

需求不佳拖累业绩，期待后续季度逐步修复

——纺织服装行业 2018 年报及 2019 年一季报总结

行业深度

◆品牌服饰行业：18Q2 以来需求疲弱影响较大

统计品牌服饰分属于 10 个子行业的 38 家公司，合计收入 2018 年、2019Q1 分别同比增 10.76%、5.55%，净利分别同比降 4.01%、1.64%。继 2012~2016 年调整、2017~2018Q1 回暖之后，行业 18 年以来受到需求疲软影响较大，18Q1 为增速高点，18Q2 以来收入增速波动中放缓、19Q1 增速降至低点，导致 18 年收入增速低于 17 年，同时净利呈现下滑、19Q1 降幅略收窄。

盈利能力方面，毛利率同比略升，净利率因费用率提升和计提资产减值损失增加下降；营运能力方面，存货周转 18 年继续同比加快、但 19Q1 放缓，应收账款周转 18 年以来持续放缓；现金流方面相对良性，18 年经营净现金流/收入比例下降、但 19Q1 回升。另外 18 年以来行业计提资产减值损失占收入比例明显提升。

◆品牌服饰子行业：有所分化，关注成长型和稳健型两类

不同子行业发展程度不同，表现出的财报特点不同，重点关注指标亦不同。童装、箱包、内衣一类高景气、成长性较好的品类收入增速绝对值水平较高，在消费环境不佳背景下收入增速放缓幅度相对较小，但同时考虑到行业处于发展前期、公司经营重点在扩大规模、抢占份额，净利率等方面有一定牺牲；高端服饰、大众服饰、家纺作为相对成熟的品类，收入增速上虽跟随行业总体有所放缓、但拉长周期来看波动相对较小、主要财务指标表现相对稳健。

◆纺织制造行业：受到贸易环境及汇率等多重影响

统计纺织制造行业分属于 12 个子行业的 44 家公司，合计收入 2018 年、2019Q1 分别同比增 11.93%、5.36%，净利分别同比降 57.91%、增 62.05%。18 年收入虽较 17 年略增，但 18Q2 以来增速持续放缓，净利波动较大、19Q1 大幅回升主要为部分公司投资类收益贡献。

作为上游行业，2018 年国内服装消费需求疲软，外部出口环境变化较大、中美贸易摩擦影响海外客户下单积极性，影响纺织制造行业收入端增长。但 2018 年以来人民币汇率呈现贬值，对收入端有一定提振作用。

◆投资建议：

纺织服装行业 18 年报和 19 年一季报总体表现较弱。2018 年以来在终端需求不振背景下，品牌服饰行业的回暖节奏受到干扰，体现在收入端增长放缓，盈利能力、周转、计提等多项指标陆续走弱；纺织制造行业则受到内外需求疲弱、贸易环境及汇率贬值等多重影响，影响因素较为复杂。

我们认为：1) **品牌服饰行业**短期终端需求仍疲软、但 19Q1 高基数影响有望消除，中长期继续基于品类和标的质地角度进行选股，关注童装、运动服饰品类及优质大众服饰龙头。我们当前建议关注以下业绩增长持续性较好的稳健性行业龙头公司**海澜之家**、**森马服饰**、**安踏体育**、**南极电商**、**比音勒芬**，以及地产后周期受益标的**罗莱生活**。2) **纺织制造行业**短期在中美贸易摩擦升温背景下不确定性加强，建议持续关注中美贸易谈判进展和汇率走向。

◆风险分析：

宏观经济增速下行、终端消费持续疲软；汇率波动；中美贸易摩擦继续发酵；棉价下跌或大幅波动。

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

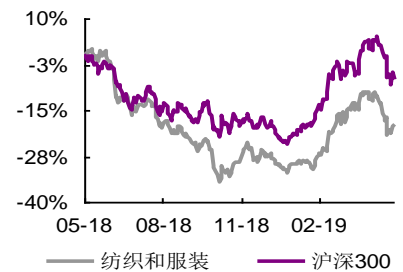
lijie_vjs@ebsec.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

- 服装行业马太效应持续，化妆品快速增长——服装&化妆品2019年4月淘宝数据跟踪与解读…………… 2019-05-19
- 服装行业增速回升，化妆品增长稳健——服装&化妆品2019年3月淘宝数据跟踪与解读…………… 2019-04-10
- 关注地产数据好转背景下家纺龙头未来的边际改善…………… 2019-04-05
- 工业大麻在纺织服装和化妆品领域应用梳理…………… 2019-04-03
- 增值税减税降低企业负担，强定价权龙头更为受益——纺织服装行业增值税税率下调影响分析…………… 2019-03-17
- 服装龙头增长优于行业，化妆品行业表现分化——服装&化妆品2019年2月淘宝数据跟踪与解读…………… 2019-03-13
- 18Q4 收入增速放缓，基本面好转有待观察——2018 年纺织服装行业业绩快报总结…………… 2019-03-06
- 春节因素影响服装行业增长，化妆品竞争激烈——服装&化妆品2019年1月淘宝数据跟踪与解读…………… 2019-02-14
- 服装行业增速高、品牌弱势，化妆品保持高景气——服装&化妆品2018年12月淘宝数据跟踪与解读…………… 2019-01-09
- 远近高低各不同：以美为鉴探究经济起落中服装行业内部变化——纺织服装行业 2019 年度投资策略…………… 2019-01-08

研究背景

纺织服装行业近期披露 2018 年年报及 2019 年一季报，我们对上游纺织制造板块和下游品牌服饰板块的合计 82 家公司进行汇总与分类统计，观察分析行业总体及不同子行业各项财务指标的变化及背后原因。

我们区别于市场的观点

纺织服装行业 2018 年报和 2019 年一季报总体表现较弱。我们认为财报表现不佳的背后需关注两点：

1) 服装作为可选消费之一，受外部消费需求的影响较大，在 18 年二季度以来的终端需求疲弱背景下亦无法幸免，增速出现放缓。但需要关注行业自身发生的变化，行业 2012~2016 年处于对前期粗放增长积累的问题进行反应消化的调整期，2017 年~2018Q1 数据明显回暖，虽然有部分为外部消费需求旺盛的贡献，我们也需要看到行业内公司对于经营和增长的理解和决策正在发生较大变化，发展思路更加看重零售能力、供应链效率、产品力/品牌力等综合竞争力的塑造，更加重视内生增长和可持续增长，这方面的改革在业务层面（如渠道结构调整、产品/供应链革新等）、财务指标层面（如存货周转等指标曾持续好转）已经体现出效果、不应被外部需求疲软带来的不利影响所掩盖。行业未来的增长将呈现更加健康的状态，中间会受到宏观经济、零售环境等外部因素的干扰，但行业整体趋于健康运营趋势长期来看较为明确，业内公司表现也将更为分化、经营能力高低决定能跑出来的公司，并且这类公司将实现长期持续的增长、可获得更高的估值。

2) 服装行业在可选消费行业中，相比化妆品等子行业，发展相对成熟、增速较低。但服装行业自身品类众多，不同品类的景气度和生命周期不同，如童装、运动服饰在近年来表现出了较高的增速。我们可以在景气度高的子行业中优选具有赛道红利的标的。另外，部分品类虽然相对成熟、增速低，但仍可孕育出大体量、持续增长、抗风险能力强的公司，如大众服饰领域。同时，经营能力突出的公司在财务指标上表现更加稳健，如拥有高于行业的增速、持续较好的现金流、计提损失低等，这类具有长期生命力的公司我们认为可持续关注。

投资观点

品牌服饰行业短期终端需求仍疲软、但 19Q1 高基数影响有望消除，中长期继续基于品类和标的质地角度进行选股，关注童装、运动服饰品类及优质大众服饰龙头。我们当前建议关注以下业绩增长持续性较好的稳健性行业龙头公司**海澜之家**、**森马服饰**、**安踏体育**、**南极电商**、**比音勒芬**，以及地产后周期受益标的**罗莱生活**。

纺织制造行业短期在中美贸易摩擦升温背景下不确定性加强，建议持续关注中美贸易谈判进展和汇率走向。

目 录

1、 品牌服饰行业：18Q2 以来需求疲弱影响较大.....	6
1.1、 行业总览：收入端放缓，多个指标走弱.....	6
1.2、 子行业分析：品类分化，关注成长型和稳健型两类.....	11
2、 纺织制造行业：贸易环境及汇率等多重影响	17
3、 投资建议	22
3.1、 品牌服饰行业	22
3.2、 纺织制造行业	22
4、 风险分析	23
附录	24

图表目录

图 1：品牌服饰行业营业收入合计增速.....	6
图 2：品牌服饰行业归母净利润合计增速.....	6
图 3：品牌服饰行业单季度营业收入和归母净利润增速.....	7
图 4：社会消费品零售总额增速（%）.....	7
图 5：限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额增速（%）.....	7
图 6：品牌服饰行业毛利率走势（%）.....	8
图 7：品牌服饰行业毛利率同比变化（PCT）.....	8
图 8：品牌服饰行业归母净利率走势（%）.....	8
图 9：品牌服饰行业归母净利率同比变化（PCT）.....	8
图 10：品牌服饰行业四项期间费用总额及增速（%）.....	9
图 11：品牌服饰行业四项期间费用率及同比变化（PCT）.....	9
图 12：品牌服饰行业存货周转天数情况（天）.....	9
图 13：品牌服饰行业应收账款周转天数情况（天）.....	9
图 14：品牌服饰行业经营净现金流情况（百万元）.....	10
图 15：品牌服饰行业经营净现金流/收入占比情况（%）.....	10
图 16：品牌服饰行业计提相关损失（百万元）及增速.....	10
图 17：品牌服饰行业计提相关损失占收入比例（%）.....	10
图 18：纺织制造行业营业收入（亿元）及增速（%）.....	18
图 19：纺织制造行业归母净利润（亿元）及增速（%）.....	18
图 20：纺织制造行业毛利率情况（%）.....	18
图 21：纺织制造行业毛利率变化幅度（PCT）.....	18
图 22：美元兑人民币汇率走势.....	19
图 23：代表性纺织制造企业单季度毛利率走势（%）.....	19
图 24：纺织制造行业归母净利率（%）.....	19
图 25：纺织制造行业归母净利率变化幅度（PCT）.....	19
表 1：品牌服饰子行业营业收入合计增速（%）.....	12
表 2：品牌服饰子行业归母净利润合计增速（%）.....	13
表 3：品牌服饰子行业毛利率同比变化情况（%）.....	13
表 4：品牌服饰子行业归母净利率同比变化情况（%）.....	14
表 5：品牌服饰子行业平均存货周转天数（天）.....	14
表 6：品牌服饰子行业平均应收账款周转天数（天）.....	15
表 7：品牌服饰子行业经营净现金流/收入比例（%）.....	15
表 8：品牌服饰子行业计提损失/收入比例（%）.....	16
表 9：子行业 2018 年及 2019Q1 财报总结.....	16
表 10：纺织制造子行业营业收入同比增速（%）.....	20

表 11：纺织制造子行业归母净利润同比增速（%）	20
表 12：纺织制造子行业毛利率同比变化幅度（PCT）	21
表 13：纺织制造子行业归母净利率同比变化幅度（PCT）	21
表 14：纺织制造行业样本公司列表	24
表 15：品牌服饰行业样本公司列表	24
表 16：品牌服饰行业上市公司主要财务指标情况	25
表 17：推荐公司盈利预测表	25

