

投资评级：中性

证券分析师

石林

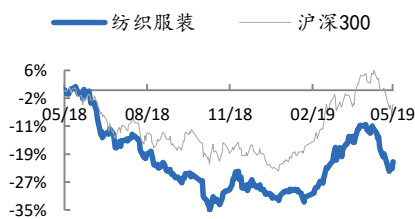
资格编号：S0120518030001

电话：021-68761616-8747

邮箱：shilin@tebon.com.cn

联系人

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

整体表现偏弱、板块业绩分化

纺织服装行业 2019Q1 点评

投资要点：

- 2019Q1 纺织服装板块业绩承压。**2019 年一季报业绩整体增速下滑趋势较为明显，一是受到 2018Q1 高基数的影响，其次，2019Q1 消费环境仍较为疲弱，春节周对消费的提振作用不强，因此，2019 年纺织服装从一季报表现来看业绩承压，其中纺织制造增长情况好于服装家纺；而从周转率和现金流分析，我们发现服装家纺呈现较为明显的改善趋势。
- 社零增速从 2018 下半年起转弱。**2018 年初至今社零增速呈现缓慢下降的趋势，2018 上半年社零增速按月接近双位数水平，下半年起增速中枢下移 1-2 个百分点，呈现消费意愿减弱，整体增长放缓的趋势。2019 年 3 月社零同比减少，环比改善趋势较为显著；3 月服装鞋服的零售数据显示，消费需求有企稳趋势。
- 高端服饰增长优于整个行业。**从重点公司的表现来看，过去五个季度收入增长多数保持双位数水平，归母净利润增长快于收入的增长，这表明了高端服饰在消费环境总体疲弱的背景下，具有更强的抵抗能力。
- 童装业绩表现分化。**从重点公司的表现来看，森马和安奈儿在过去五个季度收入增长表现亮眼，归母净利润增长和收入基本保持同步，2019Q1 收入在去年同期高基数的背景下仍实现较高增速，因此看好后续成长性。
- 家纺整体业绩承压。**从重点公司的表现来看，2018H1 业绩增长较强，出现了双位数以上的增长，而 2018H2 以后业绩向下趋势较明显，这和整体消费环境疲弱相关性较大。同时家纺作为家庭耐用品消费频次偏低，增速下滑较明显，业绩受到一定压力。
- 投资建议：**我们认为，当前纺织服装行业平均估值约 22 倍，基本处于合理区间，然而龙头企业由于强者恒强效应的扩大，业绩成长性和确定性更高，估值或将得到一定抬升。2019Q1 纺织服装企业业绩整体承压，仍有优质企业跑出，子行业中高端服饰、童装和运动鞋服的景气度较高，因此建议持续关注在高景气度赛道下产品力强、护城河深的品牌服饰企业。
- 风险提示：**消费环境疲弱，原材料价格上涨，中美贸易战加剧。

目 录

1. 2019Q1 纺织服装业绩承压	4
1.1 社零增速从 2018 下半年起转弱	4
1.2 纺织服装一季度表现较弱	4
1.3 服装家纺的改善趋势较为明显	5
2. 重点子行业表现分化	6
2.1 高端服饰增长优于整个行业	6
2.2 童装业绩表现分化	8
2.3 家纺整体业绩承压	9
3. 投资建议	10

图表目录

图 1 2016 年初起社零及服装品类增速情况.....	4
图 2 纺织服装过去五个季度营业收入增速情况	4
图 3 纺织服装过去五个季度归母净利润增速情况	4
图 4 纺织服装过去五个季度毛利率情况	5
图 5 纺织服装过去五个季度净利率情况	5
图 6 纺织服装 2017Q1-2019Q1 存货周转天数	6
图 7 纺织服装 2017Q1-2019Q1 应收账款周转天数	6
图 8 纺织服装 2017Q1-2019Q1 经营性现金流（亿元）	6
图 9 纺织服装 2017Q1-2019Q1 经营性现金流/营收	6
图 10 重点高端服饰企业单季度收入增速情况.....	7
图 11 重点高端服饰企业单季度归母净利润增速情况	7
图 12 重点高端服饰企业单季度毛利率情况	7
图 13 重点高端服饰企业单季度净利率情况	7
图 14 重点高端服饰企业单季度销售费用率情况	7
图 15 重点高端服饰企业单季度经营性现金流增速情况	7
图 16 重点童装企业单季度收入增速情况.....	8
图 17 重点童装企业单季度归母净利润增速情况	8
图 18 重点童装企业单季度毛利率情况.....	8
图 19 重点童装企业单季度净利率情况.....	8
图 20 重点童装企业单季度销售费用率情况	8
图 21 重点童装企业单季度经营性现金流增速情况	8
图 22 重点家纺企业单季度收入增速情况.....	9
图 23 重点家纺企业单季度归母净利润增速情况	9
图 24 重点家纺企业单季度毛利率情况.....	9
图 25 重点家纺企业单季度净利率情况.....	9
图 26 重点家纺企业单季度销售费用率情况	10
图 27 重点家纺企业单季度经营性现金流增速情况	10
图 28 过去两年纺织服装企业估值情况（PE-TTM）	10

