

## 纺织品、服装与奢侈品行业

2018-9-1

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

# 纺织服装行业 18H1 综述：大众休闲 Q2 持续提速，优质制造或迎全面改善

### 报告要点

#### ■ 本周专题

纺织服装板块中报披露完毕，本周，我们将对其进行梳理分析。总体上，在 18Q2 终端零售增速放缓、纺织制造淡季的背景下，除休闲服子板块外，其他细分子板块收入增速均有所放缓，但费用压缩、减值损失降低等因素带动盈利能力改善；各细分子板块在营运质量及现金流方面表现不一。(1) 18H1，纺服板块整体收入增速环比放缓，利润增速基本持平。整体营收、归母净利润同增 16.4%、20.2%，其中 Q2 分别同增 14.1%、20.7%。(2) 毛利率有所下滑，但受益于费用压缩、存货结构改善带来的资产减值损失减少等因素，净利率小幅提升。(3) 受益于过季库存消化到位，新品适销度提升，叠加加盟商盈利改善，订货积极性及回款加强，带动整体营运质量小幅改善；现金流受备货增加、加快供应商结算及支付其他应付项目等出现一定下降。分子板块来看：**休闲服是唯一 Q2 出现加速的子板块**，营运质量显著改善，支出增加致经营现金流净流出；**家纺**线下渠道维持高增长，但电商拖累致增速显著放缓，现金流维持改善趋势；**女装**主品牌延续双位数增速，新品牌增长放缓明显，利润端表现优于收入端，现金流维持改善；**男装**收入增速明显放缓，库存消化到位带来盈利改善；**鞋帽**板块表现依旧低迷，Q2 利润端下降 17%，存货规模持续下降，营运指标恶化；**纺织制造板块**受益 Q2 人民币贬值产生汇兑收益盈利提速，上年同期高基数致毛利率显著回落。

#### ■ 行业观点

整体行业中报表现验证我们前期判断，大众休闲子板块最受益外部环境友好；同时，多维进化带来的边际改善也颇为明显，持续重点推荐大众休闲领域的**森马服饰及太平鸟**，**建议关注强安全边际的海澜之家**。在零售增速放缓、品牌分化、消费预期悲观的情绪下，预计板块性行情难再现，依然建议排除短期数据干扰，精选持续精进的优质龙头穿越周期。此外，外部因素助力上游优质制造业绩逐季提升，维持中期布局的观点，建议重点关注**健盛/百隆东方和华孚时尚**。

#### ■ 行情回顾

上周，纺织服装行业板块下跌 1.12%，同期沪深 300 指数上涨 0.28%，纺织服装板块跑输大盘 1.4 个百分点，排名第 22。个股方面，涨幅前五分别为：健盛集团 (7.53%)、华孚时尚 (5.18%)、希努尔 (4.39%)、浔兴股份 (4.02%)、摩登大道 (2.60%)；跌幅前五分别为：拉夏贝尔 (-11.95%)、商赢环球 (-12.29%)、贵人鸟 (-9.70%)、日播时尚 (-8.14%)、柏堡龙 (-6.11%)。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

#### 相关研究

《巨头之路系列 III：昔日王者 Gap 的得与失》  
2018-8-26

《信用风险防范下的纺织服装行业的危与机》  
2018-8-20

《巨头之路系列 II：ZARA 的卓越之路》  
2018-8-19

**风险提示：** 1、零售环境恶化的风险；2、并购整合不及预期的风险；3、原材料及汇率大幅波动的风险等。

## 目录

纺织服装行业 18H1 综述：大众休闲 Q2 持续提速，优质制造或迎全面改善 .....	5
纺织制造： Q2 盈利加速，毛利率下滑 .....	5
家纺：电商拖累致增速放缓，现金流持续改善 .....	7
男装：库存消化到位带来盈利改善，收入增速放缓明显 .....	9
女装：收入端有所放缓，现金流持续改善 .....	11
休闲服：唯一 Q2 加速子板块，营运质量持续改善 .....	14
鞋帽：表现依旧低迷，存货规模持续下降 .....	16
总结：收入端环比放缓，营运质量小幅改善 .....	17
行业观点 .....	20
公司事件跟踪 .....	21
行情回顾 .....	23
数据追踪 .....	23
宏观数据跟踪 .....	23
原材料价格跟踪 .....	24
国际纺织服装企业估值指标 .....	26

## 图表目录

图 1：18H1，纺织制造实现营收及归母净利分别同增 16%及 15.1% .....	6
图 2：18Q2，纺织制造实现营收及归母净利分别同增 14.5%及 16.6% .....	6
图 3：18H1，纺织制造子板块毛利率及净利率分别为 18.1%及 9.2% .....	6
图 4：18Q2，纺织制造子板块毛利率及净利率分别为 18.3%及 10.2% .....	6
图 5：18Q2，纺织制造子板块存货周转率为 0.69，同比下降 0.03 次 .....	7
图 6：18Q2，纺织制造板块应收账款周转率为 3.33，同比增加 0.09 次 .....	7
图 7：18Q2，纺织制造板块经营现金流净额为 15.04 亿元 .....	7
图 8：18Q2，纺织制造板块销售收到的现金/收入为 1.06，同比+0.05 .....	7
图 9：18H1，家纺板块实现营收及归母净利同比增长 16.7%及 26.9% .....	8
图 10：18Q2，家纺板块实现营收及归母净利同比增长 11.8%及 20.8% .....	8
图 11：18H1，家纺板块销售毛利率及净利率分别为 46.8%及 11.4% .....	8
图 12：18Q2，家纺板块销售毛利率及净利率分别为 47.8%及 9.1% .....	8
图 13：18Q2，家纺板块存货周转率为 0.41 次，与上年同期基本持平 .....	9
图 14：18Q2，家纺板块应收账款周转率为 2.06 次，同比提升 0.07 次 .....	9
图 15：18Q2，家纺板块经营活动现金流净额为-1.14 亿元，显著收窄 .....	9
图 16：18Q2，家纺板块销售收到现金/收入为 1.34，较上年同期改善 .....	9
图 17：18H1，男装子板块实现营收及归母净利同增 12.5%及 12.6% .....	10
图 18：18Q2，男装子板块实现营收及归母净利同增 9.3%及 14.6% .....	10
图 19：18H1，男装子板块销售毛利率及净利率分别为 45.4%及 17.1% .....	10

图 20: 18Q2, 男装子板块销售毛利率及净利率分别为 46.8%及 16.7%.....	10
图 21: 男装子板块 18Q2 存货周转率为 0.30 次, 同增 0.02 次.....	11
图 22: 男装子板块 18Q2 应收账款周转率为 3.32 次, 同减 0.13 次.....	11
图 23: 18Q2, 男主子板块实现经营活动现金流量净额-5.63 亿元.....	11
图 24: 18Q2, 男装子板块销售收到的现金/收入为 1.26, 同比+0.13.....	11
图 25: 女装主品牌 18H1 收入端同比增长 19.25%, 环比 Q1 出现一定回落.....	12
图 26: 18H1, 女装板块实现营收及归母净利增速分别为 33.1%及 57.8%.....	12
图 27: 18Q2, 女装板块实现营收及归母净利分别同增 13.2%及 65%.....	12
图 28: 18H1, 女装板块毛利率及归母净利率分别为 65.6%及 12.3%.....	13
图 29: 18Q2, 女装板块毛利率及净利率分别为 66.2%及 11.9%.....	13
图 30: 18Q2, 女装存货周转率为 0.31 次, 较上年同期下降 0.08 次.....	13
图 31: 18Q2, 女装应收账款周转率为 1.68, 较上年同期下降 0.36 次.....	13
图 32: 18Q2, 经营活动现金流量净额为 1.84 亿元, 较上年同期增加 0.29 亿元.....	14
图 33: 18H1, 休闲服子板块实现营收及归母净利同增 24.6%及 57.4%.....	14
图 34: 18Q2, 休闲服子板块实现营收及归母净利同增 27.1%及 73.3%.....	14
图 35: 18H1, 休闲服子板块销售毛利率及净利率分别为 45.3%及 7.3%.....	15
图 36: 18Q2, 休闲服子板块销售毛利率及净利率分别为 45.5%及 6.8%.....	15
图 37: 18Q2, 休闲服子板块存货周转率为 0.54, 同比增加 0.05 次.....	15
图 38: 18Q2, 休闲服子板块应收账款周转率为 3.13 次, 同增 0.58 次.....	15
图 39: 18Q2, 休闲服子板块经营现金流为-7.68 亿元, 同比降幅扩大.....	16
图 40: 18Q2, 休闲服子板块销售收到的现金/收入同比小幅下降 0.06.....	16
图 41: 18H1, 鞋帽子板块营收及归母净利同增 1.7%及 3.3%.....	16
图 42: 18Q2, 鞋帽子板块实现营收及归母净利分别同比+1%及-17%.....	16
图 43: 18H1, 鞋帽子板块销售毛利率及净利率分别为 45%及 9.6%.....	16
图 44: 18Q2, 鞋帽子板块毛利率及净利率分别为 45.8%及 7.4%.....	16
图 45: 18Q2, 鞋帽子板块存货周转率为 0.36, 同比增长 0.02 次.....	17
图 46: 18Q2, 鞋帽子板块应收账款周转率为 0.92, 同比下降 0.36 次.....	17
图 47: 18Q2, 鞋帽子板块经营活动现金流量净额为 3.39 亿元.....	17
图 48: 鞋帽子板块存货规模持续下降.....	17
图 49: 18H1, 纺织服装行业营收及归母净利同增 16.4%及 20.2%.....	18
图 50: 18Q2, 纺织服装行业营收及归母净利同增 14.1%及 20.7%.....	18
图 51: 18Q2, 纺服行业存货周转率为 0.49, 同比增加 0.01 次.....	19
图 52: 18Q2, 纺服行业应收账款周转率为 2.53, 同比增加 0.01 次.....	19
图 53: 18Q2, 纺织服装行业经营活动现金流净额为 5.82 亿元.....	19
图 54: 18Q2, 纺服行业销售商品收到的现金/收入为 1.11, 同比+0.05.....	19
图 55: 18Q2, 除休闲服子板块外, 其余子板块收入端均出现回落.....	19
图 56: 18Q2, 家纺及鞋帽子板块利润端增速环比出现回落.....	19
图 57: 18Q2, 各细分子板块同比及环比变动对比.....	20
图 58: 本周行业涨跌幅.....	23
图 59: 年初至今行业涨跌幅.....	23
图 60: 本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名.....	23
图 61: 纺织服装板块 PE 历史走势.....	23
图 62: 7 月, 纺织业利润总额累计同比上升 0.2%, 较上月上升 1.3pct.....	24

图 63: 7 月, 纺织服装业利润总额累计同比上升 0.2%, 较上月上升 1.3pct.....	24
图 64: 截至 8 月 31 日, 国内外棉价差为 920 元/吨.....	24
图 65: 截至 8 月 31 日, 国内外棉价差 (滑准税) 为 137 元/吨.....	24
图 66: 截至 8 月 31 日, 国内外纱线价差为-183 元/吨.....	24
图 67: 截至 8 月 31 日, 坯布价格为 5.75 元/米.....	24
图 68: 第 25 周 (8.27-8.31) 国储棉抛储成交率较上周继续回升.....	25
图 69: 第 25 周 (8.27-8.31) 地产棉抛储量缩价升.....	25
图 70: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨) .....	25
图 71: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨) .....	25
表 1: 各子板块具体待分析上市公司一览.....	5
表 2: 纺织制造子板块简式利润表.....	6
表 3: 家纺子板块简式利润表.....	8
表 4: 男装子板块简式利润表.....	10
表 5: 女装子板块简式利润表.....	13
表 6: 休闲服子板块简式利润表.....	15
表 7: 帽子子板块简式利润表.....	17
表 8: 纺织服装行业简式利润表.....	18
表 9: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/09/01-2018/11/01) .....	21
表 10: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/09/01) .....	21
表 11: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/08/01-2018/09/01) .....	22
表 12: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司 .....	22
表 13: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司 .....	22
表 14: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司.....	22
表 15: 国际纺织服装企业估值.....	26

## 纺织服装行业 18H1 综述：大众休闲 Q2 持续提速，优质制造或迎全面改善

2018 年中报已披露完毕，本周我们对纺织服装板块 2018 年半年报进行梳理总结；为保证数据口径可比，我们选取了未大规模进行业务重组，仍坚持主业的 31 家有代表性的上市公司，并将其进一步细分为纺织制造、男装、休闲服、鞋帽、女装、家纺 6 大子板块。

表 1：各子板块具体待分析上市公司一览

SW 行业	公司代码	公司简称	SW 行业	公司代码	公司简称
纺织制造	000726.SZ	鲁泰 A	休闲服	002269.SZ	美邦服饰
	000850.SZ	华茂股份		002563.SZ	森马服饰
	002042.SZ	华孚时尚		603877.SH	太平鸟
	002083.SZ	孚日股份		002291.SZ	星期六
	002087.SZ	新野纺织	鞋帽	603001.SH	奥康国际
	002394.SZ	联发股份		603116.SH	红蜻蜓
	601339.SH	百隆东方		603608.SH	天创时尚
	603558.SH	健盛集团		603958.SH	哈森股份
	600987.SH	航民股份		002293.SZ	罗莱生活
	601566.SH	九牧王		002327.SZ	富安娜
男装	600398.SH	海澜之家	家纺	002397.SZ	梦洁股份
	002029.SZ	七匹狼		603808.SH	歌力思
	002154.SZ	报喜鸟		002612.SZ	朗姿股份
	002832.SZ	比音勒芬		603518.SH	维格娜丝
	002656.SZ	摩登大道		603839.SH	安正时尚
	002687.SZ	乔治白			

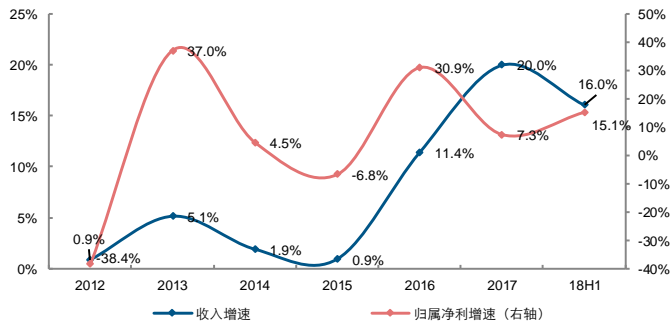
资料来源：Wind，长江证券研究所

### 纺织制造：Q2 盈利加速，毛利率下滑

18H1，纺织制造子板块实现营收及归母净利分别同增 16%及 15.1%，其中 18Q2 实现营收及归母净利分别同比增长 14.5%及 16.6%。受益外需复苏带动出口型企业订单整体回升，下游服装销售回暖、渠道补库存拉动内需改善，业绩保持稳健增长趋势。此外，新业务的拓展（华孚时尚网链业务放量、健盛集团俏儿婷婷并表）也有一定助力。Q2 相对淡季，收入端环比出现一定放缓，利润端环比加速主要系汇率波动在 Q1/Q2 分别产生汇兑损失及汇兑收益影响。

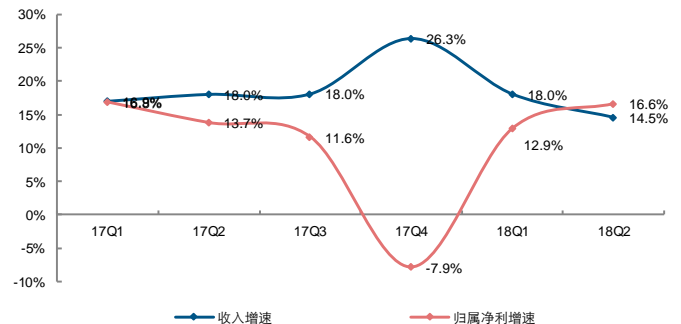


图 1: 18H1, 纺织制造实现营收及归母净利润分别同增 16%及 15.1%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

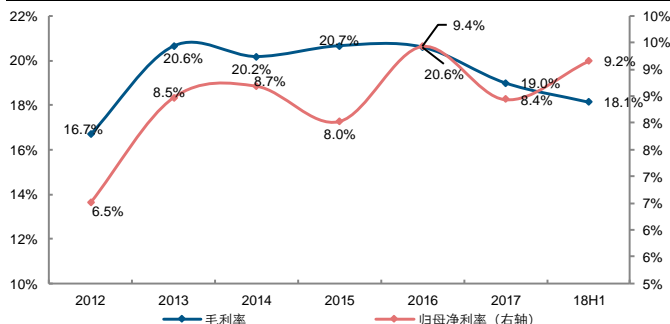
图 2: 18Q2, 纺织制造实现营收及归母净利润分别同增 14.5%及 16.6%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

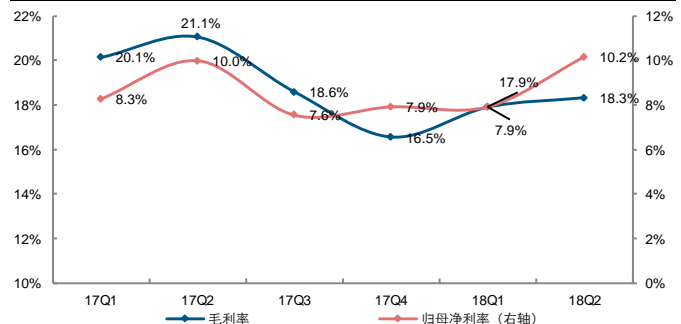
从利润率的角度来看, 18H1 纺织制造子板块销售毛利率及净利率分别为 18.1%及 9.2%, 较上年同期分别-2.5pct 及-0.1pct; 其中 18Q2, 销售毛利率及净利率分别为 18.3% 及 10.2%, 较上年同期分别-2.7pct 及+0.2pct, 环比 Q1 呈现改善趋势。18H1, 人民币平均汇率为 6.3711, 较上年同期 6.8697 的平均汇率升值超过 7%, 人民币升值导致美元折算人民币收入下降, 对毛利率产生较大拖累; Q2 受益于人民币快速贬值带来的汇率收益, 财务费用率较上年同期下降 1.7pct 至 0.5%, 收入增长对销售及管理费用产生一定摊薄致费用率出现下降, 板块销售净利率基本持平。

图 3: 18H1, 纺织制造子板块毛利率及净利率分别为 18.1%及 9.2%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: 18Q2, 纺织制造子板块毛利率及净利率分别为 18.3%及 10.2%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

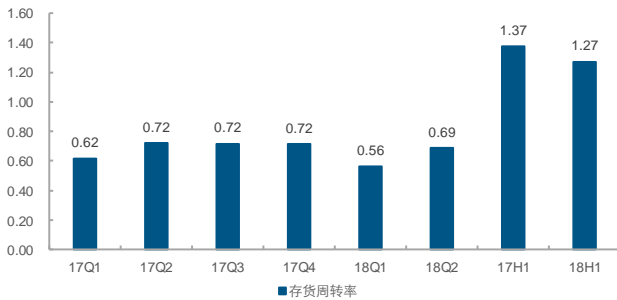
表 2: 纺织制造子板块简式利润表

纺织制造	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18H1	17H1	变动	18Q2	17Q2	变动
收入增速	0.9%	5.1%	1.9%	0.9%	11.4%	20.0%	16.0%	17.5%		14.5%	18.0%	
归母净利润增速	-38.4%	37.0%	4.5%	-6.8%	30.9%	7.3%	15.1%	14.9%		16.6%	13.7%	
扣非净利增速	-59.7%	91.0%	-5.6%	4.1%	27.7%	9.5%	5.2%	28.5%		10.0%	31.2%	
毛利率	16.7%	20.6%	20.2%	20.7%	20.6%	19.0%	18.1%	20.7%	-2.5%	18.3%	21.1%	-2.7%
销售费用率	3.0%	3.1%	3.4%	3.3%	3.1%	2.6%	2.3%	2.6%	-0.3%	2.4%	2.4%	0.0%
管理费用率	5.6%	5.9%	6.2%	6.4%	5.9%	5.3%	4.9%	5.4%	-0.5%	4.4%	5.0%	-0.6%
财务费用率	2.9%	2.2%	2.5%	2.7%	1.7%	2.6%	1.8%	2.3%	-0.5%	0.5%	2.3%	-1.7%
减值损失/收入	0.8%	0.8%	0.3%	0.4%	0.7%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.0%
归母净利润率	6.5%	8.5%	8.7%	8.0%	9.4%	8.4%	9.2%	9.2%	-0.1%	10.2%	10.0%	0.2%
扣非净利率	3.5%	6.4%	5.9%	6.1%	7.0%	6.4%	7.0%	7.8%	-0.7%	8.3%	8.6%	-0.3%
毛销差	5.2%	9.5%	8.0%	8.2%	9.8%	8.5%	9.2%	10.4%	-1.2%	11.0%	11.4%	-0.4%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

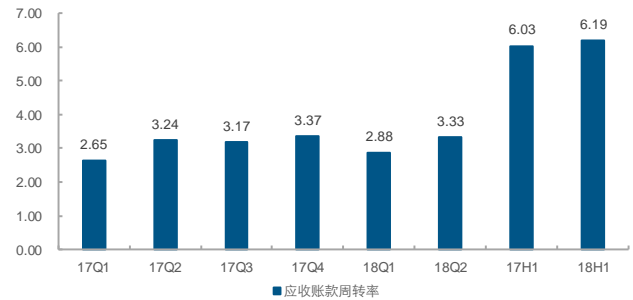
资产负债表层面，加大原材料储备以及物料等新业务的拓展对存货周转有所拖累，应收账款周转率持续改善。18H1，纺织制造子板块存货及应收账款周转率分别为 1.27 及 6.19 次，较上年同期分别-0.1 及+0.16 次；其中 18Q2，存货周转及应收账款周转率分别为 0.69 及 3.33，较上年同期分别-0.03 及+0.09 次。

图 5：18Q2，纺织制造子板块存货周转率为 0.69，同比下降 0.03 次



资料来源：Wind，长江证券研究所

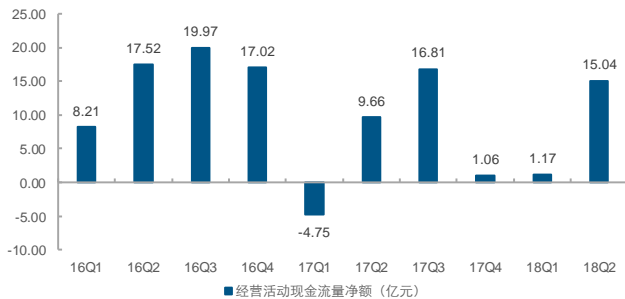
图 6：18Q2，纺织制造板块应收账款周转率为 3.33，同比增加 0.09 次



资料来源：Wind，长江证券研究所

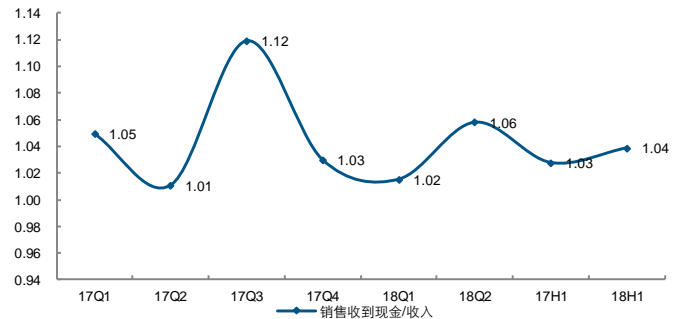
周转改善加快回款，为应对原材料涨价错峰备货致现金提前流出，本期经营现金流出现改善。18H1，纺织制造子板块经营活动现金流为 16.21 亿元，较上年同期增加 11.30 亿元；其中 18Q2，经营现金流量净额为 15.04 亿元，同比增加 5.38 亿元。18Q2，纺织制造板块销售收到的现金/收入为 1.06，较上年同期提升 0.05 各百分点。

图 7：18Q2，纺织制造板块经营现金流量净额为 15.04 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

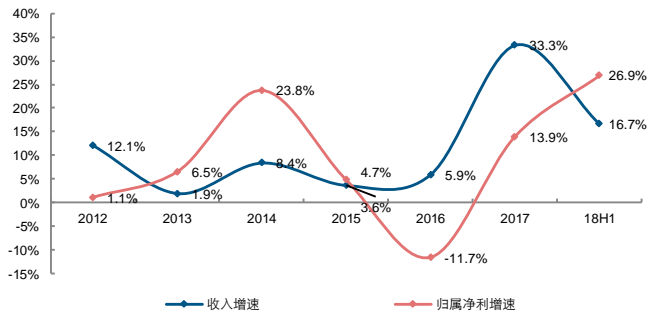
图 8：18Q2，纺织制造板块销售收到的现金/收入为 1.06，同比+0.05



资料来源：Wind，长江证券研究所

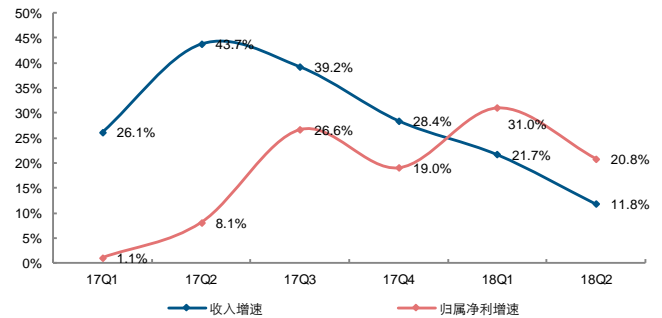
## 家纺：电商拖累致增速放缓，现金流持续改善

18H1，家纺板块实现营收及归母净利同比增长 16.7%及 26.9%；其中 18Q2，实现营收及归母净利同比增长 11.8%及 20.8%，增速环比 18Q1 均出现明显放缓。分渠道来看，地产后周期叠加渠道补库存，龙头企业重启扩张以及小品牌出清带来的格局改善，共同带动家纺线下渠道维持较高增速；但电商渠道受上年同期高基数，拼多多等新兴平台分流，以及阿里平台流量政策或出现调整等因素影响，增速出现显著放缓，拖累整体增速。利润端则受益费用相对刚性增幅优于收入端。

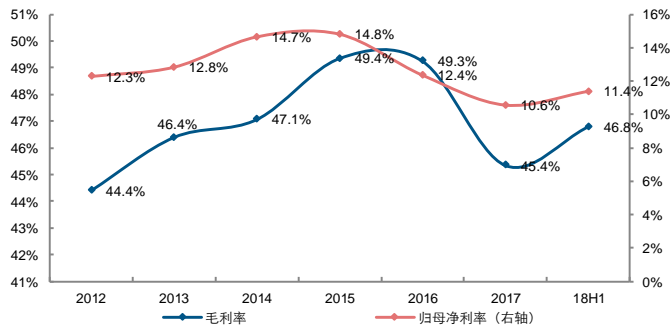
**图 9：18H1，家纺板块实现营收及归母净利润同比增长 16.7%及 26.9%**


资料来源：Wind，长江证券研究所

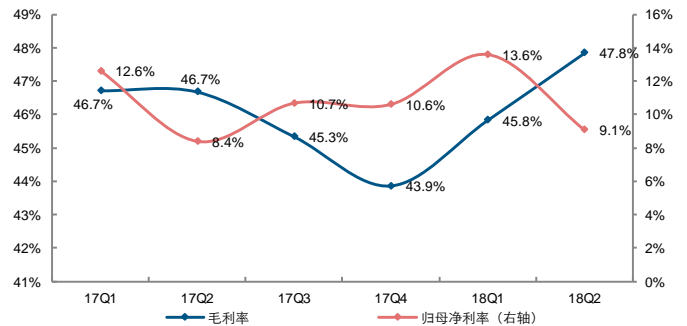
从利润率角度来看，18H1 家纺板块销售毛利率及净利率分别为 46.8%及 11.4%，较上年分别同比+0.1 及+0.9pct；其中 18Q2，板块销售毛利率及净利率分别为 47.8%及 9.1%，分别同比+1.2 及+0.7pct，盈利能力持续改善。行业景气恢复阶段，家纺公司重启外延扩张，加大广告费用投放，致销售费用率出现提升。收入端恢复摊薄管理费用，18H1 管理费用率下降；但 18Q2 收入增速放缓，且富安娜摊销部分股权激励费用，致 18Q2 管理费用率小幅提升。综合来看，毛销差较上年同期下降 0.8pct，环比也出现下降。

