

纺织服装

证券研究报告

2019年12月17日

Amer 发布未来战略规划，南极电商布局线下，继续看好运动服饰板块及电商渠道为主的标的

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: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》 2019-12-09
- 2 《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
- 3 《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

本周核心组合: 安踏体育/申洲国际/开润股份/南极电商/李宁/健盛集团。

- 高景气泛运动品牌组合: 安踏体育, 李宁, 波司登;
- 持续高成长组合: 开润股份, 南极电商;
- 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 2967.68 点, 较上周收盘变动+1.91%; 深证成指收于 10004.62 点, 较上周收盘变动+1.28%; 沪深 300 收于 3968.22 点, 较上周收盘变动+1.69%; 申万纺织服装板块收于 1805.21 点, 较上周收盘变动+0.33%。

行业数据及观点:

1、2019 年 12 月 11 日安踏发布 AMER 未来战略发展规划。

首先, Amer 在全球范围内重组 GTM 组织, 从品牌组合转型为聚焦单品牌; 其次, 聚焦鞋服业务的发展, 未来鞋服业务收入占比大于 50%; 同时, Amer 加快从批发模式向零售的转型, 未来到 2023 年 DTC 业务收入占比 30% (18 年在 11% 左右); 另外, Amer 零售 IT 系统更新加速。其通过整合集团资源, 加速全球 SAP 零售系统更新。将安踏集团运用非常好的零售 IT 系统植入到亚玛芬中国。未来, Amer 将加速中国市场发展, 中国市场业务将从 18 年的 5% 提升至 15%。总体来看, AMER 未来 4-5 年的收入 CAGR 将达到 10%-15%, 安踏集团管理层入股 Amer 也彰显集团对于 Amer 未来发展的决心。

2、南极电商布局线下, 尝试打造中国版 COSTCO。

南极电商为了优化公司的业务布局, 拟与线下零售项目核心团队的持股平台及张玉祥先生、张芸女士共同投资设立公司, 尝试布局线下渠道。我们认为在货品方面, 南极电商将会包括大纺织、家居日用、电子、小家电、食品等品类, 预计前期将会以南极电商比较强势的大纺织产品为主; 价格方面, 我们认为货品仍主打高性价比, 预计零售加价率不高。所以我们认为公司线下也将主打高性价比新国货杂货店, 将汲取 COSTCO 等零售公司的优点。

从门店方面, 我们预计前期公司将以直营门店为主, 待模式成熟后会增加联营或类直营模式; 从存货风险来看, 由于公司与优质供应链合作, 以线下零售专卖为渠道, 以销售收入差价及消费者端会员费为盈利来源, 不承担存货风险。短期来看, 业务初创期的投入大、回报周期较长, 对合并口径的利润率、净利润等指标会有一定不利影响 (预计影响不大), 但长期来看将对公司财务状况和经营成果发挥积极作用。

3、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 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。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, 预计【开润股份】【南极电商】未来两年主业净利润均能保持 30% 以上增长, 经过 2019 年以来的估值调整, 是布局良机, 南极电商 2020 年减持压力也将大幅下降。【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生长期。【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。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2019-12-16	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
02020.HK	安踏体育	71.00	买入								
02331.HK	李宁	24.25	买入								
300577.SZ	开润股份	31.18	买入	0.80	1.06	1.40	1.85	38.98	29.42	22.27	16.85
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	3.14	买入								
02313.HK	申洲国际	105.80	买入								
603558.SH	健盛集团	9.60	买入	0.50	0.70	0.85	1.02	19.20	13.71	11.29	9.41

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扭亏为赢, 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%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：Amer 发布未来战略规划，南极电商布局线下，继续看好运动服饰板块及电商渠道为主的标的

1、2019 年 12 月 11 日安踏发布 AMER 未来战略发展规划。

首先，Amer 在全球范围内重组 GTM 组织，从品牌组合转型为聚焦单品牌；其次，聚焦鞋服业务的发展，未来鞋服业务收入占比大于 50%；同时，Amer 加快从批发模式向零售的转型，未来到 2023 年 DTC 业务收入占比 30%（18 年在 11%左右）；另外，Amer 零售 IT 系统更新加速。其通过整合集团资源，加速全球 SAP 零售系统更新。将安踏集团运用非常好的零售 IT 系统植入到亚玛芬中国。未来，Amer 将加速中国市场发展，中国市场业务将从 18 年的 5%提升至 15%。总体来看，AMER 未来 4-5 年的收入 CAGR 将达到 10%-15%，安踏集团管理层入股 Amer 也彰显集团对于 Amer 未来发展的决心。

2、南极电商布局线下，尝试打造中国版 COSTCO。

南极电商为了优化公司的业务布局，拟与线下零售项目核心团队的持股平台及张玉祥先生、张芸女士共同投资设立公司，尝试布局线下渠道。我们认为在货品方面，南极电商将会包括大纺织、家居日用、电子、小家电、食品等品类，预计前期将会以南极电商比较强势的大纺织产品为主；价格方面，我们认为货品仍主打高性价比，预计零售加价率不高。所以我们认为公司线下也将主打高性价比新国货杂货店，将汲取 COSTCO 等零售公司的优点。

从门店方面，我们预计前期公司将以直营门店为主，待模式成熟后会增加联营或类直营模式；从存货风险来看，由于公司与优质供应链合作，以线下零售专卖为渠道，以销售收入差价及消费者端会员费为盈利来源，不承担存货风险。短期来看，业务初创期的投入大、回报周期较长，对合并口径的利润率、净利润等指标会有一定不利影响（预计影响不大），但长期来看将对公司财务状况和经营成果发挥积极作用。