1、品牌服饰行业：18Q2 以来需求疲弱影响较大

1.1、行业总览：收入端放缓，多个指标走弱

➤ 业绩表现：收入自 18Q2 以来逐步放缓，净利润现同比下滑

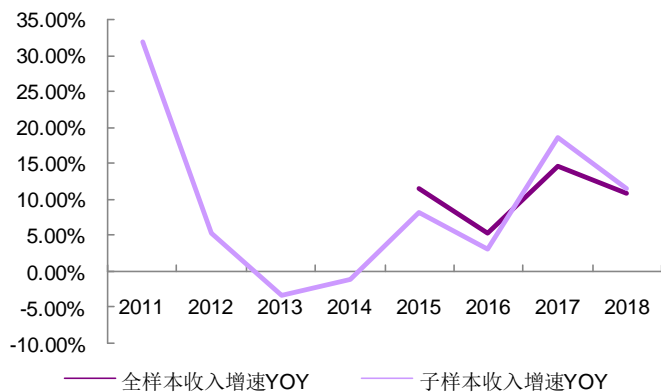
我们统计了品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 38 家公司（见附录表 14），行业 2018 年合计收入 1286.95 亿元、同比增 10.76%，2019Q1 合计收入 331.66 亿元、同比增 5.55%。

品牌服饰行业 2011 年及之前快速扩张、上市公司业绩实现较高增长，但粗放式扩张带来存货积压、终端价格虚高以及渠道变迁背景下抗风险能力差等问题，导致行业 2012~2016 年持续调整，收入增长明显放缓、净利润出现下滑。2017 年行业针对前期积累问题的调整基本完成，出现收入增速回升、盈利能力及周转能力好转等多项指标的修复。但 18Q2 以来又受到终端需求不振影响，行业整体增长受到影响、出现放缓。

对比历史增速，行业 2017 年相比 2016 年增长明显提速，收入增速自个位数提升至 14%，18 年收入增速相比 17 年放缓至 11%，19Q1 进一步放缓至 6%。

行业净利润走势基本与收入一致，17 年增速较 16 年转正，18 年则逐季放缓、全年实现净利润 105.47 亿元、同比下降 4.01%，较 17 年的同比增长 7.29% 现下滑，19Q1 延续下滑态势、实现归母净利润 37.71 亿元、同比下降 1.64%，降幅较 18 年全年略有收窄。

图 1：品牌服饰行业营业收入合计增速

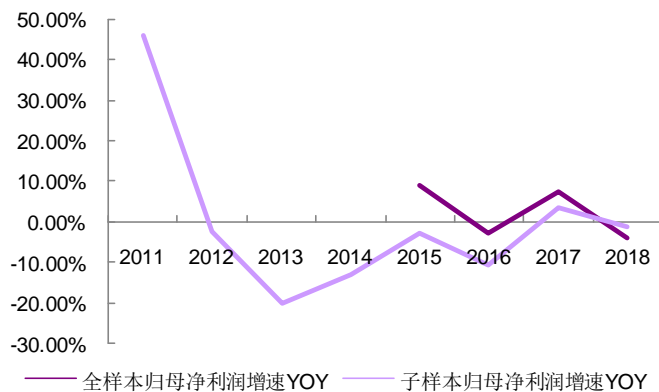


注：1) 全样本指统计 38 家品牌服饰类上市公司、但由于部分新股缺少历史数据以及海澜之家 2014 年借壳上市带来异常值影响、可比时间序列为 2014~2018 年。

2) 子样本指 2010 年以来持续有数据的 17 家品牌服饰类上市公司（已扣除海澜之家）。下同。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图 2：品牌服饰行业归母净利润合计增速

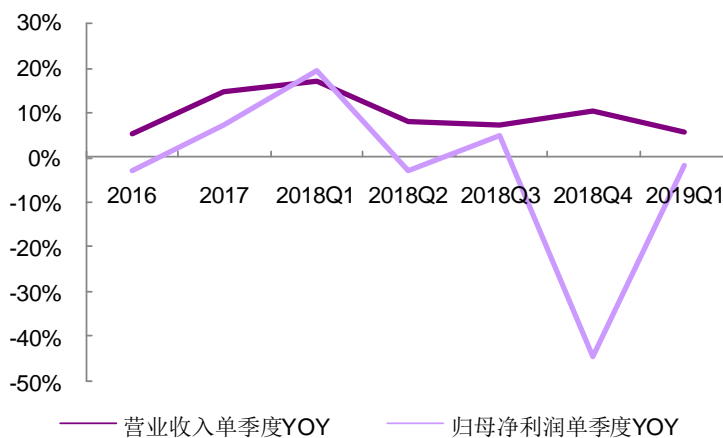


资料来源：Wind，光大证券研究所统计

分单季度来看，18Q1 为 18 年以来的增速高点，随后 18Q2 以来销售端波动中增速放缓至个位数，19Q1 收入同比增 5.55%，为 18 年以来低点；净利润方面 18Q2 开始出现下滑，18Q4 利润下滑幅度较大（同比下降 44.24%，为费用率提升、计提损失增加等导致，其中贵人鸟、拉夏贝尔 18Q4 各亏损约

7 亿、4 亿对行业拖累较大，若扣除这两家统计行业净利润增长 7%)，19Q1 降幅收窄至-1.64%。

图 3：品牌服饰行业单季度营业收入和归母净利润增速

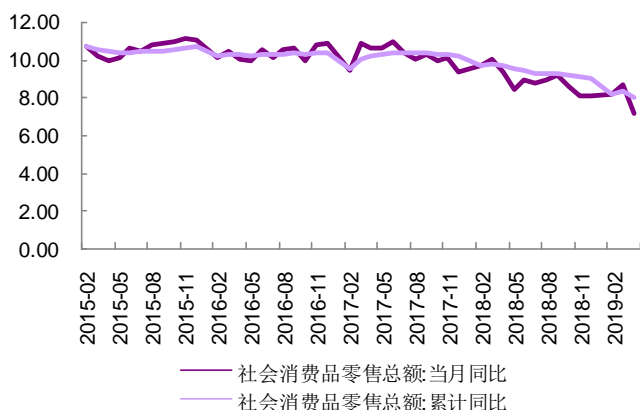


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

作为可选消费品类之一，品牌服饰行业销售端增长受宏观经济和消费环境变化影响较大。2016~2018 年限额以上服装鞋帽类零售额分别同比增 7%、7.8%、8.0%。18Q2 以来社会消费品总体零售额增速下行，服装零售额亦受影响，增速波动中放缓，18 年月度服装鞋帽零售额增速在 10 月降至低点 4.7%，19 年以来增速继续放缓至 4 月的-1.1%，拖累 19 年 1~4 月累计同比增 2.2%。

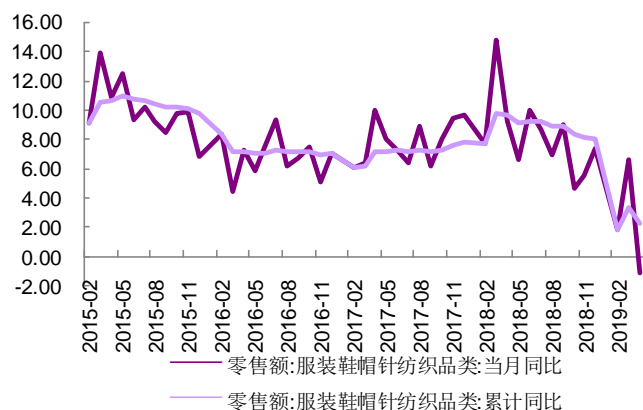
从上述品牌服饰类上市公司单季度收入增速来看，亦表现出 18Q2 以来波动中放缓、19Q1 增速降至低点的态势。其中，一方面终端消费疲软的大环境自 18Q2 以来持续影响，制约服装销售的增长；另一方面，服装产品销售与天气、节假日旺季销售时长等因素关联较大，17Q4~18Q1 的冷冬及 18 年春节较晚等利好因素给 19Q1 带来一次性高基数影响，从而导致 19Q1 行业增速环比比较低。

图 4：社会消费品零售总额增速 (%)



资料来源：Wind，国家统计局

图 5：限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额增速 (%)



资料来源：Wind，国家统计局

➤ 盈利能力：毛利率持平略增，净利率因费用和计提增加下降

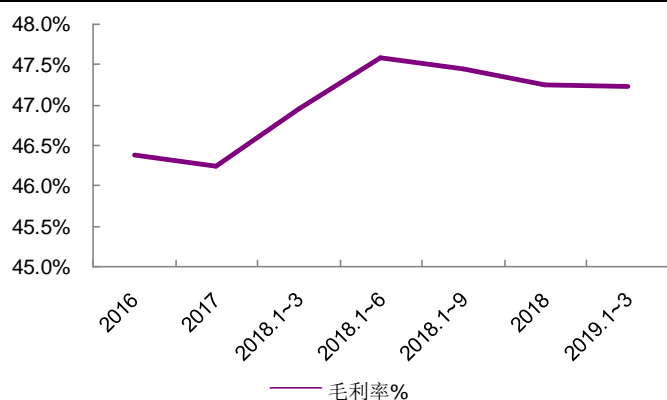
行业自 2012 年以来盈利能力持续下降，体现在归母净利率持续小幅下行，2017 年降幅有收窄，但 2018 年下滑幅度加大。

2016~2017 年行业毛利率（以行业内所有样本公司毛利额合计/营业收入合计计算）为同比持平略降趋势，分别略下降 0.01/0.12PCT，2018 年开始行业毛利率有所回升，2018 年同比上升 1PCT 至 47.24%，19Q1 继续同比略增 0.29PCT 至 47.23%。

行业 2016~2017 年归母净利润率（以行业内所有样本公司归母净利润合计/营业收入合计计算）持续小幅下降，分别同比下降 0.84/0.64PCT，2018 年以来降幅有所扩大，18 年下降 1.26PCT 至 8.20%，19Q1 继续同比下降 0.83PCT 至 11.37%。

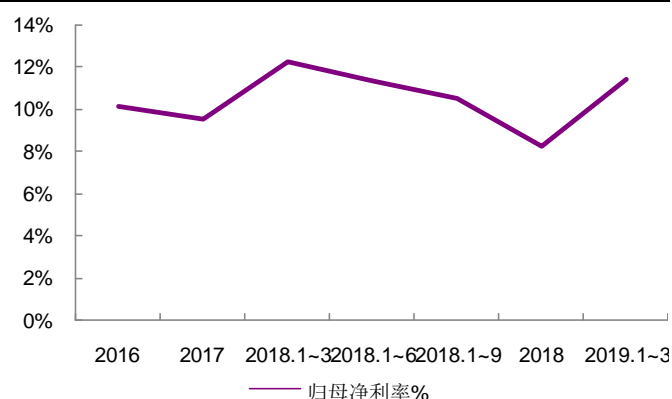
毛利率持平略增背景下净利率下滑，主要原因为行业费用率的刚性上升，另外计提因素也有影响（见下文分析），2017 年、2018 年、19Q1 销售、管理、研发、财务四项费用占收入比例分别同比提升 0.55/2.55/2.23PCT，费用总额的增长超过行业销售收入的增长，需求不佳背景下行业经营难度提升、费用投入效果减弱，管理和控费压力加大。

图 6：品牌服饰行业毛利率走势（%）



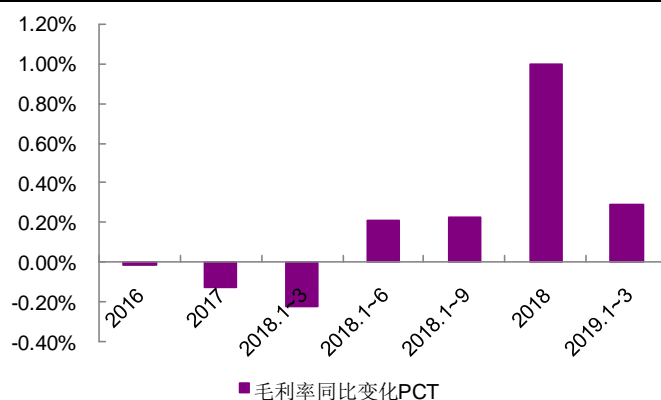
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 8：品牌服饰行业归母净利率走势（%）



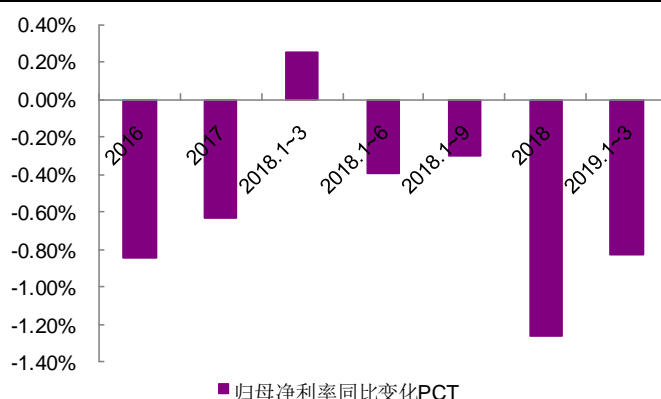
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 7：品牌服饰行业毛利率同比变化（PCT）



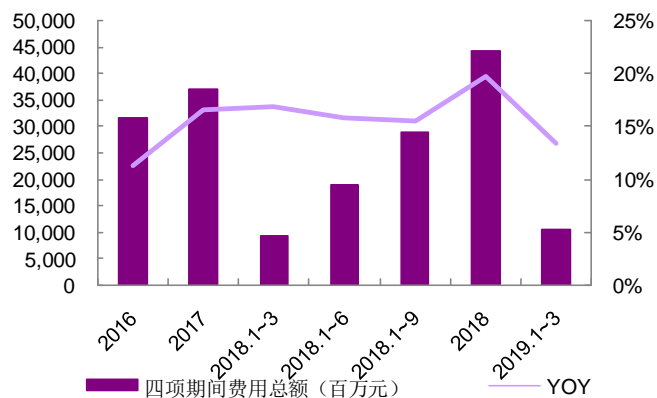
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 9：品牌服饰行业归母净利率同比变化（PCT）



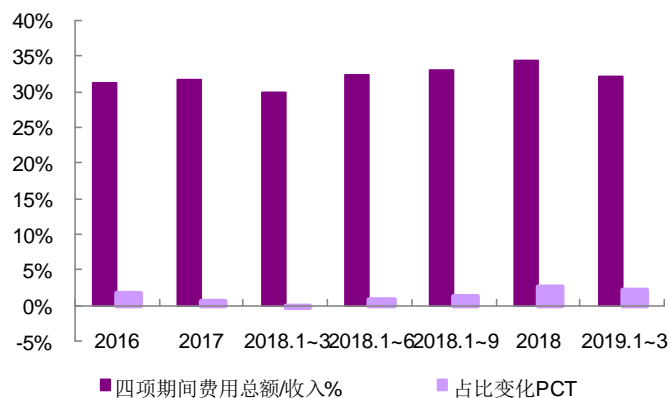
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10: 品牌服饰行业四项期间费用总额及增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 11: 品牌服饰行业四项期间费用率及同比变化 (PCT)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

➤ 营运能力: 存货与应收账款周转逐步呈现放缓

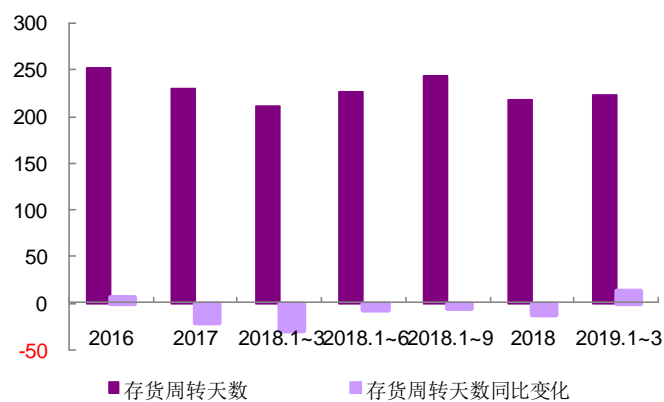
行业 2012 年进入调整期以来, 由于去库存持续进行以及加盟渠道的调整升级, 周转较 2011 年及以前明显放缓、且同比持续走弱、至 2016 年存货周转天数持续上升。2017 年随着行业复苏趋势出现, 存货和应收账款周转天数明显加快、呈现改善。

行业存货周转指标 2018 年仍较良性, 全年平均存货周转天数加快 12 天至 218 天; 但 19Q1 出现放缓, 周转天数增加 13 天至 224 天。

在 2018 年收入增速较 2017 年放缓的背景下, 存货周转仍延续了 2017 年同比加快的态势, 显示行业在经营和货品管控方面的效率有所提升。19Q1 收入增幅再下降一个台阶, 存货周转也出现放缓, 终端需求疲弱会给行业货品消化加大难度、带来干扰。

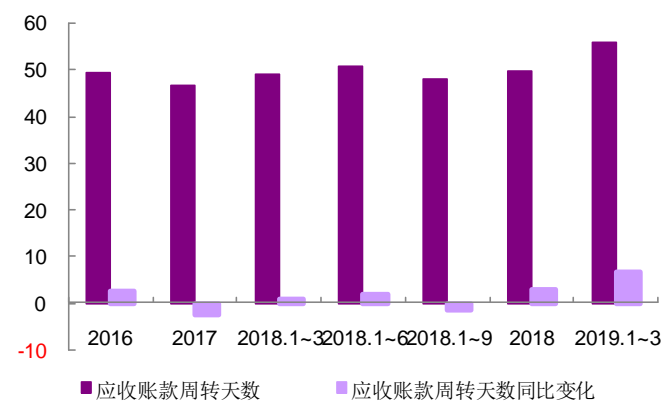
应收账款方面, 2017 年周转相比 2016 年加快, 但 2018 年该趋势未能维持、周转天数持续放缓。2018 年平均应收账款周转天数同比放缓 3-50 天、19Q1 继续同比放缓 7-56 天。行业回款能力有所减弱。

图 12: 品牌服饰行业存货周转天数情况 (天)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 13: 品牌服饰行业应收账款周转天数情况 (天)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

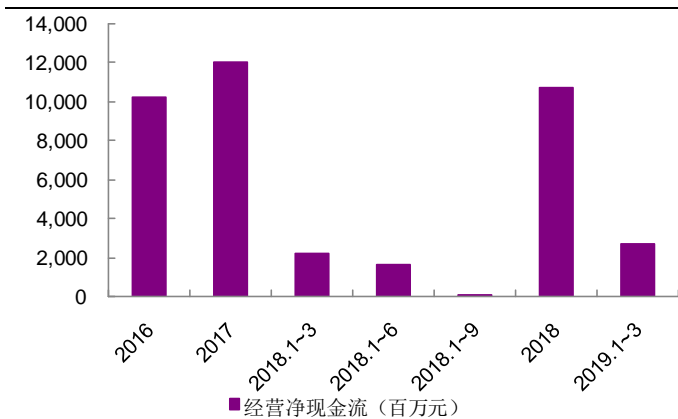
➤ 现金流: 相对良性, 19Q1 现回升

行业 2018 年以来现金流基本保持良性，18 年全年现金净流入 107.23 亿元、同比降 10.23%，19Q1 回升，现金净流入 27.05 亿元、同比增 24.81%。

拉长时间来看行业现金流波动较大，16 年、17 年各同比减少 19.01%、增 17.19%。18 年在行业销售放缓、应收账款周转放缓背景下，相对应的现金流指标也呈现下滑。19Q1 回升、行业现金流有所改善，由于季度间存在一定波动、现金流回升的持续性仍待观察。

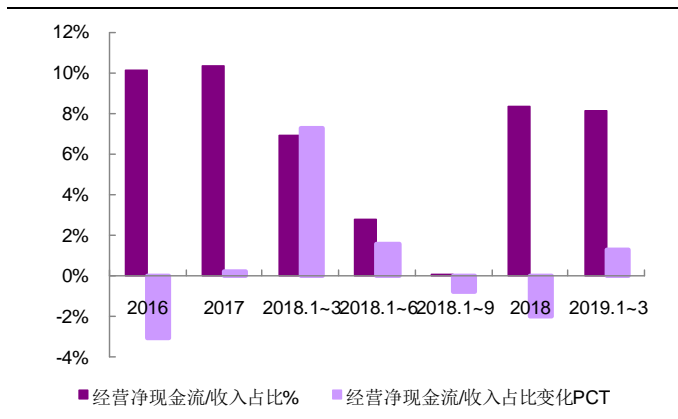
从经营净现金流/收入比例来看，2018 年下半年开始该比例同比下降、19Q1 回升。2018 年全年经营净现金流占收入比例为 8.33%、占比同比下降 2.02PCT，19Q1 该比例为 8.16%、同比提升 1.26PCT。

图 14：品牌服饰行业经营净现金流情况（百万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 15：品牌服饰行业经营净现金流/收入占比情况 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

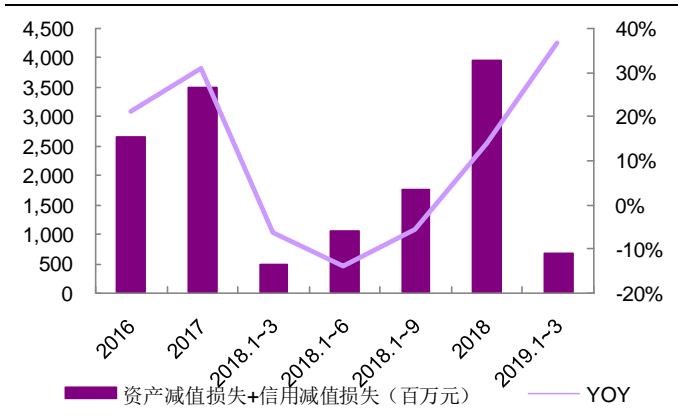
➤ 报表质量：计提占比提升

随着 18Q2 零售端持续疲软，行业计提幅度有所加大，统计行业资产减值损失+信用减值损失的合计值，2018 年计提相关损失 39.67 亿元、同比增 13.83%（前三季度则为同比下降），19Q1 计提 6.78 亿元、同比增 36.76%。

从计提损失收入占比来看，2018 年该比例为 3.08%、同比提升 0.08PCT，19Q1 为 2.05%、同比提升 0.47PCT，提升幅度有所加大。

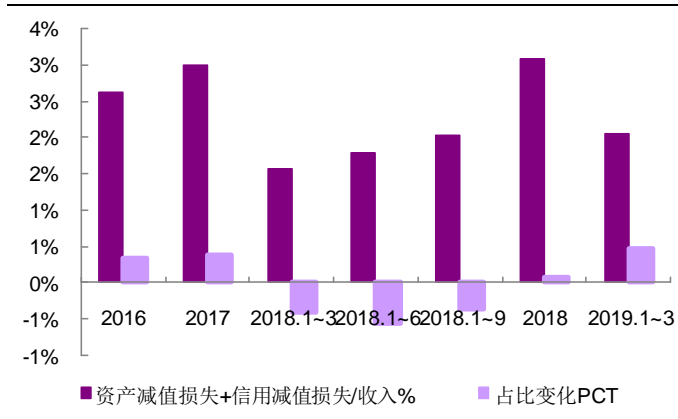
行业计提占比的提升，与存货、应收账款周转放缓相对应；另外，投融资环境收紧影响部分企业投资项目收益，亦带来总体计提损失的增加。

图 16：品牌服饰行业计提相关损失（百万元）及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 17：品牌服饰行业计提相关损失占收入比例 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

总结来看，在经历了 12-16 年的调整期、17-18Q1 的回暖期之后，品牌服饰 2018 年全年、19Q1 在消费疲软背景下，收入端增速有所放缓，同时对应的是盈利能力指标（净利率）和营运能力指标（存货、应收账款周转）、计提指标的陆续走弱。

我们认为应该分两个角度来诠释 2018 年及 2019Q1 行业的数据变化：2017 年以来行业自身的本质变化是前期积累问题得到很大改善，如业内企业更加注重内生单店增长、不再简单以开店数增长为主要目标，另外渠道结构也呈现明显改善，在新兴渠道购物中心、电商、奥莱等布局达到一定体量，在供应链、零售能力等方面亦主动变革和提升，行业进入增长更加良性的阶段，这个阶段是可持续的，会持续贡献行业总体经营效率的提升。但另一方面，服装行业作为传统消费行业，受外部需求环境影响较大，18Q2 以来的终端消费疲软持续制约行业销售的增长，并且也拖累了行业总体经营效率。

因此，随着消费需求持续疲软、未明显改善，行业财务指标表现出以下特点：收入端增长放缓，经营效率部分指标在行业增长更为良性背景下的好转有一定延续性（如存货周转 2018 年全年仍同比加快）、但在需求持续不振的影响逐步加大背景下，该作用逐步被抵消和掩盖，表示行业经营效率的盈利能力、周转、计提等方面指标亦逐步走弱。

未来行业展望方面，作为消费行业受到外部经济环境的影响仍不容忽视，收入端增速仍需关注后续季度需求端变化。但单纯从行业经营角度，我们认为随着行业更加注重精细化经营、内生单店表现、零售运营能力、货品流通效率等，行业运转将比 2012-2016 年的调整期更为健康，持续向良性发展。该趋势在龙头公司中体现将更为明显。

1.2、子行业分析：品类分化，关注成长型和稳健型两类

► 业绩情况

我们统计了品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 38 家 A 股上市公司，分别汇总这些上市公司表现来观察子行业的发展情况。但部分子行业如箱包、内衣、运动服饰样本仅 1 家公司，对行业的代表意义较弱。

从子行业上市公司的体量来看，大众服饰 2018 年收入占比达 50%，与行业空间大、同时大体量龙头公司上市较多有关；童装、家纺、高端服饰、男装、鞋类占比分别为 16%（此处森马亦计算在童装中）、11%、10%、9%、9%，其他子行业占比较低。

从收入增速绝对值水平来看，2018 年、2019Q1 持续保持较高增速的子行业为箱包（开润）、童装，内衣（汇洁）、高端服饰、大众服饰增速次之，男装、家纺增速相对较低，鞋类、户外、运动服饰（贵人鸟）收入同比下滑。

2018 年对比 2017 年来看，在行业总体增速放缓背景下，收入增速提升的子行业为大众服饰、童装、箱包、内衣；男装 16 年仍略下滑，17 年开始好转，18 年收入增速基本与 17 年持平；高端服饰在总体需求不佳背景下、叠加业内公司并表效应减弱、收入增速较 17 年放缓。另外，户外、运动服饰、鞋类收入增速波动较大，17 年短暂好转、18 年收入下滑。

19Q1 同比增速与 18 年全年环比来看, 童装、内衣子行业收入增速继续提升。其中童装有森马自 18 年 10 月起并表法国童装公司 KIDILIZ 贡献, 但若扣除并表因素, 19Q1 森马服饰原有业务收入端预计亦有 30% 左右增长, 较 18 年增速明显提升, 亦贡献总体收入实现较高增长。高端服饰、大众服饰、箱包、男装、家纺增速放缓, 户外、鞋类、运动服饰继续同比下滑。

表 1: 品牌服饰子行业营业收入合计增速 (%)

营业收入YOY	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
大众服饰	9.44%	6.75%	16.15%	11.76%	9.72%	13.00%	8.18%
高端服饰	7.14%	60.27%	43.62%	28.89%	22.52%	17.71%	12.04%
户外	-20.22%	6.53%	-16.83%	-18.21%	-23.90%	-24.03%	-21.69%
家纺	6.51%	29.27%	21.69%	17.56%	14.22%	10.57%	0.64%
男装	-0.84%	18.32%	20.74%	19.12%	20.08%	18.13%	7.03%
内衣	8.54%	4.27%	7.38%	11.09%	9.42%	10.22%	15.32%
童装	12.28%	12.46%	18.70%	21.11%	19.16%	25.76%	48.24%
箱包	57.00%	49.84%	88.18%	75.26%	81.70%	76.19%	43.99%
鞋类	-5.74%	3.73%	2.40%	1.74%	1.38%	-2.00%	-4.17%
运动服饰	15.74%	42.70%	8.48%	-2.67%	-0.52%	-13.52%	-37.40%
合计	5.33%	14.49%	16.97%	12.64%	10.88%	10.76%	5.55%

注: 1) 本表中部分子行业样本较少, 如内衣仅 1 家汇洁股份、箱包仅 1 家开润股份、运动服饰仅 1 家贵人鸟, 子行业代表性有限, 仅供参考。下同。

2) 高端服饰 2017 年及 2018Q1 增速较高, 主要为维格娜丝、歌力思、朗姿股份等存在并表效应增厚影响; 户外收入持续下滑, 主要为探路者旗下旅行业务持续收缩所致; 童装 19Q1 增速较高主要为森马服饰并表 KIDILIZ 及原有业务增长提速贡献; 运动服饰 (贵人鸟) 2019Q1 收入下滑幅度较大主要为处置子公司杰之行、BOY 不再并表影响。

3) 底色红色越深表示收入增速越高、蓝色越深表示降幅越大。下同, 底色红色表示该指标向好、蓝色表示变弱。

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

从归母净利润增速来看, 行业 2017 年回暖、净利润增速转正, 2018 年以来在需求不振、收入增长放缓背景下, 行业合计归母净利润 2018 年、2019Q1 均同比下滑, 19Q1 下滑幅度略有收窄。

分子行业来看, 2018 年运动服饰 (贵人鸟)、户外亏损, 拖累总体行业净利润。其他子行业中, 大众服饰、高端服饰、家纺 2018 年增速较 17 年提升, 童装、鞋类增长转正 (大部分行业 18 年上半年表现较好、贡献全年增速提升), 箱包增速较 17 年放缓, 男装、内衣同比下滑。

19Q1 环比 2018 年来看, 净利润增速提升的子行业为箱包, 男装、内衣增速相比 18 年转正、运动服饰降幅收窄, 户外净利润端正增长、较 18 年亏损较大现好转。其他子行业中, 高端服饰、童装净利润增速放缓, 而大众服饰、家纺、鞋类净利润较 18 年的增长出现下滑。

总结来看, 持续实现净利润增长的子行业为童装、箱包、高端服饰, 户外、运动服饰利润端波动较大, 其他子行业表现基本与行业总体相当。

表 2: 品牌服饰子行业归母净利润合计增速 (%)

归母净利润YOY	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
大众服饰	11.52%	0.49%	22.35%	2.48%	2.96%	0.65%	-6.29%
高端服饰	11.22%	19.21%	32.42%	42.98%	40.53%	23.72%	9.81%
户外	-28.69%	-119.20%	-39.25%	-47.45%	-44.48%	-	24.48%
家纺	-5.79%	16.81%	30.44%	28.88%	23.58%	17.72%	-5.51%
男装	-97.10%	3951.61%	3.30%	21.32%	14.12%	-18.21%	43.48%
内衣	10.77%	21.27%	5.41%	1.30%	-20.73%	-25.48%	8.07%
童装	7.58%	-13.22%	20.68%	23.20%	23.20%	33.46%	14.55%
箱包	26.81%	58.81%	25.29%	38.89%	37.48%	30.23%	31.63%
鞋类	-14.25%	-42.44%	19.89%	3.33%	-2.10%	12.92%	-32.18%
运动服饰	-11.81%	-46.25%	2.20%	-73.51%	-89.14%	-536.01%	-83.66%
合计	-2.79%	7.29%	19.46%	8.87%	7.82%	-4.01%	-1.64%

注: 高端服饰 18 年前三季度增速较高主要为维格娜丝投资收益增加以及朗姿股份仍有并表效应贡献; 户外 2018 年亏损幅度较 2017 年加大; 男装 2017 年增幅较大主要为 16 年基数较低, 19Q1 增幅较大主要为九牧王投资收益、报喜鸟政府补助增加等贡献; 童装 18 年增幅较高主要为森马服饰 17 年净利润下滑、基数较低; 运动服饰 (贵人鸟) 2018 年降幅较大主要为 2018 年出现亏损、且幅度较大。

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

► 盈利能力

行业总体毛利率略升、净利率下降。分子行业来看, 户外、大众服饰、童装毛利率提升, 其他子行业则同比下降; 净利率方面, 2018 年 6 个子行业净利率同比下降、19Q1 下降子行业增加。19Q1 净利率同比提升的户外、男装子行业净利率前期波动较大, 大众服饰、内衣、箱包、运动服饰 2018 年各季度净利率持续同比下降, 高端服饰、家纺、童装、鞋类 19Q1 出现同比下滑。

表 3: 品牌服饰子行业毛利率同比变化情况 (%)

毛利率变化PCT	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
大众服饰	-0.44%	-0.43%	-1.43%	-0.61%	0.12%	1.83%	1.08%
高端服饰	-0.57%	-0.35%	-0.10%	0.69%	0.09%	-1.00%	-2.19%
户外	5.36%	-6.06%	1.39%	4.89%	6.91%	5.18%	8.71%
家纺	0.36%	-2.70%	-0.75%	0.07%	-0.47%	0.26%	-1.50%
男装	-3.07%	2.56%	1.50%	1.01%	-0.40%	-1.11%	-0.30%
内衣	-0.29%	-0.44%	0.87%	1.20%	0.59%	-0.25%	-1.96%
童装	0.59%	-2.09%	-1.73%	-1.06%	0.12%	3.13%	1.88%
箱包	-1.61%	0.86%	-3.17%	-6.35%	-5.99%	-3.63%	-0.79%
鞋类	1.61%	-0.23%	-0.08%	0.00%	-0.09%	-0.30%	-1.64%
运动服饰	-4.62%	-6.13%	-1.99%	-5.67%	-8.38%	-5.80%	-3.36%
合计	-0.01%	-0.12%	-0.22%	0.21%	0.23%	1.00%	0.29%

注: 户外毛利率变动较大、18 年以来提升幅度较大主要为业务结构变化、毛利率较低的旅行业务收缩占比下降所致。

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

表 4：品牌服饰子行业归母净利润率同比变化情况 (%)

归母净利润率变化PCT	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
大众服饰	0.20%	-0.64%	0.60%	-1.05%	-0.73%	-1.12%	-1.58%
高端服饰	0.70%	-4.88%	-1.38%	1.62%	2.03%	0.72%	-0.32%
户外	-0.81%	-8.01%	-2.32%	-2.53%	-1.30%	-3.36%	3.71%
家纺	-1.47%	-1.08%	0.86%	0.95%	0.81%	0.66%	-0.78%
男装	-9.56%	9.56%	-2.03%	0.18%	-0.46%	-3.03%	4.10%
内衣	0.18%	1.46%	-0.35%	-1.51%	-4.07%	-3.37%	-1.18%
童装	-0.54%	-2.82%	0.19%	0.20%	0.39%	0.58%	-2.56%
箱包	-2.58%	0.65%	-4.17%	-2.53%	-2.86%	-2.99%	-0.71%
鞋类	-0.74%	-3.30%	1.70%	0.15%	-0.27%	0.63%	-3.41%
运动服饰	-4.01%	-8.00%	-0.63%	-5.99%	-5.69%	-29.22%	-7.56%
合计	-0.84%	-0.64%	0.25%	-0.39%	-0.30%	-1.26%	-0.83%

