纺织服装

2020 年 07 月 19 日

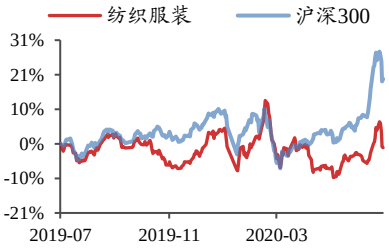
社零数据边际改善，线下渠道持续复苏

——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

《行业周报-优衣库 6 月同店恢复强劲，建议关注上游代工企业业绩拐点》-2020.7.12

《行业周报-耐克 FY2020Q4 大中华区收入转正，继续看好运动服饰产业链》-2020.7.5

《纺织服装行业 2020 年中期投资策略-坚守电商标的，布局线下龙头》-2020.6.30

● **核心组合：安踏体育、南极电商、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、李宁、波司登**

1、线下复苏组合：安踏体育、李宁、波司登

2、电商组合：南极电商、开润股份

3、优质制造企业组合：申洲国际、健盛集团

4、疫情受益标的：诺邦股份

（文中“本周”指 2020.7.13—7.17，“上周”指 2020.7.6—7.10。）

● **社零数据边际改善，纺服零售回暖**

2020H1 社零同比下降 11.4%至 172,256 亿元，其中 6 月社零总额同比下降 1.8%至 33,526 亿元，边际改善明显。其中服装鞋帽、针纺织品 2020H1 零售总额同比下降 19.6%至 5,120 亿元，6 月服装鞋帽、针纺织品零售总额同比下降 0.1%至 1,059 亿元，边际有所改善，增速环比提升 0.5pct，纺服板块持续回暖。

● **线下需求稳步恢复，品牌零售业绩增速改善**

2020H1 各品牌对渠道的补贴力度加大，货品折扣下调，线下消费需求逐步恢复。我们认为，运动鞋服、休闲服饰、快消等头部品牌零售数据边际改善，复苏势头明显，长期竞争优势不变，疫情结束后有望实现业绩快速回弹。

- **运动服饰：1）安踏体育：**2020H1 流水恢复超预期，2020Q2 线下增速改善。安踏品牌 2020H1 零售额下滑低双位数，2020Q2 零售额下滑低单位数；FILA 品牌 2020H1 流水中单位数增长，2020Q2 低双位数增长。我们预计 2020H2 安踏业绩有望继续改善，安踏品牌流水预计增加 5-10%，FILA 品牌流水预计增加 20-30%。**2）宝胜国际：** 6 月销售额增长 5.2%，边际改善明显。运动品牌经销商巨头业绩提升进一步佐证运动品牌零售回暖。
- **休闲服饰：**太平鸟 2020H1 营收同比增长 3.09%至 32.17 亿元，线下零售业务二季度的快速调整恢复一定程度上弥补了线下门店疫情期间损失。
- **快消品牌：**优衣库品牌六月同店销售增幅达到 26.2%，其中同店客流增速 13.9%，同店客单价增幅 10.8%，恢复趋势强劲。

● **建议关注上游代工企业业绩拐点**

运动品牌零售复苏加快有利于上游代工企业订单恢复，预计优质 ODM/OEM 龙头企业申洲国际、开润股份 2B 端业务将受益。

- **申洲国际：**预计 2020 年上半年订单增速整体平稳，毛利率小幅下降。三季度是订单波动较大的时期，预计耐克、阿迪达斯、彪马等品牌会有部分减单，而优衣库品牌由于 AIRism 口罩需求增长，预计整体订单仍有正增长。预计 2020 全年公司订单增速及利润率会有所下降，但公司核心竞争壁垒不变。
- **开润股份：**2020H1 营收、净利润受疫情影响预计下滑至低点，5 月以来下游耐克、迪卡侬等客户门店逐渐恢复营业，出行恢复，预计公司业绩拐点已至。

● **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等。

目 录

1、 行业更新：社零数据改善，销售复苏强劲 4
1.1、 行业交易数据更新：纺织服装板块收盘跌幅略大于大盘 4
1.1.1、 行业涨跌公司情况：红蜻蜓、江苏阳光、比音勒芬涨幅居前 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 4
1.2、 行业重要信息更新：社零数据改善，线下持续复苏 6
1.2.1、 社零数据边际改善，纺服零售回暖 6
1.2.2、 线下需求稳步恢复，品牌零售业绩增速改善 6
2、 核心组合：安踏体育、南极电商、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、李宁、波司登 7
2.1、 重点公司逻辑概述：安踏体育、南极电商、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、李宁、波司登 7
2.1.1、 安踏体育：疫情影响逐渐减弱，长期竞争优势不变 7
2.1.2、 南极电商：产业链赋能构建多品类新零售品牌巨头 8
2.1.3、 开润股份：B2B、B2C 业务双轮驱动，受疫情影响有限 10
2.1.4、 申洲国际：OEM 业绩基本符合预期，长期竞争优势不变 12
2.1.5、 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
2.1.6、 诺邦股份：疫情期间湿巾需求增加，量价齐升带动业绩增长 13
2.1.7、 李宁：精细化零售管理推动李宁进入“新增长阶段” 14
2.1.8、 波司登：品牌势能显著提升，转型之路仍在继续 15
3、 本周（7.13-7.17）报告更新 16
3.1、 安踏体育中报预告点评——2020 Q2 流水恢复超预期，线上流水持续高速增长 16
4、 行业数据库更新：社零数据不佳，纺织品出口同比上升 17
4.1、 零售端：1-6 月社零数据受疫情影响较大 17
4.2、 出口：1-6 月纺织品出口同比上升，服装类出口金额同比下降 18
4.3、 上游：棉花价格指数下降，羊毛进口价格上涨 19
4.4、 行业投资：纺织行业投资增速下降，服装行业投资增速下降 21
4.5、 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上升 21
5、 年内重点限售股解禁公司时间表 22
6、 风险提示 23

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： 纺服板块本周收盘下跌-5.01% 4
图 3： 红蜻蜓、江苏阳光、比音勒芬涨幅居前三（%） 4
图 4： 朗姿股份、华孚时尚、搜于特跌幅居前三（%） 4
图 5： 2020 年 6 月社消品零售总额增速有所上升（%） 17
图 6： 1-6 月社会消费品零售总额增速有所上升（%） 17
图 7： 2020 年 6 月限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额增速上升（%） 18
图 8： 2020 年 6 月限额以上零售企业服装类零售额增速上升（%） 18
图 9： 2020 年 6 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 6 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 6 月纺织品出口增速上升（%） 19
图 12： 2020 年 6 月服装及衣着附件出口增速回升（%） 19
图 13： 本周 Cotlook:A 价格略微下降（美分/磅） 19

图 14: 本周中国棉花综合价格指数有所上升 19
图 15: 2020 年 5 月棉花进口平均单价上涨（美元/吨） 20
图 16: 2019 年 12 月羊毛进口平均单价上涨（美元/吨） 20
图 17: 2020 年至今粘胶短纤、长丝价格有所下降 20
图 18: 2020 年至今涤纶短纤、长丝价格有所下降 20
图 19: 2020 年 6 月国内棉布产量上升（万吨） 20
图 20: 2020 年 6 月国内棉纱产量有所上升（万吨） 20
图 21: 2020 年 6 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 6 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 5 月纺织业库存增速下降（万元，%） 21
图 24: 2020 年 5 月服装业库存增速上升（万元，%） 21

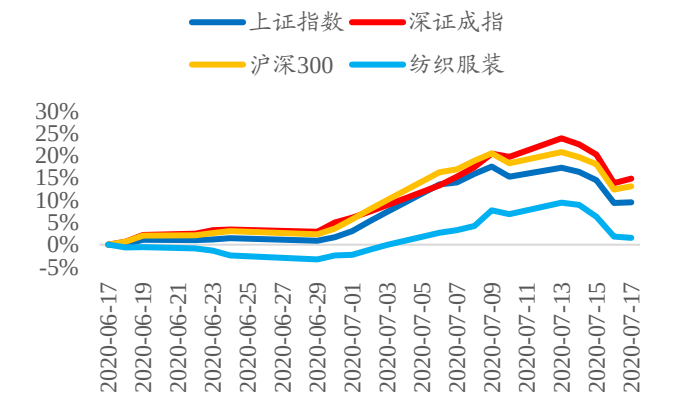
表 1: 行业核心公司的估值处于历史较低水平 4
表 2: 社零数据边际改善，纺服零售回暖 6
表 3: 年内重点限售股解禁公司时间表 22

1、 行业更新：社零数据改善，销售复苏强劲

1.1、 行业交易数据更新：纺织服装板块收盘跌幅略大于大盘

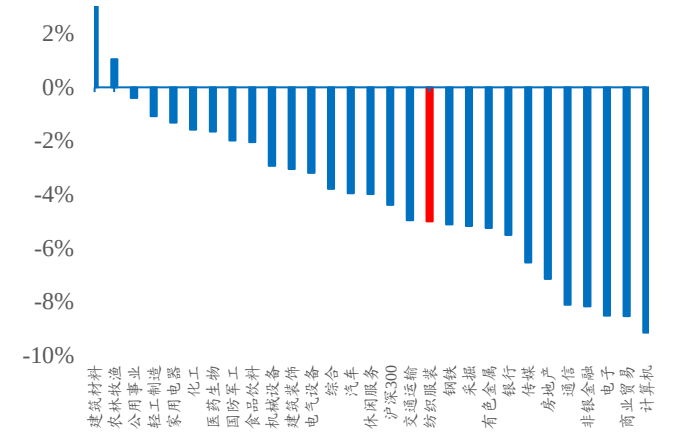
本周（2020 年 7 月 13 日至 7 月 17 日）上证指数收 3214.13 点，较上周（2020 年 7 月 6 日至 7 月 10 日）收盘变动-5%；深证成指收于 13114.94 点，较上周收盘变动-4.07%；沪深 300 收于 4544.70 点，较上周收盘变动-4.39%；纺织服装板块收于 1878.47 点，较上周收盘变动-5.01%。

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

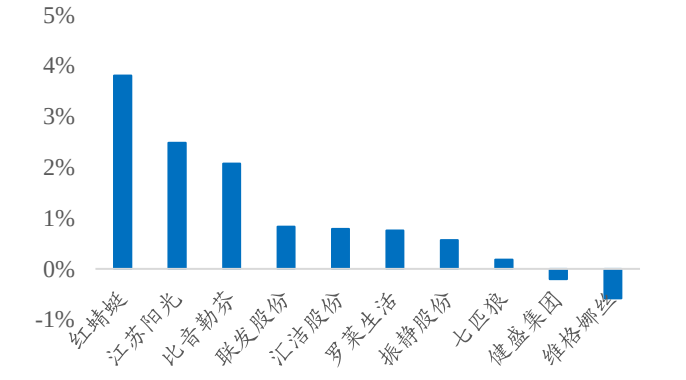
图2：纺服板块本周收盘下跌-5.01%



数据来源：Wind、开源证券研究所

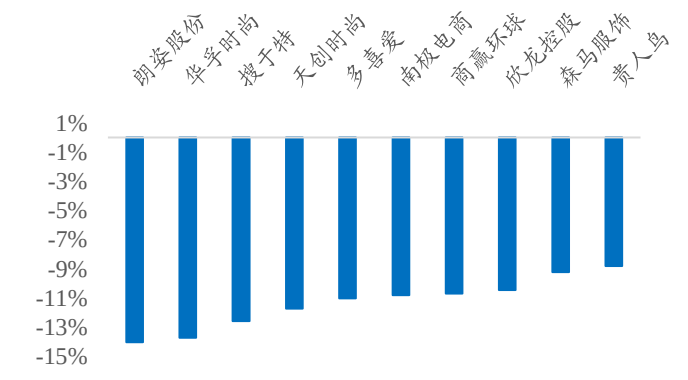
1.1.1、 行业涨跌公司情况：红蜻蜓、江苏阳光、比音勒芬涨幅居前

图3：红蜻蜓、江苏阳光、比音勒芬涨幅居前三（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：朗姿股份、华孚时尚、搜于特跌幅居前三（%）



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 预测净利润 CAGR	总市值（亿元）
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
运动服饰											
安踏体育*	33.60	33.20	24.30	5,344.0	5,406.0	7,407.0	30.2%	1.2%	37.0%	17.7%	1,723.8

证券简称	PE			净利润（百万元）			净利润增长率			2019-2021预测净利润CAGR	总市值（亿元）
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
李宁*	37.05	34.67	26.40	1,499.1	1,602.0	2,104.0	109.6%	6.9%	31.3%	18.5%	555.5
特步国际	7.29	9.73	7.09	727.7	545.3	747.9	10.8%	-25.1%	37.2%	1.4%	53.0
滔搏*	23.06	21.15	18.97	2,303.4	2,510.7	2,799.4	3.1%	9.0%	11.5%	10.2%	531.1
宝胜国际	10.28	15.99	12.30	833.3	535.7	696.4	53.5%	-35.7%	30.0%	-8.6%	85.7
电商											
开润股份*	26.83	24.26	17.99	226.0	250.0	337.0	30.1%	10.6%	34.8%	22.1%	60.6
南极电商*	43.23	33.64	26.20	1,206.1	1,550.0	1,990.0	36.1%	28.5%	28.4%	28.4%	521.4
纺织制造											
申洲国际*	25.33	23.37	20.58	5,095.0	5,522.0	6,271.0	12.2%	8.4%	13.6%	10.9%	1,290.7
健盛集团*	14.96	14.65	11.65	273.3	279.0	351.0	32.4%	2.1%	25.8%	13.3%	40.9
鲁泰 A	6.99	10.53	8.46	952.4	632.3	787.0	17.4%	-33.6%	24.5%	-9.1%	66.6
百隆东方	17.88	19.04	15.05	297.8	279.7	353.8	-31.9%	-6.1%	26.5%	9.0%	53.3
华孚时尚	21.41	30.51	17.82	402.3	282.3	483.3	-46.5%	-29.8%	71.2%	9.6%	86.1
联发股份	8.31	12.66	11.42	393.1	258.0	286.0	0.7%	-34.4%	10.9%	-14.7%	32.7
网红 MCN 及代运营											
星期六	110.24	58.19	30.46	150.3	284.7	543.9	1582.0%	89.5%	91.0%	90.3%	165.6
安正时尚	17.06	15.41	13.05	302.7	335.3	395.7	7.7%	10.8%	18.0%	14.3%	51.7
天创时尚	20.01	20.98	17.81	207.4	197.8	233.0	-14.4%	-4.6%	17.8%	6.0%	41.5
高端服饰											
比音勒芬	24.76	21.17	16.90	406.6	475.6	595.8	39.1%	17.0%	25.3%	21.1%	100.7
地素时尚	13.46	11.76	10.35	644.7	738.1	838.7	12.3%	14.5%	13.6%	14.1%	86.8
歌力思	13.31	9.63	12.89	356.6	492.9	368.1	-2.3%	38.2%	-25.3%	1.6%	47.4
朗姿股份	69.78	27.75	18.99	58.8	147.8	216.0	-72.1%	151.5%	46.1%	91.7%	41.0
休闲服饰											
森马服饰*	11.51	14.21	11.65	1,549.4	1,255.0	1,531.0	-8.5%	-19.0%	22.0%	-0.6%	178.4
海澜之家	8.26	10.85	8.31	3,210.5	2,444.4	3,191.5	-7.1%	-23.9%	30.6%	-0.3%	265.2
波司登*	18.39	15.09	12.40	1,203.2	1,466.0	1,784.0	95.6%	21.8%	21.7%	21.8%	221.3
太平鸟	13.08	14.06	12.01	551.5	512.9	600.7	-3.5%	-7.0%	17.1%	4.4%	72.1
男装											
九牧王	14.47	21.48	15.88	370.1	249.3	337.3	-30.6%	-32.6%	35.3%	-4.5%	53.6
七匹狼	11.92	16.54	13.76	347.3	250.3	301.0	0.3%	-27.9%	20.2%	-6.9%	41.4
红豆股份	52.16	43.61	41.98	169.5	202.7	210.6	-18.1%	19.6%	3.9%	11.5%	88.4
家纺											
水星家纺	13.73	13.00	11.32	315.5	333.3	382.7	10.7%	5.6%	14.8%	10.1%	43.3
罗莱生活	16.15	17.32	15.17	546.1	509.3	581.3	2.2%	-6.7%	14.1%	3.2%	88.2
疫情概念股											
诺邦股份*	60.51	23.91	19.77	83.0	210.0	254.0	49.4%	153.0%	21.0%	74.9%	50.2

