

纺织服装及日化

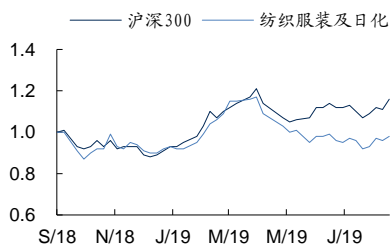
19 年半年报总结暨 9 月投资策略

中性

(维持评级)

2019 年 09 月 16 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《海外化妆品企业运营观察: 品牌焕新是基石, 产品升级是核心, 渠道切换是催化》——2019-08-21
- 《纺织服装行业 8 月投资策略: 汇率贬值关注制造龙头, 布局中报具备业绩支撑标的》——2019-08-07
- 《纺织服装行业 7 月投资策略: 关注中报基本面, 精选优质赛道龙头》——2019-07-16
- 《纺织服装及日化 2019 年投资策略: 优选赛道, 精选龙头》——2019-06-27
- 《纺织服装行业 6 月投资策略: 关注优质细分赛道, 精选低估值品牌龙头》——2019-06-10

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141  
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809  
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

联系人: 冯思捷

电话: 15219481534  
E-MAIL: fengsijie@guosen.com

联系人: 彭若恒

电话: 18818779167  
E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

分化延续龙头率先复苏, 继续关注优质赛道

● 19H 纺服日化整体景气度欠佳, 个别板块及重点公司表现亮眼

纺服日化板块 19 年 H1 营收同增 8.12%, 业绩微增 2.83%, 较去年同期明显放缓。从各板块收入增长来看, 体育鞋服 (32.43%) > 中高端服饰 (13.26%) > 日化 (8.58%) > 大众休闲 (6.21%) > 男装 (4.96%) > 家纺 (3.77%) > 新模式 (-1.26%) > 纺织制造 (-1.87%) > 鞋类 (-2.85%)。具体来看, 体育鞋服及日化板块在行业景气度高企下表现突出, 而中高端服饰在 Q2 基本面复苏和部分公司外延推动下表现也较为突出。同时我们所选取的细分行业龙头公司上半年营收/业绩增速分别达 20.48/17.99%, 大幅高于行业整体水平, 体现行业分化背景下强者恒强态势。

● Q2 行业整体仍在筑底, 各子板块及内部公司分化加剧

纺服日化板块 A 股 Q2 营收/业绩同降 1.21/19.22%, 在相对高基数及经济下行压力持续下表现仍较为弱势。其中, 收入端中高端 (15.22%) > 家纺 (8.42%) > 日化 (8.30%) > 男装 (5.10%) > 大众休闲 (3.87%) > 鞋类 (-1.36%) > 纺织制造 (-8.10%) > 新模式 (-11.73%), 整体延续 Q1 的态势, 但行业内分化趋势进一步加剧, 部分细分行业内的龙头公司已出现明显的复苏趋势。

● 营运效率仍有所承压, 现金流水平相对稳健

从存货周转情况方面, 总体来看上半年绝大多数板块周转天数有所升高, 其中 Q2 升高较明显的板块为纺织制造/新模式/体育鞋服/新模式, 分别升高 33/28/21/14 天, 家纺板块则下降 11 天; 应收方面分化更为明显, Q2 上升相对明显的板块为新模式/体育鞋服, 分别为 12/7 天, 下降相对明显的板块为中高端服饰/男装, 分别为 6/5 天; 行业现金流情况相对稳健, Q2 经营净现金流/应收大幅提升的板块有新模式/家纺/男装, 大众服饰则在部分公司影响下有大幅度下降。

● 投资建议: 龙头优势持续验证, 优选赛道把握复苏

展望下半年, 随着近期央行释放降息信号以及政府持续出台促销费的积极政策, 预计对整体消费行业的刺激作用将逐步显现, 且下半年为去年同期行业基本面低点, 预计行业整体景气度有望实现进一步复苏, 其中优质细分行业中的龙头公司则凭借在渠道、产品、品牌等方面的优势积累, 复苏趋势强化下有望展现出更显著的业绩弹性。对此我们继续建议: 一是, 积极布局处在行业增长空间广阔、集中度较高或提高趋势明显的优质赛道龙头公司, 重点推荐珀莱雅、比音勒芬; 二是, 基本面在近期有较为明显积极变化的品牌龙头, 股价前期调整相对充分, 有望在逐步复苏中实现估值修复, 重点推荐歌力思、森马服饰。

● 风险因素:

宏观经济不确定因素延续, 居民购买力水平增长放缓, 刺激消费政策不及预期

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
603605	珀莱雅	买入	81.95	16,495	1.97	2.65	41.6	30.9
603808	歌力思	买入	16.47	5,477	1.29	1.52	12.8	10.8
002563	森马服饰	买入	11.36	30,655	0.71	0.84	16.0	13.5
002832	比音勒芬	买入	24.44	7,534	1.33	1.68	18.4	14.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 行业概述：消费环境仍有所承压，行业表现平稳

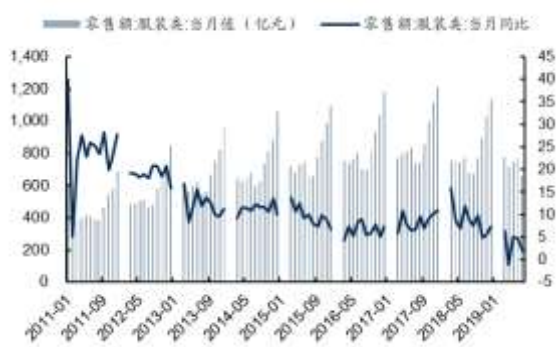
根据国家统计局，2019年1-7月限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额同比增长3.0%至7499亿元，增速较上年较大幅度放缓6.2pct.，化妆品上半年零售额同比增长12.7%至1666亿元，增速较上年放缓0.5pct.，而社零总额同比增长8.3%，增速较上年放缓1.0pct.。具体来看，在19年以来零售环境相对不佳，纺服行业增速波动放大且呈现较明显的逐月放缓趋势，个别月份出现下滑，预计主要与去年上半年增长基数较高以及宏观经济运行的不确定性增加有关，下半年随高基数影响的消退、降息等稳定经济增长政策出台以及消费者对风险因素的消化接受，有望出现一定改善。

图 1：纺织服装零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 2：服装类零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

上半年实物商品网上零售额同比增长20.9%至4.42万亿元，增速较上年放缓8.2pct.，渗透率达19.4%。相比之下增速依然处于相对较高水平，但线上红利随渗透率不断提高已呈现明显减弱状态，同时品牌化特点越发突出，因此对企业的线上运营能力和投入要求不断提高，并有持续有利于各类消费品龙头品牌。

图 3：化妆品零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 4：实物商品网上零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

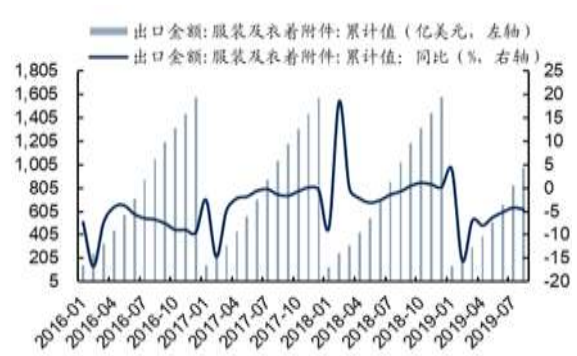
从外贸情况来看，根据海关总署数据，1-8月纺织品累计出口金额794亿美元，同比仅增0.85%，服装及衣着附件累计金额980亿美元，同比下滑4.50%。整体而言在中美贸易纠纷仍具不确定性及全球经济增速放缓等重要宏观因素的相互作用下，今年以来外部需求相对不振，且国内下游需求端也相对平平，因而对上游纺织制造业整体产生一定的影响，但对于龙头而言，通过前期的海外产能布局以及规模化生产下成本优势的体现，预计将一定程度上受益于集中度提升趋势。

图 5: 近年纺织品出口月出口累计额情况



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 6: 近年服装及衣着附件月出口累计额情况

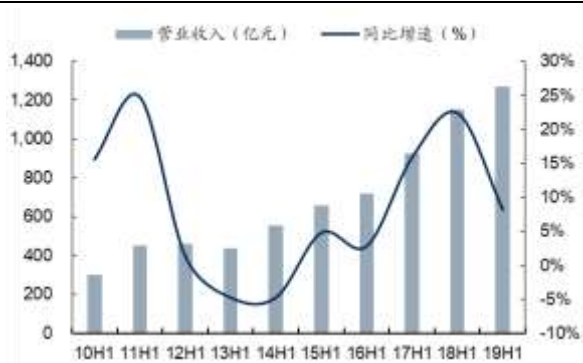


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**19 年半年报总结: 内外环境不佳背景下, 整体营收业绩较大幅度放缓**

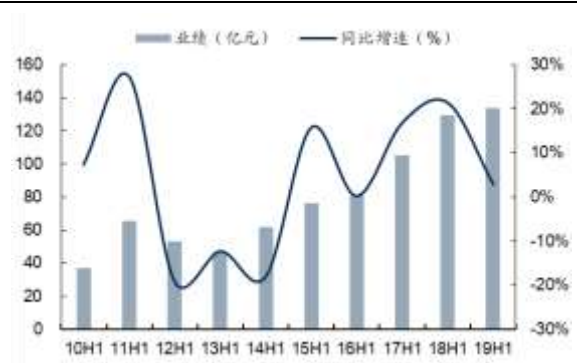
我们总结了 47 家主营业务相对稳定, 具备行业代表性的纺服日化上市公司 (包括 4 家港股上市体育鞋服公司) 19 年 H1 的财报情况。整体来看, 考虑追溯调整影响后, 上半年板块实现营收 1268.18 亿元, 同增 8.12%, 较去年超 20% 的增速放缓 14.24pct; 实现业绩 133.53 亿元, 微增 2.83%, 扣非后增长 5.18%, 较去年同期分别放缓 18.48pct. 及 16.73pct.。

图 7: 上半年纺服日化板块营收增速放缓 14.24pct.



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 上半年纺服日化板块营收增速放缓 18.48pct.



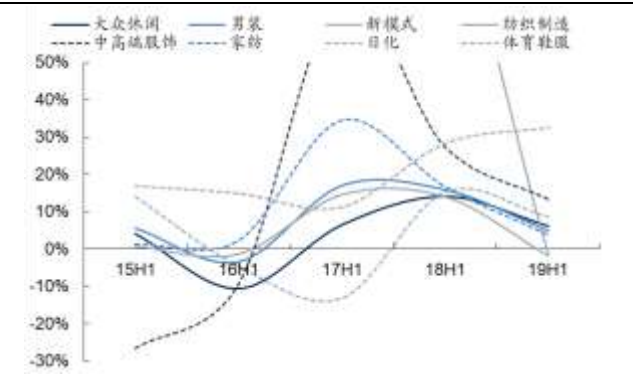
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从各子版块情况来看, 19 年 H1 纺服日化各子行业板块在景气度整体不佳的情况下呈现分化, 从收入增速方面, 19 年 H1, 体育鞋服 (32.43%) > 中高端服饰 (13.26%) > 日化 (8.58%) > 大众休闲 (6.21%) > 男装 (4.96%) > 家纺 (3.77%) > 新模式 (-1.26%) > 纺织制造 (-1.87%) > 鞋类 (-2.85%)。从业绩增速来看, 体育鞋服 (40.52%) > 男装 (28.19%) > 日化 (16.27%) > 新模式 (8.81%) > 中高端服饰 (-3.40%) > 家纺 (-5.68%) > 纺织制造 (-9.08%) > 鞋类 (-25.79%) > 大众休闲 (-27.22%)。具体分析来看:

首先, 体育鞋服相对其他服装类子行业景气度持续, 且竞争格局处于不断优化过程中, 而国产龙头公司在多年发展之下已相对成熟, 核心经营能力不断强化, 因此该子版块无论收入或业绩都保持高速增长略有加速的良好态势。其次, 中高端服饰板块在 Q2 消费回暖情况下收入端表现相对突出, 业绩在扣非后也呈现增长态势; 此外, 日化板块行业整体景气度较高, 国产品牌经过多年对低线市场客群产品需求的把握, 并借力电商等新兴渠道实现了快速的发展; 大众休闲、家纺等板块内部呈现较大分化, 但整体仍有较为稳健向上的增长表现; 此外, 男装板块虽业绩增速较高但主要受非经常损益因素影响。

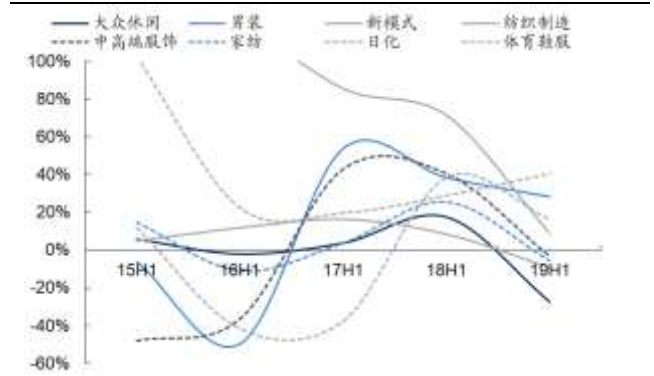


图 9: 纺服日化各子板块半年收入增速情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 纺服日化各子板块半年业绩增速情况 (%)

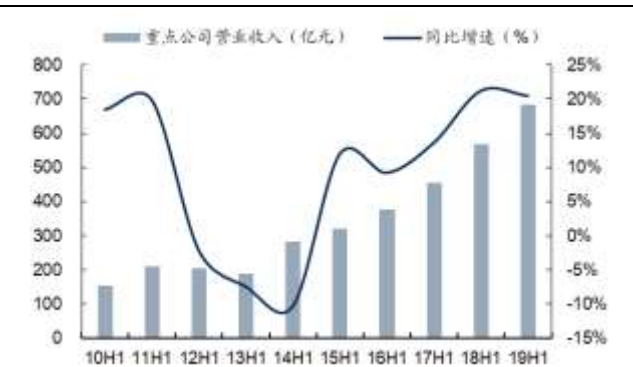


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**重点公司情况: 增长韧性十足, 显著强于整体表现, 龙头优势突出**

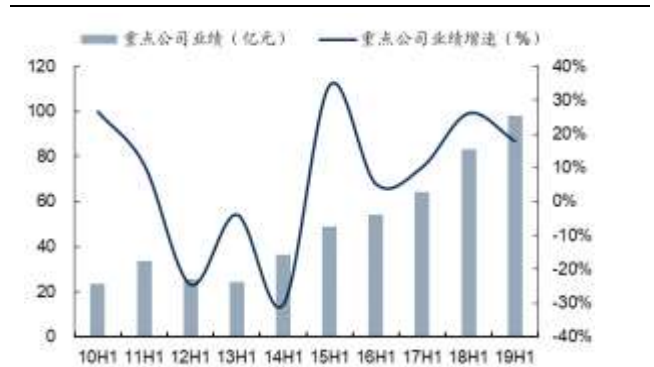
从我们关注的 21 家重点公司的情况来看, 上半年营业收入 682.97 亿元, 同比增长达 20.48%, 业绩 98.14 亿元, 同比增长 17.99%, 扣非后 16.23%, 大幅高于行业整体水平, 体现出这些公司作为细分领域龙头的较强优势, 尤其是部分处于优质赛道的龙头公司, 例如在体育、大众化妆品、童装等领域, 其细分行业龙头受益于行业空间大、增长稳健增速较高、集中度持续提高等红利优势, 始终保持靓丽收入及业绩增长情况。

图 11: 纺服日化重点公司营收增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 纺服日化重点公司业绩增速情况

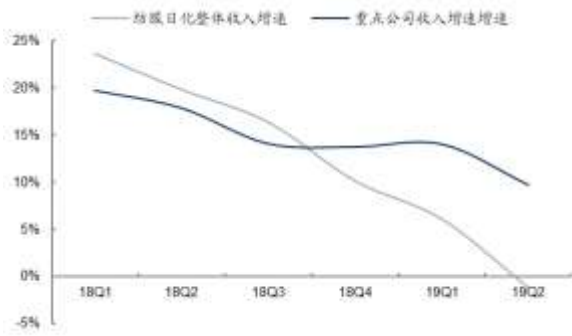


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**分季度情况: Q2 整体延续弱势, 各板块及板块内公司分化加剧**

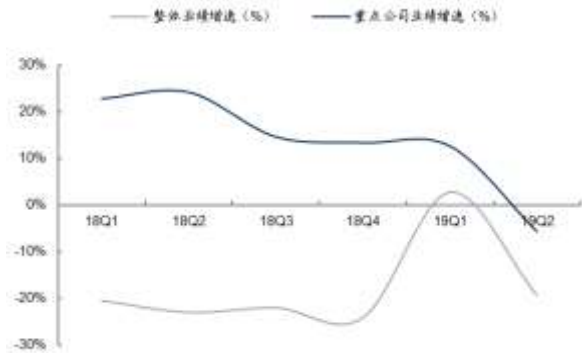
从 Q2 单季度来看, 纺服日化板块整体 (不含港股) 营收/增速分别为 -1.21/-19.22%, 环比表现相对不及 Q1, 经济基本面下行压力仍在, 而去年行业基数又相对较高, 同时, 各行业内公司表现分化加剧, 龙头表现相对显著优于行业平均水平, 且呈现出了一定复苏迹象, 预计逐季调整趋势中各子行业马太效应将更加凸显。

图 13: 纺服日化行业整体&重点公司季度营收增速 (无港股)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

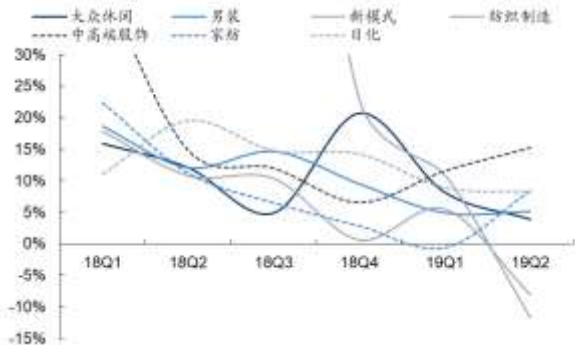
图 14: 纺服日化行业整体&重点公司季度业绩增速 (无港股)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

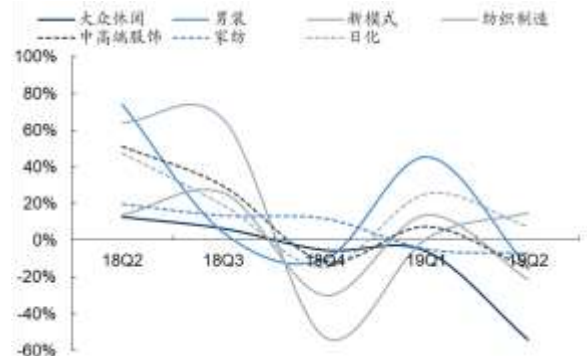
分板块来看,从营收增速来看,2019年Q2中高端(15.22%)>家纺(8.42%)>日化(8.30%)>男装(5.10%)>大众休闲(3.87%)>鞋类(-1.36%)>纺织制造(-8.10%)>新模式(-11.73%);从业绩增速来看,新模式(14.97%)>日化(7.41%)>家纺(-7.00%)>鞋类(-14.37%)>男装(-14.64%)>中高端(-15.56%)>纺织制造(-21.49%)>大众(-54.04%)。各板块营收及业绩表现分化加剧,其中高端服饰在收入端相对表现较为突出,在Q2行业基本面有所回暖以及部分企业并购影响下表现相对较好,扣非业绩(+16.42%)也呈现较大幅度提速;此外新模式板块在重点公司的带动下,业绩增长于Q2加速复苏提升至两位数;日化板块业绩在行业高景气度支撑下表现较为优异,而大众休闲服饰则在美邦及拉夏贝尔大幅亏损拖累下滑明显。

图 15: 各子板块季度营收增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 各子板块业绩季度业绩增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 重点板块表现：基本面分化之下，龙头优势更显

### 日化板块：19H1 板块营收表现稳健，重点公司表现优异

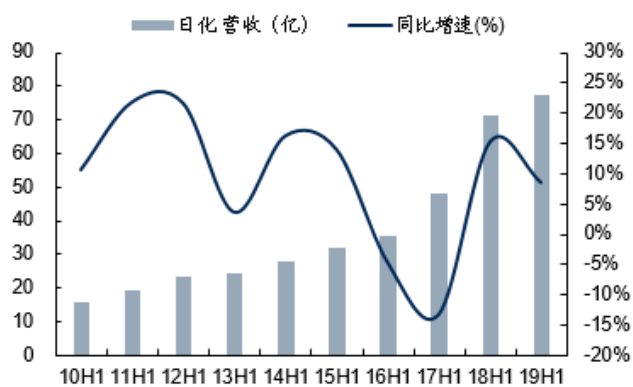
日化板块我们选取的上市公司主要包括珀莱雅、上海家化、丸美、御家汇、名臣健康和拉芳家化。

营收业绩：营收业绩增速较 18 年 H1 放缓，重点公司 19Q2 表现较为优异

1) 半年度分析：营收业绩增速较 18H1 年有所放缓，扣非净利润同增 0.36%

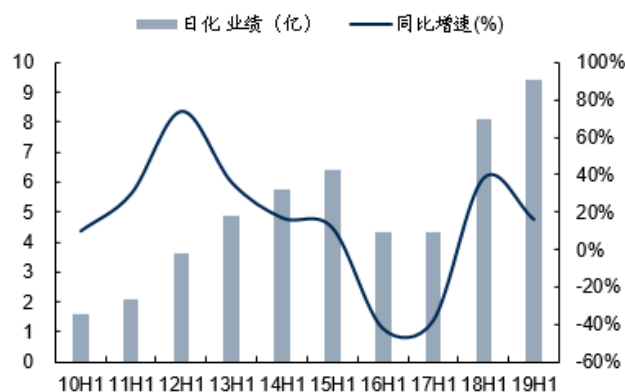
2019 年上半年板块实现营收 77.28 亿元，同比增长 8.58%，板块实现归属母公司股东的净利润 9.40 亿元，同比增长 16.27%，扣非净利润同比增长 0.36%。营收业绩增速均较去年同期有所放缓。

图 17：2019 年 H1 日化板块收入增长 8.58%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

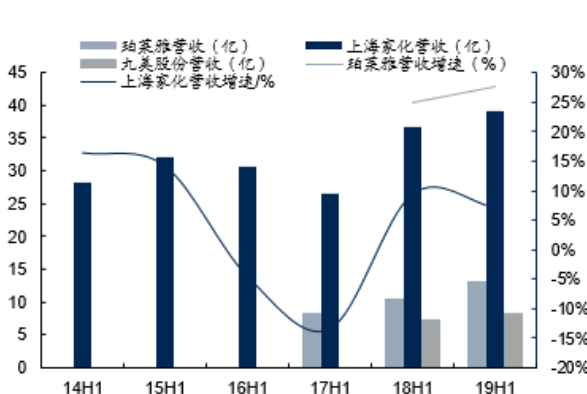
图 18：2019 年 H1 日化板块业绩增长 16.27%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

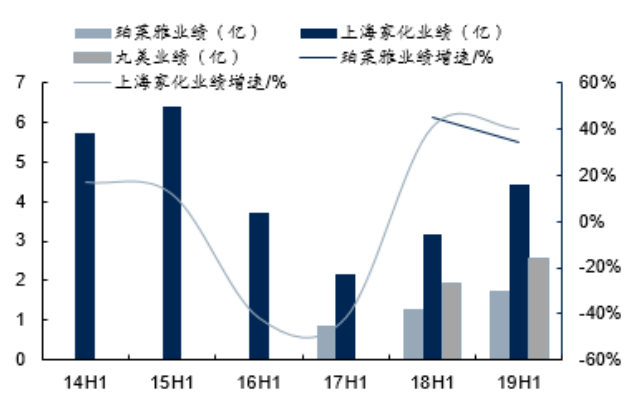
从板块内的公司来看，珀莱雅营收表现最为优异，同比增长 27.48%，丸美股份和上海家化表现稳健，营收分别同比增长 11.85% 和 7.02%；从业绩来看，珀莱雅在盈利能力提升背景下，取得了高于营收增速的业绩增速，上海家化和丸美在非经常损益的推动下，业绩取得较高速增长。

图 19：重点公司营收增速/%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：考虑了追溯调整的影响。

图 20：重点公司业绩增速/%



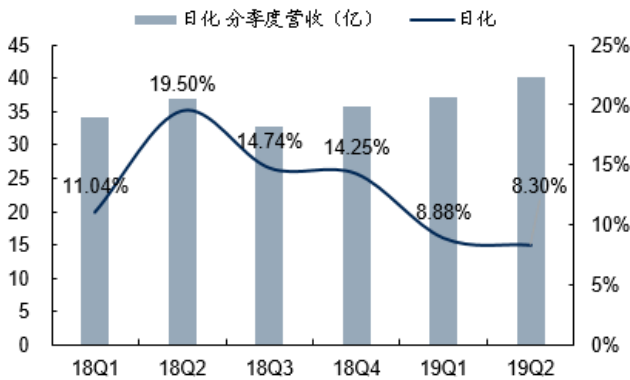
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

### 2) 季度分析：Q2 营收业绩增速较 Q1 有所放缓，重点公司表现优异

从季度分析来看，2019 年 Q2 营收同比增长 8.30%；从业绩来看，19 年 Q2 板块整体业绩增速较 Q1 明显下降，其中具体公司分化较为明显，重点公司表现较为优异，而板块中的名臣健康、拉芳家化以及御家汇业绩增速均有所下降，

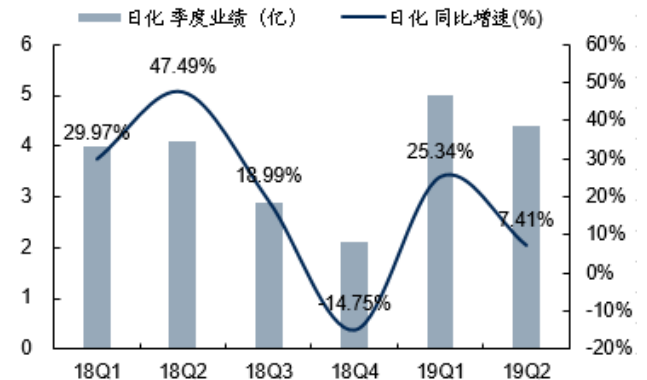
表现相对不佳。

图 21: 日化板块季度营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

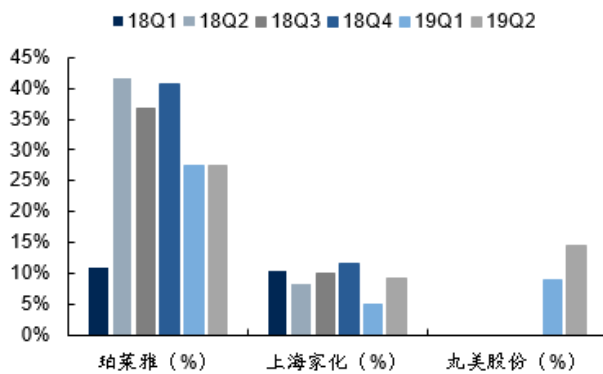
图 22: 日化板块季度业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

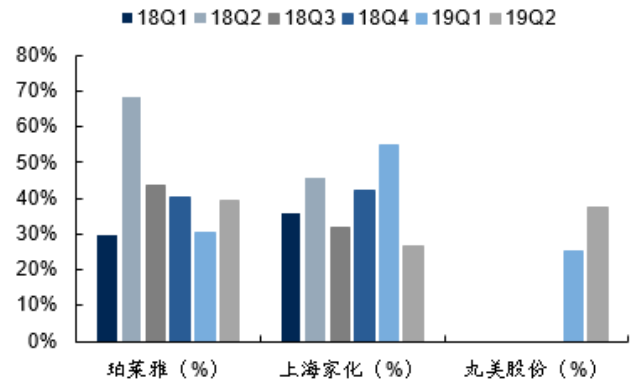
从板块内重点公司的情况来看, 定位大众护肤市场的珀莱雅 Q2 单季度营收增速与 Q1 基本持平, 业绩增速则在 Q2 明显加速; 上海家化 Q2 营收增速较 Q1 有所提升, 其中佰草集改善较为明显; 丸美 Q2 同样表现较为优异, 营收业绩增速均较 Q1 有所提升, 其中也存在非经影响。

图 23: 2018 年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2018 年以来各季度重点公司业绩增速 (%)



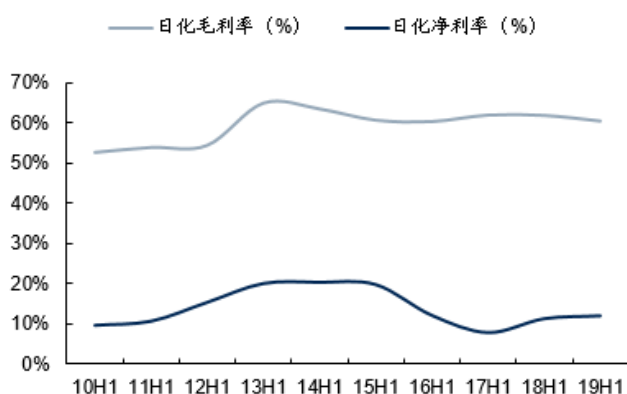
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**盈利能力: 18 年毛利率有所下行同时控费能力增强**

**1) 半年度分析: 毛利率下降同时期间费用率有所下降**

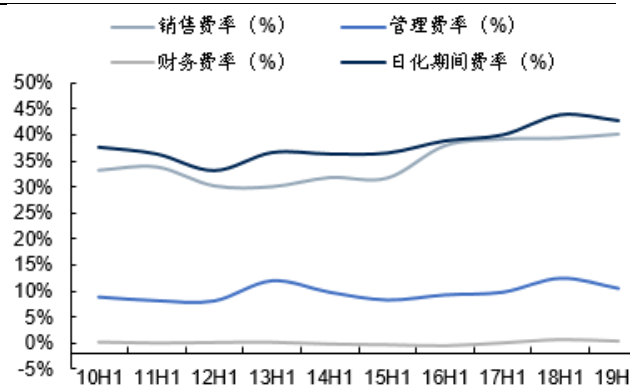
从日化板块的盈利能力来看, 板块毛利率下降同时期间费用率有所下降。2019 年 H1, 板块整体毛利率为 60.48% (整体法), 较去年同期下降 1.42pct; 期间费用率为 42.85% (整体法), 较去年同期下降 1.12pct。

图 25: 2019 年 H1 日化板块毛利率同比下降 1.42pct



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 2019 年 H1 日化板块期间费用率同比下降 1.12pct

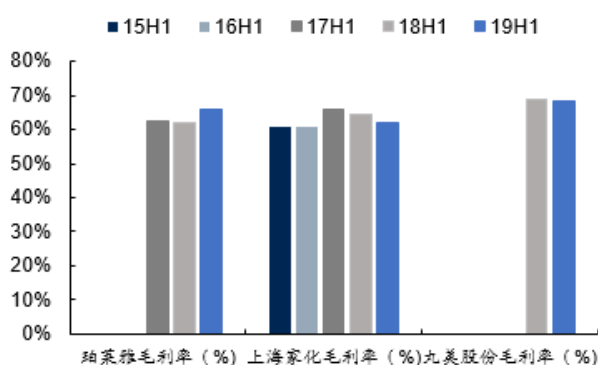


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点公司的毛利率变化来看, 19 年 H1 年珀莱雅的毛利提升 3.59pct, 预计毛利率的提升与电商直营占比提升以及高毛利率的精华类产品占比提升所致。上海家化的毛利率下降 2.66pct, 主要系新工厂运营以及销售结构变化所致; 丸美毛利率同比下降 0.36pct, 预计与公司加大促销力度所致。

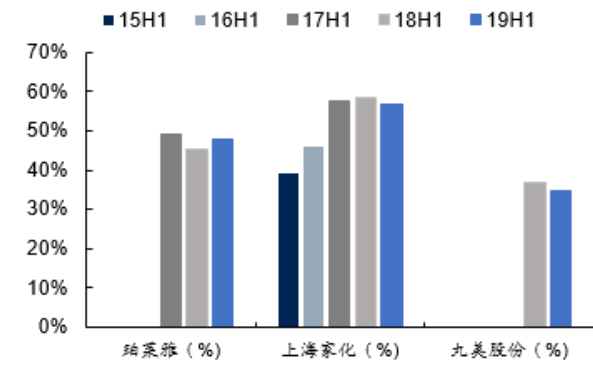
从重点公司的期间费用率来看, 除珀莱雅的期间费用率有所上升外, 上海家化和丸美的期间费用率分别同比下降 1.56pct 和 2.32pct, 显示公司在控费方面有一定效果。

图 27: 重点公司 2013-2018 年毛利率变化/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 重点公司 2013-2018 年期间费用率变化/%



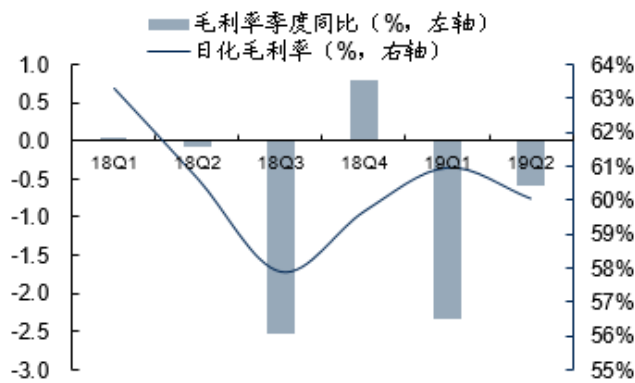
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 2) 季度分析: Q2 毛利率继续下降

从季度的情况来看, 板块毛利率 19 年 Q2 有所下降, 板块整体的期间费用率也略有所下降。

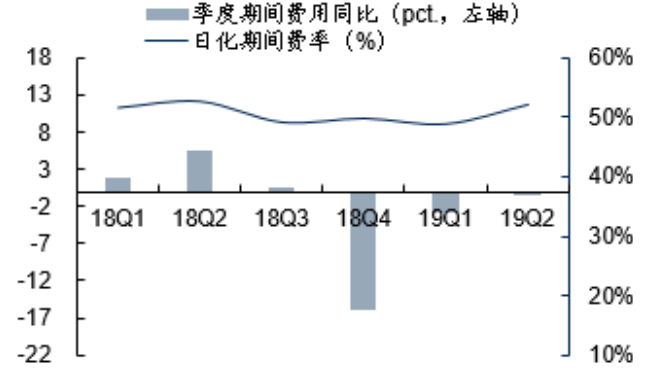


图 29: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 30: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%

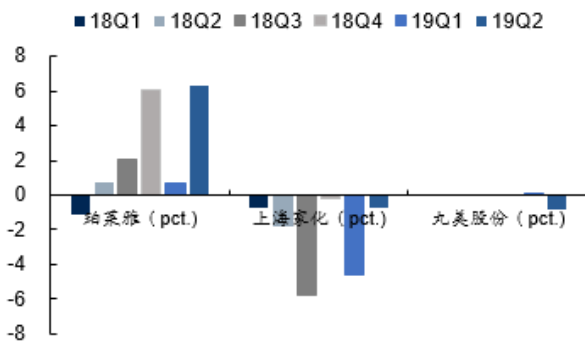


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点公司的毛利率来看，2019 年 Q2 珀莱雅毛利率提升较多，主要是由于毛利率较高的电商占比的提升以及推出的毛利率较高的精华产品，上海家化和丸美的毛利率同比均有所下降，但上海家化的毛利率同比降幅已经较 Q1 有所收窄。

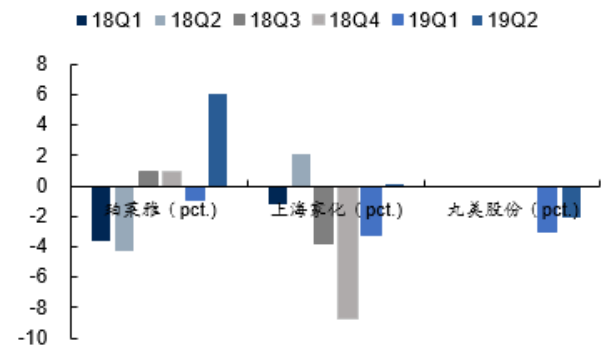
从重点公司的期间费用率来看，2019 年 Q2 珀莱雅的期间费用率提升较多，与毛利率趋势一致化，上海家化期间费用率略有提升，主因新品上市广宣费用提升所致，而丸美的期间费用率有所下降。

图 31: 各季度重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 各季度重点公司期间费用率同比 (pct)

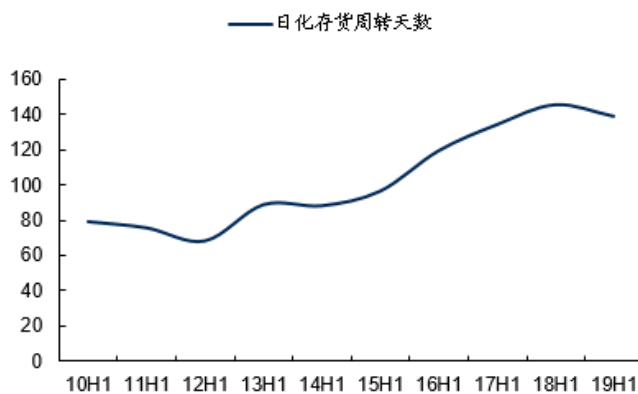


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**营运能力: 周转保持健康水平**

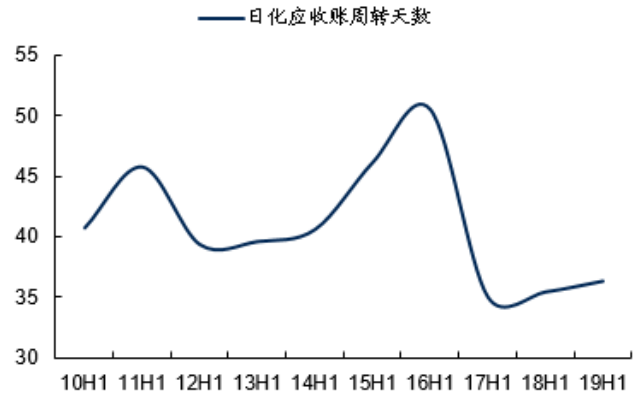
从营运情况年度分析来看，2019 年 H1 板块存货周转天数同比下降 6.53 天，同时板块应收账款周转天数同比提升 0.89 天，保持较为稳健的态势。

图 33: 2019 年 H1 板块存货周转天数同比下降 6.53 天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

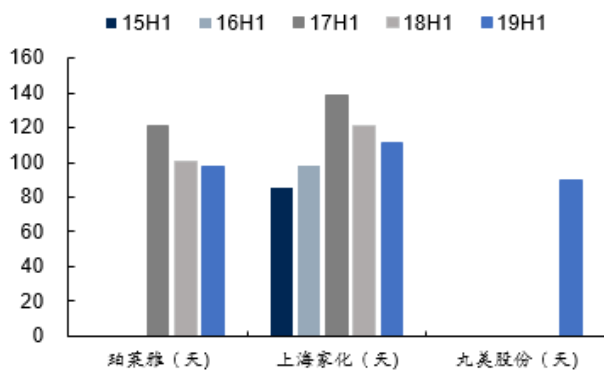
图 34: 2019 年 H1 板块应收账款周转天数同比上升 0.89 天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

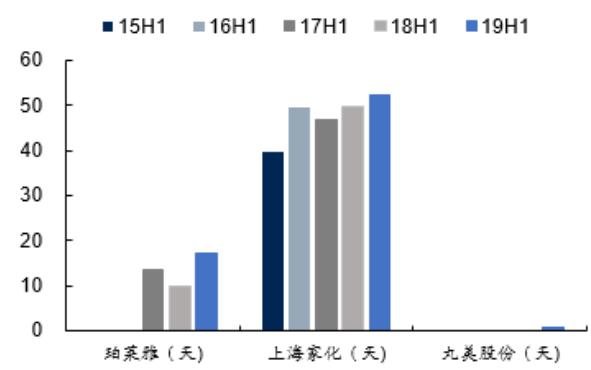
从重点公司来看,珀莱雅和上海家化的存货周转天数分别同比下降 2.79 和 9.66 天,显示库存情况良好。从应收账款周转天数来看,珀莱雅和上海家化的应收账款周转天数分别提升 7.49 和 2.78 天,珀莱雅应收账款周转天数同比提升主要系公司今年 618 在京东、唯品会等代销平台促销力度加大下应收款项有所增加所致,上海家化应收账款增长较多主因电商延迟付款,剔除一次性因素,应收增长约 7%,与营收增速保持一致的增速。

图 35: 板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 板块重点公司应收账款周转天数

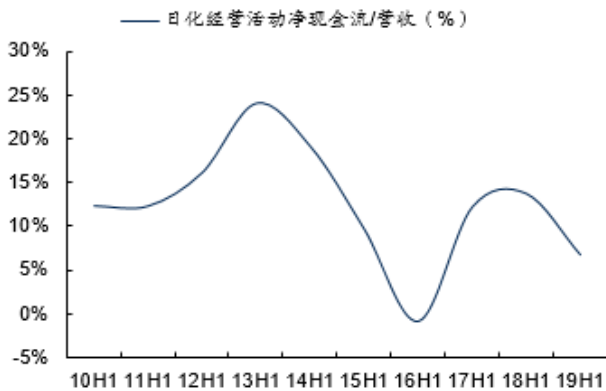


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**现金流情况: 19H1 经营性现金流营收比有所下降, 其中珀莱雅下降较多**

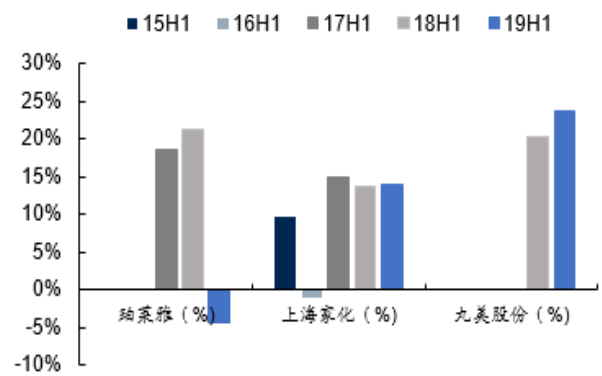
从经营性现金净流量情况来看, 2019 年 H1 板块整体经营性现金净流量营收比同比下降 7.04pct。从重点公司来看, 珀莱雅的经营性现金净流量营收比同比下降 25.73pct, 主要系公司营业缴税季节性调节(支付税费增加 1.2 亿)、支付员工预提绩效以及今年新品推出力度加大下原材料购买支出增加, 从而支付大幅增加所致(购买商品、接受劳务支付的现金增加 1.5 亿); 上海家化的经营性现金净流量营收比保持较为稳定的态势, 九美的经营性现金净流量营收比同比提升 3.47pct, 显示公司与上下游的关系得到进一步优化。

图 37: 板块经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 板块重点公司经营性现金净流量营收比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

日化板块重点公司上半年基本面概览如下:

表 1: 板块重点公司基本面概览

公司	营收/业绩/扣非增速 (%)	毛利/期间费用率同比 (pct.)	存货/应收周转天数周转天数同比	经营净现金流/营收同比 (pct.)	短评
<b>19 年 H1</b>					
珀莱雅	27.48/34.49/39.40	3.59/2.66	-2.79/7.49	-25.73	电商增长强劲, 商超和 CS 增长稳健, 单品牌增长明显放缓; Q2 毛利率大幅提升, 预计与电商直营扎鞍鼻持续提升以及新推出的高毛利率的精华品类的占比提升有关, 期间费用率受广告费用提升以及员工薪酬提升和股权激励摊销费用提升有所提升, 但提升幅度小于毛利率的升幅; 周转保持健康的水平, 经营性现金流下降主要和公司营业缴税季节性调节、支付员工预提绩效以及今年新品推出力度加大下原材料购买支出增加有关。
上海家化	7.02/40.12/9.52	-2.66/-1.56	-9.66/2.78	0.09	Q2 营收增长有所加速, 佰草集跌幅收窄, 六神、美加净和高夫表现一般, 营收有所下降; 启初、玉泽和家安保持较快增长; 毛利率有所下滑, 主要是由于新工厂运营以及销售结构变化所致, 期间费用率在同样有所下滑但幅度小于毛利率; 存货周转表现优异, 应收账款增长较多主因电商延迟付款, 剔除一次性因素, 应收增长约 7%, 与营收增速保持一致的增速; 经营性现金流营收比基本稳定。
丸美股份	11.85/31.57/19.75	-0.36/-2.32	-/-	3.47	Q2 营收业绩提速, 百货增长强劲, 电商和 CS 表现较为稳健; 毛利率略有下降, 费用能力大有提升; 公司现金流水平良好, 经营现金流净额在收入增长以及收到政府补贴增加带动下增长 30.99%, 经营现金流净额/营收同比提升 3.47pct。
<b>其中 Q2 单季度</b>					
珀莱雅	27.39/39.39	6.28/6.02	-	-	-
上海家化	9.08/26.77	-0.71/0.12	-	-	-
丸美股份	14.38/37.67	-0.84/-2.04	-	-	-

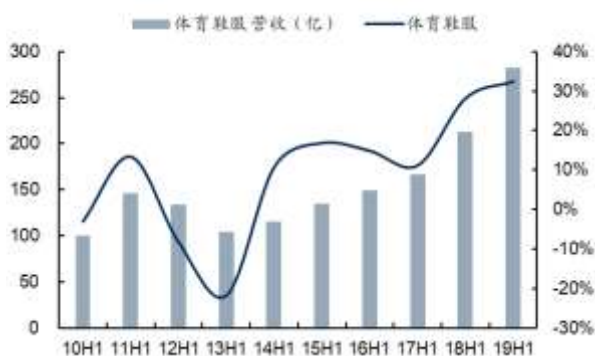
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**体育鞋服板块: 优良赛道景气度良好, 基本面强化增长有所提速**

**营收及业绩: 优良赛道景气度不断提升, 营收业绩均保持高速增长**

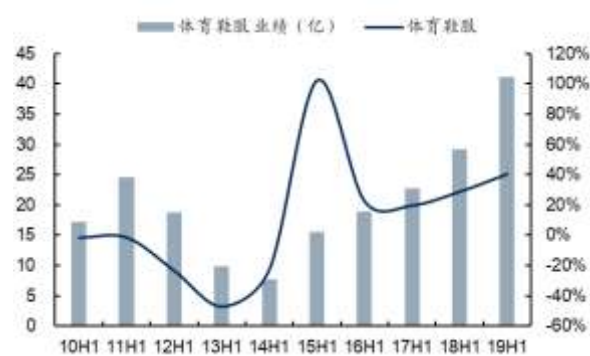
19 年 H1 体育鞋服板块共实现营收 282.25 亿元, 同比增长 32.4%, 增速较去年同期有所提升, 所有公司皆取得营收增长, 其中大部分增速较高超过 20%, 行业高景气度显著。板块实现业绩 41.08 亿元, 同比增长 40.52%, 较去年同期增速较大提升, 大部分公司取得 20% 以上较高增速, 板块扣非业绩增速达 47.29%。

图 39: 体育鞋服板块半年收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 40: 体育鞋服板块业绩及增速

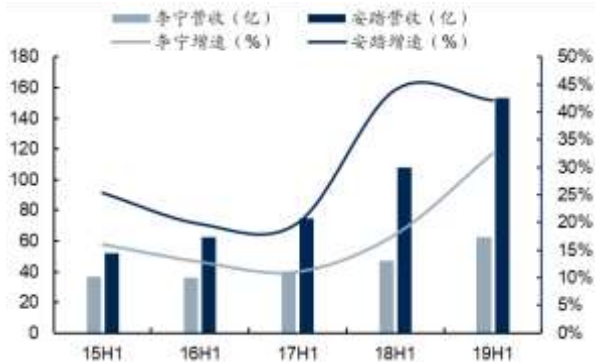


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

具体来看, 李宁上半年营收同比增长 32.63%至 62.61 亿元, 绝大部分主要品类零售流水快速增长, 尤其是运动时尚及篮球品类表现亮眼, 分渠道来看, 线下增长提速, 主要受益良好同店零售额增长推动, 其中经销渠道收入增速超 45%, 保持稳健开店, 同时公司将 126 间直营店划转经销店带来一定初始铺货增益, 直营渠道收入增速在低双位数, 一定程度受划转店铺影响, 线上收入增长近 40% 较往年有所提速; 安踏营收同比增长 42.14%至 153.49 亿元, 其中安踏/FILA/其他品牌分别占比 51%/44%/5%, 同增 18%/80%/36%, 线下零售流水及同店皆保持相对强劲, 开店速度稳定, 线上保持高增速, 尤其是 FILA 品牌。

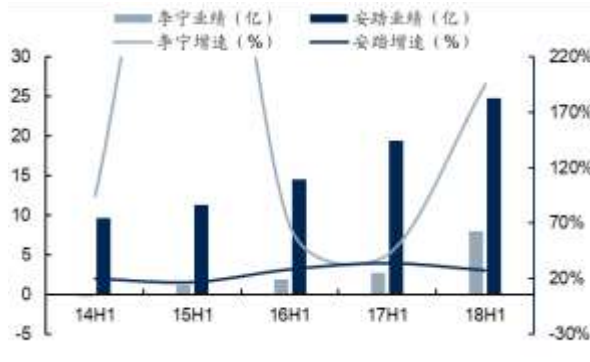
业绩方面, 李宁上半年同增 196.01%至 7.95 亿元, 剔除政府土地回购非经营性相关收益后增速 109.0%, 主要系收入快速增长同时费用率下降、营运能力大幅提升; 安踏同增 27.66%至 24.83 亿元, 其中主要来自于 FILA 品牌业绩贡献。

图 41: 体育鞋服重点公司收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 42: 体育鞋服重点公司业绩及增速



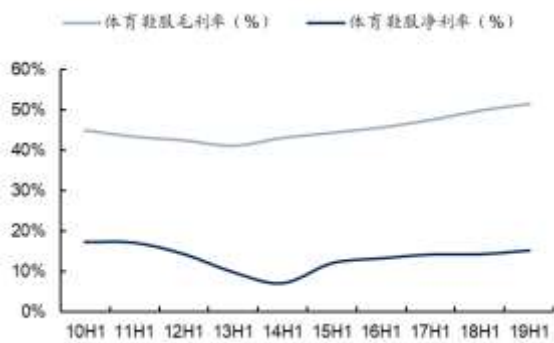
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

**盈利能力: 整体毛利率保持提升之势, 费用率有所下降**

上半年体育鞋服板块毛利率继续提升, 较去年同期上升 1.6pct 至 51.4%, 主要由占比较大的两大重点公司毛利率提升带动; 板块期间费用较去年同期下降 0.6pct 至 32.7%, 其中销售费用率同比上升 0.4pct. 至 26.4%, 主要受占比最大的安踏销售费率上升带动, 其余各公司相对分化, 管理费用率下降 1.2pct. 至 5.3%, 受安踏费率下降及费率相对较低的前两大公司收入占比提升带动, 其余公司皆有所下降, 财务费用率上升 0.2pct 至 1.1%, 主要受前两大公司财务费率上升带动。在此之上, 净利率同比略降 0.9pct. 至 15.2%。

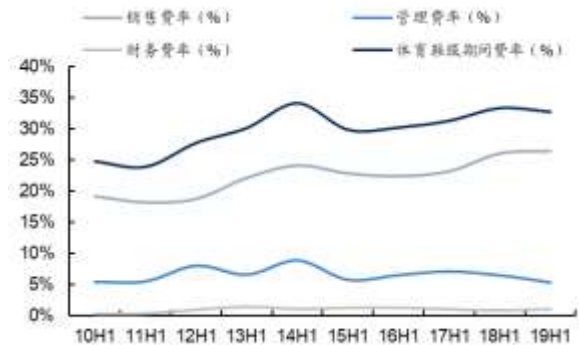


图 43: 体育鞋服板块半年盈利指标情况。



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

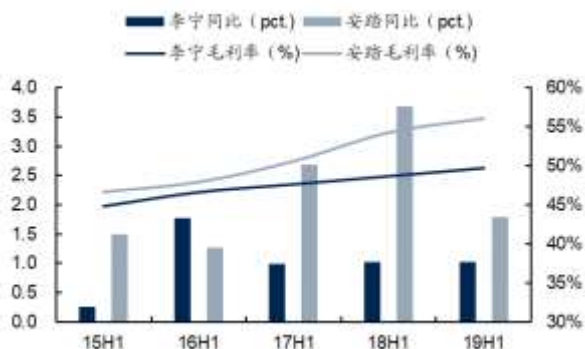
图 44: 体育鞋服板块半年费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

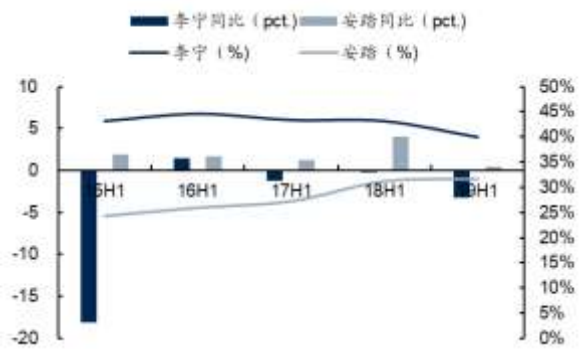
重点公司方面, 李宁上半年毛利率同比提升 1.0pct. 至 49.7%, 主要系销售新品率提升的同时新旧品销售实际折扣率有所下降, 期间费用率下降 3.3pct 至 39.9%, 其中销售费率下降 4.5pct 幅度较大, 主要系推广营销方面投入效率提高, 同时直营销终端运营效率提升, 管理费用率升高 0.6pct, 主要系在运营、渠道、设计、新业务等方面的人才引入投入增加, 此外经营状况持续向好情况下员工福利增加; 安踏毛利率同比上升 1.8pct 至 56.1%, 主要系毛利率较高的 fila 品牌占比提升较快, 而两大主要品牌毛利率皆略有下降, 期间费用率同比上升 0.5pct, 销售费用率同比上升+1.6pct., 预计与增加 fila 品牌的销售投入有关, 管理费率下降 1.8pct, 在收入增加情况下费用控制得当, 财务费用率同比增长 0.7pct, 与收购相关贷款支出有关。

图 45: 体育鞋服重点公司毛利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 46: 重点公司期间费用率情况

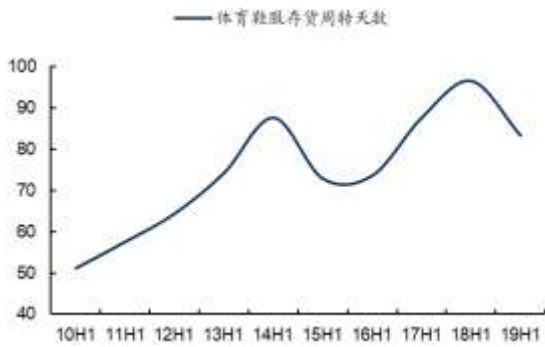


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力: 存货周转改善较大, 应收效率持续提升

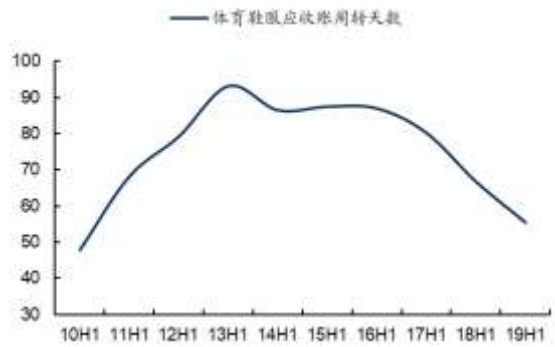
上半年体育鞋服板块存货周转天数较上年减少 2.8 天至 83.4 天, 各公司情况相对分化, 半数公司改善较为明显; 板块应收账款周转天数较上年减少 8.0 天至 55.3 天, 前两大公司皆获得改善, 其中李宁公司改善明显。

图 47: 体育鞋服板块半年存货周转天数情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

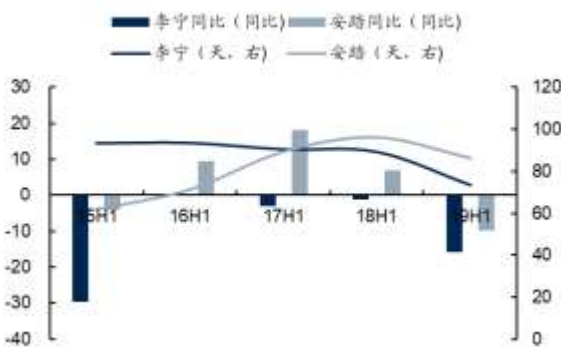
图 48: 体育鞋服板块半年应收账款周转天数情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

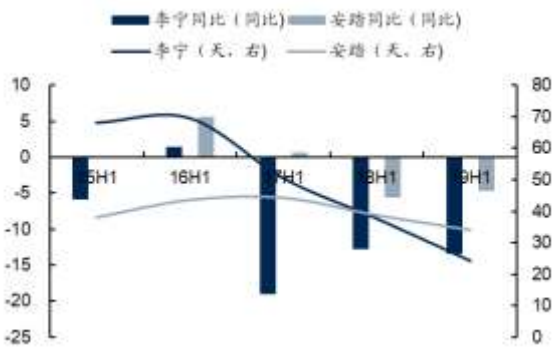
重点公司方面, 李宁公司上半年存货周转天数同比下降 10.8 天至 73.3 天, 在产品整体销售热度良好情况下库存运营管理能力同步提升, 应收账款周转天数较上年同期减少 17.4 天, 同比大幅改善主要系在销售情况良好的背景下经销商盈利能力及现金流情况大幅增强, 回款能力及积极性提高; 安踏存货周转天数较上年同期小幅增加 3.8 天至 86.4 天, 在业务快速增长, 尤其是定位相对较高的 fila 品牌大幅增长的情况下中保持稳健, 应收账款周转天数下降 1.2 天至 34.0 天, 保持稳健状态。

图 49: 体育鞋服重点公司半年存货周转天数情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 50: 体育鞋服重点公司应收账款周转天数情况

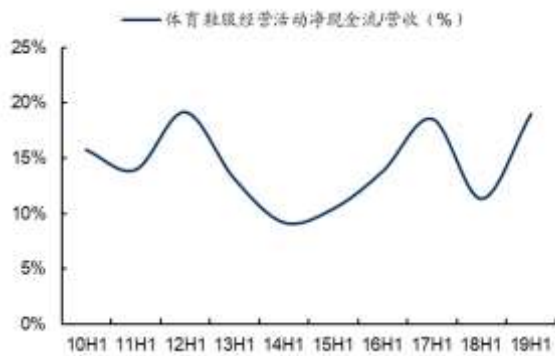


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**经营现金流: 经营情况不断向好, 现金流稳健充裕**

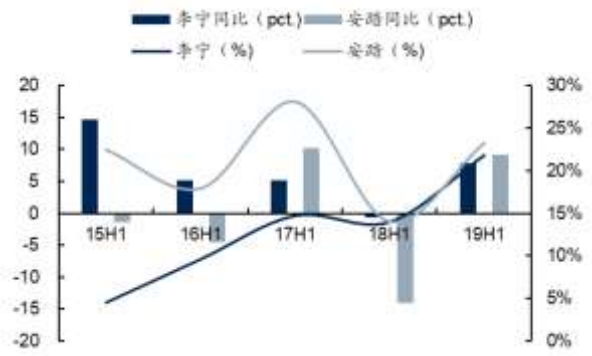
体育鞋服板块上半年经营活动净现金流/营收较上年上升 7.7pct 至 19.0%, 在行业高景气而各公司经营状态总体良好情况下保持稳健充裕。对于重点公司, 李宁经营活动净现金流/营收较上年同期提升 7.8pct 至 21.8%, 经营现金流不断增强反映公司业务转型发展卓有成效。安踏经营活动净现金流/营收较上年上升 9.2pct 至 23.2%, 呈极为良好态势。

图 51: 体育鞋服板块半年经营活动净现金流/营收情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 52: 体育鞋服重点公司半年经营净现金流/营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

体育鞋服重点公司半年基本面概览如下:

表 2: 板块重点公司基本面概览

公司	营收/业绩/扣非增速 (%)	毛利/期间费用率 同比 (pct.)	存货/应收周账款 周转天数同比	经营净现金流/营收 同比 (pct.)	短评
<b>19 年 H1</b>					
李宁	32.6/196.0/109.0	1.0/3.3	-10.8/-17.4	7.8	公司在核心产品力、零售运营能力及营销推广能力等方面的不断提升将持续推动公司收入及盈利水平的快速增长, 其中产品体系随功能性及时尚性的显著增强而升级丰富, 将满足并吸引更广泛的差异化消费者, 同时通过更精准有效的营销, 线上、线下完整多元的销售渠道, 以及后台供应链及物流体系的强化支持, 销售效率也将不断获得强化。
安踏	42.1/27.7/27.1	1.8/0.5	3.8/-1.2	9.2	国内低于龙头地位稳固, 主品牌在国内产品中占据最大份额的情况下增长稳健, 品牌力持续强化; 高端运动时尚品牌 FILA 持续受到消费者热捧, 增长表现极为亮眼一再超预期, 为营收业绩高速增长贡献强大动力, 其余品牌开始逐渐步入盈利, Amer Sports 方向已定, 多品牌战略顺利推进。
<b>Q2 单季度运营情况</b>					
订货会: 20 年 Q1 新品 (除童装及中国李宁)					
		<b>同店增长</b>		<b>零售流水增长</b>	<b>终端数</b>
李宁	10-20% 高段增长	全平台 (除童装): 10-20% 中段 线下直营: 10-20% 低段 线下经销: 10-20% 低段 电商: 30-40% 中段		全平台 (除童装): 20-30% 低段 线下直营: 高单位 线下经销: 20-30% 中段 线上: 20-30% 高段	终端数 (除童装): 6,422 直营净增: -127 经销净增: 205 童装终端: 872 本年净增: 79

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**中高端服饰板块: 板块 Q2 营收增速较 Q1 提升, 现金流情况有所好转**

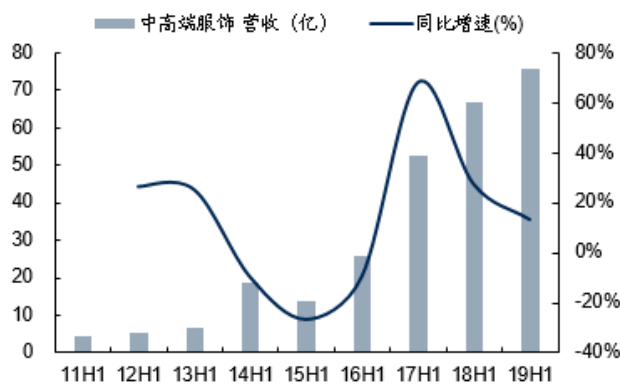
中高端板块内公司包括歌力思、比音勒芬、地素时尚、安正时尚、朗姿股份、日播时尚和锦泓集团 (原维格娜丝)。

**营收业绩: 19 年 H1 扣非净利润同增 2.75%, 比音勒芬表现优异**

**半年度分析: 比音勒芬表现优异, 歌力思和地素时尚表现稳健**

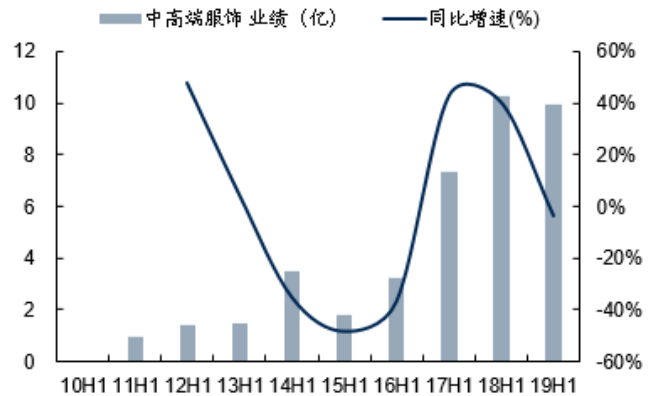
2019 年 H1 板块实现营收 75.50 亿元, 同比增长 13.26%, 板块实现归属母公司股东的净利润 9.94 亿元, 同比下降 3.40%, 扣非净利润同比增长 2.75%。

图 53: 2019 年 H1 中高端服装板块收入增长 13.26%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响

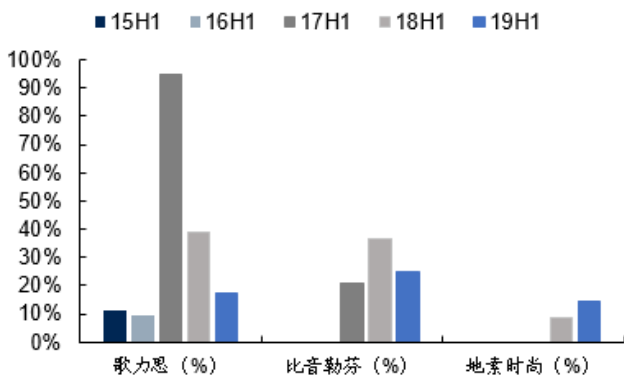
图 54: 2019 年 H1 中高端服装板块业绩下降 3.40%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响

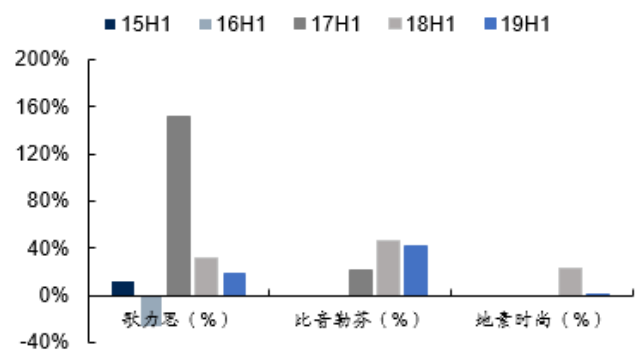
从板块内的公司来看, 不考虑安正时尚并表影响 (营收取得了 40% 以上的高增速, 而剔除礼尚信息并表后营收同比增长 0.93%), 比音勒芬表现最为优异, 营收同比增长 25.15%, 业绩同比增长 42.01%, 歌力思和地素时尚表现稳健, 营收分别同比增长 17.09% 和 14.42%, 歌力思业绩取得了高于营收的增速, 业绩同比增长 17.90%, 地素时尚业绩同比增长 1.09%, 主因去年 2018H1 公司冲回房产诉讼计提的资产减值损失 7538.10 万元、净利基数较高, 扣非后业绩在毛利率提升和期间费用率下降的背景下同比增长 21.89%。

图 55: 重点公司营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响

图 56: 重点公司业绩增速/%



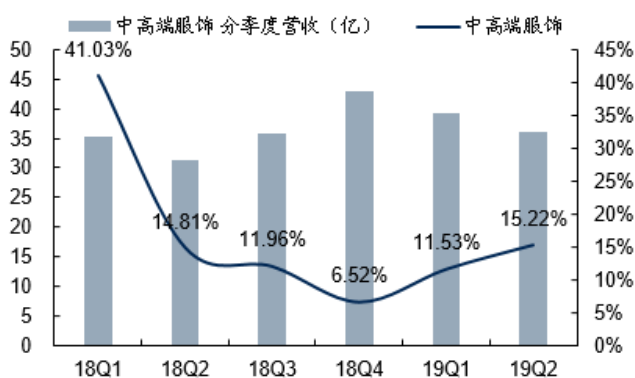
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响

## 2) 季度分析: 营收增速较 Q1 有所提升, 业绩受部分公司影响有所放缓

从季度分析来看, 2019 年 Q2 中高端服饰板块营收较 Q1 进一步有所提升, 其中比音勒芬继续表现优异, 歌力思和地素时尚 Q2 营收增速较 Q1 进一步提升。但是板块业绩增速较 Q1 有所下降, 主要是由于日播时尚、锦泓集团业绩的大幅下降导致的, 地素时尚 Q2 业绩受到去年 Q2 坏账的冲回造成的高基数影响有所下降, 但是营业利润仍有较高的增长。

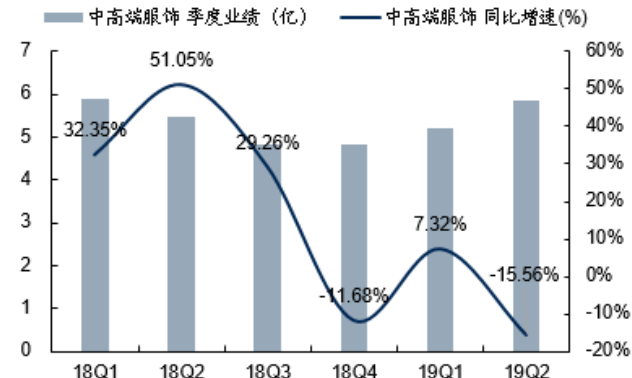


图 57: 中高端板块季度营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

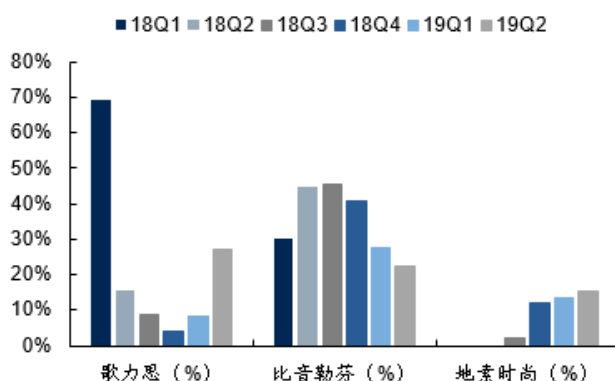
图 58: 中高端板块季度业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

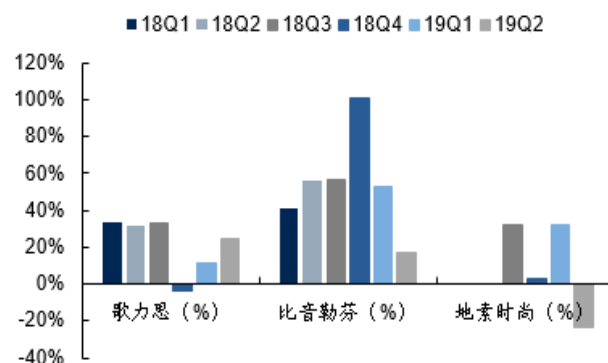
从板块内重点公司的情况来看, 歌力思 19Q2 营收业绩表现最优优异。歌力思自 18 年 Q4 以来营收业绩明显回暖, Q2 营收同比增长, 较 Q1 大幅提升, 其中主品牌在净关店的背景下仍实现的增速, 显示同店销售回暖明显, 此外, 公司的业绩在 18Q4 下滑后, 19 年 Q1 开始企稳回升, Q2 业绩增速较 Q1 进一步得到提升。比音勒芬同样表现优异, 营收业绩均保持较高速增长, 但营收增速自 18 年 Q4 以来有所放缓, 业绩增速自 19 年 Q1 以来有所放缓, 19 年 Q2 公司营业利润有所下降, 主要系毛利率的提升幅度不及费用率的提升幅度。

图 59: 2018 年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 60: 2018 年以来各季度重点公司业绩增速 (%)



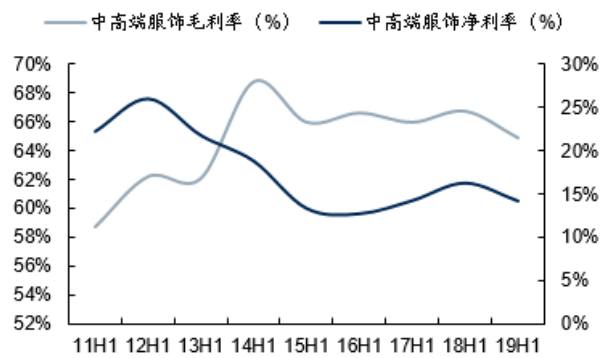
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 毛利率下降同时期间费用率有所下降

半年度分析: 毛利率下降同时期间费用率有所下降

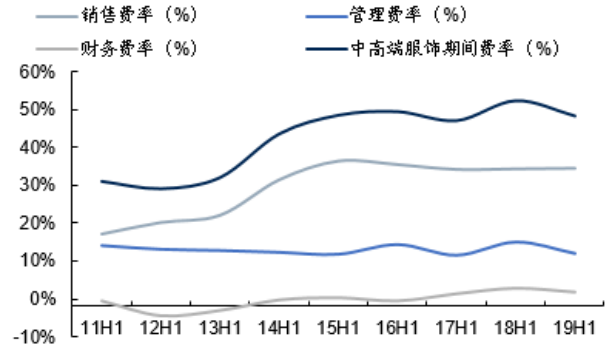
从中高端服装板块的盈利能力来看, 板块毛利率下降同时期间费用率有所下降。2019 年 H1, 板块整体毛利率为 64.89% (整体法), 较去年同期下降 1.85pct; 期间费用率为 48.41% (整体法), 较去年同期下降 4.07pct。

图 61: 2019 年 H1 中高端板块毛利率同比下降 1.85pct



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

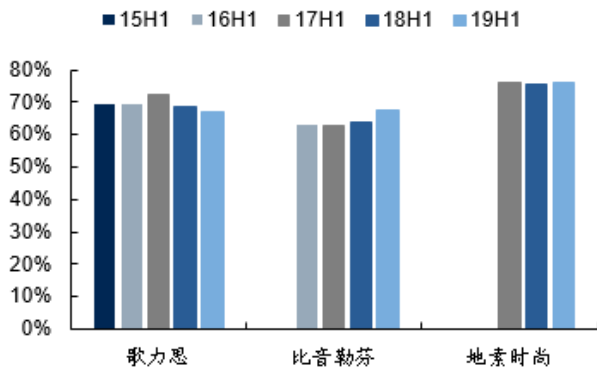
图 62: 2019 年 H1 中高端板块期间费用率同比下降 4.07pct



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

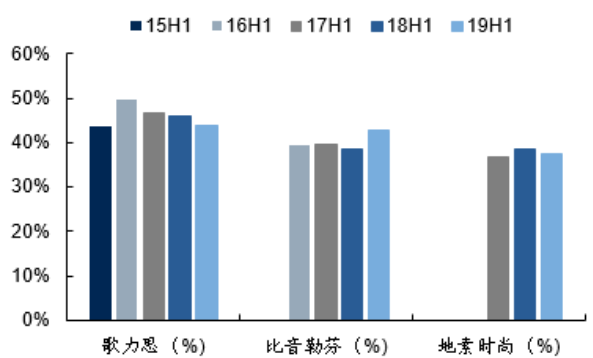
从重点公司的毛利率变化来看,除歌力思的毛利率有所下降外,比音勒芬和地素时尚的毛利率均有所提升,其中比音勒芬的毛利率提升了 3.67pct,主要系折扣率改善及直营占比提升所致,歌力思的毛利率下降主要系公司下调品牌的加价倍率以及毛利率较低的 IRO 的占比提升所致。从重点公司的期间费用率来看,除比音勒芬的期间费用率有所提升外,其他公司的期间费用率均有下降,其管理费用率提升较多,主要系股权激励费用影响及研发费用率提升所致,销售费用率的提升主要系增加增加门店运营费用所致。

图 63: 重点公司毛利率变化/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 64: 重点公司期间费用率变化/%

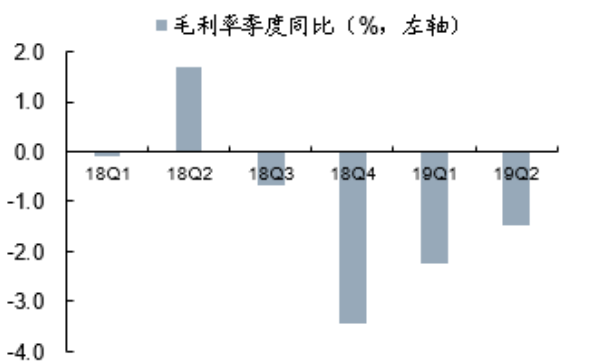


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

季度分析: 整体板块毛利率持续下降,比音和地素毛利率企稳回升

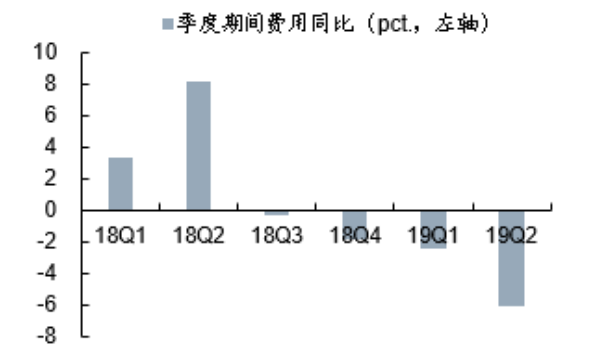
从季度的情况来看,自 18 年 Q3 以来板块的毛利率持续下降,19 年 Q2 板块毛利率继续下降 1.46pct。受毛利率下降影响,板块期间费用率也有所下降。

图 65: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

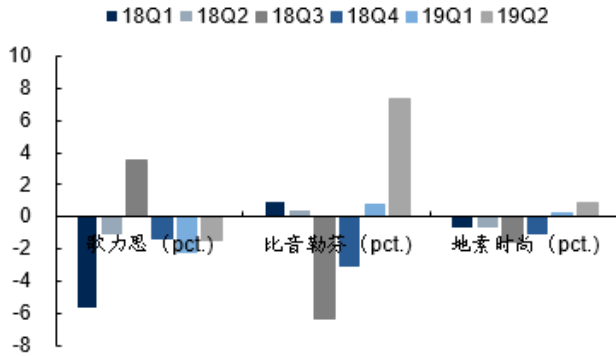
图 66: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

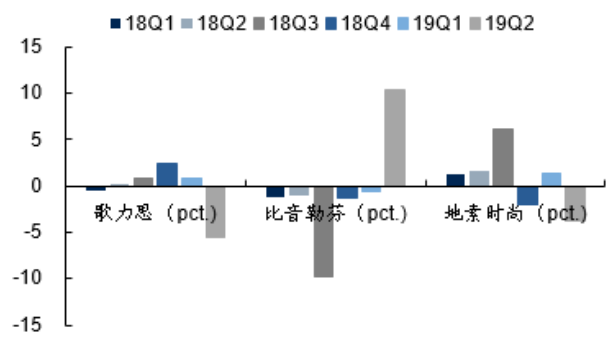
从重点关注公司的毛利率来看，与上半年的趋势基本一致，除歌力思外，比音勒芬和地素时尚的毛利率均有所提升，其中比音勒芬的毛利率提升幅度较大，主要系公司的折扣率改善和直营占比提升。从重点关注公司的期间费用率来看，除比音勒芬有所提升外，歌力思和地素时尚均有所下降，比音勒芬提升幅度大于毛利率的提升幅度，其期间费用率提升较多主要系直营开店及营销推广影响和股权激励费用的影响。

图 67: 重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 68: 重点公司期间费用率同比 (pct)

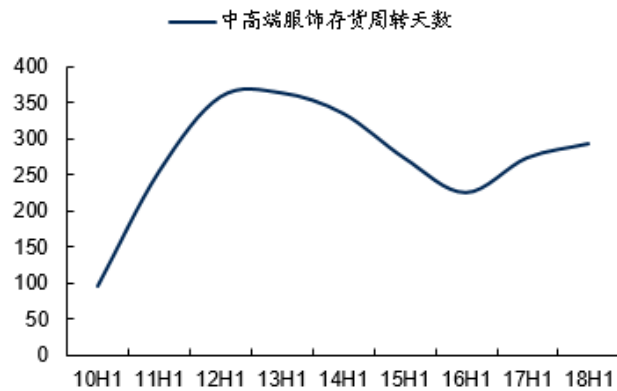


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**运营能力: 上半年存货周转天数有所提升, 比音勒芬周转天数上升**

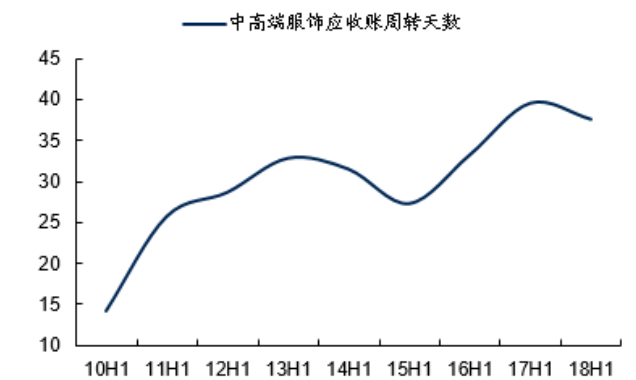
从运营情况年度分析来看,2019年上半年板块存货周转天数同比上升 19.54 天, 板块应收账款周转天数同比下降 1.97 天, 相对稳定。

图 69: 2019 年 H1 板块存货周转天数同比上升 19.54 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

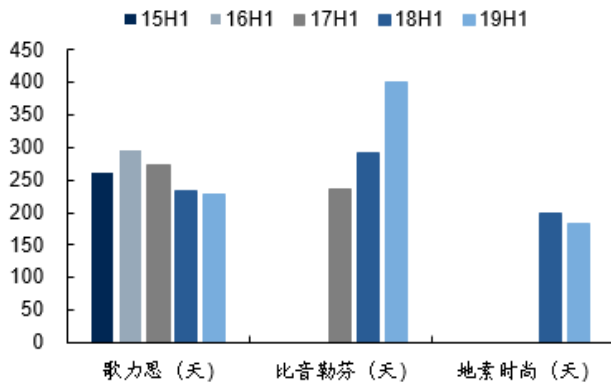
图 70: 2019 年 H1 板块应收账款周转天数同比下降 1.97 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

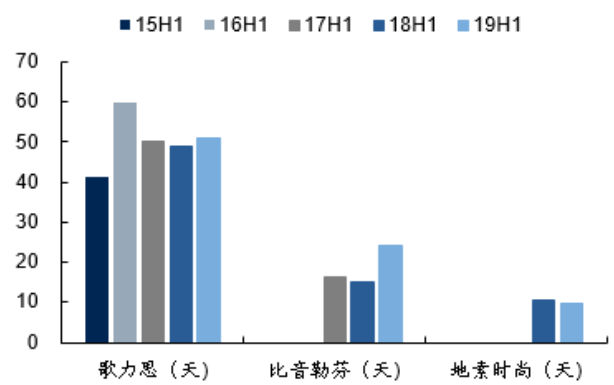
从重点公司来看, 除比音勒芬的存货周转天数有所上升以外, 其他公司的存货周转天数均有所下降。从应收账款周转天数来看, 比音勒芬的应收账款周转天数同比上升了 9.24 天, 歌力思和地素时尚的应收账款周转天数基本保持稳定。

图 71: 板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 72: 板块重点公司应收账款周转天数

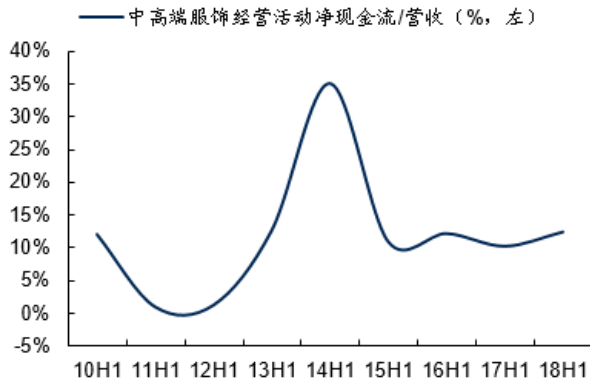


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况: 现金流情况有所改善, 重点公司均有所好转

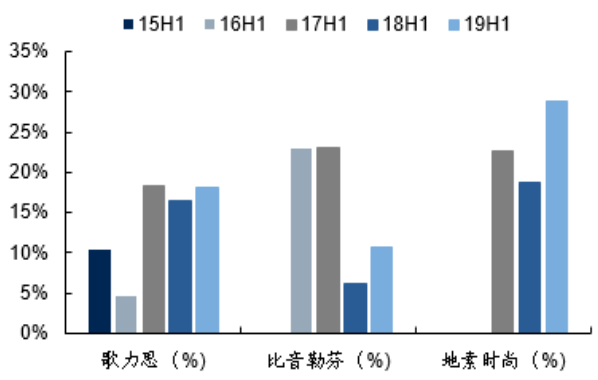
从经营性现金净流量情况来看, 2019 年上半年板块整体经营性现金净流量营收比同比上升 2.17pct, 三家重点公司的现金流情况均有所好转, 显示中高端服装行业复苏明显。

图 73: 板块经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 74: 板块重点公司经营性现金净流量营收比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中高端服饰重点公司半年基本面概览如下:

表 3: 板块重点公司基本面概览

公司	营收/业绩/扣非增速 (%)	毛利/期间费用率 同比 (pct.)	存货/应收账款 周转天数同比	经营净现金流/营收 同比 (pct.)	短评
19 年 H1					
歌力思	17.09/17.90/10.12%	-1.68/-2.07	-7.31/2.30	1.68	除 ED 外, 其他品牌均实现正增长, 且 Q2 有所加速; 毛利率有所下降, 主因 IRO 占比提升以及公司主动下调加价倍率有关, 协同效应下公司期间费用率下降; 存货周转有所加快, 现金流继续保持优异。 渠道扩张与同店增长共同推动营收增长, Q2 营收增速有所放缓; 受产品结构优化以及折扣控制, 毛利率有所提升; ; 存货周转天数提升幅度较大, 现金流水平有所改善。线上增长 27% 表现强劲, 线下在调整优化以及净关店背景下增长 13%; 毛利率提升同时期间费用率有所下降; 存货周转和现金流表现优异
比音勒芬	25.15/42.01/44.63%	3.67/4.15	107.08/9.24	4.66	
地素时尚	14.42/1.09/21.89%	0.56/-1.06	-17.60/-0.77	10.06	
其中 Q2 单季度					
歌力思	27.39/39.39/16.44%	-1.42/-5.55	—	—	—
比音勒芬	22.45/17.32/34.43%	7.40/10.46	—	—	—
地素时尚	14.38%/37.67/35.72%	0.88/-3.84	—	—	—

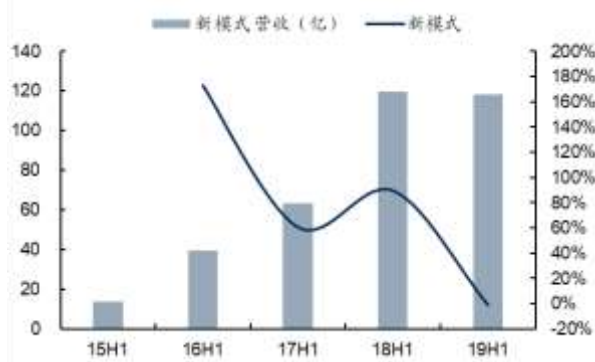
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



**新模式企业：大众定位产品及销售模式符合当下趋势，较高增速延续营收及业绩：增速普遍放缓，两级分化情况突出**

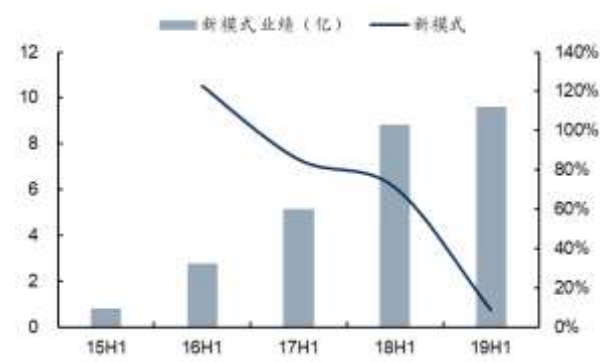
2019 上半年新模式板块共实现营收 **118.26 亿元**，同比下滑 **1.26%**，增速大幅放缓主要系收入占比超七成的跨境通业务调整收入下滑拖累，其他公司收入增速亦有一定程度放缓，同时上期并表因素影响较大；实现业绩 **9.60 亿元**，同增 **7.19%**，增速放缓，收入下滑背景下内部分化突出；扣非业绩 **9.16 亿元**，同增 **11.36%**。

图 75：新模式板块半年度收入及增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：考虑了追溯调整的影响。

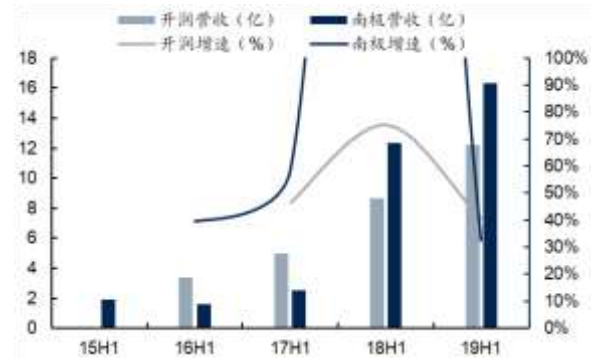
图 76：新模式板块半年度业绩及增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：考虑了追溯调整的影响。

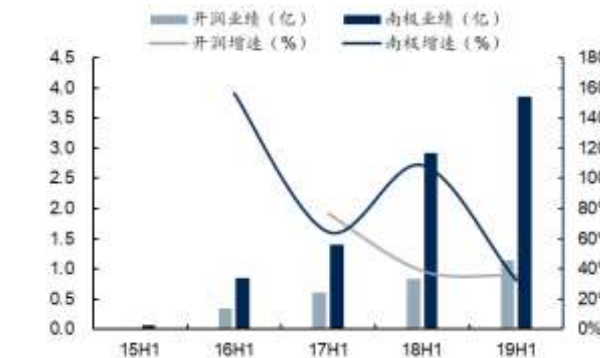
**重点公司方面**，南极电商及开润股份上半年营收均保持 **30% 以上较高增速**，其中南极电商营收同比增长 **32.44%**，本部核心业务快速稳健增长，全网 GMV 半年破百亿，主品牌保持强劲，以拼多多为主的社交电商渠道发力较猛，但货币化率受品类扩充及客户支撑影响有所下降；开润股份营收同比增长 **40.71%**，包括 2C 与 2B 的出行相关核心业务增速超 50%，持续展现可观增长潜力。**业绩方面**，南极电商业绩同增 **32.37%**，其中本部业绩保持近 40% 的较高增速；开润股份同增 **36.03%**，略超预期。

图 77：新模式重点公司收入及增速对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：考虑了追溯调整的影响。

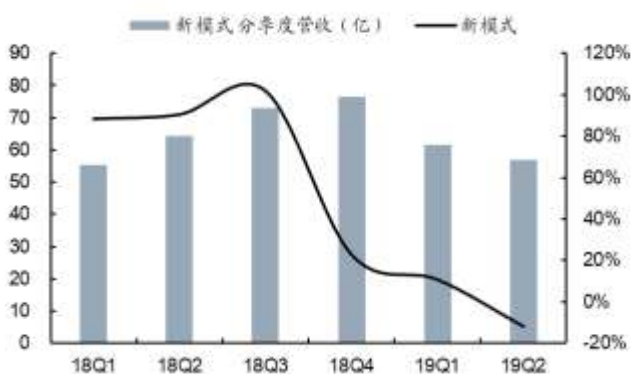
图 78：新模式重点公司业绩及增速对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：考虑了追溯调整的影响。

**分季度来看**，新模式板块 19Q2 季度营收同比下滑 **11.73%**，主要受跨境通业务调整影响。**业绩方面**，板块 19Q2 同比增长 **14.97%**，主要系重点公司业绩稳健，同时跨境通业绩下滑情况环比较大程度改善。

图 79: 新模式季度营收同及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

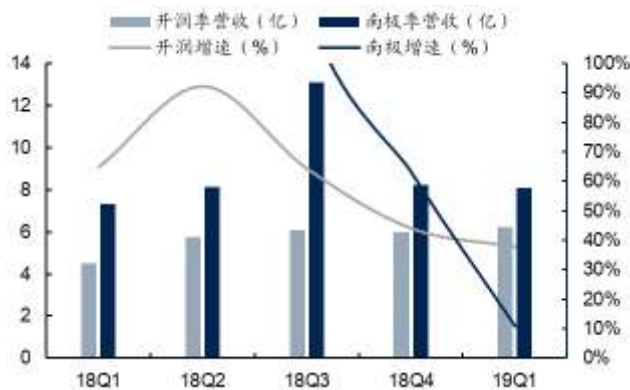
图 80: 新模式季度业绩及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

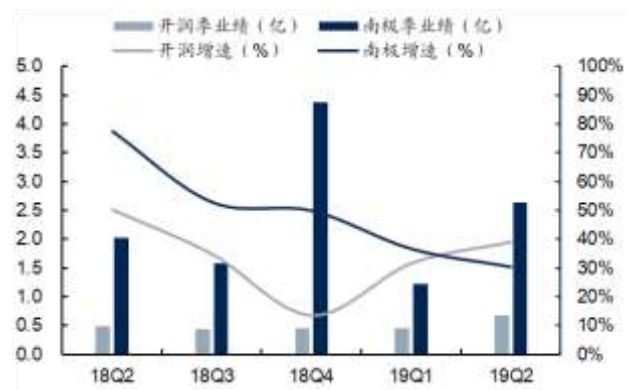
重点公司方面, 南极电商 19Q2 季度营收同比增长 11.03%, 其中核心品牌授权业务 Q2 增长 27.4%, 在高基数下仍有较高的稳定增长; 开润股份 19Q2 营收同增 37.69%, 在整体消费环境承压及高基数下持续验证持续高速增长潜力。季度业绩方面, 南极电商 Q2 业绩同比增长 30.44%, 基本与收入增长保持一致; 开润股份 Q2 业绩同比增长 39.11%, 环比有所加速, 扣非则达 60.83%, 较为超出市场预期。

图 81: 新模式重点公司分季度营收及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 82: 新模式重点公司分季度业绩及增速对比

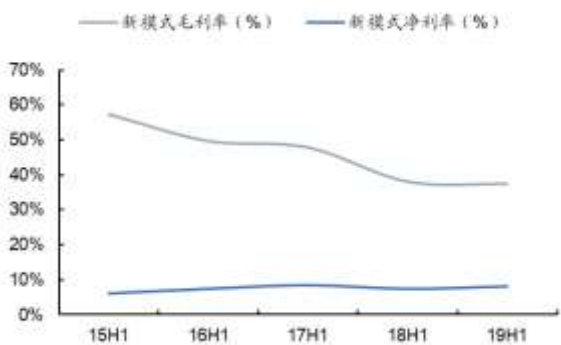


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 毛利率及费用率皆呈下降趋势, 各公司盈利能力有所分化

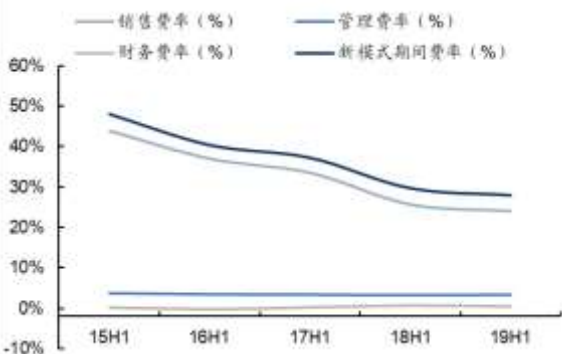
19 上半年新模式板体毛利率同比微降 0.70pct 至 37.30%, 其中各公司相对分化; 整体期间费用率同比下降 1.75pct. 至 27.95%, 主要系期间费用率较低的重点公司收入增长而占比上升, 同时期间费率较高的跨境通收入下滑而占比下降, 其中销售/管理/财务费用率同比变化-1.67/0.13/-0.21pct; 在此基础上净利率同比上升 0.6pct. 至 8.1%。

图 83: 新模式板块半年毛利率/净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

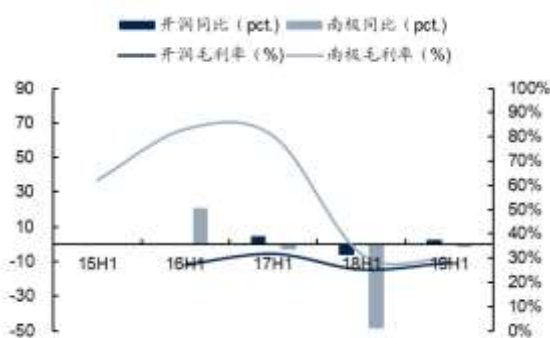
图 84: 新模式板块半年期间费用率下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

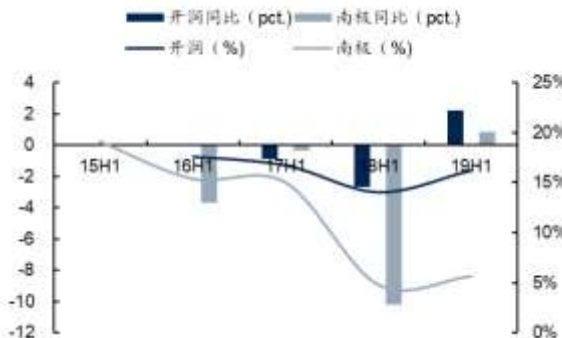
重点公司方面, 南极电商上半年毛利率同比下降 1.8pct. 至 29.7%, 主要系低毛利率业务及产品相对增加, 同时销售/管理费用率提高 0.5/0.3pct, 主要系对新品类、平台管理、大数据等专家人员的投入有所增大; 开润股份 18 年毛利率同比上升 2.8pct 至 28.1%, 主要受 ToC 业务毛利率水平稳步提升带动, 同时 ToB 业务优质客户贡献增加。销售/管理费用率同比分别+1.28/0.15pct., 主要系物流快递、市场开拓费等增加较多。

图 85: 新模式重点公司半年毛利率及变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

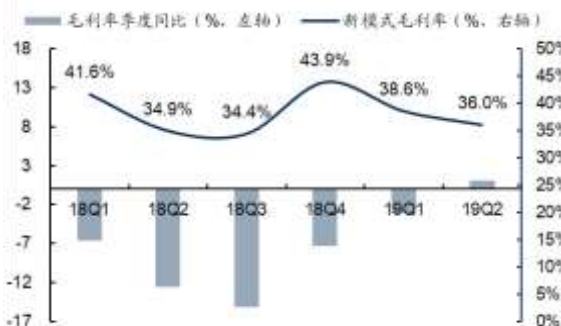
图 86: 新模式重点公司半年期间费用率及变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

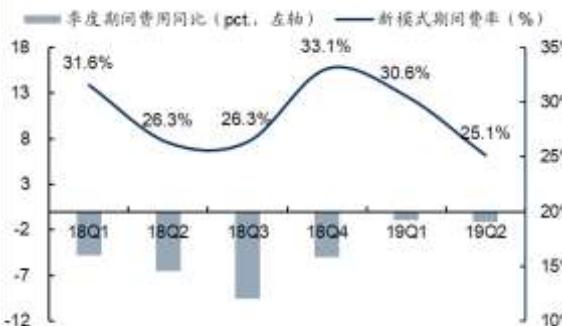
从单季度来看, 新模式板块 Q2 毛利率同增 1.11pct. 至 36.0%, 另一方面, 板块期间费用率同降 1.2pct. 至 25.1%。

图 87: 新模式板块毛利率及同比变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 88: 新模式板块期间费用率及同比变化情况

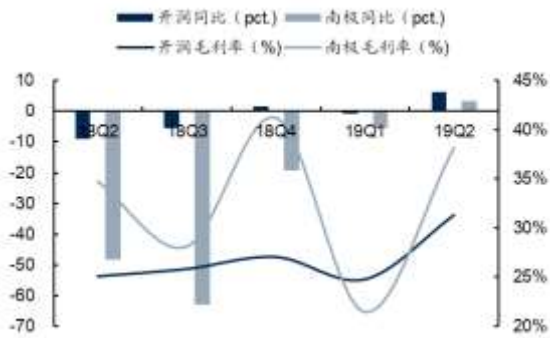


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于重点公司, 南极电商 Q2 毛利率上升 3.4pct., 预计与非本部业务占比下降有关, 期间费用率上升 1.8pct, 收入相对放缓背景下各项费用率均有上升, 特别是销售费用率; 开润股份 Q2 季度毛利率同比大幅提升 6.3pct., 预计与高毛

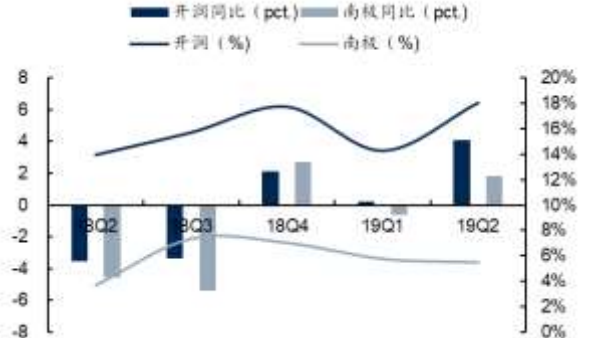
利率产品占比提升有关,期间费率升高**4.1pct.**,预计与积极拓展B端业务有关。

图 89: 新模式重点公司季度毛利率变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 90: 新模式重点公司期间费用率对比

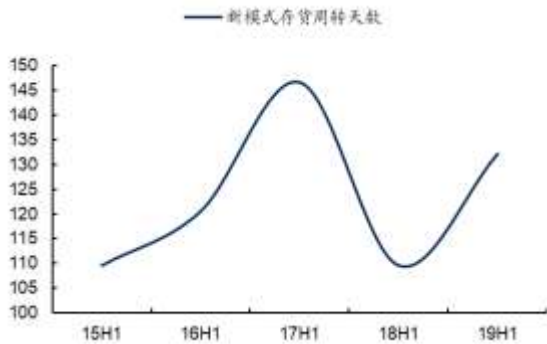


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**营运能力: 整体营运指标有所弱化, 重点公司相对稳健**

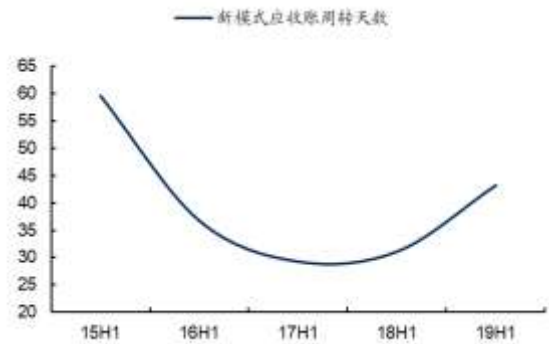
上半年新模式板块营运指标皆呈现一定程度弱化, 其中存货周转天数较上年同期增加**22.6 天至 132.3 天**, 而应收账款周转天数增加**12.1 天至 43.3 天**, 主要受高收入占比的跨境通周转能力减弱影响。

图 91: 新模式板块半年存货周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 92: 新模式板块半年应收账款周转天数

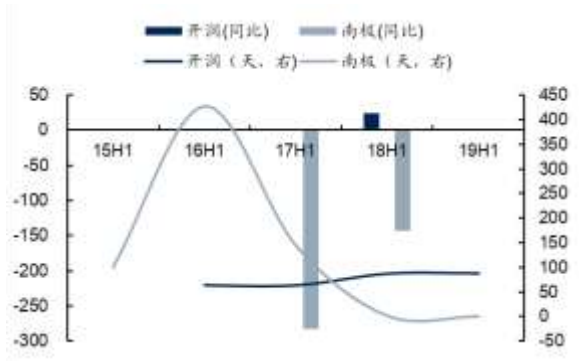


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 应收账款含应收票据

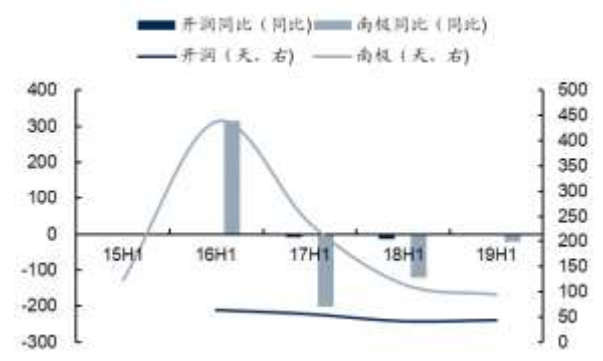
**重点公司方面**, 南极电商授权相关主业及时间互联业务皆不产生存货, 随过去残余商品销售殆尽, 存货周转天数接近于零, 上半年应收账款周转天数较上年**减少 20.7 天至 93.5 天**, 改善程度较大, 影响较大的保理业务及相关应收减少; 开润股份存货周转天数较上年**微增 0.8 天至 88.3 天**, 业务快速拓展中保持稳健, 应收账款周转天数小幅增加**2.3 天至 44.0 天**, 同样保持稳健。

图 93: 新模式重点公司半年存货周转天数及变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 94: 新模式重点公司半年应收账款周转天数及变动

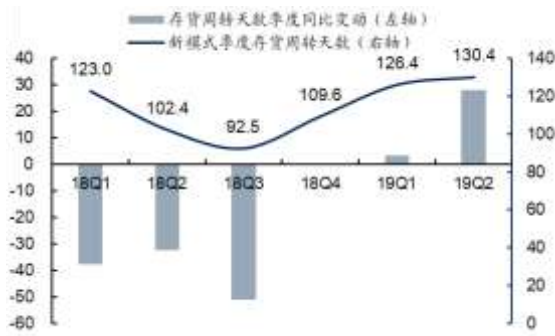


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



分季度来看,新模式板块 Q2 存货周转天数较上年同期增加 28.0 天至 130.4 天, 应收账款周转天数增加 12.4 天至 48.0 天。

图 95: 新模式板块季度存货周转天数及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

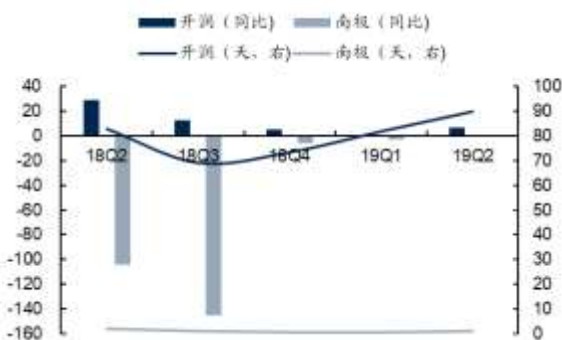
图 96: 新模式板块季度应收账款周转天数及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

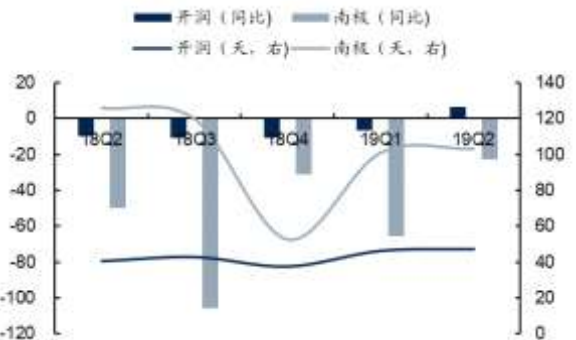
对于重点公司, 南极电商 Q2 应收账款周转天数同比减少 23.0 天, 延续年初以来良好改善势头; 开润股份存货周转天数同比增加 7.0 天, 应收账款周转天数同比增加 6.0 天, 皆相对有所增加, 预计与零售环境偏弱有关。

图 97: 新模式重点公司季度存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 98: 新模式重点公司季度应收账款周转天数对比

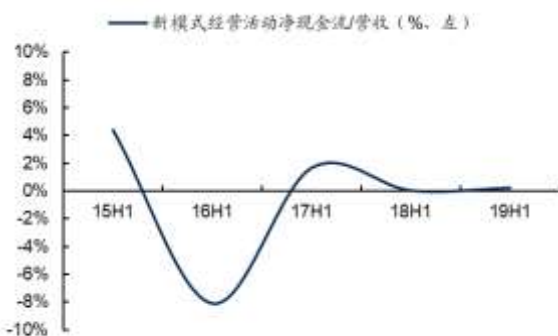


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营现金流: 上半年整体现金流偏紧, 部分公司有所改善

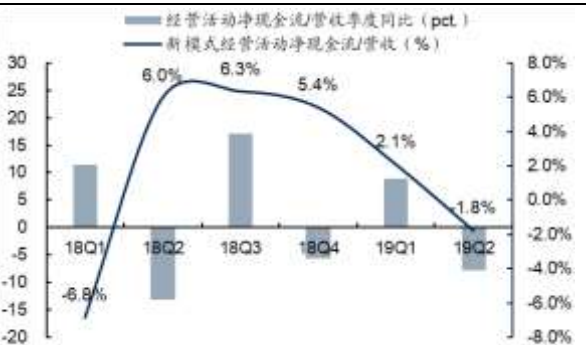
现金流方面, 板块整体经营活动净现金流/营收较去年同期上升 0.2pct 至 0.2%, 整体依然偏紧但相对改善; Q2 单季度下降 7.7pct. 至 -1.8%。

图 99: 新模式板块上半年经营净现金流/营收情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 100: 新模式板块季度经营净现金流/营收情况

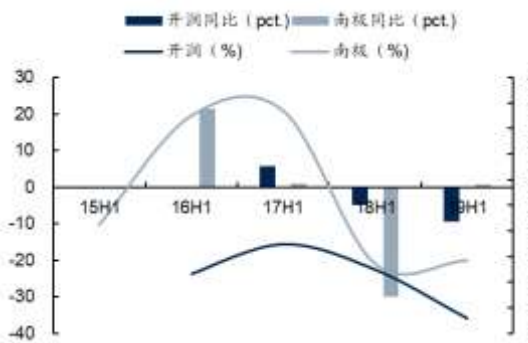


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点公司方面, 南极电商上半年经营活动净现金流/营收较去年上升 0.7pct 至 9.2%, 其中时间互联方面经营现金流转正, 其中 Q2 较去年同比下降 13.5pct;

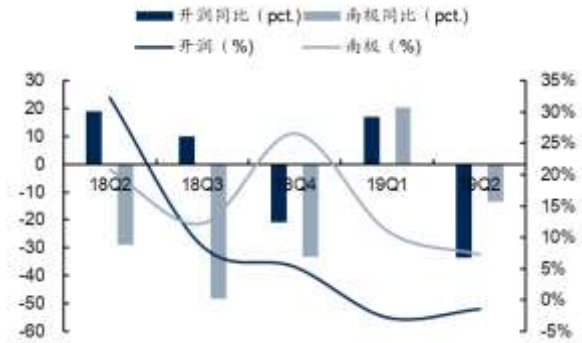
开润股份上半年营活动净现金流/营收下降 9.5pct 至-2.1%，主要系印尼工厂前期投入运营资金较大，其中 Q2 同比下降 33.7pct。

图 101: 新模式重点公司半年经营净现金流/营收情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 102: 新模式重点公司季度经营净现金流/营收情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

新模式重点公司半年基本面概览如下:

表 4: 板块重点公司基本面概览

公司	营收/业绩/扣非增速 (%)	毛利/期间费用率同比 (pct.)	存货/应收周账款周转天数同比	经营净现金流/营收同比 (pct.)	短评
<b>19 年 H1</b>					
南极电商	32.4/32.3/32.0	-1.8/0.8	-/-20.7	0.7	庞大消费者基础牢固，效率壁垒不断加深，依靠线上爆品能力+供应链丰富+大数据处理能力，公司主品牌持续验证其极致性价比优势随着品类稳步拓展，SKU 不断丰富，多元品牌矩阵逐步构建，公司未来仍具良好成长性。 C 端业务随多渠道布局的优化加强和款式品类的持续拓展，有望保持较高增速，B 端业务随印尼工厂产能不断爬坡有望贡献更多收入，并吸引更多优质客户，整体而言盈利能力还有提升空间。作为极具互联网基因及科技创新意识的箱包制造龙头企业，具有较大成长潜力。
开润股份	40.7/36.0/49.6	2.8/2.2	0.8/2.3	9.5	
<b>其中 Q2 单季度</b>					
南极电商	11.0/30.4/26.4	3.4/1.8	-/-23.0	-13.5	-
开润股份	37.7/39.1/60.8	6.3/4.1	7.0/6.6	-33.7	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 大众休闲服饰板块: 板块整体分化, 龙头表现优异

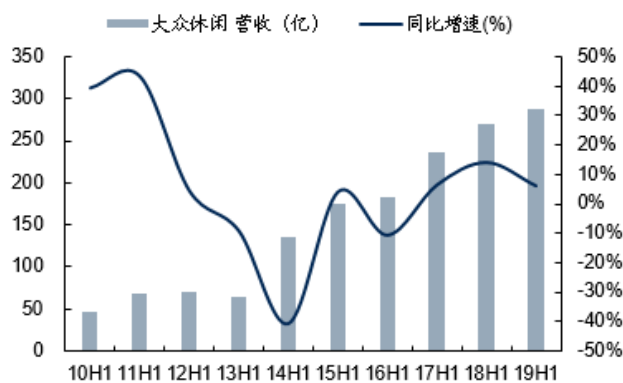
大众休闲服饰板块内的公司包括海澜之家、森马服饰、美邦服饰、太平鸟和拉夏贝尔等。整体来看，大众休闲服饰表现与行业趋势较为一致，龙头公司仍然显示出较强韧性，取得了高于行业平均水平的平稳增长。

### 营收业绩: 板块业绩受部分公司拖累下滑, 重点公司表现较为优异

#### 半年度分析: 板块业绩下降, 森马服饰表现优异

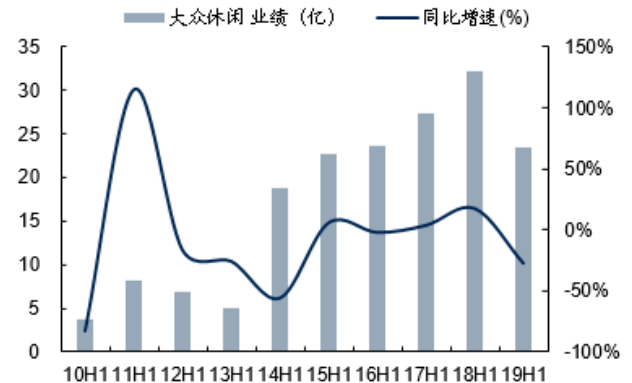
2019 年上半年板块实现营收 287.11 亿元，同比增长 6.21%，板块实现归属母公司股东的净利润 23.43 亿元，同比下降 27.22%，扣非净利润同比下降 33.66%。业绩大幅下滑主要系拉夏贝尔及美邦服饰持续亏损拖累导致。

图 103: 2019 年 H1 大众服装板块收入增长 6.21%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

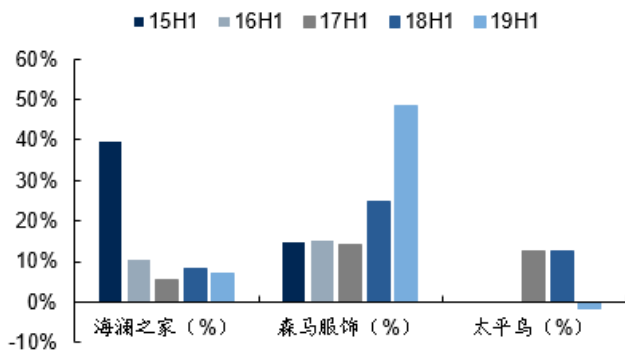
图 104: 2019 年 H1 大众服装板块业绩下降 27.22%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

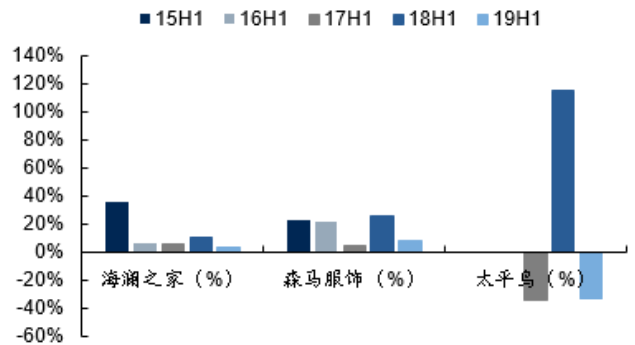
从板块内的公司来看, 森马服饰表现较为优异, 营收同比增长 48.57%, 剔除 kidiliz 并表后公司营收同比增长 21.5%, 仍然表现较为强劲。除森马和海澜之家继续保持增长的态势外, 其他休闲服饰的龙头营收同比均有所下降。从业绩来看, 除森马和海澜之家外其他公司业绩均有所下滑, 森马业绩同比增长 8.20%, 剔除 kidiliz 亏损后预计主业利润同比增长 25%左右, 仍表现较为优异。

图 105: 重点公司营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 106: 重点公司业绩增速/%

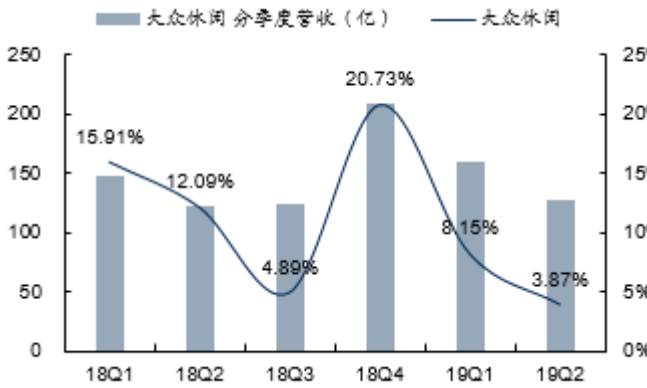


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

季度分析: Q2 板块营收增速持续放缓, 业绩受部分企业亏损拖累较大

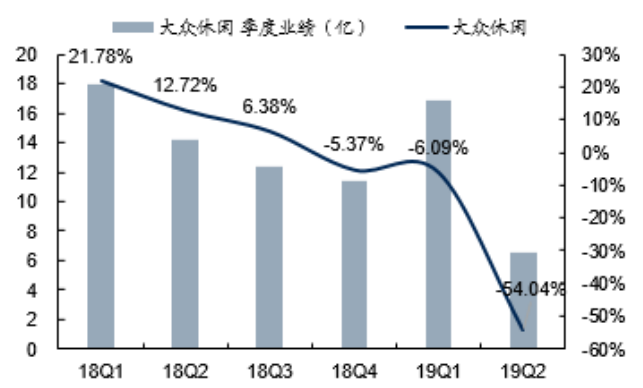
从季度分析来看, 2019 年 Q2 大众休闲板块的营收增速持续放缓至 3.87%, 业绩持续下降, 同比下降 54.04%, 主要系板块中拉夏贝尔以及美邦服饰出现较大额度亏损拖累所致。

图 107: 大众服饰板块季度营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

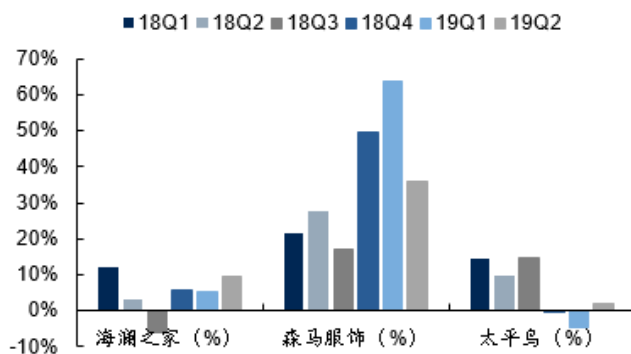
图 108: 大众服饰板块季度业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

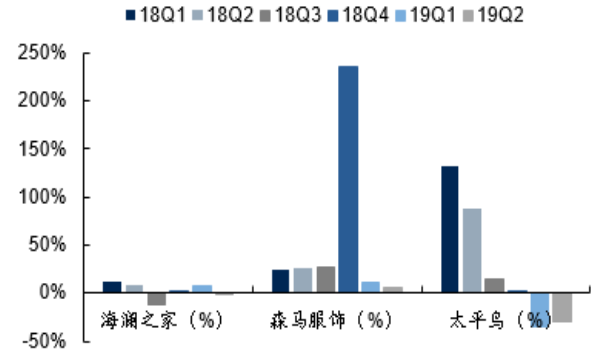
从板块内重点公司的情况来看, 森马服饰表现最为优异, 19 年营收和业绩分别同比增长 35.81%和 5.68%, 营收较 Q1 有所放缓, 主要系休闲装的营收增速有所放缓, 预计公司 Q2 休闲装仍有个位数的增长, 在行业整体表现的情况下仍能实现正增长, 显示公司龙头地位逐渐稳固; 海澜之家 Q2 营收增速较 Q1 有所提升, 其中主品牌增速接近 10%, 但业绩有所下降, 主要是收到新品牌孵化、投入力度加大影响, 费用率有所承压; 太平鸟营收有所下滑, 主要是由于去年基数较高且受制于转型期渠道及供应链调整影响, 但 Q2 营收已经重回正增长, 且从业绩来看, Q2 业绩较 Q1 的下降幅度有所收窄。

图 109: 2018 年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 110: 2018 年以来各季度重点公司业绩增速 (%)



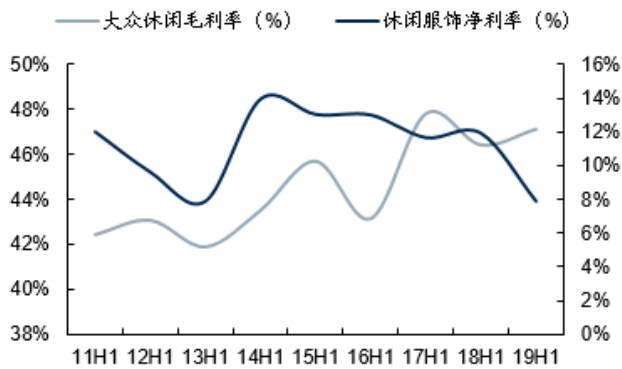
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 毛利率微幅上升但期间费用率提升较多

年度分析: 毛利率有所改善, 费用率有所提升

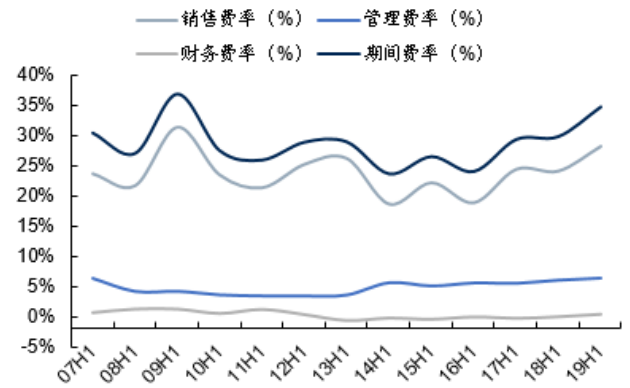
从大众服装板块的盈利能力来看, 板块毛利率上升同时期间费用率有所提升。2019 年上半年, 板块整体毛利率为 47.15%(整体法), 较去年同期提升 0.71pct; 期间费用率为 34.72% (整体法), 较去年同期提升 4.87pct。

图 111: 2019 年 H1 大众板块毛利率同比上升 0.71pct



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 112: 2019 年 H1 大众板块期间费用率同比上升 4.87pct

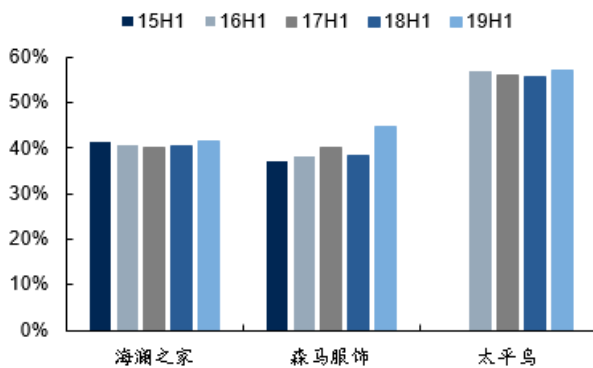


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点公司的毛利率变化来看，所有重点公司的毛利率均有一定的上升，其中森马服饰毛利率提升幅度较大，为 6.49pct，其中休闲装毛利率同比提升 2.25pct，预计与存货出清，折扣下降所致；海澜之家毛利率提升 1.08pct，主要受益于主品牌海澜之家不可退货占比提升、直营店占比上升以及和加盟商的分成比例发生了变化；太平鸟毛利率提升了 1.29pct，商品管理改革显著及零售折扣的提升带动毛利率的提升。

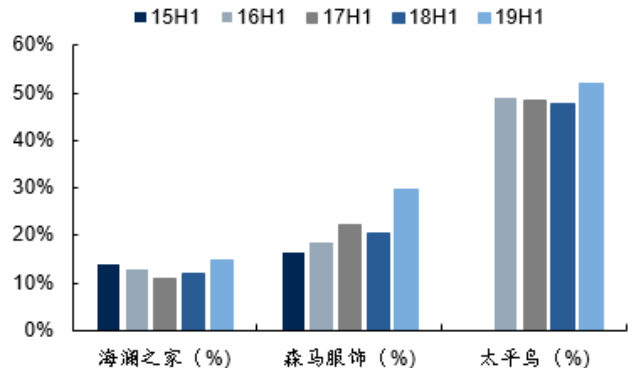
从重点公司的期间费用率来看，所有重点公司的期间费用率均有提升，其中森马服饰的期间费用率提升了 9.53pct，主要系 kidiliz 的高直营模式和管理团队的薪酬影响所致；太平鸟的期间费用率提升了 4.22pct，费用的刚性支出以及营收的下滑导致销售费用率提升较多，海澜之家期间费用率提升 2.80pct，其中直营门店的拓店导致销售费用率提升较多。

图 113: 重点公 2013-2018 年毛利率变化/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 114: 重点公司期间费用率变化/%



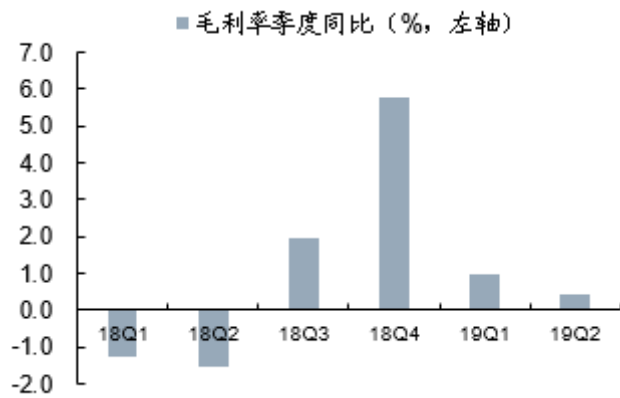
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

季度分析: Q2 期间费用率提升幅度较大

从季度的情况来看，19 年 Q2 板块的毛利率继续有微幅的提升，同时期间费用率提升幅度较大，提升了 7.47pct。

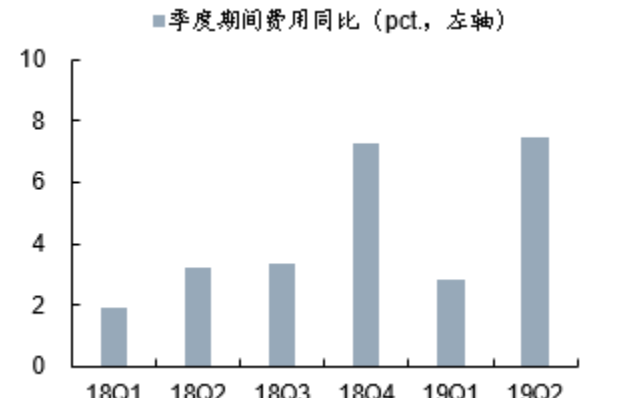


图 115: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

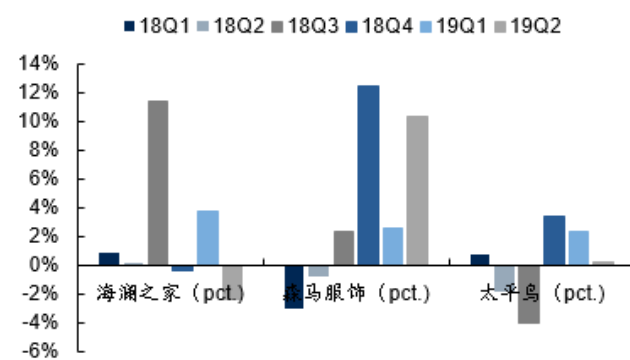
图 116: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

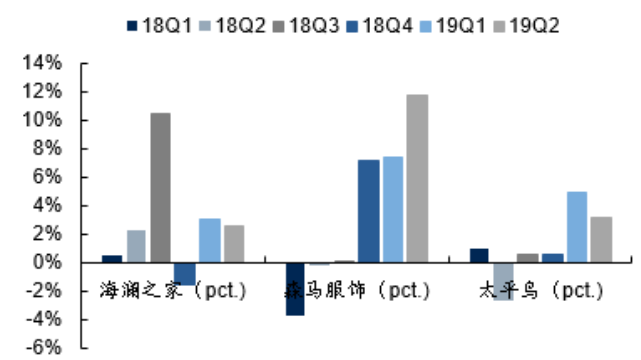
从重点公司的毛利率来看, Q2 重点公司的毛利率有所分化, 海澜之家毛利率同比有所下降, 太平鸟基本保持不变, 森马服饰上升复苏较大。从重点公司的期间费用率来看, 19 年 Q2 重点公司的期间费用率仍保持上升的态势, 其中森马服饰因并表影响上升复苏较大。

图 117: 各季度重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 118: 各季度重点公司期间费用率同比 (pct)

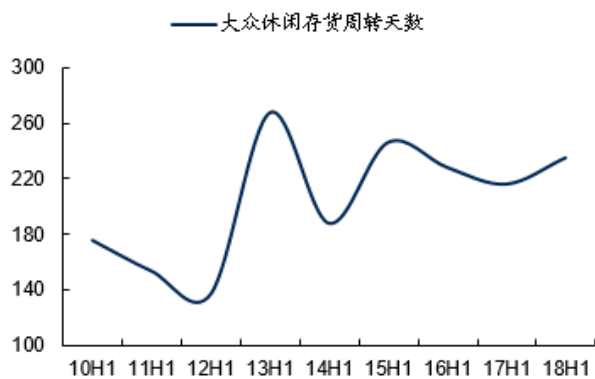


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力: 周转、现金流水平表现平平

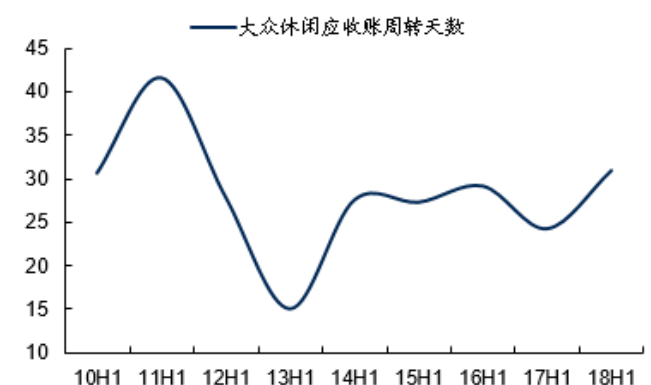
从营运情况年度分析来看, 2019 年 H1 板块存货周转天数同比上升 18.95 天, 同时板块应收账款周转天数同比上升 6.65 天。

图 119: 2019 年 H1 板块存货周转天数同比上升 18.95 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 120: 2019 年 H1 板块应收账款周转天数同比上升 6.65 天

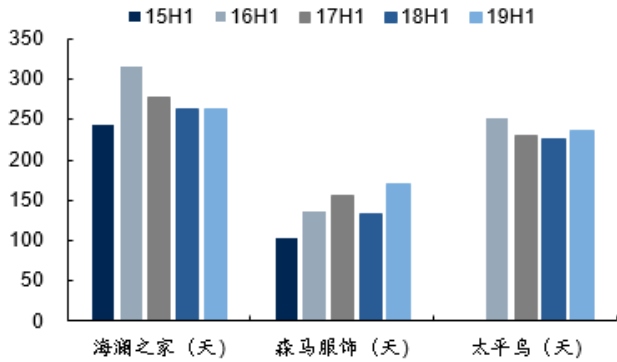


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点公司来看，除海澜之家外，森马和太平鸟的存货周转天数均有上升，森马存货周转天数提升幅度较大，一方面是由于并表带来的存货的增加，另一方面是由于公司直营的线上业务的占比提升带来的存货的提升。

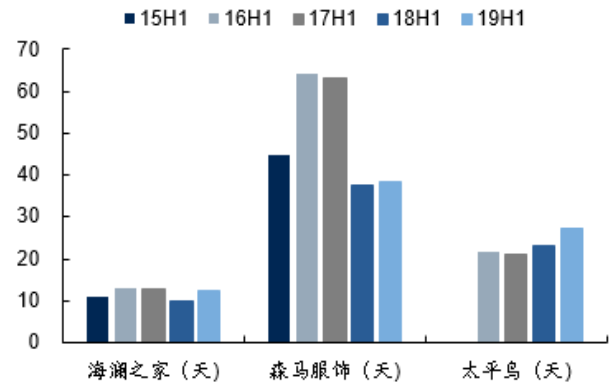
从应收账款周转天数来看，太平鸟的应收账款天数提升 4.23 天，森马和太平鸟的应收账款周转天数基本保持稳定。

图 121: 板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 122: 板块重点公司应收账款周转天数

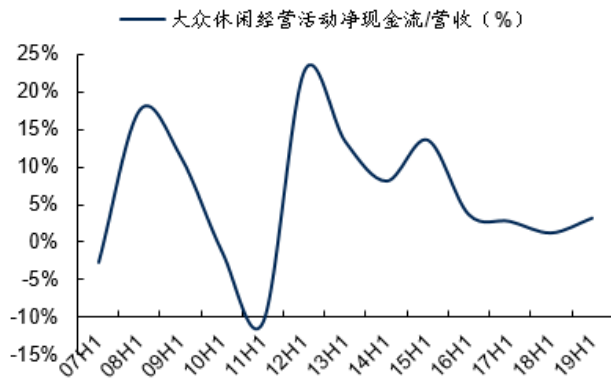


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况: 除拉夏贝尔外板块其他公司经营性现金流均有下降

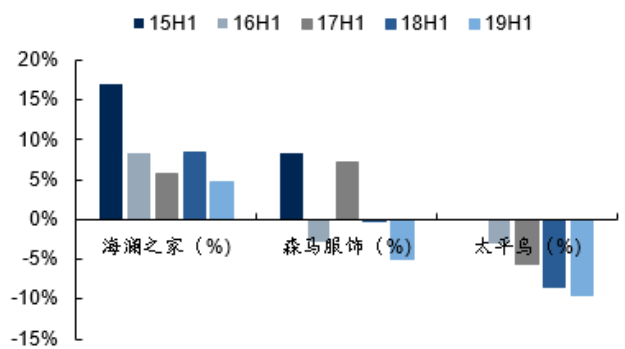
从经营性现金净流量情况来看，2019 年板块整体经营性现金净流量营收比同比上升 1.97pct，主要是由于拉夏贝尔的经营性现金净流量同比大幅转正所致。具体来看，重点公司的经营性现金净流量均有所下滑，森马的经营性现金净流量/营收同比下降 4.93pct，主要系本期支付租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加以及并表 Kidiliz 集团所致；海澜之家的经营性现金净流量/营收同比下降 3.74pct，主要系为支付的其他经营性往来款项增加所致；而太平鸟的经营性现金流情况仍受供应链调整影响。

图 123: 板块经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 124: 板块重点公司经营性现金净流量营收比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

大众服饰重点公司半年基本面概览如下:

表 5: 板块重点公司基本面概览

公司	营收/业绩/扣非 增速 (%)	毛利/期间费用率 同比 (pct.)	存货/应收周账款 周转天数同比	经营净现金流/营 收同比 (pct.)	短评
<b>19 年 H1</b>					
海澜之家	7.07/2.87/-0.51	-1.68/-2.07	-7.31/2.30	1.68	主品牌收入增速逐季好转, 爱居处于调整阶段; 主品牌毛利率提升拉动整体毛利率提升, 但受新平怕爱孵化力度加大以及直营门店开拓期间费用率提升幅度较大; 周转水平基本稳定, 经营性现金六受其他经营性往来款增加有所下降 剔除并表童装主业营收增约 30%, 休闲装营收增 12%, Q2 增速降至个位数; 毛利率提升较多主因并表和休闲装库存出清和折扣下降, 期间费用率提升较多与 kidiliz 直营模式以及管理团队薪酬有关; 存货周转提升较多主因并表以及备货增加所以; 经营性现金流营收同比降 4.93pct, 主要系本期支付租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加以及并表 Kidiliz 集团所致。 Q2 营收受到电商增速回升以及线下同店跌幅收窄影响, 增幅转正, 上半年乐町表现优异, 其他品牌均有下滑, 但男装 Q2 增速已转正; 商品管理改革显著折扣后滤提升带动毛利率提升, 但受到收入下滑影响, 期间费用率提升幅度较大; 存货周转天数小幅上升; 经营性现金流营收比基本稳定。
森马服饰	48.57/8.20/8.02	6.49/9.53	38.43/0.72	-4.93	
太平鸟	-1.54/33.06/-66.87	1.29/4.22	12.32/4.23	-0.89	
<b>其中 Q2 单季度</b>					
海澜之家	9.58/-2.08/-9.42	-2.38/2.53	—	—	—
森马服饰	35.81/5.68/5.78	10.28/11.71	—	—	—
太平鸟	1.99/-29.24/-58.43	0.15/3.16	—	—	—

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**家纺板块: Q2 重点公司改善明显, 周转现金流水平明显好转**

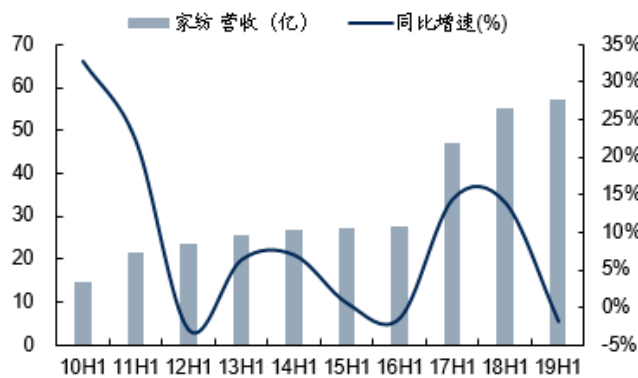
家纺板块内的公司包括罗莱生活、富安娜、水星家纺和梦洁股份。

**营收业绩: 19H1 营收业绩持续放缓, 但重点公司环比已有所改善**

**半年度分析: 营收业绩增速较 18H1 年有所放缓, 扣非净利润下降 12.61%**

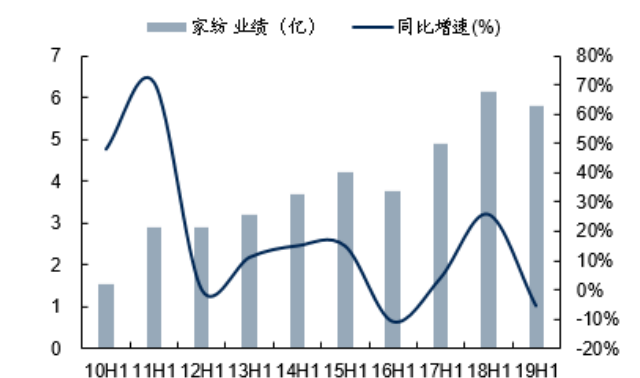
2019 年上半年板块实现营收 57.17 亿元, 同比增长 4.60%, 板块实现归属母公司股东的净利润 5.80 亿元, 同比下降 5.68%, 扣非净利润同比下降 12.61%。营收业绩增速均较去年同期有所放缓。

图 125: 2019 年 H1 家纺板块收入增长 4.60%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

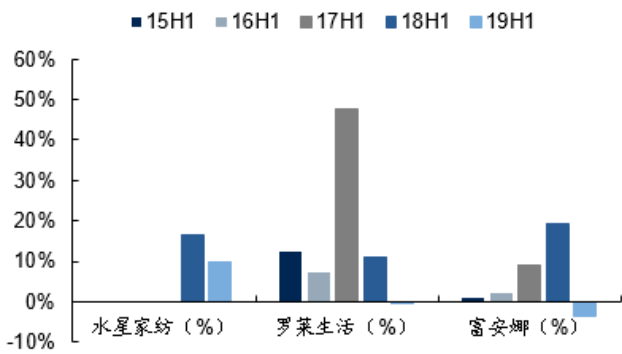
图 126: 2019 年 H1 家纺板块业绩下降 5.68%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

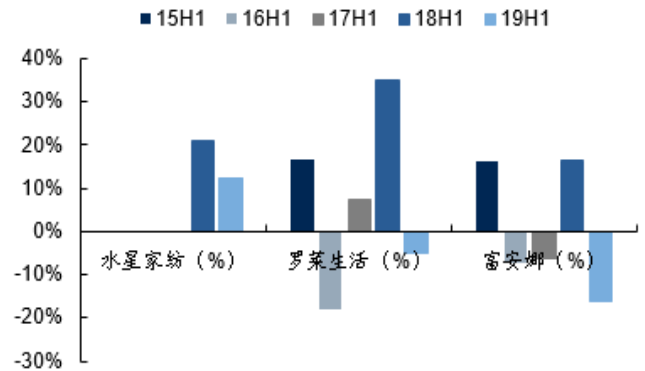
从板块内的公司来看, 水星家纺表现最为优异, 在线上恢复高增长的背景下营收业绩均实现了增长, 营收同比增长 9.97%, 业绩同比增长 12.47%, 罗莱生活和富安娜营收业绩均有下滑。富安娜线上同样表现优异, 但线下直营有所下降, 经销处于调整中故整体有所下降。

图 127: 重点公司营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 128: 重点公司业绩增速/%

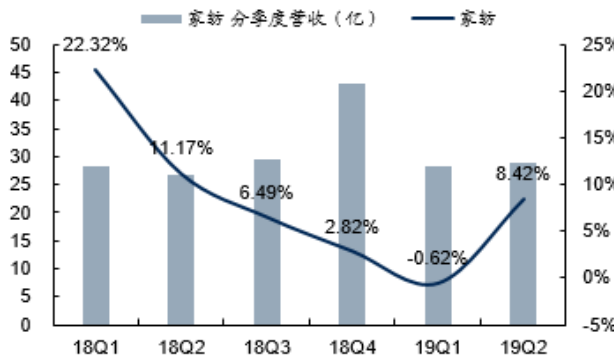


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

季度分析: Q2 营收较 Q1 明显改善, 业绩端仍然承压

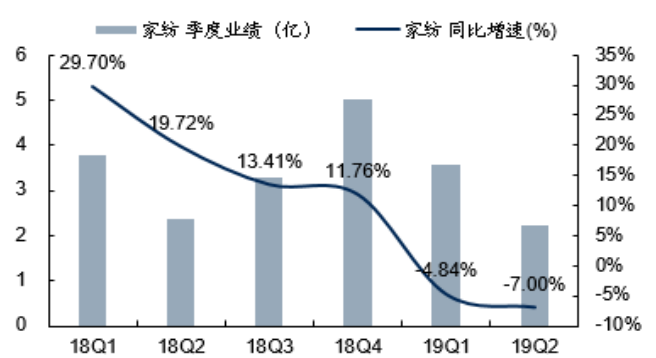
从季度分析来看, 2019 年 Q2 营收同比增长 8.42%; 从业绩来看, 19 年 Q2 板块整体业绩下降幅度较 Q1 进一步扩大, 三家重点公司业绩端较 Q1 有所好转, 但非重点公司梦洁股份 Q2 业绩下滑幅度较大。

图 129: 家纺板块季度营收增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

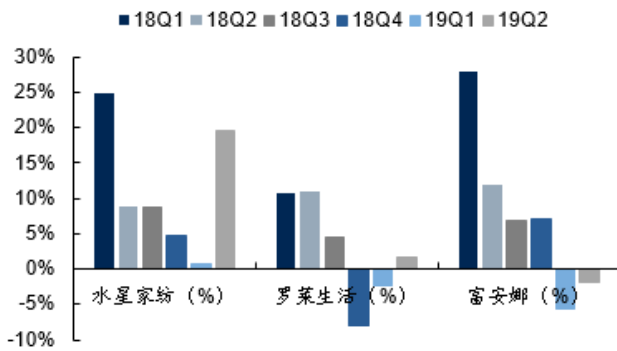
图 130: 家纺板块季度业绩增速/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

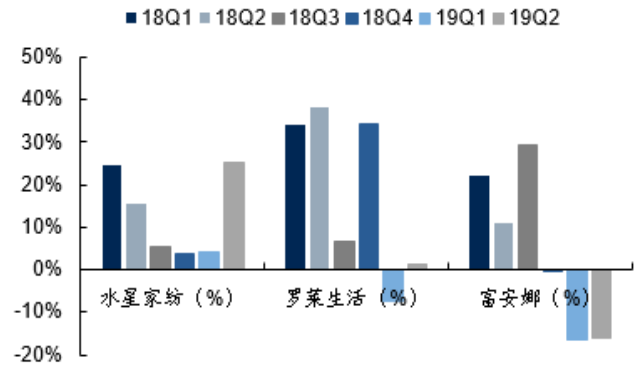
从板块内重点公司的情况来看, 三家重点公司 Q2 营收业绩均较 Q1 有所好转, 水星家纺表现优异, 单 Q2 营收同比增长 19.64%, 业绩同比增长 25.17%, 主要有 Q2 线上恢复高增长有关, 罗莱生活的营收业绩也恢复正增长, 富安娜的营收业绩下降幅度有所收窄。

图 131: 2018 年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 132: 2018 年以来各季度重点公司业绩增速 (%)



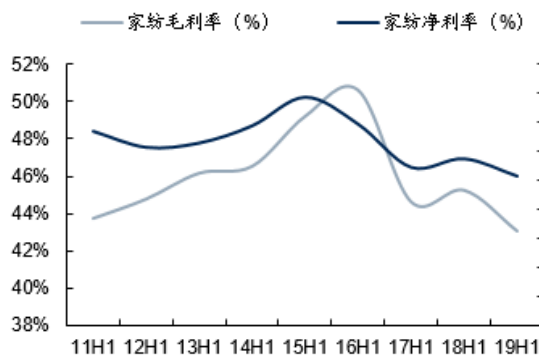
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**盈利能力: 毛利率下降同时期间费用率有所下降**

**年度分析: 毛利率下降较为明显, 控费能力有所增强**

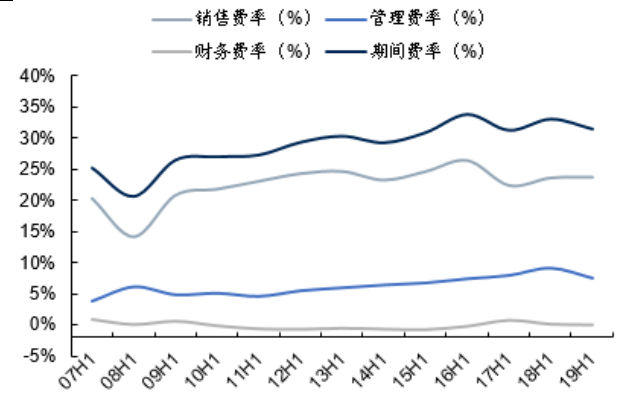
从家纺板块的盈利能力来看, 板块毛利率下降同时期间费用率有所下降。2019 年上半年, 板块整体毛利率为 43.06% (整体法), 较去年同期下降 2.20pct; 期间费用率为 31.36% (整体法), 较去年同期下降 1.61pct。

图 133: 2019 年 H1 家纺毛利率同比下降 2.20pct



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 134: 2019 年 H1 家纺板块期间费用率同比下降 1.61pct



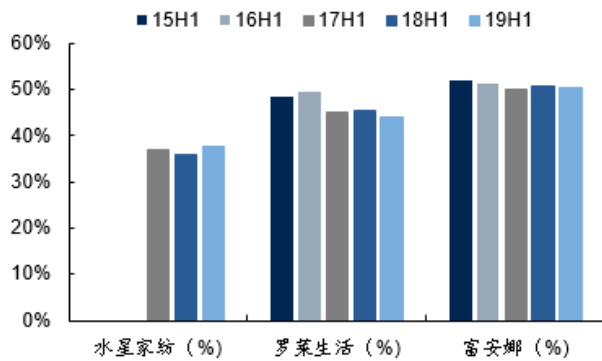
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从重点公司的毛利率变化来看, 除水星家纺的毛利率的有所提升外, 罗莱和富安娜的毛利率均有所下降, 水星的毛利率提升预计与毛利率较高的线上业务恢复高增长有关; 罗莱生活的毛利率下降 1.12pct, 预计与加大库存消化力度有关; 富安娜的毛利率下降 0.36pct, 基本保持稳定。

从重点公司的期间费用率来看, 除罗莱生活基本保持稳定外, 水星家纺和富安娜的期间费用率均有提升, 其中销售费用率提升幅度较大。

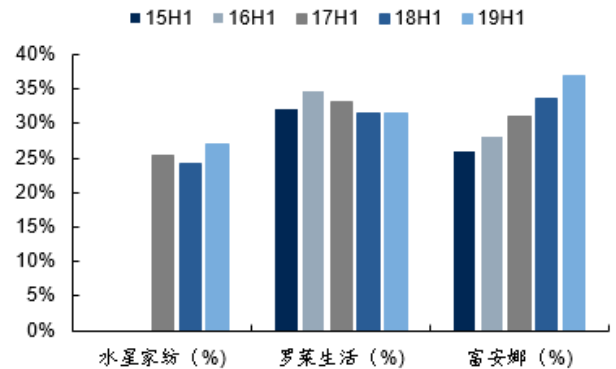


图 135: 重点公司 2013-2018 年毛利率变化/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 136: 重点公司期间费用率变化/%

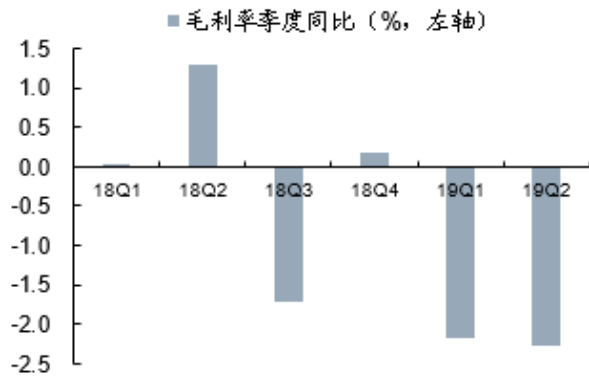


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

季度分析: Q2 毛利率期间费用持续下降

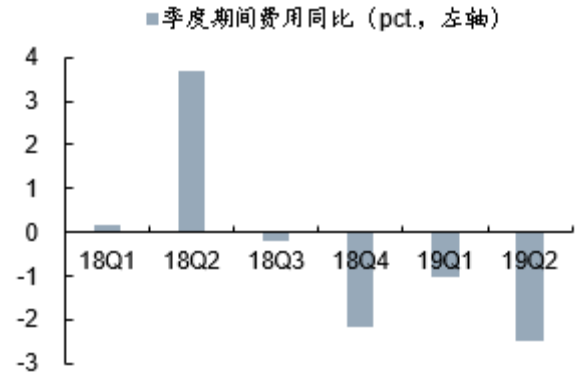
从季度的情况来看, 19 年 Q2 板块的毛利率继续下降 2.28pct, 同时期间费用率下降了 2.47pct.

图 137: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

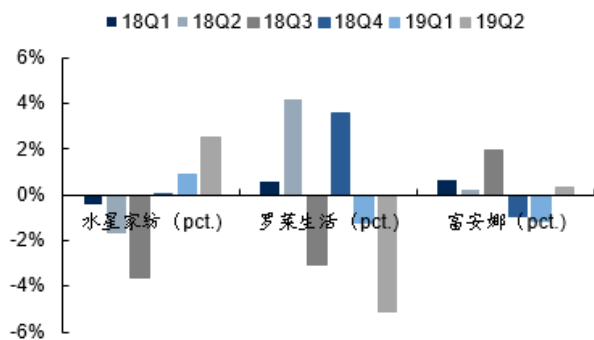
图 138: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

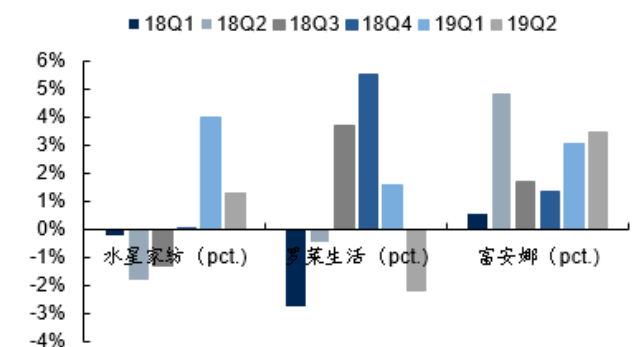
从重点公司的毛利率来看, Q2 重点公司的毛利率有所分化, 水星家纺提升幅度较大, 主要因毛利率较高的线上业务恢复高增长所致, 富安娜较 Q1 明显改善, 罗莱 Q2 毛利率下降幅度较大, 预计与去库存有关。从重点公司的期间费用率来看, 与毛利率的走势一致, 水星和富安娜的期间费用率有所提升, 其中富安娜的期间费用率提升幅度大于毛利率, 预计与渠道的调整有关, 罗莱的期间费用率随毛利率下降而下降但下降幅度低于毛利率的降幅。

图 139: 各季度重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 140: 各季度重点公司期间费用率同比 (pct)

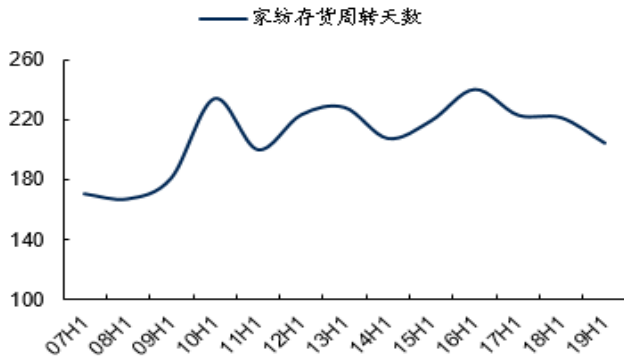


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力：周转、现金流水平明显好转

从营运情况年度分析来看，2019年H1板块存货周转天数同比下降16.91天至204.73天，同时板块应收账款周转天数同比下降1.01天至40.87天。

图 141：2019 年 H1 板块存货周转天数同比下降 16.91 天



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

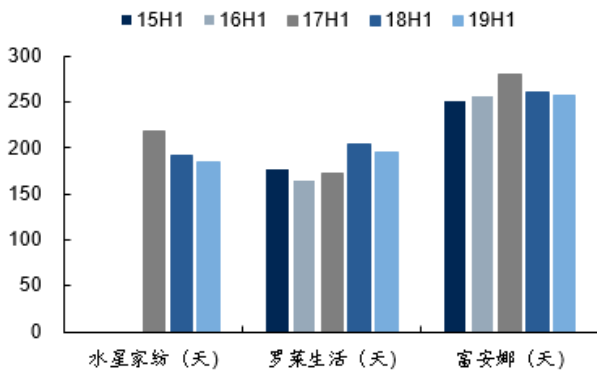
图 142：2019 年 H1 板块应收账款周转天数同比下降 1.01 天



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

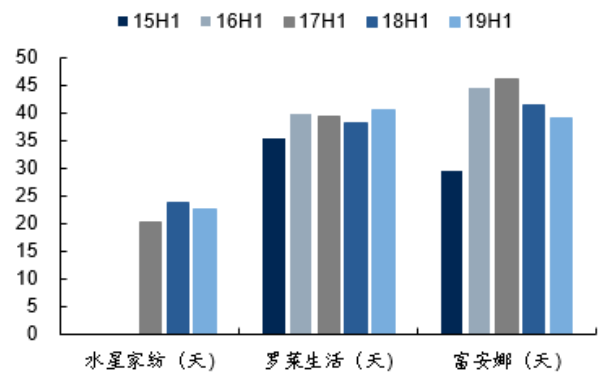
从重点公司来看，三家重点公司的存货周转天数均有所下降，显示行业正处于去库存的阶段。从应收账款周转天数来看，除罗莱生活的应收账款周转天数有所提升外，其他两家均有所下降。

图 143：板块重点公司存货周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 144：板块重点公司应收账款周转天数

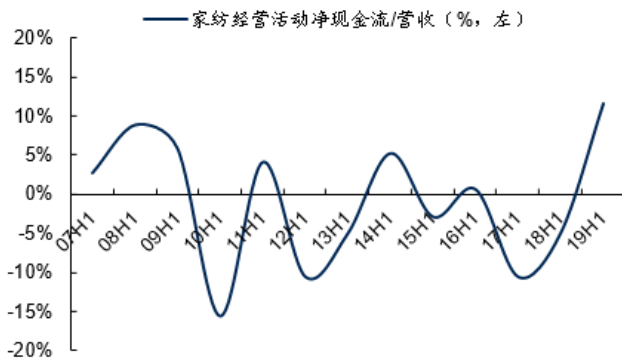


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

现金流情况：除拉夏贝尔外板块其他公司经营性现金流均有下降

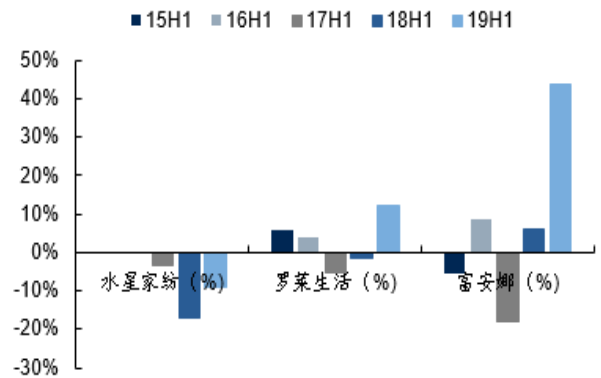
从经营性现金净流量情况来看，2019年板块整体经营性现金净流量营收比同比上升16.49pct，明显改善。三家重点公司的经营性现金流净流量/营收均有好转，水星家纺的指标好转预计与直营平台的占比提升以及代销平台回款加快有关，富安娜的好转预计主要与加强加盟管理后周转提升有关。

图 145: 板块经营性现金流净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 146: 板块重点公司经营性现金流净流量营收比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

家纺重点公司半年基本面概览如下:

表 6: 板块重点公司基本面概览

公司	营收/业绩/扣非增速 (%)	毛利/期间费用率同比 (pct.)	存货/应收周账款周转天数同比	经营净现金流/营收同比 (pct.)	短评
<b>19 年 H1</b>					
水星家纺	9.93/12.47/-2.23	1.72/2.85	-6.15/-1.30	8.03	主品牌收入增速逐季好转, 爱居兔处于调整阶段; 主品牌毛利率提升拉动整体毛利率提升, 但受新平怕爱孵化力度加大以及直营门店开拓期间费用率提升幅度较大; 周转水平基本稳定, 经营性现金流受其他经营性往来款增加有所下降
罗莱生活	-0.43/-5.05/-12.26	-1.12/-0.13	9.48/2.55	13.80	剔除并表童装主业营收增约 30%, 休闲装营收增 12%, Q2 增速降至个位数; 毛利率提升较多主因并表和休闲装库存出清和折扣下降, 期间费用率提升较多与 Kidiliz 直营模式以及管理团队薪酬有关; 存货周转提升较多主因并表以及备货增加所以; 经营性现金流营收比同比下降 4.93pct, 主要系本期支付租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加以及并表 Kidiliz 集团所致。
富安娜	-3.58/-16.22/-21.11	-0.36/3.31	-3.66/-2.36	-37.82	Q2 营收受到电商增速回升以及线下同店跌幅收窄影响, 增幅转正, 上半年乐町表现优异, 其他品牌均有下滑, 但男装 Q2 增速已转正; 商品管理改革显著折扣后滤提升带动毛利率提升, 但受到收入下滑影响, 期间费用率提升幅度较大; 存货周转天数小幅上升; 经营性现金流营收比基本稳定。
<b>其中 Q2 单季度</b>					
水星家纺	19.64/25.17/30.11	2.51/1.27	—	—	—
罗莱生活	35.81/5.68/5.78	-5.08/-2.20	—	—	—
富安娜	1.99/-29.24/-58.43	0.34/3.45	—	—	—

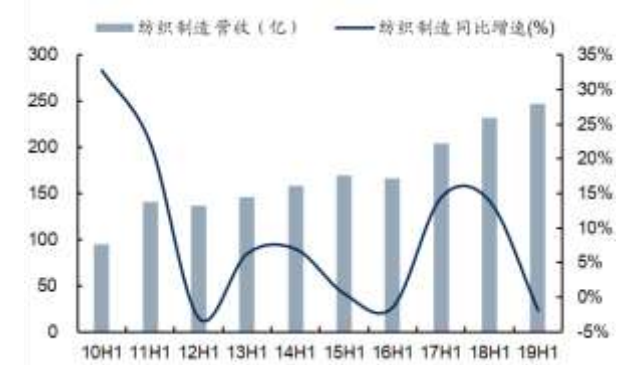
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

纺织制造板块: 贸易争端直接压制影响较大, 少数龙头相对稳健

营收及业绩: 内外不利环境影响, 收入业绩双陷下滑

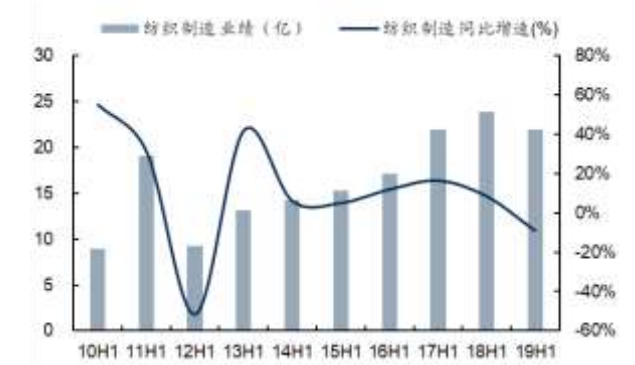
2019 上半年纺织制造板块共实现营收 274.08 亿元, 同比下滑 1.26%, 在中美贸易战僵持并不断升级背景下, 全球起亚主要经济体也呈现出增长疲态, 对国内出口加工型的纺织企业造成一定负面影响, 同时国内下游需求也有所减弱, 并受到宏观不确定因素及悲观预期较大影响; 实现业绩 21.91 亿元, 同降 9.08%, 扣非后 18.76 亿元, 同降 7.42%。

图 147: 纺织制造板块半年收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

图 148: 纺织制造板块半年业绩及增速

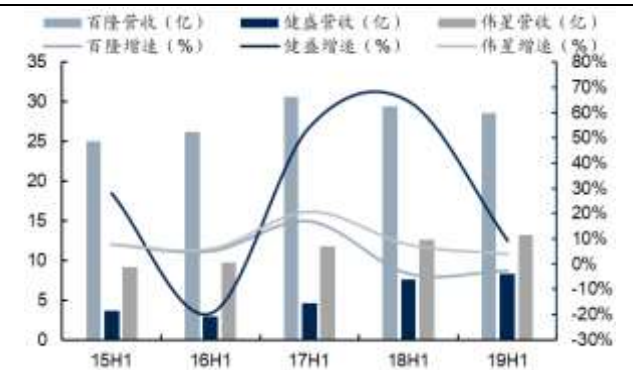


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

重点公司方面,从收入来看,健盛集团上半年营收同比增长 9.31%至 8.27 亿元,维持了近双位数增速,其中棉袜业务受杭州工厂搬迁影响仅微幅增长,内衣业务则在产能扩张情况下保持良好客户订单增长,收入增速在 25%左右;百隆东方收入同降 2.66%至 28.65 亿元,越南地区产能建设虽顺利推进,但受外部环境影响订单增长较少,同时产品售价随棉价下滑;伟星股份营收同增 3.96%至 13.15 亿元,其中纽扣业务增速超 8%相对较高,拉链业务则基本持平,出口收入增速受益加拉工厂项目带动接近两位数,内销则实现小幅增长。

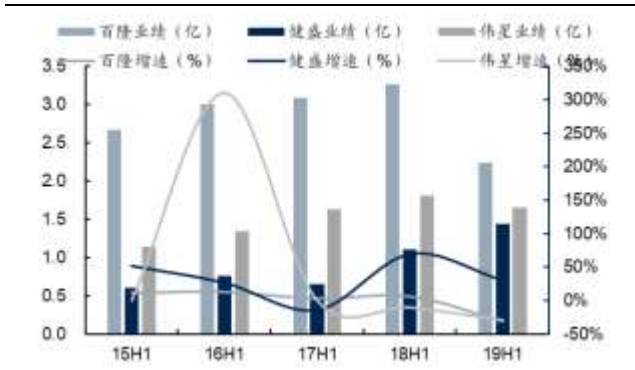
业绩方面,健盛集团上半年业绩同增 30.12%至 1.44 亿元,在总体弱势环境下表现极为突出,其中俏尔婷婷实现净利润超 6 千万元;百隆东方业绩同降 31.14%至 2.24 亿元,除经营环境不佳因素外,主要系上半年在相对悲观经济预期下大宗商品价格集体走弱,棉花期货价格大跌导致公司持有的相关头寸损失较大,扣非后业绩下滑 5.23%;伟星股份业绩同降 8.16%至 1.66 亿元,主要受产品结构调整导致盈利能力下降以及费用率上升影响。

图 149: 纺织制造重点公司半年收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

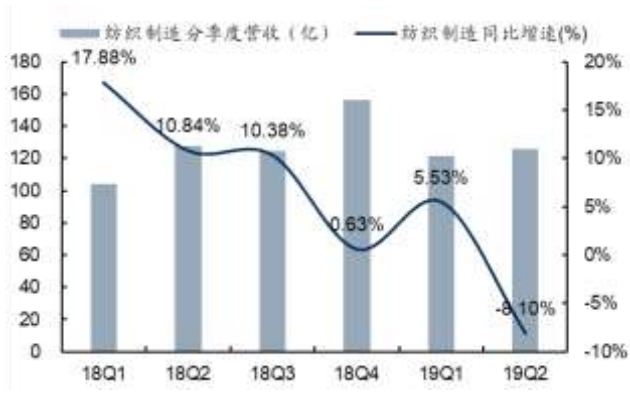
图 150: 纺织制造重点公司半年业绩及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

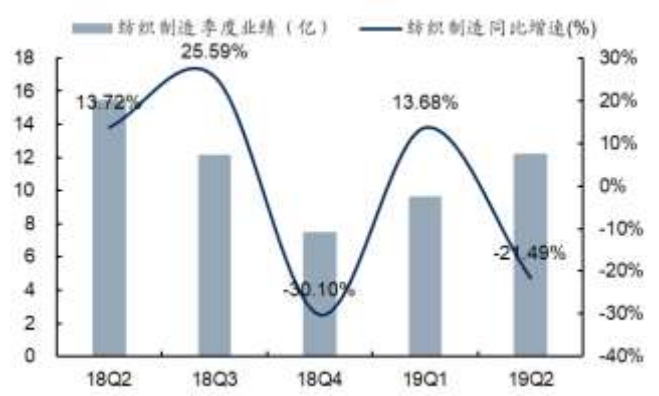
从单季度来看,纺织制造板块 19Q2 季度营收同比下滑 8.10%至 125.68 亿,受期内贸易战不利影响不断积累并有所升级造成较大影响,同时下游偏低迷景气度延续,业绩同比下滑 15.56%至 12.25 亿元,在 Q1 集中抢出口,赶工在手订单结束后承压态势明显。

图 151: 纺织制造板块季度营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响。

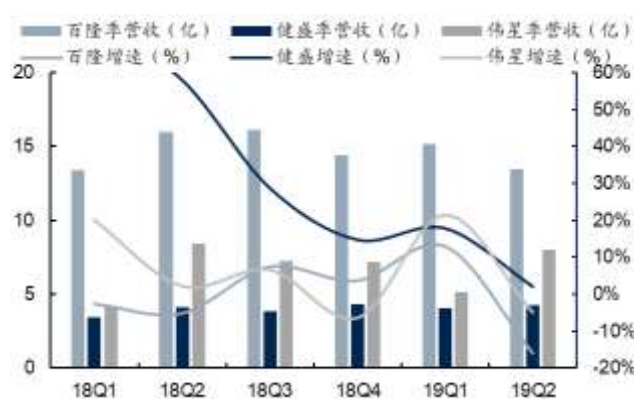
图 152: 纺织制造板块季度业绩及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

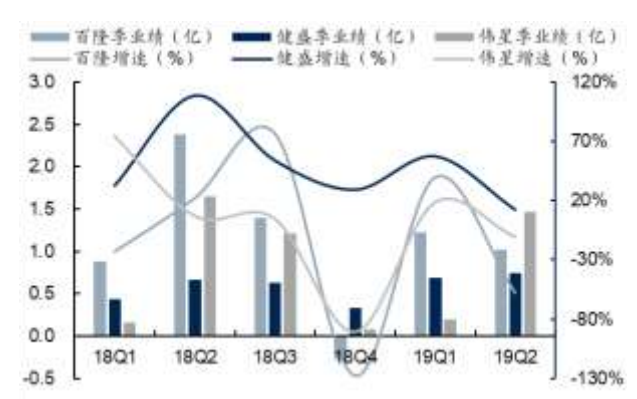
对于重点公司, Q2 同样受行业环境影响较大, 健盛集团营收同比小幅增长 2.20%; 百隆东方营收则同比下滑 15.87%; 伟星股份营收同比下滑 4.87%, 环比 Q1 皆大幅度放缓。业绩方面, 健盛集团 Q2 同比增长 12.34%, 考虑整体景气度表现相对突出; 百隆东方季度业绩同比下滑 57.31%, 主要系期货亏损确认较多扣非后下滑 12.08%; 伟星股份业绩则同比下滑 10.80%。

图 153: 纺织制造重点公司季度营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 154: 纺织制造重点公司季度业绩及增速



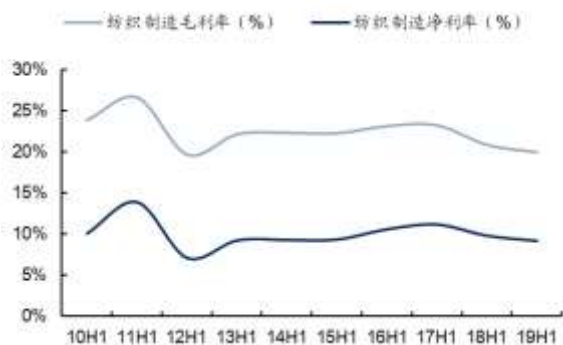
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**盈利能力: 上下游毛利率分化整体基本持平, 费用率有所上升**

上半年纺织制造板块毛利率同比微升 0.1pct 至 20.0%, 主要系处于产业链相对上下游环节的公司原棉等原材料价格下跌背景下所受影响方向不同; 整体期间费用率同比微升 0.18pct. 至 10.66%, 虽然板块内绝大部分公司期间费用率皆有一定上升, 但综合来看费用率较低的公司占比相对提升, 具体来看, 销售/管理/财务费用率同比变化 0.16/-0.38/0.41pct, 整体需求不振情况下销售费率、财务费率皆有上升, 同时管理费率下降反映业内公司在不景气情况下对费用控制的强化; 在此基础上净利率同比下降 0.6pct. 至 9.2%。

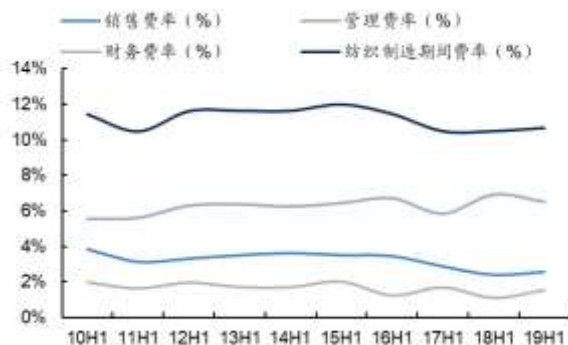


图 155: 纺织制造板块半年毛利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

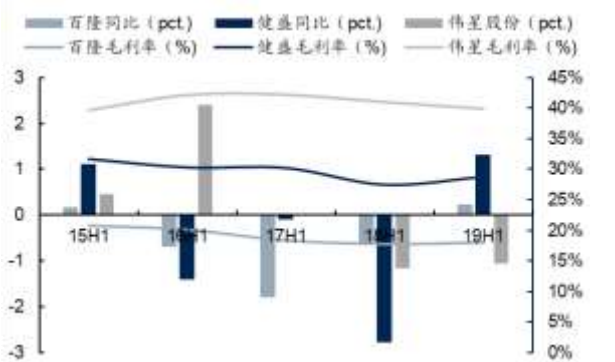
图 156: 纺织制造板块半年期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

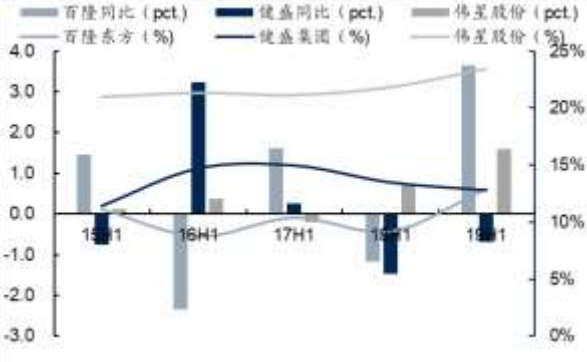
重点公司方面, 健盛集团上 19 年上半年毛利率较上年提升 1.3pct. 至 28.72% 主要系毛利率更高的内衣业务收入增长较快, 费用率同比略为下降 0.68pct. 至 12.8%; 百隆东方毛利率同比下降 1.9pct 至 18.02%, 一方面下游需求减弱对订单价格及产能利用率造成影响, 同时毛利相对较低的白纱产能增加, 期间费用率同比上升 3.7pct 至 12.9%; 伟星股份毛利率同比下降 1.1pct 至 39.9%, 主要系拉链业务在内需不振情况下毛利率下降较多, 期间费用率上升 1.6pct 至 23.4%, 主要为销售费用率的上升, 同时利息支出增加。

图 157: 纺织制造重点公司半年毛利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

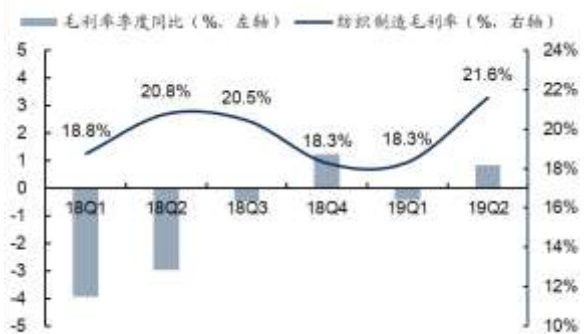
图 158: 重点公司半年期间费用率及变动对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

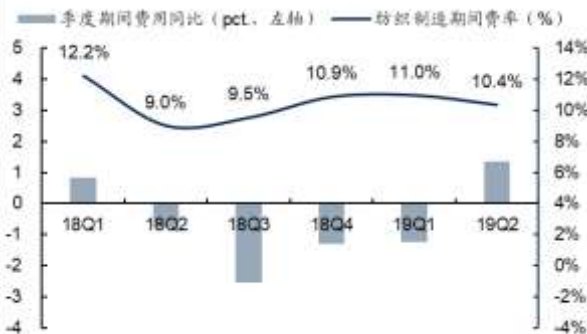
分季度来看, 纺织制造板块 Q2 毛利率上升 0.8pct. 至 21.6%, 主要系部分公司在成本相对下降带动, 整体期间费用率同比提升 1.3pct. 至 10.4%, 所有公司费用率都有出现不同程度上升, 整体来看管理及财务费用率上升较快。

图 159: 纺织制造季度毛利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 160: 纺织制造季度期间费用率情况

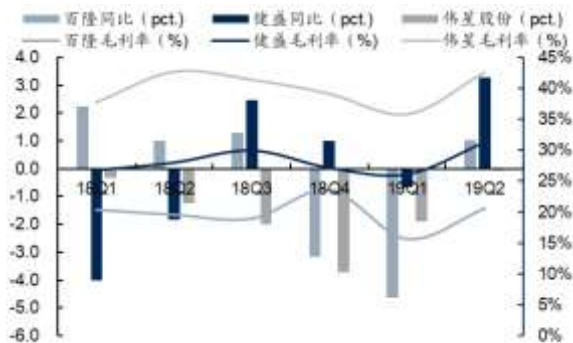


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于重点公司, 健盛集团 Q2 毛利率提升 3.3pct, 主要系高毛利率内衣业务持

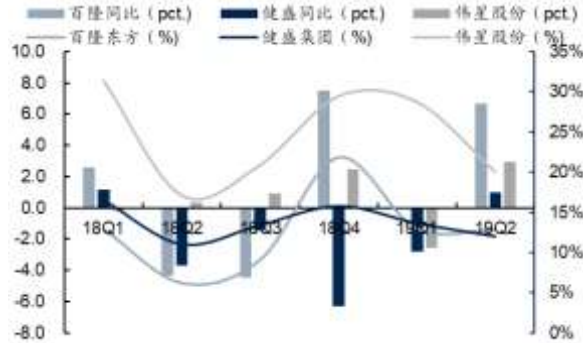
续增加有关，期间费用率同比上升 1.0pct，主要系销售和财务费用率增加；百隆东方毛利率提升 1.0pct，而期间费用同比提升 6.7pct，主要系管理费率先升高较多，同时财务费率也有所增加；伟星股份毛利率同比下降 0.1pct，期间费率则上升 3.0pct，主要系管理及销售费用升高。

图 161: 纺织制造重点公司季度毛利率变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 162: 纺织制造重点公司季度期间费用率情况

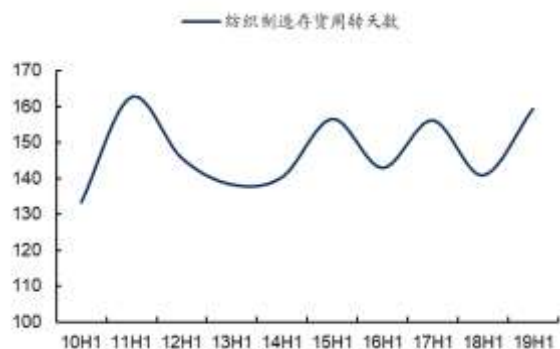


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**运营能力: 存货周转天数增加较为明显, 应收情况基本保持稳健**

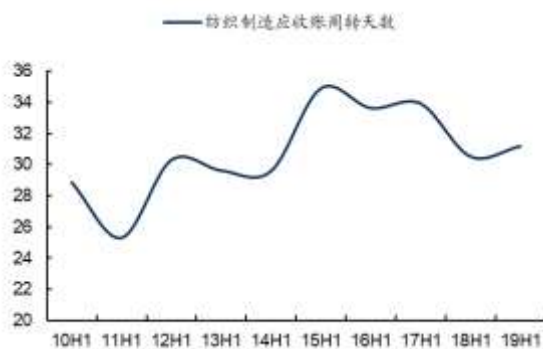
上半年纺织制造板块存货周转天数较上年增加 17.9 天至 159.4 天, 反映相对不畅的订单销售情况; 应收账款周转天数则较上年减少 1.7 天至 38.9 天, 反映客户总体回款情况保持良好。

图 163: 纺织制造板块半年存货周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

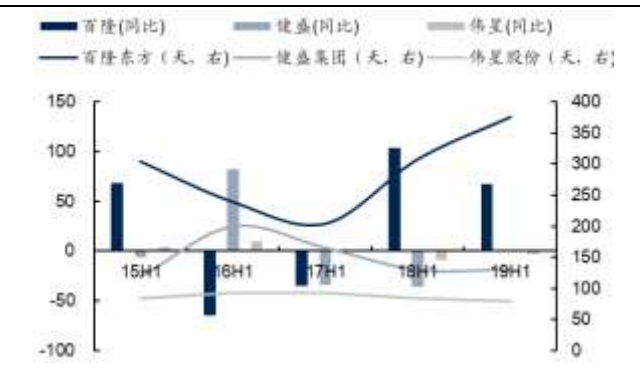
图 164: 纺织制造板块半年应收账款周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

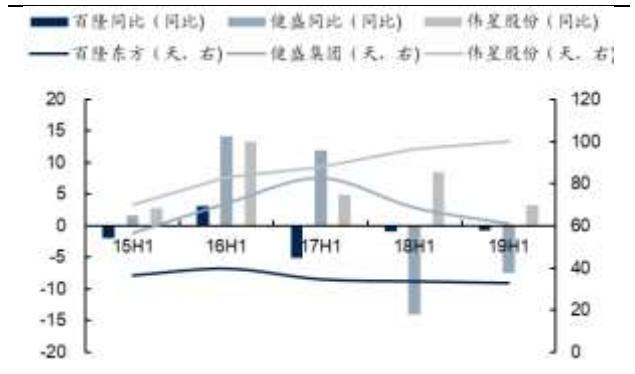
重点公司方面, 健盛集团上半年存货周转天数较上年增加 16.2 天至 130.9 天, 主要系去年同期存货基数较小, 实际增量不大, 应收账款周转天数下降 3.8 天至 61.2 天, 持续强化; 百隆东方上半年存货周转天数增加 131.4 天至 375.5 天, 主要系在订单销售不畅背景下又主动对低价棉花原材料增加较多, 营收账款周转天数下降 3.0 天至 33 天, 保持良好状态; 伟星股份存货周转天数较上年减少 5.3 天至 79.5 天, 应收账款周转天数上升 11.3 天至 99.8 天, 主要受期末应收销售款项增加较多影响, 预计与海外业务拓展有关。

图 165: 纺织制造重点公司半年存货周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

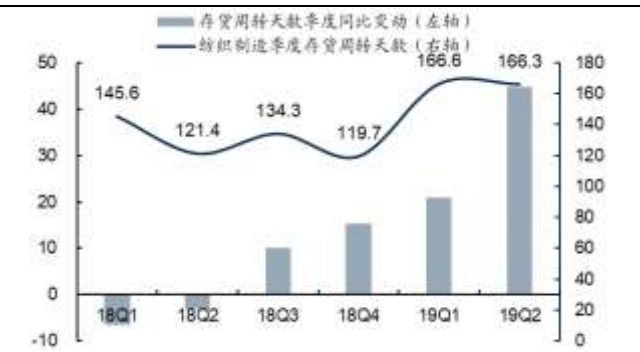
图 166: 重点公司半年应收账款周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

分季度来看, 纺织制造板块 Q2 存货周转天数同比增加 32.7 天至 166.3 天, 整体上反映需求偏弱背景下库存商品及原材料有所积累的情况; 应收账款周转天数同比增加 2.5 天至 39.4 天, 整体保持相对稳健。

图 167: 纺织制造板块季度存货周转天数及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

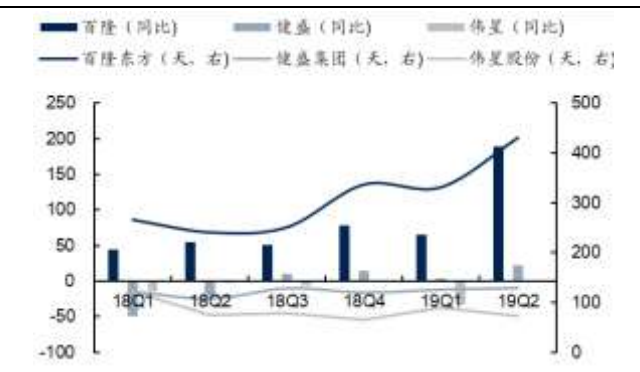
图 168: 纺织制造板块季度应收账款周转天数及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

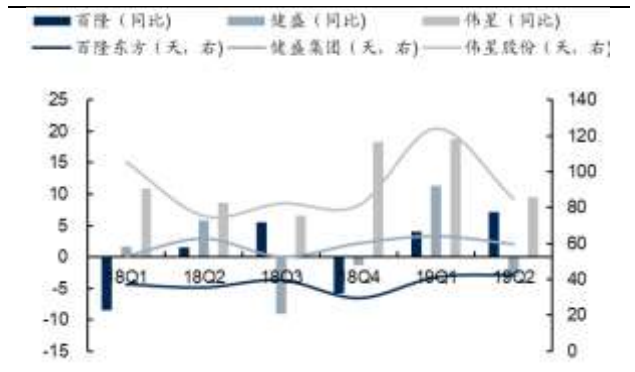
对于重点公司, 健盛集团存货周转天数同比分别增加 22.2 天至 129.0 天, 主要系去年存货基数较低, 应收账款周转天数上升 6.4 天至 59.6 天, 相对保持稳定; 百隆东方 Q2 存货周转天数同比增加 195.9 天至 430.8 天, 除大, 主要系期内宏观不确定性因素增强, 下游悲观情绪较浓影响订单, 而自身产能稳步增加, 应收账款周转天数上升 8.0 天至 42.6 天; 伟星股份存货周转天数同比基本持平, 应收账款周转天数则上升 20.9 天至 85.0 天。

图 169: 纺织制造重点公司季度存货周转天数对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 170: 纺织制造重点公司季度应收账款周转天数对比

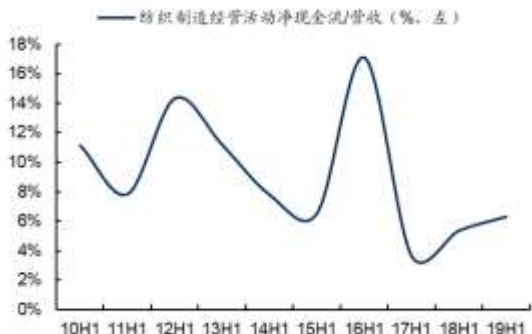


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**经营现金流：波动较大，偏紧情况略有缓解**

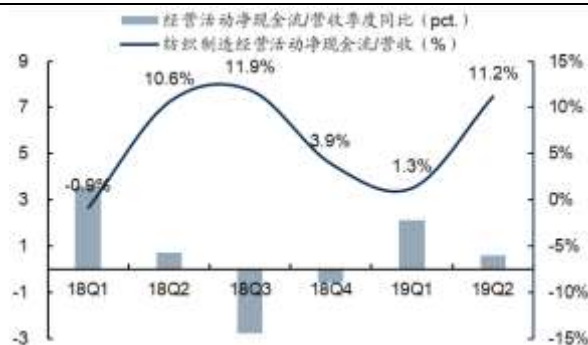
上半年纺织制造板块经营活动净现金流/营收较上年上升 1.0pct.至 6.3%，保持了较为稳健状态，其中 Q2 经营活动净现金流/营收同比上升 0.6pct.至 11.2%。

图 171：纺织制造板块半年经营净现金流/营收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

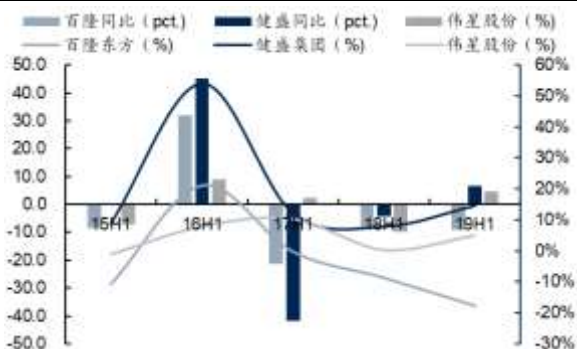
图 172：纺织制造板块季度经营净现金流/营收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

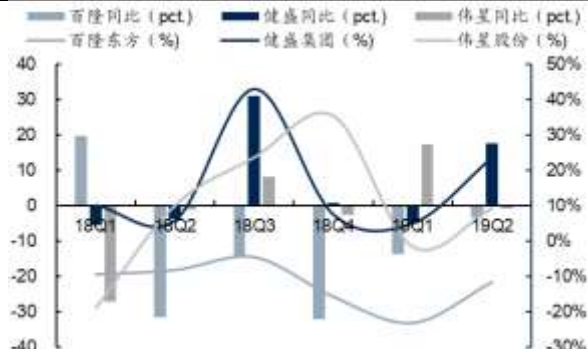
重点公司方面，**健盛集团**上半年经营活动净现金流/营收较上年上升 6.7pct.至 14.5%，经营现金流充裕且不断强化，其中 Q2 经营活动净现金流/营收同比上升 17.7pct.，反映顺畅回款情况；**百隆东方**上半年经营活动净现金流/营收较上年下降 9.0pct.至 -17.8%，经营现金流情况偏紧，受存货增加等因素影响较大，其中 Q2 经营活动净现金流/营收同比下降 3.4pct.；**伟星股份**上半年营活动净现金流/营收较上年上升 4.6pct 至 4.9%，相对改善明显，其中 Q2 小幅下降 0.9pct.

图 173：纺织制造重点公司半年经营净现金流/营收情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 174：纺织制造重点公司季度经营净现金流/营收情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

纺织制造重点公司半年基本面概览如下：



**表 7: 板块重点公司基本面概览**

公司	营收/业绩/扣非增速 (%)	毛利率/期间费用率同比 (pct.)	存货/应收周账款周转天数同比	经营净现金流/营收同比 (pct.)	短评
<b>19 年 H1</b>					
健盛集团	9.3/30.1/32.5	1.3/-0.7	16.2/-3.8	6.7	作为全球袜业龙头和一流无缝内衣制造商手握众多世界知名服饰品牌客户资源;越南产能稳步建设, 19 年预计棉袜产能将扩大至 1.5 双, 1800 万件无缝内衣项目照原计划将在年内投产。去年成功开发 NIKE、ADIDAS、GAP 等头部客户, 有望持续带来订单。
百隆东方	-2.7/-31.1/-5.2	0.2/3.7	131.4/-3.0	-9.0	今年以来贸易战及全球经济疲软的负面冲击水平逐步升高, 对棉价、下游棉纱需求产生较强烈抑制作用, 同时使公司套保业务造成较大直接损失。整体来看公司作为国内色纺纱两大龙头企业之一具备较强风险承受能力, 目前越南产能顺利扩张, 待外部环境转暖有望实现较强业绩弹性。
伟星股份	4.0/-8.2/-10.7	-1.1/1.6	-5.3/11.3	4.6	孟加拉工厂项目顺利推进吸引更多优质客户, 外销环境整体不佳情况下仍实现近两位数增长, 内销受下游需求不振影响仅小幅增长, 公司作为全球纽扣及拉链辅料龙头, 长期积累之下在业内具备较强影响力, 自身竞争优势巩固有助于在外部环境转暖后实现业绩快速增长。
<b>其中 Q2 单季度</b>					
健盛集团	2.2/12.3/27.5	3.3/1.0	22.2/-3.2	17.7	—
百隆东方	-15.9/-57.3/-12.1	1.0/6.7	189.5/7.1	-3.4	—
伟星股份	-4.9/-10.8/-13.7	-0.1/3.0	-0.2/9.6	-0.9	—

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议: 龙头率先复苏, 优选标的布局 Q4

自去年下半年以来, 受国内零售大环境不佳影响, 同时受到今年天气以及去年高基数等原因影响, 板块基本面显著承压: 从板块营收及业绩变化来看, 纺服日化板块上半年营收同增 8.12%, 业绩同增 2.83%, 均较去年同期显著放缓, 但具体来看, 各子行业及其中企业分化均较为明显, 总体而言体育、日化、童装等优质细分赛道整体表现更好, 而我们持续关注的各子行业龙头企业则表现明显优于行业平均水平, 且率先在 Q2 走出了基本面复苏趋势。

展望下半年, 从近期内外部环境变化来看, 国内方面随着近期央行释放降息讯号以及政府持续出台促销费的积极政策, 预计对整体消费行业的刺激作用将逐步显现; 并且下半年为去年同期行业基本面的地点, 因此我们预计行业整体景气度有望实现进一步复苏, 而其中优质细分行业中的龙头公司, 则有望凭借在渠道、产品、品牌等方面的积累, 基本面复苏趋势有望进一步强化, 并体现出更明显的业绩弹性。对此我们继续建议从两个方向进行投资布局:

**(1) 积极布局处在行业增长空间广阔、集中度较高或提高趋势明显的优质赛道龙头公司。**目前来看化妆品, 童装、体育鞋服以及新模式细分行业皆具备良好发展前景, 其中的龙头公司也凭借强大成熟的商业模式、不断强化的运营能力等优势, 不断实现远高于行业平均水平的高速增长, 重点关注 **1) 珀莱雅:** 公司下半年一方面将进一步紧紧围绕定位客群打造新品, 并借力新媒体及头部 KOL, 围绕产品特征挖掘卖点, 实现品类迭代成长; 另一方面, 多品牌布局不断深化, 未来将准备以合伙制继续推进外延, 外延预期持续强化; **2) 比音勒芬:** 公司精准定位高端商务休闲客群, 不断提升的产品打造能力及会员服务能力, 有效增强客户粘性; 中长期来看公司开店空间仍在, 此外定位度假休闲的威尼斯产品系列布局稳步推进, 未来有望成为公司第二增长来源点。

**(2) 基本面在近期有较为明显积极变化的品牌龙头, 股价前期调整相对充分, 业务稳定但动态估值处于历史区间相对底部, 未来有望在基本面逐步复苏的过程中实现估值修复。**重点关注: **1) 歌力思:** 随着近期中高端服饰行业有所回暖, 公司上半年逐季改善表现较为突出, 主品牌内生增长强劲, 第二大品牌 IRO 在内生外延带动下呈现一定程度爆发, 其余品牌整体态势良好, 多品牌运营实力及潜力不断验证, 下半年在自身基本面低基数背景下, 在主品牌开店力度加快,



新品牌盈利能力加强,全年有望加速复苏确定性较强,估值有望实现加速修复;

**2) 森马服饰:** 作为国内童装龙头,主品牌巴拉巴拉份额保持领先,并购法国童装集团后目前已是全球第二大童装公司,未来有望在全品类、全年龄段、各消费层次全覆盖的多品牌矩阵下,进一步加深童装业务竞争壁垒,充分享受行业红利。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

代码	公司简称	投资评级	收盘价 (9.12)	EPS				PE				PB 2018
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
603605	珀莱雅	买入	81.95	1.43	1.97	2.65	3.35	57.3	41.6	30.9	24.5	3.9
603808	歌力思	买入	16.47	1.08	1.29	1.52	1.76	15.3	12.8	10.8	9.4	3.7
002563	森马服饰	买入	11.36	0.63	0.71	0.84	0.97	18.0	16.0	13.5	11.7	2.1
002832	比音勒芬	买入	24.44	1.61	1.33	1.68	2.08	15.2	18.4	14.5	11.8	4.5
600315	上海家化	买入	33.31	0.81	0.99	1.15	1.36	41.1	33.6	29.0	24.5	4.6
603877	太平鸟	买入	14.33	1.20	1.33	1.50	1.7	11.9	10.8	9.6	8.4	3.9
600398	海澜之家	买入	8.43	0.76	0.83	0.89	0.96	11.1	10.2	9.5	8.8	3.9
603365	水星家纺	增持	17.15	1.07	1.20	1.35	1.5	16.0	14.3	12.7	11.4	3.0
603839	安正时尚	增持	13.38	0.70	0.93	1.09	1.22	19.1	14.4	12.3	11.0	2.8
002127	南极电商	增持	9.78	0.36	0.49	0.63	0.76	27.2	20.0	15.5	12.9	6.6
300577	开润股份	增持	33.62	0.80	1.08	1.46	1.89	42.0	31.1	23.0	17.8	15.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm$ 10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm$ 10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032