

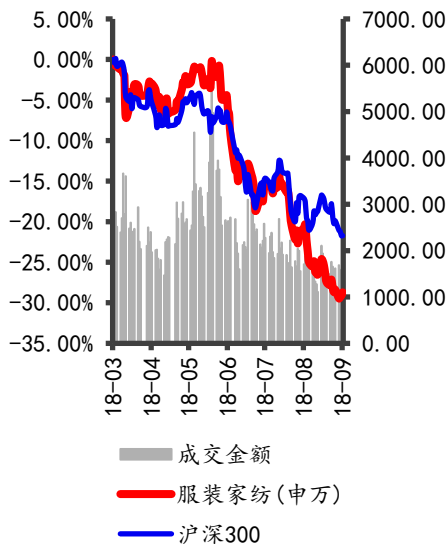


分析师：虞捷雯
Tel: 021-53686153
Email: yujiewen@shzq.com
SAC 证书编号: S0870515070001

行业经济数据跟踪（18年1-6月）

营业收入 904.21 亿元
归属上市公司净利润 90.52 亿元

近6个月行业指数与沪深300比较



报告编号：

首次报告日期：2018年09月17日

相关报告：

行业业绩平稳

—服装家纺行业中报总结

主要观点

行业业绩平稳增长

近期，服装家纺行业中报业绩披露完毕，53家上市企业上半年实现营业收入904.21亿元，同比增长10.79%，实现归属母公司净利润90.52亿元，同比减少1.97%，扣除非经常性损益实现归属母公司净利润76.74亿元，同比增长10.63%。

从增长情况来看，大多数公司营业收入实现增长，其中：营业收入增速超过100%的0家，在50%（含）至100%的有3家，在30%（含）至50%的有9家，增速在0%至30%的有31家，还有10家营业收入负增长。扣非后净利润增速超过100%的9家，在50%（含）至100%的有6家，在30%（含）至50%的有3家，增速在0%至30%的有17家，增速小于0%的有18家。

子行业分化 企业个体差异较大

从各细分子行业来看，休闲服装营业收入增速最高，同比增长36.43%，女装、家纺和童装同比增速在15%以上，鞋帽表现较去年持平，同比微增3.3%，男装、户外运动和其他服装同比均有小幅下降。

从扣非净利润角度来看，其他服装同比增长38.84%，休闲服装和家纺扣非净利润同比依旧高增长，分别增长18.31%和21.51%，童装同比增长11.45%，女装（剔除地素时尚）同比增长6.39%，男装和鞋帽同比微增1.46%和2.61%，户外同比下降14.46%。

投资建议

评级未来十二个月内，行业评级“中性”

国内消费需求逐步放缓的背景下，服装品牌企业收入和利润表现平稳增长，但子行业表现分化以及企业之间差异较大，我们建议关注主营业务增长较为确定，运营效率持续提升的企业。

数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS		PE		PBR	投资评级
			18E	19E	18E	19E		
歌力思	603808.SH	16.72	1.11	1.40	15.06	11.94	2.51	增持
森马服饰	002563.SZ	10.35	0.57	0.69	18.16	15.00	2.75	增持
比音勒芬	002832.SZ	31.20	1.34	1.77	23.28	17.63	3.88	增持
地素时尚	603587.SH	27.03	1.53	1.63	17.67	16.58	3.81	谨慎增持
太平鸟	603877.SH	20.85	1.36	1.75	15.33	11.91	3.14	谨慎增持

资料来源：Wind, 上海证券研究所股价数据为2018年9月12日收盘价

目 录

一、行业整体业绩平稳增长	5
1.1 行业业绩平稳增长.....	5
1.2 行业毛利率微降.....	6
1.3 期间费用稳定 财务费用增速较快.....	7
二、细分行业	7
2.1 男装：男装业务回暖趋势.....	7
2.2 女装：高端女装增长强劲.....	9
2.3 休闲服装：运营效率整体提升.....	11
2.4 童装：受益二胎放开 有望持续增长.....	13
2.5 户外运动：比音勒芬一枝独秀.....	15
2.6 家纺：增收增利 运营效率提升.....	17
2.7 鞋帽：制鞋企业不温不火.....	19
2.8 其他服装：扣非增长 盈利增强.....	21
三、投资评级和建议	23
3.1 投资建议.....	23
3.2 重点关注公司评级.....	23
四、风险提示	24

图

图 1 服装家纺企业营业收入增长分布 ;	5
图 2 服装家纺企业扣非后归母净利润增长分布 ;	5
图 3 各细分行业增速情况 (单位: %)	6
图 4 子行业毛利率对比 (单位: %)	6
图 5 子行业期间费用对比 (单位: 亿元)	7
图 6 男装企业营业收入对比 单位: 亿元;	8
图 7 男装企业扣非归母净利润对比 单位: 亿元;	8
图 8 男装企业毛利率水平 单位: %;	9
图 9 男装企业三费率水平 单位: %;	9
图 10 男装企业存货周转率水平 单位: %;	9
图 11 男装企业应收账款周转率 单位: %;	9
图 12 女装企业营业收入对比 单位: 亿元;	10
图 13 女装企业扣非归母净利润对比 单位: 亿元;	10
图 14 女装企业毛利率水平 单位: %;	11
图 15 女装企业三费率水平 单位: %;	11
图 16 女装企业存货周转率水平 单位: %;	11
图 17 女装企业应收账款周转率 单位: %;	11
图 18 休闲服装企业营业收入对比 单位: 亿元;	12
图 19 休闲服装企业扣非归母净利润对比 单位: 亿元;	12
图 20 休闲服装企业毛利率水平 单位: % ;	13
图 21 休闲服装企业三费率水平 单位: % ;	13
图 22 休闲服装企业存货周转率水平 单位: %;	13
图 23 休闲服装企业应收账款周转率 单位: %;	13
图 24 童装企业营业收入对比 单位: 亿元;	14
图 25 休闲服装企业扣非归母净利润对比 单位: 亿元;	14
图 26 童装企业毛利率水平 单位: %;	15
图 27 童装企业三费率水平 单位: % ;	15
图 28 童装企业存货周转率水平 单位: %;	15
图 29 休闲服装企业应收账款周转率 单位: %;	15
图 30 户外运动企业营业收入对比 单位: 亿元;	16
图 31 户外运动企业扣非归母净利润对比 单位: 亿元;	16
图 32 户外运动企业毛利率水平 单位: %;	17
图 33 户外运动企业三费率水平 单位: % ;	17
图 34 户外运动企业存货周转率水平 单位: %;	17
图 35 户外运动企业应收账款周转率 单位: %;	17
图 36 家纺企业营业收入对比 单位: 亿元;	18
图 37 家纺企业扣非归母净利润对比 单位: 亿元;	18
图 38 家纺企业毛利率水平 单位: %;	18
图 39 家纺企业三费率水平 单位: % ;	18
图 40 家纺企业存货周转率水平 单位: %;	19
图 41 家纺企业应收账款周转率 单位: %;	19
图 42 鞋帽企业营业收入对比 单位: 亿元;	20
图 43 鞋帽企业扣非归母净利润对比 单位: 亿元;	20

图 44 鞋帽企业毛利率水平 单位：%；	20
图 45 鞋帽企业三费率水平 单位：% ；	20
图 46 鞋帽企业存货周转率水平 单位：%；	21
图 47 鞋帽企业应收账款周转率 单位：%；	21
图 48 其他服装企业营业收入对比 单位：亿元；	22
图 49 其他服装企业扣非归母净利润对比 单位：亿元；	22
图 50 其他服装企业毛利率水平 单位：%；	22
图 51 其他服装企业三费率水平 单位：% ；	22
图 52 其他服饰存货周转率水平 单位：%；	23
图 53 其他服装企业应收账款周转率 单位：%；	23

一、行业整体业绩平稳增长

1.1 行业业绩平稳增长

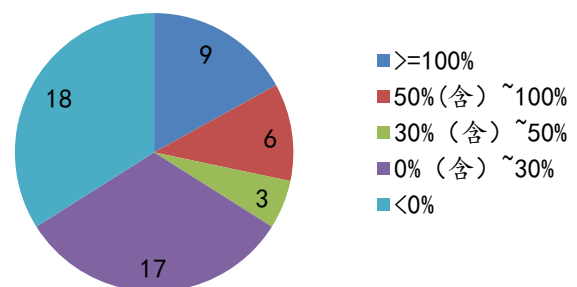
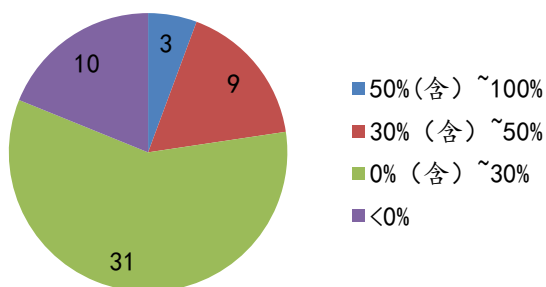
近期，服装家纺行业中报业绩披露完毕，53家上市企业上半年实现营业收入904.21亿元，同比增长10.79%，实现归属母公司净利润90.52亿元，同比减少1.97%，扣除非经常性损益实现归属母公司净利润76.74亿元，同比增长10.63%。

从增长情况来看，大多数公司营业收入实现增长，其中：营业收入增速超过100%的0家，在50%（含）至100%的有3家，在30%（含）至50%的有9家，增速在0%至30%的有31家，还有10家营业收入负增长。

