

纺织服装行业

上游稳定，关注高海外产能占比公司，下游承压，关注高景气子行业龙头公司

分析师：糜韩杰

分析师：赵颖婕



SAC 执证号: S0260516020001



SAC 执证号: S0260518070004



021-60750604



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 2018年和2019年一季度纺织服装行业营收增速放缓，净利润增速出现下滑

2017年、2018年、2019年一季度，纺织服装行业营收分别增长10.1%、7.7%、3.4%。其中纺织制造板块营收分别增长17.3%、9.7%、9.0%。服装家纺板块营收分别增长6.9%、6.7%、1.1%。纺织制造板块2018年受到人民币汇率波动，包括中美贸易摩擦影响，营收增速大幅放缓，2019年一季度伴随中美贸易摩擦缓和，人民币汇率较上年同期贬值，营收有所企稳。服装家纺板块2018年下半年受到经济下行压力影响，终端消费趋于低迷，营收有所放缓，2019年一季度在上年同期较高基数，加上春节错位的影响，营收进一步走弱。2017年、2018年、2019年一季度，纺织服装行业扣非后归母净利润分别增长3.3%、-3.8%、-6.2%。其中纺织制造板块分别增长4.6%、7.1%、9.4%。服装家纺分别增长2.6%、-9.2%、-9.7%。纺织制造板块受2018年下半年人民币汇率贬值，包括2019年一季度营收增速企稳的影响，扣非归母净利润保持平稳。服装家纺板块受营收增速放缓影响，加上费用较为刚性，扣非归母净利润波动较大。

● 2018年纺织服装行业毛利率和期间费用率均有所上升，2019年一季度保持平稳

2017年、2018年、2019年一季度，纺织服装行业的毛利率分别为27.6%、28.8%、28.5%。其中纺织制造板块的毛利率分别为20.5%、19.9%、18.7%。服装家纺板块的毛利率分别为31.3%、33.8%、34.1%。期间费用率方面，2017年、2018年、2019年一季度，纺织服装行业的销售费用率分别为14.3%、15.5%、15.5%。其中纺织制造板块的销售费用率分别为3.4%、3.3%、3.1%。服装家纺板块的销售费用率分别为19.5%、21.9%、21.8%。纺织服装行业的管理费用率分别为4.3%、5.2%、5.2%，其中纺织制造板块的管理费用率分别为2.9%、4.2%、4.4%，服装家纺板块的管理费用率分别为5.1%、5.8%、5.6%。

● 2018年纺织服装行业营运指标有所放缓，2019年一季度趋于平稳，上市公司对库存和授信控制较好

2017年、2018年、2019年一季度，纺织服装行业的存货周转率分别为2.4、2.2、2.2。其中纺织制造板块的存货周转率分别为2.7、2.6、2.5。服装家纺的存货周转率分别为2.3、2.0、2.0。纺织服装行业的应收账款周转率分别为9.2、8.5、8.6。其中纺织制造板块的应收账款周转率分别为9.2、9.0、8.7。服装家纺的应收账款周转率分别为9.2、8.2、8.5。其中2019年一季度的存货周转率和应收账款周转率均为年化指标。

● 投资建议

纺织制造板块：关注出口业务占比高，有海外产能布局的企业。另外关注受益棉价上涨的企业。建议关注：鲁泰A、新野纺织、健盛集团、华孚时尚、百隆东方等。

服装家纺板块：关注高景气的运动服饰和童装龙头，亦可关注大众高性价比服饰龙头、技术研发积累深厚的专业服饰龙头（含轻奢）。建议关注：比音勒芬、森马服饰、海澜之家、歌力思、探路者、地素时尚、富安娜、罗莱生活、安奈儿等。

● 风险提示

宏观经济下滑风险；汇率波动风险；劳动力成本上升风险；原材料价格大幅波动风险。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
鲁泰 A	000726.SZ	人民币	10.35	2019/3/29	买入	12.24	1.02	1.14	10.15	9.08	5.93	5.35	12.40%	13.00%
新野纺织	002087.SZ	人民币	4.33	2019/4/18	买入	5.22	0.58	0.67	7.51	6.44	7.51	6.76	10.82%	11.19%
健盛集团	603558.SH	人民币	10.36	2019/4/25	买入	13.44	0.64	0.77	16.19	13.45	-1.73	-1.41	2.29%	3.40%
华孚时尚	002042.SZ	人民币	6.64	2019/4/25	买入	8.32	0.52	0.59	12.77	11.31	12.15	11.27	10.24%	10.36%
百隆东方	601339.SH	人民币	5.38	2019/4/26	买入	6.77	0.38	0.41	14.31	13.02	11.93	11.12	6.94%	7.09%
比音勒芬	002832.SZ	人民币	47.08	2019/4/21	买入	69	2.26	3.06	20.82	15.37	16.66	11.93	21.45%	24.21%
森马服饰	002563.SZ	人民币	11.13	2019/5/1	增持	13.32	0.72	0.87	15.50	12.83	8.56	7.22	16.27%	18.22%
海澜之家	600398.SH	人民币	9.07	2019/5/1	买入	12.68	0.85	0.94	10.73	9.67	1.49	1.29	25.68%	24.94%
歌力思	603808.SH	人民币	17.23	2019/5/1	买入	21.12	1.32	1.59	13.02	10.85	6.45	5.05	16.56%	17.11%
探路者	300005.SZ	人民币	4.06	2019/2/27	买入	5.04	0.15	0.18	27.98	22.74	34.49	10.78	-7.55%	5.17%
富安娜	002327.SZ	人民币	8.29	2019/4/30	买入	11.36	0.71	0.78	11.73	10.64	9.31	8.31	16.23%	16.70%
罗莱生活	002293.SZ	人民币	11.40	2019/4/27	买入	14.58	0.81	0.91	14.15	12.59	9.79	8.52	15.15%	15.96%
地素时尚	603587.SH	人民币	25.55	2019/4/13	增持	31.54	1.66	1.84	15.40	13.90	9.10	7.47	19.85%	19.99%
安奈儿	002875.SZ	人民币	18.63	2019/4/24	增持	22.14	0.82	1.02	22.59	18.22	15.08	12.21	12.21%	12.84%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、纺织服装行业概述：宏观经济景气度下行叠加中美贸易摩擦压力，行业业绩增速下行	9
二、纺织服装行业 2018 年及 2019 年一季度经营情况回顾	10
1、营业收入	10
2、净利润	12
3、毛利率	13
4、销售费用率、管理费用率	15
5、存货	17
6、应收账款	18
三、部分子行业关键指标统计	19
1、毛纺行业	19
2、棉纺行业	21
3、印染行业	22
4、辅料行业	24
5、男装行业	25
6、女装行业	28
7、休闲服饰行业	30
8、鞋帽行业	32
9、家纺行业	35
10、童装行业	36
四、总结和投资建议	38
1、纺织制造板块：2018 年受人民币汇率波动，中美贸易摩擦，国内下游消费转弱影响，业绩走弱，2019 年一季度有所复苏	38
2、服装家纺板块：2018 年受经济下行，终端消费走弱的影响，业绩有所回落，2019 年一季度在上年同期高基数背景下，仍存压力	38
3、投资建议	39
风险提示	39
1、宏观经济下滑	39
2、汇率波动风险	39
3、劳动力成本上升风险	40
4、原材料价格大幅波动风险	40

图表索引

图 1: 纺织服装行业营业收入 (亿元)	9
图 2: 纺织服装行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	9
图 3: 过去三年纺织服装与食品饮料估值比较 PE(TTM)	9
图 4: 过去三年纺织服装与家用电器估值比较 PE(TTM)	9
图 5: 年初以来纺织服装 (申万) 行业市盈率 (TTM)	10
图 6: 年初以来申万 A 股市盈率 (TTM)	10
图 7: 2018 申万纺服与沪深 300 走势	10
图 8: 2019 年一季度申万纺服与沪深 300 走势	10
图 9: 纺织服装行业营业收入 (亿元)	11
图 10: 纺织制造板块营业收入情况 (亿元)	11
图 11: 服装家纺板块营收情况 (亿元)	11
图 12: 纺织制造细分行业营收增速对比	12
图 13: 服装家纺细分行业营收增速对比	12
图 14: 纺织服装行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	12
图 15: 纺织制造板块净利润 (扣非后归母, 亿元)	13
图 16: 服装家纺板块净利润 (扣非后归母, 亿元)	13
图 17: 纺织制造细分行业扣非归母净利润增速对比	13
图 18: 服装家纺细分行业扣非归母净利润增速对比	13
图 19: 纺织服装行业毛利率	14
图 20: 纺织制造板块毛利率情况	14
图 21: 服装家纺板块毛利率情况	14
图 22: 纺织制造细分行业毛利率对比	15
图 23: 服装家纺细分行业毛利率对比	15
图 24: 纺织服装行业销售费用率及管理费用率	15
图 25: 纺织制造板块销售费用率及管理费用率情况	16
图 26: 服装家纺板块销售费用率及管理费用率情况	16
图 27: 纺织制造细分行业销售费用率对比	16
图 28: 服装家纺细分行业销售费用率对比	16
图 29: 纺织制造细分行业管理费用率对比	16
图 30: 服装家纺细分行业管理费用率对比	16
图 31: 纺织服装行业存货周转率 (次)	17
图 32: 纺织制造板块存货周转率 (次)	17
图 33: 服装家纺板块存货周转率 (次)	17
图 34: 纺织制造细分行业存货周转率对比 (次)	18
图 35: 服装家纺细分行业存货周转率对比 (次)	18
图 36: 纺织服装行业应收账款周转率 (次)	18
图 37: 纺织制造板块应收账款周转率 (次)	19
图 38: 服装家纺板块应收账款周转率 (次)	19
图 39: 纺织制造细分行业应收账款周转率 (次)	19

图 40: 服装家纺细分行业应收账款周转率对比 (次)	19
图 41: 毛纺行业收入情况 (亿元)	20
图 42: 毛纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	20
图 43: 毛纺行业毛利率情况	20
图 44: 毛纺行业销售、管理费用率	20
图 45: 毛纺行业存货周转率 (次)	21
图 46: 毛纺行业应收账款周转率 (次)	21
图 47: 棉纺行业收入情况 (亿元)	21
图 48: 棉纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	21
图 49: 棉纺行业毛利率情况	22
图 50: 棉纺行业销售、管理费用率	22
图 51: 棉纺行业存货周转率 (次)	22
图 52: 棉纺行业应收账款周转率 (次)	22
图 53: 印染行业收入情况 (亿元)	23
图 54: 印染行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	23
图 55: 印染行业毛利率情况	23
图 56: 印染行业销售、管理费用率	23
图 57: 印染行业存货周转率 (次)	24
图 58: 印染行业应收账款周转率 (次)	24
图 59: 辅料行业收入情况 (亿元)	24
图 60: 辅料行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	24
图 61: 辅料行业毛利率情况	25
图 62: 辅料行业销售、管理费用率	25
图 63: 辅料行业存货周转率 (次)	25
图 64: 辅料行业应收账款周转率 (次)	25
图 65: 男装行业收入情况 (除海澜之家, 亿元)	26
图 66: 男装行业净利润 (扣非后归母, 除海澜之家和报喜鸟, 亿元)	26
图 67: 男装行业毛利率情况	26
图 68: 男装行业销售、管理费用率	26
图 69: 男装行业存货周转率 (次)	27
图 70: 男装行业应收账款周转率 (次)	27
图 71: 女装行业收入情况 (亿元)	28
图 72: 女装行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	28
图 73: 女装行业毛利率情况	28
图 74: 女装行业费用率	28
图 75: 女装行业存货周转率 (次)	29
图 76: 女装行业应收账款周转率 (次)	29
图 77: 休闲服饰行业收入情况 (亿元)	30
图 78: 休闲服饰行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	30
图 79: 休闲服饰行业毛利率情况	31
图 80: 休闲服饰行业销售、管理费用率	31
图 81: 休闲服饰行业存货周转率 (次)	31
图 82: 休闲服饰行业应收账款周转率 (次)	31

图 83: 鞋帽行业收入情况 (亿元)	33
图 84: 鞋帽行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	33
图 85: 鞋帽行业毛利率情况.....	33
图 86: 鞋帽行业销售、管理费用率.....	33
图 87: 鞋帽行业存货周转率 (次)	34
图 88: 鞋帽行业应收账款周转率 (次)	34
图 89: 家纺行业收入情况 (亿元)	35
图 90: 家纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	35
图 91: 家纺行业毛利率情况.....	35
图 92: 家纺行业销售、管理费用率.....	35
图 93: 家纺行业存货周转率 (次)	36
图 94: 家纺行业应收账款周转率 (次)	36
图 95: 童装行业收入情况 (亿元)	36
图 96: 童装行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	36
图 97: 童装行业毛利率情况.....	37
图 98: 童装行业销售、管理费用率.....	37
图 99: 童装行业存货周转率 (次)	37
图 100: 童装行业应收账款周转率 (次)	37
表 1: 纺织服装细分行业	7
表 2: 男装行业渠道统计 (个)	27
表 3: 男装行业同店数据 (万元)	27
表 4: 女装行业渠道统计 (个)	29
表 5: 女装行业同店数据持续提升 (万元)	30
表 6: 休闲行业渠道统计 (个)	32
表 7: 休闲行业同店数据持续提升 (万元)	32
表 8: 鞋帽行业渠道统计 (个)	34
表 9: 鞋帽行业同店数据持续提升 (万元)	34
表 10: 童装行业渠道统计 (个)	37
表 11: 童装行业同店数据持续提升 (万元)	38

引言

纺织服装行业2018年年报及2019年一季报已经披露完毕，我们将行业中67家公司纳入研究范围。根据各个公司主营业务情况，将行业细分为“毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革、无纺布、其他纺织、男装、女装、休闲服饰、鞋帽、家纺、内衣、户外体育、童装、其他服装”等15个子行业。同时，我们将“毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革、无纺布、其他纺织”纳入纺织制造范围，将“男装、女装、休闲服饰、鞋帽、家纺、内衣、户外体育、童装、其他服装”纳入服装家纺范围。

我们从历史纵向比较与行业横向比较两个角度对营业收入、净利润、毛利率、期间费用率、存货、应收账款等行业重要指标进行对比分析，以求揭示行业发展真实情况。

需要注意的是：

1) 纺织服装行业细分子行业众多，且各个子行业中公司数量较少，单个公司数据出现异常值将对行业总体数据造成较大扰动，所以我们对很多公司数据进行了调整（一是补充历史上残缺的数据，二是避免外延并表等因素，或发展其他业务对于原有主业数据的影响）。

2) 为了更好地反映行业盈利情况，我们采用净利润去衡量行业净利润水平。

3) 童装行业目前上市公司有金发拉比、安奈儿等3家，为了更加客观得反映童装行业发展态势，我们将国内童装龙头巴拉巴拉品牌的经营数据（部分数据为估算值）从森马公司中分拆出来并入童装行业。因数据所限，分析期间费用率、存货周转率及应收账款周转率时仍把巴拉巴拉放在森马公司中做整体考虑。

4) 雅戈尔、红豆股份业务中有地产或金融成分，并且本身体量较大，所以在计算行业营业收入时，需将其金融、地产业务剔除，在计算其他行业指标时需将雅戈尔、红豆股份剔除。

5) 海澜之家体量大，且其发展趋势与其他男装公司存在差异，所以在统计男装细分行业数据时将其排除，但是在统计纺织服装总行业、纺织制造、服装家纺细分行业数据时，将其纳入考虑范围。

6) 根据新的财报披露要求，2018年研发费用开始单独列示，2014-2017年研发费用列示在管理费用下设二级科目，因此对于所有公司2014-2017年的数据，我们将原报表管理费用减去研发开支作为新的管理费用计算，以使各年度管理费用相对更加可比。

