

纺织服装行业

半年报综述：受经济下行压力及贸易摩擦加剧影响，行业继续承压下行，但个别子行业景气度较高

分析师： 糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师： 赵颖婕



SAC 执证号：S0260518070004



SFC CE.no: BNN845

021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 2019年上半年纺织服装行业营收增速放缓，净利润增速出现下滑

2017年、2018年、2019年上半年，纺织服装行业营收分别增长10.1%、7.6%、0.4%。其中纺织制造板块营收分别增长17.3%、9.6%、0.7%。服装家纺板块营收分别增长7.0%、6.6%、0.3%。纺织制造板块2019年受到中美贸易摩擦升级纺织服装产品被列入加税清单影响，营收增速持续放缓。服装家纺板块受到经济下行压力影响，终端消费趋于低迷，同时由于上年同期基数较高，2019年上半年营收进一步走弱。2017年、2018年、2019年上半年，纺织服装行业扣非后归母净利润分别增长4.0%、1.5%、-15.8%。其中纺织制造板块分别增长2.1%、7.3%、-4.8%。服装家纺分别增长5.0%、-1.3%、-20.7%。纺织制造板块受中美贸易摩擦升级、棉价持续下行影响，扣非后归母净利润2019年上半年增速为负值。服装家纺板块受营收增速放缓影响，加上费用较为刚性，扣非归母净利润波动较大。但个别子行业如童装行业持续景气。

● 2019年上半年纺织服装行业毛利率管理费用率下降，销售费用率上升

2017年、2018年上半年、2019年上半年，纺织服装行业的毛利率分别为30.1%、29.6%、29.9%。其中纺织制造板块的毛利率分别为20.5%、20.0%、19.8%。服装家纺板块的毛利率分别为35.0%、35.1%、36.0%。期间费用率方面，2017年、2018年、2019年上半年，纺织服装行业的销售费用率分别为14.2%、15.6%、16.2%。其中纺织制造板块的销售费用率分别为3.4%、3.4%、3.1%。服装家纺板块的销售费用率分别为19.5%、21.9%、23.2%。纺织服装行业的管理费用率分别为4.6%、5.1%、4.3%，其中纺织制造板块的管理费用率分别为3.3%、3.9%、4.1%，服装家纺板块的管理费用率分别为5.3%、5.8%、4.4%。

● 2019年上半年行业营运指标趋于平稳，上市公司对库存和授信控制较好

2017年、2018年、2019年上半年，纺织服装行业的存货周转率分别为2.4、2.2、2.2。其中纺织制造板块的存货周转率分别为2.7、2.6、2.5。服装家纺的存货周转率分别为2.3、2.0、2.0。纺织服装行业的应收账款周转率分别为9.5、8.8、8.9。其中纺织制造板块的应收账款周转率分别为10.3、10.2、9.2。服装家纺的应收账款周转率分别为9.1、8.1、8.8。其中2019年上半年的存货周转率和应收账款周转率均为年化指标。

● 投资建议

纺织制造板块：关注产业链长，受原材料波动影响较小，且有海外产能布局，能够在一定程度上规避贸易摩擦风险的行业龙头。建议关注：鲁泰A、健盛集团。

服装家纺板块：关注高景气的运动服饰和童装龙头，亦可关注大众高性价比服饰龙头、技术研发积累深厚的专业服饰龙头（含轻奢）。建议关注：比音勒芬、森马服饰、海澜之家、歌力思、探路者、地素时尚、开润股份、安奈儿等。

● 风险提示

宏观经济下滑风险；汇率波动风险；劳动力成本上升风险；原材料价格大幅波动风险。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
鲁泰 A	000726.SZ	人民币	9.15	2019/8/26	买入	12.00	1.00	1.10	9.18	8.35	5.67	5.17	11.39%	11.78%
新野纺织	002087.SZ	人民币	3.50	2019/4/18	买入	5.22	0.47	0.57	7.53	6.14	6.89	6.15	8.91%	9.84%
健盛集团	603558.SH	人民币	8.35	2019/8/5	买入	11.34	0.63	0.74	13.26	11.22	13.53	11.50	8.42%	9.14%
华孚时尚	002042.SZ	人民币	7.21	2019/4/25	买入	8.32	0.52	0.59	13.86	12.28	12.78	11.82	10.24%	10.36%
百隆东方	601339.SH	人民币	3.88	2019/8/11	买入	4.50	0.25	0.34	15.72	11.51	10.65	10.05	4.67%	5.99%
比音勒芬	002832.SZ	人民币	23.79	2019/8/26	买入	39.90	1.33	1.73	17.85	13.72	13.70	10.29	20.96%	23.99%
森马服饰	002563.SZ	人民币	12.03	2019/8/29	增持	15.62	0.71	0.86	16.89	14.02	9.31	7.74	16.13%	18.03%
海澜之家	600398.SH	人民币	8.41	2019/5/1	买入	12.68	0.85	0.94	9.95	8.97	4.92	4.18	25.68%	24.94%
歌力思	603808.SH	人民币	14.19	2019/8/28	买入	18.48	1.32	1.59	10.72	8.94	5.10	3.90	16.56%	17.10%
探路者	300005.SZ	人民币	3.74	2019/8/27	买入	5.04	0.15	0.18	25.51	21.32	16.74	8.75	5.29%	5.96%
富安娜	002327.SZ	人民币	6.70	2019/8/23	买入	8.82	0.63	0.70	10.71	9.59	8.38	7.36	14.47%	15.19%
地素时尚	603587.SH	人民币	21.80	2019/8/27	增持	24.9	1.66	1.84	13.14	11.86	7.27	5.90	19.85%	19.99%
安奈儿	002875.SZ	人民币	17.20	2019/8/21	增持	19.32	0.69	0.86	24.84	19.91	12.50	9.96	9.59%	10.68%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、纺织服装行业概述：经济下行压力叠加中美贸易摩擦升级，行业业绩持续承压	9
二、纺织服装行业 2019 年上半年经营情况回顾	11
1、营业收入	11
2、净利润	12
3、毛利率	14
4、销售费用率、管理费用率	15
5、存货	17
6、应收账款	19
三、部分子行业关键指标统计	20
1、毛纺行业	20
2、棉纺行业	21
3、印染行业	23
4、辅料行业	24
5、男装行业	25
6、女装行业	28
7、休闲服饰行业	30
8、鞋帽行业	32
9、家纺行业	34
10、童装行业	36
四、总结和投资建议	38
1、纺织制造板块：受内外部不利因素影响，业绩持续承压	38
2、服装家纺板块：需求较为低迷，未见回暖迹象，但个别行业持续景气	38
3、投资建议	38
风险提示	39
1、宏观经济下滑	39
2、汇率波动风险	39
3、劳动力成本上升风险	39
4、原材料价格大幅波动风险	39

图表索引

图 1: 纺织服装行业营业收入 (亿元)	9
图 2: 纺织服装行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	9
图 3: 过去三年纺织服装与食品饮料估值比较 PE(TTM)	9
图 4: 过去三年纺织服装与家用电器估值比较 PE(TTM)	9
图 5: 年初以来纺织服装 (申万) 行业市盈率 (TTM)	10
图 6: 年初以来申万 A 股市盈率 (TTM)	10
图 7: 2019 上半年申万纺服与沪深 300 走势	10
图 8: 2019 年二季度申万纺服与沪深 300 走势	10
图 9: 2019 上半年申万纺织制造与沪深 300 走势	10
图 10: 2019 年上半年申万服装家纺与沪深 300 走势	10
图 11: 纺织服装行业营业收入 (亿元)	11
图 12: 纺织制造板块营业收入情况 (亿元)	11
图 13: 服装家纺板块营收情况 (亿元)	11
图 14: 纺织制造细分行业营收增速对比	12
图 15: 服装家纺细分行业营收增速对比	12
图 16: 纺织服装行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	13
图 17: 纺织制造板块净利润 (扣非后归母, 亿元)	13
图 18: 服装家纺板块净利润 (扣非后归母, 亿元)	13
图 19: 纺织制造细分行业扣非归母净利润增速对比	14
图 20: 服装家纺细分行业扣非归母净利润增速对比	14
图 21: 纺织服装行业毛利率	14
图 22: 纺织制造板块毛利率情况	15
图 23: 服装家纺板块毛利率情况	15
图 24: 纺织制造细分行业毛利率对比	15
图 25: 服装家纺细分行业毛利率对比	15
图 26: 纺织服装行业销售费用率及管理费用率	16
图 27: 纺织制造板块销售费用率及管理费用率情况	16
图 28: 服装家纺板块销售费用率及管理费用率情况	16
图 29: 纺织制造细分行业销售费用率对比	17
图 30: 服装家纺细分行业销售费用率对比	17
图 31: 纺织制造细分行业管理费用率对比	17
图 32: 服装家纺细分行业管理费用率对比	17
图 33: 纺织服装行业存货周转率 (次)	18
图 34: 纺织制造板块存货周转率 (次)	18
图 35: 服装家纺板块存货周转率 (次)	18
图 36: 纺织制造细分行业存货周转率对比 (次)	18
图 37: 服装家纺细分行业存货周转率对比 (次)	18
图 38: 纺织服装行业应收账款周转率 (次)	19
图 39: 纺织制造板块应收账款周转率 (次)	19

图 40: 服装家纺板块应收账款周转率 (次)	19
图 41: 纺织制造细分行业应收账款周转率 (次)	20
图 42: 服装家纺细分行业应收账款周转率对比 (次)	20
图 43: 毛纺行业收入情况 (亿元)	20
图 44: 毛纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	20
图 45: 毛纺行业毛利率情况	21
图 46: 毛纺行业销售、管理费用率	21
图 47: 毛纺行业存货周转率 (次)	21
图 48: 毛纺行业应收账款周转率 (次)	21
图 49: 棉纺行业收入情况 (亿元)	22
图 50: 棉纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	22
图 51: 棉纺行业毛利率情况	22
图 52: 棉纺行业销售、管理费用率	22
图 53: 棉纺行业存货周转率 (次)	22
图 54: 棉纺行业应收账款周转率 (次)	22
图 55: 印染行业收入情况 (亿元)	23
图 56: 印染行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	23
图 57: 印染行业毛利率情况	23
图 58: 印染行业销售、管理费用率	23
图 59: 印染行业存货周转率 (次)	24
图 60: 印染行业应收账款周转率 (次)	24
图 61: 辅料行业收入情况 (亿元)	24
图 62: 辅料行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	24
图 63: 辅料行业毛利率情况	25
图 64: 辅料行业销售、管理费用率	25
图 65: 辅料行业存货周转率 (次)	25
图 66: 辅料行业应收账款周转率 (次)	25
图 67: 男装行业收入情况 (除海澜之家, 亿元)	26
图 68: 男装行业净利润 (扣非后归母, 除海澜之家和报喜鸟, 亿元)	26
图 69: 男装行业毛利率情况	26
图 70: 男装行业销售、管理费用率	26
图 71: 男装行业存货周转率 (次)	27
图 72: 男装行业应收账款周转率 (次)	27
图 73: 女装行业收入情况 (亿元)	28
图 74: 女装行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	28
图 75: 女装行业毛利率情况	28
图 76: 女装行业费用率	28
图 77: 女装行业存货周转率 (次)	29
图 78: 女装行业应收账款周转率 (次)	29
图 79: 休闲服饰行业收入情况 (亿元)	30
图 80: 休闲服饰行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	30
图 81: 休闲服饰行业毛利率情况	31
图 82: 休闲服饰行业销售、管理费用率	31

图 83: 休闲服饰行业存货周转率 (次)	31
图 84: 休闲服饰行业应收账款周转率 (次)	31
图 85: 鞋帽行业收入情况 (亿元)	33
图 86: 鞋帽行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	33
图 87: 鞋帽行业毛利率情况	33
图 88: 鞋帽行业销售、管理费用率	33
图 89: 鞋帽行业存货周转率 (次)	33
图 90: 鞋帽行业应收账款周转率 (次)	33
图 91: 家纺行业收入情况 (亿元)	35
图 92: 家纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	35
图 93: 家纺行业毛利率情况	35
图 94: 家纺行业销售、管理费用率	35
图 95: 家纺行业存货周转率 (次)	35
图 96: 家纺行业应收账款周转率 (次)	35
图 97: 童装行业收入情况 (亿元)	36
图 98: 童装行业净利润 (扣非后归母, 亿元)	36
图 99: 童装行业毛利率情况	36
图 100: 童装行业销售、管理费用率	36
图 101: 童装行业存货周转率 (次)	37
图 102: 童装行业应收账款周转率 (次)	37
表 1: 纺织服装细分行业	8
表 2: 男装行业渠道统计 (个)	27
表 3: 男装行业报表同店数据 (万元)	27
表 4: 女装行业渠道统计 (个)	29
表 5: 女装行业报表同店数据持续提升 (万元)	30
表 6: 休闲行业渠道统计 (个)	32
表 7: 休闲行业报表同店数据持续提升 (万元)	32
表 8: 鞋帽行业渠道统计 (个)	34
表 9: 鞋帽行业报表同店数据持续提升 (万元)	34
表 10: 童装行业渠道统计 (个)	37
表 11: 童装行业报表同店数据持续提升 (万元)	37

引言

纺织服装行业2019年半年报已经披露完毕，我们将行业中64家公司纳入研究范围。根据各个公司主营业务情况，将行业细分为“毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革、无纺布、其他纺织、男装、女装、休闲服饰、鞋帽、家纺、内衣、户外体育、童装、其他服装”等15个子行业。同时，我们将“毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革、无纺布、其他纺织”纳入纺织制造范围，将“男装、女装、休闲服饰、鞋帽、家纺、内衣、户外体育、童装、其他服装”纳入服装家纺范围。

我们从历史纵向比较与行业横向比较两个角度对营业收入、净利润、毛利率、期间费用率、存货、应收账款等行业重要指标进行对比分析，以求揭示行业发展真实情况。

需要注意的是：

1) 纺织服装行业细分子行业众多，且各个子行业中公司数量较少，单个公司数据出现异常值将对行业总体数据造成较大扰动，所以我们对很多公司数据进行了调整（一是补充历史上残缺的数据，二是避免外延并表等因素，或发展其他业务对于原有主业数据的影响）。

2) 为了更好地反映行业盈利情况，我们采用净利润去衡量行业净利润水平。

3) 童装行业目前上市公司有金发拉比、安奈儿等3家，为了更加客观得反映童装行业发展态势，我们将国内童装龙头巴拉巴拉品牌的经营数据（部分数据为估算值）从森马公司中分拆出来并入童装行业。因数据所限，分析期间费用率、存货周转率及应收账款周转率时仍把巴拉巴拉放在森马公司中做整体考虑。

4) 雅戈尔、红豆股份业务中有地产或金融成分，并且本身体量较大，所以在计算行业营业收入时，需将其金融、地产业务剔除，在计算其他行业指标时需将雅戈尔、红豆股份剔除。

5) 海澜之家体量大，且其发展趋势与其他男装公司存在差异，所以我们在统计男装细分行业数据时将其排除，但是在统计纺织服装总行业、纺织制造、服装家纺分行业数据时，将其纳入考虑范围。

6) 根据新的财报披露要求，2018年研发费用开始单独列示，2014-2017年研发费用列示在管理费用下设二级科目，因此对于所有公司2014-2017年的数据，我们将原报表管理费用减去研发开支作为新的管理费用计算，以使各年度管理费用相对更加可比。

7) 关于19H1存货周转率及应收账款周转率的计算，我们选择18Q3-19Q2作为其计算的会计期间，以求19H1周转率数据与此前年度周转率数据更加可比。

表 1: 纺织服装细分行业

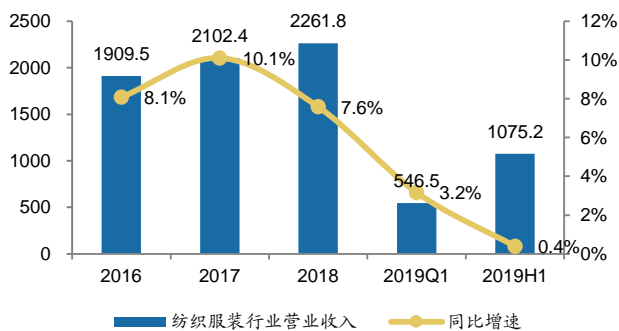
细分行业	公司代码	公司名称	细分行业	公司代码	公司名称
毛纺	002193.SZ	如意集团	女装	002612.SZ	朗姿股份
	600220.SH	江苏阳光		603518.SH	锦泓集团
	603889.SH	新澳股份		603808.SH	歌力思
棉纺	000726.SZ	鲁泰 A		603839.SH	安正时尚
	002042.SZ	华孚时尚		603196.SH	日播时尚
	002083.SZ	孚日股份		603587.SH	地素时尚
	002087.SZ	新野纺织	休闲	002269.SZ	美邦服饰
	002634.SZ	棒杰股份		002563.SZ	森马服饰
	002394.SZ	联发股份		603877.SH	太平鸟
印染	603558.SH	健盛集团	603157.SH	拉夏贝尔	
	601339.SH	百隆东方	603001.SH	奥康国际	
辅料	600448.SH	华纺股份	鞋帽	603116.SH	红蜻蜓
	600987.SH	航民股份		603608.SH	天创时尚
皮革	002003.SZ	伟星股份	603958.SH	哈森股份	
	002098.SZ	浔兴股份	家纺	002293.SZ	罗莱生活
	002494.SZ	华斯股份		002327.SZ	富安娜
300591.SZ	万里马	002397.SZ		梦洁股份	
无纺布	002674.SZ	兴业科技	603365.SH	水星家纺	
	603477.SH	振静股份	内衣	002763.SZ	汇洁股份
	603238.SH	诺邦股份		600137.SH	浪莎股份
其他纺织	002404.SZ	嘉欣丝绸		600630.SH	龙头股份
	603665.SH	康隆达	户外体育	002780.SZ	三夫户外
	603055.SH	台华新材		300005.SZ	探路者
002029.SZ	七匹狼	603555.SH		贵人鸟	
男装	002154.SZ	报喜鸟	603908.SH	牧高笛	
	002687.SZ	乔治白	童装	002762.SZ	金发拉比
	600177.SH	雅戈尔		002875.SZ	安奈儿
	600398.SH	海澜之家		其他服装	601718.SH
	600400.SH	红豆股份	300577.SZ		开润股份
	601566.SH	九牧王	002776.SZ		柏堡龙
002832.SZ	比音勒芬	600439.SH	瑞贝卡		

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

一、纺织服装行业概述：经济下行压力叠加中美贸易摩擦升级，行业业绩持续承压

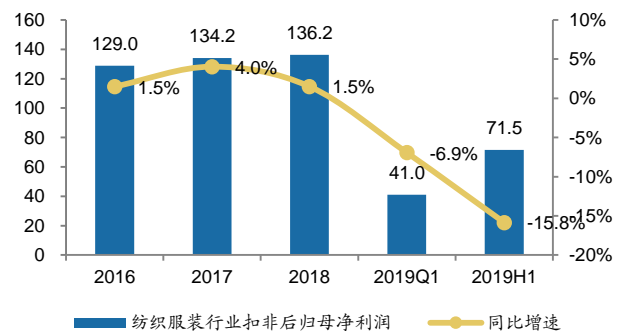
纺织服装行业业绩增速出现回落。2019年上半年，被选中的67家主要上市公司实现营业收入1075.2亿元，同比增长0.4%，实现净利润71.5亿元，同比下降15.8%，营收和净利润增速均较2018及2019Q1出现进一步下滑。

图1：纺织服装行业营业收入（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

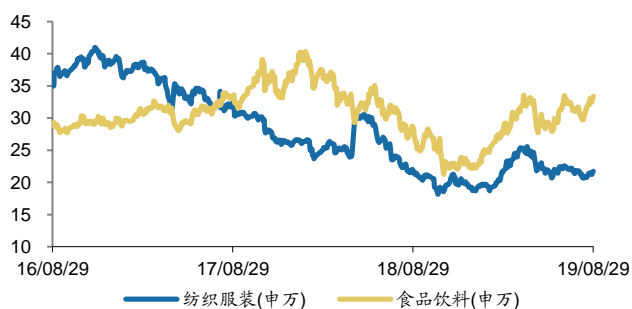
图2：纺织服装行业净利润（扣非后归母，亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

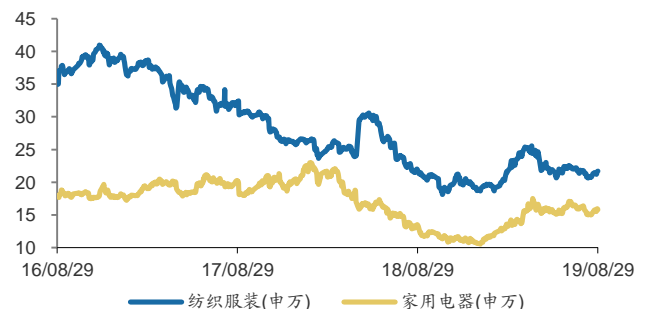
从资本市场表现来看，2019年至今纺织服装行业走势基本与市场情况较为一致。2019一季度市场回暖，二季度受贸易环境影响行情出现较大程度波动。2019年上半年，SW纺织服装涨和沪深300涨跌幅分别为9.27%和27.07%，SW纺织制造和SW服装家纺涨跌幅分别为10.38%和8.44%。纺织制造板块走势略强于服装家纺板块，主要受益于人民币汇率贬值。从2009年初至今，SW纺织服装PE(TTM)最大值为63.14，最小值为16.02，中位数为28.80，目前SW纺织服装PE(TTM) 21.5，处于较低水平。

图3：过去三年纺织服装与食品饮料估值比较
PE(TTM)



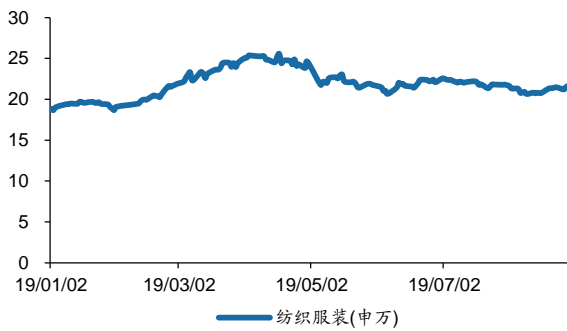
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：过去三年纺织服装与家用电器估值比较
PE(TTM)



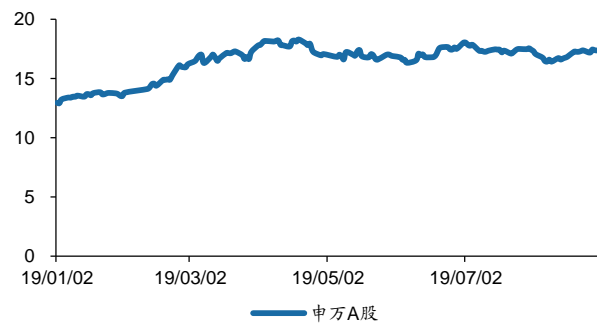
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5: 年初以来纺织服装(申万)行业市盈率(TTM)



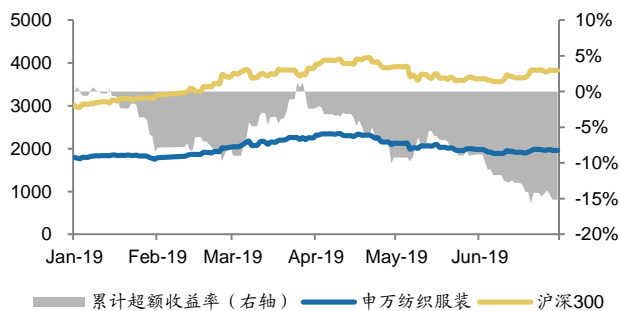
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 年初以来申万A股市盈率(TTM)



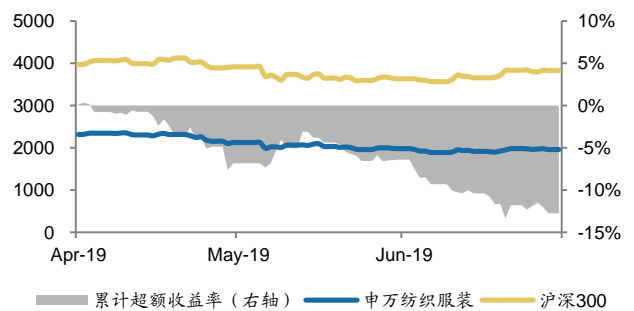
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 2019上半年申万纺服与沪深300走势



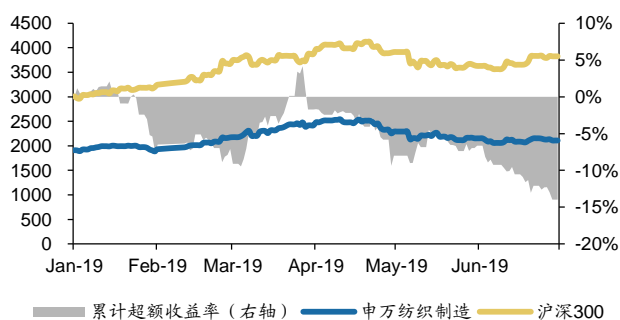
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 2019年二季度申万纺服与沪深300走势



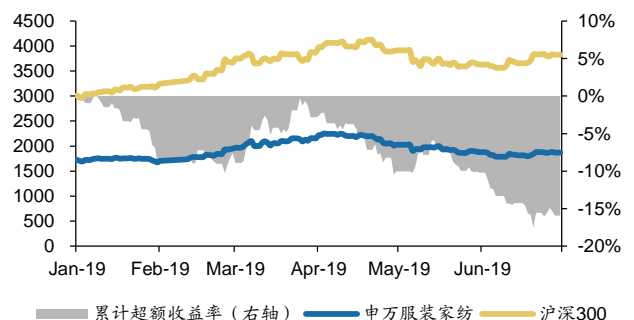
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 2019上半年申万纺织制造与沪深300走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 2019年上半年申万服装家纺与沪深300走势



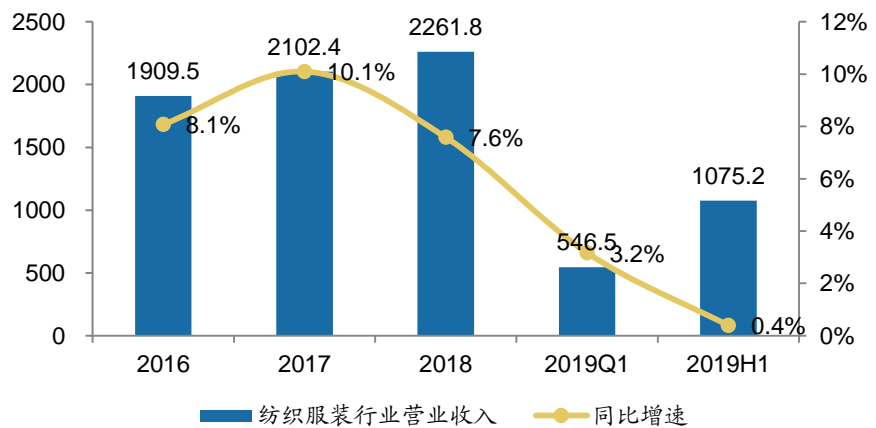
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、纺织服装行业 2019 年上半年经营情况回顾

1、营业收入

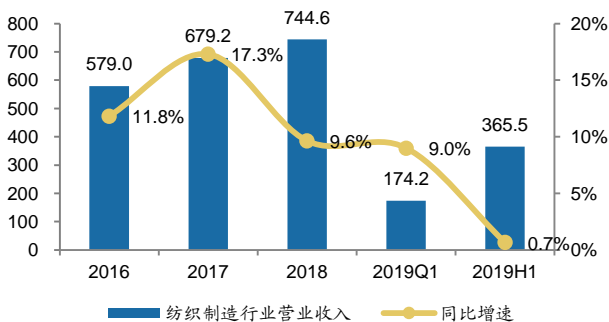
2019年上半年纺织服装行业营收1075.2亿元，同比增长0.4%，增速自2017年出现持续下滑。分行业来看，纺织制造板块2019年上半年营收增速为0.7%，收入增速较2018年的9.6%，和2019年一季度的9.0%均出现较大程度回落，主要由于中美贸易摩擦持续升级，贸易环境存在较强不确定性，下游客户下单趋于谨慎，且有往海外转移的趋势；服装家纺板块2019年上半年营收增速为0.3%，较2018年的6.6%明显放缓，但较2019年一季度的0.6%基本保持稳定，主要由于服装消费和GDP增速相关性较强，自2018年下半年起服装家纺的销售受国内经济下行压力影响较大。

图11：纺织服装行业营业收入（亿元）



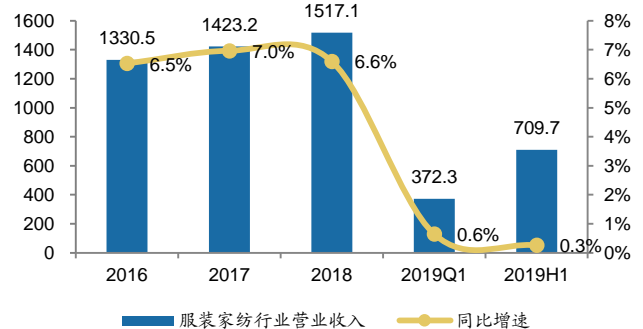
数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图12：纺织制造板块营业收入情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：服装家纺板块营收情况（亿元）



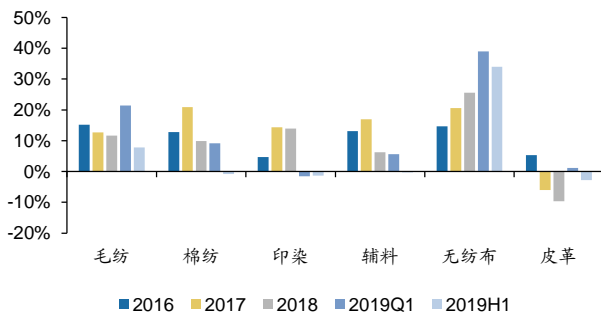
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们将其他纺织、其他服装类公司排除，对毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革、无纺布、男装、女装、休闲、鞋帽、家纺、内衣、户外体育、童装等主要细分子行业进行横向对比。

纺织制造板块整体收入增速出现较大幅度下滑。2019年上半年，除无纺布、皮革外各个细分子行业营收增速均较2018年出现下降。无纺布营收增速自2016年以来持续上升，2019Q1/H1收入增速分别达到38.9%/33.9%，主要系行业内公司海外新增产能释放，贡献收入快速增长。

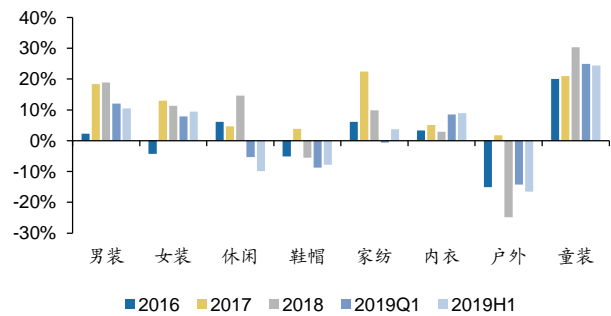
服装家纺板块子行业收入出现分化，女装、内衣行业收入增速自2019年以来持续上升，2019H1收入增速分别达到9.5%/8.9%，家纺行业2019Q2经营情况好转，2019Q1/H1收入增速-0.6%/3.8%。童装行业无疑是目前最景气的领域，在每个统计期间收入增速均超20%；而男装、鞋帽、户外等子行业2019年以来销售面临一定压力，收入增速出现不同程度下降。

图14: 纺织制造细分行业营收增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 服装家纺细分行业营收增速对比

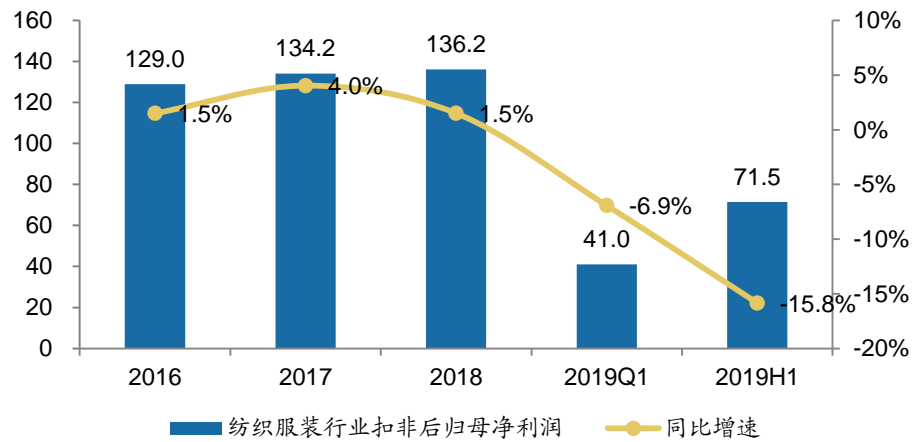


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2、净利润

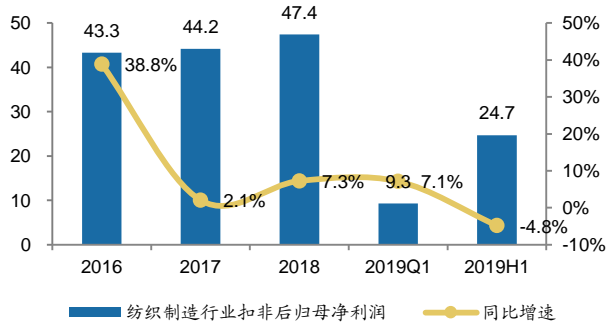
2019上半年纺织服装全行业实现净利润71.5亿元，同比下降15.8%。行业净利润增速下滑主要由于纺织制造和服装家纺板块净利润均出现较大幅度下降导致。分板块来看，纺织制造板块2019年上半年净利润增速为-4.8%，一方面由于中美贸易摩擦升级影响，营业收入增速大幅放缓，另一方面由于上半年原材料价格下跌，消化高价库存导致毛利率下降。服装家纺板块2019年上半年净利润增速-20.7%，2018年上半年行业销售景气基数较高，2019年上半年终端销售不振但销售管理等费用较为固定，导致净利润下降幅度较营收更大。

图16: 纺织服装行业净利润(扣非后归母, 亿元)



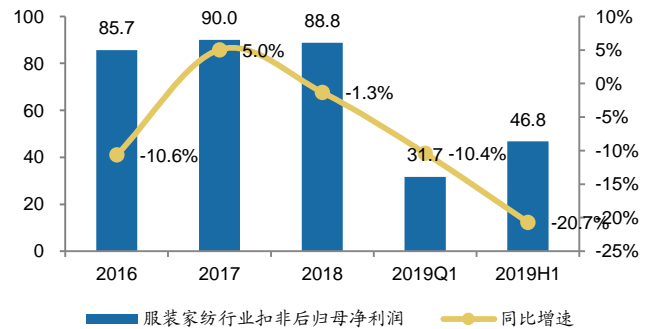
数据来源: Wind;广发证券发展研究中心

图17: 纺织制造板块净利润(扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 服装家纺板块净利润(扣非后归母, 亿元)

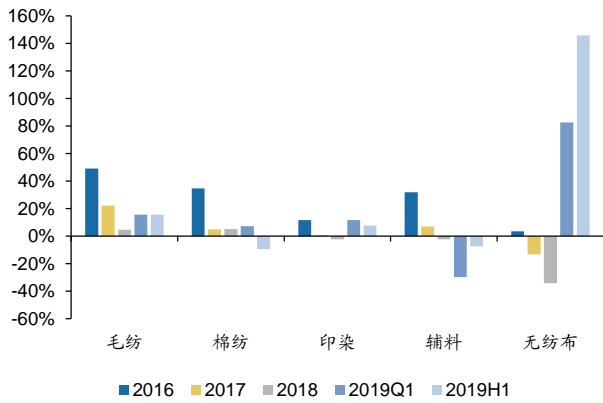


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

排除其他纺织、其他服装、皮革类公司（皮革行业利润绝对额非常小，同比增速波动性太大），对棉纺、印染、辅料、无纺布、男装、女装、休闲、鞋帽、家纺、内衣、户外体育等主要细分子行业进行横向对比。

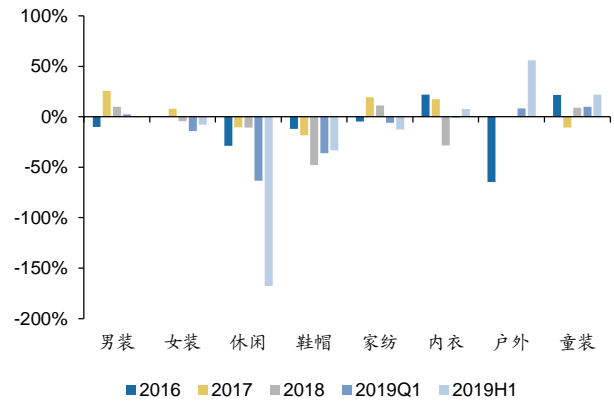
纺织制造和服装家纺子行业中，毛纺、印染、无纺布、内衣、户外、鞋帽、内衣、童装等子行业2019年上半年业绩增速好转。

图19: 纺织制造细分行业扣非归母净利润增速对比



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图20: 服装家纺细分行业扣非归母净利润增速对比

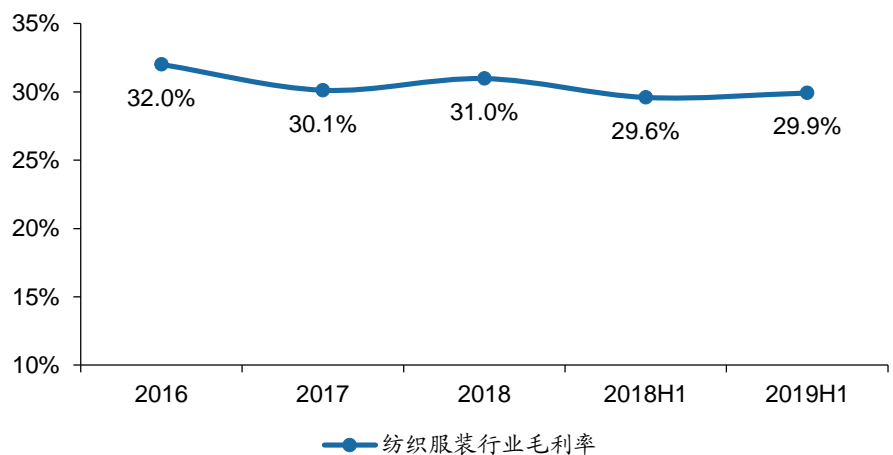


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

3、毛利率

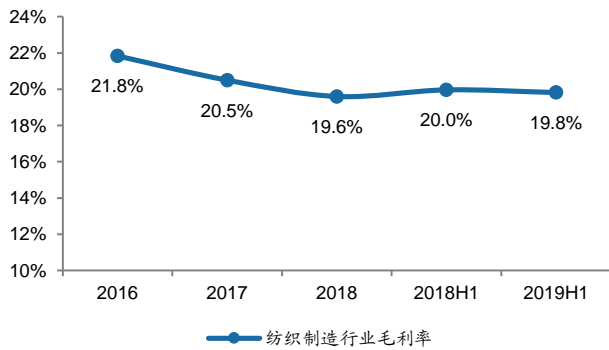
纺织服装整体行业的毛利率整体较为平稳, 2018年上半年和2019年上半年毛利率分别为29.6%和29.9%。分板块看, 纺织制造板块2019年上半年毛利率为19.8%, 上年同期为20.0%, 小幅下降预计和部分企业受原材料价格波动影响, 消化高价库存所致。服装家纺板块2019年上半年毛利率为36.0%, 上年同期为35.1%。

图21: 纺织服装行业毛利率



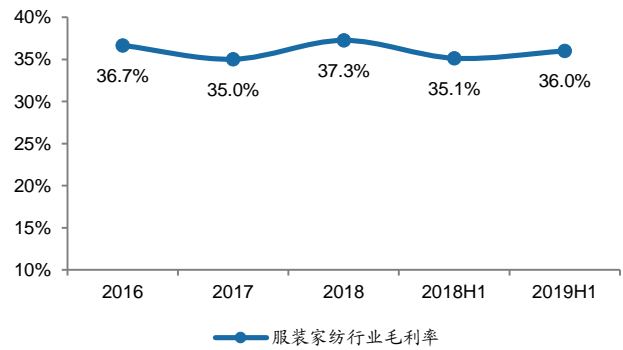
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图22: 纺织制造板块毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

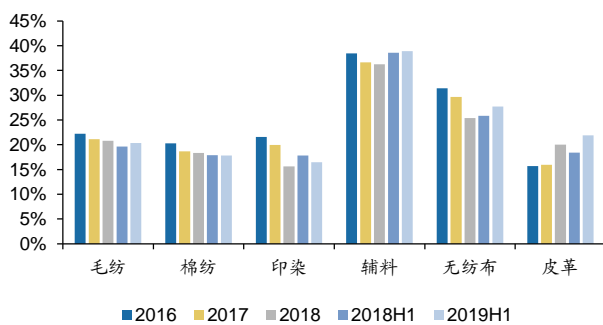
图23: 服装家纺板块毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

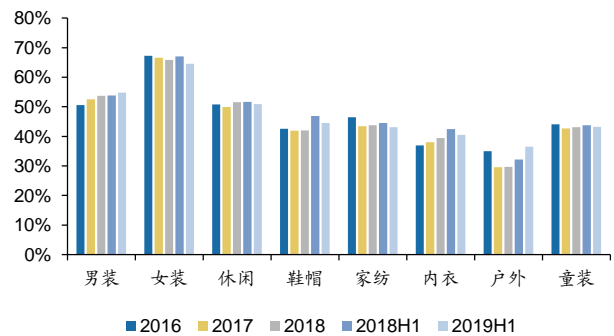
排除其他纺织、其他服装类公司,对细分子行业进行横向对比。与2018上半年相比,除印染和棉纺外,纺织制造板块大部分子行业毛利率出现好转,辅料的毛利率水平最高,这主要是因为其单价低,批量小,在下游客户成本结构中占比低,客户议价动力弱导致的。而服装家纺板块女装、休闲、鞋帽、家纺、内衣、童装等子行业毛利率有一定程度下降,而男装和户外行业毛利率均有不同程度回升。

图24: 纺织制造细分行业毛利率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 服装家纺细分行业毛利率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

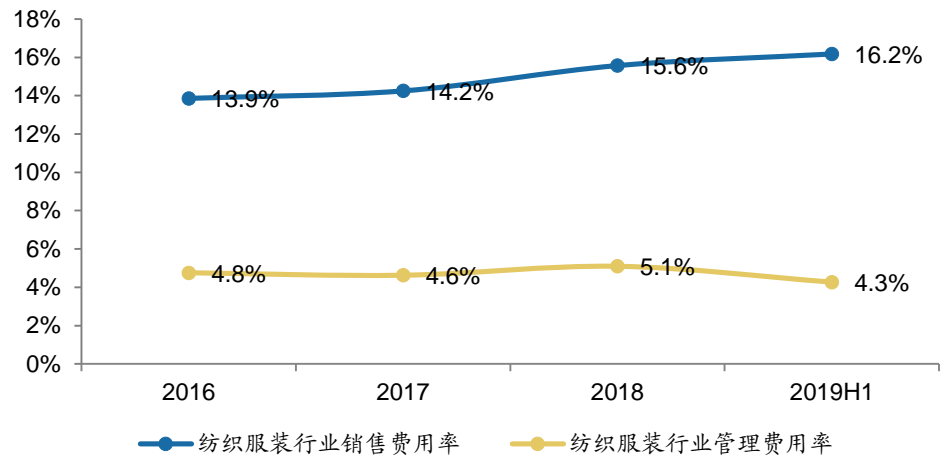
4、销售费用率、管理费用率

2019年上半年行业销售费用率为16.2%,较2018全年水平提升0.6个百分点,管理费用率4.3%,较2018年全年水平降低0.8个百分点。

分板块看,纺织制造板块2019年上半年纺织制造板块销售费用率为3.1%,管理费用率为4.1%,销售费用率自2016年以来稳中有降,管理费用率上升较为明显;服装家纺板块2019年上半年服装家纺板块销售费用率为23.2%,自2016年以来呈现持续上

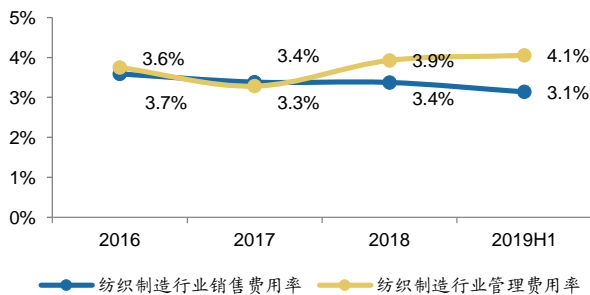
升趋势，管理费用率为4.4%，较2018全年水平下降了1.4个百分点。

图26: 纺织服装行业销售费用率及管理费用率



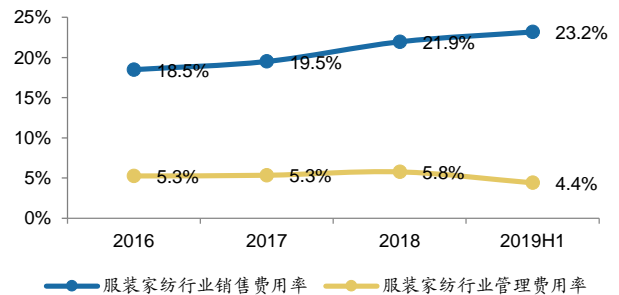
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图27: 纺织制造板块销售费用率及管理费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

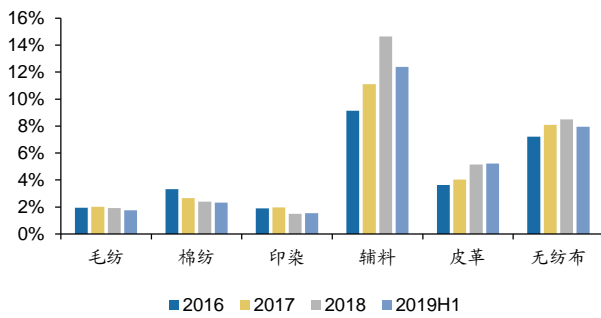
图28: 服装家纺板块销售费用率及管理费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

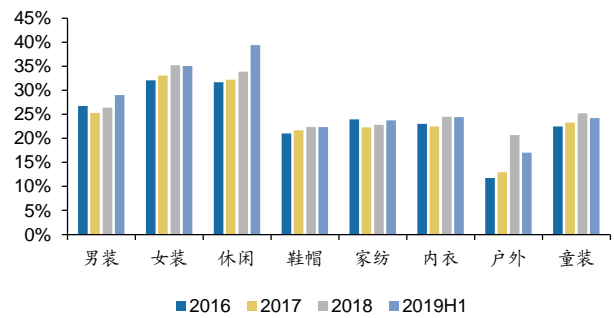
排除其他纺织、其他服装类公司，对细分子行业进行横向对比。纺织制造板块，辅料子行业的销售费用率和管理费用率最高（2018辅料销售费用率大幅增加至14.6%有浔兴股份并表跨境电商业业务影响，但数据所限无法拆分）。服装家纺板块销售费用率最高的是女装子行业，因为女装直营占比较高，因为女装直营占比较高，同时上市公司以高端女装为主，营销推广费用较高。2019上半年大部分服装家纺各子行业销售费用率均出现一定程度上升主要由于销售终端景气度不佳，但销售费用管理费用支出较为固定，导致费用率出现上升。

图29: 纺织制造细分行业销售费用率对比



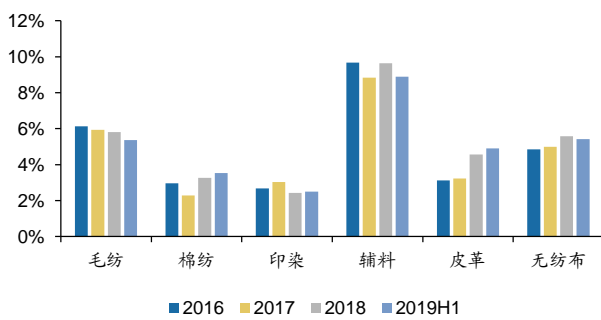
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 服装纺织细分行业销售费用率对比



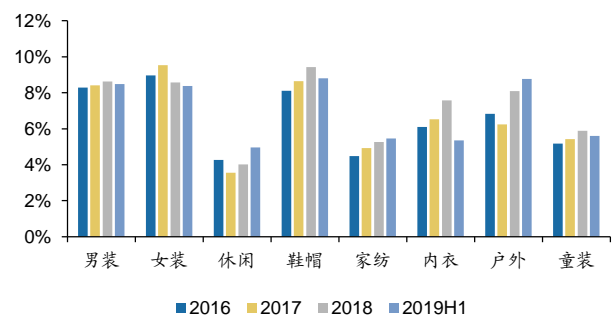
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 纺织制造细分行业管理费用率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 服装纺织细分行业管理费用率对比



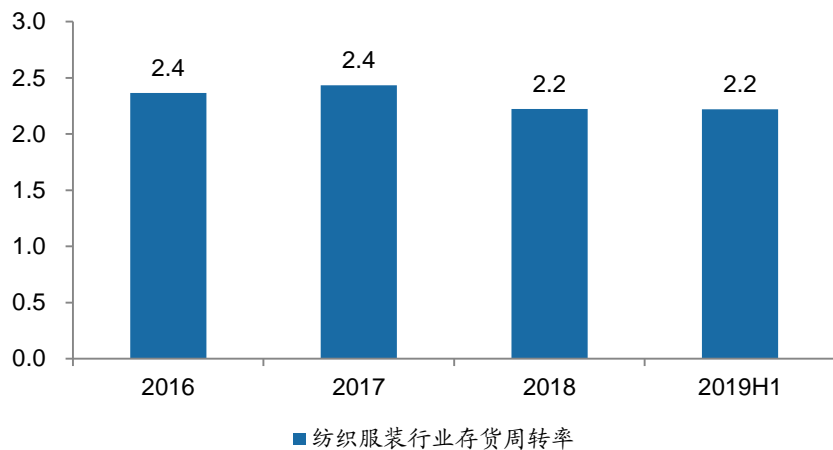
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

5、存货

纺织服装行业整体存货周转率整体平稳, 2018和2019H1存货周转率均为2.2。

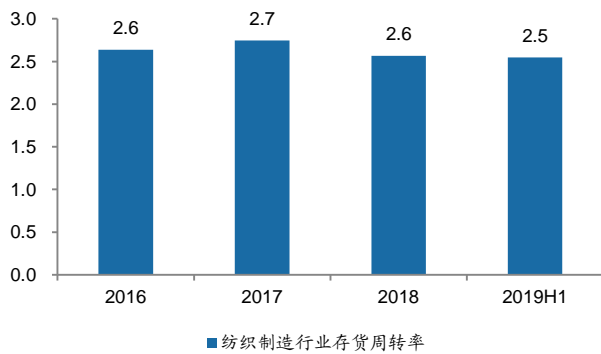
分板块看, 纺织制造板块2019年上半年年化存货周转率为2.5, 和2018年2.6基本保持平稳。服装家纺板块2019年上半年年化存货周转率2.0, 和2018年2.0保持平稳, 显示出虽然终端销售承压, 但相关企业对于库存管理情况较好。

图33: 纺织服装行业存货周转率(次)



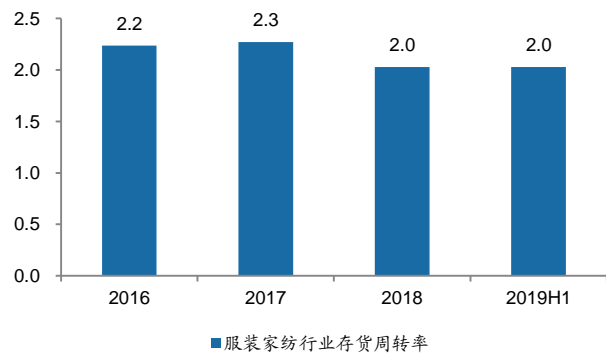
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图34: 纺织制造板块存货周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

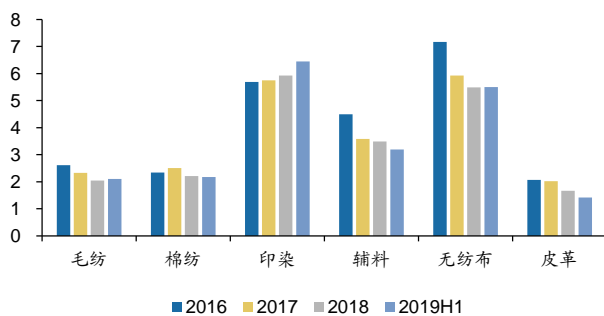
图35: 服装家纺板块存货周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

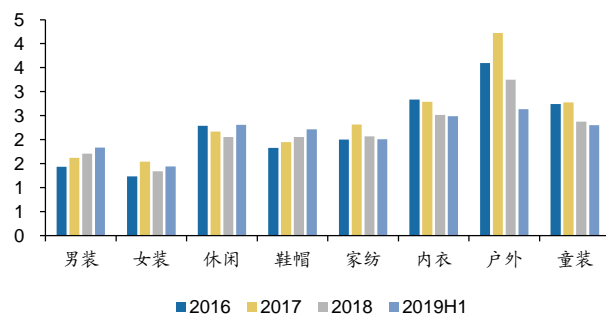
排除其他纺织、其他服装类公司,对细分子行业进行横向对比,纺织制造板块里印染和无纺布子行业存货周转率较高;服装家纺板块里,男装、女装、休闲、鞋帽的存货周转率均较2018年出现一定程度好转,家纺、内衣、童装较为稳定。

图36: 纺织制造细分行业存货周转率对比(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 服装家纺细分行业存货周转率对比(次)

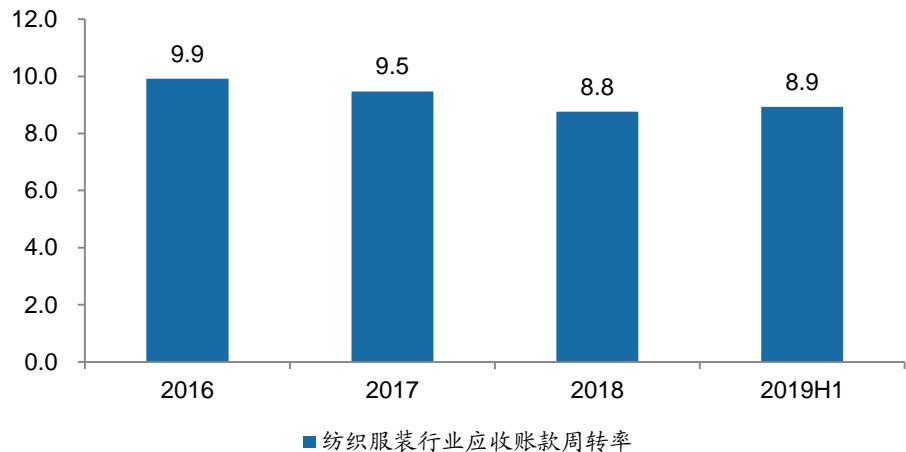


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

6、应收账款

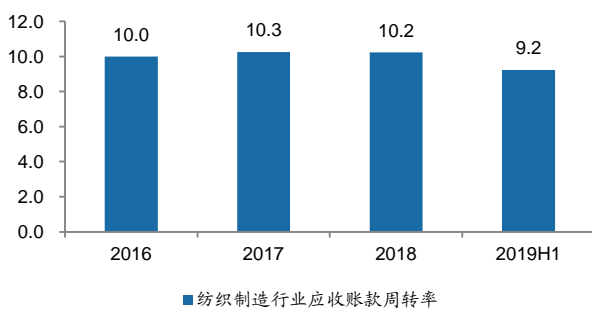
2019年上半年，纺织服装行业年化应收账款周转率为8.9，较2018年8.8略有改善。分板块看，纺织制造板块2019上半年年化应收账款周转率从2018年的10.2下降为9.2，降幅较为明显。服装家纺板块2019年上半年年化应收账款周转率为8.8，较2018年的8.1有明显改善，间接反映出加盟渠道库存情况较好。

图38：纺织服装行业应收账款周转率（次）



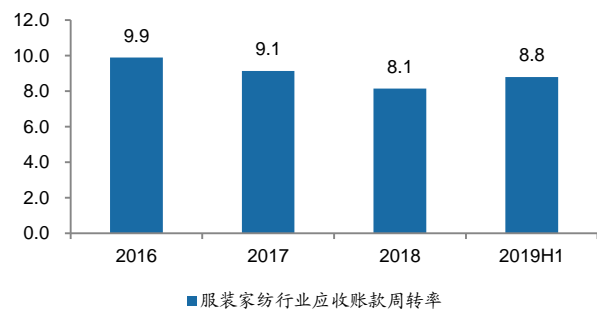
数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图39：纺织制造板块应收账款周转率（次）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

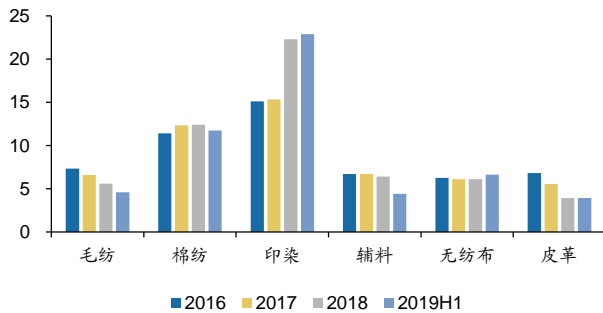
图40：服装家纺板块应收账款周转率（次）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

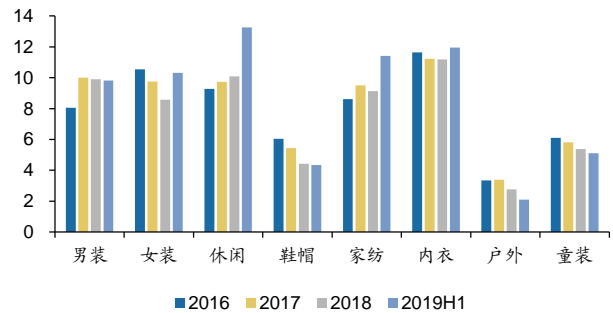
通过细分行业的对比，纺织制造板中印染和无纺布子行业2019年上半年年化应收账款周转率出现回升（2018年起印染行业应收账款周转率明显上升主要由于航民股份收购黄金加工业务影响）。服装家纺板块中，女装、休闲、家纺、内衣子行业年化应收账款周转率均较2018年有所上升。户外子行业年化应收账款周转率明显降低，渠道库存压力较大。（应收账款周转率意义说明：如果终端销售不景气，渠道库存压力大，则经销商会面临资金回笼压力，欠公司的货款偿还速度变慢，反之终端销售情况较好，渠道库存减少，经销商资金压力小，偿还公司货款的速度加快，因此渠道库存情况一定程度体现在应收账款周转率上）。

图41: 纺织制造细分行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 服装家纺细分行业应收账款周转率对比(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、部分子行业关键指标统计

1、毛纺行业

毛纺行业2019年上半年实现营收32.6亿元, 同比增长7.8%, 2019Q2销售增速明显放缓, 主要受宏观经济压力, 同时原材料大幅波动, 销量受到影响。

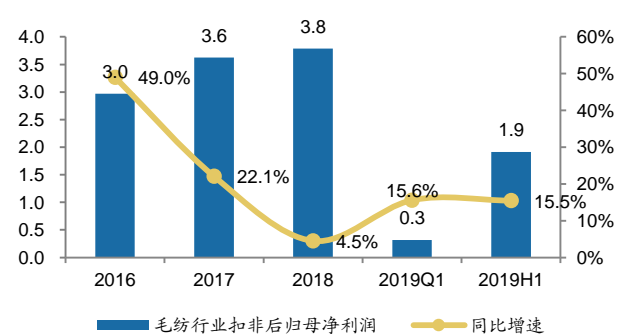
毛纺行业2019上半年实现净利润1.9亿元, 同比增长15.5%, 增速较2018年出现明显上升。

图43: 毛纺行业收入情况(亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

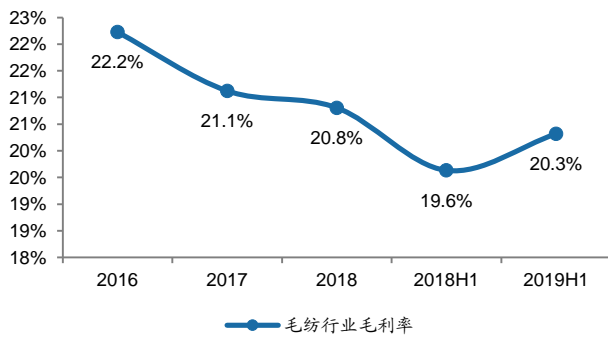
图44: 毛纺行业净利润(扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

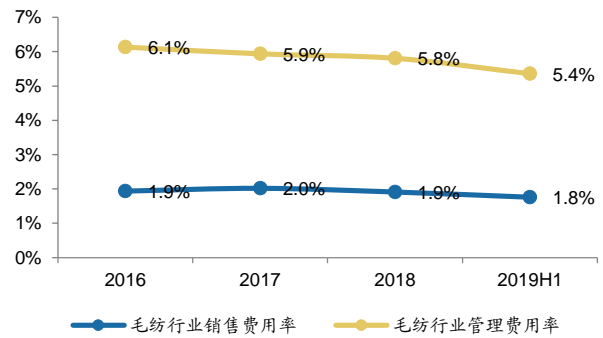
毛纺行业的盈利能力有所回升, 2018年上半年和2019年上半年的毛利率分别为19.6%和20.3%, 同时行业控费能力增强, 2017年、2018年、2019年上半年销售费用率分别为2.0%、1.9%、1.8%, 管理费用率分别为5.9%、5.8%、5.4%。

图45: 毛纺行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

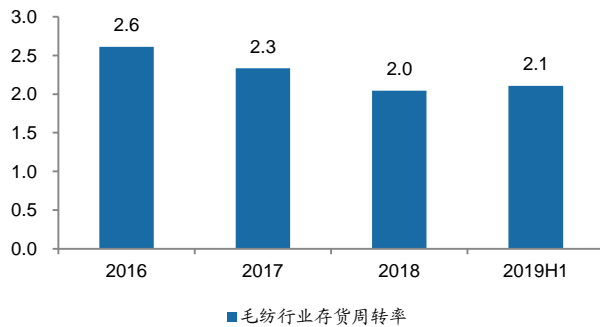
图46: 毛纺行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

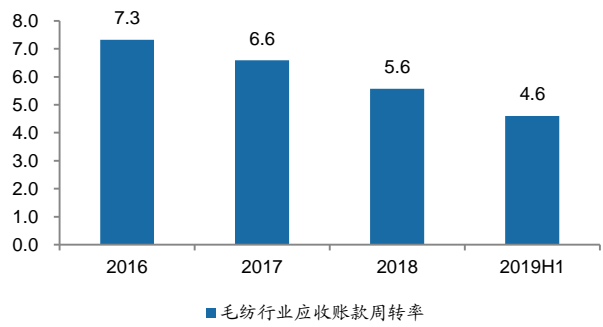
毛纺行业2019年上半年年化存货周转率维持在2.1, 较2018年有所反弹。毛纺行业应收账款周转率出现较大程度下滑, 2017年、2018年、2019年上半年的年化应收账款周转率分别为6.6、5.6和4.6, 应收账款周转率走低反映了行业下游景气度不高。

图47: 毛纺行业存货周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图48: 毛纺行业应收账款周转率(次)



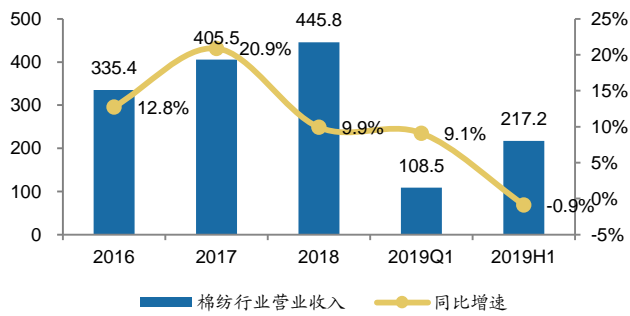
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

2、棉纺行业

棉纺行业2019年上半年实现营收217.2亿元, 同比下降0.9%, 实现净利润13.9亿元, 同比下降9.6%。

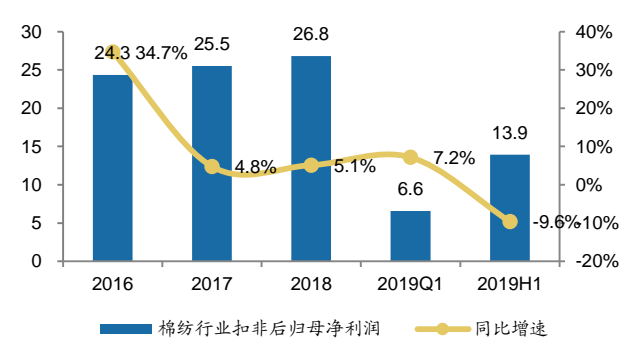
棉纺行业增速由2017年高增长到2019年上半年出现小幅下滑, 主要是因为: 1) 受中美贸易摩擦持续升级影响, 下游客户下单谨慎, 部分订单往海外转移影响需求; 2) 国内服装消费景气度不高, 影响上游企业的订单量。3) 2019年棉花价格仍持续下行, 棉纺企业销售价格按照成本加成定价, 销售价格有所下滑。净利润增速低于营收增速, 主要是因为毛利率有所下降。

图49: 棉纺行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

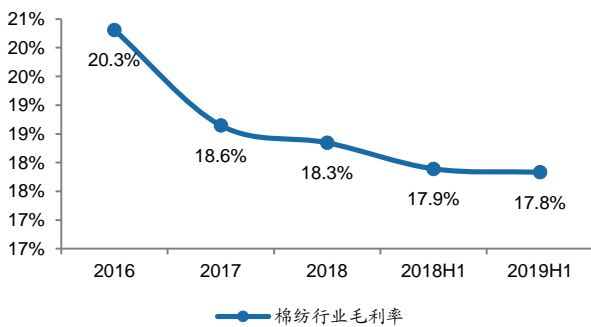
图50: 棉纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

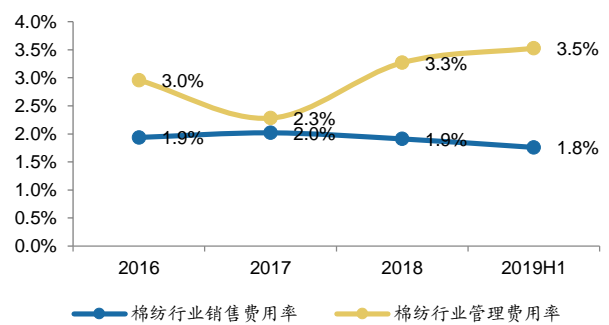
2019年上半年棉纺企业的毛利率为17.8%，较2018年17.9%有所下降，主要由于棉价下行，棉纺企业消化高价库存所致。2019年行业销售费用率为1.9%，下降了0.1个百分点。但是行业管理费用率有所上升（部分由于2017和2018管理费用率口径不同导致，2017年管理费用数据为原始报表中管理费用扣减研发支出，口径与2018年并不完全相同）。

图51: 棉纺行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

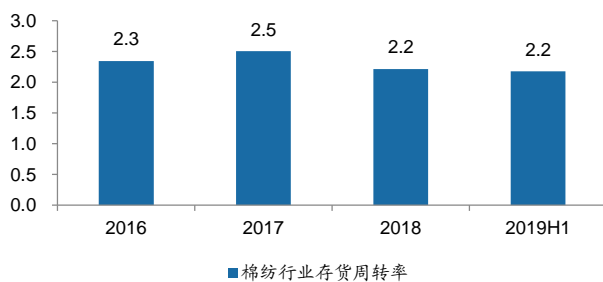
图52: 棉纺行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

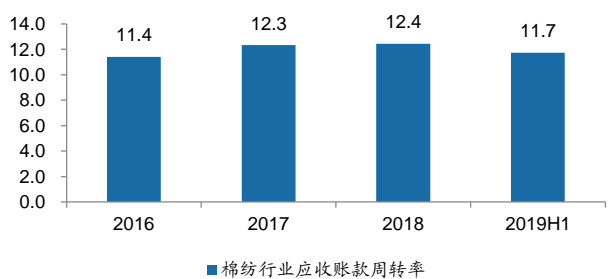
棉纺行业2019年上半年年化存货周转率和应收账款周转率分别为2.2和11.7，应收账款年化周转率较2018年出现明显下降，体现行业下游景气度较低。

图53: 棉纺行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图54: 棉纺行业应收账款周转率 (次)

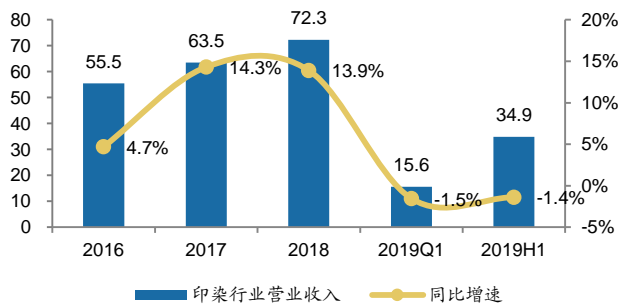


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

3、印染行业

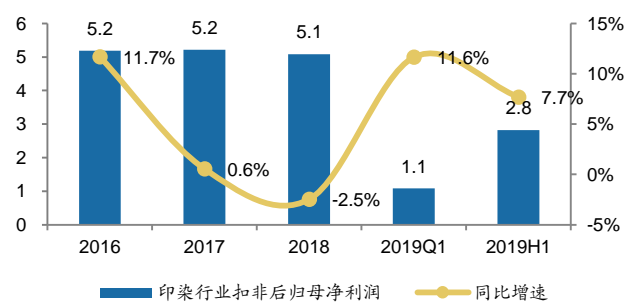
印染行业在2019年上半年实现营收34.9亿元，同比下降1.4%；2019年上半年实现净利润2.8亿元，同比增长7.7%。印染行业面临服装行业终端需求不景气，订单量有所影响，但利润端增长情况好于收入端，主要因为2019年上半年煤炭价格相较2018年上半年有所下降，因此成本端有所下降。

图55: 印染行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

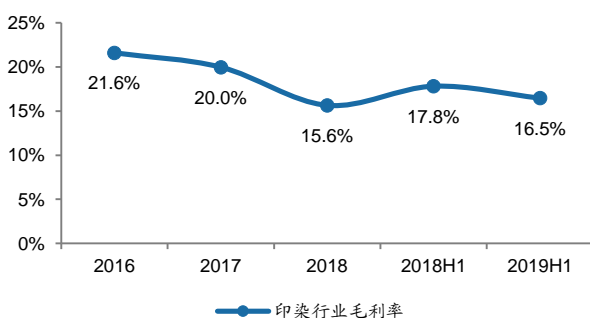
图56: 印染行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

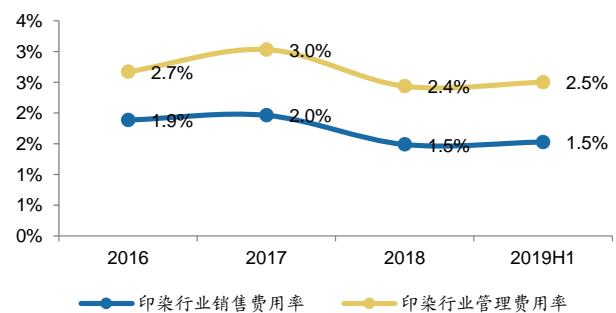
印染行业2018年上半年、2019年上半年的毛利率分别为17.8%和16.5%，上半年印染企业的毛利率有所下降，另外印染龙头航民股份并购低毛利的黄金业务导致整体毛利率下降(无法从财报中有关数据单独拆出印染业务周转率情况)。印染行业2018和2019年上半年的销售费用率分别为1.5%、1.5%，相对持平，管理费用率分别为2.4%和2.5%，整体平稳。

图57: 印染行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图58: 印染行业销售、管理费用率

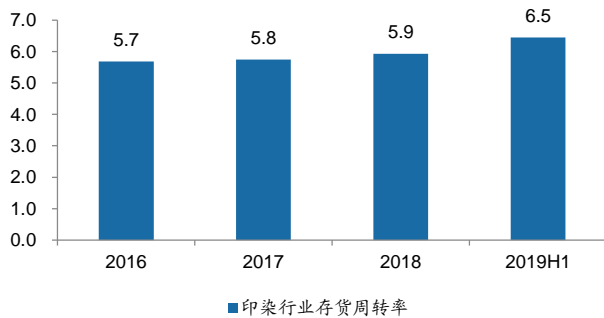


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

印染行业近两年存货周转率起底回升，2018和2019年上半年年化存货周转率提升至5.9和6.5，年化应收账款周转率提升至22.3和20.9，由于航民股份新增黄金珠宝首饰业务导致相关数据口径变化(无法从财报中有关数据单独拆出印染业务周转率情况)，

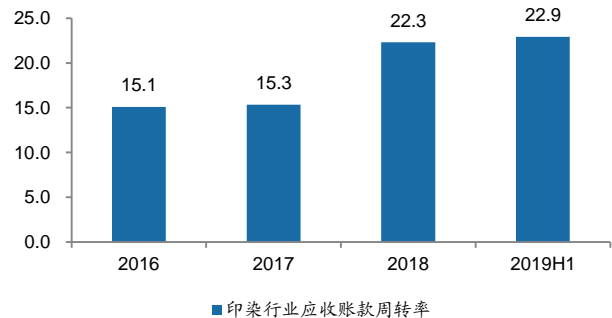
这一数据变化无法具体分析。

图59: 印染行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图60: 印染行业应收账款周转率 (次)

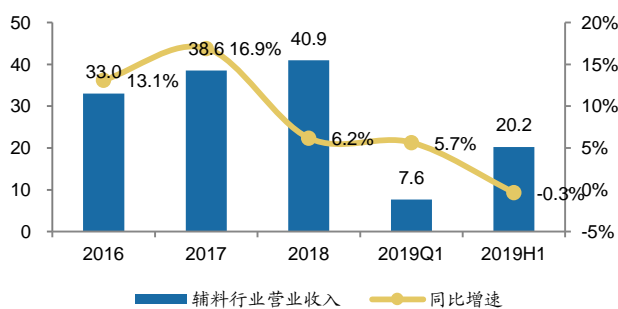


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

4、辅料行业

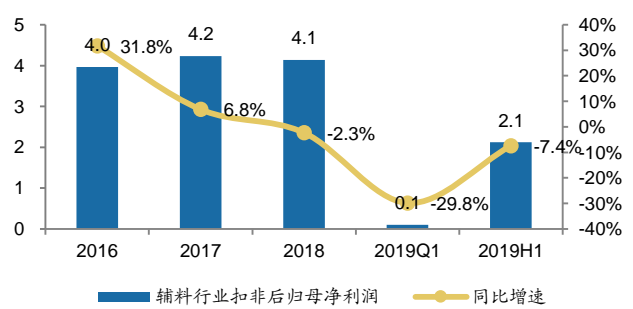
辅料行业在2018年实现营收40.9亿元, 同比增长6.2%, 2019上半年实现营收20.2亿元, 同比下降0.3%, 实现净利润2.1亿元, 同比下降7.4%。辅料行业收入及净利润增速下滑主要是拉链纽扣业务部分受到国际竞争环境影响, 产品结构有所变化。同时由于终端消费环境不景气, 品牌客户在选择辅料时候也会出于成本考量选择价格较低的产品, 单价和毛利率较高的金属拉链等产品订单量下滑。辅料行业中也存在经营分化现象, 伟星股份作为行业龙头, 无论是收入增速还是盈利能力都居于行业领先地位, 与其他竞争对手慢慢拉开差距。

图61: 辅料行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

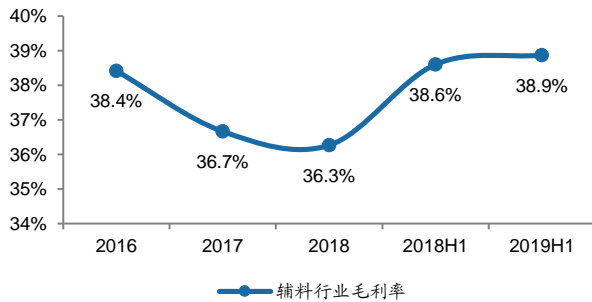
图62: 辅料行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

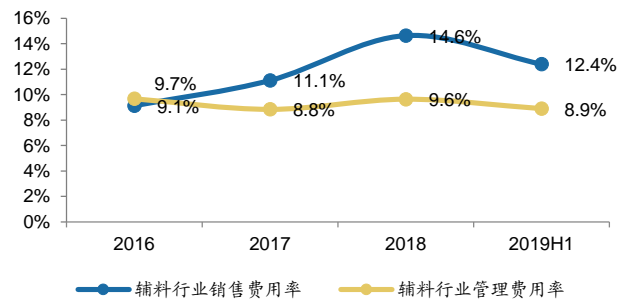
2018年上半年和2019年上半年辅料行业毛利率分别为38.6%和38.9%。辅料行业的销售费用率在2018年达到峰值14.6%, 在2019年下半年下滑至12.4%, 管理费用率在2018年达到9.6%, 2019上半年下降至8.9%。2018费用率的快速提升由于浔兴股份并表了跨境电商业务, 并表期间较2017年增加, 因此费用率并不具备显著意义 (因为数据披露所限, 未能将这块业务影响拆解出来)。

图63: 辅料行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

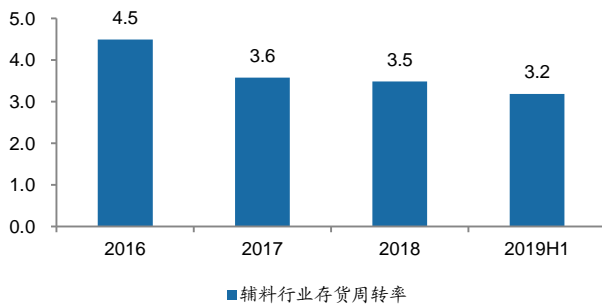
图64: 辅料行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

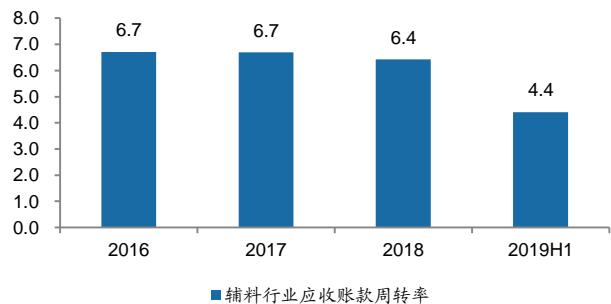
辅料行业2016年以前存货周转率基本保持稳定, 2017年存货周转率开始下降受得兴股份并表跨境电商业务影响而出现波动, 2018和2019年上半年年化存货周转率分别为3.5和3.2。2018存货周转率为6.4, 2019年上半年为4.4, 明显下降。

图65: 辅料行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图66: 辅料行业应收账款周转率 (次)

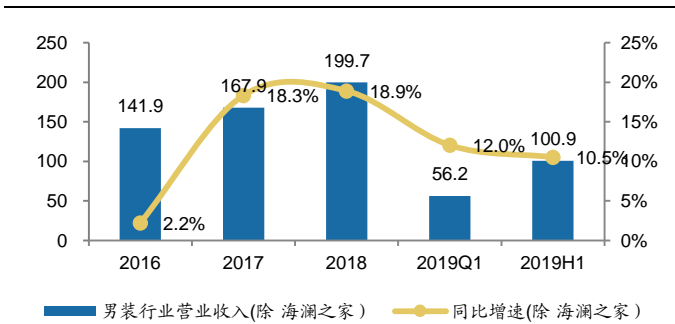


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

5、男装行业

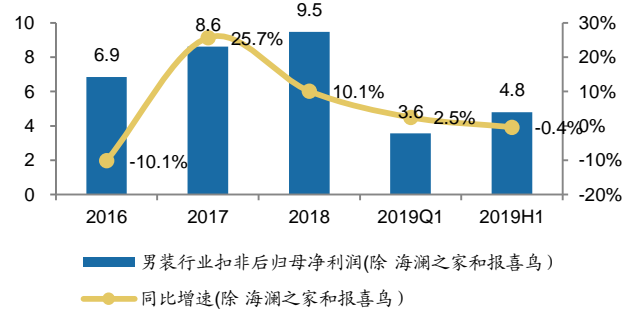
男装行业2019上半年实现营收100.9亿元, 同比增长10.5%; 实现净利润4.8亿元, 同比下滑0.4%。业绩较2018年明显放缓主要是2018年下半年起受到宏观经济下行压力影响, 行业终端消费需求低迷, 且2019年上半年受到上年同期基数较高等因素的影响。

图67: 男装行业收入情况 (除海澜之家, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

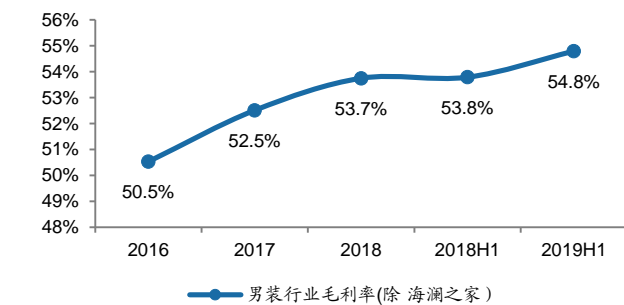
图68: 男装行业净利润 (扣非后归母, 除海澜之家和报喜鸟, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

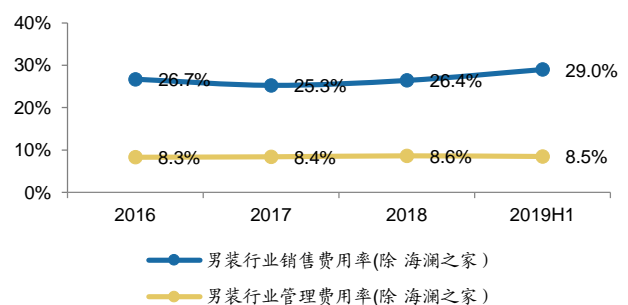
男装行业销售毛利率自2017年起稳步回升, 主要是由于大部分公司毛利率保持稳定, 个别公司受较高毛利率线下直营业务收入占比提升影响。男装行业销售费用率和管理费用率在2018年及2019年上半年有所上升, 分别从2017年的25.3%和8.4%上升至2019年上半年29.0%和8.5%, 也是和直营业务收入占比提升有关。

图69: 男装行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

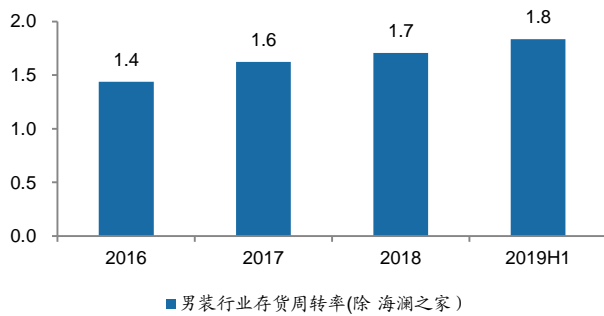
图70: 男装行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

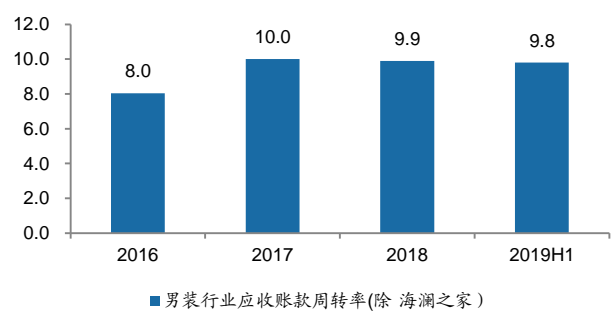
男装行业存货周转率持续改善, 2017年、2018年、2019年上半年年化存货周转率分别为1.6、1.7、1.8, 反映出直营渠道库存控制情况良好。年化应收账款周转率2018年和2019年上半年分别为9.9和9.8, 较2017年有所下降, 预计和终端销售转弱, 加盟商经营压力高于直营有关。

图71: 男装行业存货周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图72: 男装行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

2019年上半年海澜之家品牌总渠道数达到5449家,较2018年的5297家,增加152家,红豆股份总渠道数达到1360家,较2018年1338家,增加32家,九牧王总渠道数为2772家,较2018年2774家,减少2家,净开店少于上年同期,显示出在经济下行压力下,公司开店谨慎。报表同店方面,虽然男装品牌报表同店多数在2019年上半年有所下滑,但降幅较2018年收窄。

表2: 男装行业渠道统计(个)

行业	公司	渠道	2015	2016	2017	2018	2019H1
男装	海澜之家	直营	6	8	31	181	250
		经销	3511	4229	4472	5116	5199
		合计	3517	4237	4503	5297	5449
	红豆股份	直营	57	84	57	66	64
		加盟	718	829	1036	1272	1296
		合计	775	913	1093	1338	1360
九牧王	直营	877	889	797	901	933	
	加盟	1915	1890	1836	1873	1839	
	合计	2792	2779	2633	2774	2772	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表3: 男装行业报表同店数据(万元)

细分行业	公司	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
男装	海澜之家	366.08	331.16	327.73	297.11	172.46	158.34
	同比		-9.54%	-1.04%	-9.34%		-8.19%
	红豆股份	124.47	132.40	195.22	189.02	75.45	79.39
	同比		6.37%	47.45%	-3.18%		5.23%
	九牧王	87.55	91.31	109.24	103.47	56.50	54.44
	同比		4.29%	19.64%	-5.29%		-3.66%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

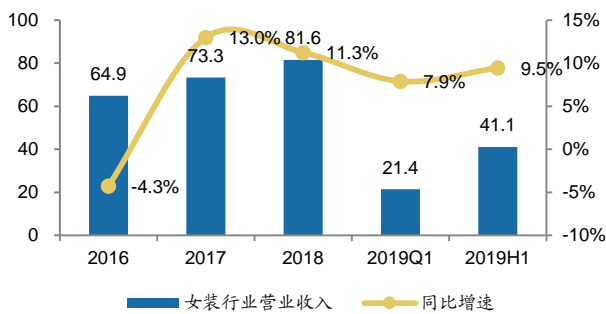
注: 除海澜之家外, 报表同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得, 海澜之家用品品牌总收入除以品牌总店铺数; 海澜之家渠道报表同店仅包含主品牌海澜之家。

6、女装行业

女装行业2019上半年实现营收41.1亿元，同比增长9.5%，实现净利润6.7亿元，同比下降7.9%。

虽然女装行业业绩增速仍低于2018年，但营收波动幅度不大，另外2019年上半年逐季回升，主要由于服装行业两极分化，女装大部分公司定位高端，VIP销售占比高，客群购买力受经济影响较小（服装消费开支占比很低，而且有社交和商务需求）。净利润波动较大，主要由于直营占比高，费用相对刚性，营收增速稍有放缓，费用率大幅上升影响。

图73：女装行业收入情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

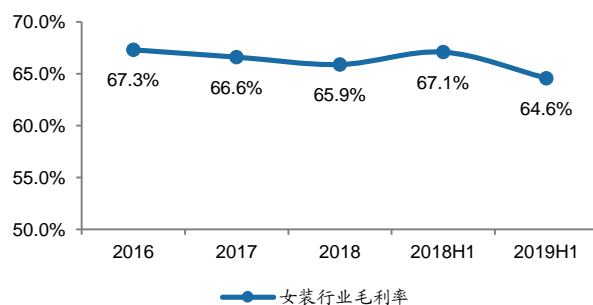
图74：女装行业净利润（扣非后归母，亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

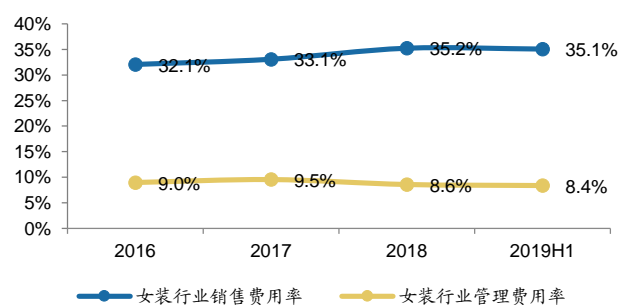
2018上半年和2019上半年，女装毛利率分别为67.1%和64.6%，女装毛利率下降主要由于线下产品价格带有所拉宽，性价比提高，另外电商销售占比提高影响。2019年上半年销售费用率和管理费用率分别为35.1%和8.4%，较2018年保持平稳，但较2018年上半年上升。2019年上半年年化存货周转率和应收账款周转率分别为1.4次和10.3次，应收账款周转率大幅提升，反映虽然销售有一定放缓，但终端存货控制良好。

图75：女装行业毛利率情况



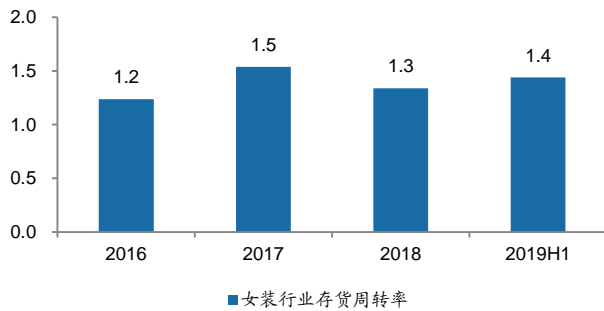
数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图76：女装行业费用率



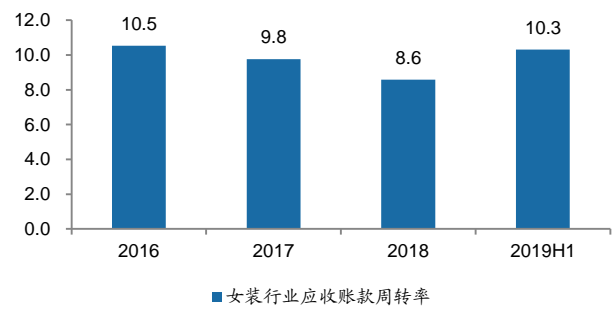
数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图77: 女装行业存货周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图78: 女装行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

2019年上半年渠道方面,大部分公司较年初有净关店,仅朗姿股份和锦泓集团较年初又净开店。报表同店方面,大部分公司有所下降,仅歌力思、日播时尚和地素时尚有所增长。显示出经济下行压力下渠道有所调整,且终端销售低迷。

表 4: 女装行业渠道统计(个)

行业	公司	渠道	2015	2016	2017	2018	2019H1
女装	朗姿股份	直营	317	294	316	378	387
		加盟	169	151	138	127	126
		合计	486	445	454	505	513
	锦泓集团	直营	205	179	158	151	156
		加盟	15	10	4	2	4
		合计	220	189	162	153	160
	歌力思	直营	161	206	239	275	277
		加盟	186	268	294	317	300
		合计	347	474	533	592	577
	安正时尚	直营	270	312	336	359	336
		加盟	645	550	581	614	603
		合计	915	862	917	973	939
	日播时尚	直营	161	179	247	315	280
		加盟	766	82	636	649	588
		合计	927	261	883	964	868
	地素时尚	直营				378	362
		加盟				684	688
		合计				1062	1050

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 5: 女装行业报表同店数据持续提升 (万元)

细分行业	公司	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
女装	朗姿股份		260.44	275.59	302.57	170.91	162.37
	同比			5.82%	9.79%		-5.00%
	锦泓集团	369.93	379.07	488.77	563.62	268.26	241.54
	同比		2.47%	28.94%	15.31%		-9.96%
	歌力思	327.81	333.54	446.77	458.48	230.55	241.34
	同比		1.75%	33.95%	2.62%		4.68%
	安正时尚	135.16	170.39	193.61	188.99	104.85	96.34
	同比		26.07%	13.63%	-2.39%		-8.12%
	日播时尚	170.51	180.01	154.87	140.56	78.50	84.15
	同比		5.57%	-13.97%	-9.24%		7.19%
地素时尚				240.76	111.95	142.62	
同比						27.39%	

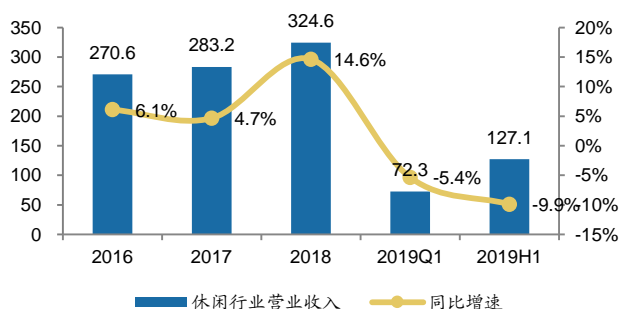
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 报表同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得, 锦泓集团为主品牌维格娜丝报表同店数据

7、休闲服饰行业

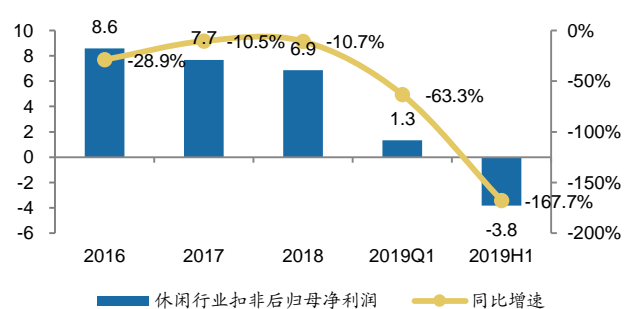
休闲服行业2019上半年实现营收127.1亿元, 同比下降9.9%, 扣非后归母净利润亏损3.8亿元, 同比下降167.7%。休闲服行业业绩大幅下滑主要由于休闲行业整体景气度不高, 国内外品牌都在经历调整, 国外部分休闲和快时尚品牌退出中国市场(如Topshop、NEW LOOK、Forever 21), 国内行业内上市公司关闭门店处理库存, 部分公司出现较大幅度亏损。

图79: 休闲服饰行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图80: 休闲服饰行业净利润 (扣非后归母, 亿元)

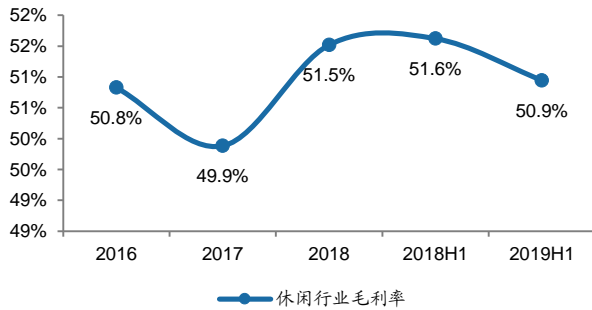


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

休闲服行业2019年上半年毛利率为50.9%，2017年起销售费用率和管理费用率呈上升趋势，2019年上半年分别达到39.4%和5.0%，主要由于一方面行业公司直营渠道占比提升且各公司加大营销等方面的投入，另一方面行业公司部分费用支出相对比较刚性，在收入下降的情况下费用率也会呈现提升趋势。2019上半年，休闲服饰

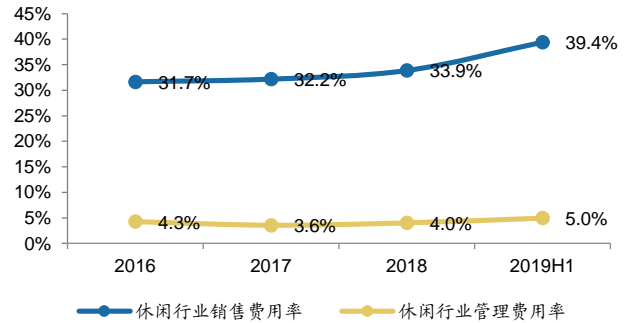
的年化存货周转率和应收账款周转率分别提升至2.3和13.3。主要由于近年来行业公司加大了快反供应链的建设，零售终端备货减少，渠道库存压力减轻。

图81: 休闲服饰行业毛利率情况



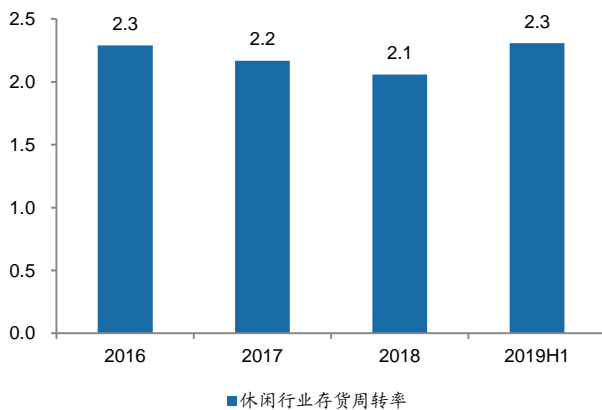
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图82: 休闲服饰行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图83: 休闲服饰行业存货周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图84: 休闲服饰行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

2019年上半年,休闲服饰行业公司中太平鸟和拉夏贝尔渠道均出现下滑拉夏贝尔因为渠道集中在百货,在进行渠道的转型调整,公司主动实施了战略性收缩策略,持续优化线下直营渠道,关闭低效、亏损零售网点以减少资源的无效投入,太平鸟直营终端增长比例较高,加盟终端数量有所下降,主要因为太平鸟公司在2019年上半年对经销商门店进行了主动调整,提升终端门店的质量,并且经销商开店主要集中在下半年,上半年一般处于净关店状态。太平鸟报表同店出现较大程度下滑,主要因为2019年一季度春节提前导致旺季销售时间缩短,且气候偏暖高客单价服装(羽绒服等)销售减少,因此2019年一季度可比同店下降幅度较大,2019年二季度以来,公司可比同店下降幅度已经在收窄。

表 6: 休闲行业渠道统计 (个)

行业	公司	渠道	2015	2016	2017	2018	2019H1
休闲行业	森马服饰	直营					
		经销					
		合计		3674	3628	3830	3858
	太平鸟	直营	943	1198	1271	1516	1589
		加盟	2651	2835	2980	3062	2830
		合计	3594	4033	4251	4578	4419
	拉夏贝尔	直营		8905	9435	9238	6904
		加盟		2	13	31	475
		合计		8907	9448	9269	7379

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 7: 休闲行业报表同店数据持续提升 (万元)

细分行业	公司	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
休闲行业	森马服饰		154.22	157.22	180.01	67.59	76.30
	同比			1.95%	14.50%		12.88%
	太平鸟	226.27	217.00	219.57	210.53	111.83	97.14
	同比		-4.09%	1.18%	-4.12%		-13.14%
	拉夏贝尔		96.00	110.56	109.78	53.15	53.54
	同比			15.17%	-0.70%		0.74%

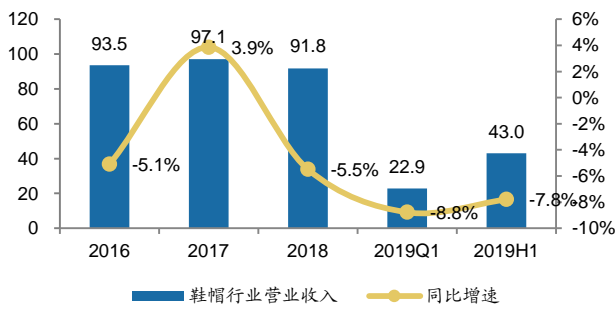
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 森马服饰用休闲服务业务总收入除以休闲服务业务总店铺数, 拉夏贝尔报表同店数据用全部线下收入除以总门店数 (拉夏贝尔经销店铺数较少, 2017 同店出现较大幅度上升主要由于公司收入口径由净额法变为总额法), 其他报表同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得

8、鞋帽行业

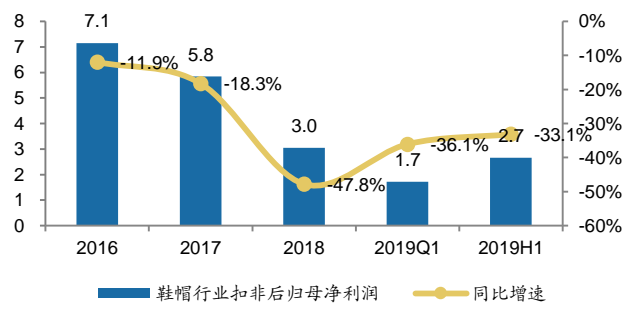
鞋帽行业2019上半年实现营收43.0亿元, 实现净利润2.7亿元, 同比下降33.1%。鞋帽行业近年表现持续偏弱, 主要由于相关上市公司主业均以皮鞋为主, 但近年流行趋势是运动鞋和休闲鞋, 皮鞋消费持续低迷。

图85: 鞋帽行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

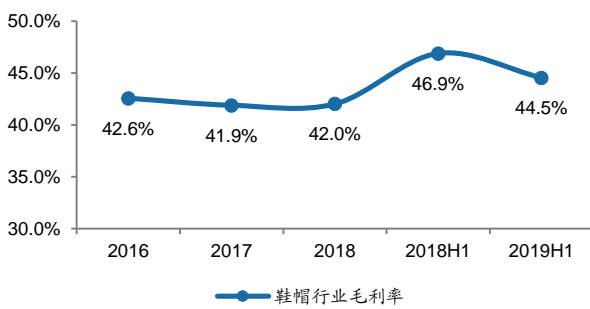
图86: 鞋帽行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

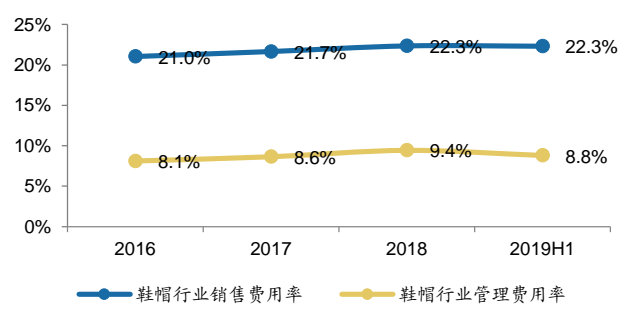
鞋帽行业2019年上半年毛利率44.5%，较2018年上半年有所下降。2019年上半年销售费用率22.3%，与2018年持平，管理费用率为8.8%，较2018年有所下降。

图87: 鞋帽行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

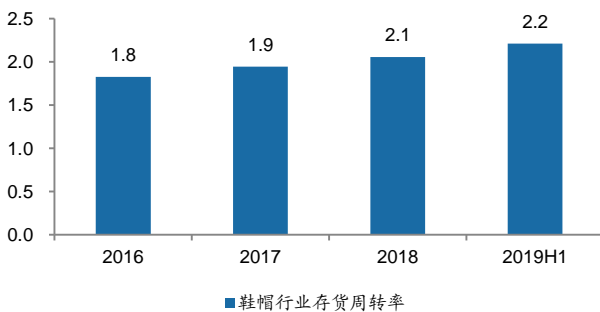
图88: 鞋帽行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

鞋帽行业2016年起存货周转率呈上升趋势，2019年上半年年化为2.2。应收账款周转率之前呈现下降趋势，2019年上半年年化为4.3，和2018年基本保持平稳。

图89: 鞋帽行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图90: 鞋帽行业应收账款周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

2019上半年，除红蜻蜓外，其余鞋帽行业大部分公司渠道数量减少，反映行业低迷情况下渠道仍在调整中。同时大部分公司2019年上半年终端销售继续面临较大压力，报表同店数据均出现不同幅度下滑，且较2018年进一步扩大。

表 8: 鞋帽行业渠道统计 (个)

行业	公司	渠道	2015	2016	2017	2018	2019H1
	天创时尚	直营	1429	1266	1286	1377	1318
		加盟	746	693	641	548	543
		合计	2175	1959	1927	1925	1861
	哈森股份	直营		1516	1392	1292	1236
		加盟		340	305	296	296
		合计		1856	1697	1588	1532
	奥康国际	直营	1231	1435	1352	1341	1291
		加盟	1681	1713	1734	1648	1608
		合计	2912	3148	3086	2989	2899
	红蜻蜓	直营	445	410	363	363	351
		加盟	3695	3706	3812	3772	3856
		合计	4140	4116	4175	4135	4207

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 9: 鞋帽行业报表同店数据持续提升 (万元)

细分行业	公司	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
鞋帽	天创时尚	86.22	92.63	96.44	94.44	50.24	46.93
	同比		7.44%	4.11%	-2.07%		-6.58%
	哈森股份		86.87	90.84	89.42	47.80	42.36
	同比			4.57%	-1.57%		-11.38%
	奥康国际	166.34	146.40	112.09	109.48	75.93	72.98
	同比		-11.98%	-23.44%	-2.33%		-3.89%
鞋帽	红蜻蜓	86.82	89.16	78.16	73.52	59.90	52.24
	同比		2.70%	-12.33%	-5.94%		-12.79%

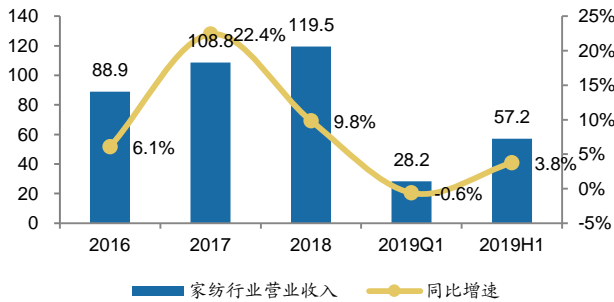
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 报表同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得

9、家纺行业

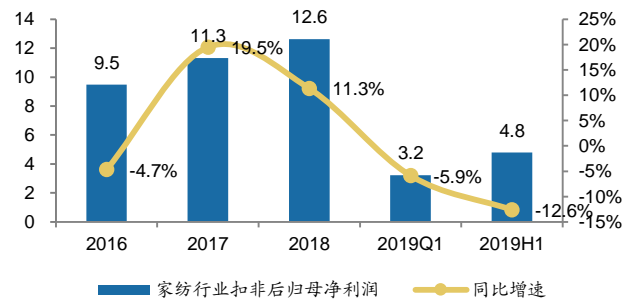
家纺行业2019上半年实现营收57.2亿元，同比增长3.8%，实现净利润4.8亿元，同比下降12.6%。2019年上半年家纺行业业绩走弱，除了受到宏观经济下行压力影响外，还受到商品房销售2018年放缓影响，因为家纺几大需求中，占比三分之一不到的乔迁和婚庆需求和商品房销售相关。

图91: 家纺行业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

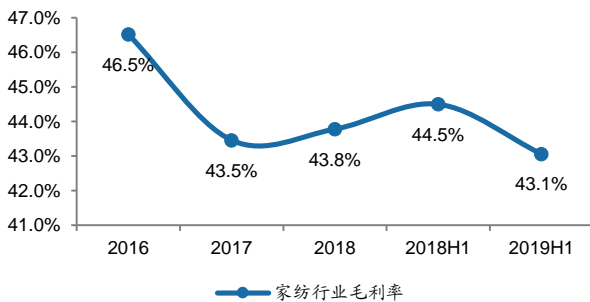
图92: 家纺行业净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

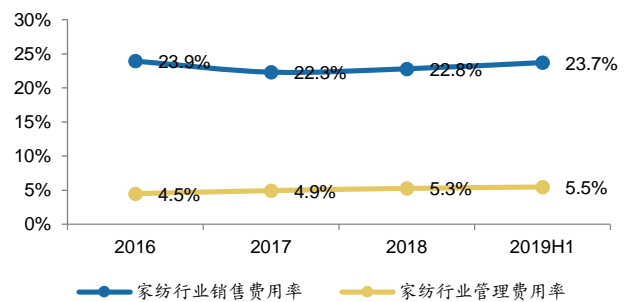
2019年上半年家纺行业的毛利率为43.1%，较2018年上半年下降1.4个百分点，主要由于部分公司较低毛利率电商业占比提高所致。2019年上半年销售费用率和管理费用率分别为23.7%和5.5%，较2018年上升0.9个百分点和0.2个百分点。

图93: 家纺行业毛利率情况



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

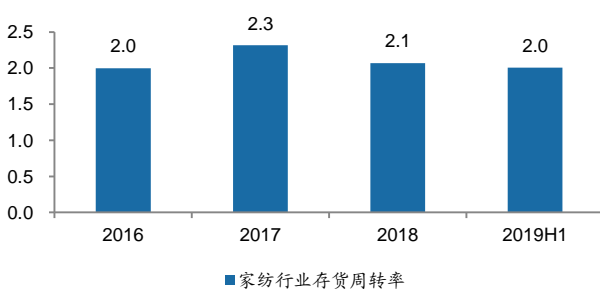
图94: 家纺行业销售、管理费用率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

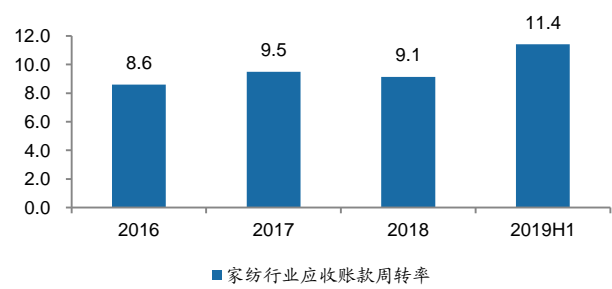
家纺行业近年来存货周转率基本平稳，2018年和2019年上半年年化存货周转率分别为2.1、2.0，应收账款周转率大幅改善，2018年和2019年上半年年化应收账款周转率分别为9.1和11.4。

图95: 家纺行业存货周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图96: 家纺行业应收账款周转率 (次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

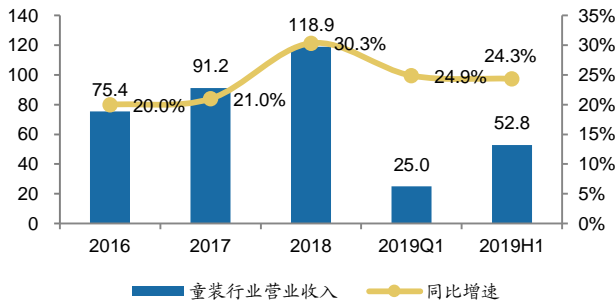
10、童装行业

童装行业维持高景气度，因为品牌化起步较晚，同时市场集中度提升空间大，因此龙头童装公司业绩保持高速增长，2019上半年童装行业实现营收52.8亿元，同比增长24.3%。扣非后归母经利润6.3亿元，同比增长22.0%。

童装行业的毛利率整体较为稳定，2018年上半年和2019年上半年毛利率分别为43.7%和43.2%。

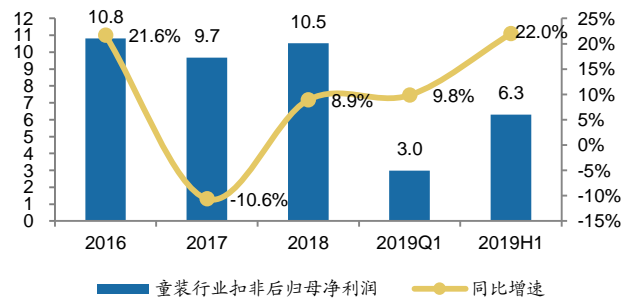
2018年童装行业销售费用率和管理费用率分别为24.2%和5.6%，分别较2018年下降1个百分点和0.3个百分点。2019年上半年年化存货周转率和应收账款周转率为2.3和5.1，较2018年小幅下降，基本保持稳定。

图97：童装行业收入情况（亿元）



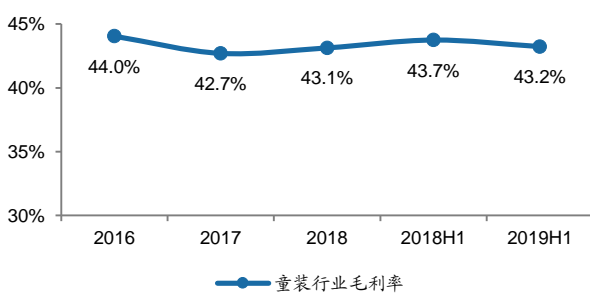
数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图98：童装行业净利润（扣非后归母，亿元）



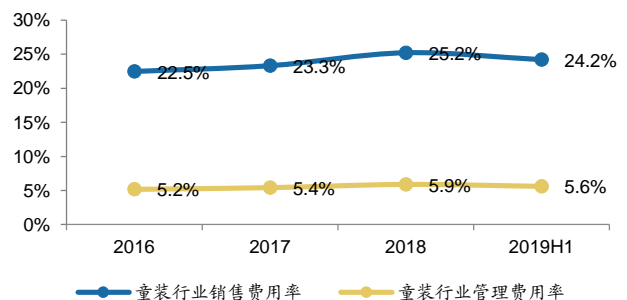
数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图99：童装行业毛利率情况



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图100：童装行业销售、管理费用率



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图101: 童装行业存货周转率(次)

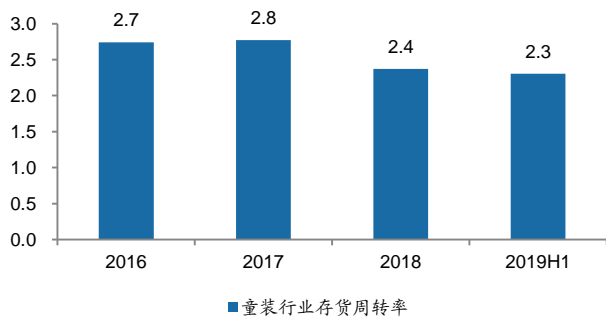
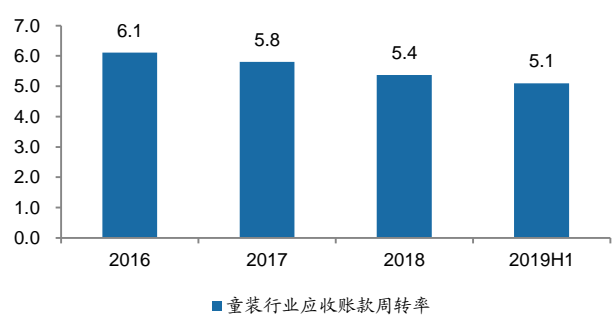


图102: 童装行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

童装行业巴拉巴拉在较高基数下,渠道保持快速增长,安奈儿的渠道数量在经历2018年的调整后在2019上半年后恢复增长,金发拉比则持续减少,主要为加盟渠道数量下降,反映出巴拉巴拉在渠道方面优势明显。报表同店方面,巴拉巴拉2018及2019上半年报表同店均保持双位数增长,安奈儿报表同店出现小幅下滑。

表 10: 童装行业渠道统计(个)

行业	公司	渠道	2015	2016	2017	2018	2019H1	
童装行业	巴拉巴拉	直营						
		经销						
		合计		4578	4795	6075	5546	
	安奈儿	直营			970	974	990	1050
		加盟			488	461	385	409
		合计			1458	1435	1375	1459
		金发拉比	直营			162	253	
		加盟			1232	1115		
		合计			1394	1368	1314	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 巴拉巴拉渠道=(森马服饰儿童服业务总渠道数-kidiliz 渠道数)

表 11: 童装行业报表同店数据持续提升(万元)

细分行业	公司	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
童装行业	巴拉巴拉		109.24	131.85	145.26	57.60	67.24
	同比			20.69%	10.18%		16.73%
	安奈儿		47.82	50.8	64.17	35.93	35.32
	同比			6.23%	26.32%		-1.68%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 除了森马服饰,其他报表同店数据均用直营门店收入除以直营渠道数量获得,巴拉巴拉报表同店=(森马服饰儿童服业务总收入-kidiliz 业务收入)/(森马服饰儿童服业务总渠道数-kidiliz 渠道数)

四、总结和投资建议

1、纺织制造板块：受内外部不利因素影响，业绩持续承压

2019年上半年，纺织制造板块实现营业收入365.5亿元，同比增长0.7%，实现扣非后归母净利润24.7亿元，同比下降4.8%。其中第一季度营业收入和扣非后归母净利润分别为174.2亿元和9.3亿元，同比增长9.0%和7.1%。

纺织制造板块2019年上半年业绩逐季明显放缓的主要原因有：1) 2019年上半年受贸易摩擦加剧影响，海外客户订单向其他国家转移；2) 国内经济下行压力影响，国内客户订单减少；3) 棉花等原材料上半年价格大幅下跌，导致产业链条较短的企业受消化高价库存影响，毛利率大幅下降。

虽然纺织制造板块持续承压，但有海外产能布局的企业订单受影响较小，另外产业链条较长的企业受原材料波动影响较小。

2、服装家纺板块：需求较为低迷，未见回暖迹象，但个别行业持续景气

2019年上半年，服装家纺板块实现营业收入709.74亿元，同比增长0.3%，实现净利润6.8亿元，同比下降20.7%。其中，2019年一季度，服装家纺板块实现营业收入和扣非后归母净利润分别为372.3亿元和31.7亿元，同比增长0.6%和下降10.4%。

服装家纺板块2019年上半年持续低迷的主要原因：1) 受经济下行压力影响，终端消费低迷；2) 相关公司门店拓展谨慎，净开店少于上年同期；3) 为了保持运营指标良性，降低库存风险，打折促销力度加大。

虽然服装家纺板块持续低迷，但细分子行业运动服饰和童装持续景气（运动服饰大多在港股上市），且所有细分子行业龙头公司好于非龙头，行业集中度不断提升。

3、投资建议

纺织制造板块：考虑到贸易摩擦不断加剧，另外从纺织产业发展趋势看，伴随国内要素成本不断上升，产能向海外转移，包括从低附加值向高附加值升级也是大势所趋，同时上半年原材料波动加剧，对产业链较短的企业，毛利率面临下行压力，因此建议关注有海外产能布局，产业链较长，同时注重产业升级的行业龙头。

建议关注：鲁泰A、健盛集团等。

服装家纺板块：建议关注高景气子行业运动服饰和童装龙头。同时借鉴日本经验，90年代经济零增长、服装零售负增长时，有两类企业受益集中度提升穿越周期，一是大众高性价比服饰龙头，二是定位细分市场（如运动鞋、内衣、袜类），技术研发积累深厚的专业服饰龙头。借鉴美国经验，轻奢龙头虽与经济有相关性，但整体

表现仍较乐观，未有断崖式下跌，增长有持续性。亦可关注大众高性价比服饰龙头、技术研发积累深厚的专业服饰龙头（含轻奢龙头）。

建议关注：比音勒芬、森马服饰、海澜之家、歌力思、探路者、地素时尚、开润股份、安奈儿。

风险提示

1、宏观经济下滑

经济持续下滑，则会影响到终端消费，如果终端消费持续低迷，则对整个服装消费有很大影响，一旦下游销售渠道不畅，则整个行业都将受到影响。

2、汇率波动风险

如果人民币汇率大幅升值，则会影响到国内纺织企业的竞争力。在行业已经成熟、经营趋于稳定的阶段，外部经营环境变化对行业和公司都有很大影响。

3、劳动力成本上升风险

纺织服装是劳动密集型行业，而且短期内也较难完全实现机械化、智能化生产，如果国内劳动力成本大幅上升，则对行业有不利影响。

4、原材料价格大幅波动风险

如果纺织服装行业原材料价格出现大幅波动，则有可能对行业正常的生产经营活动造成一定扰动，或者影响产品销售毛利率，或者影响生产销售业务效率

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

赵颖婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。