3、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，预计【开润股份】【南极电商】未来两年主业净利润均能保持 30%以上增长，经过 2019 年以来的估值调整，是布局良机，南极电商 2020 年减持压力也将大幅下降。【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/申洲国际/开润股份/南极电商/李宁/健盛集团。

- 高景气泛运动运动品牌组合：安踏体育，李宁，波司登；
- 持续高成长组合：开润股份，南极电商；
- 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*	35.58	26.38	29.9%	33.1%	34.9%	25.1%	4,102.9	5,460.6	7,364.4	9,214.2	1,942.7
李宁*	43.62	33.14	35.8%	78.9%	31.6%	40.1%	715.3	1,279.4	1,684.1	2,358.9	558.0
开润股份*	29.61	22.36	32.1%	32.6%	32.4%	31.9%	173.7	230.4	305.1	402.3	68.2
南极电商*	22.00	16.27	32.5%	36.1%	35.2%	29.9%	886.5	1,206.2	1,631.4	2,118.7	265.4
波司登*	25.17	19.83	24.8%	33.3%	26.9%	22.8%	981.3	1,308.0	1,660.0	2,038.0	329.2
申洲国际*	32.40	29.06	12.0%	10.8%	11.5%	12.5%	4,540.5	5,029.0	5,607.0	6,310.0	1,629.5
健盛集团*	13.80	11.34	21.1%	40.7%	21.7%	20.5%	206.4	290.5	353.5	426.0	40.1
比音勒芬*	18.43	14.02	29.2%	41.2%	31.5%	27.0%	292.3	412.6	542.4	688.9	76.1
森马服饰*	13.80	12.15	14.3%	10.0%	13.5%	15.1%	1,693.6	1,863.6	2,116.0	2,435.3	257.2
海澜之家*	9.77	9.01	8.4%	1.9%	8.4%	8.4%	3,454.8	3,520.5	3,816.1	4,136.1	343.9
梦洁股份*	19.91	14.36	38.1%	142.8%	38.7%	37.6%	84.4	204.9	284.1	390.8	40.8
罗莱生活*	12.70	11.51	11.3%	8.8%	10.3%	12.2%	534.5	581.4	641.5	720.0	73.8
歌力思*	10.59	9.09	16.4%	11.1%	16.5%	16.3%	365.0	405.4	472.2	549.3	42.9
百隆东方*	12.74	11.71	11.0%	4.1%	8.9%	13.1%	437.5	455.5	495.9	561.0	58.1
九牧王*	11.48	13.40	-1.4%	8.5%	-14.3%	13.4%	533.6	578.9	496.0	562.4	66.5
水星家纺*	12.55	10.85	16.1%	16.2%	15.6%	16.5%	285.1	331.1	382.8	446.1	41.5
太平鸟*	11.21	9.95	13.2%	10.3%	12.7%	13.7%	571.5	630.3	710.1	807.5	70.7
鲁泰A	9.79	9.02	8.6%	5.4%	8.6%	8.7%	811.5	855.5	928.7	1,009.3	83.8
伟星股份	14.14	12.71	10.2%	4.0%	11.2%	9.3%	310.3	322.8	359.0	392.3	45.6
七匹狼	12.13	11.06	9.2%	1.5%	9.7%	8.8%	346.3	351.4	385.4	419.3	42.6
华孚时尚	18.42	15.43	16.2%	-18.8%	19.4%	13.1%	751.8	610.4	728.6	824.0	112.4
新野纺织	9.99	8.25	20.5%	-26.4%	21.1%	19.9%	386.5	284.5	344.5	413.0	28.4
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	11.28	10.12	12.0%	-6.0%	11.4%	12.6%	543.4	510.6	568.8	640.3	57.6
汇洁股份	14.02	12.00	13.5%	40.0%	16.8%	10.3%	165.7	232.0	271.0	299.0	32.5
锦泓集团	9.14	8.33	8.6%	-31.5%	9.6%	7.6%	272.8	187.0	205.0	220.5	17.1
天创时尚	10.84	9.88	9.4%	3.0%	9.8%	9.0%	242.2	249.5	273.9	298.4	27.0
安正时尚*	11.82	10.18	14.1%	33.6%	16.1%	12.1%	281.2	375.6	436.3	488.9	44.4
探路者	26.29	23.34	20.2%	-171.7%	12.6%	28.3%	-181.9	130.5	147.0	188.7	34.3
新澳股份	12.96	11.00	15.9%	12.9%	17.8%	14.0%	199.4	225.1	265.2	302.5	29.2
联发股份	7.83	7.52	6.5%	1.7%	4.0%	9.0%	390.3	397.0	413.0	450.0	31.1
红豆股份	36.88	32.57	14.6%	8.2%	13.2%	15.9%	207.1	223.9	253.6	293.9	82.6
航民股份	9.30	8.53	8.5%	9.6%	8.9%	8.1%	661.9	725.5	790.4	854.1	67.4
雅戈尔	8.28	7.44	-	14.3%	11.3%	-	3,676.9	4,202.0	4,678.0	-	348.0
搜于特	27.77	21.48	-	-34.9%	29.3%	-	369.4	240.5	311.0	-	66.8
摩登大道	194.76	171.84	-	-46.1%	13.3%	-	27.9	15.0	17.0	-	29.2
柏堡龙	17.65	15.62	-	10.5%	13.0%	-	192.5	212.7	240.4	-	37.6
际华集团	36.69	30.27	-	-654.7%	21.2%	-	-68.0	377.0	457.0	-	138.3
朗姿股份	18.25	16.59	9.5%	-5.0%	10.0%	9.1%	210.5	200.0	220.0	240.0	36.5
起步股份	21.53	17.50	18.0%	5.7%	23.0%	13.2%	180.7	191.0	235.0	266.0	41.1

