纺织服装

2020 年 10 月 11 日

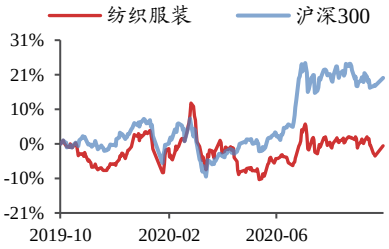
关注冷冬、双十一、出行复苏投资机会

——行业周报

投资评级：看好（维持）

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业双周报-阿里布局犀牛工厂，服装行业供应链价值体系重估》-2020.9.20

《行业周报-纺服中报总结：行业于 Q2 触底反弹，继续看好运动服饰及电商板块》-2020.9.6

《行业周报-李宁业绩增长超预期，继续推荐运动服饰龙头及上游优质 OEM 企业》-2020.8.16

● **核心组合：南极电商、安踏体育、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、稳健医疗、波司登、李宁，受益标的：海澜之家、水星家纺**

1、冷冬组合：南极电商、波司登，受益标的：水星家纺

2、电商旺季组合：南极电商、开润股份

3、线下持续复苏组合：安踏体育、李宁，受益标的：海澜之家

3、优质制造企业组合：申洲国际、健盛集团

4、疫情受益标的：稳健医疗、诺邦股份

（文中“本周”指 2020.10.5—10.09，“上周”指 2020.9.28—9.25）

● **降温开启羽绒服、内衣家纺销售旺季，波司登、南极电商、水星家纺受益**

十一期间全国气温普降，且节后新一轮冷空气预计来袭，释放进一步降温信号。预计寒冷天气叠加秋冬装换季销售高峰，将显著刺激羽绒服、内衣、家纺产品需求提升。淘数据显示，10 月 1 日至 6 日波司登品牌旗舰店销售额同比增长 574%，平均单价由 2019 年同期的 613 元提升至 1,034 元，消费需求呈爆发式增长；内衣家纺行业方面，10 月至次年春节期间为销售旺季，叠加寒冷天气因素更有望刺激需求大幅提升，家纺、内衣品类强势的南极电商及水星家纺等家纺龙头受益。

● **电商旺季消费回升，旅游市场恢复 7-8 成，继续推荐南极电商、开润股份**

黄金周、双十一催化电商旺季来临，“小镇青年”消费力不俗，继续推荐南极电商。据商务部监测，10 月 1 日至 8 日全国零售和餐饮重点企业日均销售额同比增长 4.9%，其中四五、线城市数字生活服务订单量分别增长 23%、29%；三线及以下城市出游人次占比达 60%，人均花费增长 55%，下沉市场消费潜力十足。我们认为，南极电商旗下品牌具备高性价比，电商渠道优势显著，优势品类增长稳健，新品类快速上量，预计 9 月 GMV 同比增加 51.7%，Q3 整体 GMV 增长 44.5%，继续维持高增长，有望持续受益消费增长及下沉市场消费升级趋势，业绩提升。**出行市场恢复至 7-8 成，利好开润股份。**10 月 1 日至 7 日全国共接待旅客 6.18 亿人次，同比恢复 79%；旅游收入 4,543 亿元，同比恢复 70%。我们估计，本次节假日出行高峰将显著带动出行品销售额增长，利好 90 分等出行消费品品牌。预计随着疫情得到控制，景区限流等限制因素解除，开润股份业绩有望持续反弹。

● **运动服饰行业整体复苏趋势向好，继续看好运动产业链龙头业绩反弹**

双节催化消费提升，进一步促进运动服饰行业整体复苏，继续看好运动品牌龙头业绩反弹。疫情期间消费者健康意识上升，随着双节来临，各地隔离措施的解除，出行增加，户外运动时长增加，快速刺激了运动服饰需求增长。**1）李宁：**线下直营销售数据逐月改善，预计 7 月/8 月/9 月分别达成销售目标的约 80%+/90%+/95%+，且销售折扣收窄，预计 Q4 恢复同期折扣水平，整体恢复趋势良好。**2）安踏体育：**预计主品牌安踏 7、8 月销售额增速转正，FILA 品牌增速约 20%-30%，预计 AMER 旗下始祖鸟品牌 2020H1 大中华区销售额同比增长约 5%，8 月同店增 50%以上。

● **风险提示：**全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、行业存货积压带来大额减值。

目 录

1、 行业更新：纺织服装板块收盘略有下调 4
1.1、 行业交易数据更新：纺织服装板块收盘略有下调 4
1.1.1、 行业涨跌公司情况：南极电商、起步股份、太平鸟涨幅居前 4
1.1.2、 行业核心公司的估值：行业估值处于历史较低水平 5
2、 行业重要信息：降温开启羽绒服、家纺销售旺季，黄金周消费回升继续看好运动服饰、电商龙头 6
2.1、 降温开启羽绒服、家纺销售旺季，波司登、南极电商、水星家纺有望受益 6
2.2、 黄金周、双十一催化电商旺季来临，旅游市场恢复至 7-8 成，利好出行品销售，继续推荐南极电商、开润股份 6
2.3、 运动服饰行业整体持续复苏，继续看好运动品牌产业链龙头业绩反弹 7
3、 核心组合：南极电商、安踏体育、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、稳健医疗、波司登、李宁，受益标的：海澜之家、水星家纺 7
3.1、 重点公司逻辑概述：南极电商、安踏体育、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、李宁 7
3.1.1、 南极电商：产业链赋能构建多品类新零售品牌巨头 7
3.1.2、 安踏体育：疫情影响逐渐减弱，长期竞争优势不变 9
3.1.3、 开润股份：B2B、B2C 业务双轮驱动，受疫情影响有限 10
3.1.4、 申洲国际：OEM 业绩基本符合预期，长期竞争优势不变 12
3.1.5、 健盛集团：A 股运动服饰制造领航者，期待疫情过后的业绩复苏 13
3.1.6、 稳健医疗：医疗与消费板块双两轮驱动的医疗健康企业龙头 14
3.1.7、 李宁：精细化零售管理推动李宁进入“新增长阶段” 15
4、 双周（9.21-10.9）报告更新 16
4.1、 稳健医疗：医疗与消费板块双两轮驱动的医疗健康企业龙头 16
5、 行业数据库更新：社零数据逐渐复苏，纺织品出口同比上升 17
5.1、 零售端：1-8 月社零数据受疫情影响较大，伴随国内疫情得到良好控制降幅收窄 17
5.2、 出口：1-8 月纺织品出口同比上升，服装类出口金额同比下降 18
5.3、 上游：棉花价格指数上涨，羊毛进口价格上涨 19
5.4、 行业投资：纺织行业投资同比下降，服装行业投资同比下降 20
5.5、 行业库存情况：纺织业库存增速有所下降，服装行业库存增速有所下降 21
6、 年内重点限售股解禁公司时间表 22
7、 风险提示 24

图表目录

图 1： 纺织服装板块月度走势弱于上证指数 4
图 2： 纺服板块本周收盘上涨 3.24% 4
图 3： 南极电商、起步股份、太平鸟涨幅居前三（%） 4
图 4： 华孚时尚、江苏阳光、九牧王跌幅居前三（%） 4
图 5： 2020 年 8 月社消品零售总额增速有所上升（%） 17
图 6： 1-8 月社会消费品零售总额增速有所上升（%） 17
图 7： 2020 年 8 月限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额增速略微上升（%） 18
图 8： 2020 年 8 月限额以上零售企业服装类零售额增速略微上升（%） 18
图 9： 2020 年 8 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额增速上升（%） 18
图 10： 2020 年 8 月限额以上零售企业化妆品类零售额增速上升（%） 18
图 11： 2020 年 8 月纺织品出口增速上升（%） 18

图 12: 2020 年 8 月服装及衣着附件出口同比下降（%） 18
图 13: 本周 Cotlook:A 价格略微上涨（美分/磅） 19
图 14: 本周中国棉花综合价格指数略微上涨 19
图 15: 2020 年 8 月棉花进口平均单价上升（美元/吨） 19
图 16: 2019 年 12 月羊毛进口平均单价上涨（美元/吨） 19
图 17: 2020 年至今长丝、粘胶短纤价格有所下降 20
图 18: 2020 年至今涤纶短纤、长丝价格有所下降 20
图 19: 2020 年 8 月国内棉布产量有所下降（万吨） 20
图 20: 2020 年 8 月国内棉纱产量有所下降（万吨） 20
图 21: 2020 年 8 月纺织行业固定资产投资完成额累计同比下降（单位：亿元，%） 21
图 22: 2020 年 8 月服装行业固定资产投资完成额累计同比下降（单位：亿元，%） 21
图 23: 2020 年 8 月纺织业库存增速下降（万元，%） 21
图 24: 2020 年 8 月服装业库存增速下降（万元，%） 21

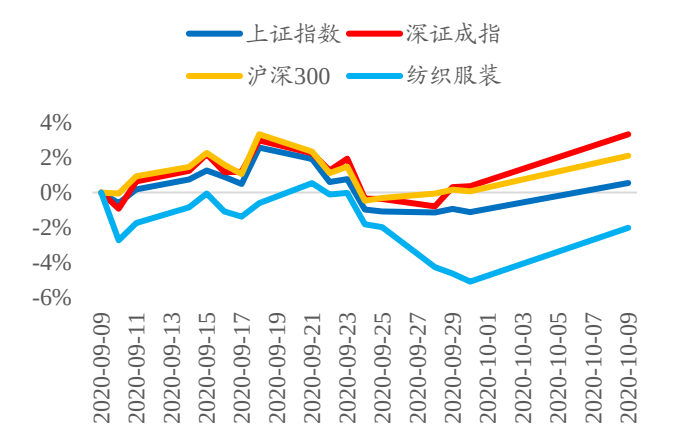
表 1: 行业核心公司的估值处于历史较低水平 5
表 2: 年内重点限售股解禁公司时间表 22