注：户外 2017 年降幅较大主要为探路者现亏损；男装 2017 年净利率提升幅度较大主要为当年部分公司扭亏，19Q1 净利率提升明显主要为九牧王投资收益、报喜鸟政府补助等收益增厚贡献；运动服饰 2018 年净利率降幅较大主要为贵人鸟亏损所致。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

➤ 营运能力

全行业存货周转天数 2018 年同比加快、19Q1 放缓。其中，2018 年较 2017 年、19Q1 较 2018 年存货周转天数持续加快的子行业为男装、箱包和鞋类，家纺、童装、运动服饰则持续放缓；高端服饰 2018 年较 2017 年周转放缓、但 19Q1 加快；其他子行业表现与行业总体一致。

应收账款周转天数 2018 年、19Q1 持续放缓，子行业中，2018 年家纺、男装、内衣、童装、箱包表现相对好于行业总体、应收账款周转加快，但 19Q1 放缓；另外，高端服饰 18 年虽周转放缓，但 19Q1 好转、周转天数缩短。

表 5：品牌服饰子行业平均存货周转天数 (天)

存货周转天数	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
大众服饰	263	236	175	197	228	195	196
高端服饰	306	247	247	279	292	276	264
户外	197	193	215	181	225	190	263
家纺	192	177	203	210	220	178	214
男装	303	270	189	228	229	216	187
内衣	349	315	288	285	330	300	322
童装	150	152	178	183	207	169	207
箱包	63	87	81	87	74	83	82
鞋类	335	332	300	313	317	303	265
运动服饰	86	82	84	95	95	89	133
合计	252	230	211	226	243	218	224

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

表 6: 品牌服饰子行业平均应收账款周转天数 (天)

应收账款周转天数	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
大众服饰	28	28	25	27	33	31	34
高端服饰	34	33	36	36	38	37	34
户外	31	31	48	50	42	42	71
家纺	42	37	38	38	40	36	38
男装	57	49	43	49	53	47	49
内衣	31	29	34	30	29	28	31
童装	43	43	50	47	48	43	49
箱包	62	55	48	42	-	39	42
鞋类	79	84	90	92	66	94	98
运动服饰	241	194	190	209	216	202	254
合计	49	47	49	51	48	50	56

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

➤ 经营净现金流

行业 2018 年、19Q1 经营净现金流占比收入比例变化不大, 其中 2018 年同比下滑、19Q1 同比回升。子行业中, 拉长时间观察 2017 年及 2018 年各季度累计数据, 高端服饰、运动服饰、鞋类该比例持续为正、现金流持续净流入, 户外则连续净流出、现金流压力加大。其他子行业波动较大, 2018 年前三季度现金净流出较多 (冬装备货影响等)、四季度以来销售旺季中现金流入增加、现金流呈现改善。19Q1 行业现金流占收入比例回升背景下, 19Q1 现金流占比同比提升的子行业有高端服饰、户外、家纺、男装、箱包。

表 7: 品牌服饰子行业经营净现金流/收入比例 (%)

经营净现金流/收入比例%	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
大众服饰	8.45%	8.01%	8.80%	0.36%	-1.58%	7.73%	8.03%
高端服饰	17.42%	17.33%	15.16%	11.72%	10.39%	13.07%	21.82%
户外	8.87%	-3.83%	-26.22%	-12.16%	-10.44%	-3.42%	-6.83%
家纺	13.94%	9.91%	-2.81%	-4.21%	-7.87%	7.22%	10.46%
男装	14.95%	19.68%	7.11%	-2.66%	-1.00%	8.58%	8.72%
内衣	10.38%	22.58%	11.28%	15.19%	10.60%	5.51%	-1.52%
童装	8.24%	15.43%	10.11%	1.35%	-0.48%	5.82%	-2.97%
箱包	11.34%	13.25%	-19.68%	7.40%	7.89%	7.13%	-2.79%
鞋类	7.25%	8.23%	3.50%	7.99%	3.58%	9.79%	2.75%
运动服饰	10.36%	19.47%	33.17%	36.10%	11.20%	19.89%	14.57%
合计	10.11%	10.35%	6.90%	2.76%	0.07%	8.33%	8.16%

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

➤ 计提资产减值损失

2018 年及 19Q1 行业计提压力加大, 计提资产减值损失及信用减值损失占收入比例同比持续提升。子行业中, 2018 年计提损失比例下降的为高端服饰、鞋类, 其他均上升; 2019Q1 除高端服饰、家纺、男装计提比例下降外, 其他子行业均同比提升。

拉长时间观察 2016 年以来资产减值损失+信用减值损失/收入比例，绝对值较高或波动较大的子行业为运动服饰、户外、男装；占比持续较低、计提影响相对较小的子行业为高端服饰、家纺、箱包。

表 8：品牌服饰子行业计提损失/收入比例 (%)

计提损失/收入比例%	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
大众服饰	2.52%	2.68%	2.20%	2.54%	2.64%	3.31%	2.65%
高端服饰	1.72%	2.73%	1.09%	-0.22%	0.31%	1.18%	1.08%
户外	1.89%	6.97%	0.72%	4.12%	3.08%	9.42%	1.04%
家纺	0.87%	0.78%	0.02%	0.88%	0.72%	1.01%	-0.32%
男装	9.71%	6.50%	3.47%	3.71%	4.43%	6.60%	2.31%
内衣	0.68%	0.98%	0.26%	1.23%	1.15%	2.12%	0.52%
童装	1.99%	2.88%	2.34%	2.32%	2.39%	4.49%	2.65%
箱包	0.52%	0.27%	0.43%	-0.06%	0.24%	0.35%	0.44%
鞋类	2.21%	5.15%	1.36%	0.65%	1.28%	2.26%	1.64%
运动服饰	0.28%	1.70%	-5.34%	-1.56%	0.96%	5.37%	11.23%
合计	2.62%	3.00%	1.58%	1.79%	2.03%	3.08%	2.05%

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

➤ 子行业业绩总结

不同子行业所处发展阶段、生命周期不同，业绩表现不一，针对以上财务指标情况总结如下表：

表 9：子行业 2018 年及 2019Q1 财报总结

子行业	上市公司样本数 (家)	2018 年合计收入占比 (%)	2018 年及 19Q1 财报总结
大众服饰	7	52%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 成熟度较高的品类，拥有海澜之家、森马服饰等大体量龙头公司，总体收入增长表现较为稳健、波动较小，在 18Q1 消费旺盛期间其增速在子行业中排名处于中游，但在 18Q2 以来消费疲软背景下收入增速放缓幅度较小、整体增长较稳定。 ✓ 其他各项指标表示盈利能力的毛利率、净利率，现金流占收入比例，以及计提比例等变化也较小。 ✓ 龙头公司的规模效应和积极变革提效举措在行业中较为领先，体现在应收账款周转天数靠前、对下游议价能力强，同时存货周转天数近年来明显缩短、经营效率明显向好。
高端服饰	6	7%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 收入端呈现放缓，一方面受到消费疲软影响，另一方面与部分公司并表效应减弱亦有关系。 ✓ 表现有所分化，在消费疲软中，比音勒芬、地素时尚收入增速不降反升。 ✓ 高端服饰特点是倍率高、客群粘性高、对渠道质量要求高，走“高价少量”路线、单款生产铺货量不大，从而毛利率高、费用率高，现金流良好、计提比例低。另外，虽然存货周转天数明显高于其他子行业，但结合其高倍率及低计提特征、存货风险较小，应收账款周转也是所有子行业中排名靠前的。
童装	5	15%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 景气度较高，增速为所有子行业中靠前者，且不断加速、趋势向好。 ✓ 其中森马服饰旗下巴拉巴拉龙头地位稳固、一枝独秀，体量较大。18 年以来随着森马服饰童装持续高增长、休闲装明显好转，收入端增速明显提升，叠加 KIDILIZ 于 18 年 10 月并表增厚，童装行业收入端增速节节攀升。其他公司安奈儿、爱婴室保持了双位数的收入增速，且 18 年表现高于 17 年，起步股份 19Q1 收入增速自个位数提升至双位数。 ✓ 具有费用率低、存货周转相对较快的特点，17 年、19Q1 净利率下降，主要为森马服饰影响，17 年费用增加较大、19Q1 并入 KIDILIZ 亏损等影响净利率。
家纺	5	9%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 较为成熟，收入、利润表现与行业总体较为一致、呈现放缓态势。 ✓ 盈利能力净利率指标变化较小、相对稳定，同时其亮点在于计提损失占比较低，周转、现金流等指标处于子行业中的中游水平。

男装	5	8%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 近几年收入端有所改善，2017 年以来收入保持了双位数增长、19Q1 放缓至个位数。 ✓ 利润端，2016 年~2018 年因部分公司亏损、拖累行业净利润致波动较大。19Q1 净利润增幅较高，主要为九牧王投资收益、报喜鸟政府补助增加较多等贡献。 ✓ 男装在存货周转上有所改善，但计提占比在子行业中偏高。
鞋类	5	11%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 销售表现较弱、收入增速在正负个位数中波动，净利润方面波动较大、19Q1 下滑幅度较大主要为多家公司净利润均现下滑。 ✓ 存货和应收账款周转天数在子行业中偏长。
户外	3	4%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 收入波动较大，17 年收入增速转正但 18 年以来再次下滑、持续至今。 ✓ 其中，探路者旅行业务收入规模大但处于亏损，公司近年来主动收缩致收入端持续下滑，18 年利润亏损，但 19Q1 净利润已回升明显；牧高笛、三夫户外 19Q1 收入和利润明显下滑。 ✓ 户外子行业经营现金流持续为负、压力较大，同时计提比例较高。
箱包	1	1%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 开润股份凭借小米渠道快速发展、收入持续高增长，但由于业务处于扩张期、拓展 2B 新客户，净利润增速低于收入。
内衣	1	2%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 汇洁股份收入增长相对稳健，18 年以来收入增速波动中提升，但费用端压力较大、致净利润 18 年出现下滑。
运动服饰	1	2%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 贵人鸟近年来业务调整、原有运动鞋服业务持续收缩未见改善，同时 18 年末处置了部分子公司不再并表影响收入和利润端，应收账款周转和计提方面压力较大。
合计	39	100%	-

注：森马服饰分属于大众服饰和童装两个子行业，合计样本上市公司数为 38 家。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

总结而言，2018 年以来在终端需求不振背景下，行业的回暖节奏受到干扰，体现在收入端增长放缓，盈利能力、周转、计提等多项指标陆续走弱。分子行业来看，不同子行业发展程度不同，表现出的财报特点不同，重点关注指标亦不同，如**童装、箱包、内衣一类高景气、成长性较好的品类**收入增速绝对值水平较高，在消费环境不佳背景下收入增速放缓幅度相对较小，但同时考虑到行业处于发展前期、公司经营重点在扩大规模、抢占份额，净利率等方面有一定牺牲；**高端服饰、大众服饰、家纺作为相对成熟的品类**，收入增速上虽跟随行业总体有所放缓、但拉长周期来看波动相对较小、主要财务指标表现相对稳健。

横向对比子行业来看，基于行业景气度和未来增速角度，结合业内公司经营质地和行业地位，建议关注童装等子行业；对于较成熟的品类，更加注重龙头公司经营能力的提升、从而在经济下行不利环境中财务表现更为稳健、体现出相对较强的抗风险能力，标的选择相比于行业更加看重公司个体表现。

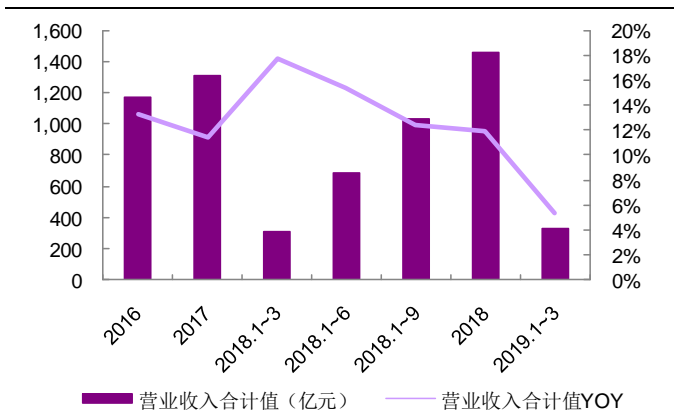
2、纺织制造行业：贸易环境及汇率等多重影响

我们统计了纺织制造行业分属于 12 个子行业的 44 家公司（见附录表 15），行业 2018 年合计收入 1465.53 亿元、同比增 11.93%，2019Q1 合计收入 328.76 亿元、同比增 5.36%，2018 年以来收入增速持续放缓；行业净利润波动较大，归母净利润合计 2018 年为 32.98 亿元、同比降 57.91%，2019Q1 为 20.93 亿元、同比增 62.05%大幅回升。

总体来看行业 2018 年全年收入增速虽较 2017 年略提升，但各季度来看波动中放缓、18Q1 增速为高点。19Q1 收入增幅放缓至最低。作为上游行业，2018 年国内服装消费需求疲软，以及外部出口环境变化较大、中美贸易摩擦影响海外客户下单积极性，影响纺织制造行业收入端的增长。但 2018 年以来人民币汇率呈贬值，对收入端有一定提升作用。

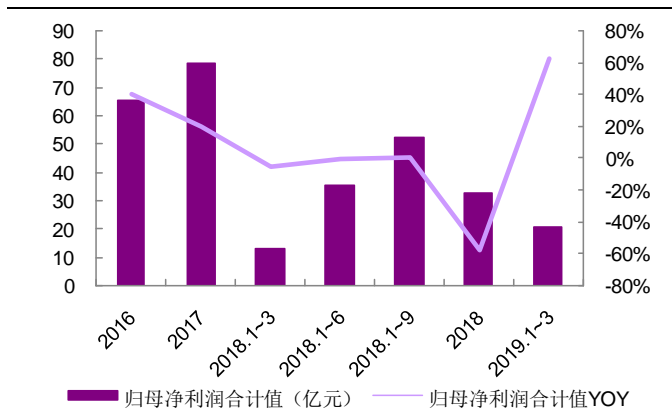
在收入增速放缓背景下，叠加 2018 年行业中部分公司（中银绒业、浔兴股份等）大额计提资产减值损失致净利润下滑幅度较大。19Q1 收入继续放缓但净利润回升幅度较大，主要为部分公司投资类收益贡献较大，如华茂股份持有股票类资产确认公允价值变动收益 4.05 亿元、致当期净利润大增 359.13%。

图 18：纺织制造行业营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

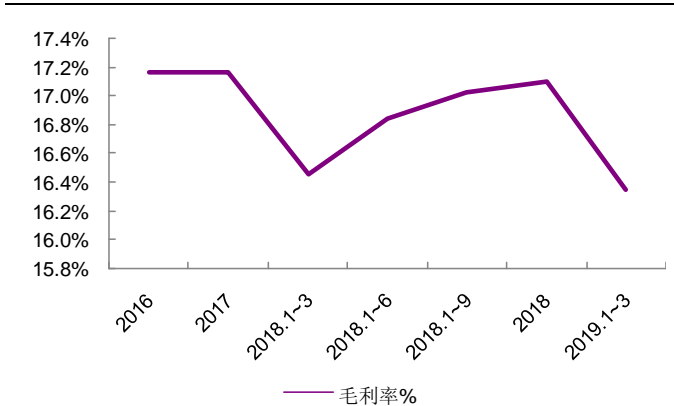
图 19：纺织制造行业归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

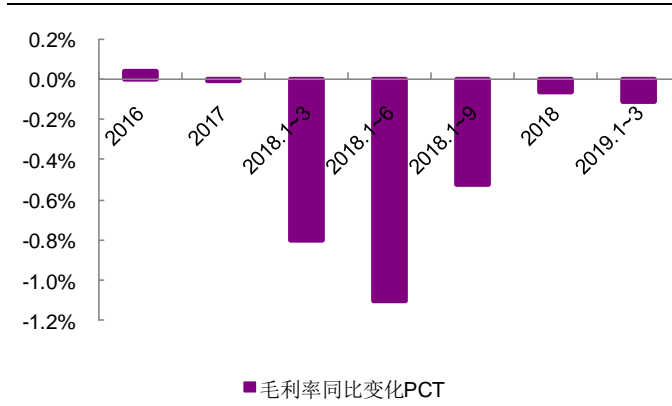
行业盈利能力方面，毛利率同比降幅收窄，环比先提升后下降。2018 年行业毛利率为 17.10%、同比下降 0.06PCT 基本持平，降幅自 2018 年中期以来至年末持续收窄；19Q1 为 16.34%、同比下降 0.11PCT。其中，2018Q2-Q4 人民币兑美元贬值幅度加大，利好纺织制造出口型企业毛利率环比提升。

图 20：纺织制造行业毛利率情况（%）



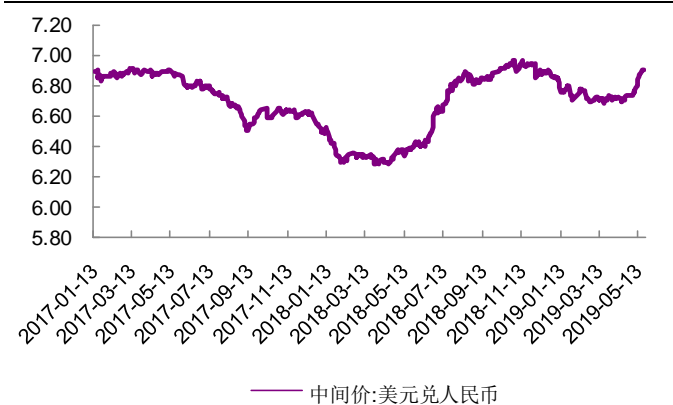
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 21：纺织制造行业毛利率变化幅度（PCT）



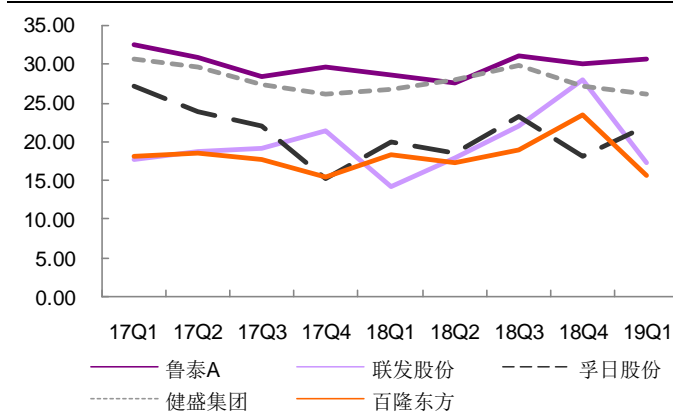
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 22: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind

图 23: 代表性纺织制造企业单季度毛利率走势 (%)

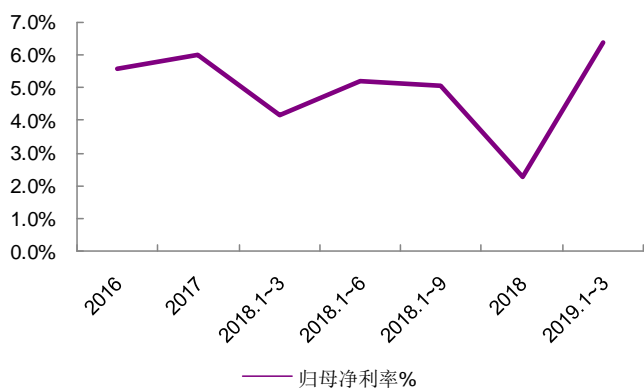


资料来源: Wind

归母净利率 2018 年下降幅度较大, 同比降 3.74PCT 至 2.25%; 19Q1 净利率有所回升, 同比升 2.23PCT 至 6.37%, 提升幅度较大为部分公司投资类收益贡献。

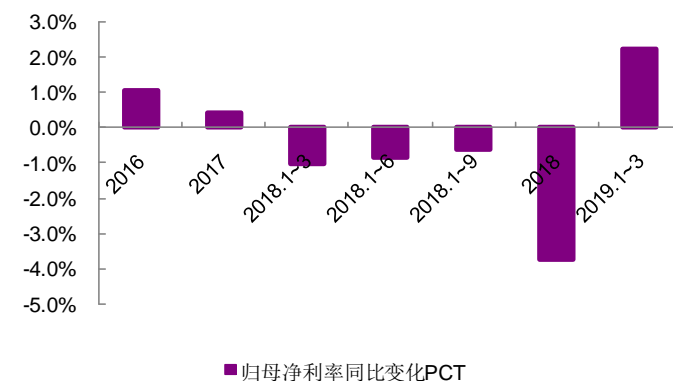
净利率波动主要来自于计提及投资类收益的影响。行业毛利率变化不大, 同时费用率方面, 2018 年、19Q1 分别同比提升 0.40PCT、0.55PCT。

图 24: 纺织制造行业归母净利率 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 25: 纺织制造行业归母净利率变化幅度 (PCT)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

➤ 子行业分析

以子行业中上市公司为样本统计, 棉纺织、服装制造、贸易、毛纺四个子行业收入占比较高, 分别为 31%、21%、12%、10%, 其他子行业规模较小。大部分子行业 2018 年以来收入增速逐季放缓, 其中印染 18Q4 增幅较高主要为航民股份并表所致, 贸易子行业 2018 年各季度增幅较高主要为申达股份并表所致。

拉长周期来看, 持续增长、增速较高或较稳定的子行业为针织、棉纺织、印染、丝麻制品; 产业用纺织品、其他制造、化纤类波动较大, 服装制造、毛皮持续下滑, 贸易、辅料因有收购影响波动较大。

表 10: 纺织制造子行业营业收入同比增速 (%)

营业收入YOY	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
棉纺织	12.48%	19.93%	16.89%	14.59%	13.67%	9.79%	9.26%
针织	2.88%	31.80%	39.03%	35.53%	30.56%	25.26%	25.12%
印染	3.65%	13.53%	19.71%	20.48%	16.40%	61.63%	47.99%
产业用纺织品	24.44%	10.02%	-2.62%	0.55%	-1.88%	-2.16%	16.01%
服装制造	16.58%	-3.25%	-4.32%	-3.92%	-7.88%	-6.65%	-9.66%
辅料	14.90%	33.88%	60.98%	28.65%	25.36%	11.15%	-8.98%
化纤	18.29%	21.60%	13.34%	13.30%	12.04%	9.01%	-9.43%
毛纺	19.63%	7.18%	21.70%	13.60%	10.11%	18.57%	18.18%
毛皮	5.50%	-7.02%	-14.64%	-10.89%	-9.81%	-13.97%	-4.46%
贸易	11.22%	26.23%	82.89%	84.52%	76.20%	42.78%	-8.27%
丝麻织品	-0.39%	21.71%	30.43%	24.61%	14.29%	14.39%	25.26%
其他制造	3.85%	11.86%	30.46%	13.01%	5.71%	5.72%	12.28%
合计	13.25%	11.40%	17.71%	15.40%	12.36%	11.93%	5.36%

注: 18 年以来印染增速较高主要为航民股份并表影响; 贸易 2018 年收入增幅较高主要为申达股份并表影响。

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

归母净利润端波动相比收入端更大, 2018 年全行业净利润降幅较大、主要为毛纺子行业中中银绒业亏损较大拖累所致。

分拆来看, 棉纺织、针织 2018 年净利润保持正增长、但较 17 年放缓, 19Q1 增速有所回升; 印染 2018 年、19Q1 增速同比持续提升; 毛皮 2018 年净利润增幅较大主要为华斯股份扭亏, 丝麻织品增幅较大主要为华升股份扭亏。其他子行业表现持续下滑或者波动较大, 其中毛纺 2018 年以来持续亏损, 2018 年辅料、19Q1 其他制造均为亏损状态, 拖累总体业绩。19Q1 贸易增幅较大主要为申达股份出售子公司获得较大收益贡献。

表 11: 纺织制造子行业归母净利润同比增速 (%)

归母净利润YOY	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
棉纺织	36.41%	6.91%	12.27%	13.14%	17.90%	4.98%	61.43%
针织	33.11%	2.07%	21.47%	54.01%	53.90%	24.73%	45.93%
印染	16.34%	4.15%	2.70%	14.30%	15.42%	17.94%	21.71%
产业用纺织品	54.34%	18.60%	-26.45%	-18.16%	-22.84%	-60.29%	-7.56%
服装制造	4.57%	-21.70%	-32.05%	-35.70%	-42.94%	-65.96%	-55.19%
辅料	29.55%	16.81%	15.06%	-4.53%	-4.32%	-170.20%	-33.23%
化纤	449.71%	61.07%	4.92%	16.45%	24.62%	-5.98%	-30.21%
毛纺	-	-	-	-	-	-	-
毛皮	91.99%	-76.50%	-22.89%	19.18%	18.66%	497.24%	53.01%
贸易	118.52%	-25.33%	-49.15%	-14.57%	-36.40%	-36.49%	1066.38%
丝麻织品	41.47%	-63.47%	159.67%	83.06%	79.83%	289.44%	54.11%
其他制造	-169.55%	33.91%	-16.22%	-150.42%	-266.90%	-15.36%	-96.70%
合计	40.14%	19.64%	-5.53%	-0.36%	-0.06%	-57.91%	62.05%

注: 辅料 18 年降幅较大主要为净利润亏损所致; 毛纺近年来多次亏损、增速此处省略; 贸易 19Q1 净利润增幅较大主要为申达股份出售子公司获得较大收益贡献; 丝麻织品 2018 年增幅较大主要为华升股份减亏所致。

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

盈利能力方面，行业毛利率在 18 年下半年开始降幅略有收窄，大部分子行业与总体一致；净利率方面，2018 年行业净利率下降主要为毛纺、辅料等子行业亏损导致，其他子行业中棉纺织、针织、贸易、其他制造基本持平，毛皮、丝麻织品净利率有所提升。19Q1 占比较大的子行业棉纺织、贸易等净利率提升较为明显。

表 12：纺织制造子行业毛利率同比变化幅度 (PCT)

毛利率同比变化PCT	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
棉纺织	-0.03%	-1.62%	-2.48%	-2.69%	-1.76%	-0.16%	-0.18%
针织	-0.02%	0.95%	-1.25%	-1.16%	-0.44%	-0.28%	-2.09%
印染	1.60%	-1.41%	-1.63%	-1.86%	-0.93%	-3.83%	-3.10%
产业用纺织品	-2.23%	-0.68%	-3.27%	-5.20%	-4.26%	-6.83%	-2.46%
服装制造	-1.43%	1.14%	2.22%	1.77%	2.27%	1.97%	0.54%
辅料	2.40%	-0.08%	4.99%	0.86%	0.60%	-0.99%	-2.84%
化纤	4.28%	2.39%	-3.12%	-1.84%	-1.06%	-2.48%	-0.03%
毛纺	0.55%	-0.01%	0.55%	-2.43%	-2.79%	0.36%	2.38%
毛皮	0.36%	-0.16%	-0.63%	-0.15%	0.62%	3.51%	2.55%
贸易	2.48%	-0.10%	-1.35%	0.47%	0.79%	0.07%	-0.44%
丝麻织品	0.26%	-2.27%	-4.15%	-2.65%	-1.48%	0.00%	1.02%
其他制造	-0.39%	-1.07%	-1.87%	0.41%	1.41%	3.12%	4.28%
合计	0.04%	-0.01%	-0.80%	-1.10%	-0.52%	-0.06%	-0.11%

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

表 13：纺织制造子行业归母净利率同比变化幅度 (PCT)

归母净利率同比变化PCT	2016	2017	2018.1~3	2018.1~6	2018.1~9	2018	2019.1~3
棉纺织	1.51%	-0.93%	-0.30%	-0.11%	0.30%	-0.34%	3.53%
针织	2.51%	-2.49%	-1.30%	1.31%	1.72%	-0.04%	1.49%
印染	1.00%	-0.76%	-1.02%	-0.42%	-0.07%	-2.28%	-1.09%
产业用纺织品	2.39%	0.96%	-2.63%	-1.89%	-2.33%	-7.89%	-1.65%
服装制造	-0.52%	-0.87%	-1.42%	-1.49%	-1.42%	-2.34%	-1.76%
辅料	1.40%	-1.58%	-0.82%	-3.13%	-2.97%	-17.59%	-0.55%
化纤	7.96%	3.29%	-1.03%	0.43%	1.51%	-1.85%	-2.93%
毛纺	1.36%	10.75%	0.90%	-1.71%	-2.35%	-21.19%	0.47%
毛皮	1.68%	-2.79%	-0.46%	1.42%	1.32%	5.60%	2.56%
贸易	1.43%	-1.19%	-2.37%	-1.09%	-1.34%	-0.96%	10.71%
丝麻织品	1.05%	-2.49%	0.97%	0.84%	0.99%	2.57%	0.45%
其他制造	9.16%	0.72%	4.64%	3.56%	3.43%	-0.88%	8.09%
合计	1.07%	0.41%	-1.02%	-0.82%	-0.63%	-3.74%	2.23%

注：棉纺织 19Q1 净利率提升较大主要为华茂股份等公允价值变动收益较大贡献；辅料 2018 年下滑幅度较大主要为浔兴股份计提大增导致亏损；毛纺 2018 年净利率下滑幅度较大主要为中银绒业确认大额资产损失致亏损；贸易 19Q1 净利率提升幅度较大主要为申达股份出售子公司获得较大收益贡献；其他制造 19Q1 净利率提升幅度较大主要为嘉麟杰扭亏所致。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

总结来看，纺织制造行业在 2018 年以来的国内外需求均走弱背景下收入增长呈现放缓，其中国内下游服装消费疲软至今尚未见明显好转，国外需求方面中美贸易摩擦近期有升温态势、尚存不确定性，收入端增速压力仍存。净利润方面，18 年在毛利率持平、费用率略增背景下，行业净利润下滑幅度较

大主要为部分亏损公司计提大额资产减值损失所致，19Q1 净利润虽然有回升，主要为投资类收益增加贡献，行业毛利率、费用率未有明显变化，净利润的回升形势可持续性较低。

纺织制造行业子行业较多，行业分散、龙头份额不高，上市公司质地参差不齐。总体来看，建议关注增速持续稳健的子行业如棉纺织、印染、针织等。

3、投资建议

3.1、品牌服饰行业

从行业销售的影响因素来看，多重影响存在：

1) 18Q2 以来终端消费持续疲软，不仅是服装行业，其他消费（尤其可选消费）增速亦出现放缓。宏观经济下行预期、消费大环境的景气度减弱持续影响服装行业的销售，该因素虽暂时未见明显改善，但从去年年末国家陆续出台多个减税降费政策而言，鼓励消费的大方向可以预见，在宏观经济平稳运行背景下，期待消费端实现传导、呈现增速的逐步修复。

2) 19 年一季度存在一次性高基数因素（19 年春节早于 18 年从而减少了节前销售旺季时间、18 年存在冷冬利好等），高基数因素在 19 年 1~2 月体现较为明显、当期服装行业零售增速放缓至低点 1.8%，3 月高基数影响逐步消除、服装行业零售增速亦回升到 6.6%（一季度累计增长 3.3%），19Q2 开始期待行业增速在基数效应减弱下实现逐步修复。

中长期从品类和标的选择思路来看，我们基于美日近 10 余年服装行业发展特征，建议关注景气度持续较高的童装、运动服饰子行业以及凭借性价比优势不断壮大、跑赢行业的大众服饰龙头。基于终端需求暂时仍待修复，我们当前建议关注以下业绩增长持续性较好的稳健性行业龙头公司：**海澜之家**（男装龙头地位强、定位性价比优势突出，短期有回购利好），**森马服饰**（童装行业景气度高、处于生命周期前端，龙头优势稳固），**安踏体育**（运动服饰行业景气度高，多品牌培育能力得到验证），**南极电商**（定位性价比、拓展多品类发展空间较大），**比音勒芬**（定位运动时尚品类具有赛道优势，外延开店、内生同店共促增速较高）。另外，基于一二线城市地产回暖，地产后周期相关的家纺龙头有望得到一定增量利好，建议关注市占率第一的**罗莱生活**。

3.2、纺织制造行业

18 年行业外部影响因素错综复杂，18Q2 开始中美贸易摩擦逐步升温、影响国外客户下单积极性，同时叠加国内消费亦出现疲软，纺织制造行业收入端增速随之放缓。而同时，汇率贬值增厚行业收入、以及提升毛利率等多个指标，在净利润端带来一定利好。

19 年一季度，行业仍然表现出收入增速放缓、净利率提升的状态，其中投资类收益增加对净利润贡献较大、持续性较低。

短期来看，仍需继续关注中美贸易摩擦进展和汇率走向，外部不确定性暂未消除。截至目前美国将 2000 亿美元中国出口美国产品加征 25% 关税、目前覆盖纺织服装类产品范围较小，但若贸易摩擦进一步升级、关税加征范围扩大至全部出口美国的 5000 多亿美元产品，纺织服装产品将受到较大影响。

分析贸易摩擦对行业的影响，短期而言影响需求环境及中国纺织制造产业在国际的竞争力，长期将加速订单向外转移。1) 短期来看，在目前实质性加征关税对行业直接影响不大的背景下，海外客户出于对后续贸易环境的不确定性考虑、下单积极性明显减弱，纺织服装出口企业接单已经受到波及。未来若加征关税继续实施、范围扩大，国内出口美国的纺织服装产品将面临关税上升、国际竞争力下降的局面。2) 长期而言，我国纺织制造行业在近年来国内人工成本等刚性上升背景下、国际竞争力已逐步减弱，东南亚等低成本地区逐步崛起，订单呈现向外转移趋势，中美贸易摩擦将加速该进程，给我国纺织制造产业带来不利影响。

从业内公司角度，纺织制造行业充分竞争、参与者众多、平均规模小，龙头份额不高。行业长期向外转移趋势以及短期不确定性的加大，将促使行业优胜劣汰加剧。国内纺织制造产能受到上述贸易摩擦的不利影响，但部分龙头公司已率先开展全球化产能布局，向东南亚等低成本地区转移，如针织龙头申洲国际，纱线龙头天虹纺织，色织龙头鲁泰、联发，色纺龙头百隆东方、华孚时尚等，这些拥有海外产能的纺织制造企业具有相对优势，可通过订单转移来适当缓解美方加征关税影响。龙头企业的规模效应、全球化布局、议价能力高等优势将使其跑赢同业，有利于竞争力和份额的持续提升，促使行业集中度提升、强者恒强。

4、风险分析

- 1) 宏观经济增速下行致需求不景气、终端消费持续疲软，影响品牌服饰行业及其他可选消费品类的销售。
- 2) 汇率波动风险影响纺织制造出口型企业业绩。汇率若出现升值或者大幅波动，可能影响出口型企业的人民币计订单价格及汇兑损益，以及产品的国际竞争力。
- 3) 中美贸易摩擦继续发酵，影响纺织制造出口型企业业绩。中美贸易摩擦若继续升级，短期一方面可能直接影响企业关税税率、从而影响企业产品的国际竞争力，另一方面也可能间接影响产业链上企业下单积极性；长期将加速订单向国外转移。
- 4) 棉价下跌或大幅波动的风险。棉价下跌或大幅波动不利于棉纺织企业的原材料成本控制，棉纺织企业需要储备一定量的原材料，棉价下跌或者大幅波动可能导致企业原材料成本难以传导至订单端，从而影响企业盈利能力。

附录

表 14: 纺织制造行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司	行业	代码	公司
棉纺织	000726.SZ	鲁泰 A	产业用纺织品	000955.SZ	欣龙控股	辅料	002003.SZ	伟星股份
	000850.SZ	华茂股份		002516.SZ	旷达科技		002098.SZ	浔兴股份
	002042.SZ	华孚时尚		300658.SZ	延江股份	603055.SH	台华新材	
	002083.SZ	孚日股份	服装制造	603238.SH	诺邦股份	毛纺	000779.SZ	三毛派神
	002087.SZ	新野纺织		002687.SZ	乔治白		000982.SZ	*ST 中绒
	002394.SZ	联发股份		002776.SZ	柏堡龙		002193.SZ	如意集团
	601339.SH	百隆东方		300526.SZ	中潜股份		600220.SH	江苏阳光
针织	002634.SZ	棒杰股份		600107.SH	美尔雅		601599.SH	鹿港文化
	600493.SH	凤竹纺织		600137.SH	浪莎股份		603889.SH	新澳股份
	603558.SH	健盛集团		600630.SH	龙头股份		002494.SZ	华斯股份
印染	600370.SH	三房巷	601718.SH	际华集团	毛皮	002674.SZ	兴业科技	
	600448.SH	华纺股份	603665.SH	康隆达		603477.SH	振静股份	
	600987.SH	航民股份	丝麻织品	002404.SZ	嘉欣丝绸	贸易	600626.SH	申达股份
其他制造	002486.SZ	嘉麟杰		600156.SH	华升股份		600689.SH	上海三毛
	300591.SZ	万里马		600232.SH	金鹰股份			

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 15: 品牌服饰行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司	行业	代码	公司
大众服饰	002269.SZ	美邦服饰	户外	002780.SZ	三夫户外	内衣	002763.SZ	汇洁股份
	002563.SZ	森马服饰		300005.SZ	探路者	童装	002563.SZ	森马服饰
	600398.SH	海澜之家		603908.SH	牧高笛		002762.SZ	金发拉比
	600400.SH	红豆股份	家纺	002293.SZ	罗莱生活		002875.SZ	安奈儿
	603157.SH	拉夏贝尔		002327.SZ	富安娜		603557.SH	起步股份
	603196.SH	日播时尚		002397.SZ	梦洁股份	603214.SH	爱婴室	
	603877.SH	太平鸟		002761.SZ	多喜爱	300577.SZ	开润股份	
高端服饰	002612.SZ	朗姿股份	603365.SH	水星家纺	鞋类	002291.SZ	星期六	
	002832.SZ	比音勒芬	002029.SZ	七匹狼		603001.SH	奥康国际	
	603518.SH	维格娜丝	002154.SZ	报喜鸟		603116.SH	红蜻蜓	
	603587.SH	地素时尚	002569.SZ	*ST 步森		603608.SH	天创时尚	
	603808.SH	歌力思	002656.SZ	摩登大道		603958.SH	哈森股份	
	603839.SH	安正时尚	601566.SH	九牧王		运动服饰	603555.SH	贵人鸟

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 16: 品牌服饰行业上市公司主要财务指标情况

行业	代码	公司	18年收入增速%	19Q1收入增速%	18年归母净利润增速%	19Q1归母净利润增速%	18年毛利率变化 PCT	19Q1毛利率变化 PCT	18年净利率变化 PCT	19Q1净利率变化 PCT	18年存货周转天数变化	19Q1存货周转天数变化	市值(亿元)
大众服饰	002269.SZ	美邦服饰	18.62	(20.68)	113.24	(23.92)	(2.79)	(1.40)	5.24	(0.09)	(25)	30	66
	002563.SZ	森马服饰	30.71	63.90	48.83	11.06	4.27	2.59	1.30	(3.89)	23	17	305
	600398.SH	海澜之家	4.89	5.23	3.78	6.96	1.89	3.69	(0.19)	0.29	9	25	385
	600400.SH	红豆股份	(8.89)	9.14	(66.06)	6.60	2.63	5.50	(14.08)	(0.04)	(373)	3	93
	603157.SH	拉夏贝尔	13.08	(6.94)	(132.00)	(94.40)	2.79	(1.69)	(7.93)	(7.39)	32	11	22
	603196.SH	日播时尚	5.46	5.46	(54.13)	(71.99)	(0.19)	(2.82)	(4.68)	(5.31)	52	41	20
	603877.SH	太平鸟	7.78	(4.46)	27.51	(34.90)	0.48	2.26	0.92	(2.43)	(1)	22	80
高端服饰	002612.SZ	朗姿股份	13.10	11.78	12.20	(12.54)	0.60	3.48	(0.52)	(1.76)	20	42	35
	002832.SZ	比音勒芬	39.96	27.37	62.16	52.91	(2.13)	0.72	2.71	4.60	28	70	79
	603518.SH	维格娜丝	20.34	(8.71)	43.65	(79.59)	(0.64)	(1.62)	1.41	(7.27)	66	62	24
	603587.SH	地素时尚	7.94	13.53	19.59	32.58	(0.94)	0.24	2.66	4.81	(11)	(19)	96
	603808.SH	歌力思	18.66	8.32	20.74	11.00	(0.63)	(2.23)	0.77	0.08	24	10	49
	603839.SH	安正时尚	16.09	41.46	2.96	10.51	(3.48)	(14.91)	(2.18)	(4.37)	50	(62)	46
户外	002780.SZ	三夫户外	19.62	(18.72)	138.96	(32.64)	0.10	3.05	4.88	0.28	(30)	99	31
	300005.SZ	探路者	(34.34)	(27.06)	(114.40)	82.45	6.53	13.58	(7.50)	8.80	37	44	35
	603908.SH	牧高笛	6.85	(8.19)	(17.69)	(36.03)	(4.10)	0.23	(2.23)	(3.92)	(16)	3	15
家纺	002293.SZ	罗莱生活	3.24	(2.33)	24.92	(7.59)	2.04	0.78	1.60	(0.81)	48	48	83
	002327.SZ	富安娜	11.55	(5.55)	10.11	(16.32)	0.24	(1.14)	(0.24)	(2.00)	4	37	64
	002397.SZ	梦洁股份	19.35	6.94	64.61	12.58	(1.43)	(8.09)	(0.16)	(0.96)	(15)	(32)	45
	002761.SZ	多喜爱	32.61	23.09	20.09	(38.27)	0.23	(3.11)	0.62	(2.85)	(31)	(13)	36
	603365.SH	水星家纺	10.44	0.75	10.77	4.22	(1.25)	0.93	0.03	0.42	(1)	14	47
男装	002029.SZ	七匹狼	14.01	3.13	9.38	9.45	1.93	2.42	(0.76)	0.62	(10)	14	49
	002154.SZ	报喜鸟	19.55	4.67	99.92	159.18	0.72	1.22	0.47	7.19	(45)	19	41
	002569.SZ	*ST步森	(6.99)	(7.29)	(470.36)	134.02	(3.73)	(2.76)	(50.50)	6.14	(19)	(7)	15
	002656.SZ	摩登大道	69.56	28.28	(79.32)	0.40	(13.19)	(8.69)	(12.01)	(1.82)	(185)	(43)	42
	601566.SH	九牧王	6.55	7.20	8.00	40.12	(0.80)	(1.56)	0.08	8.03	(9)	6	81
	002763.SZ	汇洁股份	10.22	15.32	(25.48)	8.07	(0.25)	(1.96)	(2.91)	(1.28)	(15)	34	38
童装	002563.SZ	森马服饰	30.71	63.90	48.83	11.06	4.27	2.59	1.30	(3.89)	23	17	305
	002762.SZ	金发拉比	5.49	(6.73)	(56.85)	(28.51)	(1.81)	3.21	(12.61)	(5.01)	25	83	20
	002875.SZ	安奈儿	17.56	17.71	21.08	30.01	(0.20)	(4.32)	0.20	1.24	30	13	24
	603557.SH	起步股份	4.43	19.11	(7.05)	47.63	0.55	0.32	(1.62)	2.79	8	17	42
	603214.SH	爱婴室	18.12	13.21	28.23	46.44	0.36	1.32	0.34	0.70	(1)	15	36
箱包	300577.SZ	开润股份	76.19	43.99	30.23	31.63	(3.63)	(0.79)	(3.20)	(1.31)	(4)	0	67
鞋类	002291.SZ	星期六	1.87	18.29	102.54	11.15	(3.60)	(4.19)	24.21	(0.33)	(105)	(160)	34
	603001.SH	奥康国际	(6.70)	(15.23)	(39.53)	(33.68)	(0.53)	0.04	(2.43)	(3.07)	(14)	8	41
	603116.SH	红蜻蜓	(6.29)	(3.63)	(48.61)	(20.80)	(0.10)	(1.67)	(5.16)	(1.93)	(3)	(11)	44
	603608.SH	天创时尚	18.37	4.52	28.87	(48.87)	(1.74)	(4.80)	1.22	(8.12)	(21)	(3)	34
	603958.SH	哈森股份	(9.97)	(11.88)	(443.25)	(44.63)	0.32	(2.01)	(6.01)	(3.53)	(3)	(8)	17
运动服饰	603555.SH	贵人鸟	(13.52)	(37.40)	(536.01)	(83.67)	(5.80)	(3.36)	(30.43)	(9.54)	8	49	35

资料来源: Wind, 股价时间为 2019 年 5 月 23 日

表 17: 推荐公司盈利预测表

代码	公司	EPS (元/股)			PE			3年 CAGR(%)	PEG	市值(亿元)
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E			
600398.SH	海澜之家	0.77	0.82	0.87	11	11	10	7%	1.56	385
002563.SZ	森马服饰	0.63	0.69	0.79	18	16	14	13%	1.30	305
2020.HK	安踏体育	1.53	1.84	2.21	28	24	20	20%	1.17	1320
002127.SZ	南极电商	0.36	0.49	0.65	32	24	18	30%	0.78	288
002832.SZ	比音勒芬	1.61	2.26	2.94	27	19	15	32%	0.59	79
002293.SZ	罗莱生活	0.64	0.73	0.83	15	14	12	14%	0.97	83

注: 安踏体育 EPS 单位为人民币, 市值为港元, 计算 PE 时已考虑汇率影响(采用 5 月 23 日汇率 1 港币=0.8790 元人民币)。

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 5 月 23 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