扣非后净利润增速超过100%的9家，在50%（含）至100%的有6家，在30%（含）至50%的有3家，增速在0%至30%的有17家，增速小于0%的有18家。

图1 服装家纺企业营业收入增长分布；

图2 服装家纺企业扣非后归母净利润增长分布；



数据来源：wind、上海证券研究所

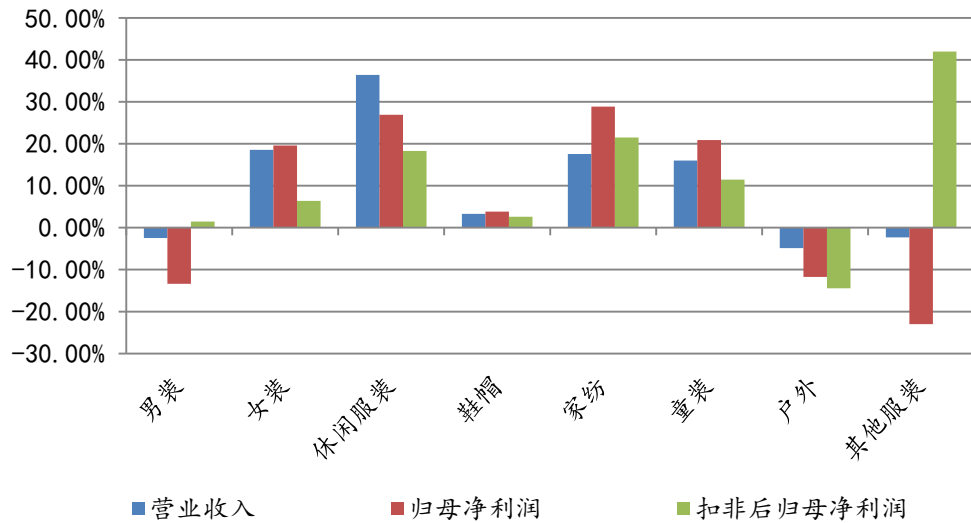
数据来源：wind、上海证券研究所

从各细分子行业来看，休闲服装营业收入增速最高，同比增长36.43%，女装、家纺和童装同比增速在15%以上，鞋帽表现较去年持平，同比微增3.3%，男装、户外运动和其他服装同比均有小幅下降。

从扣非净利润角度来看，其他服装盈利能力增强，同比增长41.98%，休闲服装和家纺扣非净利润同比高增长，分别增长18.31%和21.51%，童装同比增长11.45%，女装（剔除地素时尚）同比增长6.39%，男装和鞋帽同比微增1.46%和2.61%，户外同比下降

14.46%。

图 3 各细分行业增速情况 (单位: %)

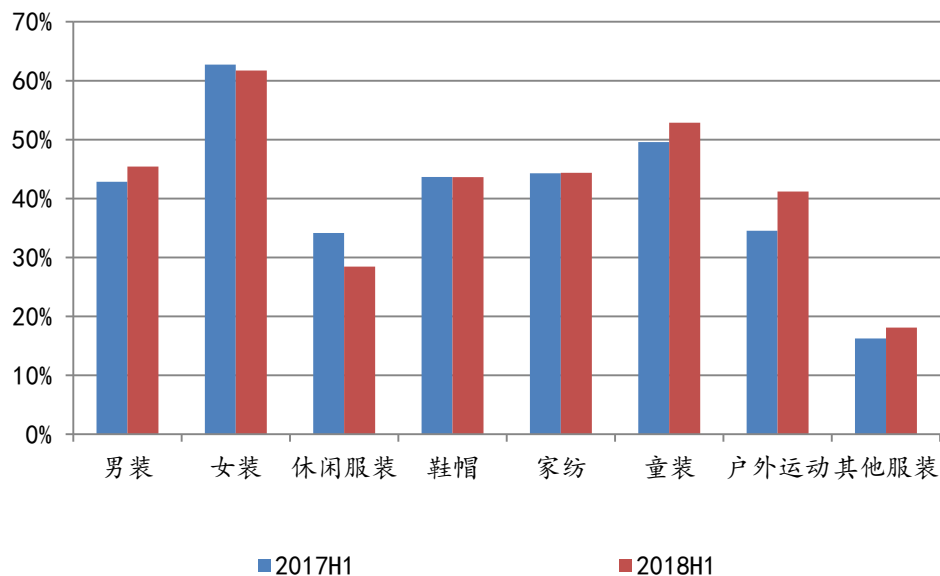


数据来源: wind、上海证券研究所

1.2 行业毛利率微降

上半年, 53 家服装家纺企业整体毛利率 37.27%, 较去年同期下降 0.2pct, 其中: 户外运动毛利率显著提升, 较去年同期上升 6.65pct, 男装、童装和其他服装毛利率也分别增长 2.60pct、3.29pct, 和 1.84%, 休闲服装毛利率下滑明显, 较去年同期下降 5.73pct, 女装毛利率下降 1.01pct, 家纺和鞋帽整体毛利率和去年同期持平。

图 4 子行业毛利率对比 (单位: %)

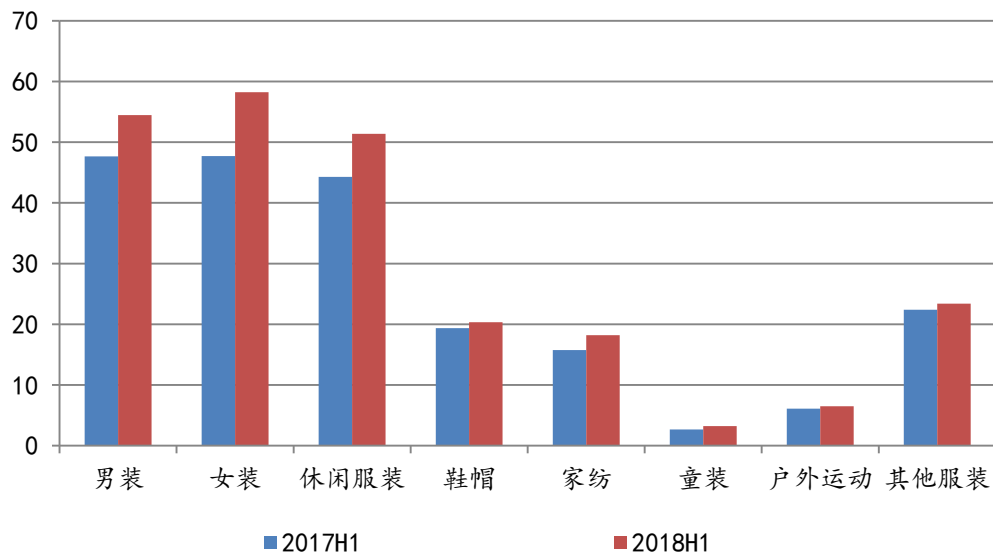


数据来源: wind、上海证券研究所

1.3 期间费用稳定 财务费用增速较快

上半年，53 家服装家纺企业期间费用 235.76 亿元，同比增长 14.44%，其中，销售费用 165.13 亿元，同比增长 15.15%，管理费用 59.37 亿元，同比增长 10.46%，财务费用 11.26 亿元，同比增长 27.29%。其中：女装和童装期间费用增长超 20%，男装、休闲服装和家纺期间费用增长率在 15% 左右，户外运动、鞋帽和其他服装的费用控制优异，仅增长 6.41%、4.95% 和 4.42%。

图 5 子行业期间费用对比（单位：亿元）



数据来源：wind、上海证券研究所

二、细分行业

2.1 男装：男装业务回暖趋势

上半年，10 家男装企业上半年实现营业收入 205.90 亿元，同比减少 2.45%，实现归属母公司净利润 41.84 亿元，同比减少 13.38%，扣除非经常性损益后归母净利润 38.23 亿元，同比增长 1.46%。

其中：海澜之家实现营业收入超 100 亿元；营业收入同比下滑的仅红豆股份和雅戈尔，红豆股份营业收入同比下降主要是由于去年出售子公司红豆置业股权影响，其男装业务实现收入同比增长 50.19%，雅戈尔营业收入下降也是由于公司地产板块业务影响，其服装板块营业收入实现同比增长 13.03%。希努尔的传统服装业务正

调整商业模式，同时公司开辟新的文化旅游业务，带来新的增长点，实现营业收入同比增长 8.98%。

男装整体扣非净利润同比微增，其中：报喜鸟实现同比扭亏为盈，希努尔和步森股份同比亏损收窄，扣非净利润同比下降的仅雅戈尔和七匹狼。男装企业整体盈利能力增强。

图 6 男装企业营业收入对比 单位：亿元；

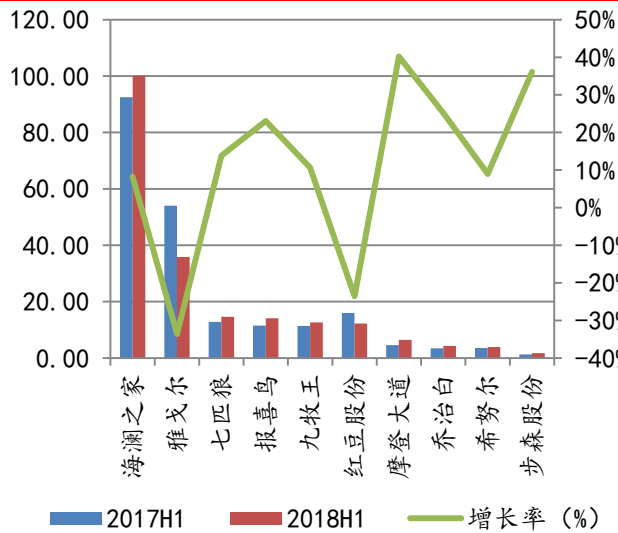
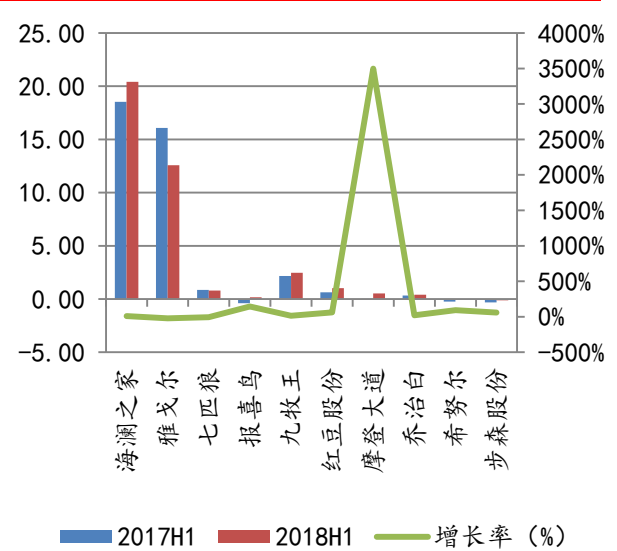


