

纺织服装行业

2019年三季度报综述：纺织制造持续承压，服装家纺有所企稳

分析师：糜韩杰

分析师：赵颖婕



SAC 执证号：S0260516020001



SAC 执证号：S0260518070004



021-60750604



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 营业收入及净利润

纺织服装行业 2019Q1/Q2/Q3 实现营业收入 557.2 亿元/538.2 亿元/544.9 亿元，同比增长 2.0%/-3.5%/1.2%，实现归母净利润 40.3 亿元/34.0 亿元/29.0 亿元，同比增长-4.4%/-12.6%/-17.0%，营收增速放缓主要受纺织制造板块单季度业绩增长放缓影响。纺织制造板块分别实现营业收入 170.5 亿元/187.0 亿元/184.6 亿元，同比增长 7.4%/-6.9%/-3.8%，实现归母净利润 8.2 亿元/15.4 亿元/8.2 亿元，同比增长 13.4%/-4.4%/-43.2%。服装家纺板块分别实现营业收入 386.8 亿元/351.3 亿元/360.2 亿元，同比增长-0.1%/-1.5%/3.9%，实现归母净利润 32.1 亿元/18.6 亿元/20.8 亿元，同比增长-8.0%/-18.3%/1.3%。纺织服装行业整体业绩较为低迷，主要受国际贸易环境以及国内经济下行影响，上游纺织制造企业出口及下游服装家纺企业终端销售均面临压力。

● 毛利率及费用率

纺织服装全行业 2019Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 36.2%/34.7%/34.7%。分板块来看，纺织制造板块毛利率分别为 17.5%/20.1%/17.9%，主要由于原材料价格持续下降，消化高价库存导致毛利率下滑。服装家纺板块毛利率分别为 45.2%/43.0%/43.8%，基本保持稳定。纺织服装行业销售费用率分别为 15.7%/16.9%/16.3%，整体较为平稳，管理费用率分别为 5.2%/5.5%/7.6%，Q3 出现了一定程度上升。纺织制造板块销售费用率分别为 3.0%/3.0%/3.4%，管理费用率分别为 4.5%/4.3%/6.1%，有销售收入下降原因。服装家纺板块销售费用率分别为 21.8%/24.7%/23.2%，Q3 小幅下降，管理费用率分别为 5.6%/6.2%/8.3%。

● 存货周转率及应收账款周转率

2019Q1/Q2/Q3 纺织服装行业存货周转率分别为 1.9 /1.9/1.8。其中，纺织制造板块存货周转率分别为 2.4/2.5/2.5，基本保持平稳。服装家纺板块存货周转率为 1.7/1.7/1.5，Q3 存货周转率下降主要和双十一及冬季备货库存增加有关。纺织服装行业应收账款周转率分别为 9.3/9.2/8.8，连续下降。其中，纺织制造板块应收账款周转率分别为 10.0/9.2/9.4，服装家纺板块应收账款周转率分别为 9.0/9.2/8.6，Q3 下降也是和加大授信帮助渠道备货有关。

● 投资建议

纺织制造板块：建议关注景气度较高的无纺布子行业龙头和业绩环比有所改善的棉纺、印染、辅料子行业中积极布局海外产能，且产业链条较长，受外部环境和成本价格波动影响较小的龙头公司。推荐标的：健盛集团、鲁泰 A。

服装家纺板块：1) 重点关注少数三季度报超预期的公司，主要在持续高景气的运动服饰子行业；2) 关注三季度收入增速环比加快的男装和女装子行业代表公司；3) 童装子行业虽然三季度业绩有所波动，但增速依然远超过大部分子行业，继续推荐关注。推荐标的：比音勒芬、海澜之家、地素时尚、森马服饰。

● 风险提示

宏观经济下滑风险；汇率波动风险；劳动力成本上升风险；原材料价格大幅波动风险；

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
鲁泰 A	000726.SZ	人民币	8.92	2019/5/11	买入	12.24	1.02	1.14	8.95	8.14	5.54	5.04	11.40	11.80
健盛集团	603558.SH	人民币	9.07	2019/4/25	买入	13.44	0.64	0.77	14.23	12.33	15.50	13.47	8.50	9.00
森马服饰	002563.SZ	人民币	10.88	2019/10/31	增持	15.18	0.69	0.83	15.76	13.17	8.57	7.18	15.70	17.40
海澜之家	600398.SH	人民币	7.90	2019/9/16	买入	10.66	0.82	0.89	9.52	8.77	4.71	4.05	24.90	23.80
比音勒芬	002832.SZ	人民币	25.24	2019/10/20	买入	39.9	1.33	1.73	18.94	14.56	14.64	11.01	21.00	24.00
地素时尚	603587.SH	人民币	23.90	2019/8/27	增持	24.9	1.66	1.84	14.41	13.00	8.29	6.78	19.85	19.99

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、纺织服装行业概述：经济下行压力叠加中美贸易摩擦升级，行业业绩持续承压	8
1、行业前三季度业绩及资本市场表现概述	8
2、投资建议	11
二、纺织服装行业 2019 年前三季度经营情况回顾	12
1、营业收入	12
2、净利润	14
3、毛利率	16
4、销售费用率、管理费用率	18
5、存货	21
6、应收账款	22
三、服装家纺板块 2019 年前三季度渠道及同店情况	24
1、男装企业渠道恢复增长，多数子行业渠道调整中	24
2、服装家纺板块电商业务增速放缓，但增速仍然高于线下	27
四、风险提示	29
1、宏观经济下滑	29
2、汇率波动风险	29
3、劳动力成本上升风险	29
4、原材料价格大幅波动风险	29

图表索引

图 1: 纺织服装行业营业收入 (16-19Q3) (亿元)	8
图 2: 纺织服装行业净利润情况 (16-19Q3) (亿元)	8
图 3: 纺织服装行业营业收入情况 (亿元)	9
图 4: 纺织服装行业净利润情况 (亿元)	9
图 5: 纺织制造行业营业收入情况 (亿元)	9
图 6: 纺织制造行业净利润情况 (亿元)	9
图 7: 服装家纺行业营业收入情况 (亿元)	9
图 8: 服装家纺行业净利润情况 (亿元)	9
图 9: 2016 年以来纺织服装与食品饮料 PE 估值比较	10
图 10: 2016 年以来纺织服装与家用电器 PE 估值比较	10
图 11: 2009 年以来申万 A 股市盈率 (TTM)	10
图 12: 2009 年以来纺织服装 (申万) 市盈率 (TTM)	10
图 13: 2019 前三季度申万纺服与沪深 300 走势	10
图 14: 2019Q3 申万纺服与沪深 300 走势	10
图 15: 2019 前三季度申万纺织制造与沪深 300 走势	11
图 16: 2019Q3 申万纺织制造与沪深 300 走势	11
图 17: 2019 前三季度申万服装家纺与沪深 300 走势	11
图 18: 2019Q3 申万服装家纺与沪深 300 走势	11
图 19: 纺织服装行业营业收入 (亿元)	12
图 20: 纺织制造行业营收情况 (亿元)	13
图 21: 服装家纺行业营收情况 (亿元)	13
图 22: 纺织制造细分行业营收增速对比	13
图 23: 服装家纺细分行业营收增速对比	14
图 24: 纺织服装行业扣非后归母净利润 (亿元)	14
图 25: 纺织制造行业扣非后归母净利润情况 (亿元)	15
图 26: 服装家纺行业扣非后归母净利润情况 (亿元)	15
图 27: 纺织制造细分行业归母净利润增速对比	15
图 28: 服装家纺细分行业归母净利润增速对比	16
图 29: 纺织服装行业毛利率	16
图 30: 纺织制造行业毛利率情况	17
图 31: 服装家纺行业毛利率情况	17
图 32: 纺织制造细分行业毛利率对比	17
图 33: 服装家纺细分行业毛利率对比	18
图 34: 纺织服装行业销售费用率及管理费用率	18
图 35: 纺织制造行业销售费用率及管理费用率情况	19
图 36: 服装家纺行业销售费用率及管理费用率情况	19
图 37: 纺织制造细分行业销售费用率对比	19
图 38: 服装家纺细分行业销售费用率对比	20
图 39: 纺织制造细分行业管理费用率对比	20

图 40: 服装家纺细分行业管理费用率对比.....	20
图 41: 纺织服装行业存货周转率(次)	21
图 42: 纺织制造行业存货周转率(次)	21
图 43: 服装家纺行业存货周转率(次)	21
图 44: 纺织制造细分行业存货周转率对比(次)	22
图 45: 服装家纺细分行业存货周转率对比(次)	22
图 46: 纺织服装行业应收账款周转率(次)	23
图 47: 纺织制造行业应收账款周转率(次)	23
图 48: 服装家纺行业应收账款周转率(次)	23
图 49: 纺织制造细分行业应收账款周转率(次)	24
图 50: 服装家纺细分行业应收账款周转率对比(次)	24
表 1: 纺织服装细分行业	7
表 2: 服装家纺企业线下渠道数量与同店情况(渠道单位: 个; 收入单位: 万元)	25
表 3: 服装家纺企业电商发展情况(收入单位: 百万元)	27

引言

纺织服装行业2019年半年报已经披露完毕，我们将行业中67家公司纳入研究范围。根据各个公司主营业务情况，将行业细分为“毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革、无纺布、其他纺织、男装、女装、休闲服饰、鞋帽、家纺、内衣、户外体育、童装、其他服装”等15个子行业。同时，我们将“毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革、无纺布、其他纺织”纳入纺织制造范围，将“男装、女装、休闲服饰、鞋帽、家纺、内衣、户外体育、童装、其他服装”纳入服装家纺范围。

我们从历史纵向比较与行业横向比较两个角度对营业收入、净利润、毛利率、期间费用率、存货、应收账款等行业重要指标进行对比分析，以求揭示行业发展真实情况。

需要注意的是：

1) 纺织服装行业细分子板块众多，且各个子板块中公司数量较少，单个公司数据出现异常值将对行业总体数据造成较大扰动，所以我们对很多公司数据进行了调整（一是补充历史上残缺的数据，二是避免外延并表等因素，或发展其他业务对于原有主业数据的影响）。

2) 为了更好地反映行业盈利情况，我们采用扣非后归母净利润去衡量行业净利润水平。

3) 童装行业目前上市公司有3家，为了更加客观得反映童装行业发展态势，我们将国内童装龙头巴拉巴拉品牌的经营数据（部分数据为估算值）从森马公司中分拆出来并入童装行业。因数据所限，分析存货周转率及应收账款周转率时仍把巴拉巴拉放在森马公司中做整体考虑。

4) 雅戈尔、红豆股份业务中有地产或金融成分，并且本身体量较大，所以在计算行业营业收入时，需将其金融、地产业务剔除，在计算其他行业指标时需将雅戈尔、红豆股份剔除。

5) 海澜之家体量大，且其发展趋势与其他男装公司存在差异，所以我们在统计男装细分行业数据时将其排除，但是在统计纺织服装总行业、纺织制造、服装家纺分行业数据时，将其纳入考虑范围。

6) 关于存货周转率及应收账款周转率的计算，我们选择向前追溯四个季度的会计期间（如2019Q3存货周转率的计算选择2018Q4-2019Q3作为其计算的会计期间），以求2019Q3周转率数据与此前年度周转率数据更加可比。

