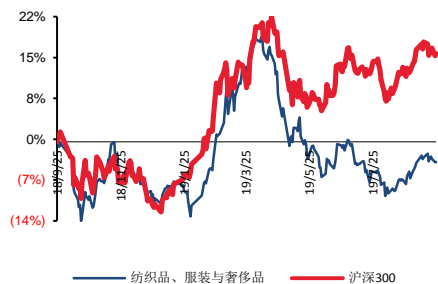


可选消费 耐用消费品与服装

纺服中报总结：筑底与分化

■ 走势比较



■ 子行业评级

纺织品	中性
服装、服饰与奢侈品	看好
鞋类	中性

相关研究报告：

《红豆股份（600400）：主业稳健增长毛利率提升，看好后续智慧零售改革》
--2019/08/29

《开元股份（300338）：纯正职教巨头营收高增，未来业绩可期》
--2019/08/20

《东方时尚（603377）年报&一季报点评：异地项目稳步推进，驾培龙头业绩可期》
--2019/04/18

证券分析师：郭彬

电话：18621965840

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119051909001

报告摘要

行业概述：中报结束，纺织服装上市板块19Q2单季度表现差强人意，主要受休闲服板块两家公司巨亏影响（拉夏贝尔，美邦服饰），估值接近历史低位。体育运动，电商，化妆品景气度较高，女装有所好转，休闲服，鞋帽业绩仍处于筑底中。

我们选取了47家行业重点公司进行分析，有效规避了估值异常值等扰动因素，体现出以下特点：

- 营收：**2019年Q1/Q2的营收增速为+7.7%/-0.1%。由于2018Q2的基数（+13.5%）较高，较同期下降明显（-14.6pct）。综合来看，19H1在高基数下的增长呈放缓趋势，19Q2增速进一步放缓，行业营收端同比增速压力上升。
- 净利：**2019年Q1/Q2的净利增速为+3.0%/-26.1%，对比2018年Q1/Q2的净利增速+17.6%/+16.5%，下滑严重。19Q2波动较大主要受部分盈利下滑的子版块行业影响（休闲服饰、鞋帽等），18年的高基数也带来了行业内的增速压力，剔除拉夏和美邦亏损影响后，19Q2单季度净利增速-9.6%，下降在双位数以内。总体行业增速进一步放缓，行业增速压力仍受到高基数效应的影响。预计19H2压力会有所降低。
- 盈利能力：**2019年Q1/Q2行业整体毛利率37.67%/38.54%，较同期变动-1.1pct/+0.95pct，2018年Q1/Q2/Q3/Q4毛利率分别为38.77%/37.59%/37.71%/38.18%，毛利率指标基本稳定。2019年Q1/Q2行业整体净利率10.84%/8.37%，较同期变化-0.84pct/-3.3pct，2018年Q1/Q2/Q3/Q4行业整体净利率11.68%/11.67%/10.11%/6.39%，19Q1净利率环比趋势转好明显，19Q2净利率的下滑受到子行业休闲服饰的亏损拖累影响。
- 板块持仓：**剔除南极电商持股集中影响，行业持股仍低于历史平均水平。19H1行业持仓方面，以重仓股口径，截至纺织服装行业持股市值为78.8亿，不含南极电商为34.4亿，占全部基金持仓比分别为0.73%/0.32%，低于历史平均水平0.57%。前五大持仓市值股票为南极电商（44.3亿）、

森马服饰（12.8 亿）、比音勒芬（5.35 亿）、开润股份（3.2 亿）、百隆东方（2.6 亿）。

5、**板块估值：**截至 2019 年 9 月 14 日，板块 PE（TTM）估值为 23.7X，基本接近历史 18X 左右的底部，处于历史上的底部区间。

综合 18 全年及 19 年 Q1/Q2 情况来看，营收及盈利端在去年冷冬高基数影响下同比增速略显压力，19Q1 营收、净利和盈利能力层面单季度环比均有不同程度的向好，19Q2 由于子行业休闲服饰等的盈利下滑严重，在营收和净利方面受到较大影响。由于 17Q4 的冷冬效应，致使 18H1 整体基数水平较高，站在现在时间展望下半年服装行业的基本面数据，我们认为可以相对乐观一点。从季节性的因素来看，18Q4 暖冬基数较低，随着未来基数效应的下降，行业同比数据会出现边际改善。未来随着高基数效应的减弱和消费环境的稳定，改善部分子行业和公司，下半年有望会出现回升。

综合来看，行业盈利能力基本稳定，环比略有影响，但总的来看，消费环境的波动目前主要影响的还是量，对价格端暂时没有形成太大压力。

推荐组合：

运动服饰组合：安踏，李宁，比音勒芬

电商组合：南极电商，开润股份

化妆品组合：珀莱雅，丸美股份，上海家化

行业白马组合：森马服饰，海澜之家，歌力思。

风险提示：人民币升值风险，终端需求疲软，库存风险，行业调整不达预期；行业及公司净利率下滑风险，现金流压力风险。

目录

一、行业概述：盈利及净利有所下滑，板块分化明显	4
(一) 2019 年 Q1, Q2 财务数据情况	4
二、 纺织制造：19Q2 有所放缓，全年表现仍需观望	10
(1) 19Q2 营收和净利润增速放缓，预计下半年会有所回升	10
(2) 盈利能力：19Q2 盈利能力略有下降	11
(3) 营运能力：存货周转率有所下降	12
三、 女装：19Q2 营收稳步增长，净利润增速同比收窄	12
(1) 盈利能力：19Q2 毛利率较为稳定，净利润环比下降	13
(2) 存货周转率和应收账款周转率	15
四、 家纺板块：波澜不惊	15
(1) 家纺板块营收增速放缓，净利同比出现下降	15
(2) 盈利能力：整体有所下降	16
(3) 营运能力：存货周转率和应收账款周转率	17
五、 电商板块：双雄保持较高增长	17
(1) 盈利能力：毛利率有所波动	18
(2) 存货周转率：开润股份周转率稳定	19
(3) 现金流：电商公司略有下行	19
六、 运动服饰板块：整体景气度高，龙头效应明显	20
(1) 19Q2 营收增速放缓，19H1 主要公司增速上升	20
(2) 盈利能力：李宁改善明显	20
(3) 营运能力：周转基本持平	21
七、 化妆品板块：仍处于高景气区间的赛道	22
(1) 化妆品板块营收增速略有放缓，盈利增速较高	22
(2) 盈利能力：毛利率和净利率波动较小	22
(3) 营运能力：存货周转率和应收账款周转率	23

一、行业概述：盈利及净利有所下滑，板块分化明显

(一) 2019 年 Q1, Q2 财务数据情况

本次中报分析我们筛选了 51 家纺织服装行业重点公司作为研究样本,其中包括纺织制造(12 家),休闲服饰(5 家),女装(6 家),鞋帽(5 家),男装(3 家),电商(2 家),其他服饰(5 家),家纺(4 家),化妆品(4 家),运动服饰(A 股 1 家+港股 4 家)。

表 1: 跟踪标的组合明细

证券代码	证券简称	子版块名称	证券代码	证券简称	子版块名称
603157.SH	拉夏贝尔	休闲服饰	002293.SZ	罗莱生活	家纺
002269.SZ	美邦服饰	休闲服饰	002397.SZ	梦洁股份	家纺
603877.SH	太平鸟	休闲服饰	002327.SZ	富安娜	家纺
002776.SZ	柏堡龙	休闲服饰	603365.SH	水星家纺	家纺
002563.SZ	森马服饰	休闲服饰	603605.SH	珀莱雅	化妆品
603839.SH	安正时尚	女装	600315.SH	上海家化	化妆品
603808.SH	歌力思	女装	603983.SH	丸美股份	化妆品
603587.SH	地素时尚	女装	300740.SZ	御家汇	化妆品
002612.SZ	朗姿股份	女装	300658.SZ	延江股份	纺织制造
603518.SH	锦泓集团	女装	603238.SH	诺邦股份	纺织制造
603196.SH	日播时尚	女装	002083.SZ	孚日股份	纺织制造
603116.SH	红蜻蜓	鞋帽	603558.SH	健盛集团	纺织制造
603608.SH	天创时尚	鞋帽	002394.SZ	联发股份	纺织制造
603001.SH	奥康国际	鞋帽	603889.SH	新澳股份	纺织制造
603958.SH	哈森股份	鞋帽	000726.SZ	鲁泰 A	纺织制造
603557.SH	起步股份	鞋帽	002087.SZ	新野纺织	纺织制造
601566.SH	九牧王	男装	600987.SH	航民股份	纺织制造
600398.SH	海澜之家	男装	601339.SH	百隆东方	纺织制造
002029.SZ	七匹狼	男装	002042.SZ	华孚时尚	纺织制造
002127.SZ	南极电商	电商	603055.SH	台华新材	纺织制造
300577.SZ	开润股份	电商	002832.SZ	比音勒芬	运动服饰
300005.SZ	探路者	其他服饰	2331.HK	李宁	运动服饰(港股)
002763.SZ	汇洁股份	其他服饰	2020.HK	安踏体育	运动服饰(港股)
002875.SZ	安奈儿	其他服饰	1368.HK	特步	运动服饰(港股)
603908.SH	牧高笛	其他服饰	1361.HK	361 度	运动服饰(港股)

