

# 纺织服装

# 行业动态分析

## 第三季度纺织服装增速随社零放缓而放缓，前三季度同比平稳增长

### 投资要点

◆ **三季度增速随社零放缓，前三季度平稳增长：**按申万一级行业分类，纺织服装板块 2018 年前三季度实现营业收入 1990.81 亿元，同比增长 8.32%；实现归属于上市公司股东的净利润 151.79 亿元，同比增加 3.74%。其中，三季度纺织服装板块实现营业收入 534.23 亿元，同比增长 0.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 28.60 亿元，同比增长 0.06%，三季度纺织服装业绩保持同比平稳态势。

分季度看，2018 年 Q3 纺织服装行业实现营收 534.23 亿元，同比增长 0.73%，增速较 Q2 的 12.00% 明显放缓。18 年 Q1、Q2、Q3 净利润分别为 57.32 亿元、65.87 亿元、28.60 亿元，同比增速分别为 -4.21%、4.95%、0.64%，整体三季度纺织服装营收及净利润增速均较二季度环比放缓，但仍然较去年同期平稳微增。

◆ **三季度费用率下行或与会计政策变动有关，净利率环比下降：**2018 年前三季度，纺织服装毛利率、净利率分别较去年全年上升 0.74pct、0.51pct 至 30.25%、7.85%；分季度来看，2018Q3 纺织制造及服装家纺毛利率均略有提升，但净利率均有所下降。2018 年前三季度，我国纺织服装销售费用率、管理费用率、财务费用率分别较去年全年增长 0.62pct、减少 1.16pct、减少 0.46pct 至 12.91%、5.09%、1.12%。整体销售费用率有所上升，但管理费用率、财务费用率存在改善。前三季度纺织制造与服装家纺两板块销售费用率均略有上行，管理费用率均有所下降，纺织制造板块财务费用率下行带动纺织服装行业财务费用改善。三季度纺织服装板块费用下行，期间费用率环比下降 0.31pct 至 19.80%，管理费用率降低或与会计变动有关，研发费用已独立核算。从资产端和运营情况看，2018 年前三季度存货周转、应收账款周转均小幅减缓。

◆ **服装家纺板块营收、净利增速有所放缓：**2018 年前三季度，休闲服装、女装、家纺营收保持较快增长。其中休闲服饰保持较为稳健的 18.73% 的营收增长；女装收入增速为 12.52%，增速较去年有所下滑；家纺实现了 14.22% 的营收增长；另有男装实现了 9.47% 的营收增长。分季度看，整体社会零售增速下行，使三季度服装家纺多数子行业营收增速均呈现明显的放缓态势。

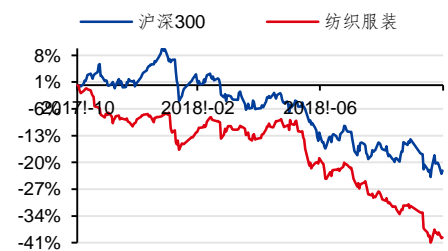
净利润方面，前三季度休闲服装、家纺、男装、鞋帽增速较去年有所回升，其中休闲服装、家纺前三季度分别实现净利润增长 24.10% 与 23.58%，女装实现 8.73% 的净利润增长，男装、鞋帽、其他服装净利润仍同比下降。分季度看，服装家纺板块在去年四季度出现了较大的净利减少，或与去库存有关，而今年一季度增速随春节时点变化而恢复，并在二三季度随社会消费品零售增速放缓而有所下行。

◆ **纺织制造板块前三季度营收净利增速分化：**纺织制造板块营业收入稳步提升，增速出现分化。前三季度毛纺、棉纺、丝绸、印染、辅料、其他纺织的营收同比增速分别为 14.16%、7.00%、11.46%、5.93%、13.09%、9.18%，其中毛纺及辅料

 投资评级 **领先大市-A 维持**

| 首选股票   |      | 评级   |
|--------|------|------|
| 002563 | 森马服饰 | 买入-A |
| 603808 | 歌力思  | 买入-A |
| 603839 | 安正时尚 | 买入-A |
| 002127 | 南极电商 | 买入-B |
| 002640 | 跨境通  | 买入-B |

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

| 升幅%  | 1M     | 3M     | 12M    |
|------|--------|--------|--------|
| 相对收益 | -2.63  | -11.72 | -17.52 |
| 绝对收益 | -12.19 | -23.30 | -39.89 |

### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsec.cn  
 021-20377089

### 报告联系人

吴雨舟  
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn  
 021-20377061

### 相关报告

纺织服装：纺织服装平稳增长，棉纺织行业旺季不旺态势或延续 2018-10-28

纺织服装：9 月服装零售同比增长 9.0%，较 8 月略有提速；棉纺企业产销平稳，原料库存略增 2018-10-21

纺织服装：1~9 月我国纺织出口同比增长 4.6%，纺织、服装 9 月出口分别增长 18%、8.3% 2018-10-15

纺织服装：前 8 月纺织业企业利润平稳增长；SW 纺织服装已披露业绩预告多数向好 2018-10-08

纺织服装：1~8 月纺织品服装出口累积增长；棉花长势较好，预计单产高于去年 2018-09-25

营收增速较去年全年有所提升，其余均增速有所下滑。

净利润方面，纺织制造板块内子行业增速分化明显。前三季度棉纺、丝绸、印染净利润增速较去年全年增速分别提升 2.55pct、12.55pct、4.13pct 至 13.31%、19.08%、20.60%，毛纺、辅料、其他纺织净利增速较去年全年下行 45.35pct、9.36pct、36.32pct 至-22.33%、1.46%、-36.22%。

- ◆ **行业终端零售增速放缓，纺织服装出口略有回升：**整体社会消费品零售总额累计同比增速持续下行，目前 2018 年 9 月累计增速已放缓至 9.3%，整体消费增速下降影响了纺织服装终端零售。前三季度，4、5 月纺织服装零售较差，6 月终端零售增速有所回升，7、8 月终端零售增速继续下行，9 月略有回暖，未来服装消费仍受整个消费环境的影响。海关总署数据显示，以美元计，年初至 9 月纺织品服装累计出口 2077.68 亿美元，同比增长约 4.66%。纺织品出口延续去年至今的增长态势，目前增速保持在双位数，而服装出口增速重回正值，纺织与服装出口持续分化。
- ◆ **板块走势：**年初至今，纺织服装板块表现相对较弱，累计下跌 35.45%，在所有申万一级行业中排名第 20，其中 SW 纺织制造板块下跌 34.20%，SW 服装家纺下跌 36.07%。从板块的估值水平看，目前 SW 纺织服装整体法（TTM，剔除负值）计算的行业 PE 为 16.39 倍，低于近 1 年均值。
- ◆ **重点公司三季度增速放缓，仍保持良好增长态势：**在我们重点关注的公司中，三季度净利润仍有放缓趋势，32 家公司仅 13 家三季度净利润增速环比有所提升，仍有 25 家公司三季度保持正增长态势。根据整体法计算，重点关注公司前三季度营收分别增长 34.1%、25.0%、13.4%，净利分别增长 27.2%、34.7%、12.6%，营收净利增长均随社零增速放缓而放缓，但前三季度净利合计增长 24.6%，较 2017 年的 10.8%有所提升，仍保持良好的稳步增长态势。
- ◆ **投资建议：**我们建议关注以下几条投资主线：（1）业绩有保障的休闲服装企业，森马服饰；（2）同店增长良好，多品牌贡献增量未来有望实现较快增长的女装企业，歌力思、安正时尚；（3）受益于电商销售快速增长的服装供应链平台企业，南极电商；受益于跨境电商优势并积极布局跨境物流的跨境通。
- ◆ **风险提示：**1. 部分行业终端持续低迷，服装销售不达预期；2. 上市公司业绩下滑风险；3. 企业兼并收购的标的资产业绩不达预期的风险，新业务的经营风险。

## 内容目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 一、行业整体：三季度增速随社零放缓，前三季度平稳增长 | 5  |
| (一) 三季度纺织服装营收净利同比平稳        | 5  |
| (二) 三季度毛利率环比提升，净利率环比下降     | 6  |
| (三) 三季度期间费用略有降低，或与会计变动有关   | 7  |
| (四) 存货及应收账款周转小幅放缓          | 8  |
| 二、分行业财务分析                  | 8  |
| (一) 服装家纺板块财务分析             | 9  |
| (1) 服装家纺板块营收、净利增速有所下行      | 9  |
| (2) 服装家纺期间费用率较去年全年有所下行     | 10 |
| (3) 毛利率及净利率较去年全年多数上行       | 10 |
| (二) 纺织制造板块财务分析             | 11 |
| (1) 纺织制造板块前三季度营收净利增速分化     | 11 |
| (2) 纺织制造期间费用率多数回落          | 12 |
| (3) 毛利率基本稳定，净利率有所回落        | 12 |
| 三、行业终端零售增速放缓，纺织服装出口略有回升    | 13 |
| 四、板块走势和重点公司估值              | 14 |
| 五、风险提示                     | 17 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1：近五年一期纺织服装营收及其增长         | 5  |
| 图 2：近五年一期纺织服装净利及其增长         | 5  |
| 图 3：近五年一期纺织制造&服装家纺营收增速变化    | 5  |
| 图 4：近五年一期纺织制造&服装家纺归母净利润增速变化 | 5  |
| 图 5：近十二季度纺织服装营收及其增长         | 6  |
| 图 6：近十二季度纺织服装净利及其增长         | 6  |
| 图 7：近十二季度纺织制造&服装家纺单季度营收变化   | 6  |
| 图 8：近十二季度纺织制造&服装家纺单季度净利变化   | 6  |
| 图 9：近五年一期纺织制造&服装家纺年度毛利率变化   | 6  |
| 图 10：近五年一期纺织制造&服装家纺年度净利率变化  | 6  |
| 图 11：近十二季度纺织制造&服装家纺单季毛利率变化  | 7  |
| 图 12：近十二季度纺织制造&服装家纺单季净利率变化  | 7  |
| 图 13：近五年一期纺织制造&服装家纺销售费用率变化  | 7  |
| 图 14：近十二季度纺织制造&服装家纺单季销售费用率  | 7  |
| 图 15：近五年一期纺织制造&服装家纺管理费用率变化  | 8  |
| 图 16：近十二季度纺织制造&服装家纺单季管理费用率  | 8  |
| 图 17：近五年一期纺织制造&服装家纺财务费用率变化  | 8  |
| 图 18：近十二季度纺织制造&服装家纺单季财务费用率  | 8  |
| 图 19：近五年一期服装家纺营收年度同比增速      | 9  |
| 图 20：近十二季度服装家纺营收单季同比增速      | 9  |
| 图 21：近五年一期服装家纺净利年度同比增速      | 10 |
| 图 22：近十二季度服装家纺净利单季同比增速      | 10 |
| 图 23：近五年一期服装家纺年度销售费用率       | 10 |

|   |    |
|---|----|
| 图 24: 近五年一期服装家纺年度管理费用率 .....                        | 10 |
| 图 25: 近五年一期服装家纺年度毛利率 .....                          | 11 |
| 图 26: 近五年一期服装家纺年度净利率 .....                          | 11 |
| 图 27: 近五年一期纺织制造营收年度同比增速 .....                       | 11 |
| 图 28: 近十二季度纺织制造营收单季同比增速 .....                       | 11 |
| 图 29: 近五年一期纺织制造净利年度同比增速 .....                       | 12 |
| 图 30: 近十二季度纺织制造净利单季同比增速 .....                       | 12 |
| 图 31: 近五年一期纺织制造年度销售费用率 .....                        | 12 |
| 图 32: 近五年一期纺织制造年度管理费用率 .....                        | 12 |
| 图 33: 近五年一期纺织制造年度销售毛利率 .....                        | 13 |
| 图 34: 近五年一期纺织制造年度销售净利率 .....                        | 13 |
| 图 35: 我国社会消费品零售总额累计至及其增长 .....                      | 13 |
| 图 36: 限额以上纺织服装及纺织类零售额同比增长 .....                     | 13 |
| 图 37: 2012 年来纺织出口累计金额及同比变化 .....                    | 14 |
| 图 38: 2012 年来服装出口累计金额及同比变化 .....                    | 14 |
| 图 39: 各板块 2018 年以来涨跌幅排行 (截止 2018 年 10 月 31 日) ..... | 14 |
| 图 40: 2010 年以来纺服板块的 PE (ttm) 走势 .....               | 15 |
| <br>  |    |
| 表 1: 存货及应收账款周转情况一览 .....                            | 8  |
| 表 2: 服装家纺主要上市公司 .....                               | 9  |
| 表 3: 纺织制造主要上市公司 .....                               | 11 |
| 表 4: 重点公司估值表 .....                                  | 15 |
| 表 5: 重点关注公司财务情况 .....                               | 16 |

## 一、行业整体：三季度增速随社零放缓，前三季度平稳增长

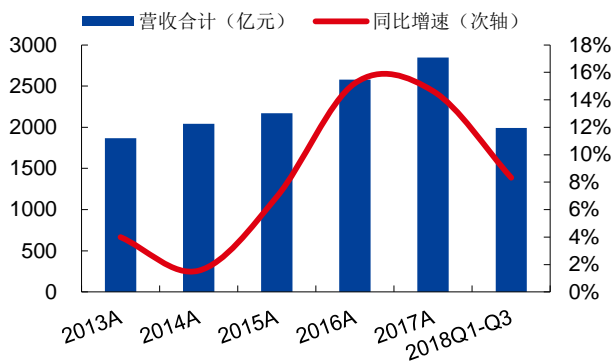
### （一）三季度纺织服装营收净利同比平稳

2018年前三季度，我国城镇居民人均衣着支出同比增长2.4%，增速较上半年的4.7%有所下滑，三季度服装消费增速下滑。前三季度人均衣着支出占消费支出约6.8%，占比较上半年的7.8%环比下降约1pct，较去年同期的7.1%同比下降约0.3pct。

回顾2018年前三季度行业整体业绩：按申万一级行业分类，纺织服装板块2018年前三季度实现营业收入1990.81亿元，同比增长8.32%；实现归属于上市公司净利润151.79亿元，同比增加3.74%。

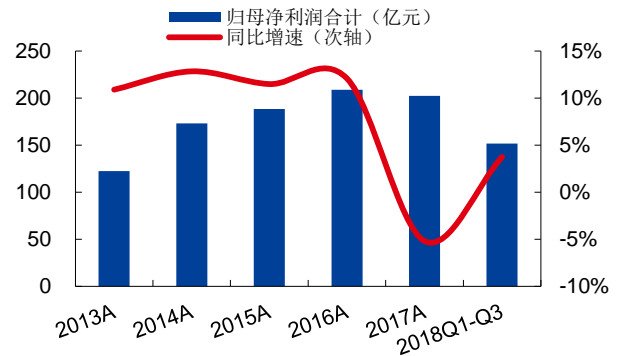
其中，三季度纺织服装板块实现营业收入534.23亿元，同比增长0.73%；实现归属于上市公司净利润28.60亿元，同比增长0.06%，三季度纺织服装业绩保持同比平稳态势。

图1：近五年一期纺织服装营收及其增长



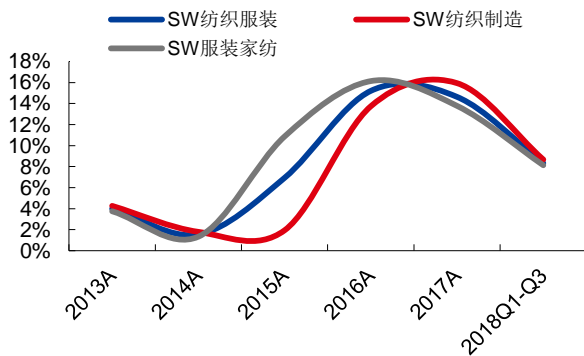
资料来源：Wind，华金证券研究所

图2：近五年一期纺织服装净利及其增长



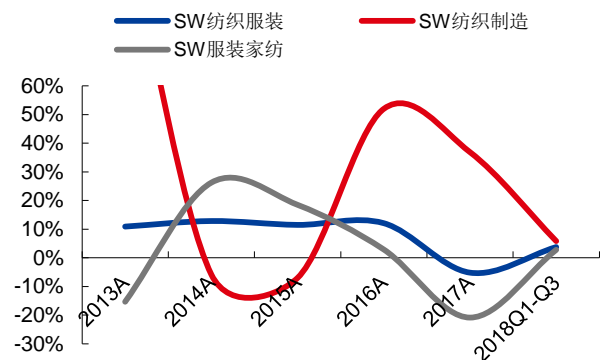
资料来源：Wind，华金证券研究所

图3：近五年一期纺织制造&服装家纺营收增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

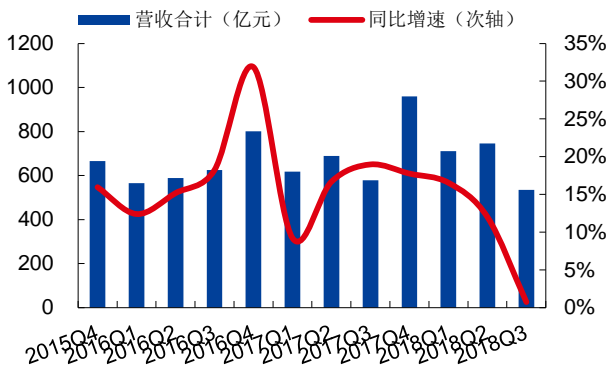
图4：近五年一期纺织制造&服装家纺归母净利润增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

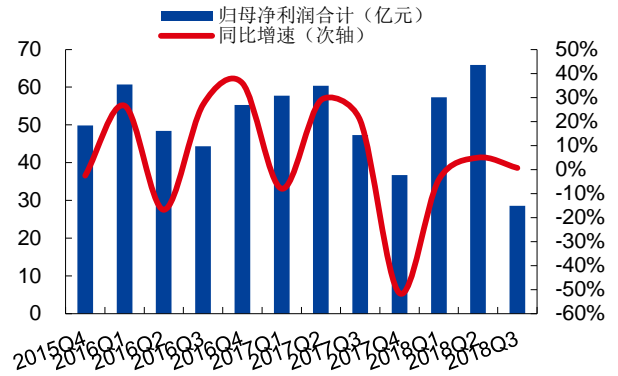
分季度看，2018年Q3纺织服装行业实现营收534.23亿元，同比增长0.73%，增速较Q2的12.00%明显下滑。18年Q1、Q2、Q3净利润分别为57.32亿元、65.87亿元、28.60亿元，同比增速分别为-4.21%、4.95%、0.64%，整体三季度纺织服装营收及净利润增速均较二季度环比下滑，但仍然较去年同期平稳微增。

图 5：近十二季度纺织服装营收及其增长



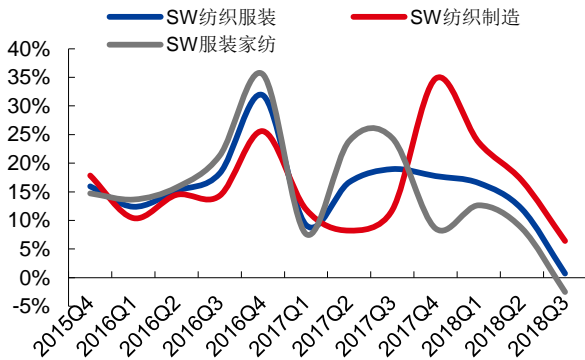
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近十二季度纺织服装净利及其增长



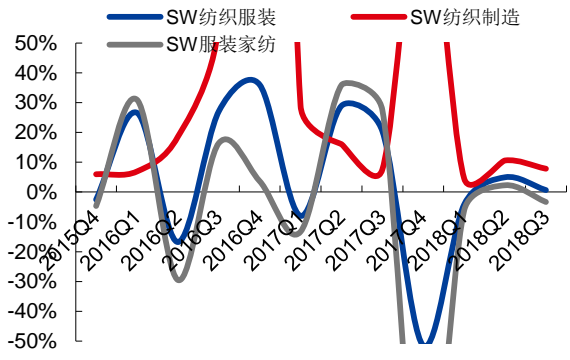
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：近十二季度纺织制造&服装家纺单季度营收变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：近十二季度纺织制造&服装家纺单季度净利变化

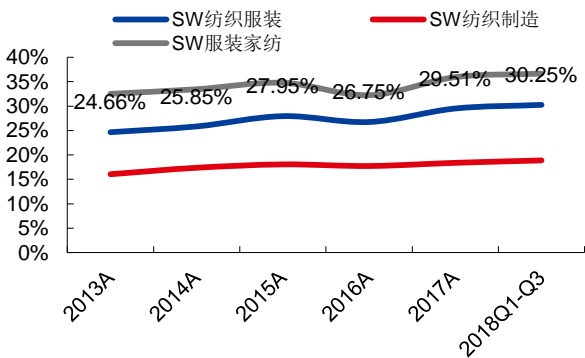


资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）三季度毛利率环比提升，净利率环比下降

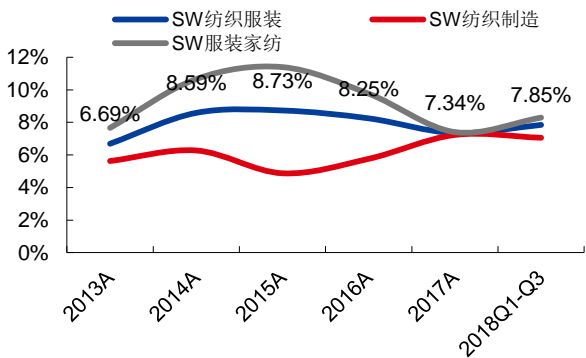
2018 年前三季度，纺织服装毛利率、净利率分别较去年全年上升 0.74pct、0.51pct 至 30.25%，7.85%；分季度来看，2018Q3 纺织制造及服装家纺毛利率均略有提升，但净利率均有所下降。

图 9：近五年一期纺织制造&服装家纺年度毛利率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

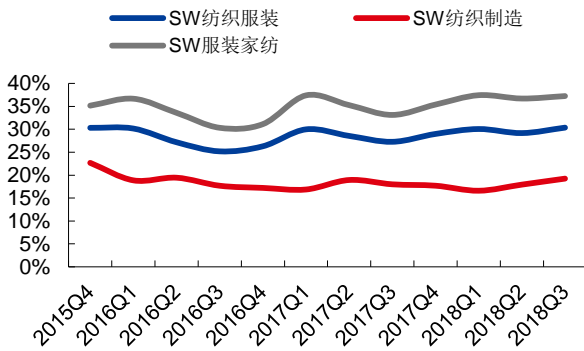
图 10：近五年一期纺织制造&服装家纺年度净利率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

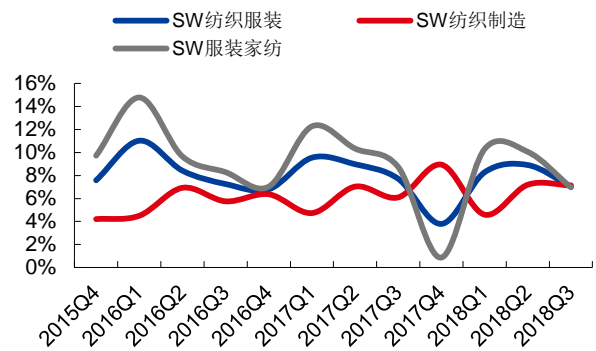


图 11：近十二季度纺织制造&服装家纺单季毛利率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：近十二季度纺织制造&服装家纺单季净利率变化

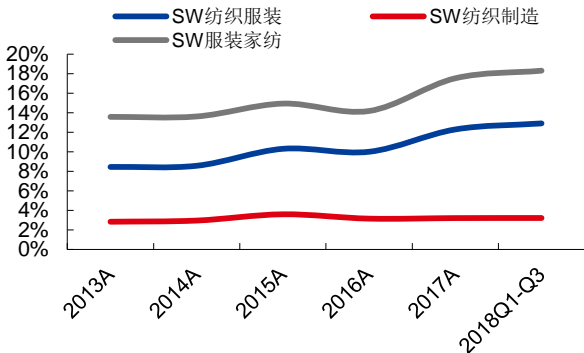


资料来源：Wind，华金证券研究所

### (三) 三季度期间费用率略有降低，或与会计变动有关

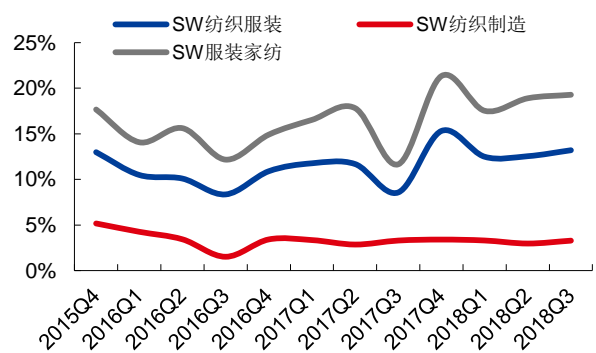
2018 年前三季度，我国纺织服装销售费用率、管理费用率、财务费用率分别较去年全年增长 0.62pct、减少 1.16pct、减少 0.46pct 至 12.91%、5.09%、1.12%。整体销售费用率有所上升，但管理费用率、财务费用率存在改善。前三季度纺织制造与服装家纺两板块销售费用率均略有上行，管理费用率均有所下降，纺织制造板块财务费用率下行带动纺织服装行业财务费用改善。三季度纺织服装板块费用下行，期间费用率环比下降 0.31pct 至 19.80%，管理费用率降低或与会计变动有关，研发费用已独立核算。