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 13 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. 南极电商：布局线下，尝试打造中国版 COSTCO

事件：南极电商 2019 年 12 月 13 日公告，为了优化公司的业务布局，公司拟与线下零售项目核心团队的持股平台及张玉祥先生、张芸女士共同投资设立公司。其中南极电商、合伙企业、张玉祥、张芸分别出资 4000 万元、3000 万元、2000 万元、1000 万元，持股比例分别为 40%、30%、20%、10%。

- 主打高性价比新国货杂货店，汲取 COSTCO 等零售公司的优点。

1) **货品：**由于公司在线上渠道一直致力于成为大众的家庭生活方式品牌，19H1 授权品类已经覆盖了 320 个子类目，所以对于线下杂货铺，我们认为南极电商也将会包括大纺织、

家居日用、电子、小家电、食品等品类，预计前期将会以南极电商比较强势的大纺织产品为主。

2) **价格**：我们认为货品仍主打高性价比，预计零售加价率不高。

- **与优质供应链合作，以线下零售专卖为渠道，以销售收入差价及消费者端会员费为盈利来源，不承担存货风险。**

1) **存货风险**：我们预计类似海澜之家主品牌的模式，主要由合作工厂承担存货风险。

2) **开店模式**：我们预计前期将以合资公司直营开店为主，探讨开店模式，待模式成熟，可能会增加联营或类直营的模式。

3) **店铺情况**：我们预计将以人流较多的商圈（包括购物中心、步行街等）为主，预计第一家店将在 2020 年下半年开出。

4) **盈利模式**：我们预计公司将采用类似 COSTCO 的会员制模式，以销售收入差价及消费端会员费为盈利来源。

- **对上市公司业绩的影响？**

1) 短期来看业务初创期的投入大、回报周期较长，对合并口径的利润率、净利润等指标会有一定不利影响（预计影响不大），但长期来看将对公司财务状况和经营成果发挥积极作用。

2) 公司试错能力强。此前公司也曾探讨过 IP 授权产品、物流园区等模式，但在发现较难盈利后，会快速收缩相关业务。

- **公司主业保持快速增长，报表质量不断提升，目前估值较低，继续重点推荐**

公司 GMV 增速始终维持快速增长，预计全年 GMV 增速将超过 50%，能够完成 300 亿目标；同时 2019 年是南极电商借壳上市满 3 年的减持大年，预计 2020 年减持压力将大幅减少；另外公司自上市以来，信息披露愈发透明，时间互联、保理业务质量逐步提高并对上市公司业绩影响逐渐减弱；目前南极电商主业对应 2020 年估值仅 19 倍，而公司股权激励目标 2019/2020/2021 年主业净利润增长目标为 40%、30%、30%，目前估值较低，继续重点推荐。

盈利预测：我们维持原有盈利预测，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 12.06 亿元、15.73 亿元、20.47 亿元，同比增长分别为 36.07%、30.38%、30.14%。预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.49/0.64/0.83 元对应 PE22.00/16.87/12.97 倍。

风险提示：服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险，线下渠道发展不及预期。

（摘自 2019 年 12 月 15 日发布的《【南极电商】公司点评：布局线下，尝试打造中国版 COSTCO》）

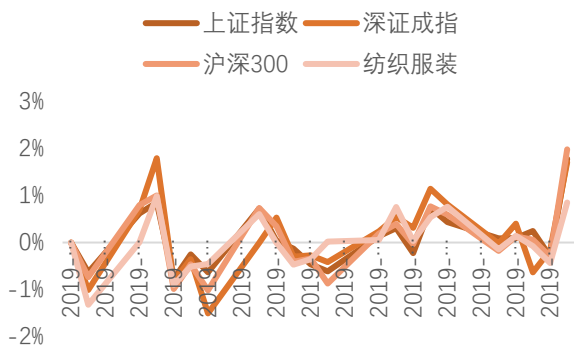
3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

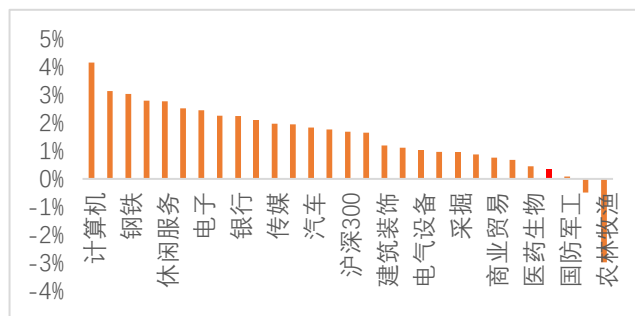
本周上证指数收 2967.68 点，较上周收盘变动+1.91%；深证成指收于 10004.62 点，较上周收盘变动+1.28%；沪深 300 收于 3968.22 点，较上周收盘变动+1.69%；申万纺织服装板块收于 1805.21 点，较上周收盘变动+0.33%

图 2：纺织服装板块月度走势

图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



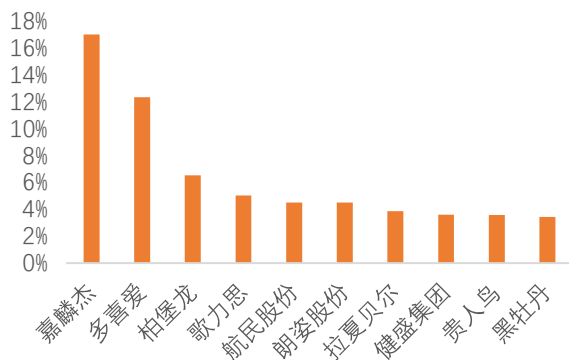
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