1、 行业更新：纺织服装板块收盘略有下调

1.1、 行业交易数据更新：纺织服装板块收盘略有下调

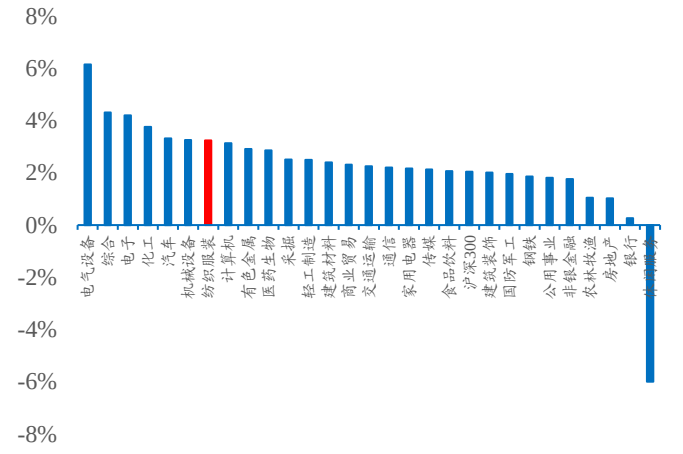
本周（2020 年 9 月 28 日至 10 月 9 日）上证指数 3,272.08 点，较上周（2020 年 9 月 21 日至 9 月 25 日）收盘变动 1.64%；深证成指收于 13,289.26 点，较上周收盘变动 3.71%；沪深 300 收于 4,681.14 点，较上周收盘变动 2.43%；纺织服装板块收于 1,902.74 点，较上周收盘变动-0.04%。

图1：纺织服装板块月度走势弱于上证指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

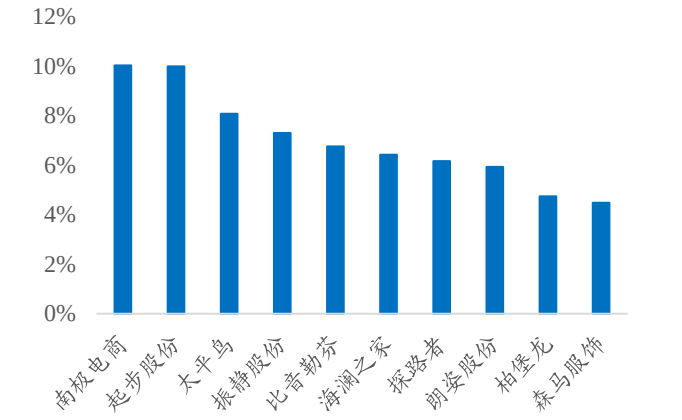
图2：纺服板块本周收盘上涨 3.24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

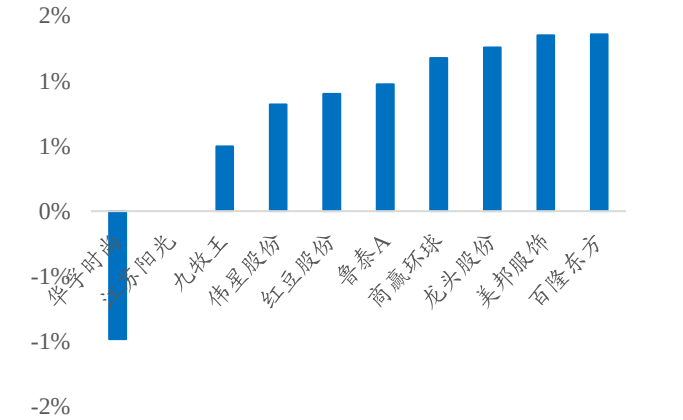
1.1.1、 行业涨跌公司情况：南极电商、起步股份、太平鸟涨幅居前

图3：南极电商、起步股份、太平鸟涨幅居前三（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：华孚时尚、江苏阳光、九牧王跌幅居前三（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.2、 行业核心公司的估值：行业估值处于历史较低水平

表1：行业核心公司的估值处于历史较低水平

证券简称	PE			净利润（百万元）			净利润增长率			2019-2021 净利 CAGR	总市值（亿元）
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
运动服饰											
安踏体育*	38.0	36.7	27.3	5,344.0	5,533.0	7,434.0	30.3%	3.5%	34.4%	17.9%	2,032.6
李宁*	54.8	53.8	40.1	1,499.0	1,526.0	2,046.0	109.6%	1.8%	34.1%	16.8%	821.5
特步国际	7.6	11.7	8.3	727.7	473.5	664.4	10.8%	-34.9%	40.3%	-4.4%	55.3
滔搏*	26.1	24.0	21.5	2,303.4	2,510.7	2,799.4	4.7%	9.0%	11.5%	10.2%	602.1
宝胜国际	10.5	19.8	8.5	833.3	442.8	1,035.0	53.5%	-46.9%	133.7%	11.4%	87.6
电商											
开润股份*	31.5	35.6	21.8	226.0	200.0	327.0	30.1%	-11.5%	63.5%	20.3%	71.2
南极电商*	38.7	30.1	23.5	1,206.0	1,550.0	1,987.0	36.0%	28.5%	28.2%	28.4%	466.2
纺织制造											
申洲国际*	34.9	32.2	28.4	5,095.0	5,522.0	6,271.0	12.2%	8.4%	13.6%	10.9%	1,780.5
健盛集团*	14.2	19.3	13.7	273.0	201.0	284.0	32.2%	-26.4%	41.3%	2.0%	38.8
鲁泰 A	6.5	10.5	8.3	952.4	594.0	751.0	17.4%	-37.6%	26.4%	-11.2%	62.2
百隆东方	18.8	21.1	16.4	297.8	264.8	340.8	-31.9%	-11.1%	28.7%	7.0%	56.0
华孚时尚	22.8	47.4	19.7	402.3	193.5	467.0	-46.5%	-51.9%	141.3%	7.7%	91.8
联发股份	8.3	12.6	11.4	393.1	258.0	286.0	0.7%	-34.4%	10.9%	-14.7%	32.5
网红 MCN 及代运营											
星期六	104.5	69.1	31.8	150.3	227.2	494.1	1582.0%	51.2%	117.5%	81.3%	157.1
安正时尚	15.1	14.1	11.8	302.7	324.2	388.4	7.7%	7.1%	19.8%	13.3%	45.8
天创时尚	17.2	21.1	15.6	207.4	169.6	229.0	-14.4%	-18.2%	35.0%	5.1%	35.7
高端服饰											
比音勒芬	23.0	20.4	16.3	406.6	459.2	576.2	39.1%	12.9%	25.5%	19.0%	93.7
地素时尚	16.6	16.2	14.0	624.4	638.9	740.8	8.8%	2.3%	15.9%	8.9%	103.4
歌力思	13.8	10.6	13.6	356.6	465.2	362.3	-2.3%	30.5%	-22.1%	0.8%	49.2
朗姿股份	70.0	28.2	19.0	58.8	146.0	216.0	-72.1%	148.4%	47.9%	91.7%	41.1
休闲服装											
森马服饰*	14.6	18.0	14.8	1,549.0	1,255.0	1,531.0	-8.5%	-19.0%	22.0%	-0.6%	226.4
海澜之家	8.9	11.8	8.9	3,210.5	2,420.3	3,204.7	-7.1%	-24.6%	32.4%	-0.1%	286.4
波司登*	24.8	20.4	16.7	1,203.0	1,466.0	1,784.0	22.6%	21.9%	21.7%	21.8%	298.5
太平鸟	25.5	24.4	20.3	551.5	574.6	691.4	-3.5%	4.2%	20.3%	12.0%	140.4
男装											
九牧王	18.9	28.0	20.7	370.1	249.3	337.3	-30.6%	-32.6%	35.3%	-4.5%	69.8
七匹狼	12.0	17.7	14.0	347.3	235.0	296.7	0.3%	-32.3%	26.2%	-7.6%	41.6
红豆股份	50.2	43.5	42.1	169.5	195.6	202.3	-18.1%	15.4%	3.4%	9.2%	85.1
家纺											
水星家纺	12.1	11.7	10.1	315.5	326.3	376.4	10.7%	3.4%	15.4%	9.2%	38.1
罗莱生活	16.6	17.2	15.3	546.1	527.0	593.9	2.2%	-3.5%	12.7%	4.3%	90.8

证券简称	PE			净利润（百万元）			净利润增长率			2019-2021 净利 CAGR	总市值（亿元）
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
疫情概念股											
诺邦股份*	53.0	17.5	14.1	83.0	252.0	311.0	50.2%	203.6%	23.4%	93.6%	44.0

数据来源： Wind、开源证券研究所

备注：1）截至时间 2020 年 10 月 9 日；2）表中标*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标*公司盈利预测均来源于 Wind；3）波司登 2019A 对应区间 2019/2020 财年（2019.03.31-2020.03.31）。

2、 行业重要信息：降温开启羽绒服、家纺销售旺季，黄金周消费回升继续看好运动服饰、电商龙头

2.1、 降温开启羽绒服、家纺销售旺季，波司登、南极电商、水星家纺有望受益

十一期间全国气温普降，新一轮冷空气来袭释放降温信号。10 月以来，全国气温在持续阴雨与南下冷空气双重影响下，以较大幅度持续走低。华中地区十一期间平均最低气温 11.6℃，为 1951 年以来历史同期最低；长江中下游部分省市的寒冷程度创 1981 年以来之最；吉林、河南等多地出现降雪。并且，我国气象局宣布节后新一轮冷空气将继续来袭，带来大风及雨雪天气，释放进一步降温信号。

降温天气开启羽绒服、家纺销售旺季，波司登、南极电商、水星家纺有望受益。我们预计，寒冷天气叠加秋冬装换季销售高峰，将显著刺激羽绒服、家纺产品消费需求大幅提升。淘数据显示，2020 年 10 月 1 日至 6 日波司登品牌旗舰店销售额同比增长 574%，平均销售单价由 2019 年同期的 613 元提升至 1,034 元，消费需求呈爆发式增长；家纺行业方面，往年 10 月至次年春节期间为家纺产品销售旺季，叠加寒冷天气因素更有望刺激需求大幅提升，内衣家纺品类强势的南极电商及水星家纺等行业龙头将受益。

