

纺织服装

2018 全年增速放缓，龙头优势凸显

评级：增持（维持）

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

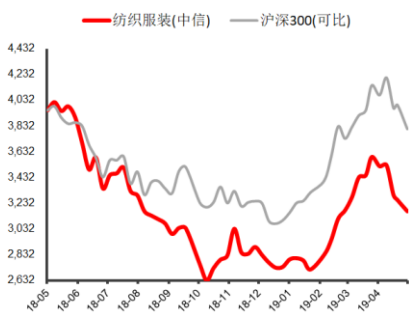
Email: wangys@r.qizq.com.cn

研究助理：曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	88
行业总市值(百万元)	468912
行业流通市值(百万元)	356077

行业-市场走势对比

相关报告

- 1 海澜之家 19Q1 点评：主品牌稳健增长，毛利率持续提升
- 2 歌力思 2019Q1 点评：业绩增长略超预期，主品牌内生稳健
- 3 森马服饰 19Q1 季报点评：收入增长超预期，原有业务高增长延续

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PEG
		2018E	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E	
歌力思	16.13	1.10	1.31	1.61	1.94	15	12	10	8	0.70
海澜之家	9.24	0.77	0.84	0.89	0.95	12	11	10	10	1.88
百隆东方	5.11	0.29	0.39	0.44	0.50	18	13	12	10	1.63
森马服饰	10.80	0.63	0.71	0.81	0.92	17	15	13	12	0.71
水星家纺	17.67	1.18	1.44	1.74	2.74	17	15	13	11	1.32
九牧王	13.71	0.93	0.99	1.07	1.16	15	14	13	12	1.96

备注：股价为 2019.5.10 收盘价

投资要点

我们对行业内重点 31 家公司的 2018 年报及 2019 一季报进行梳理：1) 收入端在全年终端需求疲软大环境下，除童装延续高景气度外其他细分行业收入端均呈逐季放缓趋势。各公司渠道扩张也较为谨慎，以结构调整为主，购物中心占比提升；2) 利润端在收入增速放缓、渠道调整&升级带动销售费用率提升的背景下增速也逐季放缓；3) 运营端，存货同比增长，主要因在 2018 年渠道调整力度大&2019 终端回暖预期下，各公司加大已有品牌及新品牌备货。具体来看：

- **中高端：运营稳健，2019Q1 收入环比提速。**2018 年收入增速逐季放缓（14.46%/0.06%/1.02%/-6.6%），但各主品牌较好的内生增长拉动收入增长（2018 年净关店）。2019Q1 在终端触底背景下增速环比提升（+8.8%）；2018 年&19Q1 存货规模因新品牌备货而增加，但整体库龄结构、应收账款周转较为健康。
- **大众：表现分化，龙头收入业绩双提升。**消费弱市下 2018 年&2019 Q1 整体收入业绩增速逐季放缓，但龙头在渠道/供应链/产品持续优化下实现收入业绩双提升（森马休闲装 18/2019Q1 超预期高增长；海澜保持稳健增长）。
- **童装：高景气度延续，收入双位数增长。**2018Q1/Q2/Q3/Q4/2019Q1 收入增速分别为 26.47%/23.81%/17.72%/29.83%/27.85%。收入的高增长一方面来自行业自身的高景气度，另一方面公司持续的渠道优化也给收入增长带来动力（安奈儿/巴拉巴拉购物中心占比提升、店效保持较快增长）。同时在终端折扣管控较好的背景下整体毛利率有所提升（2018/2019Q1 分别+3.57/1.35PCT）。
- **家纺：线下增速逐季放缓，线上 2018Q4 现回暖迹象。**在终端需求疲软背景下，整体收入增速放缓明显（2018Q1/Q2/Q3/Q4/2019Q1 增速分别为 22.32%/11.17%/6.49%/2.82%/-0.62%）。线下走势与整体基本一致，线上在 2018Q4 出现回暖迹象（富安娜/水星均环比提速）。
- **纺织制造：内外承压，收入增速放缓。**在 2018Q2 开始的中美贸易摩擦影响下海外订单下单放缓，同期国内下游需求增速也开始放缓。内外承压，全年纺织制造收入增速呈现逐季下滑趋势，2018Q1/Q2/Q3/Q4 收入增速分别为 16.66%/11.32%/11.36%/-1.65%。订单的不足也导致单位原材料成本上升及原材料涨价传导的滞后，因此整体毛利率也有所下降（2018/019Q1 分别-1.39/-1.48PCT）。同时，在加大原材料备货的影响下，2018 年存货规模同增 21%，但整体回款较为健康，2018/19Q1 应收账款增速均低于收入增速。

■ **行业观点及投资建议：**在整体终端需求疲软背景下行业增速放缓明显，但龙头表现出较好的抗风险能力。考虑到 2019 年至今各项减税降费政策频出、同时流动性放松有望助推消费回暖。并且 2018Q1 高基数因素逐渐消除，品牌服装需求有望在 Q2 回升，全年呈现前低后高趋势。从估值角度看，目前品牌服装细分龙头估值均不到 20 倍且处于历史较低水平。建议关注童装赛道好的森马服饰、低估值高分红的大众男装龙头海澜之家、以及业绩有保障、集团化运营能力突出的低估值中高端标的歌力思。

■ **风险提示：**宏观经济增速放缓风险；终端消费需求放缓，或致品牌服饰销售低于预期；棉价异动风险。

内容目录

品牌服装总览：2018 年增速逐季放缓，2019Q1 变现分化	- 3 -
童装高景气度延续，中高端 2019Q1 增速回升	- 3 -
利润增速普遍放缓，渠道调整&升级下销售费用率提升	- 4 -
回暖预期及新品牌导致备货增加，整体回款较为健康.....	- 5 -
中高端服装：运营稳健，2019Q1 收入环比提速	- 6 -
收入端：2018 年增长偏弱，2019Q1 环比提速.....	- 6 -
盈利端：收入放缓致毛利率下滑，投资收益助利润增长	- 7 -
运营端：应收账款周转加快，多品牌运营下备货增加，	- 9 -
大众服装：板块表现分化，龙头收入业绩双提升	- 10 -
收入端：增速逐季放缓，龙头表现优异.....	- 10 -
盈利端：板块表现分化，龙头盈利能力提升	- 11 -
运营端：弱需求&备货增加致库存增长，应收账款周转放缓.....	- 13 -
家纺：终端需求偏弱，收入业绩增速逐季放缓	- 14 -
收入端：线下增速逐季放缓，线上 2018Q4 现回暖迹象.....	- 14 -
盈利端：产品&渠道结构变动影响毛利率，营销力度加大致费用提升	- 15 -
运营端：原材料及新平台备货增加，应收账款周转健康	- 16 -
童装：高景气度延续，新品牌备货增加	- 17 -
收入端：内延外生并行，收入保持双位数增长.....	- 17 -
盈利端：毛利率提升，渠道扩张致销售费用增长	- 18 -
运营端：新品牌备货增加，应收账款周转加快.....	- 19 -
纺织制造：内外承压，收入增速放缓	- 20 -
收入端：2018 年收入增速环比放缓，2019Q1 有所回升	- 20 -
盈利端：需求疲软致毛利率下降，低基数下 2019Q1 利润大增	- 21 -
运营能力：原材料备货致存货增加，回款较为健康	- 22 -

总览：2018 年增速逐季放缓，2019Q1 变现分化

- 我们选取纺服行业共 31 家主要公司分析各行业 2018 年报及 2019Q1 业绩情况。

图表 1：板块主要公司

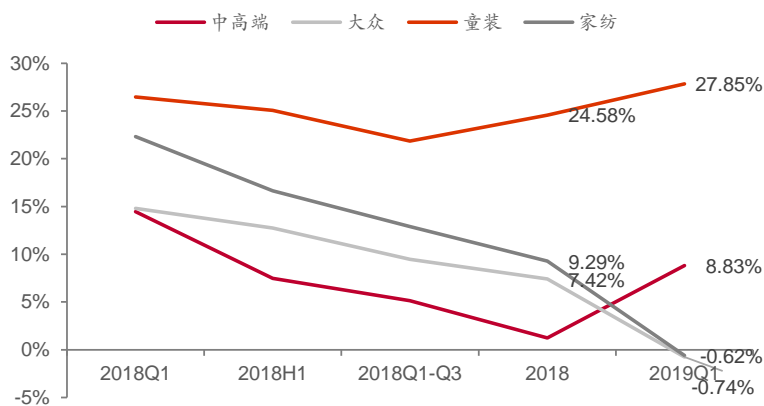
中高端		大众	童装	家纺	纺织制造	
女装	男装					
朗姿股份	比音勒芬	美邦服饰	金发拉比	罗莱生活	鲁泰A	伟星股份
日播时尚	九牧王	森马服饰	安奈儿	富安娜	华孚时尚	孚日股份
维格娜丝	报喜鸟	海澜之家	森马-巴拉巴拉	水星家纺	新野纺织	健盛集团
地素时尚	七匹狼	拉夏贝尔		梦洁家纺	联发股份	
歌力思		太平鸟			百隆东方	
安正时尚					台华新材	

来源：Wind，中泰证券研究所

童装高景气度延续，中高端 2019Q1 增速环比回升

- 从各子行业看，在终端需求疲软的大环境下，除童装依然保持较高景气度外，其他细分行业在 2018 年均增速均呈现逐季放缓趋势，且一直延续至 2019Q1。而中高端女装则在 2019Q1 增速环比提升明显，我们认为一方面因各中高端主品牌的内生店效在渠道、产品及终端服务的升级下保持较好增长（2018 年净关店为主，收入增长主要来自内生）；另一方面因可选属性较强，在终端需求有所复苏的背景下有望最先企稳回升（2019Q1 社零总额+8.3%）。
- 虽行业整体增速偏弱，但各公司通过关闭低效门店、关小开大、重点开设购物中心店等方式，终端渠道结构得到优化。行业内主要上市公司购物中心占比提升明显，如地素时尚占比达 60%、森马服饰约 22%、海澜之家约 20%。

图表 2：2018-2019Q1 各细分板块收入增速



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3: 2018 年各板块渠道情况 (家)

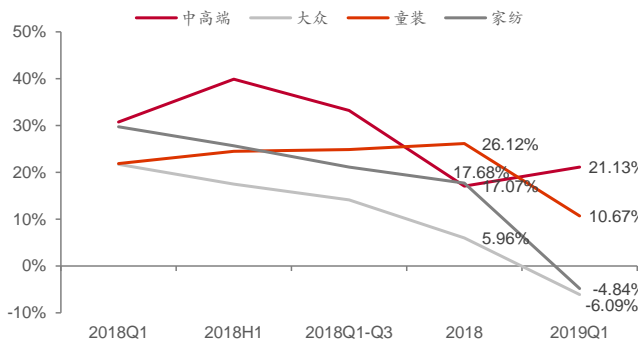
行业	公司	2017	2018	19Q1	2018开	2018关	2018净增	2018购物中心
中高端	歌力思	533	592	591	116	57	59	
	地素时尚	1038	1062	1048	151	127	24	占比约60%
	比音勒芬	652	764				112	
	九牧王	2633	2774	2760	364	327	141	约190家
	维格娜丝	1449	1386	1381	206	269	-63	占比10%+
	安正时尚	917	973	957	171	115	56	
	七匹狼		2000+				100+	
	朗姿股份	448	505				57	
	日播时尚	989	1067		273	195	78	
	报喜鸟	1478	1576				98	
中高端主品牌	ELLASSAY	322	312	307	24	34	-10	
	DAZZLE	614	613	600	69	70	-1	
	九牧王	2462	2411	2393	222	273	-51	
	维格娜丝	162	153	152	11	20	-9	
	玖姿	691	692	694	72	71	1	
	朗姿	225	248				23	
	播	760	826	814			66	
大众	森马-休闲装	3628	3830		917	715	202	达400家
	海澜之家	5792	6673		1181	300	881	约1350家
	太平鸟	4251	4594	4508	1111	768	343	1700
	拉夏贝尔	9448	9269	7653	1132	1311	-179	
	美邦服饰		3500~4000				净减少	
童装	森马-巴拉巴拉	4,795	5,293		1059	561	498	超1500
	安奈儿	1435	1433		211	213	-2	264
家纺	罗莱生活	2663	近2700				37	
	富安娜		1310					
	梦洁股份	2935	3300				365	
	水星家纺	2610	超2700				约90	

来源: Wind, 中泰证券研究所

利润增速普遍放缓, 渠道调整&升级下销售费用率提升

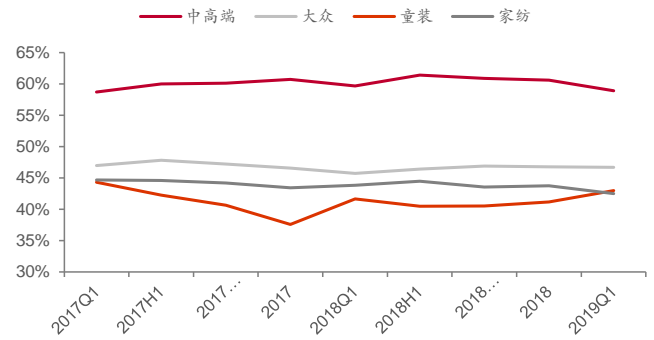
- 除童装外, 2018 年各板块利润增速多呈现逐季放缓趋势。除收入端增速放缓是重要原因以外, 年内各公司加大对低效门店关闭力度, 同时加大开店、门店升级、开设直营店等举措带来的销售费用率的普遍提升也是拉低利润增速的原因之一。

图表 4: 2018-2019Q1 各细分板块归属净利润增速

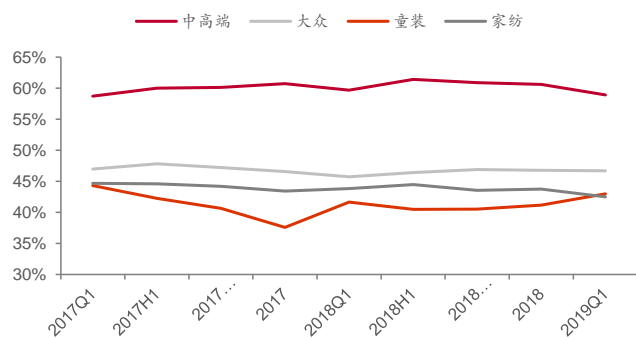


来源: Wind, 中泰证券研究所

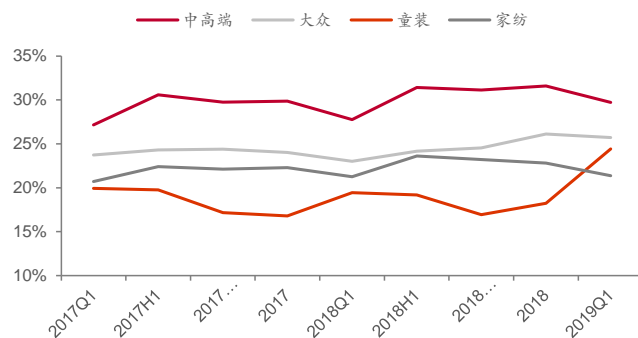
图表 5: 2017-2019Q1 各细分板块毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2017-2019Q1 各细分板块销售费用率


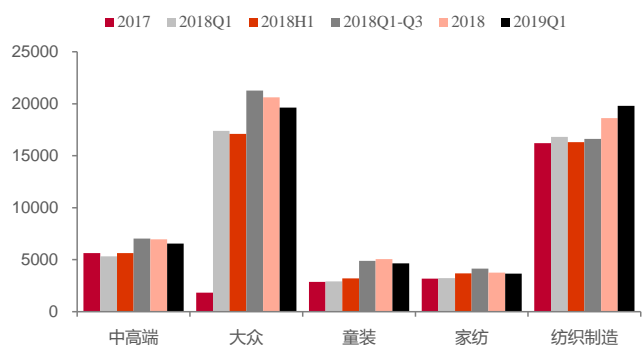
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2017-2019Q1 各细分板块管理费用率


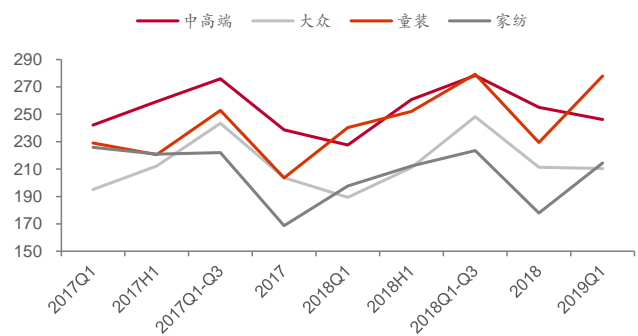
来源: Wind, 中泰证券研究所 2019Q1 森马因并表导致管理费用率大幅提升

回暖预期及新品牌培育导致备货增加, 整体回款较为健康

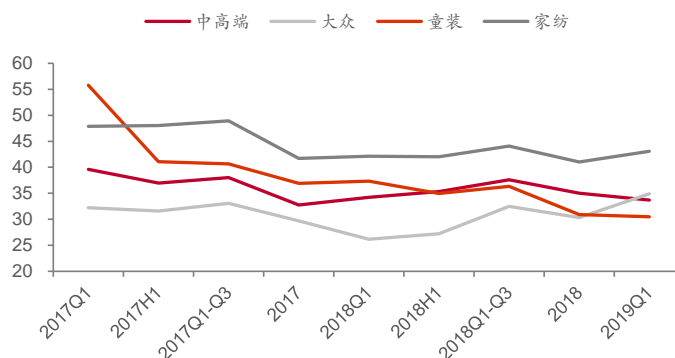
- 各子板块 2018 年及 2019Q1 存货规模均较上年同期有所提升, 一方面因各新品牌的培育而增加备货, 另一方面因考虑到 2018 年渠道调整力度较大, 且 2019 年对终端消费逐季回暖的预期, 部分品牌 2019 年预计净开店, 进而加大备货。相应的存货周转天数也有所增加, 但同期回款较为健康, 应收账款周转天数普遍同比有所下降。

图表 8: 2017-2019Q1 各细分板块存货规模(百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2017-2019Q1 各细分板块存货周转天数(天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 2018-2019Q1 各细分板块应收账款周转天数(天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

中高端服装：运营稳健，2019Q1 收入环比提速

收入端：2018 年增长偏弱，2019Q1 环比提速

- 剔除并表因素，中高端板块 2018 年收入微增 1.23%，其中 2018Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入增速分别为 14.46%/0.06%/1.02%/-6.6%。增速的逐季放缓主要受 2018 全年终端需求低迷影响，限额以上零售企业服装类销售额 2018Q1-Q4 单季度增速分别为 -3.5%/-7.3%/-11.4%/1.7%。
- 2019Q1 社零总额增速回升 (+8.3%)，但服装类在春节同比提前 10 天、需求疲软的背景下整体增速仍下滑 (限上 -0.5%)，但下滑幅度已较 2018 年收窄。在整体终端消费需求有所复苏的趋势下，中高端品类往往最先企稳回升，2019Q1 中高端板块增速同增 8.83%，增速较 2018Q1 放缓，但环比 2018Q4 提速明显。
- 具体来看，2018 年中高端的渠道外延幅度不大，主要以结构调整为主(各公司主品牌多以净关店为主)。因此收入增长驱动力主要来自同店的内生增长。其中产品力提升较快的歌力思、产品力强&终端服务提升的地素时尚以及中高端男装赛道稀缺的比音勒芬表现更佳，在弱市下收入业绩均取得较好增长。

图表 11：2018-2019Q1 主要中高端公司收入业绩增速

	收入增速			归属净利润增速		
	2018	2018Q4	2019Q1	2018	2018Q4	2019Q1
歌力思	18.66%	3.89%	8.32%	20.74%	-3.31%	11.00%
地素时尚	7.94%	11.80%	13.53%	19.59%	2.71%	32.58%
比音勒芬	39.96%	40.63%	27.37%	62.16%	100.84%	52.91%
九牧王	6.55%	3.85%	7.20%	8.00%	21.97%	40.12%
维格娜丝	20.34%	2.41%	-8.71%	43.65%	2.02%	-79.59%
安正时尚	16.09%	-16.09%	-0.22%	2.96%	-50.01%	10.51%
七匹狼	14.01%	13.03%	3.13%	9.38%	8.12%	9.45%
朗姿股份	13.10%	-6.09%	11.78%	12.20%	-69.76%	-12.54%
日播时尚	5.46%	-4.98%	5.46%	-54.13%	-54.70%	-71.99%
报喜鸟	19.55%	10.28%	4.67%	99.92%	-132.34%	159.18%

来源：Wind，中泰证券研究所，收入增速中歌力思、维格娜丝、安正时尚已剔除并表因素

图表 12: 2018 年主要中高端公司渠道情况 (家)

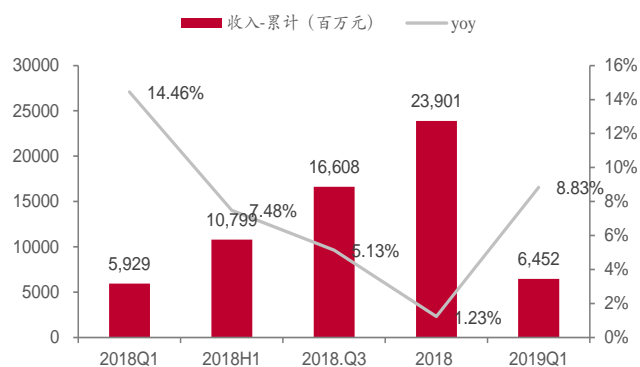
公司	2017	2018	19Q1	2018开	2018关	2018净增	购物中心	
							2017	2018
歌力思	533	592	591	116	57	59		
地素时尚	1038	1062	1048	151	127	24		占比约60%
比音勒芬	652	764				112		
九牧王	2633	2774	2760	364	327	141		约190家
维格娜丝	1449	1386	1381	206	269	-63		占比10%+
安正时尚	917	973	957	171	115	56		
七匹狼		2000+				100+		
朗姿股份	448	505				57		
日播时尚	989	1067		273	195	78		
报喜鸟	1478	1576				98		

来源: Wind, 中泰证券研究所

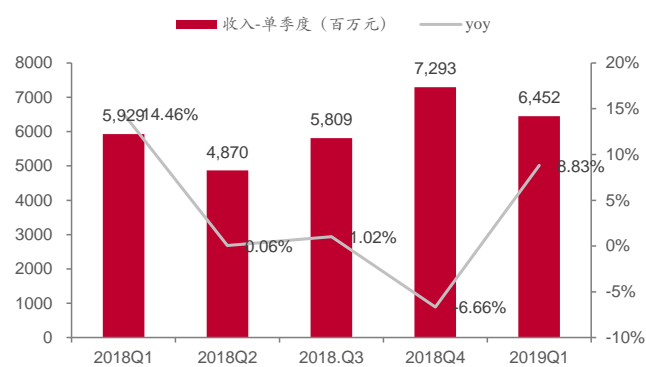
图表 13: 2018 年主要中高端公司主品牌渠道情况 (家)

公司	2017	2018	19Q1	2018开	2018关	2018净增
歌力思	322	312	307	24	34	-10
DAZZLE	614	613	600	69	70	-1
九牧王	2462	2411	2393	222	273	-51
维格娜丝	162	153	152	11	20	-9
玖姿	691	692	694	72	71	1
朗姿	225	248				23

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2018-2019Q1 中高端分季度累计收入及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 歌力思、维格娜丝、安正时尚已剔除并表因素

图表 15: 2018Q1-2019Q1 中高端单季度收入及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 歌力思、维格娜丝、安正时尚已剔除并表因素

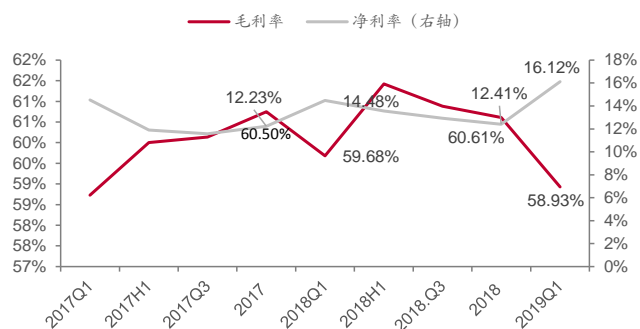
盈利端: 收入放缓拖累毛利率, 投资收益助利润增长

- 2018/2019Q1 中高端板块毛利率分别为 58.93%/58.48%, 分别同比下降 1.57/0.93PCT。主要因终端需求有所放缓, 在各品牌售价平稳未提价的情况下人工成本的增加 (如歌力思、维格娜丝 2019Q1)、及部分品牌

加大折扣力度（如九牧王）均在一定程度上拉低毛利率（安正时尚毛利率较低的礼尚信息并表也拉低整体毛利率）。

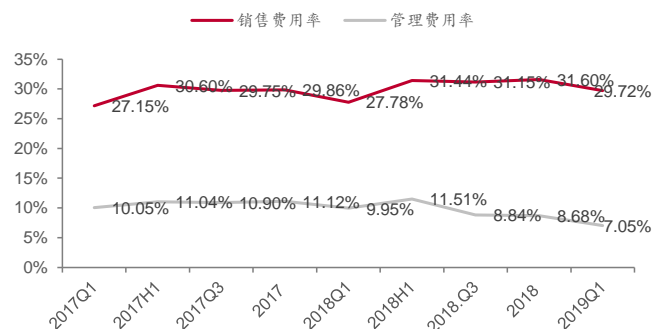
- 费用方面，2018/2019Q1 销售费用率分别提升 1.74/1.94PCT，主要因期内直营店的拓展带来的装修、租金、人员等方面的支出增加所致。但同期在控费得力情况下管理费用率分别同比下降 2.44/2.9PCT。
- 在毛利率下降、销售费用率增速明显的情况下，2018/2019Q1 净利率分别同增 0.11/1.64PCT，除管理费控制良好外，投资收益的大幅增加也在一定程度上拉动净利率上升。2018/2019Q1 投资收益分别同增 120%/153%，规模占收入的比分别达到 3.65%/4.39%（+1.74/2.5PCT）。
- 基于上述原因，2018 年净利润增速好于收入，同增 17.1%。2019Q1 在收入端增速回升的背景下，利润增速也环比提速，同增 21.1%

图表 16: 2017-2019Q1 中高端各季度毛利率、净利率



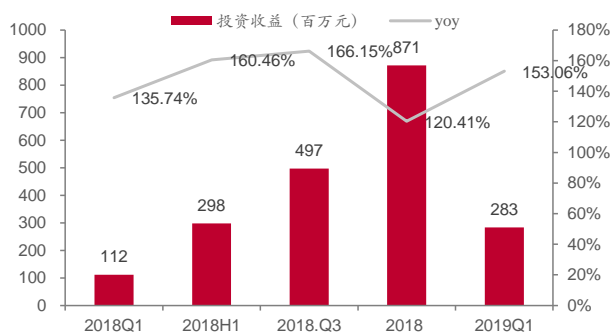
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 2017-2019Q1 中高端各季度管理费用率、销售费用率



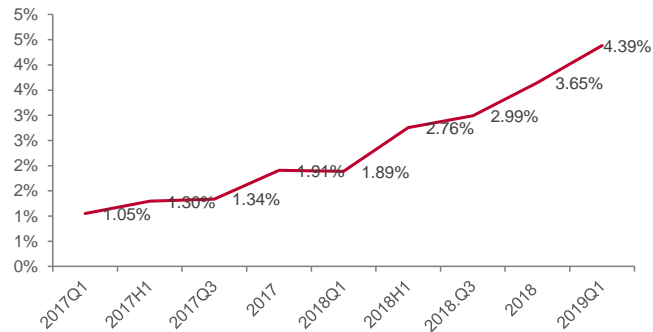
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 2018-2019Q1 中高端各季度投资收益及增速 (百万元)

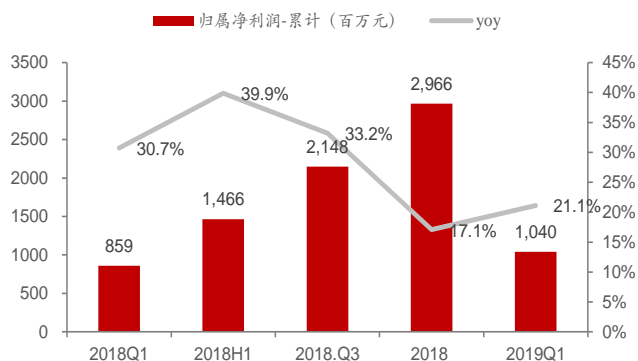


来源: Wind, 中泰证券研究所

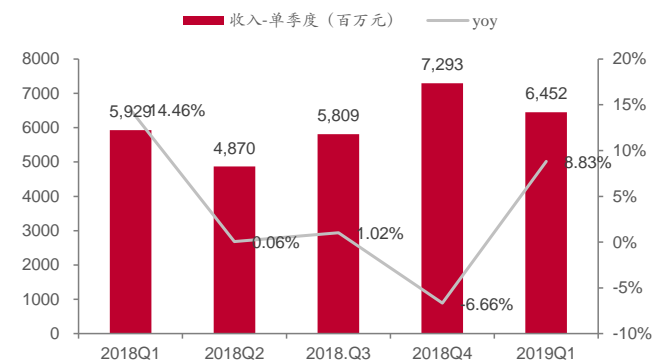
图表 19: 2017-2019Q1 中高端各季度投资收益占收入的比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 2018-2019Q1 中高端分季度累计归属净利润及增速 (百万元)


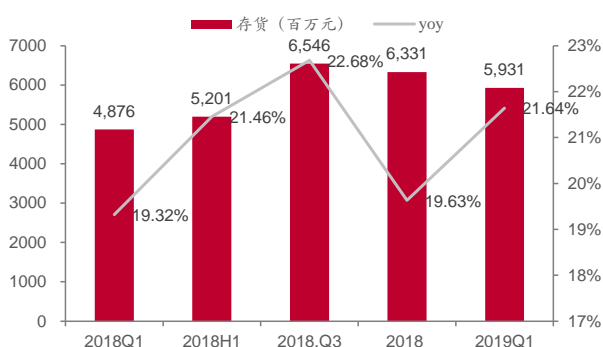
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 21: 2018Q1-2019Q1 中高端单季度归属净利润及增速 (百万元)


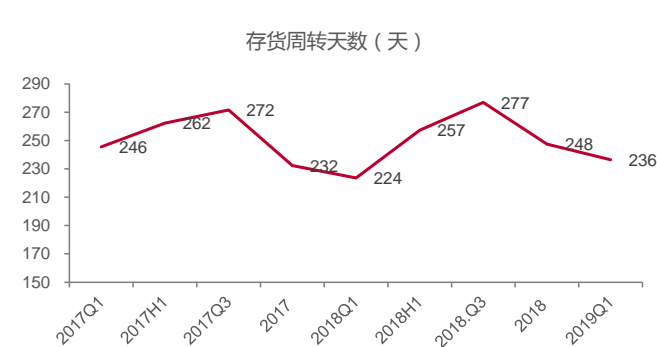
来源: Wind,中泰证券研究所

运营端: 应收账款周转加快, 多品牌运营下备货增加,

- 存货方面, 2018 年, 因 2018Q2 终端需求快速减弱, 2018Q2 开始存货快速增长, 2018Q3 是全年存货规模的高点。后续各公司通过控制渠道扩张、去库存, 2018 年末库存规模环比 2018 前三季度减少 2.15 亿元至 63.3 亿元, 同增 19.63%, 增速较前三季度放缓明显 (2018.1-9: +22.68%); 存货周转天数也反应此趋势, 2018 年为 248 天, 同比增加 16 天, 但环比减少 29 天。
- 2019Q1 库存控制仍然较好, 因各公司新品牌及原有品牌备货, 规模同增 21.64%至 59.3 亿元, 但整体规模环比 2018 年末减少 4 亿元; 存货周转天数继续环比减少, 下降 12 天至 236 天。

图表 22: 2018-2019Q1 中高端各季度存货及增速 (百万元)


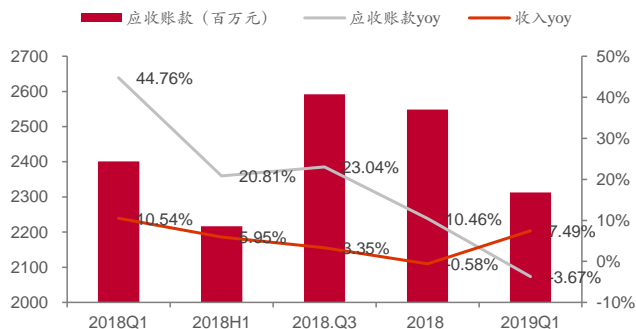
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 23: 2017-2019Q1 中高端各季度存货周转天数 (天)


来源: Wind,中泰证券研究所

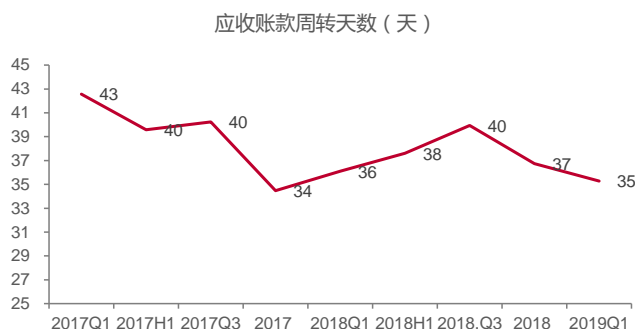
- 回款方面, 在存货控制良好的背景下, 201Q4-2019Q1 应收账款增速逐季下降, 2019Q1 其增速 (-3.67%) 慢于收入增速 (7.49%), 反映终端加盟商销售情况向好, 回款加快; 应收账款周转天数也反应此趋势, 2018 年/2019Q1 分别为 37/35 天, 分别同比变动+3/-1 天, 环比减少 3/2 天。

图表 24: 2018-2019Q1 中高端各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)



来源: Wind,中泰证券研究所

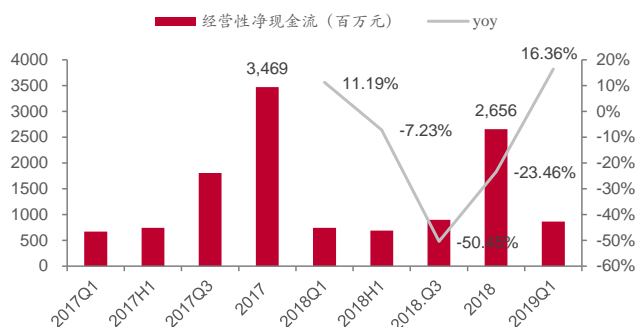
图表 25: 2017-2019Q1 中高端各季度应收账款周转天数 (天)



来源: Wind,中泰证券研究所

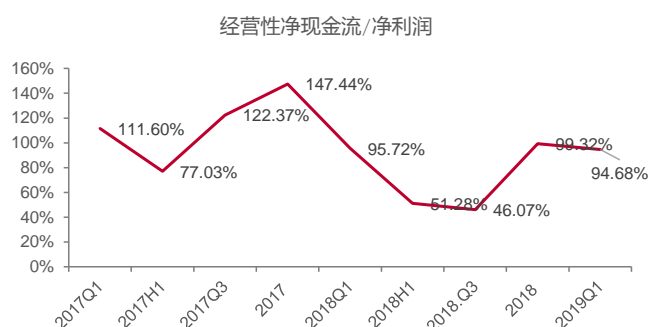
- 2019Q1 经营性净现金流改善, 在存货控制得力、及回款加快的背景下, 增速转正, 同增 16.36%, 其占当期净利润的比从 2018 前三季度的 46% 提升至 95%, 整体较为健康。

图表 26: 2018-2019Q1 中高端各季度经营性净现金流及增速 (百万元)



来源: Wind,中泰证券研究所

图表 27: 2017-2019Q1 中高端各季度经营性净现金流占净利润的比



来源: Wind,中泰证券研究所

大众服装: 板块表现分化, 龙头收入业绩双提升

收入端: 增速逐季放缓, 龙头表现优异

- 2018 年全年大众板块收入同增 7.42%至 514.46 亿元, 在终端需求疲软背景下, 收入增速呈现逐季放缓趋势, 2018Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为 14.8%/10.24%/2.47%/3.51%。2019Q1 延续 2018 年趋势, 收入规模同降 0.74%至 133.55 亿元。
- 虽然板块在终端弱需求下收入增速放缓明显, 但龙头企业表现明显优于整体: 森马休闲装业务渠道、供应链改革成效显著, 2018 年收入增速达到 20%, 2019Q1 更是进一步提速, 增速超 20%; 同是龙头的海澜之家通过产品及渠道调整, 2018Q4 开始收入增速回升, 2018Q1/Q2/Q3/Q4/2019Q1 增速分别为 12.16%/3.28%/-6.09%/5.67%/5.23%。

图表 28: 2018 年主要大众公司收入业绩情况

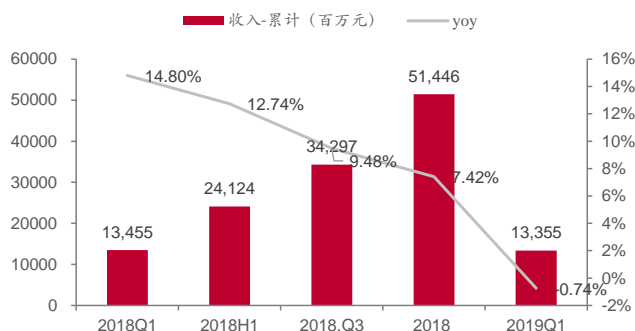
公司	收入增速			归属净利润增速		
	2018	2018Q4	2019Q1	2018	2018Q4	2019Q1
森马-休闲装	20.54%	22.50%	25.06%	33.10%	92.93%	11.06%
海澜之家	4.89%	5.69%	5.23%	3.78%	1.26%	6.96%
太平鸟	7.78%	-0.38%	-4.46%	27.51%	2.60%	-34.90%
拉夏贝尔	-2.58%	-5.66%	-6.94%	-132.00%	-351.11%	-94.40%
美邦服饰	18.62%	4.96%	-20.68%	113.24%	100.12%	-23.92%

来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马收入仅休闲装业务, 净利润仍是森马整体 (剔除并表)

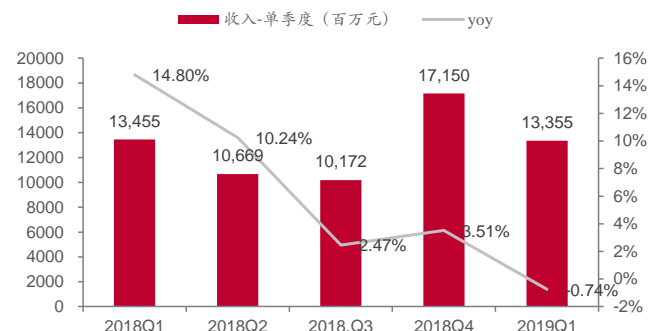
图表 29: 2018 年主要大众公司渠道情况 (家)

公司	2017	2018	19Q1	2018开	2018关	2018净增	购物中心	
							2017	2018
森马-休闲装	3628	3830		917	715	202		达400家
海澜之家	5792	6673		1181	300	881		约1350家
太平鸟	4251	4594	4508	1111	768	343	1386	1700
拉夏贝尔	9448	9269	7653	1132	1311	-179		
美邦服饰		3500~4000				净减少		

来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马仅统计休闲装

图表 30: 2018-2019Q1 大众分季度累计收入及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马服饰仅统计休闲装业务、拉夏贝尔按总额法调整 2017 年收入

图表 31: 2018Q1-2019Q1 大众单季度收入及增速 (百万元)


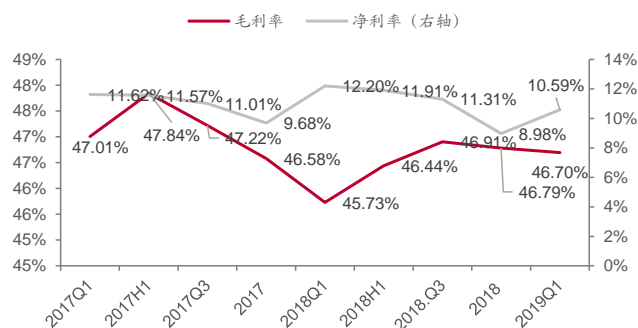
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马服饰仅统计休闲装业务、拉夏贝尔按总额法调整 2017 年收入

盈利端: 板块表现分化, 龙头盈利能力提升

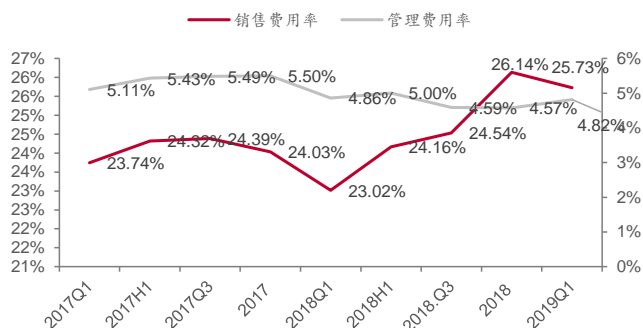
- 2018 年大众板块毛利率同比微增 0.21PCTs 至 46.79%, 具体来看各公司之间表现分化: 提升的有森马休闲装+7.67PCTs (改革呈现显著, 毛利率回升)、太平鸟+0.48PCTs (直营占比提升) 及海澜之家+1.89PCTs (直营收入占比提升, 不可退货产品占比提升); 下降的有拉夏贝尔-2.4PCTs、美邦服饰-2.79PCTs, 二者均因加大折扣力度去库存所致。2019Q1 也延续 2018 年趋势, 期内整体毛利率+0.97PCTs 至 46.7%, 具体表现与 2018 年一致。
- 期间费用方面, 1) 销售费用。2018 年销售费用率同比提升明显, 同增

7.89PCTs 至 26.14%，主要因期内存在并表（森马）、直营占比提升（太平鸟、海澜）、新品牌培育投入（海澜）以及渠道结构调整（拉夏贝尔关闭大量低效直营店，固定费用提前摊销导致销售费用率+10.9PCTs）。2019Q1 销售费用率也大幅提升 2.71PCTs 至 25.73%，原因基本与 2018 年一致。2）管理费用。2018/2019Q1 管理费用率均较上年同期下降，分别减少 0.93/0.06PCTs 至 4.57%/4.82%，主要因收入规模的增长及管理效率的提升。

- 在毛利率略有提升，但销售费用率大幅提升、管理费用率略有改善的背景下，2018/2019Q1 净利率均有所下降，分别较上年同期下降 0.7/1.61PCTs 至 8.98%/10.59%。

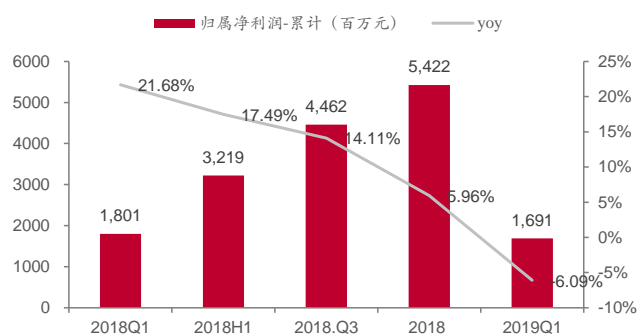
图表 32：2017-2019Q1 大众各季度毛利率、净利率


来源：Wind, 中泰证券研究所，拉夏贝尔按总额法调整 2017 年收入

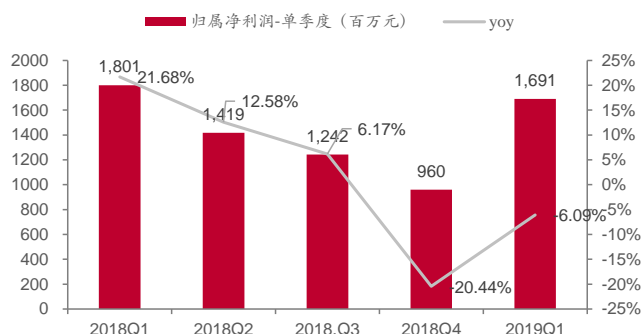
图表 33：2017-2019Q1 大众各季度管理费用率、销售费用率


来源：Wind, 中泰证券研究所

- 在收入增速放缓、期间费用提升的背景下，大众板块整体利润增速也呈现逐季放缓趋势，2018Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为 21.68%/12.58%/6.17%/-20.44%（Q4 大幅下滑主要受拉夏贝尔集中提前摊销闭店的固定费用相关）。2019Q1 延续此趋势，净利润同比下滑 6.09%至 16.91 亿元。
- 但龙头公司，如森马服饰仍表现亮眼：剔除 Kidiliz Q4 并表影响，2018 年归属净利润同增 33%，其中 Q4 单季度提速至 90%。2019Q1 受并表带来的各项费用增加影响增速放缓，但仍同增 11.06%。

图表 34：2018-2019Q1 大众分季度累计归属净利润及增速（百万元）


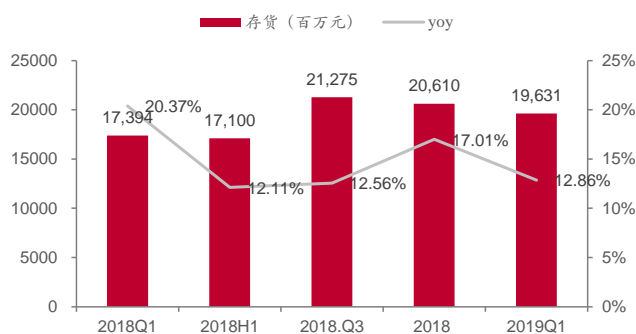
来源：Wind, 中泰证券研究所，剔除森马 Kidiliz 并表因素

图表 35：2018Q1-2019Q1 大众单季度归属净利润及增速（百万元）


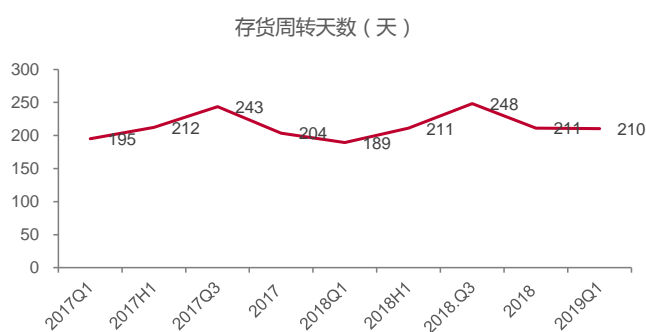
来源：Wind, 中泰证券研究所，剔除森马 Kidiliz 并表因素

运营端：弱需求&备货增加致库存增长，应收账款周转放缓

- 2018 年在终端需求较弱以及新品牌备货增加的背景下库存规模同增 17%至 206 亿元，2019Q1 规模同增 12.85%，按环比 2018 年底略有下降，主要与部分品牌加大去库存力度有关。存货周转天数也反应此趋势，2018 年为 244 天 (+7 天)，2019Q1 为 210 天，同比/环比分别+21/-1 天。

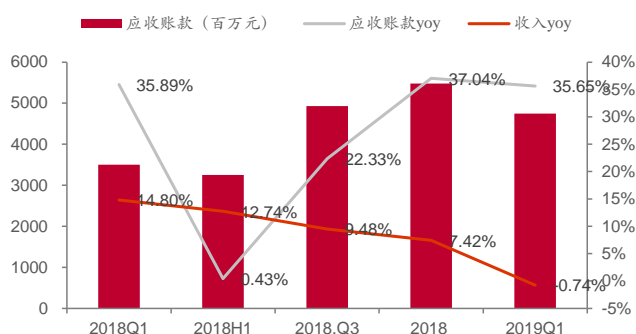
图表 36: 2018-2019Q1 大众各季度存货及增速 (百万元)


来源: Wind,中泰证券研究所

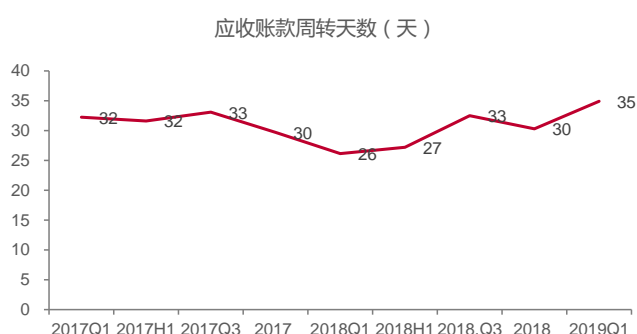
图表 37: 2017-2019Q1 大众各季度存货周转天数(天)


来源: Wind,中泰证券研究所

- 大众品牌渠道以加盟为主，因此在终端需求偏弱的环境下，加盟商回款速度放缓，2018/2019Q1 应收账款分别同增 37.04%/35.65%，均高于同期收入增速（分别为 7.42%/-0.74%）。同期应收账款周转天数分别为 30/35 天，分别同比增加 0/9 天，2019Q1 环比增加 5 天。

图表 38: 2018-2019Q1 大众各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)


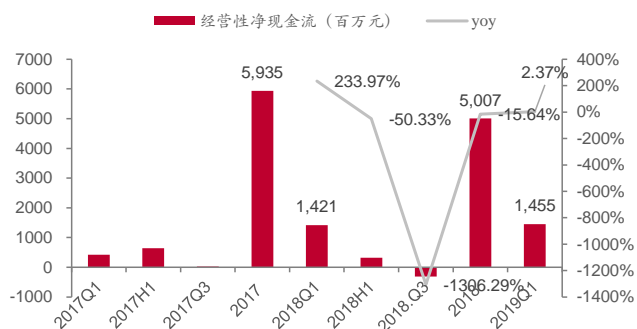
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 39: 2017-2019Q1 大众各季度应收账款周转天数 (天)


来源: Wind,中泰证券研究所

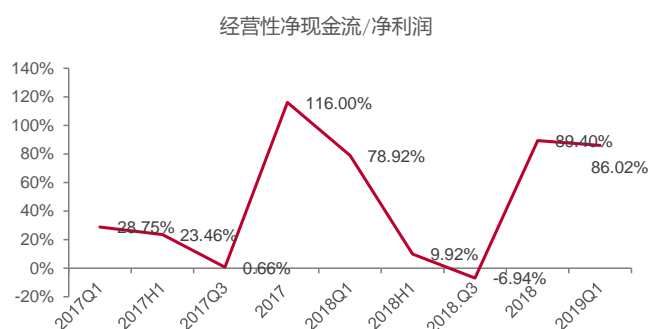
- 在收入增速放缓、盈利能力下降背景下，行业整体经营性净现金流表现一般。2018/2019Q1 分别同比变动-15.64%/+2.37%，其占净利润的分别为 89.4%/86.02%。

图表 40: 2018-2019Q1 大众各季度经营性净现金流及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 41: 2017-2019Q1 大众各季度经营性净现金流占净利润的比



来源: Wind, 中泰证券研究所

家纺: 终端需求偏弱, 增速逐季放缓

收入端: 线下增速逐季放缓, 线上 2018Q4 现回暖迹象

- 在终端需求疲软的背景下, 主要家纺上市公司 2018 年-2019Q1 的收入增速均呈现逐季放缓趋势, 2018Q1/Q2/Q3/Q4/2019Q1 增速分别为 22.32%/11.17%/6.49%/2.82%/-0.62%。
- 从渠道看, 1) 线下在终端弱需求下, 走势与整体收入一致; 2) 线上 2019Q1 表现分化。如水星、富安娜 2018Q4 电商增速均较前三季度环比提速, 富安娜 2019Q1 增速进一步提速, 约 25%。而水星因 2018Q1 高基数因素 (+24%) 使得 Q1 线上收入有所下滑, 但 Q2 有望恢复双位数增长。各品牌线上渠道的回暖预计主要与品牌加强线上分平台管理、拓展新电商渠道 (唯品会、云集、京东等) 以及产品结构优化有关。同期罗莱因自身 LOVO 与主品牌分立因素, 短期线上表现偏弱。

图表 42: 2018 年主要家纺公司收入业绩情况

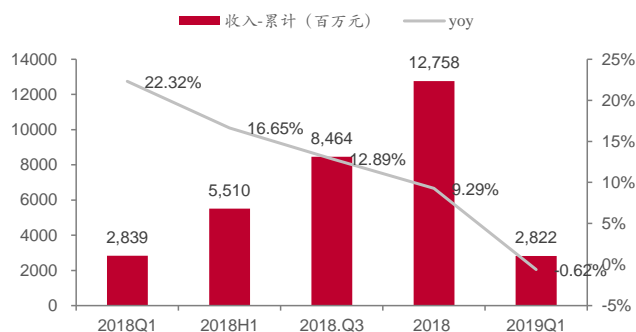
公司	收入增速			归属净利润增速		
	2018	2018Q4	2019Q1	2018	2018Q4	2019Q1
罗莱生活	3.24%	-7.98%	-2.33%	24.92%	34.15%	-7.59%
富安娜	11.55%	7.20%	-5.55%	10.11%	-0.09%	-16.32%
梦洁股份	19.35%	15.79%	6.94%	64.61%	44.74%	12.58%
水星家纺	10.44%	4.67%	0.75%	10.77%	3.84%	4.22%

来源: Wind, 中泰证券研究所

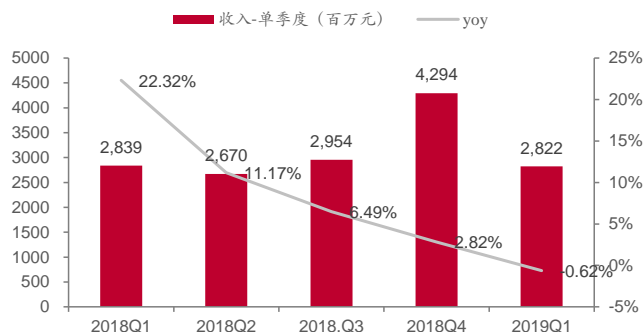
图表 43: 2018 年主要家纺公司线上销售情况

公司	电商收入增速					电商收入占比	
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	2017	2018
罗莱生活	10%-15%		增速下滑		增速与18Q1持平		20%
富安娜	30%+	Q2增速低于Q1	低个位数	恢复双位数	25%左右		28%
水星家纺	24%	-10%	-5.40%	10%~15%		38.71%	38%
梦洁股份							近10%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 44: 2018-2019Q1 家纺分季度累计收入及增速 (百万元)


来源: Wind,中泰证券研究所;

图表 45: 2018Q1-2019Q1 家纺单季度收入及增速 (百万元)


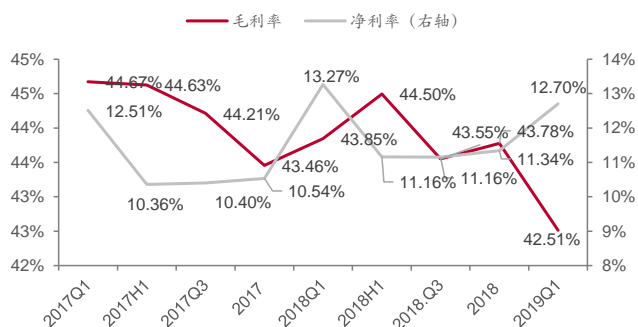
来源: Wind,中泰证券研究所;

盈利端: 毛利率略有下降, 营销力度加大致费用提升

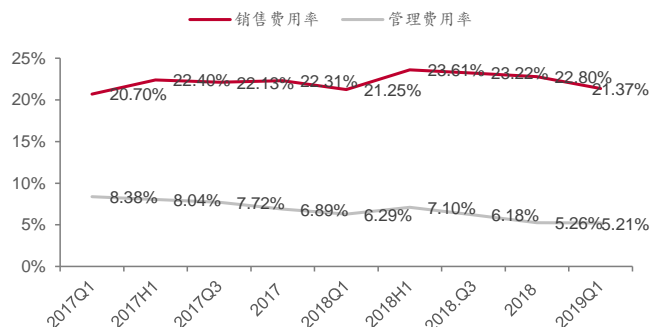
- 2018 年家纺毛利率+0.32PCT 至 43.78%，剔除罗莱莱克星顿并表影响，预计整体毛利率同比有所下降，具体来看：罗莱家纺业务毛利率 47.03% (-0.63PCT)、水星家纺毛利率 35.11% (-1.25PCT，高毛利率电商收入占比下降)、梦洁家纺毛利率 42.75% (-1.43PCT，去库存力度加大)、富安娜毛利率 49.82% (+0.42PCT，高毛利率的套件产品占比提升)。

2019Q1 毛利率-1.34PCT 至 42.51%，主要与加大去库存力度以及低毛利率的电商业务收入占比提升有关，具体来看：罗莱家纺 12.77% (-0.81PCT)、水星家纺 37.36% (+0.94PCT)、梦洁家纺 38.44% (-5.55PCT，加大去库存力度)、富安娜 49.8% (-1.13PCT，低毛利率电商收入占比提升)。

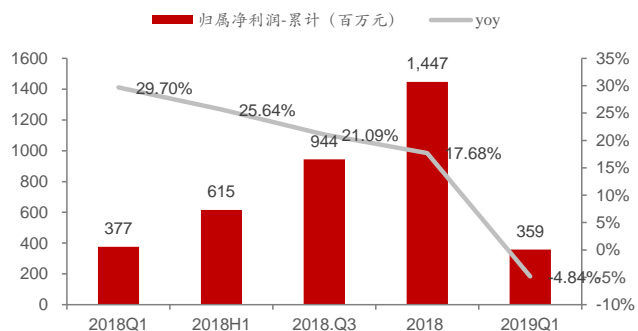
- 费用方面。1)销售费用率。2018 全年较 2019Q1 销售费用均较上年同期有所提升，分别提升 0.49/0.12PCT 至 22.8%/21.37%，主要因营销力度加大相关（广告、门店升级、水星更换代言人）。但梦洁家纺 2019Q1 销售费用率下滑明显，主要因其放慢直营店开店速度，以开加盟店为主有关；2)管理费用率。在管理效率提升的背景下，2018/2019Q1 管理费用率均较上年同期下降，分别减少 1.64/1.08PCT 至 5.26%/5.21%。
- 净利率方面，2018/2019Q1 分别变动 0.8/-0.57PCT 至 11.34%/12.7%。2018 年提升，主要来自毛利率微增及期间费用率的下降。2019Q1 净利率下降，主要因毛利率的下降所致。

图表 46: 2017-2019Q1 家纺各季度毛利率、净利率


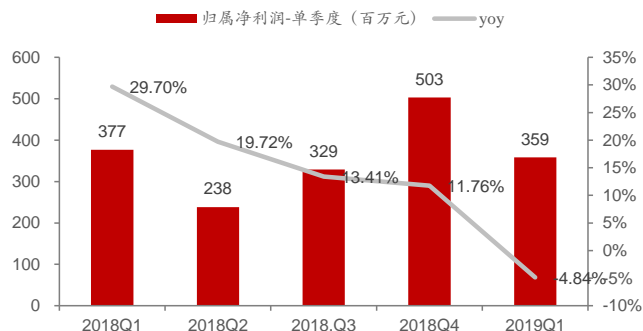
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 47: 2017-2019Q1 家纺各季度管理费用率、销售费用率


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 48: 2018-2019Q1 家纺分季度累计归属净利润及增速 (百万元)


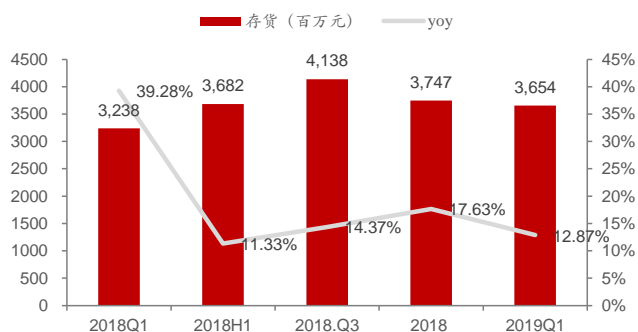
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 49: 2018Q1-2019Q1 家纺单季度归属净利润及增速 (百万元)


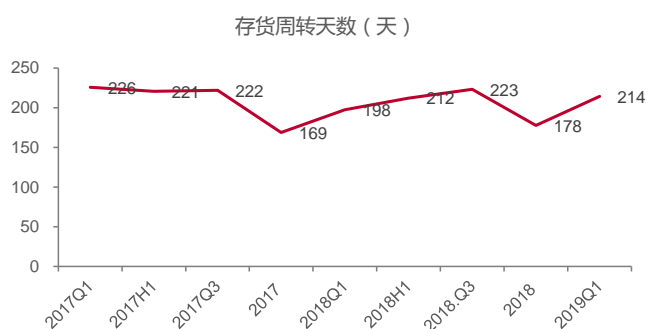
来源: Wind, 中泰证券研究所

运营端: 原材料及新平台备货增加, 应收账款周转健康

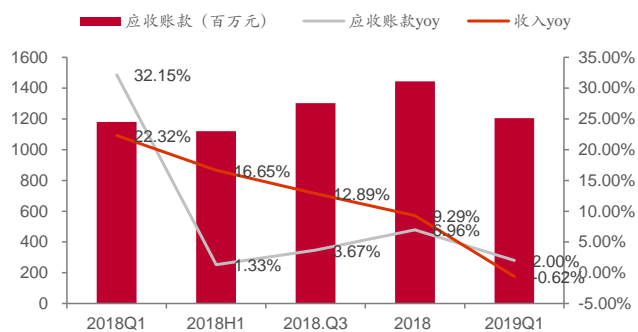
- 2018 年存货规模为 37.47 亿元, 同增 17.63%, 周转也略有放缓, 2018 年存货周转天数较上年同期增加 9 天至 178 天, 具体来看: 罗莱生活与富安娜存货规模增加、周转放缓, 主要因加大原材料备货以控制成本、优化加盟商政策以减轻其库存压力, 以及线上品牌备货所致。
- 2018 年应收账款增速小于收入, 且 2018 年其周转天数也较上年同期减少 1 天。整体回款情况较好, 反应在品牌方在弱市下优化加盟政策下, 加盟商终端销售较为健康。
- 2018 年经营性净现金流减少 24.45%, 主要因年末产品备货及原材料备货增加所致。其中销售商品、提供劳务收到的现金同增 7.91%, 与收入增速基本一致 (9.29%)。

图表 50: 2018-2019Q1 家纺各季度存货及增速 (百万元)


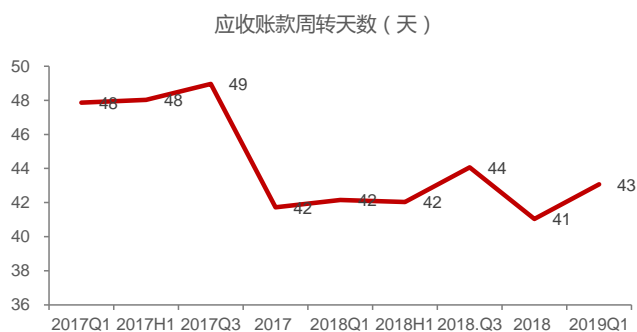
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 51: 2017-2019Q1 家纺各季度存货周转天数(天)


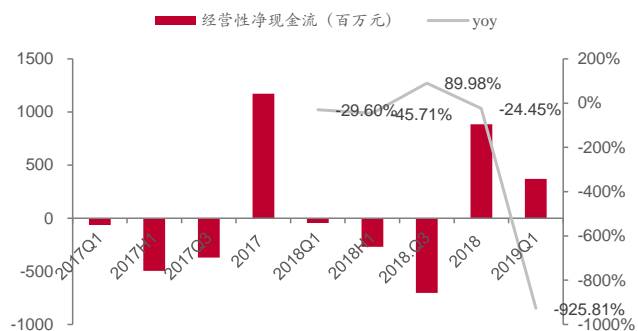
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 52: 2018-2019Q1 家纺各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)


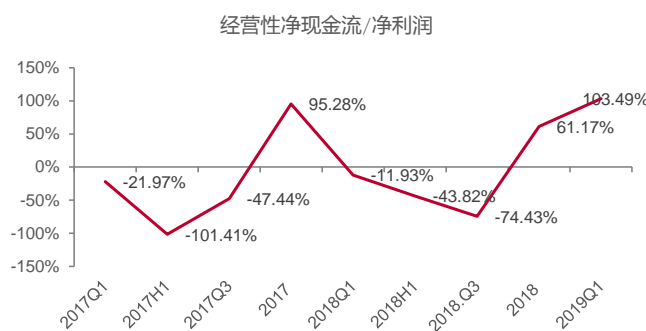
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 53: 2017-2019Q1 家纺各季度应收账款周转天数 (天)


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 54: 2018-2019Q1 家纺各季度经营性净现金流及增速 (百万元)


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 55: 2017-2019Q1 家纺各季度经营性净现金流占净利润的比


来源: Wind,中泰证券研究所

童装: 高景气度延续, 收入双位数增长

收入端: 内延外生并行, 收入保持双位数增长

- 童装仍保持较高景气度，2018Q1/Q2/Q3/Q4/2019Q1 收入增速分别为 26.47%/23.81%/17.72%/29.83%/27.85%。
- 具体来看，除所处子行业景气度较高外，各品牌通过持续渠道结构优化带来的终端效率提升也是保证收入高增长的原因之一：巴拉巴拉在保持较快的外延的同时（+498），店效较高的购物中心店占比也持续提升，截至 2018 年已超 28%（超 1500 家），预计 2018 年坪效高单位数增长；同期安奈儿则以结构优化为主，全年净关 2 家至 1433 家，但购物中心店则从 180 家增长到 264 家，占比达 18.4%（2017:12.5%），全年收入增长（+18%）主要来自同店内生驱动。

图表 56: 2018 年主要童装公司收入业绩情况

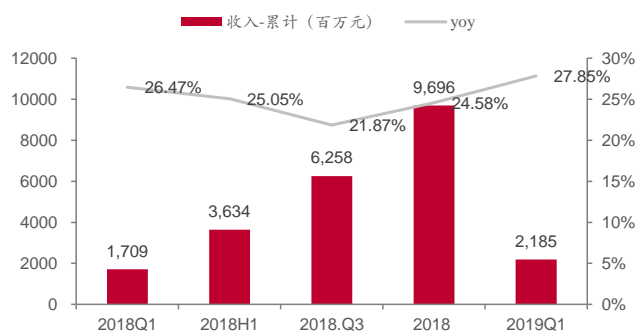
公司	收入增速			归属净利润增速		
	2018	2018Q4	2019Q1	2018	2018Q4	2019Q1
森马-巴拉巴拉	27.02%	34.79%	32.82%	33.10%	92.93%	11.06%
安奈儿	17.56%	15.06%	17.71%	21.08%	12.13%	30.01%
金发拉比	5.49%	-6.15%	-6.72%	-56.85%	-156.66%	-28.51%

来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马收入仅统计童装(剔除并表)、净利润仍为森马整体(剔除并表)

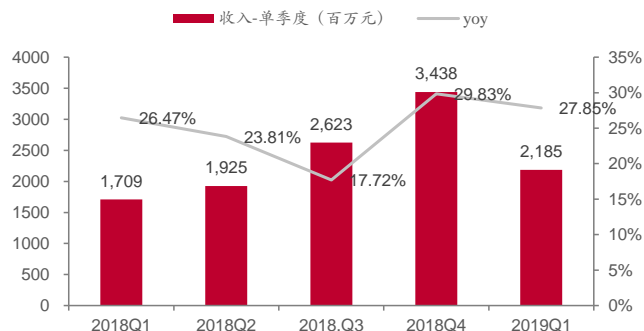
图表 57: 2018 年主要童装公司渠道情况(家)

公司	2017	2018	2018开	2018关	购物中心	
					2017	2018
森马-巴拉巴拉	4,795	5,293	1059	561	不到1000	超1500
安奈儿	1435	1433	211	213	180	264
金发拉比	1400	1368				

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 58: 2018-2019Q1 童装分季度累计收入及增速(百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马服饰仅统计童装业务(并剔除 Kidiliz 并表因素)

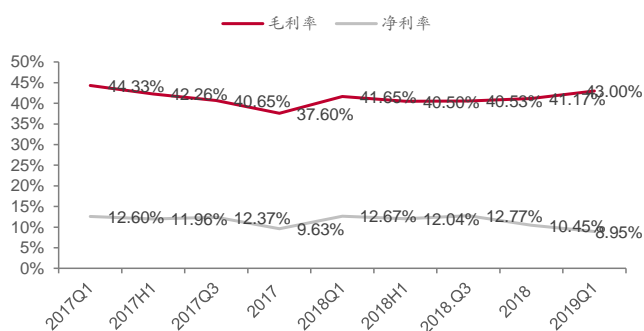
图表 59: 2018Q1-2019Q1 童装单季度收入及增速(百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马服饰仅统计童装业务(并剔除 Kidiliz 并表因素)

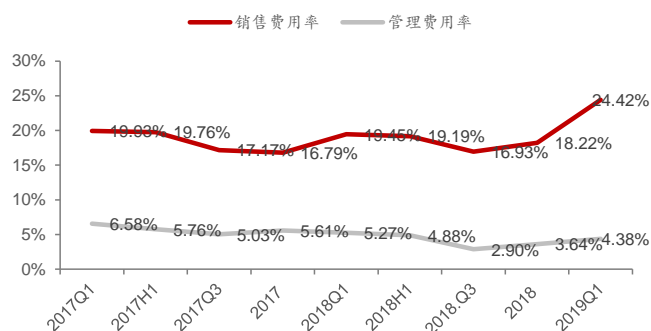
盈利端: 毛利率提升, 渠道扩张致销售费用增长

- 2018/2019Q1 毛利率同比均有提升, 分别增长 3.57/1.35PCT 至 41.17%/43%。主要因终端折扣控制力度较好, 以及收入的较快增长。

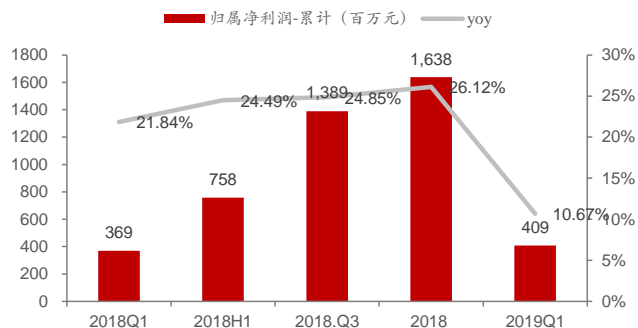
- 期间费用方面，2018/2019Q1 销售费用率提升较明显，一方面因期内渠道调整及扩张导致相关费用增加，另一方面森马 Kidiliz 并表也拉动了销售费用率的上升。同期管理费用率较为平稳，反应各公司管理效率的提升。
- 在毛利率提升，销售费用率增幅较大的背景下，行业整体净利率同比有所下降，2018/2019Q1 分别为 10.45%/8.95%。

图表 60: 2017-2019Q1 童装各季度毛利率、净利率


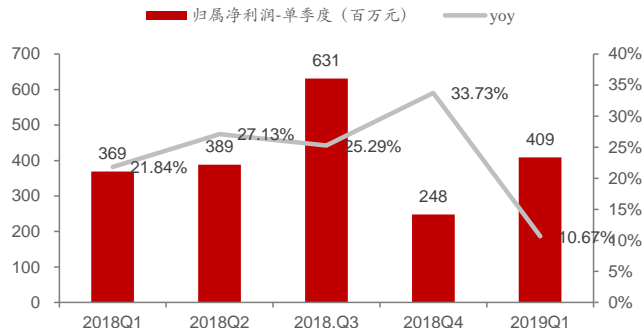
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 61: 2017-2019Q1 童装各季度管理费用率、销售费用率


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 62: 2018-2019Q1 童装分季度累计归属净利润及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

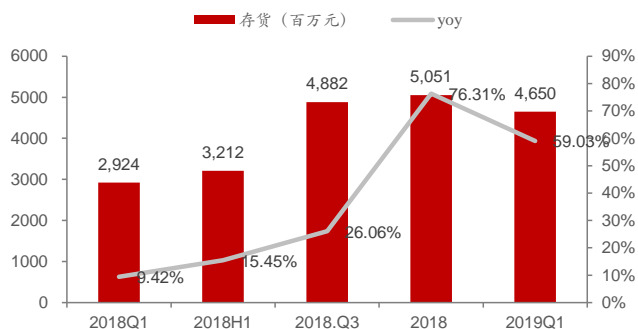
图表 63: 2018Q1-2019Q1 童装单季度归属净利润及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

运营端: 新品牌备货增加, 应收账款周转加快

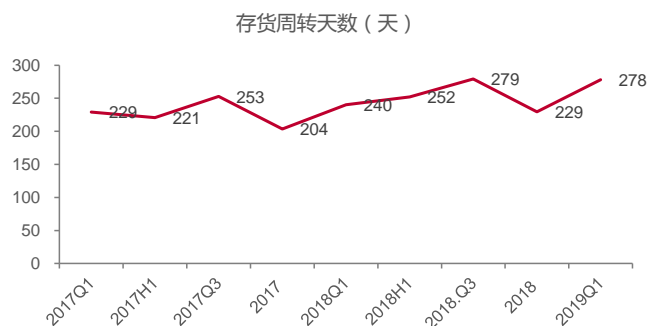
- 2018 年存货同增 76.31%至 50.51 亿元, 主要因冬装以及新品牌备货的增加所致, 存货周转天数同比增加 25 天至 229 天。但同期应收账款回款加快, 2018 年应收账款周转天数同比减少 3 天至 34 天。2018 年经营性净现金流同比大幅减少, 主要是备货增加、以及森马 Kidiliz 并表而给新品牌备货增加所致。

图表 64: 2018-2019Q1 童装各季度存货及增速 (百万元)



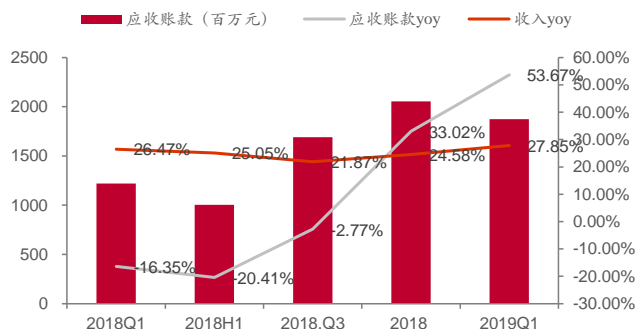
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 65: 2017-2019Q1 童装各季度存货周转天数(天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 66: 2018-2019Q1 童装各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)



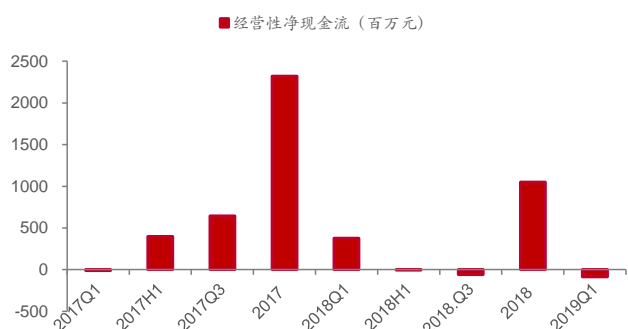
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 67: 2017-2019Q1 童装各季度应收账款周转天数 (天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 68: 2018-2019Q1 童装各季度经营性净现金流及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 69: 2017-2019Q1 童装各季度经营性净现金流占净利润的比



来源: Wind, 中泰证券研究所

纺织制造: 内外承压, 收入增速放缓

收入端: 2018 年收入增速环比放缓, 2019Q1 有所回升

- 在 2018 Q2 开始的中美贸易摩擦影响下, 海外订单下单放缓, 同期, 国

内下游需求增速也开始放缓。内外承压，全年纺织制造收入增速呈现逐季下滑趋势，2018Q1/Q2/Q3/Q4 收入增速分别为 16.66%/11.32%/11.36%/-1.65%。

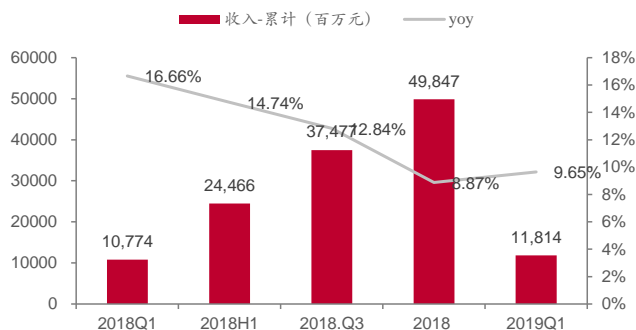
- 2019Q1 在中美贸易谈判持续推进的背景下，海外客户下单积极性有所提升，虽同比增速仍放缓明显 (-7.01PCT 至 9.65)，但环比 2018Q4 提速明显 (+11.3PCT)。

图表 70: 2018 年主要纺织制造公司收入业绩情况

公司	收入增速			归属净利润增速		
	2018	2018Q4	2019Q1	2018	2018Q4	2019Q1
健盛集团	8.00%	14.86%	17.95%	2.00%	29.07%	57.20%
华孚时尚	13.58%	-4.10%	19.78%	10.98%	-72.38%	-21.47%
新野纺织	16.64%	-4.06%	13.74%	32.27%	26.07%	47.93%
联发股份	4.12%	-8.40%	-8.05%	8.34%	-1.01%	63.47%
百隆东方	0.77%	3.78%	13.07%	-10.30%	-127.52%	39.85%
台华新材	9.01%	0.40%	-9.43%	-5.98%	-93.88%	-30.21%
伟星股份	3.32%	-6.29%	21.53%	-14.89%	-90.76%	18.38%
孚日股份	7.24%	1.97%	-4.86%	5.99%	24.12%	54.85%
鲁泰A	7.33%	4.48%	1.67%	-3.52%	-9.08%	22.54%

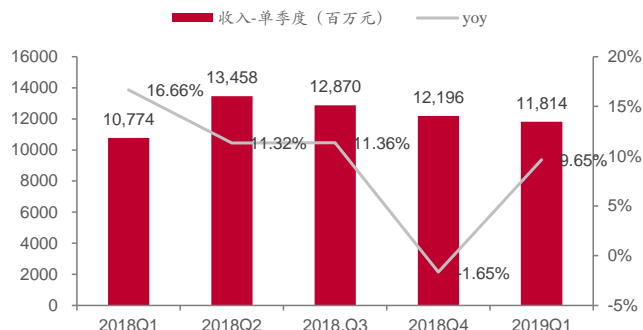
来源: Wind, 中泰证券研究所 健盛集团剔除俏尔婷婷并表因素

图表 71: 2018-2019Q1 纺织制造分季度累计收入及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 健盛剔除俏尔婷婷并表因素

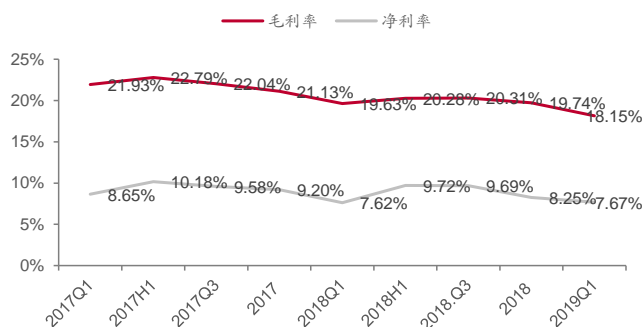
图表 72: 2018Q1-2019Q1 纺织制造单季度收入及增速 (百万元)



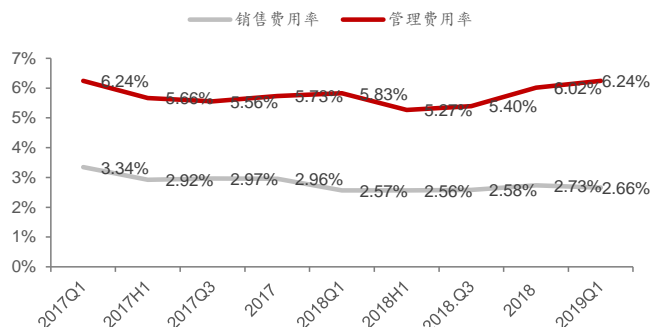
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 健盛剔除俏尔婷婷并表因素

盈利端: 需求疲软致毛利率下降, 低基数下 2019Q1 利润大增

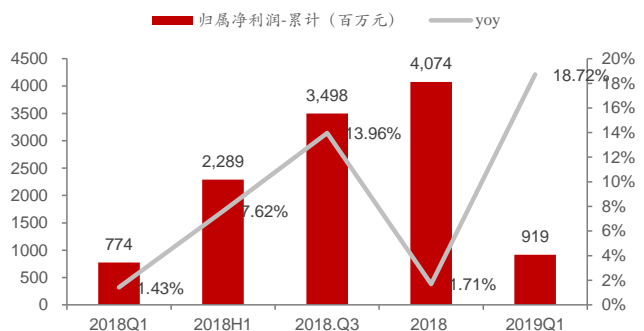
- 2018/2019Q1 毛利率分别较上年同期下降 1.39/1.48PCT 至 19.74%/18.15%，具体来看主要有几方面原因：需求疲软下的订单不足，导致单元原材料成本上升（百隆东方、华孚时尚、台华新材）、原材料价格上涨（鲁泰 A 长绒棉+13.6%）、及自身产能调整（健盛集团，同时其国内产能搬迁导致产能利用不足）。
- 期间费用方面，销售费用率、管理费用率稳中略增。因此全年净利润增速放缓明显，同增 1.71%。但 2019Q1 净利润大幅增长主要是 2018Q1 人民币大幅升值导致低基数所致。

图表 73: 2017-2019Q1 纺织制造各季度毛利率、净利率


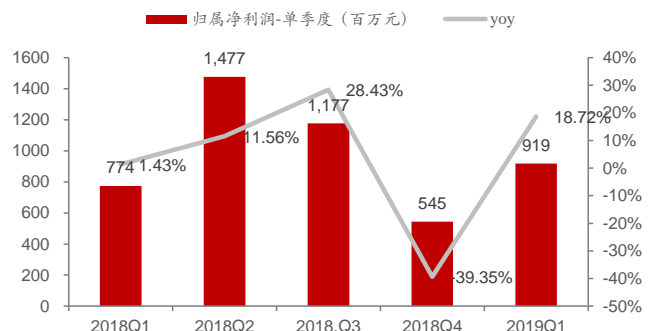
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 74: 2017-2019Q1 纺织制造各季度管理费用率、销售费用率


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 75: 2018-2019Q1 纺织制造分季度累计归属净利润及增速 (百万元)


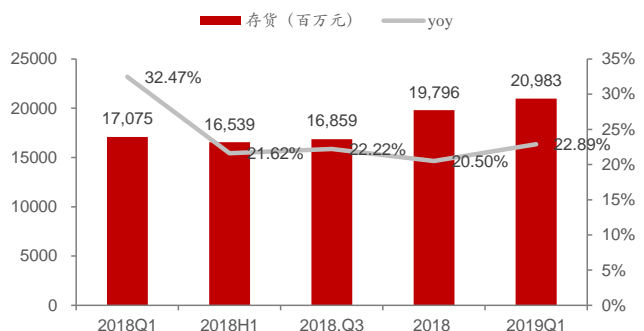
来源: Wind,中泰证券研究所, 健盛剔除俏尔婷婷并表因素

图表 76: 2018Q1-2019Q1 纺织制造单季度归属净利润及增速 (百万元)


来源: Wind,中泰证券研究所, 健盛剔除俏尔婷婷并表因素

运营能力: 原材料备货致存货增加, 回款较为健康

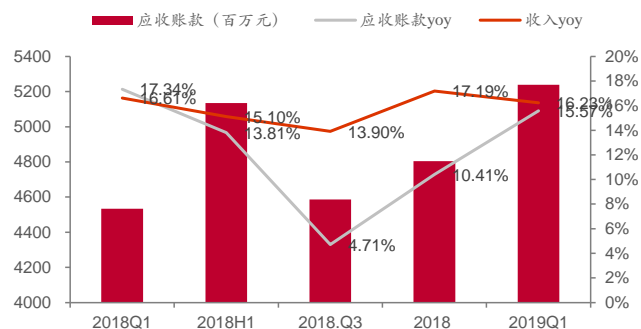
- 在整体需求偏弱及加大原材料备货的情况下, 2018 年存货规模同增 20.5%至 197.96 亿元, 存货周转天数也同增 12 天至 134 天。但同期应收账款仍较为健康, 2018/2019Q1 其增速均低于收入增速。

图表 77: 2018-2019Q1 纺织制造各季度存货及增速 (百万元)


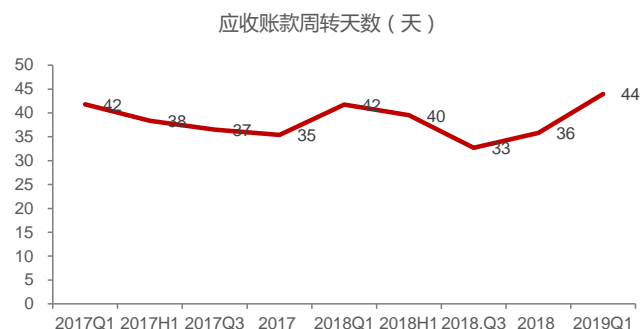
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 78: 2017-2019Q1 纺织制造各季度存货周转天数 (天)


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 79: 2018-2019Q1 纺织制造各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 80: 2017-2019Q1 纺织制造各季度应收账款周转天数 (天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **宏观经济增速放缓风险。**经济增速下行影响居民可支配收入，削弱消费升级驱动力。
- **终端消费低迷风险。**消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。
- **棉价异动致风险。**棉花产业政策存在不确定性，价格剧烈波动下纺织企业盈利恐承压。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。