图 7 男装企业扣非归母净利润对比 单位：亿元；



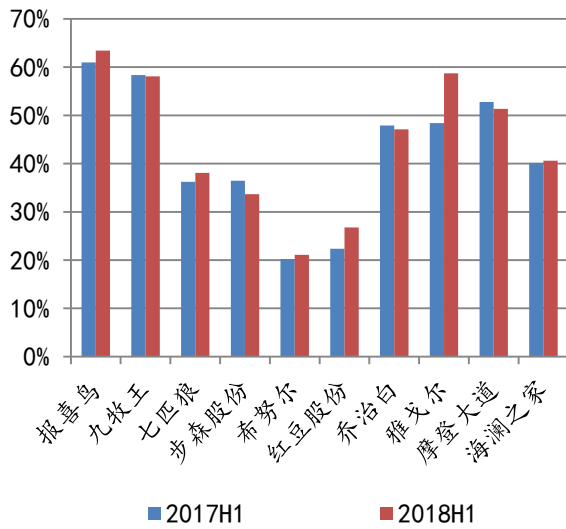
数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

男装企业整体毛利率 45.43%，同比增长 2.60pct，主要是雅戈尔和红豆股份毛利率显著提升，分别较去年同比增长 10.3pct 和 4.4pct，红豆股份主要是由于公司剥离了低毛利率的房地产业务，以及公司纱线印染业务毛利率提升明显，雅戈尔同样是低毛利率的房地产业务收入占比下降，高毛利率的服装业务稳步增长，提升了公司整体毛利率水平。

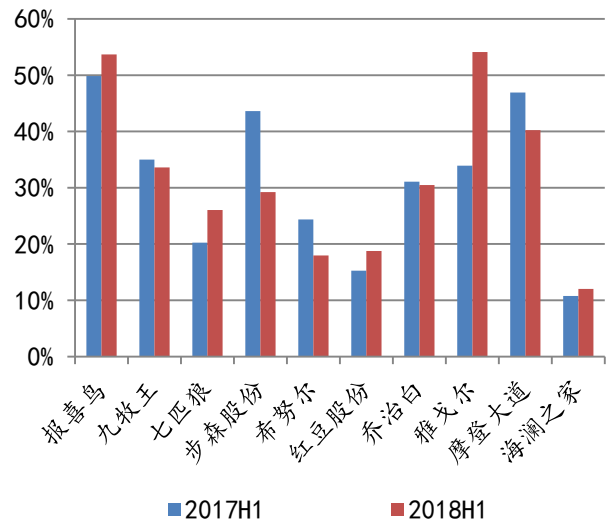
男装企业三费费率 26.46%，同比增长 3.87pct。雅戈尔三费费率显著上升，主要是由于收入大幅下滑所致，步森股份三费费率从 43.61% 下降至 29.23%，同比下降 14.37pct，由于其财务费用利息收入大增。

图 8 男装企业毛利率水平 单位：%



数据来源：wind、上海证券研究所

图 9 男装企业三费率水平 单位：%

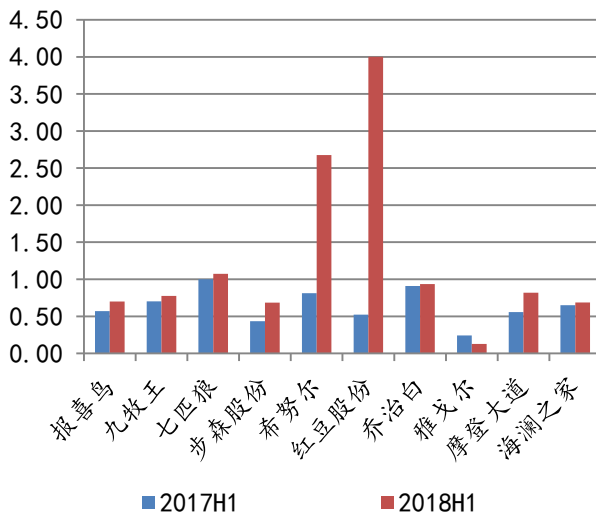


数据来源：wind、上海证券研究所

男装上半年存货账面金额 242 亿元，同比增长 5.47%。除雅戈尔外，其余 9 家男装周转率均有一定的提升，希努尔的存货周转率显著提升主要系公司调整司战略结构，存货同比减少 65%。

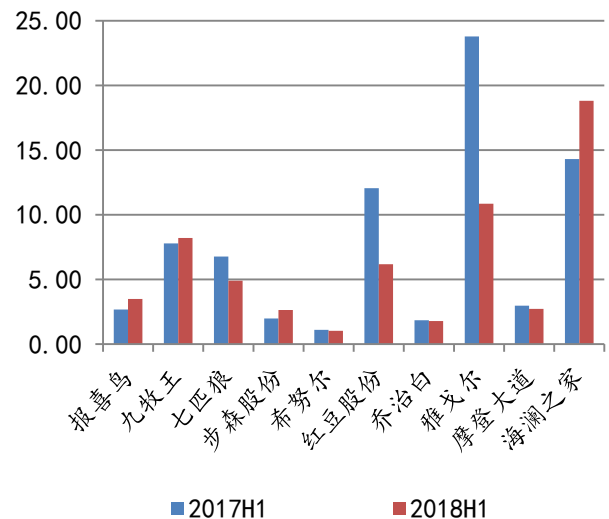
应收账款账面金额 30 亿元，同比增长 19.56%，高于同期营收增长。海澜之家应收账款同比减少 27.47%，周转率提升。

图 10 男装企业存货周转率水平 单位：%



数据来源：wind、上海证券研究所

图 11 男装企业应收账款周转率 单位：%



数据来源：wind、上海证券研究所

2.2 女装：高端女装增长强劲

8 家女装企业上半年实现营业收入 117.60 亿元，同比增长

18.54%，实现归属母公司净利润 11.76 亿元，同比增长 19.60%，扣除非经常性损益后归母净利润 9.35 亿元，剔除地素时尚后同比增长 6.39%。

8 家女装营业收入均实现同比增长，扣非净利润则出现分化，维格娜丝、朗姿股份则同比大增 152.73%和 147.73%；歌力思同比增长 25.07%，安正时尚同比微增 1.29%；拉夏贝尔、商赢环球和日播时尚分别同比下降 24.29%、64.71%和 62.48%，

图 12 女装企业营业收入对比 单位：亿元；

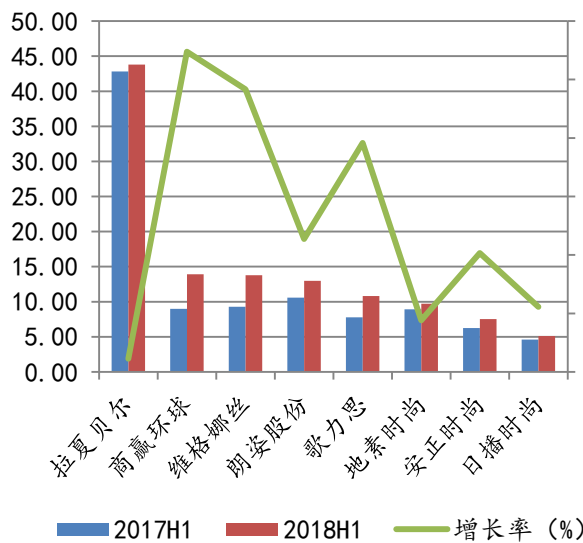
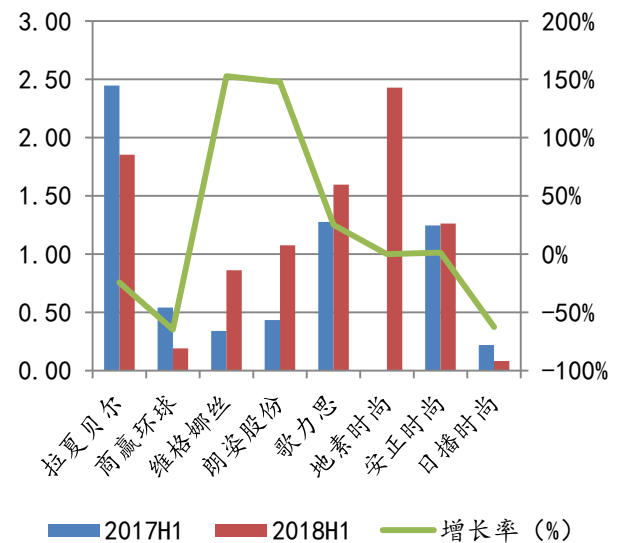


图 13 女装企业扣非归母净利润对比 单位：亿元；



数据来源：wind、上海证券研究所

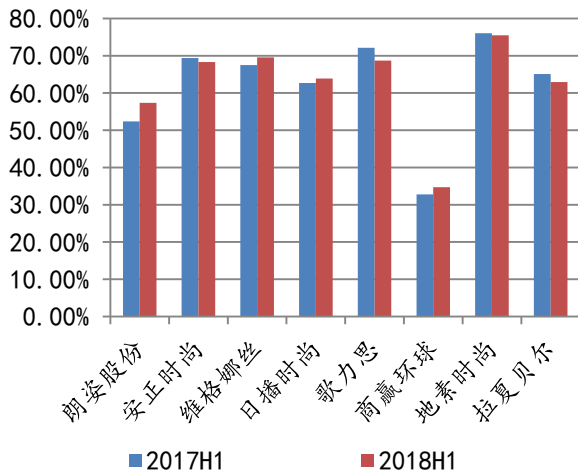
数据来源：wind、上海证券研究所

备注：地素时尚 2017H1 数据缺失

女装企业整体毛利率 61.72%，同比下降 1.01pct，其中：朗姿股份毛利率提升 4.98pct 至 57.34%，主要系低毛利率的绿色婴童占比下降，而商赢环球的线上销售大幅增长，带动毛利率提升 1.93pct。

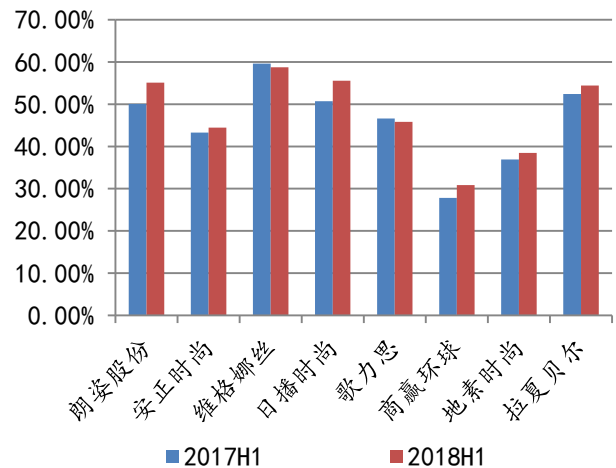
女装企业整体三费率 49.52%，同比增加 1.43pct。其中：朗姿股份因利息费用大幅支出增加了财务费率，三费率同比增加 5.02pct。