**图 10：18Q2，家纺板块实现营收及归母净利润同比增长 11.8%及 20.8%**


资料来源：Wind，长江证券研究所

**图 11：18H1，家纺板块销售毛利率及净利率分别为 46.8%及 11.4%**


资料来源：Wind，长江证券研究所

**图 12：18Q2，家纺板块销售毛利率及净利率分别为 47.8%及 9.1%**


资料来源：Wind，长江证券研究所

**表 3：家纺子板块简式利润表**

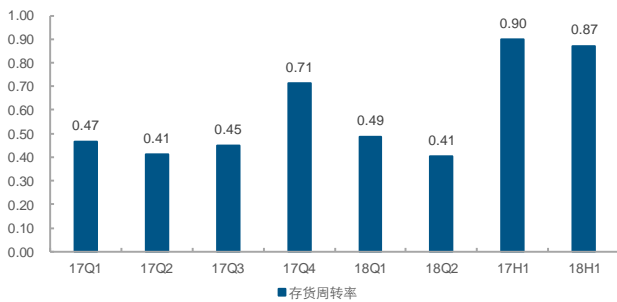
家纺	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18H1	17H1	变动	18Q2	17Q2	变动
收入增速	12.1%	1.9%	8.4%	3.6%	5.9%	33.3%	16.7%	34.5%		11.8%	43.7%	
归属净利增速	1.1%	6.5%	23.8%	4.7%	-11.7%	13.9%	26.9%	3.8%		20.8%	8.1%	
扣非净利增速	1.6%	3.8%	24.0%	-1.0%	-11.1%	16.7%	18.1%	10.2%		16.8%	16.4%	
毛利率	44.4%	46.4%	47.1%	49.4%	49.3%	45.4%	46.8%	46.7%	0.1%	47.8%	46.7%	1.2%
销售费用率	23.9%	24.0%	23.2%	24.7%	26.4%	24.0%	25.3%	23.8%	1.5%	27.9%	25.3%	2.6%
管理费用率	5.2%	6.3%	6.0%	6.5%	6.7%	6.7%	7.1%	8.1%	-1.0%	7.8%	7.1%	0.7%
财务费用率	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.1%	0.6%	0.3%	0.8%	-0.5%	0.3%	1.6%	-1.2%
减值损失/收入	0.2%	0.6%	0.3%	1.0%	1.0%	0.9%	1.1%	0.7%	0.4%	2.3%	2.0%	0.3%
归属净利率	12.3%	12.8%	14.7%	14.8%	12.4%	10.6%	11.4%	10.5%	0.9%	9.1%	8.4%	0.7%
扣非净利率	11.8%	12.0%	13.8%	13.1%	11.0%	9.7%	10.1%	10.0%	0.1%	8.1%	7.7%	0.3%
毛销差	15.8%	16.6%	18.3%	18.6%	16.3%	14.0%	14.2%	14.0%	0.2%	11.9%	12.7%	-0.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所



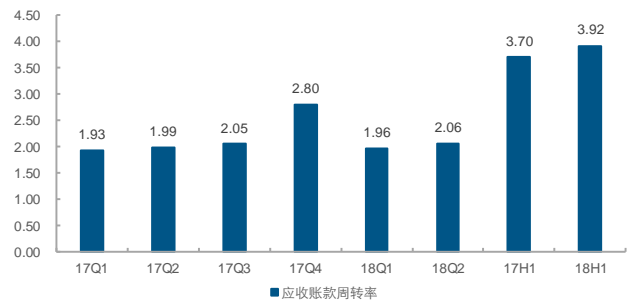
资产负债表层面，备货增加及出货节奏调整致存货周转率小幅下降，应收账款周转维持向好趋势，验证渠道回款良好和景气。18H1，家纺子板块存货周转率为 0.87 次，较上年同期下降 0.03 次；其中，梦洁股份及富安娜维持改善趋势，罗莱生活存货周转率今年以来持续下滑，我们认为一方面系公司为应对销售旺季加大备货，另一方面，公司今年以来调整出货节奏，出货速度变慢也有一定拖累。18Q2，家纺板块应收账款周转率为 2.06 次，较上年同期提升 0.07 次，应收账款周转率维持小幅改善趋势，验证渠道回款良好。

图 13: 18Q2，家纺板块存货周转率为 0.41 次，与上年同期基本持平



资料来源: Wind, 长江证券研究所

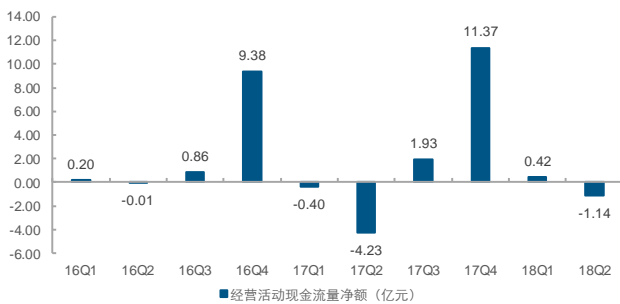
图 14: 18Q2，家纺板块应收账款周转率为 2.06 次，同比提升 0.07 次



资料来源: Wind, 长江证券研究所

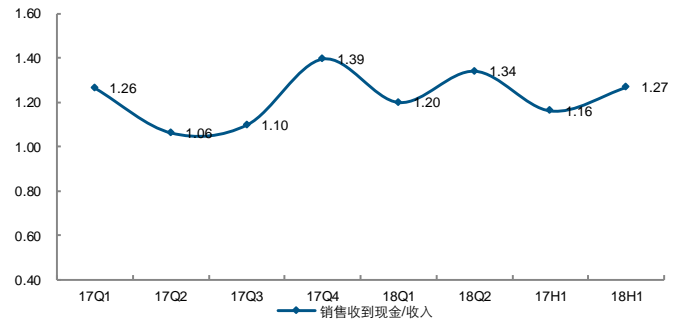
季节因素导致历年 Q2 经营现金流量净额多为负值，18Q2 经营现金流净额出现收窄，销售商品收到现金的比例在逐渐提升。18Q2，家纺子板块经营活动现金流量净额为-1.14 亿元，较上年同期-4.23 亿出现明显收窄；销售商品收到的现金/收入为 1.34，较上年同期 1.06 出现明显改善。

图 15: 18Q2，家纺板块经营活动现金流量净额为-1.14 亿元，显著收窄



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 18Q2，家纺板块销售收到现金/收入为 1.34，较上年同期改善

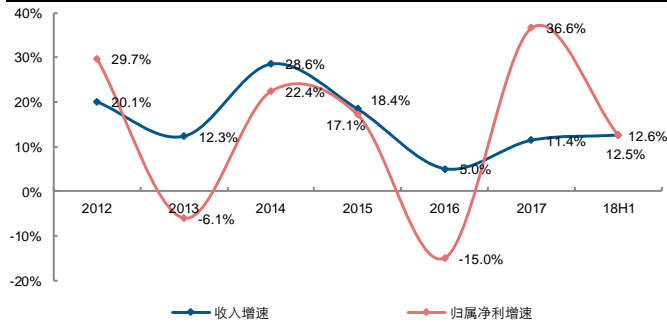


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 男装：库存消化到位带来盈利改善，收入增速放缓明显

18H1，男装子板块实现营收及归母净利同增 12.5%及 12.6%；其中 18Q2，男装子板块实现营收及归母净利同增 9.3%及 14.6%，利润增速显著高于收入端，主要系过季库存清理到位，库存结构优化致本期资产减值损失大幅下降所致；受整体零售增速放缓拖累，收入端增速环比出现一定回落，净利润增速则受上年同期计提跌价损失低基数而环比 Q1 出现显著提升。

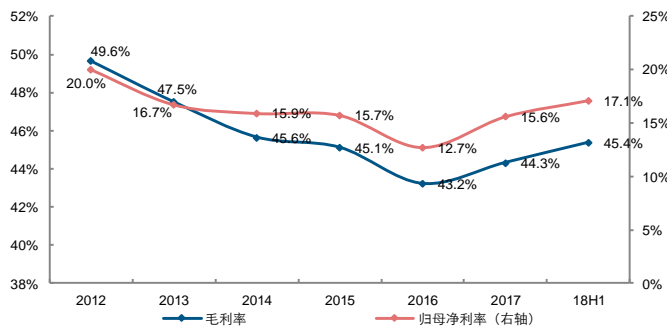
图 17: 18H1, 男装子板块实现营收及归母净利润同增 12.5%及 12.6%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

利润率角度来看, 18H1 男装子板块销售毛利率及净利率分别为 45.4%及 17.1%, 较上年同期分别+1.0pct 及持平; 其中 18Q2, 男装子板块销售毛利率及净利率分别为 46.8%及 16.7%, 较上年同期分别+0.6 及+0.8pct。过季库存逐渐消化到位, 直营占比提升等助力毛利率小幅改善, 净利率在跌价损失减少的基础上小幅提升。多家男装企业重启扩张, 新品推广期加大广告投入以及人工工资攀升等因素共同导致销售费用率出现提升。

图 19: 18H1, 男装子板块销售毛利率及净利率分别为 45.4%及 17.1%



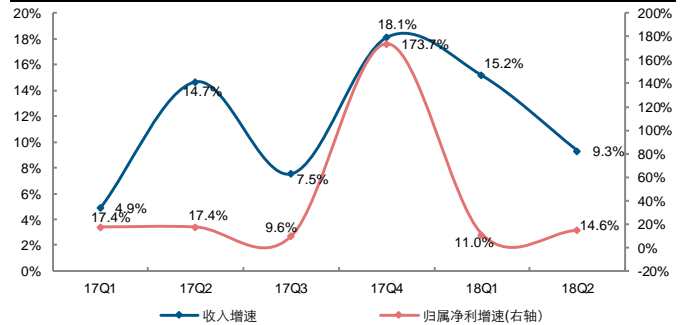
资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 4: 男装子板块简式利润表

男装	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18H1	17H1	变动	18Q2	17Q2	变动
收入增速	20.1%	12.3%	28.6%	18.4%	5.0%	11.4%	12.6%	9.0%		9.3%	14.7%	
归属净利增速	29.7%	-6.1%	22.4%	17.1%	-15.0%	36.6%	12.5%	17.4%		14.6%	17.4%	
扣非净利增速	26.2%	-10.2%	19.5%	24.5%	-18.2%	38.2%	16.0%	17.5%		15.9%	27.1%	
毛利率	49.6%	47.5%	45.6%	45.1%	43.2%	44.3%	45.4%	44.4%	1.0%	46.8%	46.2%	0.6%
销售费用率	15.7%	16.5%	16.1%	15.2%	15.8%	15.2%	14.6%	13.4%	1.2%	17.5%	14.5%	2.9%
管理费用率	8.2%	8.1%	8.3%	9.4%	9.2%	9.2%	9.0%	8.0%	1.0%	7.9%	7.9%	0.0%
财务费用率	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.9%	0.8%	-0.2%	-1.0%	0.8%
减值损失/收入	1.9%	2.2%	2.0%	2.4%	3.7%	2.5%	1.6%	3.2%	-1.7%	1.1%	4.3%	-3.1%
归属净利率	20.0%	16.7%	15.9%	15.7%	12.7%	15.6%	17.1%	17.1%	0.0%	16.7%	16.0%	0.8%
扣非净利率	19.0%	15.2%	14.1%	14.8%	11.5%	14.3%	16.3%	15.8%	0.5%	15.7%	14.8%	0.9%
毛销差	26.8%	23.9%	22.2%	21.1%	18.5%	20.4%	22.0%	23.9%	-1.9%	21.7%	24.9%	-3.2%

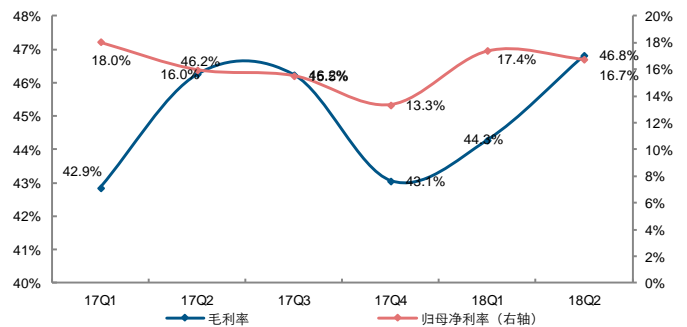
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 18Q2, 男装子板块实现营收及归母净利润同增 9.3%及 14.6%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 18Q2, 男装子板块销售毛利率及净利率分别为 46.8%及 16.7%

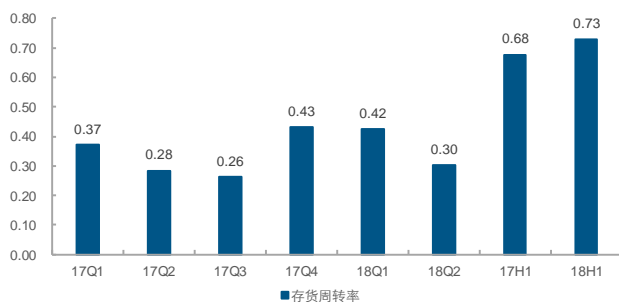


资料来源: Wind, 长江证券研究所

资产负债表层面，存货周转率及应收账款周转率维持维持小幅改善趋势，验证终端零售向好以及加盟商盈利改善，带来渠道回款能力提升。18H1，男装子板块存货周转率及应收账款周转率分别为 0.73 及 8.27 次，较上年同期分别增加 0.05 及 0.42 次；其中 18Q2，存货周转率及应收账款周转率分别为 0.30 及 3.32 次，较上年同期分别+0.02 及 -0.13 次。

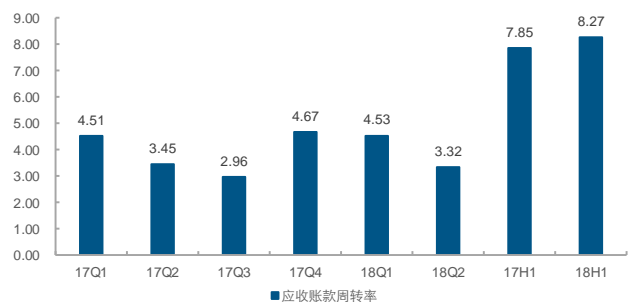
18Q2，男主子板块实现经营活动现金流量净额为-5.63 亿元，较上年同期下降 7.63 亿元，而从销售商品收到的现金/收入来看，18Q2 为 1.26，高于上年同期的 1.13，说明现金回款良好，现金流转负主要系加大备货、结算供应商货款、支付应付项目等因素影响。

图 21：男装子板块 18Q2 存货周转率为 0.30 次，同增 0.02 次



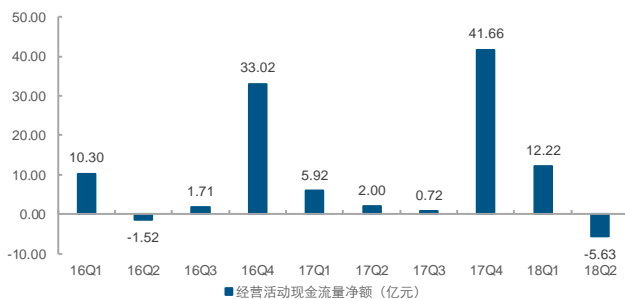
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：男装子板块 18Q2 应收账款周转率为 3.32 次，同减 0.13 次



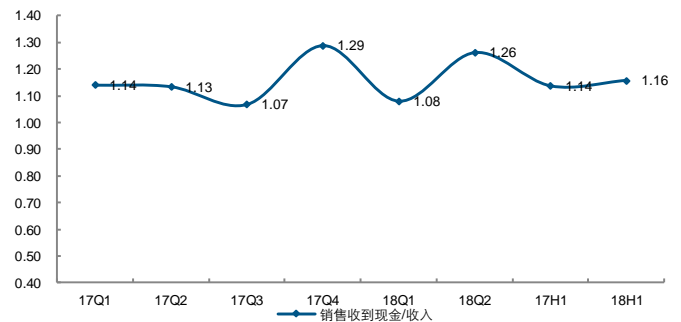
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：18Q2，男主子板块实现经营活动现金流量净额-5.63 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：18Q2，男装子板块销售收到的现金/收入为 1.26，同比+0.13



资料来源：Wind，长江证券研究所

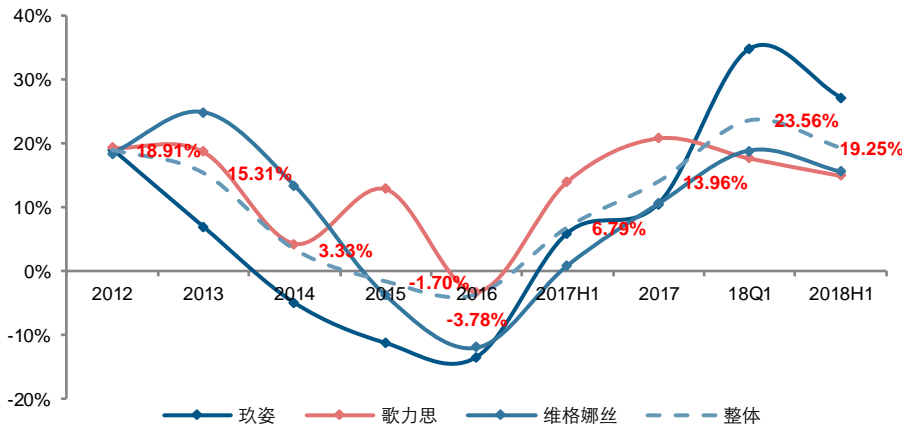
## 女装：收入端有所放缓，现金流持续改善

女装主业持续恢复叠加并表因素，共驱业绩高增。歌力思收购的 IRO、维格娜丝收购的 TEENIE WEENIE 分别自 2017/4 及 2017/3 月开始并表，基数差异是女装板块业绩高增的驱动力之一；同时，主业持续恢复也是重要助力。18H1，女装子板块实现营收、归母净利润分别同比增长 33.1%、57.8%；其中 18Q2，营收及归母净利润分别同比增长 13.2% 及 65%，Q2 并表因素消除以及终端零售增速放缓，收入端增速环比出现回落，Q2 利润端出现加速主要系朗姿股份盈利改善以及维格娜丝受益于公允价值变动贡献较多投资收益驱动。

考虑到板块存在较多并表因素，我们选择各女装主品牌分析女装子板块收入端的情况。女装从 2012 年开始增速出现明显放缓，2016 年触底。受益消费升级、零售复苏以及前期渠道调整接近尾声等因素，女装从 2016Q4 开始逐渐出现复苏，2017 年，三大女装

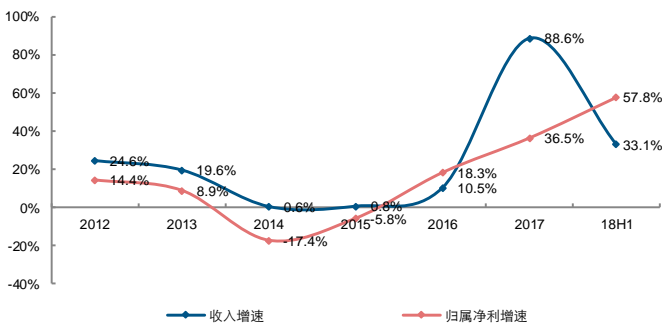
主品牌收入端同比增长 13.96%，较 2016 年-3.78% 的增速明显回升，也较 17H1 的 6.79% 出现明显加速。**18Q1/18H1**，三大女装主品牌收入端同比增长 **23.56%/19.25%**，其中 **18Q2** 收入端同比增长 **15.06%**，环比 18Q1 出现一定放缓，但仍保持双位数增长。

图 25：女装主品牌 18H1 收入端同比增长 19.25%，环比 Q1 出现一定回落



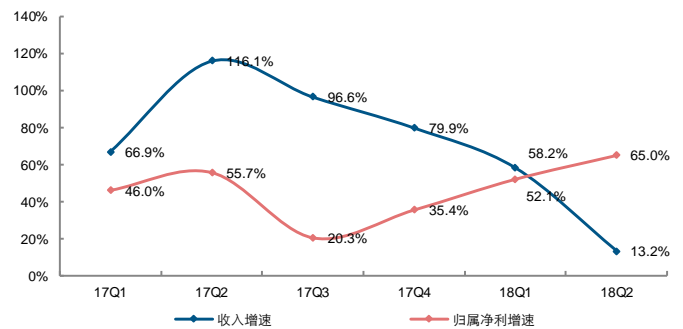
资料来源：各公司历年年报及季报，长江证券研究所

图 26：18H1，女装板块实现营收及归母净利增速分别为 33.1% 及 57.8%



资料来源：Wind，长江证券研究所

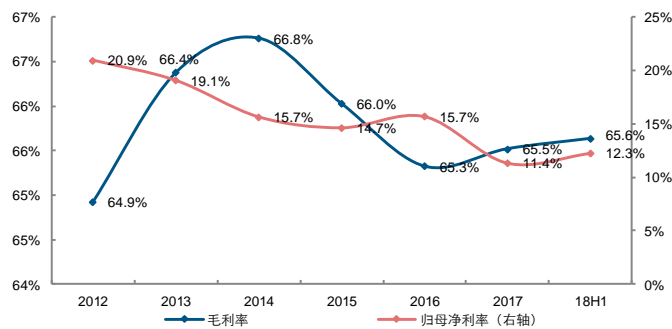
图 27：18Q2，女装板块实现营收及归母净利分别同增 13.2% 及 65%



资料来源：Wind，长江证券研究所

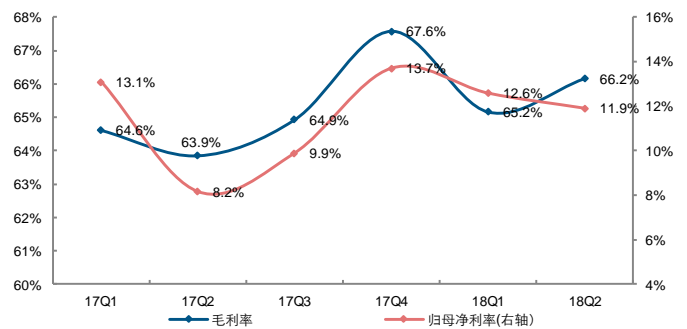
从利润率角度来看，18H1 女装板块毛利率及归母净利率分别为 65.6% 及 12.3%，同比 +1.4pct 及 +1.9pct；其中 18Q2，毛利率及净利率分别为 66.2% 及 11.9%，同比 +2.3pct 及 +3.7pct，盈利能力明显提升。毛利率提升主要系维格娜丝 TW 毛利率改善，叠加朗姿股份新增高毛利率的资产管理业务驱动。期间费用率方面，维格娜丝因借款收购 Teenie Weenie 导致财务费用率大幅攀升，安正时尚摊销股权激励费用等致管理费用率上升。18Q2 板块毛销差下降 1.8pct，净利及扣非净利的改善一定程度受其他经营收益驱动。

图 28: 18H1, 女装板块毛利率及归母净利率分别为 65.6%及 12.3%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 29: 18Q2, 女装板块毛利率及净利率分别为 66.2%及 11.9%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

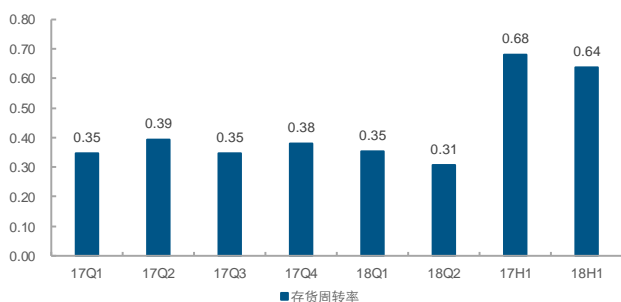
表 5: 女装子板块简式利润表

女装	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18H1	17H1	变动	18Q2	17Q2	变动
收入增速	24.6%	19.6%	0.6%	0.8%	10.5%	88.6%	33.1%			13.2%	116.1%	
归属净利增速	14.4%	8.9%	-17.4%	-5.8%	18.3%	36.5%	57.8%			65.0%	55.7%	
扣非净利增速	9.0%	5.9%	-24.8%	-9.0%	20.7%	46.1%	45.4%			90.9%	109.5%	
毛利率	64.9%	66.4%	66.8%	66.0%	65.3%	65.5%	65.6%	64.2%	1.4%	66.2%	63.9%	2.3%
销售费用率	25.2%	28.8%	31.7%	33.8%	33.2%	33.6%	35.3%	35.6%	-0.3%	37.1%	36.5%	0.6%
管理费用率	12.5%	11.9%	12.6%	13.5%	14.3%	12.6%	12.3%	12.5%	-0.1%	13.6%	12.4%	1.2%
财务费用率	-1.4%	-0.8%	0.1%	0.1%	0.0%	3.1%	4.6%	2.5%	2.0%	5.1%	2.9%	2.3%
减值损失/收入	2.4%	3.1%	3.8%	2.8%	1.9%	2.1%	0.8%	0.7%	0.1%	0.4%	0.8%	-0.4%
归属净利率	20.9%	19.1%	15.7%	14.7%	15.7%	11.4%	12.3%	10.3%	1.9%	11.9%	8.2%	3.7%
扣非净利率	20.1%	17.8%	13.3%	12.0%	13.1%	10.2%	10.6%	9.7%	0.9%	8.9%	5.3%	3.6%
毛销差	28.7%	26.5%	22.3%	18.6%	17.8%	16.2%	13.4%	13.5%	-0.1%	10.3%	12.1%	-1.8%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

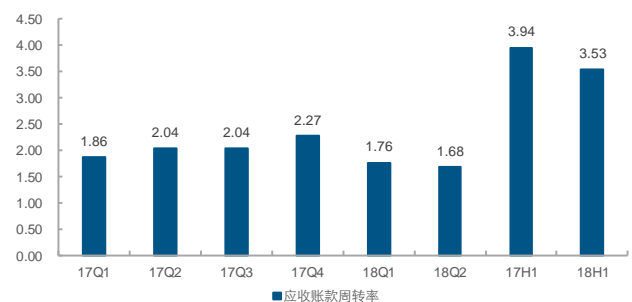
收入端放缓叠加错峰备货, 存货周转放缓, 除维格娜丝外其他公司应收账款周转维持改善。资产负债表层面, 18Q2 女装板块存货周转率为 0.31 次, 较上年同期下降 0.08 次, 主要受收入端增速出现放缓, 以及错峰采购导致的原材料规模增加拖累。受维格娜丝 Q2 应收账款同比持续快速增长拖累, 女装板块 18Q2 应收账款周转率下降 0.36 至 1.68 次, 其他公司应收账款周转率小幅改善, 验证渠道层面回款良好。

图 30: 18Q2, 女装存货周转率为 0.31 次, 较上年同期下降 0.08 次



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 31: 18Q2, 女装应收账款周转率为 1.68, 较上年同期下降 0.36 次

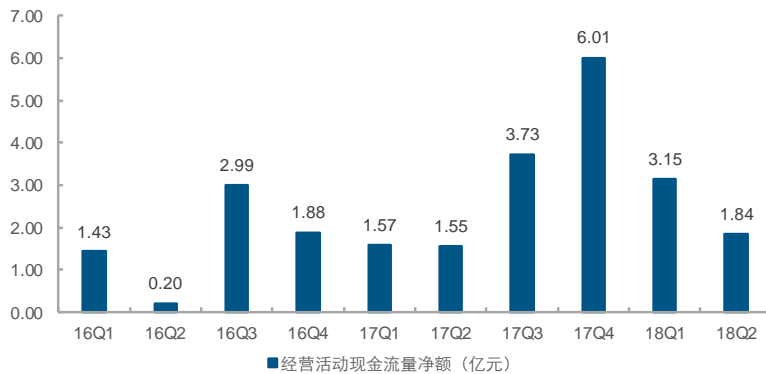


资料来源: Wind, 长江证券研究所



此外，受并表及终端销售回款顺利影响，经营性现金流显著改善。18H1，女装板块经营活动现金流量净额为 4.98 亿元，较上年同期增加 1.86 亿元；其中 18Q2，经营活动现金流量净额为 1.84 亿元，较上年同期增加 0.29 亿元，维持改善趋势。

图 32：18Q2，经营活动现金流量净额为 1.84 亿元，较上年同期增加 0.29 亿元

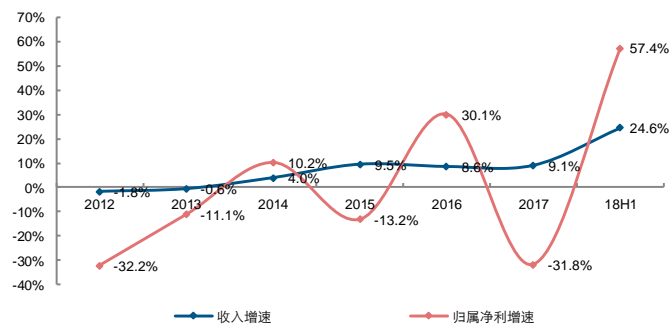


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 休闲服：唯一 Q2 加速子板块，营运质量持续改善

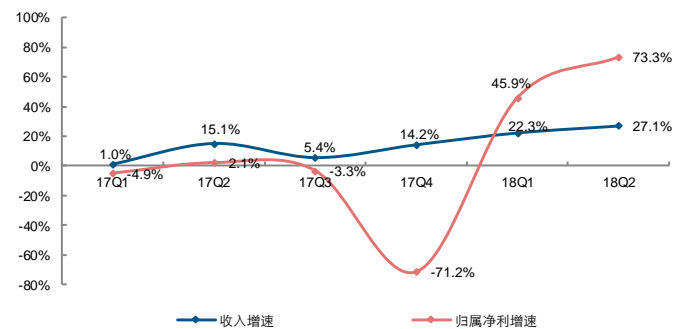
18H1，休闲服子板块实现营收及归母净利润分别同比增长 24.6%及 57.4%，其中 Q2 实现营收及归母净利润分别同比增长 27.1%及 73.3%，环比 Q1 加速。受益于外部环境趋于友好（国际品牌及电商冲击减弱，购物中心等新兴渠道偏好本土连锁熟牌入驻），以及本土大众品牌从产品、渠道、供应链等方面精炼内功的效果渐显，在整体零售增速放缓的背景下，休闲服成为唯一 Q2 出现提速的子板块，表现亮眼。美邦服饰本期扭亏为盈，太平鸟受益上年同期高存货跌价基数等因素共同带动休闲板块利润端增速优于收入端。

图 33：18H1，休闲服子板块实现营收及归母净利润同增 24.6%及 57.4%



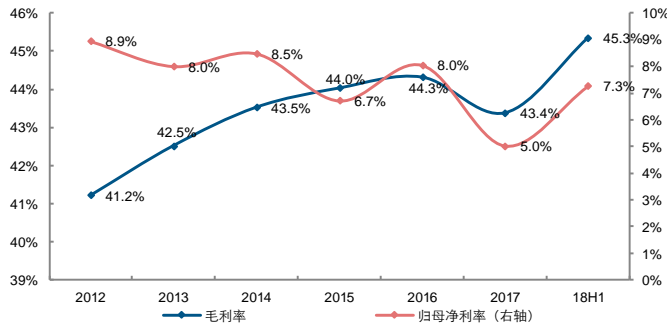
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：18Q2，休闲服子板块实现营收及归母净利润同增 27.1%及 73.3%

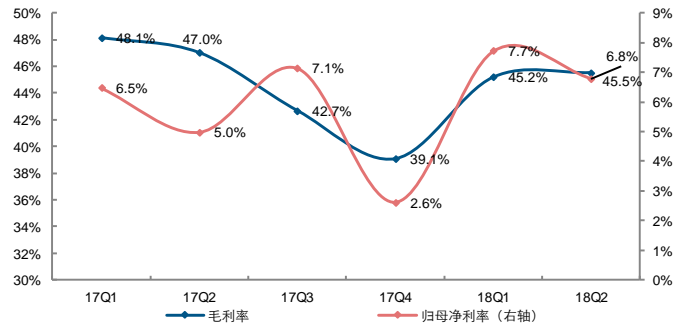


资料来源：Wind，长江证券研究所

从利润率角度来看，18H1 休闲服子板块销售毛利率及净利率分别为 45.3%及 7.3%，较上年同期分别-2.2pct 及+1.5pct；其中 18Q2，销售毛利率及净利率分别为 45.5%及 6.8%，较上年同期分别-1.5pct 及+1.8pct。毛利率下降主要系低毛利电商占比提升，以及持续消化过季商品所致，但 Q2 毛利率环比 18Q1 小幅提升，说明 17 年以来的毛利率逐季下滑趋势得到抑制，18Q1 开始毛利率出现拐点向上。期间费用率出现显著下降，主要系收入端显著恢复，而费用相对刚性有所摊薄；库存结构趋于优化带来资产减值损失下降；净利率受费用压缩以及资产减值损失减少等因素影响有所提升。

**图 35: 18H1, 休闲服子板块销售毛利率及净利率分别为 45.3%及 7.3%**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

**图 36: 18Q2, 休闲服子板块销售毛利率及净利率分别为 45.5%及 6.8%**


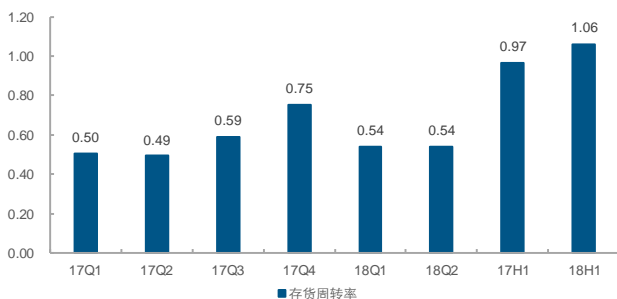
资料来源: Wind, 长江证券研究所

**表 6: 休闲服子板块简式利润表**

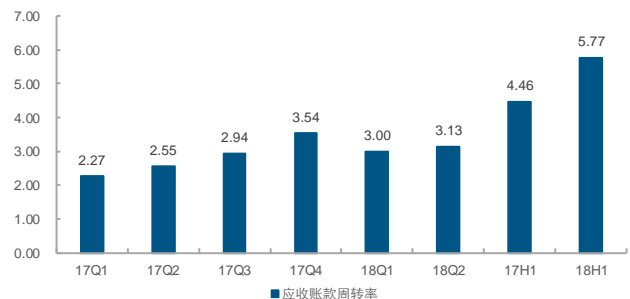
休闲装	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18H1	17H1	变动	18Q2	17Q2	变动
收入增速	-1.8%	-0.6%	4.0%	9.5%	8.6%	9.1%	24.6%	7.3%		27.1%	15.1%	
归属净利增速	-32.2%	-11.1%	10.2%	-13.2%	30.1%	-31.8%	57.4%	-2.1%		73.3%	2.1%	
扣非净利增速	-40.2%	-0.2%	4.2%	-18.3%	-7.9%	-9.4%	63.3%	5.5%		76.7%	30.6%	
毛利率	41.2%	42.5%	43.5%	44.0%	44.3%	43.4%	45.3%	47.6%	-2.2%	45.5%	47.0%	-1.5%
销售费用率	24.3%	24.6%	23.1%	23.9%	26.0%	26.5%	28.7%	30.5%	-1.8%	29.1%	31.5%	-2.4%
管理费用率	3.6%	4.0%	4.6%	5.4%	5.9%	5.7%	5.2%	6.2%	-1.0%	5.5%	6.5%	-1.0%
财务费用率	0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	-0.3%	0.5%
减值损失/收入	1.8%	2.5%	3.9%	3.7%	3.6%	4.3%	3.7%	4.3%	-0.6%	3.8%	4.5%	-0.7%
归属净利率	8.9%	8.0%	8.5%	6.7%	8.0%	5.0%	7.3%	5.7%	1.5%	6.8%	5.0%	1.8%
扣非净利率	7.8%	7.8%	7.8%	5.8%	4.9%	4.1%	5.8%	4.4%	1.4%	5.1%	3.6%	1.4%
毛销差	13.1%	14.2%	15.8%	14.8%	12.1%	11.2%	11.6%	11.0%	0.6%	10.8%	9.3%	1.4%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

**资产负债表层面, 存货及应收账款周转率延续改善趋势。**18H1, 休闲服子板块存货周转率及应收账款周转率分别为 1.06 及 5.77 次, 较上年同期分别提升 0.1 及 1.31 次; 其中 18Q2, 存货周转率及应收账款周转率分别为 0.54 及 3.13 次, 较上年同期分别增加 0.05 及 0.58 次。存货周转率及应收账款周转率的同比改善, 验证零售向好以及加盟商盈利改善, 带来渠道回款能力提升。

**图 37: 18Q2, 休闲服子板块存货周转率为 0.54, 同比增加 0.05 次**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

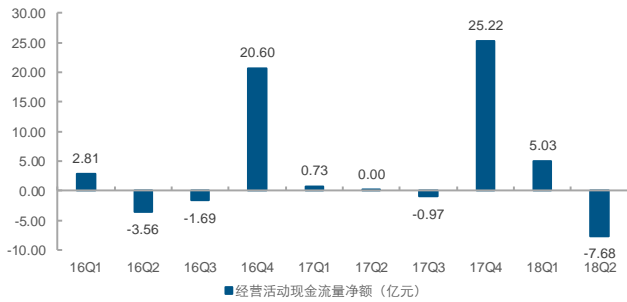
**图 38: 18Q2, 休闲服子板块应收账款周转率为 3.13 次, 同增 0.58 次**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

**加大备货及经营性应付项目减少致现金流净流出, 收到现金比例基本持平。**18H1, 休闲服子板块经营活动现金流量净额为-2.65 亿元, 主要受 Q2 现金净流出拖累; 我们分析, 错峰采购加大原材料备货、前期备货集中结款、实施快反模式加快供应商结算导致经营

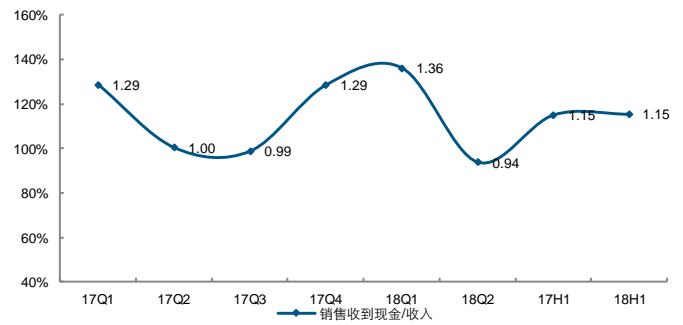
性应付减少等是导致现金净流出的主要原因。18H1，休闲服子板块销售商品收到的现金/收入为 1.15，与上年同期基本持平，其中 Q2 出现小幅回落，销售回款基本处于良好态势。

图 39: 18Q2，休闲服子板块经营现金流为-7.68 亿元，同比降幅扩大



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 40: 18Q2，休闲服子板块销售收到的现金/收入同比小幅下降 0.06

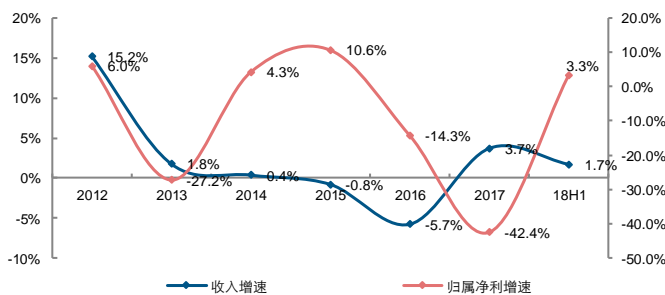


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 鞋帽: 表现依旧低迷, 存货规模持续下降

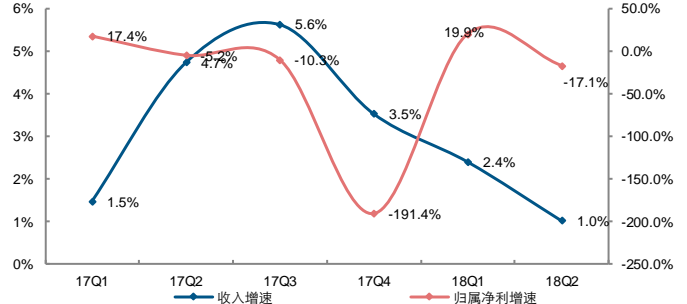
鞋帽子板块表现持续低迷, 18Q2 净利润降幅扩大。18H1, 鞋帽子板块营收及归母净利润同增 1.7%及 3.3%, 其中 Q2 实现营收及归母净利润分别同比+1%及-17%, 环比 Q1 显著回落, 板块 5 个成分公司 18Q2 净利润增速均同比下降, 板块仍处调整期, 未表现出改善迹象。从利润率角度来看, 18H1 鞋帽子板块销售毛利率及净利率分别为 45%及 9.6%, 与上年同期基本持平; 其中 18Q2, 毛利率及净利率分别为 45.8%及 7.4%, 较上年同期分别+0.1pct 及-1.6pct, 费用率攀升拖累净利率出现下降。

图 41: 18H1, 鞋帽子板块营收及归母净利润同增 1.7%及 3.3%



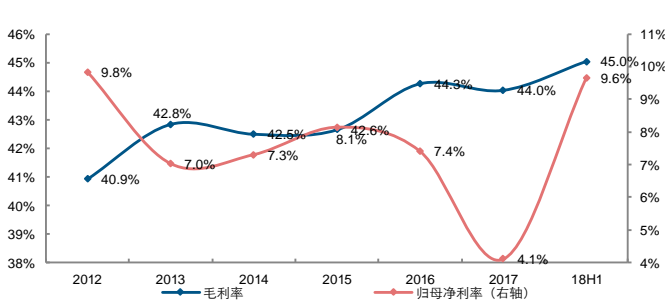
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 42: 18Q2, 鞋帽子板块实现营收及归母净利润分别同比+1%及-17%



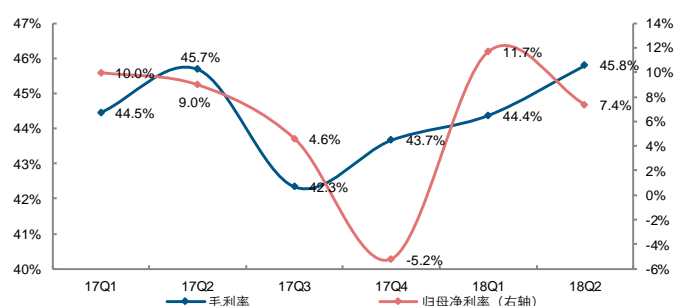
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 43: 18H1, 鞋帽子板块销售毛利率及净利率分别为 45%及 9.6%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 44: 18Q2, 鞋帽子板块毛利率及净利率分别为 45.8%及 7.4%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

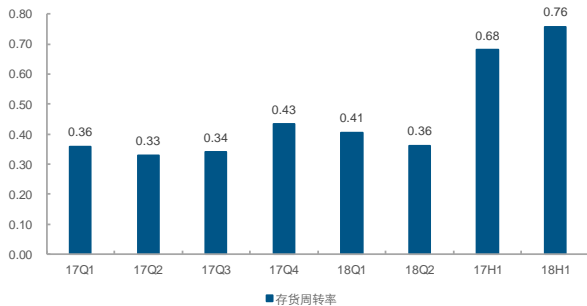
表 7：鞋子板块简式利润表

鞋帽	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18H1	17H1	变动	18Q2	17Q2	变动
收入增速	15.2%	1.8%	0.4%	-0.8%	-5.7%	3.7%	1.7%	3.0%		1.0%	4.7%	
归属净利增速	6.0%	-27.2%	4.3%	10.6%	-14.3%	-42.4%	3.3%	6.1%		-17.1%	-5.2%	
扣非净利增速	-0.7%	-29.6%	2.5%	8.3%	-11.6%	-68.9%	2.2%	-5.6%		-20.9%	-19.2%	
毛利率	40.9%	42.8%	42.5%	42.6%	44.3%	44.0%	45.0%	45.0%	0.0%	45.8%	45.7%	0.1%
销售费用率	18.5%	22.7%	21.7%	22.3%	23.0%	23.8%	23.4%	23.3%	0.1%	26.8%	25.2%	1.6%
管理费用率	7.8%	8.0%	8.2%	8.6%	9.3%	9.7%	9.6%	9.2%	0.4%	10.6%	9.3%	1.2%
财务费用率	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.4%	-0.5%
减值损失/收入	1.2%	1.7%	2.2%	1.0%	2.2%	5.2%	0.6%	1.3%	-0.6%	-0.2%	0.9%	-1.1%
归属净利率	9.8%	7.0%	7.3%	8.1%	7.4%	4.1%	9.6%	9.5%	0.1%	7.4%	9.0%	-1.6%
扣非净利率	9.4%	6.5%	6.6%	7.2%	6.8%	2.0%	7.7%	7.7%	0.0%	5.4%	6.9%	-1.5%
毛销差	14.0%	11.5%	11.9%	11.3%	11.7%	10.2%	11.7%	12.2%	-0.5%	8.5%	10.7%	-2.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

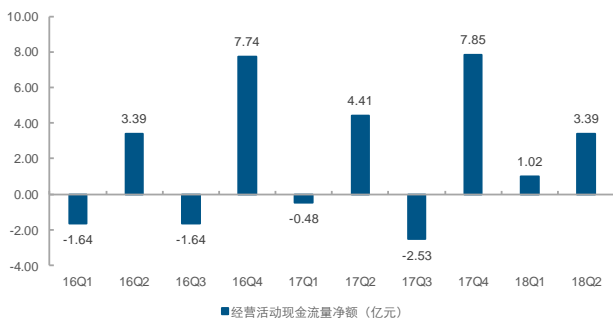
**现金流维持较好状态，营运质量出现恶化。**资产负债表层面，加大过季库存消化，在备货上相对谨慎，板块整体存货规模持续下降，带动存货周转率维持小幅改善趋势，但应收账款周转率持续恶化。现金流方面，18Q2 板块销售商品收到的现金/收入为 1.16，同比+0.04，经营活动现金流量净额为 3.39 亿元，较上年同期出现小幅下降，整体处于相对良好状态。

图 45：18Q2，鞋子板块存货周转率为 0.36，同比增长 0.02 次



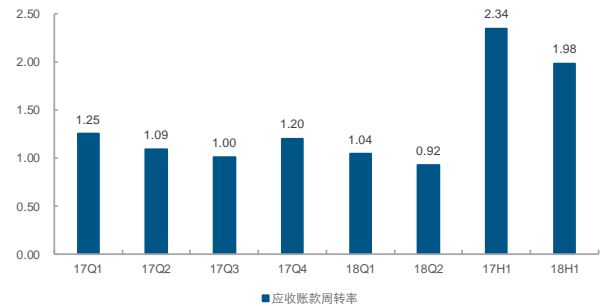
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 47：18Q2，鞋子板块经营活动现金流量净额为 3.39 亿元



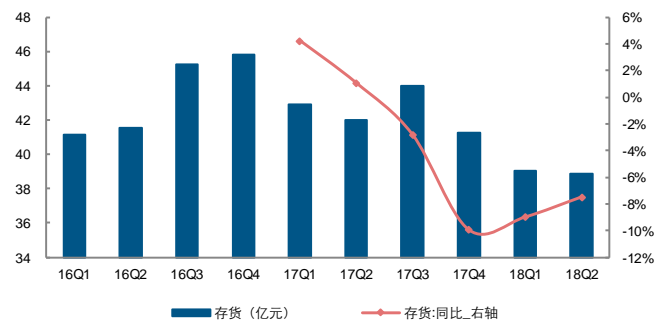
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 46：18Q2，鞋子板块应收账款周转率为 0.92，同比下降 0.36 次



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 48：鞋子板块存货规模持续下降

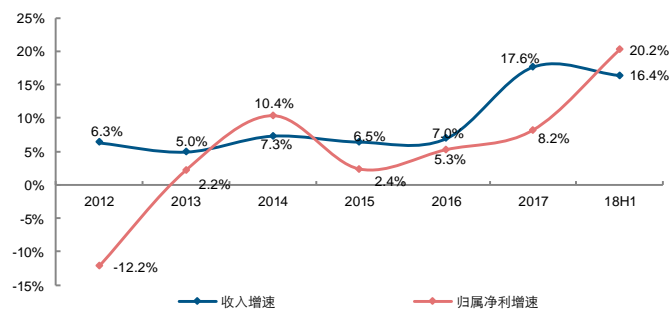


资料来源：Wind，长江证券研究所

**总结：收入端环比放缓，营运质量小幅改善**

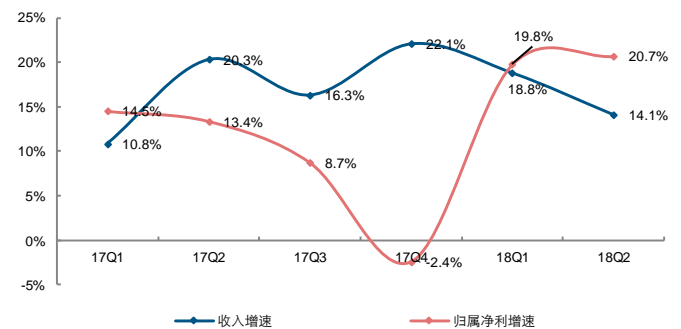
综合来看，18H1 纺织服装行业实现营收及归母净利分别同比增长 16.4%及 20.2%，其中 Q2 同比增速分别为 14.1%及 20.7%，收入端环比 Q1 出现一定放缓，利润端则环比出现小幅改善。从利润率角度来看，18H1 纺织服装行业销售毛利率及归母净利率分别为 36.8%及 11.1%，较上年同期分别-0.8 及+0.4pct；其中 Q2 毛利率及归母净利率分别为 36.2%及 10.7%，分别同比-1.1 及+0.6pct。我们认为，毛利率下降主要受到纺织制造板块汇率折算差异、服装公司持续消化过季库存等拖累，而受益费用率下降、存货结构优化带来减值损失下降等影响，净利率水平呈改善趋势。

图 49：18H1，纺织服装行业营收及归母净利同增 16.4%及 20.2%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 50：18Q2，纺织服装行业营收及归母净利同增 14.1%及 20.7%



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 8：纺织服装行业简式利润表

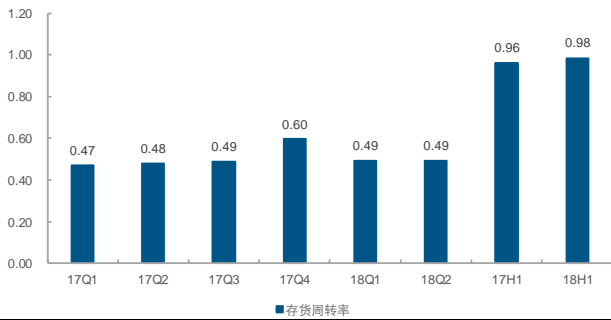
合计	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18H1	17H1	变动	18Q2	17Q2	变动
收入增速	6.3%	5.0%	7.3%	6.5%	7.0%	17.6%	16.4%	15.4%		14.1%	20.3%	
归属净利增速	-12.2%	2.2%	10.4%	2.4%	5.3%	8.2%	20.2%	14.0%		20.7%	13.4%	
扣非净利增速	-20.7%	6.3%	5.3%	6.2%	-3.0%	13.3%	17.5%	18.3%		18.2%	25.2%	
毛利率	34.7%	36.7%	36.8%	37.5%	37.0%	36.6%	36.8%	37.5%	-0.8%	36.2%	37.2%	-1.1%
销售费用率	14.2%	15.1%	14.9%	15.2%	15.6%	15.5%	15.5%	15.3%	0.2%	16.1%	15.4%	0.7%
管理费用率	6.1%	6.5%	6.8%	7.4%	7.4%	7.2%	6.9%	7.1%	-0.2%	6.6%	6.9%	-0.3%
财务费用率	1.0%	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	1.1%	0.9%	0.8%	0.1%	0.5%	1.0%	-0.4%
减值损失/收入	1.3%	1.6%	1.8%	1.8%	2.2%	2.2%	1.3%	1.8%	-0.5%	1.2%	2.0%	-0.8%
归属净利率	10.7%	10.4%	10.7%	10.3%	10.2%	9.3%	11.1%	10.7%	0.4%	10.7%	10.1%	0.6%
扣非净利率	9.1%	9.2%	9.0%	9.0%	8.1%	7.8%	9.5%	9.4%	0.1%	9.0%	8.7%	0.3%
毛销差	13.4%	14.5%	14.4%	14.1%	13.3%	12.8%	13.4%	14.4%	-0.9%	12.9%	14.0%	-1.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

营运质量维持小幅改善趋势，现金流预计受加大备货以及加快供应商资金周转等因素出现一定下降。18H1，纺织服装行业存货及应收账款周转率分别为 0.98 及 5.10 次，较上年同期分别+0.02 及+0.17 次，其中 Q2 存货周转及应收账款周转率分别为 0.49 及 2.53，较上年同期分别+0.01 及+0.01 次，维持小幅改善趋势。现金流量表层面，18Q2 销售商品收到的现金/收入为 1.11，较上年同期增加 0.05，销售回款良好；但经营活动现金流量净额为 5.82 亿元，较上年同期 13.38 同比下降 7.56 亿元，我们预计与为应对原材料涨价提前进行原材料储备、加快供应商回款等有关。

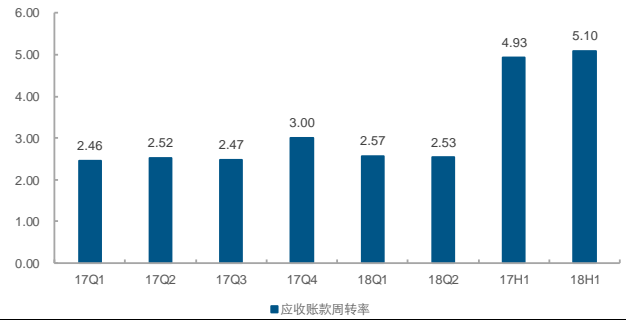


图 51: 18Q2, 纺织服装行业存货周转率为 0.49, 同比增加 0.01 次



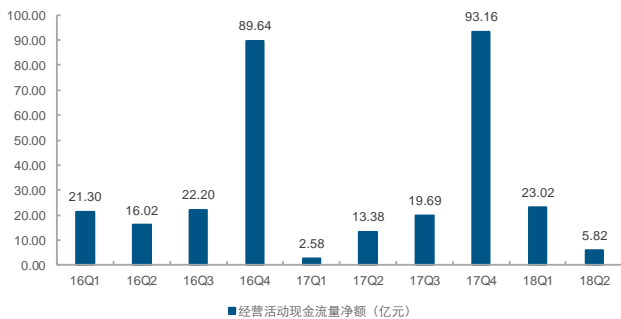
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 52: 18Q2, 纺织服装行业应收账款周转率为 2.53, 同比增加 0.01 次



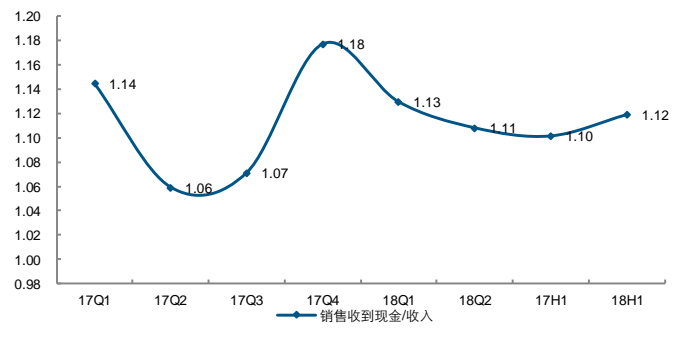
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 53: 18Q2, 纺织服装行业经营活动现金流净额为 5.82 亿元



资料来源: Wind, 长江证券研究所

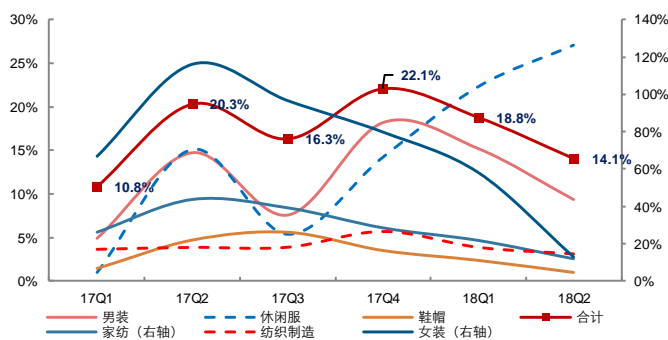
图 54: 18Q2, 纺织服装行业销售商品收到的现金/收入为 1.11, 同比+0.05



资料来源: Wind, 长江证券研究所

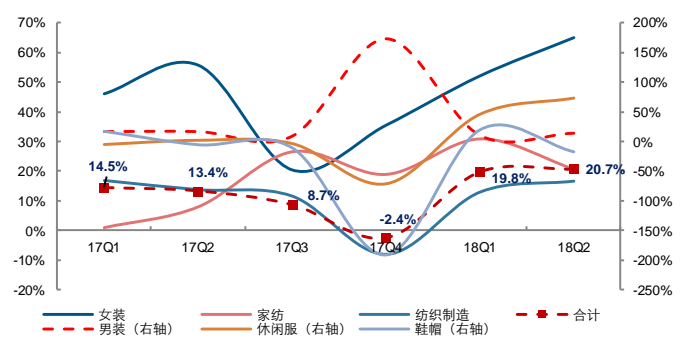
总体上, 在 18Q2 终端零售增速放缓以及纺织制造相对淡季的背景下, 除休闲服子板块外, 其他细分子板块收入端增速均出现一定回落, 但在费用压缩、存货结构改善带来的减值损失降低等因素驱动下, 盈利能力多现改善。从营运质量及现金流角度来看, 各细分子板块表现不一。

图 55: 18Q2, 除休闲服子板块外, 其余子板块收入端均出现回落



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 56: 18Q2, 家纺及鞋帽子板块利润端增速环比出现回落



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 57: 18Q2, 各细分子板块同比及环比变动对比

	女装	男装	家纺	休闲	纺织制造	鞋帽	合计
<b>Q2环比Q1变动 (18Q2-18Q1)</b>							
收入增速	-45.0%	-5.8%	-9.9%	4.8%	-3.5%	-1.4%	-4.7%
归属净利增速	12.9%	3.6%	-10.2%	27.3%	3.7%	-37.0%	0.9%
<b>18Q2同比17Q2变动 (18Q2-17Q2)</b>							
毛利率	2.3%	0.6%	1.2%	-1.5%	-2.7%	0.1%	-1.1%
销售费用率	0.6%	2.9%	2.6%	-2.4%	0.0%	1.6%	0.7%
管理费用率	1.2%	0.0%	0.7%	-1.0%	-0.6%	1.2%	-0.3%
财务费用率	2.3%	0.8%	-1.2%	0.5%	-1.7%	-0.5%	-0.4%
减值损失/收入	-0.4%	-3.1%	0.3%	-0.7%	0.0%	-1.1%	-0.8%
归属净利率	3.7%	0.8%	0.7%	1.8%	0.2%	-1.6%	0.6%
存货周转率	-0.05	0.02	-0.01	0.05	-0.03	0.03	0.02
应收账款周转率	-0.27	-0.13	0.08	0.58	0.09	-0.17	0.01
销售收到现金/收入	-0.02	0.13	0.28	-0.07	0.05	0.03	0.05
经营现金流净额 (亿元)	0.29	-7.63	3.09	-7.68	5.38	-1.02	-7.57

资料来源: Wind,长江证券研究所

**收入及利润增速:** 18Q2, 除休闲服外, 其余细分子板块收入端增速环比 Q1 均出现一定放缓; 而受益于费用率下降、存货结构优化带来的资产减值损失减少等因素, 利润端除家纺及鞋帽子板块出现显著回落外, 其余子板块增速环比 Q1 维持改善或基本持平。

**盈利能力角度:** 女装及家纺毛利率改善较为明显, 纺织制造板块受汇率拖累, 毛利率出现较大下滑; 净利率方面, 除鞋帽子板块仍处于深度调整期, 净利率出现下降外, 其余子板块净利率水平均出现一定提升。

**营运质量角度:** 休闲服子板块存货周转及应收账款周转率均出现显著改善, 其余子板块表现不一, 行业整体营运质量小幅改善。

**经营现金流:** 行业整体现金流在 Q2 出现一定下降, 男装、休闲服及鞋帽子板块现金净流出较为明显, 但销售商品收到的现金/收入基本处于良好状态, 女装、家纺及纺织制造子板块经营现金流量净额出现改善趋势。

## 行业观点

中报表现验证我们前期判断, 大众休闲子板块最受益外部环境友好, 多维进化带来的边际改善也最为明显, 持续重点推荐大众休闲领域的**森马服饰及太平鸟**, 建议关注**强安全边际的海澜之家**。在零售增速放缓、品牌分化、消费预期悲观的情绪下, 预计整体板块行情难现, 精选持续进化优质龙头穿越周期。同时, 棉价中期上行趋势较确定、人民币贬值利好纺织制造子板块下半年业绩向好, 中美贸易摩擦利好海外布局较大的龙头, 我们维持优质制造龙头正迎中期布局的观点, 建议重点关注**健盛集团、百隆东方和华孚时尚**。

综上, 我们依然建议排除短期数据干扰, 着眼本土品牌经营中的长期有益变化, 在零售趋缓、品牌分化的背景下, 优选持续进化的优质个股: (1) 本土大众品牌森马服饰、太平鸟和海澜之家; (2) 中高端女装安正时尚、歌力思和朗姿股份; (3) 复苏持续可期的家纺龙头罗莱生活和富安娜; (4) 新模式公司跨境通、开润股份和南极电商; (5) 纺织板块建议中期布局华孚时尚、百隆东方、健盛集团和鲁泰 A。

## 公司事件跟踪

表 9: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/09/01-2018/11/01)

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)		
				总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)
002656.SZ	摩登大道	2018-09-04	2,342.46	71,251.98	44,828.61	62.92	71,251.98	47,171.07	66.20
603877.SH	太平鸟	2018-09-14	177.97	48,093.24	19,876.60	41.33	48,093.24	20,054.57	41.70
603157.SH	拉夏贝尔	2018-09-25	9,103.30	54,767.16	5,477.00	10.00	54,767.16	14,580.30	26.62

表 10: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/09/01)

增发实施									
代码	名称	发行日期	定增股份上市日	发行方式	发行价格(元)	最新价 (元)	自发行价涨跌幅 (%后复权)	增发数量(万股)	实际募集资金 总额(亿元)
600448.SH	华纺股份	43,054.00	43,068.00	定向	5.91	3.57	-39.59	10,248.56	6.06
002397.SZ	梦洁股份	43,089.00	43,112.00	定向	7.48	4.70	-36.35	7,624.06	5.70
603518.SH	维格娜丝	43,136.00	43,165.00	定向	18.46	16.30	-11.02	2,826.24	5.22
601718.SH	际华集团	42,836.00	42,849.00	定向	8.19	3.81	-51.26	53,462.94	43.79
002293.SZ	罗莱生活	43,123.00	43,138.00	定向	11.84	11.18	-3.40	3,927.36	4.65
002042.SZ	华孚时尚	42,789.00	42,816.00	定向	12.62	6.90	-14.50	17,432.65	22.00
002780.SZ	三夫户外	43,077.00	43,090.00	定向	23.38	12.81	-45.21	1,114.09	2.60
603889.SH	新澳股份	42,930.00	42,948.00	定向	13.01	9.22	-27.76	6,849.11	8.91
002127.SZ	南极电商	43,017.00	43,048.00	定向	13.44	7.75	-13.20	2,912.89	3.91
002640.SZ	跨境通	43,200.00	43,217.00	定向	16.97	14.10	-16.64	3,886.27	6.59
002656.SZ	摩登大道	42,940.00	42,982.00	定向	15.71	9.61	-2.00	1,464.04	2.30
603558.SH	健盛集团	43,052.00	43,070.00	定向	14.00	8.71	-36.81	1,373.82	1.92
002404.SZ	嘉欣丝绸	43,131.00	43,165.00	定向	7.19	5.27	-24.71	5,702.36	4.10
002640.SZ	跨境通	43,082.00	43,126.00	定向	15.88	14.10	-10.92	7,326.83	11.63
603558.SH	健盛集团	42,961.00	42,978.00	定向	21.67	8.71	-59.18	3,211.81	6.96
603608.SH	天创时尚	43,069.00	43,094.00	定向	14.37	8.81	-37.34	3,573.42	5.13
增发预案									
代码	名称	最新公告日	方案进度	增发价格 (元)	预案价下限 (元)	最新价 (元)	预案差价率(%)	增发数量(万股)	预计募集资金 总额(亿元)
002291.SZ	星期六	43,326.00	董事会预案	5.00		5.58	11.60	26,288.97	13.14
002291.SZ	星期六	43,326.00	董事会预案			5.58		7,978.44	5.14
300526.SZ	中潜股份	43,239.00	股东大会通过			12.30		3,300.00	4.90
603608.SH	天创时尚	43,046.00	证监会核准			8.81		7,918.40	2.37
600626.SH	申达股份	43,278.00	发审委通过			5.05		14,204.85	19.95
600987.SH	航民股份	43,258.00	股东大会通过	9.72		9.58	-1.44	11,008.23	10.70

资料来源: Wind,长江证券研究所 (个股最新价为 8 月 31 日收盘价)

表 11: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/08/01-2018/09/01)

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)	代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)
603877.SH	太平鸟	8	8	增持	22.96	002780.SZ	三夫户外	3	2	减持	35.72
600439.SH	瑞贝卡	1	1	增持	3.33	002569.SZ	步森股份	1	1	增持	10.40
600400.SH	红豆股份	1	1	增持	4.13	002003.SZ	伟星股份	3	1	增持	7.65

资料来源: Wind,长江证券研究所 (均价为根据减值市值与股本数量粗略测算的均值)

表 12: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司

代码	简称	PE (2018E)	代码	简称	除类现金资产后 PE (2018E)	代码	简称	PEG (2018E)
002087.SZ	新野纺织	8.00	002029.SZ	七匹狼	1.52	600177.SH	雅戈尔	0.03
002394.SZ	联发股份	8.74	002087.SZ	新野纺织	5.24	600146.SH	商赢环球	0.11
000726.SZ	鲁泰A	9.31	002394.SZ	联发股份	6.56	002154.SZ	报喜鸟	0.13
600987.SH	航民股份	9.65	600146.SH	商赢环球	6.62	002397.SZ	梦洁股份	0.18
600146.SH	商赢环球	9.93	600177.SH	雅戈尔	6.74	300005.SZ	探路者	0.20
603157.SH	拉夏贝尔	10.09	600987.SH	航民股份	6.90	002087.SZ	新野纺织	0.23
603518.SH	维格娜丝	10.67	603518.SH	维格娜丝	8.24	603518.SH	维格娜丝	0.24
002083.SZ	孚日股份	10.93	603157.SH	拉夏贝尔	8.39	603608.SH	天创时尚	0.24
002042.SZ	华孚时尚	12.06	000726.SZ	鲁泰A	8.53	603558.SH	健盛集团	0.27
600398.SH	海澜之家	12.10	002042.SZ	华孚时尚	9.48	002640.SZ	跨境通	0.29

资料来源: Wind,长江证券研究所 (类现金资产=货币资金+理财产品, 其中理财产品包括“其他流动资产”、“一年内到期的非流动资产”中的“理财产品”、“基金产品”、“国债逆回购”、“供应链融资借款”、“银行机构性存款”、“可供出售金融资产”、“结构性存款”)

表 13: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司

代码	简称	市值 (百万元)	类现金资产/市值
002029.SZ	七匹狼	4,836.29	88.70%
600177.SH	雅戈尔	25,392.46	55.74%
600448.SH	华纺股份	1,873.71	51.62%
300005.SZ	探路者	2,959.10	47.61%
600626.SH	申达股份	3,586.73	43.62%
002674.SZ	兴业科技	2,165.93	41.60%
603116.SH	红蜻蜓	4,620.07	39.29%
601718.SH	际华集团	16,732.11	39.20%
002193.SZ	如意集团	3,376.13	37.44%
000982.SZ	*ST中绒	2,779.77	35.61%

资料来源: Wind,长江证券研究所

表 14: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司

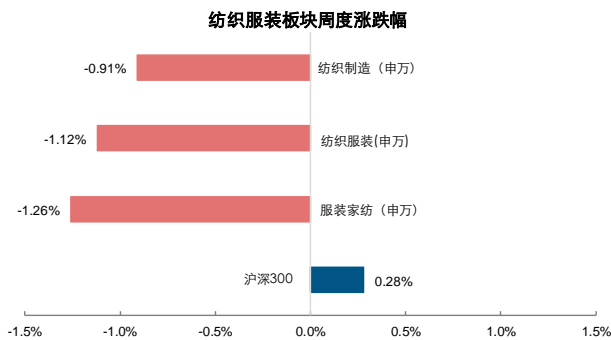
代码	简称	股息率 (2017A)
601566.SH	九牧王	7.04%
600398.SH	海澜之家	4.95%
002674.SZ	兴业科技	4.85%
601339.SH	百隆东方	4.61%
000726.SZ	鲁泰A	4.57%
002083.SZ	孚日股份	4.49%
002003.SZ	伟星股份	4.37%
600177.SH	雅戈尔	4.36%
002394.SZ	联发股份	4.13%
002042.SZ	华孚时尚	3.73%

资料来源: Wind,长江证券研究所 (百隆东方考虑 2017 年年中、年末两次分红)

## 行情回顾

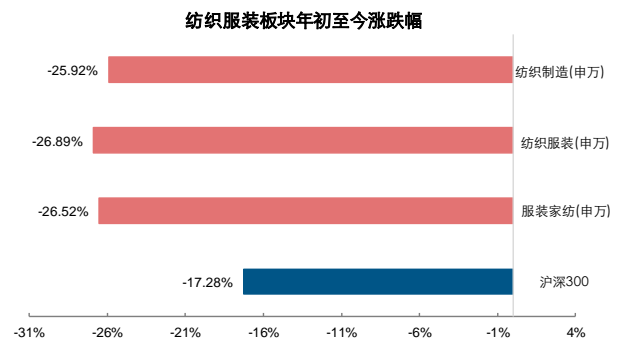
上周，纺织服装行业板块下跌 1.12%，同期沪深 300 指数上涨 0.28%，纺织服装板块跑输大盘 1.4 个百分点，排名第 22。个股方面，涨幅前五分别为：健盛集团（7.53%）、华孚时尚（5.18%）、希努尔（4.39%）、浔兴股份（4.02%）、摩登大道（2.60%）；跌幅前五分别为：拉夏贝尔（-11.95%）、商赢环球（-12.29%）、贵人鸟（-9.70%）、日播时尚（-8.14%）、柏堡龙（-6.11%）。

图 58：本周行业涨跌幅



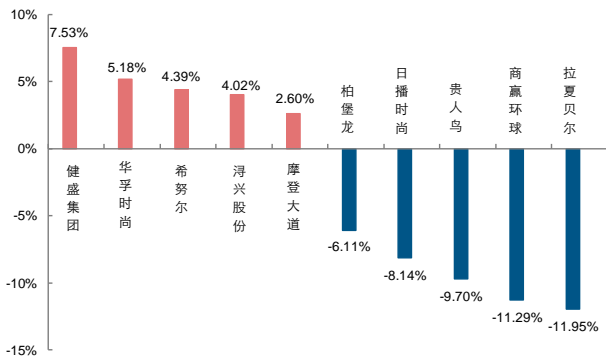
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 59：年初至今行业涨跌幅



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 60：本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 61：纺织服装板块 PE 历史走势



资料来源：Wind,长江证券研究所。

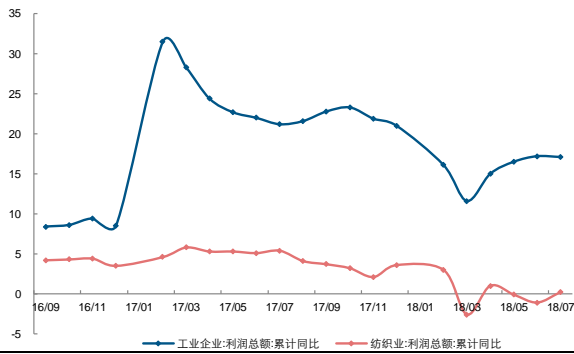
## 数据追踪

### 宏观数据跟踪

2018 年 7 月，工业企业利润总额累计同比增加 17.10%，较上月下降 0.1pct；纺织业利润总额累计同比上升 0.2%，较上月上升 1.3pct；其中，纺织服装、服饰业利润总额累计同比增长 5.5%，较上月上升 4.7pct；皮革、毛坯、羽毛及制品和制鞋业利润总额累计同比 4.6%，较上月增长 0.2pct。

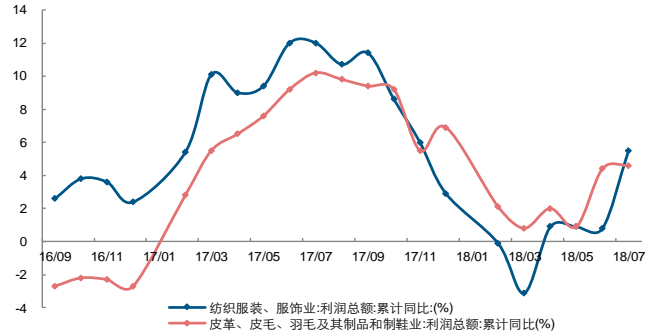


图 62: 7 月, 纺织业利润总额累计同比上升 0.2%, 较上月上升 1.3pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 63: 7 月, 纺织服装业利润总额累计同比上升 0.2%, 较上月上升 1.3pct



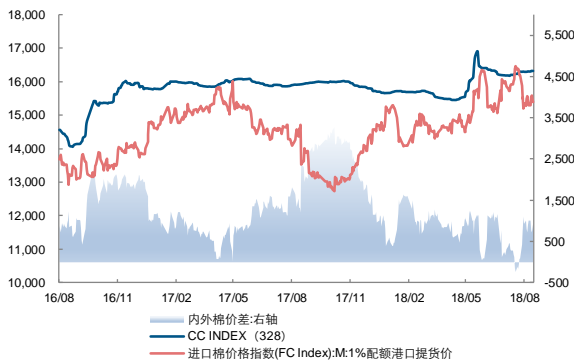
资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 原材料价格跟踪

截至 8 月 31 日, 国内 328 级棉花现货收报 16,316 元/吨, 较 8 月 24 日上涨 0.10%; 进口棉 (M) 1%配额港口提货价 15,396 元/吨, 国内外棉价差 920 元/吨, 较 8 月 24 日缩小 89 元/吨; 进口棉(M)滑准税港口提货价较 8 月 24 日上升 81 元/吨至 16,179 元/吨, 国内外棉价差 (滑准税) 为 137 元/吨, 较 8 月 24 日缩小 65 元/吨。

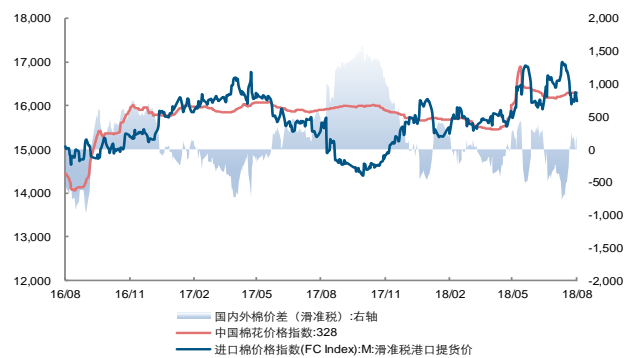
截至 8 月 31 日, 国内纱线价格 24,280 元/吨, 较 8 月 24 日上涨 210 元/吨; 进口纱线港口提货价为 24,463 元/吨, 较 8 月 24 日上涨 81 元/吨; 国内外纱线价差为-183 元/吨, 较 8 月 24 日收窄 129 元/吨。截至 8 月 31 日, 坯布价格为 5.75 元/米, 与上周持平。

图 64: 截至 8 月 31 日, 国内外棉价差为 920 元/吨



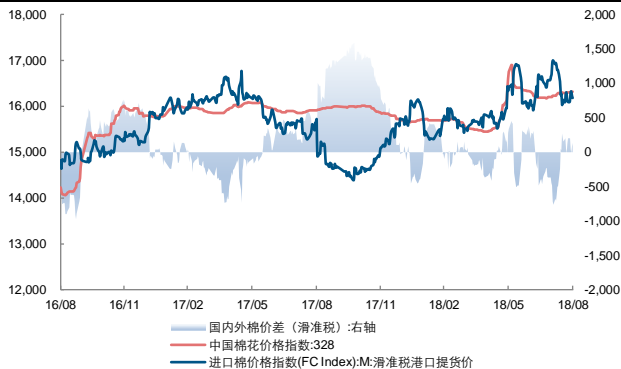
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 65: 截至 8 月 31 日, 国内外棉价差 (滑准税) 为 137 元/吨



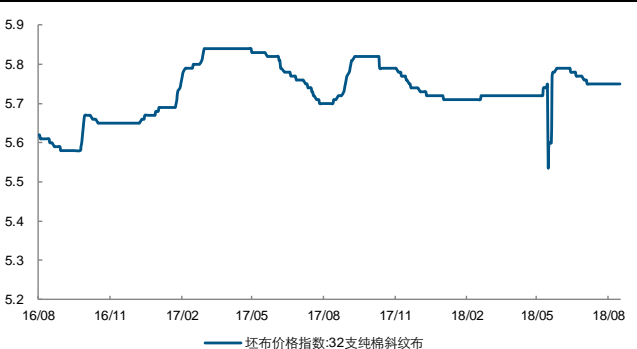
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 66: 截至 8 月 31 日, 国内外纱线价差为-183 元/吨



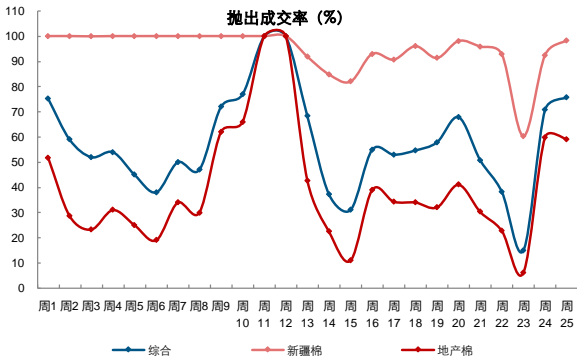
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 67: 截至 8 月 31 日, 坯布价格为 5.75 元/米



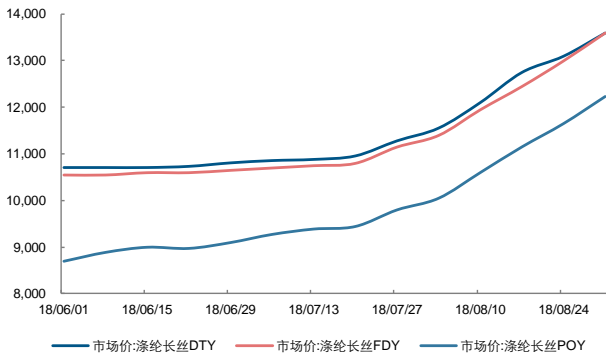
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 68: 第 25 周 (8.27-8.31) 国储棉抛储成交率较上周继续回升



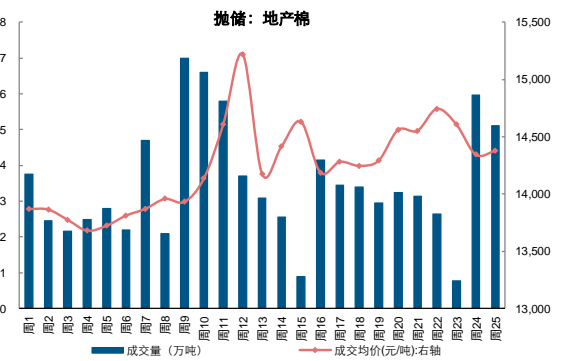
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 70: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)



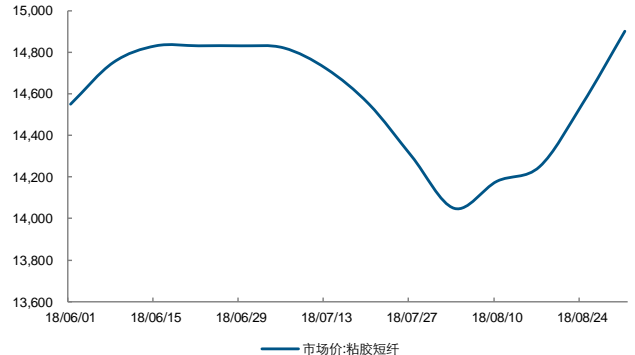
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 69: 第 25 周 (8.27-8.31) 地产棉抛储量缩价升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 71: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 国际纺织服装企业估值指标

表 15: 国际纺织服装企业估值

类别	公司简称	昨日 收盘价	调整市值 (百万美元)	EPS			PE		
				上一年度	当前年度	下一年度	上一年度	当前年度	下一年度
运动休闲	Nike Inc (美元)	82.2	131565.58	1.17	2.66	3.13	70	31	26
	adidas (欧元)	214.1	51937.70	5.42	8.15	9.49	40	26	23
	Puma(欧元)	470.5	8228.16	9.09	13.08	17.02	52	36	28
	Lululemon Athletica (美元)	154.93	20508.24	1.90	3.52	4.12	82	44	38
	李宁(港元)	8.28	2307.39	0.21	0.29	0.38	39	28	22
	安踏体育(港元)	42.75	14623.40	1.17	1.47	1.82	37	29	23
奢侈品	LVMH(欧元)	301.85	176779.31	10.21	12.58	13.65	30	24	22
	Hermes International(欧元)	560.2	68572.81	11.70	12.66	13.76	48	44	41
	Tapestry(美元)	50.69	14600.70	1.39	2.79	3.09	36	18	16
	Michael Kors Holdings Ltd(美元)	72.62	10843.74	3.89	5.02	5.36	19	14	14
	Ralph Lauren Corp(美元)	132.81	10774.89	1.99	6.63	7.19	67	20	18
	Burberry Group(英镑)	22.36	11998.53	0.69	0.81	0.85	32	28	26
	PVH Corp(美元)	143.16	11035.59	6.93	9.30	10.40	21	15	14
大众品牌	Kering (欧元)	468	68524.97	14.17	21.29	24.56	33	22	19
	Fast Retailing Co Ltd(日元)	51810	49474.94	1169.70	1405.58	1594.76	44	37	32
	Inditex(欧元)	26.05	94138.40	1.08	1.15	1.25	24	23	21
	Gap Inc(美元)	30.35	11675.90	2.16	2.58	2.71	14	12	11
	H&M(克朗)	123.22	22286.60	9.78	8.28	8.39	13	15	15
	TJX Cos Inc(美元)	109.97	68265.71	4.10	4.91	5.41	27	22	20
	Abercrombie & Fitch Co(美元)	21.67	1469.02	0.10	0.87	1.07	217	25	20
	中国利郎(港元)	8.7	1327.21	0.51	0.65	0.77	17	13	11

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。