

需求继续疲软，子行业和公司表现分化、关注优质标的

——纺织服装行业 2019 年中报总结

行业动态

◆品牌服饰行业：19H1 收入增速放缓，需求仍较疲软

2019 年中报表现仍较为平淡，零售大环境继续疲软、行业需求表现不佳。品牌服饰行业上市公司收入增速自 18Q2 现同比放缓，18H2 和 19H1 延续该趋势，19H1 收入增长放缓至个位数，其中 A 股上市公司 19Q2 收入增速环比 19Q1 亦有放缓。比较鲜明的特点是品类和公司表现分化，运动服饰、童装增速持续较高，其他相对成熟的品类竞争更为激烈，公司业绩表现差异加大、部分经营优秀的公司 Q2 较 Q1 环比改善。

收入端增速放缓背景下，行业财务指标亦受到影响，如毛利率基本稳定背景下费用率提升致净利率下降，存货和应收账款周转有所放缓，资产减值损失计提占比提升，但经营现金流有所好转、主要因企业谨慎备货。

◆品牌服饰子行业：品类和公司表现分化

体量最大的大众服饰总体增长较稳定、放缓幅度小，竞争激烈、公司表现分化，海澜之家、太平鸟等高基数影响消除，19Q2 增速回升；运动服饰（安踏、李宁等）、童装（森马等）、箱包（开润）收入增速高，景气度相对较高；高端服饰、家纺 19Q2 收入表现好于 Q1，代表公司为歌力思、地素时尚、水星家纺。

◆纺织制造行业：国内外需求仍不佳，Q2 压力加大

纺织制造行业 19H1 收入增速放缓，其中 A 股公司 19Q2 收入下滑、净利润压力加大。出口端中美贸易摩擦加剧、美方已宣称对全部纺织服装出口加税，不利于出口企业接单，国内服装消费需求仍疲软，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 19 年中报总体表现较弱。我们认为：1) **品牌服饰行业**短期终端需求虽未见改善，但从本次中报来看，行业经营压力加大背景下公司表现分化加大，经营优秀的公司业绩稳健性强、抗风险能力相对较好，可关注业绩增长持续性较好、龙头地位较突出的公司。另外，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。综合中长期品类选择和短期业绩表现，我们当前建议关注**安踏体育、海澜之家、森马服饰、开润股份、比音勒芬、李宁等**；另外建议关注自身经营突出、19Q2 收入和利润增速回升的**歌力思、水星家纺等**。2) **纺织制造行业**短期国内外需求仍承压，建议持续关注中美贸易谈判进展和汇率走向；长期关注行业地位突出、议价能力强、有海外产能布局先发优势的**申洲国际**等标的。

◆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

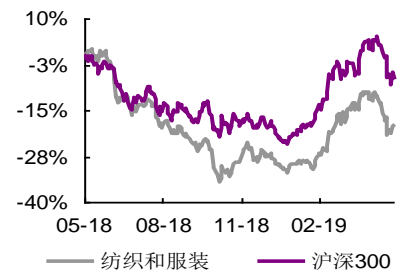
lijie_yjs@ebsec.com

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

服装线上销售较低迷，化妆品重点品牌表现亮眼——服装&化妆品 2019 年 7 月淘宝数据跟踪与解读…………… 2019-08-19

低速增长长期尽显英雄本色，精细化运营孕育服装龙头——日本服装行业发展历史及优衣库 SPA 模式变革深度剖析…………… 2019-06-13

十年复盘：行业红利减弱，龙头溢价凸显——纺织服装行业 2019 年下半年投资策略…………… 2019-06-12

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…………… 2019-05-24

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

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

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

目 录

1、 品牌服饰行业：18Q2 以来需求疲弱影响较大.....	5
1.1、 行业总览：收入端放缓，多个指标走弱.....	5
1.1.1、 业绩概览：19H1 延续 18H2 收入增速放缓趋势，净利润继续同比下滑.....	5
1.1.2、 收入季度拆分：19Q2 增速较 Q1 放缓.....	5
1.1.3、 财务指标分析.....	7
1.2、 子行业分析：品类和公司层面均有分化.....	10
2、 纺织制造行业：国内外需求不振拖累业绩表现.....	17
3、 投资建议.....	22
3.1、 品牌服饰行业.....	22
3.2、 纺织制造行业.....	23
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及增速	5
图 2：品牌服饰行业归母净利润合计及增速	5
图 3：A 股品牌服饰行业单季度营业收入和归母净利润增速	6
图 4：社会消费品零售总额增速（%）	6
图 5：限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额增速（%）	6
图 6：品牌服饰行业毛利率走势（%）	7
图 7：品牌服饰行业毛利率同比变化（PCT）	7
图 8：品牌服饰行业归母净利率走势（%）	7
图 9：品牌服饰行业归母净利率同比变化（PCT）	7
图 10：品牌服饰行业期间费用总额及增速（%）	8
图 11：品牌服饰行业期间费用率及同比变化（PCT）	8
图 12：品牌服饰行业存货周转天数情况（天）	8
图 13：品牌服饰行业应收账款周转天数情况（天）	8
图 14：A 股品牌服饰行业经营净现金流情况（百万元）	9
图 15：A 股品牌服饰行业经营净现金流/收入占比情况（%）	9
图 16：A 股品牌服饰行业计提相关损失（百万元）及增速	10
图 17：A 股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：A 股纺织制造行业单季度收入和净利润增速（%）	18
图 21：纺织制造行业毛利率情况（%）	19
图 22：纺织制造行业毛利率变化幅度（PCT）	19
图 23：美元兑人民币汇率走势	19
图 24：代表性纺织制造企业单季度毛利率走势（%）	19
图 25：纺织制造行业归母净利率（%）	19
图 26：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（%）	11
表 2：品牌服饰子行业归母净利润合计增速（%）	12
表 3：品牌服饰子行业毛利率同比变化情况（%）	13
表 4：品牌服饰归母净利率同比变化情况（%）	13
表 5：品牌服饰期间费用率及同比变化情况（%）	14
表 6：品牌服饰子行业平均存货周转天数（天）	14
表 7：品牌服饰子行业平均应收账款周转天数（天）	15
表 8：品牌服饰子行业经营净现金流/收入比例（%）	15
表 9：品牌服饰子行业计提损失/收入比例（%）	16

表 10：子行业 2019 年中报总结.....	16
表 11：纺织制造子行业营业收入同比增速（%）.....	20
表 12：纺织制造子行业归母净利润同比增速（%）.....	21
表 13：纺织制造子行业毛利率同比变化幅度（PCT）.....	21
表 14：纺织制造子行业归母净利率同比变化幅度（PCT）.....	22
表 15：纺织制造行业样本公司列表.....	24
表 16：品牌服饰行业样本公司列表.....	25
表 17：重点公司盈利预测与估值表.....	25
表 18：品牌服饰行业上市公司主要财务指标情况.....	26

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

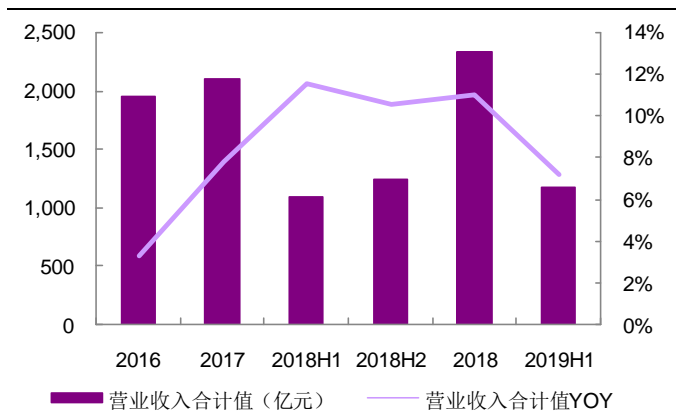
1.1.1、业绩概览：19H1 延续 18H2 收入增速放缓趋势，净利润继续同比下滑

我们统计了品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股及 H 股合计 59 家公司（见附录表 16），行业 19H1 收入合计为 1172.04 亿元、同比增 7.19%，归母净利润 94.20 亿元、同比降 3.32%。

相比于 18 年，18H2 开始行业收入增速较 18H1 放缓，19H1 再次放缓至 10% 以内。利润端表现与收入端类似，18H2 行业净利润同比现下滑、同比降 9.15%，19H1 下滑态势延续、但降幅小幅收窄。其中，2018 年净利润下滑幅度较大，主要为部分经营不善的公司亏损加大，如思捷环球（H 股）亏损 21.53 亿元、达芙妮国际（H 股）亏损 8.71 亿元、贵人鸟（A 股）亏损 6.86 亿元等，对行业总体业绩造成拖累。2019H1 在收入增速环比 18H2 继续放缓背景下，企业经营仍承压，部分公司仍有较大亏损，如思捷环球、拉夏贝尔（A+H 股）等。

行业拉长周期来看，2011 年及之前为快速扩张期（主要增长来自外延开店+提价），2012~2016 年为行业调整期（消化高库存、高终端价格、渠道变迁等问题），2017 年~2018Q1 现复苏，2018Q2 至今受宏观经济下行压力下、整体终端零售环境疲软影响，行业增长现滞缓。其中，相比于 2018 年全年 11.04% 的收入增速（并呈现前高后低），19 年上半年增速继续放缓至 7.18%。

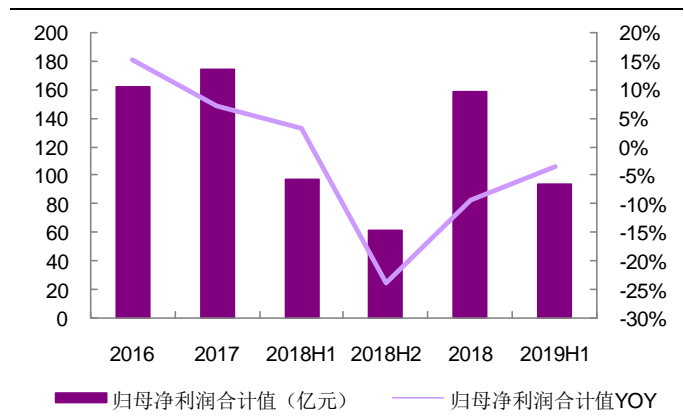
图 1：品牌服饰行业营业收入合计及增速



注：统计样本为 A 股及 H 股合计 59 家上市公司。

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及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

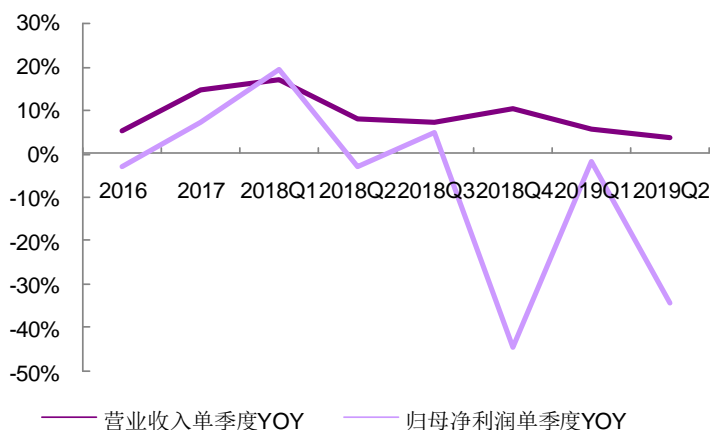
1.1.2、收入季度拆分：19Q2 增速较 Q1 放缓

为了详细拆分季度之间的变化，我们统计了 A 股品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 38 家上市公司（收入合计占全部样本的 52%），19Q1/Q2

合计收入增速分别为 5.55%、3.69%，归母净利润增速分别为-1.64%、-33.99%。

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/Q2 单季度收入分别同比增 5.55%、3.69%，19Q2 增速进一步放缓、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%，但 19Q2 下滑幅度再次放大至-33.99%，主要为费用率提升和计提损失增加。

图 3：A 股品牌服饰行业单季度营业收入和归母净利润增速

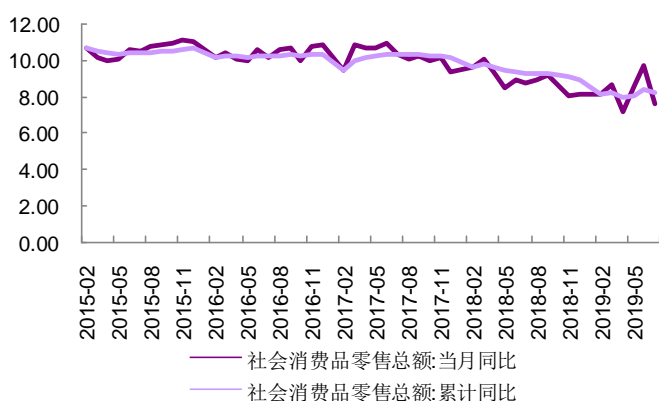


注：统计样本为 A 股合计 38 家上市公司。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

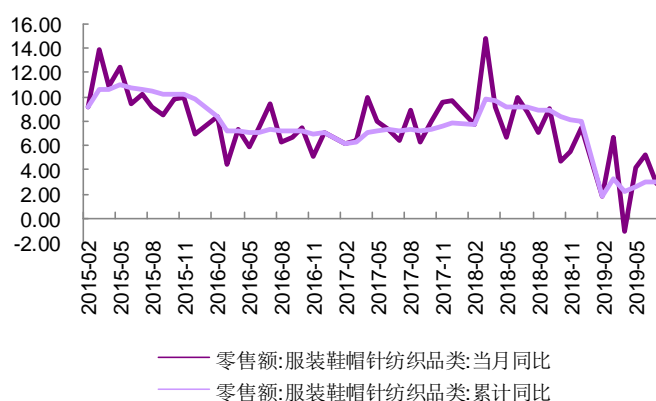
作为可选消费品类之一，品牌服饰行业销售端增长受宏观经济和消费环境变化影响较大。2016~2018 年限额以上服装鞋帽类零售额分别同比增 7%、7.8%、8.0%。18Q2 以来社会消费品总体零售额增速下行，服装零售额亦受影响，增速波动中放缓，19 年 1~7 月同比累计增长 3%、增速较 18 年进一步放缓。

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

我们统计上述品牌服饰公司的单季度表现，其中 19Q1 面临 18Q1 销售旺季（冷冬叠加春节较晚）的高基数压力，19Q2 高基数效应的减弱构成一定利好、在部分经营较为稳健的公司业绩上有所体现，但行业性总体零售不

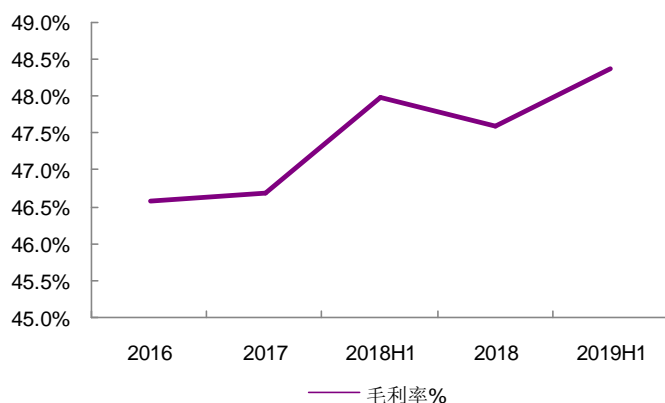
佳因素影响更大，部分公司二季度收入表现更为疲弱、高基数效应的减弱被抵消，因此未能体现出行业性的二季度环比改善。全部 38 家 A 股上市公司中，Q2 收入增速好于 Q1 的为 18 家（数量占比 47%、接近一半），Q2 收入实现正增长的公司为 22 家（占比 58%），上述两个要求均符合的为 14 家（占比 37%）。可见业内公司经营表现更为分化，接近一半的公司二季度较一季度改善，但是若再强化筛选指标、要求收入实现正增长，全行业中不到 40% 的公司满足此标准。

1.1.3、财务指标分析

➤ 盈利能力：19H1 毛利率继续持平略增，净利率下降

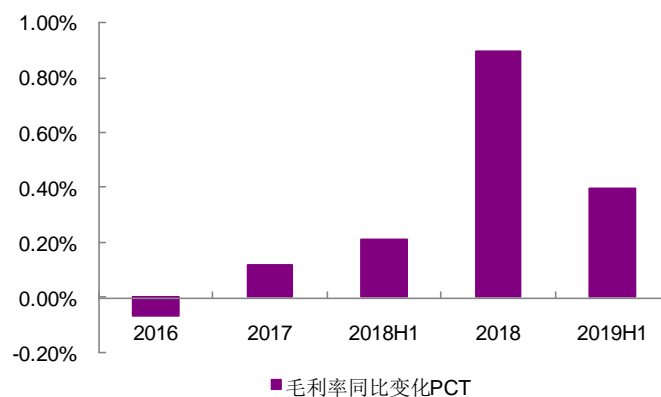
行业 2016 年毛利率（以行业内所有样本公司毛利额合计/营业收入合计计算）同比略降，但 2017 年以来持续同比回升，2018 年、2019H1 分别同比提升 0.89PCT、0.40PCT。净利率方面，2016 年行业净利率同比略升，2017 年至今持续同比下滑，2018 年、2019H1 分别同比下降 1.51PCT、0.87PCT 至 6.79%、8.04%。

图 6：品牌服饰行业毛利率走势（%）



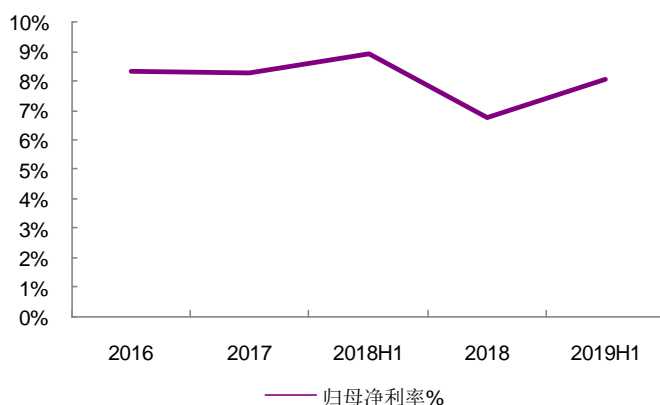
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 7：品牌服饰行业毛利率同比变化（PCT）



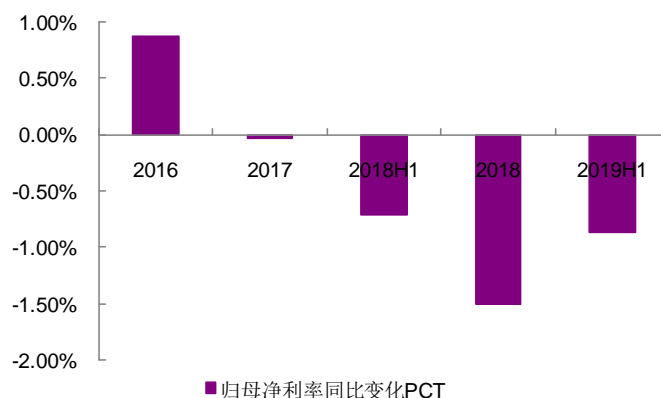
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 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 9：品牌服饰行业归母净利率同比变化（PCT）

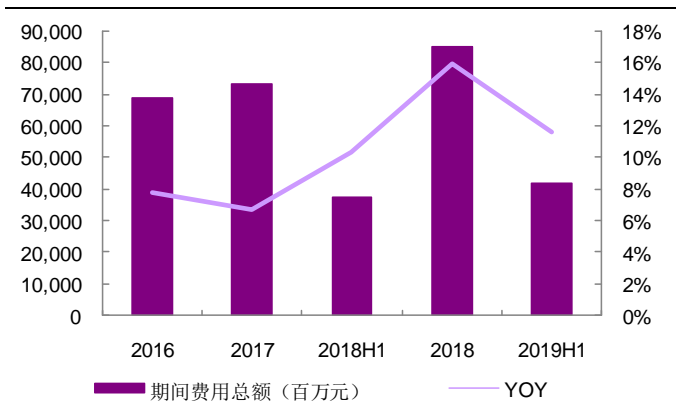


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

行业利润率恶化主要原因为费用率的刚性上升，另外计提因素也有影响。费用率方面，2017 年~2019H1 行业期间费用（A 股公司统计四项期间

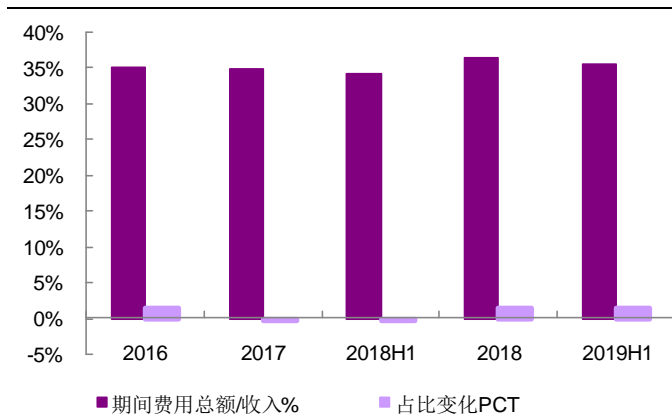
费用，H股公司统计销售费用、管理费用及财务利息与财务收入的差额)占收入比例 2016 年同比提升，2017 年、2018H1 同比下滑，但 2018 全年及 2019H1 再次回升，分别同比提升 1.56PCT、1.42PCT 至 36.42%、35.53%。费用总额的增长超过行业销售收入的增长，显示行业经营难度加大、企业需要投入更多资源来实现收入增长（如员工工资、店铺租金、打折促销活动、店铺装修、线上流量费、广告宣传费等增加），管理和控费压力加大。

图 10: 品牌服饰行业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)



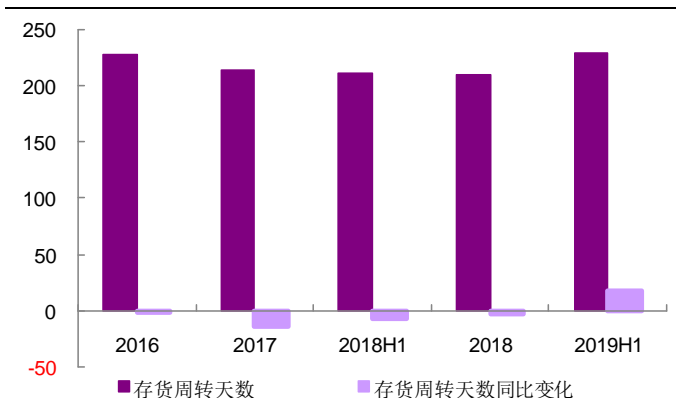
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

➤ 营运能力: 存货与应收账款周转继续放缓, 周转压力有所增加

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。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、同比呈现改善, 该趋势延续至 2018 年。随着 18Q2 以来终端零售转弱, 存货周转表现滞后于收入端, 2019H1 周转明显放缓、周转天数增加。2018 年、2019H1 行业平均存货周转天数分别同比减少 4 天、增加 18 天至 210 天、229 天。

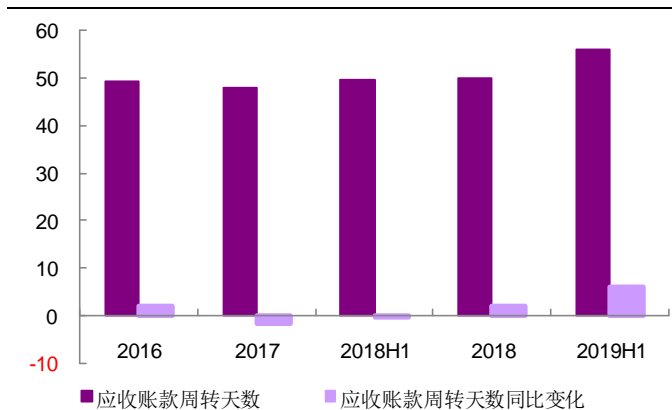
应收账款方面, 2017 年随着行业现复苏、周转相比 2016 年加快, 但 2018 年以来同比持续放缓, 2018 年、2019H1 行业平均应收账款周转天数分别同比增加 2 天、6 天至 50 天、56 天。

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)



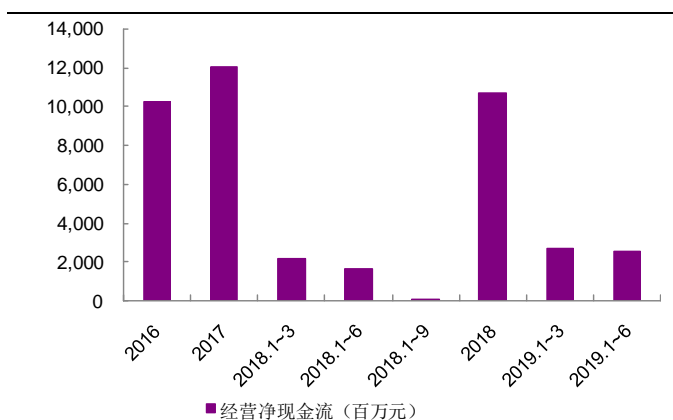
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

➤ 现金流：相对良性、19H1 回升，企业备货转为谨慎

由于部分 H 股公司暂未披露 19H1 现金流数据，此处主要统计 A 股公司现金流表现。A 股品牌服饰行业经营活动净现金流变化规律性较弱，2016~2018 年经营活动净现金流分别同比-19.01%、+17.19%、-10.85%，19 年以来同比持续净增加，19Q1、19H1 分别同比+24.81%、+57.14%。

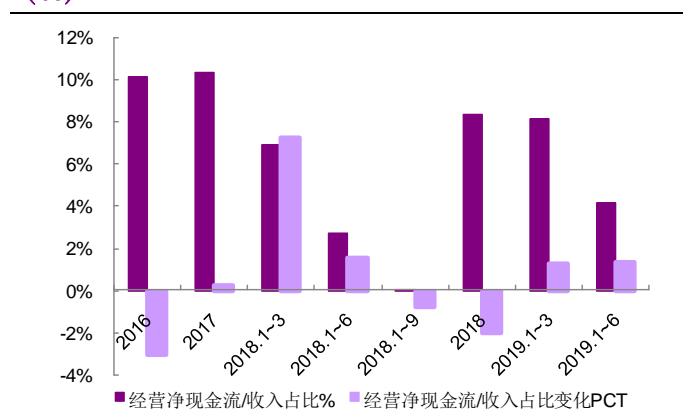
从经营净现金流/收入比例来看，2018 年下半年开始该比例同比下降，19 年以来持续回升，19Q1、19H1 分别为 8.16%（同比+1.26PCT）、4.14%（同比+1.38PCT）。继续分拆来看，考虑到行业收入增速不断放缓、应收账款周转转弱，现金流入方面亦走弱，19 年经营净现金流占收入比重的同比提升主要为购买商品、接受劳务支付的现金减少，即企业在备货方面策略转为谨慎，尤其体现在二季度（一般此时需要为秋冬产品备货下单）。行业销售商品获得现金/收入比例 2018 年、2019Q1、2019H1 分别同比-5.16PCT、-0.01PCT、-5.95PCT，购买商品、接受劳务支付现金/收入比例分别+3.73PCT、-0.65PCT、-11.47PCT。

图 14：A 股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：A 股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

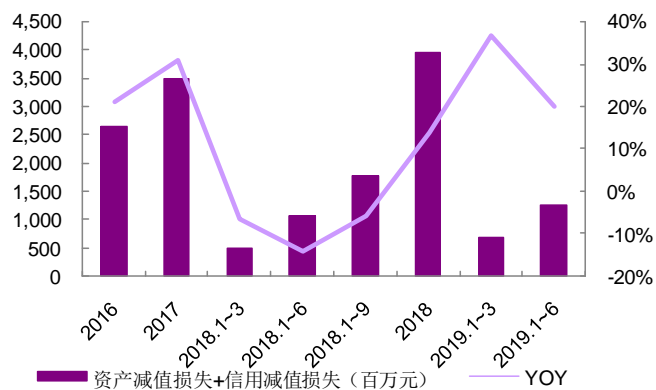
➤ 报表质量：计提占比提升

由于 H 股不披露资产减值损失科目，此处仅统计 A 股品牌服饰公司数据。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、19H1 继续同比增加，分别为 6.78 亿元（同比增 36.76%）、12.63 亿元（同比增 20.16%）。

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、19H1 继续同比提升，分别为 2.05%（+0.47PCT）、2.06%（+0.26PCT）。

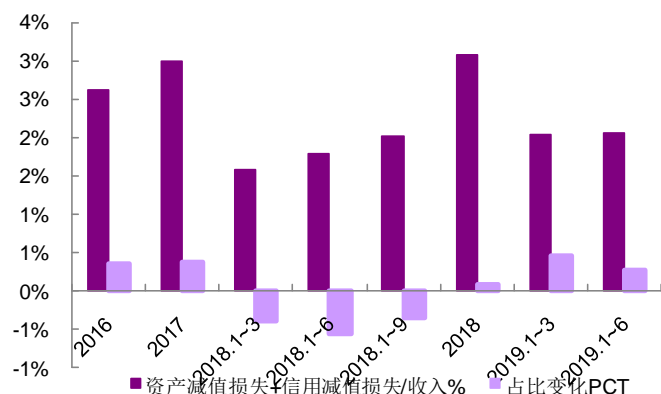
行业计提占比的提升，与存货、应收账款周转放缓相对应；另外，投融资环境收紧影响部分企业投资项目收益，亦带来总体计提损失的增加。

图 16: A 股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: A 股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,本次中报收入增速延续 2018 年的放缓趋势,其中 A 股公司中报表现基本延续一季报趋势,收入继续放缓、受零售环境疲软影响较大,部分公司体现出高基数效应的消除贡献。但行业性经营难度加大,费用和资产减值损失计提上升、存货和应收账款周转走弱、备货策略更加谨慎,决定公司的表现分化更为明显,优质公司和一般公司的差距在逐步拉大,体现在业绩的增速和稳定性、各项财务指标的健康度等方面。

1.2、子行业分析: 品类和公司层面均有分化

➤ 业绩情况

我们统计了品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 59 家 A 股和 H 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、内衣样本较少,对行业的代表意义相对较弱。

从子行业体量上来看,大众服饰、运动服饰收入规模位居第一、第二,拥有安踏体育、海澜之家、森马服饰等规模较大的细分行业龙头公司。收入占全部品牌服饰行业比例上,大众服饰、运动服饰分别占比为 34%、23%,其他依次为鞋类(10%)、童装(9%)、中高端男装(7%)、高端服饰(7%)、家纺(5%)、内衣(4%)、箱包(1%)、户外(1%)。

从增速绝对值水平来看,19 年上半年增速最高的子行业依次为箱包(开润股份,收入增 40.71%)、童装(增 38.13%,其中森马服饰并表和主业表现靓丽均有提振)、运动服饰(增 27.07%,主要为安踏体育、李宁等公司业绩表现靓丽)、高端服饰(增长 13.87%),中高端男装、家纺、大众服饰增长个位数,内衣、鞋类、户外呈下滑。

对比 A 股上市公司 19 年中报和一季报来看,二季度环比一季度改善的子行业中,高端服饰、家纺增速提升,户外、鞋类收入下滑幅度小幅收窄,其他子行业二季度表现弱于一季度。

详细分析子行业层面: 1) 运动服饰持续高景气、2019H1 收入增速较 2018 年提升,其中安踏 2019H1 收入保持了 40%以上的增长、特步保持

20%+增长，李宁和 361 度增速提升，贵人鸟仍处调整、且剥离部分业务影响收入。

2) 童装子行业增速持续较高，其中龙头森马服饰 2018Q4 开始并表 Kidiliz 增厚收入（但拖累净利润）、同时其童装原有业务 19H1 保持了 30% 左右的较高增长，其他公司安奈儿、爱婴室、起步股份收入增长均为双位数（起步股份 2019 年收入增速较 2018 年明显提升）。

3) 高端服饰收入增速较为稳定，公司表现较分化，歌力思、地素、安正二季度收入增速较一季度提升（其中安正有并表贡献），另外比音勒芬保持了 20%+绝对值较高的收入增速。

4) 家纺增速虽偏低，但 A 股公司收入增速二季度较一季度普遍改善，除多喜爱外，其他四家家纺龙头罗莱、水星、富安娜、梦洁中报收入增速均好于一季度。

5) 大众服饰体量较大、发展相对较成熟、低速增长，且其中公司表现差异明显，海澜之家、森马服饰、江南布衣增速较为稳定，美邦服饰、拉夏贝尔、思捷环球、旭日企业、佐丹奴、堡狮龙收入下滑压力加大。对比 A 股公司二季度与一季度表现，海澜之家、太平鸟二季度好于一季度，森马服饰合并报表收入放缓、扣除并表后的原有业务收入增速总体靓丽且稳健，一季度增长 30% 以上、二季度增速放缓至 14% 左右（一季度存在集中发货确认收入时点影响），但增速仍明显高于行业水平。

表 1：品牌服饰子行业营业收入合计增速（%）

营业收入YOY	2016	2017	2018H1	2018	2019H1
运动服饰	13.79%	14.85%	25.54%	25.30%	27.07%
鞋类	-7.24%	-5.34%	-4.57%	-1.87%	-7.33%
箱包	57.00%	49.84%	75.26%	76.19%	40.71%
童装	12.28%	12.46%	21.11%	25.76%	38.13%
内衣	-4.72%	1.00%	12.06%	11.30%	-1.82%
中高端男装	-2.96%	8.79%	15.32%	16.41%	7.58%
家纺	6.38%	28.03%	16.46%	10.37%	3.60%
户外	-20.22%	6.53%	-18.21%	-24.03%	-16.39%
高端服饰	9.95%	56.17%	29.32%	17.16%	13.87%
大众服饰	5.57%	2.00%	7.46%	7.44%	1.09%
合计	3.29%	7.77%	11.56%	11.04%	7.19%

注：1) 本表中部分子行业样本较少，如箱包仅 1 家开润股份，子行业代表性有限，仅供参考。下同。

2) 高端服饰 2017 年及 2018H1 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 18 年以来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。

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 2018 年净利润下滑，19H1 降幅有所缩窄。分子行业来看，净利润同比增速水平由高到低分别为户外、中高端男装、运动服饰、箱包、童装、高端服饰、鞋类，内衣、大众服饰延续 18 年的下滑态势，家纺净利润同比现下滑。

其中，运动服饰、箱包、中高端男装净利润增速高于 2018 年，户外改善幅度较大主要为探路者户外主业好转、非经常性损益增加以及旅游业务减亏贡献，大众服饰下滑幅度较大主要为业内公司分化，大额亏损的公司较多（思捷环球亏损 15.53 亿元、拉夏贝尔亏损 4.98 亿元、美邦服饰亏损 1.38 亿元）。

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	2018H1	2018	2019H1
运动服饰	20.56%	8.78%	23.30%	10.10%	36.91%
鞋类	-49.34%	-67.51%	-54.86%	-205.00%	0.81%
箱包	26.81%	58.81%	38.89%	30.23%	36.03%
童装	7.58%	-13.22%	23.20%	33.46%	6.35%
内衣	-41.30%	85.73%	13.52%	-29.06%	-36.85%
中高端男装	-71.97%	154.77%	48.62%	27.65%	46.85%
家纺	-4.02%	18.13%	23.64%	16.17%	-8.30%
户外	-28.69%	-119.20%	-47.45%	-	84.16%
高端服饰	11.70%	17.63%	40.11%	21.53%	1.49%
大众服饰	126.14%	-0.88%	-18.69%	-31.38%	-54.22%
合计	15.39%	7.42%	3.24%	-9.15%	-3.32%

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，2019 年增速较高主要为探路者户外主业好转、非经常性损益增加以及旅游业务减亏贡献；中高端男装 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，19H1 降幅较大主要为贵人鸟仍处亏损。

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、童装、箱包、运动服饰毛利率明显提升，大众服饰持平略增，其他则同比下降。户外毛利率提升幅度较大主要为探路者业务结构变化影响（户外主业占比提升，毛利率较低的旅行业务收缩），童装毛利率提升主要为森马服饰毛利率提升贡献（并表毛利率较高的 Kidiliz 及休闲装折扣减少、毛利率回升）；运动服饰毛利率提升主要为行业景气、多数公司均实现良好增长以及安踏的高毛利业务 Fila 品牌高增长占比提升贡献。

净利率方面，户外净利率提升幅度较大（如前文所述，主要为探路者贡献），另外中高端男装净利率亦有同比提升（因前期波动较大），运动服饰净利率同比提升、业内公司普遍经营向好，鞋类持平略增，其他 6 个子行业净利率则同比下滑。

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	2018H1	2018	2019H1
运动服饰	1.07%	0.26%	1.79%	2.04%	2.01%
鞋类	-1.55%	-0.70%	-2.23%	-1.68%	-1.93%
箱包	-1.61%	0.86%	-6.35%	-3.63%	2.81%
童装	0.59%	-2.09%	-1.06%	3.13%	4.81%
内衣	0.72%	-0.82%	-0.01%	-0.68%	-1.81%
中高端男装	-2.75%	1.34%	0.15%	-0.88%	-0.94%
家纺	0.36%	-2.75%	-0.16%	0.19%	-1.67%
户外	5.36%	-6.06%	4.89%	5.18%	5.00%
高端服饰	-0.63%	-0.62%	0.20%	-0.74%	-1.30%
大众服饰	-0.20%	-0.26%	-0.81%	1.27%	0.37%
合计	-0.07%	0.12%	0.21%	0.89%	0.40%

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、毛利率较低的行业业务收缩占比下降所致。童装 19 年上半年毛利率提升，主要为森马服饰并表毛利率较高的 Kidiliz 及休闲装业务毛利率提升贡献。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

表 4：品牌服饰归母净利润率同比变化情况 (%)

归母净利润率变化PCT	2016	2017	2018H1	2018	2019H1
运动服饰	0.70%	-0.66%	-0.24%	-1.43%	1.00%
鞋类	-2.28%	-1.80%	-2.06%	-1.95%	0.16%
箱包	-2.58%	0.65%	-2.53%	-2.99%	-0.32%
童装	-0.54%	-2.82%	0.20%	0.58%	-2.66%
内衣	-3.73%	5.02%	0.13%	-3.99%	-3.47%
中高端男装	-8.06%	4.39%	2.16%	0.74%	3.53%
家纺	-1.18%	-0.85%	0.61%	0.53%	-1.22%
户外	-0.81%	-8.01%	-2.53%	-3.36%	5.48%
高端服饰	0.28%	-4.50%	1.20%	0.51%	-1.69%
大众服饰	4.51%	-0.24%	-2.39%	-2.97%	-4.07%
合计	0.87%	-0.03%	-0.72%	-1.51%	-0.87%

注：户外 2017 年降幅较大主要为探路者现亏损，2019 年上半年净利率提升幅度较大主要为探路者主业好转、非经常性收益增加以及旅行业务减亏贡献；中高端男装 2017 年净利率提升幅度较大主要为当年部分公司扭亏，19H1 净利率提升明显主要为九牧王投资收益增厚、报喜鸟政府补助增加及资产减值损失减少，以及利邦扭亏等贡献。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

➤ 费用率

全行业费用率 2018 年以来持续同比上升。其中，中高端男装子行业费用率自 2017 年以来持续下降，控费效果突出；19H1 运动服饰、高端服饰、鞋类费用率同比下降。费用上升压力相对较大的子行业为童装、大众服饰、户外。

表 5: 品牌服饰期间费用率及同比变化情况 (%)

期间费用/收入比例%	2016	2017	2018H1	2018	2019H1	2017年同 比	2018年同 比	2019H1 同比
运动服饰	30.45%	31.71%	31.82%	34.28%	31.48%	1.25%	2.57%	-0.33%
鞋类	33.28%	33.19%	33.01%	34.13%	31.57%	-0.09%	0.94%	-1.44%
箱包	16.90%	17.02%	14.05%	15.63%	16.24%	0.12%	-1.38%	2.20%
童装	20.33%	21.41%	22.35%	23.23%	29.39%	1.09%	1.82%	7.04%
内衣	50.03%	46.93%	28.64%	47.23%	29.27%	-3.11%	0.31%	0.63%
中高端男装	44.03%	40.38%	38.87%	38.66%	37.40%	-3.65%	-1.71%	-1.47%
家纺	31.98%	30.49%	31.55%	31.06%	32.17%	-1.49%	0.58%	0.63%
户外	23.34%	22.44%	23.56%	26.98%	26.88%	-0.90%	4.53%	3.33%
高端服饰	45.55%	48.47%	50.12%	50.43%	49.65%	2.92%	1.96%	-0.47%
大众服饰	35.23%	34.34%	34.15%	36.30%	38.76%	-0.90%	1.96%	4.62%
合计	35.21%	34.87%	34.12%	36.42%	35.52%	-0.34%	1.56%	1.40%

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 2017~2018 年同比加快、19H1 则同比放缓。其中, 2019H1 较 2018 年周转加快的子行业只有鞋类。另外, 横向对比子行业来看, 存货周转最快的子行业为箱包和运动服饰(运动服饰经销模式占比高), 最慢为内衣、中高端男装、高端服饰。

应收账款周转天数自 2018 年以来持续同比放缓。其中, 2019H1 较 2018 年和 2018H1 周转均加快的 3 个子行业为内衣、家纺和高端服饰; 童装 2019H1 同比 2018H1 周转略有加快。另外, 大部分子行业应收账款周转天数好于或与总体相当, 运动服饰、鞋类周转较慢。

表 6: 品牌服饰子行业平均存货周转天数 (天)

存货周转天数	2016	2017	2018H1	2018	2019H1
运动服饰	69	78	90	87	105
鞋类	270	269	254	246	235
箱包	63	87	87	83	88
童装	150	152	183	169	218
内衣	338	311	358	321	430
中高端男装	294	279	245	269	289
家纺	196	181	212	187	220
户外	197	193	181	190	204
高端服饰	297	243	269	270	281
大众服饰	202	186	169	163	188
合计	228	214	211	210	229

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

表 7：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	2018H1	2018	2019H1
运动服饰	127	115	110	108	129
鞋类	63	67	75	75	83
箱包	62	55	42	39	44
童装	43	43	47	43	46
内衣	28	28	23	30	21
中高端男装	55	51	48	51	54
家纺	46	43	42	42	41
户外	31	31	50	42	71
高端服饰	35	34	37	38	37
大众服饰	26	26	26	30	33
合计	49	48	50	50	56

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

➤ 经营净现金流

统计 A 股品牌服饰类上市公司数据，行业 2018 年经营活动净现金流/收入比例同比下降，但 2019Q1 和 2019H1 均同比回升。分子行业看，经营活动净现金流/收入 19H1 同比提升的子行业有 5 个、占比 50%（较 19Q1 数量相同），其中同比提升的子行业为中高端男装、家纺、户外、高端服饰、大众服饰，前四个子行业 19Q1 亦为同比提升，大众服饰则 Q2 现金流好转、占收入比例同比实现提升，另外箱包该比例 19Q1 为同比提升、19H1 为同比下降。

表 8：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	2019.1~6
大众服饰	8.45%	8.01%	8.80%	0.36%	-1.58%	7.73%	8.03%	2.60%
高端服饰	17.42%	17.33%	15.16%	11.72%	10.39%	13.07%	21.82%	13.61%
户外	8.87%	-3.83%	-26.22%	-12.16%	-10.44%	-3.42%	-6.83%	-6.21%
家纺	13.94%	9.91%	-2.81%	-4.21%	-7.87%	7.22%	10.46%	9.92%
中高端男装	14.95%	19.68%	7.11%	-2.66%	-1.00%	8.58%	8.72%	-1.66%
内衣	10.38%	22.58%	11.28%	15.19%	10.60%	5.51%	-1.52%	4.90%
童装	8.24%	15.43%	10.11%	1.35%	-0.48%	5.82%	-2.97%	-3.84%
箱包	11.34%	13.25%	-19.68%	7.40%	7.89%	7.13%	-2.79%	-2.10%
鞋类	7.25%	8.23%	3.50%	7.99%	3.58%	9.79%	2.75%	6.30%
运动服饰	10.36%	19.47%	33.17%	36.10%	11.20%	19.89%	14.57%	-2.42%
合计	10.11%	10.35%	6.90%	2.76%	0.07%	8.33%	8.16%	4.14%

注：运动服饰子行业 A 股仅一家上市公司贵人鸟，内衣仅一家汇洁股份，此处对行业代表意义较弱。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

➤ 计提资产减值损失

统计 A 股品牌服饰类上市公司数据，2018 年以来行业计提压力持续加大，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，19 年以来家纺计提比例持续同比下降；户外 19 年二季度现好转，计提占比自 19Q1 的同比增加改善为 19H1 的同比下降；其他子行业中，计提占比提升幅度较大的依次为运动服饰（贵人鸟，同比提升 10.84PCT）、高端服饰

(+1.24PCT)、鞋类(+0.57PCT)、箱包(+0.35PCT)，其他提升幅度小于行业总体。

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、中高端男装；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 9：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	2019.1~6
大众服饰	2.52%	2.68%	2.20%	2.54%	2.64%	3.31%	2.65%	2.60%
高端服饰	1.72%	2.73%	1.09%	-0.22%	0.31%	1.18%	1.08%	1.01%
户外	1.89%	6.97%	0.72%	4.12%	3.08%	9.42%	1.04%	1.49%
家纺	0.87%	0.78%	0.02%	0.88%	0.72%	1.01%	-0.32%	0.86%
中高端男装	9.71%	6.50%	3.47%	3.71%	4.43%	6.60%	2.31%	2.96%
内衣	0.68%	0.98%	0.26%	1.23%	1.15%	2.12%	0.52%	1.51%
童装	1.99%	2.88%	2.34%	2.32%	2.39%	4.49%	2.65%	2.33%
箱包	0.52%	0.27%	0.43%	-0.06%	0.24%	0.35%	0.44%	0.28%
鞋类	2.21%	5.15%	1.36%	0.65%	1.28%	2.26%	1.64%	1.22%
运动服饰	0.28%	1.70%	-5.34%	-1.56%	0.96%	5.37%	11.23%	9.28%
合计	2.62%	3.00%	1.58%	1.79%	2.03%	3.08%	2.05%	2.06%

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 10：子行业 2019 年中报总结

子行业	上市公司样本数(家)	2019H1 合计收入占比 (%)	2019 年中报总结
运动服饰	5	23%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 行业景气度高，大众体育需求旺盛、国家政策支持，行业格局较为集中。 ✓ 19 年上半年业内公司普遍业绩较好，收入增速较高、毛利率和净利率均同比提升，存货周转在子行业中为最快（经销占比高）。 ✓ 龙头公司表现更为亮眼，安踏收入和利润维持高速增长，李宁业绩修复超预期。
大众服饰	12	34%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 成熟度较高的品类、子行业规模最大、收入增速低于总体，拥有海澜之家、森马服饰等大体量龙头公司。 ✓ 毛利率、净利率、存货和应收账款周转等趋势与行业较为一致。 ✓ 行业竞争相对激烈，公司分化明显。如海澜之家、太平鸟收入二季度增速现好转，森马服饰原有业务保持了较高的双位数增长，但部分公司如思捷环球、拉夏贝尔、美邦服饰 2019 年以来收入持续下滑、且上半年净利润出现较大亏损。
高端服饰	7	7%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 子行业收入增速位于中上游，波动较小。公司表现分化，歌力思、地素、安正等 Q2 收入增速环比一季度提升，比音勒芬保持了 20% 以上的较高增长。 ✓ 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	9%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 景气度较高，增速为所有子行业中靠前者；毛利率和费用率提升幅度较大（受森马服饰并表 Kidiliz 影响）。 ✓ 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速增长、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、

			<p>19年上半年并表效应仍存,该业务以直营为主、提升总体毛利率和费用率;扣除并表影响,原有巴拉巴拉童装业务亦保持了30%左右增长。其他公司安奈儿、爱婴室、起步股份上半年收入增速均在15%以上。</p> <p>✓ 具有费用率低、存货周转相对较快的特点,17年、19H1净利率同比下降,主要为森马服饰影响,17年费用增加较大、19年并入KIDILIZ亏损等影响净利率。</p>
家纺	6	5%	<p>✓ 较为成熟,收入、利润表现与行业总体较为一致,但19Q2收入增长好转、提振中报增速。</p> <p>✓ 19年上半年盈利能力走弱、净利率出现同比下滑,主要为毛利率下降、费用率提升。</p> <p>✓ 亮点在于产品相对标准化、受流行时尚趋势影响小于服装产品,因此计提损失占比较低。</p> <p>✓ 存货和应收账款周转水平在子行业中位居中游偏上,其中应收账款19H1周转同比18年和18H1均加快。</p>
中高端男装	10	7%	<p>✓ 近几年收入端有所改善,2018年收入改善、双位数增长,19H1小幅放缓至个位数。</p> <p>✓ 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。19H1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和资产减值损失减少等贡献。</p> <p>✓ 费用率持续下降;计提占比在子行业中偏高。</p>
鞋类	8	10%	<p>✓ 销售表现较弱、2018年以来收入持续同比下滑、未见明显改善。</p> <p>✓ 存货和应收账款周转天数在子行业中偏长。</p>
户外	3	1%	<p>✓ 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。</p> <p>✓ 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,同时叠加户外用品业务现好转,19年以来净利润明显回升;牧高笛、三夫户外19H1收入和利润均持续同比下滑。</p>
箱包	1	1%	<p>✓ 开润股份凭借小米渠道快速发展、收入持续高增长、费用率低、存货周转快,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,且现金流占收入比例方面19H1现同比下滑。</p>
内衣	3	4%	<p>✓ 收入增长有波动,18年双位数增长、19年上半年收入现同比下滑。</p> <p>✓ 18年至今净利率持续同比下降。</p>
合计	59	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59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,行业自2017年开始的周期性复苏节奏受到干扰,体现在收入端增长放缓,盈利能力、周转、计提等多项指标持续走弱。2019年上半年零售环境仍旧疲软、未见明显改善,其中19Q1面临的高基数效应消除为行业带来小幅利好,但经营环境的恶劣加剧了行业竞争。品类和公司表现分化,运动服饰、童装增速持续较高,其他相对成熟的品类竞争更为激烈,公司业绩表现差异加大。

抛开季度变化、拉长时间来看,横向对比子行业,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,建议关注运动服饰、童装等子行业;对于较成熟的品类,应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。

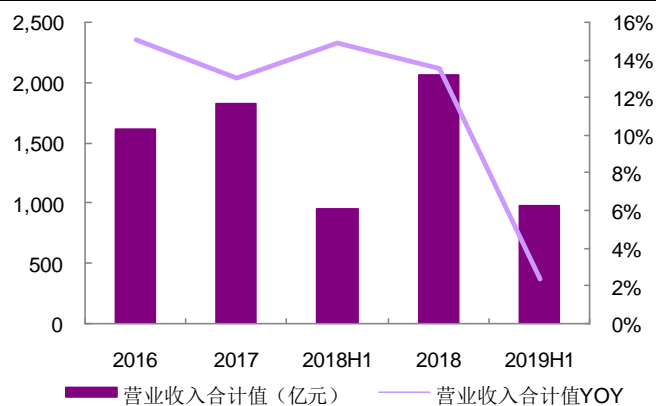
2、纺织制造行业:国内外需求不振拖累业绩表现

我们统计了纺织制造行业分属于12个子行业的48家公司(见附录表15),行业2019年上半年合计收入977.77亿元、同比增2.37%,归母净利润合计为71.32亿元、同比增3.69%。对比历史来看,2016~2018年行业收入端保持了双位数增长,2019H1增速降至低个位数,明显放缓。

行业出口和内销均存压力,需求不振影响收入增长。内销方面,国内服装消费需求持续疲软、目前未见改善;出口方面,二季度中美贸易摩擦加剧、

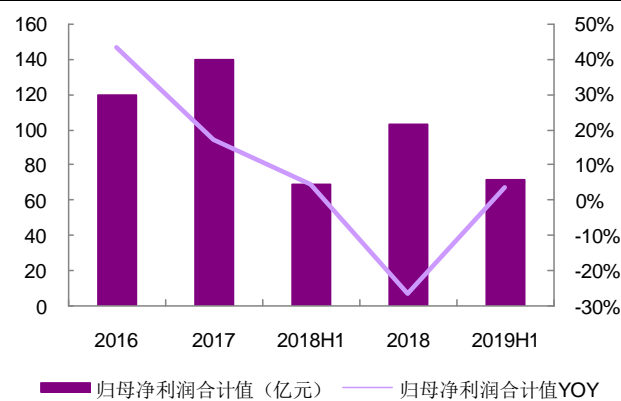
目前美方已经将全部纺织服装出口产品纳入加征关税范围，从9月1日实施（少量产品延迟至12月实施），海外品牌客户下单积极性减弱、出口企业接单情况变差。

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 (%)

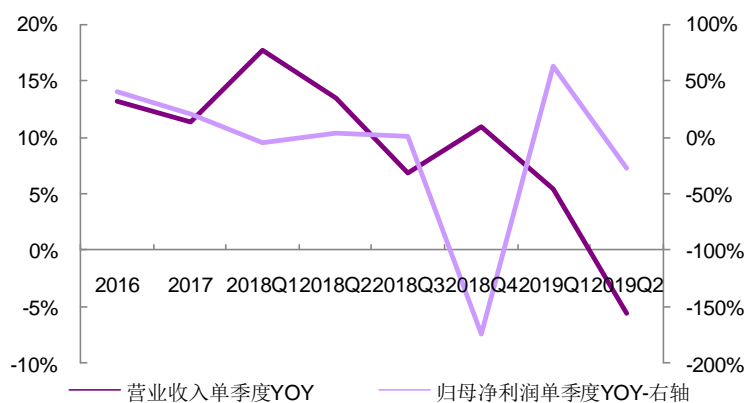


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

分析 A 股纺织制造上市公司 (样本合计 44 家) 季度业绩表现, 19Q2 收入增速下滑、拖累上半年增长转负, 净利润增长现下滑。2019Q1 收入、净利润分别+5.36%、+62.05%, Q2 分别-5.62%、-27.47%。

其中, 19Q1 行业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%。19Q2 净利润降幅超过收入, 主要为费用率提升。

图 20: A 股纺织制造行业单季度收入和净利润增速 (%)

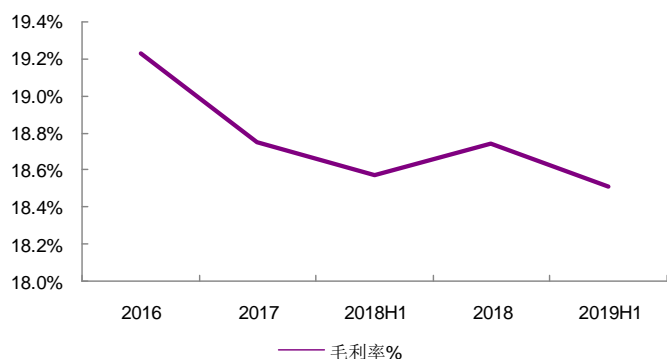


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

行业盈利能力方面, 毛利率同比基本持平。2018 年、2019H1 行业毛利率分别为 18.74%、18.51%, 分别同比略降 0.01PCT、0.06PCT。

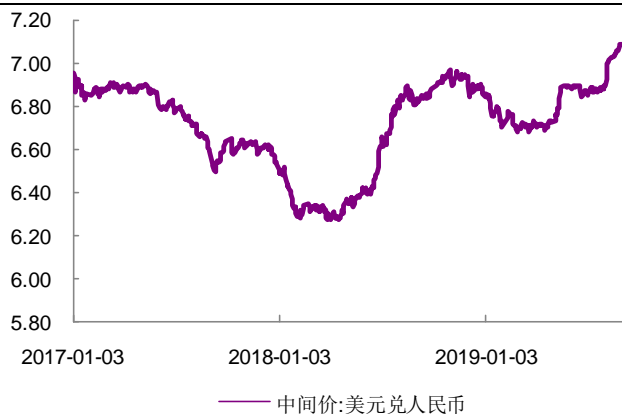
分析 A 股公司季度数据, 2019H1 毛利率同比略增 0.41PCT、相比于 2019Q1 同比略下滑 0.11PCT 的情况好转。其中, 2018Q2 以来人民币兑美元波动中贬值幅度加大, 利好纺织制造出口型企业毛利率环比提升。

图 21：纺织制造行业毛利率情况 (%)



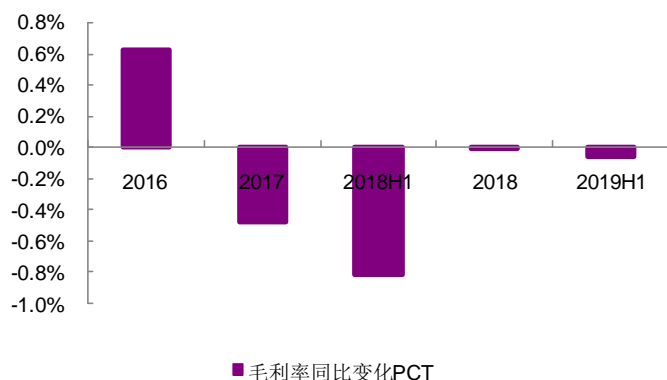
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 23：美元兑人民币汇率走势



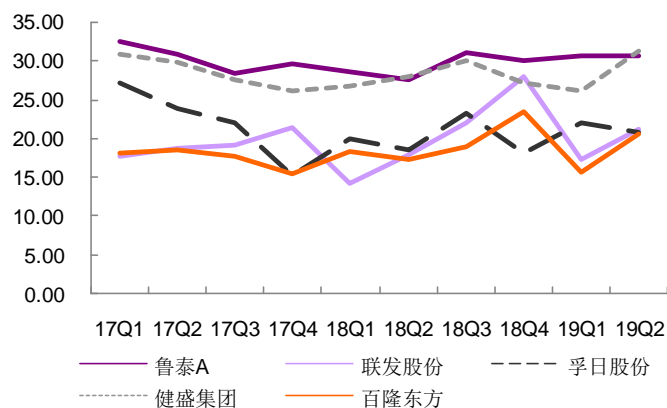
资料来源：Wind

图 22：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 24：代表性纺织制造企业单季度毛利率走势 (%)

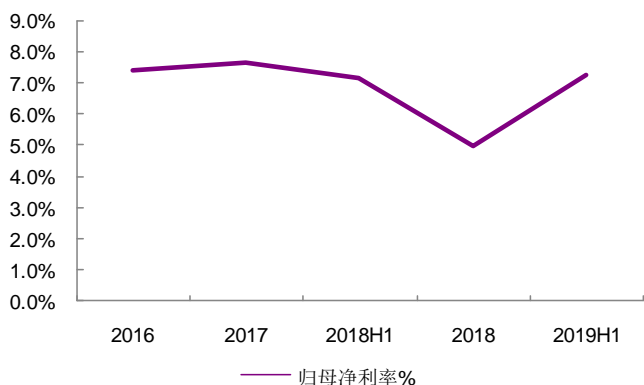


资料来源：Wind

行业归母净利润率 2019H1 略提升 0.09PCT 至 7.29%，相比于 2018 年同比下降 2.71PCT 有所好转。其中，A 股公司 2019H1 归母净利润率同比略有提升，分季度来看主要为 Q1 净利率提升带动（部分公司投资类收益贡献），Q2 净利率呈同比下滑。

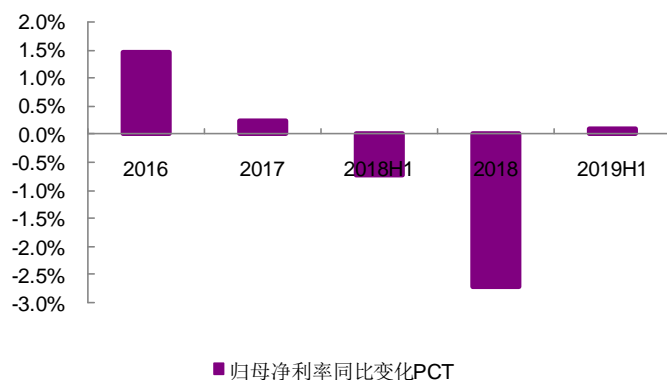
行业 2019H1 期间费用率同比提升 1.06PCT 至 11.98%，相比于 2018 年 11.45%（同比提升 0.37PCT），费用上升幅度加大。

图 25：纺织制造行业归母净利润率 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 26：纺织制造行业归母净利润率变化幅度 (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，服装制造、棉纺织收入占比较大，19年上半年收入占比分别为33.2%、33%，其他子行业规模较小、占比未超过10%。其中服装制造子行业拥有申洲国际、晶苑国际、际华集团等大体量公司，棉纺织子行业拥有天虹纺织、华孚时尚、鲁泰、百隆东方等规模较大的公司。

对比19H1和2018年收入表现，除产业用纺织品和其他制造外，收入增速均弱于2018年，毛皮持续下滑，辅料、化纤、贸易、服装制造增速转负。

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

龙头公司表现方面，申洲国际作为针织服装制造龙头，收入增长继续稳健，2019H1保持了双位数增长。棉纺织龙头天虹纺织收入增速亦保持双位数，其中收购并表有一定贡献。

表 11：纺织制造子行业营业收入同比增速（%）

营业收入YOY	2016	2017	2018H1	2018	2019H1
棉纺织	16.74%	19.81%	15.66%	11.96%	3.77%
针织	2.88%	31.80%	35.53%	25.26%	13.38%
印染	3.65%	13.53%	20.48%	61.63%	32.90%
产业用纺织品	24.44%	10.02%	0.55%	-2.16%	6.97%
服装制造	16.43%	6.08%	4.06%	5.44%	-0.72%
辅料	14.90%	33.88%	28.65%	11.15%	-8.57%
化纤	18.29%	21.60%	13.30%	9.01%	-12.66%
毛纺	19.63%	7.18%	13.60%	18.57%	8.04%
毛皮	5.50%	-7.02%	-10.89%	-13.97%	-6.58%
贸易	11.22%	26.23%	84.52%	42.78%	-9.50%
丝麻织品	-0.39%	21.71%	24.61%	14.39%	5.06%
其他制造	18.22%	8.12%	7.54%	14.56%	19.11%
合计	15.15%	13.10%	14.99%	13.60%	2.37%

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。分子行业来看，针织、印染、服装制造净利润表现相对稳健，棉纺织2019H1利润现下滑，毛纺多次亏损，其他子行业波动较大。

表 12: 纺织制造子行业归母净利润同比增速 (%)

归母净利润YOY	2016	2017	2018H1	2018	2019H1
棉纺织	50.20%	4.08%	7.66%	3.92%	-6.18%
针织	33.11%	2.07%	54.01%	24.73%	13.36%
印染	16.34%	4.15%	14.30%	17.94%	12.97%
产业用纺织品	54.34%	18.60%	-18.16%	-60.29%	1.84%
服装制造	25.01%	10.90%	3.96%	0.33%	-0.03%
辅料	29.55%	16.81%	-4.53%	-170.20%	-2.72%
化纤	449.71%	61.07%	16.45%	-5.98%	-38.20%
毛纺	-8.83%	-	-	-	-
毛皮	91.99%	-76.50%	19.18%	497.24%	43.88%
贸易	118.52%	-25.33%	-14.57%	-36.49%	396.06%
丝麻织品	41.47%	-63.47%	83.06%	289.44%	11.82%
其他制造	110.99%	-30.04%	-10.77%	-4.97%	31.77%
合计	43.14%	16.94%	4.38%	-26.48%	3.69%

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 19H1 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 2017 年~2018H1 同比小幅下降, 2018 年、2019H1 同比基本持平, 其中人民币汇率自 18 年二季度开始贬值有一定贡献 (见上图 24)。服装制造毛利率保持同比提升趋势, 19H1 提升幅度有所收窄, 棉纺织 2018 年短暂提升、19H1 再次同比下滑, 印染、化纤、产业用毛利率同比持续下降, 其他子行业波动较大。

表 13: 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	2018H1	2018	2019H1
棉纺织	0.32%	-2.41%	-1.58%	0.28%	-0.97%
针织	-0.02%	0.95%	-1.16%	-0.28%	-0.78%
印染	1.60%	-1.41%	-1.86%	-3.83%	-0.72%
产业用纺织品	-2.23%	-0.68%	-5.20%	-6.83%	-0.55%
服装制造	0.32%	1.13%	1.26%	1.31%	0.21%
辅料	2.40%	-0.08%	0.86%	-0.99%	0.27%
化纤	4.28%	2.39%	-1.84%	-2.48%	-1.87%
毛纺	0.55%	-0.01%	-2.43%	0.36%	4.11%
毛皮	0.36%	-0.16%	-0.15%	3.51%	4.68%
贸易	2.48%	-0.10%	0.47%	0.07%	-1.16%
丝麻织品	0.26%	-2.27%	-2.65%	0.00%	1.58%
其他制造	0.46%	-4.14%	-3.00%	-0.62%	0.76%
合计	0.63%	-0.48%	-0.82%	-0.01%	-0.06%

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

表 14：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	2018H1	2018	2019H1
棉纺织	1.92%	-1.13%	-0.60%	-0.54%	-0.77%
针织	2.51%	-2.49%	1.31%	-0.04%	0.00%
印染	1.00%	-0.76%	-0.42%	-2.28%	-1.17%
产业用纺织品	2.39%	0.96%	-1.89%	-7.89%	-0.40%
服装制造	0.60%	0.39%	-0.01%	-0.44%	0.07%
辅料	1.40%	-1.58%	-3.13%	-17.59%	0.58%
化纤	7.96%	3.29%	0.43%	-1.85%	-4.64%
毛纺	1.36%	10.75%	-1.71%	-21.19%	0.90%
毛皮	1.68%	-2.79%	1.42%	5.60%	3.04%
贸易	1.43%	-1.19%	-1.09%	-0.96%	4.20%
丝麻织品	1.05%	-2.49%	0.84%	2.57%	0.17%
其他制造	5.66%	-4.54%	-1.06%	-1.42%	0.55%
合计	1.45%	0.25%	-0.73%	-2.71%	0.09%

注：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 19H1 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。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

总结来看，纺织制造行业 2019 年以来受国内外需求不佳影响仍较大，收入较 2018 年明显放缓，其中二季度收入和净利润表现差于一季度。需求端，国内消费仍较疲软，中美贸易摩擦二季度加剧不利于出口，国内外需求目前均未见改善。净利润方面，毛利率同比持平（汇率贬值有一定利好），但行业净利率呈同比下滑、盈利能力变差。

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，建议关注公司个体经营能力、行业地位及抗风险能力、以及业绩稳定性。

3、投资建议

3.1、品牌服饰行业

2019 年中报表现仍较为平淡，零售大环境继续疲软、行业需求表现不佳。其中 A 股品牌服饰上市公司合计二季度收入增速较一季度放缓。

但分拆来看，比较鲜明的特点是：1) 品类表现分化，运动服饰、童装大部分公司收入增速持续较高、明显跑赢行业，且龙头在这些高景气子行业中表现更为突出；2) 其他品类看似平淡，但公司表现分化，如竞争激烈的大众服饰领域，部分公司在自身经营稳健的基础上，一季度高基数效应消除后，实现了收入增速的环比回升，其他公司则相对抗风险能力较弱、受零售环境的负面影响超过了基数效应减弱的利好。

收入端增速放缓背景下，行业财务指标亦受影响，如毛利率基本稳定背景下费用率提升致净利率下降，存货和应收账款周转有所放缓，经营现金流有所好转、主要为企业谨慎备货导致。

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：**安踏体育**（运动服饰行业景气度高，主品牌和 **Fila** 均向好、多品牌培育能力得到验证），**海澜之家**（男装龙头地位强、定位性价比优势突出，短期有大额回购利好），**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），**开润股份**（成长性高，研发能力较强打造高性价比极致单品、互联网基因深厚、业务模式创新的箱包龙头），**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）、**李宁**（运动服饰行业景气度高，调整到位焕发新貌）。

另外，基于业绩稳健性、19Q2 收入利润增速环比 Q1 提升、多品牌战略执行力强、熨平单品牌波动，建议关注高端女装标的**歌力思**；基于自身业务的环比改善且可持续、Q2 业绩表现超预期，建议关注家纺龙头**水星家纺**。

3.2、纺织制造行业

18Q2 至今中美贸易摩擦波折中加剧，19 年二季度美国提出扩大加税范围、已囊括全部纺织服装出口商品，加税将从 19 年 9 月 1 日开始实施（少量产品延后至 12 月），海外客户下单积极性受损，截至 7 月的出口数据已有体现，随着 9 月加税的落实，出口端仍面临压力。国内需求方面短期未见改善，综合国内外需求均表现不佳，纺织制造行业面临较大的经营和业绩压力。但人民币汇率贬值带来小幅利好。

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贸易摩擦带来干扰，将促进行业优胜劣汰加剧。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，袜类龙头健盛集团等，这些拥有海外产能的纺织制造企业具有先发优势，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，促进行业集中度提升、强者恒强，建议长期关注全球化布局、议价能力强、长期业绩增长稳健的针织制造商龙头**申洲国际**。

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 15：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	印染	600370.SH	三房巷
	000850.SZ	华茂股份		002516.SZ	旷达科技		600448.SH	华纺股份
	002042.SZ	华孚时尚		300658.SZ	延江股份		600987.SH	航民股份
	002083.SZ	孚日股份	辅料	603238.SH	诺邦股份	针织	002634.SZ	棒杰股份
	002087.SZ	新野纺织		002003.SZ	伟星股份		600493.SH	凤竹纺织
	002394.SZ	联发股份		002098.SZ	浔兴股份		603558.SH	健盛集团
	601339.SH	百隆东方	化纤	603055.SH	台华新材	其他制造	002486.SZ	嘉麟杰
	2678.HK	天虹纺织	毛纺	000779.SZ	三毛派神		300591.SZ	万里马
2313.HK	申洲国际	000982.SZ		*ST 中绒	2111.HK		超盈国际控股	
2232.HK	晶苑国际	002193.SZ		如意集团	丝麻织品	002404.SZ	嘉欣丝绸	
002687.SZ	乔治白	600220.SH		江苏阳光		600156.SH	华升股份	
002776.SZ	柏堡龙	601599.SH		鹿港文化		600232.SH	金鹰股份	
300526.SZ	中潜股份	毛皮		603889.SH	新澳股份			
600107.SH	美尔雅			002494.SZ	华斯股份			
600137.SH	浪莎股份			002674.SZ	兴业科技			
600630.SH	龙头股份	贸易	603477.SH	振静股份				
601718.SH	际华集团		600626.SH	申达股份				
603665.SH	康隆达		600689.SH	上海三毛				

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 16: 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	600398.SH	海澜之家	运动服饰	2020.HK	安踏体育	箱包	300577.SZ	开润股份	
	002563.SZ	森马服饰		2331.HK	李宁	鞋类	002291.SZ	星期六	
	002269.SZ	美邦服饰		1368.HK	特步国际		603001.SH	奥康国际	
	600400.SH	红豆股份		1361.HK	361度		603116.SH	红蜻蜓	
	603157.SH	拉夏贝尔		603555.SH	贵人鸟		603608.SH	天创时尚	
	603196.SH	日播时尚	童装	002563.SZ	森马服饰		603958.SH	哈森股份	
	603877.SH	太平鸟		002762.SZ	金发拉比		1028.HK	千百度	
	3306.HK	江南布衣		002875.SZ	安奈儿		0210.HK	达芙妮国际	
	0330.HK	思捷环球		603557.SH	起步股份		1836.HK	九兴控股	
	0393.HK	旭日企业		603214.SH	爱婴室		中高端男装	002029.SZ	七匹狼
	0709.HK	佐丹奴国际		002293.SZ	罗莱生活			601566.SH	九牧王
	0592.HK	堡狮龙国际		002327.SZ	富安娜	002154.SZ		报喜鸟	
	高端服饰	603808.SH		歌力思	603365.SH	水星家纺		002569.SZ	*ST步森
603587.SH		地素时尚	002397.SZ	梦洁股份	002656.SZ	摩登大道			
603839.SH		安正时尚	002761.SZ	多喜爱	1234.HK	中国利郎			
002832.SZ		比音勒芬	2223.HK	卡撒天娇	0891.HK	利邦			
002612.SZ		朗姿股份	内衣	002763.SZ	汇洁股份	1146.HK		中国服饰控股	
603518.SH		维格娜丝		2298.HK	都市丽人	0533.HK		金利来集团	
3709.HK		赢家时尚		1388.HK	安莉芳控股	0238.HK		长兴国际	
户外	002780.SZ	三夫户外							
	300005.SZ	探路者							
	603908.SH	牧高笛							

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 17: 重点公司盈利预测与估值表

代码	公司	EPS (元人民币/股)			PE			3年 CAGR(%)	PEG	市值(亿元)
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E			
2020.HK	安踏体育	1.52	2.12	2.66	38	27	22	28%	0.97	1722
600398.SH	海澜之家	0.78	0.83	0.88	11	10	10	7%	1.49	370
002563.SZ	森马服饰	0.63	0.69	0.79	18	17	14	13%	1.31	309
300577.SZ	开润股份	0.80	1.10	1.47	42	31	23	34%	0.90	73
002832.SZ	比音勒芬	0.95	1.33	1.73	26	18	14	32%	0.57	75
2331.HK	李宁	0.31	0.59	0.68	68	36	31	38%	0.93	535
603808.SH	歌力思	1.10	1.32	1.61	14	12	10	21%	0.57	52
603365.SH	水星家纺	1.07	1.23	1.39	16	14	12	14%	1.00	45
2313.HK	申洲国际	3.02	3.39	4.03	34	30	25	15%	1.94	1690

注: 港股公司市值单位为港币。

资料来源: Wind, 股价时间为 2019 年 9 月 6 日

表 18: 品牌服饰行业上市公司主要财务指标情况

行业	代码	公司	收入增速%			归母净利润增速%			毛利率变化PCT			净利率变化PCT			存货周转天数变化			市值(亿元)
			18年	19Q1	19H1	18年	19Q1	19H1	18年	19Q1	19H1	18年	19Q1	19H1	18年	19Q1	19H1	
大众服饰	600398.SH	海澜之家	4.89	5.23	7.07	3.78	6.96	2.87	1.89	3.69	1.08	(0.19)	0.29	(0.93)	9	25	2	370
	002563.SZ	森马服饰	30.71	63.90	48.57	48.83	11.06	8.20	4.27	2.59	6.49	1.30	(3.89)	(3.23)	23	17	38	309
	002269.SZ	美邦服饰	18.62	(20.68)	(31.47)	113.24	(23.92)	(359.61)	(2.79)	(1.40)	(2.45)	5.24	(0.09)	(6.46)	(25)	30	72	58
	600400.SH	红豆股份	(8.89)	9.14	1.10	(66.06)	6.60	(14.77)	2.63	5.50	4.61	(14.08)	(0.04)	(1.16)	(373)	3	7	86
	603157.SH	拉夏贝尔	13.08	(6.94)	(9.78)	(132.00)	(94.40)	(311.23)	2.79	(1.69)	(2.09)	(7.93)	(7.39)	(19.81)	32	11	30	18
	603196.SH	日播时尚	5.46	5.46	1.39	(54.13)	(71.99)	(190.78)	(0.19)	(2.82)	(3.76)	(4.68)	(5.31)	(7.31)	52	41	13	19
	603877.SH	太平鸟	7.78	(4.46)	(1.54)	27.51	(34.90)	(33.06)	0.48	2.26	1.29	0.92	(2.43)	(1.96)	(1)	22	12	69
	3306.HK	江南布衣	22.80	-	22.57	23.76	-	22.12	0.52	-	(1.23)	0.11	-	(0.06)	20	-	12	58
	0330.HK	思捷环球	(3.05)	-	(15.84)	#####	-	(85.85)	(0.37)	-	(1.59)	(16.95)	-	(14.34)	(8)	-	3	24
	0393.HK	旭日企业	6.47	-	(4.60)	21.16	-	44.38	(12.81)	-	(10.92)	5.23	-	5.56	(8)	-	(61)	13
0709.HK	佐丹奴国际	1.79	-	(11.12)	(4.00)	-	(36.61)	(0.52)	-	0.09	(0.65)	-	(2.45)	6	-	15	38	
0592.HK	堡狮龙国际	(3.06)	-	(10.13)	(692.96)	-	(117.80)	2.27	-	(0.34)	(1.70)	-	(1.71)	(4)	-	7	4	
高端服饰	002612.SZ	朗姿股份	13.10	11.78	7.72	12.20	(12.54)	(20.18)	0.60	3.48	1.30	(0.52)	(1.76)	(1.91)	20	42	37	37
	002832.SZ	比音勒芬	39.96	27.37	25.15	62.16	52.91	42.01	(2.13)	0.72	3.67	2.71	4.60	2.44	28	70	107	75
	603518.SH	维格娜丝	20.34	(8.71)	(6.53)	43.65	(79.59)	(78.58)	(0.64)	(1.62)	(0.72)	1.41	(7.27)	(6.97)	66	62	81	20
	603587.SH	地素时尚	7.94	13.53	14.42	19.59	32.58	1.09	(0.94)	0.24	0.56	2.66	4.81	(4.03)	(11)	(19)	(16)	90
	603808.SH	歌力思	18.66	8.32	17.09	20.74	11.00	17.90	(0.63)	(2.23)	(1.68)	0.77	0.08	0.74	24	10	(7)	52
	603839.SH	安正时尚	16.09	41.46	49.49	2.96	10.51	18.34	(3.48)	(14.91)	(13.33)	(2.18)	(4.37)	(3.31)	50	(62)	(103)	52
运动服饰	3709.HK	赢家时尚	14.39	-	10.57	7.59	-	13.43	0.68	-	1.93	(0.20)	-	(0.10)	8	-	(16)	61
	2020.HK	安踏体育	44.38	-	40.34	32.87	-	27.66	3.27	-	1.79	(1.37)	-	(1.72)	6	-	4	1722
	2331.HK	李宁	18.45	-	32.72	38.84	-	196.01	1.01	-	1.02	1.00	-	7.01	(2)	-	(11)	535
	1368.HK	特步国际	24.83	-	23.01	60.86	-	23.42	0.42	-	0.88	1.76	-	0.08	5	-	(23)	109
	1361.HK	361度	0.57	-	7.29	(33.51)	-	9.66	(1.21)	-	(0.76)	(3.12)	-	(0.30)	28	-	9	33
	603555.SH	贵人鸟	(13.52)	(37.40)	(47.27)	(536.01)	(83.67)	(269.59)	(5.80)	(3.36)	3.69	(30.43)	(9.54)	(10.11)	8	49	97	28
童装	002563.SZ	森马服饰	30.71	63.90	48.57	48.83	11.06	8.20	4.27	2.59	6.49	1.30	(3.89)	(3.23)	23	17	38	309
	002762.SZ	金发拉比	5.49	(6.73)	(8.44)	(56.85)	(28.51)	(23.05)	(1.81)	3.21	3.88	(12.61)	(5.01)	(2.90)	25	83	114	19
	002875.SZ	安奈儿	17.56	17.71	15.22	21.08	30.01	1.62	(0.20)	(4.32)	(2.49)	0.20	1.24	(1.15)	30	13	6	23
	603557.SH	起步股份	4.43	19.11	17.00	(7.05)	47.63	(2.42)	0.55	0.32	(0.54)	(1.62)	2.79	(2.99)	8	17	9	40
	603214.SH	爱婴室	18.12	13.21	15.92	28.23	46.44	27.31	0.36	1.32	1.46	0.34	0.70	0.46	(1)	15	9	40
箱包	300577.SZ	开润股份	76.19	43.99	40.71	30.23	31.63	36.03	(3.63)	(0.79)	2.81	(3.20)	(1.31)	(0.68)	(4)	0	1	73
家纺	002293.SZ	罗莱生活	3.24	(2.33)	(0.43)	24.92	(7.59)	(5.05)	2.04	0.78	(1.12)	1.60	(0.81)	(0.52)	48	48	24	78
	002327.SZ	富安娜	11.55	(5.55)	(3.58)	10.11	(16.32)	(16.22)	0.24	(1.14)	(0.36)	(0.24)	(2.00)	(2.11)	4	37	13	61
	002397.SZ	梦洁股份	19.35	6.94	14.19	64.61	12.58	(9.58)	(1.43)	(8.09)	(5.62)	(0.16)	(0.96)	(2.78)	(15)	(32)	(44)	40
	002761.SZ	多喜爱	32.61	23.09	(7.16)	20.09	(38.27)	(123.98)	0.23	(3.11)	(7.18)	0.62	(2.85)	(11.18)	(31)	(13)	24	31
	603365.SH	水星家纺	10.44	0.75	9.93	10.77	4.22	12.48	(1.25)	0.93	1.72	0.03	0.42	0.24	(1)	14	(2)	45
	2223.HK	卡撒天娇	(2.83)	-	24.79	(71.01)	-	573.86	(1.38)	-	(2.12)	(5.95)	-	8.30	28	-	31	2
男装	002029.SZ	七匹狼	14.01	3.13	6.55	9.38	9.45	(8.42)	1.93	2.42	2.94	(0.76)	0.62	(1.48)	(10)	14	6	45
	002154.SZ	报喜鸟	19.55	4.67	1.21	99.92	159.18	183.49	0.72	1.22	(1.14)	0.47	7.19	4.85	(45)	19	24	37
	002569.SZ	*ST步森	(6.99)	(7.29)	4.35	(470.36)	134.02	66.11	(3.73)	(2.76)	(4.78)	(50.50)	6.14	4.72	(19)	(7)	(53)	12
	002656.SZ	摩登大道	69.56	28.28	9.15	(79.32)	0.40	(40.69)	(13.19)	(8.69)	(4.71)	(12.01)	(1.82)	(2.53)	(185)	(43)	(5)	31
	601566.SH	九牧王	6.55	7.20	7.33	8.00	40.12	23.69	(0.80)	(1.56)	(1.20)	0.08	8.03	2.93	(9)	6	2	66
	1234.HK	中国利郎	29.77	-	19.09	22.94	-	14.05	(0.56)	-	(0.47)	(1.32)	-	(1.12)	18	-	51	78
	0891.HK	利邦	1.28	-	15.64	56.47	-	138.93	1.17	-	(1.26)	20.36	-	29.15	57	-	(54)	9
	1146.HK	中国服饰控股	(2.18)	-	(8.95)	9.72	-	(46.22)	7.74	-	3.64	0.66	-	(5.50)	198	-	389	6
	0533.HK	金利来集团	4.90	-	(4.89)	16.75	-	(4.54)	1.62	-	(0.35)	2.27	-	0.08	14	-	36	24
	0238.HK	长兴国际	(15.19)	-	(28.77)	19.55	-	21.93	(7.92)	-	(1.85)	3.10	-	(1.75)	(119)	-	20	4
户外	002780.SZ	三夫户外	19.62	(18.72)	(10.20)	138.96	(32.64)	(36.17)	0.10	3.05	2.77	4.88	0.28	0.11	(30)	99	52	27
	300005.SZ	探路者	(34.34)	(27.06)	(21.16)	(114.40)	82.45	239.36	6.53	13.58	6.96	(7.50)	8.80	9.51	37	44	14	35
	603908.SH	牧高笛	6.85	(8.19)	(8.25)	(17.69)	(36.03)	(4.24)	(4.10)	0.23	1.84	(2.23)	(3.92)	0.47	(16)	3	5	18
内衣	002763.SZ	汇洁股份	10.22	15.32	12.46	(25.48)	8.07	6.38	(0.25)	(1.96)	(2.22)	(2.91)	(1.28)	(0.91)	(15)	34	36	34
	2298.HK	都市丽人	12.20	-	0.00	19.31	-	0.00	(1.58)	-	(43.69)	0.46	-	(7.43)	(20)	-	(151)	30
	1388.HK	安莉芳控股	4.80	-	(11.45)	(69.48)	-	(41.99)	1.91	-	(1.97)	(14.89)	-	(2.94)	64	-	107	7
鞋类	002291.SZ	星期六	1.87	18.29	21.11	102.54	11.15	106.24	(3.60)	(4.19)	(4.62)	24.21	(0.33)	2.92	(105)	(160)	(195)	35
	603001.SH	奥康国际	(6.70)	(15.23)	(15.75)	(39.53)	(33.68)	(43.13)	(0.53)	0.04	1.17	(2.43)	(3.07)	(3.56)	(14)	8	21	39
	603116.SH	红蜻蜓	(6.29)	(3.63)	(1.18)	(48.61)	(20.80)	(31.42)	(0.10)	(1.67)	(2.57)	(5.16)	(1.93)	(3.22)	(3)	(11)	(24)	42
	603608.SH	天创时尚	18.37	4.52	4.28	28.87	(48.87)	(12.40)	(1.74)	(4.80)	(2.83)	1.22	(8.12)	(2.42)	(21)	(3)	3	28
	603958.SH	哈森股份	(9.97)	(11.88)	(12.50)	(443.25)	(44.63)	(76.77)	0.32	(2.01)	(1.79)	(6.01)	(3.53)	(3.91)	(3)	(8)	(6)	16
	1028.HK	千百度	(4.57)	-	(19.94)	#####	-	(344.88)	(3.60)	-	0.72	(13.66)	-	(5.36)	(29)	-	27	6
	0210.HK	达芙妮国际	(20.80)	-	(37.90)	(35.44)	-	20.86	(2.89)	-	(1.39)	(10.18)	-	(5.94)	0	-	25	6
	1836.HK	九兴控股	0.72	-	1.53	5.65	-	69.69	0.31	-	1.51	0.15	-	2.18	(6)	-	(0)	102

注: 港股公司市值单位为港币。

资料来源: Wind, 股价时间为 2019 年 9 月 6 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见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