表1: 纺织服装细分行业

细分行业	公司代码	公司名称	细分行业	公司代码	公司名称
毛纺	002193.SZ	如意集团	女装	002612.SZ	朗姿股份
	600220.SH	江苏阳光		603518.SH	锦泓集团
	603889.SH	新澳股份		603808.SH	歌力思
棉纺	000726.SZ	鲁泰 A		603839.SH	安正时尚
	002042.SZ	华孚时尚		603196.SH	日播时尚
	002083.SZ	孚日股份		603587.SH	地素时尚
	002087.SZ	新野纺织	休闲	002269.SZ	美邦服饰
	002634.SZ	棒杰股份		002563.SZ	森马服饰
	002394.SZ	联发股份		603877.SH	太平鸟
印染	603558.SH	健盛集团	603157.SH	拉夏贝尔	
	601339.SH	百隆东方	603001.SH	奥康国际	
辅料	600448.SH	华纺股份	鞋帽	603116.SH	红蜻蜓
	600987.SH	航民股份		603608.SH	天创时尚
皮革	002003.SZ	伟星股份	家纺	603958.SH	哈森股份
	002098.SZ	浔兴股份		002293.SZ	罗莱生活
	002494.SZ	华斯股份		002327.SZ	富安娜
无纺布	300591.SZ	万里马	内衣	002397.SZ	梦洁股份
	002674.SZ	兴业科技		603365.SH	水星家纺
	603477.SH	振静股份		002763.SZ	汇洁股份
其他纺织	603238.SH	诺邦股份	户外体育	600137.SH	浪莎股份
	002404.SZ	嘉欣丝绸		600630.SH	龙头股份
	603665.SH	康隆达		002780.SZ	三夫户外
	603055.SH	台华新材		300005.SZ	探路者
男装	002029.SZ	七匹狼	童装	603555.SH	贵人鸟
	002154.SZ	报喜鸟		603908.SH	牧高笛
	002687.SZ	乔治白	其他服装	002762.SZ	金发拉比
	600177.SH	雅戈尔		002875.SZ	安奈儿
	600398.SH	海澜之家		601718.SH	际华集团
	600400.SH	红豆股份		300577.SZ	开润股份
	601566.SH	九牧王		002776.SZ	柏堡龙
	002832.SZ	比音勒芬		600439.SH	瑞贝卡

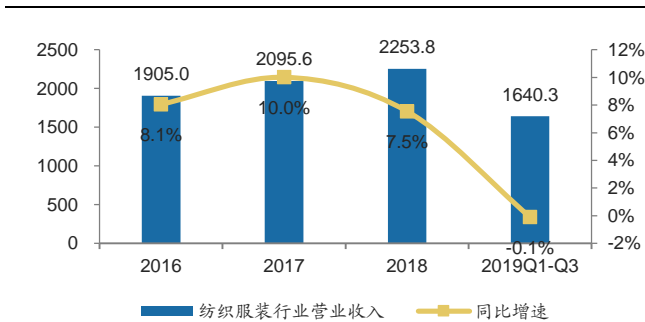
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

一、纺织服装行业概述：经济下行压力叠加中美贸易摩擦升级，行业业绩持续承压

1、行业前三季度业绩及资本市场表现概述

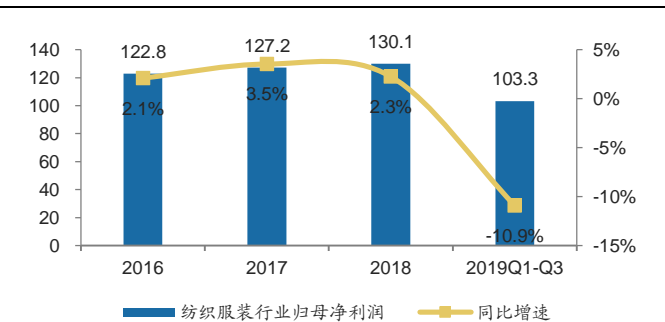
纺织服装行业业绩增速出现回落。2019年前三季度，被选中的67家主要上市公司实现营业收入1640.3亿元，同比增长-0.1%，实现净利润103.3亿元，同比下降-10.9%，营收和净利润增速均较2017及2018出现进一步下滑。

图1：纺织服装行业营业收入（16-19Q3）（亿元）



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

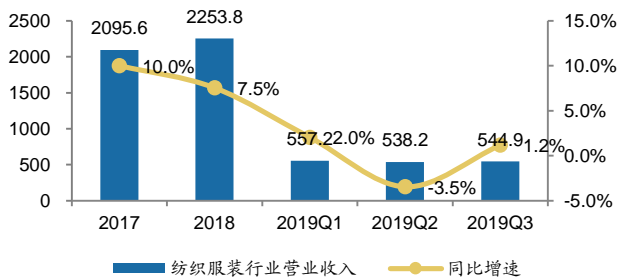
图2：纺织服装行业净利润情况（16-19Q3）（亿元）



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

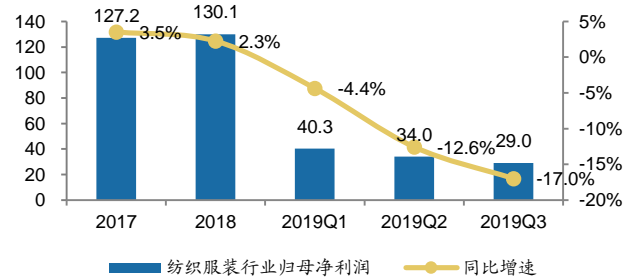
分季度数据看，纺织服装全行业 2019Q1/Q2/Q3分别实现营业收入557.2亿元/538.2亿元/544.9亿元，同比增长2.0%/-3.5%/1.2%，实现归母净利润40.3亿元/34.0亿元/29.0亿元，同比增长-4.4%/-12.6%/-17.0%，Q3营收增速转正主要依靠服装家纺板块收入增长拉动，但前三季度净利润持续下滑主要由于纺织制造板块净利润大幅下降导致。纺织制造板块 2019Q1/Q2/Q3分别实现营业收入170.5亿元/187.0亿元/184.6亿元，同比增长7.4%/-6.9%/-3.8%，实现归母净利润8.2亿元/15.4亿元/8.2亿元，同比增长13.4%/-4.4%/-43.2%持续下滑，主要受国际贸易环境以及国内经济下行影响，下游需求减弱。服装家纺板块2019Q1/Q2/Q3分别实现营业收入386.8亿元/351.3亿元/360.2亿元，同比增长-0.1%/-1.5%/3.9%，实现归母净利润32.1亿元/18.6亿元/20.8亿元，同比增长-8.0%/-18.3%/1.3%，Q3营收净利润增速转正，但整体仍旧较为低迷。

图3: 纺织服装行业营业收入情况 (亿元)



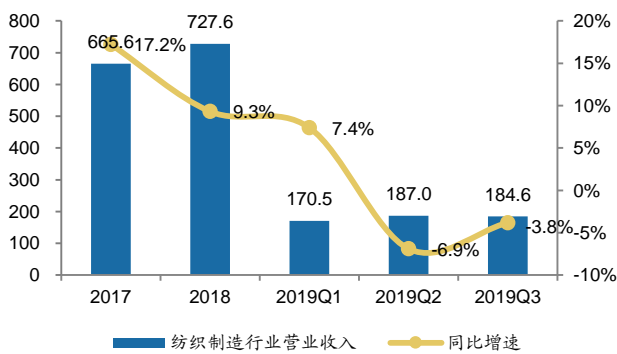
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 纺织服装行业净利润情况 (亿元)



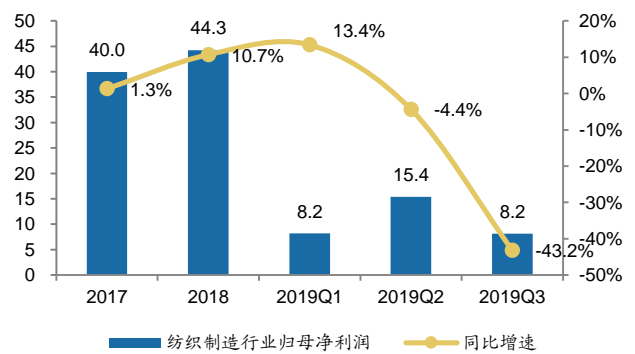
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 纺织制造行业营业收入情况 (亿元)



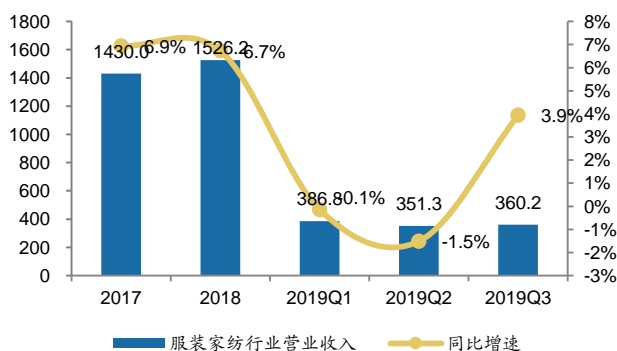
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 纺织制造行业净利润情况 (亿元)



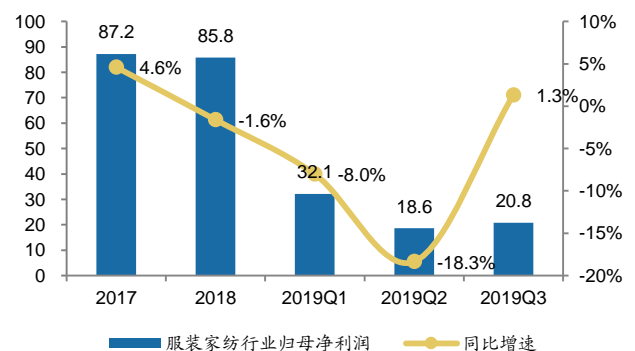
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 服装家纺行业营业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 服装家纺行业净利润情况 (亿元)

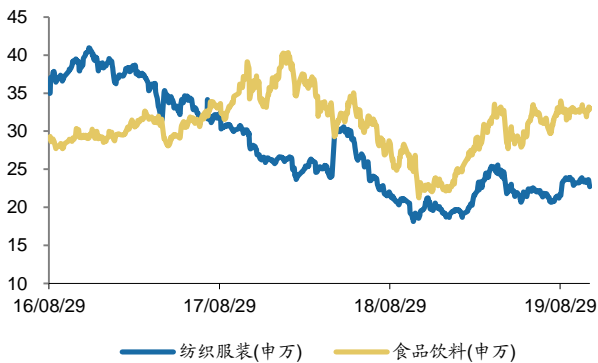


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从资本市场表现来看, 2019年至今纺织服装行业走势显著弱于市场。2019年前三季度, SW纺织服装和沪深300的涨幅分别为4.71%和26.70%, 其中SW纺织制造和SW服装家纺的涨幅分别为4.09%和4.88%。服装家纺板块走势略强于纺织制造板块。从2009年初至今, SW纺织服装PE(TTM) 最大值为63.14, 最小值为16.02,