1. 2019Q1 纺织服装业绩承压

2019 年一季报业绩整体增速下滑趋势较为明显，一是受到 2018Q1 高基数的影响，其次，2019Q1 消费环境仍较为疲弱，春节周对消费的提振作用不强，因此，2019 年纺织服装从一季报表现来看业绩承压，其中纺织制造增长情况好于品牌服饰。

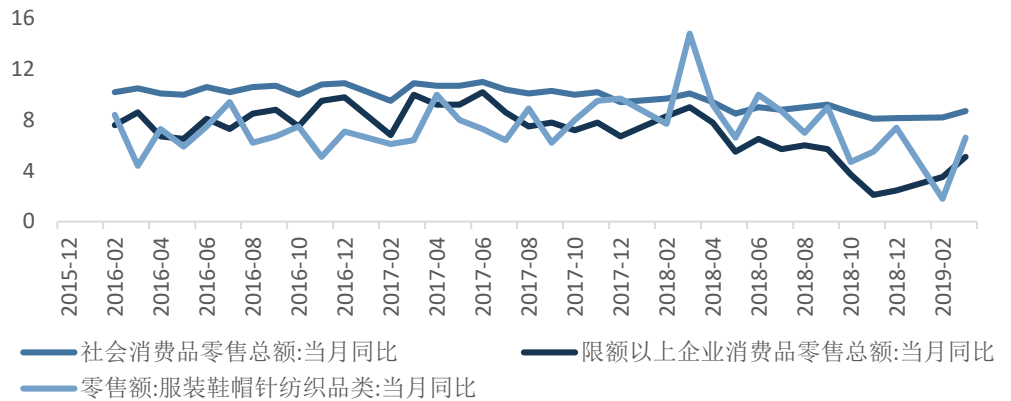
1.1 社零增速从 2018 下半年起转弱

2018 年初至今社零增速呈现缓慢下降的趋势，2018 上半年社零增速按月接近双位数水平，下半年起增速中枢下移 1-2 个百分点，呈现消费意愿减弱，整体增长放缓的趋势。主要原因有，后房地产周期带来的相关品类增速减弱、汽车消费大幅下降、以及房价过高对大众消费带来的挤出效应。

从服装鞋帽及纺织品的细分品类的增速来看，2018 年下半年明显趋势向下，服装消费作为可选消费中较有代表性的品类，受到消费环境疲弱的影响较大，因此较弱的消费需求一直持续到 2019 年春节周。

2019 年 3 月社零同比减少，环比改善趋势较为显著。2019 年 3 月社零同增 8.7%，增速同比-1.4pct，较 1-2 月+0.5pct；限额以上总额同增 5.0%，增速同比-3.9pct，较 1-2 月+1.8pct。同时 3 月服装同增 6.6%，增速同比-8.2pct，增速环比+4.8，同比在去年增长高基数的背景下（14.8%）仍维持中单位数增速，环比改善幅度较大，从 4 月渠道情况来看，纺织服装的消费需求有企稳趋势。

图 1 2016 年初起社零及服装品类增速情况



资料来源: WIND, 德邦研究

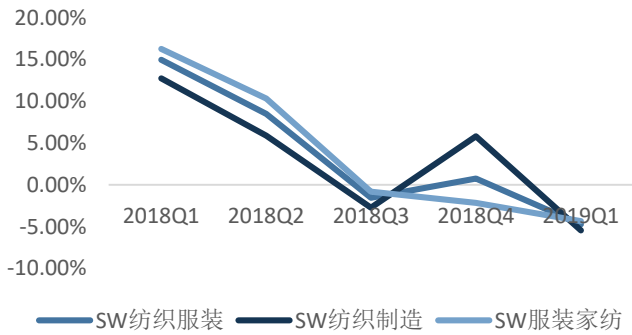
1.2 纺织服装一季度表现较弱

纺织服装行业 2019 年一季报表现较弱，2018Q1-2019Q1 按季度表现，纺织服装整体营业收入增速为 14.99%、8.51%、-1.54%、0.75%、-4.72%，归母净利润增速为 -0.76%、6.78%、-10.89%、-165.45%、-3.31%，业绩变化的拐点在 2018 年下半年转向较为明显。

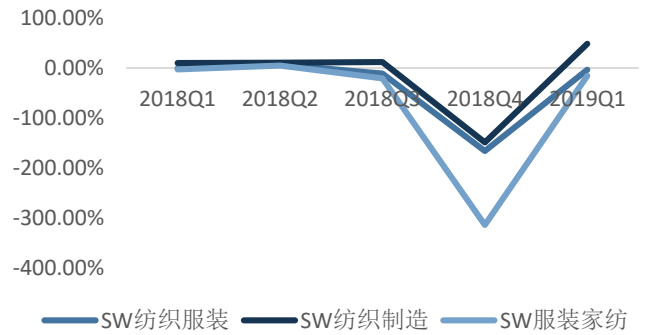
两大子板块中，纺织制造业绩略好于品牌服饰。纺织制造的分季度营业收入增速为 12.74%、5.90%、-2.73%、5.84%、-5.46%，归母净利润增速为 9.60%、10.50%、11.79%、-148.53%、48.07%；品牌服饰的分季度营业收入增速为 16.27%、10.33%、-0.79%、-2.13%、-4.32%，归母净利润增速为 -2.92%、5.09%、-20.86%、-313.10%、-15.41%。