2.2、 黄金周、双十一催化电商旺季来临，旅游市场恢复至 7-8 成，利好出行品销售，继续推荐南极电商、开润股份

黄金周、双十一购物节催化电商旺季来临，刺激销售需求大幅增加，“小镇青年”消费力不俗，推荐南极电商等高性价比电商龙头。据商务部监测，2020 年 10 月 1 日至 8 日全国零售和餐饮重点监测企业销售额约 1.6 万亿元，日均销售额较 2019 年同期增长 4.9%。其中，线上消费方面，美团数据显示，国庆期间四线城市数字生活服务订单量增长 23%，五线城市增长 29%；出行消费方面，阿里数据显示三线及以下城市出游人次占比达 60%，人均花费增长 55%，下沉市场消费潜力十足。我们认为，南极电商旗下品牌具备高性价比，且电商渠道优势显著，三季度优势品类增长稳健，新品类快速上量，预计将受益消费增长及下沉市场消费升级趋势，业绩持续高增长。

出行市场恢复至 7-8 成，利好开润股份。2020 年 10 月 1 日至 7 日全国共接待旅客 6.18 亿人次，同比恢复 79%；国内旅游收入共计 4,543.3 亿元，同比恢复 70%。我们估计，本次节假日出行高峰将显著带动出行品销售额增长，利好 90 分等出行消费品品牌。预计随着疫情得到控制，景区限流等限制因素解除，出行市场由近距离向远

距离逐步恢复，开润股份业绩有望持续反弹。

2.3、 运动服饰行业整体持续复苏，继续看好运动品牌产业链龙头业绩反弹

双节催化消费提升，进一步促进运动服饰行业整体复苏，继续看好运动品牌龙头业绩反弹。疫情期间消费者健康意识上升，随着双节来临，各地隔离措施的解除，出行增加，户外运动时长增加，快速刺激了运动服饰需求增长。

1）安踏体育：主品牌安踏 7、8 月销售额增速预计转正，FILA 品牌增速约 20%-30%，AMER 旗下始祖鸟品牌 2020H1 销售额同比增长约 5%，8 月同店增约 50%以上；

2）李宁：线下直营销售数据逐月改善，预计 7 月/8 月/9 月分别达成销售目标的约 80%+/90%+/95%+，且销售折扣收窄，预计 Q4 恢复同期折扣水平，整体恢复趋势良好。

3、 核心组合：南极电商、安踏体育、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、稳健医疗、波司登、李宁，受益标的：海澜之家、水星家纺

- **冷冬组合：**南极电商、波司登，受益标的：水星家纺
- **电商旺季组合：**南极电商、开润股份
- **线下持续复苏组合：**安踏体育、李宁，受益标的：海澜之家
- **优质制造企业组合：**申洲国际、健盛集团
- **疫情受益标的：**稳健医疗、诺邦股份

3.1、 重点公司逻辑概述：南极电商、安踏体育、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、李宁

3.1.1、 南极电商：产业链赋能构建多品类新零售品牌巨头

产业链赋能构建新零售品牌巨头：南极电商作为以品牌授权和产业链服务为主的消费品创新型公司，依靠独特的商业模式与先发优势形成了规模及流量护城河。未来公司南极人主品牌增长空间依然宽广，新品类新渠道有望带来新流量，推动公司持续稳定高增长。

“既不生产，也不销售”，用品牌授权和产业链服务打造南极人共同体平台

公司的商业模式链条中分为南极电商（品牌方）、上游供应商和下游经销商。公司拥有品牌、流量资源以及电商运营经验，为拥有优秀制造资源的供应商提供品牌、渠道流量；为拥有电商销售经验和资源的经销商提供品牌、高性价比和契合消费者需求的好产品，并提供电商运营服务支持。该商业模式下，公司可以剥离存货风险，凭借品牌授权和产业链服务，借助上下供应链资源，打造出具有平台属性的新零售品牌。公司早期借助电商平台的成长红利，建立了较难超越的规模和流量壁垒，在电商红利逐渐褪去的今天，很难再产生能与之匹敌的竞争对手。

2019 年业绩持续高增长，符合市场预期

2019 年公司营收 39.07 亿元(+16.52%)，实现归母净利润 12.06 亿元(+36.06%)，扣非归母净利润为 11.48 亿元(+36.46%)，EPS 为 0.49(+36.11%)。由于低增速时间互联业务营收占比较大，净利润占比较小，归母净利润增速显著高于营收增速。

收入拆分:本部业务保持高增长，时间互联收入稳健增长

本部营收 13.98 亿元(+34.66%)，实现归母净利润 10.99 亿元(+44.81%)；时间互联实现营收 25.10 亿元(+8.33%)，实现归母净利润 1.08 亿元，同比下降 14.96%。其中，本部业务旗下品牌综合服务业务实现收入 12.41 亿元(+37.89%)，经销商品牌授权业务实现收入 0.65 亿元(+93.31%)，自媒体流量变现业务实现收入 0.47 亿元(-1.34%)，保理业务实现收入 0.36 亿元(-19.71%)。2019 年全年实现 GMV 为 305.59 亿元(+48.92%)，货币化率为 4.27%(-0.28pct)，保持相对稳定。

本部盈利能力显著提升，应收账款和经营性现金流净额大幅改善

1)盈利能力：2019 年公司净利率 30.9%，同比提升 4.4pct；其中公司本部净利率为 78.6%(+5.4pct)，时间互联净利率为 4.3%(-1.2pct)。2019Q4 单季度净利率为 47.6%，同比提升 14.3pct，盈利能力显著提升。我们认为，主要系高毛利的品牌综合服务业务及经销商品牌授权业务营收占比上升所致。

2)应收账款：2019 全年应收账款总额为 7.9 亿元，全年净增加 0.65 亿(+9.0%)，增幅低于收入增幅，主要系公司对于应收账款催收力度加强所致。拆分来看，2019 年公司本部应收账款同比增长 38.26%至 6.1 亿元，保理业务应收账款大幅收缩 85.45%至 0.2 亿元，时间互联业务应收账款同比增加 33.51%至 1.6 亿元。3)经营性现金流净额：2019 年经营性现金流净额为 12.55 亿元(+127.6%)，其中公司本部经营性现金流净额为 10.8 亿元，同比增长 86.18%；时间互联经营性现金流净额为 1.8 亿元，由负转正，改善显著。

公司 2020 中报公布，本部业绩增长稳健，维持“买入”评级

南极电商 2020H1 实现营业收入 16.3 亿元(-0.49%)，实现归母净利润 4.31 亿元(+11.51%)。其中 2020Q2 实现营收 9.54 亿元(+17.85%)，归母净利润 3.03 亿元(+14.39%)。本部业务收入稳定增加，疫情影响下仍实现逆势增长；时间互联收入受疫情影响上半年略有下滑，但长期来看增长潜力较大。预计公司完成全年激励目标的概率较高。

毛净利率提升，现金流改善，保理业务规模持续收缩

2020H1 公司整体毛利率为 33.08%(+3.34pct)，净利率为 26.48%(+2.85pct)，主要系本部业务毛利率、净利率相对较高，本期内其营收、利润占比均有提升所致。

营运能力方面，2020Q2 单季度公司应收账款净减少 0.22 亿元，边际改善趋势明显。2020H1 保理业务产生的应收账款净值约为 2.19 亿元，2020Q2 约为 2.26 亿元，同比 2019Q2 减少 32%，规模持续收缩。2020Q2 单季度经营性现金流净额为 3.44 亿元，同比增加 483.05%，现金流状况明显改善，且客户回款趋势恢复正常，因此我们预计 2020Q3 现金流状况有望继续改善。

GMV 维持高增长，货币化率有望提升

公司 2020H1 实现 GMV 共计 143.78 亿元，同比增长 30.94%；其中 2020Q2 单

季度 GMV 同比增长 48.49%。品牌端，南极人品牌 2020H1 实现 GMV 共计 129.26 亿元（+35.49%），疫情下仍实现高速增长，由于其具备爆款打造能力、丰富的供应链及快反能力，韧性较强。渠道端，2020H1 社交电商渠道增速较快，GMV 为 26.38 亿元（+94%），占比 18.35%。货币化率方面，根据品牌服务及授权业务口径计算，2020H1 公司货币化率为 3.16%，相较 2019H1 下降 0.34pct；其中 2020Q2 公司货币化率为 3.68%，同比下降 0.62pct，受疫情影响有所降低。随着社交电商渠道运营、供应链效率的提升，货币化率有望同步提升，带动公司业绩增长。

公司在五一期间（5 月 1 日至 5 月 5 日）GMV 增幅达到 109.4%，体现出强劲的复苏趋势。此外，公司文具品类也出现了第一个爆款产品——金斯邦办公用品专卖店的补鞋胶，月销量超过 35 万件。公司 2020 年在成熟品类上将持续深化三级类目，拓展健康生活、居家日用、化妆品等新领域的产品，有望不断打造出新品类中的爆款，扩品类逻辑不断印证。**我们预计，公司 2020-2022 年归母净利润为 15.5/19.9/25.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.81/1.02 元，维持“买入”评级。**

3.1.2、 安踏体育：疫情影响逐渐减弱，长期竞争优势不变

安踏集团是国内运动鞋服细分行业龙头，坚定执行“单聚焦，多品牌，全渠道”战略，近年来渠道产品不断升级，营收规模持续高增长。集团旗下多品牌矩阵完善，主品牌安踏龙头地位稳固，FILA 高基数下始终维持高增长，盈利能力优秀。2019 年 AMER 收购落地，未来“双 A”协同有望带来新增长动力。

重塑 FILA 品牌打造高增长引擎，集团品牌运营能力得以验证：集团于 2009 年收购 FILA 品牌，经过扭转品牌定位、精准卡位运动时尚与一系列的渠道产品升级，近年来业绩斐然，盈利能力突出，始终维持高增长，持续带动集团整体毛利水平上升。由此，集团优秀的品牌管理运营能力得以显现。随着 FILA 品牌店效的持续提升，FILA KIDS、FILA FUSION 等副牌规模的扩大，与运动时尚需求的增长，我们预计未来两到三年内 FILA 仍能够保持相对高增速。

国内户外行业兴起，对标海外龙头发展空间广阔：我国户外运动市场起步较晚，目前市场规模及渗透率与发达国家差距较大。经测算，对标美国户外市场，我国户外行业规模未来可达 1285 亿左右；对标哥伦比亚、The North Face 等海外龙头，仅始祖鸟单个品牌未来国内门店可达 1489 家左右，具有 4 倍以上空间，AMER 集团旗下各品牌国内扩张潜力较大，且专业壁垒高，先发优势明显。

大品牌+广渠道+多国家，AMER 或成集团下一个增长引擎：2019 年 AMER 收购完成，根据集团规划，未来 AMER 将：①打造三个十亿欧元级品牌；②加快从批发模式向零售的转型，促进电商渠道发展；③布局全球，加速中国市场发展等。凭借集团对 AMER 的全面赋能，叠加专业户外市场的发展，我们预计 AMER 将快速成长为下一个新增长引擎，推动集团国际化发展。

DTC 转型战略有望持续提高公司收入规模及盈利能力，维持“买入”评级

公司 2020 H1 收入 146.7 亿元（-1.0%），归母净利润为 16.6 亿元（-28.6%）。除去合营公司亏损，归母净利润为 23.8 亿元（-20.1%），业绩超预期。基于 1）7/8 月流水环比继续改善，预计 2020Q4 流水有望恢复至正常；2）Amer 于 2020 年下半年有望扭亏为盈；3）零售战略转型将持续提升公司的收入规模及盈利能力。

2020H1 业绩超预期，FILA 占比提高拉动毛利率持续提升

2020H1 公司实现营业收入 146.7 亿元（-1.0%），安踏/FILA/其他品牌收入占比分别为 46%/49%5%，同比变动-10.7%/9.4%/8.3%；毛利率提升 0.7pct 至 56.8%，主要由于高毛利 FILA 业务收入占比提高；经营利润为 36.0 亿元（-15.3%），安踏/FILA/其他品牌经营利润分别为 18.1/17.7/0.2 亿元，经营利润率分别为 26.6%/24.7%/2.6%，归母净利润为 16.6 亿元（-28.6%）。除去合营公司亏损，归母净利润为 23.8 亿元（-20.1%），相较于此前盈警公告，业绩超预期。

启动数字化转型战略，2025 年 DTC 业务占比预计达 70%

2020 年下半年起，安踏品牌将推进行由“分销模式”向“直营模式”转型，涉及门店约 3,500 家（其中 60%由经销商转为直营，40%由加盟商转为经销商），约占截至 2020H1 安踏品牌总店数 35%，预计需 6-9 个月分批完成。该转型计划推动公司与消费者形成“品牌共鸣”的深度链接，预计 2025 年公司 DTC 业务占比达到 70%，线上占比超过 40%，O2O 占比将提升至 20%。财务影响：预计涉及约 14-16 亿元的库存回购（抵减收入）及 2-3 亿元费用支出，同时亦会带来约 4-6 亿元的额外收入。预计 2020 年收入减少约 10 亿元，经营利润减少约 2 亿元。

我们预计 2020/2021/2022 年公司归母净利润分别为 55.3/74.3/92.2 亿元，EPS 分别为 2.1/2.8/3.4 元，公司作为国内运动服饰龙头，估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

3.1.3、 开润股份：B2B、B2C 业务双轮驱动，受疫情影响有限

B2B、B2C 业务双轮驱动：开润股份是国内出行消费品行业的龙头公司，业绩持续快速增长。2012 至 2019 年，公司营收从 2.80 亿元增长至 26.97 亿元，CAGR 约 38.21%；公司归母净利润从 0.21 亿元增长至 2.26 亿元，CAGR 约 40.41%，已成为全球领先的软包代工企业以及中国市场拉杆箱销量第一的品牌公司。

B2B 业务：国际优质客户+全球化产能布局，打造箱包代工行业小申洲

1）原有业务：原有 2B 业务客户主要为迪卡侬、华硕、戴尔、联想、惠普等。迪卡侬 2019 年全球总销售额达 124 亿欧元，同比增长 9%，开润股份是迪卡侬战略合作伙伴，未来来自迪卡侬的订单仍有增长空间。电脑包行业虽然增速平稳，但预计公司可以通过抢占竞争对手份额，获得稳定增长。

2）印尼工厂业务：开润股份于 2019 年 2 月完成对印尼宝岛的收购，正式切入耐克软包供应链体系。我们预计耐克全球订单采购量能够未来三年能保持 20%左右的增速，保证了公司印尼工厂订单的稳定增长；随着公司产能的持续扩张、不断开发新客户并有拓展箱包以外品类的计划，为公司 2B 业务未来增长提供动力。

B2C 业务：完成品牌、渠道与小米的切割，迈入 90 分品牌独立运作时代

1）品牌完成 90 分品牌与小米品牌的切割。90 分品牌定位于 22-35 岁的一二线城市用户，价格定位在 300-800 之间，重点切入低价的淘品牌和以新秀丽为代表的中高端品牌的空白市场。未来也有望通过新品牌切入 300 以下的大众长尾市场。

2)渠道上，大力发展 90 分自有渠道。我们预计 2020 年小米渠道占比将降至 50%左右，自有电商渠道、线下渠道、海外渠道逐渐成熟，提供增长动力。

3）加大营销投入，品牌影响力大幅提升。2019 年公司通过机场广告、网红直播带货、明星/IP 联名的方式，加大品牌推广力度，预计 2020 年继续加大营销投放。

业绩持续增长，符合市场预期：2019 全年实现营业收入 26.95 亿元（+31.58%），归母净利润 2.26 亿元（+30.09%），业绩符合市场预期。

2B 端：2019 年成功切入 NIKE 供应链体系，未来增长可期

估算 2019 全年 2B 端业务收入约 13 亿，同比增长约 50%。估算印尼宝岛贡献收入 2.5—3 亿。1）需求端：2019 年公司成功切入 NIKE 供应链体系带来增量，原有 2B 客户筛选供应商流程复杂严格，认证后不会轻易更换供应商，业务稳定增长。2）供应端：2019 年收购印尼宝岛且扩建新产能，同时通过智能自动化等方式提高生产效率。产能释放叠加不断扩展新客户，2B 业务未来增长可期。

2C 端：强化品牌营销及自有电商渠道为 2C 端助力，丰富品类提供新增长点

估算 2019 全年 2C 端业务收入约 13 亿，同比增速约 30%。1）品牌端：2019 年公司完成品牌升级营销策略，90 分品牌定位及产品线更加清晰。2）渠道端：2019 年公司扎实推进全渠道布局，强化现有电商渠道，发力新兴网红直播带货，并积极推进海外渠道，小米渠道占比继续下降。3）产品端：2019 年公司持续拓宽产品品类，推出多款箱包及其他出行消费品，满足多种出行生活场景。

盈利能力稳定，营运状况良好

1）**盈利能力**：2019 年毛利率为 27.8%（+1.8pct），净利率为 8.4%（-0.1pct）。2C 业务的主要经营主体润米科技净利率为 5.2%，由此推算 2C 业务净利率为 5-6%，增幅不大，主要系营销、管理费用增加所致。随着 2C 业务规模持续扩大，预计净利率会稳步提升。2）**营运能力**：2019 年底公司存货 5.4 亿元（+30.9%），存货周转天数 88.3 天，优于大部分服装公司。经营净现金流 1.4 亿，较 2018 年同期减少 2.61%，主要原因是本期产销规模增长，相应应收账款增长所致。

出行市场受疫情影响较大，2020H1 业绩下滑

公司 2020H1 营收 9.55 亿元（-21.81%），归母净利润 0.64 亿元（-43.46%），其中 2020Q2 实现营收 4.18 亿元（-32.89%），归母净利润 0.32 亿元（-52.55%）。据估算，收入端：2020 上半年 2B 业务同比下滑个位数，2C 业务同比下滑超 30%，二季度 2B 业务同比下滑超 20%，2C 业务同比下滑超 40%。主要系：疫情减少 2B 端二季度订单，及对 2C 端出行市场影响较大。

2020H1 毛利率略增，整体运营情况良好

2020H1 毛利率 29.58%同比提升 1.45pct，主要系高毛利率的 2B 业务占比提升。费用端固定费用短期难以减少，2020H1 销售/管理/研发费用率较 2019H1 分别提升 2.8pct/3.68pct/1.37pct。净利率较 2019H1 下滑 3.24pct 至 6.41%。整体运营情况良好，存货、应收账款占总资产比重较 2019H1 分别减少 5.88pct、8.27pct。

2C 端：大嘴猴品牌主打低价位市场，进军家庭健身器材行业

1）根据魔镜数据 2020 年 7 月份出行市场环比改善，销量、销额环比增长 17.19%、39.6%，预计随着国庆、双十一迎来出行、消费高峰，下半年 90 分业绩有望回暖。2）新品牌大嘴猴主打低价市场，未来将在淘宝特价版、天猫等平台开店，与 90 分形成差异化定位。3）扩品类至家庭健身器材，首款走步机市场反响良好。未来可持续开拓其他健身器材品类，打破出行消费品单一品类，推动公司业绩增长。

