

证券研究报告

2019年12月19日

行业报告 | 行业投资策略

纺织服装

野百合也有春天，纺服也有核心资产

作者：

分析师 吕明 SAC执业证书编号：S1110518040001

风险提示：终端消费持续疲软，汇率大幅波动风险，
原材料价格大幅波动风险

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

摘要

2019年受到经济增速放缓影响，终端消费疲软，品牌服饰消费端持续承压，服装单项社零数据累计增速持续放缓，纺服板块内公司的业绩趋缓。A股纺服板块表现较为平淡，基本面承压，估值持续下行，板块重仓持仓占比有所减小，并处于历史水平较低位置。截至19Q3，重仓持仓占全部基金持仓0.57%。站在如今的时点，展望2020年。我们对A股未来零售数据仍保持较为谨慎的态度，短期来看A股纺服板块整体仍将持续承压，但是细分子板块机会仍存。同时我们看到，港股上市的纺服龙头公司业绩持续靓丽，出现了安踏体育、申洲国际、李宁这样的优质行业龙头公司。

那么展望2020年，机会何在？我们认为可以关注以下几个细分子板块：

机会一：运动服饰板块：仍旧继续看好高景气度和快速增长的运动服饰板块。我们认为运动服饰是容易诞生大市值公司的细分子行业之一，而作为纺织服装行业内景气度高的细分子行业之一，整体赛道较好；我们看好国内具备发展潜力的运动品牌安踏体育、李宁。安踏体育主品牌稳定增长，副牌FILA持续高增长，其他品牌具备发展潜力，Amer战略重新规划，未来空间较大。李宁主品牌持续复苏，中国李宁和童装发展潜力巨大，集团整体盈利能力不断提升。**推荐标的：安踏体育、李宁。**

机会二：ODM龙头企业：看好需求端稳定，产能释放持续释放的ODM龙头公司。我们继续看好行业内拥有稳定国际大客户的ODM龙头企业，主要系其订单稳定，同时能够给予ODM企业一定的盈利空间，保证代工企业的盈利能力较为稳定。其中，我们继续看好未来产能逐步释放的申洲国际、健盛集团。**推荐标的：申洲国际、健盛集团。**

机会三：电商子板块：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司。相比于传统线下渠道，电商渠道效率更高，也更适合高性价比的产品销售，做到高性价比；我们继续看好持续扩渠道、扩品类的以电商渠道为主的公司开润股份、南极电商。**推荐标的：开润股份、南极电商。**

机会四：休闲龙头子板块：预计休闲龙头2020年业绩有望实现恢复。由于目前消费数据持续走弱，休闲龙头品牌也都在调整期，预计2020年业绩将有所恢复，且目前休闲龙头品牌森马服饰、海澜之家估值较低，可持续关注。**推荐标的：森马服饰、海澜之家。**

风险提示：终端消费持续疲软，汇率大幅波动风险，原材料价格大幅波动风险。

目录概览

一、行业展望：行业整体表现平淡，但细分行业机会仍存，纺服在港股的龙头公司表现亮眼

二、我们2020年继续看好的细分子行板块：

- 1) 运动服饰子板块：继续看好高景气度的运动服饰龙头。
- 2) ODM龙头子板块：看好需求端稳定，产能逐步释放的ODM龙头公司。
- 3) 电商子板块：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司。
- 4) 休闲龙头板块：预计休闲龙头2020年业绩有望实现恢复。

三、主要覆盖公司盈利预测

四、风险提示



一、A股纺织服装板块表现欠佳，但港股龙头公司业绩靓丽

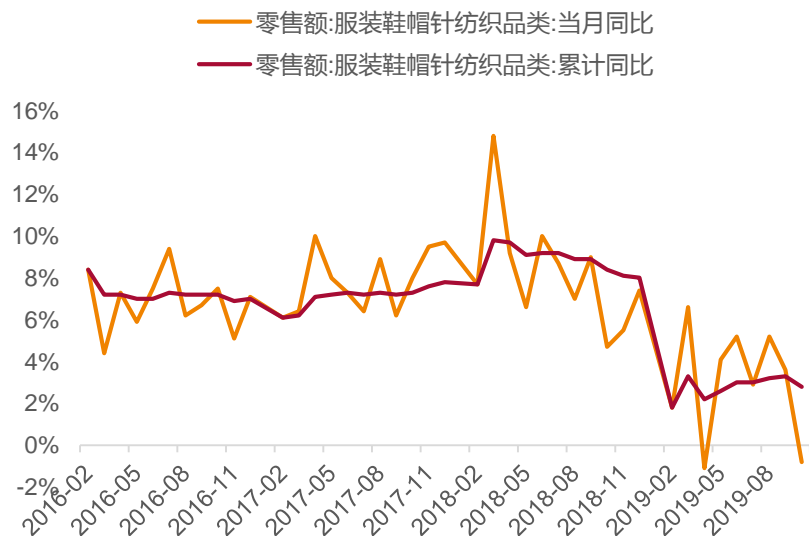
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

1.1 受消费疲软影响，服装消费端承压明显，行业指数持续走弱

1) 从服装社零数据来看：2019年由于受到终端消费疲软影响，消费端明显承压。品牌服饰中大部分公司的收入有所放缓，服装鞋帽针织品类的零售额累计增速整体呈下降趋势，符合我们在年初的预期。截至2019年10月，行业零售额累计增速为2.8%，环比19年9月下降0.5pct，相比18年10月下降5.6pct。

2) 从行业指数走势来看：近年A股纺织服装板块（申万）持续走弱。2019年年初至今（截止2019年12月10日），A股纺织服装板块涨幅仅0.38%，跑输沪深300约29pct，A股板块表现不尽如人意。但港股纺服板块的龙头公司表现较好，截至19年12月10日，我们持续推荐的李宁年涨幅达到185%，安踏体育达到90%，申洲国际达到20%。

图1：19年服装鞋帽针织品类零售额增速整体呈下降趋势，消费端承压明显（%） 图2：近年纺织服装板块持续走弱，跑输大盘



1.2 纺织服装板块持仓仍在低位，估值水平处在下行通道

3) 从板块整体持仓来看：纺织服装板块重仓持仓占比减小，整体持仓水平低于历史均值。2019Q3重仓持仓（包含南极电商）市值为65.35亿元，占全部基金持仓0.57%，占比相比18Q3下降0.21pct，环比19H1下降1.7pct，整体仓位仍在较低的水平，同口径下低于历史均值水平。

4) 从估值水平来看：整体板块估值水平仍处在下行通道。

图3：纺织服装板块整体重仓持仓占比减小，目前处于低于历史均值（%）

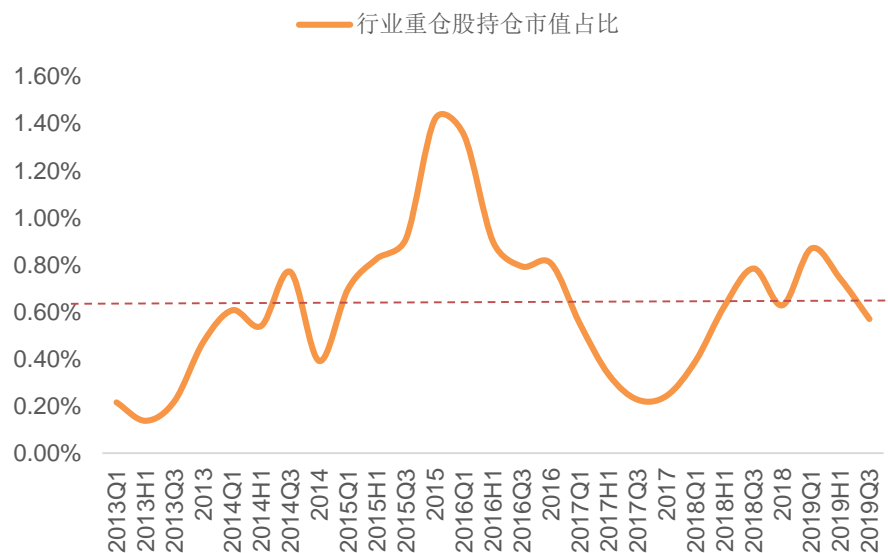
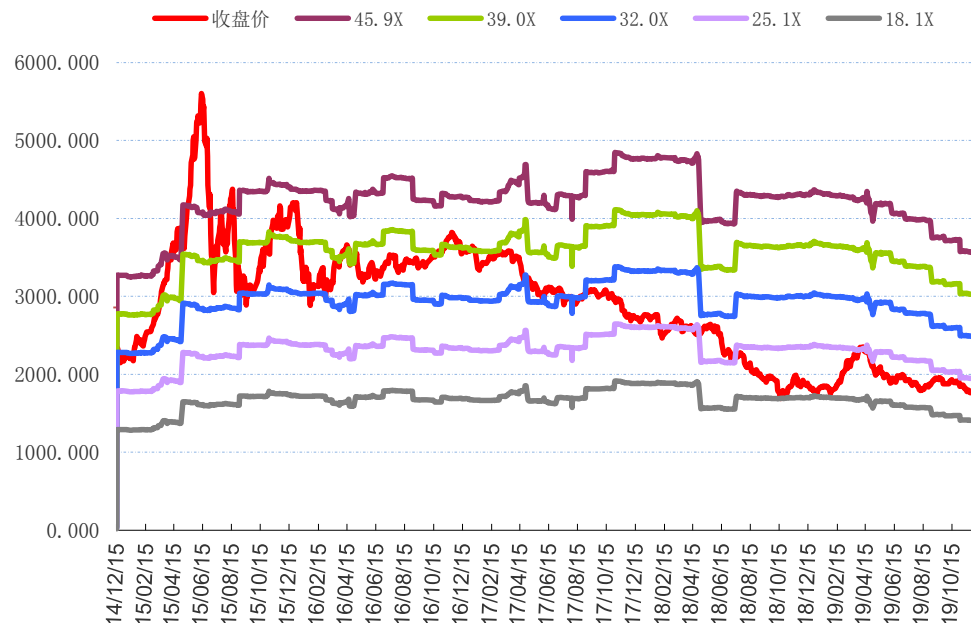


图4：纺织服装板块整体估值水平仍处在下行通道

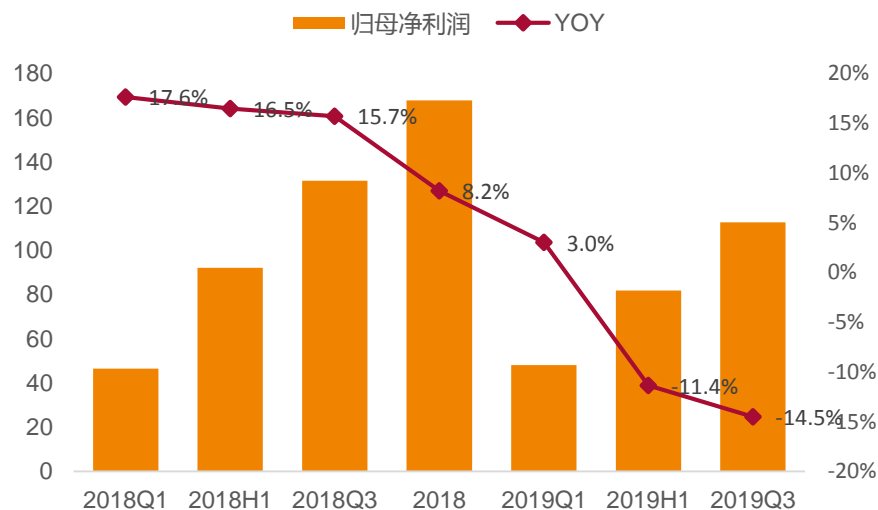
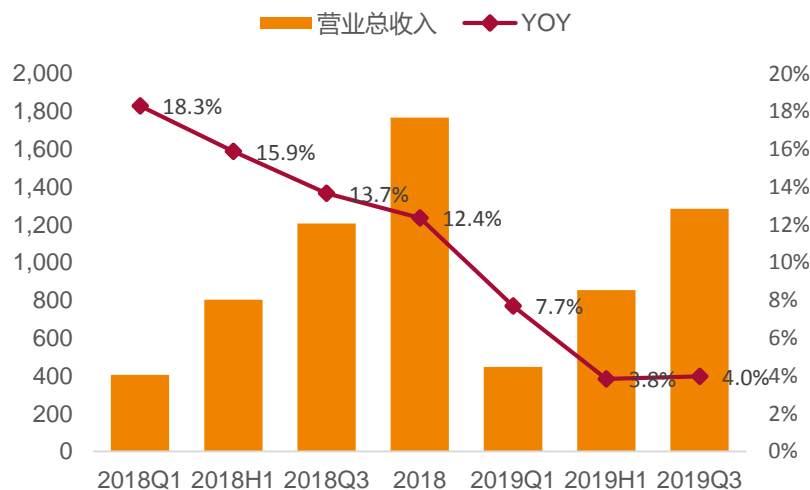


1.3 板块业绩表现比较平淡，建议关注细分子行业机会

5) 从板块业绩水平来看：受到终端消费疲软影响，收入增速趋缓，净利润增速下滑，整体表现平淡。我们选取A股纺织服装板块43家重点公司进行观测。2019年前三季度板块实现营收增速为3.98%，相比18年前三季度下降约9pct，环比19H1提升0.14pct；实现归母净利润增速为-14.52%，相比18年前三季度下降31pct，环比19H1下降3.14pct。整体来看，我们认为目前A股纺织服装板块仍处在调整时期，对未来社零数据持较为谨慎的态度；同时纺服板块整体表现较为平淡，短期来看仍将持续承压，建议关注细分子行业机会。

图5：纺织服装板块2019年前三季度营业收入增速趋缓（亿元，%）

图6：纺织服装板块2019年前三季度归母净利润增速有所下滑（亿元，%）





二、纺服细分行业竞争格局---运动服饰、童装子行业依旧保持较高景气度

2、纺服行业竞争格局--运动服饰、童装子行业依旧保持较高景气度

运动服饰

关键字：景气度高；市场集中度高；规模增速快；

童装行业

关键字：规模增速快；竞争格局分散；具备发展潜力

女装行业

关键字：规模大；规模增速放缓；竞争愈发激烈

男装行业

关键字：规模增速趋缓，市场集中度逐步提升；

箱包行业

关键字：市场集中度较低，竞争较为分散，发展空间大；

家纺行业

关键字：规模增速放缓，市场竞争格局较为稳定，行业集中度分散；

2.1 运动服饰：高景气度细分子行业之一，品牌集中度不断提升

1) **行业规模**：2019年行业规模2941.13亿，运动服饰行业仍是服装行业增速最快的子行业，未来五年预期维持高景气，行业规模复合增速将达10.26%，2023年行业体量有望突破4000亿。

2) **竞争格局**：行业集中度较高，过去五年CR5提升10.9pct，CR10提升11.1pct，未来有望持续提升，龙头品牌继续受益。同时国外品牌市占率逐年提升，本土品牌市占率有所下滑。2018年TOP前20品牌中，国外品牌在中国市占率达54.3%，本土品牌28.6%，差距仍大。海外品牌Adidas、Nike居首；本土品牌安踏、李宁紧随其后。

图7：我国运动服饰行业步入稳步增长阶段（亿元，%）

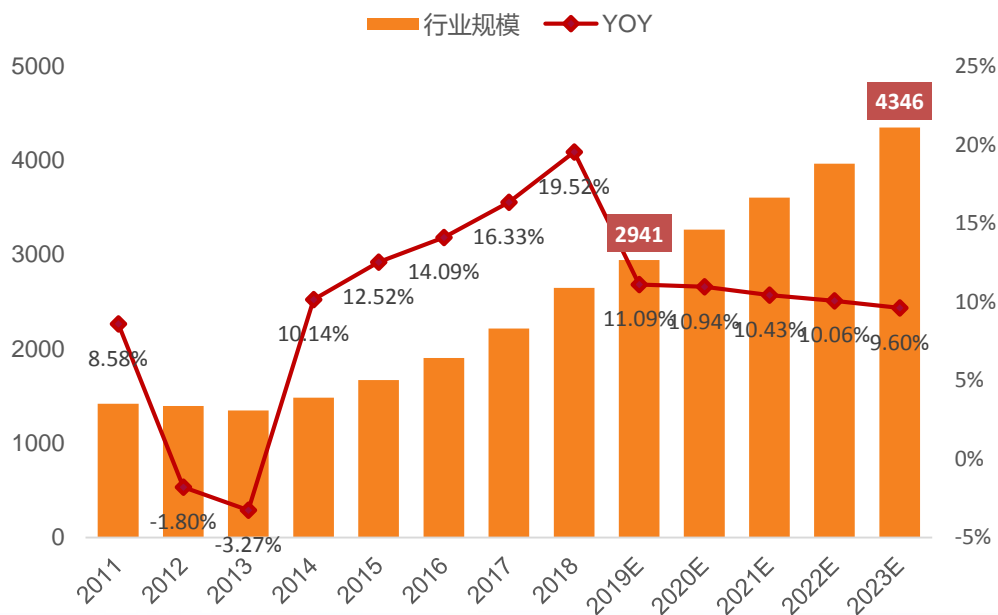
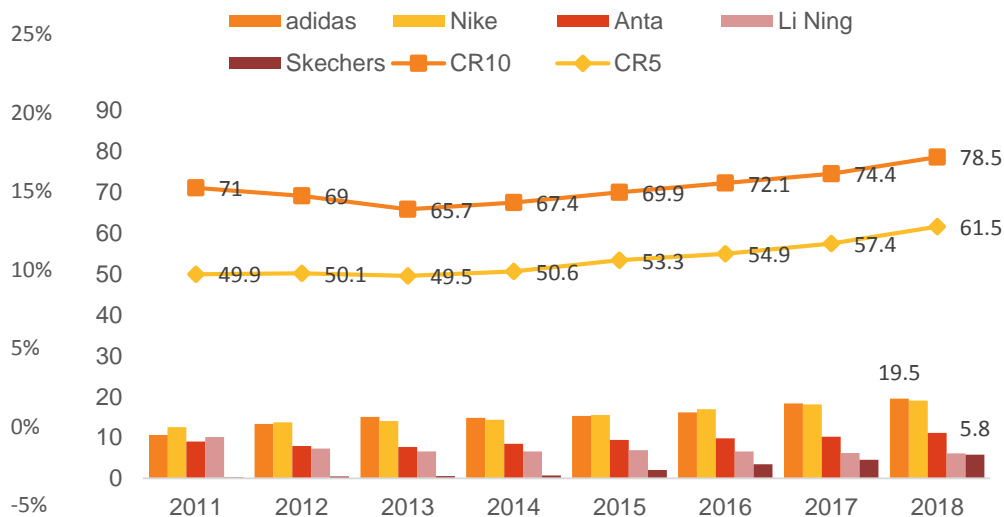


图8：我国运动鞋服行业集中度较高，本土品牌市占率不及海外品牌（%）



2.2 童装行业：行业规模快速增长，竞争格局分散，未来空间较大

1) 行业规模：童装行业规模近年实现较快速增长。2015-2019五年间CAGR达12.17%，2019年行业规模达2346.52亿，同比增长12.22%。我们认为童装仍是优质细分赛道之一，在消费升级背景下，**预计未来仍是增长较快的子行业之一。**

2) 集中度：童装市场集中度较低，竞争格局分散。2018年CR10仅为12.9%。森马服饰旗下的巴拉巴拉童装常年稳居市占率第一（占5.6%），龙头地位稳固。

图9：我国童装行业市场规模较大并持续稳定增长（亿元，%）

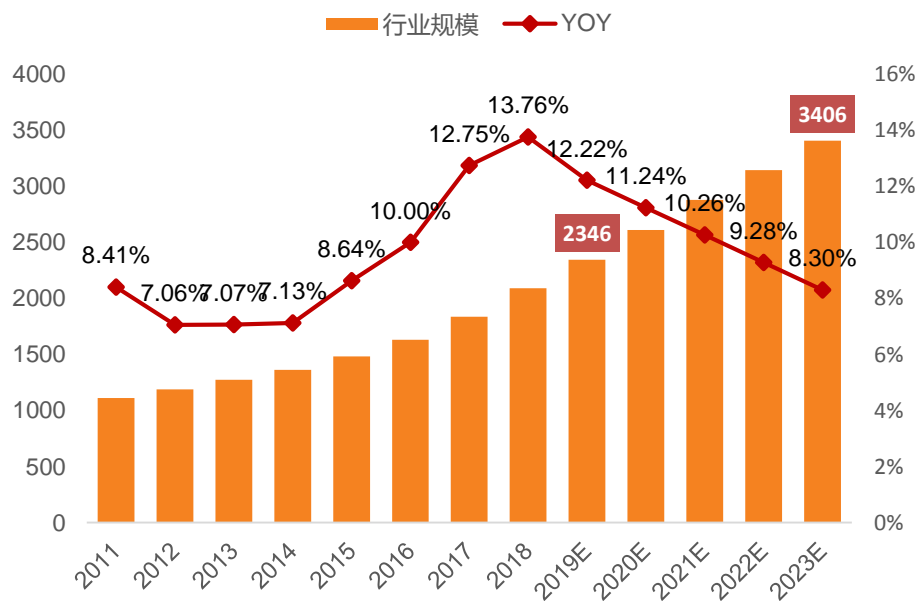
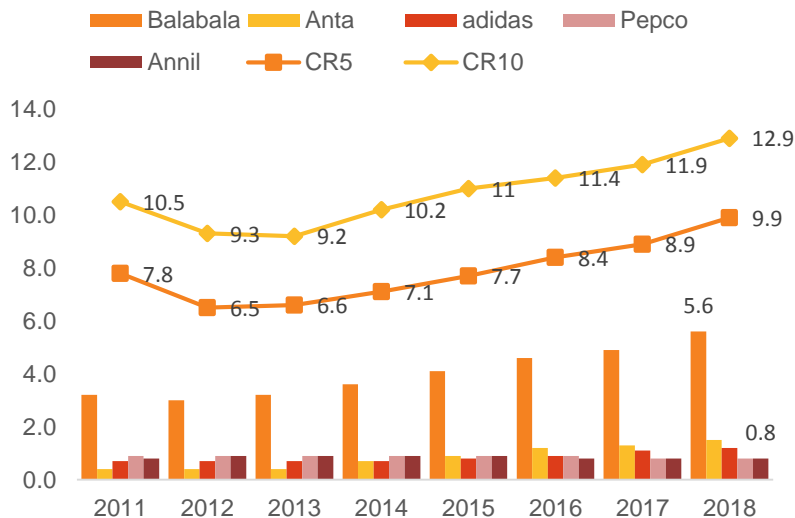


图10：我国童装市场市占率虽持续提升，但集中度仍低（%）



2.3 女装行业：行业增速放缓，市场竞争激烈，龙头品牌呈现分化

1) **行业规模**：女装行业市场规模7728.34亿，占成人服装市场的62.13%，是成人服装中体量最大的品类；2011年之后行业增速逐步放缓，预计未来五年CAGR为1.39%，行业规模将保持在8000亿左右。

2) **竞争格局**：整体来看，我国女装行业呈现竞争较为激烈，市场集中度不高，2018年CR10为10.7%。主要是由于女装品牌的特性，单一品牌的市占率不高，大多公司均采用多品牌发展战略，目前我国女装行业也处于缺乏大时尚集团的阶段。

图11：我国女装行业增速逐步放缓（亿元，%）

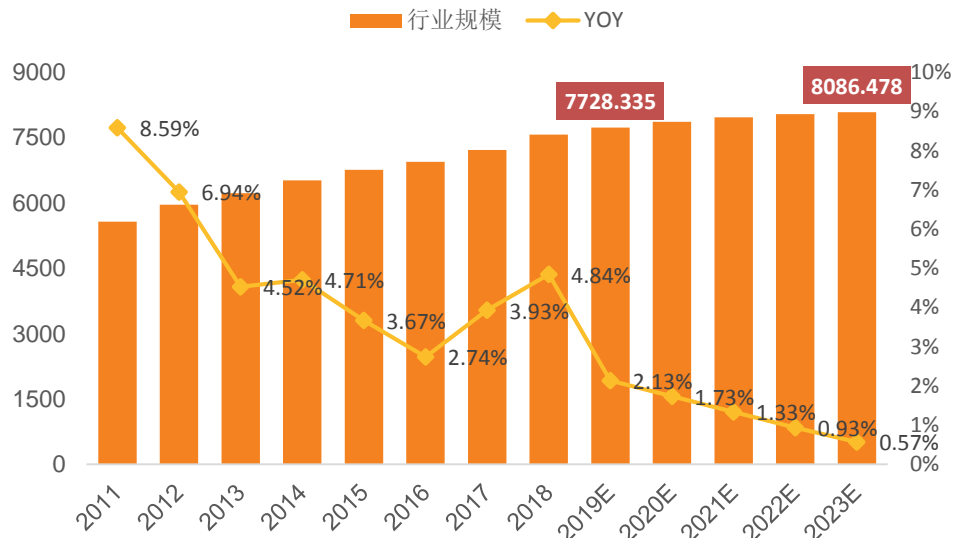
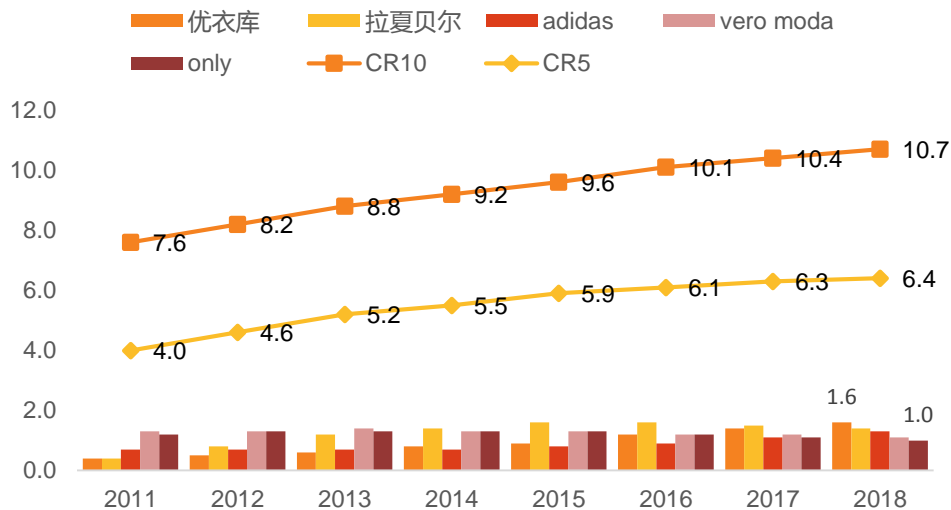


图12：我国女装行业竞争激烈，市场集中度较为分散（%）



2.4 男装行业：规模低速扩张，集中度提升明显

1) **行业规模**：男装行业近年规模实现稳步增长，2018年增速达到3.95%，但由于受到终端消费疲软影响，预计2019年增速将有所放缓，预计2019年男装行业规模能够实现4711亿元，同比增长1.63%。预计未来五年CAGR预期1.04%。

2) **竞争格局**：由于男装对于产品多样性的要求不及女装，其行业集中度相对于女装较高，2018年男装CR10为21.8%。2013-2018年CR5提升6.4pct，CR10提升7.8pct，集中度逐年提升。

图13：2014-2018年男装增速企稳回升（亿元，%）

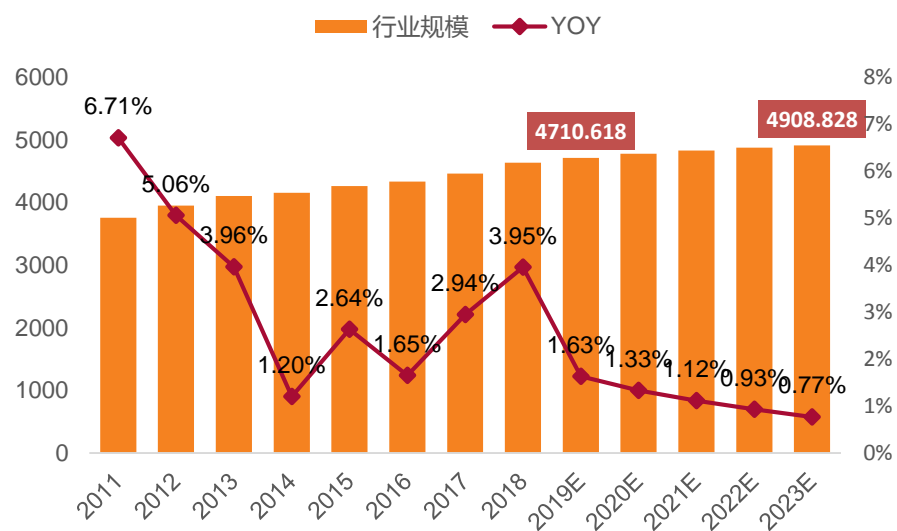
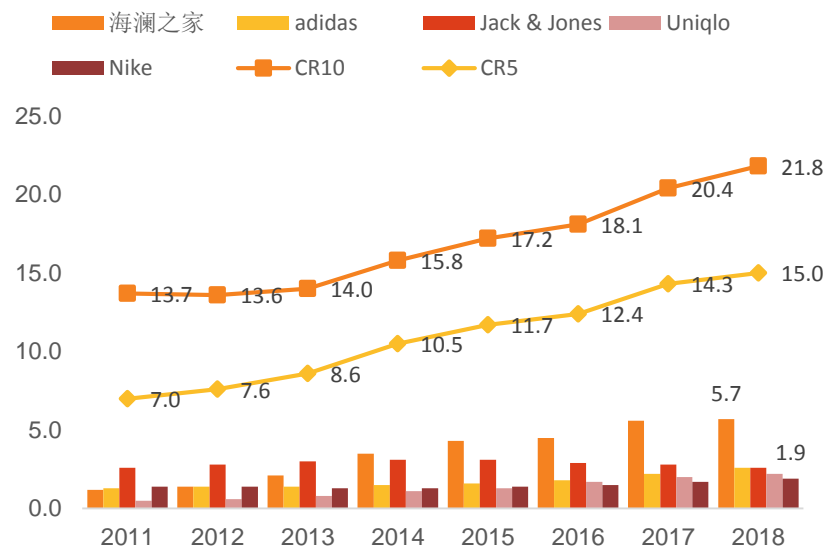


图14：男装行业集中度逐年提升（%）



2.5 箱包行业：市场空间大，龙头集中低，蚂蚁市场机会大

1) **行业规模**：2019年预计国内旅行箱行业规模近379亿，同比增长 7.56%，预计未来五年行业规模CAGR将达到 7.41%；我们认为我国旅行箱行业的**市场空间仍具备较大的空间，并将保持持续稳定增长。**

2) **竞争格局**：我国旅行箱龙头市占率均未超过5%，CR10为19.6%，**市场集中度仍低，竞争较为分散，目前还未到存量争夺时代。**由于欧睿国际尚未把**开润股份90分**纳入统计，经我们测算其2018年销量约190-210万个，**销量市占率2.5%，已超过龙头品牌新秀丽（占2.1%）。**

图15：我国旅行箱行业市场规模较大并持续稳定增长（亿元，%）

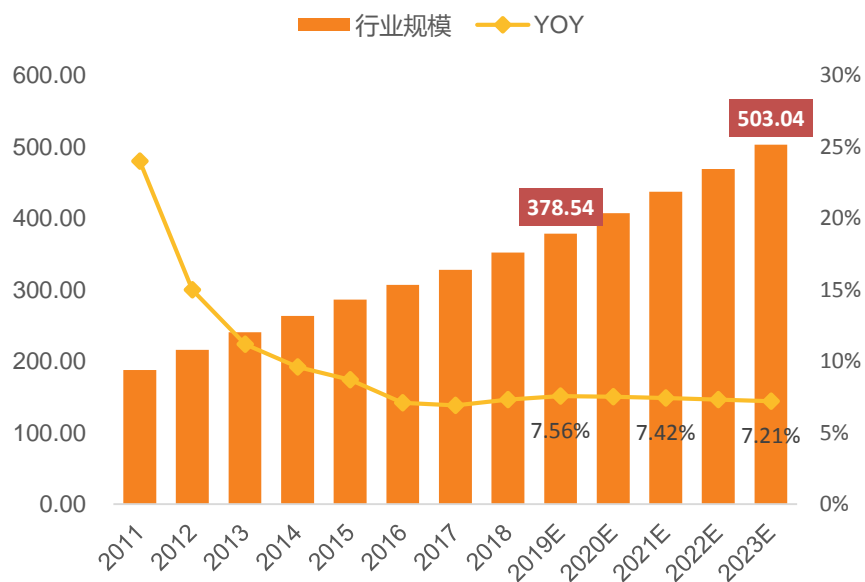
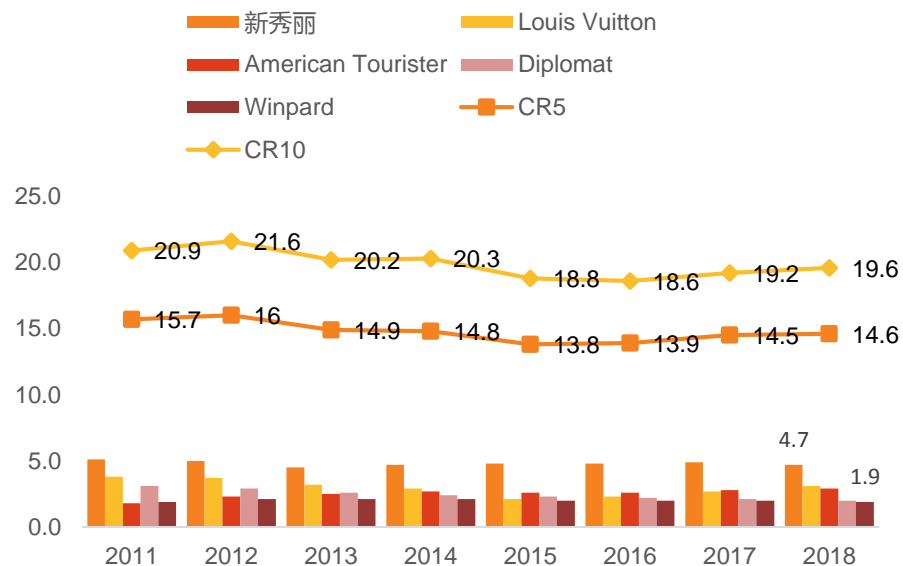


图16：我国旅行箱市场市场集中度仍低（%）



2.6 家纺行业：复苏略显疲软，行业加速洗牌，龙头市占率在提升

1) **行业规模**：经历2008-2012年的高景气增长后，家纺行业在2013年进入低迷期，过去五年业绩小幅回暖（CAGR为4.47%），预计2019年行业规模将达到2479.66亿，增速为3.49%；目前家纺行业处于稳定增长阶段，预期未来五年CAGR为2.70%。

2) **竞争格局**：家纺行业进入壁垒较低，同质化较严重，当前集中度仍旧较低；随着龙头品牌渠道下沉挤压区域品牌，并在电商渠道发力，行业加速洗牌，市场份额向家纺龙头靠拢，集中度持续提升，尤其是电商渠道强的公司。

图17：我国家纺行业规模增长动力稍显不足（亿元，%）

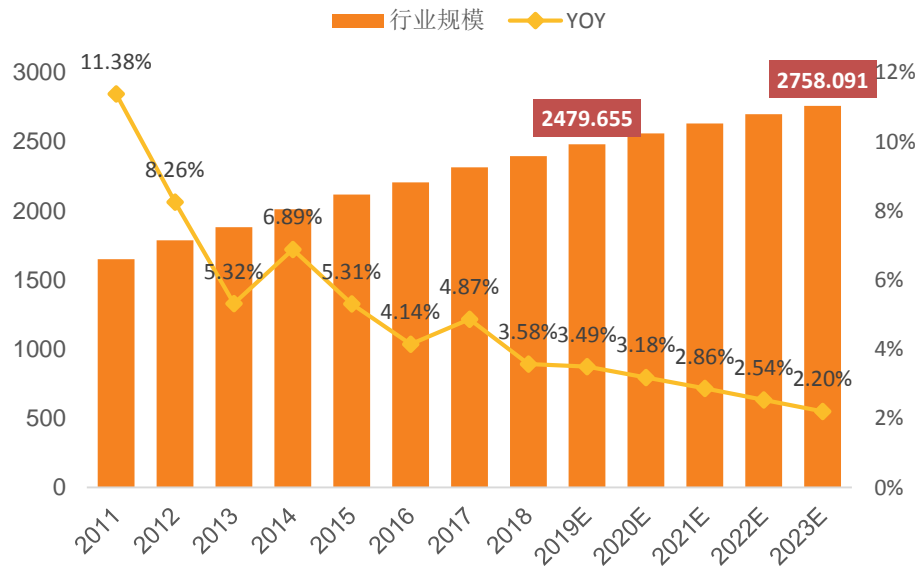
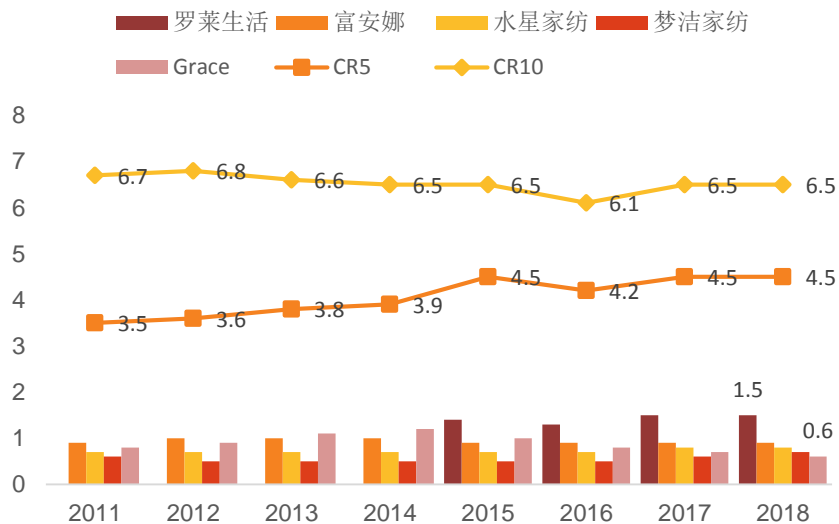


图18：家纺龙头的市占率呈逐年增长趋势（%）



2.7 总结 – 运动服饰行业和童装仍然是景气度较高的细分子行业

总体来看，我们认为尽管目前整个纺织服装板块表现稍显平淡，但细分行业仍存在较大的机会。我们依旧持续看好始终保持较高景气度的运动服饰和童装细分子行业；同时由于箱包行业、家纺行业集中度较低，但是电商渠道强势的品牌市占率不断提升（如90分、水星家纺等），未来有望能够诞生较大公司；成人装目前竞争格局较为激烈，且由于终端消费疲软影响，规模增速有所放缓，期待业内公司经过调整期后能够有新的表现；家纺行业整体市场竞争格局较为稳定，市场集中度较低，但消费升级现象明显，利于龙头公司的持续发展。

图19：运动服饰行业未来增速最快，男装行业增速最缓（亿元，%）

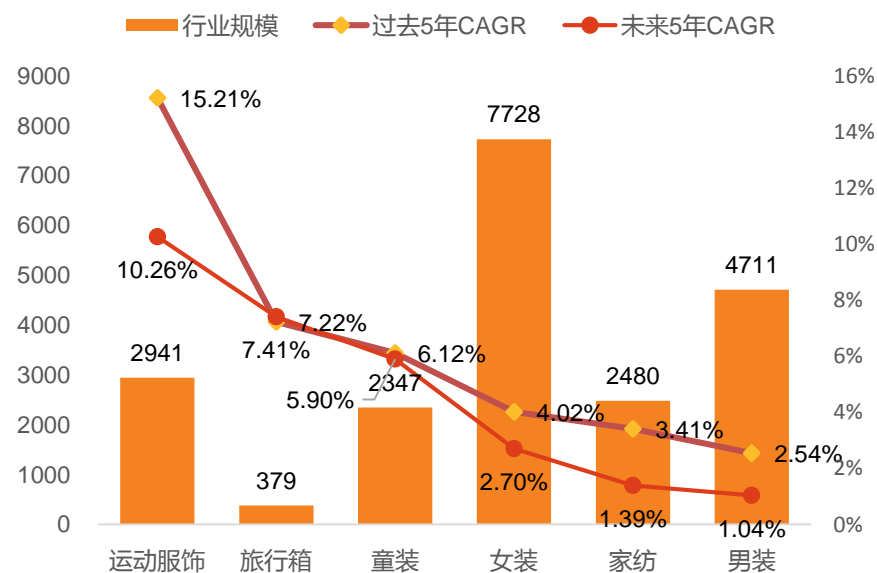
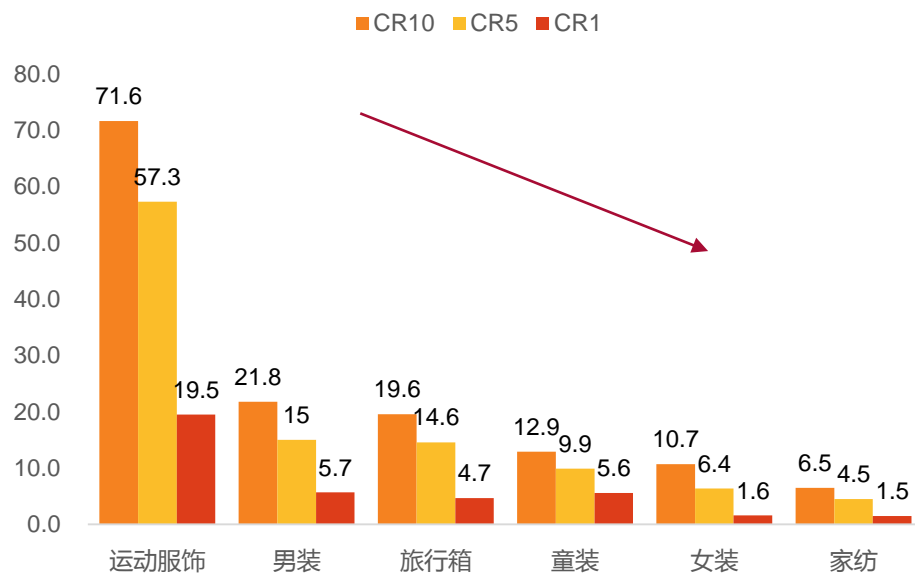


图20：运动服饰行业集中度最高，家纺行业最低（%）



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

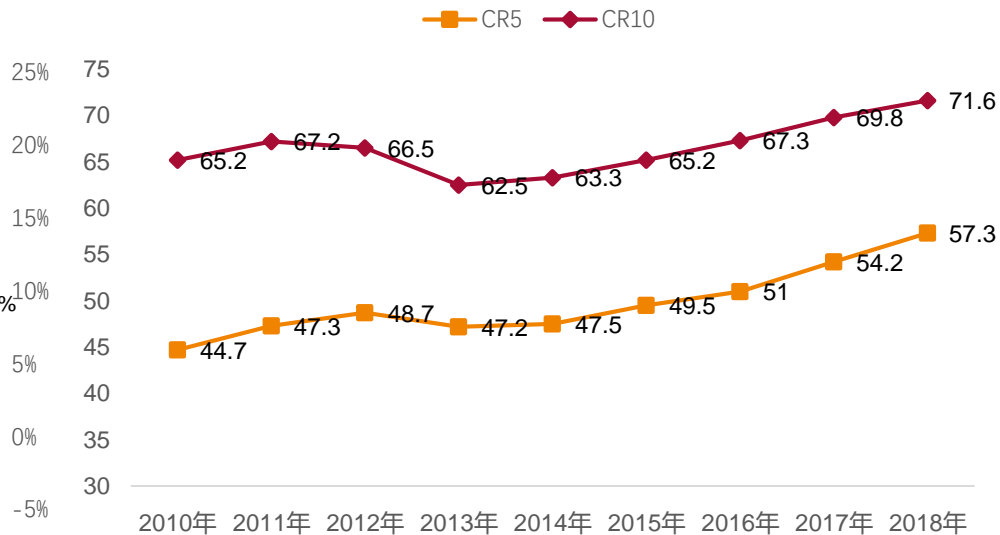
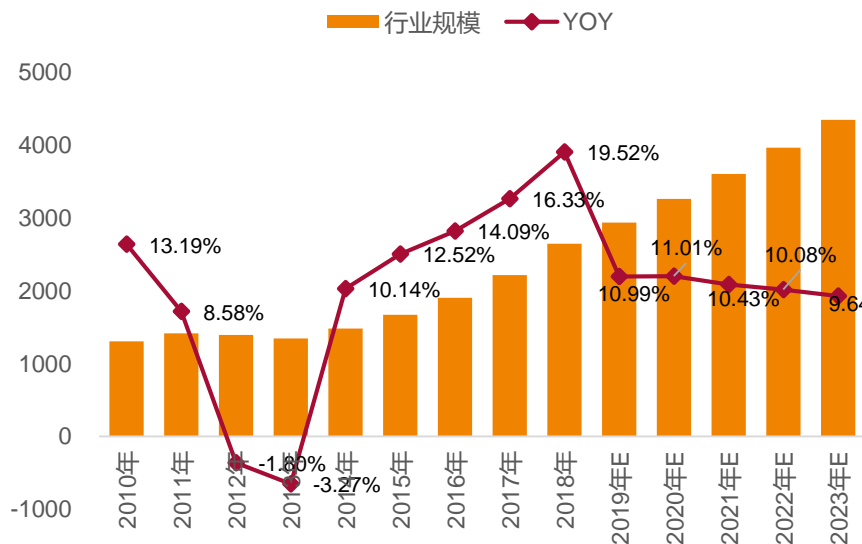
1、继续看好高景气度的运动鞋服行业赛道，国内品牌仍具备发展潜力

1) 行业现状：中国运动鞋服行业是具备高景气度的细分子行业，赛道较好。2018年我国运动品牌行业规模达到2647.6亿元，同比增长19.52%，未来5年行业的复合增速将达7.6%，2023年行业规模有望达到4347.5亿元。

2) 竞争格局：行业的集中度较高，龙头优势地位明显。2010年-2018年，我国运动鞋服行业的CR5由44.7%提升至57.3%，CR10由65.2%提升至71.6%，未来行业集中度有望继续提升，龙头企业将获得更多机会。

图21：运动鞋服行业规模逐年上升（亿元，%）

图22：运动鞋服行业集中度逐年提升（%）



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

1、继续看好高景气度的运动鞋服行业赛道，国内品牌仍具备发展潜力

3) 国际巨头Nike、Adidas龙头地位稳固，国产运动品牌近年持续复苏，表现靓丽。

国外品牌市占率2014年首次超越本土品牌，并在随后几年持续提升。2018年在TOP前20中，国外品牌在中国的市占率合计达到54.3%；本土品牌为28.6%，**国产龙头品牌把握机会未来仍有提升空间**。Nike、Adidas为主的海外品牌占据一二线市场，国内品牌占据二三线及以下市场，走大众化、性价比的路线。**行业调整期过后，国产运动品牌龙头持续较快增长**。

图23：国际品牌市占率逐年提升（%）

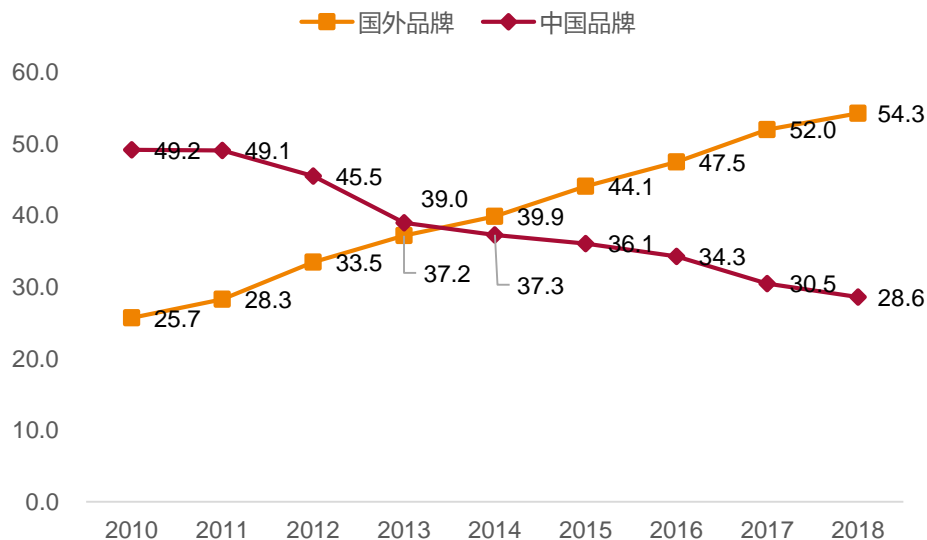
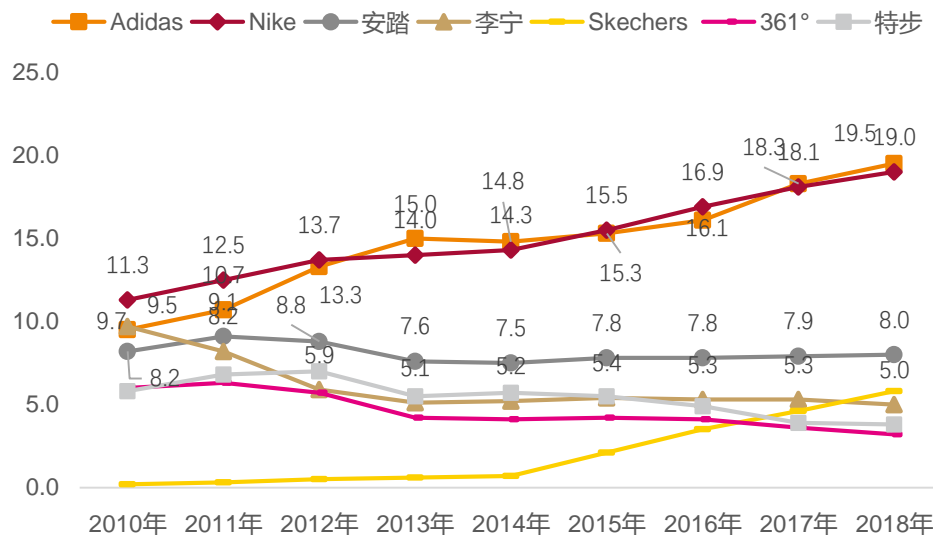


图24：本土品牌安踏和李宁市占率紧随Nike、Adidas其后（%）



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

1、继续看好高景气度的运动鞋服行业赛道，国内品牌仍具备发展潜力

4) 在运动鞋服行业的优质赛道中，我们继续看好国产运动品牌龙头安踏体育、李宁。

- **安踏体育**：集团在多品牌、全渠道、全覆盖的战略下，主品牌实现稳健增长，预计FILA未来五年收入复合增长率将达到30%，品牌培育能力得以验证；同时AMER在2023年将实现“5个10亿欧元的目标”，协同增长可期。
- **李宁**：集团在产品、渠道、管理等层面全面改善，在收入恢复性增长的同时盈利能力持续提升；未来中国李宁及李宁YOUNG将持续发力，将成为新的业绩增长点。

图25：安踏体育近年业绩实现高速增长（亿元，%）

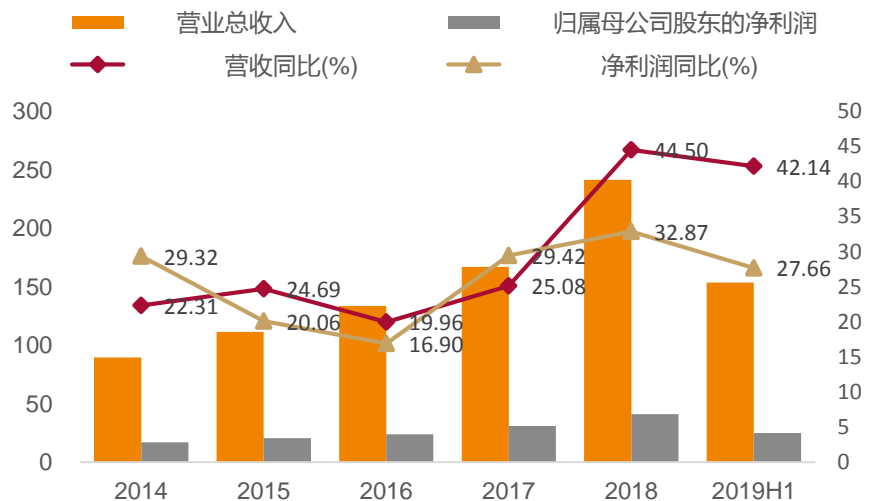
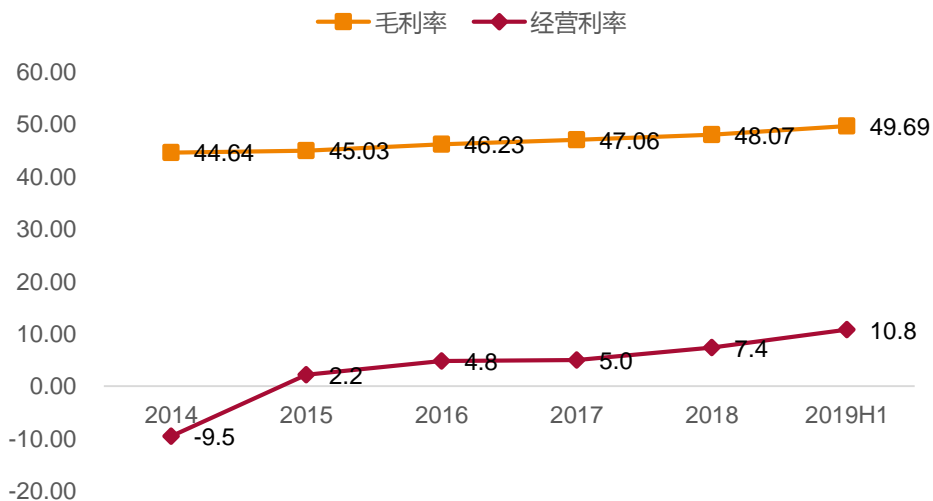


图26：李宁近年业绩持续改善，盈利能力持续提升（%）



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

2、安踏体育：世界级体育用品集团，AMER落地三线齐发

• 投资逻辑：多品牌-全渠道-全覆盖战略，ANTA+AMER成就全球第三大体育用品集团

1) 国际化征程再迈进，核心竞争力稳定。成为全球第三大体育用品集团，品牌矩阵完善竞争力再增强，业绩遥遥领先，预计2019年收入超过300亿。

2) 主品牌稳健增长，FILA品牌持续高增长。预计2019年安踏主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，安踏品牌运营管理能力得以验证。

3) 收购亚玛芬落地，协同效应可期。2019年12月安踏发布亚玛芬未来战略，有望借助安踏平台复制FILA增长奇迹。

图27：安踏集团盈利持续提升（%）

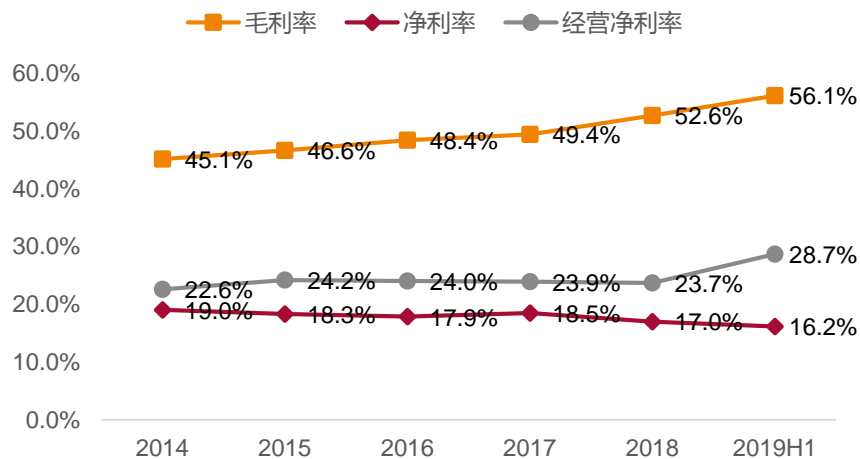
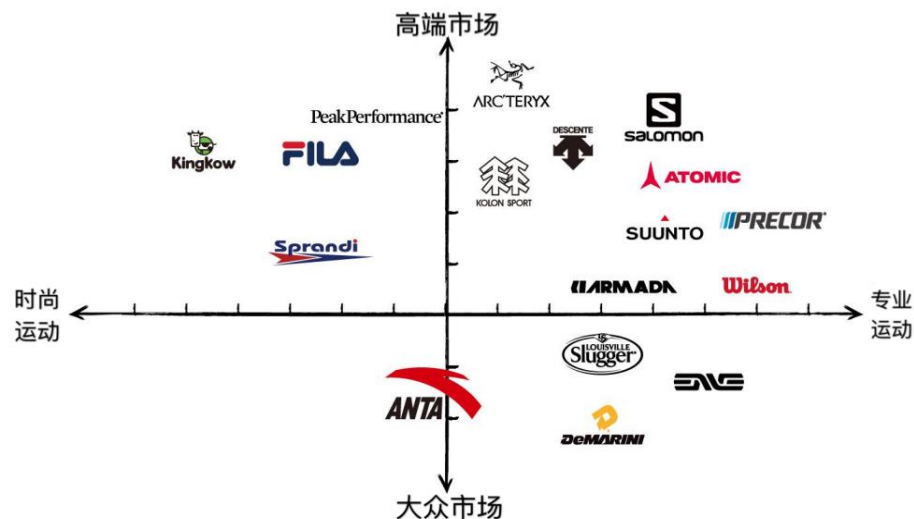


图28：收购亚玛芬后安踏品牌矩阵再完善



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

2、安踏体育：世界级体育用品集团，AMER落地三线齐发

• 投资逻辑：多品牌-全渠道-全覆盖战略，ANTA+AMER成就全球第三大体育用品集团

1) 逐步完善品牌管理，采用多品牌、全渠道、全覆盖战略。2019年公司对整个组织进行重新梳理，建立了三大事业群，并辅之以三大平台赋能支持。

2) 安踏主品牌实现稳健增长。安踏主品牌持续在产品、渠道、零售能力、营销等方面进行全面升级和改进，零售效率得到稳步提升，近年业绩保持稳健增长，预计19年全年安踏大货流水能够实现中双位数增长。

图29：安踏集团三大平台支持三大事业群



表1：安踏主品牌近年流水保持稳健增长（亿元，%）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
安踏品牌零售额增长	低双位数	20-30%	中双位数	20-25%	20-25%
非安踏品牌零售额增长	40-50%	50-60%	40-50%	85-90%	80-85%
	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
安踏品牌零售额增长	低双位数	中双位数	10-20%中段	10-20%低段	10-20%中段
非安踏品牌零售额增长	90-95%	90-95%	80-85%	65-70%	55-60%

看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

2、安踏体育：世界级体育用品集团，AMER落地三线齐发

• 投资逻辑：多品牌-全渠道-全覆盖战略，ANTA+AMER成就全球第三大体育用品集团

3) FILA卡位运动时尚，近年实现高速增长，已经成为公司主要的业绩增长点。安踏敏锐把握运动时尚风潮，及时扭转FILA战略，清晰卡位运动时尚，提升品牌时尚度。2014年FILA扭亏为盈，时尚定位持续促进营收增长。**产品端：**紧扣运动时尚定位升级产品设计，推出多款联名广受市场好评。创新同时注重产品质量，严选供应商。**渠道端：**门店收归直营提升快反，采用“一场多店”的渠道战略，基于中高端时尚运动定位打造门店形象。

图30：FILA毛利率较高，随着FILA占比提高，将拉动集团毛利率持续提升（%）

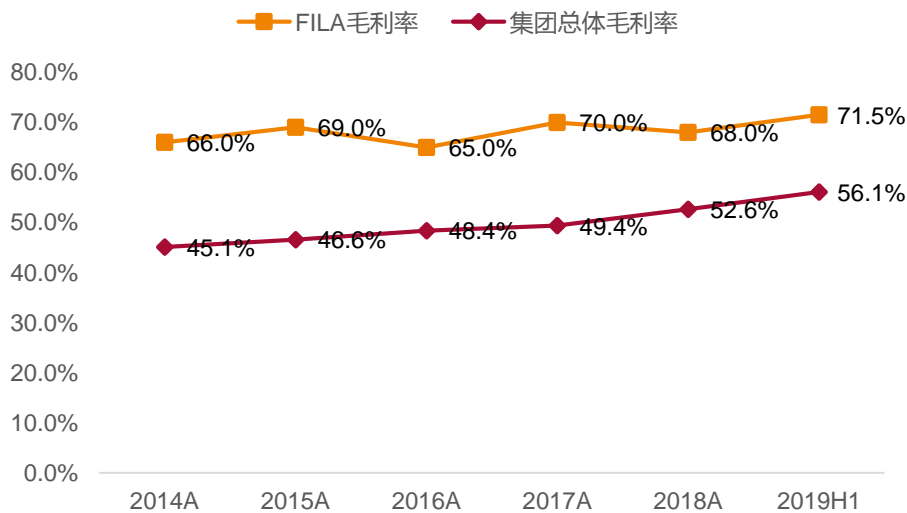
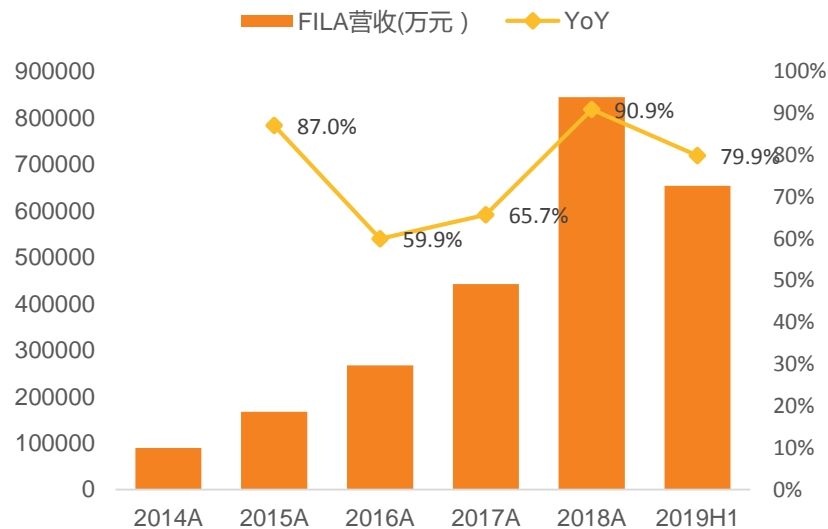


图31：FILA营收保持持续高速增长（万元，%）



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

2、安踏体育：世界级体育用品集团，AMER落地三线齐发

• **投资逻辑：多品牌-全渠道-全覆盖战略，ANTA+AMER成就全球第三大体育用品集团**

4) AMER：收购落地，下一个增长引擎

2019年9月4日AMER正式从赫尔辛基交易所退市，成为私有公司，收购完成；2019年12月11日安踏发布AMER未来战略发展规划：

① **战略梳理**：在BCG协助下，财务和管理层共同梳理了未来5年发展战略。未来4-5年目标营收CAGR约10%-15%。

② **GTM组织架构重组**：在全球范围内重组GTM组织，从品牌组合转型为聚焦单品牌。

③ **聚焦鞋服**：聚焦鞋服业务的发展，未来鞋服业务收入占比大于50%。

④ **零售转型**：加快从批发模式向零售的转型，未来DTC业务收入占比30%（2018年约占比11%）。

图32：AMER的五个10亿欧元目标



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

2、安踏体育：世界级体育用品集团，AMER落地三线齐发

• 投资逻辑：多品牌-全渠道-全覆盖战略，ANTA+AMER成就全球第三大体育用品集团

⑤ **加速中国市场发展。**从5月开始对亚玛芬中国业务进行了有效的融合，从多品牌的管理组织变为单一品牌的管理组织。预计未来中国地区业务占比15%（2018年约5%）。

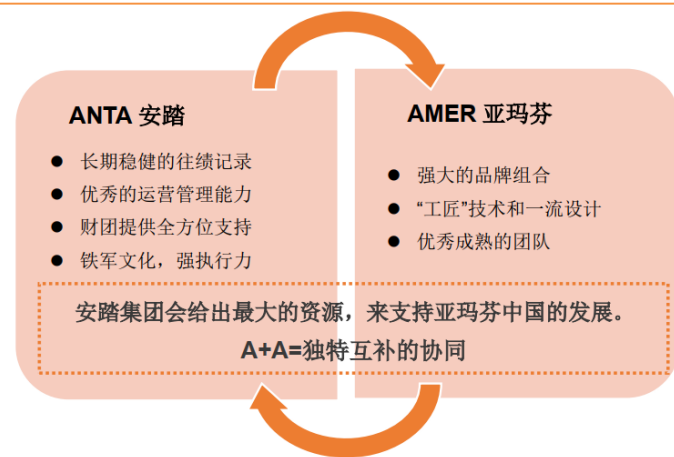
⑥ **零售IT系统更新加速。**整合集团资源，加速全球SAP零售系统更新。把安踏集团运用非常好的零售IT系统植入到亚玛芬。

⑦ **集团给予战略指引，同时对新的管理层激励。**财团所任命的新董事会将给亚玛芬管理层提供战略性的指引，帮助亚玛芬更好地完成从批发到零售的转型。同时12月完成了对新的管理层激励计划，侧重长期价值创造。

表2：亚玛芬主要转变方向

主要转变方向	2010	2018	未来
SOFTGOODS占比	~20%	~40%	>50%
D2C占比	~2%	~11%	~30%
中国市场占比	~1%	~5%	~15%

图33：安踏与AMER的强大协同



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

2、安踏体育：世界级体育用品集团，AMER落地三线齐发

盈利预测与估值：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。由此我们预计公司19-21年实现归母净利润54.61/73.64/92.14亿元，同比增长32.17%/36.17%/25.21%。预计19-20年EPS为2.02/2.73/3.41元，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。

表3：安踏一致盈利预测（截至2019年12月11日）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24100	32555	40227	49534
YOY	44.50%	35.08%	23.57%	23.13%
归母净利润（百万元）	4103	5461	7364	9214
YOY	32.87%	33.10%	34.90%	25.10%
EPS（元）	1.53	2.02	2.73	3.41
PE	41.61	31.51	23.32	18.67

看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

3、李宁：业绩持续复苏，盈利能力持续提升

- **投资逻辑：收入恢复性增长叠加盈利能力提升，未来中国李宁和李宁YOUNG将成为新的增长动力。**

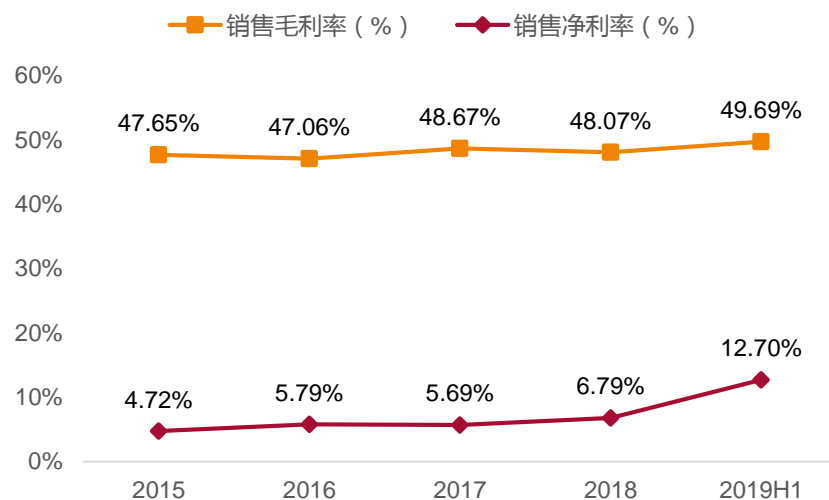
1) 集团在产品、渠道、管理层面全面改善，收入恢复性增长的同时，盈利能力持续提升。在产品端：通过引领国潮的“中国李宁”系列刷新品牌年轻化，进行持续产品结构升级和研发创新，如推出具备科技感的产品李宁䨻（bèng）；渠道端：持续进行门店形象升级，提升品牌形象；管理层：高坂武史先生于2019年9月担任公司联席行政总裁，工作重点在公司运营层面。

2) 在公司业绩持续增长的同时，盈利能力持续提升。2019H1公司毛利率达49.69%（+1.02pct），我们认为在未来产品结构逐步改善，终端零售能力持续提升的背景下，李宁盈利能力将持续提升，预计每年毛利率能够提升1pct，经营利率每年提升2pct。

图34：李宁䨻系列产品发布会



图35：李宁毛利率与净利率逐年提升（%）



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

3、李宁：业绩持续复苏，盈利能力持续提升

- **投资逻辑：收入恢复性增长叠加盈利能力提升，未来中国李宁和李宁YOUNG将成为新的增长动力。**

3) “中国李宁”定位运动时尚品类，近年发展迅猛。多次登上时装周的运动时尚品类“中国李宁”在推出引起市场热烈反响，发展迅速。截至2019H1拥有门店70家，预计2019年末门店数量达100-120家。2019H1服装销售超过5200万件，鞋类销售超过4万双。中国李宁作为李宁中高端的产品系列，发展迅速，未来将有望成为公司新的增长动力。

4) 李宁Young童装发展势头强劲。产品端：李宁YOUNG为产品赋予更多的话题性和故事性，提升产品溢价能力。渠道端：2019H1李宁YOUNG开设了872家店铺，占2019H1李宁全品牌新开门店数的50.32%，未来将持续贡献业绩。

图36：中国李宁运动时尚门店形象



图37：李宁YOUNG相关产品及用户画像



看好板块1：继续看好高景气度的运动服饰龙头

3、李宁：业绩持续复苏，盈利能力持续提升

盈利预测：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。

风险提示：终端消费疲软、渠道拓展不及预期、童装及运动时尚品类拓展不及预期。

表4：李宁一致盈利预测（截至2019年12月11日）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10511	13376	16196	19173
YOY	19.20%	27.26%	21.08%	18.38%
归母净利润（百万元）	715.26	1355	1629	2094
YOY	38.80%	89.44%	20.22%	28.55%
EPS（元）	0.30	0.58	0.70	0.89
PE	72.03	37.26	30.87	24.28

看好板块2：看好需求端稳定，产能逐步释放的ODM龙头公司

看好板块2：看好需求端稳定，产能逐步释放的ODM龙头公司

需

订单稳定性强，盈利空间大：

我们认为拥有国际知名客户的ODM公司，其订单稳定性较强；同时由于国际知名大客户如NIKE等公司，会给予上游供应商相对较大的盈利空间，保证了ODM公司的盈利能力。如申洲国际的客户包括NIKE、Adidas、优衣库和PUMA等，其毛利率在30%左右；而拥有优衣库、迪卡侬等客户的健盛集团，毛利率也稳定在28%左右。

供

产能持续释放：

在拥有国际知名大客户的订单后，仍需要能够匹配其稳定增长的订单的产能。由此我们看好未来产能逐步释放的ODM龙头公司。

扰动因素：汇率等因素

推荐标的：申洲国际、健盛集团

看好板块2：看好需求端稳定，产能逐步释放的ODM龙头公司

1、申洲国际：垂直一体化纺织龙头，需求端订单持续稳定增长，供给端国内外产能逐步扩张

• **投资逻辑：国际知名头部客户保证订单稳定性，产能陆续释放保证业绩稳健增长**

1) 客户为国际知名服饰品牌，订单及盈利能力稳定。2019H1公司前四大客户的占比进一步提升至81.4% (+4pct)，其中NIKE占比达到31.7%。公司头部客户占比逐渐提升，需求端订单稳定；同时重要客户均为国际知名品牌，能够给予公司较高的盈利空间，保证申洲国际盈利能力的稳定性。申洲国际毛利率近年始终维持在30%左右。

图38：申洲国际毛利率近年始终维持在30%左右（%）

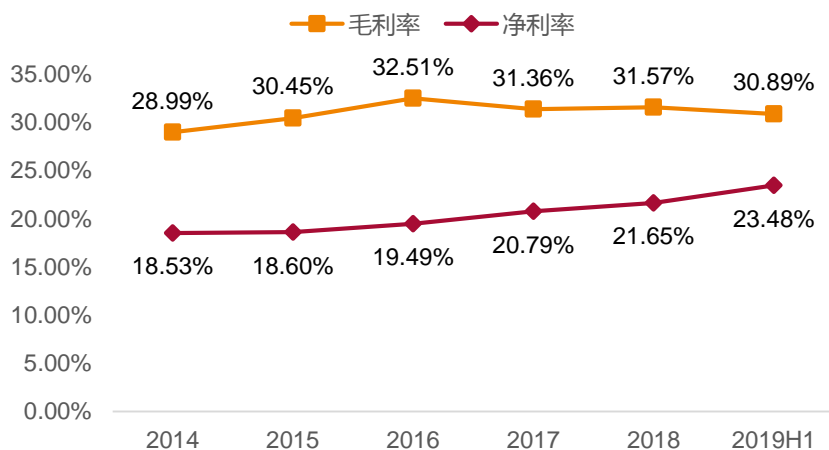
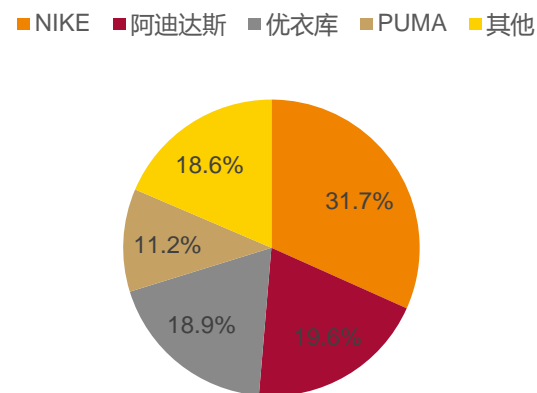


图39：2019H1申洲前四大客户订单占比约81.4%（%）



看好板块2：看好需求端稳定，产能逐步释放的ODM龙头公司

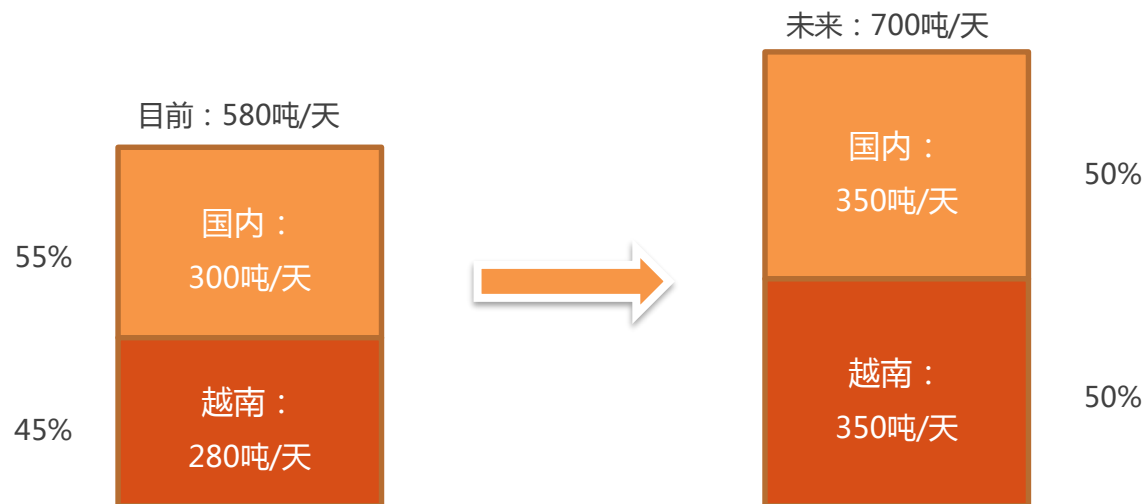
1、申洲国际：垂直一体化纺织龙头，需求端订单持续稳定增长，供给端国内外产能逐步扩张

- 投资逻辑：国际知名头部客户保证订单稳定性，产能陆续释放保证业绩稳健增长

2) 我们认为2019年是申洲新产能建设期，2020年是产能爬坡效率提升期，2021/2022年是产能快速增长期。

① 面料产能：我们预计目前国内产区和越南产区产能占比分别为55%和45%，未来国内产能通过技改提升生产效率，海外越南产能持续扩张，预计国内和海外产能都会扩充到350吨/天，占比为1:1，总产能将达到700吨/天。

图40：未来面料产能将持续提升，总产能将达到700吨/天



看好板块2：看好需求端稳定，产能逐步释放的ODM龙头公司

1、申洲国际：垂直一体化纺织龙头，需求端订单持续稳定增长，供给端国内外产能逐步扩张

• 投资逻辑：国际知名头部客户保证订单稳定性，产能陆续释放保证业绩稳健增长

2) 我们认为2019年是申洲新产能建设期，2020年是产能爬坡效率提升期，2021/2022年是产能快速增长期。① 成衣产能：目前国内产能占比约70%，预计未来3-5年国内通过提效产能可以扩充20%左右；柬埔寨目前产能占比16%，年产能可在5000万件，随着新建1.8万人成衣工厂逐步投产，总产能将提升至1.3亿件/年；越南目前产能占比16%，预计2020年能够实现1000万件/月，2021年能够实现1500万件/月。



国内产区

目前：国内总产能占比约70%。

其中宁波产区占比47%左右，安庆产区占比20%，衢州产区占比3%。

未来：国内产能扩充20%。

目前安庆在建3000人规模新成衣厂，一期约1500人规模预计19年年底投产。



柬埔寨产区

目前：柬埔寨总产能占比约16%。

员工规模1.2万人，预计年产能5000万件/年。

未来：预计柬埔寨总产能1.3亿件/年。

目前在建1.8万人规模成衣厂，计划产能8000万件/年。一期预计20年Q1投产，我们预计20年全年估计释放产能120万件。



越南产区

目前：越南总产能占比约16%。

总员工规模2.5万人，月产能700万件。

未来：预计2020年越南总产能1000万件/月，2021年1500万件/月。

目前在建6000人规模成衣厂，预计21年初投产。

看好板块2：看好需求端稳定，产能逐步释放的ODM龙头公司

2、健盛集团：业绩保持快速增长，需求端订单稳定，越南棉袜产能持续释放。

• **投资逻辑**：棉袜业务国内改造基本完成，越南产能有序释放，订单来源稳定，客户黏性提升，保证业绩持续快速增长。

1) 公司需求端订单稳定。公司客户均为国际知名品牌，保证了公司的盈利空间，近年公司毛利率始终维持在28%左右。同时，公司在开发与生产等方面积极改善，以进一步提升主要客户合作粘性。2018年全年前五名客户销售额8.95亿元，占年度销售总额56.87%。

图41：健盛集团主要合作伙伴



看好板块2：看好需求端稳定，产能逐步释放的ODM龙头公司

2、健盛集团：业绩保持快速增长，需求端订单稳定，越南棉袜产能持续释放。

• **投资逻辑**：棉袜业务国内改造基本完成，越南产能有序释放，订单来源稳定，保证业绩持续快速增长。

2) 产能有序释放：① **国内**：江山健盛产业园5号工厂已于2019年5月底完成建设；② **海外**：越南兴安新增1800万件的无缝内衣项目上半年土建已完工；越南清化年产9000万双棉袜项目，已开始进行工程施工；目前越南海防工厂、越南兴安工厂均已开始有效运营，越南兴安的无缝内衣工厂及清化工厂也在筹建过程中，**预计越南产区19年/20年的棉袜产量在1.5亿双/2亿双左右；国内棉袜的产量分别为2亿双/2.2亿双。**

3) 越南产能占比逐步提升，促进公司盈利能力持续提升。

表5：健盛棉袜主业2017-2020年产量预测（亿双）

产量(单位：亿双)	2017	2018A	2019E	2020E
国内	1.8	1.8	2	2.2
YOY		--	11.1%	10%
越南	0.8	1.2	1.5	2
YOY		50.00%	33.3%	25%
总产能	2.6	3	3.5	4.2
YOY		15.38%	17%	20%

看好板块2：客户资源稳定，海内外产能逐渐释放，看好优质ODM龙头

2、健盛集团：业绩保持快速增长，需求端订单稳定，越南棉袜产能持续释放。

盈利预测：我们认为随着公司棉袜和内衣在越南产能的逐步释放，有望为未来业绩提供助力；同时随着越南产量占比提升，将促进公司净利率的进一步提升。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。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。

风险提示：汇率大幅波动、国内外工厂投产不达预期、订单波动等风险。

表6：健盛集团盈利预测（百万元，%）（收盘价截至2019年12月12日）

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,138.01	1,577.47	1,902.80	2,251.38	2,644.67
增长率(%)	71.44	38.62	20.62	18.32	17.47
EBITDA(百万元)	217.97	348.12	357.73	427.05	496.84
净利润(百万元)	131.51	206.44	290.51	353.50	426.04
增长率(%)	26.91	56.98	40.72	21.68	20.52
EPS(元/股)	0.32	0.50	0.70	0.85	1.02
市盈率(P/E)	30.39	19.36	13.76	11.31	9.38
市净率(P/B)	1.44	1.39	1.25	1.16	1.06
市销率(P/S)	3.51	2.53	2.10	1.78	1.51
EV/EBITDA	23.13	12.89	10.98	8.53	7.11

看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

1、网购消费者基数扩大，电商行业规模不断提升，边际增速放缓，头部品牌马太效应增强

近年来网络及终端不断普及，2019年6月中国网络用户规模达到6.39亿人，**网购消费群体基数持续扩大**。随着网络支付和线下物流等配套系统的逐步完善，**电商行业规模逐年提升**，2018全年中国电商交易总额达31.63万亿元（+8.5%），预计2019年行业规模将超过35万亿。**但随着目前流量红利有所消退，行业边际增速放缓，马太效应愈发明显，头部电商品牌优势愈发明显；与此同时高性价比电商平台开始兴起。**

图42：中国网络用户规模持续上升（万人，%）

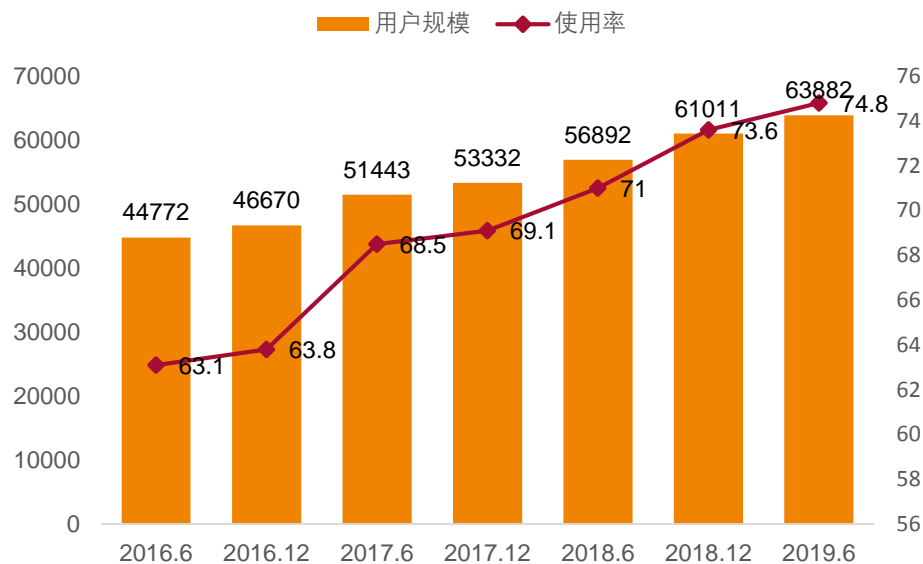
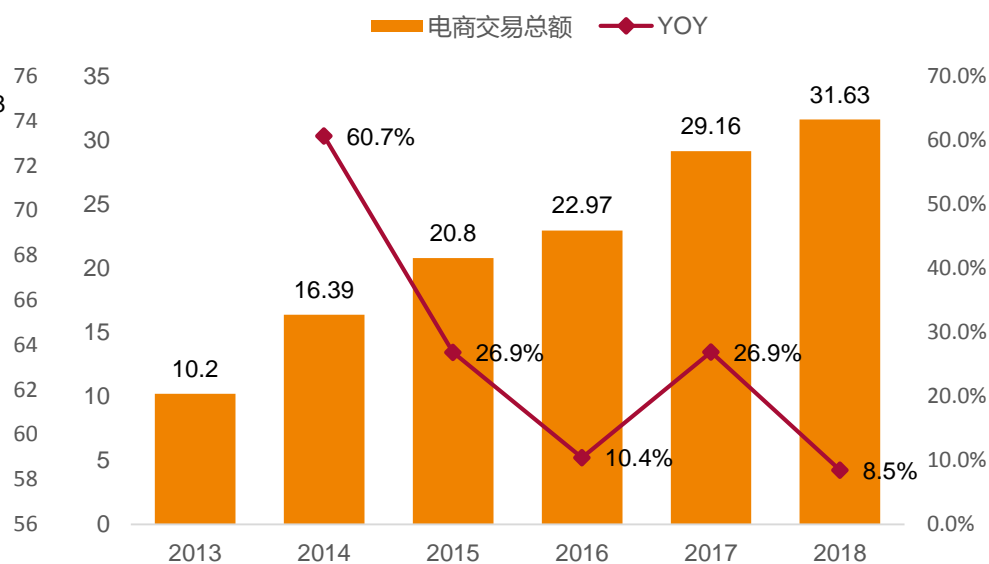


图43：中国电商交易规模持续扩大，但增速放缓（万亿元，%）



看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

2、电商渠道为主的公司：相较于线下渠道为主的公司，不易出现关店、存货积压的问题。

市场优势

打破消费的时间与空间限制，扩大市场

不受时间与场景的限制使得电商渠道能够触达更广泛的市场，并提高消费者的购物频次。

成本优势

摆脱实体终端运营成本，改善效益

省去门店租金装修人力等成本，改善盈利能力，供应链集中调配实现规模效应。

服务优势

取消中间环节，提升消费者体验

电商渠道便于管控，能够向消费者提供统一优质的服务，避免线下门店服务良莠不齐的状况。

信息优势

销售信息数据更快反馈，优化运营能力

及时有效的数据反馈可以促进供应链资源的高效配置，一定程度减少库存积压减值的问题。

看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

3、一二线城市消费趋于理性，下沉市场需求旺盛，主打性价比的电商品牌有望受益

受益于一二线城市消费趋于理性，三四线城市正在进行消费升级（白牌到有品牌），我们认为拥有高性价比的电商品牌将会持续受益。在此过程中，我们继续推荐持续进行扩品类和扩渠道的高性价比电商品牌：开润股份、南极电商。

- **开润股份**：B2C业务不断开拓自有渠道，产品持续进行迭代升级，价格带有所拓宽；同时B2B业务印尼工厂产能逐步释放，未来将持续贡献业绩；公司已经成为Nike的箱包供应商，未来将会持续开拓其他客户，保证B2B业务的稳定增长。
- **南极电商**：公司品类不断拓展，致力于成为大众消费品平台；同时努力拓展渠道，社交电商渠道的占比逐步提升；另外公司利用大数据赋能和产业链服务助力公司商业模式持续进化。

图44：开润股份业绩近年保持持续快速增长（亿元，%）

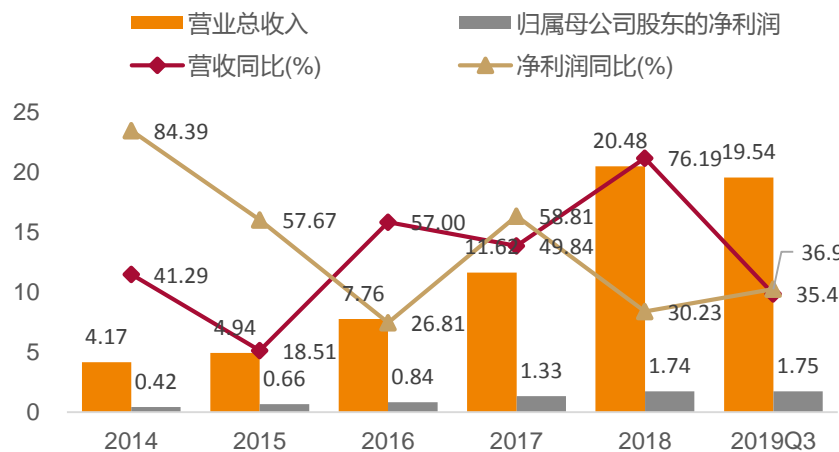
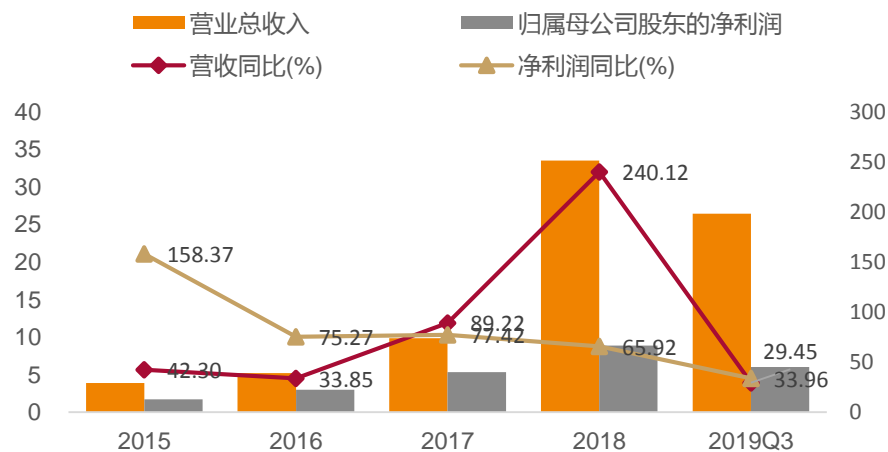


图45：南极电商业绩近年保持持续快速增长（亿元，%）



看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

1、开润股份：B2C业务产品持续迭代，自有渠道持续扩张；B2B业务印尼工厂产能释放

1) B2C业务：2019年公司加大品牌营销推广；同时将90分与小米渠道进行拆分。90分品牌主力价格带主打400-1000元，通过产品更新迭代进行价格带的提升。2019年公司在产品端将打造：轻质产品系列、女性系列及家庭出行系列等。同时在90分品牌打响后将持续进行品类的扩充；加大自有渠道的拓展力度，保证公司B2C业绩的快速增长。我们预计2019年公司B2C业务能够实现30%-40%的收入增速；2020年能够实现40%的收入增速。

图46：开润股份B2C业务重塑品牌形象，不断进行产品迭代和渠道精细化管理

品牌定位：

加大品牌营销投入，提升品牌关注度。致力于为新生代年轻商旅人群，深耕于箱包鞋服等出行产品，打造出行场景体验

产品迭代：

持续进行产品迭代和扩充，扩大消费客群，提升价格带水平（400—1000元）。

渠道精细化管理：

将90分自由渠道与小米渠道团队进行分拆，采取不同策略和打法，提升效率。

品牌营销：

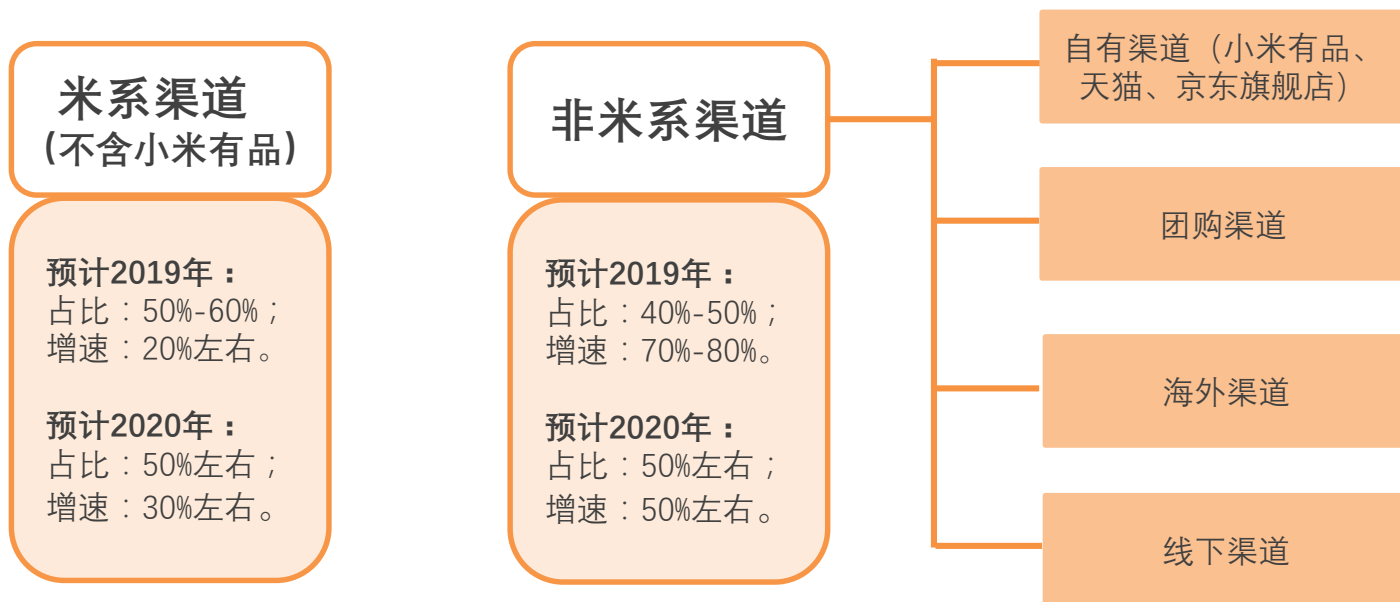
提升品牌知名度，丰富品牌内涵，除传统营销方式外，使用事件营销、KOL种草带货等新型营销手段。

看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

1、开润股份：B2C业务产品持续迭代，自有渠道持续扩张；B2B业务印尼工厂产能释放

1) B2C业务：① **扩渠道：**小米渠道保持稳定增长，加快非米系渠道扩张力度，为后续增长提供动力。我们认为未来公司小米渠道占比会逐步减小，非米系渠道占比逐步提升，并保持快速增长，将为90分增长提供新的渠道；同时我们认为2019/2020年是90分线下渠道和海外渠道的蓄力年，将为90分未来增长提供后续动力。我们预计目前小米渠道占比在50%-60%左右，2020年有望缩减至50%左右，增速能够维持在30%左右；非米系渠道占比不断提升，19年预计增速在70%-80%，2020年预计能够维持在50%左右的增速。

图47：大力扩张非米系渠道，未来将成为新的增长点

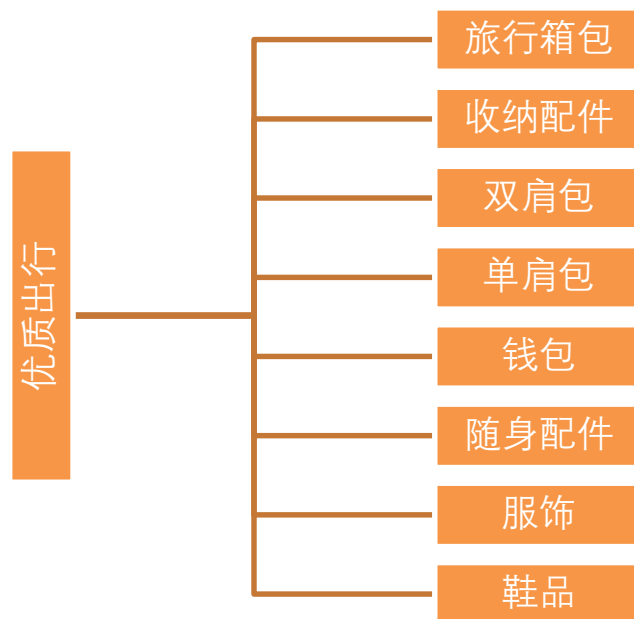


看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

1、开润股份：B2C业务产品持续迭代，自有渠道持续扩张；B2B业务印尼工厂产能释放

1) B2C业务：② 扩品类：公司围绕出行场景进行一系列的产品扩充。对于核心箱包品类，在不断进行产品迭代的同时，提升主力价格带水平（400—1000元）；另外扩充核心箱包品类的消费群体，拉动整体销售，如增加适合女性客群消费的产品；轻质系列及家庭旅行系列将陆续推出。同时对于其他品类，公司也在进行不断开拓，如收纳配件、服装、鞋履、围巾等，有助于提升消费者购买频次，增加客户粘性。

图48：公司B2C业务围绕出行场景进行一系列的产品扩充



看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

1、开润股份：B2C业务产品持续迭代，自有渠道持续扩张；B2B业务印尼工厂产能释放

2) B2B业务：印尼工厂产能释放，丰富客户结构，盈利能力不断提升。

- **客户结构**：收购印尼工厂后切入NIKE供应链，目前NIKE是开润印尼工厂最大客户。未来公司将继续寻找优质大客户，优化客户结构。
- **产能释放**：公司在印尼购买土地扩建厂房，扩张B2B箱包产能。我们预计公司2020年底-2021年初能够实现产能翻倍。

图49：公司B2C业务印尼产能持续释放



看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

1、开润股份：B2C业务产品持续迭代，自有渠道持续扩张；B2B业务印尼工厂产能释放

盈利预测：维持“买入”评级，维持公司19年盈利预测。公司自2015年推出自有品牌90分以来，规模不断提升，18年在中国市场的销量已经超过新秀丽。19年以来公司对于90分品牌进行重新的品牌梳理，加大品牌营销推广力度，并持续进行渠道和品类的扩充，保证公司B2C业务的长久发展；B2B业务方面，公司通过收购印尼工厂正式切入NIKE供应链体系，随着产能的持续释放，未来发展潜力较大。由此，预计19年-21年实现归母净利润2.3、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。

表6：开润股份盈利预测（百万元，%）（收盘价截至2019年12月12日）

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,162.44	2,048.07	2,828.94	3,687.58	4,773.19
增长率(%)	49.84	76.19	38.13	30.35	29.44
EBITDA(百万元)	193.36	259.85	300.10	400.36	531.99
净利润(百万元)	133.41	173.73	230.39	305.38	401.66
增长率(%)	58.81	30.23	32.61	32.55	31.53
EPS(元/股)	0.61	0.80	1.06	1.40	1.85
市盈率(P/E)	50.81	39.02	29.42	22.20	16.88
市净率(P/B)	13.90	10.65	8.19	6.41	4.99
市销率(P/S)	5.83	3.31	2.40	1.84	1.42
EV/EBITDA	37.27	25.14	21.18	15.55	11.46

看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

2、南极电商：扩品类+扩渠道，大数据赋能和产业链服务助力公司商业模式持续进化

1) 南极电商GMV增速始终保持快速增长。19年前三季度公司GMV实现168.08亿元，仍保持快速增长，预计全年将超过300亿GMV目标。

2) 预计货币化率将保持稳定，2020年减持压力会减小。19年前三季度货币化率为3.65%，环比有所改善，预计未来货币化率会稳定在4%左右。同时19年是公司借壳上市满三年的减持大年，2020年减持和风险减小。

图50：南极电商GMV始终保持快速增长（亿元，%）

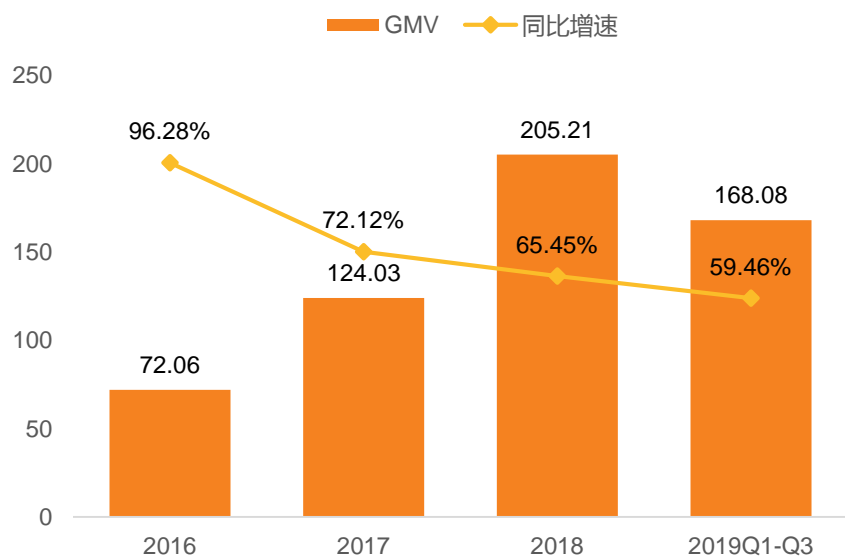
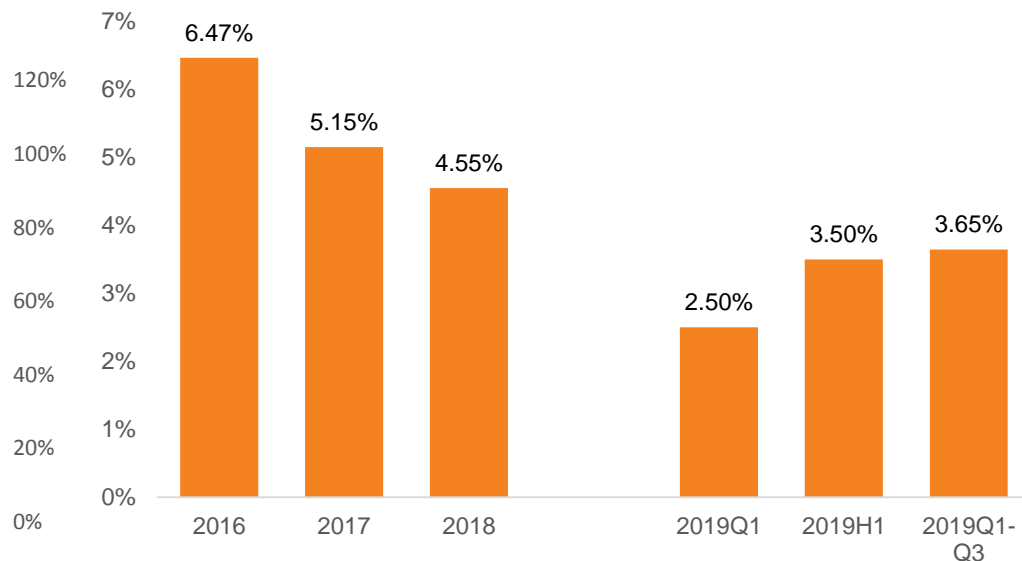


图51：南极电商货币化率有所改善（%）



看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

2、南极电商：扩品类+扩渠道，大数据赋能和产业链服务助力公司商业模式持续进化

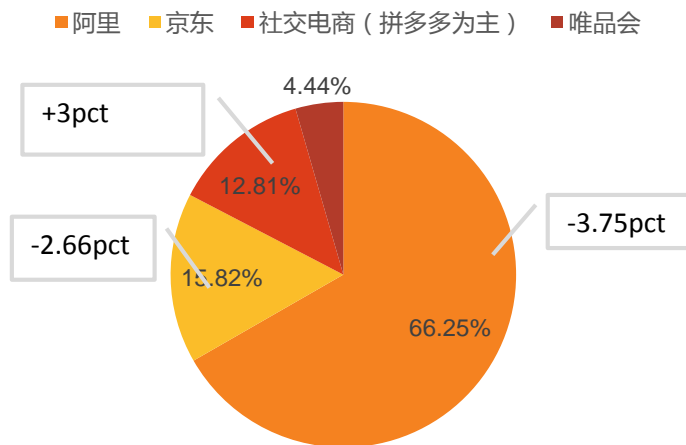
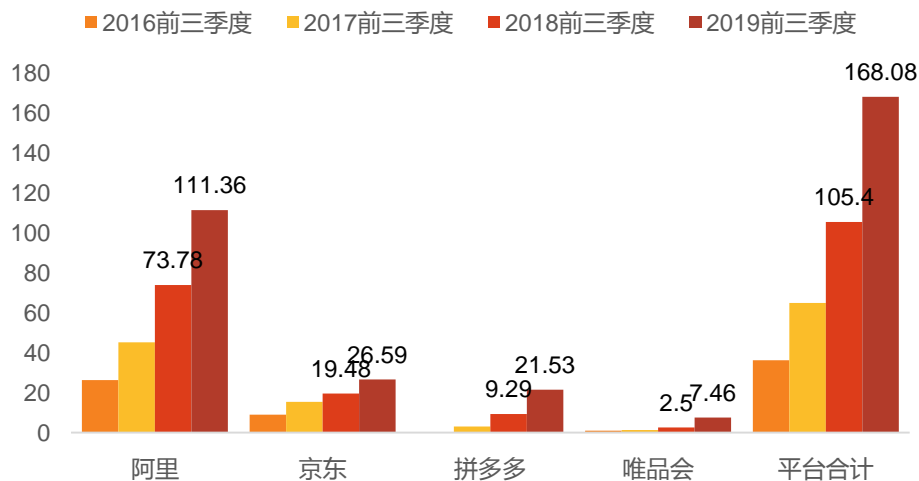
3) 公司主业实现快速增长主要得益于新品类的扩充以及新渠道的拓展。

① 扩品类：公司成熟品类始终保持快速增长，市占率进一步提升；新品类快速上量。2019前三季度南极人优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”GMV为34.56亿（+52.04%），“床上用品”GMV达21.39亿（+62.41%）；同时公司新品类逐步拓展上量，2019H1公司授权品类覆盖320个子类目，非纺织类的生活电器等品类快速上量，如2019年双十一智能泡脚桶售出5.05万件。

② 扩渠道：阿里渠道目前仍是公司主要渠道，但近年公司社交电商渠道（主要是拼多多）GMV实现快速增长，占比提升。19年前三季度占比为12.81%，增速达到132%。

图52：公司渠道以阿里为主，社交电商GMV快速增长（亿元，%）

图53：南极电商各渠道GMV中社交电商占比提高明显（%）



看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

2、南极电商：扩品类+扩渠道，大数据赋能和产业链服务助力公司商业模式持续进化

4) 顺应电商流量规则，推行大店策略，大数据赋能助力商业模式进一步优化。

① 店铺层级分工明确：综合大店做“爆款及爆款群”，腰部店铺依托供应链体系做分销，小店铺进行种草，对经营不善的、有负面清单行为的店铺实施退出机制。

② 大店规模效应显著：南极人品牌通过爆款+丰富供应链+快速反应能力，迅速形成了规模效应，重要的大店在19年前三季度GMV实现了高速增长。

图54：南极电商店铺层级分工明确

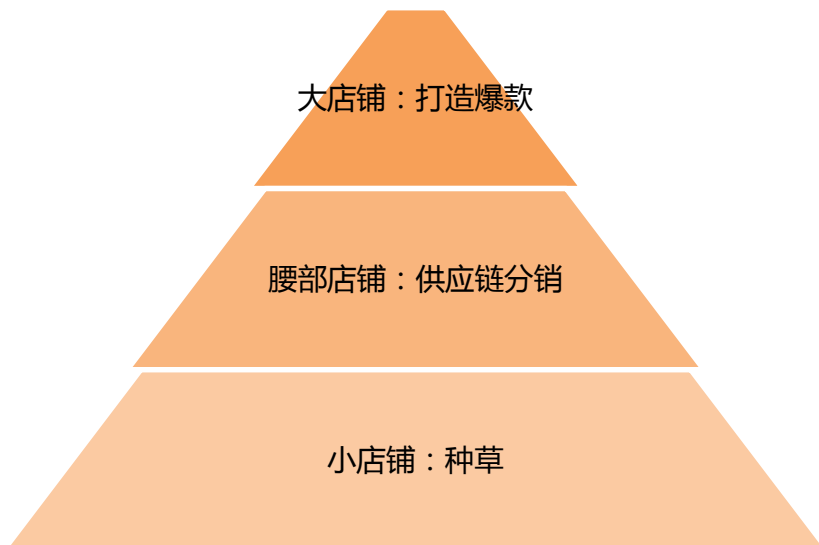


表7：2019前三季度南极人在阿里平台核心大店GMV实现高速增长（亿元，%）

店铺	GMV（亿元）	增速（%）
南极人官方旗舰店	6.29	225.01%
南极人悠选专卖店	4.52	161.27%
南极人杜尚专卖店	2.33	406.21%
南极人微昊专卖店	1.2	598.59%
南极人鸿希专卖店	1.05	142.09%
南极人爱缈专卖店	1.02	504.00%

看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

2、南极电商：扩品类+扩渠道，大数据赋能和产业链服务助力公司商业模式持续进化

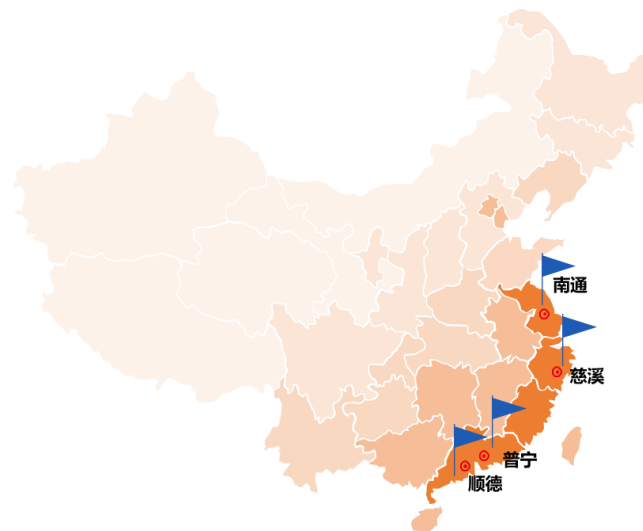
4) 顺应电商流量规则，推行大店策略，大数据赋能助力商业模式进一步优化。

③ 严抓质控，提升品质：【1】2019H1新签约第三方质量检测机构，共与9家建立战略合作关系；【2】调研约 180 家工厂，加大商家督察部和质量管理部的投入；【3】制定负面清单制度，完善供应链合作伙伴的准入和退出机制；【4】未来 1-2 年在重要产业带建立 20-30 家产业链服务中心，为合作供应链提供贴身式、地毯式的质量管理、知识产权管理、包装管理等服务。

图55：2019年公司从多个方面加强质量管控



图56：2019年公司已在四个城市设立产业链服务中心



看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

2、南极电商：扩品类+扩渠道，大数据赋能和产业链服务助力公司商业模式持续进化

4) 顺应电商流量规则，推行大店策略，大数据赋能助力商业模式进一步优化。

④ 大数据赋能，自主研发“南极数云”：南极数云是围绕电商平台的数据管理和商业智能工具，共分为5大模块，可对消费端数据、供应端赋能，让工厂经营者能够精准生产，实现更高的生产效率。消费端和供应端的生产销售全流程的关键指标及分析向所有供应链伙伴开放，让整条供应链对市场变化做出快速反应，提升整体运营效率。

图57：公司利用大数据赋能产业链，助力商业模式进一步优化



看好板块3：看好持续进行扩渠道、扩品类的电商渠道为主的公司

2、南极电商：扩品类+扩渠道，大数据赋能和产业链服务助力公司商业模式持续进化

盈利预测：我们维持原有盈利预测，预计2019年全年公司实现营收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2019-21净利润为12.06/15.73/20.47亿，预测对应EPS为0.49/0.64/0.83元。

风险提示：服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

表8：南极电商盈利预测（百万元，%）（收盘价截至2019年12月12日）

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	985.79	3,352.86	4,397.56	5,402.77	6,492.99
增长率(%)	89.22	240.12	31.16	22.86	20.18
EBITDA(百万元)	594.61	983.89	1,256.85	1,631.37	2,118.71
净利润(百万元)	534.29	886.47	1,206.24	1,572.70	2,046.64
增长率(%)	77.42	65.92	36.07	30.38	30.14
EPS(元/股)	0.22	0.36	0.49	0.64	0.83
市盈率(P/E)	51.37	30.96	22.75	17.45	13.41
市净率(P/B)	9.08	7.34	3.94	3.26	2.65
市销率(P/S)	27.84	8.19	6.24	5.08	4.23
EV/EBITDA	6.44	2.06	13.95	12.90	8.84

看好板块4：持续关注休闲龙头子行业， 预计2020年业绩将有所复苏

看好板块4：持续关注休闲龙头子行业，预计2020年业绩将有所复苏

1、森马服饰：童装优势地位稳固，休闲装仍在调整期，预计2020Q1后有望复苏。

1) 休闲装仍在调整期，预计2020Q1之后有望复苏

① 发货频次短期影响休闲业务增长。19年前三季度公司发货频次调整导致确认收入时点不同，使公司休闲业务收到影响，实现低个位数增长。从长期来看，发货频次的调整使得产品与市场更加贴合，前端生产控制更加灵活，公司的下单更为科学，有利于提升公司的运营效率。

② 休闲业务进行品牌刷新，希望实现二次成长。森马休闲业务持续进行品牌升级，在产品、研发、设计创新等进行一系列的改进，重构“以轻松拥有向往的有提升感的日常生活”为价值，实现休闲业务的二次成长。

图58：森马品牌的新定位体系

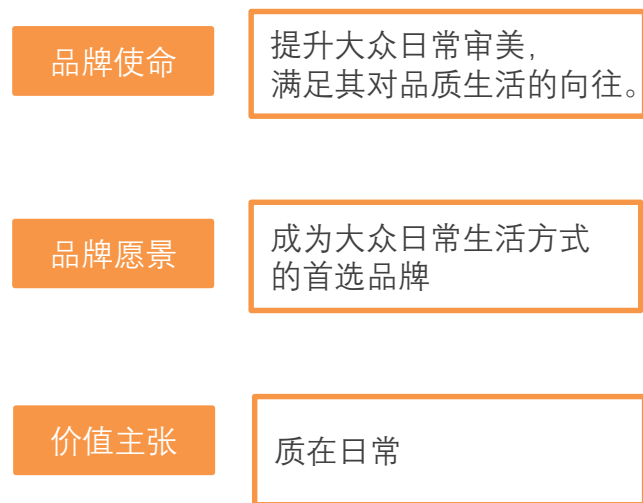
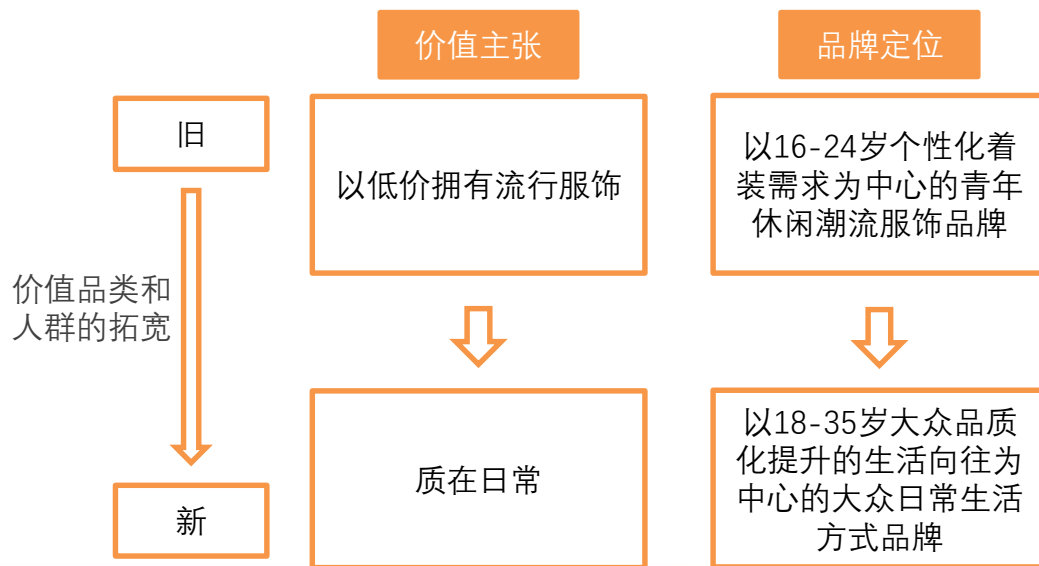


图59：森马品牌的二次成长



看好板块4：持续关注休闲龙头子行业，预计2020年业绩将有所复苏

1、森马服饰：童装优势地位稳固，休闲装仍在调整期，预计2020Q1后有望复苏。

1) 休闲装仍在调整期，预计2020Q1之后有望复苏

③ 打造种子店铺，加大品牌营销，提升品牌形象。公司通过种子店铺建立理想店铺模型，强化店铺生活场景感，提升门店形象；同时公司与知名IP进行联名，提升推进品牌宣传；另外公司在品牌营销层面持续推进，参加了米兰时装周同步发布双城记系列产品等。

图60：森马与梅花联名款系列产品



图61：森马米兰时装周产品



看好板块4：持续关注休闲龙头子行业，预计2020年业绩将有所复苏

1、森马服饰：童装优势地位稳固，休闲装仍在调整期，预计2020Q1后有望复苏。

2) 童装业务优势地位稳固，保持快速增长

① **业绩**：19年前三季度我们预计森马童装业务（不包含KIDLIZ）实现20%左右增长，龙头优势地位稳固，2018年市占率仍保持5.6%，相比第二名高4.1pct。

② **童装品牌矩阵进一步优化，通过差异化发展各品牌，满足市场不同需求**。巴拉巴拉作为国内童装龙头品牌，产品覆盖全年龄阶段的童装，近年保持快速增长；马卡乐、梦多多等其他童装品牌定位不同年龄阶段的童装产品，并持续进行品牌推广和宣传，提升品牌形象和知名度。

图62：儿童服饰营业收入及YOY（亿元，%）

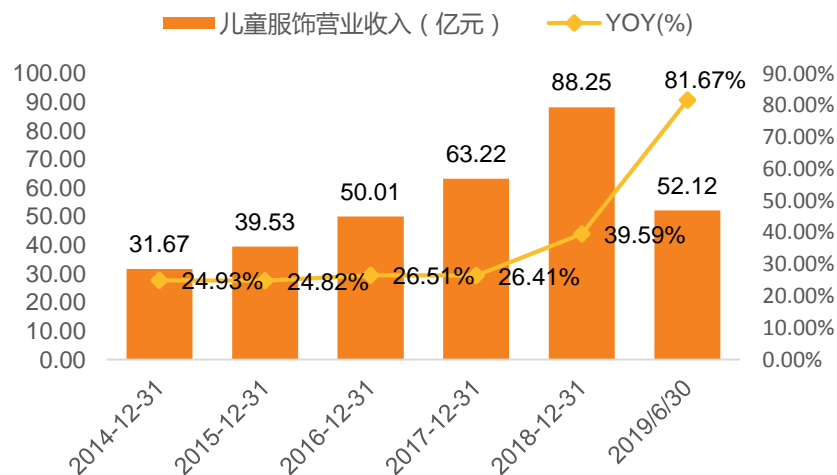
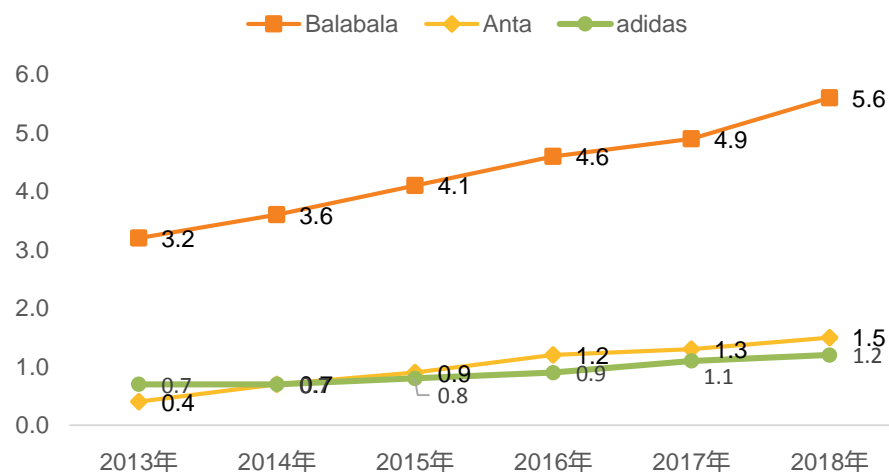


图63：近五年童装品牌市场占有率前三（%）



森马服饰：童装优势地位稳固，休闲装仍在调整期，预计2010Q1后有望复苏。

1、森马服饰：童装优势地位稳固，休闲装仍在调整期，预计2020Q1后有望复苏。

2) 童装业务优势地位稳固，保持快速增长

③ KIDILIZ主导高端细分市场，目前仍在培育期，未来有望改善。在高端细分市场，公司打造以KIDILIZ集团旗下CATIMINI品牌和ABSORBA品牌为主的全渠道零售业务组合。由于品牌仍在培育期，目前有所亏损，预计KIDILIZ全年亏损在2亿元左右，未来有望改善。同时森马与KIDILIZ在研发、供应链等方面进行合作协同，利于未来的长期发展。

表9：森马服饰旗下童装品牌矩阵定位清晰

品牌	定位	目标人群	风格	
巴拉巴拉	中高端	0-14岁	时尚、极致品质、款式多样	
马卡乐	中端	0-7岁	愉悦童趣、温馨有爱	
Sarabanda	中高端	0-16岁	安全舒适、流行时尚、个性自由	
KIDILIZ	Catimini	中高端	0-14岁	诗意、创意、想象力
	Absorba	中高端	0-16岁	高质量、时代风格、简约
TCP	大众	0-14岁	高价值潮流童装	
梦多多	大众	3-12岁	儿童体验式创意小镇	
棵棵树	大众	7-16岁	青春活力、独特个性	
Hey Junior	中端	7-16岁	时尚校园服饰	

看好板块4：持续关注休闲龙头子行业，预计2020年业绩将有所复苏

1、森马服饰：童装优势地位稳固，休闲装仍在调整期，预计2020Q1后有望复苏。

盈利预测：公司作为休闲服饰行业龙头，业绩保持稳健增长。目前公司休闲业务正处于调整阶段，预计2020年一季度之后能够复苏；童装作为公司优势品类，行业龙头地位稳固，业绩始终维持快速增长。预计2019-2021年公司归母净利润为18.64、21.16、24.35亿元，同比增长10.04%、13.54%、15.09%；预计2019-2021年EPS为0.69/0.78/0.90元。

风险提示：KIDILIZ 亏损拖累公司业务，存货及资产减值大幅增加，消费疲软等。

表10：森马服饰盈利预测（百万元，%）（2019年12月12日）

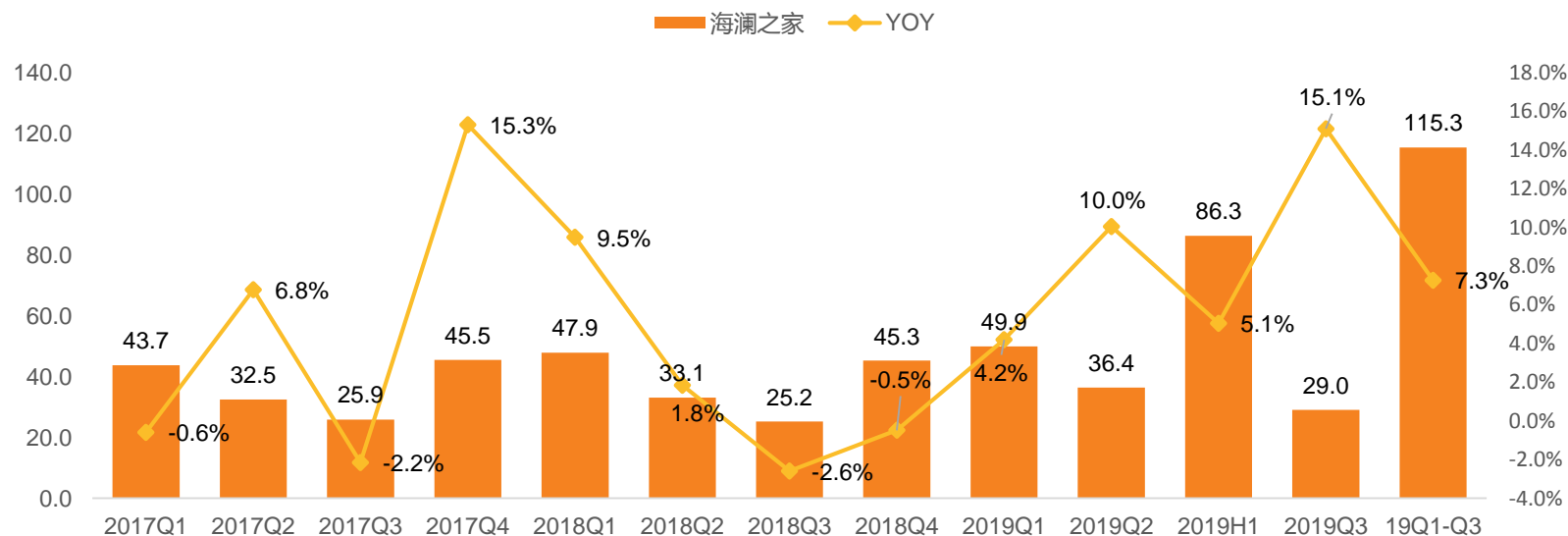
财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,026.30	15,719.13	20,297.93	22,924.90	25,658.78
增长率(%)	12.74	30.71	29.13	12.94	11.93
EBITDA(百万元)	1,533.87	2,499.18	2,505.08	2,946.99	3,442.77
净利润(百万元)	1,137.93	1,693.63	1,863.62	2,116.02	2,435.27
增长率(%)	(20.23)	48.83	10.04	13.54	15.09
EPS(元/股)	0.42	0.63	0.69	0.78	0.90
市盈率(P/E)	22.81	15.33	13.93	12.27	10.66
市净率(P/B)	2.57	2.33	2.18	2.03	1.88
市销率(P/S)	2.16	1.65	1.28	1.13	1.01
EV/EBITDA	11.52	7.90	8.79	7.37	6.23

看好板块4：持续关注休闲龙头子行业，预计2020年业绩将有所复苏

2、海澜之家：主品牌增长稳健，孵育品牌未来将逐渐贡献业绩。

1) 主品牌保持稳健增长，持续提升品牌形象和知名度。19年主品牌海澜之家保持稳健增长，19年前三季度实现7.26%的增速。产品端保持高性价比的定位，与IP进行合作，提升连带率；渠道端未来将持续拓展商场和购物中心门店；营销端通过与热门综艺合作、参加时装周提升品牌知名度。

图64：海澜之家系列营业收入及YOY（亿元，%）



看好板块4：持续关注休闲龙头子行业，预计2020年业绩将有所复苏

2、海澜之家：主品牌增长稳健，孵育品牌未来将逐渐贡献业绩。

2) 孵育品牌未来将逐渐贡献业绩。公司在19年剥离爱居兔业务，消除了对于公司整体业绩的影响；同时海澜优选、AEX、OVV等品牌在19年前三季度都实现了高速增长，未来品牌孵育成熟后将持续贡献业绩。18年并购的童装品牌男生女生我们预计2020年能够实现盈亏平衡。19年三季度开始并表的童装品牌英式，未来将持续贡献业绩。

3) 目前估值较低，对应2020年估值仅8.8倍。

图65：海澜之家成为中超三强正装合作伙伴



图66：黑鲸成为KPL官方唯一指定服装品牌



图67：海澜之家赞助热门综艺《奇葩说》



看好板块4：持续关注休闲龙头子行业，预计2020年业绩将有所复苏

2、海澜之家：主品牌增长稳健，孵育品牌未来将逐渐贡献业绩。

盈利预测：19年前三季度公司主品牌海澜之家环比增速提升明显，拖累公司利润的爱居兔业务已经剥离，圣凯诺品牌业绩保持稳定，其他小品牌仍在培育中，未来将逐步实现盈亏平衡。预计2019-2021年实现归母净利润35.21/38.16/41.36亿元，同比增长1.9%、8.4%、8.39%；预计19-21年EPS为0.8/0.86/0.94元。

风险提示：终端消费疲软，新品牌培育不及预期，库存积压风险。

表11：海澜之家盈利预测（百万元，%）（2019年12月12日）

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,200.09	19,089.73	21,001.43	22,268.87	23,981.47
增长率(%)	7.06	4.89	10.01	6.04	7.69
EBITDA(百万元)	4,482.03	4,801.41	4,899.47	5,256.85	5,638.09
净利润(百万元)	3,328.87	3,454.77	3,520.52	3,816.07	4,136.10
增长率(%)	6.60	3.78	1.90	8.40	8.39
EPS(元/股)	0.75	0.78	0.80	0.86	0.94
市盈率(P/E)	10.26	9.89	9.71	8.95	8.26
市净率(P/B)	3.06	2.64	2.01	1.84	1.68
市销率(P/S)	1.88	1.79	1.63	1.53	1.42
EV/EBITDA	0.46	0.09	4.45	3.73	3.30

附录：重点公司盈利预测与估值表

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	41.19	34.25	24.3%	89.4%	20.3%	28.5%	715.3	1,354.8	1,629.5	2,094.2	558.0
开润股份*	29.61	22.34	32.0%	32.6%	32.5%	31.5%	173.7	230.4	305.4	401.7	68.2
南极电商*	22.00	16.87	30.3%	36.1%	30.4%	30.1%	886.5	1,206.2	1,572.7	2,046.6	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	31.24	26.23	19.1%	14.9%	19.1%	19.0%	4,540.5	5,216.5	6,213.0	7,396.5	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
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
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	14.31	38.1%	142.8%	39.1%	37.1%	84.4	204.9	285.1	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
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

资料来源：Wind，天风证券研究所（截至2019年12月13日）

标*标的的数据均来自我们的预测，未标*标的的数据为Wind一致预测

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

THANKS