图 14 女装企业毛利率水平 单位：%



数据来源：wind、上海证券研究所

图 15 女装企业三费率水平 单位：%

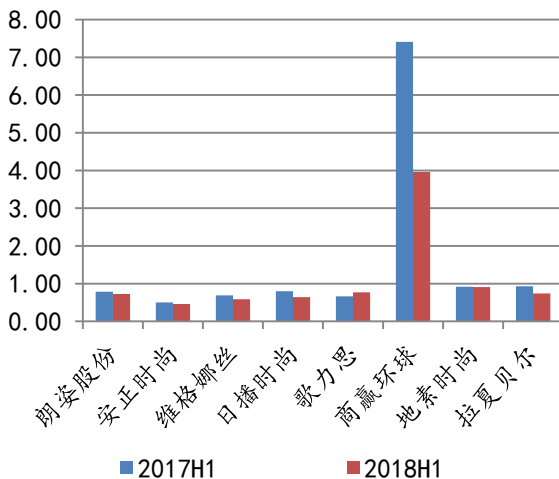


数据来源：wind、上海证券研究所

女装上半年存货账面金额 53.57 亿元，同比增长 33.38%，高于同期营收增长。商赢环球的存货周转率从 7.41 下降至 3.96，主要系公司新增电商业务需提前备货，同时完成 Active 经营性资产包的收购新增大量存货。

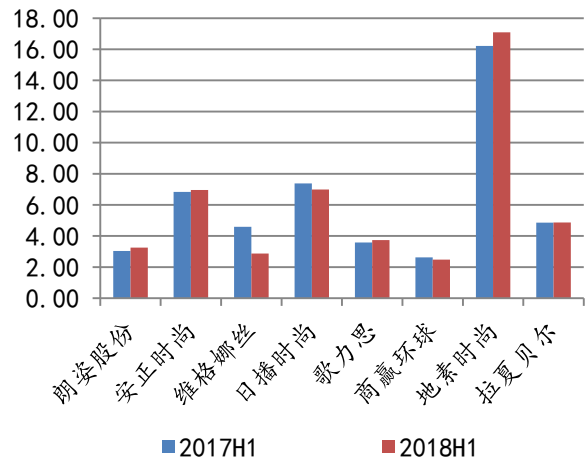
应收账款账面金额 26.63 亿元，同比增长 19.96%，较同期营收增长持平。

图 16 女装企业存货周转率水平 单位：%



数据来源：wind、上海证券研究所

图 17 女装企业应收账款周转率 单位：%



数据来源：wind、上海证券研究所

2.3 休闲服装：运营效率整体提升

6 家休闲服装企业上半年实现营业收入 255.24 亿元，同比增长 36.43%，实现归属母公司净利润 14.58 亿元，同比增长 26.90%，扣除非经常性损益后归母净利润 11.37 亿元，同比增长 18.31%。

搜于特营业收入同比大增 65.91%，主要是其供应链管理业务得到快速发展带动公司收入增长，而其品牌服饰业务则同比下降 2.19%。美邦服饰营业收入同比 35.96%，扣非归母净利润实现扭亏为盈。贵人鸟仍在调整期，营业收入较去年微降 2.67%。森马服饰继续保持稳定增长，营业收入和扣非净利润分别增长 24.80% 和 25.72%。柏堡龙扣非后净利同比下降主要系由于衣全球公司亏损较大。

图 18 休闲服装企业营业收入对比 单位：亿元；

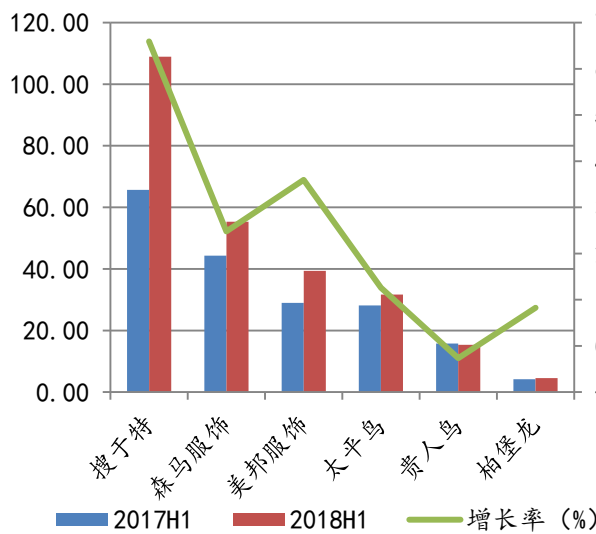
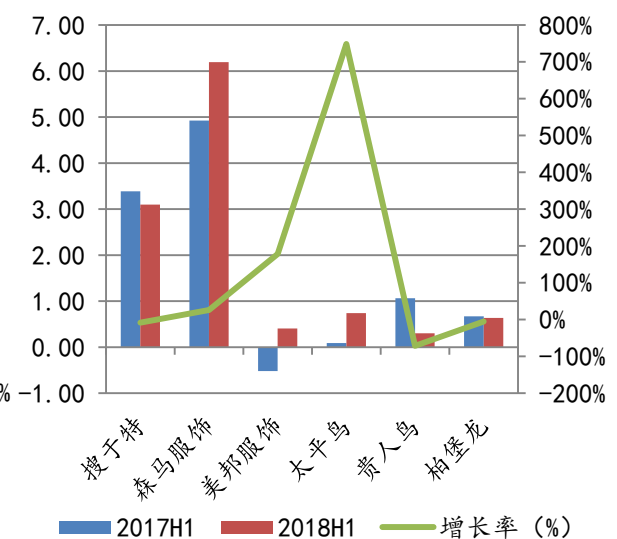


图 19 休闲服装企业扣非归母净利润对比 单位：亿元；



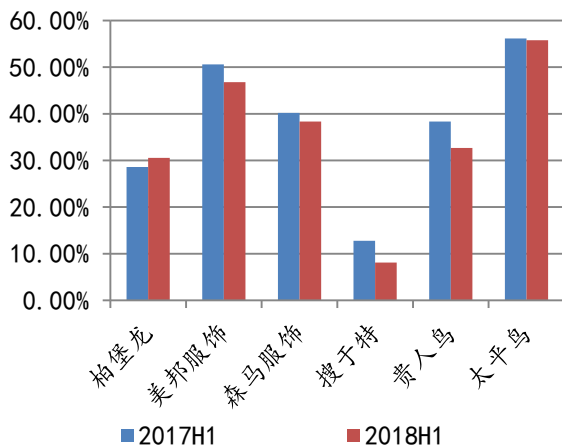
数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

休闲服装企业整体毛利率 28.43%，同比下降 5.73pct，除柏堡龙毛利率提升外，其余毛利率均小幅下降。

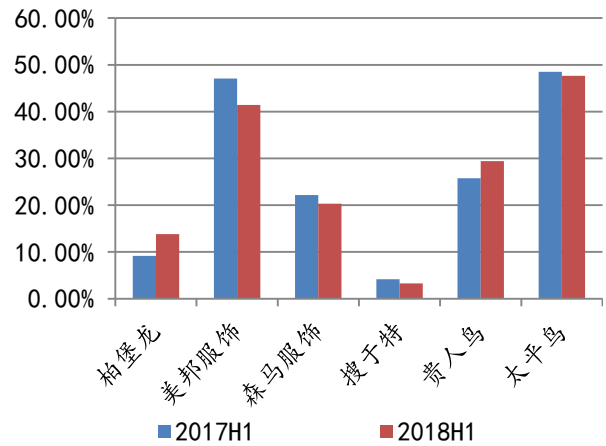
休闲服装企业整体三费率 20.13%，同比下降 3.55pct。其中：美邦服饰期间费用控制严格，三费率同比下降 5.62pct 至 41.45%。

图 20 休闲服装企业毛利率水平 单位：% ;



数据来源: wind、上海证券研究所

图 21 休闲服装企业三费率水平 单位：% ;

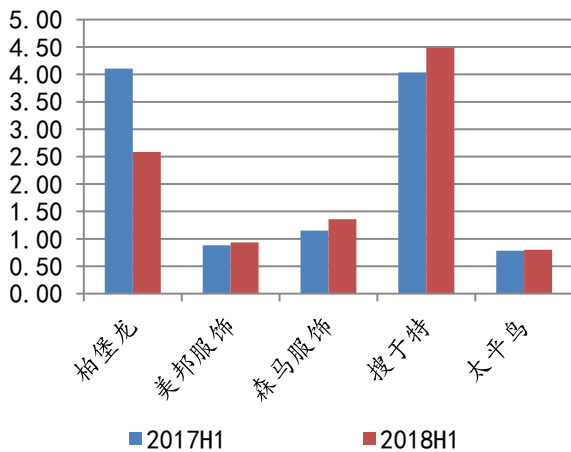


数据来源: wind、上海证券研究所

休闲服装上半年存货账面金额 89.42 亿元，同比增长 27.63%，低于同期营收增长，整体去库存情况较好。除柏堡龙外，森马服饰、美邦服饰、搜于特和太平鸟存货周转率均有提升。

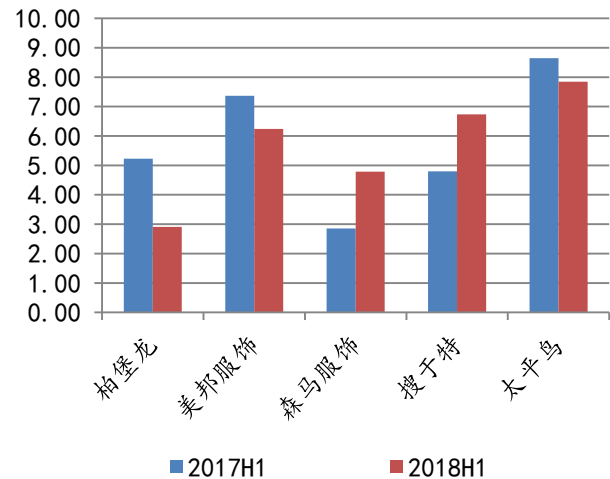
应收账款账面金额 37.95 亿元，同比增长 10.27%，低于同期营收增长。森马服饰和搜于特的应收账款周转率提升，森马服饰是由于公司强加盟商授信管理，货款回收及时所致。

图 22 休闲服装企业存货周转率水平 单位：% ;



数据来源: wind、上海证券研究所

图 23 休闲服装企业应收账款周转率 单位：% ;



数据来源: wind、上海证券研究所

2.4 童装：受益二胎放开 有望持续增长

2 家童装上半年实现营业收入共 7.65 亿元，同比增长 16.02%，实现归母净利润共 0.91 亿元，同比增长 20.89%，扣除非经常性损

益后归母净利润 0.82 亿元，同比增长 11.45%。

安奈儿和金发拉比营业收入和扣非净利润均实现同比增长，安奈儿营收和扣非净利润分别增长 17.48%和 17.96%，金发拉比营收和扣非净利润分别增长 11.99%和 2.49%。

图 24 童装企业营业收入对比 单位：亿元；

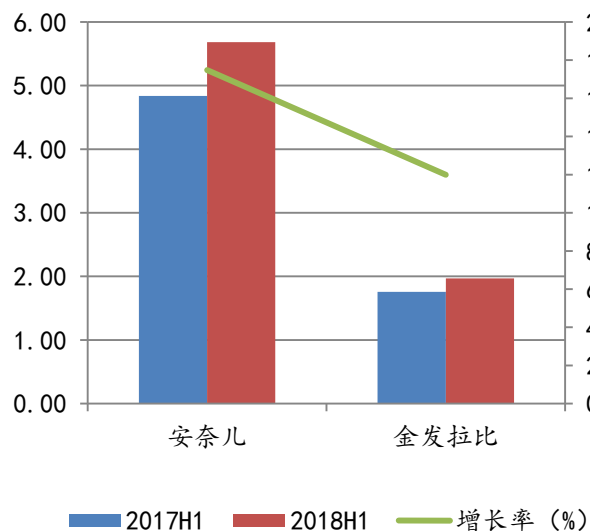
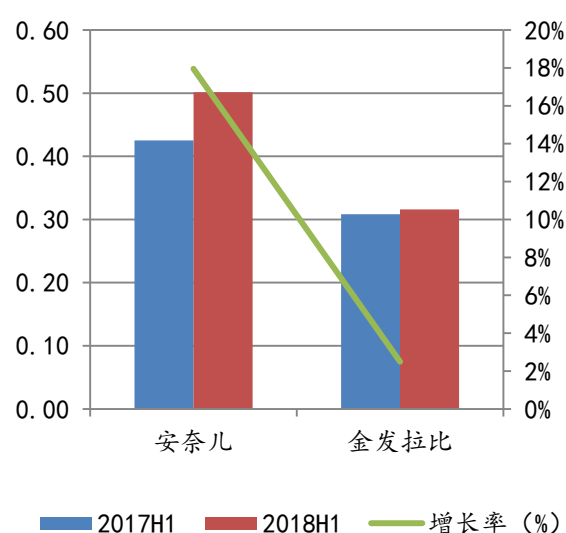


图 25 休闲服装企业扣非归母净利润对比 单位：亿元；



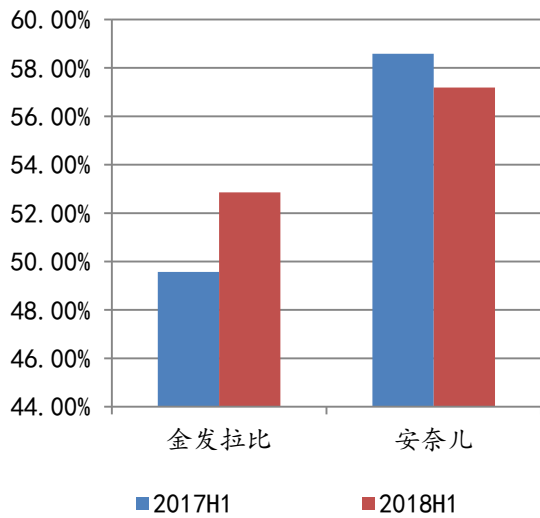
数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

安奈儿毛利率同比下降 1.39pct 至 57.19%，近年来，公司的毛利率整体呈现下滑态势，主要或由原材料价格上涨等因素影响。金发拉比的毛利率近年来逐年上升，金发拉比上半年整体毛利率 52.86%，同比增长 3.29pct，主要是高毛利率的婴童服饰收入占比提升，增长较快。

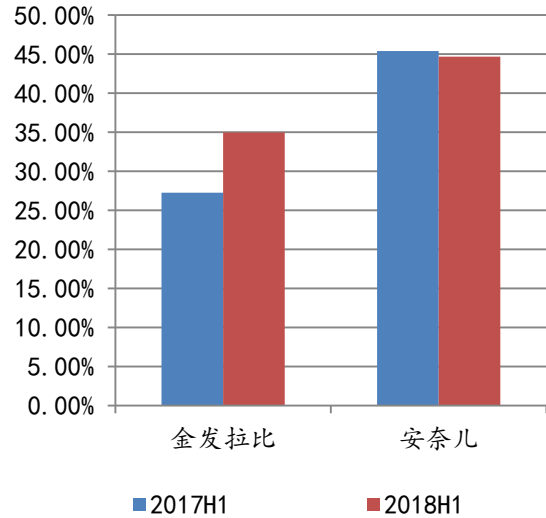
金发拉比和安奈儿上半年三费费率分别 34.96%和 44.66%，同比增长 7.7pct 和 -0.73pct。金发拉比的三费大幅增长主要是由于股权激励成本所致。

图 26 童装企业毛利率水平 单位：%



数据来源: wind、上海证券研究所

图 27 童装企业三费费率水平 单位：%

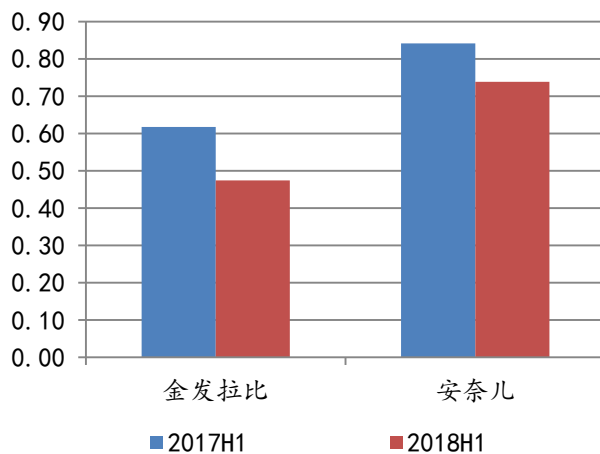


数据来源: wind、上海证券研究所

2 家童装上半年存货账面金额 5.70 亿元，同比增长 50.74%，高于同期营收增长，主要是由于 2 家均加大了备货量，因此存货周转率较去年同比均有所下降，分别从 0.62 下降至 0.47 和 0.84 下降至 0.74。

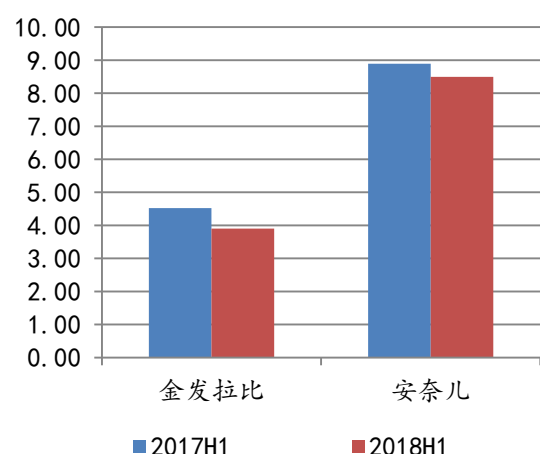
2 家童装上半年应收账款账面金额 1.14 亿元，同比增长 20.21%，略高于同期营收增长。

图 28 童装企业存货周转率水平 单位：%



数据来源: wind、上海证券研究所

图 29 休闲服装企业应收账款周转率 单位：%



数据来源: wind、上海证券研究所

2.5 户外运动：比音勒芬一枝独秀

我们将比音勒芬、三夫户外、探路者、牧高笛和中潜股份划分在户外运动，这 5 家上市企业上半年实现营业收入 23.22 亿元，同

比减少 4.87%，实现归属母公司净利润 2.04 亿元，同比减少 11.72%，扣除非经常性损益后归母净利润 1.72 亿元，同比减少 14.46%。主要受探路者下滑影响，剔除探路者，其余 4 家企业营收同比增长 24.25%，扣非净利润同比增长 15.75%。

其中，比音勒芬实现营业收入和扣非净利润双增长，分别同比增长 36.5% 和 38.06%。三夫户外扣非净利润实现扭亏为盈。探路者主要是下属旅行服务板块国际机票业务大幅收缩，使得营业收入较同期减幅明显。

图 30 户外运动企业营业收入对比 单位：亿元；

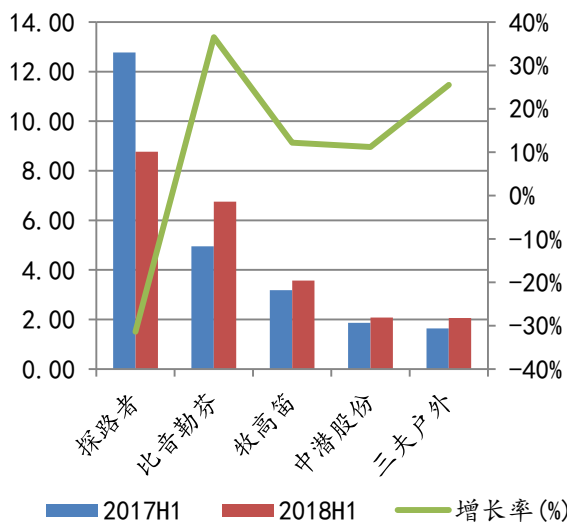
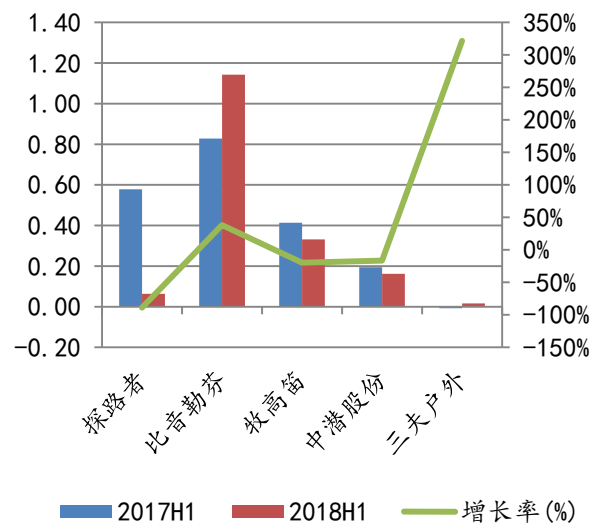


图 31 户外运动企业扣非归母净利润对比 单位：亿元；



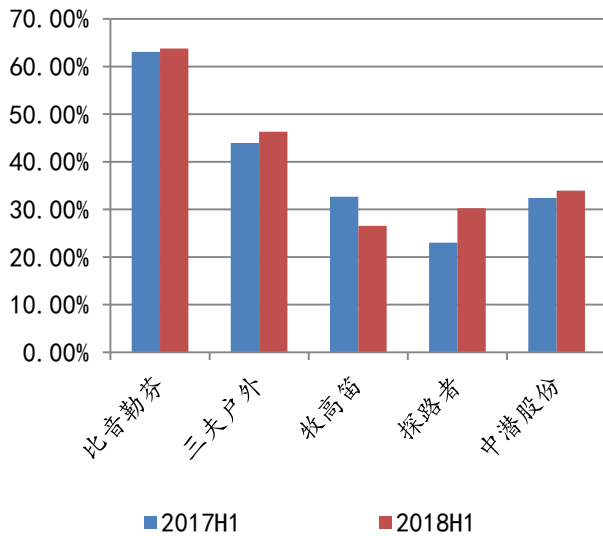
数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

户外运动企业整体毛利率 41.18%，同比增长 6.65pct。其中：比音勒芬毛利率较高，同比增长 0.72pct 至 63.79%，牧高笛毛利率下降 6.14pct 至 26.54%，探路者的毛利率重回 30% 以上，主要系其低毛利率的旅行服务收入减少。

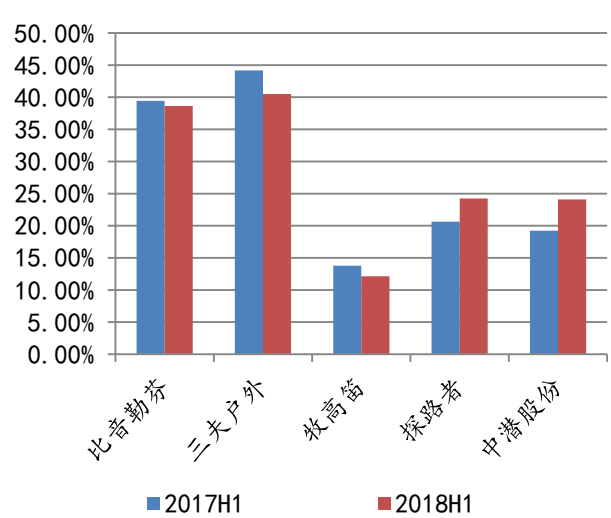
户外运动企业整体三费费率 27.99%，同比增长 2.97pct。中潜股份的财务费用大增，主要系利息支出和融资手续费增加及汇率变动影响所致，使得公司三费费率增长 4.86pct。探路者三费费用合计 2.12 亿元，较去年同期同比下降 19.37%，由于营业收入下滑，三费费率提升。

图 32 户外运动企业毛利率水平 单位：%



数据来源: wind、上海证券研究所

图 33 户外运动企业三费率水平 单位：% ;

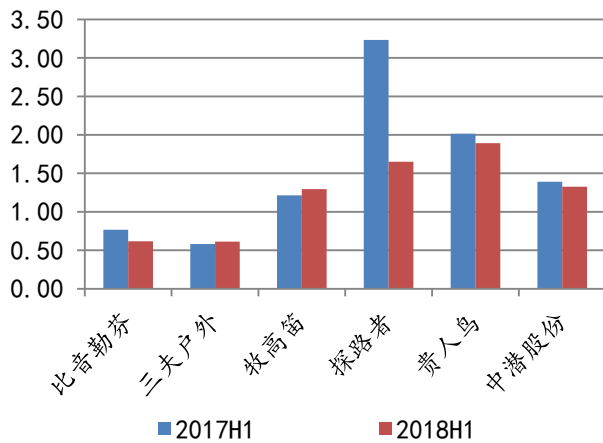


数据来源: wind、上海证券研究所

户外运动企业上半年存货账面金额 18.92 亿元，同比增长 31.48%，高于同期营收增长。牧高笛的存货周转率有小幅提升，其余企业周转率都有下降。

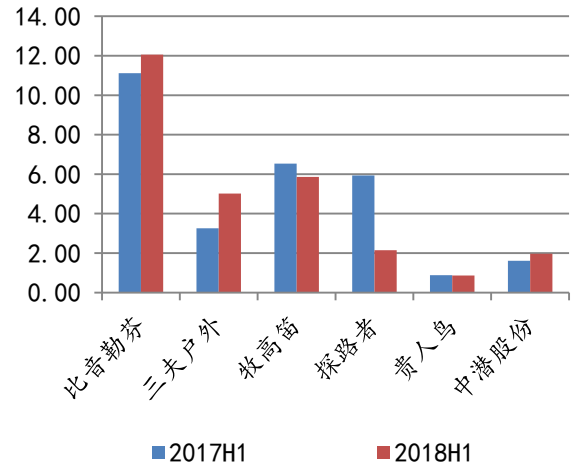
应收账款账面金额 26.28 亿元，同比增长 16.33%，低于同期营收增长。

图 34 户外运动企业存货周转率水平 单位：%



数据来源: wind、上海证券研究所

图 35 户外运动企业应收账款周转率 单位：%



数据来源: wind、上海证券研究所

2.6 家纺：增收增利 运营效率提升

5 家家纺企业上半年实现营业收入共 59.01 亿元，同比增长 17.56%，实现归母净利润共 6.39 亿元，同比增长 28.88%，扣除非经常性损益后归母净利润 0.82 亿元，同比增长 11.45%。

家纺行业整体稳定增长，5家家纺企业营业收入和扣非净利润

均实现同比正增长。其中：多喜爱营收增速32.17%，主要系公司开启双主业家纺+互联网发展战略，其家纺业务实现营业收入同比13.50%

图 36 家纺企业营业收入对比 单位：亿元；

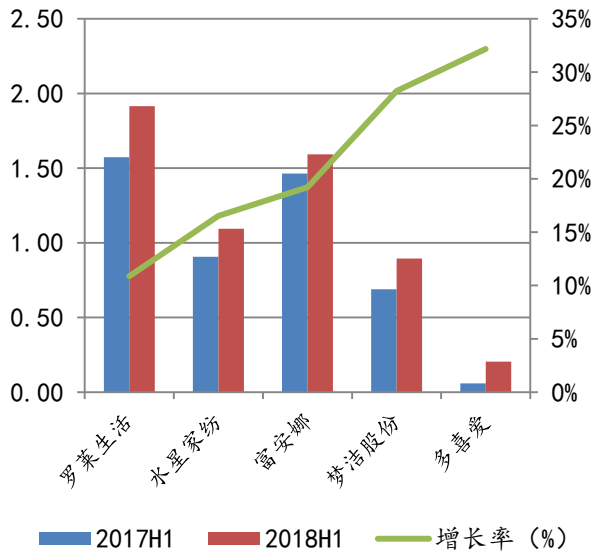
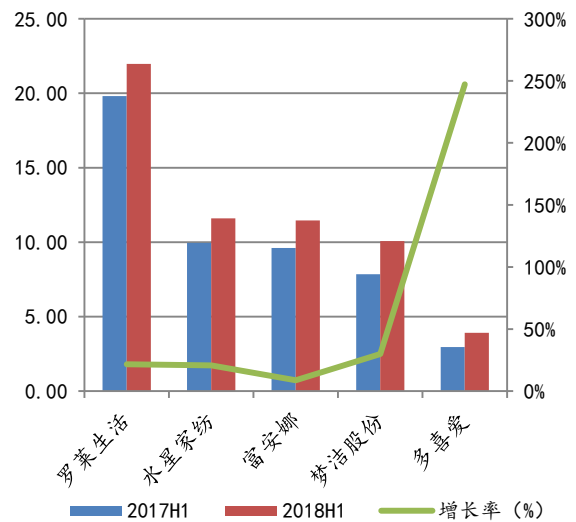


图 37 家纺企业扣非归母净利润对比 单位：亿元；



数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

家纺企业整体毛利率 44.36%，同比增长 0.07pct，较去年同期持平。其中：多喜爱的毛利率较去年同期 3.51pct，是公司大力拓展互联网及相关产业，带来新的收入增长点，其毛利率水平较高，提升了公司整体毛利率。

家纺企业整体三费费率 30.85%，同比下降 0.54pct。富安娜的三费费率上升 2.74pct 至 33.71%，是由于其股票期权费用增加。多喜爱控费优异，费率下降 4.34pct。

图 38 家纺企业毛利率水平 单位：%；

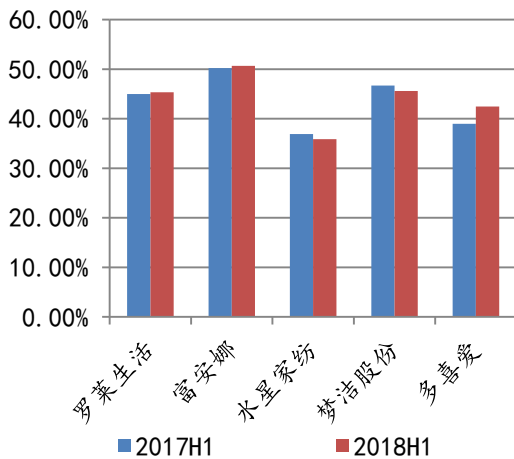
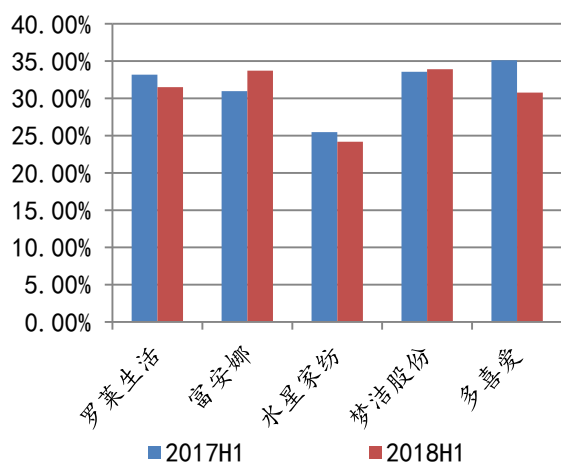


图 39 家纺企业三费费率水平 单位：%；



数据来源: wind、上海证券研究所

数据来源: wind、上海证券研究所

家纺企业上半年存货账面金额 39.44 亿元,同比增长 11.06%,低于同期营收增长。除罗莱生活的存货周转率有所下降,富安娜、水星家纺、梦洁股份和多喜爱的存货周转率均有提升。

上半年家纺企业应收账款账面金额 11.71 亿元,同比增长 1.85%,低于同期营收增长。

图 40 家纺企业存货周转率水平 单位: %;

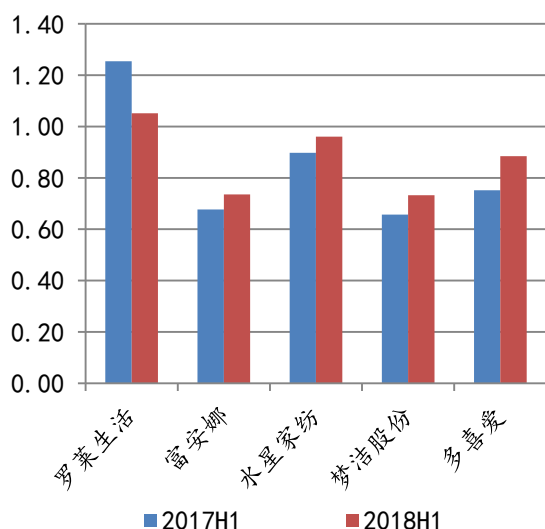
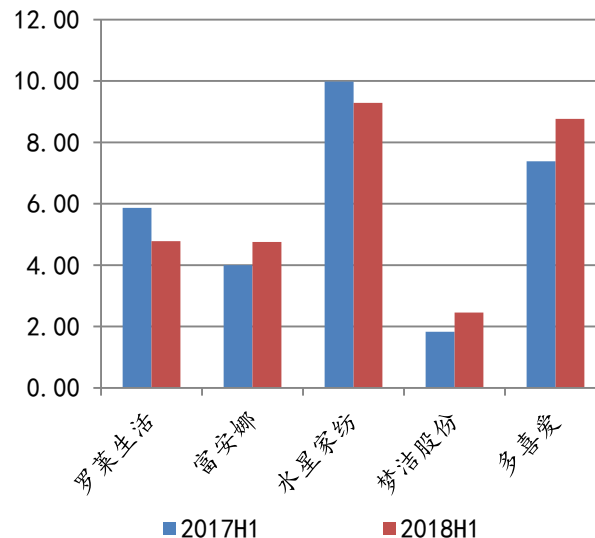


图 41 家纺企业应收账款周转率 单位: %;



数据来源: wind、上海证券研究所

数据来源: wind、上海证券研究所

2.7 鞋帽: 制鞋企业不温不火

7 家鞋帽企业上半年实现营业收入共 64.44 亿元,同比增长 3.30%,实现归母净利润共 6.55 亿元,同比增长 3.84%,扣除非经常性损益后归母净利润 5.22 亿元,同比增长 2.61%。

7 鞋帽企业业绩表现分化,万里马营业收入增长 30%,而天创时尚营业收入同比增长 23.28%,主要系由于小子科技并表因素,其皮革制品和制鞋业同比仅增长 7.99%。起步股份营业收入同比增长 7.08%,红蜻蜓营收较去年持平,奥康国际与哈森股份均由于销售下滑与出口订单减少导致营收下降。

图 42 鞋帽企业营业收入对比 单位：亿元；

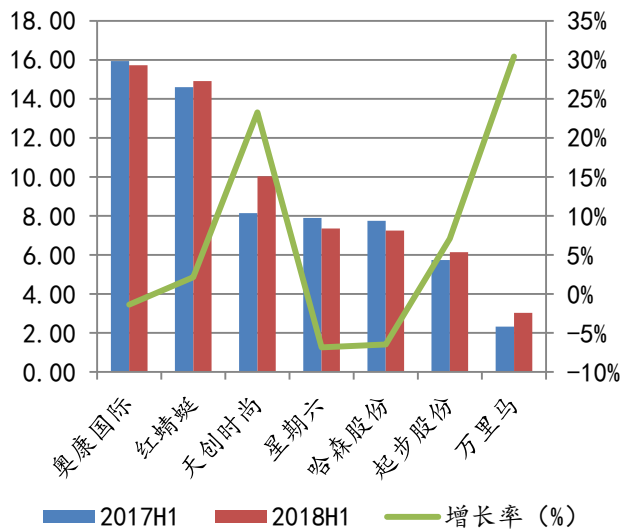
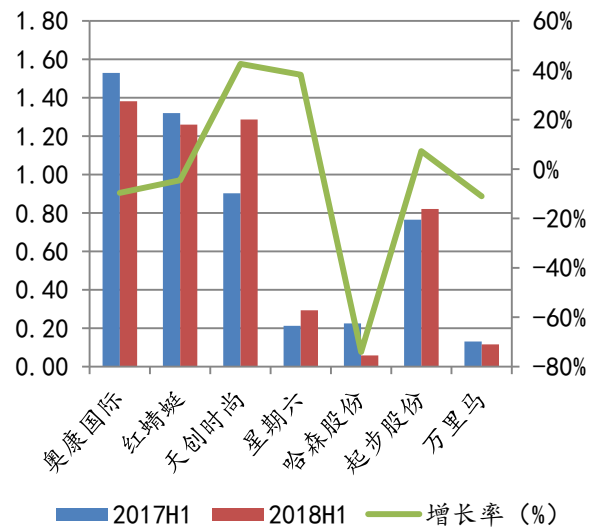


图 43 鞋帽企业扣非归母净利润对比 单位：亿元；



数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

鞋帽企业整体毛利率 46.63%，和去年同期持平。星期六毛利率提升主要系公司互联网广告行业收入占比提升。

鞋帽企业整体三费率 31.55%，较去年持平。星期六费率上升显著主要系公司营业收入下滑而费用增长所致。万里马则因加大研发投入及收购超琦电商其管理费大幅增长。

图 44 鞋帽企业毛利率水平 单位：%；

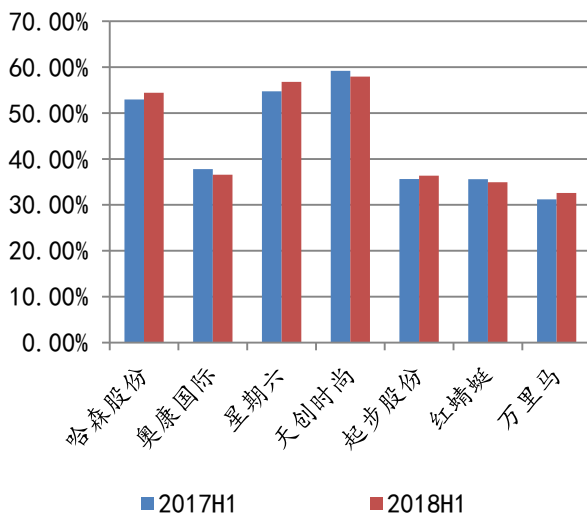
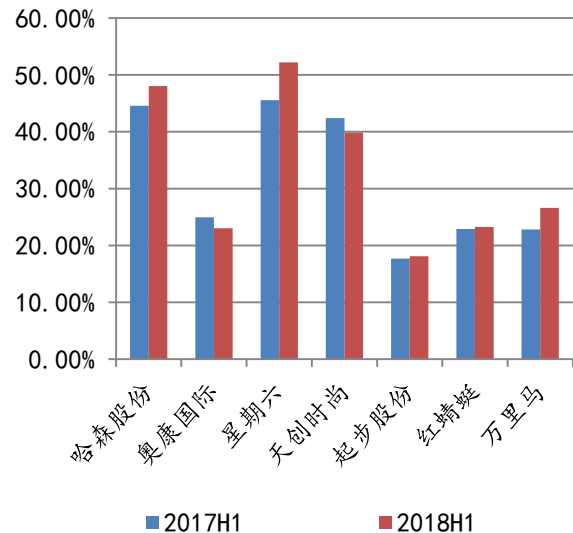


图 45 鞋帽企业三费率水平 单位：%；



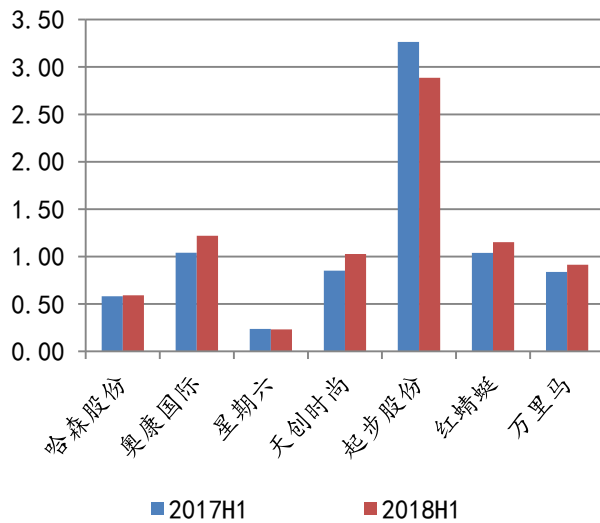
数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

鞋帽企业上半年存货账面金额 42.56 亿元，同比减少 5.91%，低于同期营收增长。

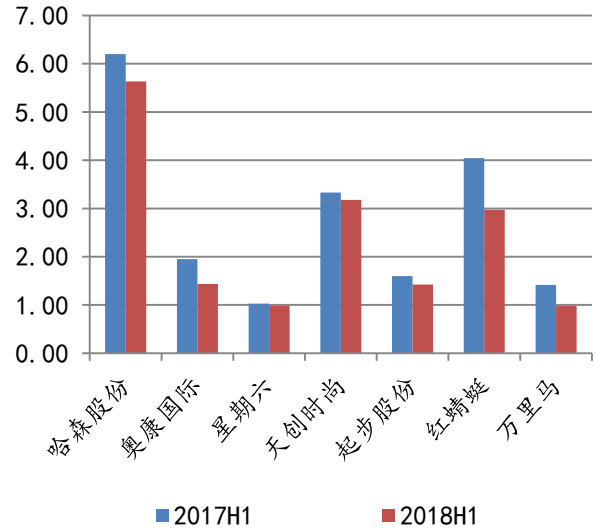
应收账款账面金额 5.05 亿元，同比增长 19.73%，高于同期营收增长。

图 46 鞋帽企业存货周转率水平 单位：%；



数据来源：wind、上海证券研究所

图 47 鞋帽企业应收账款周转率 单位：%；



数据来源：wind、上海证券研究所

2.8 其他服装：扣非增长 盈利增强

我们把剩下的 10 家服装归类一起，10 家服装企业实现营业收入 171.15 亿元，同比减少 2.30%，实现归母净利润共 6.48 亿元，同比减少 23.01%，扣除非经常性损益后归母净利润 4.33 亿元，同比增长 41.98%，际华集团扣非净利润同比大增，剔除际华集团后，剩余 9 家服装企业扣非净利润同比增长 11.81%。

健盛集团继续保持高增长，美洲和澳洲的市场快速增长，中欧洲市场稳步增长，公司营业收入和扣非净利润分别增长 64.47% 和 71.63%；嘉麟杰继续降本增效，扣非净利润亏损较去年同期大幅收窄；美尔雅同样实现扣非净利润减亏；际华集团主动减少低毛利率订单承揽，业务量同比减少导致营业收入同比减少，但公司严格控制费用，加强了盈利能力，扣非净利润同比激增 1336%；由于服装出口形势严峻，棒杰股份外销业务同比下降影响公司整体营收。

图 48 其他服装企业营业收入对比 单位：亿元；

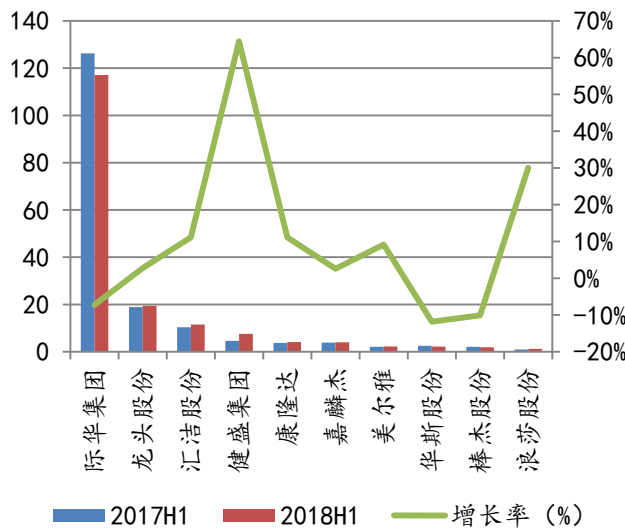
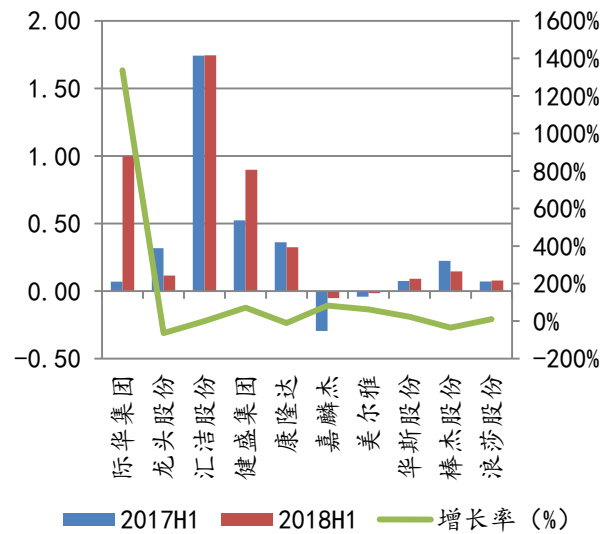


图 49 其他服装企业扣非归母净利润对比 单位：亿元；



数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

其他 10 家服装企业整体毛利率 17.62%，同比增长 1.84pct，美尔雅毛利率提升 2.7pct，主要系公司内销业务毛利率增长。棒杰股份则由于高毛利的外销业务下滑致使公司整体毛利率下降。

其他 10 家服装企业整体三费率 13.67%，同比增长 0.88pct，较去年同期持平。

图 50 其他服装企业毛利率水平 单位：%；

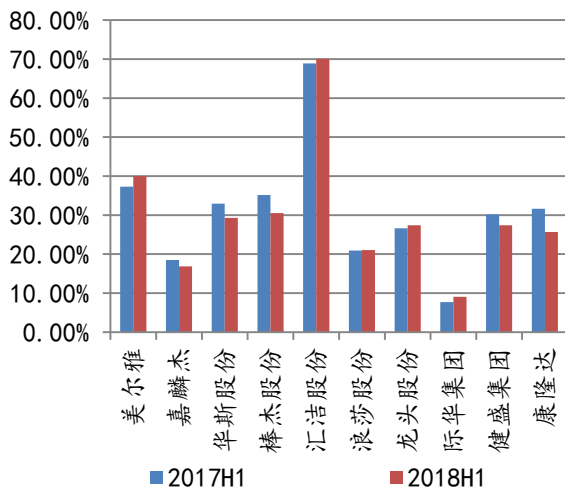
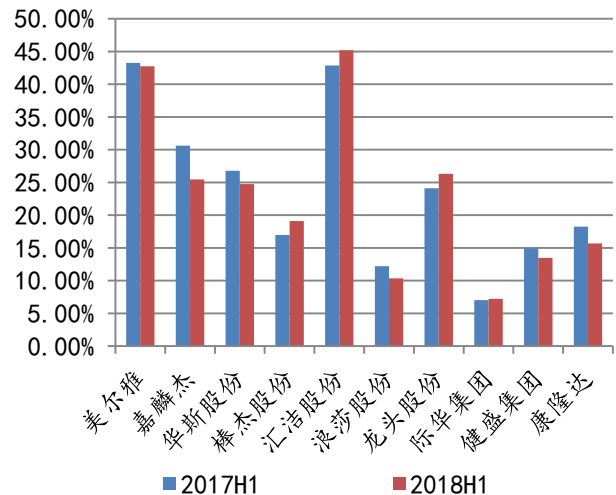


图 51 其他服装企业三费率水平 单位：%；



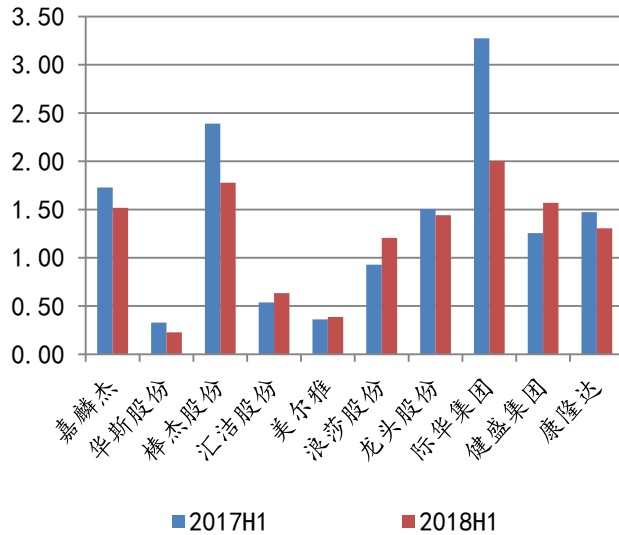
数据来源：wind、上海证券研究所

数据来源：wind、上海证券研究所

其他服装上半年存货账面金额 94.92 亿元，同比增长 31.69%，高于同期营收增长。际华集团由于购置土地及工程施工增加导致存货同比大增 45.66%，周转率显著下降。棒杰股份按后期订单及计划生产投入增加了存货，致使周转率下降。

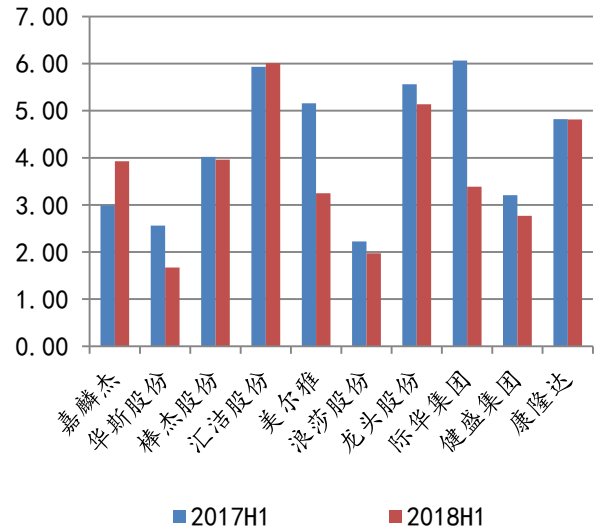
应收账款账面金额 46.31 亿元，同比增长 16.78%，高于同期营收增长。

图 52 其他服饰存货周转率水平 单位：%；



数据来源：wind、上海证券研究所

图 53 其他服装企业应收账款周转率 单位：%；



数据来源：wind、上海证券研究所

三、投资评级和建议

3.1 投资建议

评级未来十二个月内，行业评级“中性”

国内消费需求增速逐步放缓的背景下，服装品牌企业收入和利润表现平稳增长，但子行业表现分化以及企业之间差异较大，我们建议关注主营业务增长较为确定，运营效率持续提升的企业。

3.2 重点关注公司评级

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS		PE		PB	投资评级
			18E	19E	18E	19E		
歌力思	603808.SH	16.720	1.11	1.40	15.06	11.94	2.51	增持
森马服饰	002563.SZ	10.35	0.57	0.69	18.16	15.00	2.75	增持
比音勒芬	002832.SZ	31.20	1.34	1.77	23.28	17.63	3.88	增持
地素时尚	603587.SH	27.03	1.53	1.63	17.67	16.58	3.81	谨慎增持
太平鸟	603877.SH	20.85	1.36	1.75	15.33	11.91	3.14	谨慎增持

资料来源：Wind, 上海证券研究所股价数据为 2018 年 9 月 12 日收盘价

四、风险提示

- 1、消费需求疲弱。

分析师承诺

虞婕雯

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。