



2019年10月31日

# Q3 整体表现不佳，淡季增速放缓

## 纺织服装行业

行业评级：推荐

### 核心观点：

#### ▶ 三季度整体增速放缓，现金流有所改善。

2019年前三季度A股纺织服装板块受终端客流量下滑、淡季打折力度加大、中美贸易战影响，总营收同比下降1.76%，净利同比下降24.02%，扣非后净利同比下降26.83%。从盈利能力看，毛利率（31.55%）有所改善，同比提高1.30pct；受限于费用率提升，净利率（6.31%）同比下降1.53pct。分板块看，纺织制造/服装家纺营收分别下降3.14%/1.05%，净利分别下降11.4%/34.11%；毛利率分别为18.17%/38.31%，YOY-0.72pct/1.67pct，净利率分别为6.05%/6.45%，YOY-1.01pct/-1.84pct。服装板块上市公司前三季度表现略好于行业整体：2019年前三季度全国50家重点大型零售企业服装类零售额同比下降4.0%。

单季度看，2019Q3整体增速放缓，营收同比微涨0.70%，净利同比下降24.72%。Q3毛利率30.69%，同比下降1.52pct；净利率5.18%，同比下降1.04pct。Q3服装家纺板块（营收YOY+4.32%，净利YOY-22.97%）表现优于纺织制造（营收YOY-5.71%，净利YOY-27.88%），其中纺织制造毛利率（17.20%，环比-5.97pct）和净利率（5.23%，环比-2.93pct）均环比下降。

从营运能力看，2019年前三季度存货周转天数为172天，同比增加7.11天，环比下降4.37天；应收账款周转天数为49.5天，同比下降7.80天，环比下降13.21天。

2019年前三季度整体现金流有所改善，销售收现/营收为107.15%，同比微降2.80pct，其中纺织制造和服装家纺分别为104.65%/108.41%；经营活动现金流量净额/净利为77.55%，同比上涨43.9pct，其中纺织制造和服装家纺分别为192.65%和33.07%，服装家纺主要受Q4备货增加影响。

三季度末，纺织服装行业机构持仓比例较19年中期提升0.08pct至0.65%，仍处于历史低配。

#### ▶ 男装营收增速表现较好，休闲板块现金流恶化。

从各细分子行业看盈利能力，前三季度男装营收增速（YOY+20.99%）表现最好，净利同比上涨9.37%，剔除异常值后，前三季度男装营收YOY+9.02%。整体表现最差的板块为休闲服饰，营收同比下降8.57%，净利同比下降71.35%。

从各细分子行业看营运能力，服装板块存货天数为219.7天，其中子行业男装最高、电商最低，男装改善最明显、休闲恶化最明显。

从各细分子行业看现金流，户外板块的现金流质量最差，经营活动现金流量净额/净利为-463%，同比下降571pct。

### 投资建议：

目前纺织服装板块PE估值为18倍，纺织和服装分别为17和19倍，接近历史估值中枢底部；建议关注景气度高的运动、电商板块，同时布局估值性价比较高的高端女装板块；继续推荐南极电商、比音勒芬、歌力思。

### 风险提示

终端需求低迷；贸易战恶化；库存高企；行业竞争加剧；系统性风险。

### 分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519090002

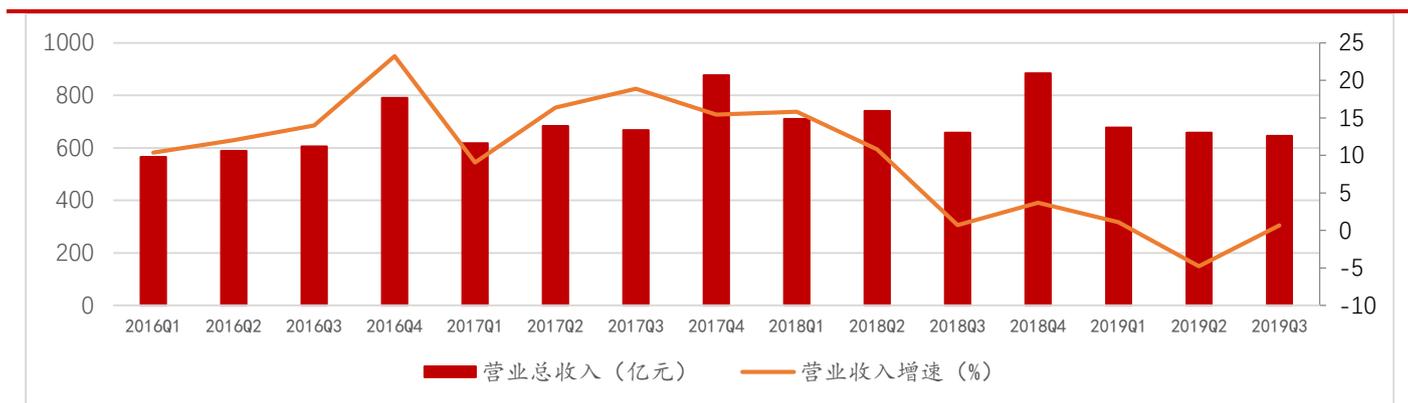
联系电话：010-5977 5330

**盈利预测与估值**

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司							
				EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
1234. HK	中国利郎	6.26	买入	0.63	0.72	0.80	0.88	8.93	7.81	7.03	6.39
2331. HK	李宁	26.60	增持	0.31	0.57	0.72	0.90	77.12	41.94	33.21	26.56
2020. HK	安踏体育	76.00	增持	1.53	2.07	2.61	3.15	44.65	33.00	26.17	21.69
002127	南极电商	11.53	增持	0.36	0.50	0.66	0.82	32.03	23.06	17.47	14.06
603808	歌力思	13.89	增持	1.10	1.21	1.39	1.63	12.63	11.48	9.99	8.52
002832	比音勒芬	25.24	增持	0.95	1.33	1.73	2.16	26.57	18.98	14.59	11.69
300577	开润股份	30.10	增持	0.80	1.08	1.42	1.80	37.63	27.87	21.20	16.72
002327	富安娜	6.82	增持	0.62	0.55	0.60	0.68	11.00	12.40	11.37	10.03
002563	森马服饰	10.88	增持	0.63	0.69	0.77	0.89	17.27	15.77	14.13	12.22

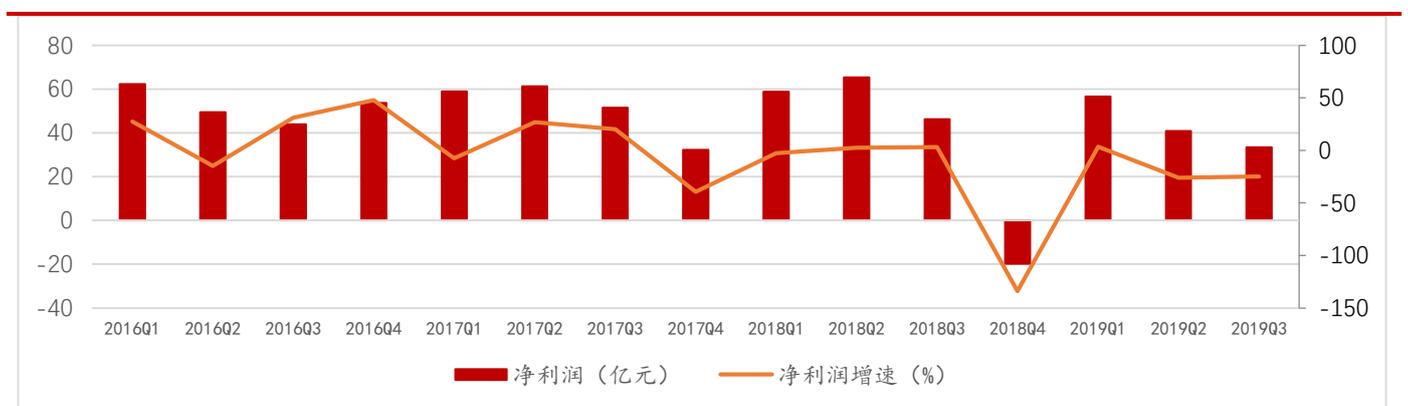
资料来源：公司公告，华西证券研究所。另注：港股公司收盘价单位为 HKD。

图 1 纺织服装行业单季收入及其增速 (%)



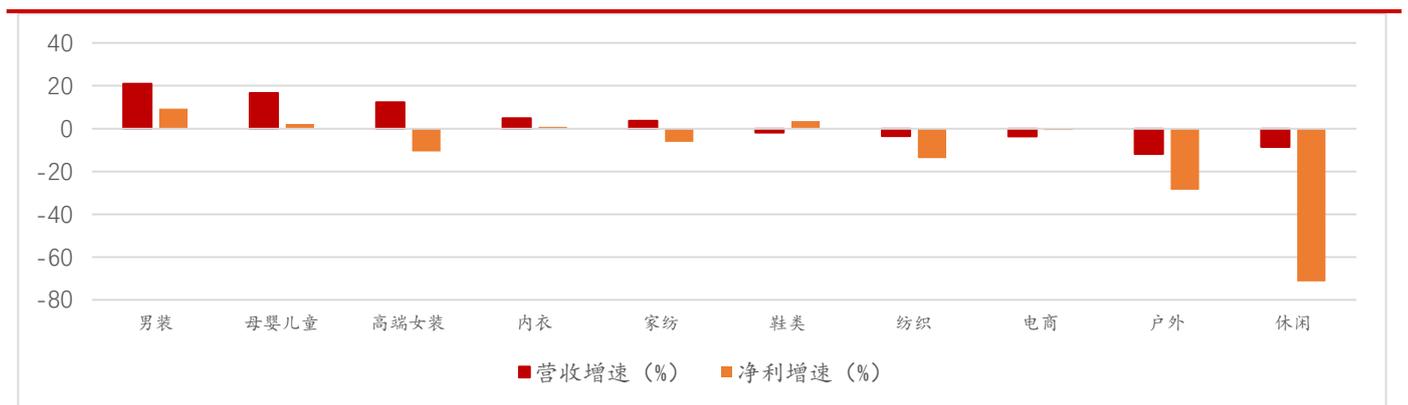
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 纺织服装行业单季净利润及其增速 (%)



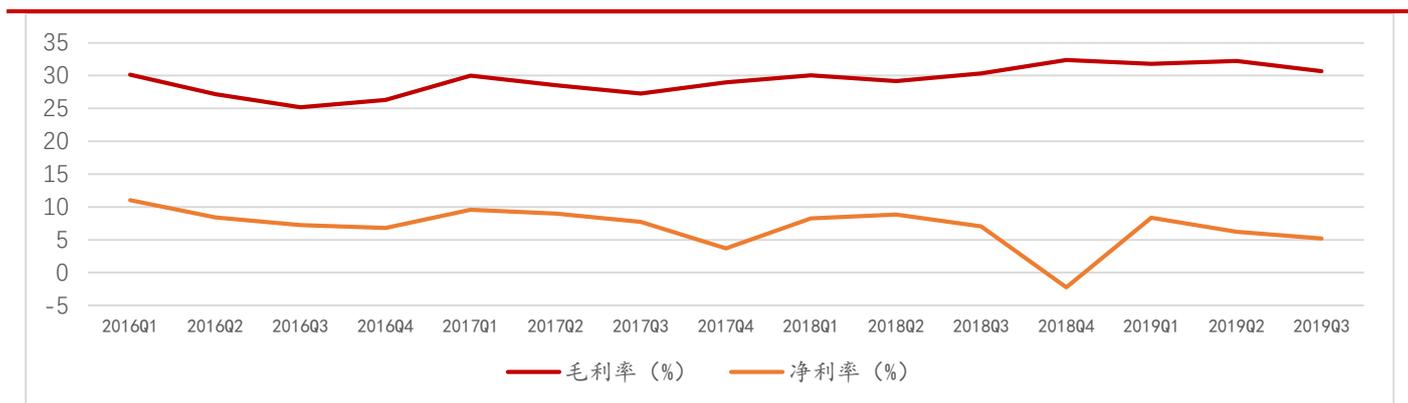
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 纺织服装各细分行业前三季度收入和净利增速 (%)



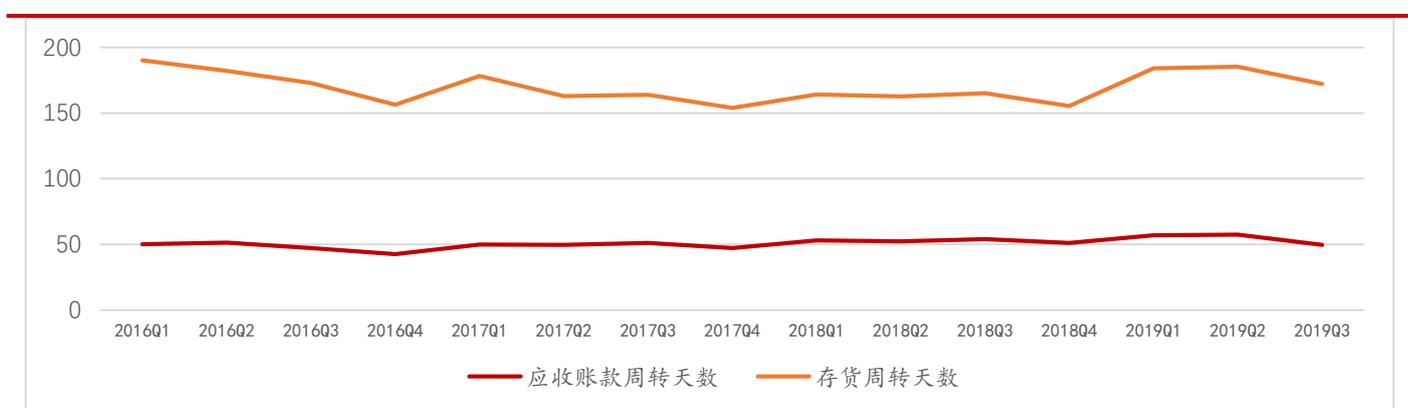
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 纺织服装行业单季毛利率和净利率 (%)



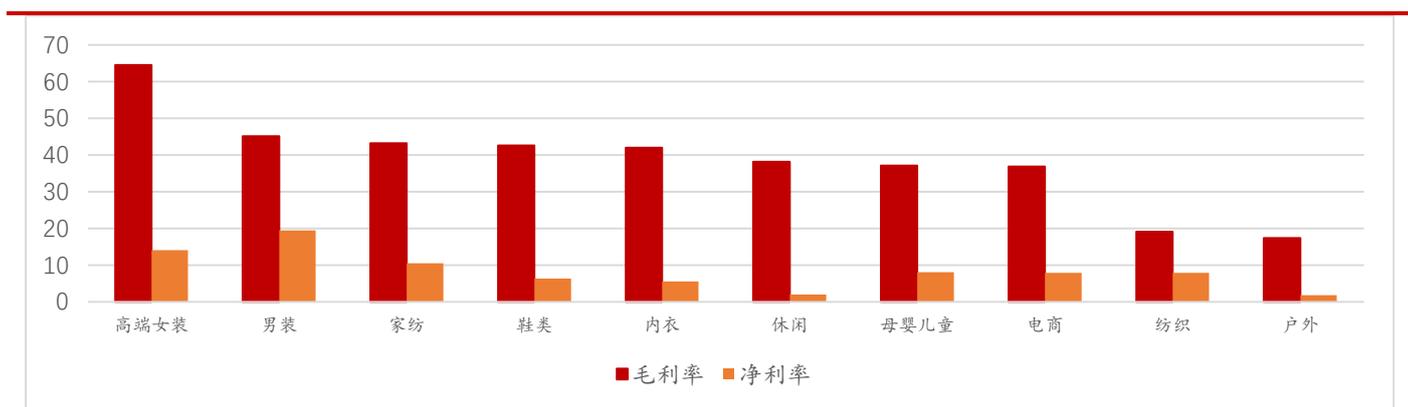
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 纺织服装行业存货周转天数及应收账款周转天数 (天)



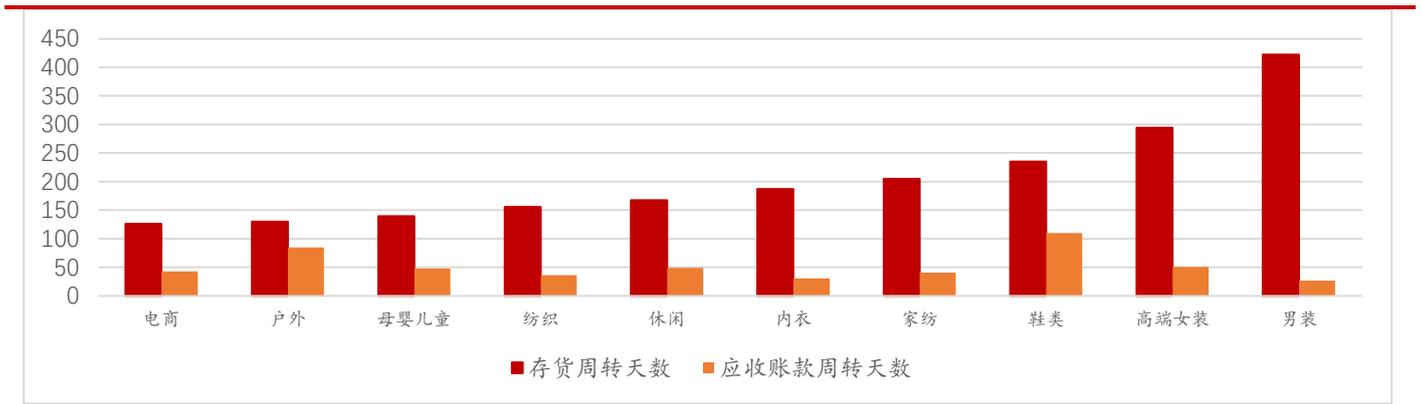
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 各细分行业前三季度毛利率和净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 各细分行业三季度存货周转天数及应收账款周转天数（天）



资料来源：wind，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。