

纺织服装

19H1 板块表现分化, 优选子行业龙头

评级: 增持 (维持)

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

Email: wangys@r.qizq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	86
行业总市值(百万元)	426033
行业流通市值(百万元)	323503

行业-市场走势对比

相关报告

- 2019 年中期策略报告: 优选细分领域, 聚焦行业龙头
- 2018 年报&2019 一季报总结: 2018 全年增速放缓, 龙头优势凸显

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS (元)				PE				PEG
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
歌力思	15.17	1.10	1.31	1.61	1.94	14	12	9	8	0.66
森马服饰	11.71	0.63	0.70	0.80	0.91	19	17	15	13	0.79
海澜之家	8.38	0.78	0.84	0.91	0.97	11	10	9	9	1.69
地素时尚	22.5	1.43	1.62	1.83	2.03	16	14	12	11	1.04
瑞贝卡	3.34	0.21	0.24	0.31	0.37	16	14	11	9	0.91
水星家纺	16.82	1.18	1.44	1.74	2.74	16	14	12	11	1.26

备注: 股价为 2019.9.3 收盘价

投资要点

- 我们对行业内重点 31 家公司 2019 年中报进行梳理: 1) 收入端: 在终端需求疲软的背景下, 童装延续高景气度, 中高端表现稳健, 家纺板块 Q2 环比改善, 而大众服饰及纺织制造均呈逐季放缓趋势。期内各公司持续优化渠道结构, 谨慎扩张, 内生增长为主要驱动力。2) 利润端: 各板块净利润增速均有所下滑, 除收入增速放缓、终端折扣力度加大外, 开设直营店、门店升级等举措使得销售费用提升较快。3) 运营端: 剔除部分公司新品牌并表因素, 存货增幅符合终端销售情况, 且存货规模较 2018 年底得到有效控制。此外, 应收账款周转较为稳健, 整体运营健康。具体来看:
 - 中高端: 弱市下表现稳健, 品牌内生动力强。** 2019H1 收入同比+6.74% (-0.71PCTs), 期内各品牌以结构调整为主, 多数品牌门店数量均有所下滑, 同店的内生增长成为收入增长的驱动力。分品牌看, 在弱市下歌力思 (营收+17.09%)、地素时尚 (营收+14.42%)、比音勒芬 (营收+25.15%) 表现亮眼, 实现双位数增长。
 - 大众: 个股表现分化, 龙头伺机扩张。** 2019H1 收入同比-2.86% (-15.60PCTs), 虽板块收入增速呈现逐季放缓趋势, 但龙头公司实现收入业绩双提升 (森马休闲装/海澜之家营收+12.15%/+7.07%, 净利润+24.68%/+2.87%)。在终端消费疲软的环境下, 龙头公司优势尽显, 并通过外延扩张, 进一步抢占市场份额。
 - 童装: 延续高景气度, 头部优势明显。** 2019H1 收入同比+27.34% (+2.29PCTs)。各品牌线下门店持续扩张, 加快结构转型; 线上收入快速增长, 景气度高。市占率第一的森马儿童业务营收增速 (+32.19%) 均远高于其他 2 家, 头部优势明显。
 - 家纺: 19Q2 销售环比改善, 电商表现亮眼。** 2019H1 收入同比+3.77% (-12.88PCTs), 其中 2019Q1/Q2 增速分别为-0.62%/+8.42%。环比增速改善明显, 主要受益于二季度电商业务增长 (水星家纺 Q2 线上业务+30%, 富安娜 19H1 电商+23%)。同时各公司加大去库存力度, 经营性现金流净额提升明显。
 - 纺织制造: 受贸易环境影响, 内外订单承压。** 2019H1 收入同比-1.46% (-16.20PCTs), 外贸环境不确定性导致海外客户下单放缓, 同时国内下游需求增速放缓, 内外订单承压。同时, 订单不足也导致产能利用率不足, 进而导致盈利能力下降。运营方面, 商品库存积压明显, 存货周转放缓, 但应收回款较为稳健。
- 行业观点及投资建议:** 在行业整体终端需求偏弱的背景下, 优选成长性较好的子行业龙头。从估值角度看, 目前品牌服装细分龙头估值均不到 20 倍, 处于历史较低水平。建议关注童装赛道好&休闲装改善的森马服饰 (2020 年 17x) 以及行业和公司均有望迎来拐点的假发龙头瑞贝卡 (2020 年 11x)。
- 风险提示:** 宏观经济增速放缓风险; 终端消费需求放缓, 或致品牌服饰销售低于预期; 棉价异动风险。

内容目录

总览： 19H1 板块表现分化，利润增速普遍下滑	- 3 -
童装保持高景气度，中高端品牌稳健增长	- 3 -
销售疲软&渠道调整，利润增速放缓	- 4 -
存货规模可控，下游板块运营较为稳健	- 5 -
中高端服装： 品牌内生助力，弱市下表现稳健	- 6 -
收入端： 内生店效驱动，营收稳健增长	- 6 -
盈利端： 终端需求疲软，盈利能力略有下滑	- 8 -
运营端： 存货略有增长，整体运营稳健	- 10 -
大众服装： 个股表现分化，龙头伺机扩张	- 11 -
收入端： 外延扩张为主，龙头优势尽显	- 11 -
盈利端： 个股表现分化，龙头盈利能力提升	- 12 -
运营端： 并表致库存增长，渠道调整使应收周转放缓	- 13 -
家纺： 19Q2 销售环比改善，电商表现亮眼	- 15 -
收入端： 二季度电商业务增长，推动销售增速回暖	- 15 -
盈利端： 去库存力度加大，利润率有所下滑	- 16 -
运营端： 持续库存去化，整体运营健康	- 17 -
童装： 延续高景气度，头部优势明显	- 19 -
收入端： 线上线下共同发力，驱动收入高增长	- 19 -
盈利端： 并表推升毛利率，销售费用增长致净利率下滑	- 20 -
运营端： 新品牌备货增加，应收账款周转加快	- 21 -
纺织制造： 受贸易环境影响，内外订单承压	- 22 -
收入端： 下游观望情绪强，出口内销双承压	- 22 -
盈利端： 需求疲软影响，盈利能力下降	- 23 -
运营端： 存货周转放缓，应收回款较为健康	- 24 -
风险提示	- 25 -

总览：19H1 板块表现分化，利润增速普遍下滑

- 我们选取纺服行业共 31 家主要公司分析各行业 2019H1 业绩情况。

图表 1：板块主要公司

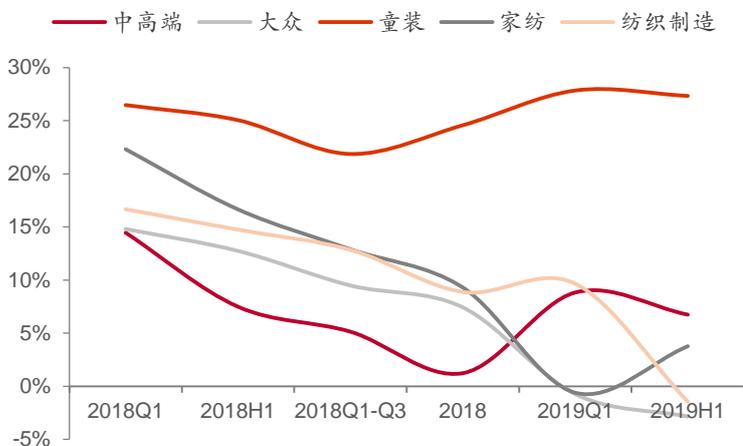
中高端		大众	童装	家纺	纺织制造	
女装	男装					
朗姿股份	比音勒芬	美邦服饰	金发拉比	罗莱生活	鲁泰A	伟星股份
日播时尚	九牧王	森马服饰	安奈儿	富安娜	华孚时尚	孚日股份
维格娜丝	报喜鸟	海澜之家	森马-巴拉巴拉	水星家纺	新野纺织	健盛集团
地素时尚	七匹狼	拉夏贝尔		梦洁家纺	联发股份	
歌力思		太平鸟			百隆东方	
安正时尚					台华新材	

来源：Wind，中泰证券研究所

童装保持高景气度，中高端品牌稳健增长

- 2019 上半年终端需求仍然偏弱，限额以上社零总额同比+8.4%，增速同降-1.0PCTs，其中限额以上服装鞋帽针纺织品类/服装类零售额分别同比+3.0%/+2.7%，增速分别-6.2/-7.4PCTs。在此背景下，童装依然保持高景气度，且增速在高基数的背景下持续提升（同比+2.29PCTs）。中高端品牌调整渠道结构，通过提升店效以保持稳健增长（+6.74%）。家纺板块受益于电商平台多元化及渠道扩张，19Q2 零售端环比好转（较19Q1+4.39PCTs）。而大众品牌销售承压，纺织制造受外部贸易环境影响，增速均呈现逐季放缓趋势。

图表 2：2018-2019H1 各细分板块收入增速



来源：Wind，中泰证券研究所

- 从渠道端来看，虽行业整体增速放缓，但期内童装、家纺及大众龙头公司仍在外延扩张，中高端品牌以调整渠道结构及改善终端零售能力来提升店效。总体来看，各公司关店数量较多，通过关闭低效门店、开大店、加盟转直营以及加大购物中心店布局等方式，持续优化渠道结构。地素时尚(c.60%)、海澜之家(c.20%)、森马服饰(c.30%)、太平鸟(c.40%)、安奈儿(c.20%)等上市公司购物中心占比均有所提升。

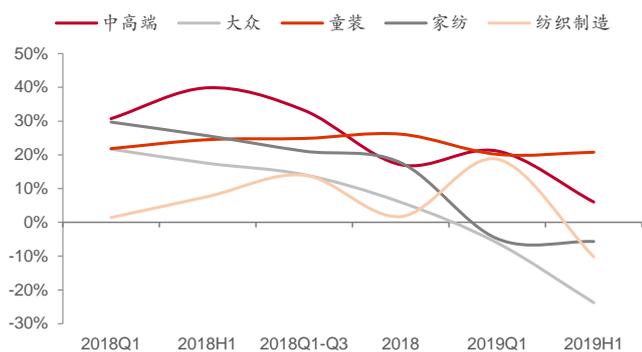
图表 3: 2018-2019H1 各板块渠道情况 (家)

行业	公司	2018	19Q1	19H1	19H1开	19H1关	19H1净增	2018净增	购物中心	
									2018	2019H1
中高端	歌力思	592	591	577	22	37	-15	59		
	地素时尚	1062	1048	1050	60	72	-12	24	占比约60%	
	比音勒芬	764		798			34	112		
	九牧王	2774	2760	2772	156	158	-2	141	约190家	
	锦泓集团	1386	1381	1392	63	57	6	-63	占比10%+	
	安正时尚	973	957	939	36	70	-34	56		
	七匹狼	2000+						100+		
	朗姿股份	505		513			8	57		
	日播时尚	1067		983	84	168	-84	78		
	报喜鸟	1576		1619	169	126	43	98		
中高端主品牌	ELLASSAY	312	307	296	8	24	-16	-10		
	DAZZLE	613	600	596	24	41	-17	-1		
	九牧王	2411	2393	2410	107	108	-1	-51		
	维格娜丝	153	152	160	10	3	7	-9		
	玖姿	692	694	689	20	23	-3	1		
	朗姿	248		253			5	23		
	播	826	814	779	49	96	-47	66		
大众	森马-休闲装	3830		3858	370	342	28	202		近1/3
	海澜之家	7545		7740	551	356	195	881	约1350家	
	太平鸟	4594	4508	4427	508	675	-167	343	1700	超1750
	拉夏贝尔	9269	7653	6799			-2470	-179		
	美邦服饰	3500~4000						净减少		
童装	森马-童装	5,293		5546	565	312	253	498	1500+	约2000
	安奈儿	1433		1459	136	110	26	-2	264	305
家纺	罗莱生活	近2700		新开直营门店				37		
	富安娜	1310		1350			40			
	梦洁股份	3300		3900			600	365		
	水星家纺	超2700		约2700				约90		

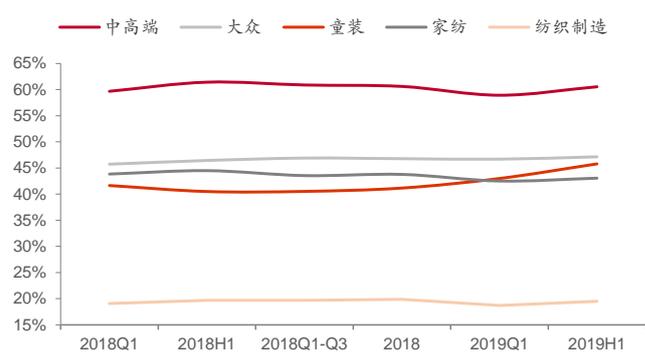
来源: Wind, 中泰证券研究所

销售疲软&渠道调整，利润增速放缓

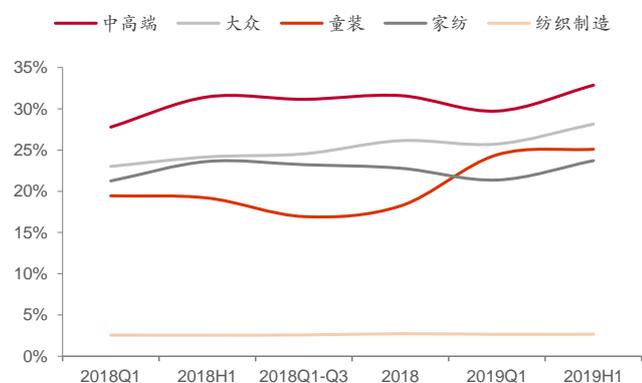
- 2019H1 各板块净利润增速均有所放缓，一方面是由于终端市场疲软，导致收入增速放缓，同时公司为促销加大终端折扣及活动力度；另一方面各公司持续优化渠道结构，开设直营店、门店升级等举措使得销售费用提升较快。

图表 4: 2018-2019H1 各细分板块归属净利润增速


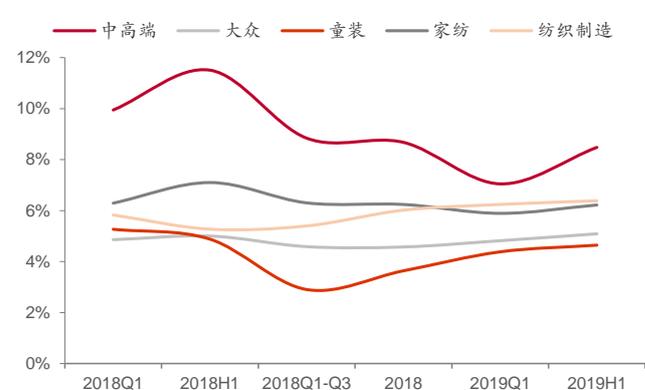
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 2018-2019H1 各细分板块毛利率


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2018-2019H1 各细分板块销售费用率


来源: Wind, 中泰证券研究所

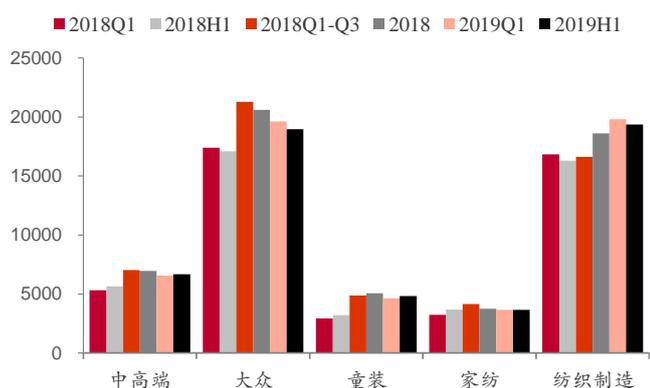
图表 7: 2018-2019H1 各细分板块管理费用率


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

存货规模可控, 下游板块运营较为稳健

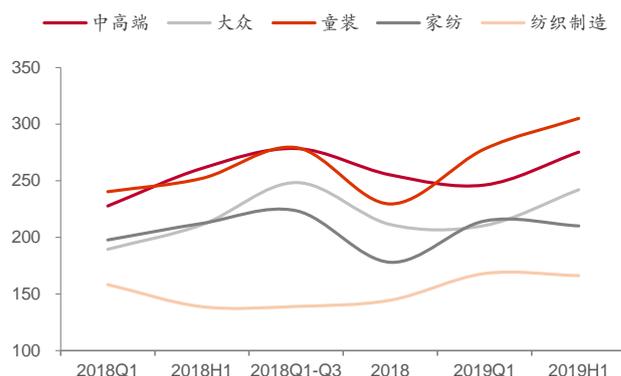
- 存货方面, 家纺板块去库存力度大, 存货规模同比略有减少。其他下游板块存货规模均较上年同期有所提升, 存货周转天数相应增加, 剔除部分公司新品牌并表因素外, 存货增幅较为符合终端销售情况, 且各板块存过规模较 2018 年底均得到有效控制。应收账款回款较为健康, 大众板块应收账款周转天数提升较快主要因购物中心及商场门店占比提升, 导致账期增加。上游纺织制造受外贸环境不确定性影响, 订单承压, 导致存货及应收账款周转放缓。

图表 8: 2018-2019H1 各细分板块存货规模(百万元)



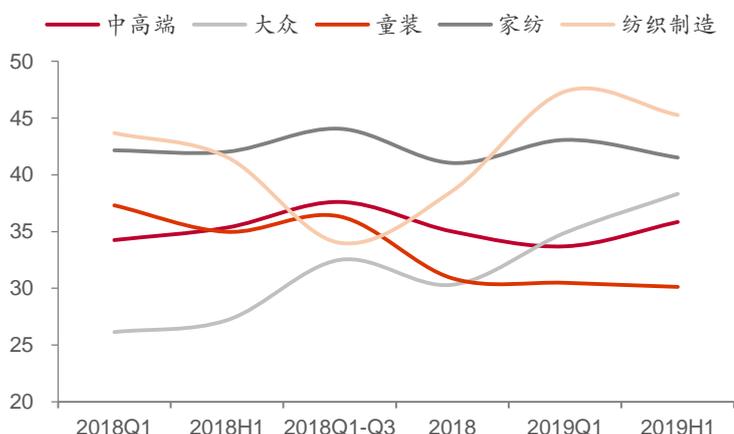
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2018-2019H1 各细分板块存货周转天数(天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 2018-2019H1 各细分板块应收账款周转天数(天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

中高端服装: 品牌内生助力, 弱市下表现稳健

收入端: 内生店效驱动, 营收稳健增长

- 剔除并表因素, 中高端板块 2019H1 收入同比+6.74% (-0.71PCTs), 终端市场表现较为稳健。从渠道端看, 2019H1 除锦泓集团 (-6.53%) 外, 各中高端品牌营收均实现正增长。期内各品牌以结构调整为主, 各公司旗下主品牌中除维格娜丝 (净增 7 家)、朗姿 (净增 5 家) 外, 其他品牌门店数量均有所下滑, 收入增长驱动力主要来自同店的内生增长。

图表 11: 2018H1-2019H1 主要中高端公司收入业绩增速

	收入增速					归属净利润增速				
	2018H1	2018	2019Q1	2019Q2	2019H1	2018H1	2018	2019Q1	2019Q2	2019H1
歌力思	38.81%	18.66%	8.32%	27.05%	17.09%	32.28%	20.74%	11.00%	24.72%	17.90%
地素时尚	8.81%	7.94%	13.53%	15.41%	14.42%	23.07%	19.59%	32.58%	-23.51%	1.09%
比音勒芬	36.50%	39.96%	27.37%	22.45%	25.15%	45.84%	62.16%	52.91%	17.32%	42.01%
九牧王	10.68%	6.55%	7.20%	7.53%	7.33%	17.10%	8.00%	40.12%	-21.97%	23.69%
锦泓集团	10.80%	6.60%	-8.71%	-3.89%	-6.53%	162.90%	43.65%	-79.59%	-77.31%	-78.58%
安正时尚	20.33%	6.87%	-0.22%	2.35%	1.02%	25.56%	2.96%	10.51%	28.56%	18.34%
七匹狼	13.83%	14.01%	3.13%	12.37%	6.55%	10.49%	9.38%	9.45%	-37.72%	-8.42%
朗姿股份	22.73%	13.10%	11.78%	3.69%	7.72%	105.72%	12.20%	-12.54%	-29.17%	-20.18%
日播时尚	11.14%	5.46%	5.46%	-3.40%	1.39%	-28.97%	-54.13%	-71.99%	-1743.11%	-190.78%
报喜鸟	23.08%	19.55%	4.67%	-2.55%	1.21%	-228.72%	99.92%	159.18%	386.94%	183.49%

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

- 分品牌看, 期内歌力思、地素时尚、比音勒芬表现亮眼, 在弱市下营收均实现双位数增长。歌力思受益于主品牌内生增长强劲(净关门店 16 家的情况下收入同增比+7%), 以及多品牌协同效应的持续显现, 19H1 营收同比+17.09%。地素时尚营收同比+14.42%, 主要是通过终端服务及零售能力的提升, 以及对导购积极性的调动, 使得直营渠道平均单店零售额同比+18.7%。中高端男装赛道稀缺的比音勒芬营收同比+25.15%, 其店效提升是主要驱动力, 同时线上线下共同发力, 开启了多渠道发展的策略。

图表 12: 2018-2019H1 主要中高端公司渠道情况 (家)

公司	2018	19Q1	19H1	19H1开	19H1关	19H1净增
歌力思	592	591	577	22	37	-15
地素时尚	1062	1048	1050	60	72	-12
比音勒芬	764		798			34
九牧王	2774	2760	2772	156	158	-2
锦泓集团	1386	1381	1392	63	57	6
安正时尚	973	957	939	36	70	-34
七匹狼	2000+					
朗姿股份	505		513			8
日播时尚	1067		983	84	168	-84
报喜鸟	1576		1619	169	126	43

来源: Wind, 中泰证券研究所

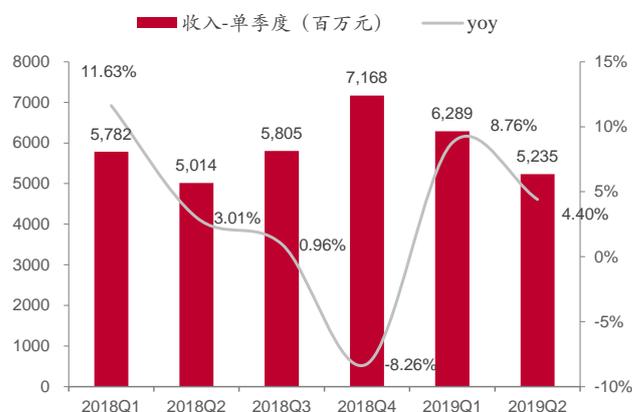
图表 13: 2018-2019H1 主要中高端公司主品牌渠道情况 (家)

公司	2018	19Q1	19H1	19H1开	19H1关	19H1净增
歌力思	312	307	296	8	24	-16
DAZZLE	613	600	596	24	41	-17
九牧王	2411	2393	2410	107	108	-1
维格娜丝	153	152	160	10	3	7
玖姿	692	694	689	20	23	-3
朗姿	248		253			5
播	826	814	779	49	96	-47

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2018-2019H1 中高端分季度累计收入及增速 (百万元)


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

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


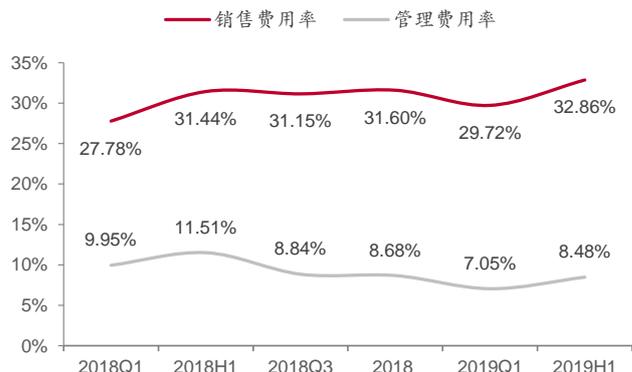
来源: Wind,中泰证券研究所;注:歌力思、维格娜丝、安正时尚已剔除并表因素

盈利端: 终端需求疲软, 盈利能力略有下滑

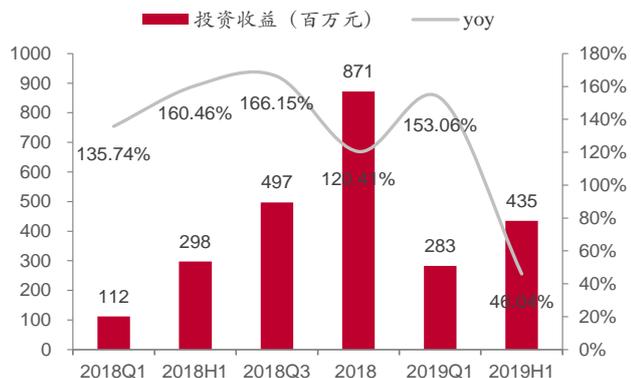
- 2019H1 中高端板块毛利率为 60.54%，同比-0.88PCT。主要因终端需求有所放缓，部分品牌考虑提高性价比而适当下调加价倍率（如歌力思-1.68PCTs）、部分品牌加大折扣力度（如九牧王-1.20PCTs）均在一定程度上拉低毛利率。此外，安正时尚毛利率同比-13.33PCTs，是低毛利率电商平台礼尚信息并表所致。
- 费用方面，2019H1 销售费用率+1.43PCTs 至 32.86%，主要因期内主部分公司新品牌业务拓展，直营渠道扩张，以及广告宣传费用增加所致。但同期管理费用得到有效控制，管理费用率同比-3.03PCTs 至 8.48%。
- 此外，期内投资收益的大幅增加（同比+46.04%），规模占收入的比达到 3.65%（+0.89PCTs）。综合来看，19H1 净利率同比-0.50PCTs 至 13.07%，净利润同增 6.01%（同比放缓-33.85PCTs），其中 Q2 增速远低于 Q1 是由于投资收入主要集中在 Q1。

图表 16: 2018-2019H1 中高端各季度毛利率、净利率

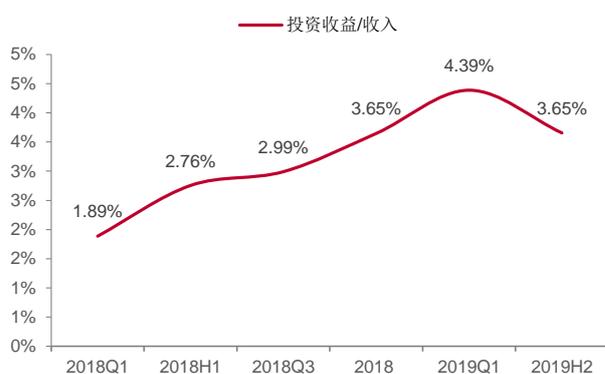

来源: Wind,中泰证券研究所

图表 17: 2018-2019H1 中高端各季度管理费用率、销售费用率


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 18: 2018-2019H1 中高端各季度投资收益及增速 (百万元)


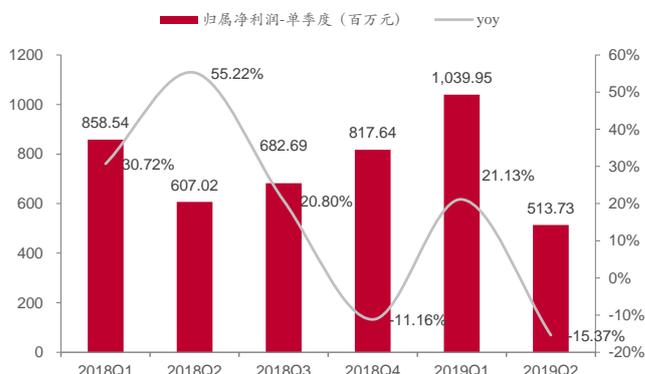
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 19: 2018-2019H1 中高端各季度投资收益占收入比


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 20: 2018-2019H1 中高端分季度累计归属净利润及增速 (百万元)

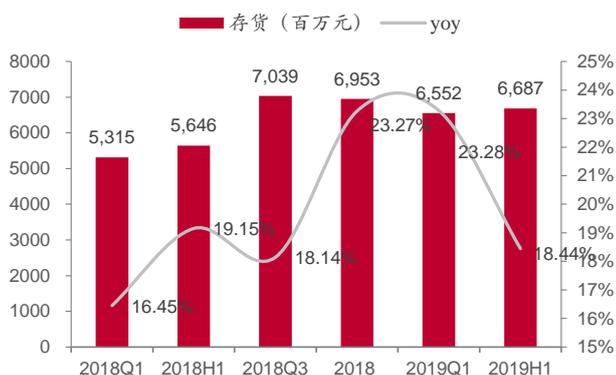

来源: Wind,中泰证券研究所

图表 21: 2018-2019Q2 中高端单季度归属净利润及增速 (百万元)


来源: Wind,中泰证券研究所

运营端：存货略有增长，整体运营稳健

- 存货方面，2019H1 同比+18.44%，周转天数+14 天至 275 天，主要因各公司新品牌及原有品牌备货所致。环比来看，存货规模较 2018 年底减少 2.66 亿元，存货规模可控。

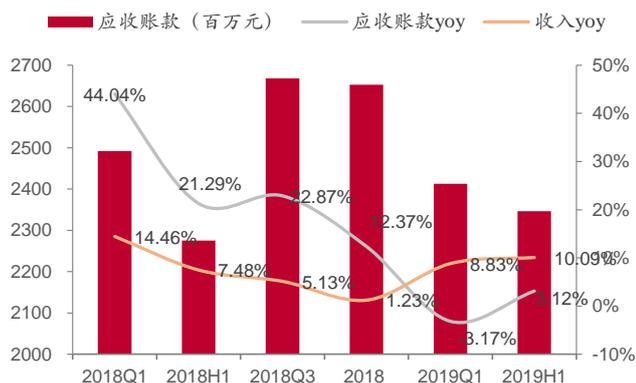
图表 22：2018-2019Q1 中高端各季度存货及增速（百万元）


来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 23：2018-2019H1 中高端各季度存货周转天数（天）


来源：Wind, 中泰证券研究所

- 应收账款周转健康，在存货略有增长的背景下，2019H1 应收账款同比 +3.12%，远低于收入增速 (+10.09%)，周转天数也与去年同期基本持平，为 36 天 (+1 天)，反映终端加盟商销售情况向好。

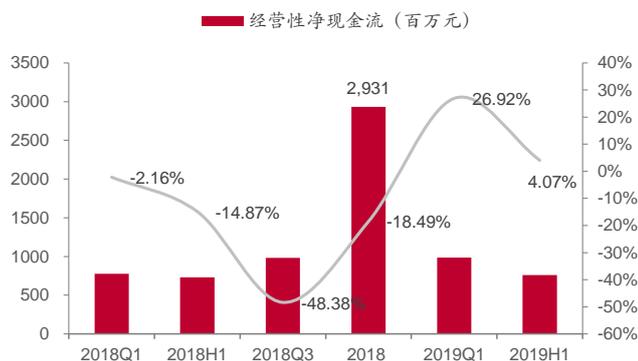
图表 24：2018-2019Q1 中高端各季度应收账款及增速收入增速（百万元）


来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 25：2018-2019H1 中高端各季度应收账款周转天数（天）


来源：Wind, 中泰证券研究所

- 2019H1 经营性净现金流较为稳定，同比+4.07%，占净利润比重为 48.88%，同比-0.91PCTs，增速及占比较 19Q1 有所下滑，主要是受回款周期的影响。总体来看，运营较为健康。

图表 26: 2018-2019H1 中高端各季度经营性净现金流及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 2018-2019H1 中高端各季度经营性净现金流占净利润的比


来源: Wind, 中泰证券研究所

大众服装: 个股表现分化, 龙头伺机扩张

收入端: 外延扩张为主, 龙头优势尽显

- 2019H1 大众板块收入同比-2.86%至 234.35 亿元, 在终端需求疲软背景下, 收入增速呈现逐季放缓趋势, 18Q4/19Q1/19Q2 增速分别为 +3.51%/-0.74%/-5.53%。期内各品牌表现分化, 森马(休闲装)/海澜之家/太平鸟/拉夏贝尔/美邦服饰营收分别同比 +12.15%/7.07%/-1.54%/-9.78%/-31.47%。在终端消费疲软的环境下, 龙头公司优势尽显, 通过外延扩张, 进一步抢占市场:
 - 森马休闲装较同业其他品牌表现亮眼, 其增长动力主要来自渠道扩张(2019H1 净开 28 家至 3858 家)以及上年新开店的贡献(2018 年净增 555 家)。
 - 男装龙头海澜之家, 受益于渠道结构调整, 直营门店数量店增长 5.8 倍至 322 家(+267 家), 驱动直营渠道/线下营收分别同增+114.88%/+5.69%。

图表 28: 2018H1-2019H1 年主要大众公司收入业绩情况

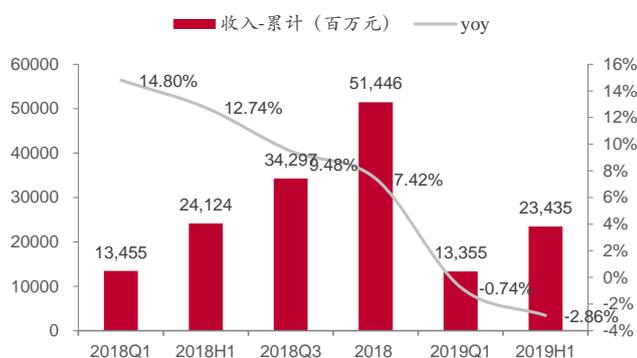
公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018H1	2018	2019Q1	2019Q2	2019H1	2018H1	2018	2019Q1	2019Q2	2019H1
森马-休闲装	21.91%	20.54%	25.06%	1.18%	12.15%	25.00%	33.10%	22.27%	26.81%	24.68%
海澜之家	8.22%	4.89%	5.23%	9.58%	7.07%	10.18%	3.78%	6.96%	-2.08%	2.87%
太平鸟	12.59%	7.78%	-4.46%	1.99%	-1.54%	109.69%	27.51%	-34.90%	-29.24%	-33.06%
拉夏贝尔	2.26%	-2.58%	-6.94%	-13.73%	-9.78%	-16.30%	-132.00%	-94.40%	-923.21%	-311.23%
美邦服饰	35.96%	18.62%	-20.68%	-44.81%	-31.47%	-218.69%	113.24%	-23.92%	-6608.65%	-359.61%

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

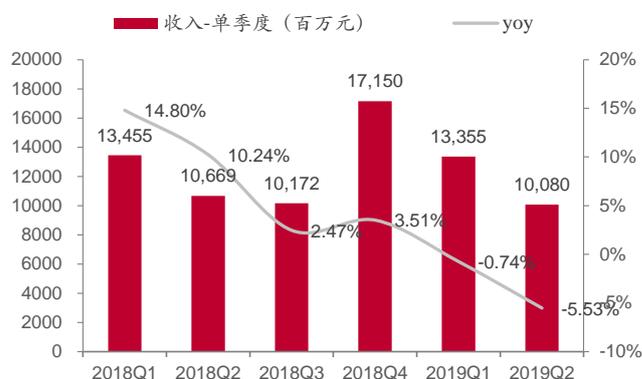
图表 29: 2018-2019H1 年主要大众公司渠道情况 (家)

公司	2018	19Q1	19H1	19H1开	19H1关	19H1净增	购物中心	
							2018	2019H1
森马-休闲装	3830		3858	370	342	28		近1/3
海澜之家	7545	7607	7740	551	356	195	约1350家	
太平鸟	4594	4508	4427	508	675	-167	1700	超1750
拉夏贝尔	9269	7653	6799					
美邦服饰	3500~4000							2018年净减少

来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马仅统计休闲装

图表 30: 2018-2019H1 大众分季度累计收入及增速 (百万元)


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

图表 31: 2018-2019Q2 大众单季度收入及增速 (百万元)


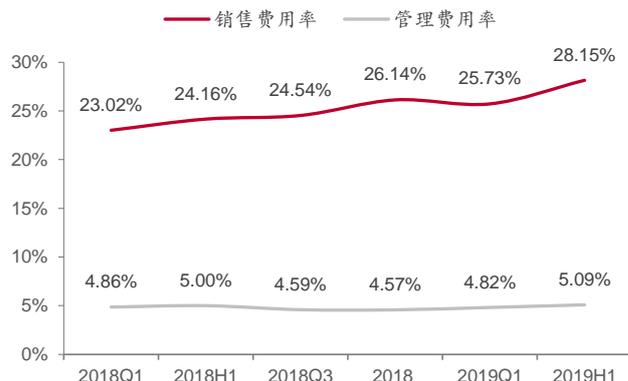
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马服饰仅统计休闲装业务、拉夏贝尔按总额法调整 2017 年收入

盈利端: 个股表现分化, 龙头盈利能力提升

- 2019H1 大众板块毛利率同比+0.71PCTs 至 47.15%，具体来看各公司之间表现分化，提升的有：1) 森马服饰+6.49PCTs，一方面由于高毛利率的 Kidiliz (60%+) 并表影响，另一方面成人装业务毛利率 (+2.25PCTs) 在产品力提升的情况下定价水平略有提升。2) 太平鸟+1.29PCTs，主要受益于直营收入占比提升。3) 海澜之家+1.08PCTs，主要受益于收入占比 80% 的主品牌毛利率提升 (+1.17PCTs)。下降的有：1) 拉夏贝尔-2.09PCTs，主要由于公司营业收入同比显著下滑，且公司加速消化过季品所致。2) 美邦服饰-2.45PCTs，是由于公司进一步进行渠道结构优化，主动关闭和调整低效直营门店。
- 期间费用方面，1) 销售费用率同比+3.99PCTs 至 28.15%，各品牌均有不同程度提升。其中，海澜之家、太平鸟因期内直营门店增加导致销售费用率+1.61/+5.02PCTs；森马服饰受并表影响+6.78PCTs；拉夏贝尔受统计口径变动影响，+20.12PCTs，实际同比略有下降，主要由于业务规模缩减所致；美邦服饰+1.74PCTs，或因营收下降过快所致。2) 管理费用率为 5.09%，较上年基本持平 (+0.09PCTs)。

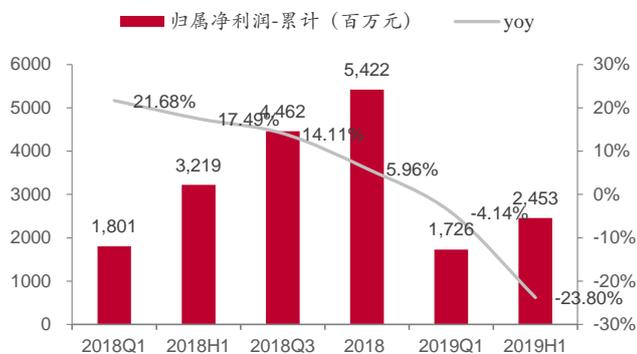
图表 32: 2018-2019H1 大众各季度毛利率、净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所, 拉夏贝尔按总额法调整 2017 年收入

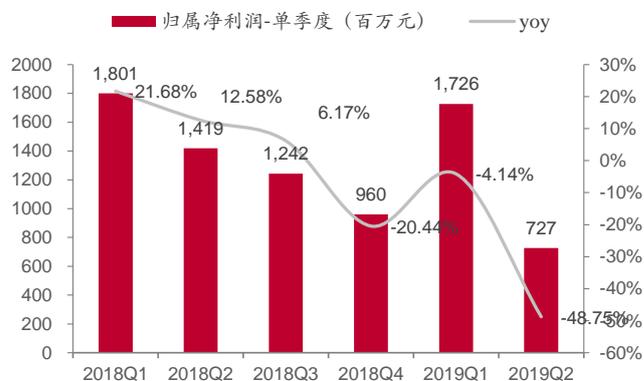
图表 33: 2018-2019H1 大众各季度管理费用率、销售费用率


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 在销售费用率大幅提升的背景下, 期内净利率同比-3.36PCTs 至 8.54%。同时, 期内板块整体利润增速也呈负增长态势, 18Q4/19Q1/Q2 增速分别为-20.44%/-6.09%/-54.04%。主要受美邦服饰/拉夏贝尔 19H1 归母净利润分别同比-359.61%/-311.23%拖累。但龙头公司仍表现亮眼, 森马服饰(剔除 Kidiliz 并表影响)/海澜之家归母净利润分别同比+24.68%/+2.87%,

图表 34: 2018-2019H1 大众分季度累计归属净利润及增速 (百万元)


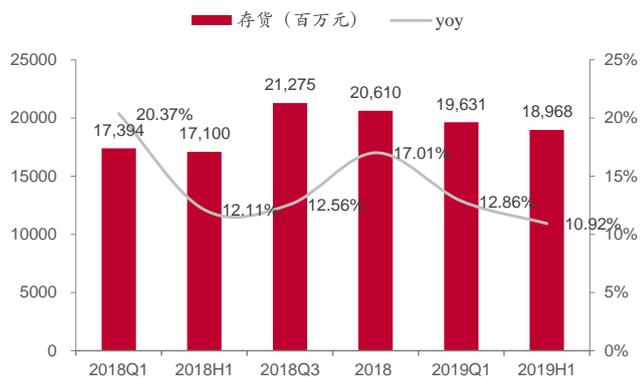
来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

图表 35: 2018-2019Q2 大众单季度归属净利润及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

运营端: 并表致库存增长, 渠道调整使应收周转放缓

- 2019H1 存货规模同比+10.92%, 周转天数提升 31 天至 242 天, 主要因森马服饰并表所致, 公司存货同比+58.97%, 剔除并表因素同增 25% (Kidilizi 约 9 亿), 与营收增速匹配。环比 2018 年底, 存货规模-7.97%, 主要受益于海澜之家订单管理精细化下主品牌补单率提升, 以及其他品牌加大去库存力度。

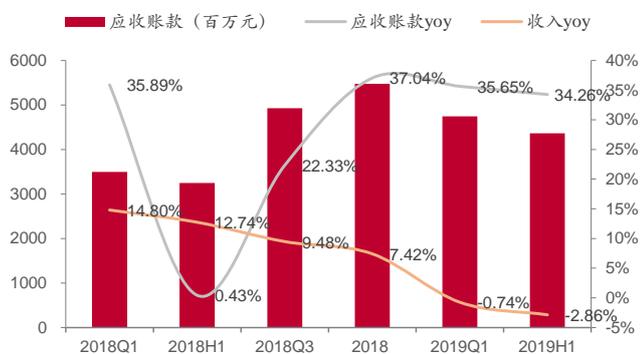
图表 36: 2018-2019Q1 大众各季度存货及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 37: 2018-2019H1 大众各季度存货周转天数(天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2019H1 应收账款同增 34.26%，远高于同期营收增速 (-2.86%)，同时应收账款周转天数+11 至 38 天，主要由于各品牌优化渠道结构，提升直营占比，而直营渠道多为商场及购物中心门店，存在账期，使得周转放缓。

图表 38: 2018-2019H1 大众各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)


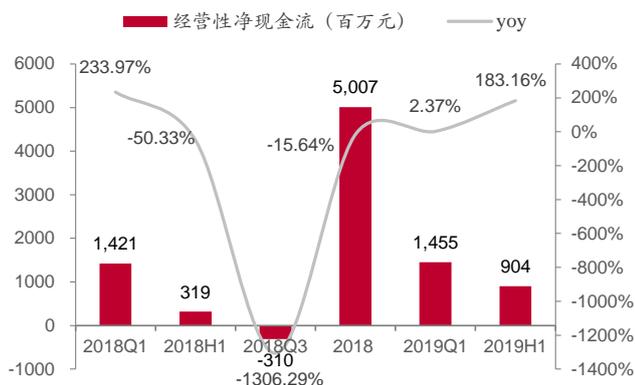
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 39: 2018-2019H1 大众各季度应收账款周转天数(天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 期内行业整体经营性净现金流由于去年同期低基数，同比+183.16%；相较 2019Q1，经营性净现金流-37.84%，主要因森马并表及人才引进带来劳务支出增加（环比-3.85 亿元），以及海澜之家部分加盟店集中结算并支付分成款造成季节性波动（环比-7.23 亿元）。

图表 40: 2018-2019H1 大众各季度经营性净现金流及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 41: 2018-2019H1 大众各季度经营性净现金流占净利润的比



来源: Wind, 中泰证券研究所

家纺: 19Q2 销售环比改善, 电商表现亮眼

收入端: 二季度电商业务增长, 推动销售增速回暖

- 2019H1 主要家纺上市公司收入增速回暖 (+3.77%), 其中 2019Q1/Q2 增速分别为-0.62%/+8.42%。分渠道看, 各公司表现分化:
 - 线上: 水星家纺调整渠道战略布局, 除天猫、京东、唯品会等传统平台外, 还快速切入社交电商 (抖音等)、小米等新渠道, 并进一步优化线上组织架构, 使得 Q2 线上业务恢复高增长 (+30%)。富安娜电商业务表现亮眼 (+23%), 与国内头部电商平台建立长期战略合作关系, 并将持续优化电商渠道品类、丰富线上产品矩。而罗莱生活受 LOVO 与主品牌拆分影响, 期内线上营收个位数下滑, 预计短期线上表现偏弱。
 - 线下: 梦洁股份 19H1 营收同比+14.19%, 得益于其采取的“铺天盖地”策略, 向重点社区以及三四线城市渠道下沉, 以加盟为主的方式加持“一屋好货”平台, 期内新开终端门店近 600 家。而其他品牌期内外延扩张速度放缓, 门店数量较为稳定。

图表 42: 2018H1-2019H1 年主要家纺公司收入业绩情况

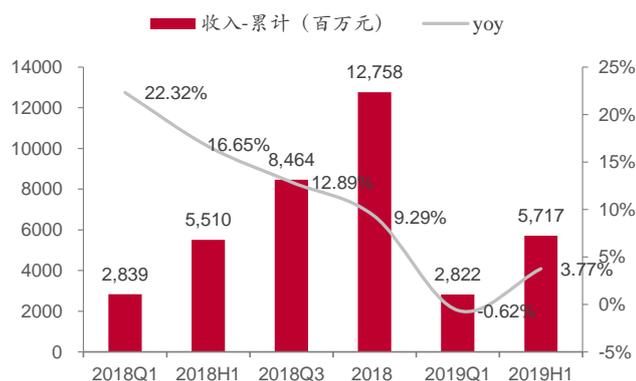
公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018H1	2018	2019Q1	2019Q2	2019H1	2018H1	2018	2019Q1	2019Q2	2019H1
罗莱生活	10.87%	3.24%	-2.33%	1.74%	-0.43%	35.14%	24.92%	-7.59%	1.37%	-5.05%
富安娜	19.21%	11.55%	-5.55%	-1.76%	-3.58%	16.56%	10.11%	-16.32%	-16.11%	-16.22%
梦洁股份	28.22%	19.35%	6.94%	21.91%	14.19%	31.07%	64.61%	12.58%	-37.11%	-9.58%
水星家纺	16.53%	10.44%	0.75%	19.64%	9.93%	20.86%	10.77%	4.22%	25.17%	12.47%

来源: Wind, 中泰证券研究所

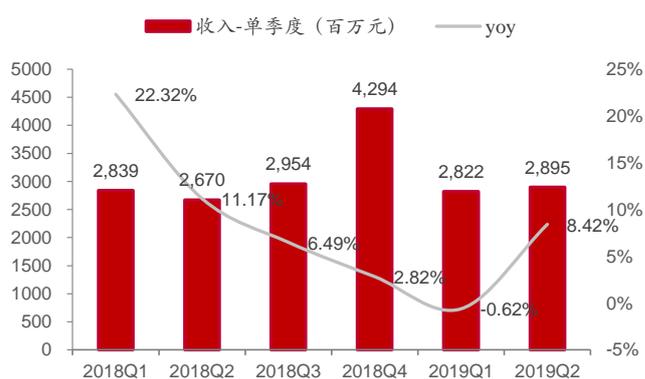
图表 43: 2018-2019H1 年主要家纺公司线上销售情况

公司	电商收入增速						电商收入占比		
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19H1	2018	19H1
罗莱生活	10%-15%		18H2增速下滑		增速与18Q1持平		个位数下滑	20%	23%
富安娜	30%+	Q2增速低于Q1	低个位数	恢复双位数	25%左右		23%	28%	36%
水星家纺	24%	-10%	-5.40%	10%~15%	-10.50%	30%	8.85%	38%	63%
梦洁股份	全年个位数下滑						近10%		

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 44: 2018-2019H1 家纺分季度累计收入及增速 (百万元)


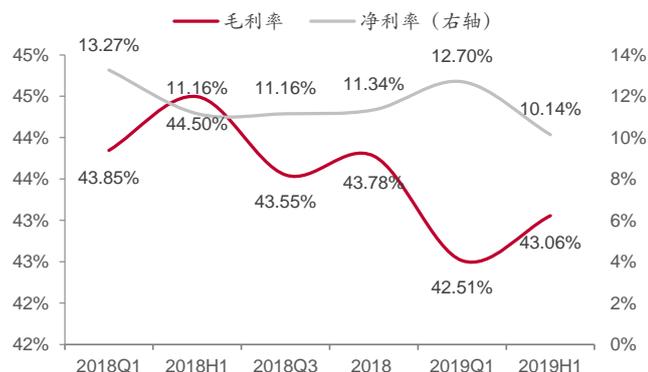
来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 45: 2018-2019Q2 家纺单季度收入及增速 (百万元)


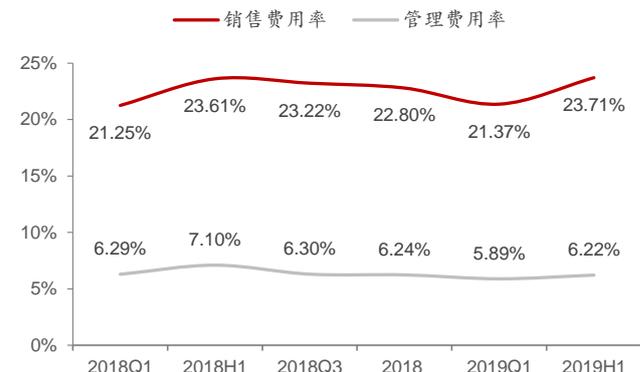
来源: Wind, 中泰证券研究所;

盈利端: 去库存力度加大, 利润率有所下滑

- 2019H1 家纺板块毛利率同比-1.44PCTs 至 43.06%**, 具体来看: 罗莱家纺由于库存清理, 终端打折促销活动较多, 导致毛利率-1.12PCTs 至 44.21%。富安娜毛利率-0.36PCTs 至 50.30%, 是因利润率较高的经销业务内部考核体系变化, 使其收入占比下降所致。梦洁家纺期内加大库存去化力度, 毛利率-5.62PCTs 至 39.97%。而水星家纺受益于线下产品结构变化推升价格中枢, 毛利率+1.72PCTs 至 37.59%。
- 费用方面:** 1)整体销售费用率较为稳定 2019H1 同比+0.10PCTs 至 23.71%。其中水星家纺/富安娜分别同比+2.88/2.43PCTs 至 20.21%/29.68%, 主要由于广告、门店支出加大, 以及水星聘请明星代言人所致。2)管理费用率同比-0.88PCTs 至 6.22%, 各品牌管理效率稳中有升。
- 净利率方面,** 2019H1 同比-1.02PCTs 至 10.14%, 主要因毛利率的下降所致。净利润同比-5.68%至 5.80 亿元。

图表 46: 2018-2019H1 家纺各季度毛利率、净利率


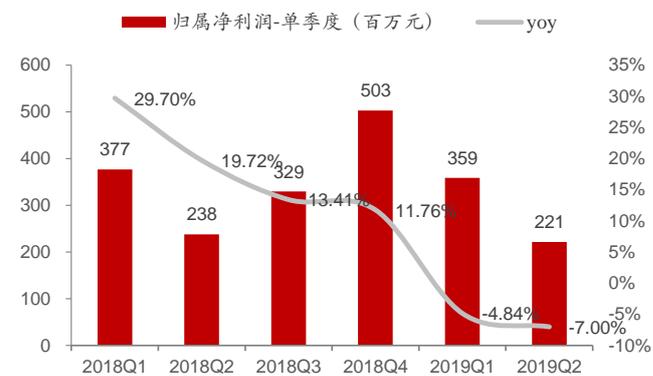
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 47: 2018-2019H1 家纺各季度管理费用率、销售费用率


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 48: 2018-2019H1 家纺分季度累计归属净利润及增速 (百万元)


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 49: 2018-2019Q2 家纺单季度归属净利润及增速 (百万元)


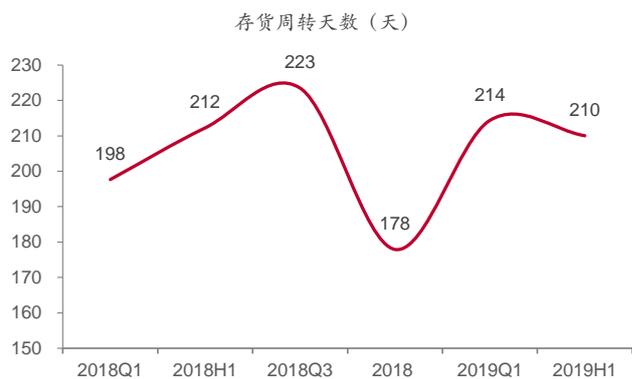
来源: Wind,中泰证券研究所

运营端: 持续库存去化, 整体运营健康

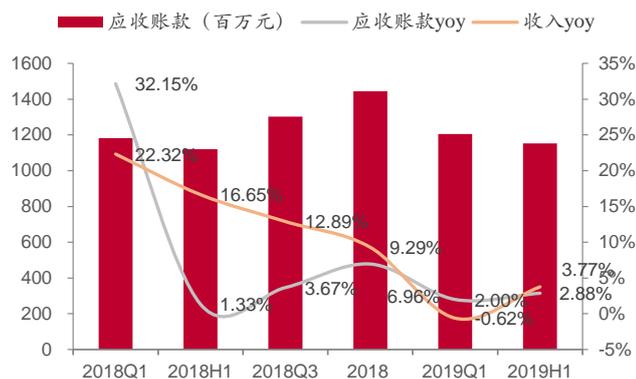
- 2019H1 存货规模得到有效控制, 同比-0.61%至 36.59 亿元, 周转天数也较上年同期-2 天至 210 天, 具体来看: 富安娜/梦洁股份/罗莱生活/水星家纺存货规模分别同比-8.51%/-2.48%/+0.83%/+6.99%, 虽水星家纺存货规模略有上涨, 但其增幅小于营收增速 (+9.93%), 且其存货周转天数同比-2 天。
- 2019H1 应收账款增速 (+2.88%) 小于收入 (+3.77%), 且其周转天数与去年持平, 保持在 42 天, 整体回款情况较好, 说明加盟商终端销售较为健康。
- 期内经营性净现金流受益于销售回款增加, 大幅改善, 同比增加 9.33 亿元至 6.63 亿元。其中富安娜净流入 4.87 亿元 (+4.15 亿元), 主要因其存货/应收账款规模分别同比-8.51%/-30.64%(经销考核方式变化使得渠道库存减少), 带动经营性现金流改善。

图表 50: 2018-2019H1 家纺各季度存货及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 51: 201-2019H1 家纺各季度存货周转天数 (天)


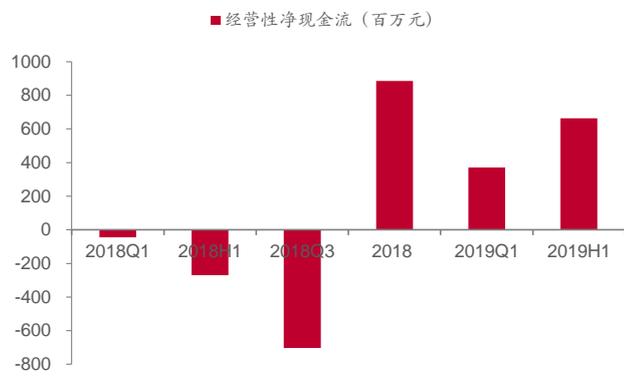
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 52: 2018-2019H1 家纺各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 53: 2018-2019H1 家纺各季度应收账款周转天数 (天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 54: 2018-2019H1 家纺各季度经营性净现金流及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 55: 2018-2019H1 家纺各季度经营性净现金流占净利润的比


来源: Wind, 中泰证券研究所

童装：延续高景气度，头部优势明显

收入端：线上线下共同发力，驱动收入高增长

- 2019H1 童装收入增速为 27.34% 保持高景气度，其中 2019Q1/Q2 增速分别为 27.85%/27.34%。具体来看，除所处子行业景气度较高外，各品牌持续优化渠道结构，线上线下共同发力，驱动收入高增长。同时，对比主要三个标的公司，市占率第一的森马儿童业务营收及利润增速均远高于其他 2 家，头部优势明显。
 - 森马儿童 19H1 营收强劲增长 32.19%，主要受益于线下渠道持续扩张（净增 253 家至 5546 家门店），以及结构优化带来终端提效（预计同店+10%+）。线上巴拉巴拉品牌头部优势稳固，电商品牌 Mini balabala 迅速成长，营收同比+102.88%。
 - 安奈儿积极调整店铺结构，期内净增均为直营门店（净增 60 家），加盟净减 34 家。同时购物中心店净增 41 家至 305 家，门店数量占比持续提升（2017/2018/2019H1：12.5%/18.4%/20.9%），加快线下销售渠道转型。同时线上销售收入的大幅增长（+33.49%），推升公司整体营收（+15.22%）。

图表 56：2018H1-2019H1 年主要童装公司收入业绩情况

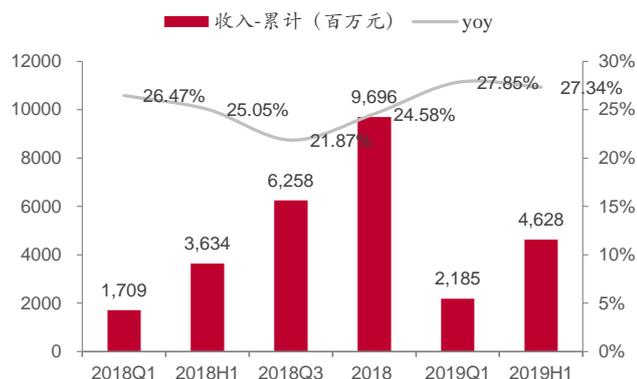
公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018H1	2018	2019Q1	2019Q2	2019H1	2018H1	2018	2019Q1	2019Q2	2019H1
森马儿童	27.70%	27.02%	32.82%	31.67%	32.19%	25.00%	33.10%	22.27%	26.81%	24.68%
安奈儿	17.48%	17.56%	17.71%	12.35%	15.22%	24.62%	21.08%	30.01%	-51.46%	1.62%
金发拉比	11.99%	359.60%	-6.72%	-10.16%	-8.44%	15.45%	-56.85%	-28.51%	-15.08%	-23.05%

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

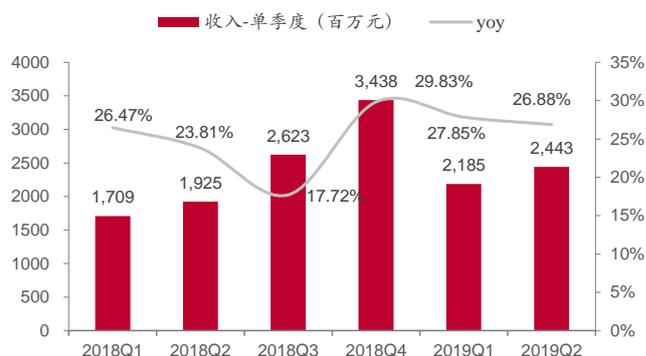
图表 57：2019H1 主要童装公司渠道情况（家）

公司	2018	2019H1	开店	关店	净增	购物中心	
						2018	2019H1
森马儿童	5293	5546	565	312	253	1500+	2000+
安奈儿	1433	1459	136	110	26	264	305
金发拉比	1368	新开直营门店					

来源：Wind，中泰证券研究所。森马儿童门店数量不包含 Kidiliz

图表 58: 2018-2019H1 童装分季度累计收入及增速 (百万元)


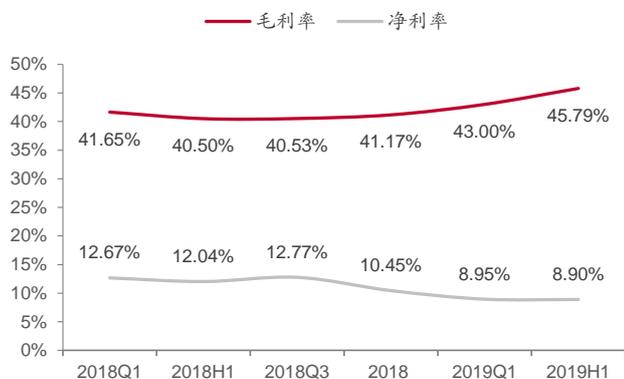
来源: Wind,中泰证券研究所;注:森马服饰仅统计童装业务(并剔除 Kidiliz 并表因素)

图表 59: 2018-2019Q2 童装单季度收入及增速 (百万元)


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

盈利端: 并表推升毛利率, 销售费用增长致净利率下滑

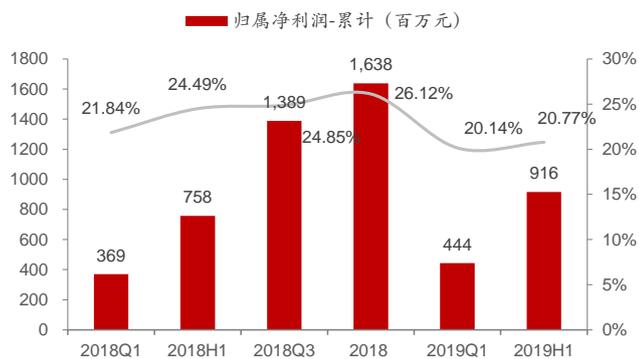
- 2019H1 毛利率同比+5.29 至 45.79%，提升幅度较大主要因森马并表高毛利率童装品牌 Kidiliz (60%+) 使得童装业务毛利率同比+7.14PCTs 至 49.16%。
- 期间费用方面，2019H1 童装板块销售费用率明显提升 (+5.91PCTs)，一方面因各品牌新开直营门店的费用增加所致，另一方面森马 Kidiliz 并表也使得其销售费用率提升+6.78PCTs 至 23.89%。管理费用率较为稳定，同比-0.24PCTs，各公司管理效率得以保障。
- 在毛利率提升及销售费用率增幅较大的背景下，投资收益同比-0.71PCTs，综合来看行业整体净利率下降至 8.90%。

图表 60: 2018-2019H1 童装各季度毛利率、净利率


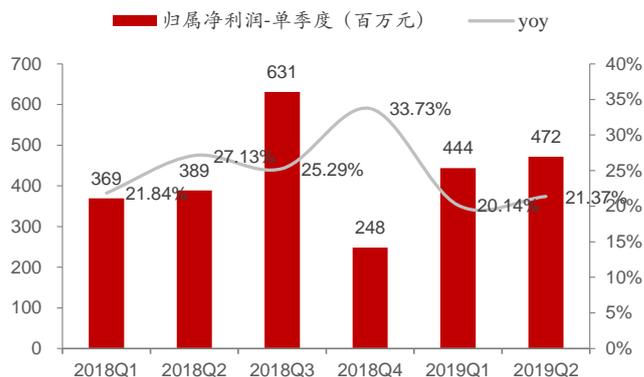
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 61: 2018-2019H1 童装各季度管理费用率、销售费用率


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 62: 2018-2019H1 童装分季度累计归属净利润及增速 (百万元)


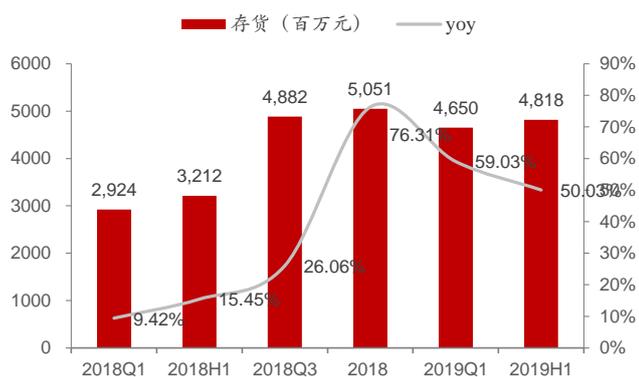
来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

图表 63: 2018-2019Q2 童装单季度归属净利润及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

运营端: 新品牌备货增加, 应收账款周转加快

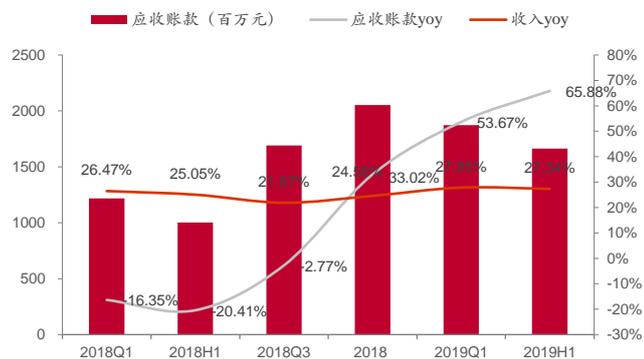
- 期内存货同增 50.03%至 48.18 亿元, 存货周转天数相应+25 天至 229 天, 主要由于森马新品牌备货所致, 若剔除并表因素, 森马存货增速与收入增速基本匹配。相较于 2018 年底, 存货水平略有下降, 主要受益于期内安奈儿有效的库存清理, 其公司存货环比-7%。
- 此外, 应收账款回款加快, 期内应收账款周转天数同比-5 天至 30 天。经营性净现金流净流出, 主要是新品牌并表对现金流占用较多, 以及费用增长所致。

图表 64: 2018-2019H1 童装各季度存货及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 65: 2018-2019H1 童装各季度存货周转天数(天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 66: 2018-2019H1 童装各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 68: 2018-2019H1 童装各季度经营性净现金流及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 67: 2018-2019H1 童装各季度应收账款周转天数 (天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 69: 2018-2019H1 童装各季度经营性净现金流占净利润的比


来源: Wind, 中泰证券研究所

纺织制造: 受贸易环境影响, 内外订单承压

收入端: 下游观望情绪强, 出口内销双承压

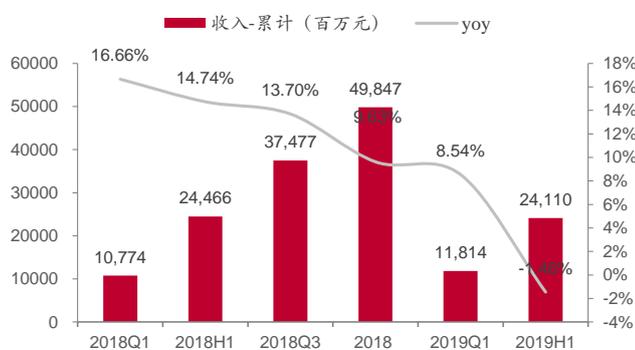
- 受外部贸易不确定性影响, 出口承压, 使得纺织制造板块营收增速从 2018 Q2 开始逐步下滑, 到 2019H1 营收出现负增长 (-1.46%)。出口方面, 2019.1~6 月我国纺织类/服装类产品累计出口金额分别同比 +0.54%/-5.08%, 增速同比-9.23/-2.53PCTs。同期, 国内下游需求增速放缓, 服装鞋帽、针纺织品零售额累计同比+3.0%, 增速同比-6.20PCTs。

图表 70: 2018 年主要纺织制造公司收入业绩情况

公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019H1	2018	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019H1
健盛集团	8.00%	14.86%	17.95%	-6.83%	-2.89%	2.00%	29.07%	57.20%	-0.83%	9.03%
华孚时尚	13.58%	-4.10%	19.78%	-1.12%	8.22%	10.98%	-72.38%	-21.47%	-46.16%	-36.36%
新野纺织	16.64%	-4.06%	13.74%	-27.42%	-10.75%	32.27%	26.07%	47.93%	-41.04%	-15.09%
联发股份	4.12%	-8.40%	-8.05%	-17.60%	-13.16%	8.34%	-1.01%	63.47%	5.19%	24.59%
百隆东方	0.77%	3.78%	13.07%	-15.87%	-2.66%	-10.30%	-127.52%	39.85%	-57.31%	-31.14%
台华新材	9.01%	0.40%	-9.43%	-14.93%	-12.66%	-5.98%	-93.88%	-30.21%	-42.19%	-38.20%
伟星股份	3.32%	-6.29%	21.53%	-4.85%	3.96%	-14.89%	-90.76%	18.38%	-10.80%	-8.16%
孚日股份	7.24%	1.97%	-4.86%	1.51%	-1.72%	5.99%	24.12%	54.85%	16.34%	33.77%
鲁泰A	7.33%	4.48%	1.67%	2.20%	9.31%	-3.52%	-9.08%	22.54%	12.34%	30.12%

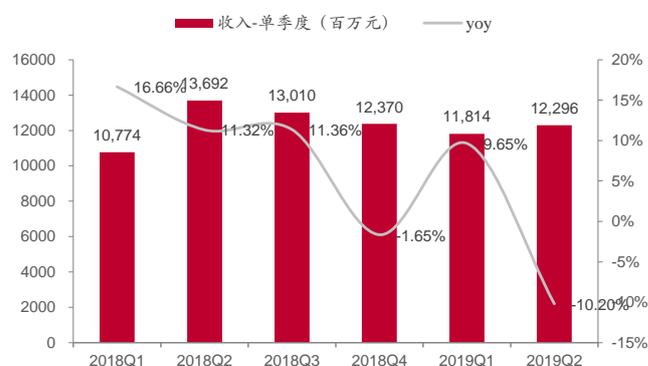
来源: Wind, 中泰证券研究所 健盛集团剔除俏尔婷婷并表因素

图表 71: 2018-2019H1 纺织制造分季度累计收入及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 健盛剔除俏尔婷婷并表因素

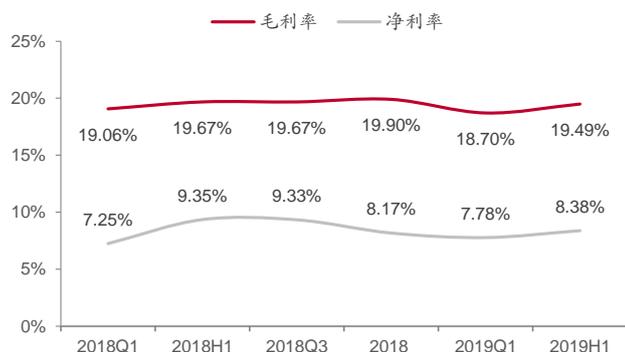
图表 72: 2018-2019Q2 纺织制造单季度收入及增速 (百万元)



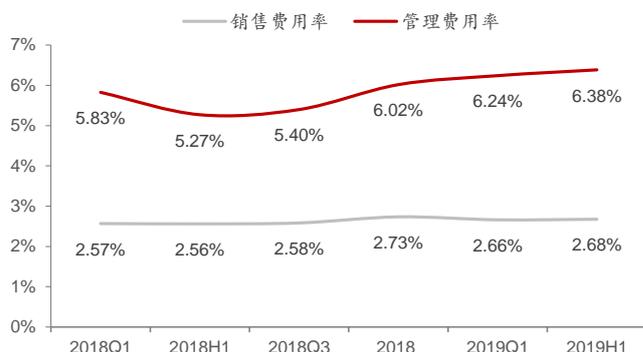
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 健盛剔除俏尔婷婷并表因素

盈利端: 需求疲软影响, 盈利能力下降

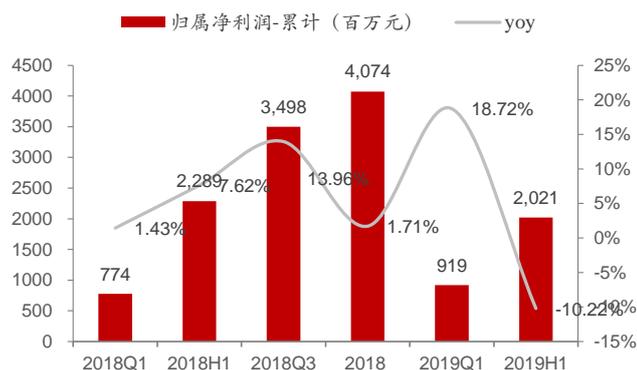
- 2019H1 毛利率同比-0.19PCT 至 19.49%, 主要因下游需求疲软背景下订单减少, 产能利用率不足, 使得单位成本增加。
- 期间费用方面, 销售费用率维稳, 而管理费用率提升+1.11PCTs, 或因部分公司产能向海外转移, 费用增长所致 (如鲁泰 A、百隆东方、健盛集团)。综合来看, 整体净利率-0.97PCTs 至 8.38%。

图表 73: 2018-2019H1 纺织制造各季度毛利率、净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 74: 2018-2019H1 纺织制造各季度管理费用率、销售费用率


来源: Wind, 中泰证券研究所

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


来源: Wind, 中泰证券研究所

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


来源: Wind, 中泰证券研究所

运营端: 存货周转放缓, 应收回款较为健康

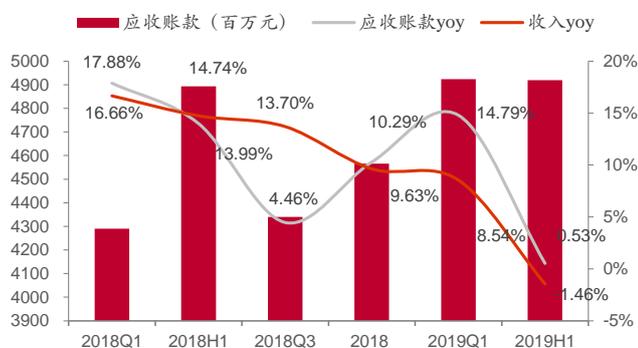
- 期内存货规模同比+18.82%至 193.65 亿元, 存货周转天数相应+27 天至 166 天, 除原材料备货因素外, 下游订单疲软, 导致商品库存积压明显, 周转放缓。
- 同期应收账款仍较为健康, 规模较上年基本持平 (同比+0.53%), 周转天数+3 天至 45 天, 运营稳健。

图表 77: 2018-2019H1 纺织制造各季度存货及增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 78: 2018-2019H1 纺织制造各季度存货周转天数 (天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 79: 2018-2019H1 纺织制造各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 80: 2018-2019H1 纺织制造各季度应收账款周转天数 (天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

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

投资评级说明:

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

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

重要声明:

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

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

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

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