图 2 纺织服装过去五个季度营业收入增速情况

图 3 纺织服装过去五个季度归母净利润增速情况



资料来源: WIND, 德邦研究

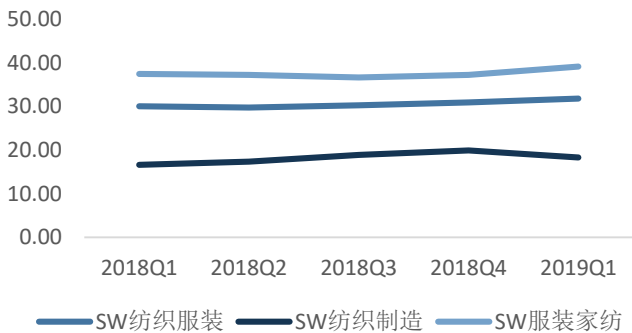


资料来源: WIND, 德邦研究

毛利率逐季改善。纺织服装 2018Q1-2019Q1 的整体毛利率为 30.05%、29.75%、30.25%、30.90%、31.79%。纺织制造 2018Q1-2019Q1 的毛利率为 16.60%、17.32%、18.89%、19.93%、18.27%，2019Q1 毛利率改善与去年下半年原材料成本大幅下降有关；品牌服装 2018Q1-2019Q1 的毛利率为 37.42%、37.27%、36.64%、37.24%、39.11%，毛利率亦出现改善趋势，主要系品牌商 2017 年起加大去库存的效果逐渐显现，产品折扣率改善所导致。

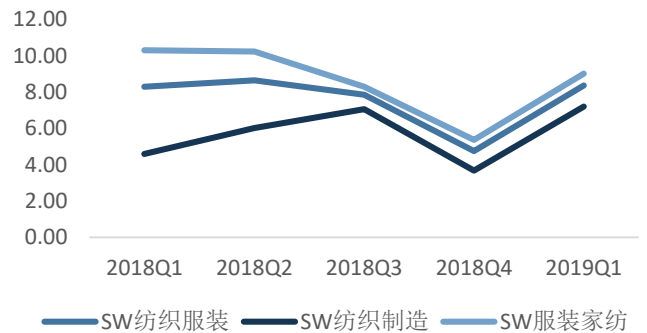
净利率有波动。纺织服装 2018Q1-2019Q1 的整体净利率为 8.28%、8.63%、7.85%、4.75%、8.36%。纺织制造 2018Q1-2019Q1 的净利率为 4.59%、6.01%、7.06%、3.67%、7.19%；品牌服装 2018Q1-2019Q1 的净利率为 10.30%、10.22%、8.29%、5.36%、9.00%。净利率表现有波动主要系期间费用率具体变化情况不同，纺织制造的经营开支变化较为平缓，品牌服装的经营开支受到渠道扩张、营销策略等影响因此变化较大，2018Q4 偏低系年底计提等费用的影响。

图 4 纺织服装过去五个季度毛利率情况



资料来源: WIND, 德邦研究

图 5 纺织服装过去五个季度净利率情况



资料来源: WIND, 德邦研究

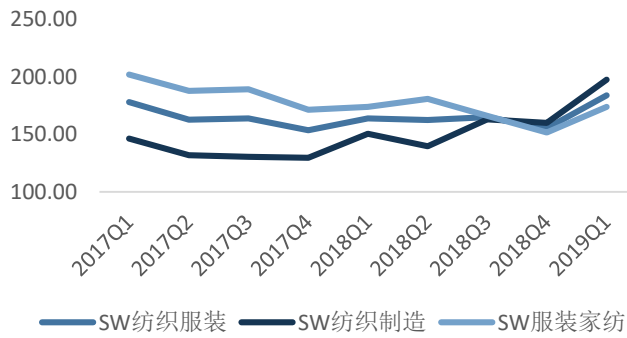
1.3 服装家纺的改善趋势较为明显

存货周转天数 2018 年有所改善，2019Q1 同比提升系受到暖冬影响。纺织服装 2017Q1-2019Q1 的存货周转天数为 178、163、164、154、164、163、165、155、184；2019Q1 相对于 2017Q1、2018Q1 偏高的原因主要和暖冬有关。纺织制造 2017Q1-2019Q1 的存货周转天数为 146、132、131、130、151、140、163、160、198，2017 和 2018 年整体表现平稳，2019Q1 上升较多主要是由于下游订单走弱和原材料成本影响下的备货需求。品牌服装 2017Q1-2019Q1 的存货周转天数为 202、188、189、172、174、181、166、152、174，整体存货周转天数出现改善，2019Q1 较 2017Q1、2018Q1 下降，显示品牌服装渠道调整效果向好。

应收账款周转天数基本保持稳定，2019Q1 同比有小幅提升。纺织制造的存货周转天数整体表现平稳，基本在 60-70 天的范围内波动，2019Q1 相对于 2017Q1、2018Q1 基本持平。品牌服装 2017Q1-2019Q1 的应收账款周转天数为 37、39、42、40、43、44、47、46、50，整体呈现缓慢上升趋势，2019Q1 较 2017Q1、2018Q1 提升，或与

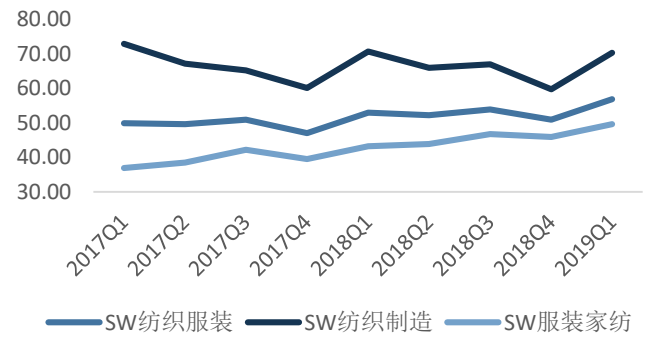
部分品牌服装调整下游政策、拉长账期有关。

图 6 纺织服装 2017Q1-2019Q1 存货周转天数



资料来源: WIND, 德邦研究

图 7 纺织服装 2017Q1-2019Q1 应收账款周转天数

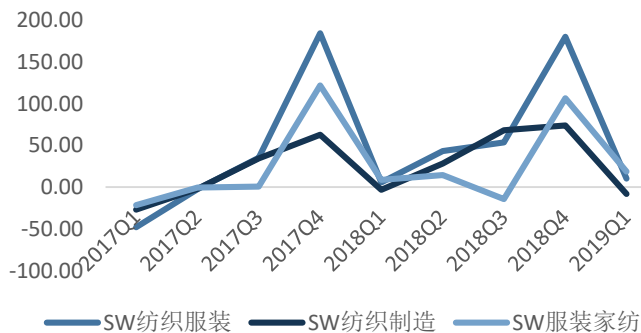


资料来源: WIND, 德邦研究

经营性现金流呈季节性波动, 2019Q1 较去年同期提升主要系品牌服装板块改善。纺织服装 2017Q1、2018Q1 和 2019Q1 的经营性现金流分别为为-48.14、5.44 和 10.41, 整体呈改善趋势。纺织制造 2017Q1、2018Q1 和 2019Q1 的经营性现金流分别为为-26.75、-3.32 和-8.29, 2019Q1 同比下降是受到贸易战预期、消费环境疲弱的一定影响。品牌服装 2017Q1、2018Q1 和 2019Q1 的经营性现金流分别为为-21.38、8.76 和 18.70, 整体改善趋势明朗, 2019Q1 同比提升显示渠道改善、动销提升, 和存货周转天数变化趋势相一致。

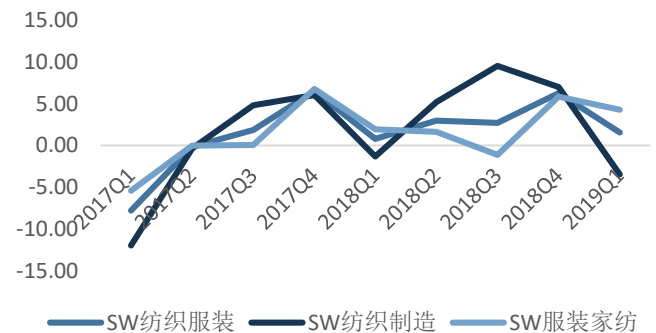
经营性现金流/营收显示了相似的结论, 2019Q1 较去年同期提升主要系品牌服装板块改善。纺织制造 2017Q1、2018Q1 和 2019Q1 的经营性现金流/营收分别为为-12.0%、-1.3%、-3.5%, 2019Q1 同比下降是受到贸易战预期、消费环境疲弱的一定影响。品牌服装 2017Q1、2018Q1 和 2019Q1 的经营性现金流/营收分别为为-5.4%、1.9%和 4.3%, 由负转正, 印证了整体的改善趋势, 和存货周转天数变化趋势相一致。

图 8 纺织服装 2017Q1-2019Q1 经营性现金流 (亿元)