7) 关于19Q1存货周转率及应收账款周转率的计算，我们选择18Q2-19Q1作为其计算的会计期间，以求18Q1周转率数据与此前年度周转率数据更加可比。

表 1: 纺织服装细分行业

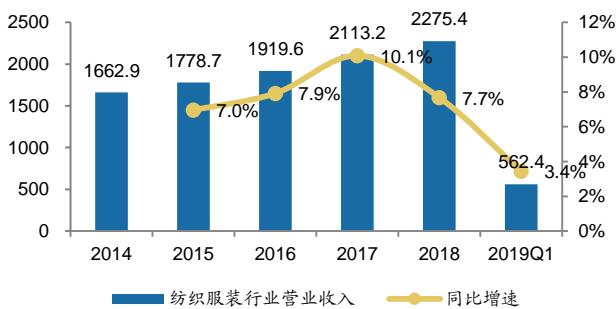
细分行业	公司代码	公司名称	细分行业	公司代码	公司名称
毛纺	000779.SZ	三毛派神	女装	002612.SZ	朗姿股份
	002193.SZ	如意集团		603518.SH	维格娜丝
	600220.SH	江苏阳光		603808.SH	歌力思
	603889.SH	新澳股份		603839.SH	安正时尚
棉纺	000726.SZ	鲁泰 A	休闲	603196.SH	日播时尚
	002042.SZ	华孚时尚		603587.SH	地素时尚
	002083.SZ	孚日股份		002269.SZ	美邦服饰
	002087.SZ	新野纺织		002563.SZ	森马服饰
	002634.SZ	棒杰股份		603877.SH	太平鸟
	002394.SZ	联发股份		603157.SH	拉夏贝尔
	603558.SH	健盛集团		鞋帽	603001.SH
601339.SH	百隆东方	603116.SH	红蜻蜓		
600448.SH	华纺股份	603608.SH	天创时尚		
印染	600987.SH	航民股份	603958.SH	哈森股份	
	辅料	002003.SZ	伟星股份	002293.SZ	罗莱生活
002098.SZ		浔兴股份	002327.SZ	富安娜	
皮革	002494.SZ	002494.SZ	华斯股份	002397.SZ	梦洁股份
		300591.SZ	万里马	002761.SZ	多喜爱
		002674.SZ	兴业科技	603365.SH	水星家纺
		603477.SH	振静股份	002763.SZ	汇洁股份
无纺布	603238.SH	诺邦股份	内衣	600137.SH	浪莎股份
	其他纺织	002404.SZ		嘉欣丝绸	600630.SH
603665.SH		康隆达	户外体育	002780.SZ	三夫户外
603055.SH		台华新材		300005.SZ	探路者
002029.SZ	七匹狼	603555.SH		贵人鸟	
男装	002154.SZ	报喜鸟	603908.SH	牧高笛	
	002687.SZ	乔治白	童装	002762.SZ	金发拉比
	600177.SH	雅戈尔		002875.SZ	安奈儿
	600398.SH	海澜之家	其他服装	601718.SH	际华集团
	600400.SH	红豆股份		300577.SZ	开润股份
	601566.SH	九牧王		002776.SZ	柏堡龙
	002832.SZ	比音勒芬		600439.SH	瑞贝卡

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

一、纺织服装行业概述：宏观经济景气度下行叠加中美贸易摩擦压力，行业业绩增速下行

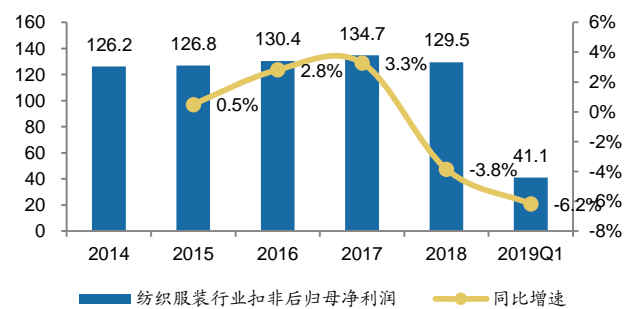
纺织服装行业业绩增速出现回落。2018年，被选中的67家主要上市公司实现营业收入2275.4亿元，同比增长7.7%，实现净利润129.5亿元，同比下降3.8%，营收和净利润增速2015年以来首次出现回落；而19年一季度69家主要上市公司实现营业收入562.4亿元，同比增长3.4%，实现净利润41.1亿元，同比下降6.2%，营收和净利润增速出现进一步下滑。

图1：纺织服装行业营业收入（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

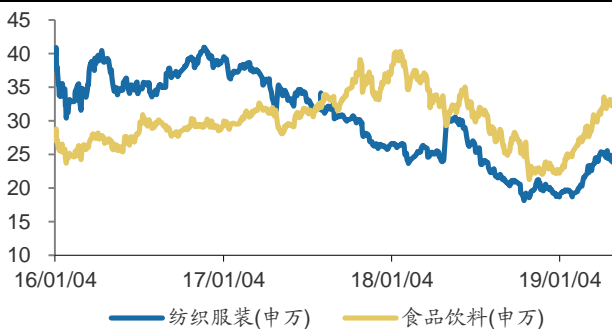
图2：纺织服装行业净利润（扣非后归母，亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

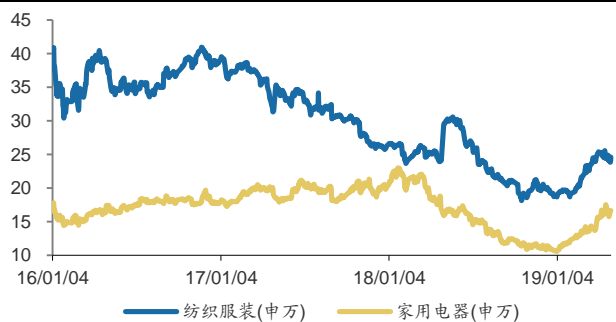
从资本市场表现来看，2018年及2019年至今纺织服装行业走势基本与市场情况较为一致。2018年由于整体经济环境下行，A股出现较大幅度下挫，纺织服装行业全年整体呈下行走势。2018年和2019一季度SW纺织服装涨幅分别为-34.9%和26.6%，沪深300涨跌幅分别为-26.3%和30.4%。2019年以来行业基本面仍面临一定压力，但整体股价伴随市场回暖，有所改善。从2009年初至今，SW纺织服装PE(TTM)最大值为63.14，最小值为16.02，中位数为29.26，而2018年末和2019年一季度末，PE(TTM)分别为18.84和24.46，PE估值仍处历史较低水平。

图3：过去三年纺织服装与食品饮料估值比较
PE(TTM)



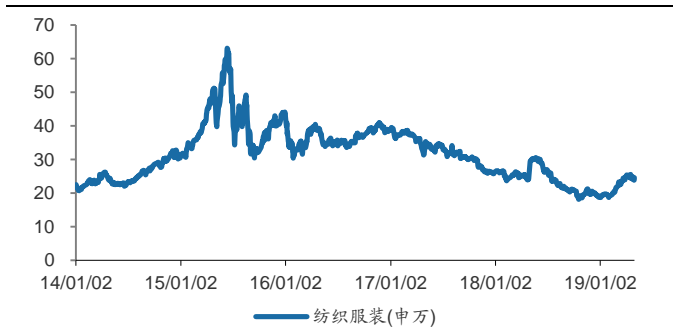
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：过去三年纺织服装与家用电器估值比较
PE(TTM)



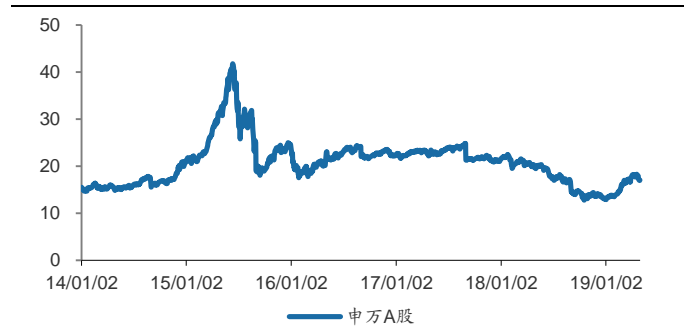
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5: 年初以来纺织服装(申万)行业市盈率(TTM)



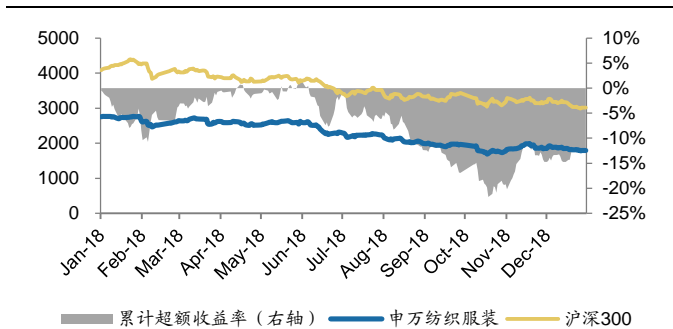
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 年初以来申万A股市盈率(TTM)



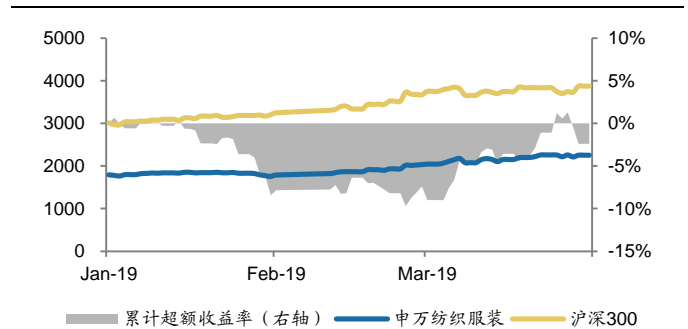
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 2018申万纺服与沪深300走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 2019年一季度申万纺服与沪深300走势



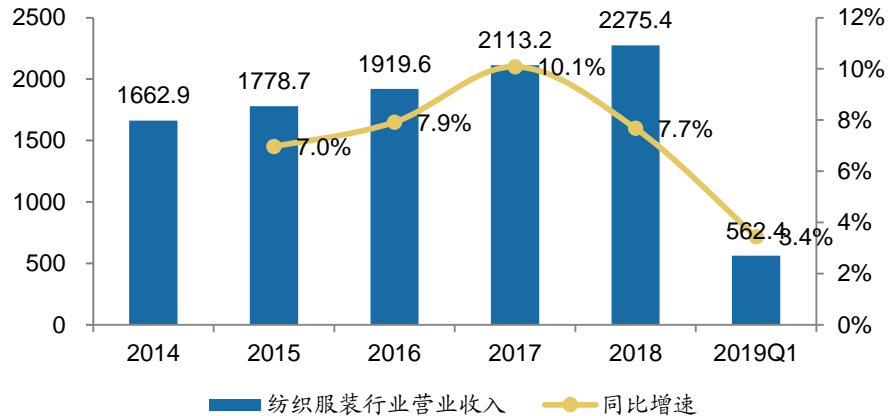
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、纺织服装行业 2018 年及 2019 年一季度经营情况回顾

1、营业收入

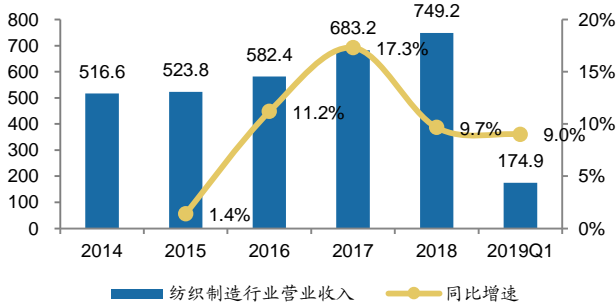
2018年, 纺织服装全行业实现营业收入2275.4亿元, 同比增长7.7%, 而2019年一季度全行业实现营业收入562.4亿元, 同比增长3.4%。这是2015年以来行业增速首次出现回落。分行业来看, 纺织制造板块2018年营收增速达到9.7%, 收入增速较2017年的17.3%出现较大程度回落, 一方面由于2018年上半年人民币兑美元处于高位, 一定程度上影响了以出口为主的纺织制造企业的收入; 另一方面由于中美贸易摩擦存在较强的不确定性, 下游客户下单趋于谨慎, 且有往海外转移的趋势, 2019年一季度营收增速9.0%, 有所启稳; 服装家纺板块2018年营收增速为6.7%, 较为平稳, 2019年一季度营收增速为1.1%, 出现明显放缓, 主要由于服装消费和GDP增速相关性较强, 自2018年下半年服装家纺的销售受国内经济下行压力影响较大, 同时2019年一季度受上年同期基数较高影响。

图9: 纺织服装行业营业收入 (亿元)



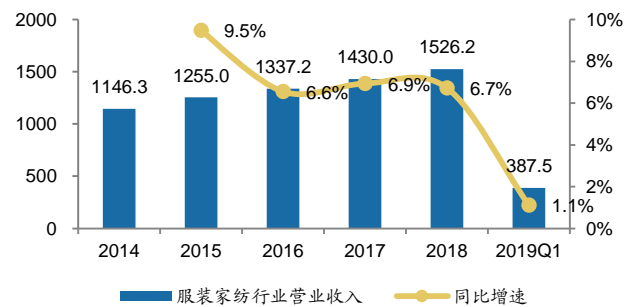
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图10: 纺织制造板块营业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 服装家纺板块营收情况 (亿元)



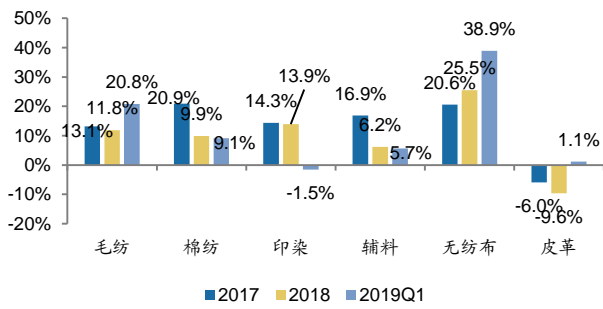
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们将其他纺织、其他服装类公司排除,对毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革、无纺布、男装、女装、休闲、鞋帽、家纺、内衣、户外体育、童装等主要细分子行业进行横向对比。

纺织制造板块整体收入增速下滑。2018年,除无纺布外各个细分子行业营收增速均出现下降,尤其棉纺、辅料、皮革等子行业降幅明显,2019年一季度营收增长出现分化,棉纺、印染、辅料行业收入增速呈现持续下降趋势,而毛纺、皮革、无纺布行业收入增速较2018年出现好转,其中无纺布行业2017至2019年一季度收入增速逐步上行。

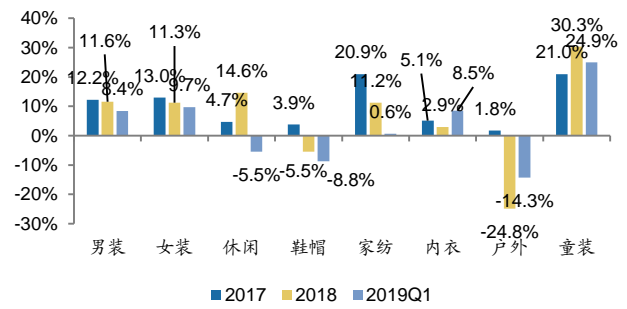
服装家纺板块整体收入面临较大压力,2018年及2019年一季度收入持续增速持续回落。童装行业无疑是目前最景气的领域,在每个统计期间收入增速均超20%;而男装、女装、鞋帽、家纺等子行业2018年&2019年一季度收入增速均较2017年出现下降。

