

纺织服装

行业分析

2018年报及2019年一季度报总结：一季度增速同比平稳，期待Q2消费持续改善

投资要点

- ◆ **资产减值损失影响18A净利润，19Q1营收净利同比平稳：**SW纺织服装板块2018年实现营业收入同比增长6.86%；实现归母净利润同比下降35.19%。2018年四季度以来营收增速保持同比平稳趋势，2019年一季度纺织服装板块实现营业收入同比增长1.10%。受存货跌价损失、商誉减值以及四季度温暖天气影响冬装销售等因素影响，四季度纺织服装行业净利润大幅下降，一季度纺织服装业绩保持同比平稳态势，实现归母净利润同比增长2.70%，利润增速环比好转。
- ◆ **服装家纺：一季度男装营收增速平稳，净利润增速回暖：**营收方面，男装增速较2017年回暖，其余品类增速均有所下滑。净利润方面，休闲、鞋帽、家纺品类2018年净利润增速较好，男装一季度增速回暖。服装家纺板块2017年、2018年四季度出现较大幅度资产减值，与服装行业库存清理有关，2019年一季度在去年高基数影响下各品类增速表现不佳，未来增速仍需观察整体零售是否回暖。
- ◆ **纺织制造：一季度营收净利继续分化：**营收方面，2018年多数品类增速放缓，一季度丝绸品类营收增速回升，毛纺、棉纺品类增速保持平稳，印染、辅料营收增速明显放缓。净利润方面，2018年毛纺、棉纺、辅料品类净利润增速均有不同程度下降，2019年一季度有所回升，丝绸、印染净利润增速稳中有升。
- ◆ **终端零售增速或企稳回升，纺织服装出口持续分化：**2018年整体消费增速下降影响了纺织服装终端零售。目前，社零增速或存在企稳回升趋势，3月增速达至8.7%，较1至2月的8.2%回暖。一季度纺织服装出口同比下降1.8%。国内纺织服装出口持续分化，纺织品出口维持增长，服装出口下滑。
- ◆ **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，累计上涨11.02%，在所有申万一级行业中排名第23。目前纺织服装行业PE为18.67倍，略低于近1年均值。我们重点关注的公司，一季度营业收入、净利润均有放缓趋势，主要受社零增速较为缓慢以及高基数影响。
- ◆ **投资建议：**一季度，社会零售增速较去年四季度回升，限额以上剔除石油汽车零售增速回升，我国消费或存企稳回升趋势。3月限额以上纺服零售增速回暖。二季度起，较低的基数以及促进消费政策逐步落实，有望推动零售增速持续改善。我们建议关注以下几条投资主线：（1）业绩有保障的童装龙头森马服饰，印染龙头航民股份；（2）中长期业绩有望修复的中高端家纺龙头，罗莱生活；（3）有望受益于高端消费复苏的中高端女装企业，歌力思、安正时尚；（4）受益于电商销售较快增长的供应链平台企业，南极电商。
- ◆ **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. 并购资产业绩不达预期的风险；4. 促销费政策推进落实或不达预期；5. 中美贸易关系尚未企稳。

 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
600987	航民股份 买入-A
002293	罗莱生活 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

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.29	1.17	-18.28
绝对收益	-7.26	22.55	-13.85

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：一季度纺织行业景气符合预期，企业对二季度信心增强 2019-05-05
- 纺织服装：3月棉纺织景气指数环比回升，4月市场较3月略有平淡 2019-04-28
- 纺织服装：3月限额以上纺服零售增速回暖，期待Q2零售持续回暖 2019-04-21
- 纺织服装：3月我国纺织品出口同比上升、服装出口同比下降 2019-04-14
- 纺织服装：2月棉纺织行业景气指数周期性回落，3月景气指数回升概率较高 2019-04-07

内容目录

一、资产减值损失影响 18A 净利润，19Q1 营收净利同比平稳	4
(一) 净利润增速回暖，一季度保持同比平稳态势	4
(二) 毛利率持续提升，一季度净利率同比微升	5
(三) 竞争压力使销售费用率及期间费用率微升	6
(四) 存货及应收账款周转小幅放缓	7
(五) 资产减值损失影响 2018 年净利润	8
二、分行业财务分析	8
(一) 服装家纺板块财务分析	8
(1) 服装家纺板块一季度男装营收增速平稳，净利润增速回暖	9
(2) 服装家纺一季度期间费用率略有下行	10
(3) 服装家纺一季度净利率略有回升	10
(二) 纺织制造板块财务分析	11
(1) 纺织制造板块一季度营收净利继续分化	11
(2) 纺织制造期间费用率多数上升	12
(3) 毛利率有所下行，净利率略有上升	12
三、终端零售增速或企稳回升，纺织服装出口持续分化	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	4
图 2: 近五年一期纺织服装净利及其增长	4
图 3: 近五年一期纺织制造&服装家纺营收增速变化	4
图 4: 近五年一期纺织制造&服装家纺归母净利润增速变化	4
图 5: 近十二季度纺织服装营收及其增长	5
图 6: 近十二季度纺织服装净利及其增长	5
图 7: 近十二季度纺织制造&服装家纺单季度营收变化	5
图 8: 近十二季度纺织制造&服装家纺单季度净利变化	5
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	6
图 12: 近十二季度纺织制造&服装家纺单季净利率变化	6
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	7
图 16: 近十二季度纺织制造&服装家纺单季管理费用率	7
图 17: 近五年一期纺织制造&服装家纺财务费用率变化	7
图 18: 近十二季度纺织制造&服装家纺单季财务费用率	7
图 19: 2013 年至 2018 年纺织服装资产减值损失与净利润	8
图 20: 2013 年至 2018 年纺织服装坏账、存货及商誉减值损失	8
图 21: 近五年一期服装家纺营收年度同比增速	9
图 22: 近十二季度服装家纺营收单季同比增速	9

图 23: 近五年一期服装家纺净利年度同比增速	10
图 24: 近十二季度服装家纺净利单季同比增速	10
图 25: 近五年一期服装家纺年度销售费用率	10
图 26: 近五年一期服装家纺年度管理费用率	10
图 27: 近五年一期服装家纺年度毛利率	11
图 28: 近五年一期服装家纺年度净利率	11
图 29: 近五年一期纺织制造营收年度同比增速	11
图 30: 近十二季度纺织制造营收单季同比增速	11
图 31: 近五年一期纺织制造净利年度同比增速	12
图 32: 近十二季度纺织制造净利单季同比增速	12
图 33: 近五年一期纺织制造年度销售费用率	12
图 34: 近五年一期纺织制造年度管理费用率	12
图 35: 近五年一期纺织制造年度销售毛利率	13
图 36: 近五年一期纺织制造年度销售净利率	13
图 37: 我国社会消费品零售总额及其增长	13
图 38: 限额以上纺织服装及纺织类零售额同比增长	13
图 39: 2015 年来纺织出口累计金额及同比变化	14
图 40: 2015 年来服装出口累计金额及同比变化	14
图 41: 各板块 2019 年以来涨跌幅排行 (截止 2019 年 5 月 6 日)	14
图 42: 2010 年以来纺服板块的 PE (ttm) 走势	15
表 1: 存货及应收账款周转情况	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、资产减值损失影响 18A 净利润，19Q1 营收净利同比平稳

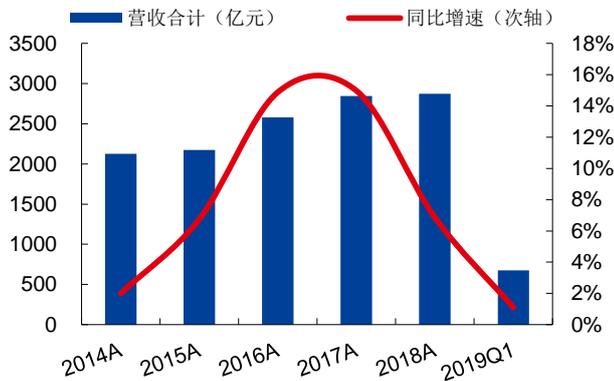
(一) 净利润增速回暖，一季度保持同比平稳态势

2018 年，我国城镇居民人均衣着支出同比增长 2.8%，2019 年一季度，人均衣着支出同比下降 0.8%。2018 年人均衣着支出占消费支出约 6.9%，占比较 2017 年的 7.2% 环比下降约 0.3pct，2019 年一季度人均衣着支出占比约 8.4%，较 18 年同期的 9.0% 同比下降约 0.6pct。

回顾 2018 年及 2019 年一季度行业整体业绩：按申万一级行业分类，纺织服装板块 2018 年实现营业收入 2874.44 亿元，同比增长 6.86%；实现归母净利润 131.90 亿元，同比下降 35.19%。

2019 年一季度纺织服装板块实现营业收入 677.05 亿元，同比增长 1.10%；实现归母净利润 55.42 亿元，同比增长 2.70%，一季度纺织服装业绩保持同比平稳态势，利润增速环比有所好转。

图 1：近五年一期纺织服装营收及其增长



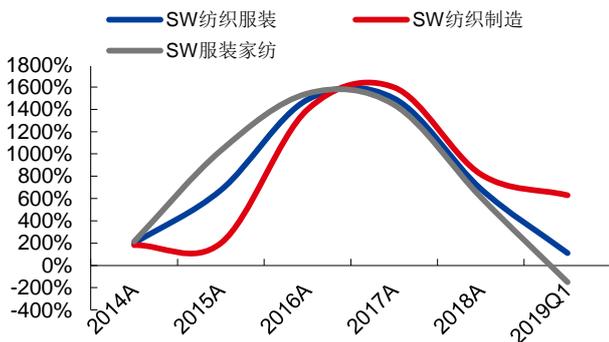
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：近五年一期纺织服装净利及其增长



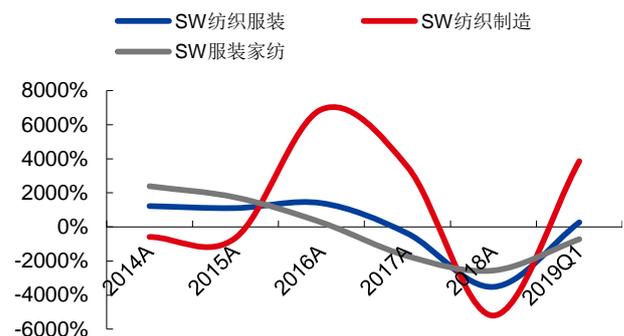
资料来源：Wind，华金证券研究所

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

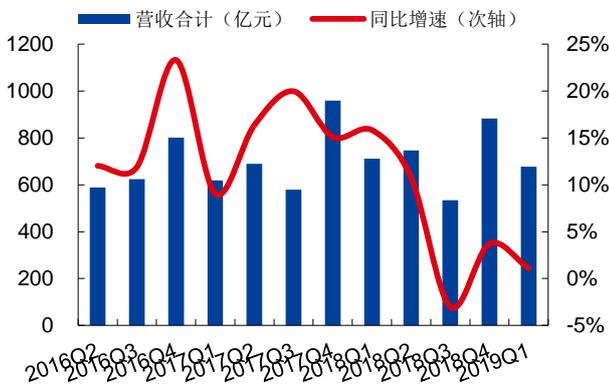


资料来源：Wind，华金证券研究所

分季度看，2018 年至 2019 年一季度纺织服装行业各季度实现营收增速 15.83%、10.77%、-3.02%、3.7%、1.1%，四季度以来营收增速保持同比平稳趋势。2018 年至 2019 年一季度纺织服装行业各季度净利润增速分别为 -3.09%、1.42%、27.96%、-134%、2.69%，受存货跌价损失、商

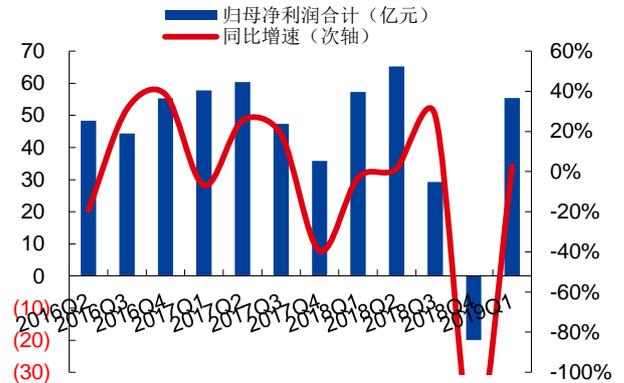
誉减值以及四季度温暖天气影响冬装销售等因素影响，四季度纺织服装行业净利润大幅下降，2019年一季度净利润增速有所回暖。

图 5：近十二季度纺织服装营收及其增长



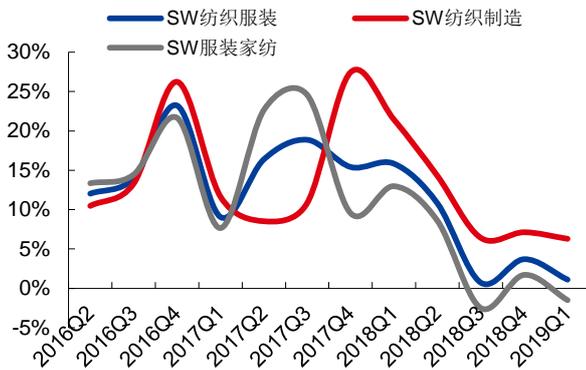
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近十二季度纺织服装净利及其增长



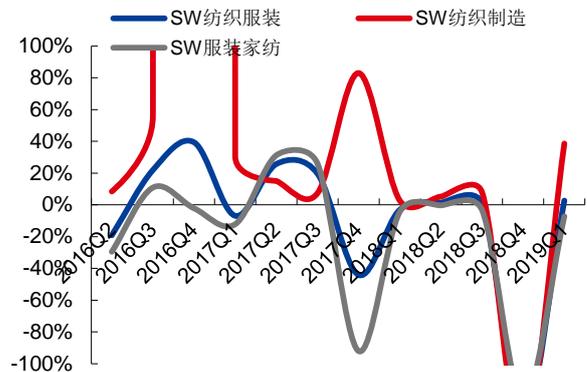
资料来源：Wind，华金证券研究所

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

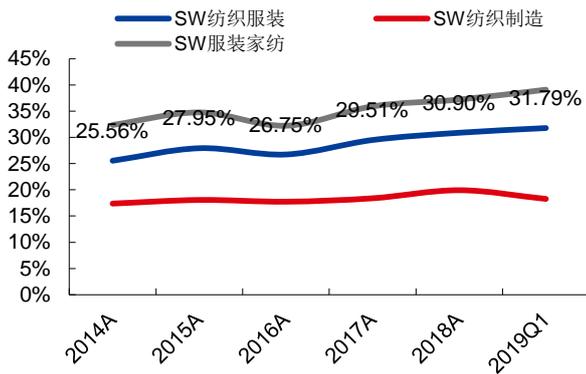


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）毛利率持续提升，一季度净利率同比微升

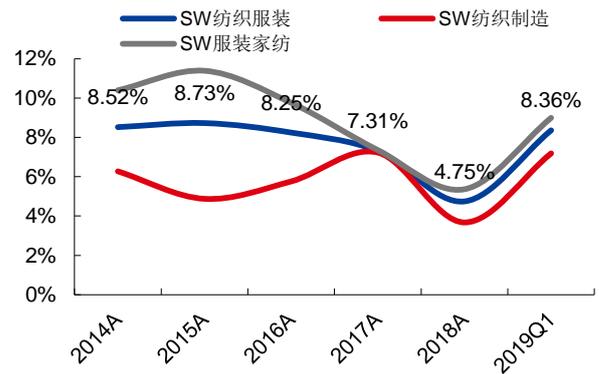
2018年及2019年一季度，纺织服装毛利率分别达30.9%、31.8%，行业毛利率在服装家纺的带动下持续提升。该时段内净利率有所波动，2018年全年下降至4.75%，主要受四季度商誉减值、存货计提以及温暖天气等因素影响。2019年一季度利润率已现回暖，毛利率、净利率分别同比增加1.74pct、0.08pct至31.79%、8.36%，一季度净利率同比微升。

图 9：近五年一期纺织制造&服装家纺年度毛利率变化



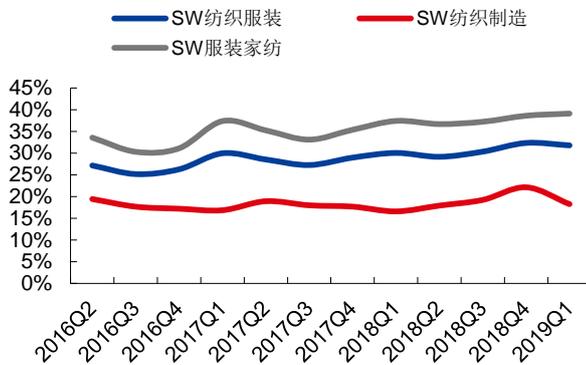
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：近五年一期纺织制造&服装家纺年度净利率变化



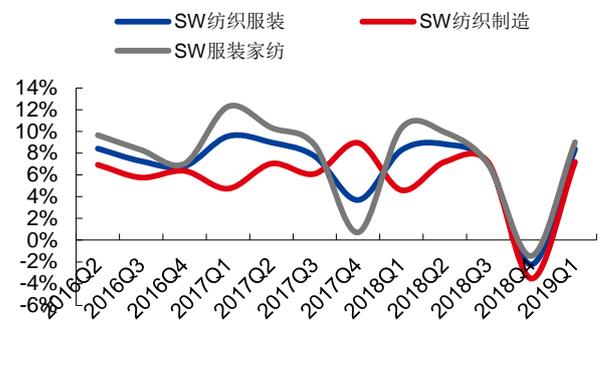
资料来源：Wind，华金证券研究所

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



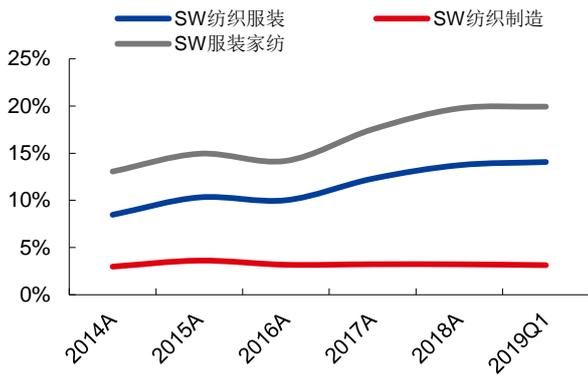
资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）竞争压力使销售费用率及期间费用率微升

2018 年，SW 纺织服装销售费用率、管理费用率、财务费用率分别较 17 年增长 1.43pct、减少 1.07pct、减少 0.38pct 至 13.73%、5.19%、1.19%。销售费用率有所上升，市场竞争加剧、流量成本提升等因素使维持收入规模或推动收入增长的成本增加。但管理费用率、财务费用率有所改善，整体期间费用率微降，纺织服装公司通过费用控制提升内部效率，改善盈利能力。

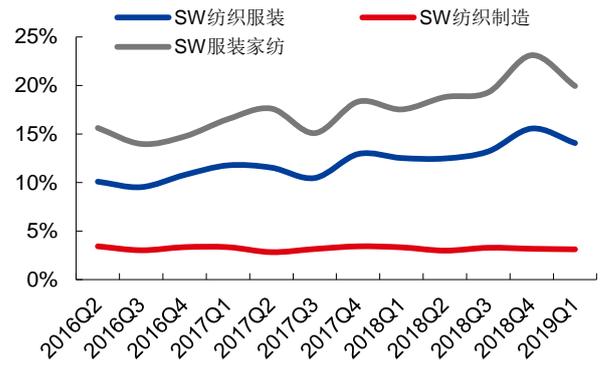
2019 年一季度延续了上述趋势，SW 纺织服装行业销售费用率、管理费用率、财务费用率分别较去年同期增加 1.54pct、减少 1.05pct、减少 0.44pct 至 14.06%、5.27%、1.37%。整体期间费用率微升 0.05pct 至 20.71%。

图 13：近五年一期纺织制造&服装家纺销售费用率变化



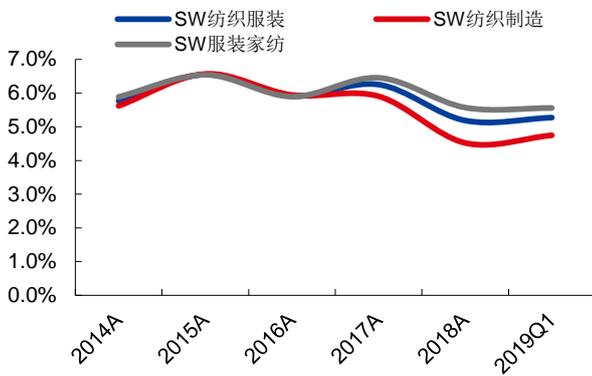
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：近十二季度纺织制造&服装家纺单季销售费用率



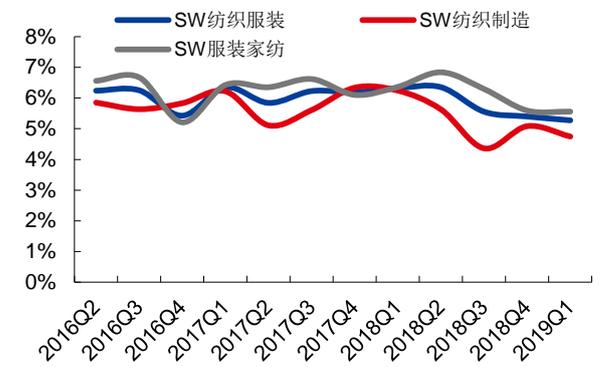
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：近五年一期纺织制造&服装家纺管理费用率变化



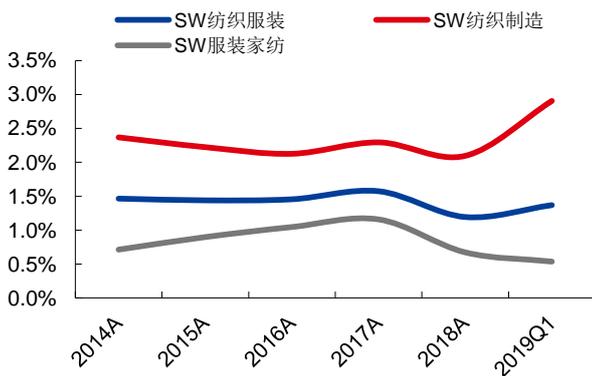
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：近十二季度纺织制造&服装家纺单季管理费用率



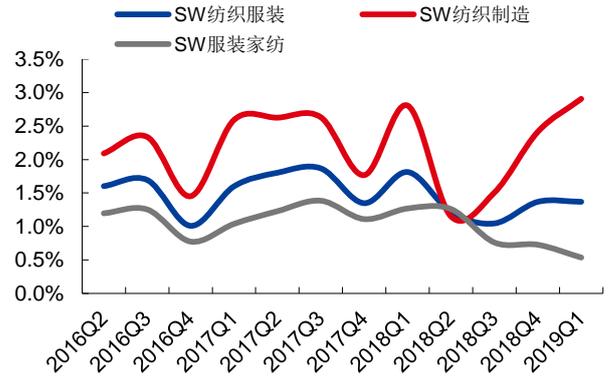
资料来源：Wind，华金证券研究所

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，由于终端零售增速放缓、部分企业对冬季销售的乐观备货以及春节放假等因素，2018年及2019年一季度行业存货周转、应收账款周转均小幅减缓。2018年纺织服装、纺织制造、服装家纺存货周转天数分别为155天、160天、151天；而应收账款周转天数分别为51天、60天、46天。2019年一季度纺织服装存货周转天数及应收账款周转天数继续提升至184天、57天。

表1：存货及应收账款周转情况

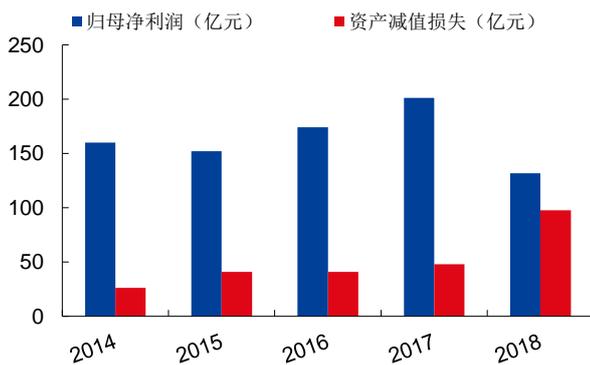
时间	存货周转天数			应收账款周转天数		
	SW 纺织服装	SW 纺织制造	SW 服装家纺	SW 纺织服装	SW 纺织制造	SW 服装家纺
2014A	175.5733	137.0554	214.8392	39.1018	43.8938	35.1038
2015A	187.8253	157.5690	213.7498	44.4069	53.8128	37.9096
2016A	156.2764	135.4419	171.6945	42.5895	59.1548	32.4888
2017A	153.7776	129.6130	171.5424	47.1134	60.1977	39.5624
2018A	155.3107	160.2228	151.6898	50.9993	59.7999	45.9144
2019Q1	184.0437	197.7853	174.0528	56.9380	70.4174	49.6369

资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）资产减值损失影响2018年净利润

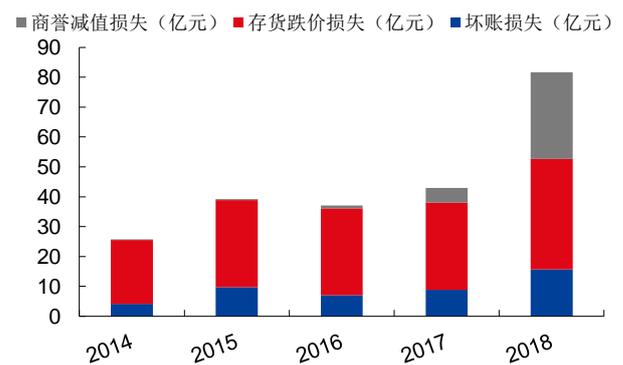
2018年纺织服装行业资产减值损失提升104%至97.6亿元，约为归母净利润的74%，影响了净利润。其中，产业链整体经营压力加大，坏账损失增加78%至15.7亿元；2017年冬季气候较冷，促进了该年度冬装销售，2018年纺织服装库存备货较多，叠加2018年温暖气候影响冬装销售，存货跌价损失增加26%至37.0亿元；商誉减值办法修订以及行业经营压力，使商誉减值同比增加近5倍至28.9亿元。

图19：2013年至2018年纺织服装资产减值损失与净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

图20：2013年至2018年纺织服装坏账、存货及商誉减值损失



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

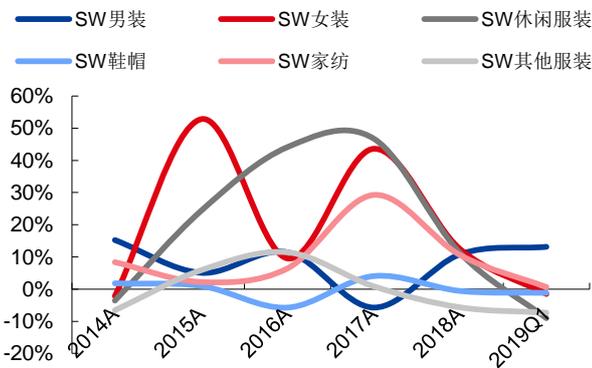
子板块	所属行业	代表公司简称
1	男装	九牧王、七匹狼、报喜鸟、希努尔、摩登大道、海澜之家等
2	女装	朗姿股份、凯撒股份、安正时尚、歌力思等
3	休闲服饰	搜于特、森马服饰、美邦服饰等
4	鞋帽	奥康国际、起步股份等
5	家纺	罗莱生活、富安娜、梦洁股份、多喜爱等
6	其他	嘉麟杰、华斯股份、棒杰股份、美盛文化、金发拉比、汇洁股份等

资料来源: 华金证券研究所

(1) 服装家纺板块一季度男装营收增速平稳, 净利润增速回暖

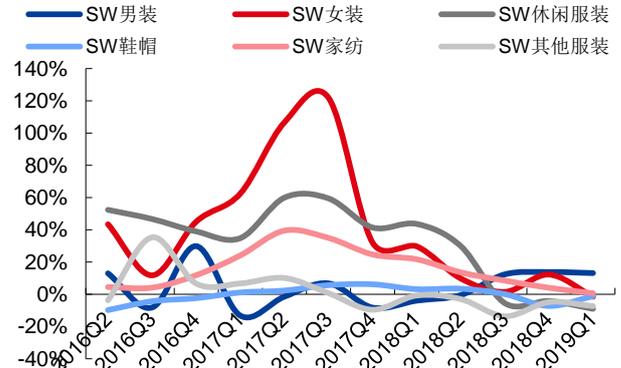
营收方面, 2018 年及 2019 年一季度, 男装增速较 2017 年回暖, 其余品类增速均有所下滑。其中, 2018 年男装、女装、休闲、鞋帽、家纺、其他品类分别实现营收增长 11%、12%、11%、-0.1%、11%、-5.7%, 2019Q1 分别实现营收增长 13%、-1.5%、-9.0%、-1.1%、0.6%、-7.3% 的营收增速。分季度看, 随着整体社会零售增速下行, 2019 一季度服装家纺多数子行业营收增速呈现同比下行态势。

图 21: 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

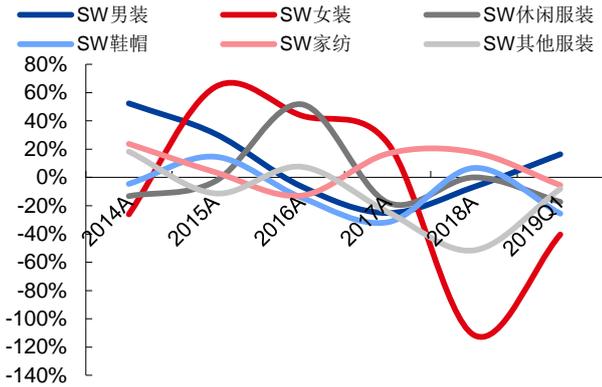
图 22: 近十二季度服装家纺营收单季同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

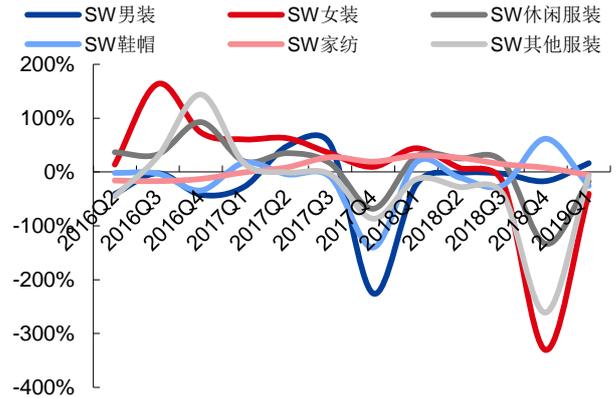
净利润方面, 休闲、鞋帽、家纺品类 2018 年净利润增速较好, 男装 2019 年一季度净利润增速回暖。其中男装、女装、休闲、鞋帽、家纺、其他品类 2018 年分别实现净利润增长 -6.7%、-112%、0.0%、6.7%、18%、-52%, 2019 一季度分别实现净利润增长 16%、-40%、-17%、-26%、-5.5%、-8.1%。分季度看, 服装家纺板块 2017 年、2018 年四季度出现较大幅度资产减值, 与服装行业库存清理有关, 2019 年一季度在去年高基数影响下各品类增速表现不佳, 未来增速仍需观察整体零售是否回暖。

图 23：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 24：近十二季度服装家纺净利单季同比增速

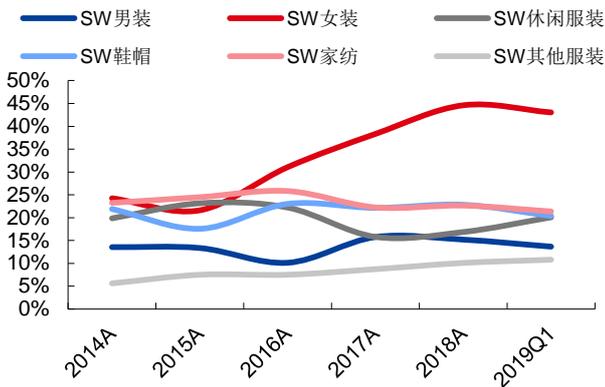


资料来源：Wind，华金证券研究所

(2) 服装家纺一季度期间费用率略有下行

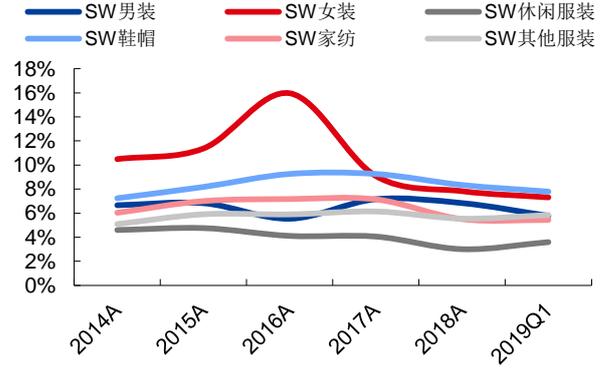
整体来看，服装家纺子板块销售费用率 2018 年同比提升，2019 年一季度略有下行，管理费用率持续下行。其中，2018 年男装、家纺品类期间费用率下降 3.4pct、1.6pct 至 22.1%、28.3%，其余品类期间费用率均有所提升，特别是女装品类期间费用率提升 5.3pct 至 54.2%。

图 25：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 26：近五年一期服装家纺年度管理费用率

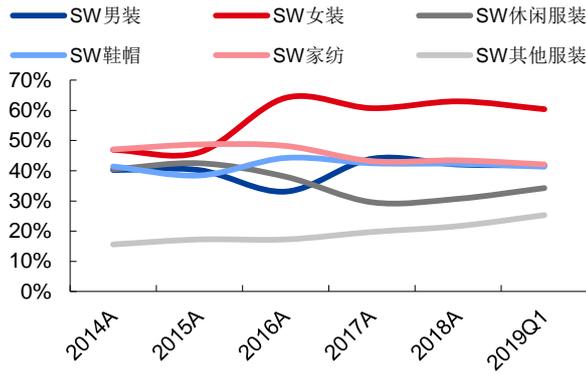


资料来源：Wind，华金证券研究所

(3) 服装家纺一季度净利率略有回升

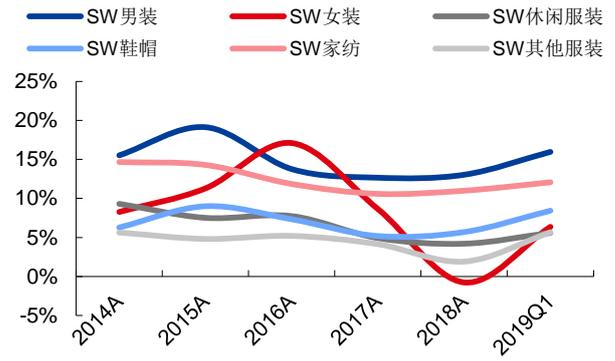
毛利率方面，休闲服装及其他服装毛利率略有提升，其余品类受激烈竞争及整体零售增速放缓影响，毛利率降低。2018 年资产减值损失及费用率增加使女装净利率大幅降低，其余基本平稳。2019 年一季度各品类净利率有所回升，市场回暖及费用控制效果显现。

图 27：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 28：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

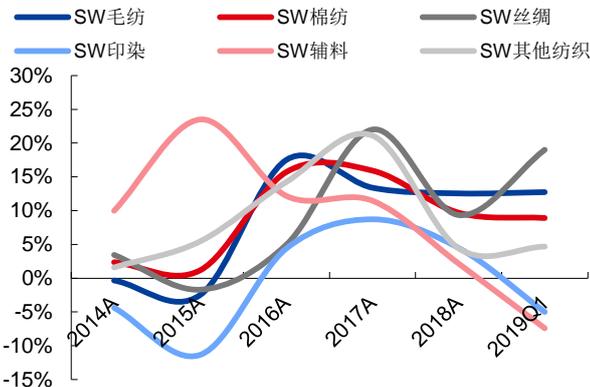
子板块	所属行业	代表公司简称
1	棉纺	常山股份、鲁泰 A、华孚色纺、孚日股份、百隆东方等
2	毛纺	鹿港科技、三毛派神、山东如意等
3	丝绸	嘉欣丝绸、金鹰股份
4	印染	华纺股份、航民股份等
5	辅料	伟星股份、浔兴股份、兴业科技等
6	其他纺织	美欣达、延江股份、诺邦股份等

资料来源：华金证券研究所

(1) 纺织制造板块一季度营收净利继续分化

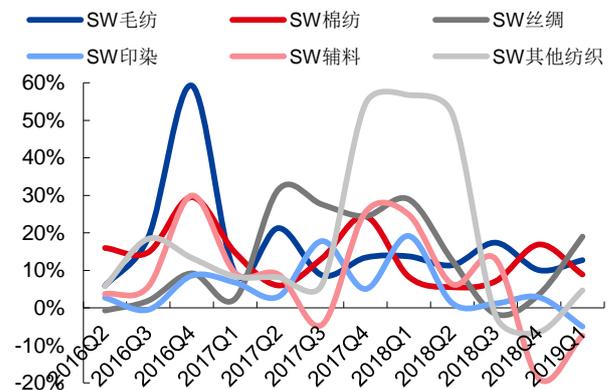
纺织制造板块营业收入增速出现分化。2018 年多数品类增速放缓，2019 年一季度丝绸品类营收增速回升，毛纺、棉纺品类增速保持平稳，印染、辅料营收增速明显放缓。2019 年一季度，毛纺、棉纺、丝绸、印染、辅料、其他纺织分别实现 13%、8.9%、19%、-5.0%、-7.4%、4.7%的营收增速。

图 29：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

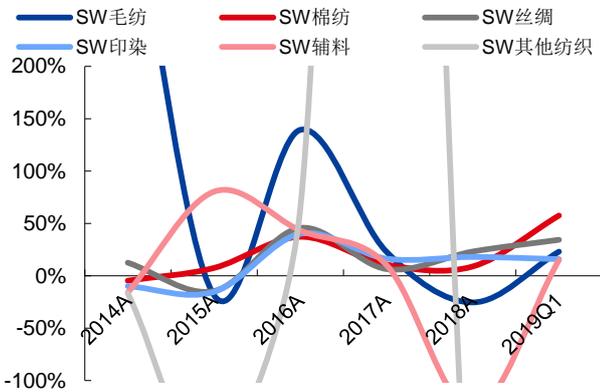
图 30：近十二季度纺织制造营收单季同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

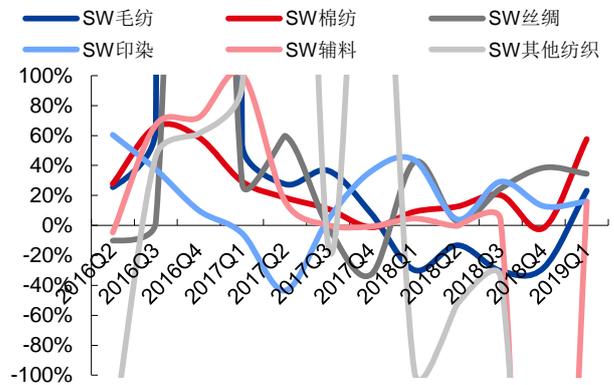
净利润方面，纺织制造板块内子行业增速多数回升。2018年毛纺、棉纺、辅料品类净利润增速均有不同程度下降，2019年一季度有所回升，丝绸、印染净利润增速稳中有升。2019年一季度，毛纺、棉纺、丝绸、印染、辅料、其他纺织品类分别实现23%、58%、34%、16%、15%、-334%的净利润增速。

图 31：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 32：近十二季度纺织制造净利单季同比增速

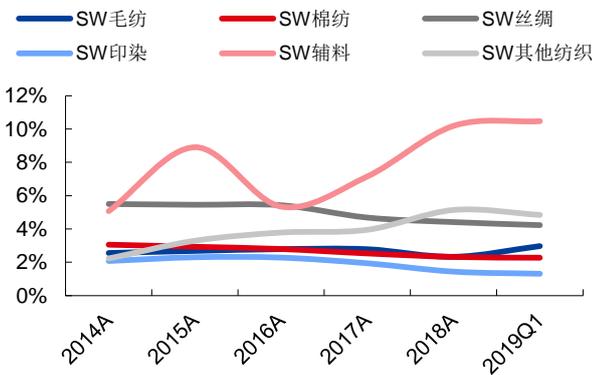


资料来源：Wind，华金证券研究所

(2) 纺织制造期间费用率多数上升

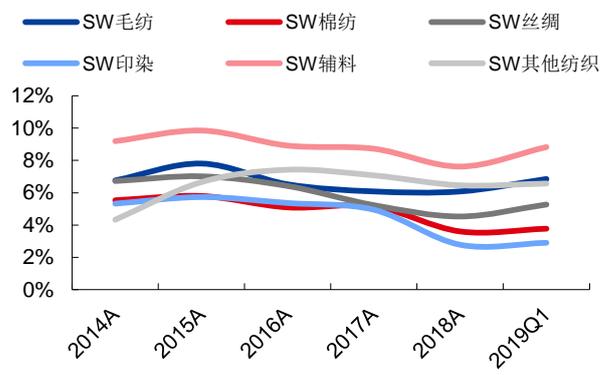
纺织制造子行业多数品类2018年期间费用率下行，2019年一季度回升。2019年一季度，毛纺、棉纺、丝绸、印染、辅料品类期间费用率分别较2018年全年上升2.3pct、1.3pct、1.8pct、0.3pct、2.2pct至12.8%、9.0%、10.9%、5.2%、20.8%。

图 33：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 34：近五年一期纺织制造年度管理费用率

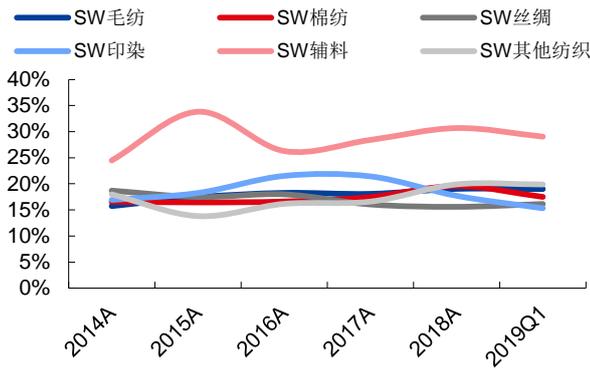


资料来源：Wind，华金证券研究所

(3) 毛利率有所下行，净利率略有上升

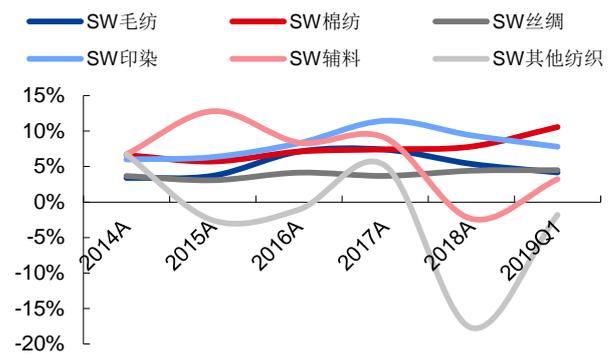
2018年纺织制造板块毛利率基本稳定，但净利率出现分化。其中，2019年一季度，棉纺、辅料、其他纺织净利率回升，毛纺净利率下行，印染受原材料价格提升影响毛利率净利率持续下降。2019年一季度毛纺、棉纺、丝绸、印染、辅料品类的净利率分别为4.17%、10.57%、4.49%、7.80%、3.23%。

图 35：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 36：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、终端零售增速或企稳回升，纺织服装出口持续分化

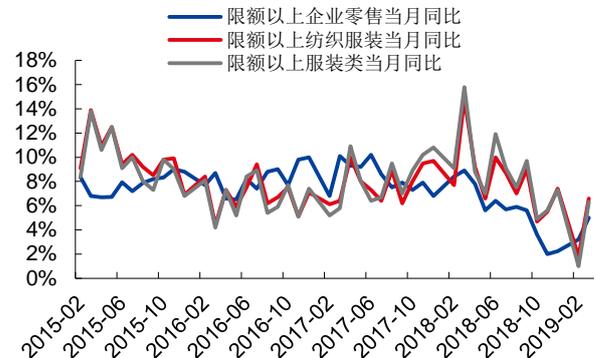
社会零售方面，2018 年下半年起，社会零售总额增速持续下行，全年社会消费品零售总额累计同比增加 9.0%，较 2017 年的 10.2% 明显放缓。整体消费增速下降影响了纺织服装终端零售，限额以上企业纺织服装零售增速随社零增速放缓而放缓。目前，社零增速或存在企稳回升趋势，2019 年 3 月当月增速达至 8.7%，较 1 至 2 月的 8.2% 明显回暖。

图 37：我国社会消费品零售总额及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

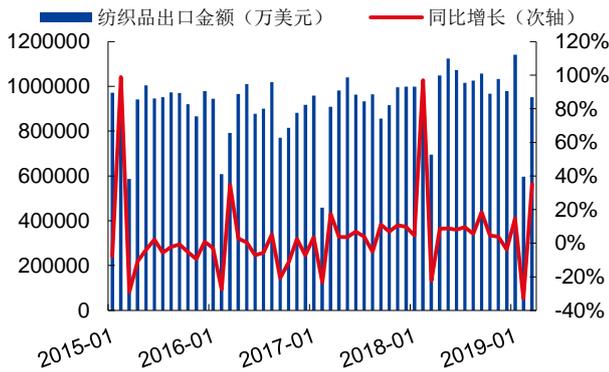
图 38：限额以上纺织服装及纺织类零售额同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

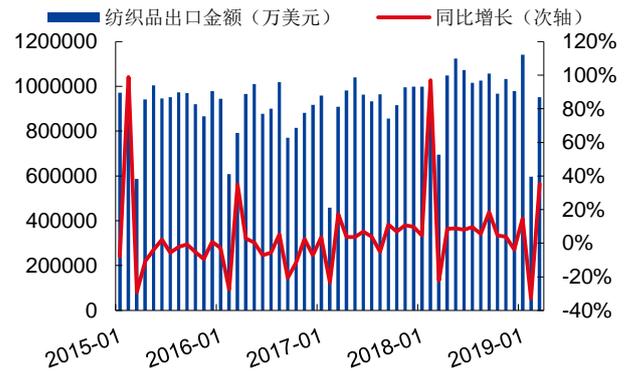
海关总署数据显示，以美元计，年初至 3 月纺织品服装累计出口 563.31 亿美元，同比下降 1.81%。其中纺织品出口 269.01 亿美元，同比增长 3.90%，增速有所放缓；服装出口 294.30 亿美元，同比下降 6.50%。国内纺织服装出口持续分化，纺织品出口维持增长，服装出口下滑。随着国内劳动力成本提升、环保压力加大，纺织服装制造成本有所提升，出口竞争力有所降低，产业链存在向东南亚转移趋势，整体出口规模或已接近瓶颈。

图 39：2015 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 40：2015 年来服装出口累计金额及同比变化

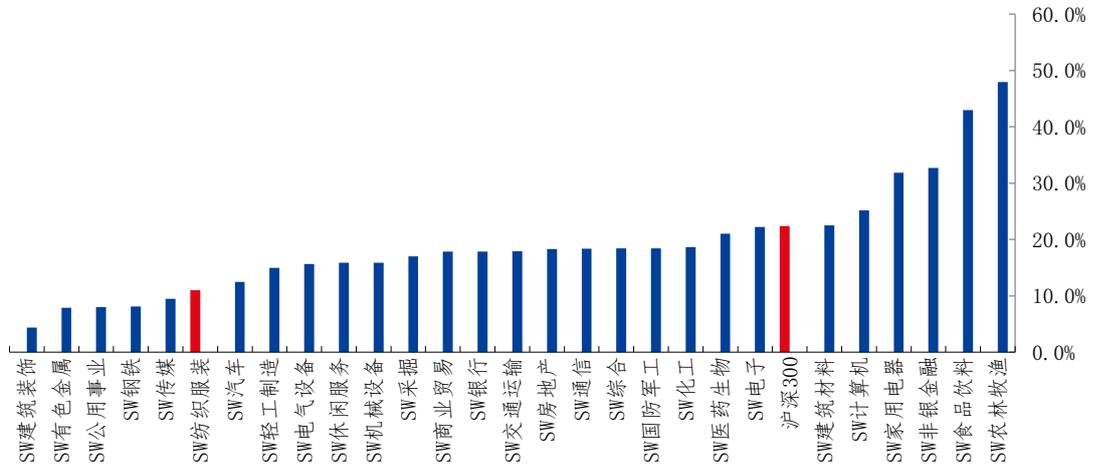


资料来源：Wind，华金证券研究所

四、板块走势和重点公司估值

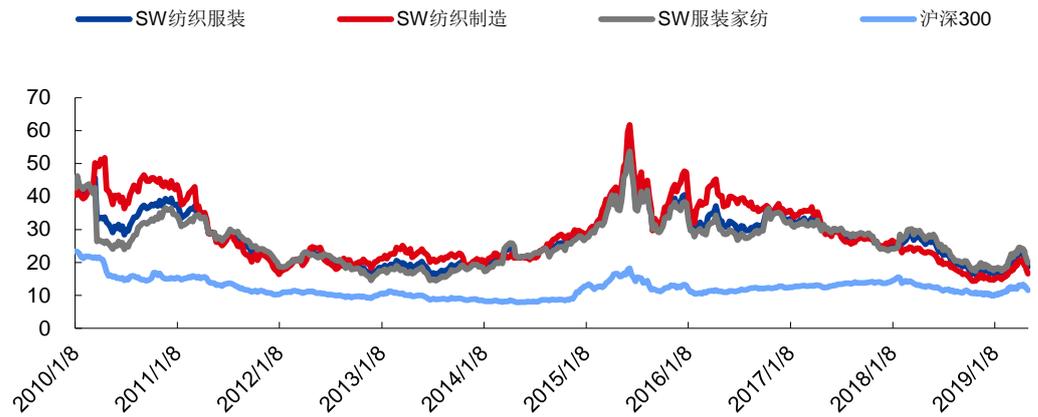
年初至今，纺织服装板块表现相对较弱，累计上涨 11.02%，在所有申万一级行业中排名第 23，跑输沪深 300 指数 11.36 个百分点。其中，其中 SW 纺织制造板块上涨 11.73%，SW 服装家纺上涨 10.49%。从板块的估值水平看，目前 SW 纺织服装整体法（TTM，剔除负值）计算的行业 PE 为 18.67 倍，SW 纺织制造的 PE 为 16.64 倍，SW 服装家纺的 PE 为 19.92 倍，沪深 300 的 PE 为 11.62 倍。SW 纺织服装的 PE 略低于近 1 年均值。

图 41：各板块 2019 年以来涨跌幅排行（截止 2019 年 5 月 6 日）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 42: 2010 年以来纺服板块的 PE (ttm) 走势



资料来源: Wind, 最新日期 2019/5/6, 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 (亿元)	EPS (元)			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
纺织	000726.SZ	鲁泰 A	10.39	99	0.95	1.06	1.15	11	10	9
	002042.SZ	华孚时尚	5.98	91	0.49	0.55	0.62	12	11	10
	601339.SH	百隆东方	5.05	76	0.29	0.38	0.44	17	13	11
	600803.SH	新奥股份	10.61	130	1.07	1.28	1.37	10	8	8
	002087.SZ	新野纺织	3.98	33	0.47	0.57	0.67	8	7	6
	603558.SH	健盛集团	10.07	42	0.50	0.64	0.79	20	16	13
无纺布	300658.SZ	延江股份	13.50	20	0.32	/	/	42	/	/
家纺	002293.SZ	罗莱生活	10.50	79	0.71	0.79	0.90	15	13	12
	002327.SZ	富安娜	7.91	69	0.62	0.71	0.80	13	11	10
	002397.SZ	梦洁股份	5.19	40	0.11	0.24	0.31	48	22	17
	603365.SH	水星家纺	17.61	47	1.07	1.21	1.38	16	15	13
	002761.SZ	多喜爱	11.48	40	0.08	/	/	143	/	/
休闲	002503.SZ	搜于特	2.60	80	0.12	0.16	0.18	22	16	14
	002563.SZ	森马服饰	10.25	277	0.63	0.71	0.82	16	14	12
	603877.SH	太平鸟	16.86	81	1.19	1.44	1.68	14	12	10
	002832.SZ	比音勒芬	44.84	81	1.61	2.26	2.92	28	20	15
女装	002612.SZ	朗姿股份	8.91	36	0.53	0.59	0.67	17	15	13
	603808.SH	歌力思	15.97	53	1.10	1.32	1.60	15	12	10
	603196.SH	日播时尚	8.24	20	0.16	0.21	0.28	52	40	30
	603518.SH	维格娜丝	13.18	24	1.51	1.74	2.04	9	8	6
	603839.SH	安正时尚	11.53	47	0.70	0.95	1.19	17	12	10
男装	600398.SH	海澜之家	8.79	395	0.77	0.82	0.88	11	11	10
	002029.SZ	七匹狼	6.52	49	0.46	0.51	0.56	14	13	12
	601566.SH	九牧王	13.35	77	0.93	1.00	1.05	14	13	13
童装	002762.SZ	金发拉比	5.55	20	0.11	0.19	0.22	50	29	25
	002875.SZ	安奈儿	16.80	22	0.63	0.77	0.94	27	22	18
内衣	002763.SZ	汇洁股份	10.43	41	0.43	0.71	0.77	24	15	14
体育户外	300005.SZ	探路者	3.80	34	-0.20	0.14	0.18	-19	28	21

	603555.SH	贵人鸟	5.66	36	-1.09	/	/	-5	/	/
印染	600987.SH	航民股份	10.05	75	0.89	0.93	1.04	11	11	10
鞋	603001.SH	奥康国际	10.22	41	0.34	0.41	0.47	30	25	22
	002291.SZ	星期六	5.36	35	0.01	/	/	395	/	/
电商	002127.SZ	南极电商	11.37	279	0.36	0.50	0.66	31	23	17
	002640.SZ	跨境通	10.00	156	0.40	1.06	1.43	25	9	7
职业装	002687.SZ	乔治白	6.42	23	0.32	/	/	20	/	/

资料来源: Wind 一致预期 (2019/5/6), 华金证券研究所

我们重点关注的公司, 一季度营业收入、净利润均有放缓趋势。按照整体法计算, 重点关注的公司 2018 年、2019 年一季度营收分别增长 19.4%、6.7%, 净利分别增长 10.8%、3.1%。分季度看, 2018 年四个季度以及 2019 年一季度, 重点关注的公司营业收入分别增长 34%、25%、12%、12%、6.6%, 社零增速较为缓慢以及高基数背景下, 一季度营收增速放缓; 归母净利润分别增长 24%、22%、14%、-13%、3.1%, 四季度净利润在存货减值等因素影响下同比下滑, 一季度增速有所回暖。

一季度, 社会零售增速较去年四季度回升, 限额以上剔除石油汽车零售增速回升, 我国消费或存企稳回升趋势。3 月限额以上纺服零售增速回暖。二季度起, 较低的基数以及促进消费政策逐步落实, 有望推动零售增速持续改善。我们建议关注以下几条投资主线: (1) 业绩有保障的童装龙头森马服饰, 印染龙头航民股份; (2) 中长期业绩有望修复的中高端家纺龙头, 罗莱生活; (3) 有望受益于高端消费复苏的中高端女装企业, 歌力思、安正时尚; (4) 受益于电商销售较快增长的供应链平台企业, 南极电商。

表 5: 重点关注公司财务情况

证券代码	证券简称	营业收入同比增速			归母净利润同比增速		
		2017A	2018A	2019Q1	2017A	2018A	2019Q1
000726.SZ	鲁泰 A	6.99%	7.33%	1.67%	4.01%	-3.52%	22.54%
002042.SZ	华孚时尚	42.54%	13.58%	19.78%	41.37%	10.98%	-21.47%
601339.SH	百隆东方	8.78%	0.77%	13.07%	-19.38%	-10.30%	39.85%
603558.SH	健盛集团	71.44%	38.62%	17.95%	26.91%	56.98%	57.20%
002293.SZ	罗莱生活	47.89%	3.24%	-2.33%	34.85%	24.92%	-7.59%
002327.SZ	富安娜	13.18%	11.55%	-5.55%	12.40%	10.11%	-16.32%
002397.SZ	梦洁股份	33.69%	19.35%	6.94%	-47.30%	64.61%	12.58%
603365.SH	水星家纺	24.53%	10.44%	0.75%	30.17%	10.77%	4.22%
002503.SZ	搜于特	190.14%	0.93%	-38.68%	69.43%	-39.72%	-32.36%
002563.SZ	森马服饰	12.74%	30.71%	63.90%	-20.23%	48.83%	11.06%
603877.SH	太平鸟	12.99%	7.78%	-4.46%	6.72%	27.51%	-34.90%
002832.SZ	比音勒芬	25.23%	39.96%	27.37%	35.92%	62.16%	52.91%
002612.SZ	朗姿股份	72.06%	13.10%	11.78%	14.36%	12.20%	-12.54%
603808.SH	歌力思	81.35%	18.66%	8.32%	52.72%	20.74%	11.00%
603518.SH	维格娜丝	244.50%	20.34%	-8.71%	89.32%	43.65%	-79.59%
603839.SH	安正时尚	17.78%	16.09%	41.46%	15.69%	2.96%	10.51%
600398.SH	海澜之家	7.06%	4.89%	5.23%	6.60%	3.78%	6.96%
002029.SZ	七匹狼	16.87%	14.01%	3.13%	18.48%	9.38%	9.45%
601566.SH	九牧王	12.94%	6.55%	7.20%	16.81%	8.00%	40.12%
002762.SZ	金发拉比	11.61%	5.49%	-6.73%	25.86%	-56.85%	-28.51%
002875.SZ	安奈儿	12.07%	17.56%	17.71%	-12.95%	21.08%	30.01%

600987.SH	航民股份	9.56%	8.46%	-6.00%	5.66%	10.81%	10.22%
603001.SH	奥康国际	0.36%	-6.70%	-15.23%	-25.80%	-39.53%	-33.68%
002127.SZ	南极电商	89.22%	240.12%	63.40%	77.42%	65.92%	36.73%
002640.SZ	跨境通	64.20%	53.62%	2.19%	90.72%	-17.07%	-15.29%
002687.SZ	乔治白	12.00%	27.70%	18.30%	19.62%	50.07%	43.98%
合计（整体法）		35.49%	19.35%	6.65%	12.92%	10.79%	3.06%

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. 并购资产业绩不达预期的风险；4. 促销费政策推进落实或不达预期；5. 中美贸易关系尚未企稳。

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.huajinsec.cn