数据来源： Wind、开源证券研究所

备注： 1）截至时间 2020 年 7 月 17 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）。

1.2、 行业重要信息更新：社零数据改善，线下持续复苏

1.2.1、 社零数据边际改善，纺服零售回暖

2020H1 社零同比下降 11.4%至 172,256 亿元，其中 6 月社零总额同比下降 1.8%至 33,526 亿元，边际改善明显。其中服装鞋帽、针纺织品 2020H1 零售总额同比下降 19.6%至 5,120 亿元，6 月服装鞋帽、针纺织品零售总额同比下降 0.1%至 1,059 亿元，边际有所改善，增速环比提升 0.5pct，纺服板块持续回暖。

表2：社零数据边际改善，纺服零售回暖

	6 月		1-6 月	
	绝对量（亿元）	同比增长（%）	绝对量（亿元）	同比增长（%）
社会消费品零售总额	33,526	-1.8	172,256	-11.4
其中：除汽车以外的消费品零售额	29,914	-1.0	155,869	-10.9
其中：限额以上单位消费品零售额	13,107	-0.4	62,375	-10.3
其中：实物商品网上零售额	-	-		
按经营地分				
城镇	29,052	-2.0	149,345	-11.5
乡村	4,474	-1.2	22,911	-10.9
按消费类型分				
餐饮收入	3,262	-15.2	14,609	-32.8
其中：限额以上单位餐饮收入	685	-12.9	3,119	-30.2
商品零售	30,263	-0.2	157,648	-8.7
其中：限额以上单位商品零售	12,422	0.4	59,256	-9.0
粮油、食品类	1,252	10.5	7,453	12.9
饮料类	210	19.2	1,026	10.5
烟酒类	330	13.3	1,726	-3.1
服装鞋帽、针纺织品类	1,059	-0.1	5,120	-19.6
化妆品类	326	20.5	1,477	-0.2
金银珠宝类	193	-6.8	977	-23.6
日用品类	615	16.9	2,927	5.2
家用电器和音像器材类	1,026	9.8	3,770	-12.2
中西药品类	461	9.7	2,535	5.8
文化办公用品类	349	8.1	1,510	1.6
家具类	159	-1.4	657	-14.1
通讯器材类	576	18.8	2,414	5.8
石油及制品类	1,495	-13.0	7,916	-18.4
汽车类	3,612	-8.2	16,388	-15.2
建筑及装潢材料类	163	2.2	712	-11.0

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.2.2、 线下需求稳步恢复，品牌零售业绩增速改善

2020H1 各品牌为加快消化 2020Q1 库存对渠道的补贴力度加大，货品折扣有所下调，线下消费需求逐步恢复。我们认为，运动鞋服、休闲服饰、快消等头部品牌零售数据边际改善，复苏势头明显，长期竞争优势不变，疫情结束后有望实现业绩快速回弹。

安踏体育 2020H1 流水恢复超预期，2020Q2 线下增速改善。其中 **1）安踏品牌：**2020H1 零售额下滑低双位数，2020Q2 零售额下滑低单位数，边际有所改善；其中安踏大货线下下降低双位数，安踏儿童线下流水增长低单位数。**2）FILA：**2020H1 流水中单位数增长，2020Q2 低双位数增长。**3）其他品牌：**2020H1 零售流水高单位数增长，其中 2020Q2 恢复强劲，实现 25%-30%增长。**我们预计，2020H2 安踏业绩有望继续改善，安踏主品牌流水预计增加 5-10%，FILA 品牌流水预计增加 20-30%。**

宝胜国际 2020H1 实现经营收益净额 117.42 亿元，同比下跌 12.2%；6 月销售额增长 5.2%至 22 亿元，边际改善明显。运动品牌经销商巨头业绩提升进一步佐证运动品牌零售回暖。

太平鸟公布 2020H1 业绩预告，营收逆势上涨。2020H1 太平鸟营收同比增长 3.09%至 32.17 亿元；扣非净利润同比增长 129.14%至 5,622.27 万元。由于线下零售业务在二季度的快速调整恢复，一定程度上弥补了线下门店疫情期间损失，以及渠道合作方给予的减免租金支持和国家给予的社保减免等优惠支持，公司经营性利润同比有较大增长。

优衣库品牌六月同店销售增幅达到 26.2%，其中同店客流增速 13.9%，同店客单价增幅 10.8%，恢复趋势强劲。公司于疫情期间加快布局中国业务，自 5 月起中国地区收入及利润均已实现同比正增长，FY2020Q2 业绩有望持续改善。

2、 核心组合：安踏体育、南极电商、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、李宁、波司登

- **线下复苏组合：安踏体育、李宁、波司登**
- **电商组合：南极电商、开润股份**
- **优质制造企业组合：申洲国际、健盛集团**
- **疫情受益标的：诺邦股份**

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

2.1.1、 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。

一季度经营业绩超市场预期，FILA 品牌线上高速增长

考虑到公司 2020Q1 经营情况好于市场预期，预计疫情影响正逐渐减弱，后续需要重点跟踪关注渠道库存消化情况。

1、按品牌拆分：安踏品牌：零售金额较同比下滑 20-25%（估算大货、儿童均下滑 20%-25%，线上销售增长中单位数），符合预期。 **FILA 品牌：**零售金额较同比下滑中单位数（估算 FILA Core 下滑 20%-25%，FILA Fusion 增长中单位数， FILA Kids 低单位数下滑），估算 FILA 品牌电商渠道同比增长 160%，超市场预期。其他品牌：零售金额较 2019 年同期下滑高单位数，亦高于预期。