图12: 纺织制造细分行业营收增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 服装家纺细分行业营收增速对比

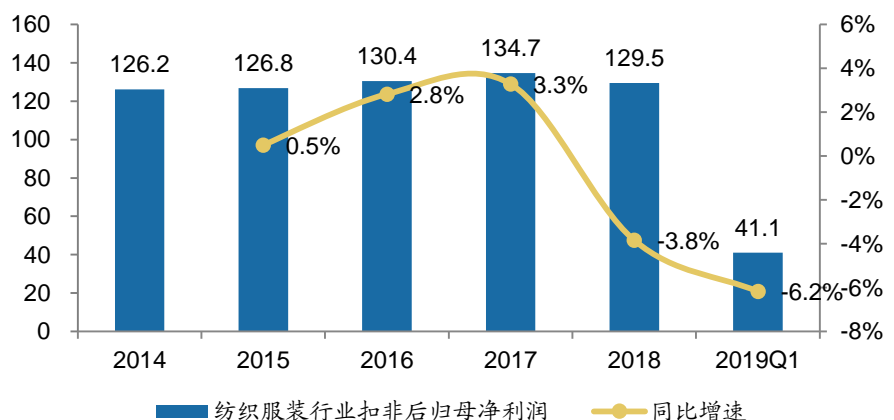


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2、净利润

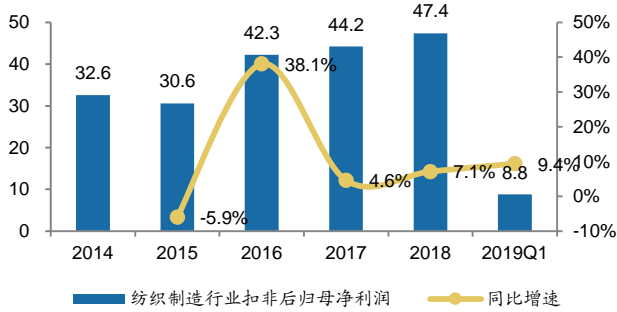
2018年, 纺织服装全行业实现净利润129.5亿元, 同比下降3.8%, 而2019年一季度全行业实现净利润41.1亿元, 同比下降6.2%。行业净利润增速2015年首次出现下滑, 主要由于服装家纺板块净利润出现较大幅度下降导致。分板块来看, 纺织制造板块2018年净利润增速达到7.1%, 2019年一季度净利润增速升至9.4%, 主要由于2018年中开始人民币持续贬值, 利好纺织制造出口企业的销售和盈利, 虽然受到中美贸易战的影响海外客户下单趋于谨慎, 但是率先在东南亚布局了产能的企业受影响程度较小。服装家纺板块2018年净利润增速为-9.2%, 2019年一季度净利润增速-6.2%, 终端销售不振但销售管理等费用较为固定, 导致净利润下降幅度较营收更大。

图14: 纺织服装行业净利润(扣非后归母, 亿元)



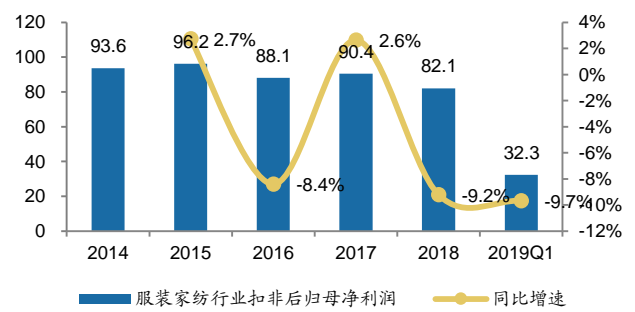
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图15: 纺织制造板块净利润(扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 服装家纺板块净利润(扣非后归母, 亿元)

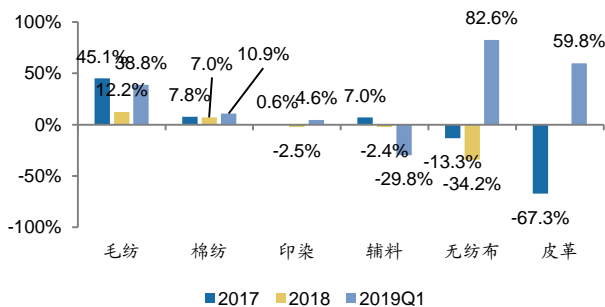


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

排除其他纺织、其他服装、无纺布、皮革类公司(无纺布、皮革行业利润绝对额非常小, 同比增速波动性太大, 失去意义), 对棉纺、印染、辅料、男装、女装、休闲、鞋帽、家纺、内衣、户外体育等主要细分子行业进行横向对比。

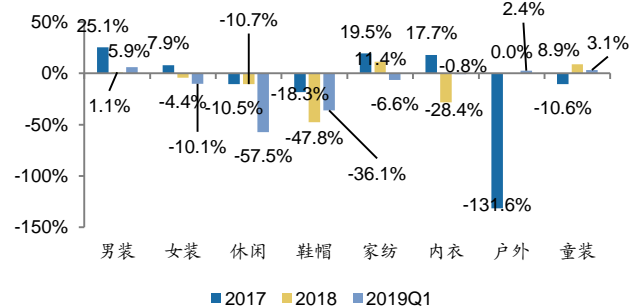
纺织制造类和服装家纺子行业业绩增速在2018年均出现下滑, 毛纺、棉纺、印染、无纺布、皮革、男装、内衣、户外、鞋帽等子行业2019年一季度业绩增速好转。

图17: 纺织制造细分行业扣非归母净利润增速对比



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图18: 服装家纺细分行业扣非归母净利润增速对比

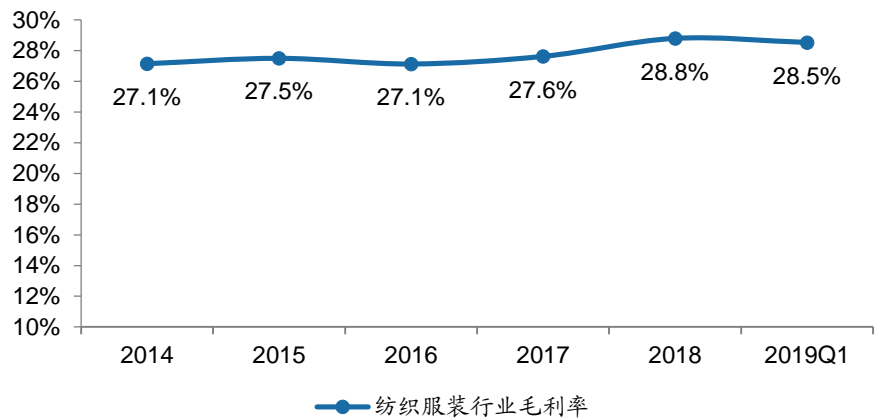


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

3、毛利率

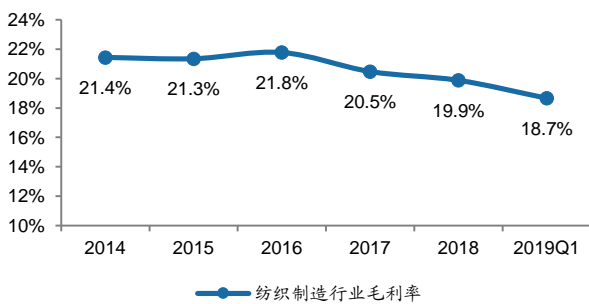
纺织服装整体行业的毛利率整体呈上升趋势, 2018年毛利率上升至28.8%, 2019年一季度为28.5%。分板块看, 纺织制造板块毛利率出现下降, 而服装家纺板块毛利率明显上升。2018年纺织服装行业毛利率上升主要是由服装家纺板块向上拉动的, 服装家纺板块2018年毛利率为33.8%, 同比提高2.5个百分点, 2019年一季度毛利率上升继续升至34.1%, 带动了整个纺织服装行业的毛利率上升。

图19: 纺织服装行业毛利率



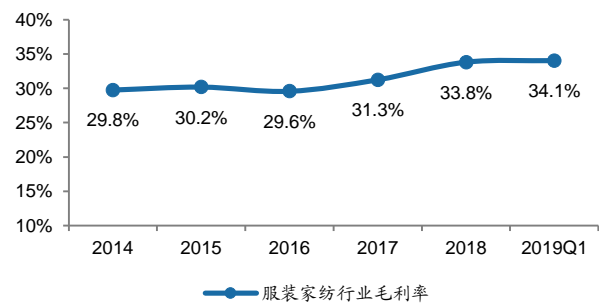
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图20: 纺织制造板块毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

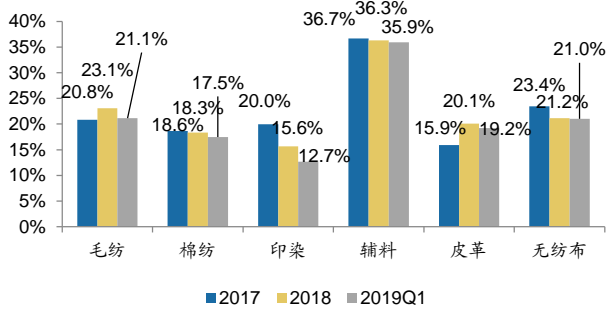
图21: 服装家纺板块毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

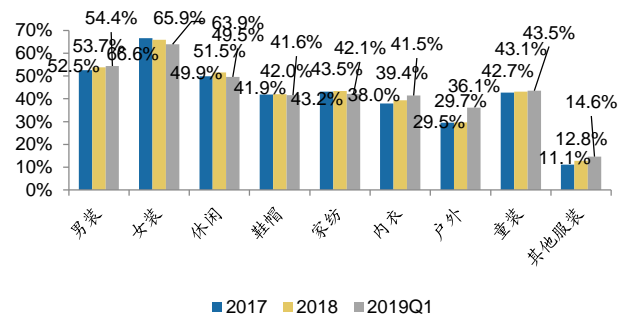
排除其他纺织、其他服装类公司,对细分子行业进行横向对比。纺织制造板块大部分子行业毛利率回落现象,主要由于棉价自2018年中起持续下行导致订单价格有所下降,另一方面终端销售不振也使客户压低了采购价格。辅料的毛利率水平最高,这主要是因为其单价低,批量小,在下游客户成本结构中占比低,客户议价动力弱导致的。而服装家纺板块女装、休闲等子行业毛利率有一定程度下降,主要由于终端销售疲弱,打折促销力度加大所致,而童装和内衣行业毛利率小幅回升。

图22: 纺织制造细分行业毛利率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 服装家纺细分行业毛利率对比



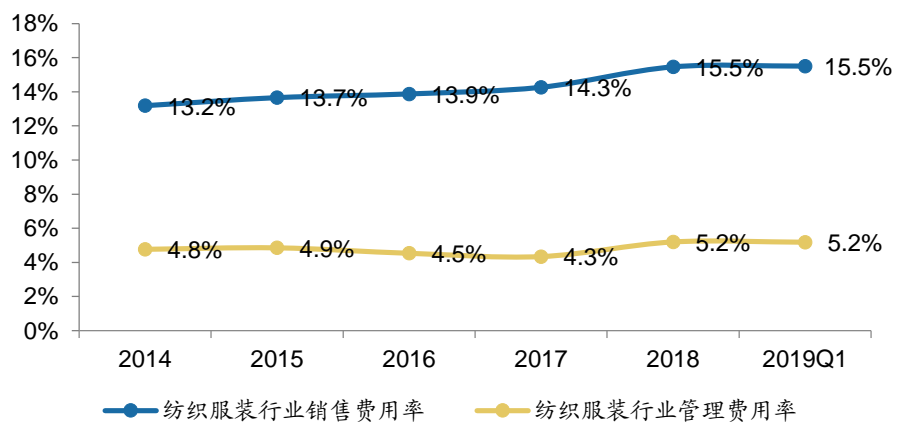
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4、销售费用率、管理费用率

2018年, 纺织服装行业销售费用率为15.5%, 同比提升1.2个百分点, 管理费用率5.2%, 同比增加0.9个百分点, 2019年一季度行业销售费用率为15.5%, 管理费用率5.2%, 均与2018年持平。

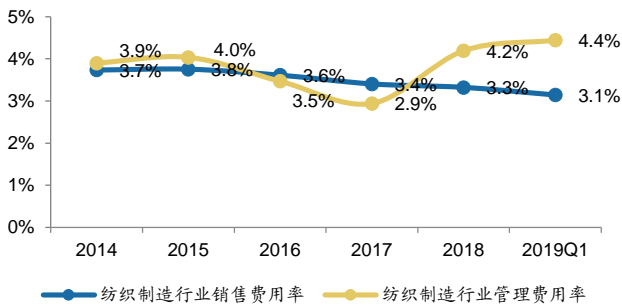
分板块看, 纺织制造板块2018年销售费用率为3.3%, 管理费用率为4.2%, 2019年一季度纺织制造板块销售费用率为3.1%, 管理费用率为4.4%, 销售费用率自2017年以来稳中有降, 管理费用率上升较为明显; 服装家纺板块2018年销售费用率为21.9%, 管理费用率为5.8%, 2019年一季度服装家纺板块销售费用率为21.8%, 管理费用率为5.6%, 均较2017年出现了一定程度上升。

图24: 纺织服装行业销售费用率及管理费用率



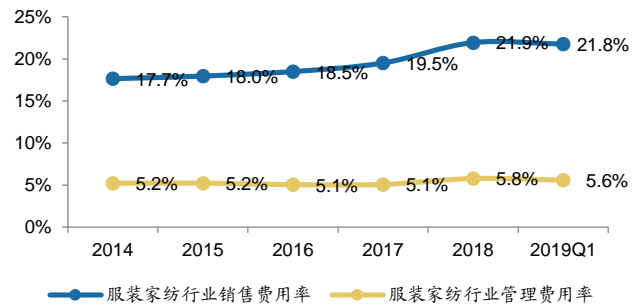
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图25: 纺织制造板块销售费用率及管理费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

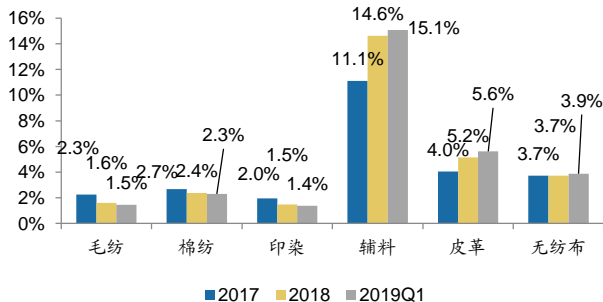
图26: 服装家纺板块销售费用率及管理费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

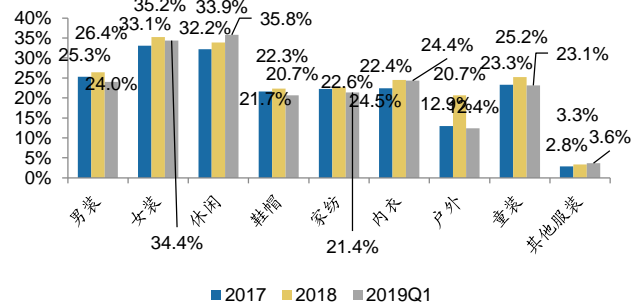
排除其他纺织、其他服装类公司,对细分子行业进行横向对比。纺织制造板块,辅料子行业的销售费用率和管理费用率最高(2018辅料销售费用率大幅增加至14.6%有浔兴股份并表跨境电商业务影响,但数据所限无法拆分)。服装家纺板块销售费用率最高的是女装子行业,因为女装直营占比较高,因为女装直营占比较高,同时上市公司以高端女装为主,营销推广费用较高。2018年服装家纺各子行业销售费用率管理费用率均出现一定程度上升主要由于销售终端景气度不佳,但销售费用管理费用支出较为固定,导致费用率出现上升。

图27: 纺织制造细分行业销售费用率对比



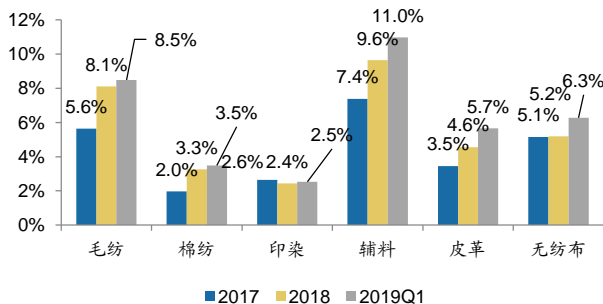
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 服装纺织细分行业销售费用率对比



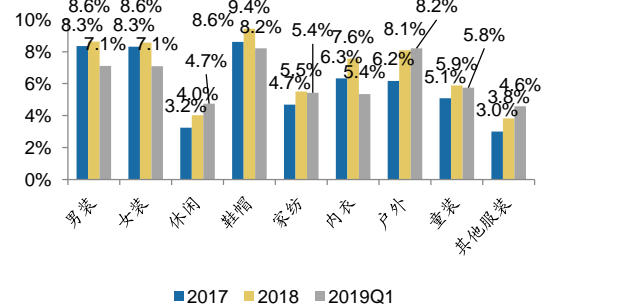
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 纺织制造细分行业管理费用率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 服装纺织细分行业管理费用率对比



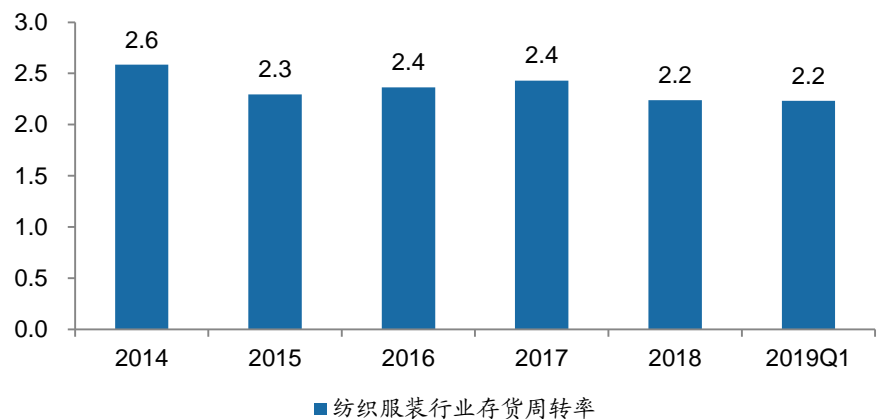
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

5、存货

纺织服装行业的存货周转率略有下滑，2015年以来存货周转率基本在2.3以上，2018年和2019年一季度行业存货周转率均为2.2。

分板块看，纺织制造板块2018年存货周转率达到2.6，2019年一季度存货周转率2.5，虽然有所下降，但仍处于良性区间。服装家纺板块存货周转率2018年和2019年一季度下降至2.0，与终端动销不佳，库存有所积压有关。

图31：纺织服装行业存货周转率（次）



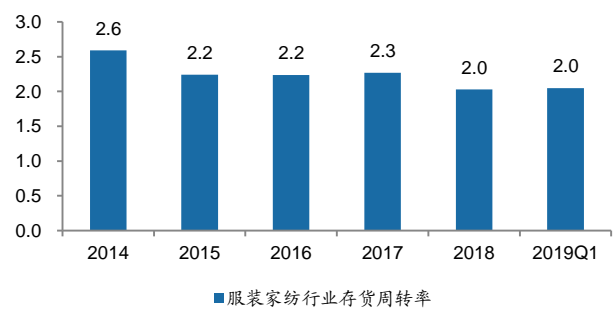
数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图32：纺织制造板块存货周转率（次）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

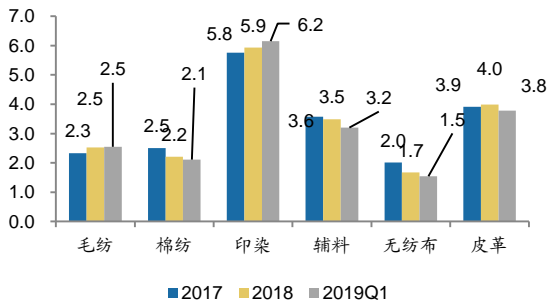
图33：服装家纺板块存货周转率（次）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

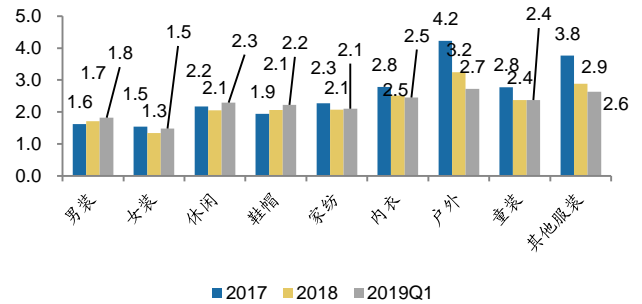
排除其他纺织、其他服装类公司，对细分子行业进行横向对比，2018年和2019年一季度，纺织制造板块里，印染和皮革子行业存货周转率较高；服装家纺板块里，除户外子行业外，大多数子行业存货周转率均较2018年出现一定程度好转。

图34: 纺织制造细分行业存货周转率对比 (次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图35: 服装家纺细分行业存货周转率对比 (次)



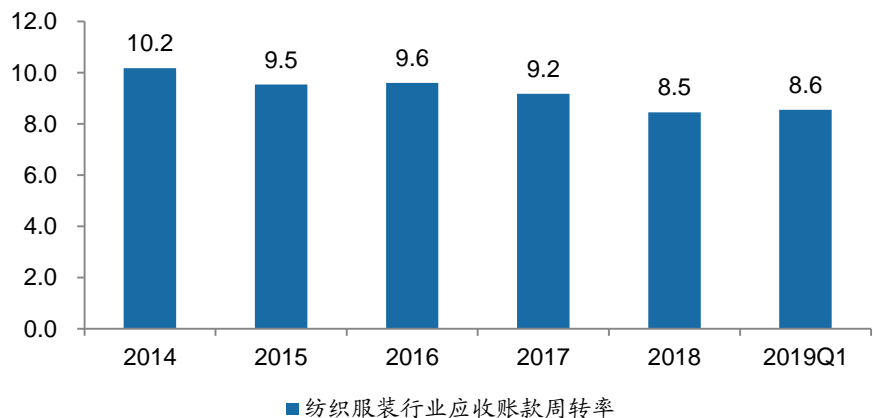
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

6、应收账款

2018年纺织服装行业应收账款周转率达到8.5, 较2017年有所下降, 下降主要原因是服装家纺影响。2019年一季度, 纺织服装行业应收账款周转率达到8.6, 相比2018年出现企稳改善。行业应收账款周转率自2014年开始呈现下滑趋势。

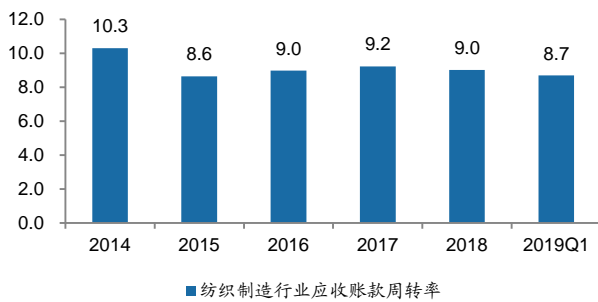
分板块看, 纺织制造应收账款周转率持续缓慢下降。而服装家纺板块, 2018年应收账款周转率下降较为明显, 2019年一季度应收账款周转率略有改善, 一定程度上反映了终端销售不佳, 渠道库存尚存压力。

图36: 纺织服装行业应收账款周转率 (次)



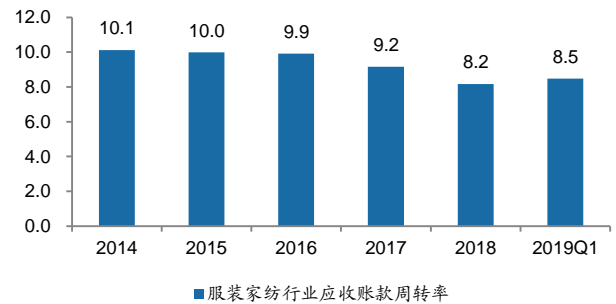
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图37: 纺织制造板块应收账款周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

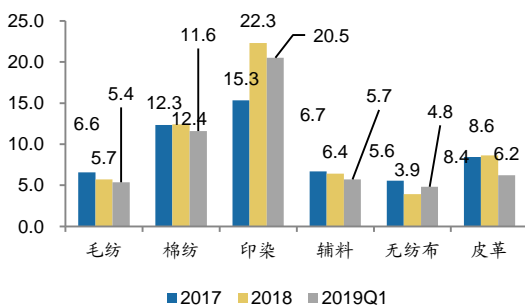
图38: 服装家纺板块应收账款周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

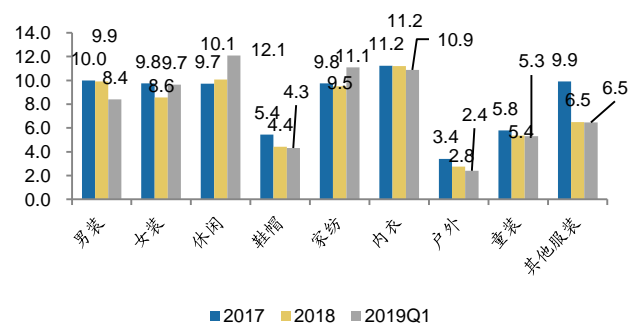
通过细分行业的对比, 纺织制造板块印染和皮革子行业应收账款周转率在2018年, 2019年一季度无纺布子行业应收账款周转率出现回升。除休闲和家纺行业外, 服装家纺板块其他应收账款周转率子行业均较2017年有所下降, 户外体育、鞋帽子行业应收账款周转率较低, 渠道库存压力较大。(应收账款周转率意义说明: 如果终端销售不景气, 渠道库存压力大, 则经销商会面临资金回笼压力, 欠公司的贷款偿还速度变慢, 反之终端销售情况较好, 渠道库存减少, 经销商资金压力小, 偿还公司贷款的速度加快, 因此渠道库存情况一定程度体现在应收账款周转率上)。

图39: 纺织制造细分行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 服装家纺细分行业应收账款周转率对比(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

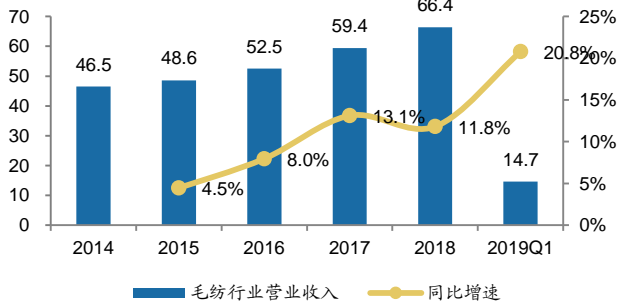
三、部分子行业关键指标统计

1、毛纺行业

毛纺行业在2018年实现营收66.4亿元, 同比增长11.8%, 相较于2017年行业收入端增速小幅回落, 2019年一季度实现营收14.7亿元, 同比增长20.8%, 增速有所加快。2018年主要受宏观经济压力, 同时原材料大幅波动, 销量受到影响, 2019年一季度有所恢复。

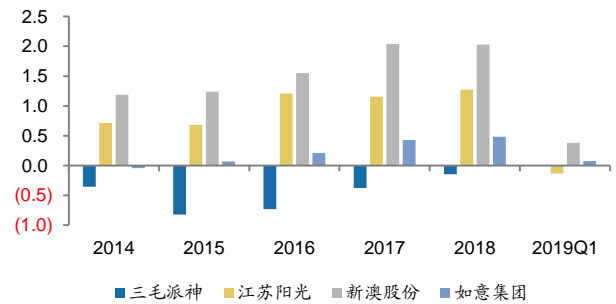
毛纺行业业绩分化现象突出，强者恒强，通过对比主要毛纺公司过去几年净利润情况，可以发现新澳股份业绩领跑行业，而三毛派神一直处于亏损状态。毛纺行业业绩分化的主要原因在于高端客户的把握能力，中低档羊毛制品不断地被人造纤维产品替代，而高档羊毛产品具备稳定的市场地位。

图41: 毛纺行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

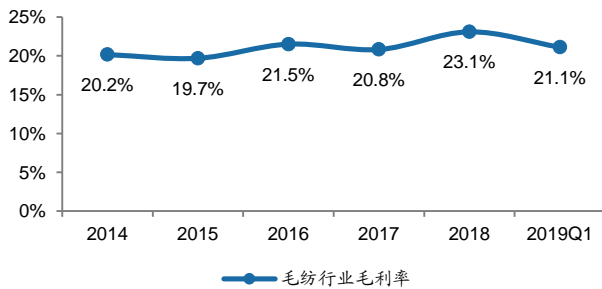
图42: 毛纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

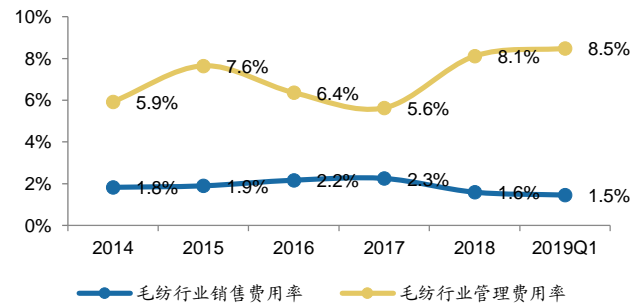
毛纺行业的盈利能力有所增强，2017年、2018年、2019年一季度的毛利率分别为20.8%、23.1%、21.1%，销售费用率分别为2.3%、1.6%、1.5%，管理费用率分别为5.6%、8.1%、8.5%，行业竞争相对激烈。

图43: 毛纺行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

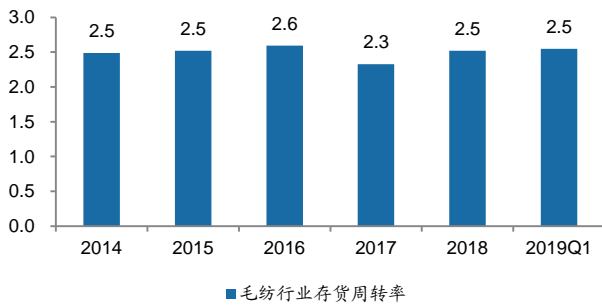
图44: 毛纺行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

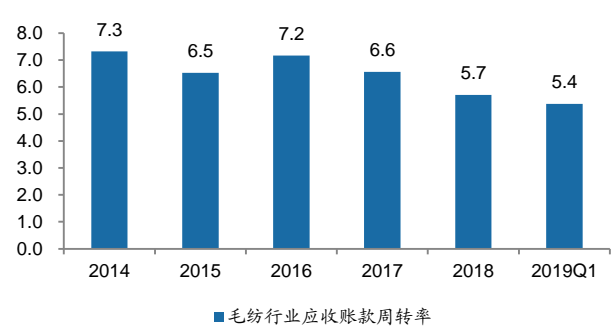
毛纺行业2018年存货周转率达到2.5。相比于2017年有一定幅度提高，2019年一季度存货周转率维持在2.5。毛纺行业应收账款周转率出现较大程度下滑，2017年、2018年、2019年一季度的应收账款周转率分别为6.6、5.7和5.4，应收账款周转率走低反映了行业下游景气度较低。