2B 端：稳步扩客户、扩品类，VF 新客户、时尚女包新品类值得期待

1）扩品牌：新拓展了拥有众多知名品牌的 VF 集团，提升箱包品类采购空间。2）扩品类：公司进入时尚女包生产制造领域，目前已建立了完善的时尚女包研发、生产与销售团队，目前该业务已实现小批量生产，并与多个客户展开合作。

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.00/3.27/4.39 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元。公司 2B、2C 业务双轮驱动，具备成长性，维持“买入”评级。

3.1.4、 申洲国际：OEM 业绩基本符合预期，长期竞争优势不变

全球龙头服装 OEM 企业，海外新产能释放带来投资机会。

申洲国际是中国最大的垂直一体化针织成衣制造商，2013-2018 年公司收入年复合增速为 15.81%，净利润复合增速为 21.93%。2019 年是公司产能相对瓶颈期，2020 年起，越南及柬埔寨的三座新工厂将逐步释放新产能，将带来新一轮投资机会。

长期稳定的品牌客户是公司的重要资产及竞争壁垒。

（1）与优质客户的合作时机具有不可复制性；（2）对 OEM 企业来说，客户的高标准是促进企业创新、提效的核心动力，公司长期与优质品牌的合作奠定了在精细化生产、环保节能等方面的绝对优势。（3）客户多元化，销售地点较分散，公司订单不会随单一品牌、单一地区的销售下滑而出现波动，具有抗压性。

强研发的垂直一体化生产模式是稳定交期及高利润率的保障。

（1）申洲国际的研发能力是其能够与核心客户深化合作的重要保障；（2）面料-成衣的垂直一体生产模式缩短了整体生产周期、保障了对客户的稳定交期、以及更可控的质量保障。

全球贸易环境不确定性的情况下，完善的海外产能布局使公司更具抗压性。

公司海外产能的爬坡均非常顺利，精准地把控了产能扩张的速度及质量；海外产能为客户提供了灵活的生产安排及贸易优惠；国内产能在研发、物流、配套产业等方面均具有不可替代的优势，也为海外工厂输送了大批高质量技术管理人员。

剔除收缩零售业务的影响，OEM 业绩基本符合预期。

2019 年全年实现营收 226.65 亿元(+8.2%)，实现归母净利润 50.95 亿元(+12.2%)。其中 2019H2 公司实现 123.85 亿元（+5.0%），归母净利润 26.79 亿元（+13.5%）若剔除零售业务，则 2019 年全年营收较 2018 年同比增长约 10.1%，归母净利润同比增长约 14.1%。2019 年全年建议派发股息合共每股普通股 1.9 港元，派息率约 50%。剔除零售业务收缩的负面影响，整体业绩基本符合市场预期。

申洲长期竞争壁垒不变，维持“买入”评级

2020 年上半年下游品牌对 OEM 企业订单调整频繁，申洲国际在疫情环境下表现出优秀的快速反应、稳定交付能力，后疫情期间有望获得更高市场份额。

疫情环境下，公司 2020 年上半年业绩超市场预期，毛利率抗压性显著

2020H1 公司的主要客户的销售情况受到疫情冲击，订单增速放缓，叠加零售业务收缩的影响，公司收入同比下降 0.4%至 102.3 亿元，其中 OEM 收入同比增长 2.3%

（量+6%，单价-4%），单价下跌主要由于生产成本价格下跌；公司毛利率录得30.9%(同比持平)，其中 OEM 毛利率同比跌 0.6pct，主要由于上半年产能利用率有所下降；归母净利润同比增 4%至 25.1 亿元，若剔除零售业务亏损影响，归母净利润同比增 1.5%至 25.4 亿元。维持派息率约 50%，业绩整体超市场预期。

收入端分析：新增口罩业务增长迅速，阿迪达斯订单延续高增长趋势

1)按品类拆：运动/休闲/内衣/其他针织收入占比分别为 73.4%/18.7%/6.1%/1.8%，同比增速分别为 2.0%/-19.2%/35.7%/129.8%，新增口罩业务贡献收入 1.14 亿元（属其他针织类）。**2)按地区拆：**日本/欧洲/美国/中国/其他国家收入占比分别为 19.1%/18.7%/14.2%/28.0%/20.0%,同比增速为 25.9%/9.9%/-5.3%/-11.0%/-8.3%，中国地区下滑较多主要由于零售业务收缩。**3)核心客户：**Nike/Adidas/Uniqlo/Puma 收入占比为 29.4%/24.0%/19.6%/10.5%，同比增速为-7.6%/21.6%/3.4%/-6.5%。

订单有望于 Q3 触底反弹，海外扩展仍按照疫情前计划稳步推进

随着 1）全球疫情防控常态化，下游品牌客户经营状况逐渐恢复、2）口罩业务快速增长、3）公司在客户供应商的占比继续提升，预计 2020Q4 订单及产能利用率有望恢复。海外产能进一步扩张柬埔寨新工厂预计于 2020Q3 开始招工，较年初预计的 2021 年招工投产有所提前，我们认为显示公司订单速度恢复较快。

公司长期竞争优势不变：深度绑定的优质客户资源、强研发的垂直一体化生产模式、完善的海内外产能布局等。我们仍然长期看好公司的未来发展，维持“买入”评级。我们预测，2020-2022 年归母净利润分别为 55.2 亿元/62.7 亿元/72.4 亿元，同比增速分别为 8.4%、13.6%、15.4%，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 3.7 元/4.2 元/4.8 元。

3.1.5、 健盛集团：A 股运动服饰制造领航者，期待疫情过后的业绩复苏

A 股运动服饰制造领航者，未来产能释放潜力大，短期受疫情影响，预计产能释放进度慢于三年规划

1）棉袜产能：公司 2019 年棉袜产能为 3 亿双，其中国内产能预计为 1.5 亿双（杭州基地产能预计 0.2 亿双，江山基地产能预计 1.28 亿双）；越南海防基地现有产能 1.45 亿双左右，共计拥有棉袜机器现有 5249 台。公司规划未来 3 年棉袜产能释放复合增速约 16.1%，2020-2022 年棉袜产能预计为 3.5/4.0/4.7 亿双，预计 2022 年拥有袜机 7237 台。由于受疫情影响，预计产能释放进度会慢于规划。

2）无缝服饰产能：公司 2019 年无缝服饰产能约为 2000 多万件，其中俏尔婷婷、贵州鼎盛两大工厂 2019 年产能分别为 1400/950 万件，共计拥有无缝服饰机器 373 台。公司规划未来 3 年产能释放复合增速约为 31.1%，2020-2022 年无缝服饰产能预计为 2500/3500/4500 万件。由于受疫情影响，预计产能释放进度会慢于规划。

公司拥有众多国内外优质运动服饰类客户，逐步向 ODM 模式转型

公司主要客户包括：PUMA、迪卡侬、优衣库、Under Armour、GAP、耐克、阿迪达斯等，主要销售市场为中国、欧洲、美国、日本及澳洲等。公司以“老客户为主，新客户少量开发”的策略，倾向于开发对交期、质量要求高、对价格敏感度低的高质量客户，积极拓展与品牌商直接合作。同时公司正在加强和国内运动品牌的合作。2）逐步向 ODM 制造模式转型，提升与客户粘性和盈利能力。2019 年公司于日本成立工作室，更好服务优衣库等客户。未来有望成立德国工作室，为公司在欧洲市场的发

展奠定设计研发基础。

受阶段性因素影响 2020H1 业绩下滑，下半年有望改善，维持“买入”评级

公司公布 2020H1 业绩，共计实现营收 7.28 亿元（-11.95%），实现归母净利润 0.55 亿元（-61.72%）。其中 2020Q2 单季度公司实现营收 3.56 亿元（-16.04%），归母净利润 31.61 万元（-99.57%）。我们认为，销售收入下降主要系疫情对公司海外客户订单影响所致，随着疫情得到控制，预计下半年公司业绩有望迎来显著改善。

盈利能力下降，营运状况良好

2020H1 公司毛利率为 21.15%，同比减少 7.62pct；净利率为 7.55%，同比减少 9.86pct。公司净利润下滑幅度较大，主要受阶段性因素影响：1）销售下滑带来的毛利率下降及利润规模减少，个别客户阶段性降价；2）个别客户申请账期延长，使得应收账款规模加大，坏账计提增加；3）杭州基地工厂关闭，支付一次性补偿金，带来管理费用率提升；4）兴安内衣工厂略有亏损。

公布第二期员工持股计划，彰显管理层发展信心

公司公布第二期员工持股草案，合计不超过 1,486 万股，占公司总股本 3.57%；参与员工不超过 140 人，其中董事、监事、高管 11 人，合计持股 1,968 万份，约占本次计划的 33.11%，彰显管理层对公司长期发展信心，充分激发员工积极性。

积极抗疫复工复产顺利，降本增效下半年业绩有望显著改善

疫情出现以来公司积极防控，实现各基地无人员感染，保障了复工复产的顺利进行，同时无缝服饰方面积极开拓新客户。关闭整合杭州生产工厂，造成一次性处置费用，但长期来看有利于公司降低生产成本，盈利能力改善，巩固竞争优势。

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.0/2.8/3.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.48/0.68/0.89 元，维持“买入”评级。

3.1.6、 稳健医疗：医疗与消费板块双两轮驱动的医疗健康企业龙头

以“棉”为核心，医疗消费板块协同发展，给予“买入”评级

公司主要从事棉类制品的研发、生产与销售，通过“winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”两大品牌进行医疗及消费板块协同发展，近年来业绩持续增长，疫情期间防疫用品销售大幅增厚业绩。受益于行业发展趋势及稳固的技术研发壁垒、品牌积淀，公司未来业绩有望持续快速提升。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 20.8/17.0/19.8 亿元，给予“买入”评级。

