

## 服装消费持续放缓背景下，关注高景气度子行业和具有估值修复机会的个股

### ——纺织服装行业 2019 年半年报点评

#### 核心观点：

## 1. 事件

纺织服装行业上市公司披露 2019 年半年报。2019 年 1-6 月行业整体实现营业收入 1,270.10 亿元，同比降低 1.45%；实现净利润 87.52 亿元，同比降低 18.00%；实现扣非净利润 66.29 亿元，同比降低 22.83%。

其中，第二季度实现营业收入 619.41 亿元，同比降低 5.44%；实现净利润 33.01 亿元，同比降低 38.22%；实现扣非净利润 26.89 亿元，同比降低 35.25%。

## 2. 我们的分析与判断

### （一）品牌服装零售业绩持续分化，纺织品出口仍存不确定性，人民币呈贬值趋势

1) 国内零售端上半年增速趋缓：19 年 1-7 月全国限额以上服装鞋帽针纺织品销售额累计同比增长 3.00%，较去年同期减少 6.2PCT，服装终端零售较为疲软，预计随着减税降费的实施和去年同期高基数因素的影响，下半年服装销售将呈现弱复苏趋势；1-7 月线上商品服务零售额 55,972.5 亿元，较去年同期增加 8,109.80 亿元，累计同比增速 16.80%，虽增速趋缓，但受上半年促销力度的加强，销售额进一步增加。

2) 出口端仍存在不确定性：海关总署数据显示，19 年 1-7 月纺织纱线、织物及制品/服装及衣着附件/鞋类累计出口 693.84/823.56/271.67 亿美元，累计同比增长 1.35%/-4.13%/0.37%，基本与去年同期持平，7 月呈增长态势 (5.99%/-0.27%/4.62%)。我们认为，随着中美贸易战谈判的不确定，世界经济问题不断升温，纺织服装行业整体订单量仍面临较大压力。

3) 人民币汇率变化幅度较大：人民币 1-4 月呈升值态势，但基本保持稳定；5 月以来，受中美贸易谈判结果的影响，持续贬值 (-5.25%)，截至 8 月 30 日，人民币兑美元中间价 7.0883。我们认为汇率近半年来变化幅度较大，多数拥有出口业务的纺织制造企业均有相应的对冲手段来应对，故汇率变化的幅度对纺织制造企业利润影响幅度相对较小。

### （二）中美贸易谈判持续，纺企海外产能转移缓解产品出口不确定性

纺织制造子板块 19Q2 收入/净利润/扣非净利润分别为 236.26/15.40/15.06 亿元，同比增速-5.17%/-26.79%/-12.22%，受中美贸易问题的影响，出口订单偏谨慎，导致增长乏力。

## 纺织服装行业

### 推荐（维持评级）

#### 分析师

李昂

☎：8610-83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

#### 特此鸣谢：

林相宜

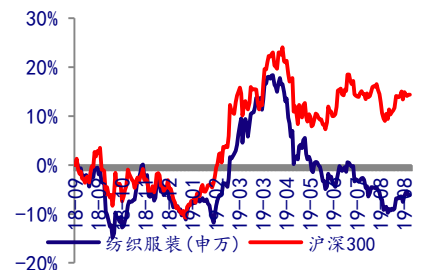
☎：8610-66568843

✉：linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号：S0130118090029

#### 对本报告编制提供信息

#### 相对沪深 300 表现图 2019-08-30



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河纺服】行业深度报告\_纺织服装行业\_消费分层时代，服装龙头享价值增长

【银河纺服】行业深度报告\_纺织服装行业\_纺织龙头海外布局加速，竞争壁垒不断加强

【银河纺服】行业动态报告\_纺织服装行业\_细分行业景气度分化，关注具有估值修复机会的个股\_201907

【银河纺服】行业动态报告\_纺织服装行业\_五月服装消费环比改善，短期关注下游高景气细分子行业\_201906

【银河纺服】行业动态报告\_纺织服装行业\_假期错峰致服装消费四月负增长，短期关注高景气细分子行业\_201905

【银河纺服】行业动态报告\_纺织服装行业\_三月消费数据转好，关注行业弱复苏趋势\_201904

全球布局产能的纺织服装龙头企业受贸易摩擦影响相对较小、抗风险能力更强。众多东南亚国家如越南、柬埔寨等地税收优惠、贸易环境良好，在这些国家优化产能布局能够减少对美贸易依赖，推动业绩长期向上。

### (三) 因终端需求疲软，服装家纺板块业绩分化严重

服装家纺子板块 19Q2 收入/净利润/扣非净利润分别为 402.49/19.92/13.82 亿元，同比增速-5.62%/-42.49%/-48.11%。19Q2 子板块平均毛利率 43.31%，与 18Q2 (-0.75%) 基本持平。整体社会消费品零售总额累计同比增速持续下行，备货秋冬季产品单价较高，行业库存压力普遍较大，叠加多家企业在二季度加大线上促销力度，服装家纺板块业绩分化较为严重。

### (四) 重点关注公司二季度增速有所提升,预计全年仍保持增长趋势

盈利能力方面，分季度来看，重点关注公司 19 年 Q1-Q2 收入同比增速 8.81%/8.75%，增速逐季下滑，预计下半年环比数据将有所回升，全年整体保持高个位数增长态势；扣非归母净利润同比增速-4.18%/-0.33%，普遍低于收入增速，受产品调整、上半年终端销售环境疲软的影响，上半年重点关注公司普遍盈利能力较弱，但基本高于行业平均水平；上半年毛利率基本保持稳定，在整体零售疲弱的情况下，公司仍能保持较为稳定的毛利率水平，体现公司具有较强的品牌盈利空间。

营运能力方面，分季度来看，重点关注公司 19 年前二季度平均应收账款周转次数分别为 3.35/6.35 次，逐季增加，说明即使在终端消费不景气的背景下，企业的收账速度保持增长，企业的营运管理能力逐步增长；平均存货周转次数分别为 0.53/1.05 次，存货周转次数仍有所提高，说明公司重视解决服装行业内生性的存货问题，通过改善库龄结构、增加产品设计以增加适销度、增强终端零售数据反馈及分析能力等，不断提高公司的存货管理，降低营运成本，从而增强公司的盈利能力。

表 1: 重点关注公司 19Q1-2 重要财务数据

板块名称	公司名称	收入 YOY (%)	归母净利润 YOY (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费 率 (%)	管理费 率 (%)	财务费 率 (%)	应收账款 周转 次数	存货周 转次数	经营性现 金流量净 额 (亿元)
纺织服装		8.49	-0.68	43.93	11.21	20.94	9.39	0.77	6.35	1.05	0.74
纺织制造		-2.15	0.59	21.17	10.50	2.39	7.13	1.24	7.56	1.42	1.59
上游纱线	百隆东方	-2.66	-31.14	18.02	7.84	2.12	7.88	2.87	6.46	0.48	-5.10
	华孚时尚	8.22	-36.36	9.87	4.97	1.61	3.78	1.83	9.43	1.22	5.32
	联发股份	-13.16	24.59	19.31	8.87	3.99	5.37	0.73	4.39	2.11	2.60
中游面料	鲁泰 A	-2.89	9.03	30.59	13.21	2.44	11.09	1.65	8.43	1.00	1.20
下游成衣	健盛集团	9.31	30.12	28.72	17.35	2.80	9.70	0.30	2.94	1.37	1.20
印染	航民股份	-11.75	7.32	20.50	10.74	1.36	4.97	0.07	13.69	2.34	4.34
服装家纺		11.40	-1.02	50.14	11.40	26.00	10.01	0.64	6.02	0.95	0.50
中高端服饰	比音勒芬	25.15	42.01	67.46	20.57	30.74	12.31	-0.27	7.45	0.45	0.91
	朗姿股份	7.72	-20.18	58.64	7.90	37.64	14.07	4.75	3.77	0.63	1.10
	安正时尚	49.49	18.34	54.99	18.27	23.90	10.15	-0.22	8.44	0.62	0.30
	歌力思	17.09	17.90	67.03	17.87	30.27	13.56	-0.08	3.52	0.79	2.31
	地素时尚	14.42	1.09	76.04	30.54	31.84	8.49	-2.93	18.43	0.99	3.20
	日播时尚	1.39	-190.78	60.11	-4.21	41.35	17.58	0.74	6.97	0.61	-0.15
	锦泓集团	-6.53	-78.58	68.86	2.82	46.99	9.82	8.86	2.82	0.46	1.75

	七匹狼	6.55	-8.42	41.00	7.82	21.78	9.72	-1.26	4.19	1.04	-1.74
	九牧王	7.33	23.69	56.88	23.76	28.71	8.41	0.46	8.02	0.77	0.07
休闲服饰	森马服饰	48.57	8.20	44.84	8.67	23.89	6.74	-0.79	4.70	1.05	-4.18
	太平鸟	-1.54	-33.06	57.06	4.10	42.92	8.64	0.31	6.63	0.76	-2.95
	海澜之家	7.07	2.87	41.67	19.70	9.27	5.64	-0.07	14.73	0.68	4.99
童装	安奈儿	15.22	1.62	54.70	8.60	38.77	7.01	-0.91	8.44	0.72	0.06
	起步股份	17.00	-2.42	35.82	14.82	9.37	7.59	1.75	1.31	2.51	-0.18
家纺	罗莱生活	-0.43	-5.05	44.21	9.75	21.96	10.02	-0.60	4.48	0.92	2.68
	富安娜	-3.58	-16.22	50.30	14.02	29.68	7.19	0.14	4.60	0.70	4.87
	梦洁股份	14.19	-9.58	39.97	7.18	25.19	3.86	1.64	2.80	0.89	0.24
	水星家纺	9.93	12.48	37.59	10.55	20.21	7.16	-0.35	8.02	0.97	-1.15
户外运动	三夫户外	-10.20	-36.17	49.07	1.50	26.61	16.44	0.83	5.38	0.52	-0.19
	中潜股份	12.36	-25.65	31.41	5.12	3.29	16.62	4.19	2.49	1.25	0.28
	探路者	-21.16	239.36	37.19	11.87	18.73	12.17	-2.38	1.24	1.47	-0.85
新模式	开润股份	40.71	36.03	28.13	9.65	8.97	7.01	0.26	4.11	2.04	-0.26

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

### 3. 投资建议

#### 1) 高景气赛道, 存在一定行业红利

中国各子领域规模处于持续增长过程, 但增速有所趋缓, 未来童装、运动服装行业处于高景气赛道。国内童装仍处于成长期, 叠加二胎政策刺激, 童装行业缺乏真正意义上的绝对龙头, 导致行业整体增长较快; 受益于国内可支配收入的不断增加, 对运动休闲的需求不断增加, 运动服装企业自 2014 年起, 处于高速增长赛道。

**童装:** 森马服饰 (002536.SZ), 线上增长、Kidiliz 并表致营收高增, 整合过程拖累净利表现。我们预计 2019-2021 年收入为 191.02/217.21/241.16 亿元, 同比增速 21.25%/13.71%/11.03%, 归母净利为 18.44/20.97/24.41 亿元, 同比增速 10.44%/13.74%/16.39%, EPS 为 0.683/0.777/0.904 元, 对应 PE 为 17.80/15.65/13.44 倍。森马属消费-服装板块内休闲+童装龙头, 估值 PE (TTM) 18.99 倍 (2019/8/27) 较低, 是 MSCI 大盘成分股, 是服装家纺板块内北上资金/公募基金持股市值最高的个股, 建议持续关注森马的业绩持续增长和龙头溢价价值, 我们给予“推荐”评级。

**运动服饰:** 比音勒芬 (002832.SZ), 毛利净利水平改善、维持内生高增长。公司作为高尔夫子行业的龙头企业, 属 A 股上市公司中较为稀缺的运动休闲标的, 将受益于消费升级、运动行业高景气度、行业高速增长的红利等红利。我们认为公司业绩将维持高增长趋势, 预计 2019-2021 年收入增速分别为 25.19%/21.59%/19.90%, 归母净利增速分别为 30.52%/25.30%/18.50%, EPS 分别为 1.228/1.539/1.823 元, 对应 PE 为 20.72/16.53/13.95 倍。我们继续维持“推荐”评级。

#### 2) 行业增速放缓、细分行业龙头壁垒增强、竞争优势提升

**大众休闲:** 海澜之家 (600398.SH), 鉴于公司已被纳入 MSCI 大盘成分股, 总市值、流动性处于行业前列, 14 年借壳上市至今累计分红超过 90 亿元, 稳健经营背景下, 兼顾品类、

品牌成长可能性，同时外资配置享受一定估值溢价。

**新模式：**开润股份（300577.SZ），考虑到公司是纺织制造板块内品牌销售能力较强，在 A 股市场上品类较为稀缺，同事公司目前仍处于高速增长阶段，品牌、品类拓展、渠道、供应链管理已逐步优化，B 端、C 端业务协同效应逐渐增强盈利能力。

## 4. 风险提示

终端销售不及预期、汇率大幅波动、原材料价格大幅波动等风险。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，行业分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn