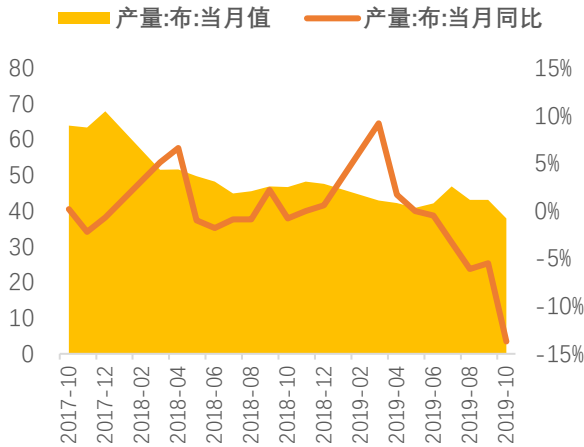
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2017 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



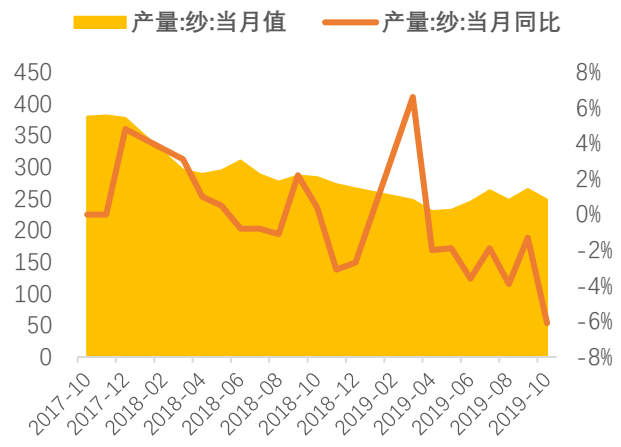
资料来源：Wind，天风证券研究所

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)



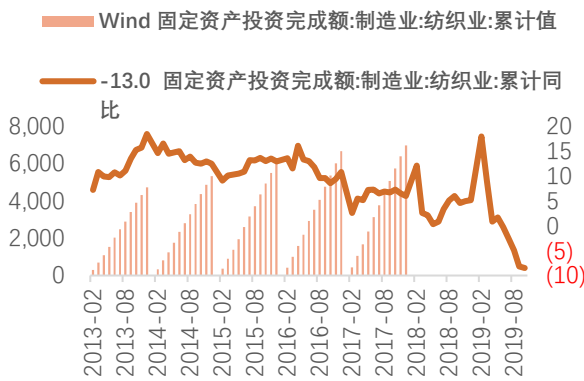
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 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，%）



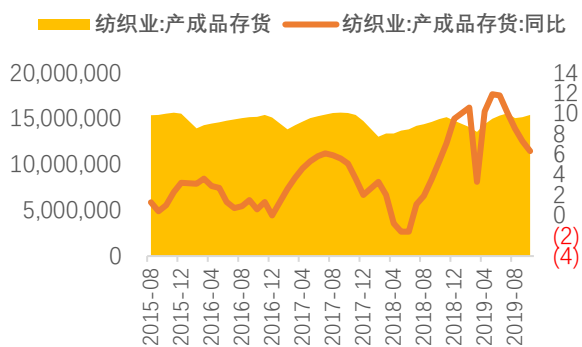
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.5. 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）。

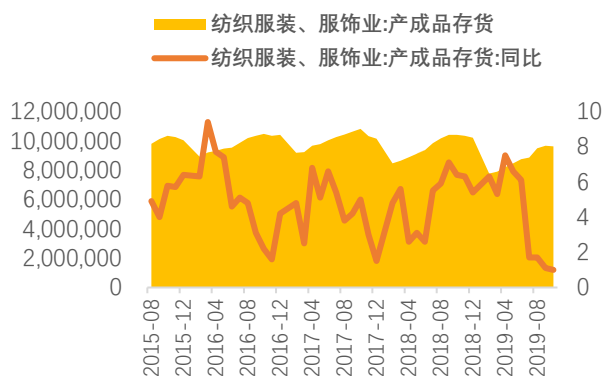
**服装行业库存情况：**2019 年 10 月，服装行业产成品库存 962.20 亿元，同比增长 1.00%，较上月增速有所下降（-0.10pct）。

图 24：2012 年至今纺织行业库存情况及同比（单位：万元）



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. 沪深股市：

**海澜之家（600398.SH）股份回购进展公告：**2019 年 11 月，公司通过集中竞价交易方式回购股份 861.26 万股（占公司总股本的 0.19%），购买的最高价为 7.99 元/股，最低价为 7.55 元/股，支付的金额为 6,728.88 万元。公司已累计回购股份 2,490.69 万股（占公司总股本的 0.56%），购买的最高价为 8.74 元/股、最低价为 7.54 元/股，已支付的总金额为 1.99 亿元，上述回购进展符合既定的回购股份方案。

**商赢环球（600146.SH）股东股份减持计划公告：**由于公司股东江苏隆明股票质押式回购业务违约，太平洋证券拟于 2019 年 11 月 4 日至 2020 年 2 月 1 日通过集中竞价交易方式平仓处理不超过 469.97 万股，占总股本的 1%；2019 年 11 月 4 日至 2020 年 2 月 1 日太平洋证券剩余可处置平仓股票不超过 168.97 万股。

**歌力思（603808.SH）收购资产公告：**公司拟以 8,950 万欧元，通过全资子公司东明国际投资，向 ELYONE SARL 收购其持有的 ADON WORLD SAS 的 43% 股权，收购完成后公司将间接持有 ADON WORLD SAS 100% 股权。

**开润股份（300577.SZ）限制性股票激励计划（草案）公告：**本计划拟授予激励对象限制性股票 376.74 万股（占总股本的 1.73%），授予激励对象的限制性股票价格为 16.46 元/股。

**南极电商（002127.SZ）购买理财产品进展公告：**2019 年 11 月公司向民生银行购买 1.5 亿元保本收益型理财产品，预计年化收益率为 3.80%；截至 2019 年 11 月 30 日，公司及子公司使用闲置自有资金购买理财产品未到期余额 7.5 亿元，未超过董事会授权额度范围。

**七匹狼（002029.SZ）实际控制人增持实施公告：**2019 年 12 月 04 日，本次增持期限届满，公司实际控制人周永伟先生、周少雄先生、周少明先生通过与公司持股 5% 以上股东高鑫泓进行大宗交易的方式，买入公司股票 1,242.60 万股，占公司总股本 1.64%。

**嘉欣丝绸（002404.SZ）股东部分股权质押公告：**公司控股股东周国建质押股份 4100 万股给中国工商银行嘉兴分行，占总股本的 7.10%。截至本公告日，周国建持有公司股份 8600 万股，占公司总股本的 14.89%。

**富安娜（002327.SZ）股份回购注销完成公告：**公司累计回购注销股份 2,514 万股，占公司总股本的 2.88%；最高成交价为 9.46 元/股，最低成交价为 6.68 元/股，支付总金额为 2 亿元。回购注销完成后，公司总股本由 8.74 亿股变更为 8.49 亿股。

#### 3.3.2. 港股海外：

**赢家时尚（3709.HK）采纳股份奖励计划公告：**公司控股股东 Korador Investments Limited 持有公司约 43.86% 的股份，可将其持有本公司 4.9% 的股份注入该计划，作为吸引及挽留承授人的奖励。

**安踏体育 (2020.HK) 2019 年度盈利预增:** 根据安踏内部的营运数据, 排除合营公司的亏损, 按综合基准计算, 公司预计 19 年股东应占溢利增长不小于 45%。

**互太纺织 (1382.HK) 2019 年中期报告公告:** 截至 2019 年 9 月 30 日止 6 个月收入为 30.25 亿港元, 同比下降 11.09%; 净利润为 4.26 亿港元, 同比下降 15.34%。

#### 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
12.10	起步股份	浙江省青田县油竹新区侨乡工业园区赤岩 3 号公司会议室	14:30
12.12	健盛集团	浙江杭州萧山经济技术开发区金一路 111 号 浙江健盛集团股份有限公司六楼会议室	14:00
12.16	金发拉比	广东省汕头市金平区鮑浦鮑济南路 107 号 金发拉比婴童用品股份有限公司办公楼四楼会议室	14:30

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

#### 5. 年内重点限售股解禁公司明细

表 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
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	2019-03-06	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
603518.SH	锦泓集团	2019-03-13	2.40		18,055.40	17,743.18	98.27	18,055.40	17,745.58	98.28	股权激励限售股份
603608.SH	天创时尚	2019-03-14	17,576.94		43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	30,433.07	70.54	首发原股东限售股份
603558.SH	健盛集团	2019-03-25	7,050.00	-21.68	41,635.63	31,373.82	75.35	41,635.63	38,423.82	92.29	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2019-03-26	115.35		87,444.32	50,970.86	58.29	87,444.32	51,086.21	58.42	股权激励限售股份
002875.SZ	安奈儿	2019-04-10	51.16		13,186.17	3,887.65	29.48	13,186.17	3,938.81	29.87	股权激励限售股份

002127.SZ	南极电商	2019-05-09	1,573.03	114.44	245,487.04	188,049.76	76.60	245,487.04	188,049.76	76.60	定向增发机构配售股份
002293.SZ	罗莱生活	2019-05-13	34.00		75,440.91	70,045.07	92.85	75,440.91	70,079.07	92.89	股权激励限售股份
603808.SH	歌力思	2019-05-22	697.13		33,269.44	32,554.44	97.85	33,269.44	33,251.56	99.95	股权激励限售股份
300577.SZ	开润股份	2019-06-13	6.66		21,761.49	6,414.57	29.48	21,761.49	6,421.23	29.51	股权激励限售股份
002003.SZ	伟星股份	2019-06-14	1,572.69	9.64	75,802.04	62,699.33	82.71	75,802.04	64,272.02	84.79	定向增发机构配售股份
603608.SH	天创时尚	2019-06-17	1,227.34	-45.15	43,140.22	30,433.07	70.54	43,140.22	31,660.41	73.39	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2019-06-21	396.86		87,444.32	51,086.21	58.42	87,444.32	51,483.07	58.88	股权激励限售股份
603587.SH	地素时尚	2019-06-24	3,400.00		40,100.00	6,100.00	15.21	40,100.00	9,500.00	23.69	首发原股东限售股份
603958.SH	哈森股份	2019-07-01	15,136.10		21,989.66	6,599.90	30.01	21,989.66	21,736.00	98.85	首发原股东限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2019-07-11	75.57		82,885.79	77,086.97	93.00	82,885.79	77,162.54	93.10	股权激励限售股份
300526.SZ	中潜股份	2019-08-02	11,000.00		17,066.08	6,009.72	35.21	17,066.08	17,009.72	99.67	首发原股东限售股份
002193.SZ	如意集团	2019-08-16	3,051.47	-51.60	26,171.56	23,041.60	88.04	26,171.56	26,093.06	99.70	定向增发机构配售股份
002674.SZ	兴业科技	2019-08-19	5,866.42	10.25	30,208.22	24,041.87	79.59	30,208.22	29,908.29	99.01	定向增发机构配售股份
002563.SZ	森马服饰	2019-08-23	510.24		269,853.61	184,340.80	68.31	269,853.61	184,851.04	68.50	股权激励限售股份
600400.SH	红豆股份	2019-08-30	3,689.98	-33.10	253,325.69	249,635.71	98.54	253,325.69	253,325.69	100.00	定向增发机构配售股份
300577.SZ	开润股份	2019-09-23	23.13		21,751.69	6,421.23	29.52	21,751.69	6,444.35	29.63	股权激励限售股份
600146.SH	商赢环球	2019-09-30	26,997.00	82.90	46,997.00	20,000.00	42.56	46,997.00	46,997.00	100.00	定向增发机构配售股份
002003.SZ	伟星股份	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
022656.SZ	摩登大道	2019-10-17	1030.62	-38.42	71251.98	47136.72	66.15	71251.98	48167.34	67.60	定向增发机构配售股份
002494.SZ	华斯股份	2019-11-11	92.71	-70.88	38,556.08	29,502.05	76.52	38,556.08	29,594.76	76.76	定向增发机构配售股份
002832.SZ	比音勒芬	2019-12-23	16,184.00		30,827.63	13,429.83	43.56	30,827.63			首发原股东限售股份
300577.SZ	开润股份	2019-12-23	15,225.56		21,741.48	6,444.35	29.64	21,741.48			首发原股东限售股份
603608.SH	天创时尚	2019-12-23	701.34	-55.21	43,140.22	31,660.42	73.39	43,140.22			定向增发机构配



SH	尚	-26			2	1		2	售股份
600626.	申达股	2019-12	9791.40	15.06	85229.1	71024.2	83.33	85229.1	定向增发机构配
SH	份	-26			3	8		3	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