医用敷料：技术研发水平及渠道规模领先，行业集中度提升利好龙头发展

公司端：1）产品：技术壁垒深厚，由传统敷料向高端敷料拓展，产品品类丰富；2）品牌：稳居医用敷料出口前三名，疫情期间提供大量防护物资，知名度进一 步提升；3）渠道：境内覆盖 2,000 余家医院及近 40,000 家零售药店；海外遍布 70 余个国家和地区，铺设广泛。行业端：医疗水平提升及老龄化推动行业规模提 升，医改背景下产业逐渐向高端环节转移，且集中度提升，利于巩固竞争优势。

健康消费：全棉健康理念深入人心，具备医疗背景高品质基因

公司端：1）产品：独创纯棉柔巾、纯棉湿巾等核心单品，医疗级质控下安全性

突出，品类丰富覆盖多个消费人群；2）品牌：具备先发优势，医疗品牌背书受 消费者信赖，安全天然品牌形象深入人心；3）渠道：主要以线上、购物中心及 精品商超为主，符合品牌定位，与生活用纸企业差异化竞争；同时未来下沉二三 线城市有望带动业绩增长。行业端：生活用纸及一次性卫生用品需求较为刚性， 行业规模提升叠加公司核心单品棉柔巾渗透率提升趋势，未来发展空间较大。

疫情带动防疫物资需求持续提升，看好公司中长期发展

疫情期间防疫物资需求提升，2020H1 公司口罩、防护服实现销售收入 20.26 亿元，同比增长约 2924%。由于海外疫情持续扩散、国内出台 300 亿元补贴政策购 置防护物资，有望推动公司业绩大幅提升。中长期来看，疫情期间公司知名度进 一步提升，客户得以拓展，社会健康消费意识改善，有望推动公司业绩持续提升。

3.1.7、 李宁：精细化零售管理推动李宁进入“新增长阶段”

李宁是中国国产运动品牌龙头，2017 年推出“中国李宁”后，其独特的品牌 DNA 得到年轻一代消费群体的认同，2018、2019 年业绩维持着高速增长，我们认为 2020 年往后，公司进入依靠精细化零售推动的新增长阶段。

2019 年业绩靓丽，各营运指标全方位持续改善

随着产品持续创新、渠道动态优化，品牌 DNA 强化，2019 李宁的整体业绩亮眼，销售收入同比增长 32%达到 138.7 亿元，毛利率提升一个百分点达到 49.1%，经营利润率进一步提升至 11.1%，扣除 2.34 亿一次性收益后，净利润率提升 2.3 个百分点至 9.1%。业绩持续增长的同时，公司的各项运营指标亦持续改善。

李宁主要发展阶段回顾：总结不同市场环境下的得与失

公司 2011 年-2014 年经历库存危机，在此过程中进行了一系列品牌、渠道的改革探索，“品牌重塑“计划伴随着提价失败而告终；自 2015 年李宁先生回归后，公司进行了一系列对库存、渠道的整改工作；2017 年第三季度开始，李宁的同店及流水增长开始恢复至稳定的正增长，延续至 2019 年。

新一轮增长的主要动力来自于更加精细化的零售管理变革

基于 1）利润率增长的主要动力从“控费”到“经营杠杆提升”，2）批发渠道收入占比自 2012 年以来首次提升，经销商信心提升，3）新任命具有丰富零售经验的高坂武史先生为联席 CEO，我们认为公司已经从业绩修复的故事进入到“新增长阶段”，业绩增长将更加聚焦于提升发展质量、运营效率。

利润率仍有提升空间，看好零售改革的长期势能，维持买入评级

短期：随着疫情缓解，预计下半年收入恢复至高单位数增长；加价倍率仍有合理提升空间，毛利率有望维持平稳；控费仍将持续，预计全年净利润率提升至 10.5%。**长期：**公司围绕商品/渠道/供应链全方位的零售转型有利于构筑长期的业务竞争力，进一步提升收入规模及盈利能力。

2020H1 业绩超预期：毛利率维持平稳，经营利润率提升显著

2020H1 公司实现营业收入为 61.81 亿元（-1.2%），收入表现优于流水表现；毛利率为 49.5%（-0.2pct），标牌价提升低双位数，缓解了折扣扩大对毛利率的负面影响；控费+经营杠杆增强，经营利润率提升至 14.5%（+3pct），归母净利润为 6.83 亿

元，同比增 21.7%(扣除 2019H1 一次性收益)，净利润率提升至 11.1%（+2.0pct），公司收入增长及盈利能力均超出市场预期。

未来展望：疫情环境下开源节流，长期增长依靠全方位零售精细化改革

随着疫情防控常态化、线下客流逐渐恢，2020Q3 迄今流水进一步恢复：2020Q3 迄今零售渠道下滑高单位数，批发渠道下滑中单位数，虽呈恢复趋势，但公司仍面临库存及高线城市客流恢复压力，预计仍继续采取控费等措施应对疫情环境。

围绕商品、渠道、供应链进行精细化零售改革，打造长期业务竞争力，进一步提升收入规模及盈利能力。1）调整商品架构，整合面料、款式，提高品类深度，减少冗余 SKU；2）聚焦高效单店模型。重点提升单店运营指标（成交率/连带率等），拓展旗舰店及高效大店；3）整合并优化鞋服供应链，提高货品交付稳定性，更好地控制货品品质，搭建资源共享平台，目前供应商数量同比已减少约 30%。

短期来看，随着疫情改善，预计下半年收入恢复至高单位数增长；加价倍率仍具有合理提升空间，即使在行业促销环境下，公司毛利率有望继续维持平稳；控费政策仍将持续，预计全年净利润率有望提升至 10.5%。长期来看，公司围绕商品、渠道、供应链全方位的零售转型有利于构筑更长期的业务竞争力，进一步推动收入规模及盈利能力的提升。调整 2020/2021/2022 年收入预测为 145.1/182.6/218.9 亿元（原值 151.7/190.8/228.6 亿元），净利润为 15.3/20.5/25.7 亿元（原值 16.0/21.0/27.4 亿元），EPS 分别为 0.6/0.9/1.0 元（原值 0.7/0.9/1.1 元）。考虑到公司业绩增长弹性较大，且作为港股运动服饰龙头公司，享受一定的估值溢价，继续看好，维持“买入”评级。

4、 双周（9.21-10.9）报告更新

4.1、 稳健医疗：医疗与消费板块双两轮驱动的医疗健康企业龙头

以“棉”为核心，医疗消费板块协同发展。首次覆盖，给予“买入”评级

公司主要从事棉类制品的研发、生产与销售，通过“winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”两大品牌进行医疗及消费板块协同发展，近年来业绩持续增长，疫情期间防疫用品销售大幅增厚业绩。受益于行业发展趋势及稳固的技术研发壁垒、品牌积淀，公司未来业绩有望持续快速提升。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 20.8/17.0/19.8 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

医用敷料：技术研发水平及渠道规模领先，行业集中度提升利好龙头发展

公司端：1）产品：技术壁垒深厚，由传统敷料向高端敷料拓展，产品品类丰富；2）品牌：稳居医用敷料出口前三名，疫情期间提供大量防护物资，知名度进一 步提升；3）渠道：境内覆盖 2,000 余家医院及近 40,000 家零售药店；海外遍布 70 余个国家和地区，铺设广泛。行业端：医疗水平提升及老龄化推动行业规模提 升，医改背景下产业逐渐向高端环节转移，且集中度提升，利于巩固竞争优势。

健康消费：全棉健康理念深入人心，具备医疗背景高品质基因

公司端：1）产品：独创纯棉柔巾、纯棉湿巾等核心单品，医疗级质控下安全性突出，品类丰富覆盖多个消费人群；2）品牌：具备先发优势，医疗品牌背书受 消费者信赖，安全天然品牌形象深入人心；3）渠道：主要以线上、购物中心及 精品商超

为主，符合品牌定位，与生活用纸企业差异化竞争；同时未来下沉二三 线城市有望带动业绩增长。行业端：生活用纸及一次性卫生用品需求较为刚性， 行业规模提升叠加公司核心单品棉柔巾渗透率提升趋势，未来发展空间较大。

疫情带动防疫物资需求持续提升，看好公司中长期发展

疫情期间防疫物资需求提升，2020H1 公司口罩、防护服实现销售收入 20.26 亿元，同比增长约 2924%。由于海外疫情持续扩散、国内出台 300 亿元补贴政策购 置防护物资，有望推动公司业绩大幅提升。中长期来看，疫情期间公司知名度进 一步提升，客户得以拓展，社会健康消费意识改善，有望推动公司业绩持续提升。

风险提示：渠道拓展不及预期；海外疫情影响出口销售。

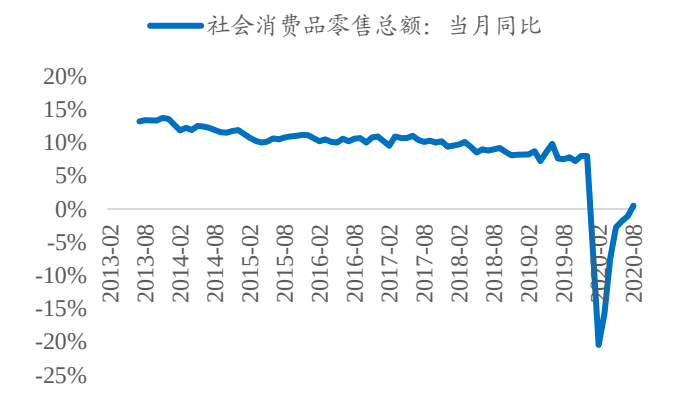
（摘自 2020 年 9 月 22 日发布的《开源证券--公司首次覆盖报告--稳健医疗：医疗与消费板块双两轮驱动的医疗健康企业龙头--可选消费研究团队》）

5、 行业数据库更新：社零数据逐渐复苏，纺织品出口同比上升

5.1、 零售端：1-8 月社零数据受疫情影响较大，伴随国内疫情得到良好控制降幅收窄

2020 年 1-8 月，社会消费品零售累计总额 238,029.4 亿元，同比减少-8.60%。2020 年 8 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 4.20%；2020 年 8 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增加 8.90%。

图5：2020 年 8 月社消品零售总额增速有所上升（%）



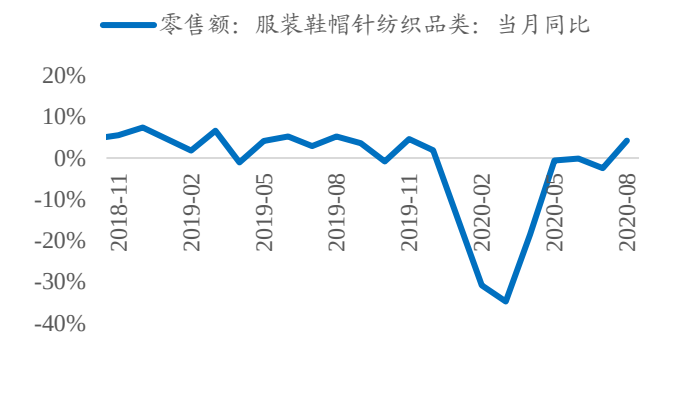
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：1-8 月社会消费品零售总额增速有所上升（%）



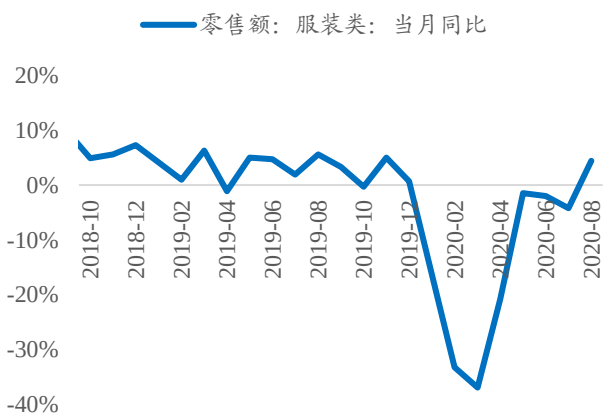
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年 8 月限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额增速略微上升（%）



数据来源：wind、开源证券研究所

图8：2020 年 8 月限额以上零售企业服装类零售额增速略微上升（%）



数据来源：wind、开源证券研究所

图9：2020 年 8 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额增速上升（%）



数据来源：wind、开源证券研究所

图10：2020 年 8 月限额以上零售企业化妆品类零售额增速上升（%）



数据来源：wind、开源证券研究所

5.2、 出口：1-8 月纺织品出口同比上升，服装类出口金额同比下降

截至 2020 年 8 月底，据海关总署发布的数据显示，1-8 月我国纺织纱线、织物及制品累计出口金额 1,047.979 亿美元，同比上升 33.40%；服装及衣着附件 1-8 月的出口金额为 826.09 亿美元，同比下降 12.90%；主要系疫情及中美贸易摩擦不确定因素影响。

图11：2020 年 8 月纺织品出口增速上升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2020 年 8 月服装及衣着附件出口同比下降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、 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：2020 年 9 月 28 日为 97.20，较 2020 年 9 月 21 日上升 0.09%。

棉花进口价格：2020 年 8 月为 1,533.99 美元/吨，较 2020 年 7 月 1,507.11 美元/吨，上涨 1.78%。

羊毛进口价格：2019 年 12 月为 8,486.32 美元/吨，较 11 月份 8,226.76 美元/吨，上涨 3.16%。

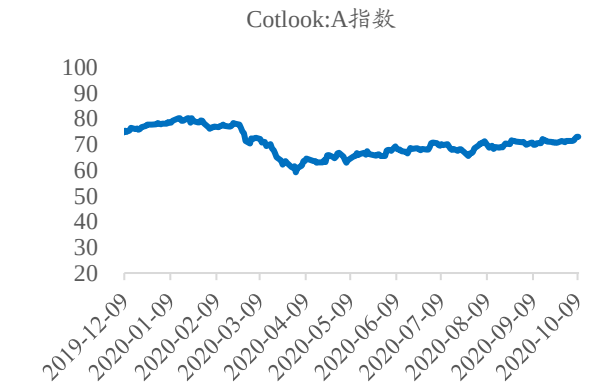
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 9,000.00 元/吨，较上周价格上涨 5.88%。粘胶长丝本周均价 36,000.00 元/吨，较上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 5,450.00 元/吨，较上周价格上涨 2.44%。涤纶长丝 POY 本周均价为 5,200.00 元/吨，较上周价格上涨 3.17%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 6,200.00 元/吨，较上周上涨 1.64%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 6,600.00 元/吨，较上周下降 2.33%。

国内棉布产量：2020 年 8 月棉布产量 32.40 万吨，当月同比下降 15.60%。

国内棉纱产量：2020 年 8 月棉纱产量 231.10 万吨，当月同比下降 4.10%。

图13：本周 Cotlook:A 价格略微上涨（美分/磅）



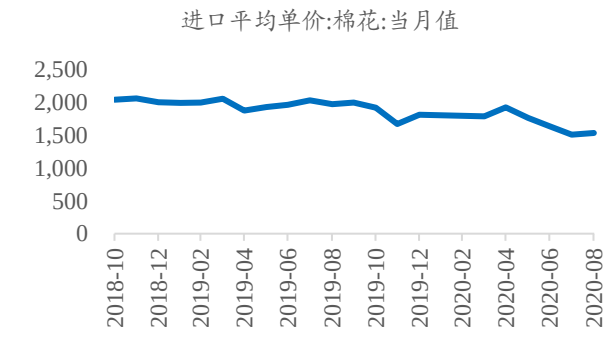
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：本周中国棉花综合价格指数略微上涨



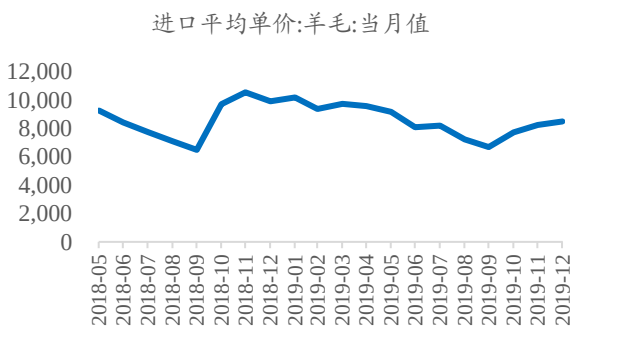
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2020 年 8 月棉花进口平均单价上升（美元/吨）



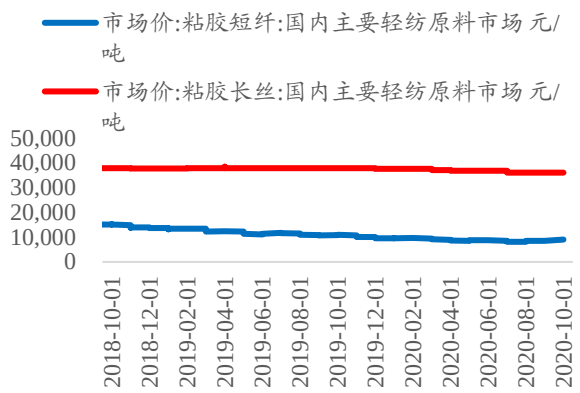
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2019 年 12 月羊毛进口平均单价上涨（美元/吨）



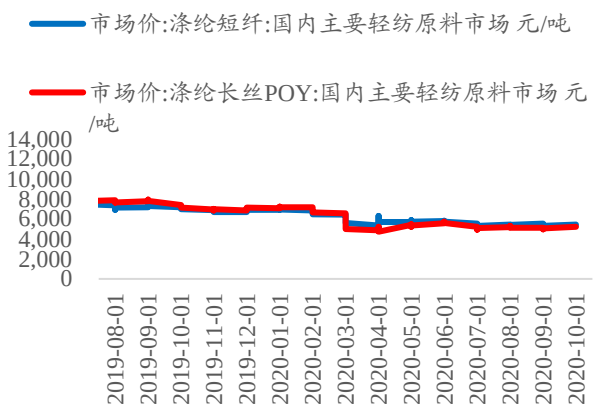
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020 年至今长丝、粘胶短纤价格有所下降



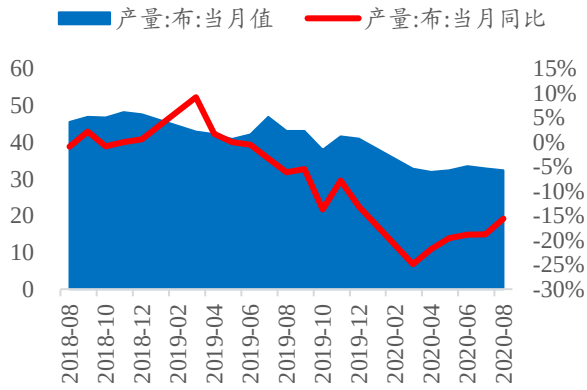
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2020 年至今涤纶短纤、长丝价格有所下降



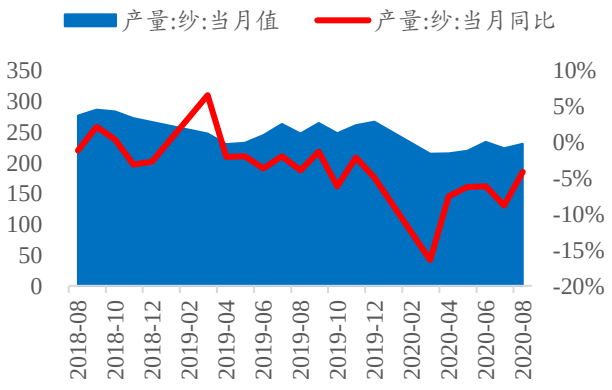
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2020 年 8 月国内棉布产量有所下降（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2020 年 8 月国内棉纱产量有所下降（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、 行业投资：纺织行业投资同比下降，服装行业投资同比下降

纺织行业固定资产投资：2020 年 8 月，纺织行业固定资产投资同比下降 13.90%，较 2019 年 7 月同比增速有所下降（-8.9pct）。

服装行业固定资产投资：2020 年 8 月，纺织服装行业固定资产同比下降 34.20%，较 2019 年 7 月同比增速有所下降（-33pct）。

图21：2020 年 8 月纺织行业固定资产投资完成额累计同比下降（单位：亿元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2020 年 8 月服装行业固定资产投资完成额累计同比下降（单位：亿元，%）



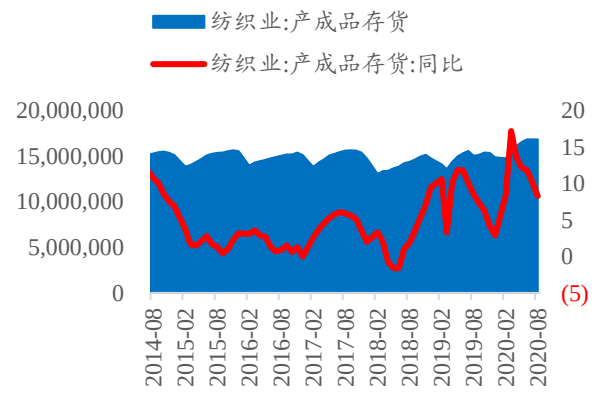
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.5、 行业库存情况：纺织业库存增速有所下降，服装行业库存增速有所下降

纺织行业库存情况：2020 年 8 月，纺织行业产成品库存 1684.30 亿元，同比增长 8.30%，较上月增速有所下降（-1.8pct）。

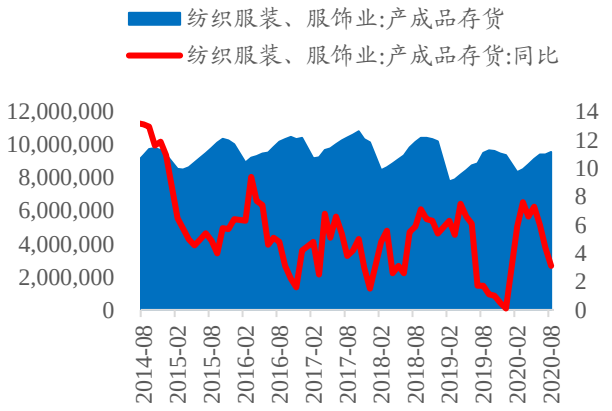
服装行业库存情况：2020 年 8 月，服装行业产成品库存 955.20 亿元，同比增长 3.10%，较上月增速有所下降（-1.3pct）。

图23：2020 年 8 月纺织业库存增速下降（万元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2020 年 8 月服装业库存增速下降（万元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 年内重点限售股解禁公司时间表

表2：年内重点限售股解禁公司时间表

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(%)	
603877.SH	太平鸟	2020-01-09	27,623.40		47,887.92	20,049.38	41.87	47,887.92	47,672.78	99.55	首发原股东限售股份
300591.SZ	万里马	2020-01-14	6,505.23		31,200.00	11,440.00	36.67	31,200.00	17,945.23	57.52	首发原股东限售股份
603608.SH	天创时尚	2020-01-15	701.34	-17.02	43,006.59	31,660.41	73.62	43,006.59	32,361.75	75.25	定向增发机构配售股份
603839.SH	安正时尚	2020-02-14	29,458.80		40,182.79	10,551.42	26.26	40,182.79	40,010.22	99.57	首发原股东限售股份
002656.SZ	ST 摩登	2020-02-18	1,288.28	-59.23	71,251.98	48,167.34	67.60	71,251.98	49,455.62	69.41	定向增发机构配售股份
603608.SH	天创时尚	2020-02-20	8,883.06		43,006.59	32,361.75	75.25	43,006.59	41,244.81	95.90	首发原股东限售股份
603238.SH	诺邦股份	2020-02-24	9,000.00		12,000.00	3,000.00	25.00	12,000.00	12,000.00	100.00	首发原股东限售股份
603908.SH	牧高笛	2020-03-09	4,364.07		6,669.00	2,304.93	34.56	6,669.00	6,669.00	100.00	首发原股东限售股份
603665.SH	康隆达	2020-03-13	6,272.92		10,000.00	3,727.08	37.27	10,000.00	10,000.00	100.00	首发原股东限售股份
002327.SZ	富安娜	2020-03-24	36.21		85,006.73	49,864.25	58.66	85,006.73	49,900.46	58.70	股权激励限售股份
603518.SH	锦泓集团	2020-04-02	152.97		25,239.55	24,846.12	98.44	25,239.55	24,999.09	99.05	股权激励限售股份
002327.SZ	富安娜	2020-04-15	86.12		84,302.39	49,864.25	59.15	84,302.39	49,950.36	59.25	股权激励限售股份
002127.SZ	南极电商	2020-04-24	1,573.03	156.02	245,487.04	193,791.17	78.94	245,487.04	195,364.20	79.58	定向增发机构配售股份
002291.SZ	星期六	2020-04-27	13,708.13	251.20	73,848.71	39,757.92	53.84	73,848.71	53,466.05	72.40	定向增发机构配售股份
002293.SZ	罗莱生活	2020-04-30	14.30		83,060.73	77,374.56	93.15	83,060.73	77,388.86	93.17	股权激励限售股份
603608.SH	天创时尚	2020-05-27	1,227.34	-36.99	43,006.59	41,244.81	95.90	43,006.59	42,472.15	98.76	定向增发机构配售股份
603196.SH	日播时尚	2020-06-01	17,460.00		24,000.00	6,540.00	27.25	24,000.00	24,000.00	100.00	首发原股东限售股份
002875.SZ	安奈儿	2020-06-01	2,278.09		13,149.72	3,553.32	27.02	13,149.72	5,831.40	44.35	首发原股东限售股份
002327.SZ	富安娜	2020-06-02	95.10		84,302.39	49,986.58	59.29	84,302.39	50,081.68	59.41	股权激励限售股份

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁收益率(%)	变动前(万股) 总股本	变动前(万股) 流通 A 股	变动前(万股) 占比(%)	变动后(万股) 总股本	变动后(万股) 流通 A 股	变动后(万股) 占比(%)	解禁股份类型
300658.SZ	延江股份	2020-06-02	1,080.00		15,167.50	4,200.00	27.69	15,167.50	5,280.00	34.81	首发原股东限售股份
300577.SZ	开润股份	2020-06-04	3.69		21,741.48	10,407.44	47.87	21,741.48	10,411.13	47.89	股权激励限售股份
002763.SZ	汇洁股份	2020-06-24	924.48		41,144.00	18,366.98	44.64	41,144.00	19,291.46	46.89	股权激励限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2020-07-08	59.07		82,812.79	77,398.62	93.46	82,812.79	77,398.62	93.46	股权激励限售股份
002656.SZ	ST 摩登	2020-07-10	996.61	-79.30	71,251.98	55,974.58	78.56	71,251.98	56,971.19	79.96	定向增发机构配售股份
002656.SZ	ST 摩登	2020-07-15	355.56	-68.20	71,251.98	56,971.19	79.96	71,251.98	57,326.75	80.46	定向增发机构配售股份
002327.SZ	富安娜	2020-07-16	459.94		84,302.39	50,078.08	59.40	84,302.39	50,538.02	59.95	股权激励限售股份
300658.SZ	延江股份	2020-08-11	46.05		15,178.50	8,857.50	58.36	15,178.50	8,903.55	58.66	股权激励限售股份
002327.SZ	富安娜	2020-08-14	481.90		84,302.39	50,538.02	59.95	84,302.39	51,019.92	60.52	股权激励限售股份
603557.SH	起步股份	2020-08-18	25,107.72		47,196.07	21,890.25	46.38	47,196.07	46,997.97	99.58	首发原股东限售股份
002612.SZ	朗姿股份	2020-08-20	1,976.71	10.70	44,244.54	23,421.75	52.94	44,244.54	25,398.46	57.40	定向增发机构配售股份
002563.SZ	森马服饰	2020-08-20	337.42		269,853.61	188,417.51	69.82	269,853.61	188,754.93	69.95	股权激励限售股份
603558.SH	健盛集团	2020-08-31	3,211.81	-52.38	41,635.63	38,423.82	92.29	41,635.63	41,635.63	100.00	定向增发机构配售股份
603055.SH	台华新材	2020-09-21	62,555.42		77,377.41	14,108.99	19.16	77,377.41	77,377.41	100	首发原股东限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2020-09-15	92.30		82,812.79	77,467.18	93.54	82,812.79	77,467.18	93.54	股权激励限售股份
300577.SZ	开润股份	2020-09-17	20.70		21,738.99	10,414.38	47.91	21,738.99	10,435.08	48.00	股权激励限售股份
002612.SZ	朗姿股份	2020-10-16	737.46	39.21	44,244.54	25,398.46	57.40	44,244.54			定向增发机构配售股份
002127.SZ	南极电商	2020-11-09	797.91	114.06	245,487.04	195,364.20	79.58	245,487.04			定向增发机构配售股份
603365.SH	水星家纺	2020-11-20	17,808.59		26,667.00	8,858.40	33.22	26,667.00			首发原股东限售股份
600448.SH	华纺股份	2020-11-30	1,218.27	-19.22	62,981.97	61,763.69	98.07	62,981.97			定向增发机构配售股份

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁收益率(%)	变动前(万股) 总股本	流通 A 股	占比(%)	变动后(万股) 总股本	流通 A 股	占比(%)	解禁股份类型
603477.SH	巨星农牧	2020-12-18	12,650.00		46,791.16	11,350.00	24.26	46,791.16			首发原股东限售股份
002780.SZ	三夫户外	2020-12-21	266.89	3.15	14,536.86	10,853.60	74.66	14,536.86			定向增发机构配售股份

数据来源：Wind、开源证券研究所

7、 风险提示

全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、全球经济陷入衰退、行业存货积压带来大额减值。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn