

# 纺织服装

证券研究报告  
2020年02月18日

## 预计服装线下渠道或将迎拐点，特步2月底门店全面恢复运营

2月9日，我们在周报《疫情相关标的表现出色，建议关注超跌龙头公司》中提醒各位投资者关注超跌优质龙头公司；2月12日，我们发布了行业跟踪点评《近期建议关注超跌优质龙头公司》，建议投资者持续关注超跌优质龙头企业，包括安踏体育、森马服饰、李宁、海澜之家等。

今日中午（2月18日）特步国际发布公告，预计除了湖北省地区的零售店以外，其余零售门店和生产线将于2020年2月底全面恢复运营。截至2019H1特步国际共拥有中国内地及海外门店6312家；我们根据百度地图的统计，湖北省共有特步门店256家，占比在4%左右；即在2月底特步国际超过95%的线下门店将会全面恢复运营。由于特步国际门店遍布全国31个省份，门店结构较为丰富（购物中心、街边店等都有），具备一定的代表意义。结合近期我们的跟踪，我们认为品牌服饰线下渠道有望在3月迎来拐点，继续建议投资者近期持续关注超跌龙头公司【安踏体育】、【森马服饰】、【李宁】、【海澜之家】。

此外，在本次疫情影响下，品牌服饰企业加大了对于线上渠道和私域流量的进一步渗透和营销，通过新零售模式进行数字化转型，在短期内弥补疫情对于品牌服饰企业线下的影响；中长期来看，对于品牌服饰推动新零售模式转型有良好的促进作用，利于公司未来长期发展。

近年众多品牌服饰企业不断探索新零售业务模式。在本次疫情期间，各品牌服饰加大了全员销售的推动力度，以门店为单位，以个人为支点，进行线上线下网格化管理；同时推动APP、微信、直播等渠道销售，实现更多销售形势的融合。例如，太平鸟、比音勒芬等公司都在积极融合更多形式的销售模式，利用微信等私域流量进行线上销售，进一步提升品牌在线上和新零售领域的渗透和结构搭建，短期内对于线下门店的影响有所缓解。在企业内部，通过严控费用，调整投资计划和费用计划，调整现金支出节奏，合理管控理财业务。由此，在困难的疫情时期，我们认为具有良好运营能力公司的长期优势能够得到更好的体现。

在此，我们希望重申我们的观点，建议各位投资者持续关注行业内优质超跌龙头、优质制造龙头、电商标本。（后附疫情影响弹性表）

- 优质超跌龙头：安踏体育、森马服饰、李宁、海澜之家
- 海外有产能布局的优质代工企业龙头：申洲国际、健盛集团
- 电商标本：南极电商、开润股份
- 疫情相关概念股：诺邦股份

**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；疫情影响加剧风险。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
02020.HK	安踏体育	62.92	买入	1.53	2.02	2.73	3.41	41.12	31.15	23.05	18.45
002563.SZ	森马服饰	8.64	买入	0.63	0.69	0.78	0.90	13.71	12.52	11.08	9.60
02331.HK	李宁	20.72	买入	0.30	0.55	0.73	1.02	69.07	37.67	28.38	20.31
600398.SH	海澜之家	7.12	买入	0.78	0.80	0.86	0.94	9.13	8.90	8.28	7.57
02313.HK	申洲国际	95.37	买入	3.02	3.34	3.73	4.20	31.58	28.55	25.57	22.71
603558.SH	健盛集团	11.56	买入	0.50	0.65	0.76	0.95	23.12	17.78	15.21	12.17
002127.SZ	南极电商	10.59	买入	0.36	0.49	0.64	0.83	29.42	21.61	16.55	12.76
300577.SZ	开润股份	34.85	买入	0.80	1.06	1.40	1.85	43.56	32.88	24.89	18.84
603238.SH	诺邦股份	23.30	买入	0.46	0.75	0.90	1.07	50.65	31.07	25.89	21.78

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级

上次评级

中性(维持评级)

中性

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:欧盟撤销柬埔寨 EBA 下部分关税，将会利好有越南产区布局的制造企业》 2020-02-17
- 2 《纺织服装-行业点评:近期建议关注超跌优质龙头公司》 2020-02-12
- 3 《纺织服装-行业研究周报:疫情相关标的表现出色，建议关注超跌龙头公司》 2020-02-09



## 1. 预计服装线下渠道或将迎拐点，特步 2 月底门店全面恢复运营

2 月 9 日，我们在周报《疫情相关标的表现出色，建议关注超跌龙头公司》中提醒各位投资者关注超跌优质龙头公司；2 月 12 日，我们发布了行业跟踪点评《近期建议关注超跌优质龙头公司》，建议投资者持续关注超跌优质龙头企业，包括安踏体育、森马服饰、李宁、海澜之家等。

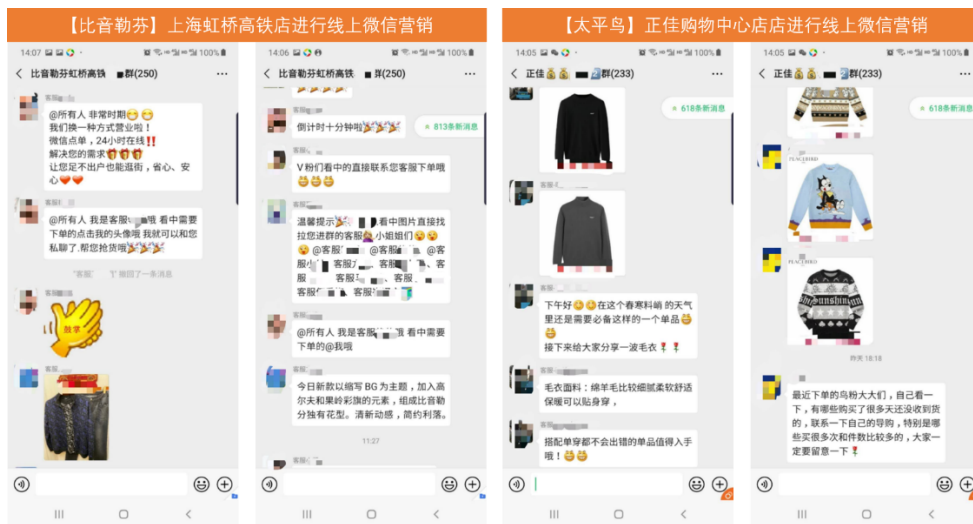
今日中午（2 月 18 日）特步国际发布公告，预计除了湖北省地区的零售店以外，其余零售门店和生产线将于 2020 年 2 月底全面恢复运营。截至 2019H1 特步国际共拥有中国内地及海外门店 6312 家；我们根据百度地图的统计，湖北省共有特步门店 256 家，占比在 4% 左右；即在 2 月底特步国际超过 95% 的线下门店将会全面恢复运营。由于特步国际门店遍布全国 31 个省份，门店结构较为丰富（购物中心、街边店等都有），具备一定的代表意义。结合近期我们的跟踪，我们认为品牌服饰线下渠道有望在 3 月迎来拐点，继续建议投资者近期持续关注超跌龙头公司【安踏体育】、【森马服饰】、【李宁】、【海澜之家】。

此外，在本次疫情影响下，品牌服饰企业加大了对于线上渠道和私域流量的进一步渗透和营销，通过新零售模式进行数字化转型，在短期内弥补疫情对于品牌服饰企业线下的影响；中长期来看，对于品牌服饰推动新零售模式转型有良好的促进作用，利于公司未来长期发展。

近年众多品牌服饰企业不断探索新零售业务模式。在本次疫情期间，各品牌服饰加大了全员销售的推动力度，以门店为单位，以个人为支点，进行线上线下网格化管理；同时推动 APP、微信、直播等渠道销售，实现更多销售形势的融合。例如，太平鸟、比音勒芬等公司都在积极融合更多形式的销售模式，利用微信等私域流量进行线上销售，进一步提升品牌在线上和新零售领域的渗透和结构搭建，短期内对于线下门店的影响有所缓解。

在企业内部，通过严控费用，调整投资计划和费用计划，调整现金支出节奏，合理管控理财业务。由此，在困难的疫情时期，我们认为具有良好运营能力公司的长期优势能够得到更好的体现。

图 1：各品牌服饰在积极融合更多形式的销售模式



资料来源：微信，天风证券研究所

注：为保护客服隐私，头像及姓名进行模糊处理

在此，我们希望重申我们的观点，建议各位投资者持续关注行业内优质超跌龙头、优质制造龙头、电商标头。（后附疫情影响弹性表）

- 优质超跌龙头：安踏体育、森马服饰、李宁、海澜之家
- 海外有产能布局的优质代工企业龙头：申洲国际、健盛集团
- 电商标头：南极电商、开润股份

● 疫情相关概念股：诺邦股份

由于本次疫情对于品牌端线下渠道影响比较大，主要系购物中心、百货门店暂时停业或减少营业时间；同时居民在家防疫也使商场客流锐减，将会对已线下渠道为主的品牌端造成较大影响。但我们预计3月线下品牌服饰有望迎来拐点，线下门店有望进入恢复期。在此背景下，我们建议投资者关注【优质超跌龙头】【海外有产能布局的制造企业】【电子商务板块】及【疫情相关概念股】。

1) 推荐长期投资逻辑未改的优质超跌龙头：【安踏体育】【森马服饰】【李宁】【海澜之家】。

2) 电子商务板块：服装行业电商板块主要是受到快递物流的递延影响，以及少部分新品的供货问题，由于近期快递已经开始逐渐复工，这部分被压制的需求会得到释放。推荐的标的【南极电商】【开润股份】；

3) 海外有产能布局的制造企业：目前对于制造企业的影响主要是延期复工造成订单交期的压力，企业在接单以及需求端客户下单方面会稍显谨慎，短期会压制一部分需求，但是随着2月中下旬各工厂逐步开始复工，生产进度恢复正常后，这部分需求将会逐步释放；另外在海外有产能布局的企业，海外产能正常复工，整体影响相对较小，推荐标的【健盛集团】【申洲国际】；

4) 继续推荐消毒湿巾等医用产品相关的疫情概念股：【诺邦股份】。

图 2：疫情对优质纺服龙头业绩影响弹性测算表

【天风纺服】疫情对纺织服装行业优质龙头公司业绩弹性表					
(亿元, %)	Adidas (欧元)	海澜之家	森马服饰	安踏体育	李宁
标的自2020年1月20日以来涨跌幅	-9.77%	-9.18%	-13.34%	-7.40%	-14.80%
2018年营业收入	219.15	190.90	157.19	241.21	105.27
2018Q1占全年占比	25.32%	30.31%	15.98%	-	-
2018Q2占全年占比	24.01%	22.14%	19.21%	-	-
2018H1占全年占比	49.32%	52.45%	35.20%	44.77%	44.84%
2018年净利润	17.02	34.55	16.94	41.03	7.15
2018Q1占全年占比	31.84%	32.74%	18.45%	-	-
2018Q2占全年占比	24.56%	27.07%	20.96%	-	-
2018H1占全年占比	56.40%	59.80%	39.41%	47.40%	37.55%
2020年预测营业收入	-	222.69 (+6.04%)	229.25 (+12.94%)	402.27(+23.57%)	161.71 (+21%)
2020Q1 (按照全年营收增速预测)	-	64.56	46.51	-	-
2020Q2 (按照全年营收增速预测)	-	49.12	46.32	-	-
2020H1 (按照全年营收增速预测)	-	113.69	92.83	189.67	75.76
2020年预测净利润	-	38.16 (+8.40%)	21.16 (+13.54%)	73.64 (+34.86%)	16.61 (+46%)
2020Q1 (按照全年净利润增速预测)	-	13.11	3.94	-	-
2020Q2 (按照全年净利润增速预测)	-	9.93	4.26	-	-
2020H1 (按照全年净利润增速预测)	-	23.04	8.20	33.48	8.19
在疫情的影响背景下，我们假设公司在2020H1能够完成上半年业绩目标（预测）的百分比分别为40%、50%、60%，观测对于公司全年业绩的弹性。					
假设2020H1能够完成预测业绩的40%	(与2020年原有盈利预测相比收入/净利润下调幅度)				
对于全年营收影响百分比	-	-30.63%	-24.30%	-28.29%	-28.11%
对于全年净利润影响百分比	-	-36.22%	-23.25%	-27.28%	-37.17%
假设2020H1能够完成预测业绩的50%	(与2020年原有盈利预测相比收入/净利润下调幅度)				
对于全年营收影响百分比	-	-25.53%	-20.25%	-23.57%	-23.42%
对于全年净利润影响百分比	-	-30.19%	-19.37%	-22.73%	-30.97%
假设2020H1能够完成预测业绩的60%	(与2020年原有盈利预测相比收入/净利润下调幅度)				
对于全年营收影响百分比	-	-20.42%	-16.20%	-18.86%	-18.74%
对于全年净利润影响百分比	-	-24.15%	-15.50%	-18.19%	-19.72%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价截至2020年2月18日；Adidas为欧元单位计量；另，李宁2020年预测净利润及增速为扣非后净利润，其余净利润及增速为归母净利润数据。

**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；疫情影响加剧风险。

## 分析师声明

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

## 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

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

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

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