图 13：近五年一期纺织制造&服装家纺销售费用率变化



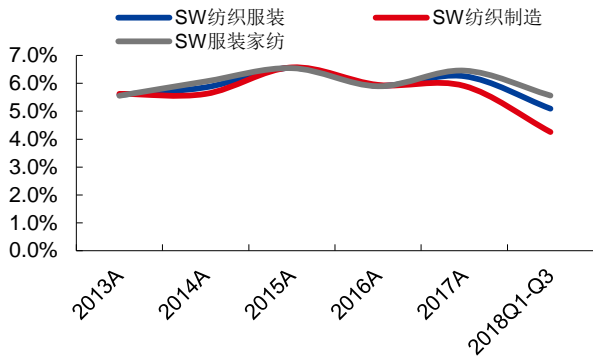
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：近十二季度纺织制造&服装家纺单季销售费用率



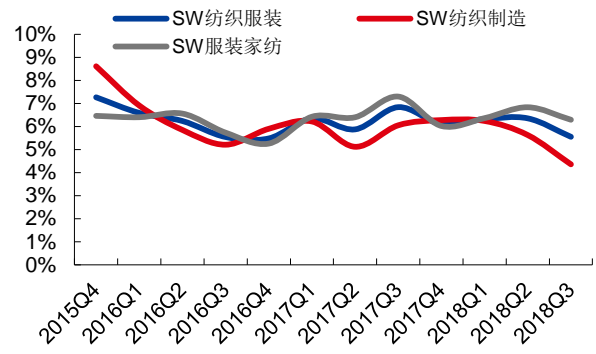
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：近五年一期纺织制造&服装家纺管理费用率变化



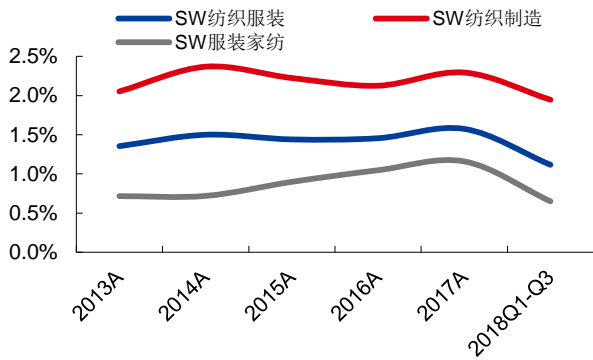
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：近十二季度纺织制造&服装家纺单季管理费用率



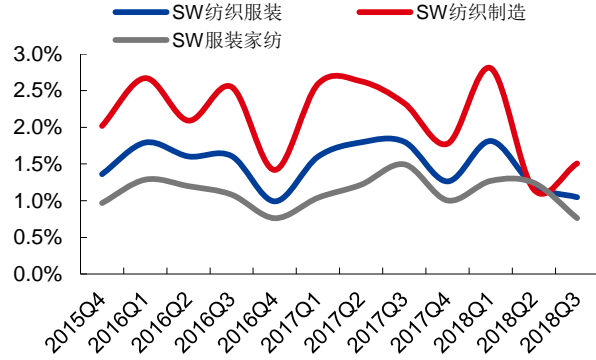
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：近五年一期纺织制造&服装家纺财务费用率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：近十二季度纺织制造&服装家纺单季财务费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

#### (四) 存货及应收账款周转小幅放缓

从资产端和运营情况看，2018 年前三季度存货周转、应收账款周转均小幅减缓。2018 年前三季度纺织服装、纺织制造、服装家纺存货周转天数分别为 165 天、163 天、166 天；而应收账款周转天数分别为 54 天、67 天、47 天。

表 1：存货及应收账款周转情况一览

| 时间        | 存货周转天数  |         |         | 应收账款周转天数 |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
|           | SW 纺织服装 | SW 纺织制造 | SW 服装家纺 | SW 纺织服装  | SW 纺织制造 | SW 服装家纺 |
| 2013A     | 183.73  | 133.11  | 239.87  | 35.05    | 35.53   | 34.63   |
| 2014A     | 175.57  | 137.05  | 214.83  | 39.10    | 43.89   | 35.10   |
| 2015A     | 187.82  | 157.56  | 213.74  | 44.40    | 53.81   | 37.90   |
| 2016A     | 156.27  | 135.44  | 171.69  | 42.58    | 59.15   | 32.48   |
| 2017A     | 153.77  | 129.61  | 171.54  | 47.11    | 60.19   | 39.56   |
| 2018Q1-Q3 | 165.04  | 163.31  | 166.29  | 53.89    | 67.00   | 46.78   |

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、分行业财务分析



## （一）服装家纺板块财务分析

服装家纺可划分为男女装、休闲服饰、鞋帽、家纺以及其他服装品类。我们从服装家纺的子行业中的年度营收变化、季度营收变化、毛利率、期间费用率、应收账款及库存情况分析。

表 2：服装家纺主要上市公司

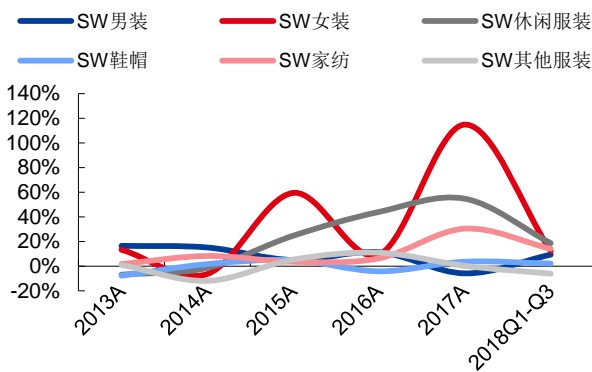
| 子板块 | 所属行业 | 代表公司简称                        |
|-----|------|-------------------------------|
| 1   | 男装   | 九牧王、七匹狼、报喜鸟、希努尔、摩登大道、海澜之家等    |
| 2   | 女装   | 朗姿股份、凯撒股份、安正时尚、歌力思等           |
| 3   | 休闲服饰 | 搜于特、森马服饰、美邦服饰等                |
| 4   | 鞋帽   | 奥康国际、起步股份等                    |
| 5   | 家纺   | 罗莱生活、富安娜、梦洁股份、多喜爱等            |
| 6   | 其他   | 嘉麟杰、华斯股份、棒杰股份、美盛文化、金发拉比、汇洁股份等 |

资料来源：华金证券研究所

### （1）服装家纺板块营收、净利增速有所下行

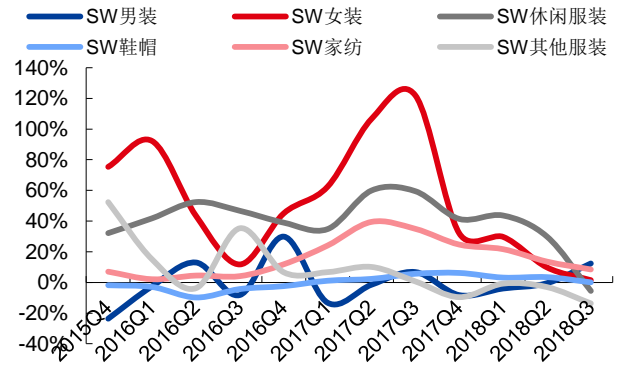
营收方面，2018 年前三季度，休闲服装、女装、家纺保持较快增长。其中休闲服饰保持较为稳健的 18.73% 的营收增长；女装收入增速为 12.52%，增速较去年有所下滑；家纺实现了 14.22% 的营收增长；另有男装实现了 9.47% 的营收增长。分季度看，整体社会零售增速下行，使三季度服装家纺多数子行业营收增速均呈现下行态势。

图 19：近五年一期服装家纺营收年度同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

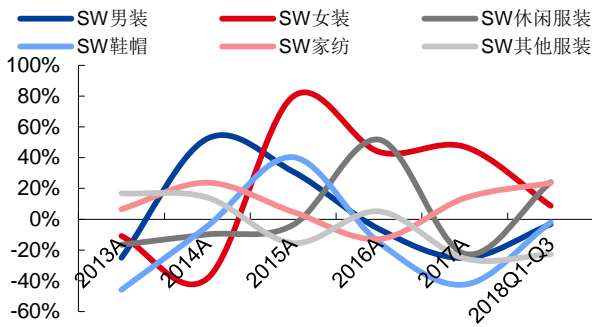
图 20：近十二季度服装家纺营收单季同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

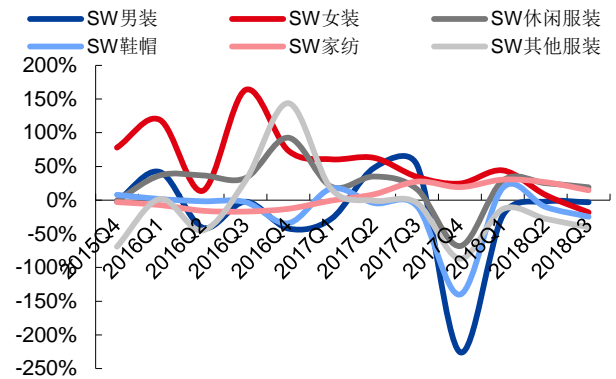
净利润方面，前三季度休闲服装、家纺、男装、鞋帽增速较去年有所回升，其中休闲服装、家纺前三季度分别实现净利润增长 24.10% 与 23.58%，女装实现 8.73% 的净利润增长，男装、鞋帽、其他服装净利润仍同比下降。分季度看，服装家纺板块在去年四季度出现了较大的净利减少，或与去库存有关，而今年一季度增速随春节时点变化而恢复，并在二三季度随社会消费品零售增速放缓而有所下行。

图 21: 近五年一期服装家纺净利年度同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 近十二季度服装家纺净利单季同比增速

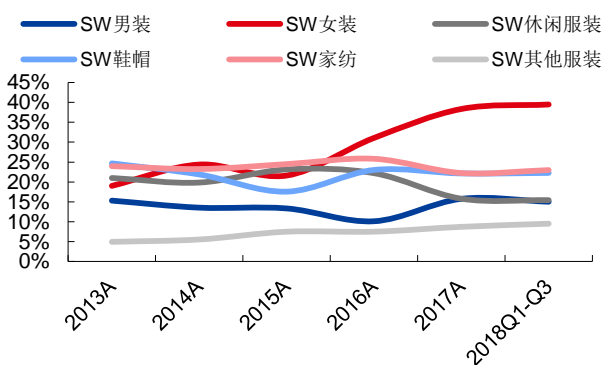


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (2) 服装家纺期间费用率较去年全年有所下行

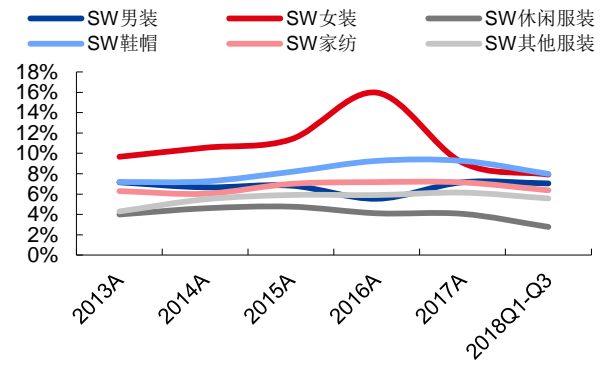
整体来看, 服装家纺子板块前三季度销售费用率与去年全年保持大致水平, 管理费用率均有所下行。其中, 男装、休闲服装、鞋帽、家纺、其他服装子板块期间费用率分别较去年全年下行 3.42pct、1.43pct、1.13pct、0.36pct、0.07pct 至 22.09%、19.07%、30.61%、29.54%、15.43%, 仅女装子板块前三季度期间费用较去年全年微升 0.41pct 至 49.34%。

图 23: 近五年一期服装家纺年度销售费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 近五年一期服装家纺年度管理费用率

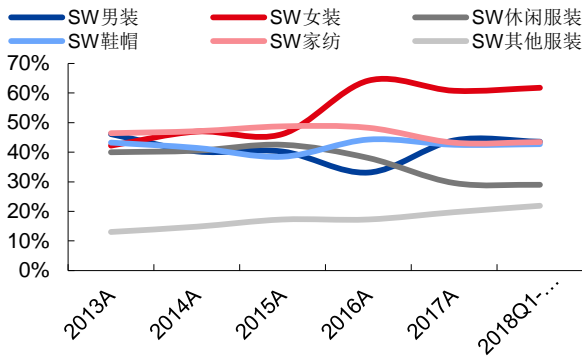


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (3) 毛利率及净利率较去年全年多数上行

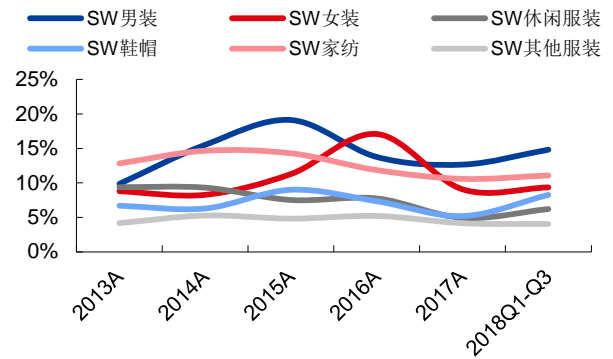
毛利率方面, 除男装及休闲服饰外其他子板块毛利率均较去年全年有所上升, 整体来看毛利率基本平稳。其中前三季度男装、女装、家纺毛利率分别为 43.53%、61.74%、43.42%。净利率方面, 除其他服装外, 服装家纺子板块净利率均较去年全年有所上行, 其中男装净利率提升 2.16pct 至 14.82%, 鞋帽提升 3.07pct 至 8.26%, 休闲服装提升 1.29pct 至 6.21%。

图 25: 近五年一期服装家纺年度毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 近五年一期服装家纺年度净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 纺织制造板块财务分析

表 3: 纺织制造主要上市公司

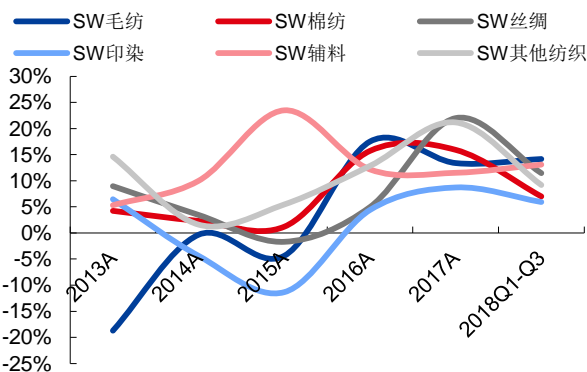
| 子板块 | 所属行业 | 代表公司简称                    |
|-----|------|---------------------------|
| 1   | 棉纺   | 常山股份、鲁泰 A、华孚色纺、孚日股份、百隆东方等 |
| 2   | 毛纺   | 鹿港科技、三毛派神、山东如意等           |
| 3   | 丝绸   | 嘉欣丝绸、金鹰股份                 |
| 4   | 印染   | 华纺股份、航民股份等                |
| 5   | 辅料   | 伟星股份、浔兴股份、兴业科技等           |
| 6   | 其他纺织 | 美欣达、延江股份、诺邦股份等            |

资料来源: 华金证券研究所

### (1) 纺织制造板块前三季度营收净利增速分化

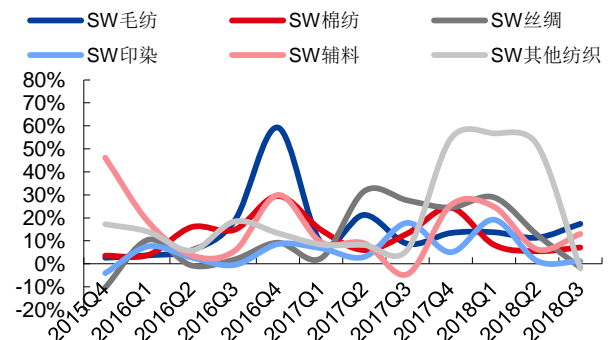
纺织制造板块营业收入稳步提升, 增速出现分化。前三季度毛纺、棉纺、丝绸、印染、辅料、其他纺织的营收同比增速分别为 14.16%、7.00%、11.46%、5.93%、13.09%、9.18%, 其中毛纺及辅料营收增速较去年全年有所提升, 其余均增速有所下滑。

图 27: 近五年一期纺织制造营收年度同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

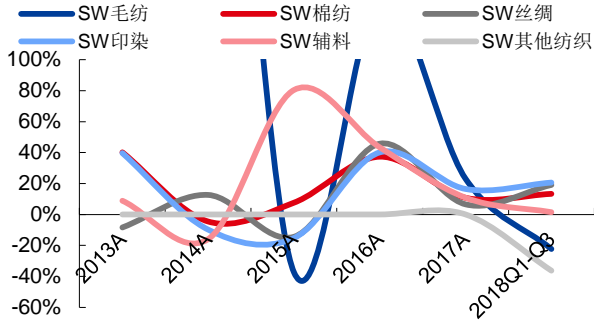
图 28: 近十二季度纺织制造营收单季同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