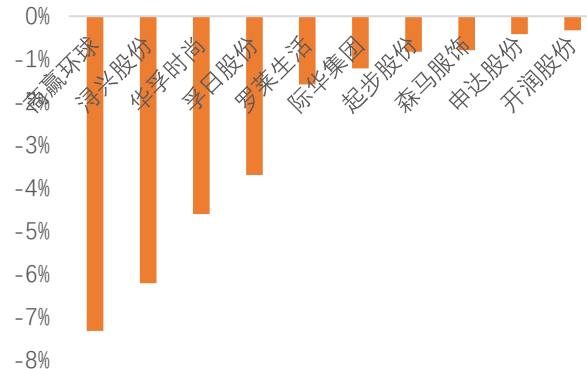
个股方面, 嘉麟杰、柏堡龙、歌力思涨幅居前三; 商赢环球、浔兴股份、华孚时尚跌幅居前三。

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 (%)



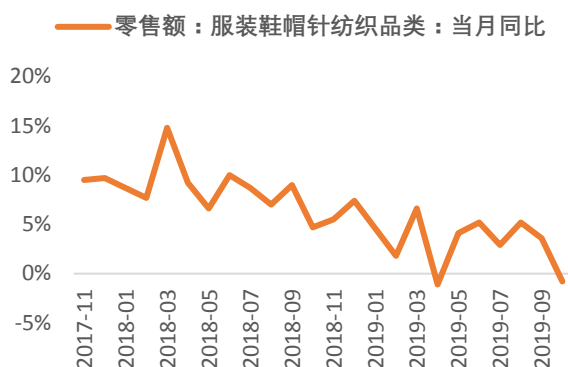
资料来源: Wind, 天风证券研究所

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, 服装针织鞋帽行业增速环比下降

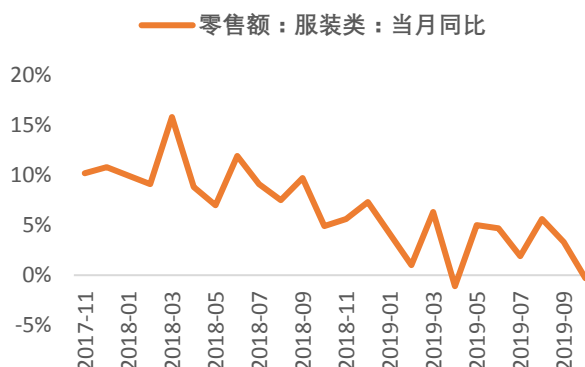
2019 年 1-10 月, 社会消费品累计零售总额 334,778.50 亿元, 同比增长 8.10%。2019 年 10 月, 社会消费品零售总额 38,104.30 亿元, 同比增长 7.20%, 环比下降 0.60pct。2019 年 10 月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比减少 0.80% (9 月为 3.60%, 环比下降 4.40pct); 2019 年 10 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增长 11.50%, 环比下降 4.20pct。

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 (%)



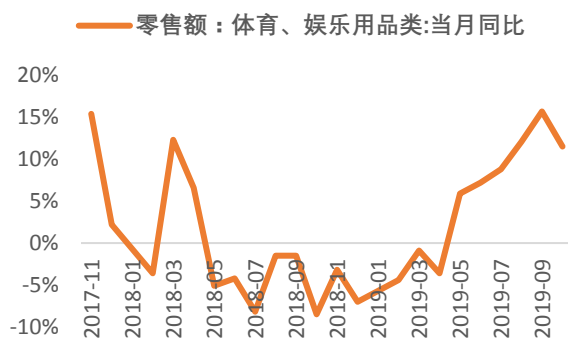
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)



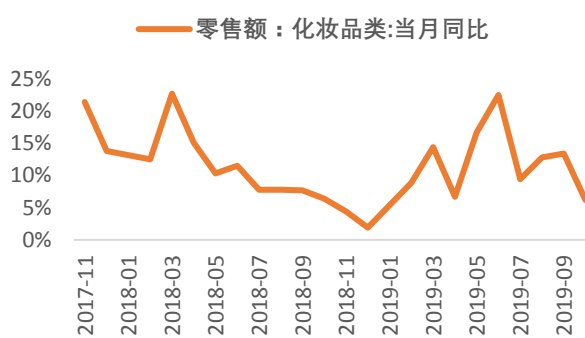
资料来源：Wind，天风证券研究所

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



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2017 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比 (%)



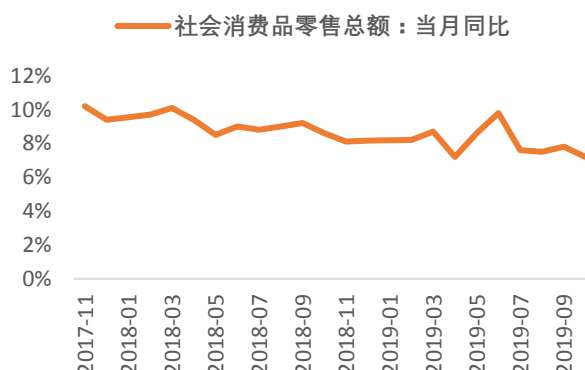
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2012 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2017 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.2. 出口：11 月纺织品出口同比下降，服装类出口金额同比下滑

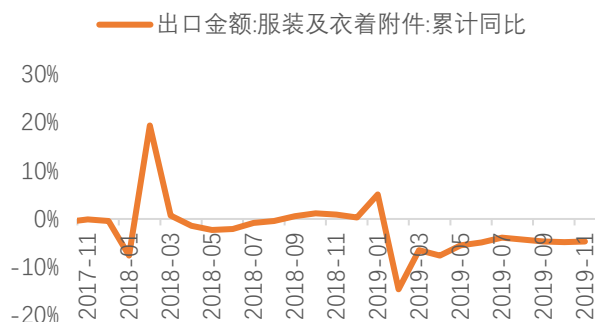
截至 2019 年 11 月底，据海关总署发布的数据显示，11 月我国纺织纱线、织物及制品出口金额 99.53 亿美元，同比下降 3.49%，环比 10 月下降 1.99%；2019 年累计出口 1092.63 亿美元，同比上升 0.10%。服装及衣着附件 11 月的出口金额为 121.15 亿美元，同比下降 4.88%，环比 10 月份下降 4.70%；2019 年累计出口 137.62 亿美元，同比下降 4.70%。主要系中美贸易摩擦不确定因素影响，近期中美贸易谈判进展较为顺利，12 月数据有望边际改善。

图 12：2013 年至今纺织品出口增速：累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2017 年至今服装及衣着附件出口增速：累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.3. 上游：棉花价格指数上涨，羊毛进口价格上涨

中国棉花综合价格指数：101.62，较上周上涨 0.05%。

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%。

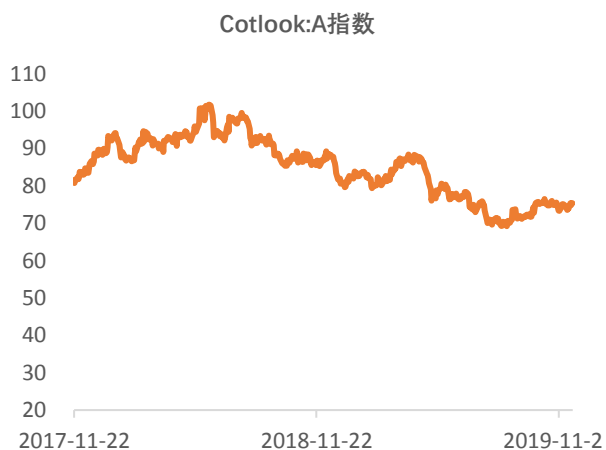
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 9,800.00 元/吨，较上周变动-2.00%。粘胶长丝本周均价 37,800.00 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 6,900.00 元/吨，较上周变动+2.99%。涤纶长丝 POY 本周均价为 7,010.00 元/吨，较上周变动+2.19%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 7,850.00 元/吨，较上周上涨+2.61%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 8,650.00 元/吨，较上周上涨 0.58%。

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%。

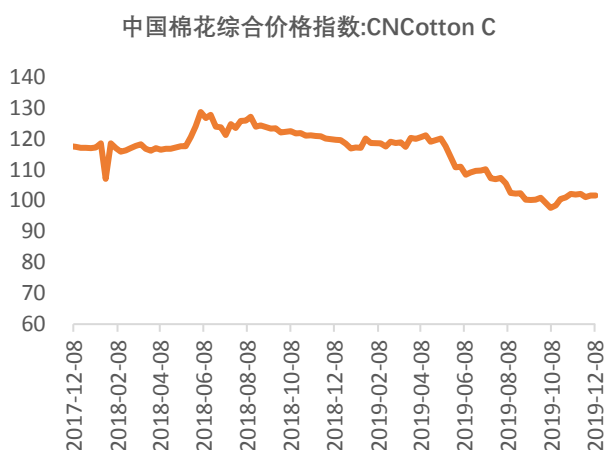
国内棉纱产量：2019 年 10 月棉纱产量 248.70 万吨，当月同比下降 6.10%。

图 14：2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



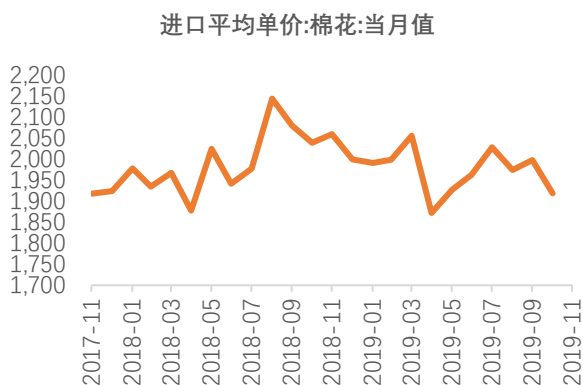
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017 年至今中国棉花综合价格指数走势



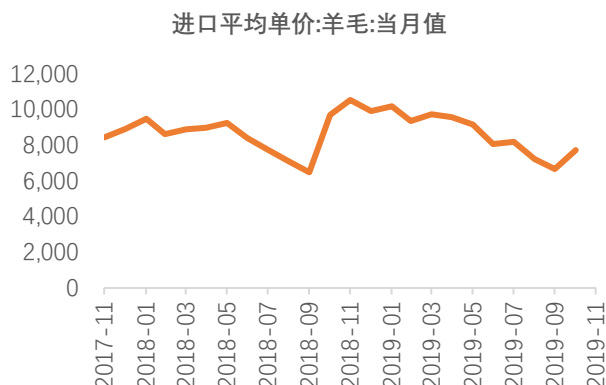
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年至今棉花进口平均单价走势单位：（美元/吨）



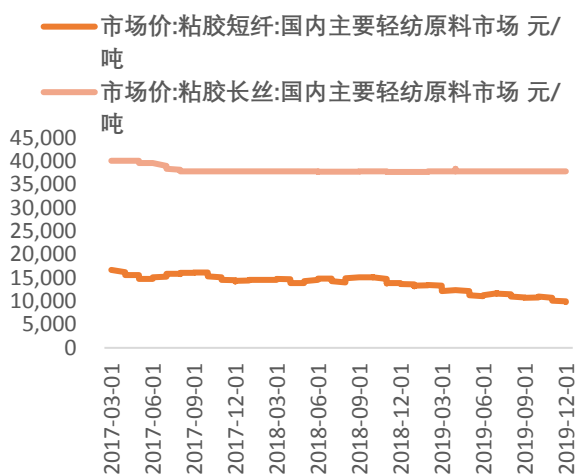
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位：（美元/吨）



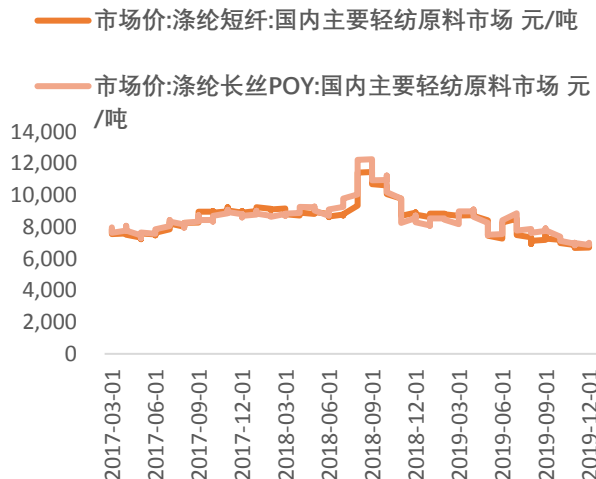
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2017 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



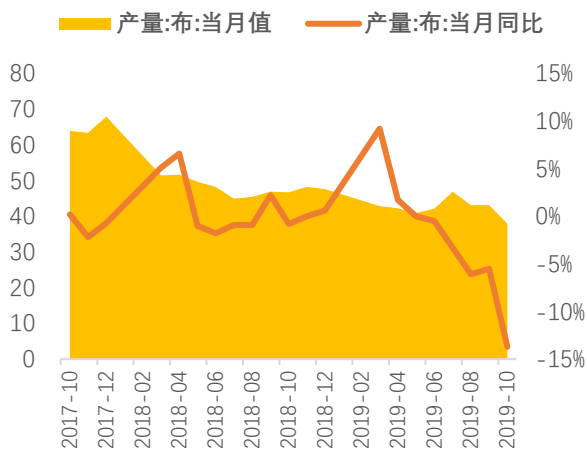
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2017 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势（单位：元/吨）



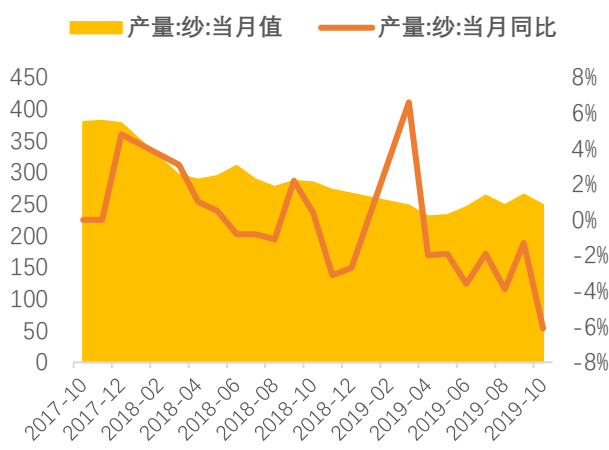
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



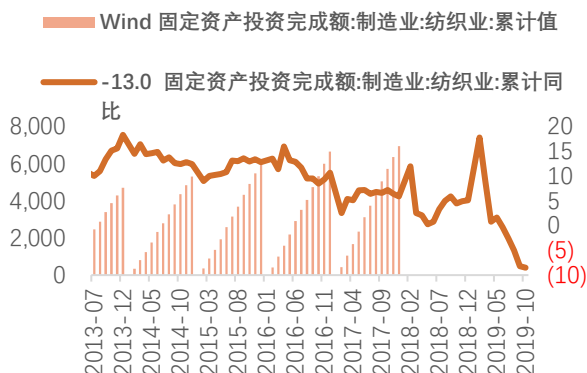
资料来源：Wind，天风证券研究所

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，%）



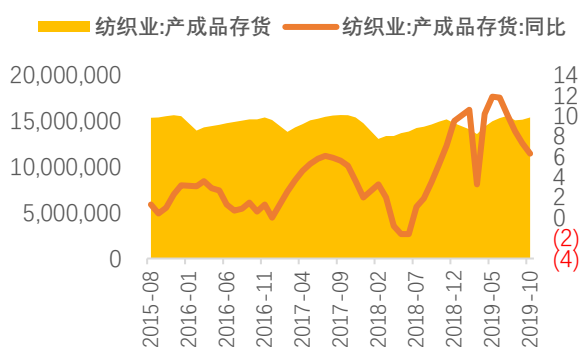
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）。

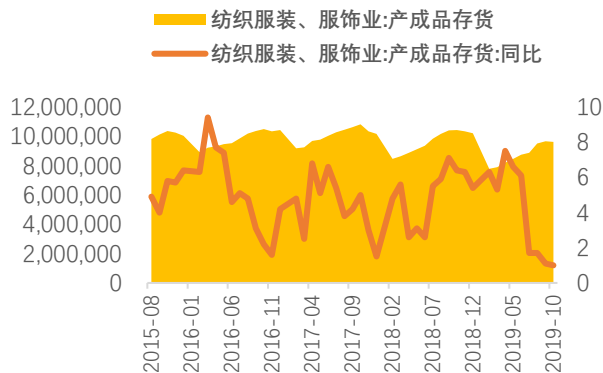
服装行业库存情况：2019年10月，服装行业产成品库存 962.20 亿元，同比增长 1.00%，较上月增速有所下降（-0.10pct）。

图 24：2015 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 25：2015 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：

开润股份（300577.SZ）股东股权质押公告：公司控股股东范劲松质押给招商证券的公司股份 54.6 万股，占总股本的 0.25%。截至本公告日，范劲松持有公司股份 1.34 亿股，占总股本的 61.46%。

南极电商（002127.SZ）投资设立公司暨关联交易的公告：公司拟与线下零售项目核心团

队的持股平台及关联自然人张玉祥、张芸共同投资设立公司以优化公司的业务布局。其中公司、合伙企业、张玉祥、张芸分别出资 4000 万元、3000 万元、2000 万元、1000 万元，持股比例分别为 40%、30%、20%、10%。

报喜鸟 (002154.SZ) 高管减持股份计划完成公告: 公司高管谢海静自 2019 年 9 月 23 日至 2019 年 12 月 9 日, 通过集中竞价方式, 减持 75.38 万股, 占总股本 0.06%, 减持均价 2.98 元, 减持后持有公司股份 226.17 万股, 占总股本 0.19%。

兴业科技 (002674.SZ): 1) 为全资子公司提供担保公告: 公司为兴宁皮业向南京银行徐州支申请 5000 万元综合授信, 该授信额度可用作贸易融资和流动资金贷款, 授信期间 1 年。截止目前, 公司累计审批对外担保 5.6 亿元, 其中全资子公司担保额度 3.6 亿元。2) **董事会换届选举公告:** 公司第五届董事会将由吴华春、蔡建设、孙辉永、柯金鯤 4 名非独立董事及张白、林建东、陈占光 3 名独立董事组成, 张白为会计专业人士, 原董事继续任职至届满。

多喜爱 (002761.SZ) 终止部分募集资金补充流动资金公告: 公司拟将剩余部分募集资金 1,191.35 万元永久补充流动资金, 用于公司日常经营活动。

康隆达 (603665.SH) 发行可转债获批公告: 公司收到证监会对公司发行可转债的批复, 核准公司向社会公开发行面值总额 2 亿元可转换公司债券, 期限 6 年。

哈森股份 (603958.SH) 出售房产暨关联交易的公告: 公司拟将位于昆山市的房产转让给昆山珍展物业管理有限公司构成关联交易, 转让价格 1,008.01 万元, 预计可产生净利润约 550-650 万元。

梦洁股份 (002397.SZ) 股东股份质押展期公告: 公司实控人姜天武将对质押给国信证券的 4,283 万股, 占总股本的 5.60%, 进行延期购回, 回购日期为 2020 年 12 月 10 日; 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%。

3.3.2. 港股海外:

裕元工业 (0551.HK) 2019 年 11 月收益公告: 公司本月综合经营净收益为 8.64 亿美元, 2019 年累计综合经营净收益为 92.52 亿美元。

利标品牌 (0787.HK) 2020 财年中期业绩报告公告: 截至 2019 年 9 月 30 日, 公司实现营业收入 6.41 亿美元, 同比减少 5.20%; 归母净利润为 -9,000 万美元, 同比增长 115.55%。

TAPESTRY (TPR.N) 高管辞职公告: 公司宣布旗下品牌 Kate Spade 的首席执行官和品牌总裁 Anna Bakst 将于 2019 年 12 月 31 日离职生效, 公司正在寻找继任者。

露露柠檬 (LULU.O) 2019Q3 业绩公告: 截至 2019 年 11 月 3 日的三个月, 公司实现销售收入 9.16 亿美元, 同比增长 22.53%; 净利润为 1.26 亿美元, 同比增长 33.44%。

维珍妮 (2199.HK) 2019 财年中期报告: 截至 2019 年 9 月 30 日的六个月, 公司实现销售收入 31.29 亿港元, 同比增长 2.10%; 净利润为 4.42 亿港元, 同比增长 22.40%。

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
12.16	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
12.18	安奈儿	深圳市龙岗区坂田街道雪岗路 2018 号天安云谷产业园一期 3 栋 A 座 15 楼 1501 会议室	14:00
12.19	搜于特	东莞市道滘镇新鸿昌路 1 号公司总部 2 栋一楼会议室	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(%)	总股本	流通 A 股	占比 (%)	总股本	流通 A 股	占比 (%)	解禁股份类型
00209 8.SZ	浔兴 股份	2019-0 1-04	4,800.00	28.29	35,800. 00	31,000. 00	86.5 9	35,800. 00	35,800. 00	100. 00	定向增发机构 配售股份
00278 0.SZ	三夫 户外	2019-0 1-11	712.14		11,213. 39	7,346.5 7	65.5 2	11,213. 39	8,058.7 1	71.8 7	首发原股东限 售股份
00239 7.SZ	梦洁 股份	2019-0 1-14	7,624.06	-41.23	77,976. 48	42,567. 67	54.5 9	77,976. 48	50,191. 73	64.3 7	定向增发机构 配售股份
00212 7.SZ	南极 电商	2019-0 1-21	39,173.73	241.26	245,48 7.04	147,98 3.18	60.2 8	245,48 7.04	187,15 6.90	76.2 4	定向增发机构 配售股份
00232 7.SZ	富安 娜	2019-0 2-26	29.34		87,444. 32	50,941. 52	58.2 6	87,444. 32	50,970. 86	58.2 9	股权激励限售 股份
00240 4.SZ	嘉欣 丝绸	2019-0 3-06	5,702.36	-3.57	57,767. 36	40,204. 21	69.6 0	57,767. 36	45,906. 58	79.4 7	定向增发机构 配售股份
60351 8.SH	锦泓 集团	2019-0 3-06	2,826.24	-12.00	18,055. 40	14,916. 94	82.6 2	18,055. 40	17,743. 18	98.2 7	定向增发机构 配售股份
60351 8.SH	锦泓 集团	2019-0 3-13	2.40		18,055. 40	17,743. 18	98.2 7	18,055. 40	17,745. 58	98.2 8	股权激励限售 股份
60360 8.SH	天创 时尚	2019-0 3-14	17,576.94		43,140. 22	12,856. 13	29.8 0	43,140. 22	30,433. 07	70.5 4	首发原股东限 售股份
60355 8.SH	健盛 集团	2019-0 3-25	7,050.00	-21.68	41,635. 63	31,373. 82	75.3 5	41,635. 63	38,423. 82	92.2 9	定向增发机构 配售股份
00232 7.SZ	富安 娜	2019-0 3-26	115.35		87,444. 32	50,970. 86	58.2 9	87,444. 32	51,086. 21	58.4 2	股权激励限售 股份
00287 5.SZ	安奈 儿	2019-0 4-10	51.16		13,186. 17	3,887.6 5	29.4 8	13,186. 17	3,938.8 1	29.8 7	股权激励限售 股份
00212 7.SZ	南极 电商	2019-0 5-09	1,573.03	114.44	245,48 7.04	188,04 9.76	76.6 0	245,48 7.04	188,04 9.76	76.6 0	定向增发机构 配售股份
00229 3.SZ	罗莱 生活	2019-0 5-13	34.00		75,440. 91	70,045. 07	92.8 5	75,440. 91	70,079. 07	92.8 9	股权激励限售 股份
60380 8.SH	歌力 思	2019-0 5-22	697.13		33,269. 44	32,554. 44	97.8 5	33,269. 44	33,251. 56	99.9 5	股权激励限售 股份
30057 7.SZ	开润 股份	2019-0 6-13	6.66		21,761. 49	6,414.5 7	29.4 8	21,761. 49	6,421.2 3	29.5 1	股权激励限售 股份
00200 3.SZ	伟星 股份	2019-0 6-14	1,572.69	9.64	75,802. 04	62,699. 33	82.7 1	75,802. 04	64,272. 02	84.7 9	定向增发机构 配售股份
60360 8.SH	天创 时尚	2019-0 6-17	1,227.34	-45.15	43,140. 22	30,433. 07	70.5 4	43,140. 22	31,660. 41	73.3 9	定向增发机构 配售股份
00232 7.SZ	富安 娜	2019-0 6-21	396.86		87,444. 32	51,086. 21	58.4 2	87,444. 32	51,483. 07	58.8 8	股权激励限售 股份
60358 7.SH	地素 时尚	2019-0 6-24	3,400.00		40,100. 00	6,100.0 0	15.2 1	40,100. 00	9,500.0 0	23.6 9	首发原股东限 售股份
60395	哈森	2019-0	15,136.10		21,989.	6,599.9	30.0	21,989.	21,736.	98.8	首发原股东限

8.SH	股份	7-01			66	0	1	66	00	5	售股份
00229	罗莱	2019-0	75.57		82,885.	77,086.	93.0	82,885.	77,162.	93.1	股权激励限售
3.SZ	生活	7-11			79	97	0	79	54	0	股份
30052	中潜	2019-0	11,000.00		17,066.	6,009.7	35.2	17,066.	17,009.	99.6	首发原股东限
6.SZ	股份	8-02			08	2	1	08	72	7	售股份
00219	如意	2019-0	3,051.47	-51.60	26,171.	23,041.	88.0	26,171.	26,093.	99.7	定向增发机构
3.SZ	集团	8-16			56	60	4	56	06	0	配售股份
00267	兴业	2019-0	5,866.42	10.25	30,208.	24,041.	79.5	30,208.	29,908.	99.0	定向增发机构
4.SZ	科技	8-19			22	87	9	22	29	1	配售股份
00256	森马	2019-0	510.24		269,85	184,34	68.3	269,85	184,85	68.5	股权激励限售
3.SZ	服饰	8-23			3.61	0.80	1	3.61	1.04	0	股份
60040	红豆	2019-0	3,689.98	-33.10	253,32	249,63	98.5	253,32	253,32	100.	定向增发机构
0.SH	股份	8-30			5.69	5.71	4	5.69	5.69	00	配售股份
30057	开润	2019-0	23.13		21,751.	6,421.2	29.5	21,751.	6,444.3	29.6	股权激励限售
7.SZ	股份	9-23			69	3	2	69	5	3	股份
60014	商赢	2019-0	26,997.00	82.90	46,997.	20,000.	42.5	46,997.	46,997.	100.	定向增发机构
6.SH	环球	9-30			00	00	6	00	00	00	配售股份
00200	伟星	2019-0	763.04		75,802.	64,210.	84.7	75,802.	64,973.	85.7	股权激励限售
3.SZ	股份	9-30			04	93	1	04	96	2	股份
00232	富安	2019-0	412.89		87,444.	51,976.	59.4	87,444.	52,389.	59.9	股权激励限售
7.SZ	娜	9-30			32	30	4	32	19	1	股份
00249	华斯	2019-1	92.71	-70.88	38,556.	29,502.	76.5	38,556.	29,594.	76.7	定向增发机构
4.SZ	股份	1-11			08	05	2	08	76	6	配售股份
00283	比音	2019-1	16,184.00		30,827.	13,429.	43.5	30,827.			首发原股东限
2.SZ	勒芬	2-23			63	83	6	63			售股份
30057	开润	2019-1	15,225.56		21,741.	6,444.3	29.6	21,741.			首发原股东限
7.SZ	股份	2-23			48	5	4	48			售股份
60360	天创	2019-1	701.34	-53.96	43,140.	31,660.	73.3	43,140.			定向增发机构
8.SH	时尚	2-26			22	41	9	22			配售股份

资料来源：Wind、天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	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