图45: 毛纺行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图46: 毛纺行业应收账款周转率 (次)



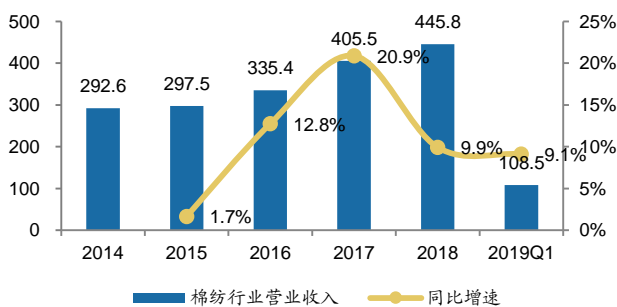
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

2、棉纺行业

棉纺行业在2018年实现营收445.8亿元, 同比增长9.9%, 2019年一季度实现营收108.5亿元, 同比增长9.1%, 2018年实现净利润27.7亿元, 同比增长7.0%, 2019年一季度实现营收5.1亿元, 同比增长10.9%。

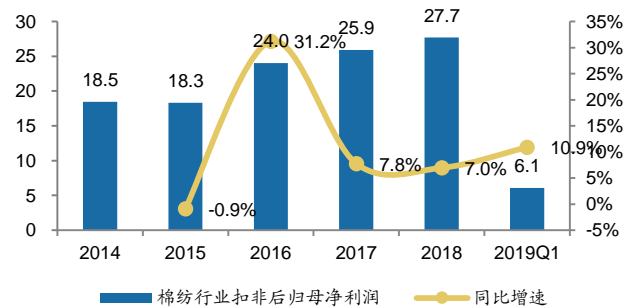
棉纺行业增速由2017年高增长切换至2018年低速增长, 同时净利润增速低于营收增速主要是因为: 1) 2018年棉花价格从年中起开始下行, 龙头企业有一定量棉花库存, 因此当棉花价格走弱时库存成本较高, 产品价格跟着棉花价格下降带动了企业毛利率的下降; 2) 2018年上半年人民币汇率仍处高位, 不利于提升棉纺企业的毛利率, 2018年下半年人民币持续贬值一定程度上缓解了以出口为主的棉纺企业的压力; 3) 部分企业受中美贸易摩擦影响, 下游客户下单谨慎, 部分订单往海外转移影响了需求。2019年一季度有所企稳, 主要由于中美贸易摩擦有所缓和, 下游订单有一定程度恢复, 同时人民币汇率较上年同期有所贬值。

图47: 棉纺行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

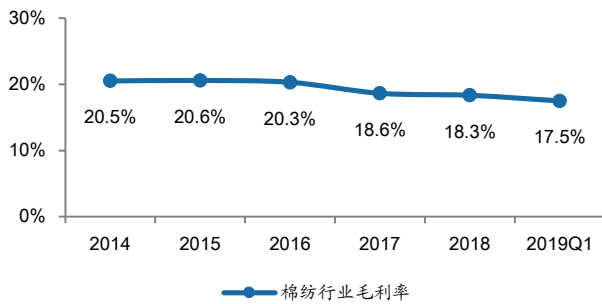
图48: 棉纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

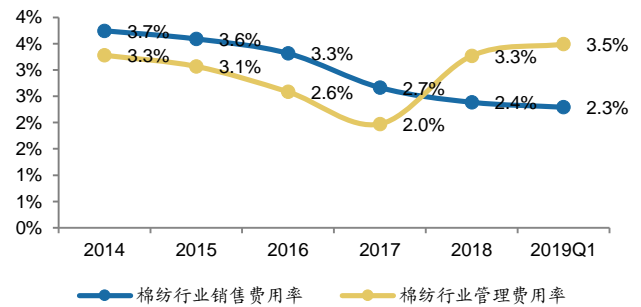
从整体看, 棉纺企业的毛利率呈下降趋势。2017年、2018年、2019年一季度的毛利率分别为18.6%、18.3%、17.5%。2018年企业降成本力度加强, 行业销售费用率为2.4%, 下降了0.3个百分点。但是行业管理费用率有所上升 (部分由于2017和2018管理费用率口径不同导致, 2017年管理费用数据为原始报表中管理费用扣减研发支出, 口径与2018年并不完全相同)。

图49: 棉纺行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

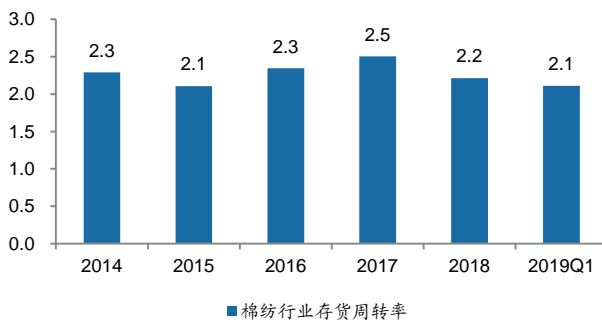
图50: 棉纺行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

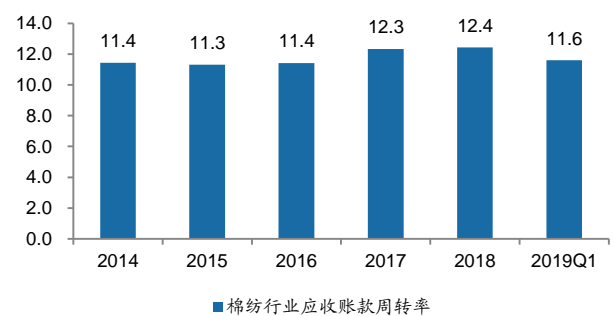
棉纺行业2018年、2019年一季度存货周转率分别为2.2和2.1, 较2017年出现明显下降, 部分由于企业趁棉价下降时囤积棉花和棉纱导致库存有所增加, 应收账款周转率分别为12.4和11.6, 相对于2017年小幅波动, 整体保持平稳。

图51: 棉纺行业存货周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图52: 棉纺行业应收账款周转率(次)

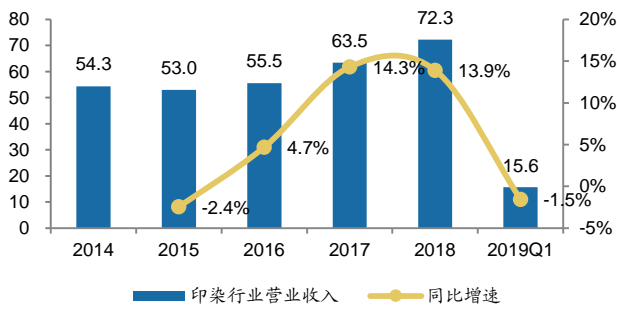


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

3、印染行业

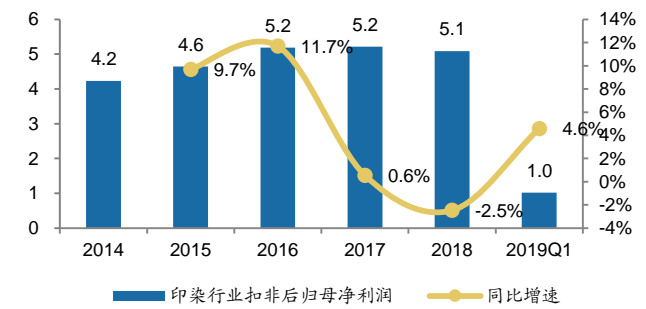
印染行业在2018年实现营收72.3亿元, 同比增长13.9%, 2019年一季度实现营收15.6亿元, 同比下降1.5%, 2018年实现净利润5.1亿元, 同比下降2.5%, 2019年一季度实现净利润1.0亿元。同比增长4.6%。印染行业整体利润增速不及收入增速的原因主要由于2019年一季度化工企业安全排查(化工事故频发)导致染料价格大幅上涨, 印染企业提价相对滞后, 成本上涨没有完全转嫁, 且近年来环保要求提高, 政府加强对印染企业环保监督, 环保治理成本提升, 企业有关费用因此增加。

图53: 印染行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

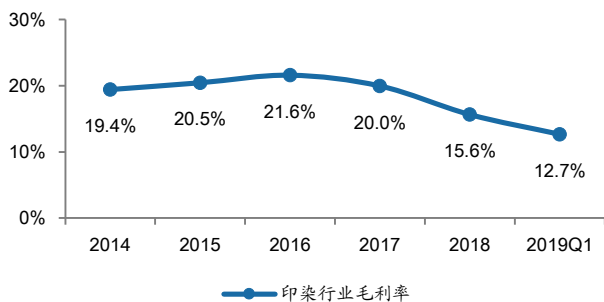
图54: 印染行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

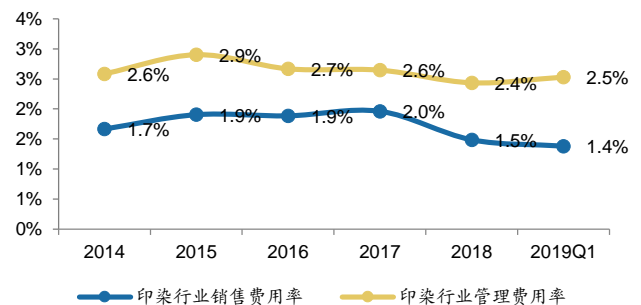
印染行业2017年、2018年、2019年一季度的毛利率分别为20.0%、15.6%和12.7%，受原材料涨价冲击，印染企业的毛利率有所下降，另外印染龙头航民股份并购低毛利的黄金业务导致整体毛利率下降（无法从财报中有关数据单独拆出印染业务周转率情况）。印染行业2018和2019年一季度的销售费用率分别为2.4%、2.5%，相对平稳，管理费用率分别为1.5%和1.4%。

图55: 印染行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

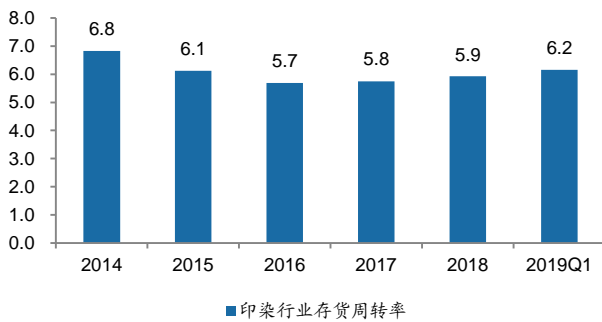
图56: 印染行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

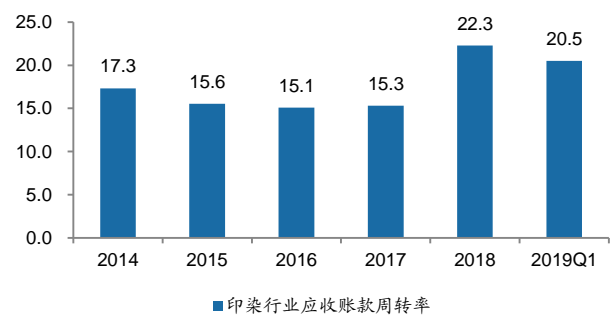
印染行业近两年存货周转率起底回升，2018和2019年一季度年存货周转率提升至5.9和6.2，应收账款周转率提升至22.3和20.5，存货方面印染企业因染料成本上升加大了原材料库存储备，另外由于航民股份新增黄金珠宝饰品业务导致相关数据口径变化（无法从财报中有关数据单独拆出印染业务周转率情况）

图57: 印染行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图58: 印染行业应收账款周转率 (次)



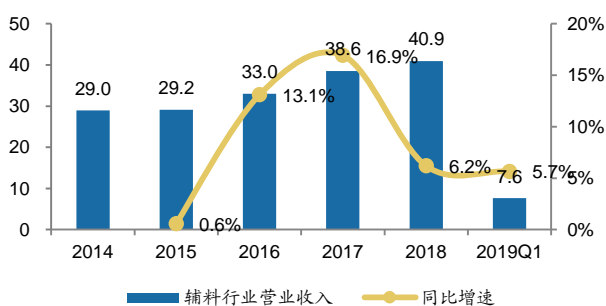
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

4、辅料行业

辅料行业在2018年实现营收40.9亿元, 同比增长6.2%, 2019年一季度实现营收7.6亿元, 同比增长5.7%, 18年实现净利润4.1亿元, 同比下降2.4%, 2019年一季度实现净利润0.1亿元, 同比下降29.8%。

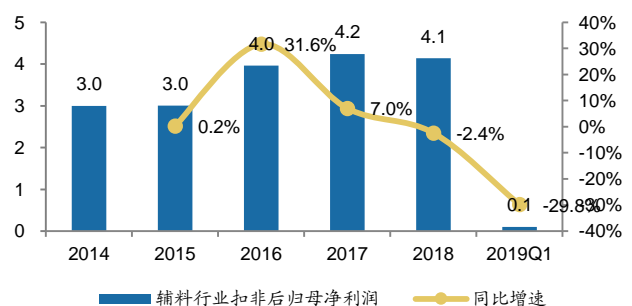
辅料行业2018年及2019年一季度收入同比增长但净利润出现了下滑, 2019年一季度表现尤为明显, 净利润增速不及收入增速主要是拉链纽扣业务部分受到国际竞争环境影响, 产品结构有所变化, 同时行业公司之一浔兴股份跨境电商业务下滑拖累整体净利润表现(一季度浔兴股份辅料业务数据无法拆出, 使用整体净利润口径) 辅料行业中也存在经营分化现象, 伟星股份作为行业龙头, 无论是收入增速还是盈利能力都居于行业领先地位, 与其他竞争对手慢慢拉开差距。

图59: 辅料行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

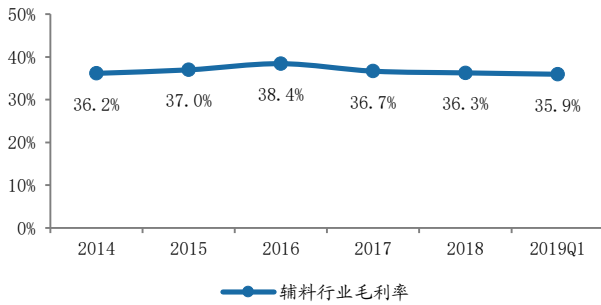
图60: 辅料行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

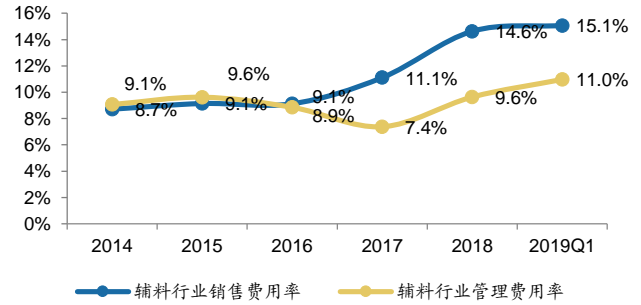
2018年度, 由于产品结构变化, 辅料行业毛利率为36.3%, 比2017年略有下滑, 2019年一季度, 辅料行业毛利率继续下降至35.9%, 一季度毛利率下降有季节性影响, 淡季毛利率一般较低。辅料行业的销售费用率和管理费用率均呈上升趋势, 2018费用率的快速提升由于浔兴股份并表了跨境电商业务, 并表期间较2017年增加, 因此费用率并不具备显著意义(因为数据披露所限, 未能将这块业务影响拆解出来)。

