

行业点评

纺织服装

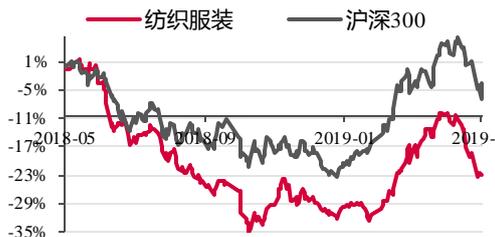
Q1 报表改善，优质标的配置价值提升

2019年05月10日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
纺织服装	-14.52	12.38	-23.19
沪深 300	-11.90	10.85	-7.54

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

刘馨

liuyun2@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955776

研究助理

0731-84403397

相关报告

- 《纺织服装：纺织服装行业 2019 年 4 月月报：内外消费有所回暖，期待板块盈利继续修复》 2019-05-07
- 《纺织服装：纺织服装 2019 年 3 月月报：关注业绩以及事件、政策驱动的投资机会》 2019-04-01
- 《纺织服装：内衣行业深度报告：行业成长空间大，优先布局优势企业》 2019-03-05

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
海澜之家	0.77	12.00	0.82	11.27	0.87	10.62	推荐
航民股份	0.89	11.56	0.95	10.83	1.02	10.09	推荐
新澳股份	0.51	19.53	0.60	16.60	0.72	13.83	推荐
开润股份	0.80	42.19	1.08	31.25	1.46	23.12	推荐
新野纺织	0.52	8.00	0.62	6.71	0.73	5.70	推荐
地素时尚	1.43	16.46	1.65	14.27	1.88	12.52	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 商誉减值影响 2018 年业绩表现，2019Q1 板块利润表现有所改善。2018 年纺织服装板块营收 yoy+8.89%，归母净利润 yoy-33.20%，板块全年商誉减值损失共计 28.89 亿元，对利润影响较大。2019Q1，板块归母净利润增速转正，利润表现有触底回升态势。
- 板块杠杆水平提升，资产周转水平略有下降。板块资产负债率同比均有提升，流动负债比例亦有提升，短期偿债能力指标表现较好。2018 年板块 ROE 同比下滑主要系净利率影响，总资产周转率同比微降，板块存在一定的被动加库存情况。
- 经营性现金流表现向好，折旧摊销压力仍存。2018 年板块经营性净现金流同增 19.86%，现金回收速度略有下降，但获取现金的能力有所提升。资本性支出持续增长 (yoy+5.12%)，在投资性现金流中的占比同比提升 1.42 个百分点。资本性支出与折旧摊销的比值同比微降，板块折旧摊销增速高于资本性支出的增速，板块累计折旧压力仍然偏大。
- 制造端韧性更强，个股业绩表现分化。分板块来看，SW 纺织制造韧性更强、报表修复更快，2019Q1 归母、扣非归母净利润增速分别是 41.8% 和 12.5%，远高于 SW 服装家纺同期增速。分个股来看，成分股业绩表现分化；2019Q1 归母净利润增速跑赢行业的成分股数量要少于 2018 年，但 2019Q1 成分股归母净利润增速中位数要高出 2018 年 3.4 个百分点左右。
- 维持“同步大市”评级。年初至今，纺织服装板块涨幅约 10.6%，申万 28 个一级行业中位列第 20 位，消费类板块中表现居后，基金持仓占比也偏低；从个股的市场表现来看，涨幅较大的也多为一些主题炒作、低 ROE 或前期超跌品种，而具有业绩支撑的部分优质个股滞涨。我们认为业绩具有支撑的细分领域优质公司后续有望迎来估值和股价的双重修复。维持行业“同步大市”评级，建议关注：海澜之家、航民股份、新澳股份、开润股份、新野纺织、地素时尚。
- 风险提示：内外消费疲软；原辅料价格剧烈波动；政策、汇率风险等。

1 投资观点

2018 年整体消费形势不及上年，社零增速放缓，全国纺织服装类消费金额同比降幅较大；出口未能延续 2017 年的增长势头，终端纺织消费品的出口比例及金额双降；居民人均消费支出与居民人均可支配收入的比值，以及居民衣着类消费占比近 5 年逐年降低。内外消费疲软叠加商誉减值影响，纺织服装板块 2018 年利润同比下滑近 50%。2019Q1，社零企稳且回升，板块利润表现呈现改善态势。

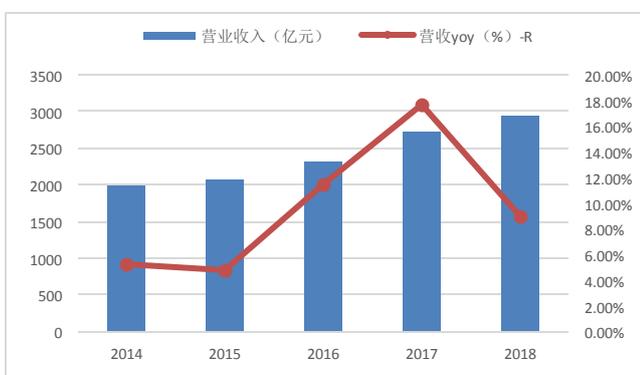
关于 2019 年全年的消费形势，我们基本维持前期观点：内部消费增量空间相对有限，不同类型的消费表现趋于分化，具备需求刚性的必选消费预计有相对较好的表现；外部整体的消费风险大于内部；纺织服装商品的出口形势目前相对平稳，如后续中美贸易战升级，不排除对出口带来的消极影响。关于板块 2019 年业绩，我们认为品牌端盈利有望在 Q2/Q3 触底回升，板块全年业绩预计好于 2018 年。年初至今，纺织服装板块涨幅约 10.6%，申万 28 个一级行业中位列第 20 位，消费类板块中表现居后，基金持仓占比也偏低；从个股的市场表现来看，涨幅较大的也多为一些主题炒作、低 ROE 或前期超跌品种，而具有业绩支撑的部分优质个股滞涨。我们认为业绩具有支撑的细分领域优质公司后续有望迎来估值和股价的双重修复。维持行业“同步大市”评级，建议关注：海澜之家、航民股份、新澳股份、开润股份、新野纺织、地素时尚。

2 利润表端

2.1 商誉减值影响板块年度业绩，2019Q1 板块利润表现触底回升

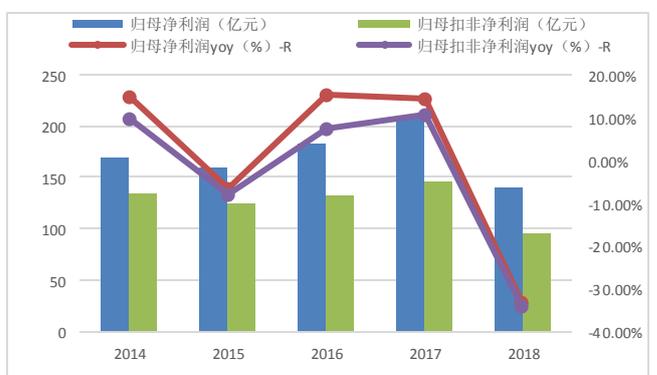
SW 纺织服装板块近 5 年的营收复合增速为 8.37%、归母净利润的复合增速为-3.82%、归母扣非净利润的复合增速为-6.47%。2018 年板块实现营业收入 2956.68 亿元 (yoy+8.89%)，实现归母净利润 140.12 亿元 (yoy-33.20%)，实现归母扣非净利润 96.46 亿元 (yoy-34.34%)。

图 1：SW 纺织服装近 5 年营收规模及增速



资料来源：wind、财富证券

图 2：SW 纺织服装近 5 年利润规模及增速

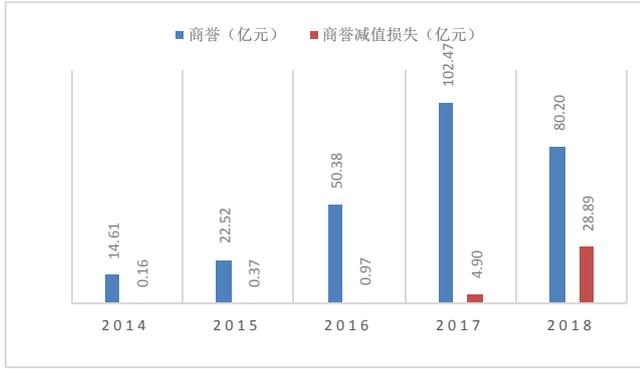


资料来源：wind、财富证券

2018 年 SW 纺织服装商誉减值损失共计 28.89 亿元，商誉减值是板块 2018 年尤其是

2018Q4 利润大幅下滑的主要原因。

图 3：SW 纺织服装商誉及减值损失情况



资料来源：wind、财富证券

图 4：SW 纺织服装商誉减值影响情况



资料来源：wind、财富证券

SW 纺织服装成分股中商誉减值损失 TOP5 公司如下：

表 1：SW 纺织服装商誉减值损失 TOP5 成分股（2018 年）

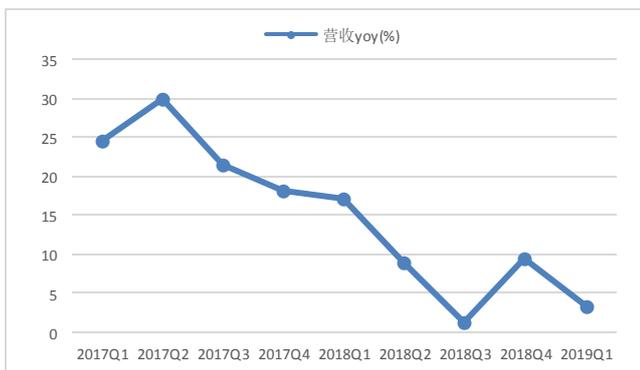
序号	代码	公司名称	商誉减值损失 (亿元)
1	600146.SH	商赢环球	14.05
2	002098.SZ	浔兴股份	7.48
3	000982.SZ	*ST 中绒	2.97
4	603555.SH	贵人鸟	0.93
5	300005.SZ	探路者	0.83

TOP5 商誉减值损失共计 26.26 亿元，占比约 91%，对板块归母净利润的影响幅度是 18.74%。

资料来源：wind、财富证券

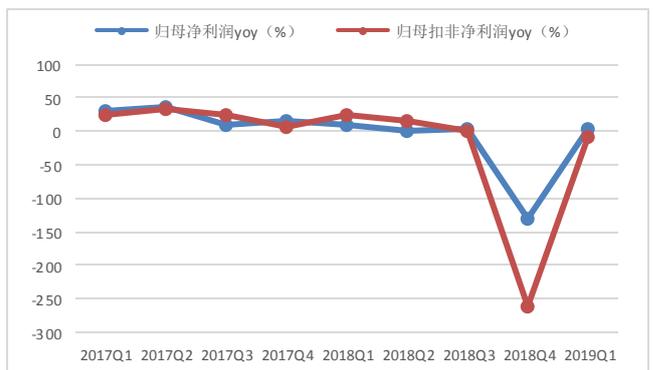
2019Q1，SW 纺织服装板块营收 yoy+3.20%，归母净利润 yoy+4.20%，归母扣非净利润 yoy-9.29%，利润表现有触底回升态势。

图 5：SW 纺织服装单季度营收增速



资料来源：wind、财富证券

图 6：SW 纺织服装单季度利润增速



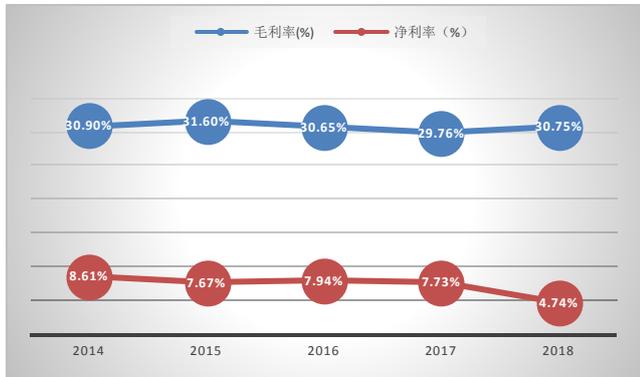
资料来源：wind、财富证券

2.2 毛利率水平稳中有升

分年度、季度来看，板块毛利率水平稳中有升。2018 年，SW 纺织服装的毛利率同

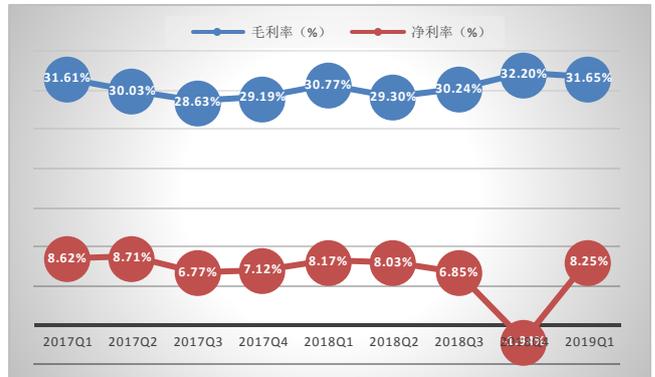
比提升 0.99 个百分点至 30.75%；2019Q1，板块毛利率同比提升 0.88 个百分点至 31.65%。
板块净利率 2018 年触底，2019Q1 已有回升。

图 7：SW 纺织服装毛利率净利率情况（年度）



资料来源：wind、财富证券

图 8：SW 纺织服装毛利率净利率情况（单季度）

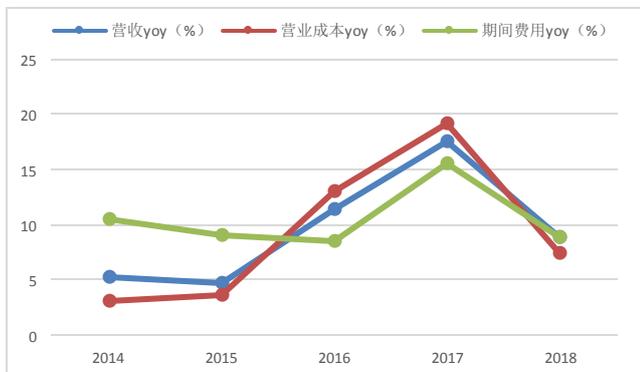


资料来源：wind、财富证券

2.3 成本费用控制水平较为稳定

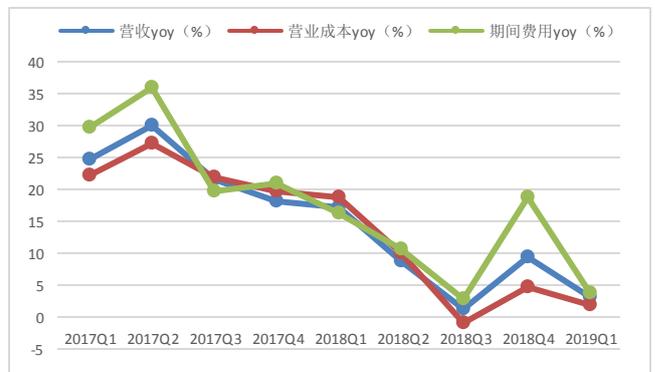
2018H2 以来，板块成本控制水平略有提升，营业成本增速低于营收增速。2018 年，SW 纺织服装营业成本 yoy+7.36%，低于营收增速 1.54 个百分点；2019Q1，板块营业成本 yoy+1.88%，低于营收增速 1.32 个百分点。

图 9：SW 纺织服装收入成本费用增速情况（年度）



资料来源：wind、财富证券

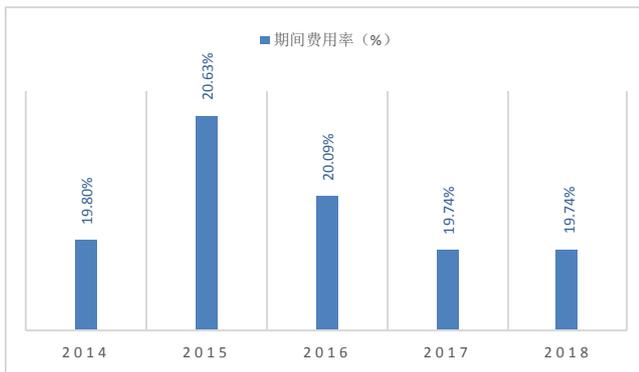
图 10：SW 纺织服装收入成本费用增速情况（单季度）



资料来源：wind、财富证券

费用方面，2018 年板块期间费用率持平上年，2019Q1 期间费用率同比微增 0.13 个百分点；期间费用增速略高于营收增速，整体来看，板块控费水平较为稳定。

图 11: SW 纺织服装期间费用率情况 (年度)



资料来源: wind、财富证券

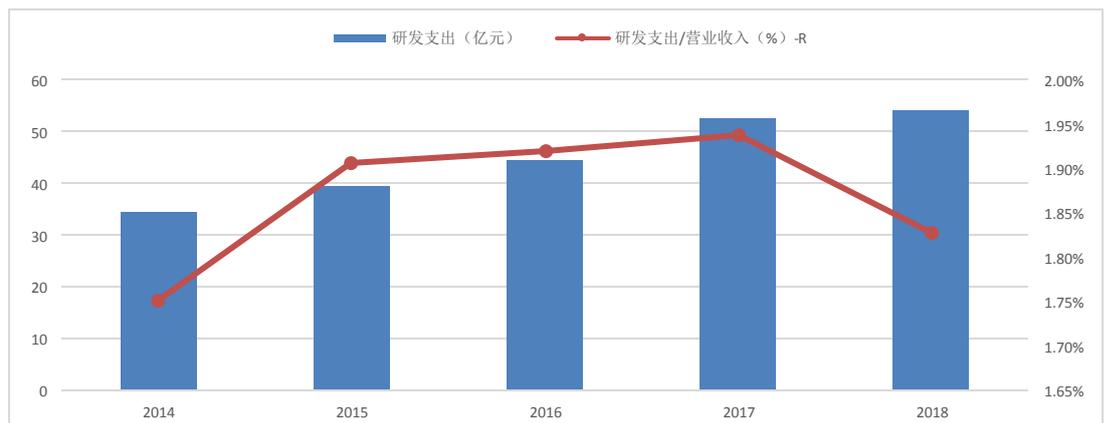
图 12: SW 纺织服装期间费用率情况 (单季度)



资料来源: wind、财富证券

2018 年, 板块研发支出同比增长 2.72% 至 54.05 亿元, 研发支出与营业收入的占比同比微降 0.11 个百分点至 1.83%。制造端研发支出基本持平上年, 品牌端研发支出同比增长 4.8%。

图 13: SW 纺织服装研发支出情况 (年度)



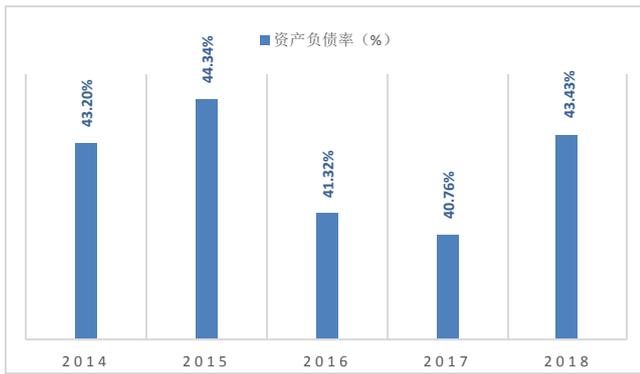
资料来源: wind、财富证券

3 资产负债表端

3.1 杠杆水平提升, 偿债能力增强

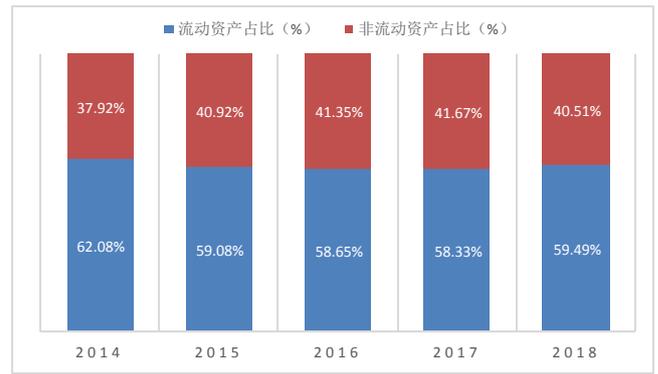
2018 年末, SW 纺织服装的资产负债率同比提升 2.67 个百分点至 43.43%; 2019Q1 末, 板块资产负债率同比亦有提升 (+2.54pct.)。

图 14: SW 纺织服装资产负债率情况



资料来源: wind、财富证券

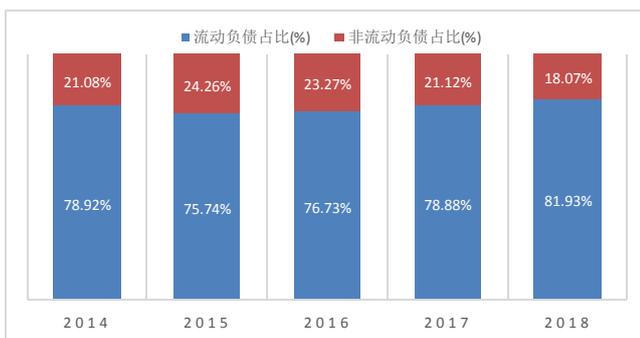
图 15: SW 纺织服装资产结构情况



资料来源: wind、财富证券

从资产结构来看, 2018 年末和 2019Q1 末, 板块流动资产占比同比均有下降; 从负债结构来看, 板块流动负债比例提升。流动比率和速动比率同比亦有提升, 说明板块的偿债能力有所增强。

图 16: SW 纺织服装负债结构情况



资料来源: wind、财富证券

图 17: SW 纺织服装短期偿债能力指标表现 (年度)



资料来源: wind、财富证券

3.2 周转水平同比略有下降

2018 年板块净资产收益率同比下滑, 主要是净利率影响所致; 2019Q1 板块 ROE 同比有所改善。资产周转方面, 总资产周转率同比均有小幅下降。

图 18: SW 纺织服装 ROE 情况



资料来源: wind、财富证券

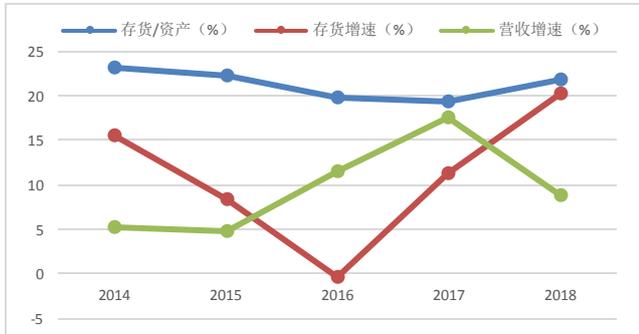
图 19: SW 纺织服装总资产周转率情况



资料来源: wind、财富证券

2018 年末和 2019Q1 末，板块存货与总资产的占比同比分别提升 2.49 和 2.35 个百分点，存货账面价值增速同比亦有提升，但周转率同比有所下降。板块存在一定的被动加库存情况。

图 20: SW 纺织服装存货占比及增速情况



资料来源: wind、财富证券

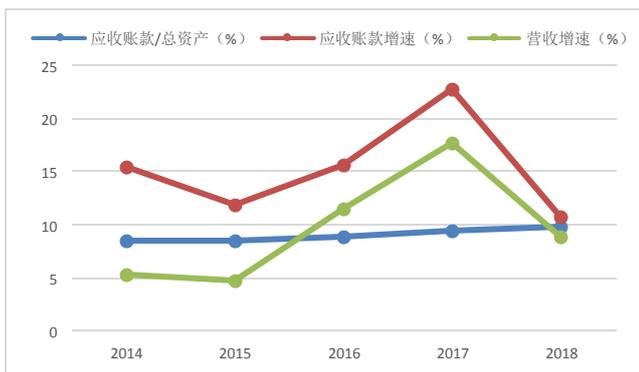
图 21: SW 纺织服装存货周转情况



资料来源: wind、财富证券

应收账款方面，2018 年和 2019Q1 板块的应收账款增速分别高于同期营收增速 0.94/6.53 个百分点，增速趋势基本一致，但应收账款周转情况同比均有下滑。

图 22: SW 纺织服装应收账款占比与增速情况



资料来源: wind、财富证券

图 23: SW 纺织服装应收账款周转情况



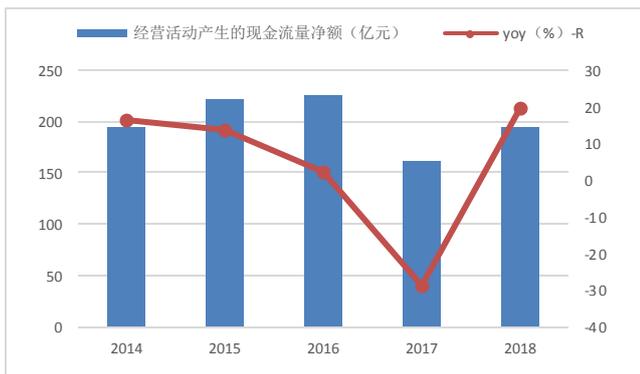
资料来源: wind、财富证券

4 现金流量表端

4.1 经营性现金流向好

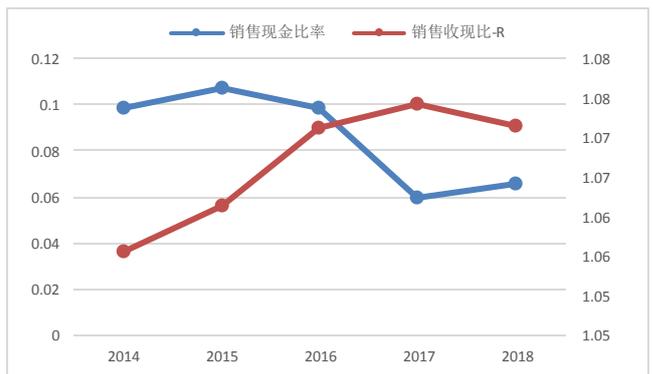
2018 年，SW 纺织服装的经营性净现金流为 194.25 亿元，同比增长 19.86%；从销售现金比率和销售收现比来看，板块现金回收速度略有下降，但获取现金的能力同比有所提升。

图 24: SW 纺织服装经营性现金流规模及增速情况



资料来源: wind、财富证券

图 25: SW 纺织服装销售收现比和销售现金比率情况

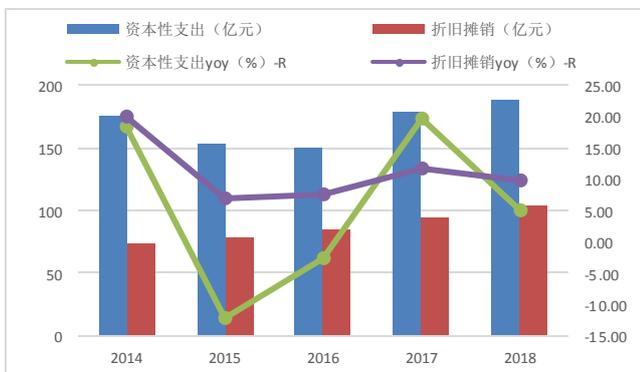


资料来源: wind、财富证券

4.2 资本性支出持续增长，折旧摊销压力仍然较大

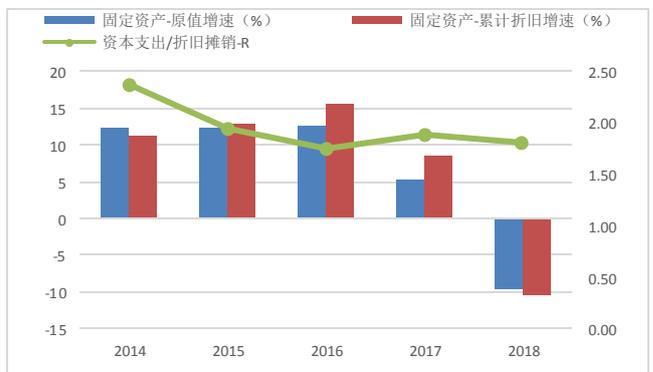
2018 年，SW 纺织服装资本性支出共计 188.34 亿元，同比增长 5.12%；资本性支出在投资性现金流中的占比为 12.92%，同比提升 1.42 个百分点。折旧摊销共计 104.39 亿元，同比增长 9.70%；资本性支出与折旧摊销的比值同比微降 0.08 至 1.80。从相关数据可以看出，2018 年板块折旧摊销增速高于资本性支出的增速；累计口径来看，板块累计折旧压力仍然偏大。

图 26: SW 纺织服装资本性支出及折旧摊销情况



资料来源: wind、财富证券

图 27: SW 纺织服装资本支出/折旧摊销情况



资料来源: wind、财富证券

5 细分板块及公司表现

5.1 制造端更具韧性

从二级行业来看，制造端报表修复更快，品牌端业绩受终端消费影响更大。2018 年，SW 纺织制造归母及扣非归母净利润同比下滑幅度将近 50%；2019Q1 板块利润增速表现亮眼，远高于 SW 服装家纺同期增速。

图 28：制造端、品牌端 2018 年业绩增速情况



资料来源：wind、财富证券

图 29：制造端、品牌端 2019Q1 业绩增速情况



资料来源：wind、财富证券

三级子板块中，制造端的棉纺、丝绸、印染 2018 年和 2019Q1 业绩增速均表现亮眼，毛纺及辅料板块在 2019Q1 亦有不错的表现；品牌端方面，2018 年仅鞋帽和家纺板块业绩增速为正，2019Q1 仅男装板块业绩增速为正。

5.2 个股表现较为分化

2018 年，板块内上市公司营收增速为正的是 68 家，占比 76.4%。其中，增速 50% 以上的有 4 家，增速 30-50% 的有 5 家，增速 10-30% 的有 29 家，增速 0-10% 的有 30 家，增速为负的有 21 家。板块内上市公司营收增速跑赢行业增速 (+8.89%) 的有 44 家，占比 49.4%；营收增速中位数为 8.46%。归母净利润增速为正的有 50 家，占比 56.2%。其中，增速 50% 以上的有 14 家，增速 30-50% 的有 8 家，增速 10-30% 的有 19 家，增速 0-10% 的有 9 家，增速为负的有 39 家。板块内上市公司归母净利润增速跑赢行业增速 (-33.20%) 的有 62 家，占比 69.7%；归母净利润增速中位数为 7.14%。

2019Q1，板块内上市公司营收增速为正的是 55 家，占比 61.8%。其中，增速 50% 以上的有 3 家，增速 30-50% 的有 9 家，增速 10-30% 的有 24 家，增速 0-10% 的有 19 家，增速为负的有 34 家。板块内上市公司营收增速跑赢行业增速 (+3.20%) 的有 47 家，占比 52.8%；营收增速中位数为 4.52%。归母净利润增速为正的有 59 家，占比 66.3%。其中，增速 50% 以上的有 14 家，增速 30-50% 的有 16 家，增速 10-30% 的有 16 家，增速 0-10% 的有 13 家，增速为负的有 30 家。板块内上市公司归母净利润增速跑赢行业增速 (+4.20%) 的有 55 家，占比 61.8%；归母净利润增速中位数为 10.51%。

6 数据备注

本报告所有数据，均以目前 SW 纺织服装成分股（89 只）为基础计算得出。

7 风险提示

内外消费疲软；原材料价格剧烈波动；政策风险；汇率风险等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438