

证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

2018 年年报暨 2019 年一季报总结

中性

(维持评级)

2019 年 05 月 21 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



行业投资策略

板块增速逐季放缓，龙头优势逐步凸显

相关研究报告:

- 《纺织服装行业 4 月投资策略: 基本面有望筑底, 优选板块细分龙头》——2019-04-12
- 《纺织服装行业 3 月投资策略: 从成长弹性及估值修复角度优选个股》——2019-03-11
- 《纺织服装行业 2 月投资策略: 重点公司年报预计稳健, 精选高性价比赛道龙头》——2019-02-12
- 《化妆品行业系列专题: 夹缝中之蝶变, 探寻本土美妆品牌突围之路》——2019-01-22
- 《纺织服装行业 1 月投资策略: 短期布局业绩确定性, 十年复盘把握长期机遇》——2019-01-17

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

联系人: 冯思捷

电话: 15219481534
E-MAIL: fengsijie@guosen.com

● 2018 年板块整体稳健，新模式、日化、体育用品等景气度较高

纺服日化板块 2018 营收同增 18.57%，较去年增速有所放缓，业绩增 15.1%，表现相对稳健，但逐季呈现放缓趋势，与行业整体走势基本一致。从各板块收入增长来看，新模式 (66.6%) > 体育鞋服 (28.8%) > 中高端服饰 (16.7%) > 日化 (14.9%) > 大众休闲 (14.2%) > 男装 (13.4%) > 家纺 (9.3%) > 纺织制造 (8.7%) > 鞋类 (-2.0%)。分别来看，以南极，开润等为代表的新模式企业凭借高性价比的产品及快速渠道扩张仍有着高速增长，体育用品及日化企业所处赛道优质，且龙头企业优势逐渐凸显，中高端服饰企业凭借不断提升的品牌力及客户服务在有效加强产品粘性的基础上保持了稳健的增速表现。

● 2019 年 Q1 纺服日化业绩同增 2.62%，Q2 有望迎来边际改善

纺服日化板块 19 年 Q1 营收增 6.7%，在行业整体因基数及春节因素影响而承压背景下继续延续放缓趋势，业绩同增 2.6%，环比较去年 Q4 有所改善。19Q1 各板块营收表现基本与 18 年全年较为一致，其中中高端服饰的相对表现较为突出，体现具备较强品牌力龙头企业在行业承压过程中的韧性较强。

● 存货周转相对稳健，品牌服饰和纺织制造 19 Q1 现金流有所好转

从经营情况来看，从存货周转来看，18 年品牌服饰、纺织制造及日化板块的存货周转天数分别变化+5.7/+5.5/3.9 天，19Q1 分别变化为+15.93/+4.52/+13.79，品牌服饰和日化板块的存货周转天数从 18 年 Q2 开始同比均有上升，显示在消费环境偏弱的背景下存货压力有所上升，但整体相对可控；从现金流情况来看，18 年品牌服饰、纺织制造在进入 19Q1 后同比开始有所回升。

● 投资建议：精选优质赛道，把握龙头机会

从近期 3 月以来行业及重点公司数据表现来看，均有较为明显的边际改善趋势。一方面，随着促销政策及减税等政策的落地，以及今年五一长假对消费刺激影响，预计 Q2 开始行业基本面在前期基数原因消除后，有望逐步实现加速复苏。另一方面，行业内公司分化较为明显，龙头公凭借自身过去几年在品牌、渠道及供应链等方面的提效下，未来仍有望取得高于行业平均水平的表现。对此我们建议：一是，积极布局处在优质赛道，同时具备集中度提升能力的成长型企业，重点关注珀莱雅及南极电商；二是，基本面在近期有较为明显积极变化的品牌龙头，股价前期调整相对充分，未来有望在基本面逐步复苏的过程中实现估值修复。重点关注歌力思、森马服饰、比音勒芬。

● 风险因素：

宏观经济持续下行，居民收入水平持续下降，刺激消费政策不及预期

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
603605	珀莱雅	买入	62.00	12,484	1.97	2.65	31.5	23.4
603808	歌力思	买入	15.01	4,994	1.29	1.52	11.6	9.9
002563	森马服饰	买入	10.54	28,456	0.71	0.82	14.8	12.9
002127	南极电商	增持	12.07	29,630	0.50	0.64	17.0	14.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

行业概述：18年下半年承压明显，19Q1 边际改善

服装及日化行业零售额情况：18年总体承压，19Q1 边际改善

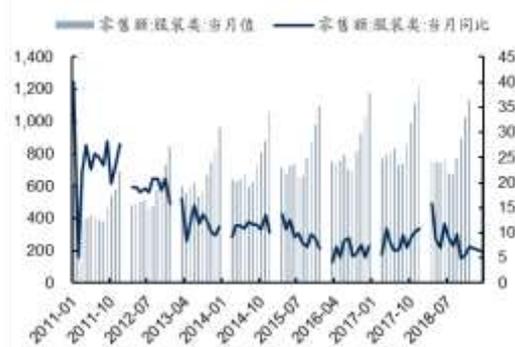
根据国家统计局数据，2018年全年限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额同比增长8%至13707亿元，增速较上年提升0.2pct.，化妆品18年零售额同比增长9.6%至2619亿元，增速较上年放缓3.9pct.，与此同时而社零总额同比增长9%，增速较上年放缓1.2pct.。具体来看，在18年零售环境不佳的背景下，纺服行业全年增速呈现前高后低的趋势，在年初增速表现相对亮眼，但到下半年逐渐转淡，主要系基数相对较高同时宏观经济景气度减弱。此外，18年实物商品网上零售额同比增长25.4%至7.02万亿元，增速较上年放缓2.6pct.，渗透率达18.4%。目前线上增速依然处于相对较高水平，但渠道红利随渗透率不断提高而有所减弱，未来对业内企业的运营能力和运营投入要求更加提高。

图 1：纺织服装零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 2：服装类零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

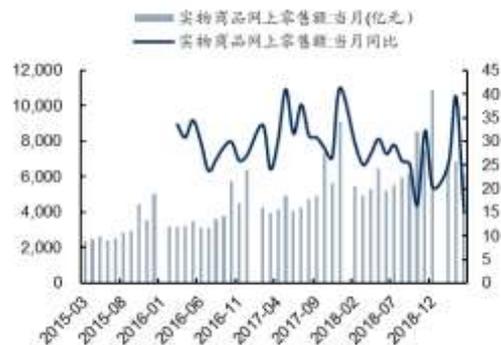
2019年来看，1-4月限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额达4418亿元，同比增长2.2%，化妆品零售额达962亿元，同比增长10.0%，而同期社会消费品零售额同比增长8.0%。整体来看，本年1-2月服装行业数据因春节提前，天气总体状况不利，同时在去年基数相对较高背景下，导致增速相对低迷，但3月开始随着促销政策及减税等政策的落地，资本市场财富效应体现，纺服零售转暖，龙头品牌复苏趋势较为突出。进入4月后由于节假日错峰影响较大，尤其是五一节延后，致使消费情况相对疲软，但剔除该因素增速与3月持平，表现依旧良好。目前来看，进入五月后，五一假期延长对消费刺激效果将有所显现，且高基数影响也将逐步消除，全年行业基本面前低后高的趋势不变，而优质龙头则有望在产品、运营、品牌方面不断巩固优势。

图 3：化妆品零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 4：实物商品网上零售额当月值及同比增速

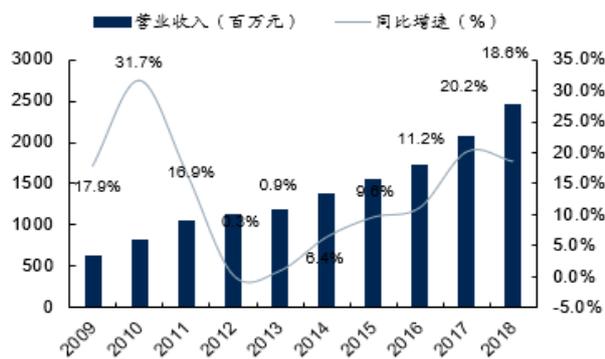


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2018 年年报总结：营收增速稳健，扣非业绩略有放缓

我们总结了 45 家主营业务相对纯正，且具备行业代表性的纺服日化上市公司（包括 4 家港股上市公司）18 年经营情况。总体来看，在考虑追溯调整影响后，国信纺服日化板块 2018 年实现营收 2458.34 亿元，同比增长 18.57%，较去年 20.19% 的增速有所放缓；实现业绩 234.61 亿元，同比增长 15.05%，较 2017 年的增速有所提升；扣非后业绩增长 13.81%，较去年同期略有放缓（去年同期扣非后增长 17.48%）。

图 5：2018 年纺服日化板块营收同比增长 18.57%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：2018 年纺服日化板块业绩同比增长 15.05%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

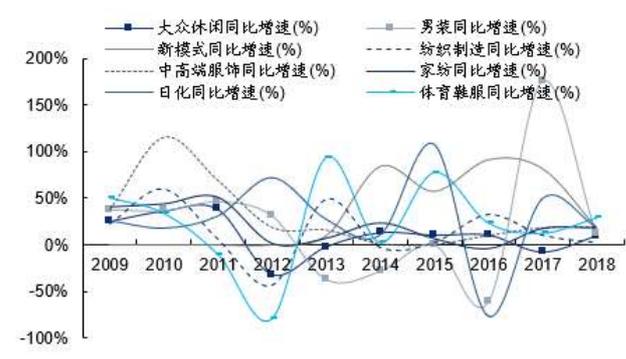
从各板块收入增长来看，2018 年，新模式（66.61%）> 体育鞋服（28.81%）> 中高端服饰（16.65%）> 日化（14.86%）> 休闲服饰（14.23%）> 男装（13.44%）> 家纺（9.29%）> 纺织制造（8.68%）> 鞋类（-2.00%）。从各板块的业绩增长来看，体育鞋服（29.33%）> 中高端服饰（19.88%）> 日化（19.18%）> 新模式（18.63%）> 家纺（17.68%）> 鞋类（12.92%）> 男装（11.37%）> 休闲服饰（9.63%）> 纺织制造（2.66%）。分别来看，以南极，开润等为代表的新模式企业凭借高性价比的产品以及快速渠道扩张仍有着高速增长，体育用品及日化企业所处赛道优质，同样取得了较高的增速水平，中高端服饰企业凭借较强的品牌力及客户服务在有效加强产品粘性的基础上保持了稳健的增速表现。

图 7：2018 年新模式板块营收增速最高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2018 年体育鞋服板块业绩增速最高

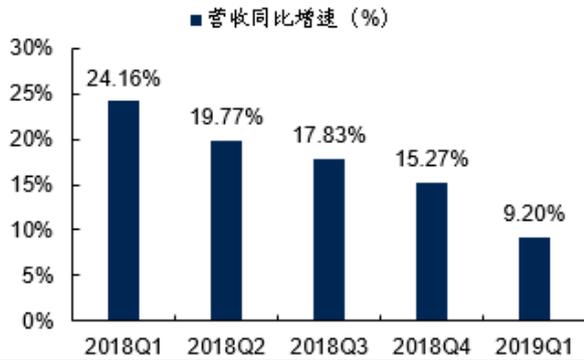


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019 年一季报：19 年 Q1 中高端服饰板块营收企稳回升，体育用品延续高景气度

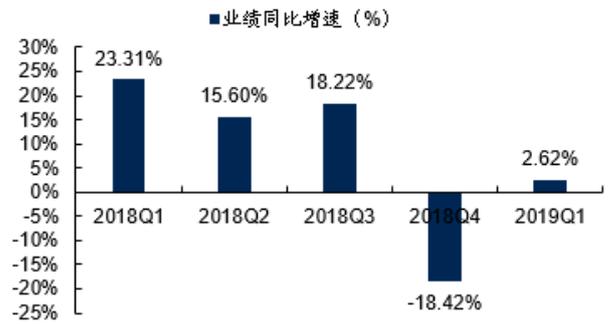
国信纺服日化板块 2019 年 Q1 实现营收 496.92 亿元，同比增长 9.20%，较去年增速有所下降；实现业绩 50.87 亿元，同比增长 2.62%，较 2017 年的增速有所提升；扣非后业绩下降 5.99%，较去年同期略有提升。19Q1 板块营收与行业表现较为一致，在春节因素及高基数等影响下，板块增速相对承压。

图 9：2019 年 Q1 纺服日化板块营收同比增长 9.20%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

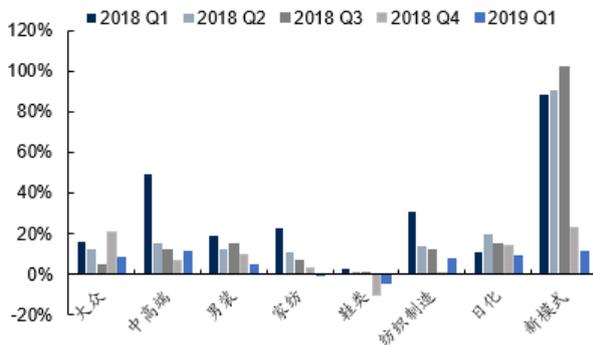
图 10：2019 年 Q1 纺服日化板块业绩同比增长 2.62%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

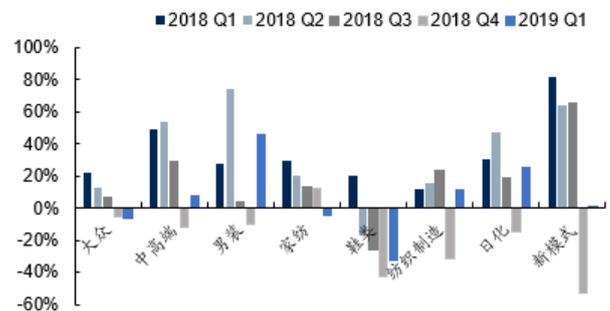
分板块来看，从营收增速来看，2019 年 Q1 中高端 (11.53%) > 新模式 10.90% > 日化 (8.88%) > 大众休闲 (8.15%) > 纺织制造 (7.64%) > 男装 (4.87%) > 家纺 (-0.62%) > 鞋类 (-4.17%)，从四家港股体育鞋服披露的一季报经营情况来看，安踏、李宁和特步的零售都获得了较高的增长；从业绩增速来看，男装 (45.32%) > 日化 (25.36%) > 纺织制造 (11.47%) > 中高端 (7.32%) > 新模式 (0.90%) > 家纺 (-4.84%) > 大众 (-6.09%) > 鞋类 (-32.18%)。19Q1 各板块营收表现基本与 18 年全年较为一致，其中中高端服饰的相对表现较为突出，体现具备较强品牌力龙头企业在行业复苏过程中的韧性较强。

图 11：分季度分板块营收增速/%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：分季度分板块业绩增速/%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

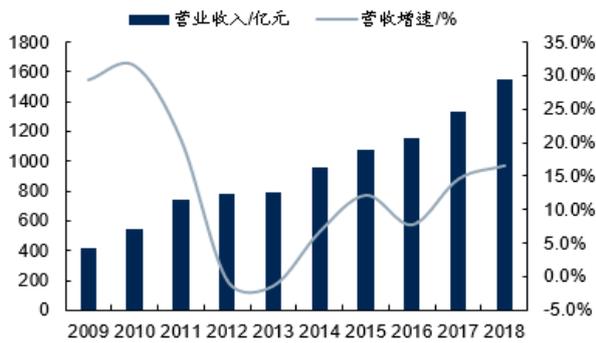
分板块表现：优质赛道企业表现突出，龙头优势显现

品牌服饰板块：18 年在重点公司推动下表现稳健，逐季有所下滑
营收业绩：走势与行业趋势基本一致，逐季放缓趋势明显

1) 年度分析：板块整体延续平稳向好趋势

2018 年板块实现营收 1543.24 亿元，同比增长 16.55%，较去年的增速有所提升，权重股安踏体育、森马服饰都表现较为优异；板块实现归属母公司股东的净利润 163.14 亿元，同比增长 18.20%，较去年增速有所提升，扣非净利润同比增长 10.12%。从年度来看，品牌服饰基本面仍保持着向好趋势。

图 13: 2018 年品牌服饰板块营收同增 16.55%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响

图 14: 2018 年品牌服饰板块业绩同增 18.20%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响

2) 季度分析: 全年呈现前高后低走势

从营收来看, 营收基本呈现逐季放缓的趋势, 2018 年 Q4 品牌服饰板块营收同比增长 12.35%, 2019 年 Q1 营收同比增长 6.00%; 从业绩来看, 业绩呈现逐季放缓的趋势, 2018 年 Q4 品牌服饰营收同比增长 2.09%, 2019 年 Q1 业绩同比下降 1.67%。这与行业整体表现趋势也较为一致。

图 15: 品牌服饰分季度营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响

图 16: 品牌服饰分季度业绩增速/%

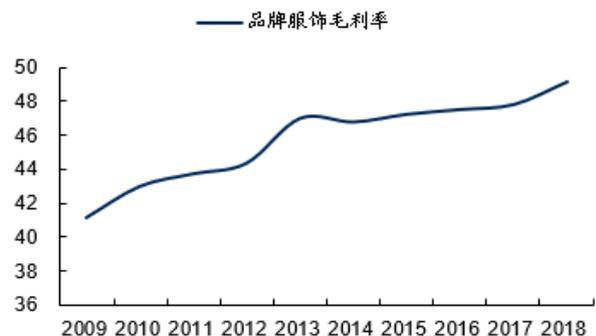


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响

盈利能力: 毛利率提升同时期间费用率提升较多

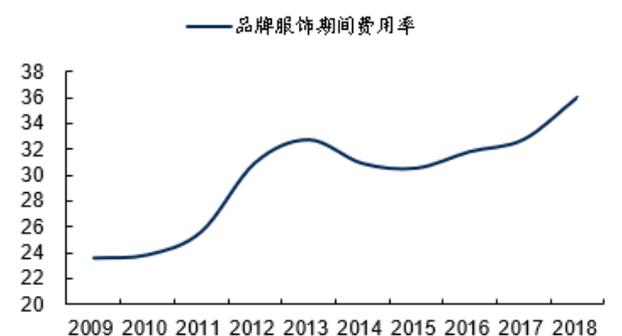
2018 年品牌服饰板块毛利率同比提升 1.34pct, 期间费用率同比提升 2.05pct。继续延续着上行趋势。这与品牌龙头近年来加速打造品牌力有关, 产品结构优化提升品牌溢价, 但营销费用等投入也相应增加。

图 17: 分年度分板块毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 分年度分板块费用变化

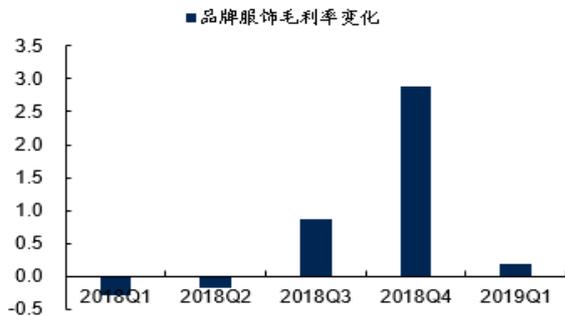


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 从季度的变化来看, 品牌服饰板块 2018 年 Q4 毛利率提升最多,

2019年Q1略有提升，基本保持平稳；从期间费用率来看，2018年Q4期间费用率提升较多，为3.58pct，2019年Q1品牌服饰板块的期间费用率同比提升2.43pct。

图 19: 分季度分板块毛利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 分季度分板块费用率变化

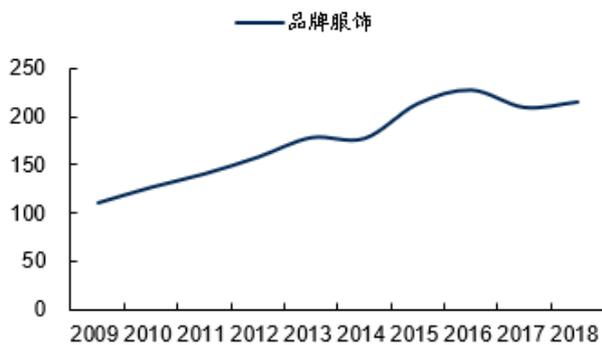


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营运能力: 存货周转天数自 18 年 Q2 以来同比均有提升

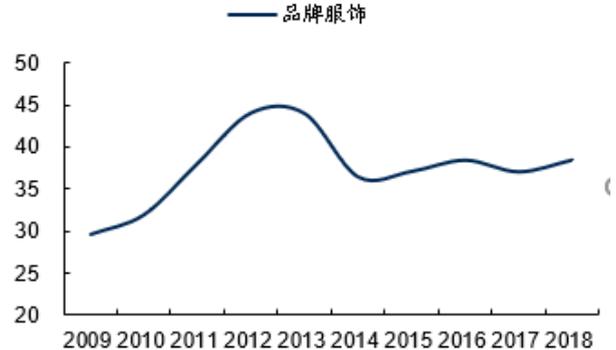
1) 年度分析: 2018 年品牌服饰板块存货周转天数同比提升 5.69 天, 应收账款周转天数同比提升 1.41 天, 均基本保持稳定, 体现企业运营能力有所加强。

图 21: 分年度分板块库存周转天数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

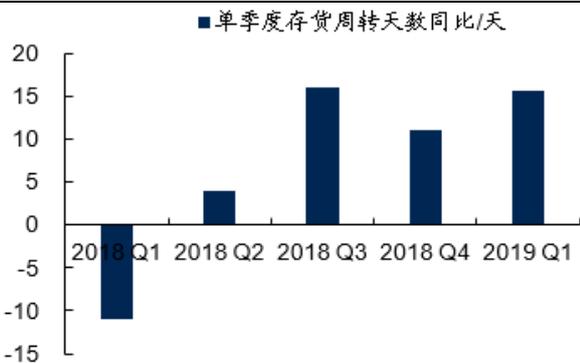
图 22: 分年度分板块应收周转天数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

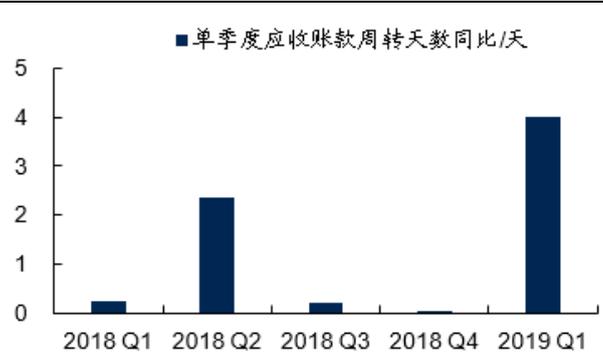
2) 季度分析: 从单季度的存货周转天数同比来看, 自 18 年 Q2 以来, 存货周转天数同比均有提升, 反映在行业下行压力下, 企业库存压力有所提升。从单季度的应收账款周转天数来看, 自 2018 年 Q1 以来, 板块的应收账款周转天数同比均有提升, 但是幅度较小。

图 23: 分季度存货周转天数同比/天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 分季度应收账款周转天数同比/天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况：经营性现金净流量营收比 18 年同比有所下降，Q1 开始回升

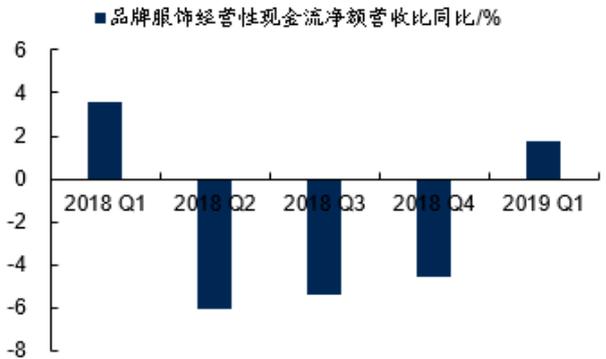
2018 年板块经营性现金净流量营收比同比下降 2.99pct，从季度的变化来看，从 2018 年 Q2 开始，品牌服饰板块的经营性现金净流量营收比均有所下降，但是 2019 年 Q1 板块的经营性现金净流量营收比同比有所提升，提升了 1.78pct。

图 25: 板块 2009-2018 年经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 分季度经营性现金净流量营收比/%

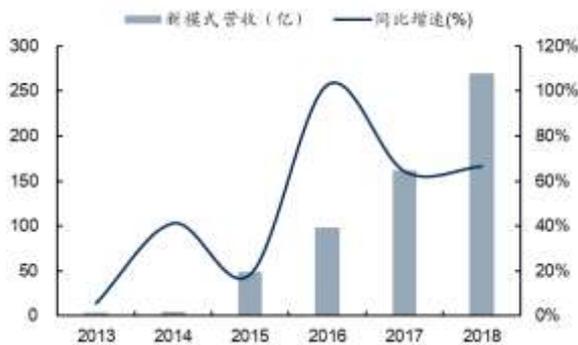


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**新模式企业：商业模式及产品符合当下趋势，渠道扩张下高增长延续
营收及业绩：并表因素影响较大，整体仍处于高增长通道**

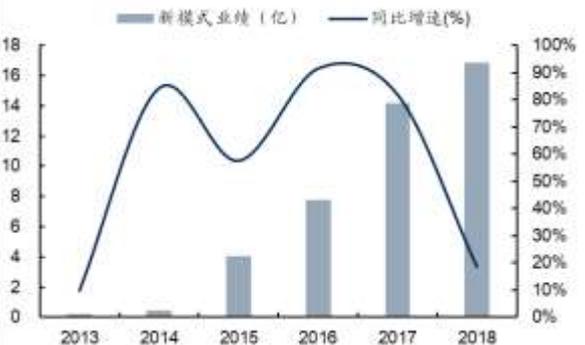
2018 年新模式板块共实现营收 269.35 亿元，同比增长 66.61%，较 17 年增速略有提高，板块内 2 家公司并表因素带来较大影响。板块实现归属母公司股东的净利润 16.83 亿元，同比增长 18.63%，增速较 17 年大幅回落，板块内部表现分化，主要受体量占比较高的跨境通年末大幅计提存货减值准备。18 年板块扣非净利润为 15.67 亿元，同比增长 16.71%。

图 27: 2018 年新模式板块收入同比增长 66.61%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 28: 2018 年新模式板块业绩同比增长 18.63%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

重点公司的营收来看，南极电商 18 年营收同比增长 240.12%至 33.53 亿元，GMV 维持 60%以上高增速突破 2 百亿，新品牌、新品类、新兴渠道 GMV 增速亮眼，货币化率保持稳定，本部品牌授权主业收入增速 45%左右，时间互联方面收入占比 70%左右，上游头部供应商资源强化，下游客户数量增长快速；开润股份营收同比增长 76.19%至 20.48 亿元，2C 与 2B 业务双轮驱动，其中 2C 业务全年营收实现翻番，自有品牌箱包销量快速坐稳全网第一，收入贡献占比首次超过一半成为主力，2B 业务营收亦快速增长同比超 35%，迪卡侬等龙头大客户和网易严选、名创优品等潜力新客户订单皆增长迅速。

业绩方面，南极电商 18 年归母净利润同增 65.92%至 8.86 亿元，本部业绩保持近 50%高增速，时间互联贡献业绩近 1.3 亿元；开润股份同增 30.23%至 1.74

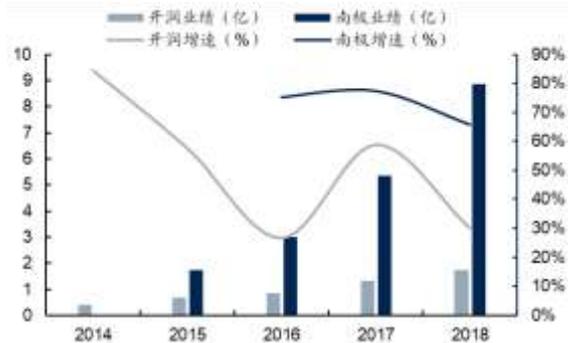
亿元。

图 29: 14-18 年新模式重点公司收入及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 30: 14-18 年新模式重点公司业绩及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

分季度来看，新模式板块 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 22.90/10.90%，增速放缓较大主要系跨境通在银行授信方面受到较大冲击。业绩方面，板块 18Q4/19Q1 季度业绩同比分别增长 -52.81/0.90%，主要受跨境通净利润减少影响。

图 31: 18Q4/19Q1 新模式季度营收同比增长 22.90/10.90%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 32: 18Q4/19Q1 新模式季度业绩同比增长 -52.81/0.90%

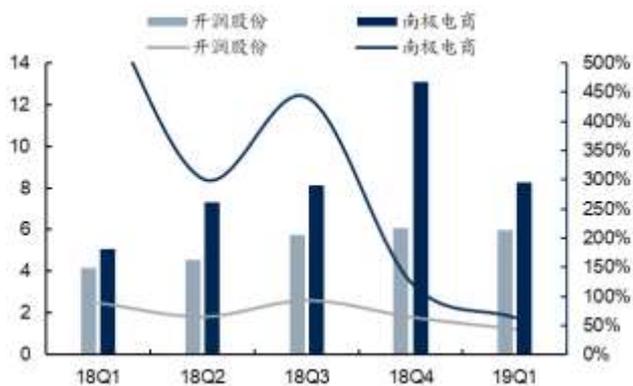


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

重点公司方面，南极电商 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 123.88/63.40% 至 13.08/8.24 亿元，进入 19 年后并表影响消除，GMV 保持快速增长同时货币化率企稳提高 0.04pct，时间互联增速接近 70%；开润股份 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 64.32/43.99% 至 6.06/5.99 亿元，在业务持续高速扩张下，规模效应有望显现，2B 端 19 年 2 月正式并表印尼工厂，进入 NIKE 供应商体系，2-3 月收入贡献约 4000 万左右，而 2C 端估计仍保持高增长水平。

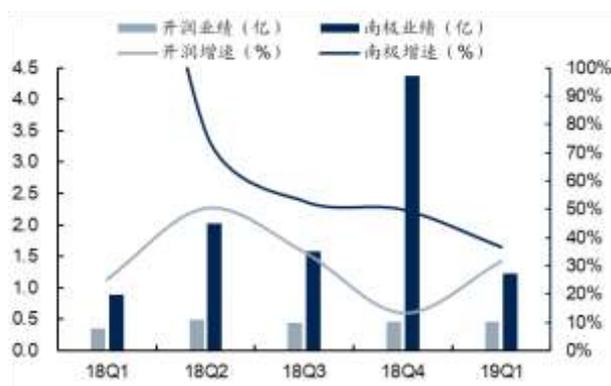
从业绩来看，南极电商 18Q4/19Q1 季度业绩同比分别增长 49.99/36.73% 至 4.37/0.46 亿元，19 年以来本部净利率提升业绩增速超 50%，时间互联业绩贡献 3 超万元；开润股份 18Q4/19Q1 季度业绩同比分别增长 13.42/31.63% 至 0.46/0.45 亿元。

图 33: 新模式重点公司分季度营收及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 新模式重点公司分季度业绩及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 业务扩张较快, 毛利率及费用率皆呈下降趋势

2018 年新模式板块整体毛利率同比下降 10.85pct 至 38.71%，主要系板块内公司并表，净利率同比下降 2.68pct.至 6.25%；整体期间费用率同比下降 8.89pct.至 29.43%，其中管理/销售/财务费用率同比变化-7.83/-0.40/-0.66pct。

图 35: 2018 年新模式板块整体毛利率下降 10.85pct.



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

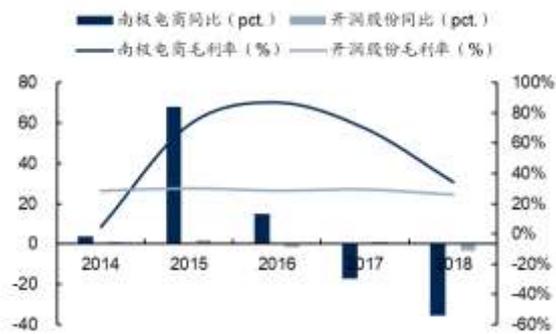
图 36: 2018 年新模式板块整体期间费用率下降 8.89pct



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

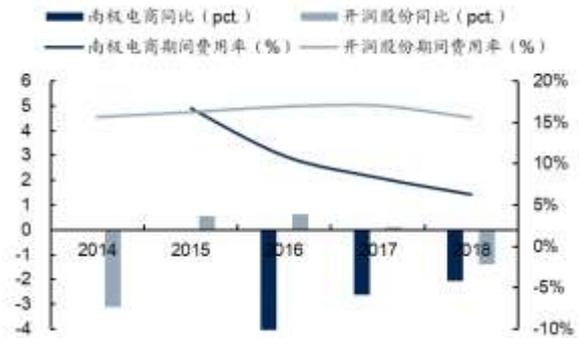
重点公司方面，南极电商 18 年毛利率同比下降 35.59pct.至 34.47%，主要系时间互联毛利率较低而收入占比高，同时受业务结构调整毛利率有所下降，并表大幅拉低毛利率水平，本部品牌授权主业毛利率实际提升 1.5pct 以上；开润股份 18 年毛利率同比下降 3.63pct 至 25.98%，主要系 2C 业务产品平均毛利率较低而收入占比提升较快。费用率方面，南极电商 18 年期间费用率同比下降 2.05pct 至 6.30%，业务高速扩张背景下内部管理投入有所提升；开润股份 18 年期间费用率同比下降 1.38pct 至 15.63%，主要系收入高速增长下管理费用率下降较快，但随 2C 业务规模快速扩大，售费用率有所提高。

图 37: 14-18 年新模式重点公司毛利率及变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

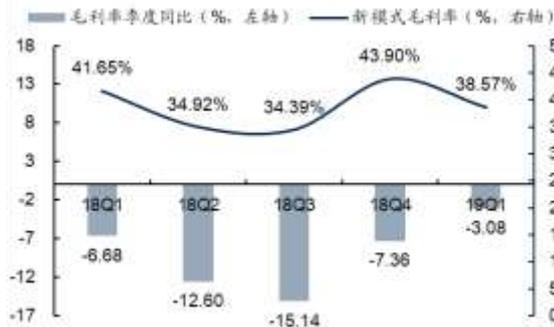
图 38: 14-18 年重点公司期间费用率及变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

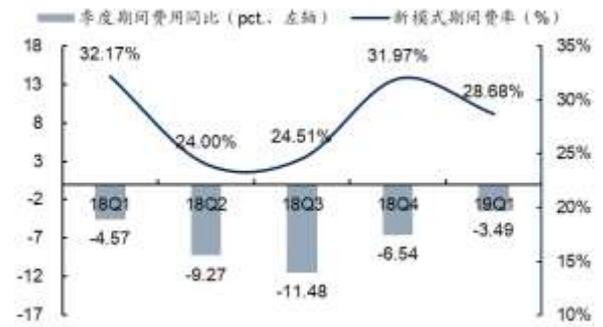
分季度来看，新模式板块 18Q4/19Q1 季度毛利率分别同降 1.08/1.74pct. 至 18.28/18.33%。另一方面，板块整体 18Q4/19Q1 季度期间费用率比分别同降 1.98/0.47pct. 至 8.99/10.29%。

图 39: 新模式 18Q4/19Q1 毛利率同降 7.36/3.08pct.



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 40: 新模式 18Q4/19Q1 期间费用率同降 6.54/3.49pct.

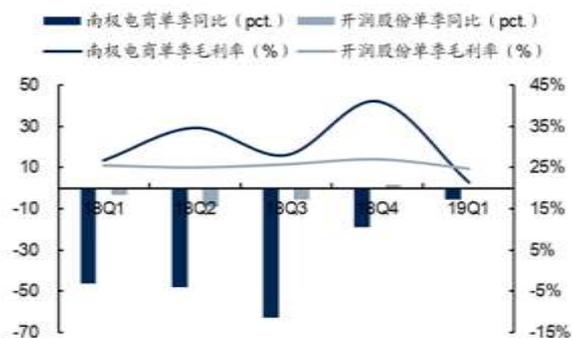


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

对于重点公司，毛利率方面，南极电商 18Q4/19Q1 季度毛利率比分别同减 19.13/5.36pct. 至 41.19/21.49%，进入 19 年后毛利继续下降，主要系时间互联收入增速相对较高；开润股份 18Q4/19Q1 季度毛利率比分别同增 1.57/-0.79pct. 至 27.12/24.78%。

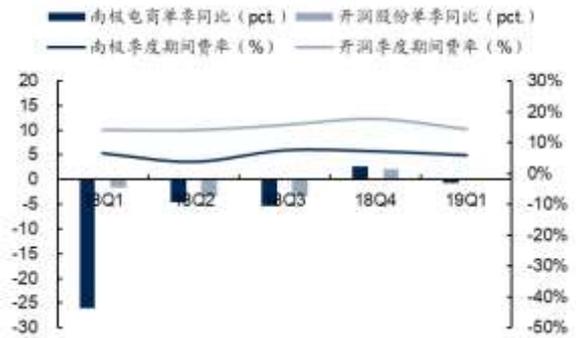
期间费率方面，南极电商 18Q4/19Q1 期间费用率比分别升高 2.70/-0.63pct. 至 7.04/5.78%；开润股份 18Q4/19Q1 期间费用率同比分别升高 2.11/0.21pct. 至 17.78/14.32%，主要系销售费用率持续上升。

图 41: 新模式重点公司季度毛利率变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 42: 新模式重点公司季度期间费用率及同比变动

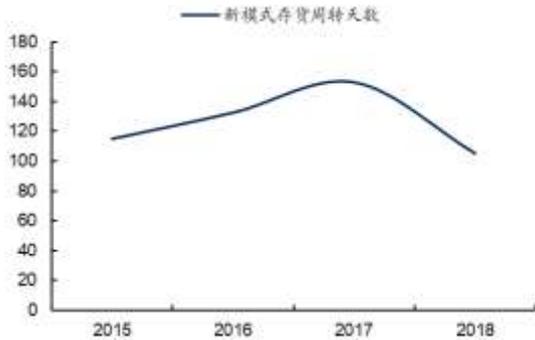


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

运营能力：高增长下板块营运能力整体仍有所强化

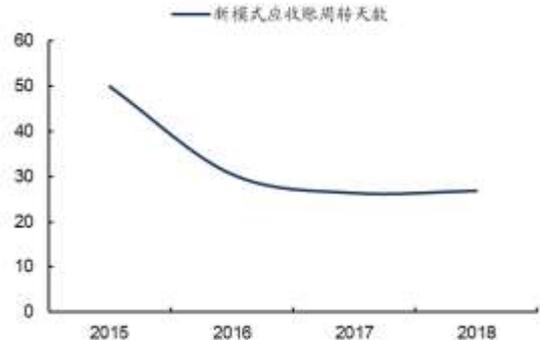
从营运指标来看，2018 年新模式板块整体存货周转天数较上年减少 47.4 天至 105.3 天；整体应收账款周转天数较上年增加 0.5 天至 26.9 天。

图 43：2018 年新模式板块存货周转天数减少 47.4 天



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

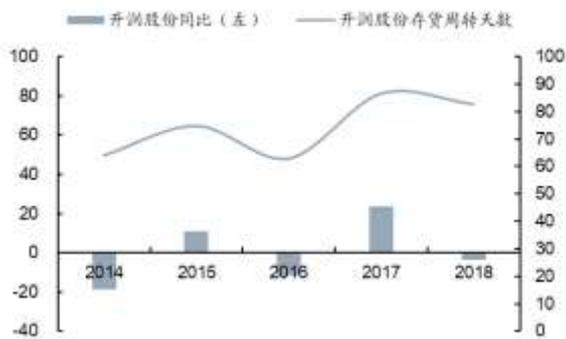
图 44：2018 年新模式板块应收账款周转天数增加 0.5 天



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

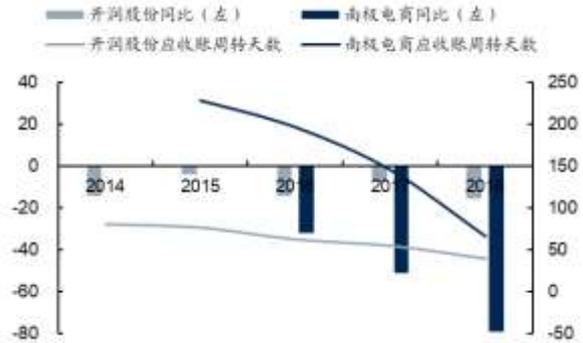
对于重点公司，存货周转方面，目前南极电商业务模式不产生存货，过去业务残余商品逐渐销售殆尽，存货周转天数接近于零；开润股份 18 年存货周转天数较上年减少 3.8 天至 82.7 天。应收账款周转方面，南极电商 18 年应收账款周转天数较上年减少 79.1 天至 66.2 天，周转速度大幅提升，主要系本部品牌授权及保理业务应收账款规模控制有效，而时间互联应收账款有所减少；开润股份 18 年应收账款周转天数较上年减少 15.5 天至 39.4 天，周转加快与自有品牌零售业务增加有关。

图 45：14-18 年新模式重点公司存货周转天数及变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

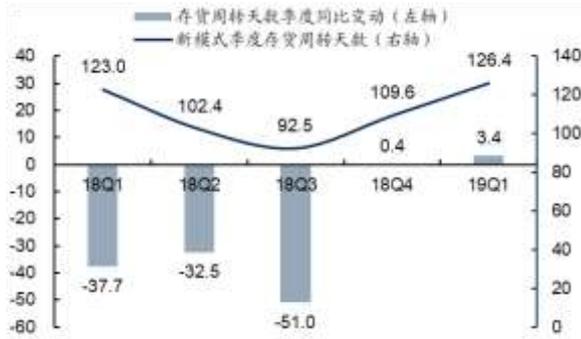
图 46：14-18 年新模式重点公司应收账款周转天数及变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

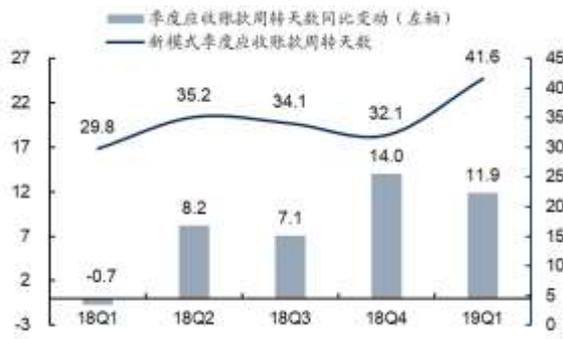
分季度来看，新模式板块 18Q4/19Q1 季度存货周转天数同比分别增加 0.4/3.4 天至 109.6/126.4 天。板块整体 18Q4/19Q1 季度应收账款转天数同比分别增加 14.0/11.9 天至 32.1/41.96 天。

图 47: 新模式板块季度存货周转天数及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

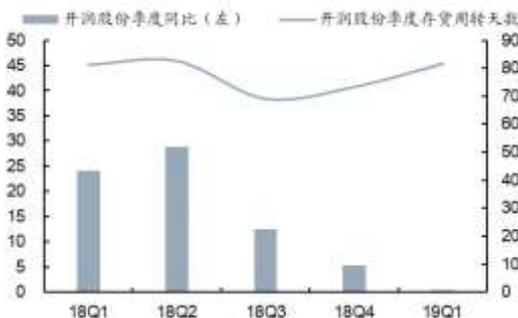
图 48: 新模式板块季度应收账款周转天数及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

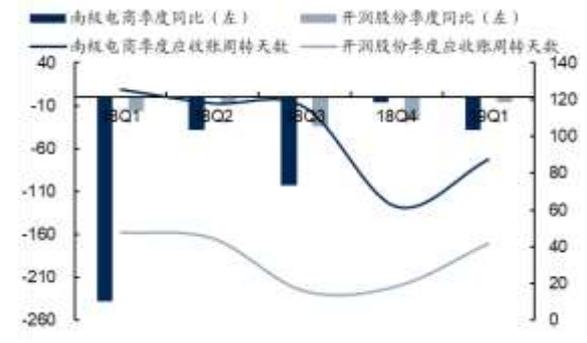
对于重点公司, 开润股份 18Q4/19Q1 季度存货周转天数同比分别增加 5.4/0.4 天至 73.3/81.7 天; 应收账款周转方面, 南极电商 18Q4/19Q1 季度应收账款周转天数同比分别减少 5.76/38.03 天至 61.9/87.6 天, 在营收高速增长下, 各项业务应收账款增长控制良好; 开润股份 18Q4/19Q1 季度应收账款周转天数同比分别减少 -27.31/6.00 天至 18.6/41.9 天。

图 49: 新模式重点公司季度存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 50: 新模式重点公司季度应收账款周转天数对比

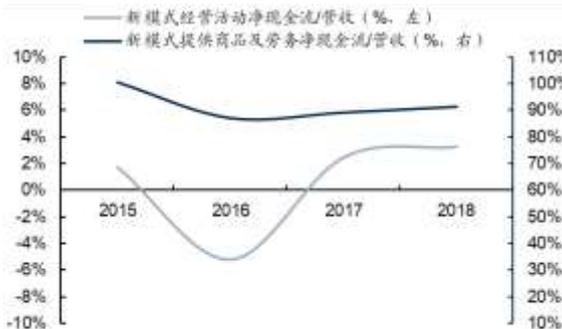


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营现金流: 经营现金流基本充裕

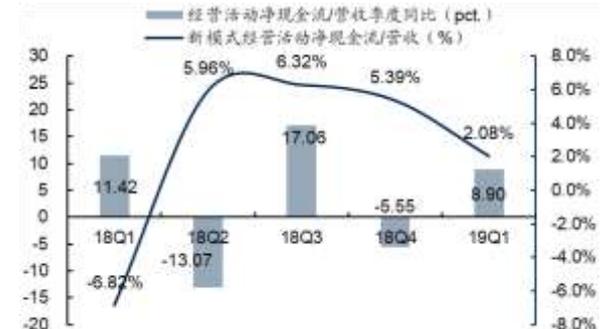
2018 年新模式板块整体经营活动净现金流/营收较上年上升 0.79pct 至 3.27%; 提供商品及劳务净现金流/营收较上年上升 2.12pct. 至 91.36%。分季度来看, 18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别上升 -5.55/8.90pct. 至 5.39/2.08%。

图 51: 2015-2018 年新模式板块现金流指标变动趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 52: 新模式板块季度经营净现金流比率及同比变动

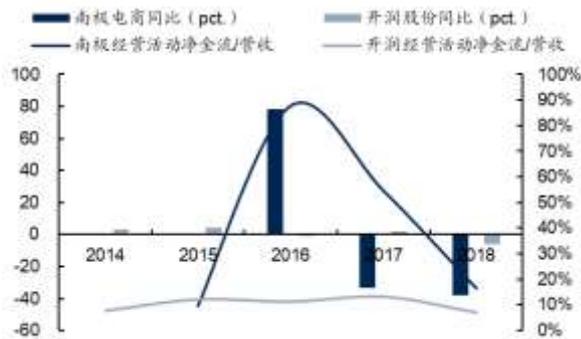


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于重点公司, 南极电商 18 年经营活动净现金流/营收较上年下降 38.10pct 至

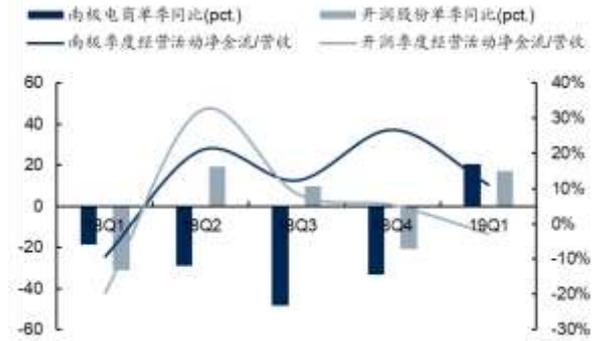
16.45%，18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别变化 -33.34/20.31pct.至 26.56/11.06%，除去时间互联并表影响来看，经营净现金流情况随应收管理强化逐步改善；开润股份 18 年经营活动净现金流/营收较上年下降 6.12pct 至 7.13%，随业务扩大存货有所增加，经营净现金流比率有所下降，18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别变化 -20.86/16.89pct. 至 5.31/-2.79%。

图 53: 14-18 新模式重点公司现金流指标变动趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 54: 新模式重点公司季度现金流指标变动趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

净资产收益率: ROE 有所下降, 但逐季呈现上升趋势

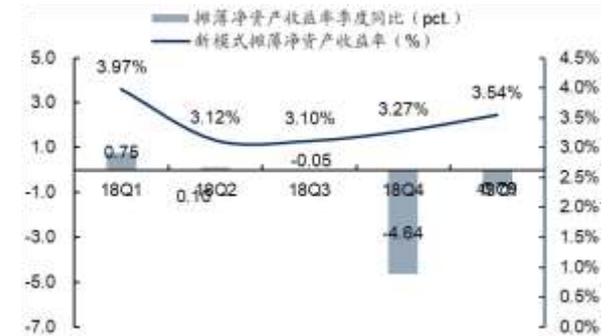
2018 年新模式板块整体摊薄净资产收益率下降 2.55pct 至 14.39%，18Q4/19Q1 整体摊薄净资产收益率同比分别下降 4.64/0.79pct.至 2.37/3.24%。

图 55: 2018 年新模式板块摊薄净资产收益率下降 2.55pct.



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

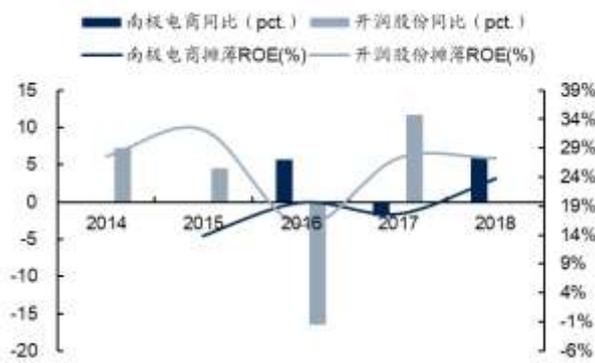
图 56: 新模式板块季度摊薄净资产收益率及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

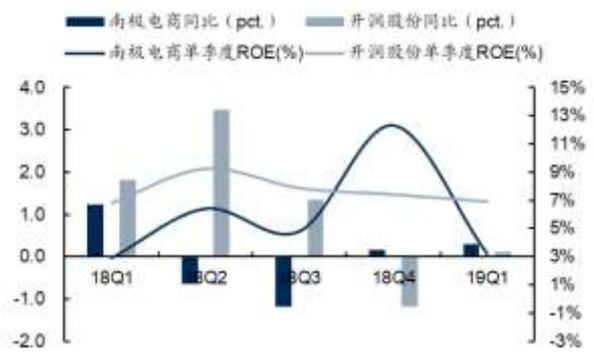
对于重点公司，南极电商 18 年摊薄净资产收益率上升 6.03pct 至 23.71%，18Q4/19Q1 净资产收益率同比分别上升 0.15/0.30pct.至 12.30/1.58%，资本盈利能力不断增强；开润股份 18 年摊薄净资产收益率下降 0.04pct 至 27.30%，18Q4/19Q1 净资产收益率同比分别上升 -1.18/0.11pct.至 7.44/6.93%。

图 57: 14-18 年新模式重点公司摊薄 ROE 及动态对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 58: 新模式重点公司 ROE 及动态对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 板块重点公司经营情况一览

公司	2018 年			2019Q1			短评
	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	
南极电商	240.12/65.92	-35.59/-2.05	-/-2.05	63.40/31.63	-5.36/-0.63	-/-79.1	本部主业品牌授权服务新业务模式仍保有巨大潜力, GMV 增速保持强劲, 货币化率稳中有升, 线上平台占有率的提高和优质供应商客户集团的打造相辅相成, 强马太效应不断体现, 大众新快消龙头逐步成型。时间互联收购整合成效良好, 为收入业绩增长注入新动力。2C 与 2B 业务双轮驱动成为国内箱包龙头, 自有品牌“90”分借助小米生态链快速打开市场成为成功典范。高品质高性价比箱包结合科技属性打造过硬产品力。C 端业务出海、非米系渠道发力值得关注, B 端收购获 nike 强力背书, 未来打入更多国际优质客户供应体系预期强烈。
开润股份	76.19/30.23	-3.63/-1.38	-9.1/2.5	43.99/36.73	-0.79/0.21	-3.8/-15.5	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

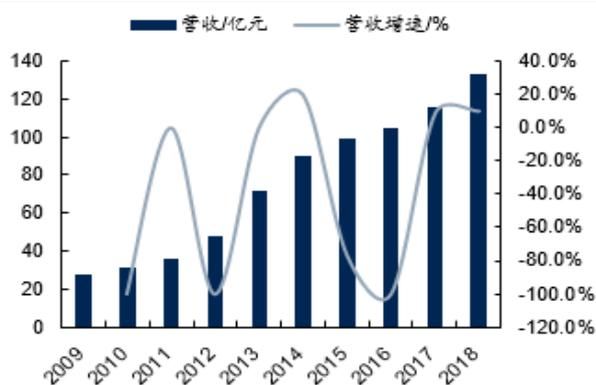
日化板块: 总体较为稳健, 大众护肤龙头高速增长

营收业绩: 营收业绩增速较 17 年放缓, 19 年 Q1 业绩回升

1) 年度分析: 营收业绩增速较 17 年有所放缓, 扣非净利润同增 16.42%

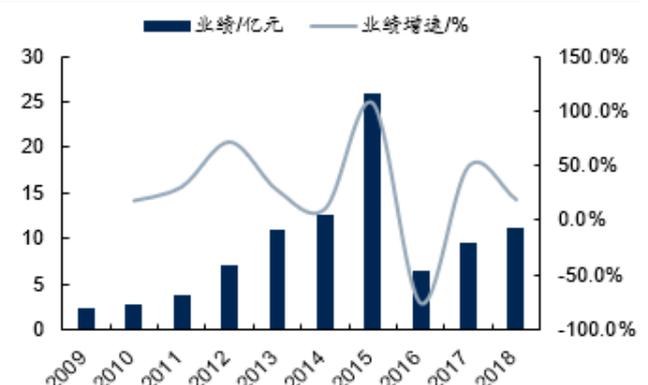
2018 年板块实现营收 132.55 亿元, 同比增长 14.86%, 板块实现归属母公司股东的净利润 11.15 亿元, 同比增长 19.18%, 扣非净利润同比增长 16.42%。延续去年较为稳健的复苏增长态势, 与行业表现也较为一致。

图 59: 2018 年日化板块收入增长 14.86%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

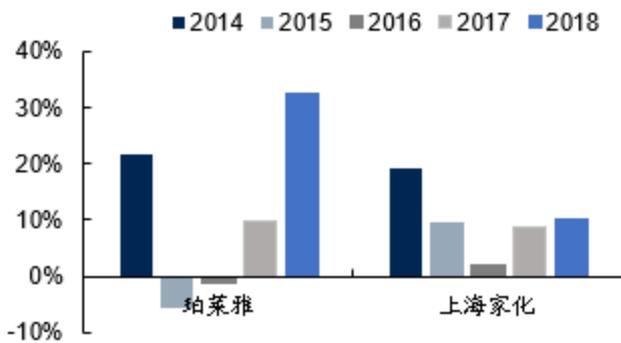
图 60: 2018 年日化板块业绩增长 19.18%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

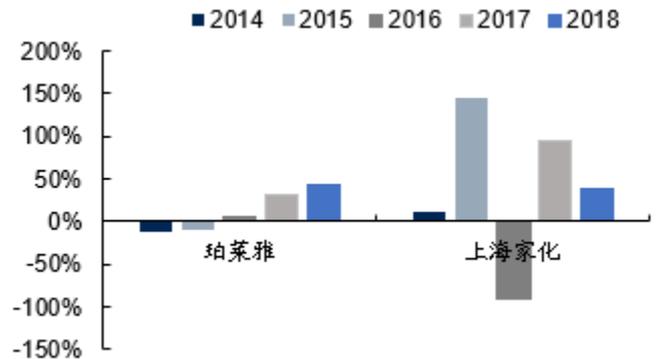
从板块内的公司来看，珀莱雅营收表现最为优异，同比增长 32.43%，上海家化表现稳健，营收同比增长 10.01%；从业绩来看，珀莱雅在盈利能力提升背景下，取得了高于营收增速的业绩增速，上海家化在原工厂搬迁结转产生的相关受益背景下，业绩取得较高速增长。

图 61: 重点公司 2013-2018 年营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 62: 重点公司 2013-2018 年业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

2) 季度分析: 营收增速自 18 年 Q2 呈现逐步下降的趋势, 19 年 Q1 业绩回升

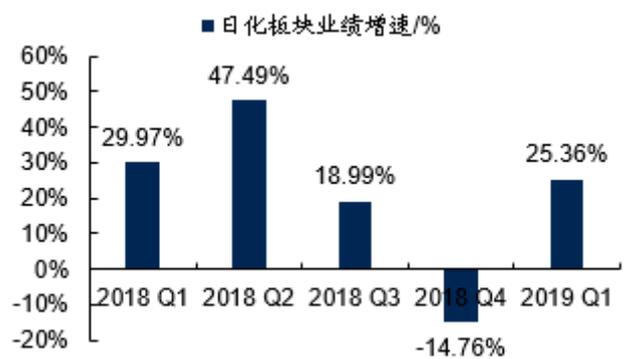
从季度分析来看, 2018 年全年板块整体的营收增速自 Q2 呈现逐步下降的趋势, 2019 年 Q1 营收同比增长 8.88%; 从业绩来看, 板块整体业绩增速自 2018 年 Q3 呈现逐季下降的趋势, 2019 年 Q1 开始回升, 其中具体公司分化较为明显。

图 63: 日化板块季度营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

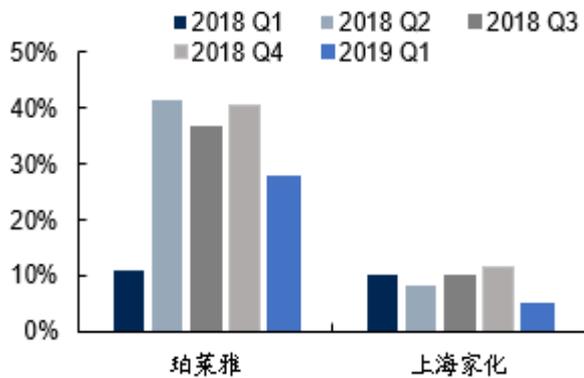
图 64: 日化板块季度业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

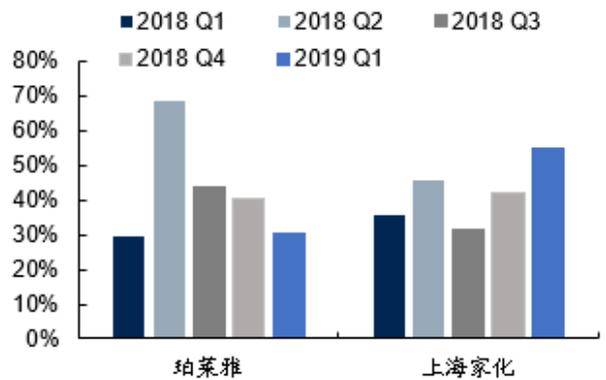
从板块内重点公司的情况来看, 定位大众护肤市场的珀莱雅 Q4 单季度营收在电商发力及线下复苏下加速增长至 40.62%, 2019 年 Q1 营收增速放缓, 此外, 珀莱雅业绩增速在 2018 年 Q3 开始放缓; 上海家化营收增速自 Q2 以来有所提升, 但 19 年 Q1 明显下降, 业绩增速自 2018 年 Q3 以来提升, 19 年 Q1 业绩大增主因公司按照新金融交易准则, 新增计提交易性金融资产相关收益 7055 万元。

图 65: 2018 年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 66: 2018 年以来各季度重点公司业绩增速 (%)



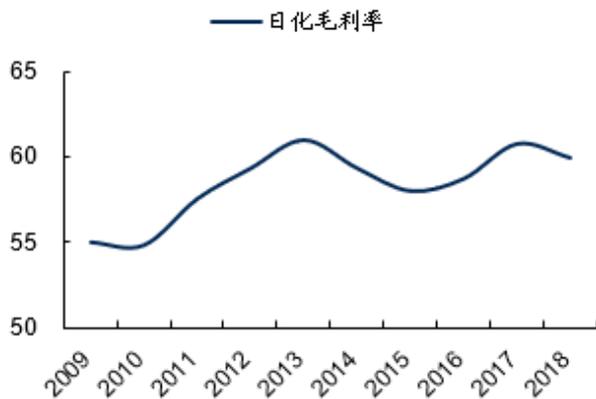
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 18 年毛利率有所下行同时控费能力增强

1) 年度分析: 18 年毛利率下降同时控费能力增强

从日化板块的盈利能力来看, 板块毛利率下降同时期间费用率有所下降。2018 年, 板块整体毛利率为 59.93% (整体法), 较去年同期下降 0.82pct; 期间费用率为 50.58% (整体法), 较去年同期下降 0.95pct。

图 67: 2018 年日化板块毛利率同比下降 0.82pct



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 68: 2018 年日化板块期间费用率同比下降 0.95pct

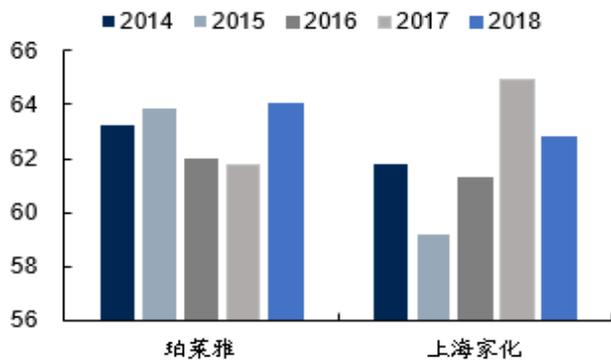


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从重点公司的毛利率变化来看, 18 年珀莱雅的毛利提升 2.29pct, 主要系公司保湿系列产品原材料成本下降所致, 同时也与公司毛利较高的高端系列新品占比以及电商直营占比提升有关; 上海家化的毛利率下降 2.14pct, 主要系: 1) 高毛利率的品牌佰草集营收下滑导致低毛利率产品占比提升 2) 原材料成本上升; 3) 新工厂投入使用, 产能利用率仅为 40%, 且运营成本较高, 以后随着产能利用率的提升, 规模效应下毛利率有望得到提升。

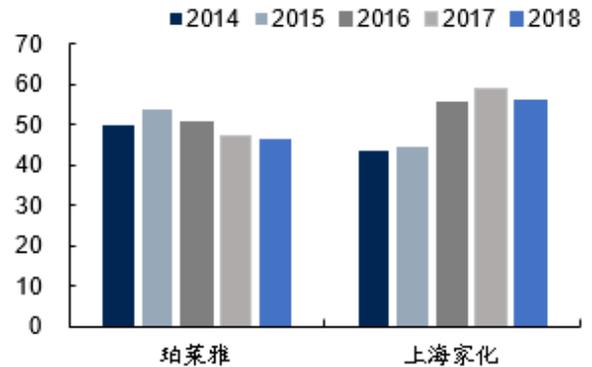
从重点公司的期间费用率来看, 珀莱雅和上海家化的毛利率均有所下降, 珀莱雅在销售费用率提升的同时管理费用率和财务费用率均有所下降, 上海家化的销售费用率和管理费用率均有所下降。

图 69: 重点公司 2013-2018 年毛利率变化/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 70: 重点公司 2013-2018 年期间费用率变化/%

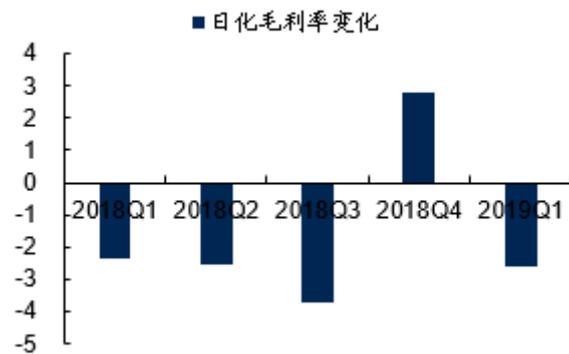


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: Q4 板块盈利能力提升明显

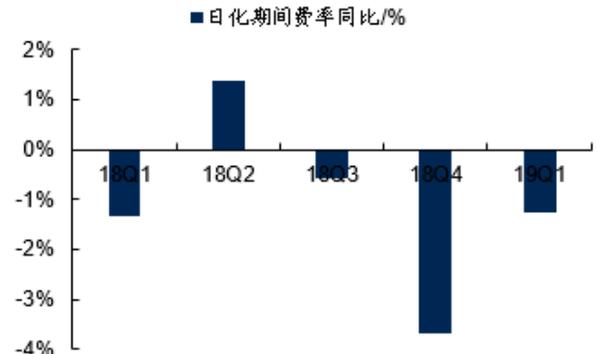
从季度的情况来看, 板块毛利率除 18 年 Q4 有所提升, 其他季度均有所下降, 预计与上市企业销售策略的季节性变化有关; 在毛利率下降的背景下, 除 2018 年 Q2 外, 板块整体的期间费用率也均有所下降。

图 71: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 72: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%

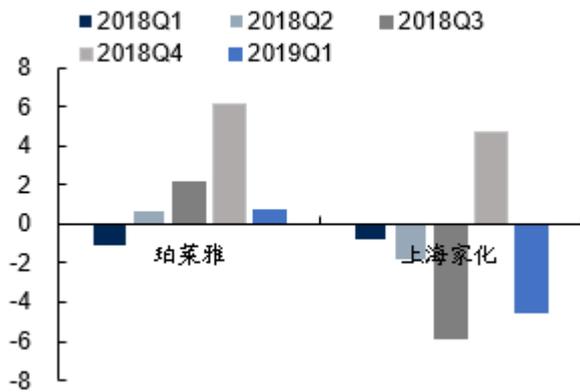


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点公司的毛利率来看, 2018 年 Q4 珀莱雅毛利率提升较多, 主要是由于 Q4 电商增速较快, 毛利率的较高的电商推动整体的毛利率提升, 同时公司新推出的高端系列产品反响较好, 2019 年 Q1 公司毛利率同比继续提升, 仍然与毛利率较高的电商占比提升以及新品的推出有关。上海家化 Q4 毛利率有所提升, 19 年 Q1 毛利率下降较多主因新工厂运营成本较高以及毛利率较高的佰草集占比下降所致。

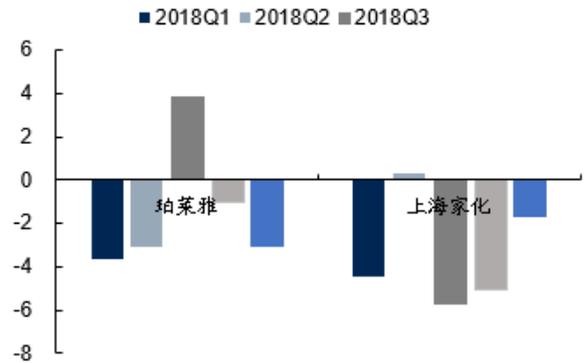
从重点公司的期间费用率来看, 2018 年 Q4 珀莱雅和上海家化的期间费用率均有所下降, 其中上海家化的期间费用率下降较多, 显示费用管控力度较大, 2019 年 Q1, 珀莱雅和上海家化的期间费用率同比继续下降。

图 73: 2018 年各季度重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 74: 2018 年各季度重点公司期间费用率同比 (pct)



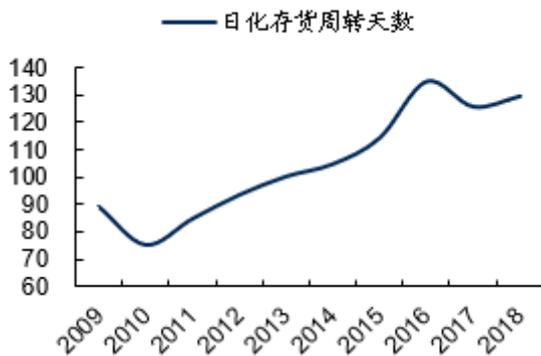
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力: 18 年周转保持健康水平, 存货周转天数自 18 年 Q2 同比均有提升

1) 年度分析: 18 年存货周转及应收账款周转均保持稳健

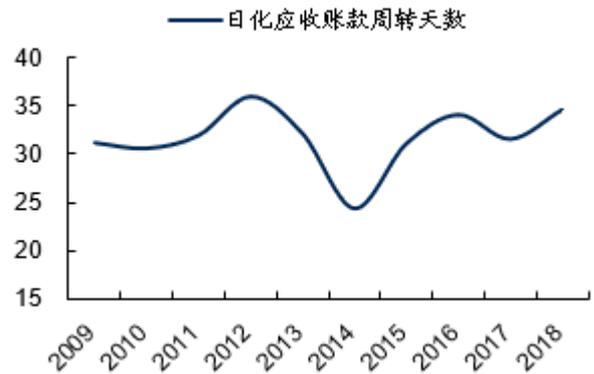
从营运情况年度分析来看, 2018 年板块存货周转天数同比上升 3.85 天, 在营收延续复苏增长的情况下保持相对可控的趋势, 同时板块应收账款周转天数同比提升 3.02 天, 均保持较为稳健的态势。

图 75: 2018 年板块存货周转天数同比上升 3.85 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

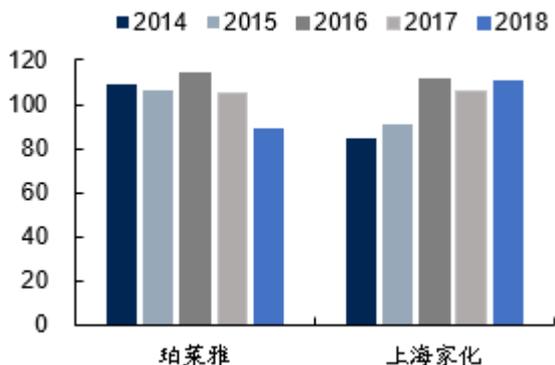
图 76: 2018 年板块应收账款周转天数同比上升 3.02 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

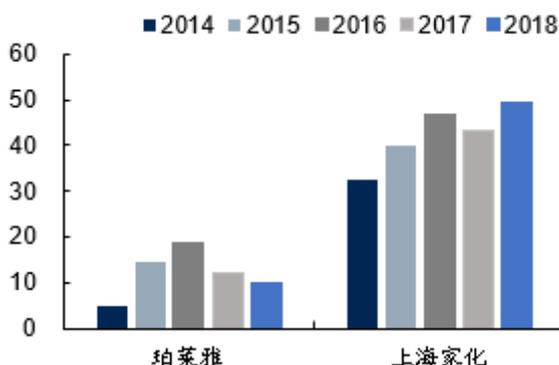
从重点公司来看, 珀莱雅的存货周转天数下降 16.4 天, 表现较为优异, 上海家化的存货周转天数有所上升, 主要系工厂搬迁备货所致。而从应收账款周转天数来看, 珀莱雅的应收账款周转天数有所下降, 上海家化的应收账款周转天数提升了 6.3 天。

图 77: 2014-2018 年板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 78: 2014-2018 年板块重点公司应收账款周转天数

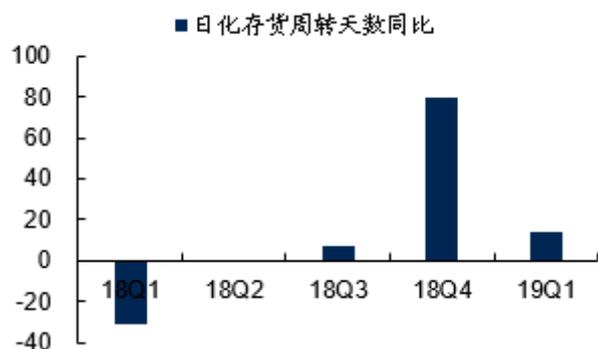


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 存货周转天数自 18 年 Q2 以来同比均有所提升

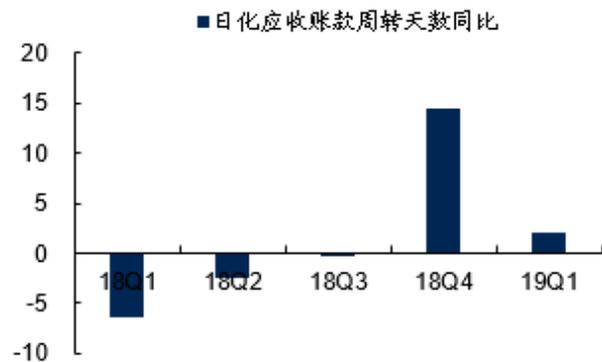
从营运能力的季度分析来看, 日化板块的存货周转天数从 18 年 Q2 开始同比均有所上升, 显示在消费环境偏弱的背景下周转率逐季有所放缓, 应收账款周转天数自 18 年 Q4 开始同比有所提升。

图 79: 板块 2018 年以来各季度存货周转天数同比/天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 80: 板块 2018 年以来各季度应收账款周转天数同比/天

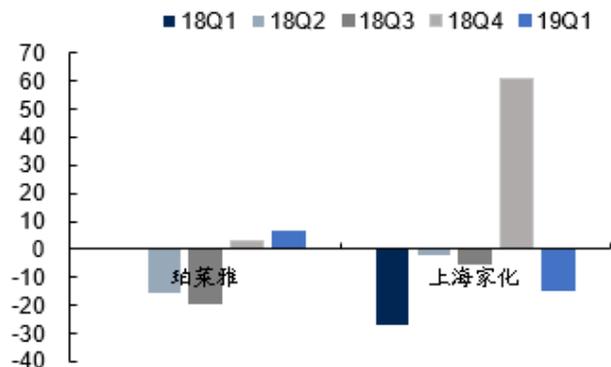


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从重点公司情况来看, 18 年 Q4 珀莱雅的存货周转天数同比有所提升, 但幅度较小, 仍然较为健康, 19 年 Q1 存货周转天数同比继续提升。上海家化 18 年 Q4 存货周转天数同比提升较多, 但 19 年 Q1 存货周转天数有所下降。

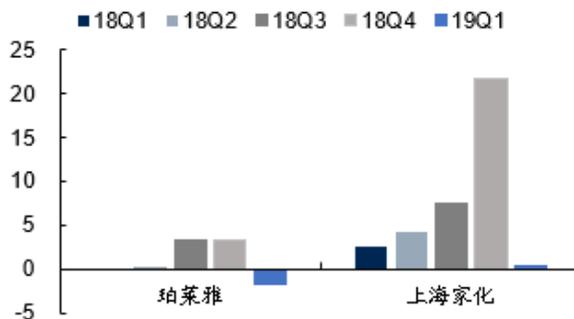
从应收账款周转天数来看, 2018 年 Q4 珀莱雅和上海家化的应收账款周转天数均有所提升, 其中上海家化提升较多, 19 年 Q4 珀莱雅的存货周转天数有所下降, 上海家化较为稳定。

图 81: 重点公司分季度存货周转天数同比(天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 82: 重点公司分季度应收账款周转天数同比(天)



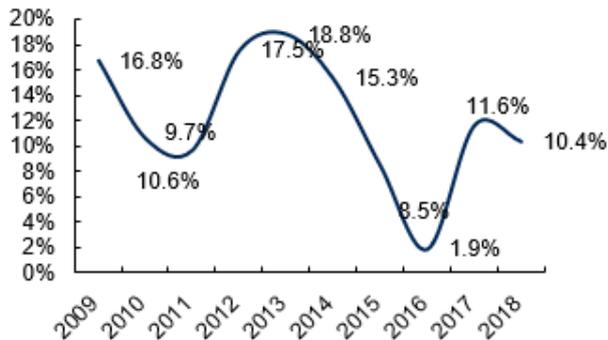
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况: 18 年经营性现金净流量营收比微幅下降, 自 Q4 同比有所恶化

1) 年度分析: 18 年经营性现金净流量营收比微幅下降

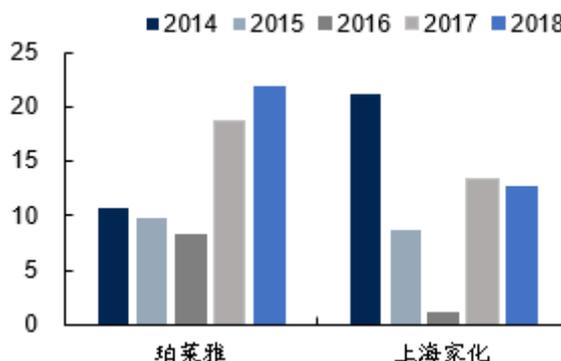
从经营性现金净流量情况来看, 2018 年板块整体经营性现金净流量营收比同比下降 1.26pct, 基本保持稳健。从重点公司来看, 珀莱雅的经营性现金净流量营收比同比有所提升, 显示公司与上下游的关系得到进一步优化, 上海家化的经营性现金净流量营收比保持较为稳定的态势。

图 83: 板块 2009-2018 年经营性现金净流量营收比%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 84: 2014-2018 年板块重点公司经营性现金净流量营收比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 经营性现金净流量营收比同比自 2018 年 Q4 开始有所下降

从季度的情况来看, 板块整体的经营性现金净流量营收比同比自 2018 年 Q4 开始有所下降。从重点公司的经营性现金流净额营收比来看, 珀莱雅 2019 年 Q1 经营性现金净流量营收比同比下降明显, 主要系公司应交税费季节性调节影响约 8000 万左右, 此外公司本季度支付了员工年终预提绩效奖励。上海家化 Q1 则保持较为稳定的态势。

表 2: 板块重点公司经营情况一览

公司	2018 年			2019Q1			短评
	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	
珀莱雅	32.43/43.03	2.29/-1.03	-16.35/-1.99	27.59/30.36	0.73/-3.04	6.43/-1.72	18 年营收业绩高速增长,且盈利能力提升,营运指标向好;19 年 Q1 营收业绩增速较 18 年 Q4 放缓,但各项指标仍较为优异,多品牌+多渠道全年高速增长可期
上海家化	10.01/38.63	-2.14/-2.78	3.83/6.29	5.03/53.84	-4.55/-1.64	-14.59/0.26	18 年营收增长符合预期,汤美星六神表现优异,毛利率下滑但费控能力提升,运营指标保持稳健;19 年 Q1 营收增速较 18 年 Q4 增速放缓,主要系佰草集和高夫去库存影响,毛利率下滑较多同时费控能力进一步提升,运营指标表现健康,期待品牌渠道理顺和库存出清后良好表现。

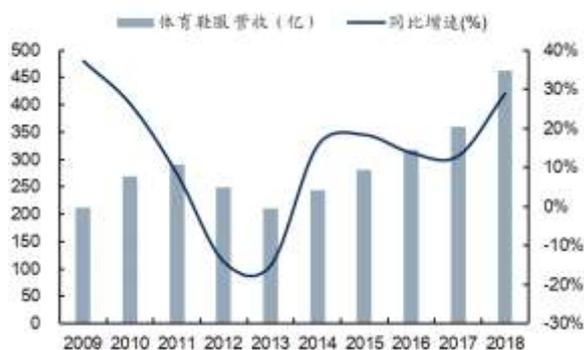
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

体育鞋服板块: 优良赛道景气度良好, 基本面成长不断加速

营收及业绩: 优良赛道景气度不断提升, 营收业绩均保持高速增长

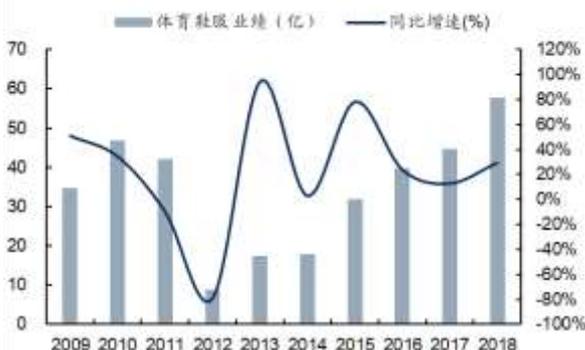
2018 年体育鞋服板块共实现营收 **462.75 亿元**, 同比增长 **28.81%**, 较 17 年增速大幅提升, 板块内大部分公司取得良好营收增长, 行业景气度提升明显。板块 18 年实现**归属母公司股东的净利润 57.78 亿元**, 同比增长 **29.33%**, 增速较 17 年增速大幅提升, 大部分公司业绩增长亮眼。18 年板块扣非利润为 **47.85 亿元**, 同比上升 **23.85%**。

图 85: 2018 年体育鞋服板块收入同比增长 28.81%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 86: 2018 年体育鞋服板块业绩同比增长 29.33%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

具体来看, 1) 李宁 18 年营收同比增长 **18.45% 至 105.27 亿元**, 线下增速加快, 内生增长强劲, 同店预估两位数以上增长, 渠道不断优化同时门店总数净增 82 家 7138 家, 线上维持 30% 以上高增速, 公司取得良好增长主要系产品力提升, 功能性及时尚性不断增强, 取得广大消费者认可, 尤其对年轻消费群体吸引力加强, 另一方面, “中国李宁”系列等高端线产品口碑爆棚拉升整体定位, 国际时装周营销掀起热潮, 综合来看公司品牌力大幅提升, 此外, 童装业务发展迅速, 通过接手经销商门店, 童装总店数已达 793 家; 2) 安踏 18 年营收同比增长 **44.50% 至 241.21 亿元**, 其中主品牌维持 20% 左右稳健增长, 门店净增 590 家至 10057 家, 单店收入双位数增长, FILA 品牌收入大涨近 90%, 门店净增加 566 家至 1652 家, 单店收入增长四成左右, 独特高端定位清晰, 内生外延增长动力皆相当强劲, 此外, 童装实现收入翻倍, 部分其他品牌亦增长迅速。

业绩方面, 李宁 18 年同增 **38.84% 至 7.15 亿元**, 增速亮眼且环比加速, 主要系毛利率提升同时期间费用率下降, 带来净利润大幅增加; 安踏同增 **32.87% 至 41.03 亿元**, 同样实现高速增长同时环比加速, FILA 品牌贡献较大。

图 87: 14-18 年体育鞋服重点公司收入及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 88: 14-18 年体育鞋服重点公司业绩及增速对比

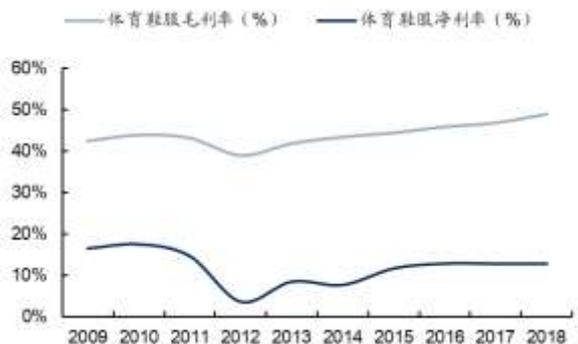


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

盈利能力: 整体毛利率有所提升, 费用率增长较快

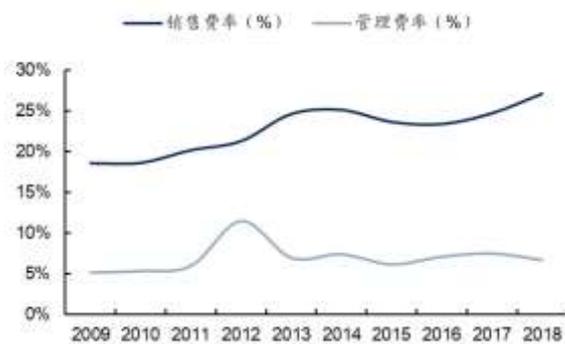
2018 年体育鞋服板块整体毛利率同比提升 2.17pct 至 49.10%，净利率同比略降 0.43pct. 至 10.07%；板块销售费用率同比上升 2.43pct. 至 27.16%，管理费用率下降 0.81pct. 至 6.65。主要与公司自身产品及渠道结构调整有关，如李宁 18 年毛利率同比提升 1.01pct 至 48.07，一方面公司产品销路良好，定价能力增强，新品率、售罄率不断提升，折扣率下降，另一方面毛利率较高的电商渠道占比提升，定价较高的高端产品系列亦逐步贡献更多收入，此外经销商的对资金支持需求减小，返点率下降。安踏 18 年毛利率同比提升 3.27pct 至 52.64%，主要系定位相对较高的 FILA 品牌高增长下占比大幅提升，同时直营销售占比亦有提升。

图 89: 2018 年体育鞋服板块整体毛利率提升 2.17pct.



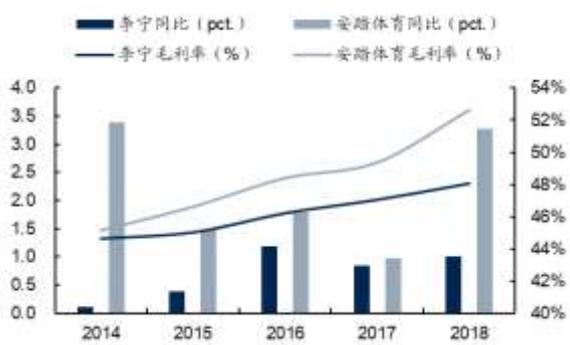
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 90: 18 年体育鞋服板块销售/管理费用率+2.43/-0.81pct



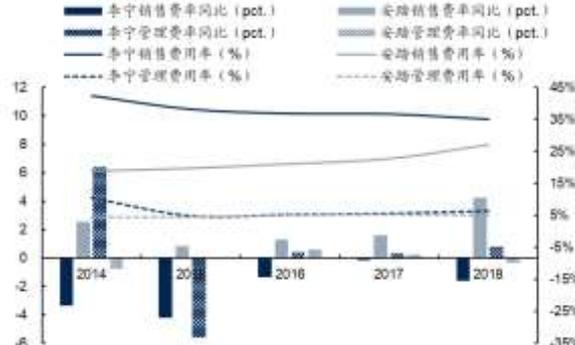
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 91: 14-18 年体育鞋服重点公司毛利率及变动对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 92: 14-18 年重点公司销售/管理费用率及变动对比

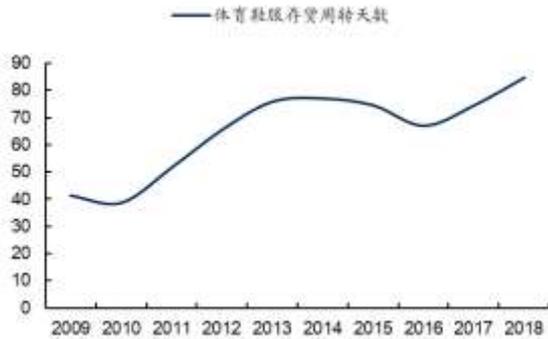


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力:存货整体稳健, 应收控制得当

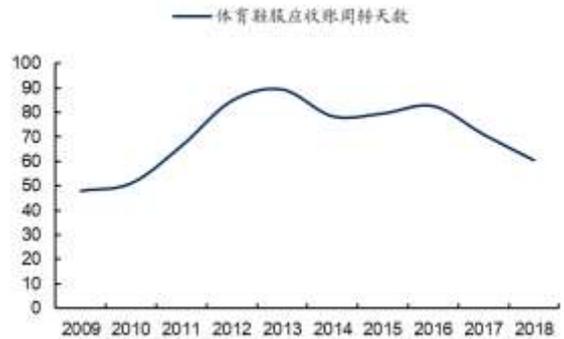
从营运指标来看, 2018 年体育鞋服板块整体存货周转天数较上年增加 10.2 天至 84.6 天, 在收入增长相对较高情况下基本保持健康水平; 整体应收账款周转天数较上年减少 10.5 天至 60.4 天。

图 93: 2018 年体育鞋服板块存货周转天数上升 10.2 天



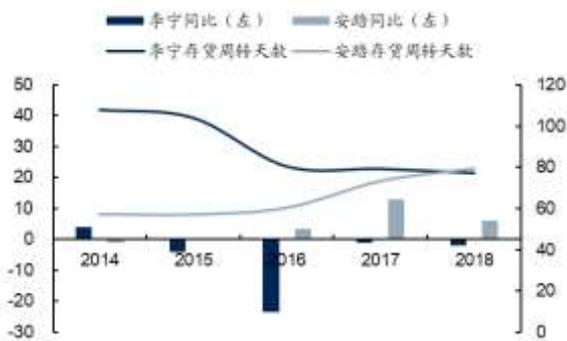
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 94: 2018 年体育鞋服板块应收账款周转天数下降 10.5 天



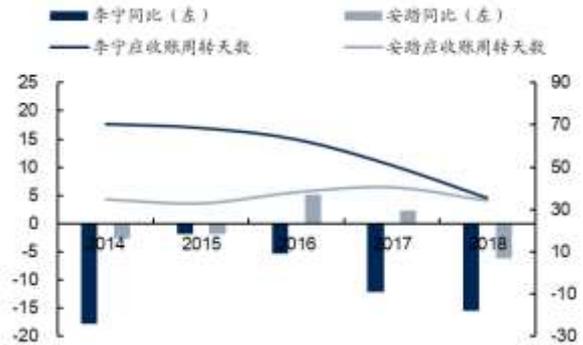
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 95: 14-18 年体育鞋服重点公司存货周转天数及变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 96: 14-18 年体育鞋服重点公司应收账款周转天数及变动

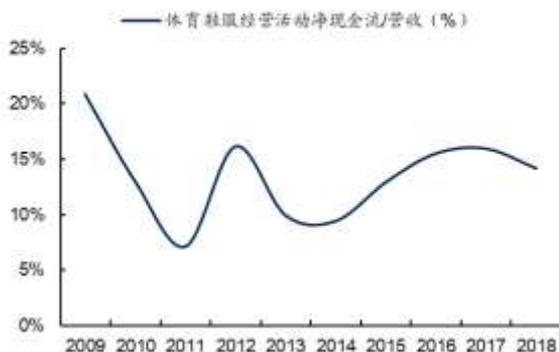


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营现金流: 整体呈现持续下行趋势

2018 年体育鞋服板块整体经营活动净现金流/营收较上年下降 1.77pct 至 14.18%。对于重点公司, 李宁 18 年经营活动净现金流/营收较上年提升 2.84pct 至 15.91%, 连续 4 年上升反映公司主业发展良好, 现金创造能力不断增强。安踏 18 年经营活动净现金流/营收较上年下降 0.64pct 至 18.42%, 基本保持稳健。

图 97: 2009-2018 年体育鞋服板块现金流指标变动趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 98: 体育鞋服重点公司经营净现金流比率及同比变动

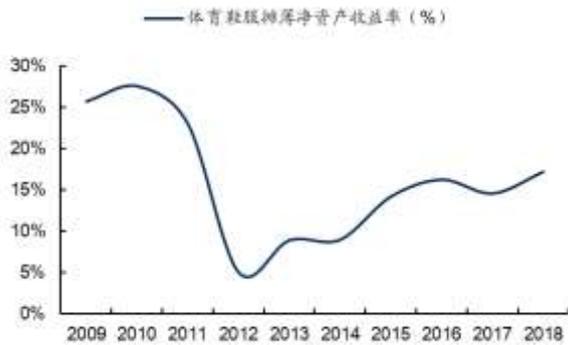


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

净资产收益率：延续积极向好趋势

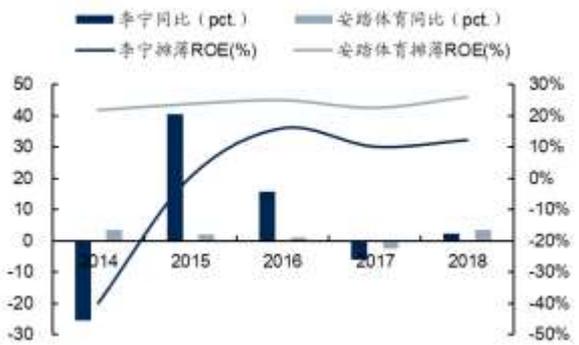
2018 年体育鞋服板块整体摊薄净资产收益率提升 2.61pct 至 17.22%，其中李宁受益盈利能力及运营能力双重提升，2018 年摊薄净资产收益率提升 2.14pct 至 12.30%；安踏 2018 年摊薄净资产收益率提升 3.48pct 至 26.00%。

图 99: 2018 年体育鞋服板块摊薄净资产收益率上升 2.61pct.



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 100: 14-18 年体育鞋服重点公司摊薄 ROE 及动态对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 3: 板块重点公司 18 年及 19 年 Q1 经营情况一览

公司	期间	经营情况			简评
李宁	2018	营收/业绩增速 (%) 14.01/9.38	毛利率/期间费用率同比 (pct) 1.93/3.57	存货/应收周转天数同比 -10.3/9.3	18 年基本确认全面复苏，收入增长动力充足，盈利能力继续增强。产品力方面持续强化，功能性及设计性同步提升，主力产品保持优质性价比同时，高端线产品具备国际顶级产品竞争力，“中国李宁”等时尚线产品话题性十足，持续引发热潮。线下渠道方面持续优化调整，打造不同类型店铺矩阵，针对南方等弱势地区重点突破，产品力、品牌力、运营管理不断强化下同店增长强劲。童装业务拓展可期，国际市场、差异化新品牌等方面存在较大空间。
	19Q1	19Q4 订货会 (除童装) 10-20%中段增长	同店增长 全平台 (除童装): 10-20%中段 线下直营: 高单 线下经销: 10-20%低段 线上: 30-40%高段	零售流水增长 全平台 (除童装): 20-30%低段 线下直营: 10-20%高段 线下经销: 20-30%低段 线上: 40-50%低段	
安踏	2018	营收/业绩增速 (%) 6.55/8.00	毛利率/期间费用率同比 (pct) -0.8/1.45	存货/应收周转天数同比 -8.6/0.5	国内龙头地位稳固，收入增长、盈利能力皆十分出众。主品牌多年稳健增长，知名度不断巩固同时产品力增强，渠道持续扩张，店效不断提升。高端时尚定位 FILA 品牌受消费者热捧，表现极为亮眼，为营收业绩高速增长贡献强大动力。收购 Amer Sports 基本落地，在公司多品牌运营能力被印证情况下，未来有望成为又一重要增长引擎。
	19Q1	主品牌零售金额同比 10%-20%的低段增长	其他品牌零售金额 65%-70%增长		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中高端服饰板块：19 年 Q1 营收增速回升，现金流指标向好

中高端板块内公司包括朗姿股份、日播时尚、比音勒芬、比音勒芬、地素时尚、安正时尚和歌力思。

营收业绩：18 年扣非净利润同增 7.80%，19 年 Q1 营收业绩开始回升

1) 年度分析：去年并表基数较高叠加消费不振，营收增速明显放缓

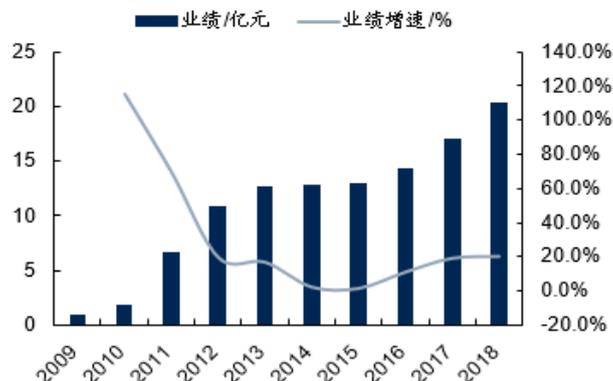
2018 年板块实现营收 145.41 亿元，同比增长 16.65%，板块实现归属母公司股东的净利润 20.34 亿元，同比增长 19.88%，扣非净利润同比增长 7.80%。从板块内的公司来看，比音勒芬表现最为优异，取得了 40% 以上的高增速，业绩增速高于营收部分受高新技术认定带来的所得税优惠影响，维格娜丝也保持较为优异的业绩增长，但主要来自其投资收益和公允价值变动净收益的增加所致。

图 101: 2018 年中高端服装板块收入增长 16.65%



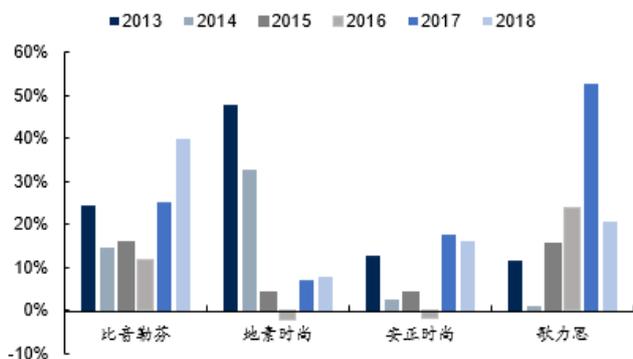
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响

图 102: 2018 年中高端服装板块业绩增长 19.88%



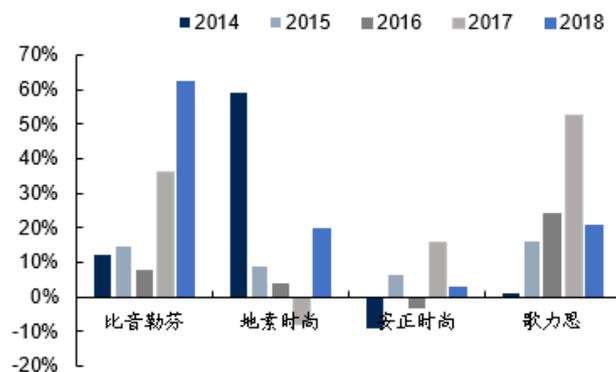
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响

图 103: 重点公司 2013-2018 年营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响

图 104: 重点公司 2013-2018 年业绩增速/%

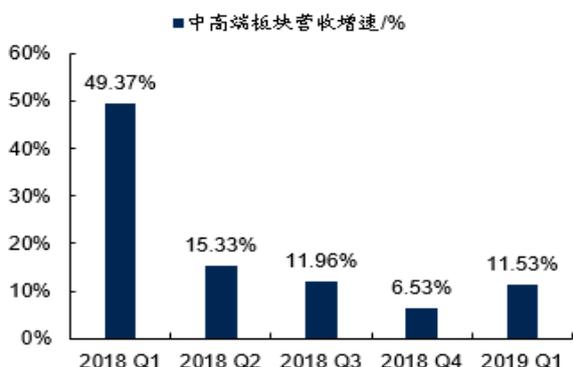


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响

2) 季度分析: 18 年营收增速逐季下滑, 19 年 Q1 开始回升

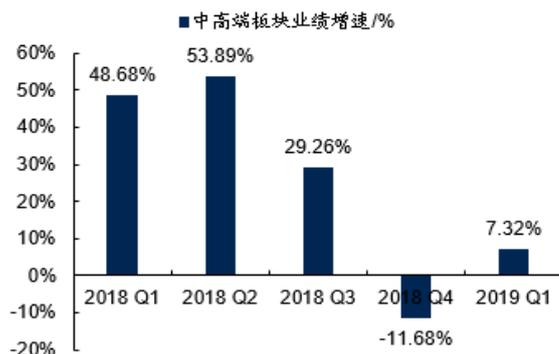
从季度分析来看, 2018 年全年板块整体的营收增速呈现逐步下降的趋势, 2019 年 Q1 开始有所复苏, 营收同比增长 11.53%; 从业绩来看, 板块整体业绩增速同样呈现逐季下降的趋势, 其中维格娜丝投资收益和公允价值变动净收益的增加较多。2018 年 Q4 板块业绩有所下滑, 板块内除比音仍保持较高的增长, 其他公司增速明显放缓甚至有所下滑, 其中朗姿股份和日播时尚的业绩下滑幅度较大, 但进入 2019 年 Q1 板块整体业绩开始有所回暖。

图 105: 中高端板块季度营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

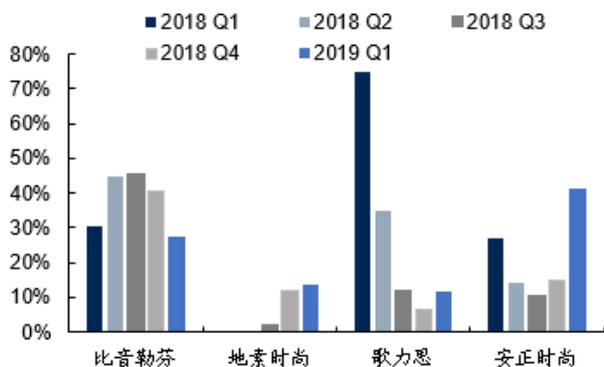
图 106: 中高端板块季度业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

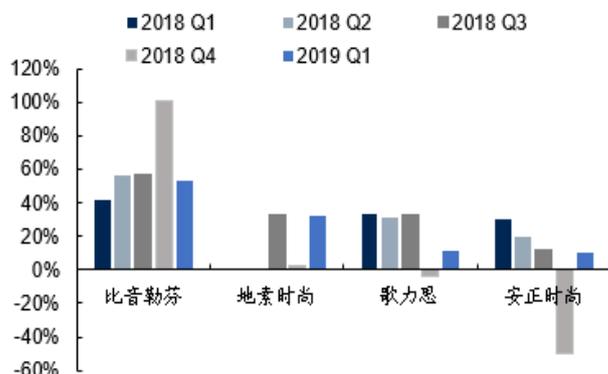
从板块内重点公司的情况来看, **比音勒芬表现最为优异**, 18年在零售环境偏弱的环境下营收均取得约30%以上的增速, 从业绩来看, 受益规模效应公司业绩增长明显高于营收增速且呈现逐季提升的趋势; 同时, **地素时尚自18年Q3开始营收增速呈现逐季提升的趋势**, 通过自身提效在行业弱势下表现良好; **歌力思由于2018年IRO并表影响, 18年Q1营收实现高增长, 但受到消费不振的影响, 营收增速呈现逐季下滑的趋势**, 从业绩来看, 由于营收增速的不断下降以及新品牌的营销和开店影响, 公司Q4净利润下滑, 但19年Q1随着营收的企稳, 业绩开始恢复正增长。

图 107: 2018年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 108: 2018年以来各季度重点公司业绩增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 18年盈利能力有所下降, 19年未见好转

1) 年度分析: 18年盈利能力有所下降, 毛利率下降同时期间费用率有所提升

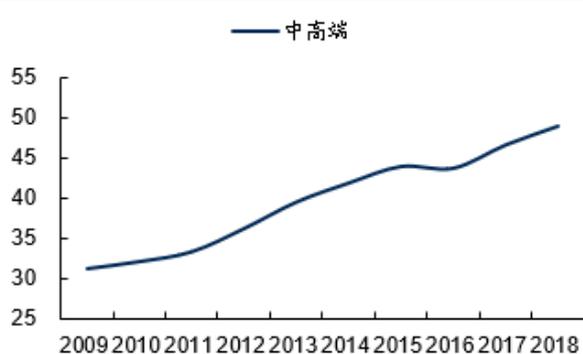
从中高端服装板块的盈利能力来看, 板块表现不容乐观, 板块毛利率下降同时期间费用率有所下降。2018年, 板块整体毛利率为65.62%(整体法), 较去年同期下降0.88pct; 期间费用率为49.02%(整体法), 较去年同期上升2.32pct。在大力打造品牌力背景下, 营销等费用投入延续上升趋势。

图 109: 2018 年中高端板块毛利率同比下降 0.88pct



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

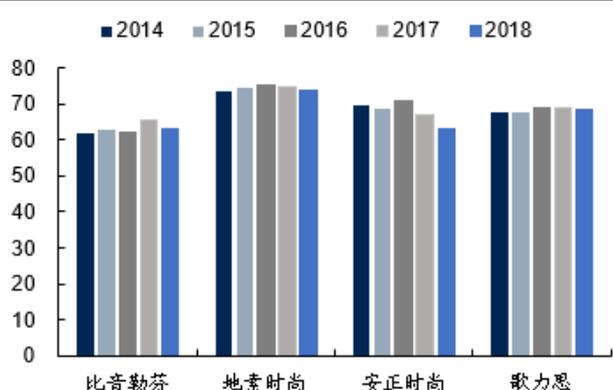
图 110: 2018 年中高端板块期间费用率同比提升 2.32pct



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

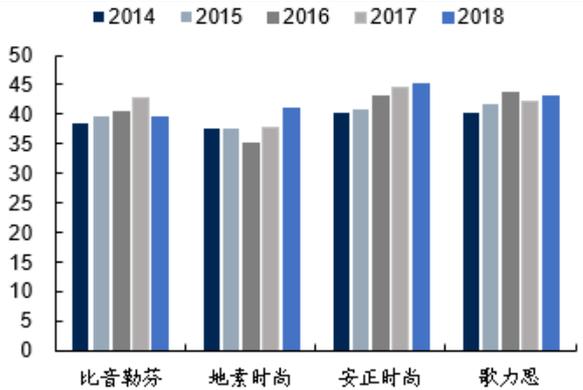
从重点公司的毛利率变化来看,所有重点公司的毛利率均有下降,其中安正时尚和比音勒芬下降较多,安正时尚毛利率下降主要系并表业务的毛利率较低所致,比音勒芬的毛利率下降主要系毛利率较低的新业务线的放量所致;从重点公司的期间费用率来看,除比音勒芬的期间费用率有所下降外,其他公司的期间费用率均有提升,其中地素时尚的期间费用率提升较多,主要系渠道升级带来的装修费用及销售人员薪酬增加所致。

图 111: 重点公司 2013-2018 年毛利率变化/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 112: 重点公司 2013-2018 年期间费用率变化/%

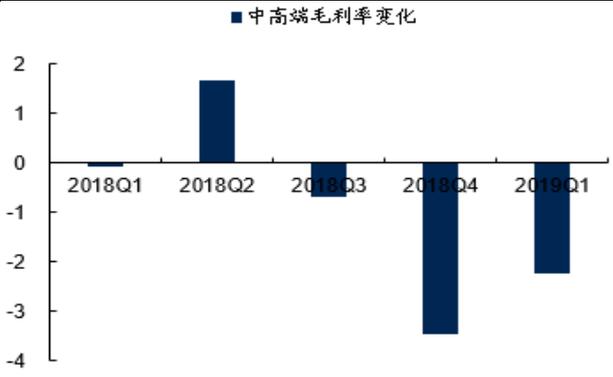


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 18Q4 及 19Q1 毛利率下降明显, 控费能力不及毛利率下降

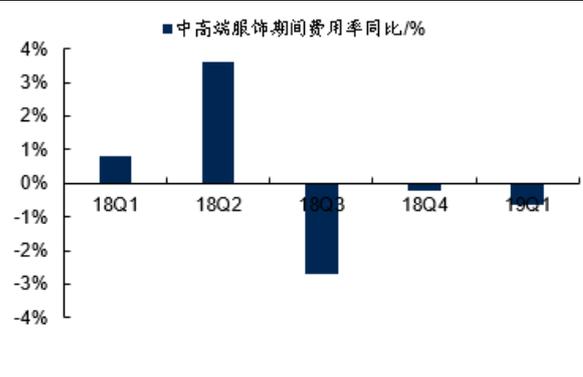
从季度的情况来看,18 年 Q4 板块毛利率下降明显,下降 3.45pc,预计主要受促销力度加大和产品结构变化等影响;19 年板块毛利率继续下降 2.23pct。

图 113: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 114: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%

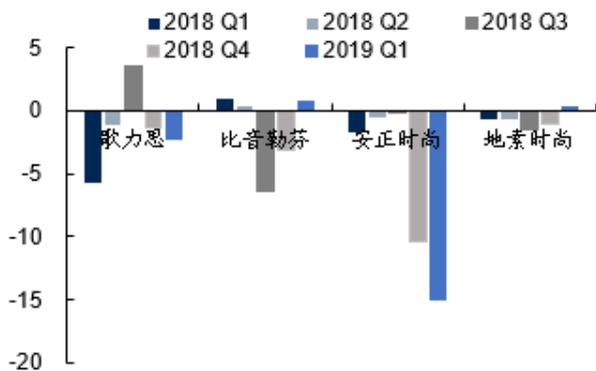


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点关注公司的毛利率来看，Q4 所有重点公司的毛利率均有所下降，歌力思毛利率的下降主要系毛利率较低的 IRO 和 VT 的占比提升所致，比音勒芬毛利率下降 3.1pct，预计与毛利率较低的度假系列放量所致；安正时尚毛利率下降幅度较大，主要系 2018 年 11-12 月并表的礼尚信息主营电商运营业务，毛利率较低从而拉低公司整体毛利率所致，地素时尚的毛利率下降预计与线下商场加大促销力度所致。2019 年 Q1，歌力思和安正时尚的在并表业务的影响下毛利率持续下降，而比音勒芬和地素时尚的毛利率开始有所回升。

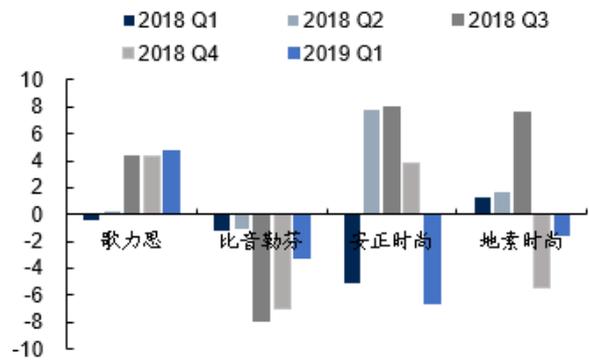
从重点关注公司的期间费用率来看，公司表现较为分化，其中比音勒芬表现最为优异，自 2018 年来各个季度的期间费用率均有所下降，显示其品牌规模效应的提升。2019 年 Q1，除歌力思期间费用率提升外，其他期间费用率均有所下降，歌力思期间费用率的提升主要系销售费用率提升所致，预计与新品牌的推广有关。

图 115: 2018 年各季度重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 116: 2018 年各季度重点公司期间费用率同比 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

运营能力: 存货周转天数提升较为明显，且自 18 年 Q2 逐季均有提升

1) 年度分析: 18 年存货及应收账款周转同比均有提升

从运营情况年度分析来看，2018 年板块存货周转天数同比上升 35.58 天，行业环境不佳背景下库存压力有所提升，但整体相对可控。2018 年板块应收账款周转天数同比上升 4.39 天，相对稳定。

图 117: 2018 年板块存货周转天数同比上升 35.58 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 118: 2018 年板块应收账款周转天数同比上升 4.39 天

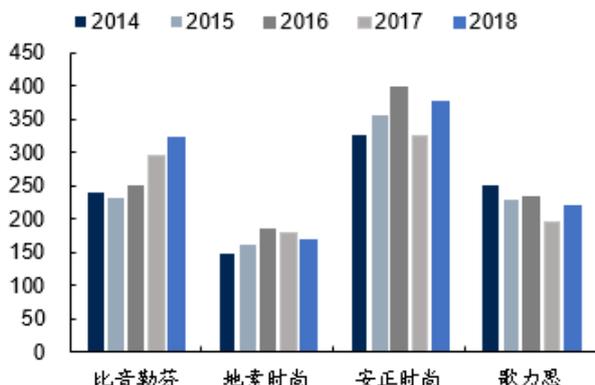


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点公司来看，除地素时尚外，其他公司的存货周转天数均有所提升，安正时尚提升较多，主要与备货和礼尚信息并表带来的存货的增加而销售收入至并

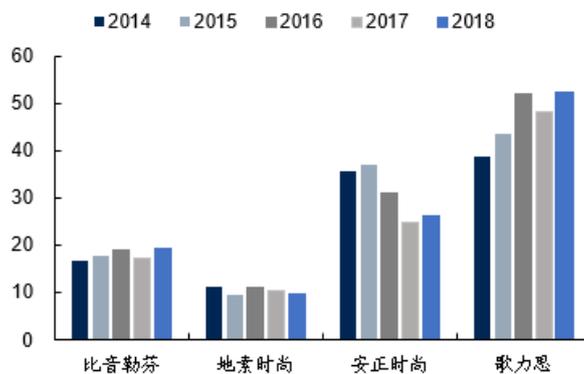
入 11-12 月所致。而应收账款周转天数均保持较为稳定的状态。

图 119: 2014-2018 年板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 120: 2014-2018 年板块重点公司应收账款周转天数

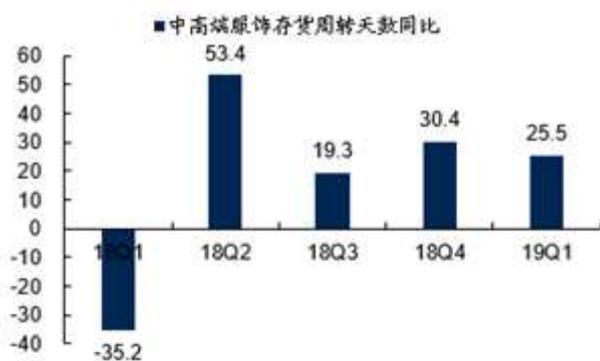


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 存货周转天数自 18 年 Q2 以来同比均有提升, 应收账款周转提升复苏较小

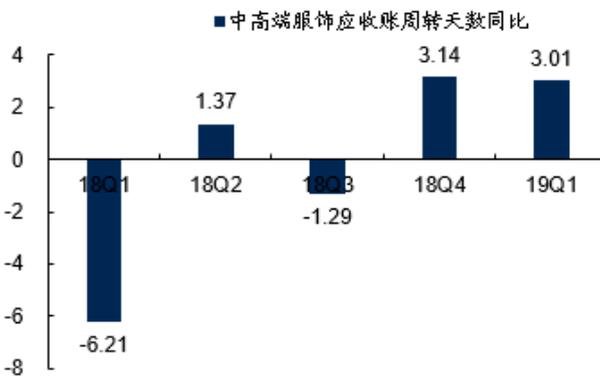
从营运情况的季度分析来看, 存货周转天数在 18 年 Q2 以来同比均有所提升, 显示在消费端不断承压的背景下, 存货周转放缓。应收账款周转天数自 2018 年 Q3 以来开始呈现上升的趋势, 但上升幅度仍然较小。

图 121: 板块 2018 年以来各季度存货周转天数同比/天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

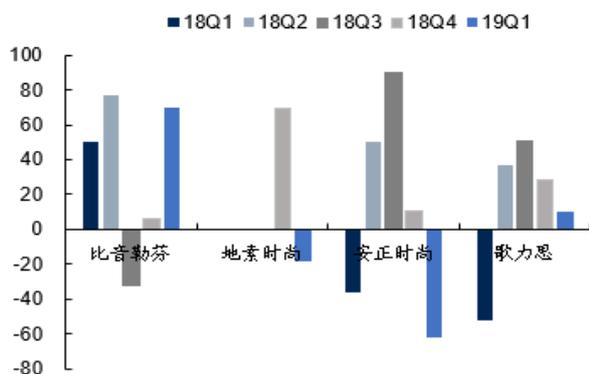
图 122: 板块 2018 年以来各季度应收账款周转天数同比/天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

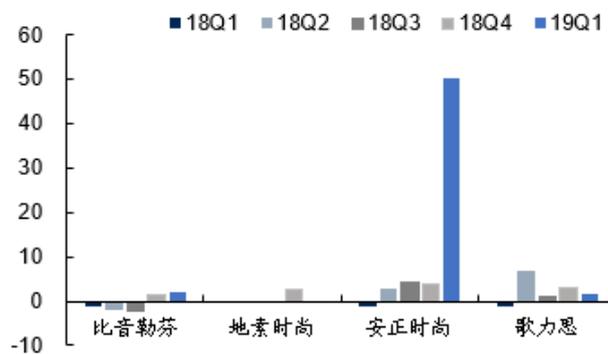
从重点公司情况来看, 18 年 Q4 重点公司的存货周转天数均有所上升, 其中地素时尚上升较多, 2019 年各个重点公司的存货周转天数同比有所分化, 比音勒芬和歌力思同比有所上升, 预计与新品牌的布局有关, 安正时尚的存货周转天数下降较多, 预计与礼尚信息并表后营收大增但存货相对增加较少有关。

图 123: 重点公司分季度存货周转天数同比 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 124: 重点公司分季度应收账款周转天数同比 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况: 18 年经营性现金净流量营收比明显下降, 但 Q4 已开始回升

1) 年度分析: 经营性现金净流量营收比明显下降, 安正时尚和歌力思下降明显

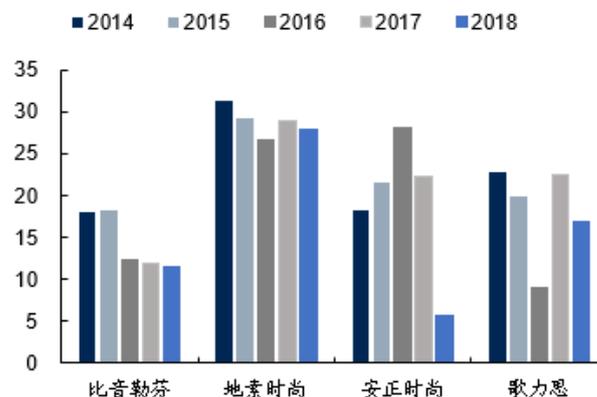
从经营性现金净流量情况来看, 2018 年板块整体经营性现金净流量营收比同比下降 4.14pct, 所有重点公司的指标同比均有所下降, 其中安正时尚和歌力思下降较为明显, 安正时尚下降主要系存货增加引起采购增加的现金流出增加所致。

图 125: 板块 2009-2018 年经营性现金净流量营收比%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 126: 2014-2018 年板块重点公司经营性现金净流量营收比

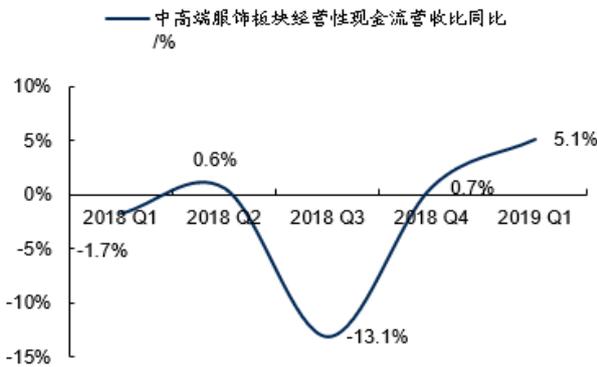


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 经营性现金净流量营收比自 18 年 Q4 开始回升

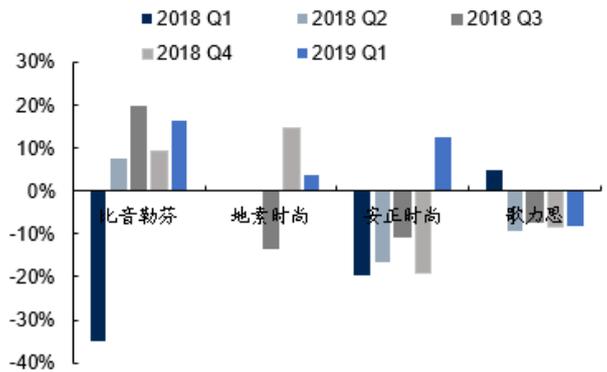
从季度的情况来看, 板块整体的度经营性现金净流量营收比同比自 2018 年 Q3 大幅下降后, Q4 开始回升。从重点公司的经营性现金流净额营收比来看, 比音勒芬和地素时尚表现较为优异, 18 年 Q4 和 19 年 Q1 经营性现金净流量营收比同比均有所提升, 而安正时尚和歌力思表现不佳。

图 127: 分季度经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 128: 2018 年各季度经营活动现金流净额同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 4: 板块重点公司经营情况一览

公司	营收/业绩增速 (%)	2018 年		营收/业绩增速 (%)	2019Q1		短评
		毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比		毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	
比音勒芬	39.96/62.16	-2.12/-3.25	28.44/1.90	27.37/52.91	0.72/-3.21	69.98/1.94	18 年和 19 年 Q1 营收业绩保持高速增长, 18 年 Q4 及 19 年 Q1 即使剔除所得税影响后业绩也保持较高速增长, 盈利能力表现优异, 费控能力增强, 存货周转天数上升较多主要系新品备货所致。 营收表现较为优异, 自 18 年 Q4 以来营收增速呈现逐季提升的趋势, 19 年 Q1 业绩受益于政府补贴取得高速增长, 18 年盈利能力表现不乐观, 但 19 年 Q1 毛利率提升且期间费用率有所下降, 存货周转表现优异
地素时尚	7.94/19.59	-0.94/3.38	-10.92/-0.44	13.53/32.58	0.24/-1.49	-18.58/-0.31	18 年 Q4 剔除并表影响服装主业营收下降 16%, 19 年 Q1 剔除并表影响服装主业营收下降 0.6%, 此外盈利能力表现不容乐观, 毛利率受并表业务拖累利率较低影响, 下滑幅度较大, 19 年 Q1 存货周转天数有所改善
安正时尚	16.09/2.96	-3.48/0.70	50.22/1.24	41.46/10.51	-14.91/-6.63	-62.10/-1.67	18 年营收逐季下滑, 但 19 年 Q1 已经企稳回升, 盈利能力在毛利率下降期间费用率提升下有所承压, 存货周转天数有所提升。
歌力思	18.66/20.74	-0.63/1.05	24.11/4.01	8.32/11.00	-2.23/4.69	10.27/1.68	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

大众休闲服饰板块: 板块整体分化, 龙头表现优异

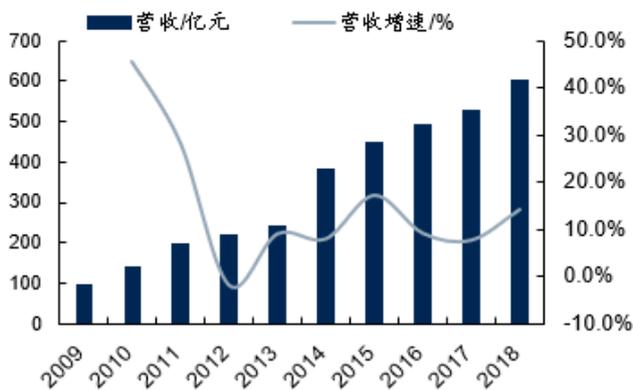
大众休闲服饰板块内的公司包括海澜之家、森马服饰、美邦服饰和太平鸟和拉夏贝尔等。整体来看, 大众休闲服饰表现去行业趋势较为一致, 龙头公司仍然显示出较强韧性, 取得了高于行业平均水平的平稳增长。

营收业绩: 18 年营收增速较 17 年加速, 板块业绩增速逐季放缓

1) 年度分析: 18 年营收业绩增速较 17 年提速, 森马服饰表现优异

2018 年板块实现营收 603.74 亿元, 同比增长 14.23%, 板块实现归属母公司股东的净利润 56.01 亿元, 同比增长 9.63%, 扣非净利润同比增长 0.90%。

图 129: 2018 年大众服装板块收入增长 14.23%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

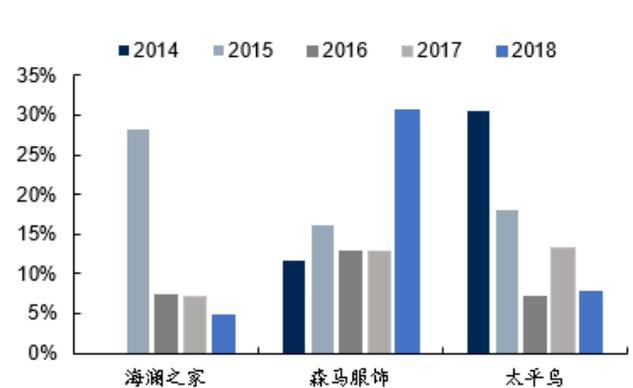
图 130: 2018 年大众服装板块业绩增长 9.63%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

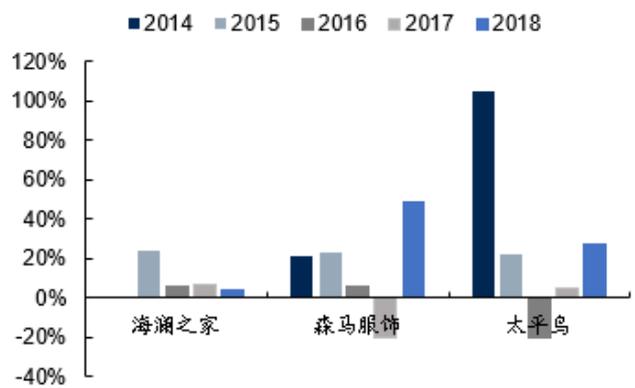
从板块内的公司来看, 森马服饰表现较为优异, 营收同比增长 30.71%, 主要为童装业务的贡献, 其中收购 Kidiliz 并表影响显著, 但剔除该影响后, 公司营收业绩仍保持较高的增长。此外, 从营收来看, 美邦服饰和拉夏贝尔表现较为稳健, 均取得 10% 以上的增长, 而太平鸟和海澜之家表现平稳, 取得了个位数的营收增长。从业绩来看, 森马仍然增长较多, 其中 kidiliz 并表带来的资产重估形成的负商誉贡献了 1.9 亿元的一次性收益, 此外, 太平鸟在营收表现不佳的背景下业绩同比增长 27.51%, 主要系政府补贴及投资收益的增加所致。

图 131: 重点公司 2013-2018 年营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 132: 重点公司 2013-2018 年业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

2) 季度分析: 营收增速自 18 年 Q4 开始回暖, 业绩增速逐季放缓

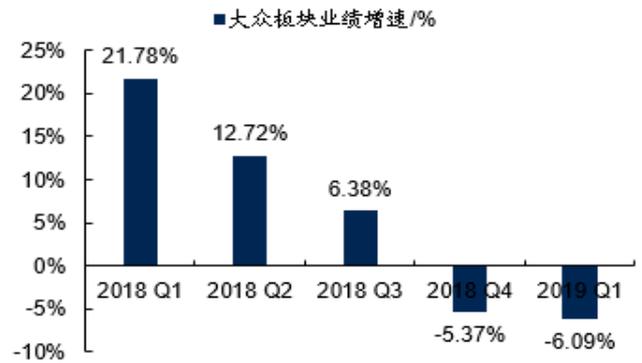
从季度分析来看, 2018 年全年板块整体的营收增速自 Q1 呈现逐步下降的趋势, Q4 开始有所回升, 2019 年 Q1 营收同比增长 20.73%; 从业绩来看, 板块整体业绩增速呈现逐季下降的趋势。

图 133: 大众服饰板块季度营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

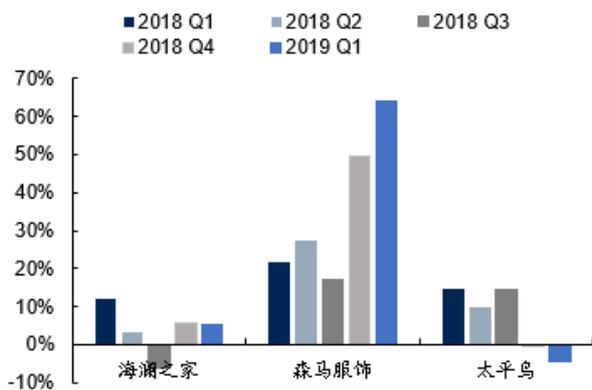
图 134: 大众服饰板块季度业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

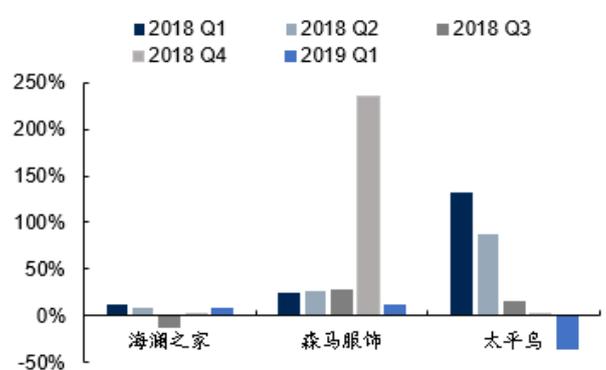
从板块内重点公司的情况来看, **森马服饰表现最为优异**, 在童装的高速增长和休闲装复苏的背景下, 营收业绩均保持较高速的成长, 即使在剔除 Kidiliz 并表后, 公司 Q4 的营收增长也有 29.96%, 在零售环境偏弱的背景下仍保持高增长的趋势, 2019 年 Q1 公司营收同增 63.90%, 即使剔除 Kidiliz, 我们预计公司主业营收同比增长 30%左右, **显示公司龙头地位逐渐稳固**; 海澜之家营收业绩趋势保持一致, 营收业绩增速自 2018 年 Q1 开始下降, 此后在 Q4 开始企稳回升; 太平鸟在 2018 年前三季度仍保持稳健的增长, 但 Q4 开始营收出现下滑, Q1 下降幅度扩大, 预计与零售环境不佳以及电商的高基数有关。

图 135: 2018 年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 136: 2018 年以来各季度重点公司业绩增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 18 年盈利能力有所提升, 19 年 Q1 期间费用率提升幅度较大

1) 年度分析: 18 年毛利率提升同时盈利能力有所提升

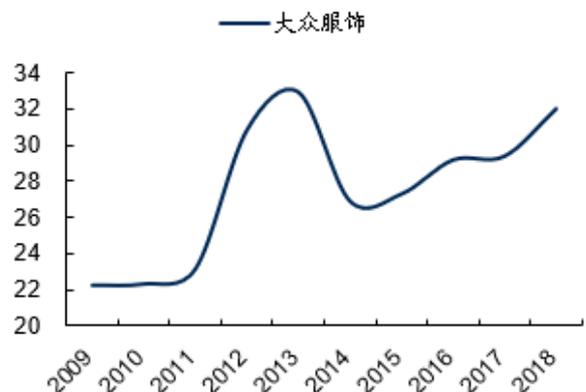
从大众服装板块的盈利能力来看, 板块毛利率上升同时期间费用率有所提升。2018 年, 板块整体毛利率为 46.79% (整体法), 较去年同期提升 1.67pct; 期间费用率为 31.96% (整体法), 较去年同期提升 2.62pct, 年度变化与品牌服饰整体趋势较为一致。

图 137: 2018 年大众板块毛利率同比上升 1.67pct



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 138: 2018 年大众板块期间费用率同比上升 1.49pct

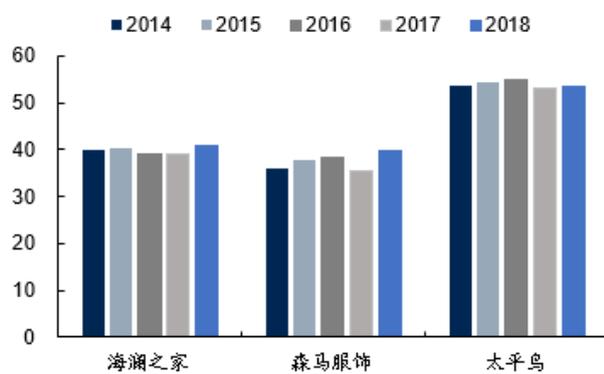


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点公司的毛利率变化来看, 所有重点公司的毛利率均有一定的上升, 其中森马服饰毛利率提升幅度较大, 为 4.27pct, 其中休闲装毛利率同比提升较多, 主要系存货出清, 折扣下降所致; 海澜之家毛利率提升 1.89pct, 主要受益于直营店和买断商品的占比提升所致; 太平鸟的毛利率保持稳健的态势。

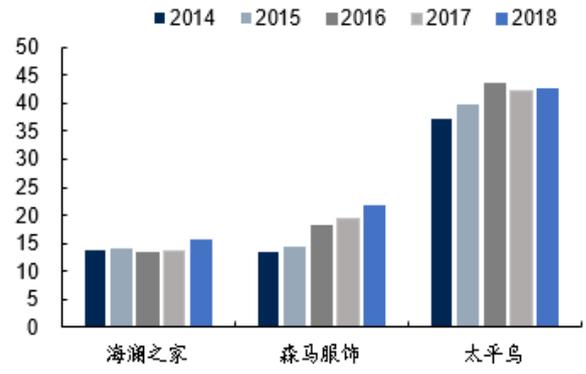
从重点公司的期间费用率来看, 所有重点公司的期间费用率均有提升, 其中森马服饰的期间费用率提升了 2.19pct, 主要系新开店较多及合并 kidiliz 所致; 海澜之家期间费用率提升 1.79pct, 主要系拓展直营店和财务费用率提升所致; 太平鸟的期间费用率保持稳健的趋势。

图 139: 重点公司 2013-2018 年毛利率变化/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 140: 重点公司 2013-2018 年期间费用率变化/%

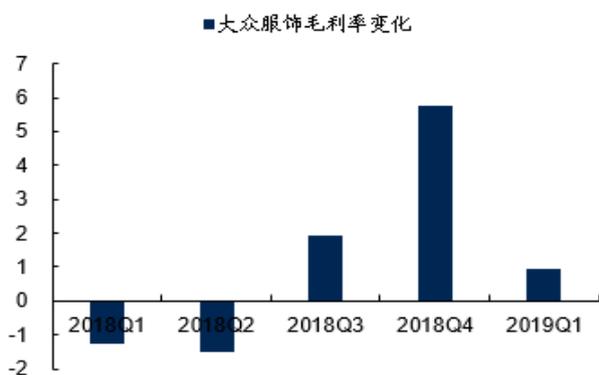


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: Q4 毛利率同比提升幅度较大, 19 年 Q1 延续趋势

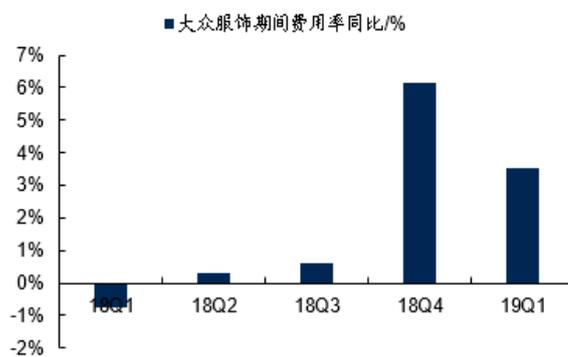
从季度的情况来看, 18 年 Q4 板块毛利率提升明显, 上升 5.75pct, 同时期间费用率上升幅度同样较大; 19 年 Q1 板块毛利率继续提升 0.96pct。

图 141: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 142: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%

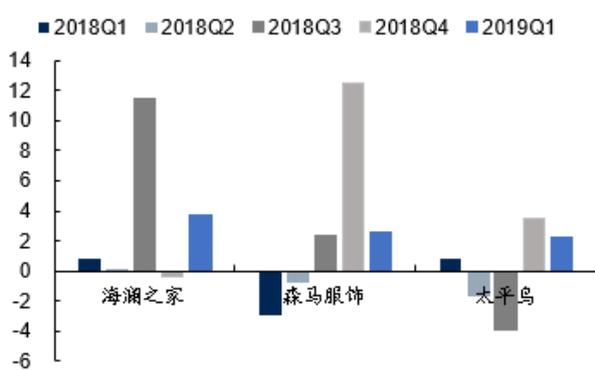


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点公司的毛利率来看, Q4 重点公司的毛利率分化明显, 海澜之家毛利率略有下滑, 而森马和太平鸟的毛利率均有所提升, 其中森马 Q4 毛利率提升 12.46pct, 一方面是由于 17 年 Q4 去库存力度较大, 另一方面是由于较高毛利率的 Kidiliz 的并表所致, 太平鸟 Q4 毛利率提升 3.53pct, 预计与公司终端折扣的控制力度加强所致。2019 年 Q1, 重点公司的毛利率均有所提升, 海澜之家毛利率提升较多, 主要系直营店占比提升海外自营产品占比提升, 以及公司在加盟店的分成增加所致; 森马毛利率提升预计与 kidiliz 的并表有关; 太平鸟的毛利率提升预计与公司控制折扣促销力度所致。

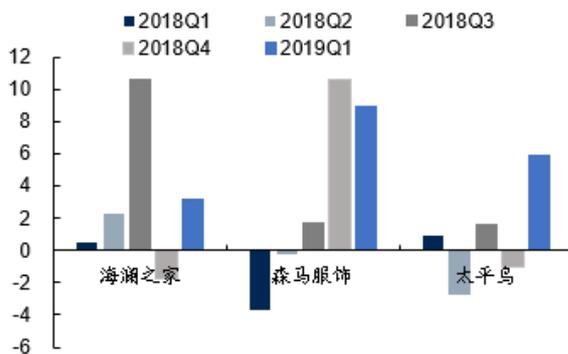
从重点公司的期间费用率来看, 18 年 Q4 公司表现较为分化, 除森马外的两家重点公司的期间费用率均有所下降, 19 年 Q1 重点公司的期间费用率均有所提升, 其中森马的期间费用率提升 8.92pct, 主要系销售费用率的提升所所致, 预计与 kidiliz 并表以及 18 年新增门店较多带来的相关运营费用的提升有关。

图 143: 2018 年各季度重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 144: 2018 年各季度重点公司期间费用率同比 (pct)



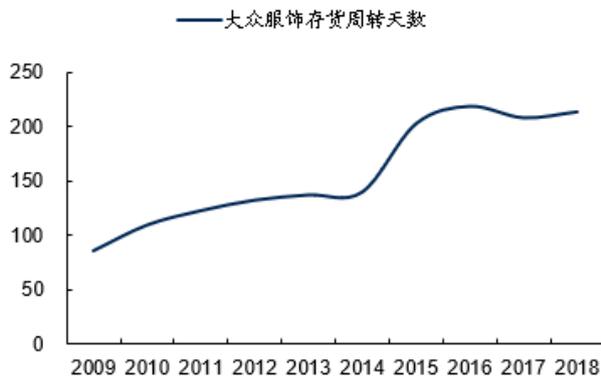
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力: 18 年全年周转水平保持稳健, 但逐季压力有所提升

1) 年度分析: 存货周转天数总体保持稳健, 应收周转天数有所下降

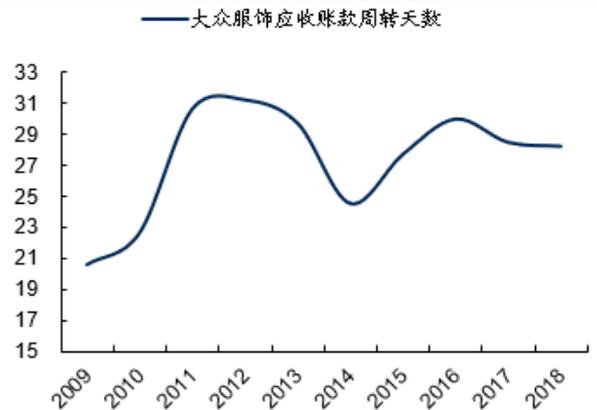
从营运情况年度分析来看, 2018 年板块存货周转天数同比上升 5.46 天, 相对保持稳健的趋势, 同时板块应收账款周转天数同比下降 0.25 天。体现上市龙头较好的运营能力。

图 145: 2018 年板块存货周转天数同比上升 5.46 天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 146: 2018 年板块应收账款周转天数同比下降 0.25 天

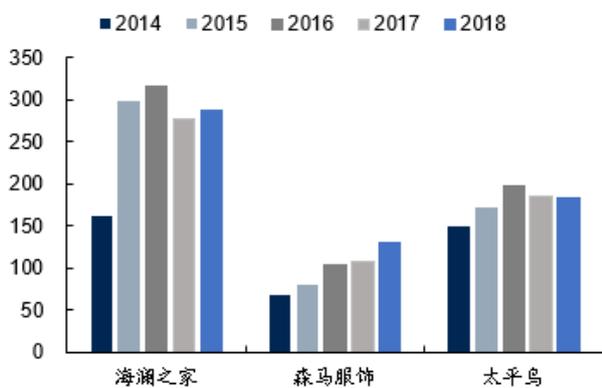


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从重点公司来看, 除太平鸟外, 其他公司的存货周转天数均有所提升, 森马和海澜的存货周转天数分别提升了 22.88 和 8.92 天, 森马的存货周转天数提升一方面是由于 kidiliz 并表 (并表年底存货, 但营收从 10 月开始并表), 另一方面是公司电商占比提升且公司加大电商的备货所致。

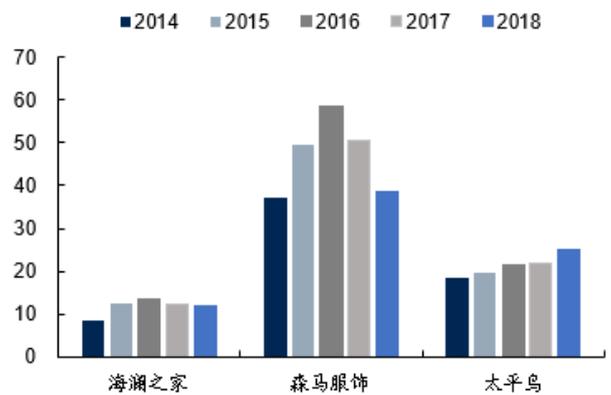
从应收账款周转天数来看, 太平鸟的应收账款天数提升 3.38 天, 海澜之家基本保持稳定, 森马表现较为优异, 应收账款周祖涵天数下降了 11.74 天, 显示公司对渠道的议价能力有所增强。

图 147: 2014-2018 年板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 148: 2014-2018 年板块重点公司应收账款周转天数

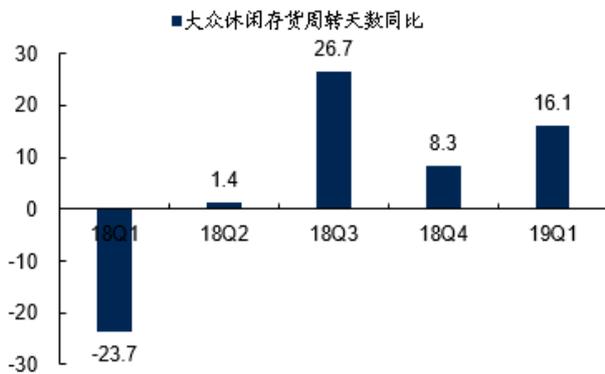


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 存货周转及应收账款周转自 Q2 开始同比保持提升的态势

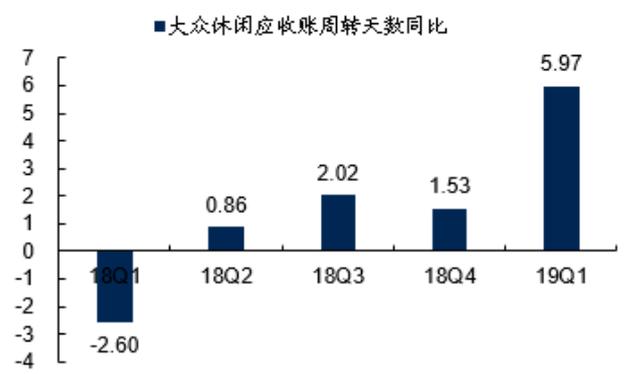
从营运能力的季度分析来看, 存货周转天数在 18 年 Q2 以来均有所提升, 显示在消费端不断承压的背景下, 存货压力提升。应收账款周转天数自 2018 年 Q2 以来开始呈现上升的趋势, 但上升幅度较小。

图 149: 板块 2018 年以来各季度存货周转天数同比/天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 150: 板块 2018 年以来各季度应收账款周转天数同比/天

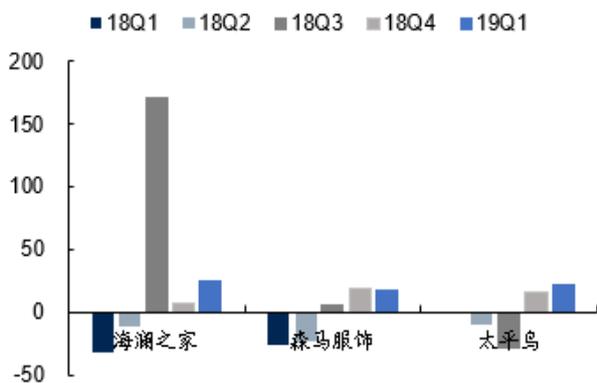


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从重点公司情况来看, 18 年 Q4 重点公司的存货周转天数同比均有所上升, 其中森马服饰上升较多, 2019 年各个重点公司的存货周转天数同比继续上升。

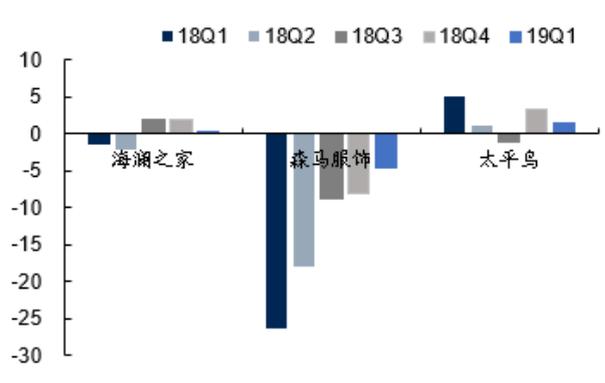
从应收账款周转天数来看, 2018 年 Q4 及 2019 年 5 月 10 日 Q1 森马的营收账款周转天数同比均有所下降, 而太平鸟和海澜有所提。

图 151: 重点公司分季度存货周转天数同比 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 152: 重点公司分季度应收账款周转天数同比 (天)



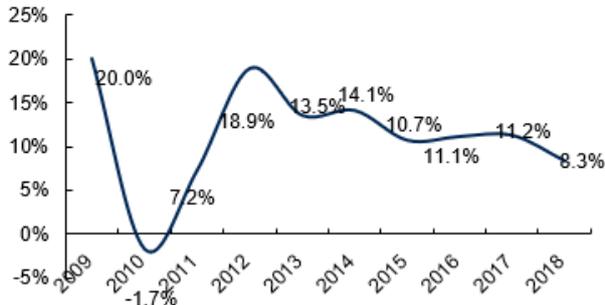
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况: 18 年经营性现金净流量营收比下降, 19 年 Q1 降幅收窄

1) 年度分析: 18 年经营性现金净流量营收比下降

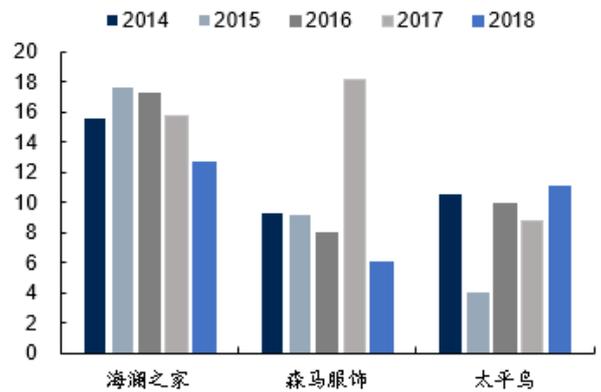
从经营性现金净流量情况来看, 2018 年板块整体经营性现金净流量营收比同比下降 2.94pct, 除太平鸟外, 海澜之家和森马服饰经营性现金净流量营收比均有所下降, 太平鸟经营性现金净流量营收比提升主要系营收增长及收到的政府补助增长所致, 森马该指标的下降主要系采购现金支出增加所致, 海澜之家该指标的下降一方面是由于销售商品和提供劳务收到的现金有所下降, 另一方面公司为发展新品牌, 备货增加导致的支付商品购买劳务支付的现金有所增加所致。

图 153: 板块 2009-2018 年经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 154: 2014-2018 年板块重点公司经营性现金净流量营收比

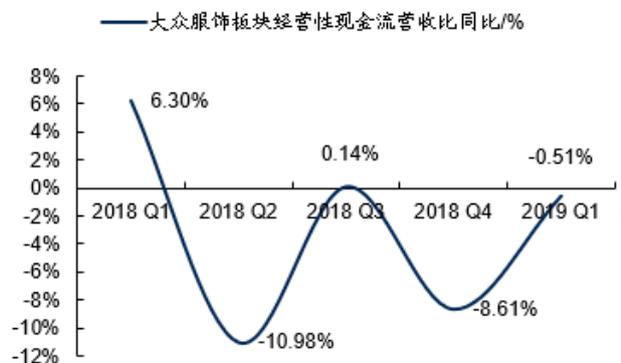


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 19 年 Q1 经营性现金净流量营收比同比降幅收窄

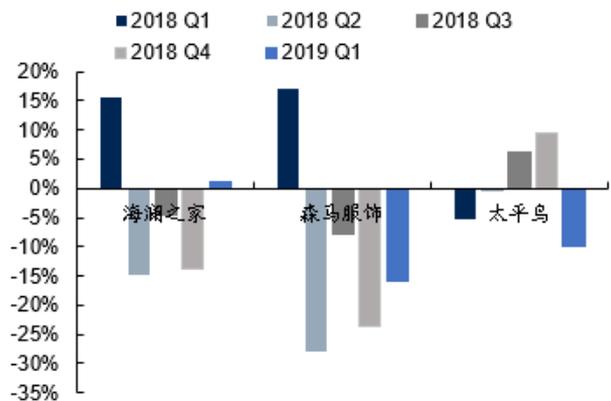
从季度的情况来看, 板块整体的度经营性现金净流量营收比同比 2018 年 Q4 大幅下降后, 19 年 Q1 开始回升。从重点公司的经营性现金流净额营收比来看, 重点公司中分化明显, 2018 年 Q4 海澜和森马经营性现金净流量营收比同比均有所下降, 而太平鸟有所提升, 2019 年 Q1, 海澜之家的经营性现金净流量营收比同比小幅提升, 但是森马和太平鸟的经营性现金净流量营收比同比均有所下降。休闲服饰企业经营策略的不同对其运营情况也带来了不同的影响。

图 155: 分季度经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 156: 2018 年各季度经营活动现金流净额同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 5: 板块重点公司经营情况一览

公司	2018 年			2019Q1			短评
	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	
海澜之家	4.89/3.78	1.88/1.78	8.92/-0.20	5.23/6.96	3.69/3.17	24.72/0.02	18 年营收业绩表现稳健, 从 Q4 开始营收业绩已经逐渐复苏, 调整背景下盈利能力表现较为稳健, 19 年 Q1 存货周转天数上升较多 18 年、19 年主业营收保持稳健增长, 受益 kidiliz 并表 19 年 Q1 营收高增长, 但业绩有所拖累, 19 年 Q1 期间费用率提升较多主要系并表影响及去年新开店较多所致, 存货周转天数 18 年全年及 19 年 Q1 有所上升, 应收账款周转天数保持下降的趋势, 显示公司对上游议价能力有所增强 18 年营收表现较为稳健, 但营收业绩增速均呈现逐季下滑的趋势, 19 年 Q1 营收业绩均为负增长, 19 年 Q1 盈利表现不容乐观, 毛利率有提升但是期间费用率提升较多, 且 19 年 Q1 存货周转天数提升较多。
森马服饰	30.71/48.83	4.27/2.19	22.88/-11.74	63.90/11.06	2.59/8.92	17.17/-4.60	
太平鸟	7.78/27.51	0.48/0.34	-1.11/3.38	-4.46/-34.90	2.26/5.90	21.62/1.48	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

家纺板块: 板块整体承压明显, 行业景气度受地产周期影响明显

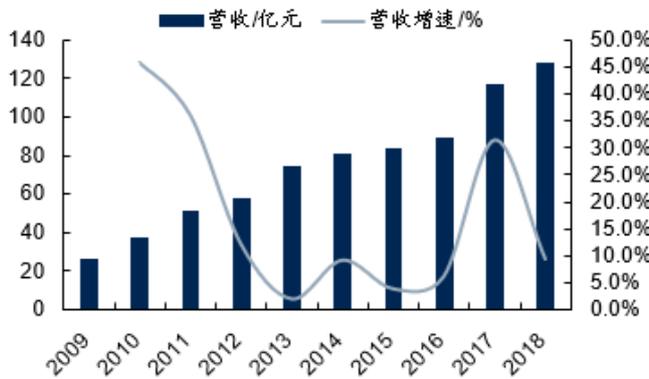
家纺板块内的公司包括罗莱生活、富安娜、水星家纺和梦洁股份。

营收业绩: 18 年营收业绩增速较 17 年放缓, 且自 18 年 Q1 以来逐季下降

1) 年度分析: 18 年营收业绩增速较 17 年放缓, 扣非净利润同增 11.3%

2018 年板块实现营收 127.58 亿元, 同比增长 9.29%, 较 2017 年增速明显放缓, 板块实现归属母公司股东的净利润 14.47 亿元, 同比增长 17.68%, 扣非净利润同比增长 11.34%。

图 157: 2018 年家纺板块收入增长 9.29%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

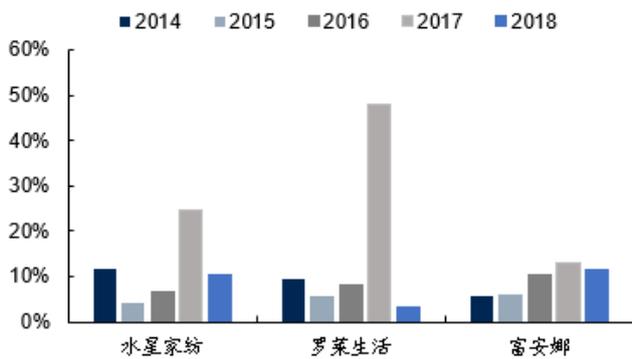
图 158: 2018 年加家纺板块业绩增长 17.68%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

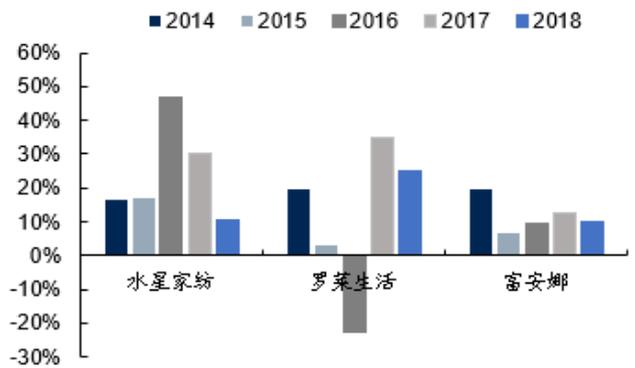
从板块内的公司来看, 首先从营收端来看, 梦洁股份的营收增速最高, 在大方睡眠营收下降的背景下家纺主业取得了较高的增长, 其次富安娜和水星家纺表现稳健, 实现了低双位数的增长, 罗莱生活在去年并表的高基数下营收增长 3.24%; 从业绩端来看, 罗莱生活在非经常损益影响下业绩大增, 梦洁股份也取得较高速增长, 主要系营收高速增长的同时盈利能力有所提升, 同时也去年基数较低有关, 富安娜和水星家纺的业绩增速与其营收增速基本一致, 均为低双位数的增长。

图 159: 重点公司 2013-2018 年营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 160: 重点公司 2013-2018 年业绩增速/%

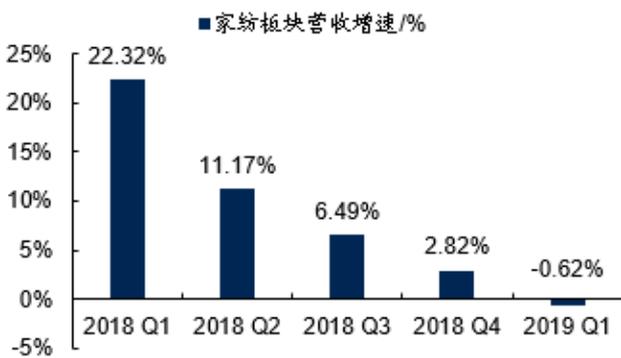


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

2) 季度分析: 营收业绩增速自 18 年 Q1 以来逐季下降

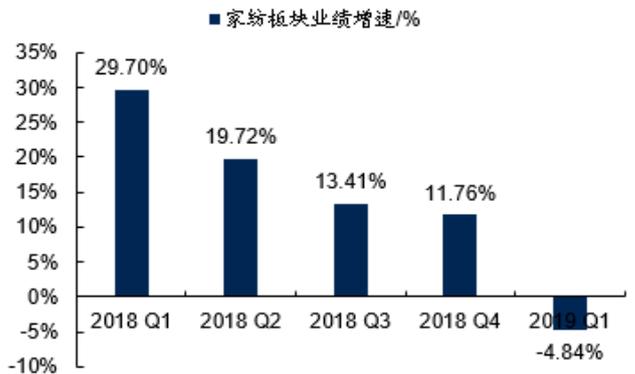
从季度分析来看, 2018 年自 2019 年 Q1 板块营收和业绩增速呈现逐步下降的趋势, 一方面由于零售大环境恶化, 另一方面家纺作为地产后周期消费品, 与地产销量增速放缓因素有关。

图 161: 大众服饰板块季度营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

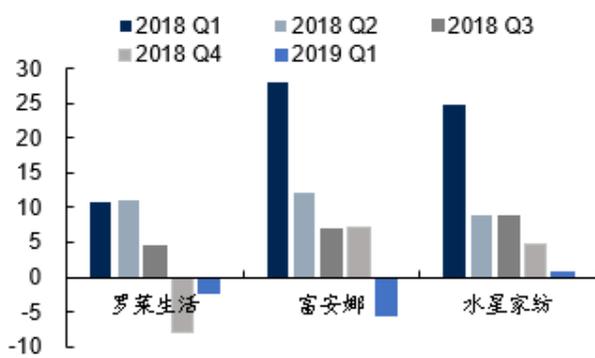
图 162: 大众服饰板块季度业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

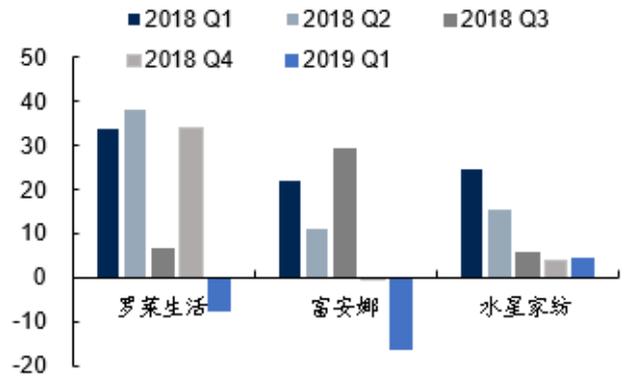
从板块内重点公司的情况来看, 三家重点公司的营收增速均呈现逐季下滑的趋势, 2019 年 Q1 罗莱生活和富安娜营收出现了负增长; 从业绩来看, 罗莱生活在情况下 2018 年 Q4 仍业绩仍有 30% 以上的增长, 而富安娜业绩出现了负增长, 2019 年 Q1 罗莱生活和富安娜的营收增速出现了负增长, 水星家纺的业绩增速与营收增速趋势保持一致。

图 163: 2018 年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 164: 2018 年以来各季度重点公司业绩增速 (%)



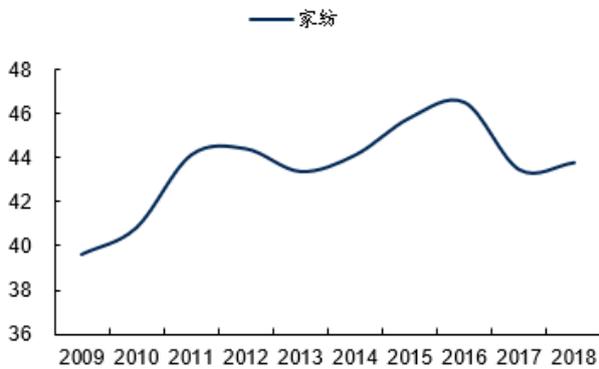
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 18 年毛利率提升同时期间费用率有所提升

1) 年度分析: 毛利率提升同时期间费用率有所提升

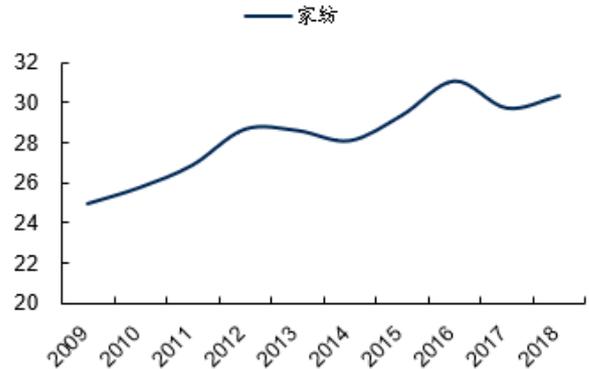
从家纺板块的盈利能力来看, 板块毛利率上升同时期间费用率有所提升。2018 年, 板块整体毛利率为 43.78% (整体法), 较去年同期提升 0.32pct; 期间费用率为 30.31% (整体法), 较去年同期提升 0.61pct。在产品结构优化以及原材料成本影响下, 板块毛利率有所回升。

图 165: 2018 年大众板块毛利率同比上升 1.67pct



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

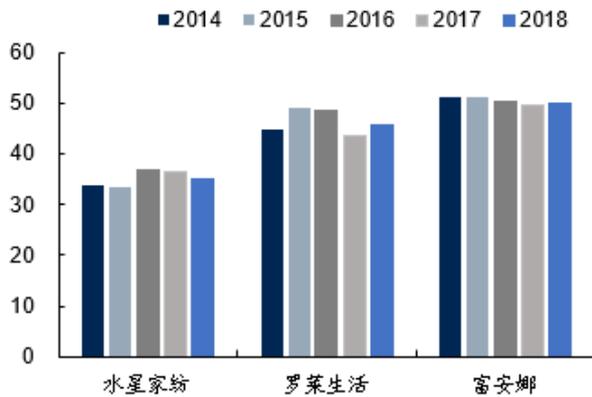
图 166: 2018 年大众板块期间费用率同比上升 1.49pct



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

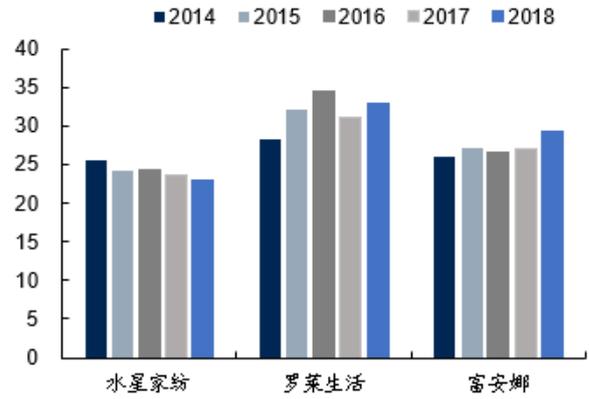
从重点公司的毛利率变化来看, 重点公司的毛利率变化有所分化, 罗莱生活和富安娜的毛利率有所提升, 而水星家纺的毛利率下降了 1.25pct, 主要受高毛利率的线上占比下降以及以及电商中低毛利率的经销平台和社交平台的占比提升所致; 从重点公司的期间费用率来看, 罗莱生活和富安娜的期间费用率均有所提升, 水星家纺的期间费用率有所下降, 销售费用率提升同时管理费用率有所下降。

图 167: 重点公司 2013-2018 年毛利率变化/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 168: 重点公司 2013-2018 年期间费用率变化/%

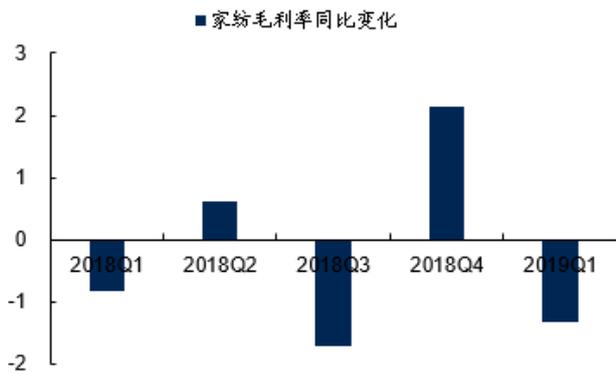


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 18 年 Q4 毛利率提升期间费用率下降, 19 年 Q1 毛利率下降期间费用率提升

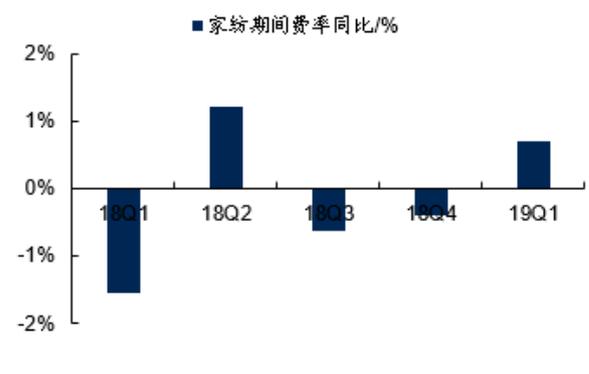
从季度的情况来看, 18 年 Q4 板块毛利率提升明显, 上升 2.13ct, 同时期间费用率下降 0.39pct; 19 年 Q1 板块毛利率下降 1.33pct, 而期间费用率提升 0.70pct。

图 169: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

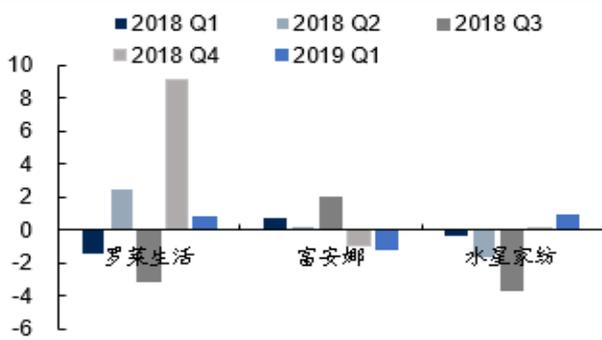
图 170: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

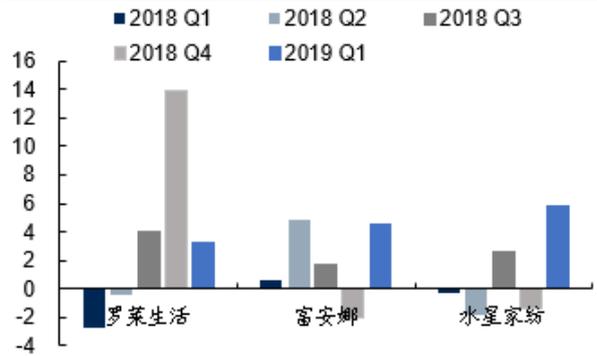
从重点公司的毛利率来看, Q4 重点公司的毛利率分化明显, 罗莱生活提升较多主要系毛利率较低的电商渠道占比下降且 17 年 Q4 基数较低所致, 水星的毛利率基本保持稳定, 富安娜毛利率有所下降主要系 Q4 线上占比提升所致。从重点公司的期间费用率来看, 18 年 Q4 公司表现较为分化, 除罗莱生活外的两家重点公司的期间费用率均有所下降, Q4 罗莱生活的期间费用率提升较多。19 年 Q1 重点公司的期间费用率均有所提升, 其中水星家纺提升较多, 主要由于其更换代言人及加大广告宣传力度导致的。

图 171: 2018 年各季度重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 172: 2018 年各季度重点公司期间费用率同比 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力: 存货周转天数持续上升

1) 年度分析: 存货周转天数上升明显, 应收账款周转天数保持稳定

从营运情况年度分析来看, 2018 年板块存货周转天数同比上升 18.44 天, 同时板块应收账款周转天数同比提升 1.51 天。存货压力有所回升, 但从年度来看, 整体仍处于历史的中线水平, 相对可控。

图 173: 2018 年板块存货周转天数同比上升 18.44 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

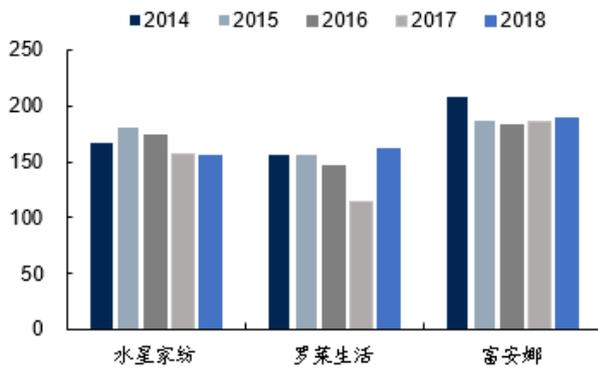
图 174: 2018 年板块应收账款周转天数同比上升 1.51 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

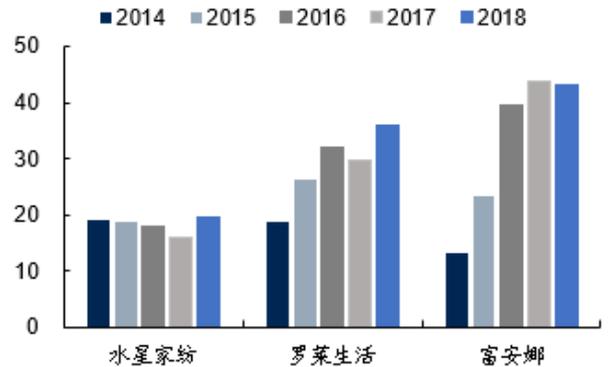
从重点公司来看, 除水星家纺外, 其他公司的存货周转天数均有所提升, 罗莱生活的存货周转天数提升 48.49 天, 一方面与在零售环境不佳的情况下, 加盟商提货及退换货政策宽松化增加了公司的库存, 另一方面公司主动控制原材料成本, 也与分拆 lovo 线上品牌备货有关。从应收账款周转天数来看, 除富安娜应收账款天数有所下降, 水星家纺和罗莱生活的应收账款周转天数均有所上升。

图 175: 2014-2018 年板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 176: 2014-2018 年板块重点公司应收账款周转天数

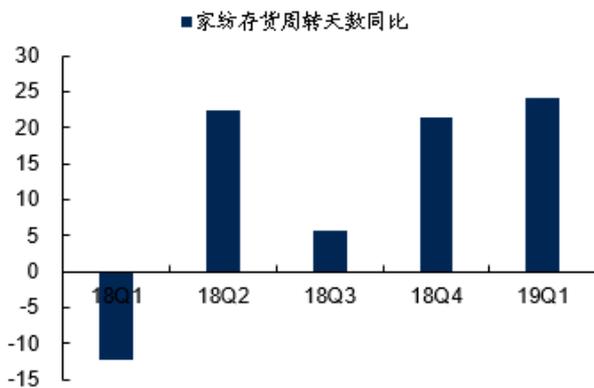


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 存货周转天数自 18 年 Q2 以来均有提升

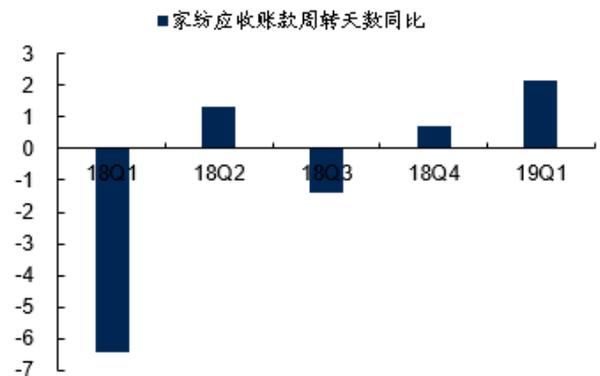
从营运能力的季度分析来看, 存货周转天数在 18 年 Q2 以来相对去年均有所提升, 显示在消费端不断承压的背景下, 存货周转进一步放缓。应收账款周转天数自 2018 年 Q4 以来开始呈现上升的趋势, 但上升幅度仍然较小。

图 177: 板块 2018 年以来各季度存货周转天数同比/天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

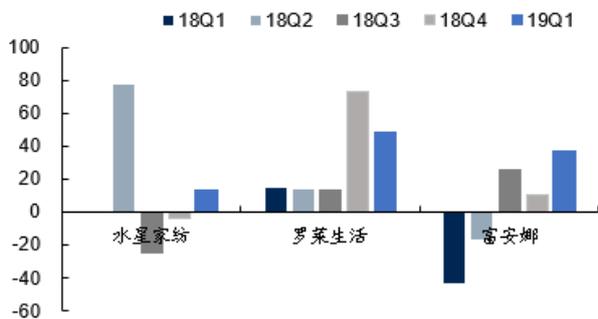
图 178: 板块 2018 年以来各季度应收账款周转天数同比/天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

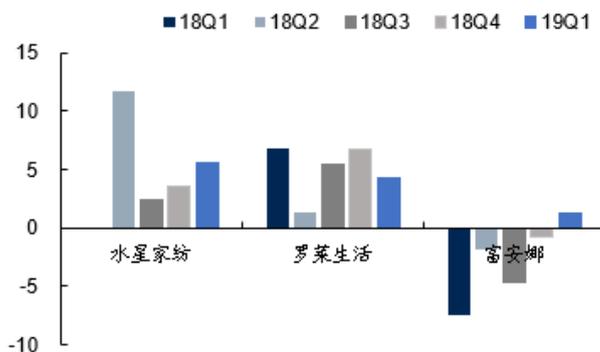
从重点公司情况来看, 18 年 Q4 水星家纺的存货周转天数有所下降, 而罗莱生活和富安娜的存货周转天数有所上升, 罗莱生活的存货周转天数上升最多, 19 年 Q1 所有重点公司的存货周转天数均有所上升。从应收账款周转天数来看, 富安娜表现最为优异, 与其对经销商渠道的较强把控能力有关, 18 年全年各季度应收账款周转天数均有所下降, 而水星家纺和罗莱生活 18 年全年和 19 年 Q1 个季度应收账款周转天数均有所提升。

图 179: 重点公司分季度存货周转天数同比 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 180: 重点公司分季度应收账款周转天数同比 (天)



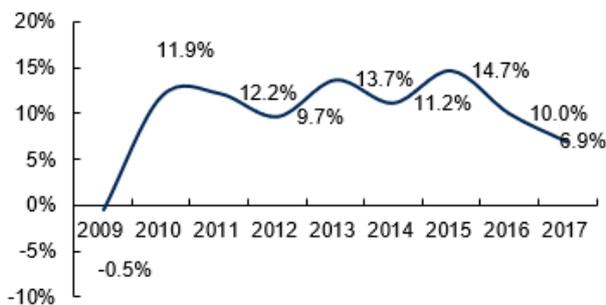
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况: 18 年经营性现金净流量营收比同比下降, 但自 Q4 以来有所回升

1) 年度分析: 18 年板块整体经营性现金净流量营收比同比下降 3.1pct

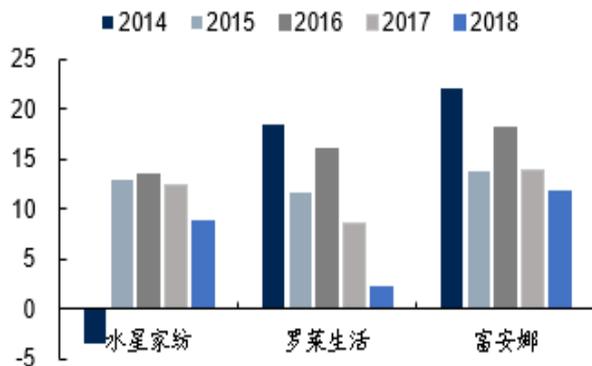
从经营性现金净流量情况来看, 2018 年板块整体经营性现金净流量营收比同比下降 3.10pct, 所有重点家纺的公司的经营性现金净流量营收比同比均有所下降, 其中罗莱生活下降较多, 主要系采购商品支付的现金增多所致, 水星家纺的经营性现金净流量营收比下降主要系公司的电商业务中京东、唯品会的代销业务增长较快, 导致的应收款项增多所致。

图 181: 板块 2009-2018 年经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 182: 2014-2018 年板块重点公司经营性现金净流量营收比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 季度分析: 经营性现金净流量营收比自 18 年 Q4 开始回升

从季度的情况来看, 板块整体的度经营性现金净流量营收比同比 2018 年 Q3 大幅下降后, Q4 已经开始有所回升。

从重点公司的经营性现金流净额营收比来看, 重点公司中分化明显, 2018 年 Q4 水星家纺经营性现金净流量营收比同比均有所下降, 而富安娜有所提升, 2019 年 Q1, 水星的经营性现金净流量营收比同比小幅下降, 同时罗莱生活和富安娜的经营性现金净流量营收比同比均有所提升。

表 6: 板块重点公司经营情况一览

公司	2018 年			2019Q1			短评
	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	
水星家纺	10.44/10.77	-1.25/-0.76	-1.30/3.78	0.75/4.22	0.93/5.80	13.73/5.56	营收业绩自 18 年来逐季放缓, 且盈利能力不乐观, 18 年存货周转水平基本稳定, 但是 19 年 Q1 存货周转天数提升较多
罗莱生活	3.24/24.92	2.04/1.77	48.49/5.95	-2.33/-7.59	0.78/3.27	48.15/4.36	营收业绩表现较为不佳, 19 年 Q1 应搜业绩出现下滑, 毛利率虽然有所上升但期间费用率提升较多, 19 年 Q1 存货周转天数提升较多
富安娜	11.55/10.11	0.24/2.13	4.42/-0.89	-5.55/-16.32	-1.14/4.55	37.20/1.32	营收业绩表现较为不佳, 19 年 Q1 应搜业绩出现下滑, 且毛利率下降同时期间费用率有所提升, 19 年 Q1 存货周转天数提升较多

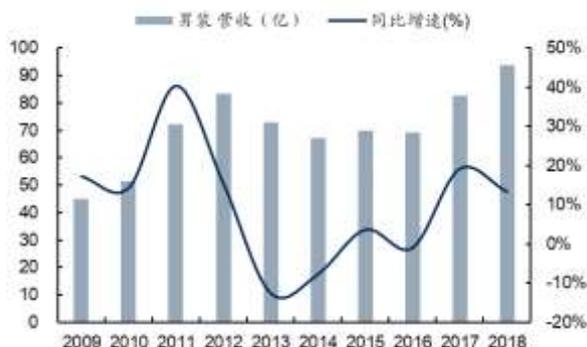
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

男装板块: 收入相对稳定, 业绩受零售环境压力较大

营收及业绩: 收入维持较稳健增长, 零售环境不佳带来业绩压力

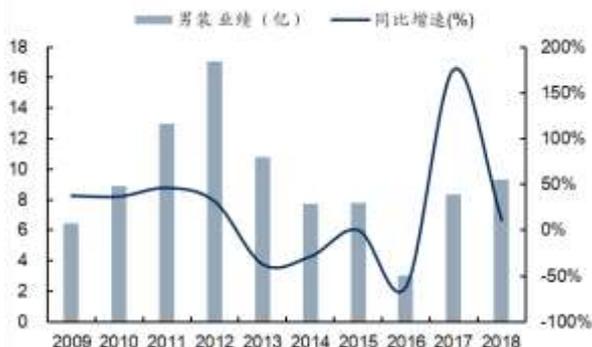
2018 年男装板块共实现营收 **93.60 亿元**, 同比增长 **13.44%**, 较 17 年增速有所下降, 但仍维持了较稳健的增长势头, 板块内上市公司均取得营收增长。板块实现**归属母公司股东的净利润 9.32 亿元**, 同比增长 **11.37%**, 增速较 17 年明显回落, 去年报喜鸟大幅扭亏带来较高增速基数, 在零售大环境持续不佳背景下, 18 年板块扣非利润为 **5.5 亿元**, 同比下降 **11.33%**。

图 183: 2018 年男装板块收入同比增长 13.44%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 184: 2018 年男装板块业绩同比增长 11.37%

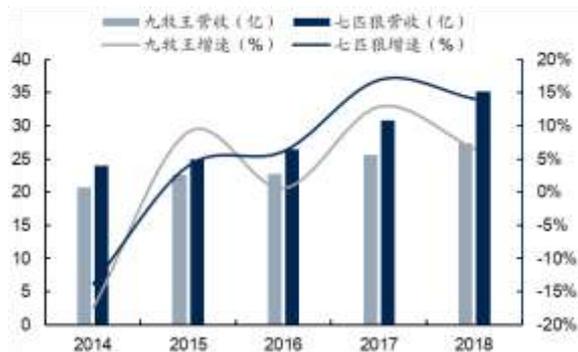


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

重点公司方面, 男装板块包含七匹狼和九牧王两家, 其中七匹狼 18 年营收同比增长 **14.01%**, 增速相对较高, 主要系内部运营改革顺利, 逐渐释放内生增长动力, 同时门店小幅增加, 近年来看收入呈稳健加速增长态势; 九牧王 18 年营收同比增长 **6.55%**, 其主品牌基本保持稳定, 培育品牌 FUN 维持亮眼高速增长, 6 月底并表 ZIOZIA 完成带来 5 千万左右收入。

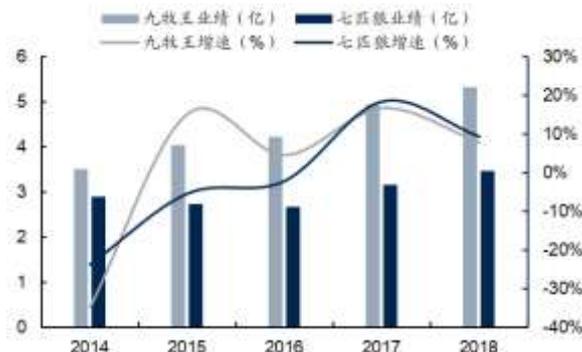
业绩方面, 七匹狼 18 年同增 **9.38%**, 环比增速有所下降, 税费皆有增加; 九牧王同增 **8.00%**, 处置财通证券股权取得较多投资收益, 并表带来 2 千万多亏损, 同时资产减值损失增加, 导致扣非净利润下降。

图 185: 14-18 年男装重点公司收入及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 186: 14-18 年男装重点公司业绩及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

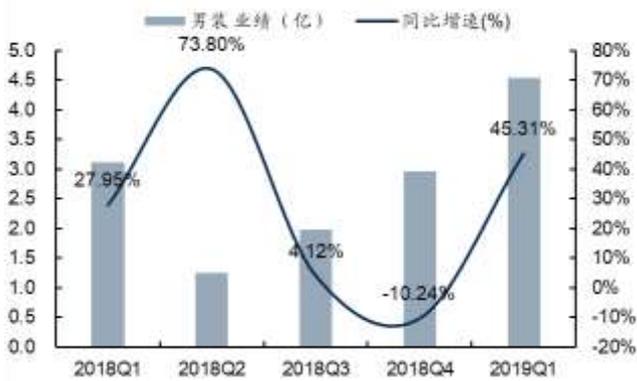
分季度来看, 男装板块 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 9.5/4.9%, 呈逐季放缓态势, 主要系消费环境自 18 年下半年起持续承压转淡, 今年春节相对提前叠加暖冬天气皆产生不利影响。业绩方面 18Q4/19Q1 季度业绩同比分别增长 -10.2/45.3%, 增速波动较大一方面整体受消费环境影响不佳响明显, 此外个股报喜乌业绩波动大, 九牧王受非经常损益影响较大。

图 187: 18Q4/19Q1 男装季度营收同比增长 9.5/4.9%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 188: 18Q4/19Q1 男装季度业绩同比增长 -10.2/45.3%

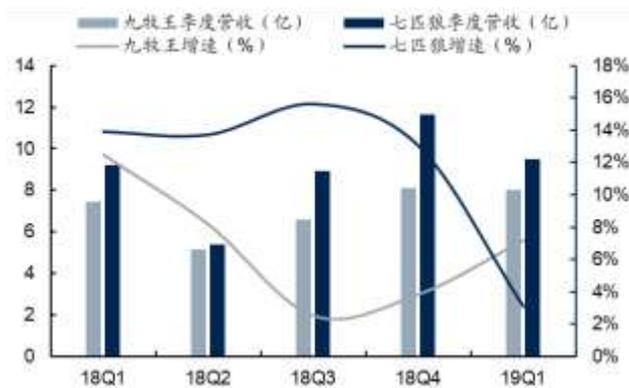


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

重点公司方面, 七匹狼 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 13.03/3.13%, 增速逐季下滑受大环境影响明显, 主要业务品牌男装表现相对较好, 近年持续保持增长, 针纺业务则承压较大; 九牧王在并表 ZZ 品牌影响下 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 3.85/7.20%, 主品牌略有增长, 培育品牌 FUN 增速相对较高。

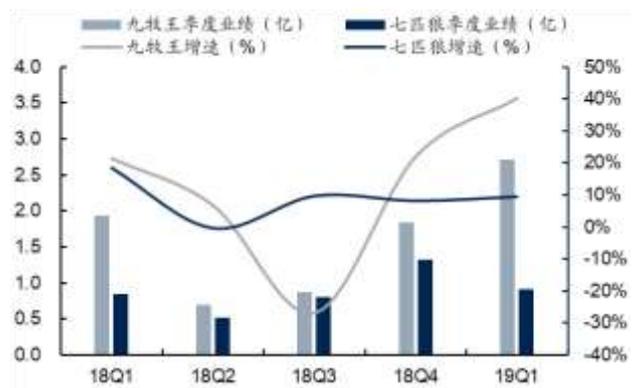
业绩来看, 七匹狼 18Q4/19Q1 季度业绩同比分别增长 8.12/9.45%, 其中政府补助、理财收益等非经常收益 Q1 产生较大影响; 九牧王 18Q4/19Q1 季度业绩同比分别增长 21.97/40.12%, 其中连续处置股权共取得约 3.8 亿收益, 其他非经常收益同比亦大幅增加。

图 189: 男装重点公司分季度营收及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 190: 男装重点公司分季度业绩及增速对比

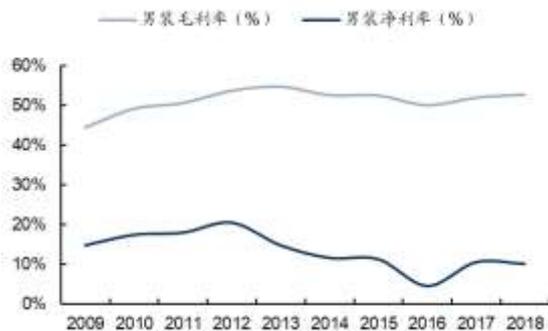


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 整体毛利率有所提升, 费用率增长较快

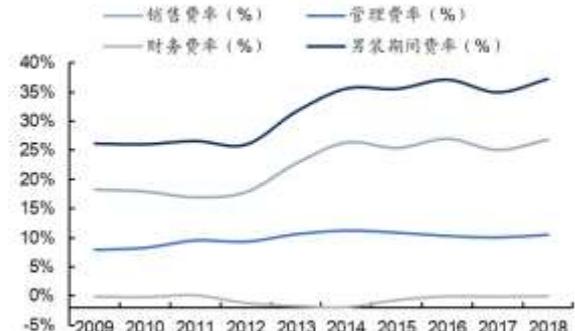
2018年男装板块整体毛利率同比提升**0.75pct**至**52.82%**, 净利率同比略降**0.43pct**至**10.07%**; 整体期间费用率同比上升**2.30pct**至**37.29%**, 其中销售费用率同比上升**1.77pct**, 幅度较大, 而管理费率 and 财务费率皆略有上升。

图 191: 2018 年男装板块整体毛利率提升 0.75pct.



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

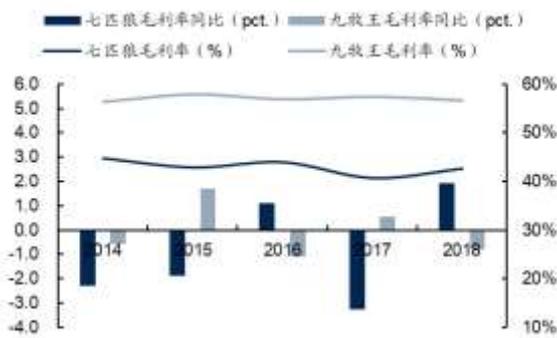
图 192: 年男装板块整体期间费用率上升 2.30pct



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点公司方面, 七匹狼 18 年毛利率同比提升**1.93pct**至**42.60%**, 主要系男装主业持续回暖, 业务占比有所增加, 同时 KL 品牌定位相对较高; 九牧王 18 年毛利率同比下降**0.8pct**至**56.61%**, 其中 FUN 品牌毛利率则有所提高, 主品牌毛利率有所下降。费用率方面, 七匹狼 18 年期间费用率同比提升**3.57pct**至**25.10%**, 增速较快, 其中销售费用同比提高**2.01pct**, 主要系新品牌调整培育和推广力度加大; 九牧王 18 年期间费用率同比提升**1.45pct**至**35.95%**, 其中管理费用率升高**1.13pct**, 销售费用率升高**0.70pct**;

图 193: 14-18 年男装重点公司毛利率及变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

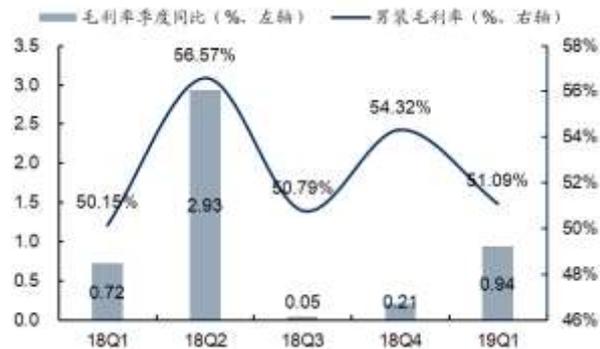
图 194: 14-18 年重点公司期间费用率及变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

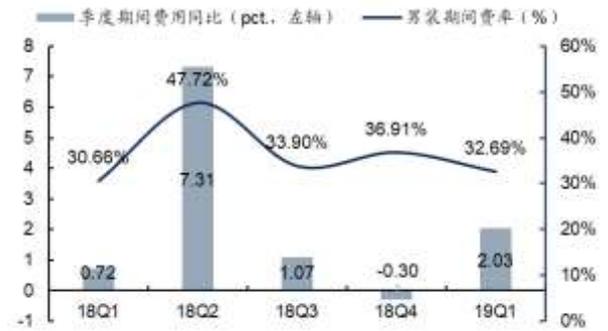
分季度来看, 男装板块 18Q4/19Q1 季度毛利率分别同增 0.21/0.94pct. 至 54.32/51.09%。另一方面, 板块整体 18Q4/19Q1 季度期间费用率比分别同增 -0.30/2.03pct. 至 36.91/32.69%。

图 195: 男装板块 18Q4/19Q1 毛利率同增 0.21/0.94pct.



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

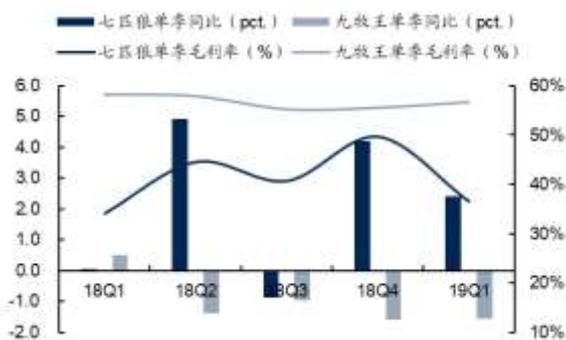
图 196: 男装板块 18Q4/19Q1 期间费用率同增-0.30/2.03pct.



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

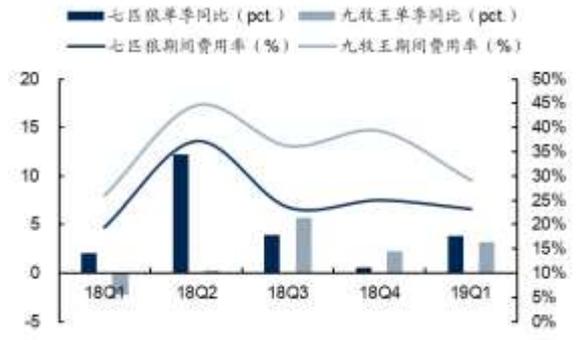
对于重点公司, 毛利率方面, 七匹狼 18Q4/19Q1 季度毛利率比分别同增 4.20/2.42pct. 至 49.68/36.65%; 九牧王 18Q4/19Q1 季度毛利率比分别同降 1.60/1.56pct. 至 55.49/56.67%, 连续下降主要系主品牌受零售环境平淡影响。期间费率方面, 七匹狼 18Q4/19Q1 期间费用率比分别同增 0.54/3.79pct. 至 25.07/23.24%, 主要系销售增长有所放缓同时销售费用增加; 九牧王 18Q4/19Q1 期间费用率同比分别提高 2.28/3.14pct. 至 39.34/29.19%, 幅度相对较大, 主要系调整渠道及加大新品牌推广力度致使销售费用率提高较大所致。

图 197: 男装重点公司季度毛利率变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 198: 男装重点公司季度期间费用率及同比变动

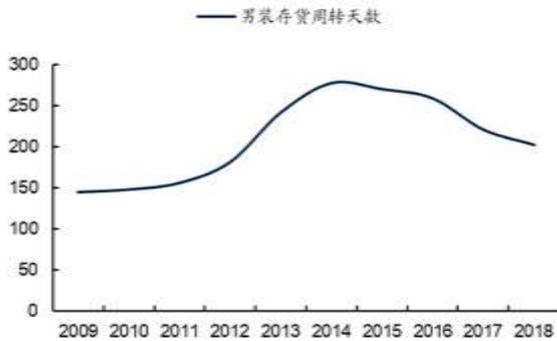


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

运营能力:18年板块运营能力持续强化,19年Q1短期承压

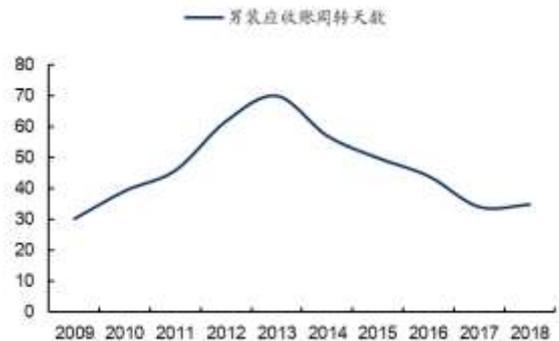
从营运指标来看,2018年男装板块整体存货周转天数较上年减少18.4天至202.2天;整体应收账款周转天数较上年增加0.8天至34.8天。

图 199: 2018 年男装板块存货周转天数下降 18.4 天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 200: 2018 年男装板块应收账款周转天数上升 0.8 天

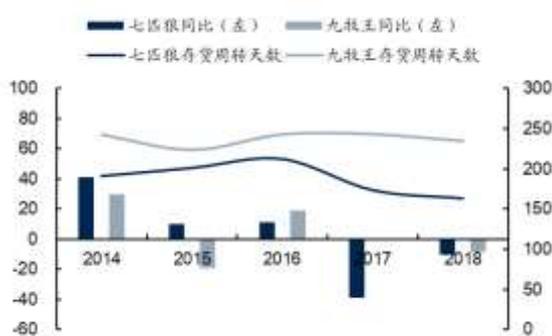


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于重点公司, 存货周转方面, 七匹狼 18 年存货周转天数较上年下降 10.3 天至 162.9 天, 周转率提升主要系全年来看主品牌业务持续回暖, 去库存情况良好; 九牧王 18 年存货周转天数较上年下降 8.6 天至 234.5 天。

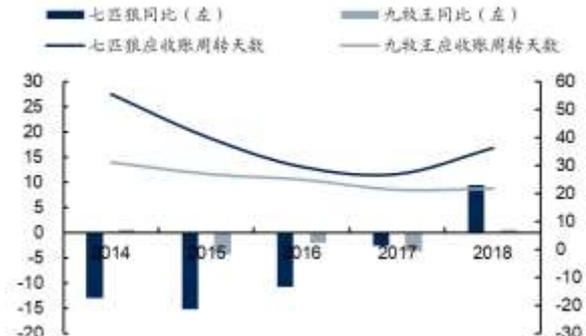
应收账款周转方面, 七匹狼 18 年应收账款周转天数较上年上升 9.3 天至 36.2 天, 应收账款规模处于较高水平; 九牧王 18 年应收账款周转天数较上年小幅上升 0.5 天至 21.6 天;

图 201: 14-18 年男装重点公司存货周转天数及变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

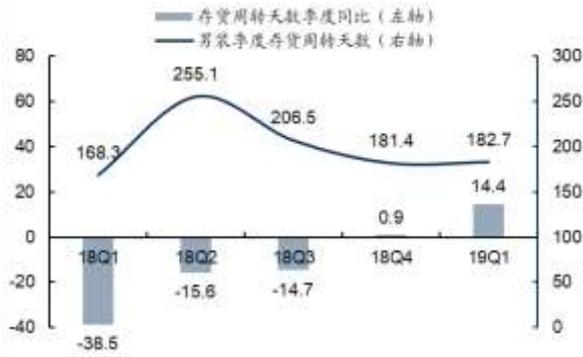
图 202: 14-18 年男装重点公司应收账款周转天数及变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

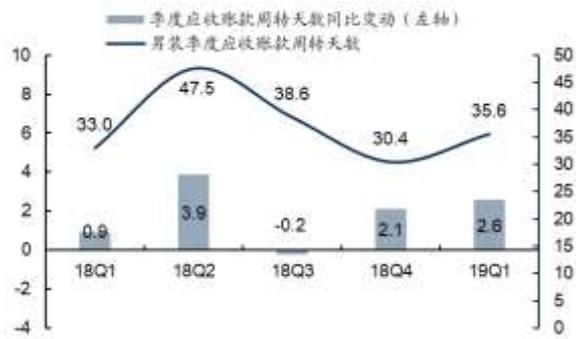
分季度来看, 男装板块 18Q4/19Q1 季度存货周转天数同比分别增加 0.9/14.4 天至 181.4/182.7 天。板块整体 18Q4/19Q1 季度应收账款周转天数同比分别增加 2.1/2.6 天至 30.4/35.6 天。

图 203: 男装板块季度存货周转天数及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 204: 男装板块季度应收账款周转天数及同比变动

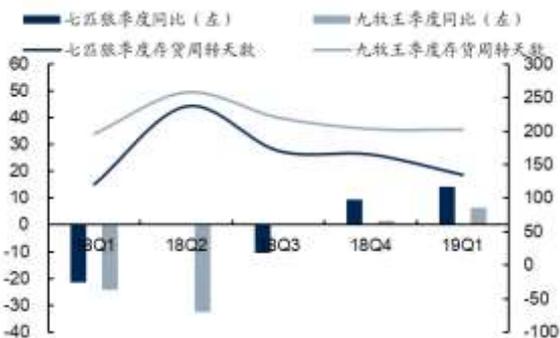


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于重点公司, 存货周转方面, 七匹狼 18Q4/19Q1 季度存货周转天数同比分别增加 **9.6/14.3** 天至 165.4/134.9 天, 存货周转放缓主要受环境影响销售有所放缓; 九牧王 18Q4/19Q1 季度存货周转天数同比分别增加 **1.7/6.4** 天至 203.3/202.4 天。

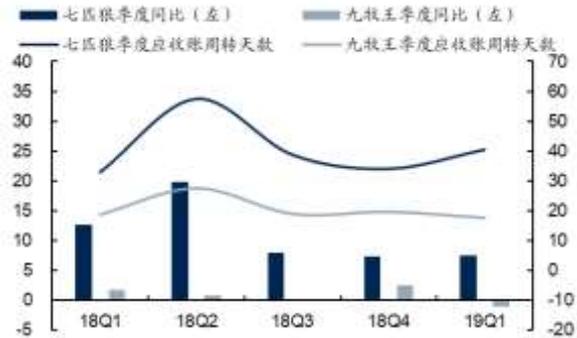
应收账款周转方面, 七匹狼 18Q4/19Q1 季度应收账款周转天数同比分别增加 **7.41/7.58** 天至 34.2/40.6 天, 与增加对加盟商支持有关; 九牧王 18Q4/19Q1 季度应收账款周转天数同比分别增加 **2.55/-1.04** 天至 19.8/17.8 天。

图 205: 男装重点公司季度存货周转天数对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 206: 男装重点公司季度应收账款周转天数对比

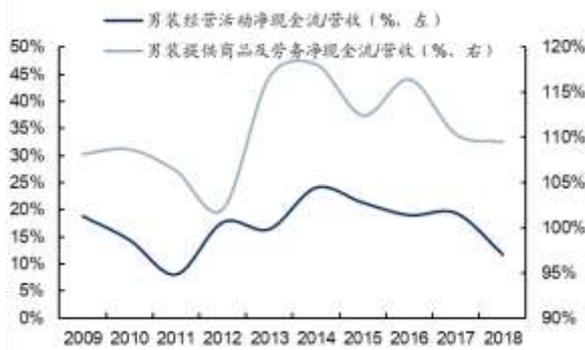


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营现金流: 整体呈现持续下行趋势

2018 年男装板块整体经营活动净现金流/营收较上年下降 **7.63pct** 至 11.74%; 提供商品及劳务净现金流/营收较上年微降 **0.81pct** 至 109.49%。分季度来看, 18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别下降 **0.61/2.61pct** 至 33.28/7.20%。

图 207: 2009-2018 年男装板块现金流指标变动趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 208: 男装板块季度经营净现金流比率及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

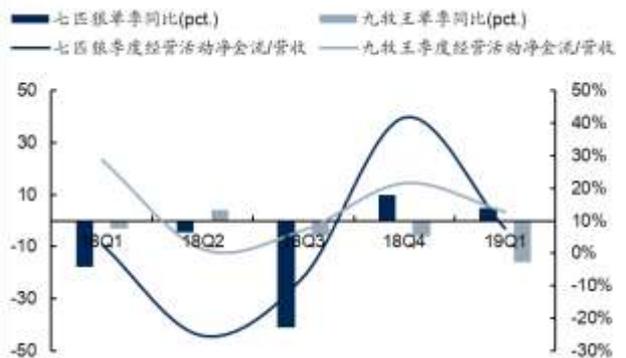
对于重点公司, 七匹狼 18 年经营活动净现金流/营收较上年下降 12.43pct 至 8.66%, 主要系一次性存款利息现金收入减少, 同时新品牌经营现金投入增加, 18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别上升 9.83/4.90pct. 至 41.57/7.45%, 有所改善, 主要与存货规模下降有关。九牧王 18 年经营活动净现金流/营收较上年下降 3.03pct 至 16.32%, 主要是新品牌现金投入开支较大, 18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别下降 5.80/15.98pct. 至 21.68/12.80%, 19Q1 降幅较大, 主要是支付货款及期间费用增加。

图 209: 14-18 男装重点公司现金流指标变动趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 210: 男装重点公司季度现金流指标变动趋势

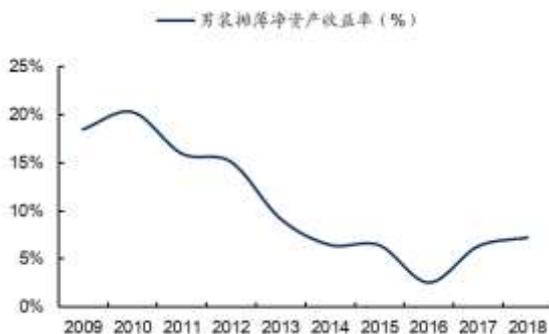


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

净资产收益率: ROE 有所提升, 非经常损益影响较大

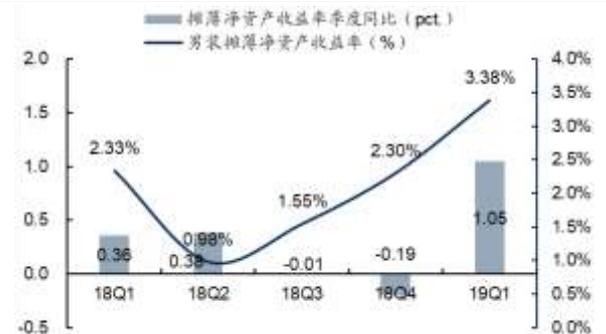
2018 年男装板块整体摊薄净资产收益率上升 0.91pct 至 7.23%, 18Q4/19Q1 整体摊薄净资产收益率同比分别上升-0.19/1.05pct. 至 2.30/3.38%。

图 211: 2018 年男装板块摊薄净资产收益率上升 0.91pct.



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 212: 男装板块季度摊薄净资产收益率及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

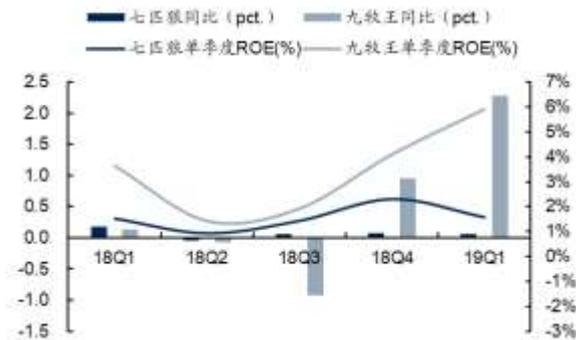
对于重点公司，七匹狼 2018 年摊薄净资产收益率上升 **0.24pct** 至 6.05%，18Q4/19Q1 净资产收益率同比分别上升 0.07/0.06pct.至 2.32/1.58%。九牧王 2018 年摊薄净资产收益率上升 **2.77pct** 至 12.04%，18Q4/19Q1 净资产收益率同比分别上升 0.95/2.28pct.至 4.10/5.92%。

图 213: 14-18 年男装重点公司摊薄 ROE 及动态对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 214: 男装重点公司 ROE 及动态对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 7: 板块重点公司经营情况一览

公司	2018 年			2019Q1			短评
	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	
七匹狼	14.01/9.38	1.93/3.57	-10.3/9.3	3.13/9.45	2.42/3.79	14.3/7.58	主品牌稳健回暖，渠道不断优化，内生增长有力，去库存取得较好成效。近期受持续疲软消费大环境、春节较早等因素影响，减税政策红利依然可期，中长期来看，公司不断通过内生外延打造差异化定位多品牌矩阵，新品培育情况值得关注，大众男装龙头地位稳固 中高端男装龙头，主品牌销售稳定，年轻时尚化新品牌 FUN 维持亮眼增速，并表 ZZ 带来一定亏损，品牌阶梯成型。目前来看渠道优化良好进展，预计 18 年净关店进入尾声，19 年有望恢复扩张。业绩释放有待零售环境转暖。
九牧王	6.55/8.00	-0.8/1.45	-8.6/0.5	7.20/40.12	-1.56/3.14	6.4/-1.04	

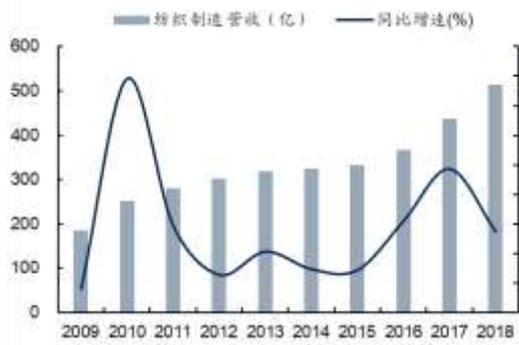
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

纺织制造板块: 龙头表现突出, 原材料及汇率影响逐步显现

营收及业绩: 增速同步放缓, 受原材料价格、贸易争端等因素影响较大

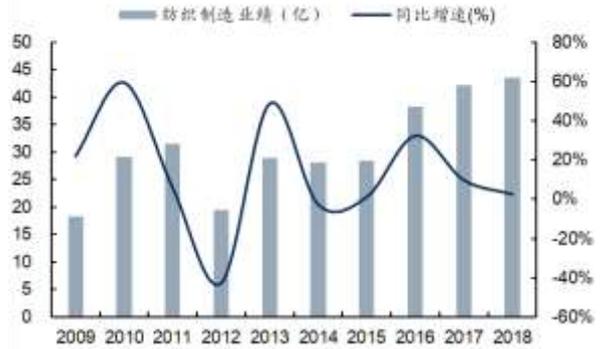
2018 年纺织制造板块共实现营收 **513.21 亿元**, 同比增长 **8.68%**, 较 17 年增速回落明显, 诸多影响较大的宏观不确定因素同时作用, 上半年人民币升值对出口造成压力, 年中棉价高企对产业链上下游企业产生不同影响, 下半年起中美贸易摩擦不断升级对宏观预期及下游整体需求造成较大冲击, 此外环保趋严下产能集中化和海外转移趋势持续。整体来看, 板块内上市公司 18 年内虽均取得营收增长但分化较大。板块实现**归属母公司股东的净利润 43.49 亿元**, 同比小幅增长 **2.66%**, 增速较 17 年进一步回落。18 年板块**扣非利润为 36.03 亿元**, 同比增长 **2.71%**。

图 215: 2018 年纺织制造板块收入同比增长 8.68%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 216: 2018 年纺织制造板块业绩同比增长 2.66%

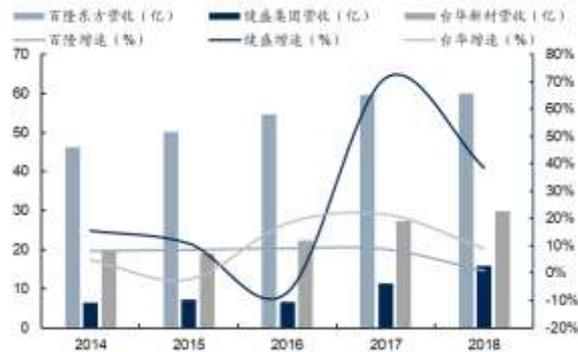


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

重点公司方面, 纺织制造板块包含百隆东方、健盛集团及台华新材。营收来看, 百隆东方 18 年营收同比增长 0.77%至 59.98 亿元, 越南地区产能扩张顺利, 目前占比已超一半, 收入贡献亦超 40%, 预计 2020 年达到 A/B 两区 100 万锭预期目标, 国内销售则在年末受到较大影响; 健盛集团营收同比增长 38.62%至 15.77 亿元, 受俏尔婷婷并表影响增速较高, 其棉袜主业实现近 10%稳健增长, 越南方面产能已达 1.1 亿双/年, 成功拓展 NIKE、adidas 等优质客户, 国内则受工厂调整影响增速较低, 无缝内衣收入则占比 35%左右, 国内产能逐步释放, 海外产能开始投建; 台华新材营收同比增长 9.01%至 29.74 亿元, 初级产品锦纶长丝及成品面料收入取得两位数以上稳健增长, 坯布收入则略有下滑。

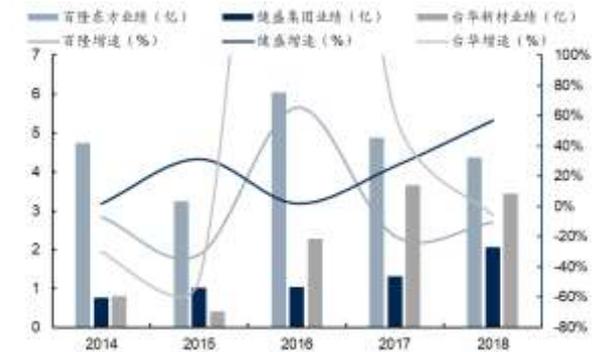
业绩方面, 百隆东方 18 年归母净利润同减 10.30%至 4.38 亿元, 年度虽然在汇率趋势变动较大情况下取得了一定的相关收益, 但年中棉价剧烈波动导致公司套保合约产生浮亏 7109 万元, 对业绩造成较大拖累, 国内订单不足亦导致利润增长不及预期; 健盛集团同增 56.98%至 2.06 亿元, 其中俏尔婷婷贡献业绩超 1 亿元, 自有品牌销售则录得 1 千万左右亏损; 台华新材同减 5.98%至 3.45 亿元, 主要受 Q4 业绩大幅下滑拖累。

图 217: 14-18 年纺织制造重点公司收入及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 218: 14-18 年纺织制造重点公司业绩及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

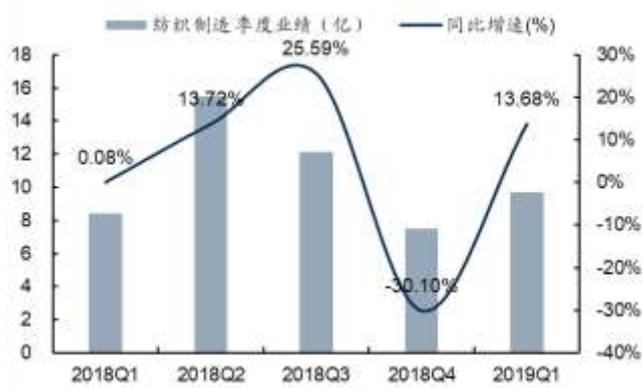
分季度来看, 纺织制造板块 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 0.63/5.53%。业绩方面 19Q1 季度业绩同比分别增长-30.10/13.68%, 无论是营收还是业绩, 19Q1 企业均有明显回升, 预计与下游需求以及当期贸易环境缓和有关。

图 219: 18Q4/19Q1 纺织制造季度营收同比增长 0.63/5.53%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 220: 18Q4/19Q1 板块业绩同比增长-30.10/13.68%

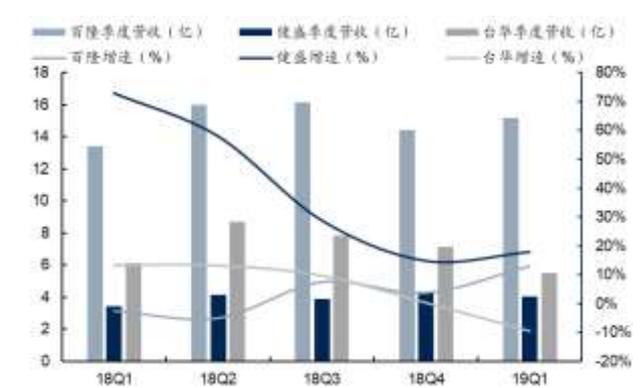


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

重点公司方面, 百隆东方 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 3.78/13.03%, 18 年下半年贸易摩擦对国内订单造成冲击, 导致 Q4 收入不及预期, 19 年初国内纺企抢出口效应明显, 同时越南产销两旺, 致使收入回升较快; 健盛集团 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 14.86/17.95%; 台华新材 18Q4/19Q1 季度营收同比分别增长 0.40/-9.43%, 主要系产品价格下跌同时下游需求减弱。

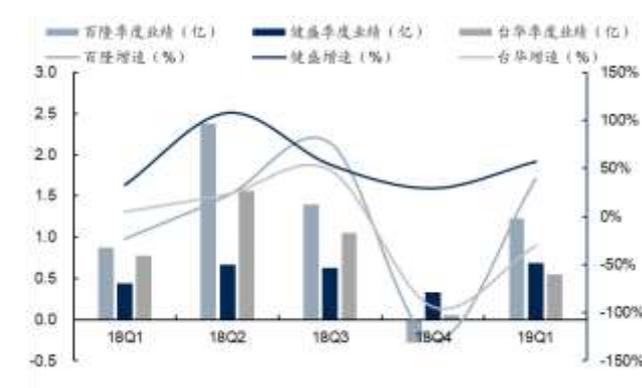
从业绩来看, 百隆东方 18Q4/19Q1 季度业绩同比分别增长-127.52/39.85%, 主要系 18 年套保亏损在四季度确认, 同时贸易争端对销售影响达到阶段高点, 进入 19 年后收入增速出现大幅回升, 棉价反弹下期货持仓浮盈金额已超去年底亏损半数, 同时投资收益亦有翻倍, 致使 Q1 业绩超预期; 健盛集团 18Q4/19Q1 季度业绩同比分别增长 29.07/57.20%, 表现持续亮眼; 台华新材 18Q4/19Q1 季度业绩同比分别增长-93.88/-30.21%, 主要系四季度起原油价格重挫, 锦纶、涤纶等相关化纤产品市场价格快速跟跌, 同时确认 2 千万存货减值损失。

图 221: 纺织制造重点公司分季度营收及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 222: 纺织制造重点公司分季度业绩及增速对比

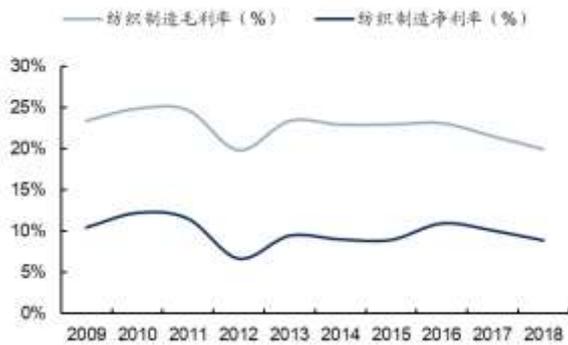


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 毛利率有所下降, 费控能力良好

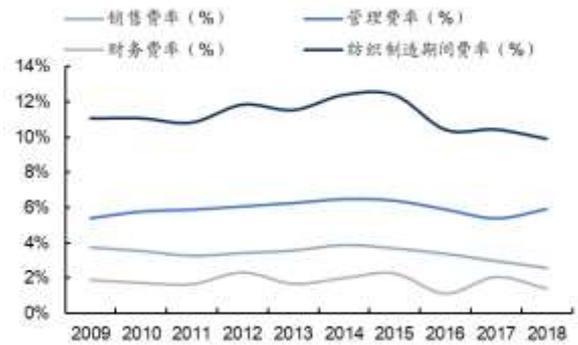
2018 年纺织制造板块整体毛利率同比下降 0.75pct 至 20.00%, 预计与原材料成本上升以及下游需求整体情况不佳有关, 净利率同比下降 1.21pct. 至 8.87%; 整体期间费用率同比下降 0.53pct. 至 9.90%, 其中管理/销售/财务费用率同比变化分别为 -0.39/0.53/-0.67pct, 不少企业在费控能力强化同时直接受益下半年本币贬值。

图 223: 2018 年纺织制造板块整体毛利率下降 1.58pct.



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 224: 年纺织制造板块整体期间费用率下降 0.53pct

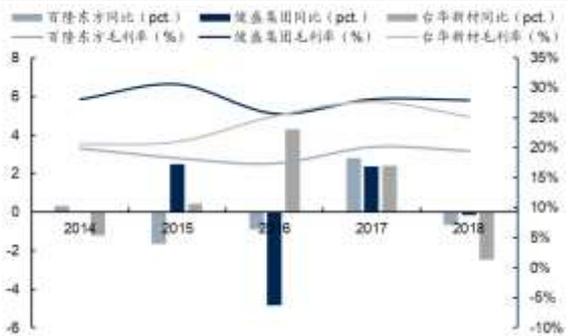


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点公司方面, 百隆东方 18 年毛利率同比下降 0.66pct 至 19.47%, 主要系越南产能逐步释放, 相对低毛利白纱占比提高; 健盛集团 18 年毛利率同比微降 0.17pct 至 27.95%, 其中棉袜毛利率受原材料成本提升影响下降 2.25pct, 但无缝内衣业务毛利率大幅提升 3.66pct; 台华新材毛利率同比下降 2.48pct 至 25.21%, 主要是产品市场价格快速下跌, 需求不足情况下低承接更多低毛利率产品订单。

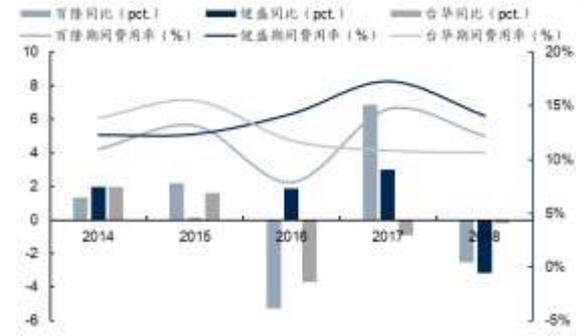
费用率方面, 百隆东方 18 年期间费用率同比下降 2.53pct 至 12.20%, 上年汇兑损失较大而本年获得一定收益, 导致财务费用率下降较大; 健盛集团 18 年期间费用率同比下降 3.19pct 至 14.08%, 费控能力不断增强同时在在汇兑方面受益; 台华新材期间费用率同比小幅下降 0.20pct 至 10.61%。

图 225: 14-18 年纺织制造重点公司毛利率及变动对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

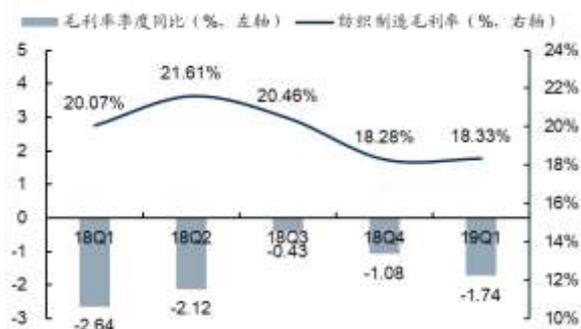
图 226: 14-18 年重点公司期间费用率及变动对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

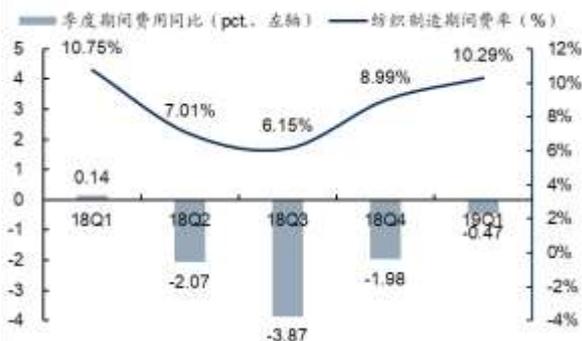
分季度来看, 纺织制造板块 18Q4/19Q1 季度毛利率分别同降 1.08/1.74pct. 至 18.28/18.33%。另一方面, 板块整体 18Q4/19Q1 季度期间费用率比分别同降 1.98/0.47pct. 至 8.99/10.29%。

图 227: 纺织制造 18Q4/19Q1 毛利率同降 1.08/1.74pct.



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 228: 纺织制造 18Q4/19Q1 期间费用率同降 1.98/0.47pct.

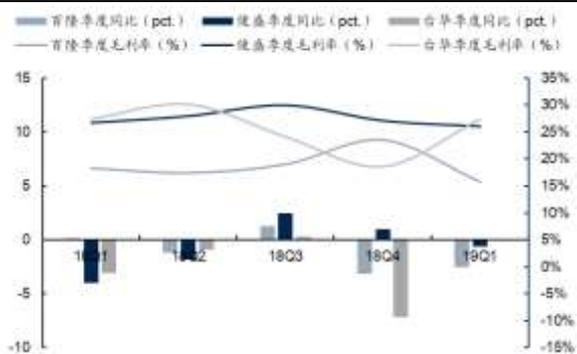


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于重点公司，毛利率方面，百隆东方 18Q4/19Q1 季度毛利率比分别同降 3.17/2.54pct.至 23.49/15.72%，销售产品结构影响较大；健盛集团 18Q4/19Q1 季度毛利率比分别变化 1.00/-0.65pct.至 27.12/26.10%，台华新材 18Q4/19Q1 季度毛利率比分别同降 7.19/0.03pct.至 18.63/27.36%，进入 19 年后产品市场价格有所企稳，同时高级产品毛利率及销售情况维持相对稳健。

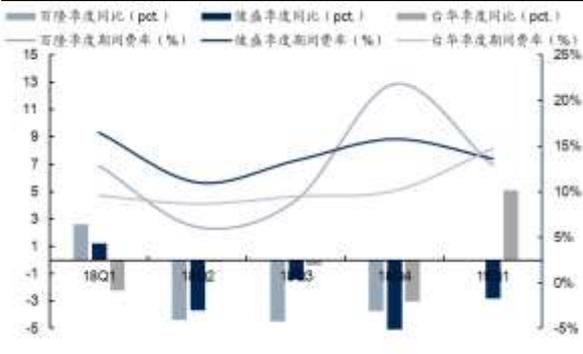
期间费率方面，百隆东方 18Q4/19Q1 期间费用率比分别提高-3.74/0.05pct.至 21.81/12.92%；健盛集团 18Q4/19Q1 期间费用率同比分别降低 6.32/2.83pct.至 15.75/13.62%；台华新材 18Q4/19Q1 期间费用率同比分别提高-3.04/5.08pct.至 10.11/14.69%，19 年 Q1 收入下滑较多导致费用率提升。

图 229: 纺织制造重点公司季度毛利率变动对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 230: 纺织制造重点公司季度期间费用率及同比变动

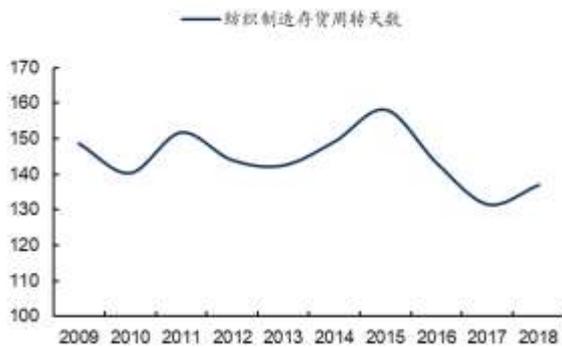


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力:整体运营稳健, 受销售环境影响较大

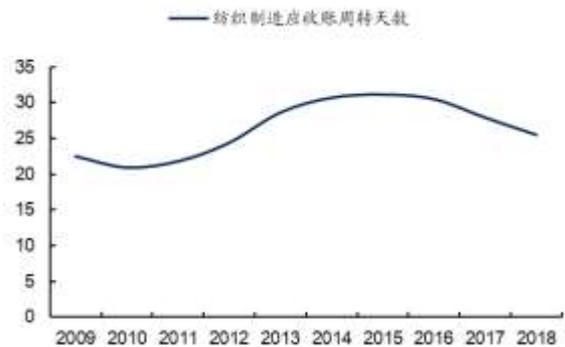
从营运指标来看, 2018 年纺织制造板块整体存货周转天数较上年增加 5.5 天至 136.9 天, 整体水平仍相对健康; 整体应收账款周转天数较上年减少 2.4 天至 25.5 天。

图 231: 2018 年纺织制造板块存货周转天数增加 5.5 天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 232: 2018 年纺织制造板块应收账款周转天数减少 2.4 天

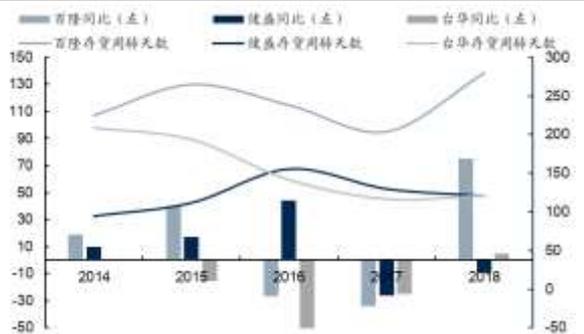


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于重点公司, 存货周转方面, 百隆东方 18 年存货周转天数较上年增加 68.6 天至 279.5 天, 增长较多主要是基于对未来棉价上涨判断, 大幅增加原材料存货; 健盛集团 18 年存货周转天数较上年减少 9.1 天至 120.7 天, 存货控制得当, 营运效率显著提高; 台华新材存货周转天数较上年增加 4.6 天至 120.8 天, 主要系 Q4 收入收入情况不利。

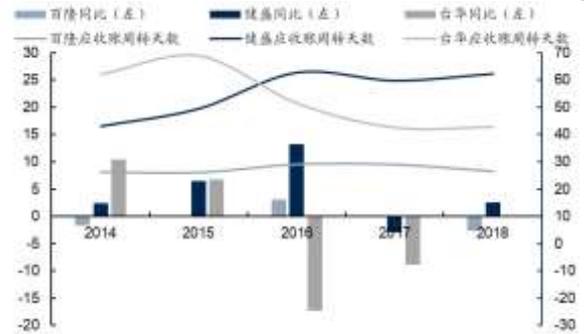
应收账款周转方面, 百隆东方 18 年应收账款周转天数较上年减少 2.6 天至 26.5 天, 收款把控良好; 健盛集团应收账款周转天数较上年增加 2.5 天至 62.3 天; 台华新材应收账款周转天数较上年小幅增加 0.2 天至 42.8 天;

图 233: 14-18 年纺织制造重点公司存货周转天数及变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

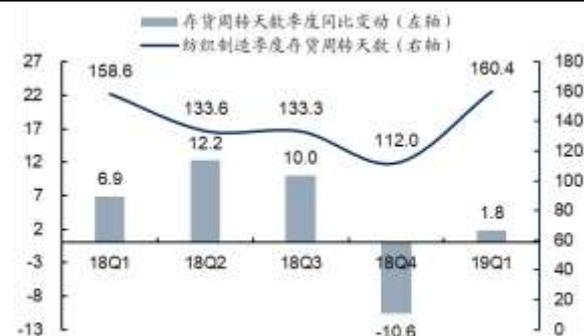
图 234: 14-18 年重点公司应收账款周转天数及变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

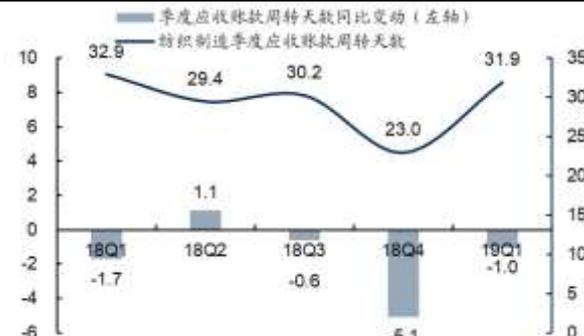
分季度来看, 纺织制造板块 18Q4/19Q1 季度存货周转天数同比分别增加 -10.6/1.8 天至 112.0/160.4 天。板块整体 18Q4/19Q1 季度应收账款转天数同比分别减少 5.1/1.0 天至 23.0/31.9 天, 销售环节波动下收款能力稳定。

图 235: 纺织制造板块季度存货周转天数及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 236: 纺织制造板块季度应收账款周转天数及同比变动

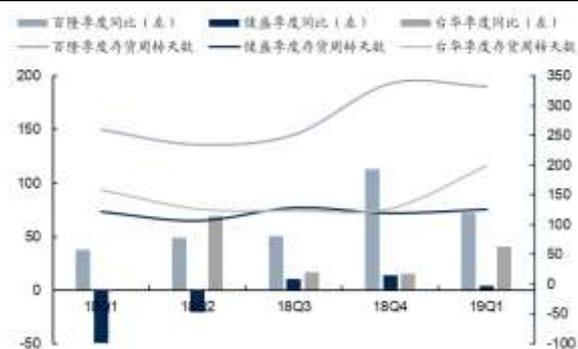


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于重点公司，存货周转方面，百隆东方 18Q4/19Q1 季度存货周转天数同比分别增加 **78.5/72.0** 天至 337.1/331.7 天，除大幅增加棉花材料储备外，受贸易摩擦等宏观因素影响，下游信心明显不足，去年底以来订单不达预期；健盛集团 18Q4/19Q1 季度存货周转天数同比分别增加 **14.1/3.9** 天至 119.6/125.8 天；台华新材 18Q4/19Q1 季度存货周转天数同比分别增加 **15.1/40.3** 天至 127.0/199.3 天，产品价格及销售状况不利影响较大。

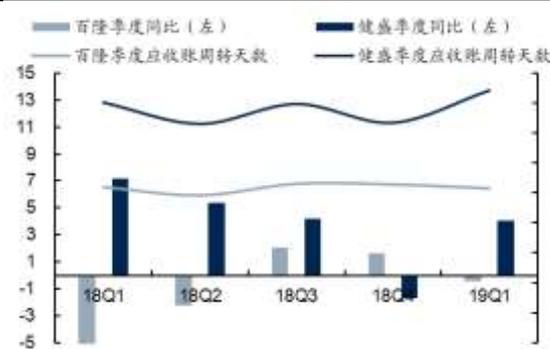
应收账款周转方面，百隆东方 18Q4/19Q1 季度应收账款周转天数同比分别增加 **1.61/-0.43** 天至 32.9/31.6 天，相对稳定；健盛集团 18Q4/19Q1 季度应收账款周转天数同比分别增加 **-1.71/4.04** 天至 53.5/64.3 天；台华新材 19Q1 季度应收账款周转天数同比增加 **8.95** 天至 59.4 天。

图 237: 纺织制造重点公司季度存货周转天数对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 238: 纺织制造重点公司季度应收账款周转天数对比

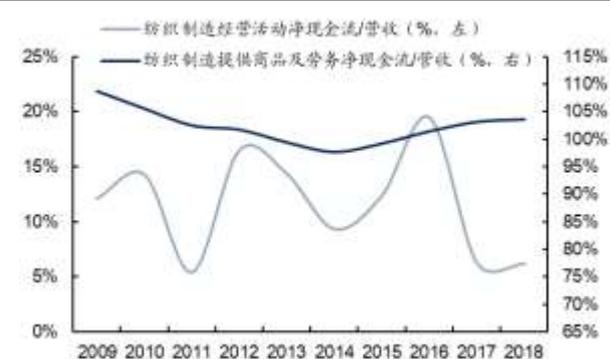


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

经营现金流: 波动较大, 偏紧情况略有缓解

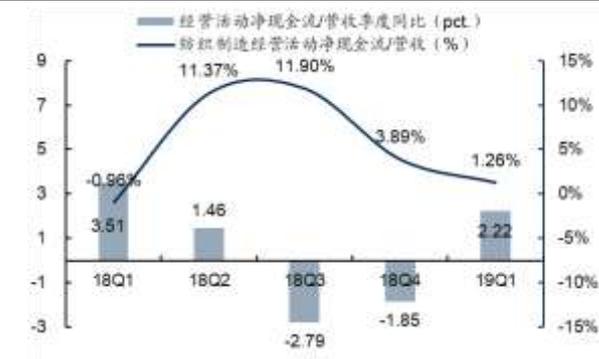
2018 年纺织制造板块整体经营活动净现金流/营收较上年微升 **0.08pct** 至 6.20%; 提供商品及劳务净现金流/营收较上年微升 **0.45pct.**至 103.55%。分季度来看, 18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别上升 **-1.85/2.22pct.** 至 3.89/1.26%。

图 239: 2009-2018 年纺织制造板块现金流指标变动趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

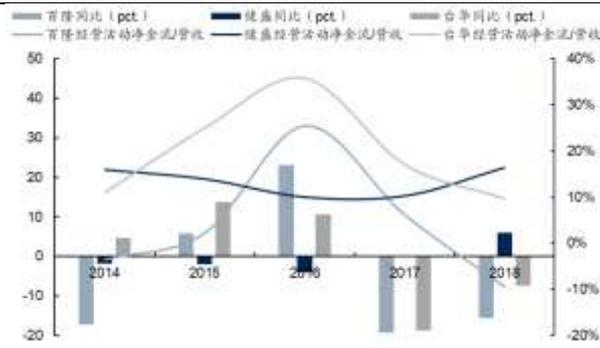
图 240: 纺织制造板块季度经营净现金流比率及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

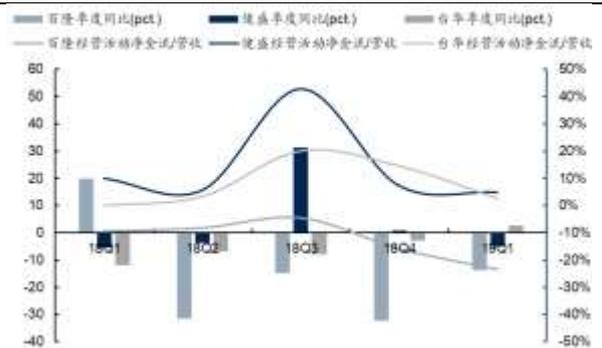
对于重点公司，百隆东方 18 年经营活动净现金流/营收较上年下降 **15.56pct** 至 **-9.33%**, 18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别下降 **32.26/13.84pct.** 至 **-15.85/-23.27%**, 现金流持续趋紧主要系去年购入棉花存货支出较多现金, 同时销售在宏观不确定因素较强的情况下相对乏力; 健盛集团 18 年经营活动净现金流/营收较上年上升 **6.10pct** 至 16.33%, 改善明显, 18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别上升 **0.82/-5.11pct.**至 **7.44/4.99%**; 台华新材 18 年经营活动净现金流/营收较上年下降 **7.35pct** 至 9.70%, 18Q4/19Q1 季度经营活动净现金流/营收同比分别上升 **-2.86/2.73pct.**至 **14.51/2.57%**。

图 241: 14-18 纺织制造重点公司现金流指标变动趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

纺织制造重点公司季度现金流指标变动趋势

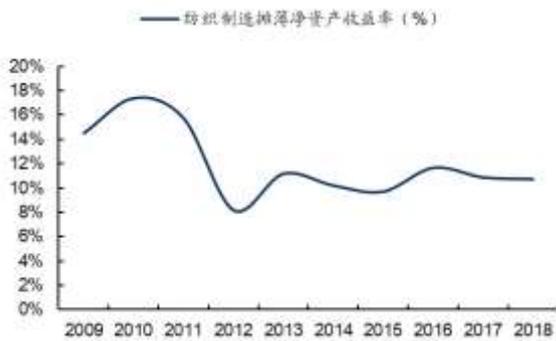


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

净资产收益率: ROE 相对稳定, 动态分化

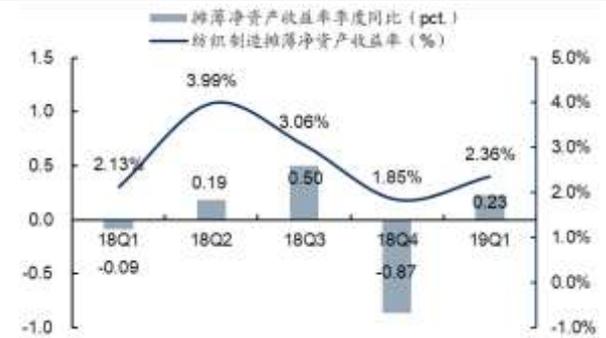
2018 年纺织制造板块整体摊薄净资产收益率下降 0.15pct 至 10.72%, 18Q4/19Q1 整体摊薄净资产收益率同比分别上升-0.87/0.23pct.至 1.85/2.36%。

图 242: 2018 年纺织制造板块摊薄净资产收益率下降 0.15pct.



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

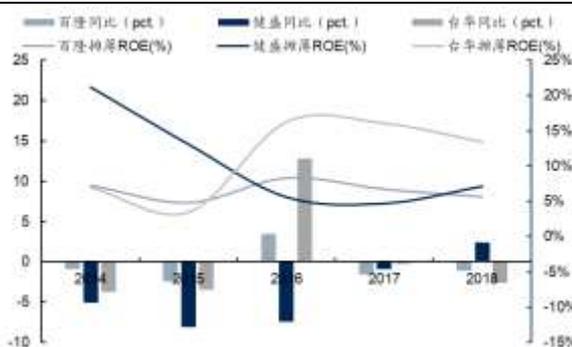
图 243: 纺织制造板块季度摊薄净资产收益率及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

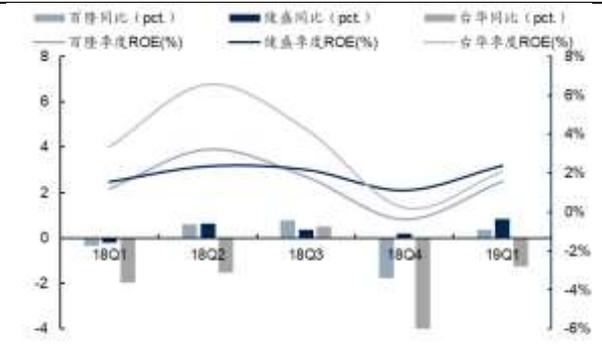
对于重点公司, 百隆东方 18 年摊薄净资产收益率下降 1.06pct 至 5.66%, 18Q4/19Q1 净资产收益率同比分别上升-1.75/0.37pct.至-0.36/1.58%, 主要系销售及棉价波动较大, 导致利润波动较大; 健盛集团 18 年摊薄净资产收益率上升 2.42pct 至 7.16%, 18Q4/19Q1 净资产收益率同比分别上升 0.19/2.83pct. 至 1.13/2.41%; 台华新材 18 年摊薄净资产收益率下降 2.63pct 至 13.42%, 18Q4/19Q1 净资产收益率同比分别下降 4.00/1.26pct.至 0.23/2.10%。

图 244: 14-18 年纺织制造重点公司摊薄 ROE 及动态对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 245: 纺织制造重点公司 ROE 及动态对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

板块重点公司经营情况一览:

表 8: 板块重点公司经营情况一览

公司	2018 年			2019Q1			短评
	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	营收/业绩增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct)	存货/应收周转天数同比	
百隆东方	0.77/-10.30	-0.66/-2.53	68.6/-2.6	13.07/39.85	-2.54/0.05	72.0/-0.43	国内色纺两大龙头企业之一,越南产能扩张顺利,收入业绩有望逐步释放。国际棉花供应处于紧平衡状态,在低价大量储备原材料情况下,棉价反弹可带来产品定价及期货套保合约双重收益,进入 19 年来销售情况转暖,持续关注贸易战进程及影响。
健盛集团	38.62/56.98	-0.17/-3.19	-9.1/2.5	17.95/57.20	-0.65/-2.83	3.9/-1.04	棉袜代工龙头,并购切入毛利更高无缝内衣业务,有望带来较强协同效应,国内及越南产能同步扩张,预计未来产能持续释放将带来营收业绩强劲增长,海外产能优势将助力获取国际头部客户订单。
台华新材	9.01/-5.98	-2.48/-0.20	4.6/0.2	-9.43/-30.21	-0.03/5.08	40.3/8.95	锦纶织物龙头,集全产业链环节为一体,能提供自上到下全部锦纶纺织材料产品。短期来看,产品价格及需求均处于低位,待行业景气度提升有望实现价量双重反弹。公司 IPO 后高端产能有序扩张,与实际华集团签约打开军需市场,潜力充足。

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 精选优质赛道, 把握龙头机会

受零售大环境影响,去年下半年以来服装日化行业显著承压,从板块营收及业绩变化来看,纺服日化板块 2018 营收同增 18.57%,业绩同增 15.05%,整体仍有稳健增长,但逐季随行业零售环境承压呈现放缓迹象,其中板块在 18Q4 及 19Q1 在去年高基数背景下增速均有放缓。但具体来看,行业中企业分化较为明显,在所属细分赛道具备较为明显的竞争优势的龙头企业仍有稳定高增长。

展望 19 年,从近期 3 月以来行业及重点公司数据表现来看,均有较为明显的边际改善趋势。一方面,随着促消费政策及减税等政策的落地,以及今年五一长假对消费刺激影响,预计 Q2 开始行业基本面在前期基数原因消除后,有望逐步实现加速复苏。另一方面,细分行业间景气度也呈现结构性变化,龙头公司也凭借自身过去几年在品牌、渠道及供应链等方面的提效助力下,未来仍有望取得高于行业平均水平的发展。对此我们建议从两个方面进行投资布局:

1、积极布局处在优质赛道,同时具备集中度提升能力的成长型企业。从财报总结中看到,虽然行业整体经历零售环境不佳的影响,但细分行业之间也有明显分化,化妆品,体育服饰以及新模式企业,所处赛道优异,行业仍有着广阔的发展前景,其中的龙头公司也凭借自身优异的商业模式以及成熟的运营能力,实现了远高于行业平均水平的高速增长,重点关注 **1) 珀莱雅:** 公司主品牌在持续的新品推出以及品牌形象升级的推动下仍具活力,主品牌在电商渠道的主流平台中仍具发展空间,且有望通过多平台布局有效覆盖长尾市场;单品牌店优资莱有望在 Q2 恢复快速扩张后持续贡献营收增量,此外通过对彩妆等品类的新品牌布局,有望实现品牌的迭代增长; **2) 南极电商:** 公司整合供应体系打造极致性价比产品,模式独特且符合当下消费趋势,且货币化率企稳验证公司中长期变现能力,规模提升下线上马太效应初显,未来公司在核心品类市占率进一步提升,新兴品类实现迭代成长下,有望获持续高增长动能。

2、基本面在近期有较为明显积极变化的品牌龙头,股价前期调整相对充分,业务稳定但动态估值处于历史区间相对底部,未来有望在基本面逐步复苏的过程中实现估值修复。重点关注: **1) 歌力思:** 随着近期中高端服饰行业有所回暖,公司 3、4 月数据表现较为突出,叠加今年五一长假对消费刺激影响, Q2 公司业绩有望迎来环比改善,此外下半年公司主品牌有望通过推出亲民线产品开启针对三四线的下沉扩张,新品牌 IRO 对标 SMCP 的品牌,仍有较大的空间。预计全年基本面在前期基数原因消除后,有望实现加速复苏; **2) 森马服饰:** 作为童装龙头,未来有望

在实现全品类、全年龄段、各消费层次的全覆盖下，形成完整的儿童服饰板块多品牌矩阵，进一步加深童装业务竞争壁垒；而休闲装业务 19 年仍有望在产品创新、营销力提升及运营效率提升的推动下保持稳健增长。3) **比音勒芬**：公司精准定位高端商务休闲客群，卡位优质赛道，通过加大营销力度以及服务管理，并以高品质产品有效保证品牌力，渠道端有望继续通过同店增长+新开店实现稳步增长，同时公司新品牌威尼斯将加速向市场推广，产品差异化且定位更加亲民，有望成为公司高增长的新动力。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价	总市值(亿元)	EPS			PE			
			2019-5-20	2019-5-20	2018	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	62.00	124.84	1.43	1.97	2.65	3.35	31.5	23.4	18.5
603808	歌力思	买入	15.01	49.94	1.08	1.29	1.52	1.76	11.6	9.9	8.5
002563	森马服饰	买入	10.54	284.56	0.63	0.71	0.82	0.97	14.8	12.9	10.9
002127	南极电商	增持	12.07	296.30	0.36	0.50	0.64	0.79	17.0	14.7	12.4
002832	比音勒芬	买入	44.20	80.15	1.61	2.27	3.08	3.95	19.5	14.4	11.2
603365	水星家纺	增持	17.48	46.61	1.07	1.20	1.35	1.50	14.6	12.9	11.7
603877	太平鸟	买入	15.96	76.73	1.19	1.45	1.69	1.87	11.0	9.4	8.5
600398	海澜之家	买入	8.94	401.66	0.81	0.85	0.94	1.03	10.5	9.5	8.7
002293	罗莱生活	买入	10.83	81.70	0.71	0.80	0.90	1.00	13.5	12.0	10.8
603839	安正时尚	增持	11.51	46.53	0.70	0.94	1.10	1.25	12.2	10.5	9.2

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032