图61: 辅料行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

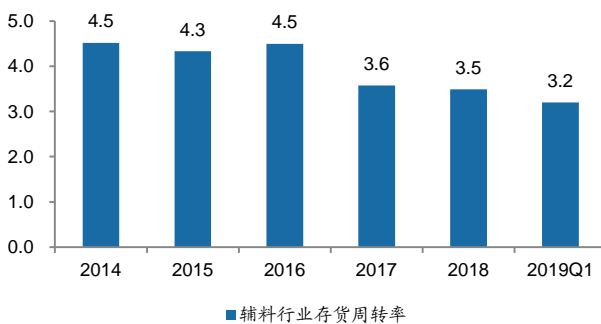
图62: 辅料行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

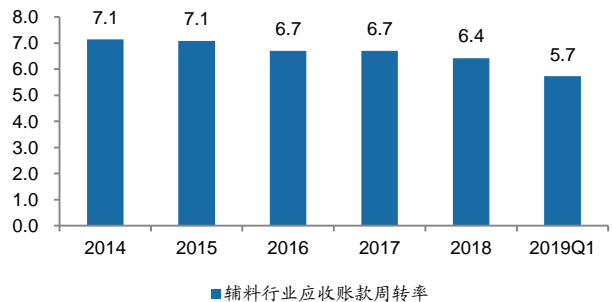
辅料行业2016年以前存货周转率基本保持稳定, 2017年存货周转率开始下降受得兴股份并表跨境电商业务影响而出现波动, 2018和2019年一季度存货周转率分别为3.5和3.2。2018和2019年一季度应收账款周转率分别为6.4和5.7, 较2017有所下降。

图63: 辅料行业存货周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图64: 辅料行业应收账款周转率(次)

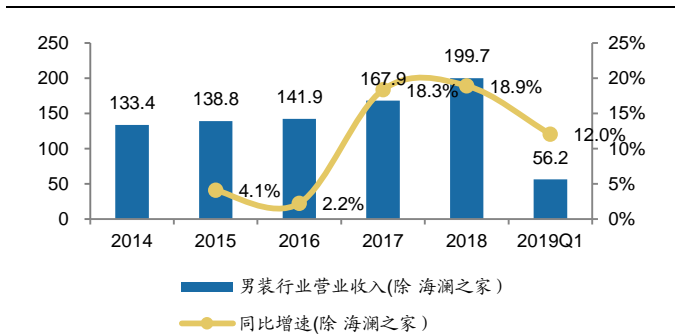


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

5、男装行业

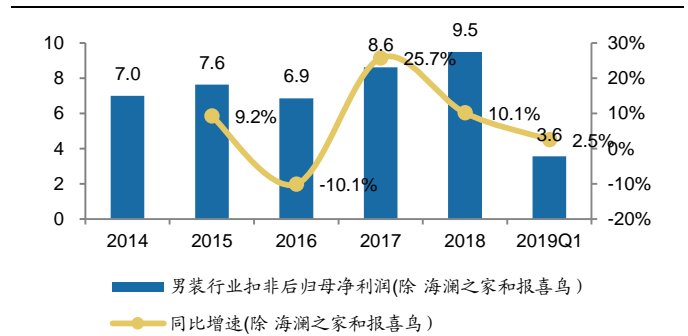
男装行业在2018年实现营收199.7亿元, 同比增长18.9%, 2019年一季度实现营收56.2亿元, 同比增长12.0%, 2018年实现净利润9.5亿元, 同比增长10.1%, 2019年一季度实现净利润3.6亿元, 同比增长2.5%。业绩增速较2017年持续放缓, 主要是2018年下半年受到宏观经济下行压力影响, 终端消费需求低迷, 2019年一季度还受到上年同期基数较高, 春节错位等因素的影响。

图65: 男装行业收入情况 (除海澜之家, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

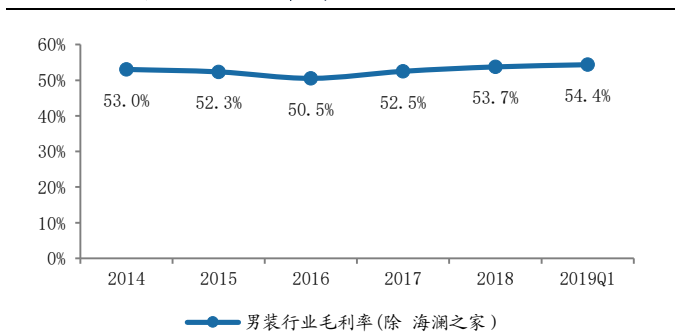
图66: 男装行业净利润 (扣非后归母, 除海澜之家和报喜鸟, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

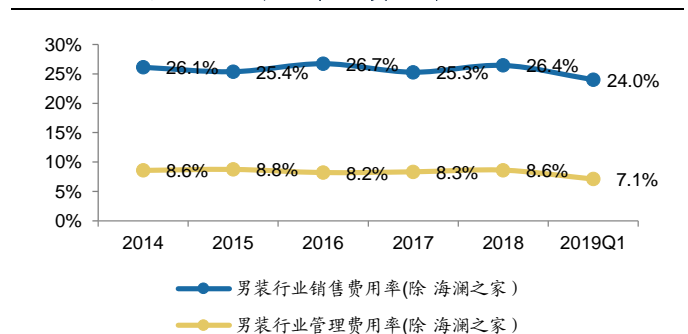
男装行业销售毛利率自2017年起企稳回升, 主要是由于大部分公司毛利率保持稳定, 个别公司受较高毛利率线下直营业务收入占比提升影响。男装行业销售费用率和管理费用率在2018年略有上升, 分别从2017年的25.3%和8.3%上升至2018年的26.4%和8.6%, 2019年一季度销售费用率和管理费用率分别为24.0%和7.1%。

图67: 男装行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

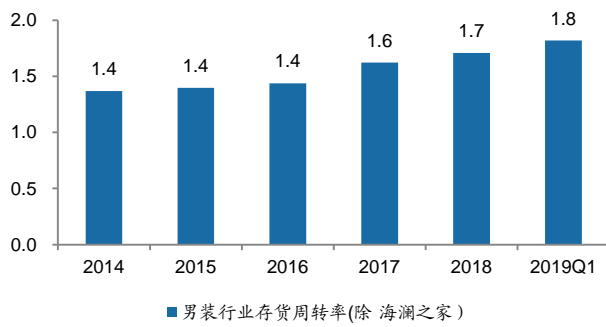
图68: 男装行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

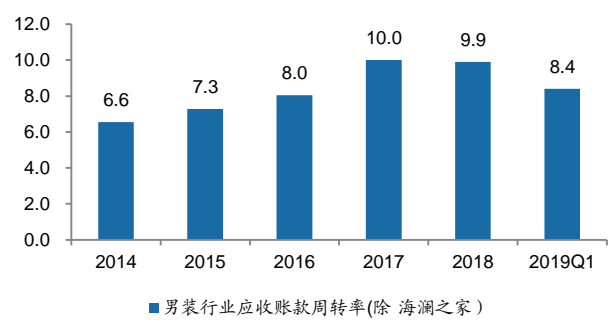
男装行业存货周转率持续改善, 2017年、2018年、2019年一季度存货周转率分别为1.6、1.7、1.8, 反映出直营渠道库存控制情况良好。应收账款周转率2018年和2019年一季度分别为9.9和8.4, 较2017年有所放缓, 预计和终端销售转弱, 加盟商经营压力高于直营有关。

图69: 男装行业存货周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图70: 男装行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

经过一定时期的调整后, 男装行业渠道开始企稳回升, 2018年海澜之家总渠道数达到5297家, 同比增长17.63%, 2019年一季度进一步增加到5369家。2017-2019年一季度, 红豆股份渠道由1093家增加到1340家, 九牧王直营和经销渠道均有增长, 总渠道由2633家增加到2760家。同店方面, 男装品牌同店数据在2018年和2019年一季度出现了较为明显的下滑, 一方面由于男装行业受整体经济环境下滑影响, 另一方面由于开店速度较快导致直营门店渠道增加较多也使得同店数据下降。

表 2: 男装行业渠道统计(个)

行业	公司	渠道	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
男装	海澜之家	直营	2	6	8	31	181	195
		经销	3346	3511	4229	4472	5116	5174
		合计	3348	3517	4237	4503	5297	5369
	红豆股份	直营		57	84	57	66	62
		加盟		718	829	1036	1272	1278
		合计		775	913	1093	1338	1340
	九牧王	直营	871	877	889	797	901	906
		加盟	2074	1915	1890	1836	1873	1854
		合计	2945	2792	2779	2633	2774	2760

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 3: 男装行业同店数据(万元)

细分行业	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1	2019Q1
男装	海澜之家	302.42	366.08	331.16	327.73	285.89	105.88	93.00
	同比		21.05%	-9.54%	-1.04%	-12.77%		-12.17%
	红豆股份	94.06	124.47	132.40	195.22	189.02	82.02	74.35
	同比			6.37%	47.45%	-3.18%		-9.34%
	九牧王	79.51	87.55	91.31	109.24	103.47	37.51	34.04
	同比		10.11%	4.29%	19.64%	-5.29%		-9.27%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 除海澜之家外, 同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得, 海澜之家用品品牌总收入除以品牌总店铺数

6、女装行业

女装行业在2018年实现营收81.6亿元，同比增长11.3%，2019年一季度实现营收34.6亿元，同比增长9.7%，2018年实现净利润11.0亿元，同比下滑4.4%，2019年一季度实现净利润4.0亿元，同比下降10.1%。

2018年及2019年一季度女装收入增速略有下滑，主要受到宏观经济下行压力影响，终端销售走弱，但整体表现好于服装家纺板块，主要由于大部分公司属于高端女装，VIP销售占比高，且客群购买力受经济影响较小，但净利润波动较大，主要由于直营占比高，费用相对刚性，收入增速稍有放缓，费用率大幅上升影响。

图71：女装行业收入情况（亿元）

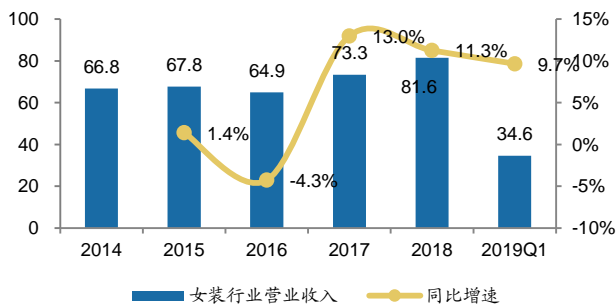
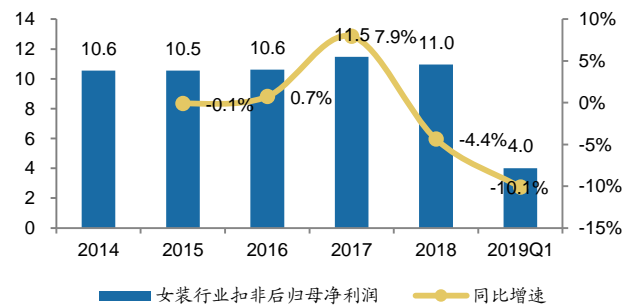


图72：女装行业净利润（扣非后归母，亿元）



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

女装近年来毛利率稍有下降，主要由于产品价格带有所拉宽，性价比提高。销售费用率和管理费用率有所上升主要是直营占比高，费用相对刚性，收入增速放缓，导致费用率上升明显。存货周转率和应收账款周转率2018年和2019年一季度较2017年基本保持平稳，反映终端库存并未大幅上升，整体保持良性。

图73：女装行业毛利率情况

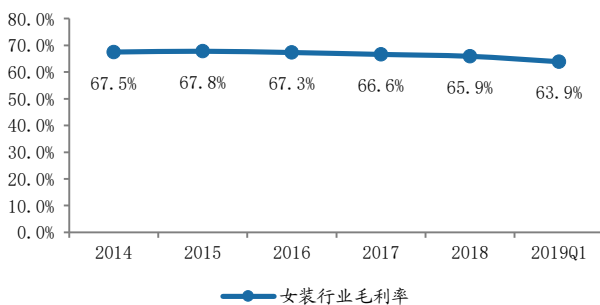
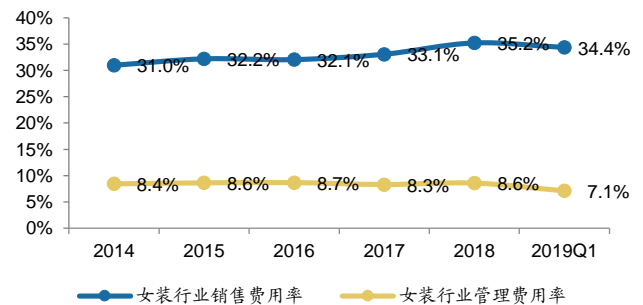


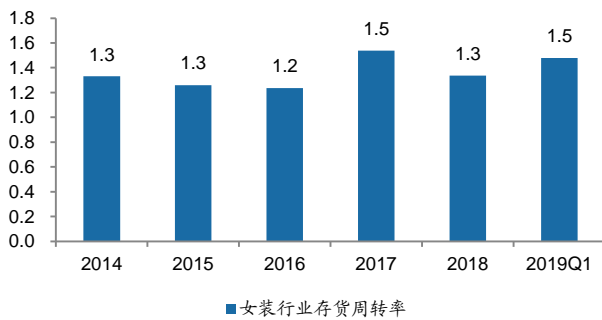
图74：女装行业费用率



数据来源：Wind; 广发证券发展研究中心

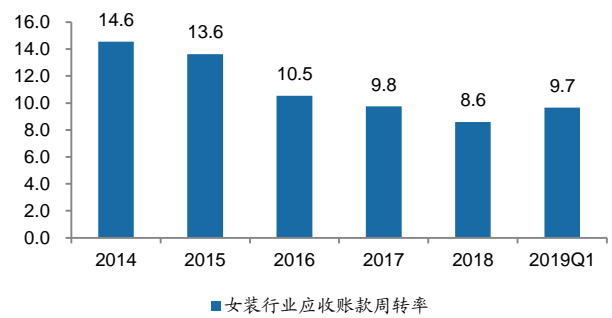
数据来源：Wind; 广发证券发展研究中心

图75: 女装行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图76: 女装行业应收账款周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

除维格娜丝主品牌外, 其余女装公司在2018年均实现了渠道增长, 从渠道增长类型看, 基本均以直营渠道增长为主, 反映经济下行压力背景下, 加盟商经营能力相对较弱。2019年一季度渠道增长略有分化, 主要受到开关店时间错位影响, 通常开店旺季在二三季度。同店方面, 多数女装公司在2018年实现了同店增长, 但是2019年一季度由于上年基数较高, 且经济下行压力自2018年下半年体现, 所以女装同店增长均为负值。

表 4: 女装行业渠道统计 (个)

行业	公司	渠道	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
女装	朗姿股份	直营		317	294	316	378	-
		加盟		169	151	138	127	-
		合计		486	445	454	505	-
	维格娜丝	直营	299	205	179	158	151	150
		加盟	36	15	10	4	2	2
		合计	335	220	189	162	153	152
	歌力思	直营	160	161	206	239	275	277
		加盟	194	186	268	294	317	314
		合计	354	347	474	533	592	591
	安正时尚	直营		270	312	336	359	346
		加盟		645	550	581	614	611
		合计		915	862	917	973	957
日播时尚	直营		161	179	247	315	311	
	加盟		766	707	742	752	730	
	合计		927	886	989	1067	1041	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 5: 女装行业同店数据持续提升 (万元)

细分行业	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1	2019Q1
	朗姿股份		330.09	260.44	275.60	302.57	-	-
	同比			-21.10%	5.82%	9.79%		
	维格娜丝		369.93	379.07	488.77	563.62	129.72	121.33
	同比			2.47%	28.94%	15.31%		-6.47%
女装	歌力思	283.53	327.81	333.54	446.77	458.48	118.23	117.88
	同比		15.62%	1.75%	33.95%	2.62%		-0.30%
	安正时尚		135.16	170.39	193.61	230.77	59.65	52.44
	同比			26.07%	13.63%	19.19%		-12.09%
	日播时尚		170.51	180.01	154.87	140.56	53.85	43.20
	同比			5.57%	-13.97%	-9.24%	-	-19.78%

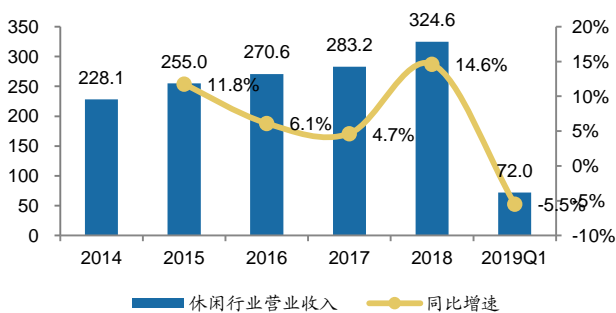
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得, 维格娜丝为主品牌同店数据

7、休闲服饰行业

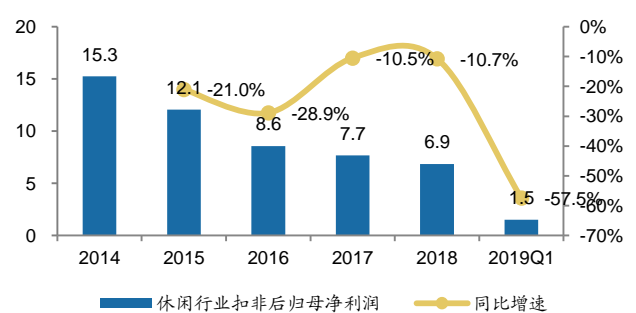
休闲服行业在2018年实现营收324.6亿元, 同比增长14.6%, 2019年一季度实现营收72.0亿元, 同比下降5.5%, 2018年实现净利润6.9亿元, 同比下滑10.7%, 2019年一季度实现净利润1.5亿元, 同比下降57.5%。休闲服行业2019年一季度收入和利润端出现下滑, 主要因为2019年过年提前(旺季消费时间缩短)、气候偏暖且终端零售不景气, 叠加2018年一季度基数较高, 导致休闲服行业收入下滑, 同时行业费用投入偏刚性, 导致利润端下滑幅度高于收入端。

图 77: 休闲服饰行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图 78: 休闲服饰行业净利润 (扣非后归母, 亿元)

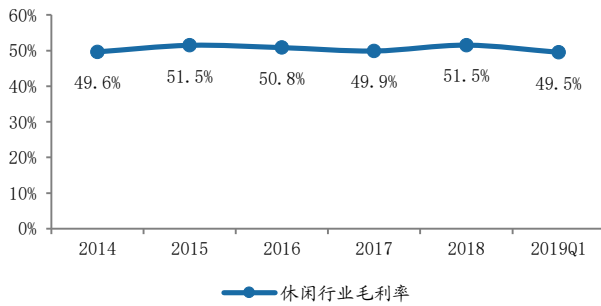


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

休闲服的毛利率在2018年为51.5%, 与2017年相比上升了0.6个百分点, 行业公司毛利率相对稳定, 高毛利的直营业务占比有所提升, 在2019年第一季度下降至49.5%。近三年销售费用率稳定上涨, 2018年度为33.9%, 2019年第一季度达到35.8%, 主要因为行业公司直营渠道占比提升, 因此相关销售费用成本提升, 管理费用率在2018年出现上升, 2018年和2019年第一季度分别为4.0%、4.7%。2018

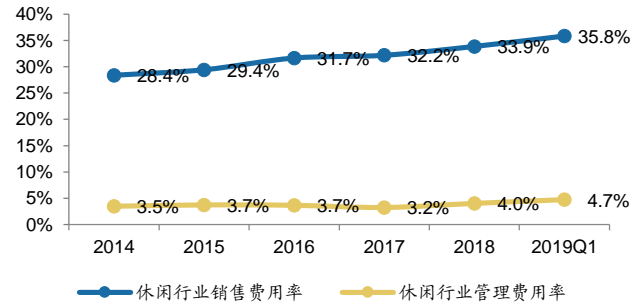
年以来，休闲服饰的存货周转率近年来呈下降趋势，应收账款周转率开始起底回升，一方面直营渠道占比提升导致行业公司存货增加，另一方面近年来行业公司加大了快反供应链的建设，经销商终端备货减少，渠道库存压力减轻

图79: 休闲服饰行业毛利率情况



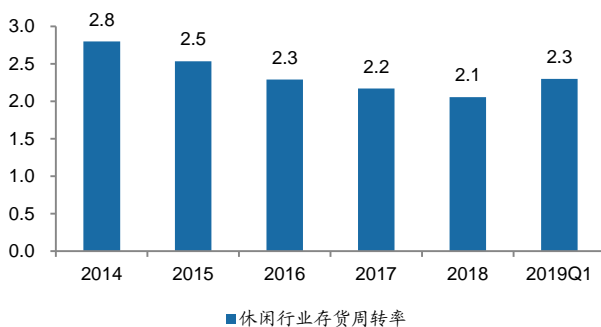
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图80: 休闲服饰行业销售、管理费用率



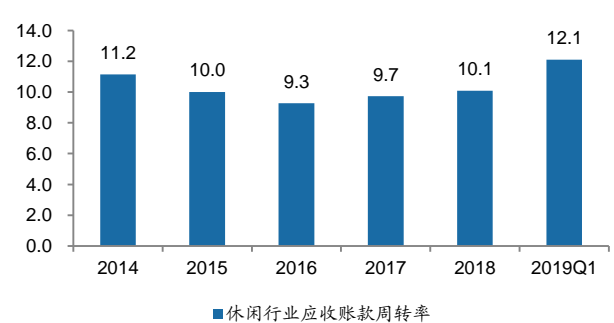
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图81: 休闲服饰行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图82: 休闲服饰行业应收账款周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

除拉夏贝尔外，休闲服品牌渠道数目在2018年基本均实现了增长，拉夏贝尔因为渠道集中在百货，在进行渠道的转型调整，太平鸟直营终端增长比例较高，并且2019年一季度继续增长，而加盟终端数量有所下降，主要因为太平鸟公司在2019年一季度对经销商门店进行了主动调整，提升终端门店的质量。太平鸟同店出现较大程度下滑，主要因为2019年一季度春节提前导致旺季销售时间缩短，且气候偏暖高客单价服装（羽绒服等）销售减少，叠加2018年一季度高基数导致，由于拉夏贝尔2018年和2019年一季度关闭了大量门店，同店数据增长明显。

表 6: 休闲行业渠道统计 (个)

行业	公司	渠道	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
休闲行业	森马服饰	直营						-
		经销						-
		合计			3674	3628	3830	-
	太平鸟	直营		943	1198	1271	1516	1550
		加盟		2651	3081	2980	3078	2958
		合计		3594	4279	4251	4594	4508
	拉夏贝尔	直营			8905	9435	9248	7633
		加盟			2	13	21	20
		合计			8907	9448	9269	7653

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 7: 休闲行业同店数据持续提升 (万元)

细分行业	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1	2019Q1
休闲行业	森马服饰			152.45	155.30	177.33		-
	同比				1.87%	14.19%		
	太平鸟		226.27	217.00	219.57	210.05	67.89	56.30
	同比			-4.10%	1.18%	-4.12%		-17.07%
	拉夏贝尔		87.77	85.61	80.79	91.60	24.22	26.40
	同比			-2.5%	-5.6%	13.4%		9.0%

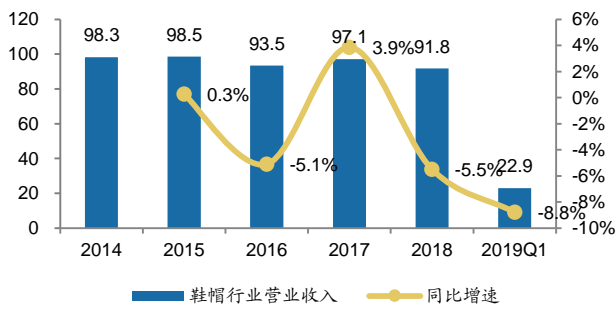
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 森马服饰用休闲服业务总收入除以休闲服业务总店铺数, 拉夏贝尔同店数据用全部线下收入除以总门店数 (拉夏贝尔经销店铺数较少, 一季度), 其他同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得

8、鞋帽行业

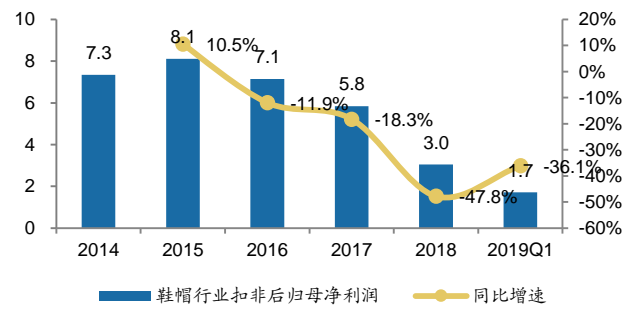
鞋帽行业在2018实现营收91.8亿元, 同比下降5.5%, 2019年一季度实现营收22.9亿元, 同比下降8.8%, 2018年实现净利润3.0亿元, 同比下滑47.8%, 2019年一季度实现净利润1.7亿元, 同比下降36.1%。鞋帽行业近年表现持续偏弱, 主要由于相关上市公司主业均以皮鞋为主, 但近年流行趋势是运动鞋和休闲鞋, 皮鞋消费持续低迷。

图83: 鞋帽行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

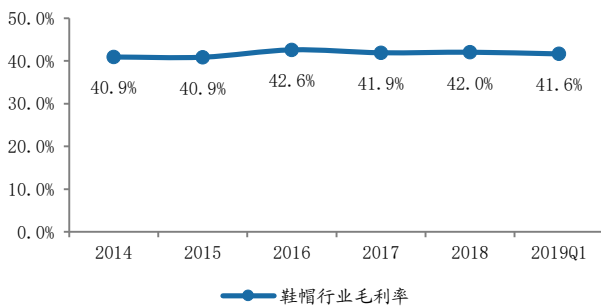
图84: 鞋帽行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

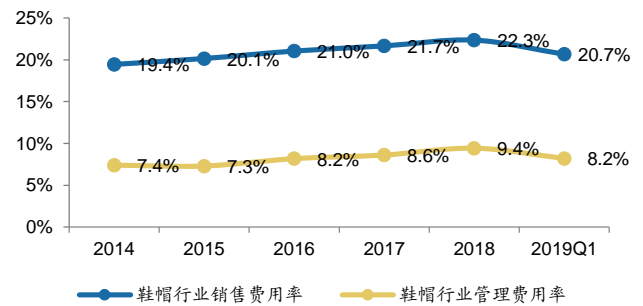
鞋帽行业2018年和2019年一季度毛利率分别为42%和41.6%，较2017年41.9%基本保持平稳。2018年销售费用率和管理费用率分别为22.3%和9.4%，分别较2017年上涨0.6个百分点和0.8个百分点。2019年一季度有所下降，分别为20.7%和8.2%。

图85: 鞋帽行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图86: 鞋帽行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

鞋帽行业近两年存货周转率有所上升，2018和2019年一季度存货周转率分别为2.1和2.2，较2017年的1.9改善较为明显。而应收账款周转率出现显著下降，2018和2019年一季度应收账款周转率下降至4.4和4.3，反映出直营渠道库存保持良性，加盟渠道由于经营能力偏弱，在终端销售疲弱的背景下，库存预计有所增加。

图87: 鞋帽行业存货周转率(次)

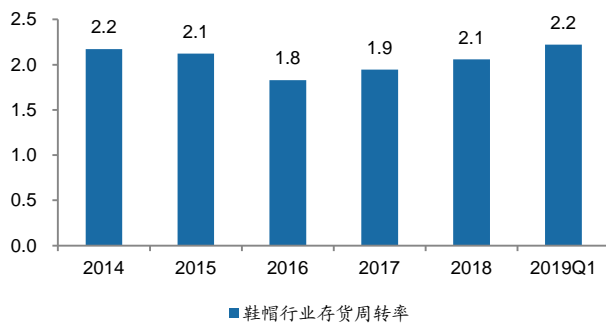
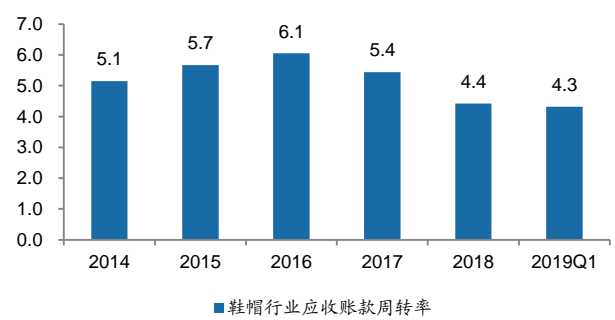


图88: 鞋帽行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

鞋帽行业大部分公司渠道数量持续减少,反映行业低迷情况下渠道管理以提升运营效率为主。同时大部分公司2018和2019年一季度终端销售继续面临较大压力,同店数据均出现10%左右的下滑。

表8: 鞋帽行业渠道统计(个)

行业	公司	渠道	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
	天创时尚	直营	1415	1429	1266	1286	1377	1362
		加盟	698	746	693	641	548	549
		合计	2113	2175	1959	1927	1925	1911
	哈森股份	直营			1516	1392	1292	1281
		加盟			340	305	296	296
		合计			1856	1697	1588	1577
	奥康国际	直营	1209	1231	1435	1352	1341	1314
		加盟	1686	1681	1713	1734	1648	1639
		合计	2895	2912	3148	3086	2989	2953
	红蜻蜓	直营	502	445	410	363	363	-
		加盟	3819	3695	3706	3812	3772	-
		合计	4321	4140	4116	4175	4135	-

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表9: 鞋帽行业同店数据持续提升(万元)

细分行业	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1	2019Q1
鞋帽	天创时尚		86.22	92.63	96.44	94.44	23.49	21.27
	同比			7.43%	4.11%	-2.07%		-9.45%
	哈森股份			86.87	90.84	89.42	25.63	22.82
	同比				4.57%	-1.56%		-10.96%
	奥康国际		166.34	146.40	112.09	109.48	41.93	38.00
	同比			-11.98%	-23.44%	-2.33%		-9.37%
	红蜻蜓	82.63	86.82	89.16	78.16	73.52	30.53	-

同比

16.97%

-1.56%

-

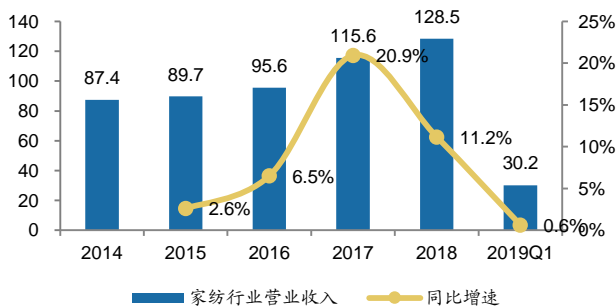
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得

9、家纺行业

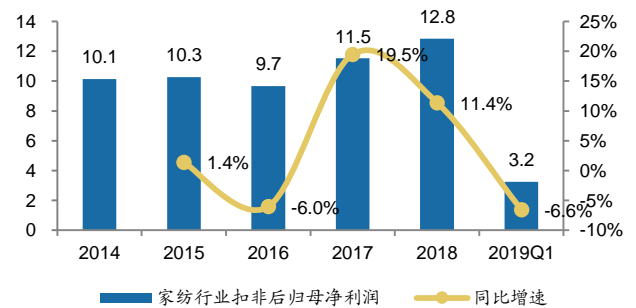
家纺行业在2018年实现营收128.5亿元，同比增长11.2%，2019年一季度实现营收30.2亿元，同比增长0.6%，2018年实现净利润12.8亿元，同比增长12.4%，19年一季度实现净利润3.2亿元，同比下降6.6%。家纺行业业绩持续走弱，除了受到宏观经济下行压力影响外，还受到商品房销售2018年放缓影响，因为家纺几大需求中，占比三分之一不到的乔迁和婚庆需求和商品房销售相关。

图89：家纺行业收入情况（亿元）



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

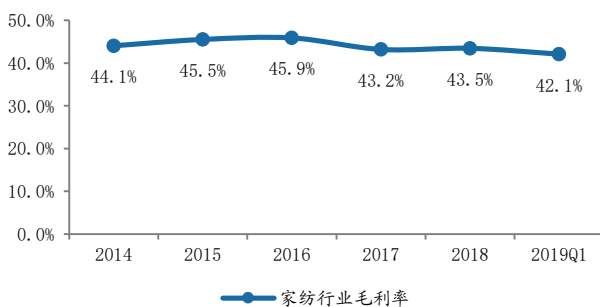
图90：家纺行业净利润（扣非后归母，亿元）



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

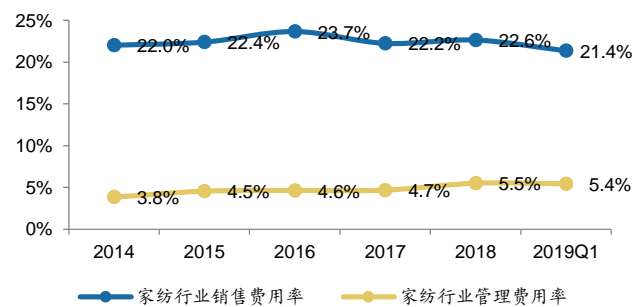
家纺行业的毛利率在2018年基本持平，为43.5%。2019年第一季度下降1.4个百分点，至42.1%，主要由于部分公司较低毛利率电商业务占比提高所致。2018年销售费用率和管理费用率分别上升至22.6%和5.5%，2019年第一季度销售费用率和管理费用率回落。整体费用控制较好。

图91：家纺行业毛利率情况



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

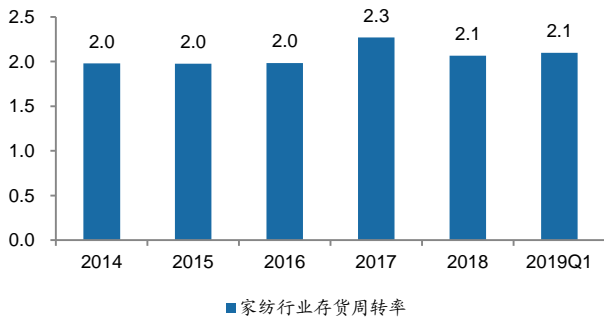
图92：家纺行业销售、管理费用率



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

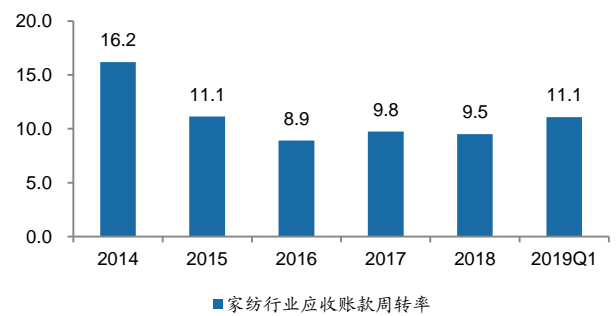
家纺行业近年来存货周转率和应收账款周转率基本保持平稳，2017年、2018年、2019年一季度存货周转率为2.3、2.1、2.1，应收账款周转率为9.8、9.5、11.1。

图93: 家纺行业存货周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图94: 家纺行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

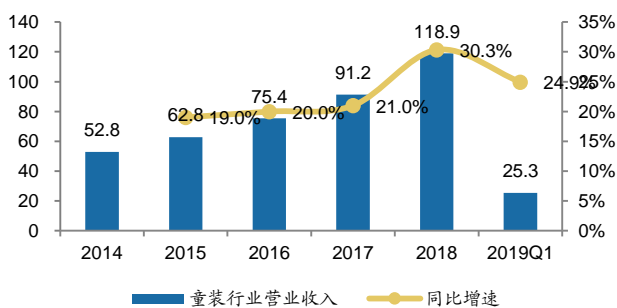
10、童装行业

童装行业维持高景气度,因为品牌化起步较晚,而市场集中度提升空间大,所以龙头童装公司业绩维持高速增长,2018年童装行业实现营收118.9亿元,同比增长11.3%,19年一季度童装行业实现营收25.3亿元,同比增长24.9%。扣非后归母净利润分别为10.5亿元和2.8亿元,同比增长8.9%和4.1%

童装行业的毛利率趋稳,2018和2019年一季度毛利率分别为43.1%和43.5%。

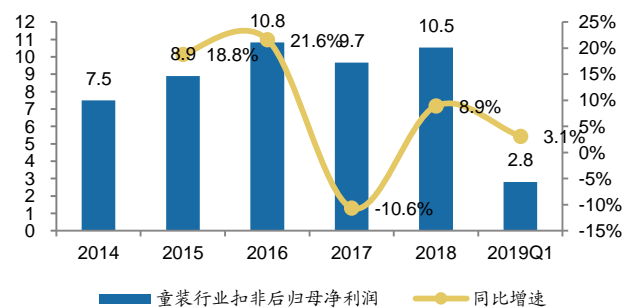
2018年童装行业销售费用率和管理费用率均有所上升,分别为25.2%和5.9%,较上年同期上升了1.9个百分点和0.8个百分点。2018年存货周转率和应收账款周转率与多数服装家纺板块趋势一致,出现一定程度的下降。

图95: 童装行业收入情况(亿元)



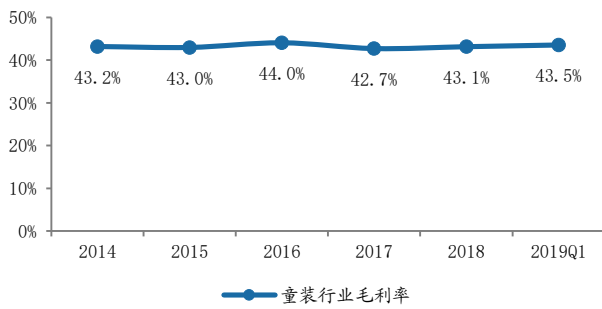
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图96: 童装行业净利润(扣非后归母,亿元)



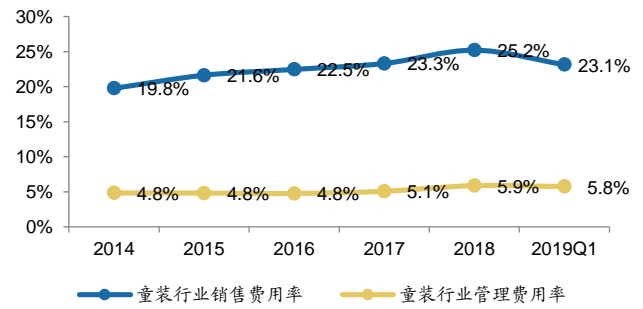
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图97: 童装行业毛利率情况



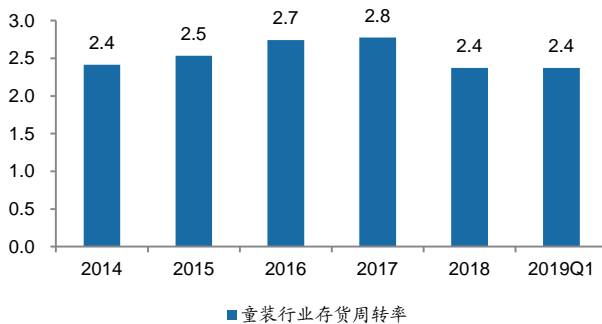
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图98: 童装行业销售、管理费用率



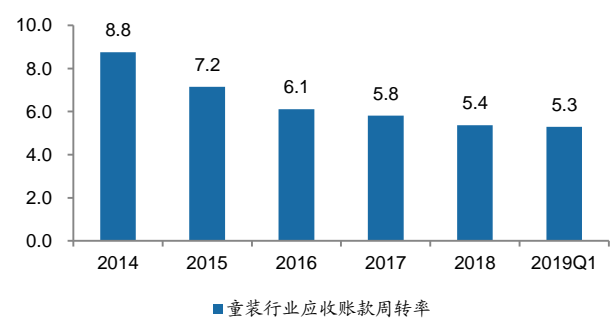
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图99: 童装行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图100: 童装行业应收账款周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

童装行业巴拉巴拉在较高基数下, 渠道保持快速增长, 而安奈儿和金发拉比的渠道数量略有下降, 主要为加盟渠道数量下降, 反映出巴拉巴拉在渠道方面优势明显。 同店方面, 巴拉巴拉和安奈儿2018年同店均保持双位数增长。

表 10: 童装行业渠道统计 (个)

行业	公司	渠道	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
巴拉巴拉		直营					-	-
		经销					-	-
		合计			4578	4795	5293	-
安奈儿		直营			970	974	990	-
		加盟			488	461	385	-
		合计			1458	1435	1433	-
金发拉比		直营				162	253	-
		加盟				1232	1115	-
		合计				1394	1368	-

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 巴拉巴拉渠道=(森马服饰儿童服业务总渠道数-kidiliz 渠道数)

表 11: 童装行业同店数据持续提升 (万元)

细分行业	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1	2019Q1
童装行业	巴拉巴拉			109.24	131.84	152.56	-	-
	同比				20.69%	15.72%		
	安奈儿			47.82	50.80	64.17		-
	同比				6.23%	26.32%		

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 除了森马服饰, 其他同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得, 巴拉巴拉同店 = (森马服饰儿童服业务总收入 - kidiliz 业务收入) / (森马服饰儿童服业务总渠道数 - kidiliz 渠道数)

四、总结和投资建议

1、纺织制造板块: 2018 年受人民币汇率波动, 中美贸易摩擦, 国内下游消费转弱影响, 业绩走弱, 2019 年一季度有所复苏

2018年, 纺织制造板块实现营业收入749.2亿元, 同比增长9.7%, 实现净利润47.4亿元, 同比增长7.1%, 2019年一季度, 纺织制造板块实现营业收入174.9亿元, 同比增长9.7%, 实现净利润8.8亿元, 同比增长9.4%。

纺织制造板块2018年增长面临压力的主要原因有: 1) 国内宏观经济下行压力影响服装家纺消费, 进而影响上游需求; 2) 中美贸易摩擦, 下游客户出于避险考虑订单往东南亚转移, 导致整体需求有所放缓; 3) 继续贯彻去杠杆政策, 企业融资环境较差; 4) 环保要求趋严, 人工、社保等成本刚性上涨; 5) 2018上半年人民币兑美元处于高位, 影响出口为主的纺织制造企业的收入和盈利。

纺织制造板块2019年一季度增长有所复苏的原因有: 1) 中美贸易摩擦趋缓, 下游订单有所恢复; 2) 2019年一季度人民币兑美元汇率较上年同期编制; 3) 棉花等原材料价格保持稳定。

2、服装家纺板块: 2018 年受经济下行, 终端消费走弱的影响, 业绩有所回落, 2019 年一季度在上年同期高基数背景下, 仍存压力

2018年, 服装家纺板块实现营业收入1526.2亿元, 同比增长6.7%, 实现净利润82.1亿元, 同比下滑-9.2%, 2019年一季度, 服装家纺板块实现营业收入562.4亿元, 同比增长3.4%, 实现净利润41.1亿元, 同比下降6.2%。

服装家纺板块2018年业绩走弱的主要原因: 1) 2018年下半年伴随中美贸易摩擦加剧, 国内经济面临下行压力, 终端消费低迷; 2) 2018上半年终端销售良好, 部分企业备货积极, 下半年需求转弱后, 库存压力有所增加, 打折促销力度加大; 3) 2018年四季度南方城市一度有暖冬的情况, 影响冬装的销售。

服装家纺板块2019年一季度业绩继续承压的主要原因: 1) 去年大部分公司业绩前

高后低，基数较高；2）除了宏观经济压力外，2019年春节较2018年提前，影响了一周左右的旺销时间；3）今年1-2月全国各线城市气温平均高于去年，特别是春节后南方持续降雨，预计也在一定程度上影响了服装类产品的销售（冬季产品的动销受气温影响较大，另外作为主要渠道之一的街铺的销售受降雨影响较大）。

3、投资建议

纺织制造板块：关注出口业务占比高，有海外产能布局的企业。另外关注受益棉价上涨的企业。企业进行海外产能布局除了能够享受成本以及税收优势外，还能在一定程度上有效抵御中美贸易摩擦的风险（一方面下游客户订单有向海外转移的趋势，另一方面借道海外产能向美国出口，避免被征收惩罚性关税）。2019年上半年人民币对美元汇率低于上年同期，利好以出口业务为主的纺织制造企业。人民币贬值情况下，如果原材料在国内采购，订单以美元计价，收入和利润将显著提升。近期农产品板块较为活跃，有宏观预期改善，也有资金推动的影响，因此虽然短期棉花供求比较稳定，但也不排除未来上涨的可能，因此受益棉价上涨的棉纱类公司，特别是自身业绩不错，估值较低的公司值得关注。

建议关注：鲁泰A、新野纺织、健盛集团、华孚时尚、百隆东方等。

服装家纺板块：服装家纺板块建议关注高景气子行业龙头，亦可关注大众高性价比服饰龙头、技术研发积累深厚的专业服饰龙头（含轻奢龙头）。一季度服装家纺板块仅运动和童装子行业较为景气，户外子行业有复苏迹象，其它子行业均有一定承压，但高端品牌整体好于中端品牌，龙头公司好于非龙头。同时借鉴日本经验，90年代经济零增长、服装零售负增长时，有两类公司受益集中度提升穿越周期，一是大众高性价比服饰龙头，二是定位细分市场（如运动鞋、内衣、袜类），技术研发积累深厚的专业服饰龙头。借鉴美国经验，轻奢龙头虽与经济有相关性，但整体表现仍较乐观，未有断崖式下跌，增长有持续性。

建议关注：比音勒芬、森马服饰、海澜之家、歌力思、探路者、富安娜、罗莱生活等。

风险提示

1、宏观经济下滑

经济持续下滑，则会影响到终端消费，如果终端消费持续低迷，则对整个服装消费有很大影响，一旦下游销售渠道不畅，则整个行业都将受到影响。

2、汇率波动风险

如果人民币汇率大幅升值，则会影响到国内纺织企业的竞争力。在行业已经成熟、经营趋于稳定的阶段，外部经营环境变化对行业和公司都有很大影响。

3、劳动力成本上升风险

纺织服装是劳动密集型行业，而且短期内也较难完全实现机械化、智能化生产，如果国内劳动力成本大幅上升，则对行业有不利影响。

4、原材料价格大幅波动风险

如果纺织服装行业原材料价格出现大幅波动，则有可能对行业正常的生产经营活动造成一定扰动，或者影响产品销售毛利率，或者影响生产销售业务效率

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 赵颖婕：联系人，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。