资料来源: 德邦研究

图 9 纺织服装 2017Q1-2019Q1 经营性现金流/营收



资料来源: 德邦研究

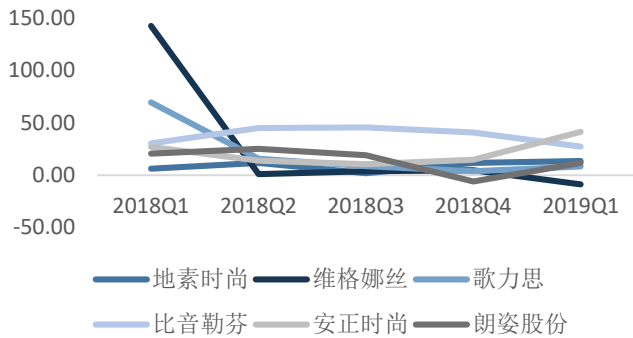
2. 重点子行业表现分化

我们对纺织服装板块选取了三个重点子行业进行分析, 各个板块表现不同, 可以概括为, 高端服饰增长优于整个行业, 童装业绩表现分化, 家纺整体业绩承压。

2.1 高端服饰增长优于整个行业

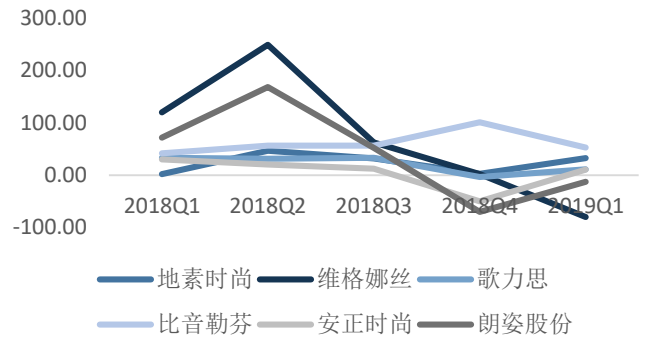
高端服饰表现出优于整个行业的增长。从重点公司的表现来看, 过去五个季度收入增长多数保持双位数水平, 归母净利润增长快于收入的增长, 虽然整体在 2019Q1 显示出业绩放缓的趋势, 和整个服装企业行情相似, 但是增速仍为正, 这表明了, 高端服饰在消费环境总体疲弱的背景下, 具有更强的抵抗能力。

图 10 重点高端服饰企业单季度收入增速情况



资料来源: WIND, 德邦研究

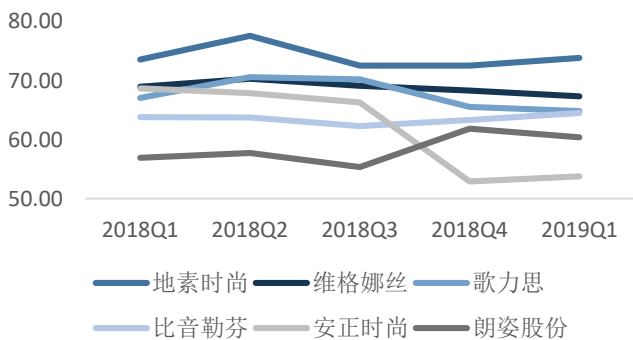
图 11 重点高端服饰企业单季度归母净利润增速情况



资料来源: WIND, 德邦研究

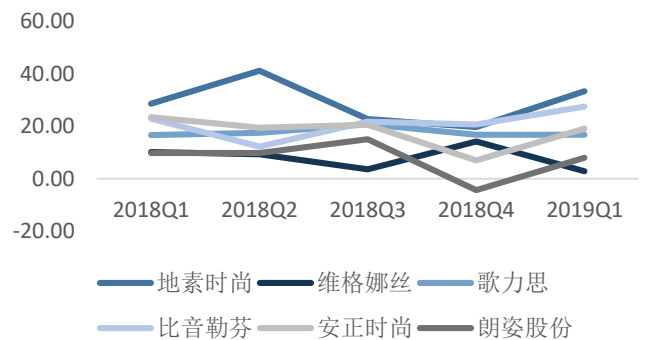
过去五个季度毛利率变化基本持平, 整体维持较高的毛利率水平。净利率单季度波动较大, 主要和服装行业季度性原因有关。

图 12 重点高端服饰企业单季度毛利率情况



资料来源: WIND, 德邦研究

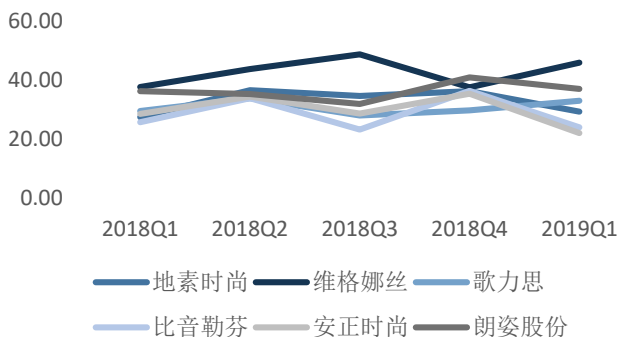
图 13 重点高端服饰企业单季度净利率情况



资料来源: WIND, 德邦研究

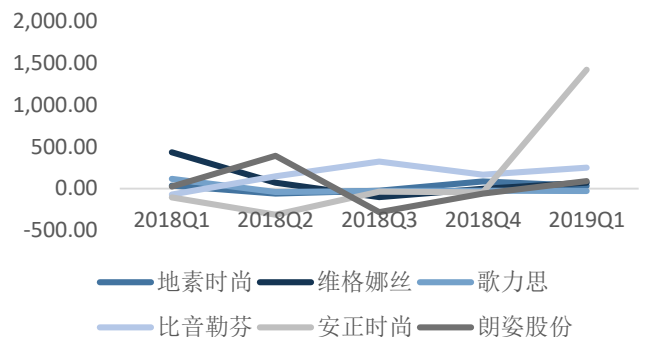
2018H2 较 2018H1 销售费用率略有提升, 高端服饰进一步推动渠道建设, 在终端强化自身的品牌效应。2019Q1 较 2018Q1 有所提升, 我们认为, 一是和租金、人工成本等上升有关, 二是高端服饰在品牌和渠道建设上进行了更为精细的管理和布局。经营性现金流波动区间不大, 整体经营情况较为平稳, 其中安正时尚 2019Q1 变动较大系受到并表影响。

图 14 重点高端服饰企业单季度销售费用率情况



资料来源: WIND, 德邦研究

图 15 重点高端服饰企业单季度经营性现金流增速情况

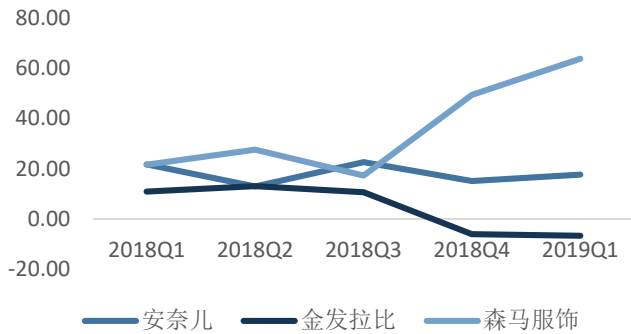


资料来源: WIND, 德邦研究

2.2 童装业绩表现分化

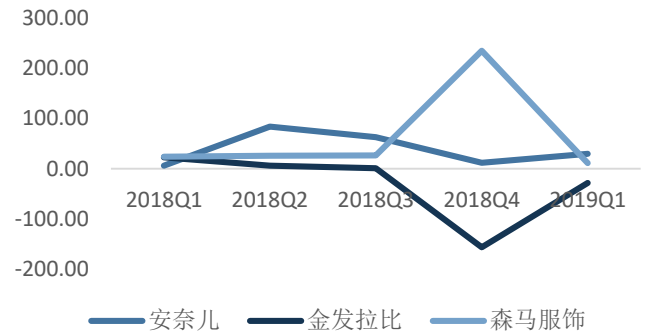
童装业绩表现分化。从重点公司的表现来看，森马和安奈儿在过去五个季度收入增长表现亮眼，归母净利润增长和收入基本保持同步，2019Q1 的收入在去年同期高基数的背景下仍实现较高增速，因此看好后续增长性。金发拉比业绩和整个服装企业行情相似，在 2018H2 迈入向下拐点，表现较弱，需关注后续变化。

图 16 重点童装企业单季度收入增速情况



资料来源：WIND, 德邦研究

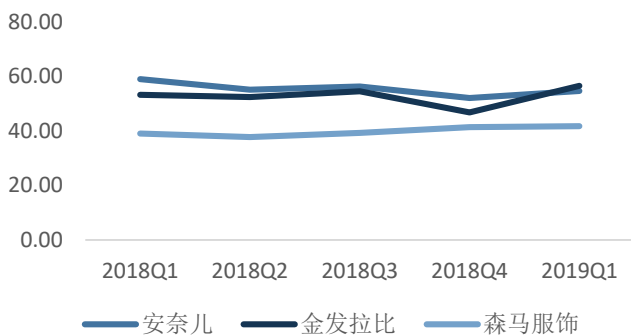
图 17 重点童装企业单季度归母净利润增速情况



资料来源：WIND, 德邦研究

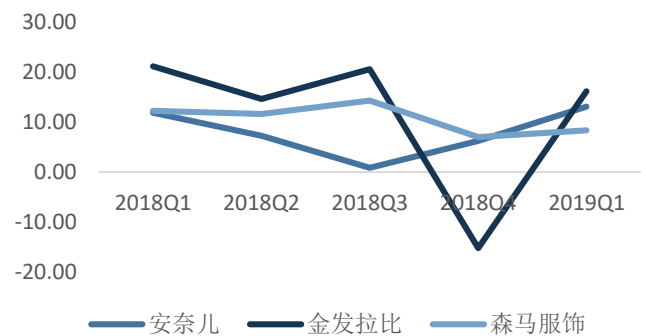
过去五个季度毛利率变化基本持平，2019Q1 森马服饰、金发拉比较去年同期提升，安奈儿较去年同期下降，主要是由于销售折扣率提高。净利率单季度波动较大，主要和服装行业季度性原因有关，2019Q1 森马服饰、金发拉比较去年同期有所下降，安奈儿较去年同期上升，主要系销售费用率降低。

图 18 重点童装企业单季度毛利率情况



资料来源：WIND, 德邦研究

图 19 重点童装企业单季度净利率情况



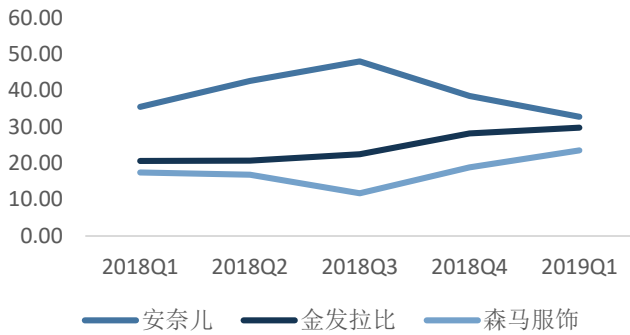
资料来源：WIND, 德邦研究

销售费用率上，森马服饰、金发拉比 2018H2 以来有所提升，说明经营情况向好、渠道建设力度不断加强，安奈儿销售费用 2018H2 以来则出现下降趋势，这是由于企业费控管理水平提高，销售费用率向其他两家接近。