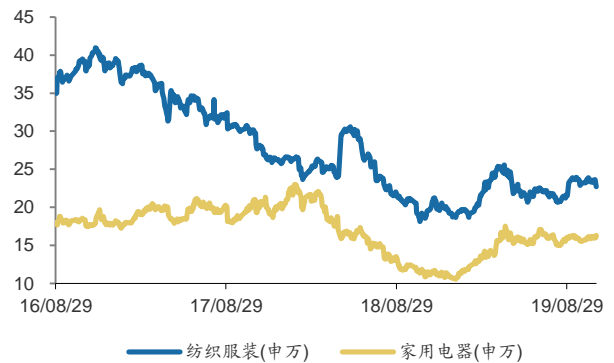
中位数为28.27，目前SW纺织服装PE(TTM) 22.71，处于较低水平。

图9: 2016年以来纺织服装与食品饮料PE估值比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 2016年以来纺织服装与家用电器PE估值比较



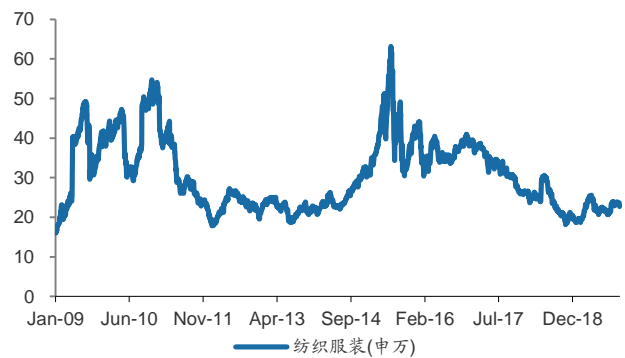
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 2009年以来申万A股市盈率 (TTM)



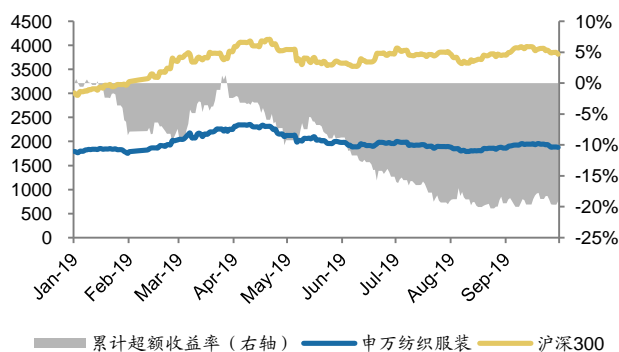
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 2009年以来纺织服装 (申万) 市盈率 (TTM)



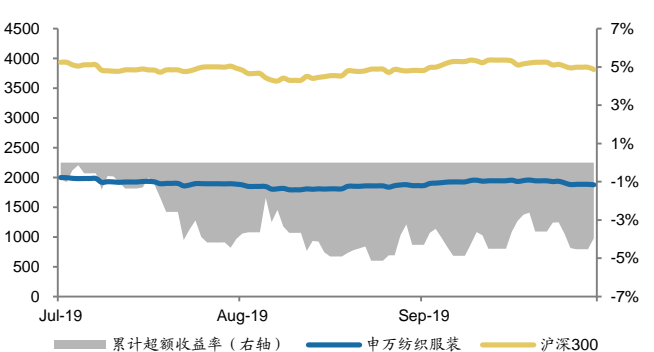
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 2019前三季度申万纺服与沪深300走势



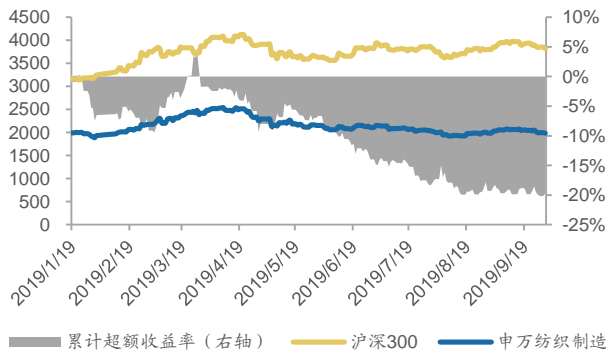
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 2019Q3申万纺服与沪深300走势



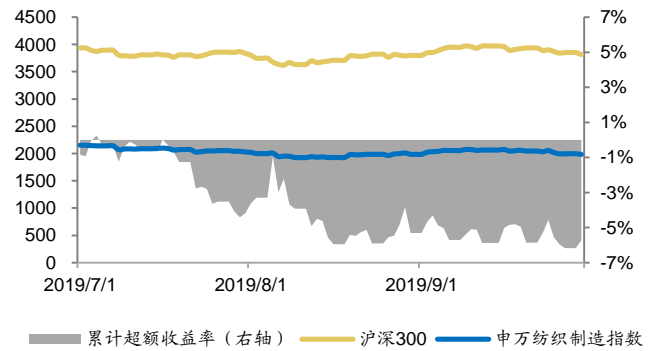
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 2019前三季度申万纺织制造与沪深300走势



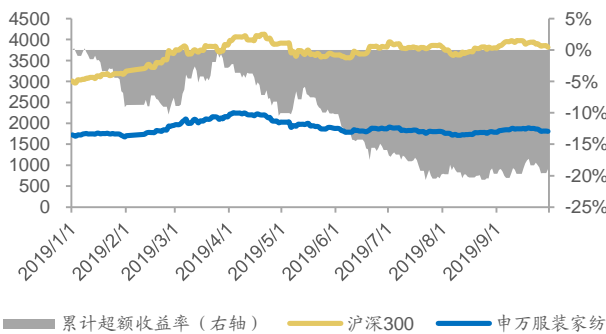
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 2019Q3申万纺织制造与沪深300走势



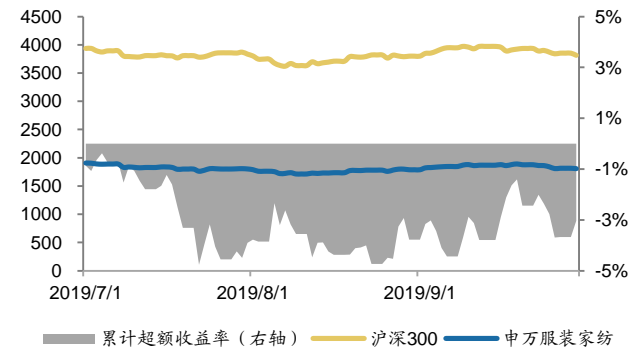
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 2019前三季度申万服装家纺与沪深300走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 2019Q3申万服装家纺与沪深300走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2、投资建议

纺织制造板块: 从三季报看, 受中美贸易摩擦和原材料价格波动影响, 纺织制造板块持续承压, 但无纺布子行业今年前三季度收入增长逐季加快, 且归母净利润增速高于其他子行业, 反映出产业用纺织品需求较为景气, 另外棉纺、印染、辅料子行业业绩环比有所改善, 建议关注无纺布子行业的龙头公司, 行业景气度较高, 有望充分受益, 同时棉纺、印染、辅料子行业中积极布局海外产能, 且产业链条较长, 受外部环境和成本价格波动影响较小的龙头公司亦可关注。重点推荐健盛集团, 公司第三季度单季收入较上半年加速, 下游客户景气度高(棉袜主要客户: H&M、优衣库、迪卡侬、PUMA、Under Armour等; 无缝内衣主要客户: Nike、迪卡侬、Under Armour、H&M、优衣库等), 订单充足, 产能较早布局海外, 抗风险能力强, 且目前市盈率和市净率估值处历史区间下限。

建议关注: 健盛集团、鲁泰A。

服装家纺板块: 1) 服装家纺三季报超预期的公司较少, 重点公司仅比音勒芬一家超预期, 运动服饰子行业持续高景气, A股相关标的稀缺, 公司作为细分高尔夫和

旅游度假服饰龙头，三季度业绩较二季度明显加速，未来伴随品牌力、产品力、渠道力不断提升，看好公司业绩持续快速增长，重点推荐；2) 从细分子行业看，男装行业和女装行业第三季度收入增速环比二季度加快，建议关注其中代表公司海澜之家和地素时尚，前者三季度主品牌收入增长超预期，适当调低倍率对销售的带动作用明显，虽然今年由于子品牌爱居兔、收购品牌男生女生产生一定亏损，在建工程转固，转债等导致管理费用和财务费用增加导致净利润短期有所波动，但未来伴随爱居兔剥离、男生女生进一步增长达到盈亏平衡点，期间费用基数抬高，看好公司净利润大幅改观，后者前三季度营收和扣非后归母净利润持续较快增长，且第三季度单季收入和归母净利润增长加速，体现出良好的增长态势，且公司前三季度净开店较少，收入增长主要由同店增长驱动，由此可见公司前期的零售培训及激励计划效果显现，看好公司今年及未来三年业绩的稳健增长。3) 虽然童装子行业三季度业绩稍有放缓，但增速依然远超大分子行业。童装子行业龙头森马服饰经过第三季度主动减少发货，经营质量显著提高，前三季度存货增长明显放缓，第三季度单季经营性现金流净额同比大幅增长。看好公司第四季度业绩增速有望较前三季度加快，第二期限制性股票激励计划业绩考核目标调动员工积极性，北方入冬较早10月冬装开门红，休闲装今年四季度再次启动新一轮改革，涉及产品、渠道、营销等方面，目前终端反馈良好。继续推荐。

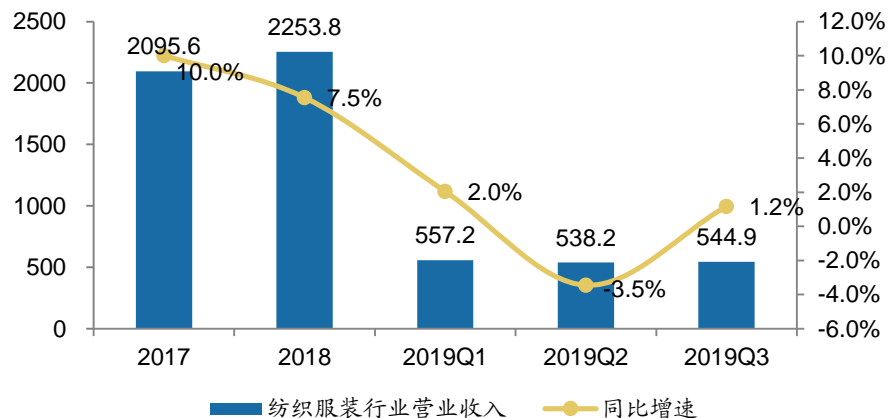
建议关注：比音勒芬、海澜之家、地素时尚、森马服饰。

二、纺织服装行业 2019 年前三季度经营情况回顾

1、营业收入

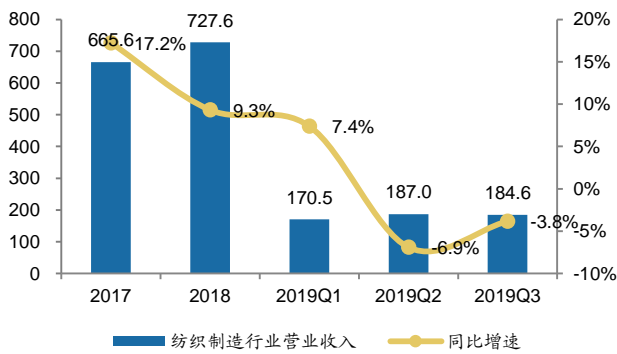
纺织服装行业2019Q1/Q2/Q3分别实现营业收入557.2亿元/538.2亿元/544.9亿元，同比增长2.0%/-3.5%/1.2%，收入端增速在Q3由负转正。分板块来看，纺织制造板块2019Q1/Q2/Q3营收增速分别为7.4%/-6.9%/-3.8%，服装家纺板块营收增速分别为-0.1%/-1.5%/3.9%，纺织制造板块收入持续下滑，而服装家纺板块收入增速出现好转。

图19：纺织服装行业营业收入（亿元）



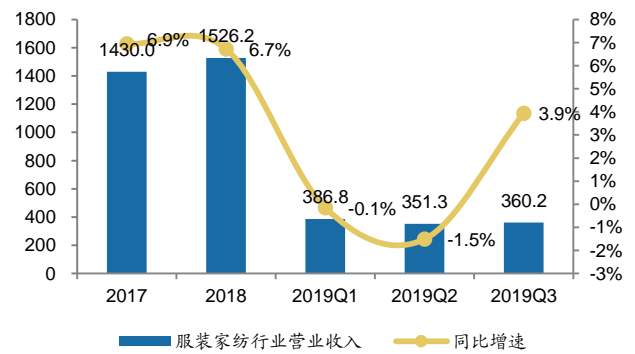
数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 纺织制造行业营收情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 服装家纺行业营收情况 (亿元)



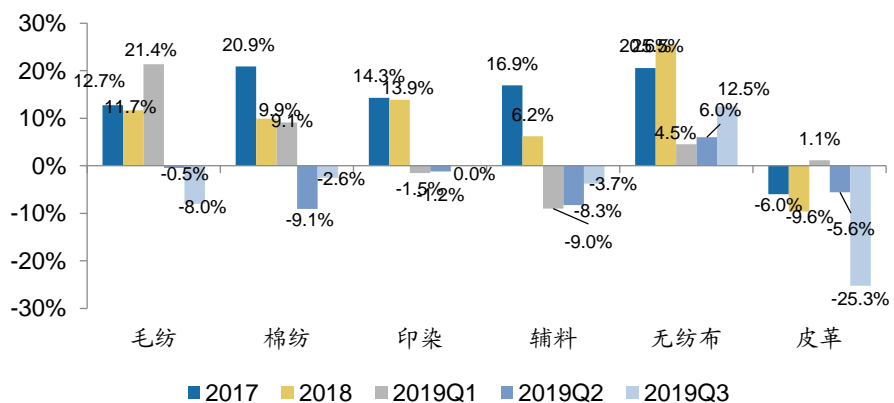
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们将其他纺织、其他服装类公司排除,对毛纺、棉纺、印染、辅料、皮革、男装、女装、休闲、鞋帽、家纺、内衣、户外体育、童装等主要细分子行业进行横向对比。

纺织制造板块无纺布行业2019Q3营收实现增长,其他行业2019Q3营收持续下滑,除毛纺和皮革外,其他纺织制造子行业2019Q3营收降幅较Q2略有缩窄。毛纺、棉纺、皮革均呈现2019Q1增速最高,2019Q2/Q3增速放缓甚至为负的现象,主要由于中美贸易摩擦持续升级,贸易环境存在较强不确定性,同时终端消费景气度下降,下游品牌客户下单谨慎,加上原材料价格出现较大幅度波动所致。

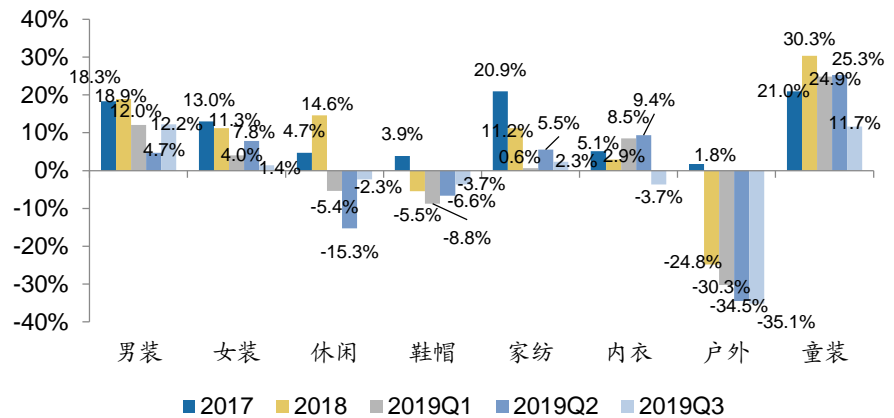
服装家纺板块子行业收入出现分化,男装、女装行业2019Q3收入增速较Q2上升,休闲、鞋帽行业收入降幅缩窄。童装行业虽然Q3收入增速放缓,但单季增速依然高于大部分其他服装家纺子行业。

图22: 纺织制造细分行业营收增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 服装家纺细分行业营收增速对比

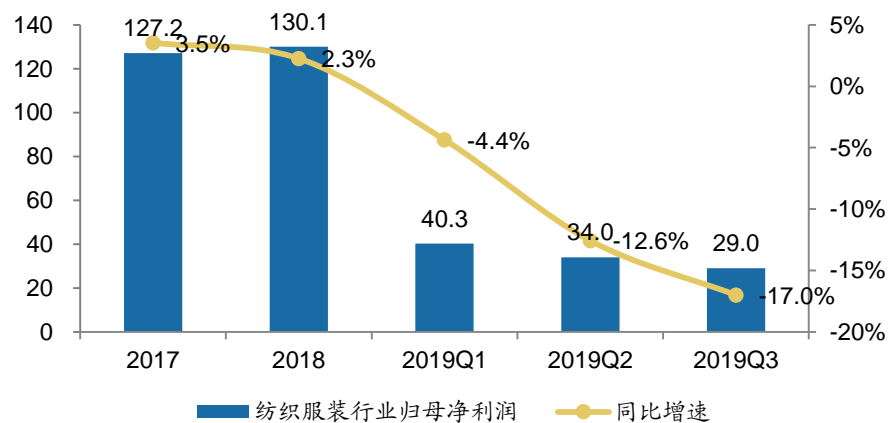


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2、净利润

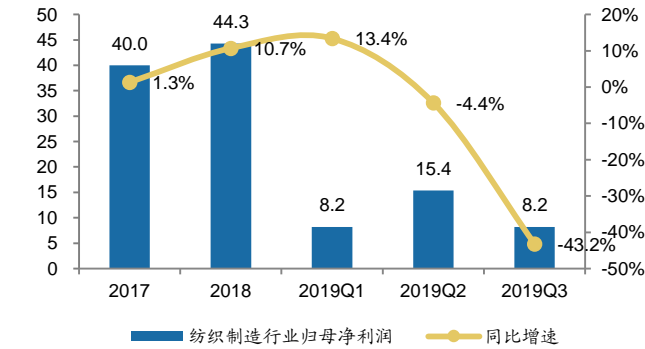
纺织服装全行业2019Q1/Q2/Q3分别实现归母净利润40.3亿元/34.0亿元/29.0亿元,同比增长-4.4%/-12.6%/-17.0%,行业净利润增速下滑主要由于纺织制造出现较大幅下降导致。分板块来看,纺织制造板块2019Q1/Q2/Q3归母净利润增速达分别为13.4%/-4.4%/-43.2%,一方面由于中美贸易摩擦持续升级影响,营业收入增速大幅放缓,另一方面由于主要原材料价格下跌,消化高价库存导致毛利率下降。服装家纺板块归母净利润增速分别为-8.0%/-18.3%/1.3%,三季度单季转正。

图24: 纺织服装行业扣非后归母净利润(亿元)



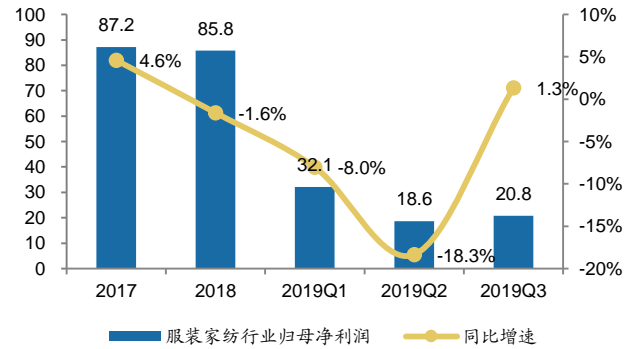
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 纺织制造行业扣非后归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 服装家纺行业扣非后归母净利润情况 (亿元)

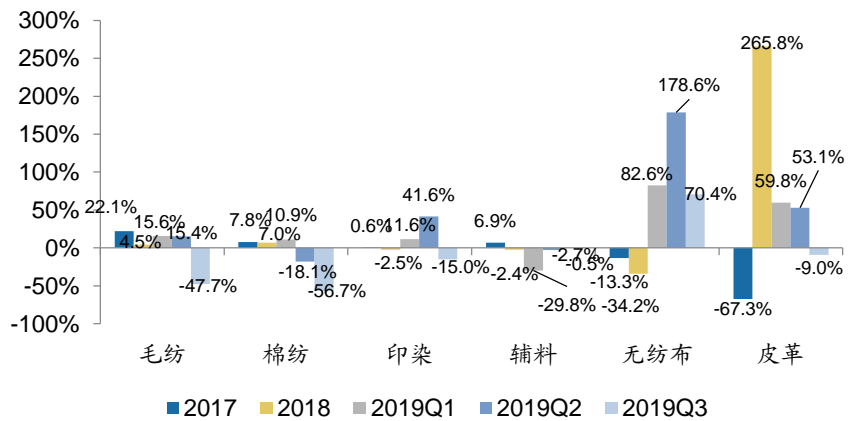


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

排除其他纺织、其他服装、皮革类公司 (皮革行业利润绝对额非常小, 同比增速波动性太大), 对棉纺、印染、辅料、无纺布、男装、女装、休闲、鞋帽、家纺、内衣、户外体育等主要细分子行业进行横向对比。

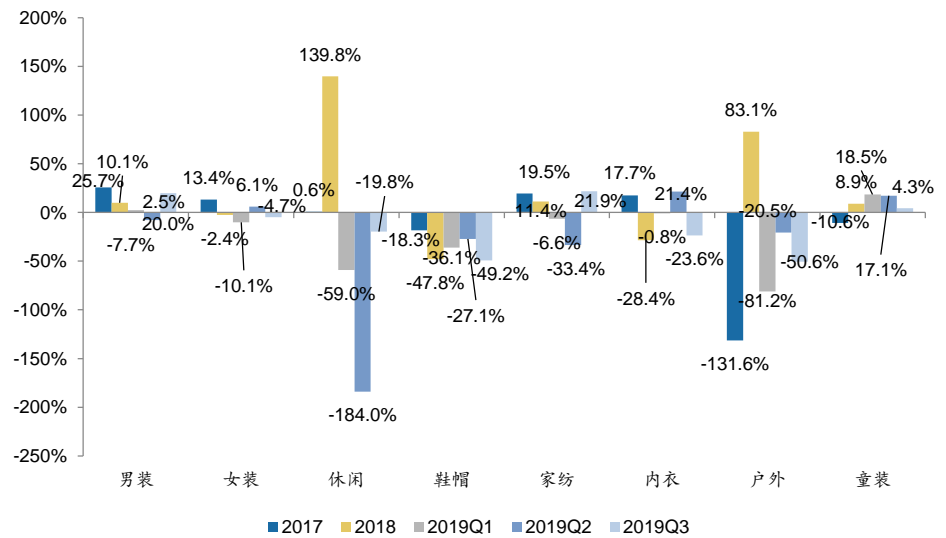
纺织制造和服装家纺子行业中, 除辅料和男装外其他行业净利润增速均较2019Q2出现下滑。

图27: 纺织制造细分行业归母净利润增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 服装家纺细分行业归母净利润增速对比

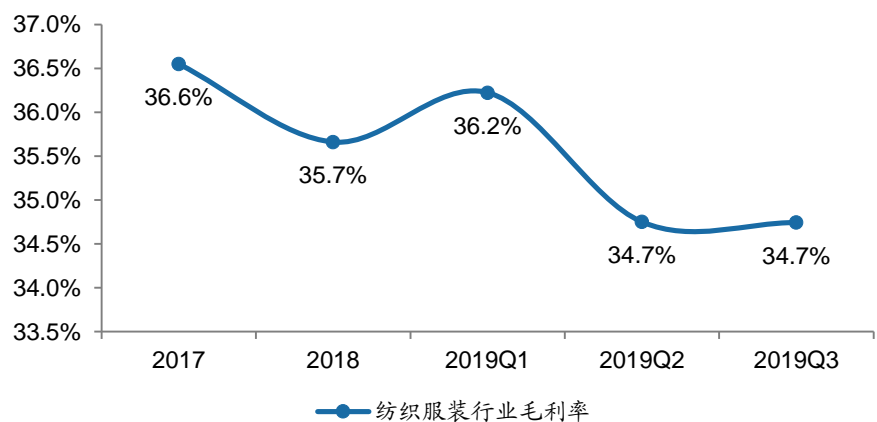


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3、毛利率

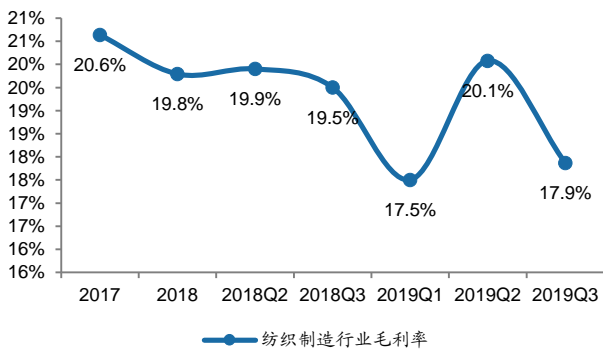
2019Q1/Q2/Q3纺织服装整体行业的毛利率分别为36.2%/34.7%/34.7%。分板块来看, 纺织制造板块2019Q1/Q2/Q3毛利率分别为17.5%/20.1%/17.9%, 毛利率下降主要由于原料价格下滑, 消化高价库存导致。服装家纺板块2019Q1/Q2/Q3毛利率分别为45.2%/43.0%/43.8%, Q3较Q2略有回升。

图29: 纺织服装行业毛利率



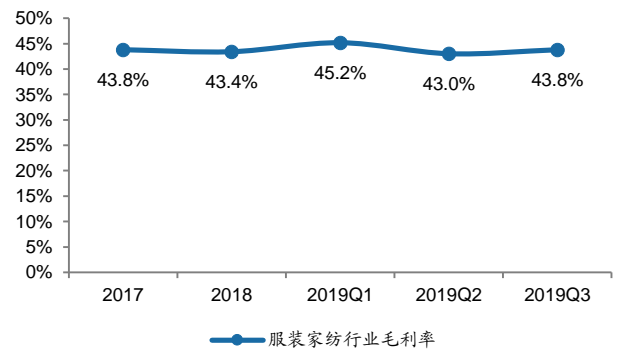
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 纺织制造行业毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

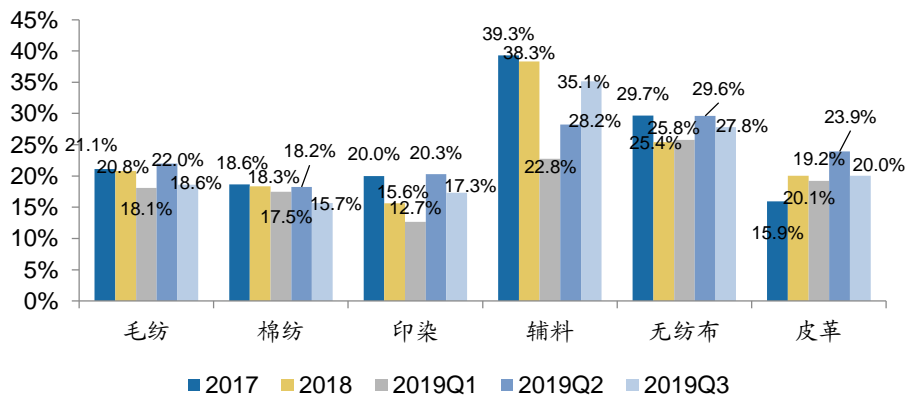
图31: 服装家纺行业毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

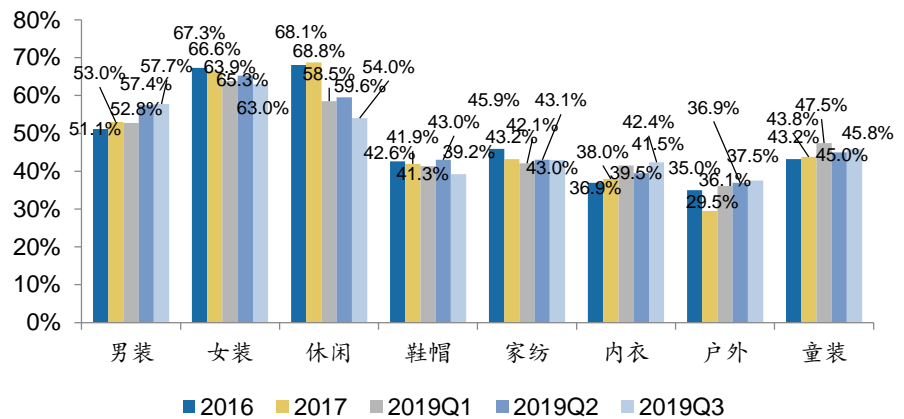
排除其他纺织、其他服装类公司,对细分子行业进行横向对比。纺织制造板块里除辅料外,其他子行业毛利率均出现一定程度下降。而服装家纺板块中,男装、内衣、户外、童装Q3毛利率环比Q2有所升,女装、休闲、鞋帽环比有所下降,其他基本持平。

图32: 纺织制造细分行业毛利率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 服装家纺细分行业毛利率对比



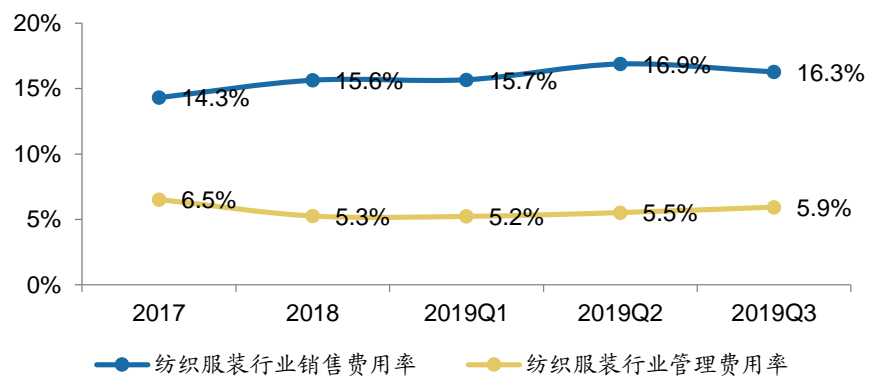
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4、销售费用率、管理费用率

2019Q1/Q2/Q3纺织服装行业销售费用率分别为15.7%/16.9%/16.3%，整体较为平稳，管理费用率分别为5.2%/5.5%/5.9%，在Q3出现小幅上升。

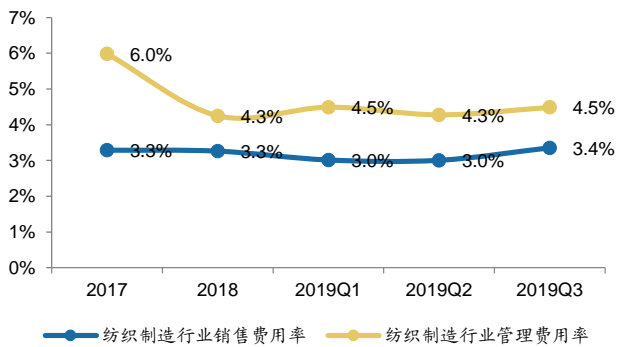
分板块看，纺织制造板块2019Q1/Q2/Q3销售费用率分别为3.0%/3.0%/3.4%，管理费用率分别为4.5%/4.3%/4.5%，主要由于营收出现下滑，而费用则相对刚性。服装家纺板块2019Q1/Q2/Q3销售费用率分别为21.8%/24.7%/23.2%，三季度小幅下降，管理费用率分别为5.6%/6.2%/6.7%。

图34: 纺织服装行业销售费用率及管理费用率



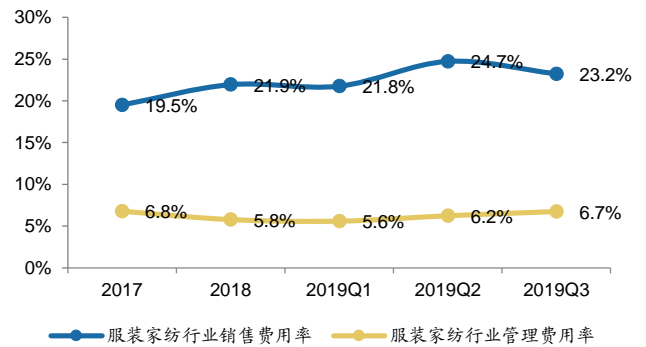
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图35: 纺织制造行业销售费用率及管理费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

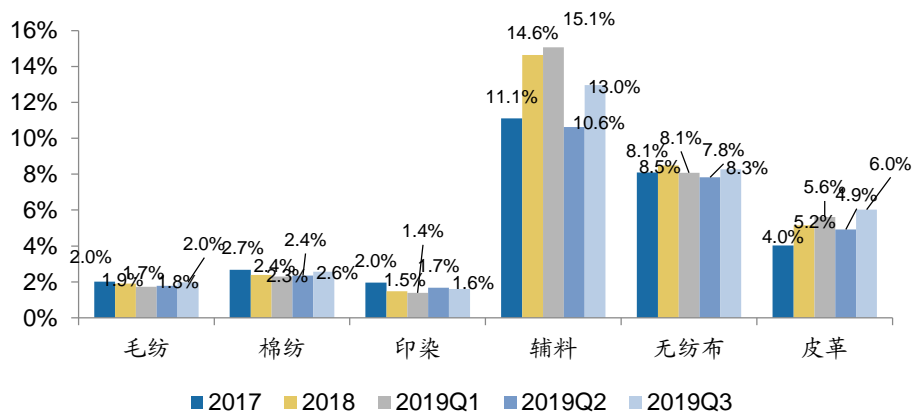
图36: 服装家纺行业销售费用率及管理费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

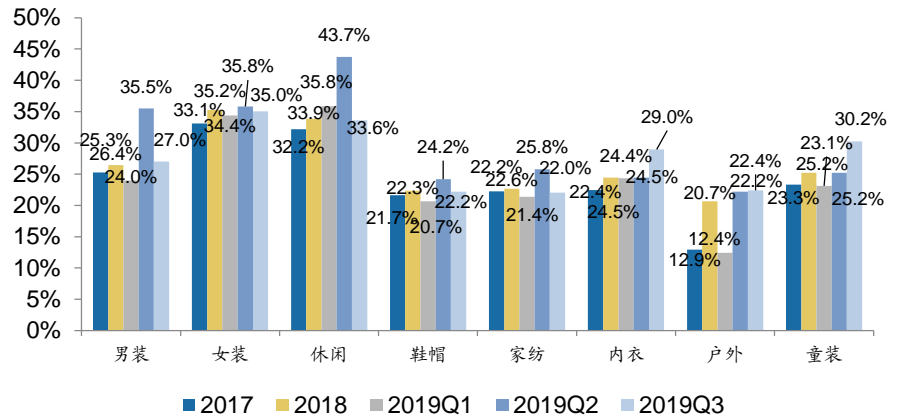
排除其他纺织、其他服装类公司,对细分子行业进行横向对比。纺织制造板块,辅料子行业的销售费用率和管理费用率最高,辅料多为小批量订单式生产,客户结构比较分散,用于销售和管理方面的费用支出比例相对较高。服装家纺板块销售费用率最高的是女装和休闲子行业,其中女装主要由于直营占比较高的原因。纵向对比,纺织制造板块中辅料、皮革Q3销售费用率环比上升明显,其他基本平稳,管理费用率中毛纺、印染、皮革环比上升明显,其他基本平稳。服装家纺板块中内衣及童装Q3销售费用率环比上升较为明显,男装、休闲、鞋帽、家纺则环比下降,其他保持平稳,管理费用率中鞋帽、内衣、户外环比上升较为明显,男装、女装、家纺环比下降,其他平稳。

图37: 纺织制造细分行业销售费用率对比



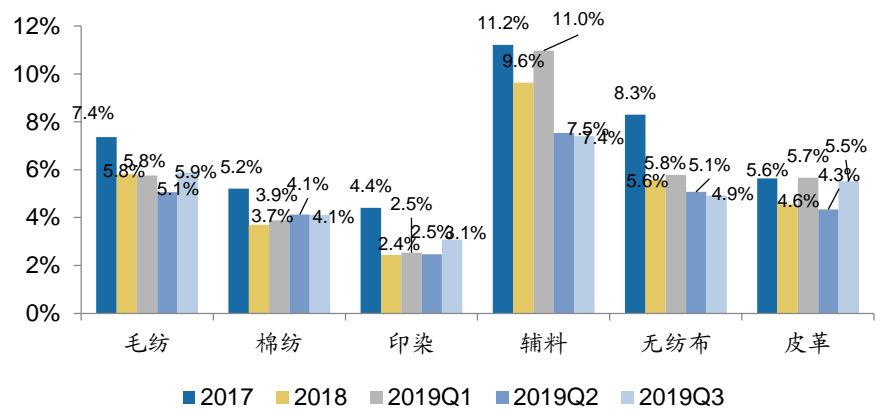
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 服装家纺细分行业销售费用率对比



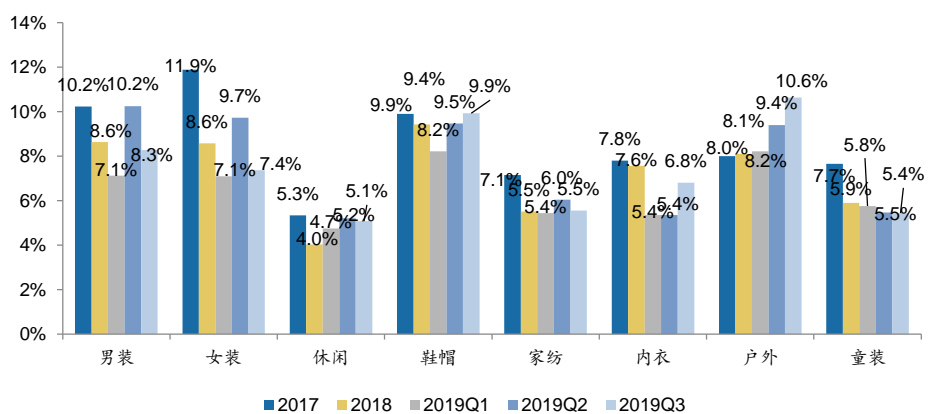
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 纺织制造细分行业管理费用率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 服装家纺细分行业管理费用率对比



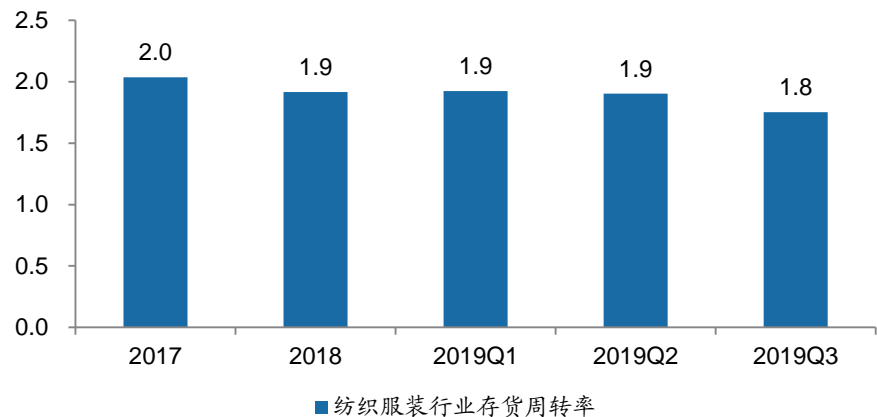
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

5、存货

2019Q1/Q2/Q3纺织服装行业存货周转率分别为1.9/1.9/1.8，存货周转率在Q3略有下降，主要受服装家纺板块影响。

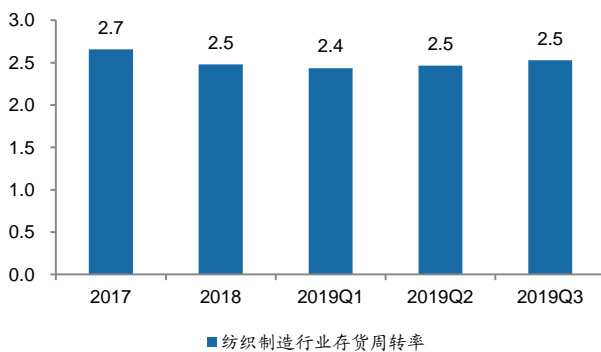
分板块看，纺织制造板块2019Q1/Q2/Q3存货周转率分别为2.4/2.5/2.5，基本保持平稳。服装家纺板块2019Q3存货周转率为1.7/1.7/1.5，Q3存货周转率明显下降，与双十一及冬季备货库存增加有关。

图41：纺织服装行业存货周转率（次）



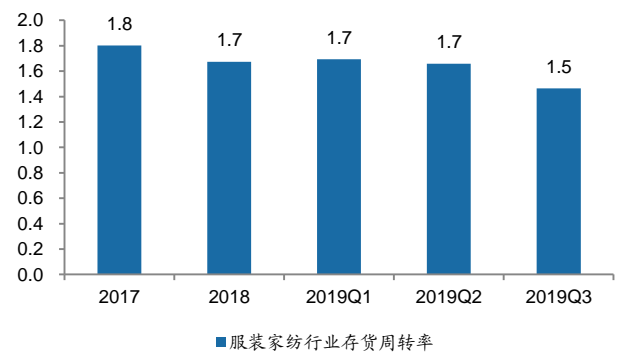
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42：纺织制造行业存货周转率（次）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

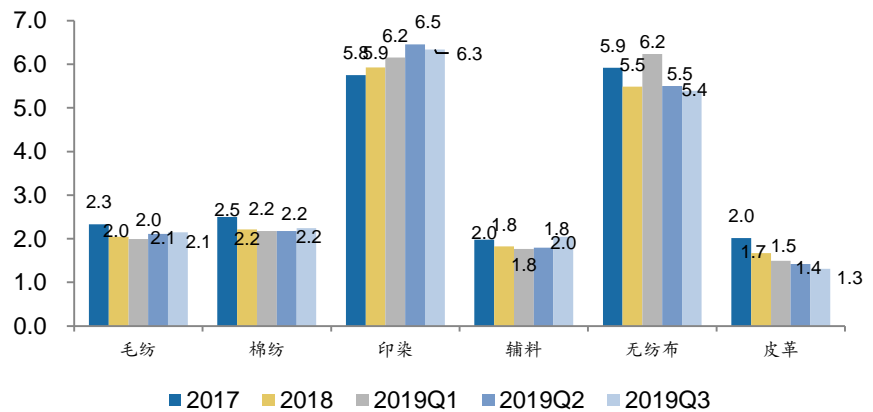
图43：服装家纺行业存货周转率（次）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

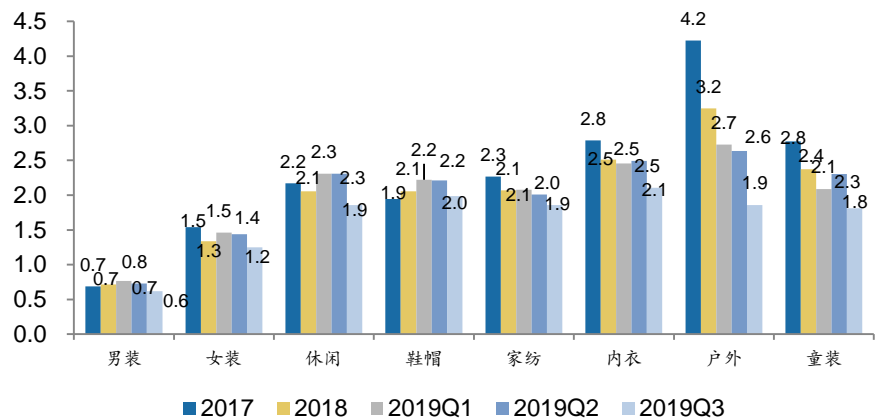
排除其他纺织、其他服装类公司，对细分子行业进行横向对比，纺织制造板块里，印染子行业存货周转率较高，其中有和部分公司来料加工的业务模式有关；服装家纺板块，由于双十一及冬季备货原因，所有子行业存货周转率均有所下降，户外、内衣子行业存货周转率较高，其中有诸如户外子行业主要是以批发业务为主的原因，也有内衣等产品更新频率较高的原因。

图44: 纺织制造细分行业存货周转率对比 (次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图45: 服装家纺细分行业存货周转率对比 (次)



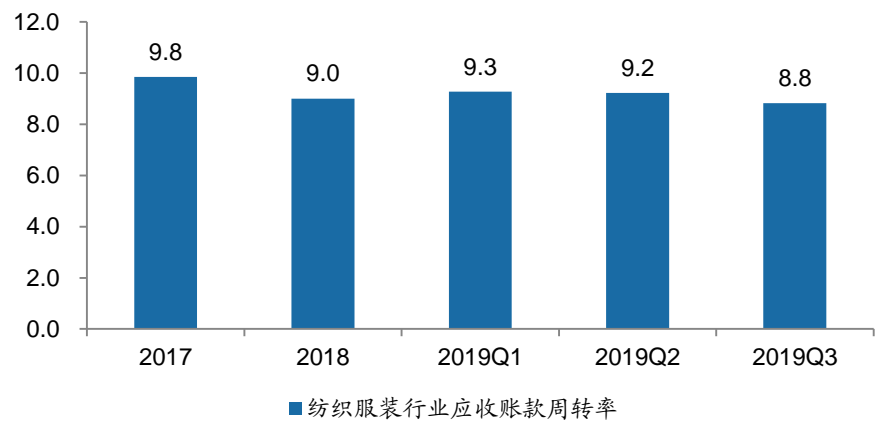
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

6、应收账款

2019Q1/Q2/Q3纺织服装行业应收账款周转率分别为9.3/9.2/8.8, 呈现连续下滑, 主要由服装家纺板块应收账款周转率下滑导致。

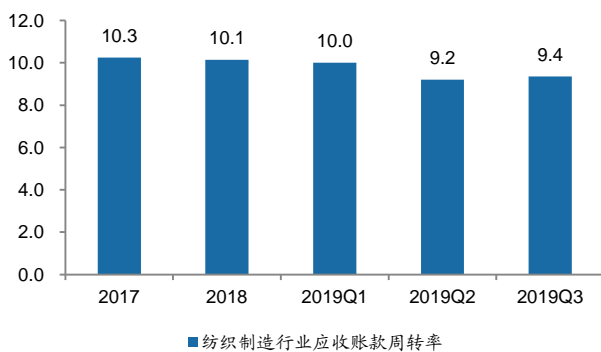
分板块看, 纺织制造板块2019Q1/Q2/Q3应收账款周转率分别为10.0/9.2/9.4, 基本保持平稳, 而服装家纺板块2019Q1/Q2/Q3应收账款周转率分别为9.0/9.2/8.6, Q3下滑明显, 主要由于支持加盟商冬季备货, 授信有所增加。

图46: 纺织服装行业应收账款周转率(次)



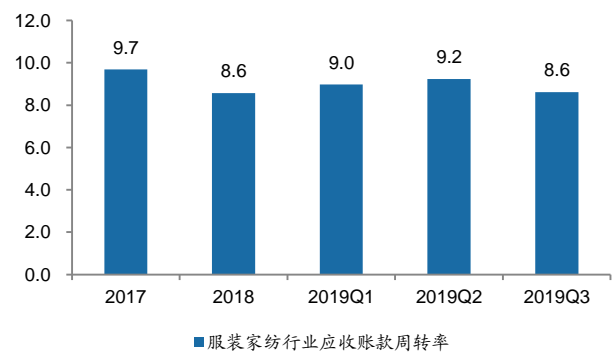
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图47: 纺织制造行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

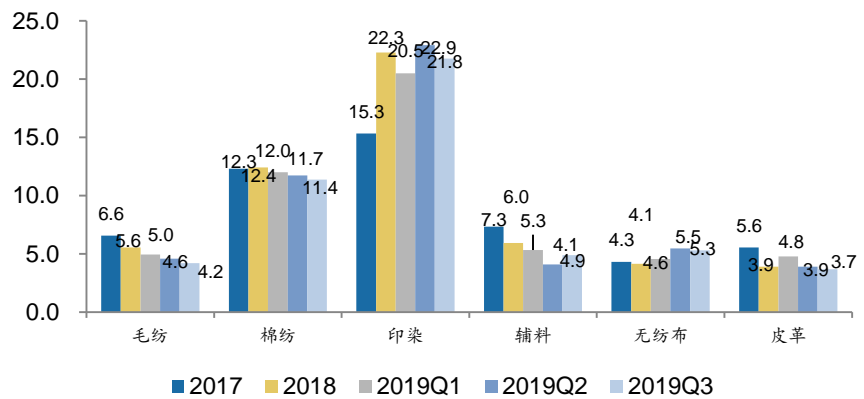
图48: 服装家纺行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

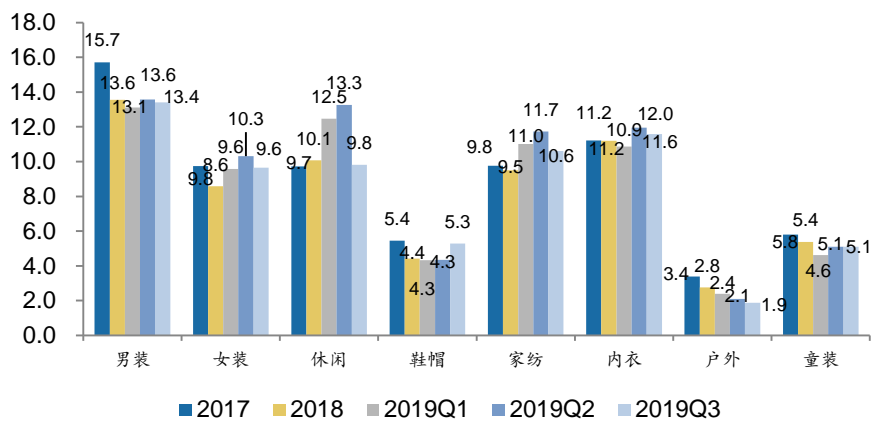
通过细分行业的对比,我们发现纺织制造板块印染、棉纺子行业的应收账款周转率较高,服装家纺板块男装、家纺、内衣的应收账款周转率较高,户外子行业应收账款周转率较低,纺织服装行业除辅料、鞋帽外的所有子行业Q3应收账款周转率环比Q2均有所下滑。

图49: 纺织制造细分行业应收账款周转率(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图50: 服装家纺细分行业应收账款周转率对比(次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、服装家纺板块 2019 年前三季度渠道及同店情况

1、男装企业渠道恢复增长，多数子行业渠道调整中

从2016-2019Q3服装家纺板块的渠道及同店收入统计数据来看，男装企业海澜之家、红豆股份、九牧王在2019年均实现净开店。而女装企业中，除歌力思、地素时尚和锦泓集团维格娜丝主品牌外，其他女装企业渠道数量在2019年均有所下降。休闲服行业的太平鸟和拉夏贝尔2019年均处于关店过程中，鞋帽企业红蜻蜓渠道数量2019截止Q3净增80家。

同店方面，大部分企业下游同店增长为负，说明消费环境低迷，终端零售不振。男装中的红豆股份、女装中的安正时尚、地素时尚、日播时尚同店有所增长，拉夏贝尔统计口径有变化（拉夏贝尔2019使用总额法确认收入，将百货商场和电商平台扣

点确认为费用)

注: 此处同店数据为累计收入, 如2019Q3的直营同店收入指的是2019前三季度直营门店收入除以2019三季度末直营门店数。

表2: 服装家纺企业线下渠道数量与同店情况 (渠道单位: 个; 收入单位: 万元)

行业	公司	渠道	2017Q1	2017H1	2017Q3	2017	2018Q1	2018H1	2018Q3	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3
男装	海澜之家	直营	8	9	17	31	37	76	128	175	195	250	291
		经销	4297	4367	4411	4472	4486	4618	4763	4922	5174	5199	5226
		渠道总数	4305	4376	4428	4503	4523	4694	4891	5097	5369	5449	5517
		渠道 YoY	17.1%	12.5%	8.7%	6.3%	5.1%	7.3%	10.5%	13.2%	18.7%	16.1%	12.8%
		直营同店	101.61	174.21	230.63	327.73	105.88	172.46	217.09	297.11	93	158.34	209.03
		同店增长	-15.1%	-9.0%	-6.9%	-1.0%	4.2%	-1.0%	-5.9%	-9.3%	-12.2%	-8.2%	-3.7%
	红豆股份	直营	80	83	62	57	55	61	61	66	62	64	56
		经销	832	898	965	1036	1055	1129	1206	1272	1278	1296	1323
		渠道总数	912	981	1027	1093	1110	1190	1267	1338	1340	1360	1379
		渠道 YoY	15.9%	20.8%	21.5%	19.7%	21.7%	21.3%	23.4%	22.4%	20.7%	14.3%	8.8%
		直营同店	45.3	64.7	97.71	195.22	82.02	75.45	108.96	189.02	74.35	79.39	112.23
		同店增长	-8.4%	5.7%	24.1%	47.5%	81.1%	16.6%	11.5%	-3.2%	-9.3%	5.2%	3.0%
	九牧王	直营	848	806	791	797	781	870	876	901	906	933	974
		经销	1847	1863	1842	1836	1815	1824	1841	1873	1854	1839	1861
		渠道总数	2695	2669	2633	2633	2596	2694	2717	2774	2760	2772	2835
渠道 YoY		-2.6%	-3.9%	-5.3%	-5.3%	-3.7%	0.9%	3.2%	5.4%	6.3%	2.9%	4.3%	
直营同店		30.67	57.45	79.77	109.24	37.51	56.5	73.83	103.47	34.04	54.44	70.89	
同店增长		12.1%	23.2%	25.6%	19.6%	22.3%	-1.7%	-7.5%	-5.3%	-9.3%	-3.7%	-4.0%	
朗姿股份	直营		288		316		344		378		387		
	经销		149		138		123		127		126		
	渠道总数		437		454		467		505		513		
	渠道 YoY		-4.4%		2.0%		6.9%		11.2%		9.9%		
	直营同店		146.87		275.6		170.91		302.57		162.37		
	同店增长		10.6%		5.8%		16.4%		9.8%		-5.0%		
歌力思	直营	200	219	233	239	244	247	262	275	277	277	310	
	经销	268	198	260	294	292	304	304	317	314	300	288	
	渠道总数	468	492	493	533	536	551	566	592	591	577	598	
	渠道 YoY	34.5%	8.4%	4.5%	12.5%	14.5%	12.0%	14.8%	11.1%	10.3%	4.7%	5.7%	
	直营同店	98.24	208.66	305.04	446.77	118.23	230.55	328.06	458.48	117.88	241.34	317.9	
	同店增长	37.5%	30.2%	42.5%	34.0%	20.4%	10.5%	7.6%	2.6%	-0.3%	4.7%	-3.1%	
安正时尚	直营	302	314	329	336	337	349	352	359	346	336	328	
	经销	557	558	576	581	587	603	605	614	611	603	589	
	渠道总数	859	872	905	917	924	952	957	973	957	939	917	
	渠道 YoY		-2.8%		6.4%	7.6%	9.2%	5.8%	6.1%	3.6%	-1.4%	-4.2%	

	直营同店	55.42	100.13	135.28	193.61	59.65	104.85	142.33	188.99	52.44	96.34	145.25
	同店增长				13.6%	7.6%	4.7%	5.2%	-2.4%	-12.1%	-8.1%	2.1%
	直营				395		397	391	378	365	362	366
	经销				643		659	672	684	683	688	702
地素	渠道总数				1038		1056	1063	1062	1048	1050	1068
时尚	渠道 YoY				4.6%				2.3%		-0.6%	0.5%
	直营同店				218.51		111.96	165.42	240.77	69.88	142.62	208.38
	同店增长				0.2%				10.2%		27.4%	26.0%
	直营		194	220	247	247	281	315	315	311	280	254
	经销		626	638	636	633	641	639	649	618	588	572
日播	渠道总数		910	961	989	986	1016	1047	1067	1041	983	930
时尚	渠道 YoY				11.6%		11.7%	9.0%	7.9%	5.6%	-3.3%	-11.2%
	直营同店		90.16	120.5	154.87	53.85	78.5	99.4	140.56	43.2	84.15	134.42
	同店增长				-14.0%		-12.9%	-17.5%	-9.2%	-19.8%	7.2%	35.2%
	直营	173	160	159	158	156	154	155	151	150	156	165
	经销	7	7	7	4	4	2	2	2	2	4	7
锦泓	渠道总数	180	167	166	162	162	156	157	153	152	160	172
集团	渠道 YoY	-18.2%	-22.3%	-16.2%	-14.3%	-10.0%	-6.6%	-5.4%	-5.6%	-6.2%	2.6%	9.6%
	直营同店	98.25	216.94	332.67	488.77	129.72	268.26	398.06	563.62	121.33	240.92	343.18
	同店增长				28.9%	32.0%	23.7%	19.7%	15.3%	-6.5%	-10.2%	-13.8%
	直营		9060	9246	9435		9659		9238	7633	6646	5078
	经销		6	12	13		15		31	20	153	435
拉夏	渠道总数		9066	9258	9448	9540	9674	9625	9269	7653	6799	5513
贝尔	渠道 YoY				6.1%		6.7%	4.0%	-1.9%	-19.8%	-29.7%	-42.7%
	直营同店				94.37	27.17	44.9	55.61	108.94	31.74	50.09	96.23
	同店增长				-17.9%				15.5%	16.8%	11.6%	73.1%
	直营				679		766		763		784	
	经销				7744		8098		8360		8620	
森马	渠道总数				8423		8864		9123		9404	
服饰	渠道 YoY				2.1%				8.3%		6.1%	
	直营同店				215.42		107.42		273.28		112.68	
	同店增长				9.5%				26.9%		4.9%	
	直营	1201	1202	1235	1271	1296	1328	1407	1516	1550	1589	1625
	经销	2715	2926	2938	2980	3024	2979	3024	3062	2958	2830	2807
太平	渠道总数	4145	4199	4173	4251	4320	4307	4431	4578	4508	4419	4432
鸟	渠道 YoY		4.5%		-0.7%	4.2%	2.6%	6.2%	7.7%	4.4%	2.6%	0.0%
	直营同店	58.45	102.76	142.27	219.57	67.89	111.83	151.44	210.53	56.3	97.14	138.3
	同店增长		-6.3%		1.2%	16.2%	8.8%	6.5%	-4.1%	-17.1%	-13.1%	-8.7%
	直营	1504	1463	1407	1352	1375	1387	1342	1341	1314	1291	1306
鞋帽	经销	1709	1740	1694	1734	1699	1714	1727	1648	1639	1608	1577
国际	渠道总数	3213	3203	3101	3086	3074	3101	3069	2989	2953	2899	2883

	渠道 YoY	10.4%	6.1%	-1.2%	-2.0%	-4.3%	-3.2%	-1.0%	-3.1%	-3.9%	-6.5%	-6.1%
	直营同店	40.12	71.55	99.88	112.09	41.93	75.93	103.81	109.48	38	72.98	99.25
	同店增长	-17.7%	-11.6%	-5.7%	-23.4%	4.5%	6.1%	3.9%	-2.3%	-9.4%	-3.9%	-4.4%
红蜻	直营	415	395	397	363	365	350	346	363		351	331
	经销	3669	3729	3777	3812	3825	3827	3868	3772		3856	3884
	渠道总数	4084	4124	4174	4175	4190	4177	4214	4135		4207	4215
挺	渠道 YoY	0.7%	0.5%	1.9%	1.4%	2.6%	1.3%	1.0%	-1.0%		0.7%	0.0%
	直营同店	30.67	58.44	90.31	78.16	30.53	59.9	100.7	73.52		52.24	104.6
	同店增长	4.9%	9.2%	12.7%	-12.3%	-0.5%	2.5%	11.5%	-5.9%		-12.8%	3.9%
天创	直营	1251	1244	1280	1286	1301	1327	1347	1377		1362	1318
	经销	681	665	655	641	608	577	576	548		549	521
	渠道总数	1932	1909	1935	1927	1909	1904	1923	1925		1911	1791
时尚	渠道 YoY	-9.2%	-6.6%	-2.4%	-1.6%	-1.2%	-0.3%	-0.6%	-0.1%	0.1%	-2.3%	-6.9%
	直营同店	21.7	48.63	68.34	96.44	23.49	50.24	69.85	94.44		21.27	46.93
	同店增长	14.5%	11.6%	6.4%	4.1%	8.2%	3.3%	2.2%	-2.1%	-9.4%	-6.6%	-2.3%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：海澜之家将经销渠道与直营渠道合并计算同店，拉夏贝尔由于经销渠道，同店口径为总销售收入除以总店数，锦泓集团同店数据为维格娜丝品牌收入除以维格娜丝总店数，部分公司三季度数据缺失由于公司未披露。

2、服装家纺板块电商业务增速放缓，但增速仍然高于线下

2019年前三季度线上收入增速较2016-2018年有所放缓，主要由于线上流量红利时代结束，大部分公司线上业务发展逐步进入成熟期。但相比线下收入，大部分公司线上收入增速相对较高，因此电商业务收入占整体收入比例有所上升。

表 3：服装家纺企业电商发展情况（收入单位：百万元）

行业	公司	渠道	2017Q1	2017H1	2017Q3	2017	2018Q1	2018H1	2018Q3	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3
海澜之家		线上收入	137.88	432.56	599.2	1053.7	277.73	580.5	775.11	1151.1	261.35	582.12	852.43
		YoY	2.8%	3.8%	6.9%	23.4%	101.4%	34.2%	29.4%	9.3%	-5.9%	0.3%	10.0%
		线上占比	2.7%	4.8%	4.9%	5.8%	4.9%	6.0%	6.1%	6.1%	4.4%	5.6%	5.9%
男装	红豆股份	线上收入	65.35	112.47	147.26	240.33	121.98	202.52	239.66	326.29	123.22	202.86	240.13
		YoY	26.7%	33.2%	40.9%	36.1%	86.7%	80.1%	62.8%	35.8%	1.0%	0.2%	0.2%
		线上占比	15.8%	14.5%	13.1%	13.2%	18.2%	17.4%	15.1%	13.9%	16.8%	17.1%	14.1%
九牧王		线上收入	49.99	117.73	159.18	262.89	58.85	138.75	181.15	310.38	67.05	140.58	194.52
		YoY	41.5%	31.4%	28.8%	19.3%	17.7%	17.9%	13.8%	18.1%	13.9%	1.3%	7.4%

	线上占比	7.6%	10.5%	9.1%	10.4%	8.0%	11.3%	9.6%	11.6%	8.6%	10.7%	9.9%
森马服饰	线上收入		1218.7		3124		1604.7		4108.7		2084.5	
	YoY		51.1%		40.5%		31.7%		31.5%		29.9%	
	线上占比		27.5%		26.0%		29.0%		26.1%		25.6%	
太平鸟	线上收入	367.62	668.36	967.87	1790.3	456.55	828.46	1127.1	1997.1	455.38	894.87	1285.5
	YoY		46.5%		37.5%	24.2%	24.0%	16.5%	11.6%	-0.3%	8.0%	14.1%
	线上占比	24.5%	24.1%	22.8%	25.5%	26.6%	26.5%	23.4%	26.3%	27.7%	29.1%	26.0%
安正时尚	线上收入	29.13	79.41	121.13	195.46	52.24	114.34	182.5	273.49	72.12	161.74	255.05
	YoY	99.4%	26.2%	25.9%	48.9%	79.3%	44.0%	50.7%	39.9%	38.1%	41.5%	39.8%
	线上占比	9.5%	12.7%	12.2%	13.8%	13.4%	15.2%	15.7%	18.1%	18.6%	21.4%	21.8%
拉夏贝尔	线上收入		534.57	795.28	1340.8	303.47	626.36	829.92	1437.5	270.42	527.39	534.64
	YoY				44.9%		17.2%	4.4%	7.2%	-10.9%	-15.8%	-35.6%
	线上占比		12.5%	12.8%	14.9%	11.9%	14.3%	13.4%	14.1%	11.8%	13.4%	9.9%
地素时尚	线上收入							167.33	255.59	70.93	146.96	215.43
	YoY							53.1%				28.8%
	线上占比							11.4%	12.2%	12.2%	13.3%	12.7%
日播时尚	线上收入		46.39	68.12	111.9	21.66	47.3	68.07	107.7	21.2	50.91	71.69
	YoY				12.8%		2.0%	-0.1%	-3.8%	-2.1%	7.6%	5.3%
	线上占比		10.2%		10.6%	7.9%	9.5%	8.8%	9.7%	7.4%	10.1%	9.3%
维格娜丝	线上收入	18.8	89.89	149.76	355.77	92.5	168.79	234.41	471.02	85.76	170.14	247.03
	YoY					392.0%	87.8%	56.5%	32.4%	-7.3%	0.8%	5.4%
	线上占比	6.0%	9.7%	9.7%	13.9%	12.3%	12.3%	11.7%	15.3%	12.5%	13.3%	13.1%
红蜻蜓	线上收入	118.12	259.48	356.03	571.9	146.56	278.74	374.89	563.11		322.03	441.14
	YoY		30.9%	25.4%	18.2%	24.1%	7.4%	5.3%	-1.5%		15.5%	17.7%
	线上占比	15.2%	18.4%	16.2%	18.3%	18.3%	19.6%	17.3%	1940.0%		23.3%	21.6%
天创时尚	线上收入	42.48	108.63	153.9	236.08	58.32	126.3	166.64	254.76	53.7	159.53	218.1
	YoY	15.2%	51.4%	61.6%	56.0%	37.3%	16.3%	8.3%	7.9%	-7.9%	26.3%	30.9%
	线上占比	11.6%	13.4%	12.8%	13.9%	14.3%	14.4%	13.3%	14.6%	13.5%	18.4%	17.7%
富安娜	线上收入		249.53		691.85		305.7		846.36		397.75	
	YoY		46.8%		37.0%		22.5%		22.3%		30.1%	
	线上占比		26.0%		26.4%		26.7%		29.0%		36.0%	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

四、风险提示

1、宏观经济下滑

经济持续下滑，则会影响到终端消费，如果终端消费持续低迷，则对整个服装消费有很大影响，一旦下游销售渠道不畅，则整个行业都将受到影响。

2、汇率波动风险

如果人民币汇率大幅升值，则会影响到国内纺织企业的竞争力。在行业已经成熟、经营趋于稳定的阶段，外部经营环境变化对行业和公司都有很大影响。

3、劳动力成本上升风险

纺织服装是劳动密集型行业，而且短期内也较难完全实现机械化、智能化生产，如果国内劳动力成本大幅上升，则对行业有不利影响。

4、原材料价格大幅波动风险

如果纺织服装行业原材料价格出现大幅波动，则有可能对行业正常的生产经营活动造成一定扰动，或者影响产品销售毛利率，或者影响生产销售业务效率。

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

赵颖婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。