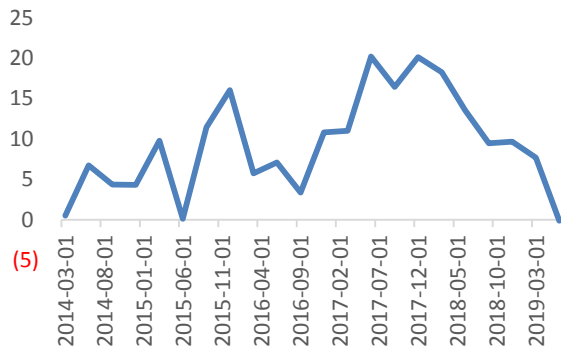
002762.SZ

金发拉比 其他服饰

营收：2019年Q1/Q2的营收增速为+7.7%/-0.1%。由于2018Q2的基数(+13.5%)较高，较同期下降明显(-14.6pct)。综合来看，19H1在高基数下的增长呈放缓趋势，19Q2增速进一步放缓，行业营收端同比增速压力上升。

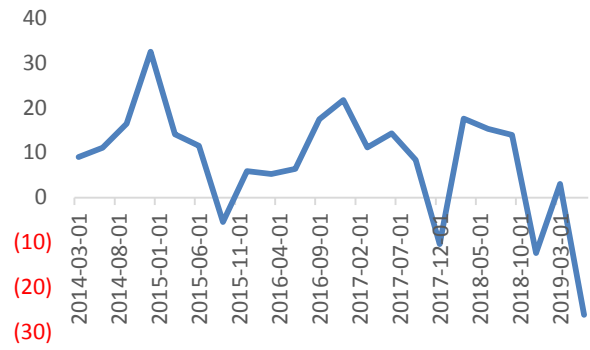
净利：2019年Q1/Q2的净利增速为+3.0%/-26.1%，对比2018年Q1/Q2的净利增速+17.6%/16.5%，下滑严重。19Q2波动较大主要受部分盈利下滑的子版块行业影响（休闲服饰、鞋帽等），18年的高基数也带来了行业内的增速压力，行业增速进一步放缓，行业增速压力仍受到高基数效应的影响。预计19Q4压力会有所降低。

图1：单季度纺服重点公司收入同比增速 单位：%



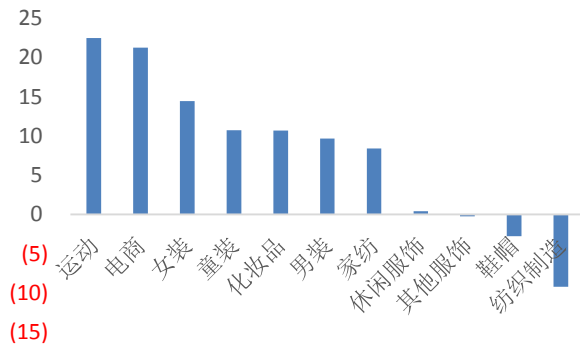
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图2：单季度纺服重点公司净利同比增速 单位：%



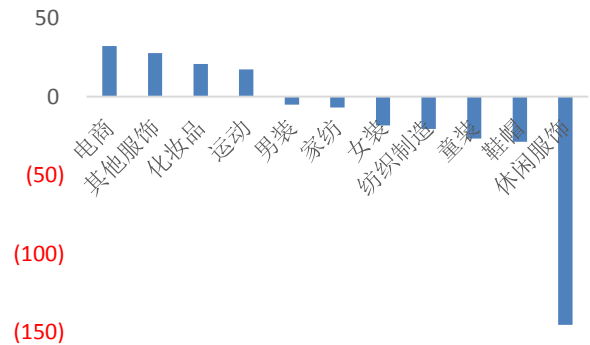
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图3：重点公司分各个板块 2019年Q2收入增长情况 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图4：重点公司各板块 2019年Q2归母净利增长情况 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

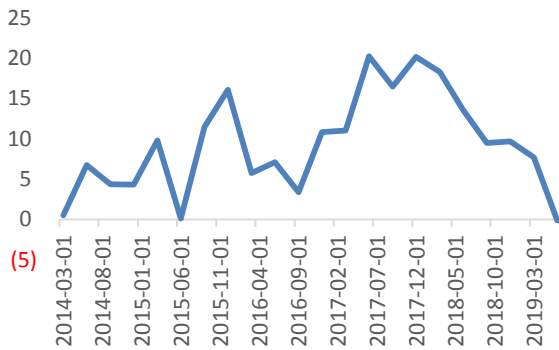
盈利能力：2019年Q1/Q2行业整体毛利率37.67%/38.54%，较同期变动-1.1pct/+0.95pct，2018年Q1/Q2/Q3/Q4毛利率分别为38.77%/37.59%/37.71%/38.18%，毛利率指标基本稳定。

2019年Q1/Q2行业整体净利率10.84%/8.37%，较同期变化-0.84pct/-3.3pct，2018年Q1/Q2/Q3/Q4

行业整体净利率 11.68%/11.67%/10.11%/6.39%，19Q1 净利率环比趋势转好明显，19Q2 净利率的下滑受到子行业休闲服饰的亏损拖累影响。

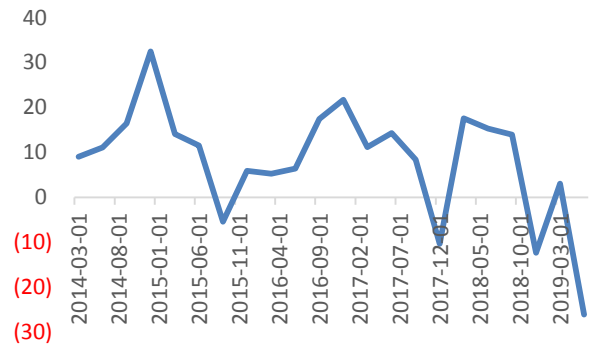
综合 18 全年及 19 年 Q1/Q2 情况来看，营收及盈利端在去年冷冬高基数影响下同比增速略显压力，19Q1 营收、净利和盈利能力层面单季度环比均有不同程度的向好，19Q2 由于子行业休闲服饰等的盈利下滑严重，在营收和净利方面受到较大影响。随着高基数效应的减弱和消费环境的稳定，改善部分子行业和公司，下半年会出现回升。

图5：单季度纺服重点公司毛利率情况变化 单位：%



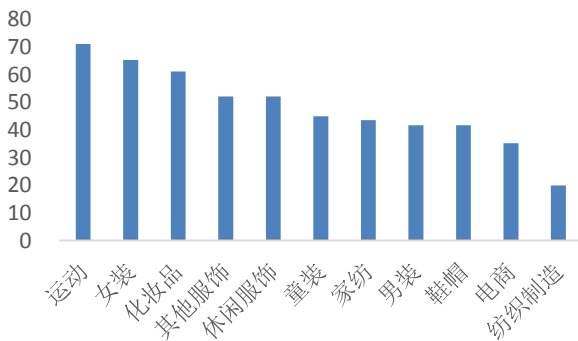
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图6：单季度纺服重点公司净利率情况变化 单位：%



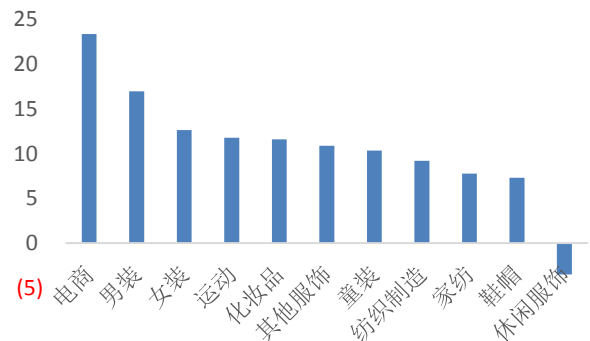
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图7：19Q2单季度子板块销售毛利率情况 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图8：19Q2 单季度子板块销售净利率情况 单位：%

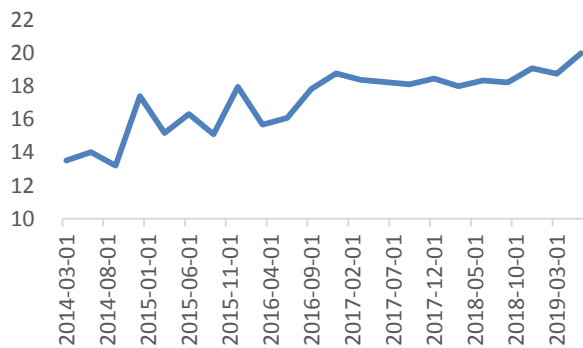


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

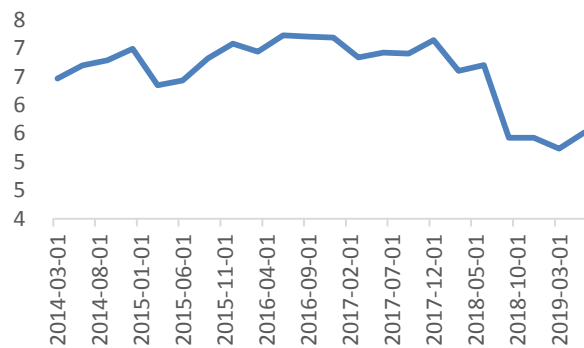
费用：2019 年 Q2 行业销售/管理/财务费用 19.98%/5.52%/0.78%，较同期增速变动 +1.64pct/-1.18pct/+0.13pct。总体费用端变动不大，维持在正常水准线。（具体销售费用率和管理费用率变化见下图）

图9：单季度纺服重点公司销售费用率情况变化 单位：%

图10：单季度纺服重点公司管理费用率情况变化 单位：%

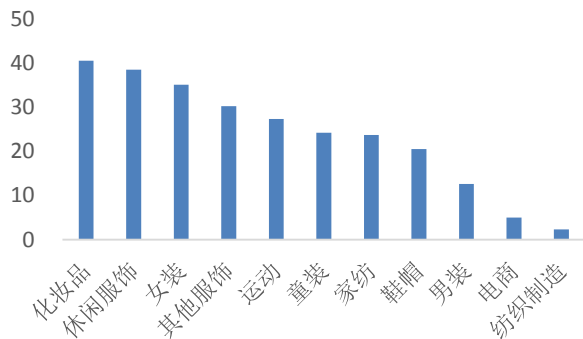


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



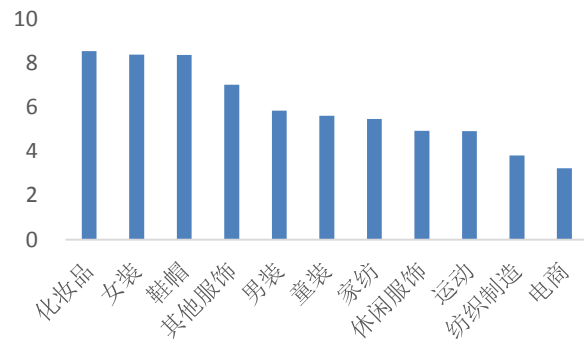
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图11: 19Q2 单季度子板块销售费用率情况 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图12: 19Q2 单季度子板块管理费用率情况 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

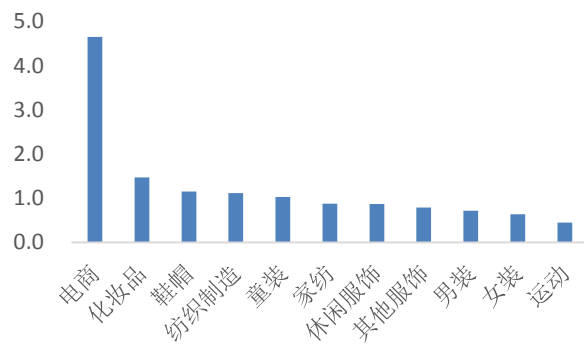
存货周转率: 19 年 Q1/Q2 的存货周转率 0.5/0.95, 同期变化-0.02/-0.09, 18 年 Q1/Q2/Q3/Q4 的存货周转率为 0.52/1.04/1.46/2.1。19 年上半年存货周转情况趋势下滑。

19Q2 存货金额 546.01 亿元, 18Q2 存货金额 477.15 亿元, 同比增加 68.86 亿元。19Q1 存货金额 558.17 亿元, 19H1 存货总量基本平稳, 存货压力上升。

图13: 纺服重点公司存货周转率情况 单位: %

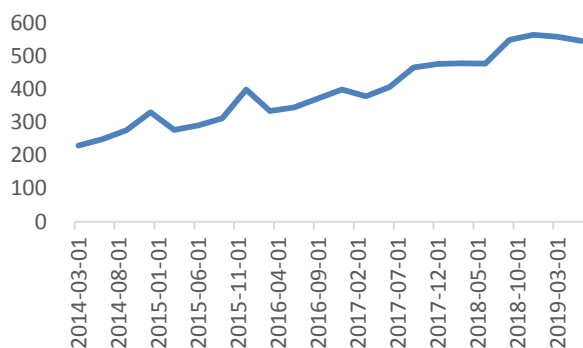


图14: 19Q2单季度各板块存货周转率情况 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

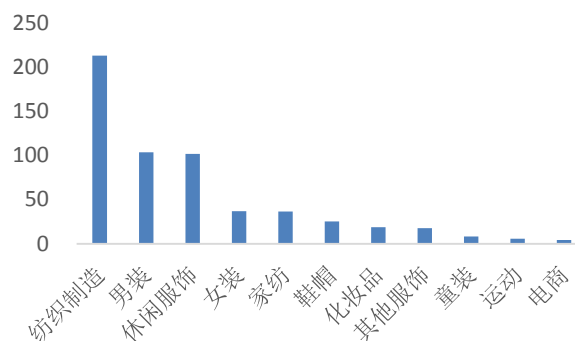
图15: 单季度纺服重点公司存货情况变化 单位: 亿元



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

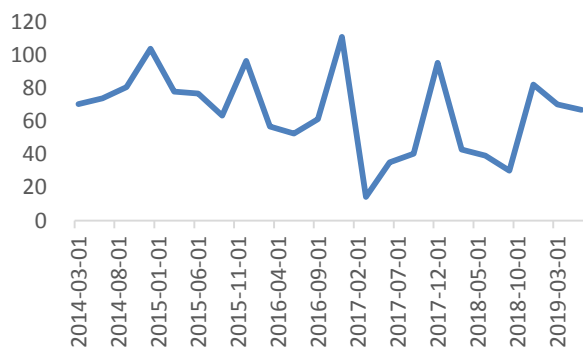
图16: 19Q2单季度各板块存货情况 单位: 亿元



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

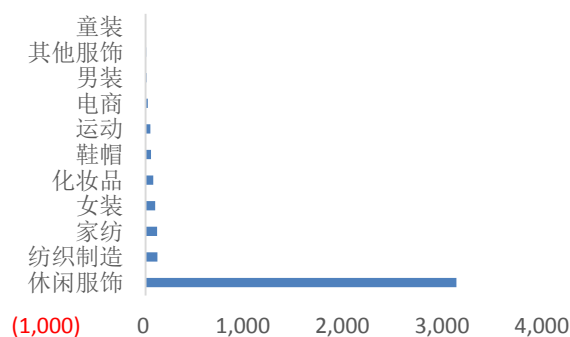
现金流方面, 19年Q2现金流量净额/经营活动净收益为66.90%, 好于同期水平(39.22%)。19Q2净利下滑, 总体现金流趋势向好。

图17: 单季度纺服重点公司经营现金流/经营活动净收益 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图18: 19Q2各板块经营现金流/经营活动净收益 单位: %

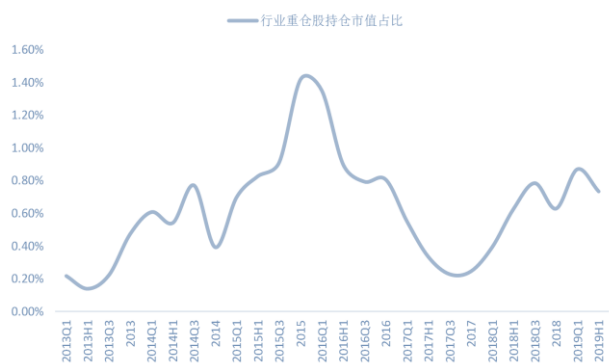


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

板块持仓:

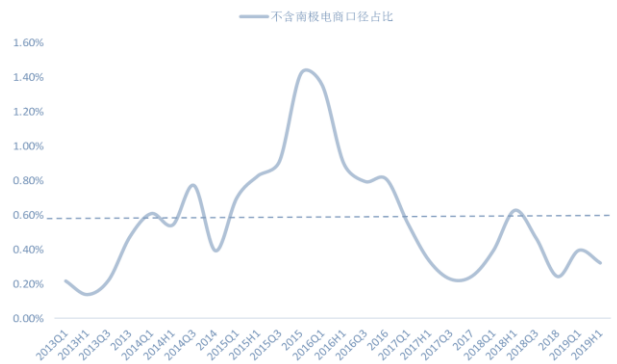
剔除南极电商持股集中影响, 行业持股仍低于历史平均水平。19H1 行业持仓方面, 以重仓股口径, 截至纺织服装行业持股市值为78.8亿, 不含南极电商为34.4亿, 占全部基金持仓比分别为0.73%/0.32%, 低于历史平均水平0.57%。前五大持仓市值股票为南极电商(44.3亿)、森马服饰(12.8亿)、比音勒芬(5.35亿)、开润股份(3.2亿)、百隆东方(2.6亿)。详情请见下图表。

图18: 行业重仓股持仓市值占比情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图19: 行业重仓股持仓市值占比低于历史平均 (不含南极电商)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图21: 19H1行业持股明细情况

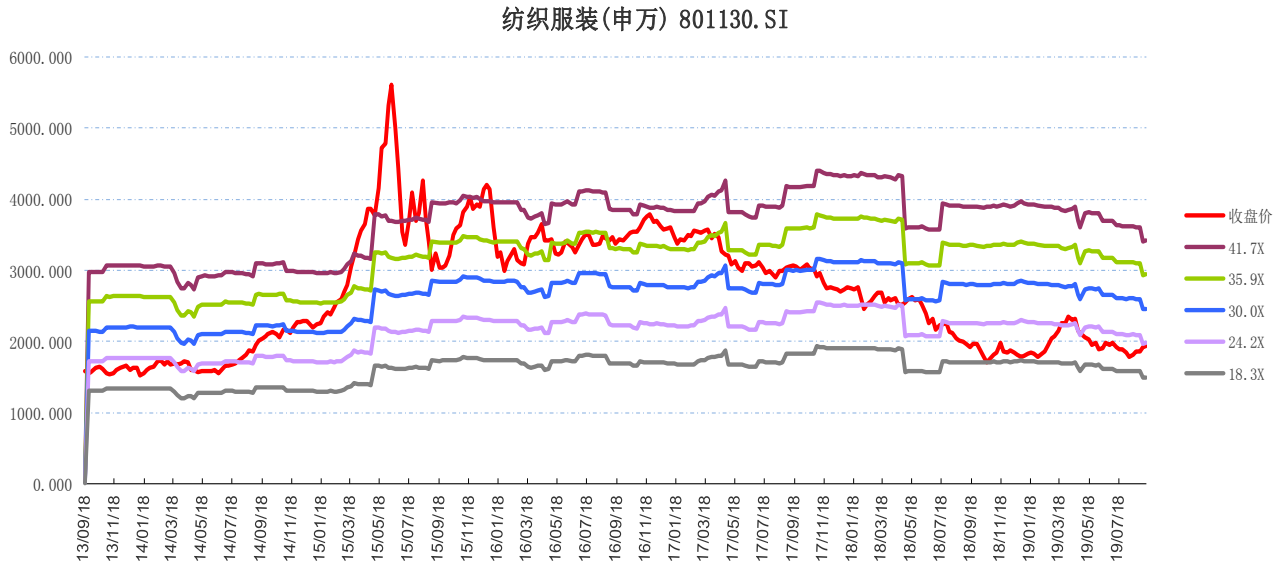
代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	持股总市值(万元)	季报持仓变动(万股)
002127	南极电商	75.0	39439.0	443089.0	-1852.3
002563	森马服饰	30.0	11678.4	127712.8	-579.3
002832	比音勒芬	18.0	1123.8	53572.1	-165.3
300577	开润股份	11.0	899.5	31687.6	28.6
601339	百隆东方	1.0	5832.4	26421.0	-1005.5
603001	奥康国际	2.0	2465.8	25003.3	0.0
600987	航民股份	6.0	2670.9	17654.5	404.2
600398	海澜之家	14.0	1867.1	16934.8	-252.4
603839	安正时尚	1.0	932.9	11474.5	-83.1
603889	新澳股份	3.0	1402.4	9463.7	323.6
601566	九牧王	3.0	577.3	7112.6	37.1
603808	歌力思	11.0	419.2	6400.8	85.7
002293	罗莱生活	6.0	515.9	4808.5	34.7
000726	鲁泰A	2.0	239.2	2286.6	
002154	报喜鸟	1.0	574.1	1911.6	-38.9
002042	华孚时尚	2.0	120.0	871.2	
300526	中潜股份	1.0	43.9	639.8	
002029	七匹狼	1.0	35.8	231.4	0.0
002083	孚日股份	1.0	24.5	138.5	-5.3
002327	富安娜	1.0	13.6	101.8	
002003	伟星股份	1.0	5.4	36.4	0.0
603877	太平鸟	1.0	0.0	0.5	

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

板块估值:

截至 2019 年 9 月 14 日，板块 PE (TTM) 估值为 23.7X，基本接近历史 18X 左右的底部，处于历史上的底部区间。

图22：纺织服装板块估值情况（截至2019年9月14日）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、纺织制造：19Q2 有所放缓，全年表现仍需观望

(1) 19Q2 营收和净利润增速放缓，预计下半年会有所回升

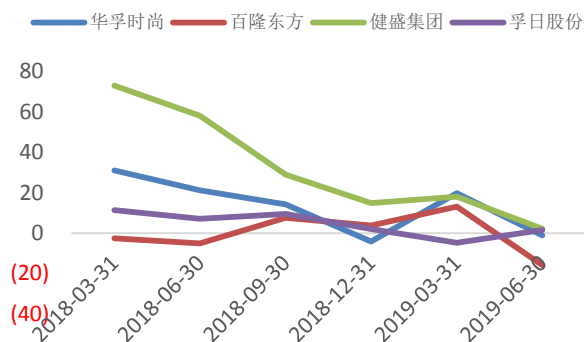
19Q2 纺织制造营业收入和净利润同比下滑严重，除去 18 年高基数增长的影响，19Q2 的消费环境，贸易战导致的外贸环境动荡等因素都一定程度影响了纺织制造行业的表现。

重点公司情况：

1) **百隆东方**：19 年 Q1/Q2 实现营收 15.18 亿/13.46 亿元，同期变动+13.07%/-15.87%，归母净利润 1.23 亿/1.03 亿，同期变动+39.85%/-57.31%。Q2 业绩整体低于预期，营业收入和归母净利润都有不同程度的下滑。19Q2 中美贸易摩擦进一步加剧，终端需求有所下降带来了一定程度的亏损。

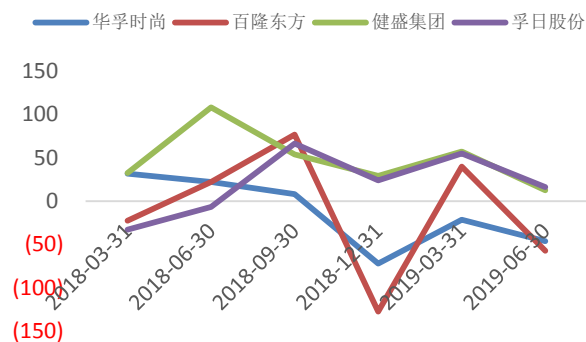
2) **健盛集团**：19 年 Q1/Q2 实现营收 4.03 亿/4.24 亿，同比增长 17.95%/2.20%，实现归母净利润 0.69 亿/0.75 亿，同比增长 57.20%/12.34%。公司业绩稳步增长，整体业绩较为平稳：公司越南产区享受政策和税收优惠，随着越南产能的占比提升，公司所得税率有所下降，同时汇兑损失减少促公司净利润快速增长。

图20: 纺企 19Q2 单季度营收增速放缓明显 (%)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图21: 纺企 19Q2 净利润增速放缓明显 (%)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(2) 盈利能力: 19Q2 盈利能力略有下降

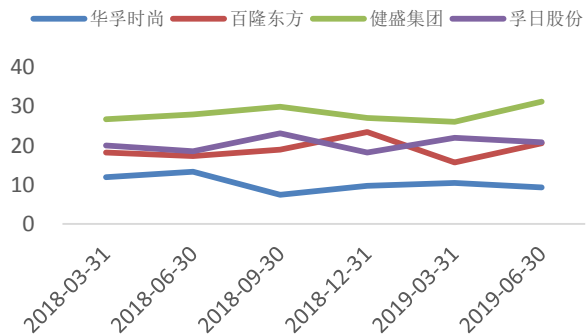
19Q2 纺企盈利能力整体略有下降, 主要是由于原材料价格上涨及产品结构变化使纺企毛利率水平有所下滑; 但是部分纺企由于汇兑损失或期货持仓的盈亏变动下, 影响其净利润水平。19Q2 纺企毛利率水平变动不大。

重点公司情况:

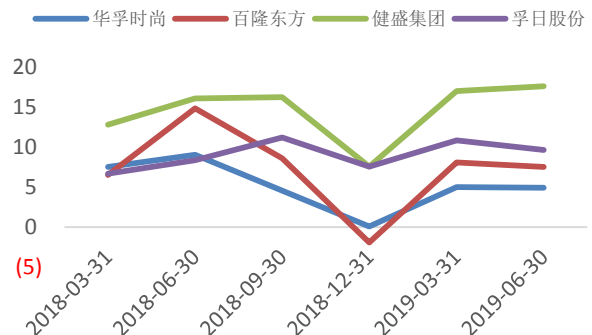
- 1) 百隆东方: 2019Q2 公司毛利率 20.60%, 环比同比均有上升, 同比增加 18.66%, 销售净利率为 7.55%, 同比下降 49.29%。虽然 19Q2 公司毛利率有所上涨, 净利率下降较多。
- 2) 华孚时尚: 2019Q2 公司毛利率为 9.3%, 同比下降 30.49%, 公司净利率为 4.92%, 同比下降 45.76%。毛利率和净利率均有较大下滑, 与公司产品结构变化有关。
- 3) 健盛集团: 2019Q2 公司毛利率为 31.22%, 销售净利率为 17.64%, 销售毛利率同比上升 11.66%, 净利率同比上升 9.57%。公司继续保持了 19Q1 的上行趋势, 整体毛利率和净利率水平保持了一个稳定的增长速度。

图22: 19Q2 纺企毛利率变动不大 (%)

图23: 19Q2 纺企净利率略有下降 (%)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

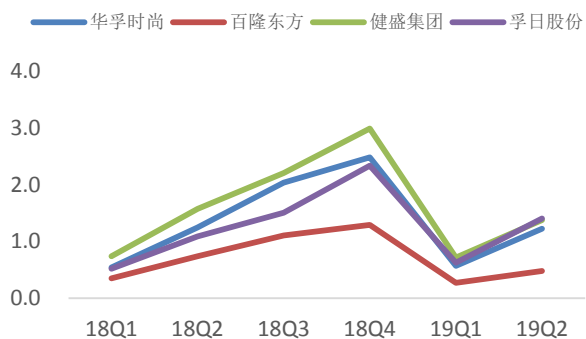
(3) 营运能力: 存货周运转率有所下降

19Q2 纺织制造板块存货周转率为 1.11 次, 同比下降 0.17 次。

重点公司情况:

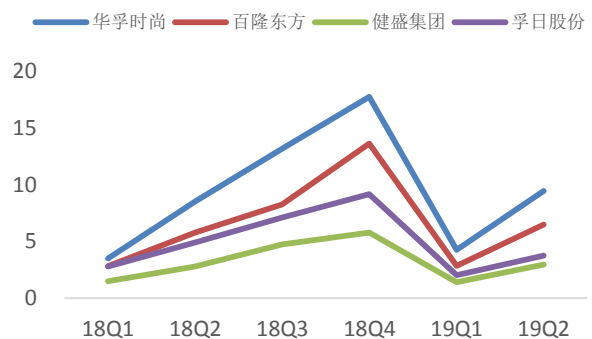
- 1) 百隆东方: 2019Q2 公司存货周转率为 0.48 次, 将去年同期 0.74 次下降 0.26 次, 降幅较多。应收账款周转率为 6.46 次, 较去年同 5.78 次上升 0.68 次, 稳中有升。
- 2) 健盛集团: 2019Q2 公司存货周转率为 1.37 次, 较去年同期下降 0.2 次, 应收账款周转率 2.94 次, 较去年同期上升 0.17 次。

图24: 19Q2存货周转率 单位:次



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图25: 19Q2应收账款周转率 单位:次



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

三、女装: 19Q2 营收稳步增长, 净利润增速同比收窄

19Q2 女装营收增速 14.44%, 同比上升 1.4%, 经理出现负增长, 增速-18.33%, 同比降低 68.93%。

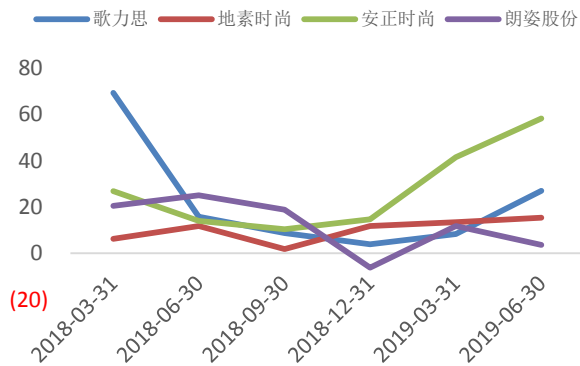
重点公司：

歌力思：19Q2 公司营业收入 6.44 亿，同比增长 27.05%，归母净利润 1.01 亿，同比增长 24.72%。

地素时尚：19Q2 公司实现营业收入 5.27 亿，同比增长 15.41%，归母净利润 1.44 亿，同比下降 -23.51%。

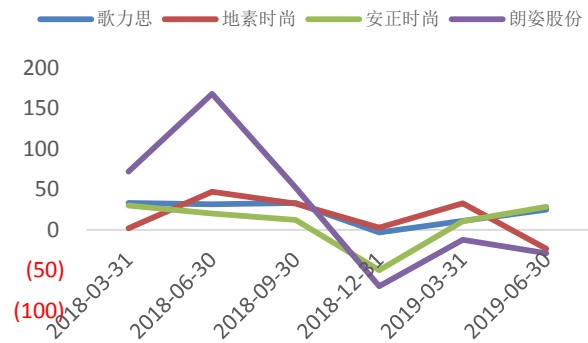
安正时尚：19Q2 公司实现营业收入 5.71 亿，同比增长 58.20%，归母净利润 0.91 亿，同比增长 28.55%。

图26：19Q2公司营业收入同比增速 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图27：19Q2公司归母净利润同比增速 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(1) 盈利能力：19Q2 毛利率较为稳定，净利润环比下降

19Q2 女装板块毛利率 65.33%，同比下降 2.45%，净利率 12.63%，同比下降 3.91%，净利率下滑明显，主要受毛利率下降以及费用率上升影响。

重点公司毛利率：

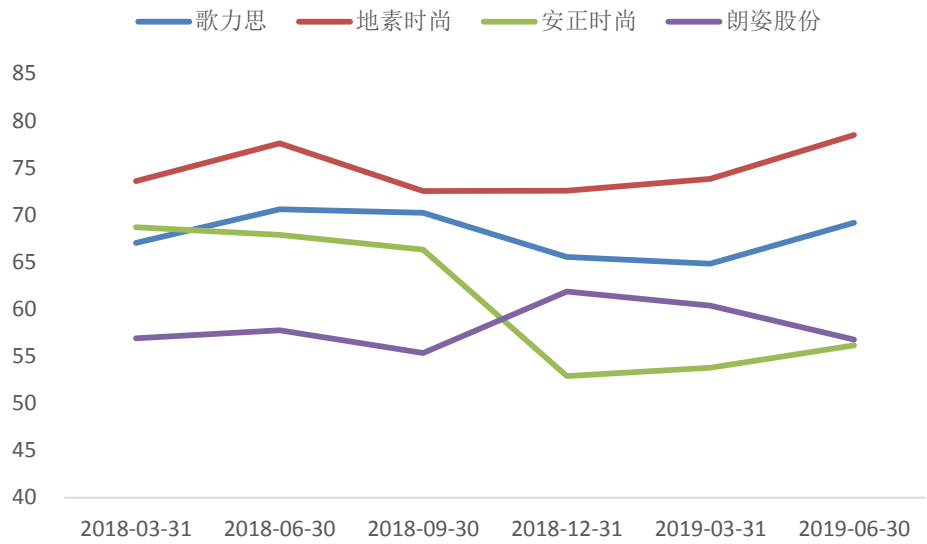
安正时尚：19Q2 毛利率 56.15%，较去年同期下降 11.75pct

地素时尚：19Q2 毛利率 78.47%，较去年同期上升 0.88pct

歌力思：19Q2 毛利率 69.17%，较去年同期下降 1.05pct

朗姿股份：19Q2 毛利率 56.77%，较去年下降 0.99pct

图31：19Q2公司毛利率 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

净利率：

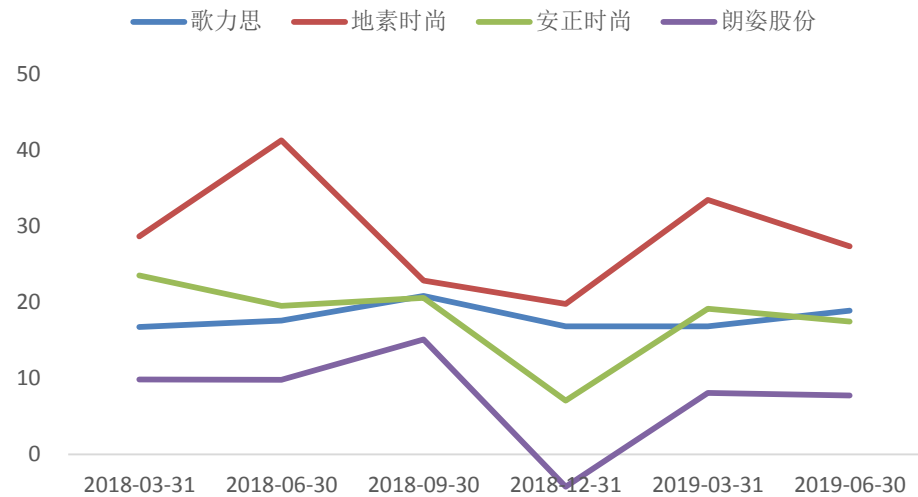
歌力思：19Q2 净利率 18.89%，同比上升 1.42pct

地素时尚：19Q2 净利率 27.33%，同比下降 13.93pct.

安正时尚：19Q2 净利率 17.45%，同比下降 2.05pct

朗姿股份：19Q2 净利率 7.72%，同比下降 2.08pct.

图32：19Q2公司毛利率略有下降，单位：%



(10)

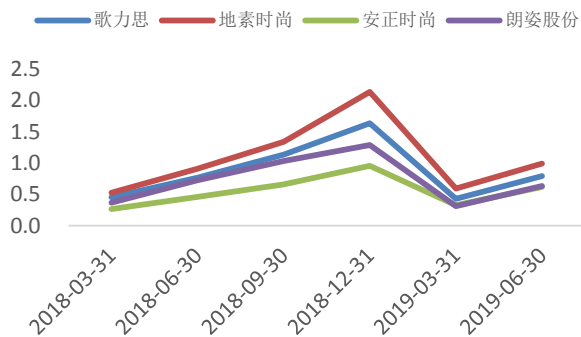
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(2) 存货周转率和应收账款周转率

19Q2 女装板块存货周转率整体同期有所下滑。其中歌力思 0.79 次 (+0.01 次), 地素时尚 0.99 次 (+0.08 次), 安正时尚 0.62 次 (+0.16 次), 朗姿股份 0.63 次 (-0.1 次)

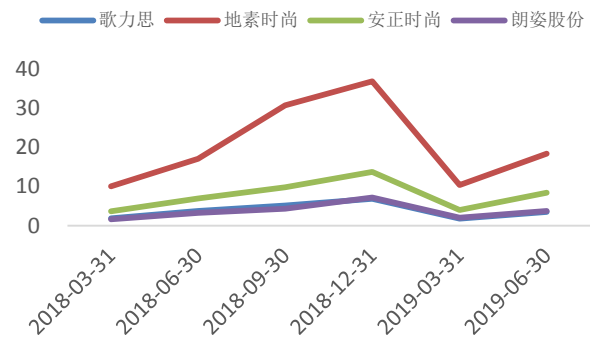
主要公司的应收账款率呈现上升趋势。歌力思 3.53 次 (-0.2 次), 地素时尚 18.43 次 (+1.34 次), 安正时尚 8.44 次 (+1.49 次), 朗姿股份 3.77 次 (+0.52 次)

图33: 19Q2女装存货周转率 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图34: 19Q2公司应收账款率有所上升 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

四、家纺板块: 波澜不惊

(1) 家纺板块营收增速放缓, 净利同比出现下降

重点公司整体情况: 19Q2 家纺板块营收增速 8.42%, 同比下降 2.74pct, 归母净利润增速-7%, 同

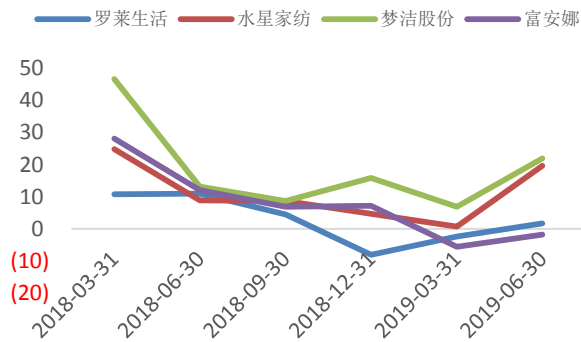
比下降 26.72pct。整体水平未达到预期。

梦洁股份：19Q2 实现营业收入 5.95 亿，同比增长 21.91%，实现归母净利润 0.26 亿，同比下降 37.11%

水星家纺：19Q2 实现营业收入 6.74 亿，同比增长 19.64%，实现归母净利润 0.59 亿，同比增长 25.17%。

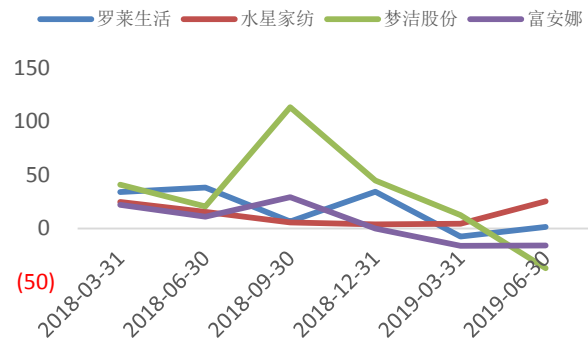
罗莱生活：19Q2 实现营业收入 10.43 亿，同比增长 1.74%，实现归母净利润 0.63 亿，同比增长 1.37%。

图35：19Q2家纺主要公司营收增速环比增加 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图36：19Q2 家纺主要公司归母净利润增速 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(2) 盈利能力：整体有所下降

19Q2 整个家纺板块毛利率 43.59%，同比下降 1.6pct，净利率 7.8%，同比下降 1.33pct。整体盈利能力有所下降

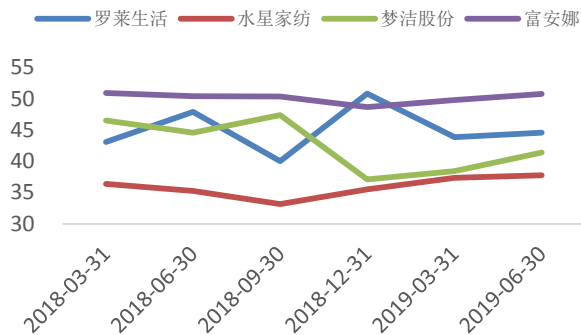
梦洁股份：19Q2 毛利率 41.39%，同比下降 3.3pct，净利率 4.33%，同比下降 4.33pct

水星家纺：19Q2 毛利率 37.79%，同比上升 2.51pct，净利率 8.76%，同比上升 0.39pct

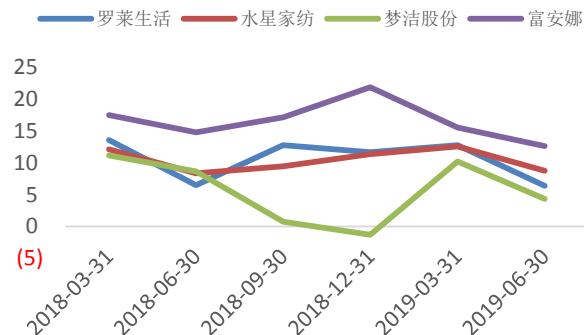
罗莱生活：19Q2 毛利率 44.58%，同比下降 3.31pct，净利率 6.43%，同比下降 0.06pct。

图37：19Q2家纺公司毛利率波动 单位：%

图38：19Q2家纺净利率环比下降 单位：%



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

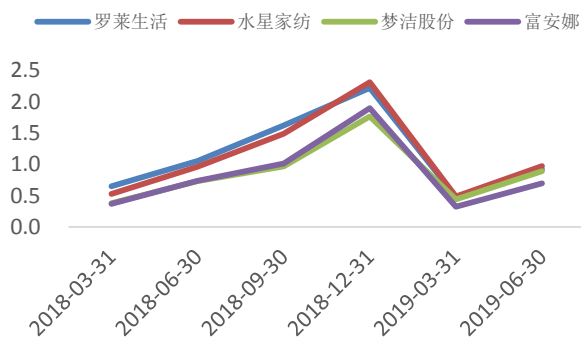
(3) 营运能力: 存货周转率和应收账款周转率

19Q2 家纺行业存货周转率 0.88 次, 同比下降 0.01 次, 存货金额 36.59 亿, 同比减少 0.22 亿, 梦洁股份: 19Q2 存货周转率 0.89 次, 同比上升 0.16 次, 应收账款周转率 2.8 次, 同比上升 0.34 次。

罗莱生活: 19Q2 存货周转率 0.92 次, 同比下降 0.13 次, 应收账款周转率 4.48 次, 同比下降 0.3 次。

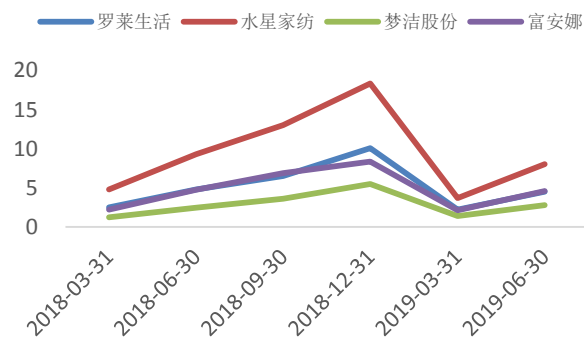
水星家纺: 19Q2 存货周转率 0.97 次, 同比上升 0.01 次, 应收账款周转率 8.02 次, 同比下降 1.26 次。

图39: 19Q2公司存货周转率 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图40: 19Q2公司应收账款周转率 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

五、电商板块: 双雄保持较高增长

19Q2, 电商营业收入增速 21.23%, 同比下降 159.16pct, 归母净利润增速 32.14%, 同比下降 39.4pct,

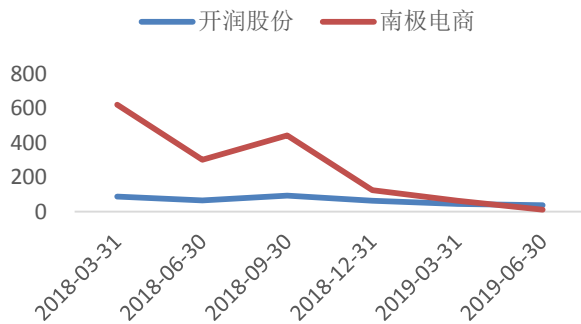
毛利率 35.19%，同比上升 4.13pct，净利率 23.37%，同比上升 1.85pct，存货周转率为 4.65%，同比上升 0.05pct。存货金额 4.54 亿，同比上升 1.02 亿，

主要公司：

南极电商：营业收入 8.1 亿，同比增长 11.03%，归母净利润 2.64 亿，同比增长 30.44%，

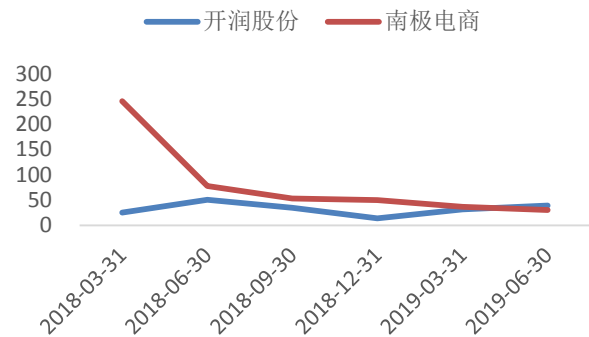
开润股份：营业收入 6.23 亿，同比增长 37.69%，归母净利润 0.68 亿，39.11%。

图41：19Q2电商公司营业收入增速 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图42：19Q2电商公司归母净利润增速 单位：%



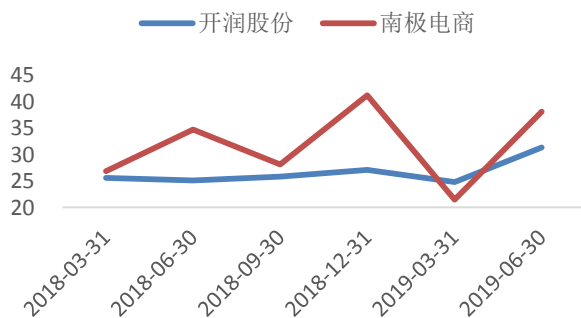
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(1) 盈利能力：毛利率有所波动

毛利率：19Q2 开润股份毛利率 31.36%，同比上升 6.27pct，南极电商毛利率 38.14%，同比上升 3.39pct。

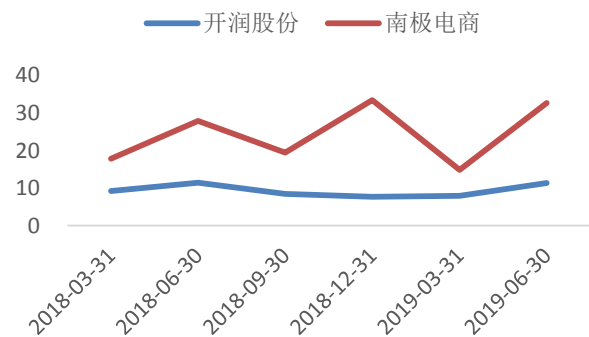
净利率：19Q2 开润股份净利率 11.35%，同比下降 0.03pct，南极电商净利率 32.61%，同比上升 4.81pct。

图43：19Q2电商公司毛利率 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图44：19Q2电商公司净利率 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

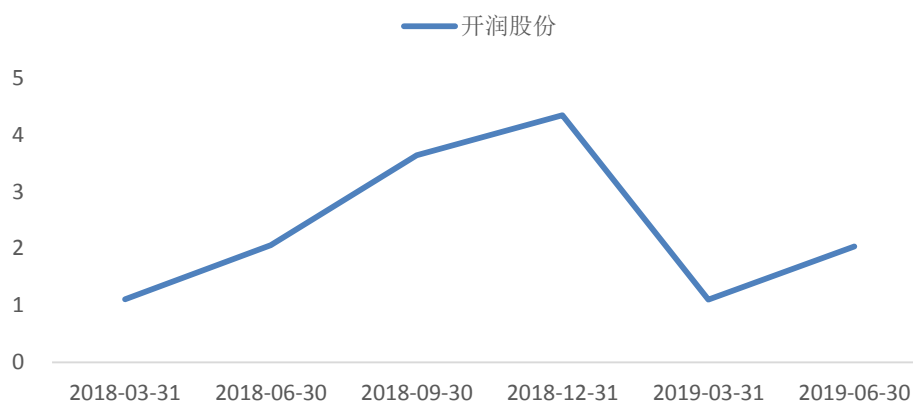
(2) 存货周转率：开润股份周转率稳定

19Q2 开润股份存货周转率 2.04 次，同比下降 0.02 次。

南极电商存货周转率 238.3 次，同比上升 148.08 次。

南极电商由于自营收缩，参考指标无意义。

图45：19Q2电商公司存货周转率 单位：次



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

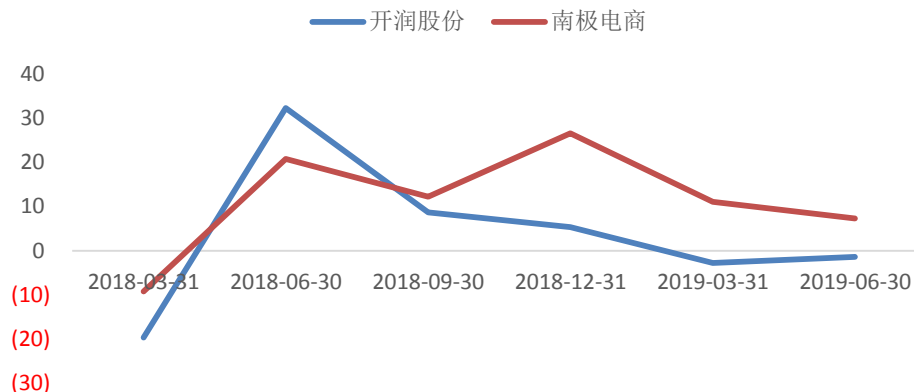
(3) 现金流：电商公司略有下行

主要公司：

南极电商经营现金流 7.28%，同比下降 13.5pct。

开润股份经营现金流-1.44%，同比下降 33.74pct。

图46：19Q2电商公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入 单位：%



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

六、运动服饰板块: 整体景气度高, 龙头效应明显

(1) 19Q2 营收增速放缓, 19H1 主要公司增速上升

19Q2 运动板块营业收入增速 22.45%, 同比下降 22.4pct, 归母净利润增速 17.32%, 同比下降 39.26pct。增速在高基数下有所放缓, 但增速绝对值水平依然较高。

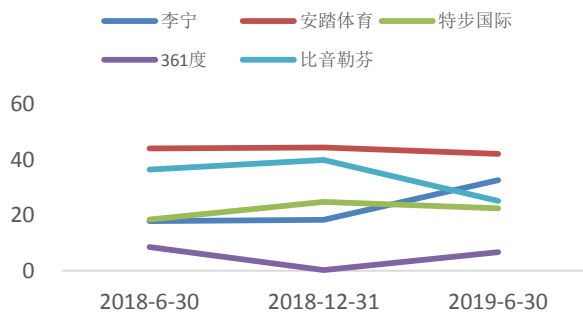
重点公司 19H1 数据:

李宁营业收入 62.61 亿, 同比增长 32.63%, 归母净利润 7.87 亿, 同比增长 200.68%。

安踏体育营业收入 153.49 亿, 同比增长 42.14%, 归母净利润 24.9 亿, 同比增长 27.07%。

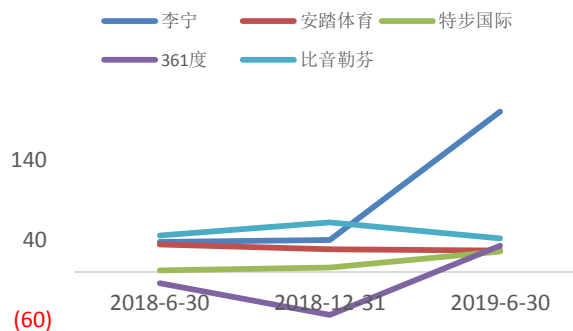
比音勒芬营业收入 8.46 亿, 同比增长 25.15%, 归母净利润 1.74 亿, 同比增长 42.01%。

图47: 19H1运动服饰公司营业收入增速 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图48: 19H1运动服饰公司归母净利润增速 单位: %



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(2) 盈利能力: 李宁改善明显

运动服饰板块 2019Q2 销售毛利率 71.17%, 同比增长 7.4pct, 销售净利率 11.77%, 同比下降 0.52pct。

行业整体毛利率水平有所提升，净利率基本持平。

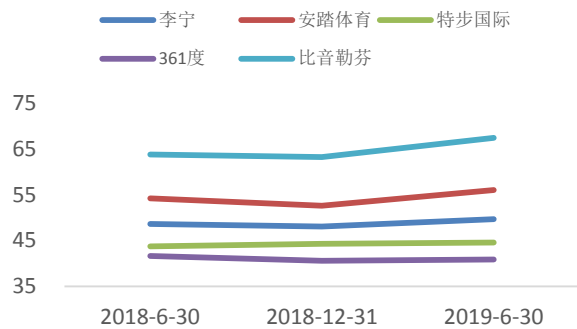
重点公司 19H1 数据：

李宁毛利率 49.69%，同比增长 1.02pct，净利率 12.70%，同比增长 7.01pct。

安踏体育毛利率 56.05%，同比增长 1.79pct，净利率 16.82%，同比下降 1.72pct。

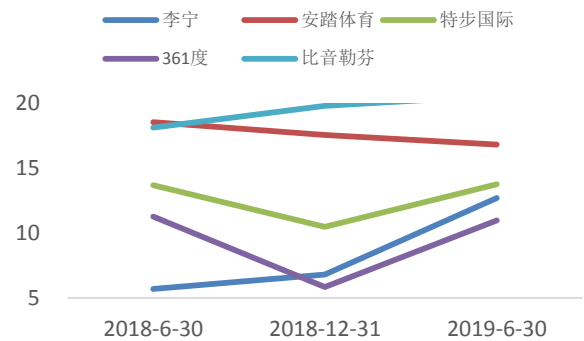
比音勒芬毛利率 67.46%，同比增长 3.67pct，净利率 20.57%，同比增长 2.45pct。

图49：19H1运动服饰公司毛利率 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图50：19H1运动服饰公司净利率 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(3) 营运能力：周转基本持平

运动服饰板块 2019Q2 存货周转率 0.45 次，同比下降 0.17 次。

重点公司 19H1 数据：

李宁存货周转率 2.46 次，同比上升 0.32 次，应收账款周转率 7.43 次，同比上升 3.11 次。

安踏体育存货周转率 2.08 次，同比下降 0.1 次，应收账款周转率 5.28 次，同比上升 0.17 次。

比音勒芬存货周转率 0.45 次，同比下降 0.17 次，应收账款周转率 7.45 次，同比下降 4.6 次。

图51：19H1运动服饰公司存货周转率 单位：次

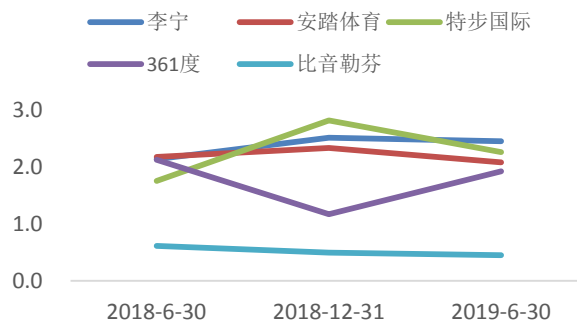
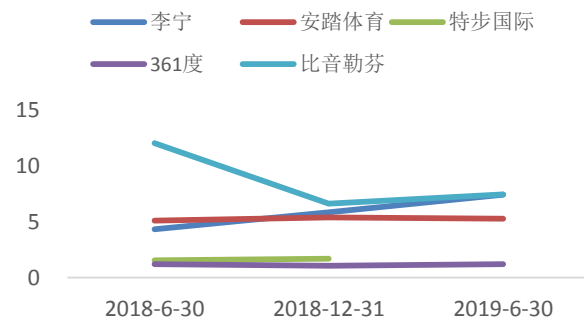


图52：19H1运动服饰公司应收账款周转率 单位：次



七、化妆品板块：仍处于高景气区间的赛道

(1) 化妆品板块营收增速略有放缓，盈利增速较高

19Q2 化妆品板块营业收入增速 10.67%。归母净利润增速 20.79%。存货周转率 1.47，同比无变化。化妆品赛道处于高景气度区间，社零数据持续居于行业增速前列。

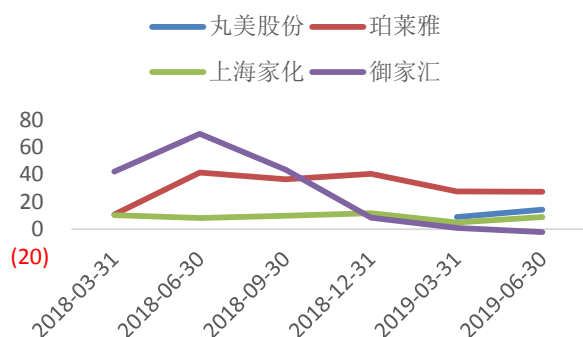
主要公司：

珀莱雅：营业收入 6.86 亿，同比增长 27.39%，实现归母净利 0.82 亿，同比增长 39.39%

上海家化：营业收入 19.69 亿，同比增长 9.08%，实现归母净利 2.11 亿，同比增长 26.77%

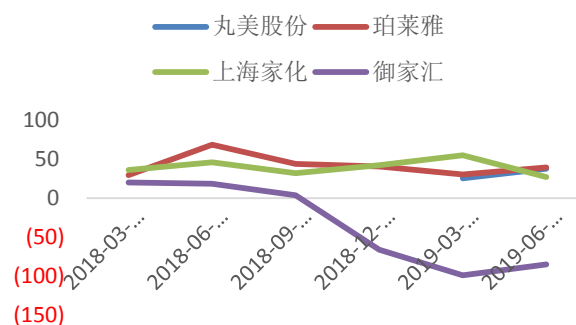
丸美股份：营业收入 8.15 亿，同比增长 11.9%，实现归母净利 2.56 亿，同比增长 31.6%，下半年指引乐观。

图53：19Q2化妆品公司营业收入增速 单位：%



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图54：19Q2化妆品公司归母净利润增速 单位：%



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(2) 盈利能力：毛利率和净利率波动较小

化妆品板块整体毛利率 61.17%，同比下降 0.35pct，波动较小。净利率 11.59%，同比增长 0.85pct。

主要公司：

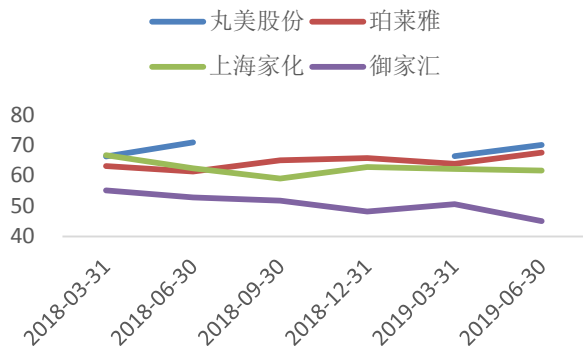
丸美股份：毛利率 70.06%，同比下降 0.84pct；净利率 29.94%，同比上升 4.81pct。

珀莱雅：毛利率 67.60%，同比上升 6.28pct；净利率 11.39%，同比上升 0.5pct。

上海家化：毛利率 61.70%，同比下降 0.71pct；净利率 10.70%，同比上升 1.5pct。

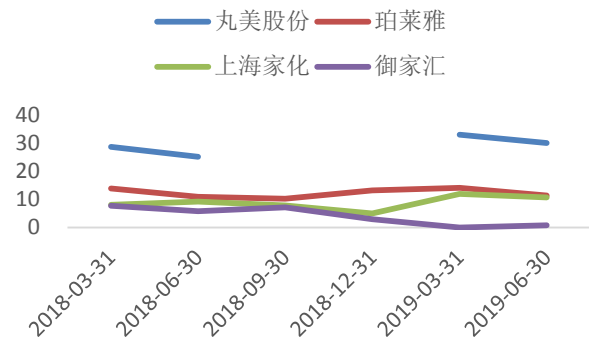
御家汇：毛利率 45.07%，同比下降 7.78pct；净利率 0.77%，同比下降 5.03pct。

图55：19Q2化妆品公司毛利率 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图56：19Q2化妆品公司净利率单位：%



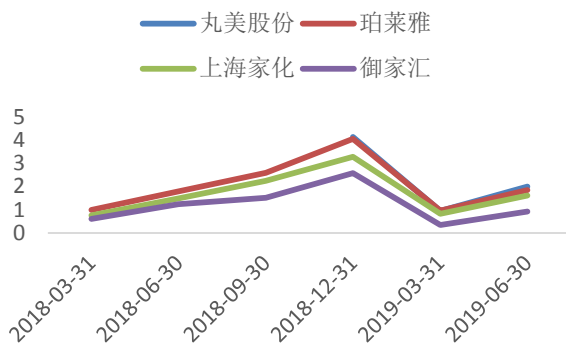
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(3) 营运能力：存货周转率和应收账款周转率

化妆品板块存货周转率 1.47 次，同比无变化。其中珀莱雅 1.85 次 (+0.15 次)，上海家化 1.62 次 (+0.13 次)，御家汇 0.93 次 (-0.31 次)。

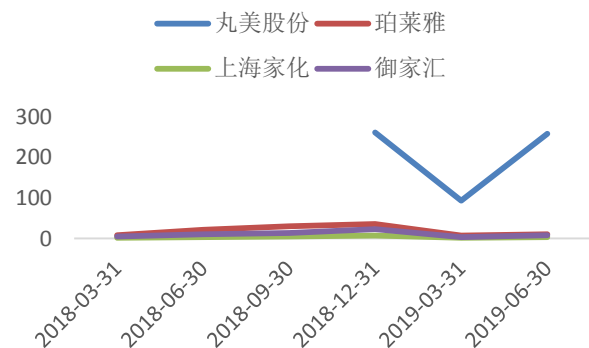
化妆品板块各公司应收账款周转率表现略有差异，珀莱雅应收账款周转率 10.83 次，同比下降 11.15 次；上海家化应收账款周转率 3.43 次，同比上升 0.24 次；御家汇应收账款率 8.37 次，同比下降 2.55 次。

图57：19Q2化妆品公司存货周转率 单位：次



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图58：19Q2化妆品公司应收账款周转率 单位：次



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com

华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。