2、 FILA、Descente 等品牌线上增速较快的原因：1）线上销售的基数相对较低，一季度公司通过直播引流、促销推广等方式重点建设线上销售平台，2）直营模式下，线上线下库存互通程度较高，对于疫情期间的销售模式转变可以较快适应。

渠道库存逐步改善，预计业绩拐点到来

1、采取多项措施控制存货，存货风险可控。1)对不同季度的货品采取不同力度的流水补贴政策；2）对于经销商已经订货的 Q2 货品采取部分截单措施；3)放松货品回购的折扣，回购仍在持续，预计公司对 2020Q1 货品的回购比例接近 10%。

2、线下渠道恢复较快，预计业绩拐点到来。预计 5 月安踏大货恢复至双位数增长，下半年 FILA 品牌可恢复至 30%以上的增长。

2020 年公司一季度业绩超预期，公司长期竞争优势不变，维持“买入”评级。我们预测，2020/2021/2022 年净利润为 54.1 亿/74.1 亿/93.6 亿元，2020-2022 对应 EPS 分别为 2.0/2.8/3.5 元。

2.1.2、 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。

一季报本部业务业绩符合预期，疫情下仍实现稳健增长

一季度公司实现营收 6.72 亿元(-18.51%)，时间互联业务收入规模显著收缩，拖累整体营收增速；归母净利润为 1.28 亿元(+5.28%)，公司本部业务净利润增长持续带动整体净利润水平提升，业绩符合预期。

盈利能力提升，保理业务影响经营净现金流

2020Q1 公司整体毛利率为 28.13%(+6.64pct)，净利率为 19.05%(+4.24%)。公司应收账款为 11.25 亿元，相比年初增加 42.41%，主要系公司保理业务本期新增放款所致。经营性现金流净额为-3.70 亿元，2019 年同期数额为 0.91 亿元，主要由于：①2019Q1 保理业务现金流出计入投资性现金流出，而 2020Q1 保理业务现金流入计入经营性现金流出。②一季度为时间互联集中招标时期，我们判断时间互联业务为净现金流出，预计到年底将明显改善。

GMV 持续增长，大店政策成效显著

2020Q1 公司 GMV 达 57.29 亿元，同比增长 11.13%，主要由于：①公司顺应电

商流量规则，大店策略推行顺利；②电商渠道叠加必选属性产品，南极人品牌受疫情影响较小，带动整体 GMV 增长；③社交渠道及唯品会渠道快速增长。一季度公司货币化率为 2.39%，基本保持稳定，我们预计 2020 年全年货币化率可以维持在 4%以上。

公司未来增长逻辑：扩品类、扩渠道

扩品类：未来将持续对成熟品类，扩展二、三级类目，新品类方面健康生活、化妆品等发展潜力较大；扩渠道：现有渠道方面，社交电商渠道、唯品会渠道增速较快，占比提升；新兴渠道方面公司成立直播事业部；线下方面，预计 2020 年开设第一家南极优选店铺，为未来线下渠道提供想象空间。

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。**

2.1.3、 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。

公司公布一季度报告，业绩基本符合预期：公司 2020 年一季度实现营收 5.37 亿元（-10.30%），归母净利润 3,191.16 万元（-29.79%），业绩基本符合预期。

2B 端：开展口罩业务对冲疫情影响，扩品类、扩客户增长逻辑不变

1）为对冲疫情对全年业绩影响，公司拟通过滁州润辉、开润印度、开润印尼等子公司开展一次性、KN95 口罩等防护物资生产，预计口罩业务 2020 年将贡献收入 3 亿元以上。短时间能进入口罩生产行业，体现公司 2B 业务精准制造方面的能力。2）需求端：2019 年公司成功切入 NIKE 供应链体系，2020 年新增威富（VF）订单，不断开拓新客户；同时从软包品类拓展到时尚女包品类，打开新增长空间。3）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：“90 分”入选天猫品类舰长，品牌力持续提升

1）品牌端：2019 年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：2020Q1 公司自有品牌“90 分”及旗下“90 分旗舰店”入选天猫“拉杆箱”品类舰长，平台协助品牌新品及营销资源落地，有助于公司进一步提升市场份额、转化率和品牌力，自有电商渠道更加成熟。3）产品端：预计 2020 年公司会围绕出行消费品继续丰富产品品类，推出低价格段产品，覆盖更广泛客群。

盈利能力：毛利率提升明显

2020 年一季度公司实现毛利率 31.47%（+6.6pct），我们认为系 NIKE 工厂以及 2C 端业务毛利率提升所致。净利率为 5.94%（-1.64pct），扣非归母净利率 5.53%（-1.96pct），净利率下滑主要系收入端受疫情影响，但固定费用难以减少导致费用率提

升所致。预计疫情过后，2B、2C 业务的净利率会有较大提升空间。

维持 2020-2021 年盈利预测不变，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.50/3.37/4.28 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 为 1.15/1.55/1.97 元。公司 2B、2C 业务双轮驱动，具备成长性，维持“买入”评级。

2.1.4、 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。

行业承压的情况下，公司具备一定抗压性。

疫情对公司下半年订单带来了较大不确定性，但公司在行业整体受到冲击时仍具有相对的抗压能力：1）公司对中国市场（占比 31%）和日本市场（16%）的销售占比接近 50%，这两个地区目前疫情影响相对较小；2）公司主要采购基地在浙江宁波，对客户的采购有一定的安全保障；3）一体化的生产模式，短交期能力优势比较明显，适合疫情期间承接客户频繁调整的订单；4）海外一体化生产模式降低供应链依赖程度，海外工厂不会出现由于面料供应不足而出现停产的状况。

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。

2.1.5、 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

1）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。

受到疫情的影响，2020Q1 净利润出现下滑，但预计公司未来三年棉袜和无缝内衣产能释放可期，手握全球优质客户，长期竞争优势不改。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.79/3.51/4.35 亿元，对应 EPS 为 0.67/0.84/1.05 元，维持“买入”评级。

2.1.6、 诺邦股份：疫情期间湿巾需求增加，量价齐升带动业绩增长

集非织造材料与制品于一体：诺邦股份主要从事水刺非织造材料及水刺非织造材料制品的开发生产，现已成为全球水刺非织造材料行业中技术领先的国际型企业之一。

产业链上下游全面布局，2019 年业绩靓丽

诺邦股份通过成立新公司及并购子公司持续向非织造材料制品方向拓展产业链。公司控股子公司邦怡科技与杭州国光分别致力于干巾、湿巾业务的拓展，共同依托诺邦股份的原材料优势，实现干巾和湿巾业务领域互补，提升行业影响力和盈利能力。2019 年公司收入 10.98 亿元（+17.31%），归母净利润 0.83 亿元（+49.36%），业绩保持快速增长。其中水刺非织造材料与制品营收增速分别为 4.75%、26.50%；邦怡科技与杭州国光（含纳奇科）收入分别为 1.2 亿元、5.7 亿元。

疫情拉动湿巾需求上升，2020Q1 业绩增长迅速

受益疫情期间消毒湿巾需求大幅增加，公司 2020Q1 实现营收 3.38 亿元

（+36.24%），归母净利润 0.49 亿元（+225.71%），业绩显著提升；消毒湿巾毛利率相较 2019 年同期约提升 24.0pct，大幅增加至 50%以上，带动公司毛利率增加至 39.01%（+14.16pct），净利率增加 14.6pct 至 22.84%，盈利能力显著提升。

量价齐升拉动业绩增长，自有品牌占比呈现快速提升趋势

量：1）产能端：2019 年募投项目建设完毕，纳奇科德清工厂一期顺利投产,预计公司 2020-2022 年每年新增产能 30%左右；2）销售端：疫情带动卫生观念转变，行业规模预计将持续扩大。2020Q1 由于春节和疫情停工因素，公司产量和销量受到负面影响，预计二季度销量增速将有所提升。价：1）产品价格提升：我们预计 5-6 月公司水刺非织造材料提价约 20%左右；2）产品结构改善：2020Q1 自有品牌销量增幅显著，预计将持续增加；水刺非织造材料制品增速较快，占比预计提升。

我们预计，2020-2022 年，公司归母净利润分别为 2.10/2.54/3.27 亿元，对应 EPS 分别为 1.75/2.12/2.73 元，维持“买入”评级。

2.1.7、 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。

一季度经营情况符合预期

李宁是中国国产运动品牌龙头，我们认为 2020 年起公司进入依靠精细化零售推动的新增长阶段。虽然一季度受到疫情影响，线下门店停业导致零售流水倒退，但是考虑到 1）截至 2019 年年底，经销商库存相对健康，2020 年 Q1 的存货压力相对可控；2）公司现金流充裕，可以较好地应对疫情关店带来的负面影响；3）运动品行业 Q2 线下恢复情况较好、销售出现拐点；4）平台费用中约 45%属于可变成本，预计公司通过控费等措施仍可提升全年净利润率至 10-10.5%.

一季度全平台零售流水下滑 10%-20%高段，电商平台流水增速超过 10%

2020 年 Q1 李宁品牌门店（不包括李宁 YOUNG）全平台零售流水同比下滑 10%-20%高段，符合市场预期。分渠道来看，线下渠道（包括零售及批发）流水同比下滑 20%-30%低段，其中批发渠道下滑 10%-20%高段，而零售渠道下滑 30-40%中段，主要由于零售渠道门店大部分位于一二线城市，受到疫情管控的影响较大。电商渠道整体流水同比增长 10%-20%低段，直播引流等线上营销方式效果显著，我们估算其在保持增速的同时，经营利润率仍维持在 20%-30%高段，属于行业较高水平。

一季度门店数量净减少 224 间，预计全年开店净增加约 250 间

2020 年 Q1 李宁品牌（不包括李宁 YOUNG）门店净减少 224 间至 6225 间，其中经销商门店净减少 198 间至 4959 间，直营门店净减少 75 间至 1266 间。预计全年李宁品牌净开店约为 250 间（中国李宁约 50-80 间，大货约 170-200 间）。

综上，我们认为疫情过后终端销售情况将逐步好转，且公司有能力应对疫情带来的库存问题。维持预测公司 2020-2022 年收入同比增长 9.41%/25.73%/19.82%，达 151.74 /190.78 /228.59 亿元；预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润同比增长 6.87%/31.32%/29.97%，达 16.02 /21.04 /27.35 亿元，EPS 分别为 0.66/0.87/1.13 元，维持“买入”评级。

2.1.8、 波司登：品牌势能显著提升，转型之路仍在继续

波司登品牌继续全方位升级

2018、2019 年，波司登品牌在产品设计、营销推广、渠道结构、供应链效率等方面进行了全方位升级，取得显著效果，成功将品牌带回年轻消费者的视野，且提价推动业绩增长的逻辑仍将持续。

公司重新定位各板块业务，聚焦羽绒服品类

公司主营业务包括羽绒服、贴牌加工管理、女装以及多元化服装，为进一步强化“羽绒服专家”的品牌定位，公司确立“聚焦主航道，收缩多元化”战略，聚焦于发展羽绒服业务中的波司登主品牌。波司登主品牌于 2018 年年初基本完成了库存“三年清零”的目标，为接下来的品牌转型奠定了较好的基础，经历两年转型后，波司登主品牌主力价位带有较大提升，品牌势能提升显著。FY2018 波司登品牌的发力推动整体羽绒服业务收入增长 35%，整体盈利能力亦得到提升。

波司登主品牌全方位升级，由品类经营转向品牌经营

波司登主品牌全方位升级：产品提升：从专业度与时尚感两方面提升产品力，持续推出“高端户外”、“设计师联名款”等中高端产品系列。品牌营销：投放多渠道事件营销，亮相“纽约时装周”、“米兰时装周”等国际舞台，携手当红 KOL 及明星带货，如杨幂、安妮海瑟薇等。渠道建设：提升购物中心占比，更新门店装修，加强导购培训，全面提升消费者购物体验。供应链管理：为了有效管理库存风险，公司自 2018 年起改用期货订单的方式，在订货会中先锁定 40%订单，剩余 60%订单会在后续根据终端销售情况进行补单，快反周期提升至 7-21 天。

暖冬及疫情影响之下，业绩仍符合市场预期

公司 2020 财年实现营业收入 121.91 亿元（+17.4%），毛利率 55.0%（+1.9pct），归母净利润 12.03 亿元（+22.6%）。2020 下半财年收入录得 77.5 亿元（+11.7%），归

母净利润 8.6 亿元（+18.0%）。FY2020 存货周转天数上升 28 天至 155 天，主要由于春节后受到疫情影响，若剔除疫情影响，存货周转天数上升约 131 天（+4 天），应收账款周转天数为 35 天（-2 天），应付账款周转天数为 101 天（+35 天）。在疫情和暖冬的影响之下，品牌升级仍取得了显著的效果，业绩符合市场预期。

疫情环境下库存压力增大，品牌升级趋势不变

FY2021 公司应对疫情环境采取多项措施，积极去库存，同时继续推动品牌升级。具体措施包括:

1）将经销商订货会首单订货比例由 40%调整至 30%，置换经销商的部分货品;

2）提升线上占比、整固线下门店;

3）品牌升级主旋律不变，在预算开支与品牌建设中寻求平衡点;

4）提升中等价位产品线占比，提升销量增长对收入的贡献。

继续看好品牌升级前景，维持“买入”评级

我们预计库存水平有望于 FY2021 期末恢复到正常水平，预计全年羽绒服业务增速为 19%。调整预测公司 FY2021/2022/2023 收入分别为 140.7/167.9/201.0 亿元（+15.4%/+19.3%/+19.7%），（FY2021/2022 预测原值为 149.3/180.9 亿元）。FY2021/2022/2023 归母净利润为 14.7/17.8/21.9 亿元（+21.8%/+21.7%/+23.0%），（FY2021/2022 利润预测原值为 14.1/17/4 亿元），每股收益分别为为 0.14/0.17/0.21 元，品牌升级趋势不变，长期空间较大，估值有较大改善空间，维持“买入”评级。

3、 本周（7.13-7.17）报告更新

3.1、 安踏体育中报预告点评——2020 Q2 流水恢复超预期，线上流水持续高速增长

2020Q2 流水恢复超预期，库存环比略改善，长期竞争优势不变，继续推荐

2020Q2 流水超预期，但主要受 AMER 和股权激励摊销费用影响，2020H1 净利润略低于我们此前预期。考虑到：1）秋季与春季产品匹配度较高，预计 2020 Q1 货品的库存消化对于 2020 Q3 销售仍会带来一定影响、2）6、7 月流水环比改善受天气影响略放缓，预计下半年安踏品牌流水增速恢复至 5-10%，FILA 流水增速恢复至 20-30%，我们下调 2020/2021/2022 年收入分别至 361.9/448.5/554.8 亿元（原值为 364.6/470.0/579.9 亿元），归母净利润分别为 54.1/74.1/93.6 亿元（原值为 57.1/76.3/96.1 亿元），EPS 分别为 2.0/2.8/3.5 元（原值为 2.1/2.8/3.6 元）。对应当前股价的 PE 分别为 33.2/24.3/19.2 倍。1）短期来看：各品牌销售流水恢复强劲，库存水平有望于 2020 年年底恢复至正常，且海外 Amer 经营情况恢复优于预期；2）长期来看：公司核心竞争力不变，且有望在后疫情时期获更高市场份额，我们仍然坚定看好公司长远发展，估值存在提升空间，维持“买入”评级。

2020 Q2 各品牌零售额恢复强劲，库存环比改善

安踏品牌：2020Q2 零售额下滑低单位数，其中，预计大货线下下降低双位数，安踏儿童增长中单位数，电商业务表现亮眼，增长超 40%。预计大货 2020Q2 线下零售折扣约 7 折，较 2020Q1 有略微改善，预计上半年库销比为 5-6 倍。

FILA 品牌：2020Q2 零售额低双位数增长，其中预计 FILA Classic 增长中单位数，Fila Fusion 增长超 70%，Fila Kids 增长超 30%，电商业务增长超 80%。预计 FILA 大货折扣较 2019 年同期扩大 2-3 个点至 72 折。预计库销比略改善至 8 倍。

其他品牌：2020Q2 零售额增 25-30%，受益于 DESCENTE、KOLON 恢复强劲。

受 AEMR 和股权激励摊销费用影响，2020H1 净利润略低于我们此前预期

受疫情影响，2020H1 收入预计下滑 0-5%。若不计 AMER 亏损，预计上半年归母净利润下降不超过 25%。如考虑受疫情影响，2020H1 收入预计下滑 0-5%。若不计 AMER 亏损，预计上半年归母净利润下降不超过 25%。如考虑 AMER 亏损，预计上半年归母净利润下降不超过 35%。预计上半年 AMER 带来亏损约 7 亿元，股权激励费用约 2 亿元。预计上半年归母净利润下降不超过 35%。预计上半年 AMER 带来亏损约 7 亿元，股权激励费用约 2 亿元。

风险提示：海外地区 Amer 亏损加剧；国内市场库存清理不达预期等。

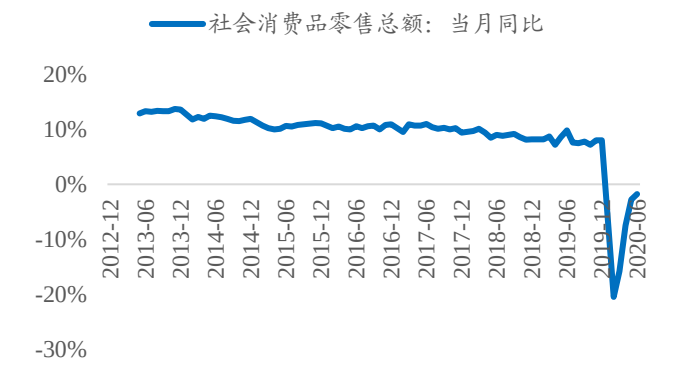
（摘自 2020 年 7 月 16 日发布的《开源证券--安踏体育--2020Q2 流水恢复超预期，线上流水持续高速增长》）

4、 行业数据库更新：社零数据不佳，纺织品出口同比上升

4.1、 零售端：1-6 月社零数据受疫情影响较大

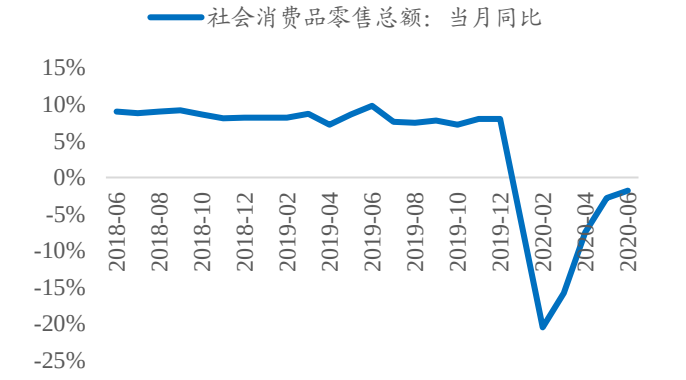
2020 年 1-6 月，社会消费品零售累计总额 172,256 亿元，同比减少 11.40%。2020 年 6 月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比减少 0.10%；2020 年 6 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比增加 19.80%。

图5：2020 年 6 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6：1-6 月社会消费品零售总额增速有所上升（%）



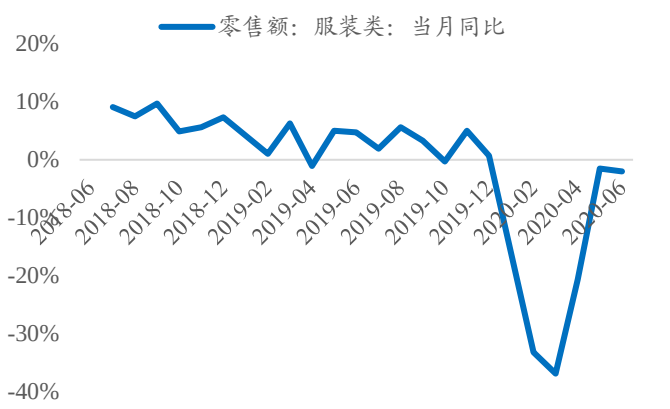
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年 6 月限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额增速上升（%）



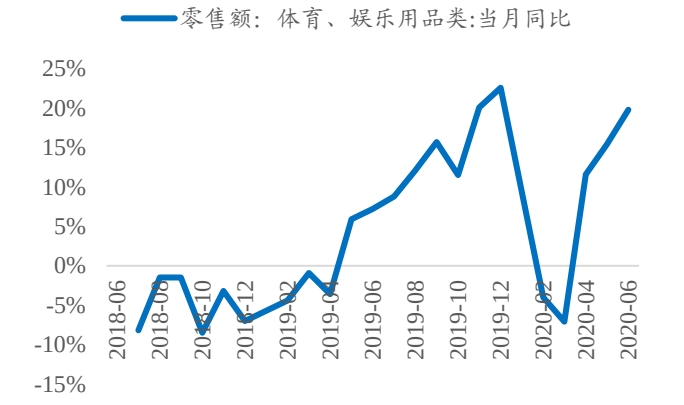
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年 6 月限额以上零售企业服装类零售额增速上升（%）



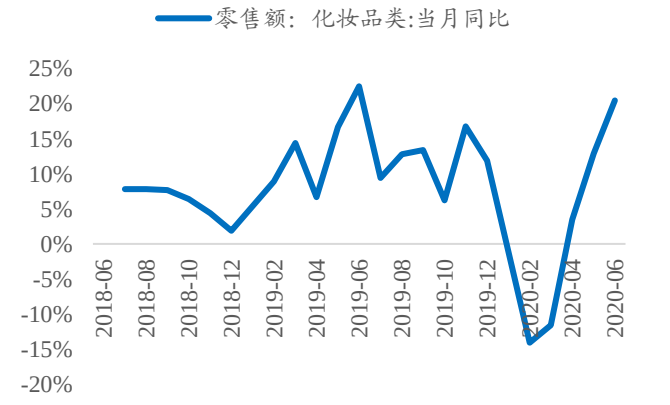
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020 年 6 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 6 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

4.2、 出口：1-6 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 6 月底，据海关总署发布的数据显示，1-6 月我国纺织纱线、织物及制品累计出口金额 741.03 亿美元，同比上升 27.80%；服装及衣着附件 1-6 月的出口金额为 510.84 亿美元，同比下降 19.40%；主要系疫情及中美贸易摩擦不确定因素影响。

图11：2020 年 6 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 6 月服装及衣着附件出口增速回升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、 上游：棉花价格指数下降，羊毛进口价格上涨

中国棉花综合价格指数：本周（7 月 13 日至 7 月 17 日）为 93.57，较上周（7 月 6 日至 7 月 10 日）上涨 0.8%。

棉花进口价格：2020 年 5 月为 1759.69 美元/吨，较 2020 年 4 月 1921.73 美元/吨，下降 8.43%。

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%。

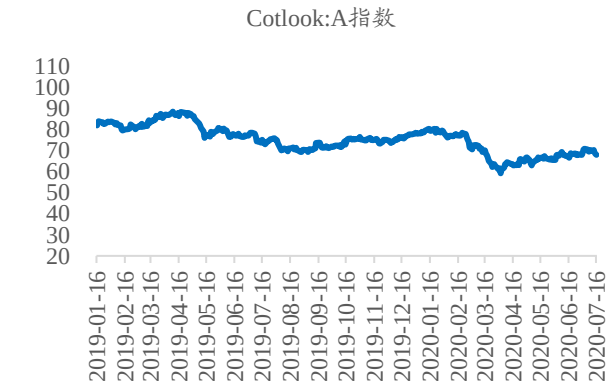
粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 8,300.00 元/吨，较上周价格下降 2.35%。粘胶长丝本周均价 36,000.00 元/吨，较上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 5,320.00 元/吨，较上周变动-1.48%。涤纶长丝 POY 本周均价为 4,920.00 元/吨，较上周变动下降 0.40%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 6,200.00 元/吨，较上周上涨 0.81%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 6,600.00 元/吨，较上周价格持平。

国内棉布产量：2020 年 6 月棉布产量 34.00 万吨，当月同比下降 18.9 %。

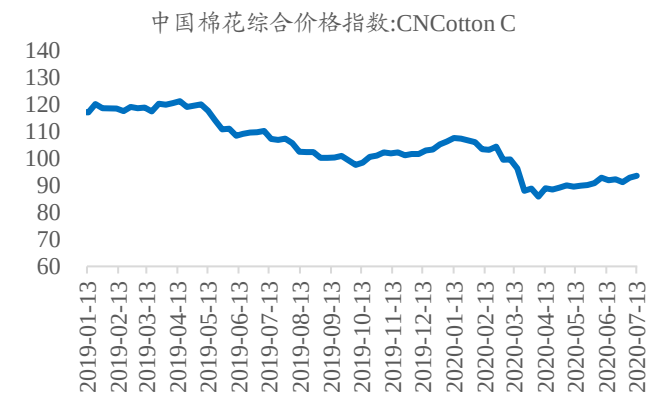
国内棉纱产量：2020 年 6 月棉纱产量 234.20 万吨，当月同比下降 6.10%。

图13：本周 Cotlook:A 价格略微下降（美分/磅）



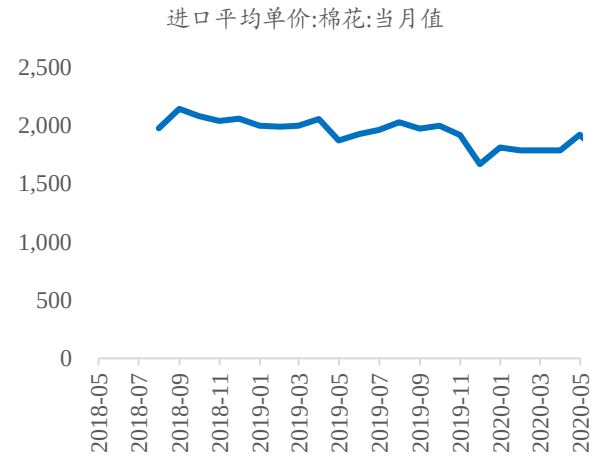
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：本周中国棉花综合价格指数有所上升



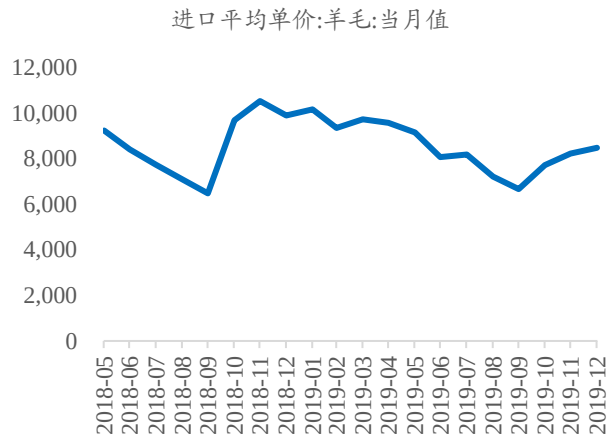
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2020 年 5 月棉花进口平均单价下降（美元/吨）



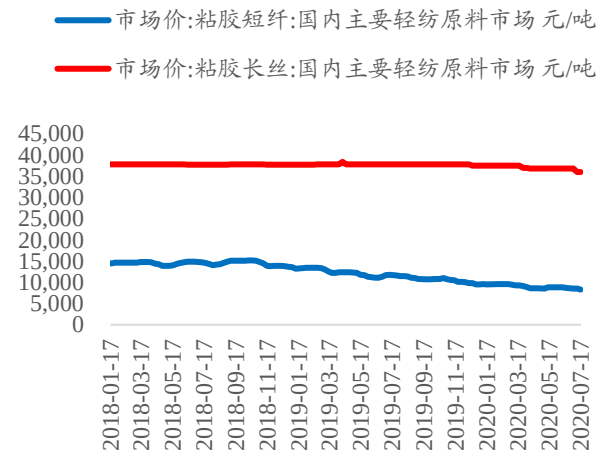
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2019 年 12 月羊毛进口平均单价上涨（美元/吨）



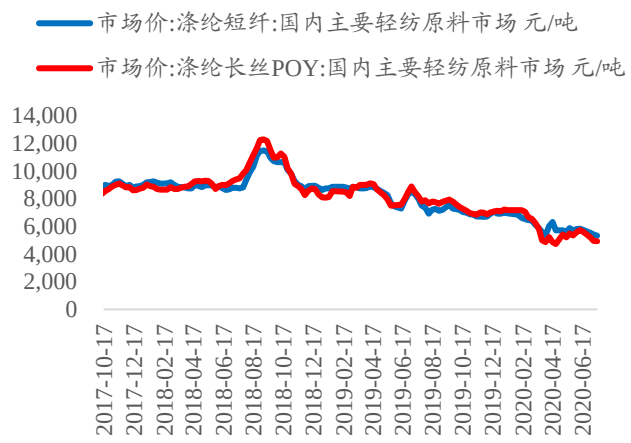
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020 年至今粘胶短纤、长丝价格有所下降



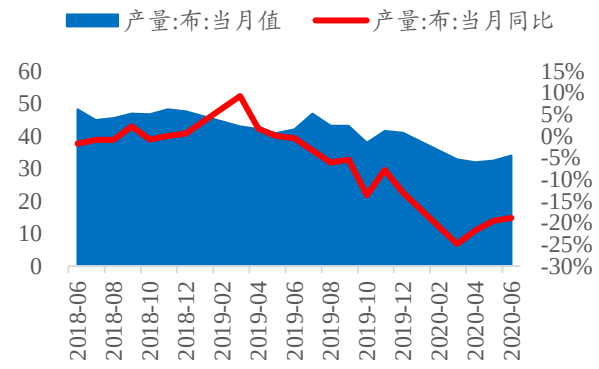
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2020 年至今涤纶短纤、长丝价格有所下降



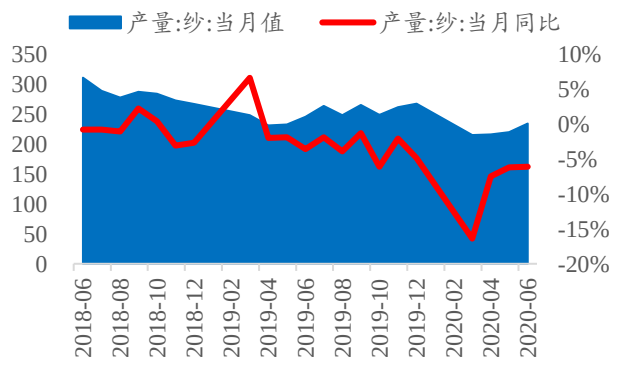
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2020 年 6 月国内棉布产量上升（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2020 年 6 月国内棉纱产量有所上升（万吨）



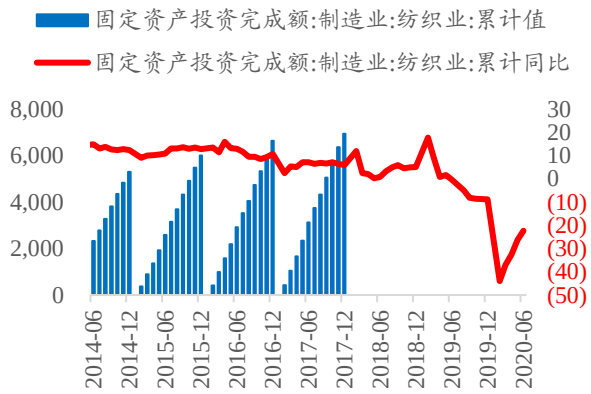
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4、 行业投资：纺织行业投资增速下降，服装行业投资增速下降

纺织行业固定资产投资：2020 年 6 月，纺织行业固定资产投资同比下降 22.40%，较 2019 年 6 月同比增速有所下降（-22.1 pct）。

服装行业固定资产投资：2020 年 6 月，纺织服装行业固定资产同比下降 37.90%，较 2019 年 6 月同比增速有所下降（-38.7pct）。

图21：2020 年 6 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 6 月服装行业固定资产投资完成额累计同比下降（单位：亿元，%）



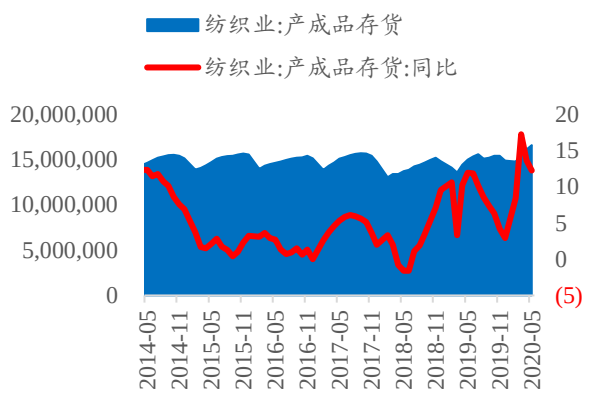
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.5、 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上升

纺织行业库存情况：2020 年 5 月，纺织行业产成品库存 1656.90 亿元，同比增长 12.20%，较上月增速有所下降（-1.4pct）。

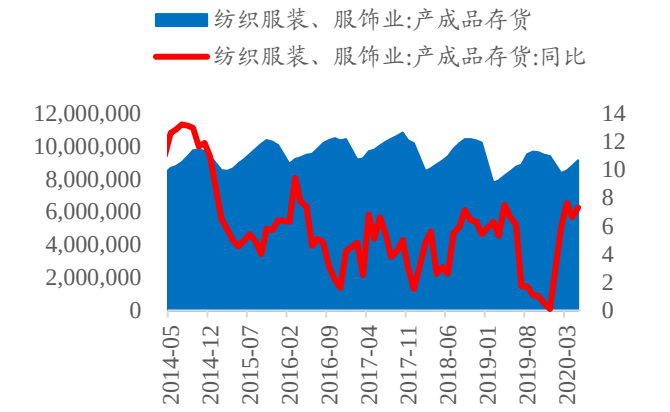
服装行业库存情况：2020 年 5 月，服装行业产成品库存 913.80 亿元，同比增长 7.30%，较上月增速有所上升（+0.7pct）。

图23：2020 年 5 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 5 月服装业库存增速上升（万元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 年内重点限售股解禁公司时间表

表3：年内重点限售股解禁公司时间表

					变动前(万股)			变动后(万股)			
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
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
600070.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
002740.SZ	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
603839.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
002656.SZ	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
603608.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
603238.SH	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
603908.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
300819.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
603665.SH	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
002327.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
300658.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
300577.SZ	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
002763.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
002293.SZ	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
300840.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
002656.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

					变动前(万股)			变动后(万股)			
002656.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
002327.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
002345.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
603557.SH	富安娜	2020-07-16	459.94		84,302.39	50,081.68	59.41	84,302.39	50,541.62	59.95	股权激励限售股份
002612.SZ	起步股份	2020-08-18	25,107.72		47,423.97	21,890.25	46.16	47,423.97			首发原股东限售股份
603558.SH	朗姿股份	2020-08-20	1,976.71	6.68	44,244.54	23,421.75	52.94	44,244.54			定向增发机构配售股份
603157.SH	健盛集团	2020-08-31	3,211.81	-51.84	41,635.63	38,423.82	92.29	41,635.63			定向增发机构配售股份
002612.SZ	台华新材	2020-09-21	62,555.42		76,664.41	14,108.99	18.40	76,664.41			首发原股东限售股份
002721.SZ	*ST 拉夏	2020-09-25	18,707.88		54,767.16	14,580.30	26.62	54,767.16			首发原股东限售股份
603365.SH	朗姿股份	2020-10-16	737.46	38.76	44,244.54	23,421.75	52.94	44,244.54			定向增发机构配售股份
600448.SH	南极电商	2020-11-09	797.91	139.43	245,487.04	195,364.20	79.58	245,487.04			定向增发机构配售股份
600655.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
603477.SH	华纺股份	2020-11-30	1,218.27	-16.58	62,981.97	61,763.69	98.07	62,981.97			定向增发机构配售股份
002780.SZ	振静股份	2020-12-18	12,650.00		24,000.00	11,350.00	47.29	24,000.00			首发原股东限售股份
002721.SZ	三夫户外	2020-12-21	266.89	-4.86	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

6、 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等。

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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835