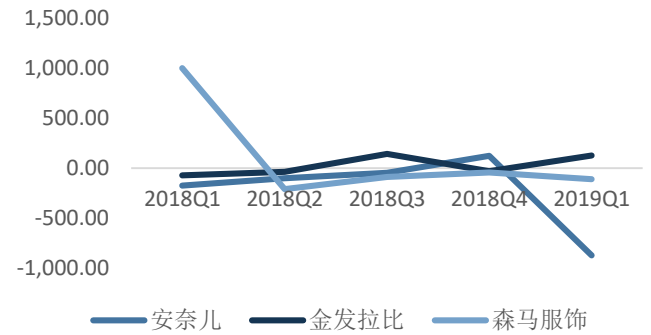
经营性现金流波动区间不大，整体经营情况较为平稳，其中森马服饰 2019Q1 变动较大系受到并表影响。

图 20 重点童装企业单季度销售费用率情况

图 21 重点童装企业单季度经营性现金流增速情况



资料来源: WIND, 德邦研究

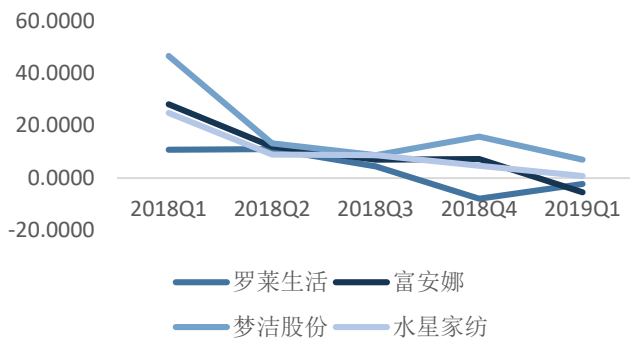


资料来源: WIND, 德邦研究

2.3 家纺整体业绩承压

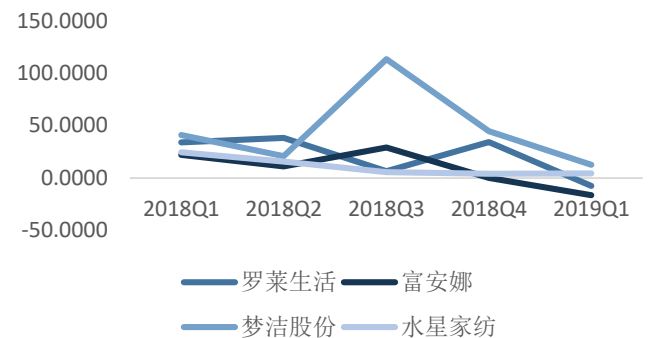
家纺子行业整体业绩承压。从重点公司的表现来看, 2018H1 业绩增长较强, 出现了双位数以上的增长, 而 2018H2 以后业绩向下趋势较明显, 这和整体消费环境疲弱相关性较大。代表性企业罗莱生活和富安娜在 2019Q1 由于受到去年同期高基数的影响, 同时家纺作为家庭耐用品消费频次偏低, 增速下滑较明显, 业绩受到一定压力。

图 22 重点家纺企业单季度收入增速情况



资料来源: WIND, 德邦研究

图 23 重点家纺企业单季度归母净利润增速情况

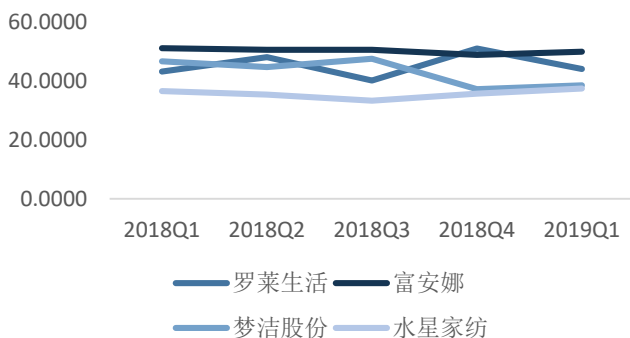


资料来源: WIND, 德邦研究

毛利率表现, 罗莱生活和富安娜过去五个季度变化基本持平, 说明这两者的中高端定位在市场中保持了稳固的地位; 水星家纺毛利率也基本保持稳健, 毛利率水平低于罗莱和富安娜和产品定位有关; 梦洁股份毛利率过去两个季度下降, 主要和产品结构变化有关。

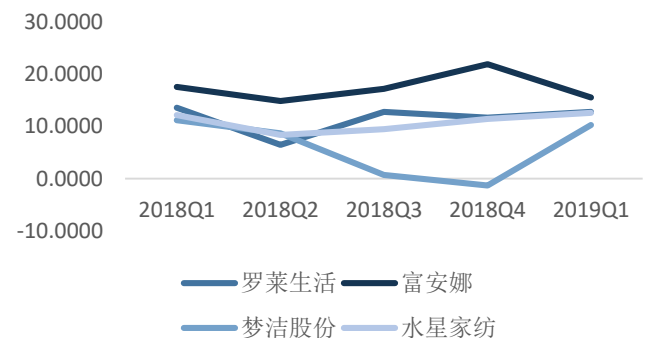
净利率单季度波动较大, 主要和服装行业季度性原因有关, 2019Q1 总体净利率相对于去年同期有所下降, 显示行业销售情况偏弱, 其中梦洁股份业绩出现拐点。

图 24 重点家纺企业单季度毛利率情况



资料来源: WIND, 德邦研究

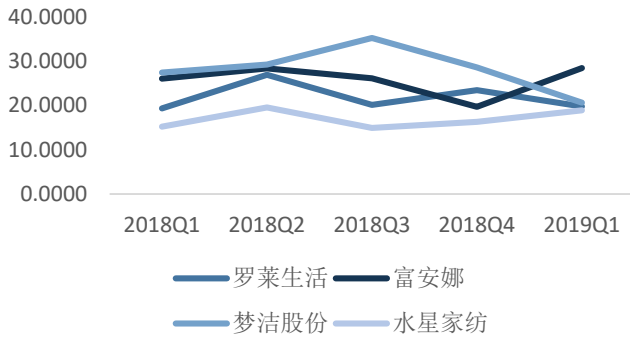
图 25 重点家纺企业单季度净利率情况



资料来源: WIND, 德邦研究

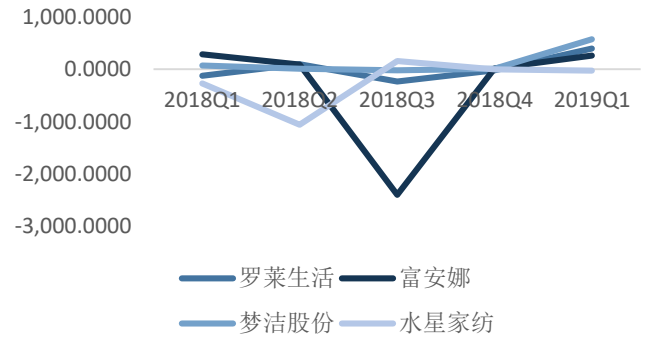
销售费用率上，罗莱生活、富安娜和水星家纺整体波动不大，经营质量稳健，梦洁股份销售费用率过去两个季度呈明显下降趋势，显示内部管理效率的提升，印证业绩拐点的出现。经营性现金流波动不大，整体经营情况较为平稳，2018Q3 相对变化是受到为秋冬季备货的影响。

图 26 重点家纺企业单季度销售费用率情况



资料来源：WIND，德邦研究

图 27 重点家纺企业单季度经营性现金流增速情况

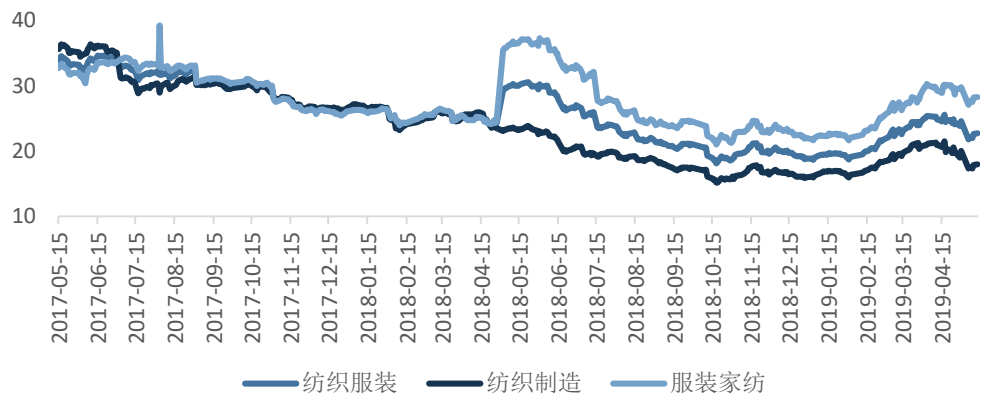


资料来源：WIND，德邦研究

3. 投资建议

纺织服装行业在过去两年估值波动较大，2017 年估值缓慢下滑，至 2018 年 4 月由于受到行业业绩整体复苏的提振，估值由 25 倍提升至接近 35 倍，随后受到消费环境疲弱的影响，估值再次进入下行区间，2018 年底行业平均估值不到 20 倍，2019 年初受大市影响估值有所回升。我们认为，当前纺织服装行业平均估值约 22 倍，基本处于合理区间，然而，龙头企业由于强者恒强效应的扩大，业绩增长的确性和持续性更高，估值或将得到一定抬升。

图 28 过去两年纺织服装企业估值情况 (PE-TTM)



资料来源：WIND，德邦研究

我们认为，在去年高增长的背景下，纺织服装企业 2019Q1 增长承压，整体表现来看，纺织制造业绩表现好于品牌服饰。龙头企业跑出证明其具备更强的护城河，其中子行业中，高端服饰、童装和运动鞋服的景气度较高，因此，产品力优越以保证不断扩大收入规模、内部管理保证高利润率运转的优质品牌龙头将持续扩大优势。建议持续关注在高景气度赛道下产品力强、护城河深的品牌服饰企业。

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。