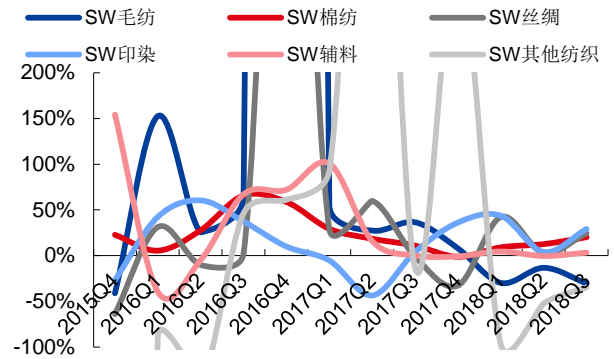
净利润方面，纺织制造板块内子行业增速分化明显。前三季度棉纺、丝绸、印染净利润增速较去年全年增速分别提升 2.55pct、12.55pct、4.13pct 至 13.31%、19.08%、20.60%，毛纺、辅料、其他纺织净利增速较去年全年下行 45.35pct、9.36pct、36.32pct 至 -22.33%、1.46%、-36.22%。

图 29：近五年一期纺织制造净利年度同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 30：近十二季度纺织制造净利单季同比增速

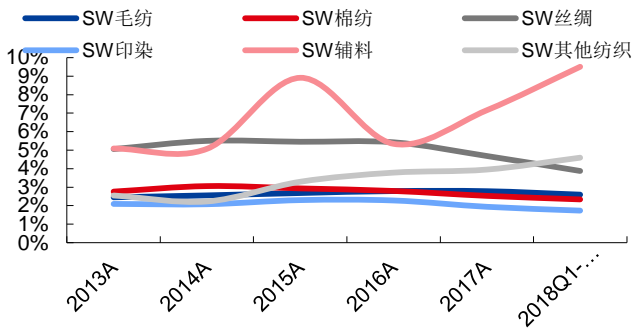


资料来源：Wind，华金证券研究所

### (2) 纺织制造期间费用率多数回落

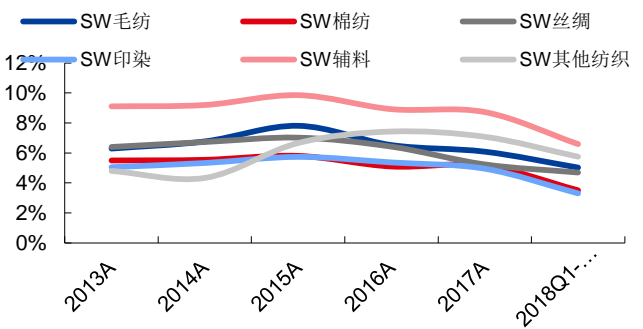
2018 年前三季度，纺织制造子行业，期间费用率整体有下滑趋势。前三季度毛纺、棉纺、丝绸、印染的期间费用率分别较去年全年降低 1.55pct、2.24pct、2.45pct、2.59pct 至 10.04%、7.63%、8.58%、5.46%，辅料、其他纺织期间费用率微升 0.35pct、0.44pct 至 16.86%、14.95%。

图 31：近五年一期纺织制造年度销售费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 32：近五年一期纺织制造年度管理费用率

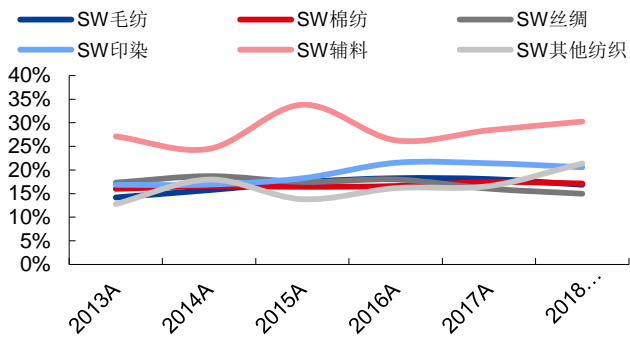


资料来源：Wind，华金证券研究所

### (3) 毛利率基本稳定，净利率有所回落

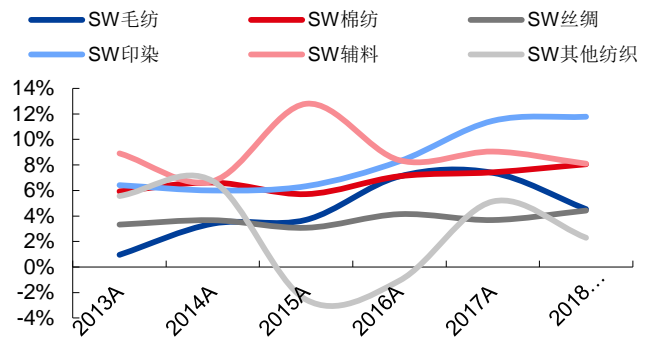
2018 年前三季度，纺织制造板块毛利率基本稳定，但净利率方面多数下行。其中，前三季度毛纺、辅料、其他纺织净利率分别较去年全年下行 2.85pct、0.95pct、2.84pct 至 4.54%、8.10%、2.29%。

图 33：近五年一期纺织制造年度销售毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 34：近五年一期纺织制造年度销售净利率

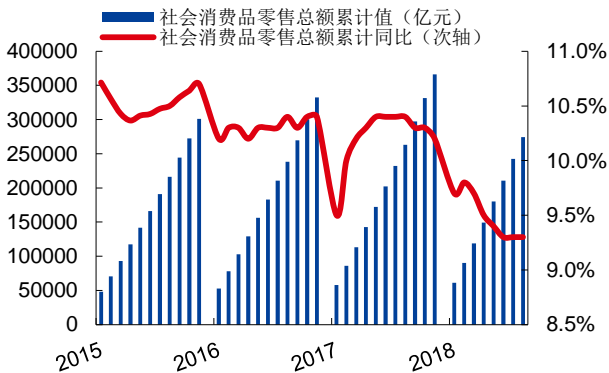


资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、行业终端零售增速放缓，纺织服装出口略有回升

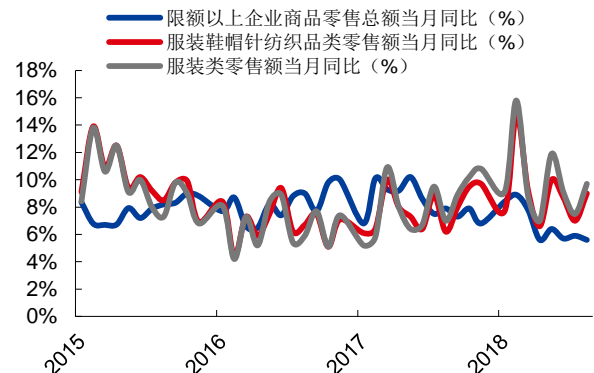
就社会零售来看，整体社会消费品零售总额累计同比增速持续下行，目前 2018 年 9 月累计增速已放缓至 9.3%，整体消费增速下降影响了纺织服装终端零售。前三季度，4、5 月纺织服装零售较差，6 月终端零售增速有所回升，7、8 月终端零售增速继续下行，9 月略有回暖，未来服装消费仍受整个消费环境的影响。

图 35：我国社会消费品零售总额累计至及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

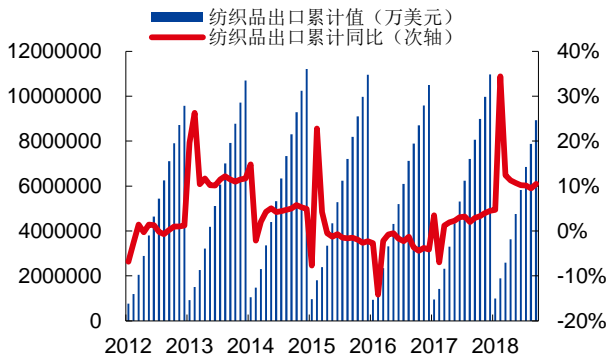
图 36：限额以上纺织服装及纺织类零售额同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

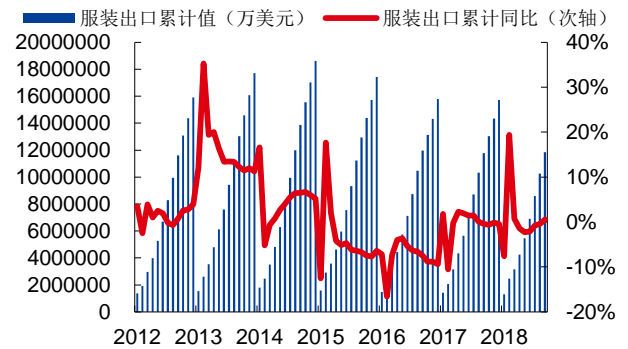
海关总署数据显示，以美元计，年初至 9 月纺织品服装累计出口 2077.68 亿美元，同比增长约 4.66%。其中纺织品出口 892.91 亿美元，同比增长 10.5%，延续双位数增长；服装出口 1184.78 亿美元，同比上行 0.60%，累计增速已重回正值。纺织品出口延续去年至今的增长态势，目前增速保持在双位数，而服装出口增速重回正值，纺织与服装出口持续分化。

图 37：2012 年来纺织出口累计金额及同比变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 38：2012 年来服装出口累计金额及同比变化

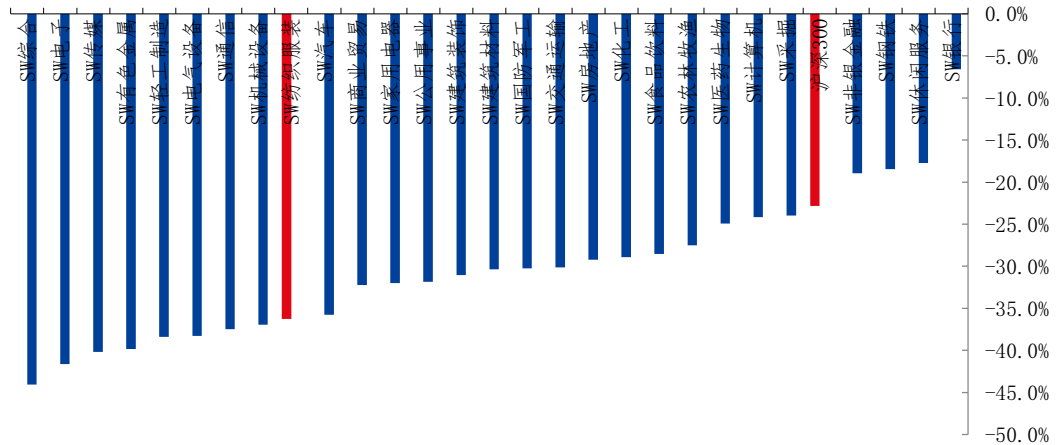


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 四、板块走势和重点公司估值

年初至今，纺织服装板块表现相对较弱，累计下跌 35.45%，在所有申万一级行业中排名第 20，跑输沪深 300 指数 13.70 个百分点。其中，其中 SW 纺织制造板块下跌 34.20%，SW 服装家纺下跌 36.07%。从板块的估值水平看，目前 SW 纺织服装整体法（TTM，剔除负值）计算的行业 PE 为 16.39 倍，SW 纺织制造的 PE 为 14.56 倍，SW 服装家纺的 PE 为 17.40 倍，沪深 300 的 PE 为 10.58 倍。SW 纺织服装的 PE 低于近 1 年均值。

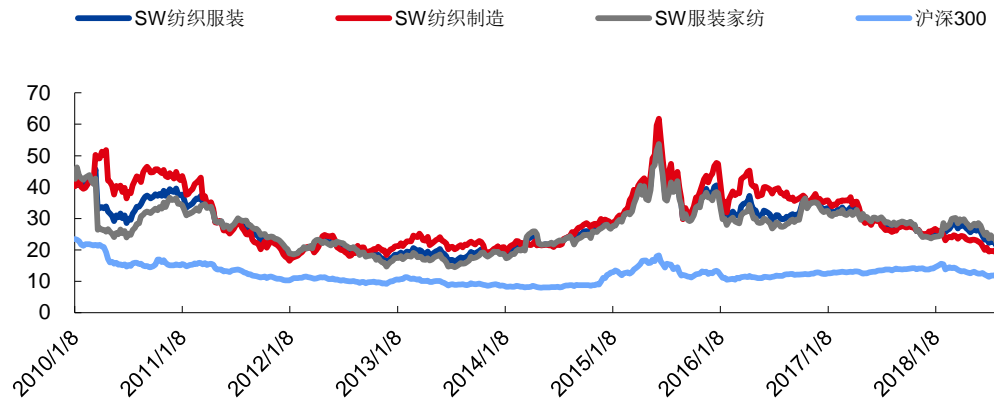
图 39：各板块 2018 年以来涨跌幅排行（截止 2018 年 10 月 31 日）



资料来源：Wind，华金证券研究所



图 40: 2010 年以来纺服板块的 PE (ttm) 走势



资料来源: Wind, 最新日期 2018/10/30, 华金证券研究所

表 4: 重点公司估值表

| 所属板块 | 股票代码      | 证券简称 | 价格(元) | 市值<br>(亿元) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       |
|------|-----------|------|-------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           |      |       |            | 2017A   | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E |
| 纺织   | 000726.SZ | 鲁泰 A | 9.42  | 81         | 0.91    | 0.95  | 1.07  | 10    | 10    | 9     |
|      | 002042.SZ | 华孚时尚 | 4.82  | 73         | 0.45    | 0.57  | 0.68  | 11    | 9     | 7     |
|      | 601339.SH | 百隆东方 | 5.00  | 75         | 0.33    | 0.41  | 0.46  | 15    | 12    | 11    |
|      | 600803.SH | 新奥股份 | 11.03 | 136        | 0.51    | 1.18  | 1.43  | 21    | 9     | 8     |
|      | 002087.SZ | 新野纺织 | 3.65  | 30         | 0.36    | 0.46  | 0.55  | 10    | 8     | 7     |
|      | 603558.SH | 健盛集团 | 8.37  | 35         | 0.32    | 0.51  | 0.63  | 26    | 16    | 13    |
| 无纺布  | 300658.SZ | 延江股份 | 11.81 | 18         | 0.60    | /     | /     | 20    | /     | /     |
| 家纺   | 002293.SZ | 罗莱生活 | 8.86  | 66         | 0.57    | 0.72  | 0.85  | 15    | 12    | 10    |
|      | 002327.SZ | 富安娜  | 7.39  | 64         | 0.57    | 0.67  | 0.77  | 13    | 11    | 10    |
|      | 002397.SZ | 梦洁股份 | 4.41  | 34         | 0.07    | 0.17  | 0.22  | 67    | 26    | 20    |
|      | 603365.SH | 水星家纺 | 13.02 | 35         | 0.97    | 1.14  | 1.35  | 13    | 11    | 10    |
|      | 002761.SZ | 多喜爱  | 23.40 | 48         | 0.11    | 0.24  | 0.28  | 206   | 97    | 84    |
| 休闲   | 002503.SZ | 搜于特  | 2.70  | 83         | 0.20    | 0.26  | 0.29  | 14    | 10    | 9     |
|      | 002563.SZ | 森马服饰 | 7.95  | 215        | 0.42    | 0.58  | 0.70  | 19    | 14    | 11    |
|      | 603877.SH | 太平鸟  | 17.94 | 86         | 0.95    | 1.36  | 1.77  | 19    | 13    | 10    |
|      | 002832.SZ | 比音勒芬 | 29.06 | 53         | 0.99    | 1.44  | 1.95  | 29    | 20    | 15    |
| 女装   | 002612.SZ | 朗姿股份 | 8.77  | 35         | 0.47    | 0.69  | 0.80  | 19    | 13    | 11    |
|      | 603808.SH | 歌力思  | 16.01 | 54         | 0.90    | 1.12  | 1.37  | 18    | 14    | 12    |
|      | 603196.SH | 日播时尚 | 11.11 | 27         | 0.35    | 0.44  | 0.53  | 32    | 25    | 21    |
|      | 603518.SH | 维格娜丝 | 13.50 | 24         | 1.05    | 1.50  | 1.87  | 13    | 9     | 7     |
|      | 603839.SH | 安正时尚 | 10.32 | 42         | 0.68    | 0.89  | 1.15  | 15    | 12    | 9     |
| 男装   | 600398.SH | 海澜之家 | 7.74  | 348        | 0.74    | 0.82  | 0.91  | 10    | 9     | 9     |
|      | 002029.SZ | 七匹狼  | 6.24  | 47         | 0.42    | 0.47  | 0.53  | 15    | 13    | 12    |
|      | 601566.SH | 九牧王  | 11.73 | 67         | 0.86    | 0.98  | 1.12  | 14    | 12    | 10    |
| 童装   | 002762.SZ | 金发拉比 | 5.45  | 19         | 0.26    | /     | /     | 21    | /     | /     |
|      | 002875.SZ | 安奈儿  | 14.00 | 18         | 0.52    | 0.64  | 0.76  | 27    | 22    | 18    |
| 内衣   | 002763.SZ | 汇洁股份 | 7.82  | 30         | 0.57    | /     | /     | 14    | /     | /     |
| 体育户外 | 300005.SZ | 探路者  | 3.24  | 29         | -0.10   | 0.07  | 0.09  | -34   | 47    | 35    |

|     |           |      |       |     |      |      |      |    |    |    |
|-----|-----------|------|-------|-----|------|------|------|----|----|----|
|     | 603555.SH | 贵人鸟  | 5.81  | 37  | 0.25 | 0.12 | 0.12 | 23 | 50 | 48 |
| 印染  | 600987.SH | 航民股份 | 8.27  | 53  | 0.90 | 1.00 | 1.08 | 9  | 8  | 8  |
| 鞋   | 603001.SH | 奥康国际 | 10.13 | 41  | 0.56 | 0.65 | 0.71 | 18 | 16 | 14 |
| 电商  | 002127.SZ | 南极电商 | 7.32  | 180 | 0.22 | 0.35 | 0.49 | 34 | 21 | 15 |
|     | 002640.SZ | 跨境通  | 10.64 | 166 | 0.48 | 0.79 | 1.12 | 22 | 13 | 10 |
| 职业装 | 002687.SZ | 乔治白  | 6.15  | 22  | 0.21 | /    | /    | 29 | /  | /  |

资料来源: Wind 一致预期 (2018/10/31), 华金证券研究所

在我们重点关注的公司中, 三季度净利润仍有放缓趋势, 32 家公司仅 13 家三季度净利润增速环比有所提升, 仍有 25 家公司三季度保持正增长态势。根据整体法计算, 重点关注公司前三季度营收分别增长 34.1%、25.0%、13.4%, 净利分别增长 27.2%、34.7%、12.6%, 营收净利增长均随社零增速放缓而放缓, 但前三季度净利合计增长 24.6%, 较 2017 年的 10.8% 有所提升, 仍保持良好的稳步增长态势。

我们建议关注以下几条投资主线: (1) 业绩有保障的休闲服装企业, 森马服饰; (2) 同店增长良好, 多品牌贡献增量未来有望实现较快增长的女装企业, 歌力思、安正时尚; (3) 受益于电商销售快速增长的服装供应链平台企业, 南极电商; 受益于跨境电商优势并积极布局跨境物流的跨境通。

表 5: 重点关注公司财务情况

| 证券简称 | 营业收入同比增速 |            | 单季度营收增速 |        |        | 归母净利润同比增速 |            | 单季度净利增速 |        |        |
|------|----------|------------|---------|--------|--------|-----------|------------|---------|--------|--------|
|      | 2017A    | 2018 Q1~Q3 | 2018Q1  | 2018Q2 | 2018Q3 | 2017A     | 2018 Q1~Q3 | 2018Q1  | 2018Q2 | 2018Q3 |
| 鲁泰 A | 7.0%     | 8.4%       | 19.1%   | 2.3%   | 6.5%   | 4.0%      | -1.2%      | 0.2%    | -7.6%  | 5.3%   |
| 华孚时尚 | 42.5%    | 21.0%      | 31.0%   | 21.1%  | 14.2%  | 41.4%     | 21.0%      | 31.9%   | 22.2%  | 8.0%   |
| 百隆东方 | 8.8%     | -0.1%      | -2.5%   | -5.1%  | 7.5%   | -19.4%    | 20.1%      | -22.7%  | 22.2%  | 76.9%  |
| 新興股份 | 56.9%    | 39.7%      | 65.9%   | 30.3%  | 31.4%  | 21.7%     | 169.3%     | 88.4%   | 532.9% | 15.3%  |
| 新野纺织 | 27.2%    | 24.1%      | 16.2%   | 30.5%  | 23.5%  | 40.8%     | 33.7%      | 128.4%  | 11.4%  | 37.4%  |
| 健盛集团 | 71.4%    | 50.4%      | 73.0%   | 58.1%  | 28.9%  | 26.9%     | 63.7%      | 32.6%   | 108.3% | 53.8%  |
| 延江股份 | 23.2%    | -3.6%      | -11.0%  | -4.9%  | 4.1%   | 0.8%      | -45.8%     | -72.9%  | -50.9% | -8.3%  |
| 罗莱生活 | 47.9%    | 8.5%       | 10.8%   | 11.0%  | 4.5%   | 34.9%     | 21.4%      | 33.9%   | 38.3%  | 6.6%   |
| 富安娜  | 13.2%    | 14.6%      | 28.0%   | 12.0%  | 6.9%   | 12.4%     | 20.8%      | 22.1%   | 11.0%  | 29.1%  |
| 梦洁股份 | 33.7%    | 21.6%      | 46.5%   | 13.2%  | 8.7%   | -47.3%    | 33.2%      | 40.9%   | 20.7%  | 113.4% |
| 水星家纺 | 24.5%    | 13.6%      | 24.8%   | 8.9%   | 8.7%   | 30.2%     | 15.2%      | 24.6%   | 15.5%  | 5.6%   |
| 多喜爱  | 1.6%     | 36.5%      | 11.5%   | 51.3%  | 45.0%  | 7.7%      | 256.0%     | 81.0%   | 552.9% | 240.2% |
| 搜于特  | 190.1%   | 20.8%      | 101.4%  | 42.8%  | -28.3% | 69.4%     | 4.1%       | 11.2%   | 24.2%  | -25.9% |
| 森马服饰 | 12.7%    | 21.4%      | 21.6%   | 27.6%  | 17.2%  | -20.2%    | 25.7%      | 23.9%   | 26.0%  | 26.4%  |
| 太平鸟  | 13.0%    | 13.1%      | 14.5%   | 10.0%  | 14.5%  | 6.7%      | 69.7%      | 131.9%  | 87.5%  | 13.9%  |
| 比音勒芬 | 25.2%    | 39.7%      | 30.3%   | 44.9%  | 45.7%  | 35.9%     | 50.1%      | 41.6%   | 56.6%  | 56.7%  |
| 朗姿股份 | 72.1%    | 21.4%      | 20.5%   | 25.1%  | 18.9%  | 14.4%     | 80.6%      | 71.7%   | 168.0% | 52.1%  |
| 歌力思  | 81.4%    | 25.9%      | 69.3%   | 15.8%  | 8.7%   | 52.7%     | 32.6%      | 33.2%   | 31.4%  | 33.2%  |
| 日播时尚 | 13.1%    | 10.7%      | 16.3%   | 5.6%   | 9.8%   | 10.6%     | -53.6%     | 30.1%   | -89.8% | -85.0% |
| 维格娜丝 | 244.5%   | 30.6%      | 142.4%  | 0.9%   | 3.8%   | 89.3%     | 141.4%     | 119.6%  | 248.9% | 62.5%  |
| 安正时尚 | 17.8%    | 16.7%      | 26.8%   | 14.0%  | 10.5%  | 15.7%     | 20.7%      | 30.1%   | 20.1%  | 12.3%  |
| 海澜之家 | 7.1%     | 4.5%       | 12.2%   | 3.3%   | -6.1%  | 6.6%      | 4.7%       | 12.0%   | 8.1%   | -11.7% |
| 七匹狼  | 16.9%    | 14.5%      | 13.9%   | 13.7%  | 15.6%  | 18.5%     | 10.2%      | 18.4%   | -0.5%  | 9.7%   |

|             |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 九牧王         | 12.9% | 7.7%   | 12.5%  | 8.2%   | 2.5%   | 16.8%  | 1.9%   | 21.4%  | 6.7%   | -26.9% |
| 金发拉比        | 11.6% | 11.5%  | 10.9%  | 13.1%  | 10.6%  | 25.9%  | 9.3%   | 22.6%  | 6.4%   | 0.9%   |
| 安奈儿         | 12.1% | 18.9%  | 21.7%  | 13.0%  | 22.7%  | -13.0% | 25.6%  | 6.3%   | 83.8%  | 62.9%  |
| 汇洁股份        | 4.3%  | 9.4%   | 7.4%   | 14.9%  | 6.0%   | 21.3%  | -20.7% | 5.4%   | -4.0%  | -99.5% |
| 航民股份        | 9.6%  | 16.5%  | 16.0%  | 23.0%  | 10.7%  | 5.7%   | 11.6%  | 10.5%  | 16.5%  | 6.9%   |
| 奥康国际        | 0.4%  | -4.0%  | -1.6%  | -1.1%  | -10.3% | -25.8% | -10.3% | 4.8%   | -20.5% | -74.7% |
| 南极电商        | 89.2% | 409.2% | 619.9% | 301.5% | 441.3% | 77.4%  | 85.0%  | 245.7% | 77.6%  | 52.9%  |
| 跨境通         | 64.2% | 80.7%  | 74.4%  | 79.8%  | 86.7%  | 90.7%  | 67.2%  | 65.0%  | 56.9%  | 78.1%  |
| 乔治白         | 12.0% | 18.9%  | 23.8%  | 26.3%  | 8.0%   | 19.6%  | 26.7%  | 26.7%  | 7.7%   | 75.1%  |
| 合计<br>(整体法) | 34.9% | 23.5%  | 34.1%  | 25.0%  | 13.4%  | 10.8%  | 24.6%  | 27.2%  | 34.7%  | 12.6%  |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 五、风险提示

1. 部分行业终端持续低迷, 服装销售不达预期; 2. 上市公司业绩下滑风险; 3. 企业兼并收购的标的资产业绩不达预期的风险, 新业务的经营风险。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn