

## 纺织服装

## Q3 整体业绩环比放缓，关注细分领域龙头

**评级：增持（维持）**

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

Email: wangys@r.qizq.com.cn

研究助理：曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	86
行业总市值(亿元)	4097.73
行业流通市值(亿元)	3150.95

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 2019 年中期策略报告：优选细分领域，聚焦行业龙头
- 2018 年报&2019 一季报总结：2018 全年增速放缓，龙头优势凸显

**重点公司基本状况**

简称	股价(元)	EPS (元)				PE				PEG
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
歌力思	13.89	1.10	1.31	1.61	1.94	13	11	9	7	0.61
森马服饰	10.88	0.63	0.70	0.80	0.91	17	15	14	12	0.73
海澜之家	7.9	0.78	0.84	0.91	0.97	10	9	9	8	1.60
地素时尚	23.9	1.43	1.62	1.83	2.03	17	15	13	12	1.10
瑞贝卡	3.37	0.21	0.24	0.31	0.37	16	14	11	9	0.92
安踏体育	68.40	1.52	2.06	2.55	3.03	45	33	27	23	1.47

备注：股价为 2019.11.3 收盘价

**投资要点**

■ 我们对行业内重点 31 家公司 2019 年三季报进行梳理：1) 收入端：在终端需求疲软的背景下，运动服饰增长强势；童装虽单三季度增速略有下滑，但整体延续较高景气度；中高端表现分化，部分品牌通过提升店效以保持稳健增长；家纺线上保持高增长，线下环比放缓；大众服饰销售依旧承压，但增速较 19H1 改善；纺织制造呈逐季放缓趋势。2) 利润端：各板块净利润增速均有所放缓，除加大终端折扣及活动力度外，持续优化渠道结构、升级门店形象等举措使得销售费用提升较快。3) 运营端：剔除部分公司新品牌并表因素，存货增幅符合终端销售情况，应收账款周转稳健，且经营性现金流大幅提升。具体来看：

- **运动：板块景气度高，龙头公司表现亮眼。** 期内各品牌终端零售均实现较快增长。安踏主品牌流水实现中双位数增长，得益于电商业务增速提升（-15PCTs）；Fila 在去年同期高基数的背景下，仍保持 50~55% 的高增长。李宁全渠道共同发力，流水增速同比+15~20PCTs，其中电商流水+20PCTs，批发业务在内生外延的共同驱动下同比+20~25PCTs，直营流水增速同比持平但店效有所提升。
- **中高端：Q3 收入环比放缓，板块表现分化。** 2019 前三季度收入同比+5.83%，环比放缓 0.91PCTs。渠道方面，多数品牌 Q3 重回净开店（歌力思、九牧王、锦泓集团等）。同店方面整体环比放缓，但地素时尚/比音勒芬受益于其强劲的同店增长，营收分别实现同比+15.90%/+24.95%；
- **大众：Q3 营收环比改善，龙头优势明显。** 2019 前三季度收入同比+0.11%（-9.38PCTs），在终端需求疲软背景下，Q3 单季度收入增速环比改善，19Q1/19Q2/19Q3 增速分别为-0.74%/-5.53%/7.14%。利润端，板块整体增速呈负增长态势（19Q3：-27.54%），主要受期内美邦服饰和拉夏贝尔拖累，但龙头公司表现亮眼，森马服饰（剔除并表）/海澜之家归母净利润同比+15%/-0.45%左右（海澜主要受一次性因素拖累，主品牌收入环比提速）。
- **家纺：Q3 收入线下放缓&线上高增长放缓，库存持续去化。** 2019 前三季度收入同比+3.71%，同比/环比分别放缓 9.18/0.06PCTs，主要来自线下增速放缓拖累，但线上仍保持高增长（水星家纺 Q3 线上业务+38%，富安娜+20%）。盈利能力方面，净利率受去库存以及投资收益减少影响，略有下滑。运营方面，存货及应收账款周转均有加快，且经营性净现金流大幅改善（同比+245.81%）。
- **童装：Q3 业绩增速放缓，头部优势依然明显。** 2019 前三季度收入同比+20.38%（-1.49PCTs），其中 2019Q1/Q2/Q3 单季度增速分别为+27.85%/+27.34%/+10.74%，Q3 受线下销售疲软的影响增速有所下滑。对比主要三个标的公司，市占率第一的森马儿童业务营收增速（+20%+）均远高于其他 2 家，头部优势明显。
- **纺织制造：内外订单疲软，产品价格承压。** 2019 前三季度收入同比-2.21%（-15.91PCTs），外贸环境不确定性导致海外客户下单放缓，同时国内下游需求增速放缓，内外订单承压。盈利能力下降，是由于订单不足使得产能利用率下降单位成本提升，叠加降价去库存以及棉价

持续下跌。运营方面，商品库存积压，存货周转放缓，但得益于各公司备货更加谨慎，采购支出同比减少，现金流增加。

- **行业观点及投资建议：**在行业整体终端需求偏弱的背景下，优选成长性较好的子行业龙头。从估值角度看，目前品牌服装细分龙头估值均不到 20 倍，处于历史较低水平。建议关注童装龙头森马服饰（2020 年 14x）、行业和公司均有望迎来拐点的假发龙头瑞贝卡（2020 年 11x，Q3 经营性拐点已现），以及龙头优势显著、多品牌协同发展的运动龙头安踏体育（2020 年 27x）。
- **风险提示：**宏观经济增速放缓风险；终端消费需求放缓，或导致品牌服饰销售低于预期；棉价异动风险。

## 内容目录

<b>总览： 板块表现分化，业绩增速放缓</b> .....	<b>4 -</b>
运动&童装保持较高景气度，中高端品牌稳健增长.....	4 -
活动促销&渠道优化，导致利润增速放缓.....	5 -
存货规模可控，整体运营较为稳健.....	6 -
<b>运动服饰： 板块景气度高，龙头公司表现亮眼</b> .....	<b>7 -</b>
<b>中高端服装： Q3 收入环比放缓，板块表现分化</b> .....	<b>8 -</b>
收入端： 店效提升辅以渠道扩张，驱动营收稳健增长.....	8 -
盈利端： 毛利率下降&销售费用率上升，盈利能力同比略有下降.....	10 -
运营端： 整体运营稳健，经营性现金流改善明显.....	12 -
<b>大众服装： Q3 营收环比改善，龙头优势明显</b> .....	<b>13 -</b>
收入端： 营收环比改善，龙头公司持续外延扩张.....	13 -
盈利端： 个股表现分化，龙头优势明显.....	14 -
运营端： 存货规模有效控制，经营性现金流明显改善.....	16 -
<b>家纺： Q3 收入线下放缓&amp;线上高增长，库存持续去化</b> .....	<b>17 -</b>
收入端： 线上保持高增长，推动营收增长.....	17 -
盈利端： 受去库存&投资收益减少影响，利润率略有下滑.....	18 -
运营端： 库存持续去化，整体运营健康.....	19 -
<b>童装： Q3 业绩增速放缓，头部优势依然明显</b> .....	<b>21 -</b>
收入端： 终端消费疲软，Q3 营收增速放缓.....	21 -
盈利端： 森马并表推升毛利率，销售费用提升拉低净利率.....	22 -
运营端： 并表导致存货增加，应收账款周转加快.....	23 -
<b>纺织制造： 内外订单疲软，产品价格承压</b> .....	<b>25 -</b>
收入端： 终端需求依旧疲软，Q3 环比有所改善.....	25 -
盈利端： 需求疲软&棉价下行，使得盈利能力下降.....	26 -
运营端： 存货周转放缓，谨慎备货释放现金流.....	27 -
<b>风险提示</b> .....	<b>28 -</b>

## 总览： 板块表现分化， 业绩增速放缓

- 我们选取纺服行业共 31 家主要公司分析各行业 2019Q3 业绩情况。

图表 1： 板块主要公司

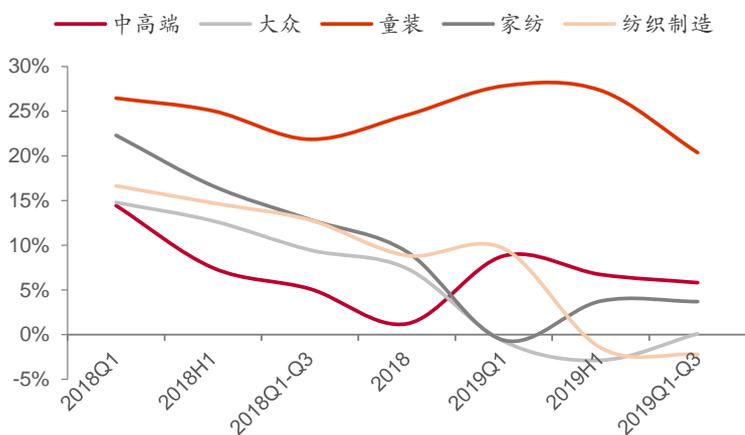
中高端		大众	童装	家纺	纺织制造	
女装	男装					
朗姿股份	比音勒芬	美邦服饰	金发拉比	罗莱生活	鲁泰A	伟星股份
日播时尚	九牧王	森马服饰	安奈儿	富安娜	华孚时尚	孚日股份
维格娜丝	报喜鸟	海澜之家	森马-巴拉巴拉	水星家纺	新野纺织	健盛集团
地素时尚	七匹狼	拉夏贝尔		梦洁家纺	联发股份	
歌力思		太平鸟			百隆东方	
安正时尚					台华新材	

来源：Wind，中泰证券研究所

### 运动&童装保持较高景气度， 中高端品牌稳健增长

- 2019 年前三季度终端需求偏弱， 限额以上单位商品零售同比+3.9%， 增速同降-3.0PCTs， 较 19H1 -0.8PCTs。 其中限额以上服装鞋帽针纺织品类/服装类零售额分别同比+3.3%/+3.0%， 增速分别-5.6/-6.7PCTs。 在此背景下， 运动服饰增长强势。 童装虽单三季度增速略有下滑， 但整体延续较高景气度， 且增速在高基数的背景下保持较快增长， 同比+20.38%。 中高端各品牌表现分化， 部分品牌持续调整和优化渠道结构， 通过提升店效以保持稳健增长， 整体来看同比+5.83%。 家纺板块期内营收同比+3.71%， 其中线上保持高增长， 而线下环比放缓。 大众服饰销售依旧承压， 同比+0.11%， 但增速较 19H1 略有好转 (+2.97PCTs)。 纺织制造受外部贸易环境影响， 增速呈现逐季放缓趋势。

图表 2： 2018-2019Q3 各细分板块收入增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 从渠道端来看, 虽行业整体增速放缓, 但期内童装及大众龙头公司仍在外延扩张, 中高端品牌以调整渠道结构及改善终端零售能力来提升店效。总体来看, 各公司通过关闭低效门店、开大店、加盟转直营以及加大购物中心店布局等方式, 持续优化渠道结构, 如森马服饰等购物中心占比有所提升。

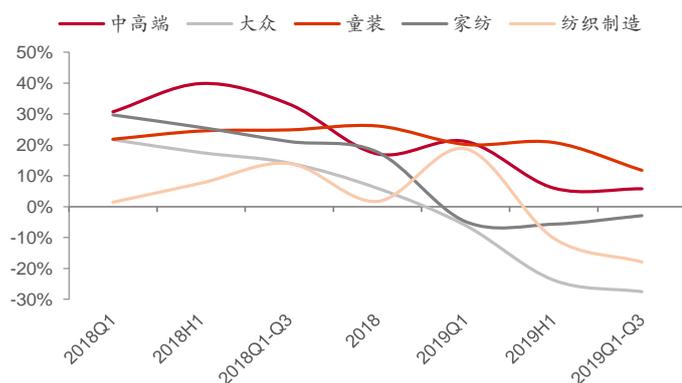
**图表 3: 2018-2019Q3 各板块渠道情况 (家)**

行业	公司	2018	19H1	19Q3	新开	关店	19Q1-03净增	19Q3净增	购物中心		
									2018	2019H1	2019Q3
中高端	歌力思	592	577	598	71	65	6	21			
	地素时尚	1062	1050	1068	138	132	6	18	占比约60%		
	比音勒芬	764	798		预计全年净开80~100家						
	九牧王	2774	2772	2835	308	247	61	63	约190家		
	锦泓集团	1386	1392	1431	167	122	45	39	占比10%+		
	安正时尚	973	939	917	70	126	-56	-22			
	七匹狼	2000+									
	朗姿股份	505	513								
	日播时尚	1067	983	930	125	262	-137	-53			
	报喜鸟	1576	1619								
中高端主品牌	ELLASSAY	312	296	307	23	28	-5	11			
	DAZZLE	613	596	591	53	75	-22	-5			
	九牧王	2411	2410	2456	211	166	45	46			
	维格娜丝	153	160	172	25	6	19	12			
	玖姿	692	689	674	33	51	-18	-15			
	朗姿	248	253								
大众	播	826	779	769	82	139	-57	-10			
	森马-休闲装	3830	3858	3900			70	42	近1/3	约1500家	
	海澜之家	7545	7740	7076	941	439	-469 (剔除爱居兔+812)	577 (剔除爱居兔)	约1350家		占比~20%
	太平鸟	4594	4427	4438	918	1074	-156	11	1700	超1750	
童装	拉夏贝尔	9269	6799								
	美邦服饰	3500~4000									
	森马-童装	5,293	5546	5682			389	136	1500+	约2000	2000~2500家
家纺	安奈儿	1433	1459		预计全年新增直营门店80~100家			264	305		
	罗莱生活	近2700	新开直营店								
	富安娜	1310	1350	近1400家			80+	40+			
	梦洁股份	3300	3900								
	水星家纺	约2700	约2700	约2700							

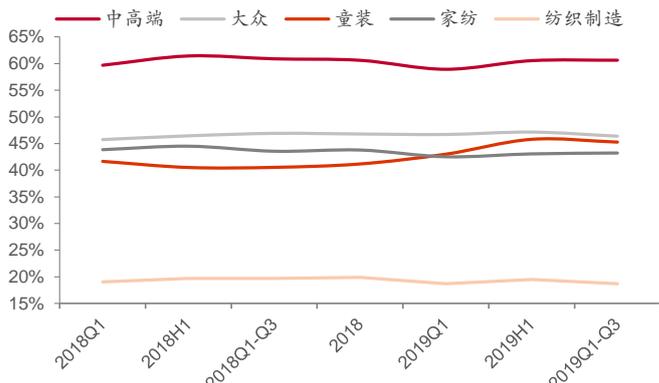
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 活动促销&渠道优化, 导致利润增速放缓

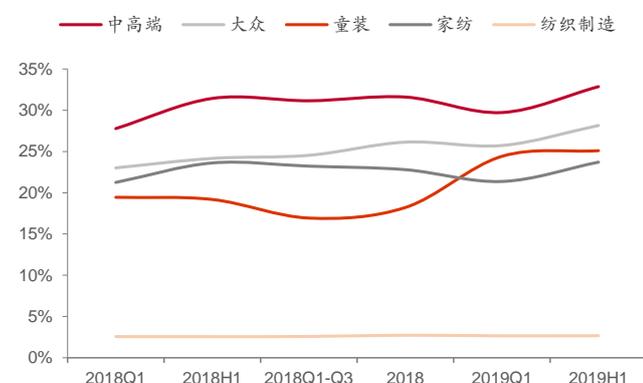
- 2019Q3 各板块净利润增速均有所放缓, 一方面是由于终端市场疲软, 导致收入增速放缓, 同时公司为促销加大终端折扣及活动力度; 另一方面各公司持续优化渠道结构, 开设直营店、门店升级等举措使得销售费用提升较快。

**图表 4: 2018-2019 Q3 各细分板块归属净利润增速**


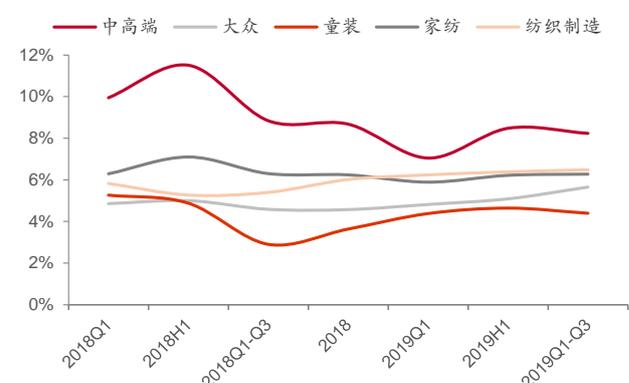
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 2018-2019 Q3 各细分板块毛利率**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 2018-2019 Q3 各细分板块销售费用率**


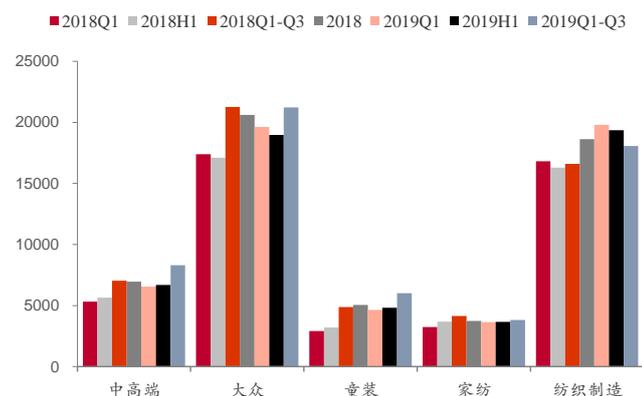
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 2018-2019 Q3 各细分板块管理费用率**


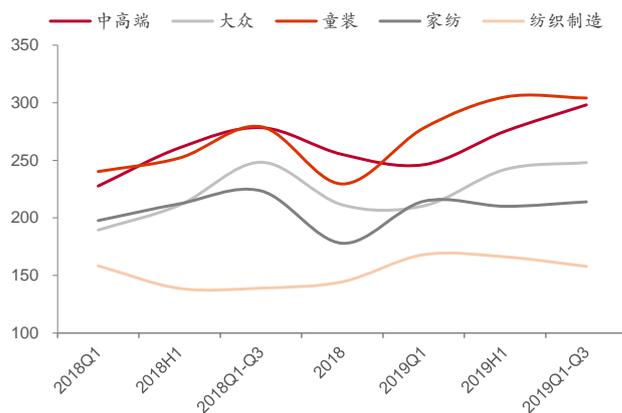
来源: Wind, 中泰证券研究所 2019Q1 森马因并表导致管理费用率大幅提升

### 存货规模可控, 整体运营较为稳健

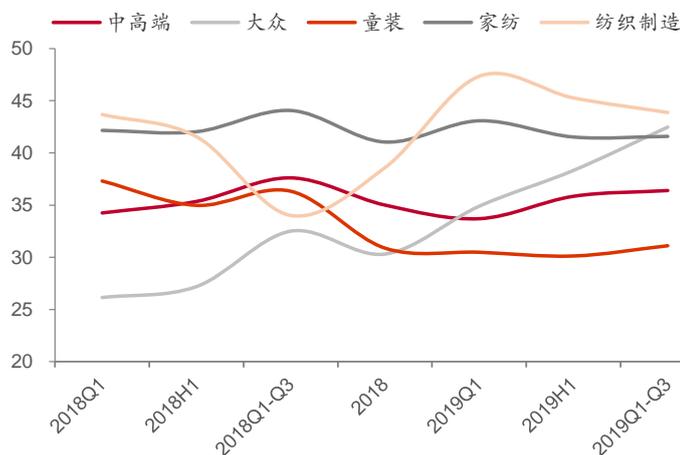
- 存货方面, 家纺板块/大众品牌去库存力度较大, 存货规模同比-7.73%/-0.26%。中高端/童装板块存货规模均较上年同期+18.00%/23.07%, 存货周转天数相应增加, 主要是由于部分公司新品牌并表所致。剔除该影响因素, 原主业存货增幅较为符合终端销售情况。应收账款回款较为健康, 大众板块应收账款周转天数提升较快主要因购物中心及商场门店占比提升, 导致账期增加。上游纺织制造受外贸环境不确定性影响, 订单承压, 导致同比存货及应收账款周转放缓, 但环比19H1来看, 得益于各公司对终端需求的谨慎预期, 有效控制备货规模, 库存及应收账款周转均有所改善。

**图表 8: 2018-2019 Q3 各细分板块存货规模(百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 9: 2018-2019 Q3 各细分板块存货周转天数(天)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 10: 2018-2019 Q3 各细分板块应收账款周转天数(天)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 运动服饰: 板块景气度高, 龙头公司表现亮眼

- 2019Q3 运动服饰景气度高, 各品牌终端零售均实现较快增长。**分品牌看, 龙头公司表现更加亮眼, 1) 安踏: 主品牌流水增速从去年同期低双位数提升至中双位数, 主要得益于电商业务增速提升(同增约 15PCTs); Fila 在去年同期高基数的背景下, 仍保持 50~55% 的高增长。2) 李宁: 19Q3 流水增速同比+15~20PCTs 至 30~35%, 其中电商流水+20PCTs, 批发业务在内生外延的共同驱动下同比+20~25PCTs, 直营流水增速同比持平但店效有所提升, 公司全渠道共同发力。此外, 特步和 361° 在板块高景气度的情况下, 流水稳健增长。

图表 11: 2017Q1-2019Q3 主要中运动服饰品牌流水增速及拆分

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
<b>安踏</b>											
安踏品牌	LDD	20~30%	MDD	MDD	MDD	LDD	LDD	MDD	LDD	MDD	MDD
大货	LSD	MDD	MSD	MDD	MDD	LDD	LDD	HSD	HSD	LDD	LDD
儿童	30%+	30%+	30%+	40%+	40%+	25%+	25%+	25%+	20~30%	30%	25%
电商	50%+	50%+	50%+	40%+	40%+	30%+	20%+	25%+	MDD	25%	30~35%
Fila及其他	40%+	50%+	40%+	85~90%	80~85%	90~95%	90~95%	80~85%	65~70%	55~60%	
Fila											50~55%
其他品牌											30~35%
<b>李宁(不包括李宁Young)</b>											
流水	HSD	LDD	LSD	MDD	MDD	LDD	MDD	HDD	20~25%	20~25%	30~35%
零售	HSD	LDD	LSD	MDD	20~25%	MDD	MDD	LDD	LDD	HSD	MDD
批发	持平	MSD	-LSD	LDD	HSD	MSD	LDD	LDD	20~25%	25%	35%
电商	65%	45%	30~35%	30~35%	35~40%	35~40%	30~35%	55%	40~45%	25~30%	50~55%
同店	持平	HSD	-LSD	LDD	LDD	HSD	LDD	MDD	MDD	MDD	HDD
零售	-MSD	持平	-MSD	LDD	LDD	HSD	HSD	MSD	HSD	LDD	LDD
批发	-MSD	LSD	-MSD	HSD	MSD	LSD	HSD	MSD	LDD	LDD	LDD
电商	50~55%	95%	30~35%	HDD	35~40%	30~35%	30~35%	55%	35~40%	35%	55%
<b>特步</b>											
流水									20%+	20%+	20%
同店	LSD	MSD	MSD	HSD	LDD	MDD	MDD	MDD	LDD	LDD	10%
<b>361°</b>											
主品牌	7%	HSD	HSD	HSD	HSD	HSD	MSD	持平	LSD	LSD	LSD
儿童	7%	HSD	HSD	HSD	HSD	LDD	LDD	LDD	LSD	HSD	HSD

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 中高端服装: Q3 收入环比放缓, 板块表现分化

收入端: 店效提升辅以渠道扩张, 驱动营收稳健增长

- 终端销售压力加大, 收入增速环比放缓, 但整体较为稳健。剔除并表因素, 中高端板块 2019 年前三季度收入同比+5.83%, 增速同比+0.73PCTs, 环比放缓 0.91PCTs。从渠道端看, 三季度品牌多重回净开店, 除安正时尚(年初至 Q3 净减 56 家)与日播时尚(年初至 Q3 净减 137 家)外, 其他品牌门店数量较年初及 19H1 均有所增长。

图表 12: 2018H1-2019Q3 主要中高端公司收入业绩增速

公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3
歌力思	8.15%	25.43%	17.09%	-5.51%	8.57%	33.21%	32.65%	17.90%	-20.48%	2.62%
地素时尚	8.81%	6.37%	14.42%	18.78%	15.90%	32.28%	25.28%	1.09%	23.01%	6.65%
比音勒芬	36.50%	39.69%	25.15%	24.60%	24.95%	56.72%	50.07%	42.01%	64.41%	51.09%
九牧王	10.68%	7.74%	7.33%	1.64%	5.37%	-26.86%	1.86%	23.69%	-35.81%	8.88%
锦泓集团	10.80%	8.96%	-6.53%	-6.31%	-6.46%	62.48%	141.37%	-78.58%	-74.46%	-77.98%
安正时尚	20.33%	16.66%	1.02%	1.78%	1.28%	12.29%	20.69%	18.34%	1.40%	12.55%
七匹狼	13.83%	14.50%	6.55%	3.32%	5.32%	9.65%	10.18%	-8.42%	-6.61%	-7.75%
朗姿股份	22.73%	21.37%	7.72%	4.68%	6.65%	52.15%	80.58%	-20.18%	-6.86%	-14.92%
日播时尚	11.14%	10.67%	1.39%	-3.13%	-0.22%	-85.02%	-53.64%	-190.78%	421.33%	-103.71%
报喜鸟	27.82%	24.59%	1.21%	7.73%	3.34%	-2119.03%	-319.66%	183.49%	65.42%	131.28%

来源: Wind, 中泰证券研究所, 收入增速中歌力思、维格娜丝、安正时尚已剔除并表因素

- 分品牌看, 期内地素时尚、比音勒芬表现亮眼, 在弱市下营收均实现双位数增长, 主要来自同店强劲增长。地素时尚渠道数量较为稳定, 期内仅净增 6 家门店, 营收同比+15.90%, 但受益于新增会员及客单价提升带来的直营店效大幅增长 (+17.78%)。中高端运动时尚男装赛道稀缺的比音勒芬营收同比+24.95%, 其店效提升 (预计双位数增长) 是主要驱动力, 同时公司加快开店节奏, 预计全年有望净增近 100 家门店 (19H1 净增 34 家)。而歌力思 19Q3 增速较 19H1 下滑-8.52PCT 至 8.57%, 是由于旗下 Ed Hardy 为缓解分销商资金压力而回购部分货品所致, 短期影响该业务收入, 但长期有利于盘活分销商资金, 同时也利于加速渠道存货流转, 该影响预计 2020 年消除。

**图表 13: 2018-2019Q3 主要中高端公司渠道情况 (家)**

公司	2018	19H1	19Q3	19Q3开	19Q3关	19Q3较年初净增	19Q3较19H1净增
歌力思	592	577	598	71	65	6	21
地素时尚	1062	1050	1068	138	132	6	18
比音勒芬	764	798		预计全年主品牌/威尼斯净开70~80/30~40家			
九牧王	2774	2772	2835	308	247	61	63
锦泓集团	1386	1392	1431	167	122	45	39
安正时尚	973	939	917	70	126	-56	-22
七匹狼	2000+						
朗姿股份	505	513					
日播时尚	1067	983	930	125	262	-137	-53
报喜鸟	1576	1619					

来源: Wind, 中泰证券研究所

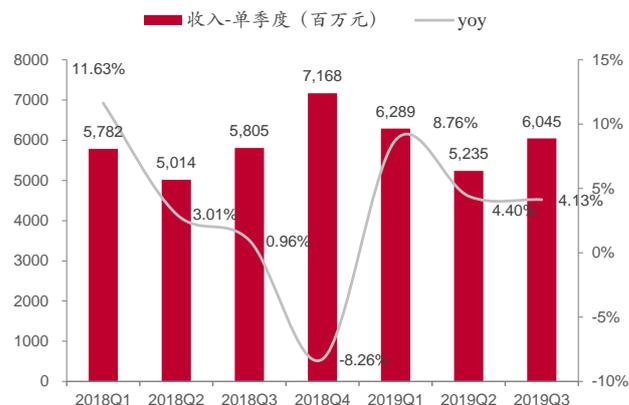
**图表 14: 2018-2019Q3 主要中高端公司主品牌渠道情况 (家)**

公司	2018	19H1	19Q3	19Q3开	19Q3关	19Q3较年初净增	19Q3较19H1净增
歌力思	312	296	307	23	28	-5	11
DAZZLE	613	596	591	53	75	-22	-5
九牧王	2411	2410	2456	211	166	45	46
维格娜丝	153	160	172	25	6	19	12
玖姿	692	689	674	33	51	-18	-15
朗姿	248	253					
播	826	779	769	82	139	-57	-10

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 15: 2018-2019Q3 中高端分季度累计收入及增速 (百万元)**


来源: Wind,中泰证券研究所;注:歌力思、维格娜丝、安正时尚已剔除并表因素

**图表 16: 2018Q1-2019Q3 中高端单季度收入及增速 (百万元)**


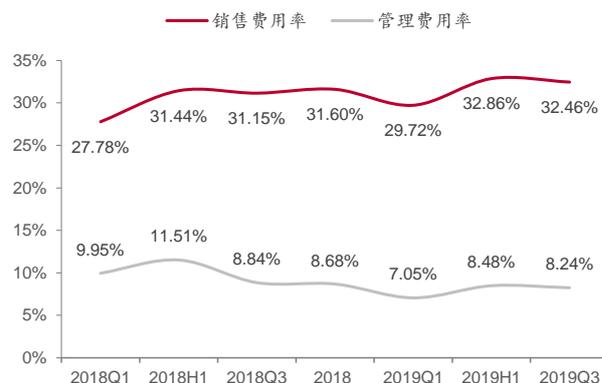
来源: Wind,中泰证券研究所;注:歌力思、维格娜丝、安正时尚已剔除并表因素

### 盈利端: 毛利率下降&销售费用率上升, 盈利能力同比略有下降

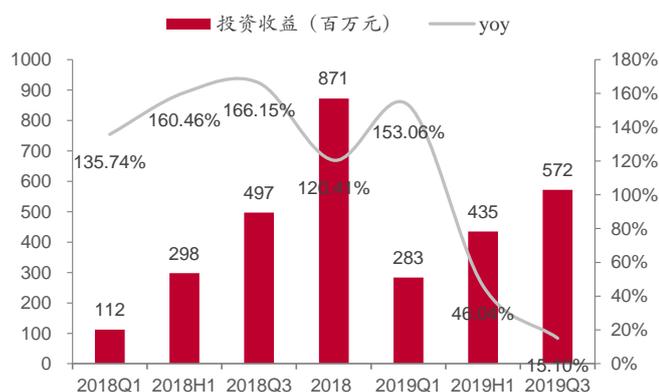
- 2019Q3 中高端板块毛利率为 60.63%，同比-0.26PCT。主要因在终端需求较弱的背景下，部分品牌加大促销力度所致。如歌力思考虑提高性价比而适当下调个别品牌加价倍率、以及过季特卖和奥莱业务的较快增长，使得毛利率同比-1.68PCTs；九牧王加大折扣力度，在一定程度上拉低了毛利率水平（-0.32PCTs）。此外，安正时尚由于低毛利率电商平台礼尚信息并表所致，毛利率同比-13.76PCTs。
- 费用方面，2019Q3 销售费用率+1.31PCTs 至 32.46%，主要因期内主部分公司新品牌业务拓展，直营渠道扩张，以及广告宣传费用增加所致。但同期管理费用得到有效控制，管理费用率同比-0.60PCTs 至 8.24%。
- 此外，期内投资收益同比+15.10%，规模占收入的比达到 3.14%（+0.15PCTs）。综合来看，19Q3 净利率同比-0.44PCTs 至 12.50%，净利润同比+5.79%。从季度数据看，Q3 单季度净利润同比+5.30%，增速较 19Q2 的-15.37%环比改善明显。

**图表 17: 2018-2019Q3 中高端各季度毛利率、净利率**

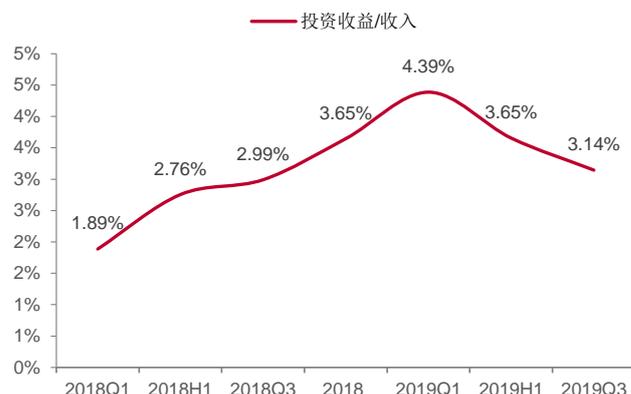

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 18: 2018-2019Q3 中高端各季度管理费用率、销售费用率**


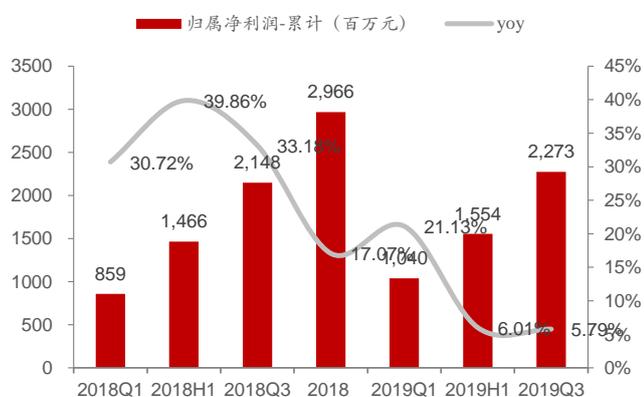
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 19: 2018-2019Q3 中高端各季度投资收益及增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 20: 2018-2019Q3 中高端各季度投资收益占收入比**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 21: 2018-2019Q3 中高端分季度累计归属净利润及增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

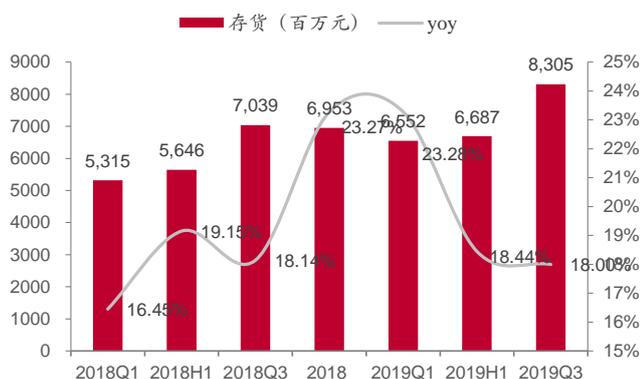
**图表 22: 2018-2019Q3 中高端单季度归属净利润及增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**运营端：整体运营稳健，经营性现金流改善明显**

- 存货方面,2019Q3 同比+18.00%,周转天数+20 天至 298 天;环比 19H1 存货规模+24.20%, 周转天数+23 天。主要因各公司新品牌和原有品牌冬季备货增长, 以及部分品牌直营占比提升所致。

**图表 23: 2018-2019Q3 中高端各季度存货及增速(百万元)**



来源: Wind,中泰证券研究所

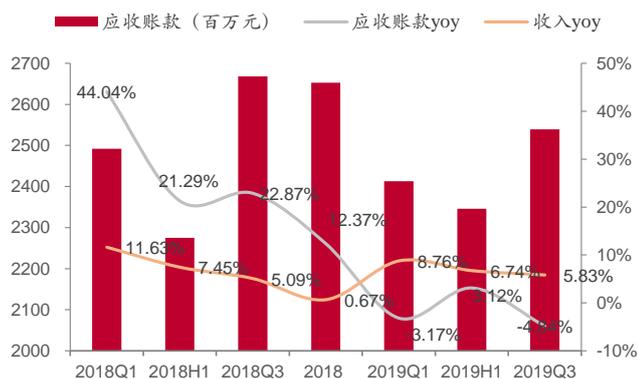
**图表 24: 2018-2019Q3 中高端各季度存货周转天数(天)**



来源: Wind,中泰证券研究所

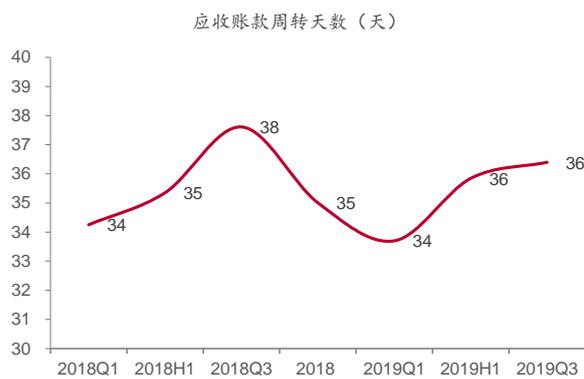
- 应收账款周转健康, 在存货略有增长的背景下, 2019Q3 应收账款同比-4.84%, 远低于收入增速(+5.83%), 周转天数也与去年同期基本持平, 为 36 天(-1 天), 反映终端加盟商销售情况向好以及百货渠道回款加快。

**图表 25: 2018-2019Q3 中高端各季度应收账款及增速收入增速(百万元)**



来源: Wind,中泰证券研究所

**图表 26: 2018-2019Q3 中高端各季度应收账款周转天数(天)**



来源: Wind,中泰证券研究所

- 2019Q3 经营性净现金流改善明显, 同比+73.99%, 占净利润比重为 75.11%, 同比+29.44PCTs, 增速及占比较 19H1 均有所提升, 主要是受益于销售回款增加以及新品牌并表。总体来看, 运营较为健康。

**图表 27: 2018-2019Q3 中高端各季度经营性净现金流及增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 28: 2018-2019Q3 中高端各季度经营性净现金流占净利润的比**


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 大众服装: Q3 营收环比改善, 龙头优势明显

### 收入端: 营收环比改善, 龙头公司持续外延扩张

- 2019Q3 大众板块收入同比 0.11% 至 343.33 亿元, 在终端需求疲软背景下, Q3 单季度收入增速环比改善, 19Q1/19Q2/19Q3 增速分别为 -0.74%/-5.53%/7.14%。分品牌看, 海澜之家在主品牌提速, 新品牌保持高增长的共同作用下, 前三季度营收同比/环比分别提升 +8.10%/+5.56PCTs 至 12.63%, 表现亮眼。太平鸟增速由负转正, 环比 +3.90PCTs 至 2.36%, 主要来自线上业务 (+14%+) 的驱动。森马休闲装在终端需求偏弱及发货频次提高的背景下, 收入增速环比放缓。渠道端, 龙头品牌通过外延扩张, 进一步抢占市场, 森马休闲装/海澜之家 (剔除爱居兔) 门店数量将年初分别净增 70/812 家, 且购物中心占比持续提升。

**图表 29: 2018H1-2019Q3 主要大众服饰公司收入业绩情况**

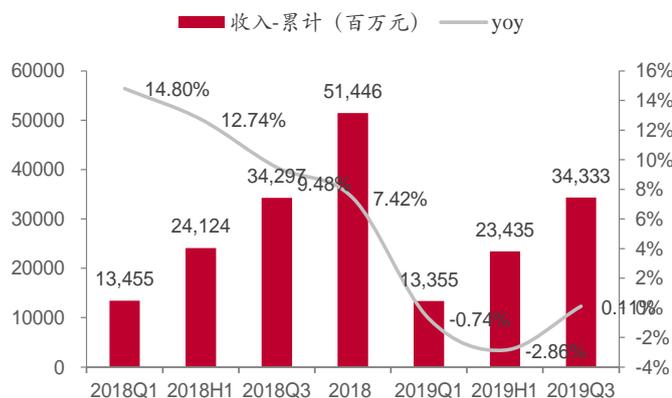
公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3
森马-休闲装	16.78%	19.64%	12.15%	-4.41%	5.00%	26.41%	25.66%	24.68%	约5%	约15%
海澜之家	-6.10%	4.52%	7.07%	31.00%	12.63%	-11.80%	4.60%	2.87%	-12.64%	-0.45%
拉夏贝尔	-6.58%	-0.50%	-9.78%	-0.85%	-7.16%	-94.10%	-29.58%	-311.23%	-9647.60%	-444.69%
太平鸟	14.73%	13.34%	-1.54%	9.55%	2.36%	12.17%	66.10%	-33.06%	-12.26%	-26.78%
美邦服饰	4.05%	24.86%	-31.47%	-16.99%	-27.27%	-83.68%	-132.31%	-359.61%	-669.97%	-692.42%

来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马收入仅休闲装业务, 净利润仍是森马整体 (剔除并表)

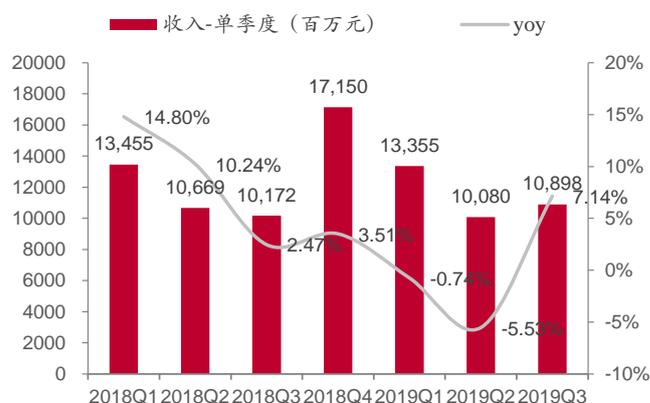
**图表 30: 2018-2019 Q3 主要大众服饰公司渠道情况 (家)**

公司	2018	19H1	19Q3	19Q3开	19Q3关	19Q3较年初净增	购物中心		
							2018	2019H1	2019Q3
森马-休闲装	3830	3858	3900			70	近1/3	约1500家	
海澜之家	7545	7740	7076	941	439	-469 (剔除爱居兔+812)	约1350家	占比~20%	
太平鸟	4594	4427	4438	918	1074	-156	1700	超1750	
拉夏贝尔	9269	6799							
美邦服饰	3500~4000								

来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马仅统计休闲装

**图表 31: 2018-2019Q3 大众服饰分季度累计收入及增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马服饰仅统计休闲装业务、拉夏贝尔按总额法调整 2017 年收入

**图表 32: 2018-2019Q3 大众服饰单季度收入及增速 (百万元)**


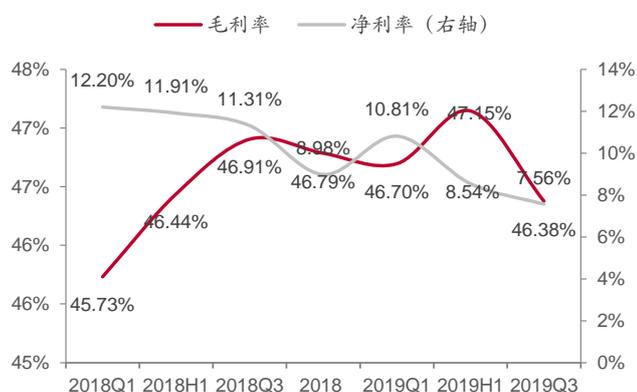
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马服饰仅统计休闲装业务、拉夏贝尔按总额法调整 2017 年收入

### 盈利端: 个股表现分化, 龙头优势明显

- 期内大众板块毛利率同比+0.53PCTs 至 46.38%，具体来看各公司之间表现分化，提升的有：1) 森马服饰+5.60PCTs，因高毛利率的 Kidiliz (60%+) 并表所致。2) 太平鸟+0.39PCTs，主要受益于期内高毛利率 (66.90%) 的直营渠道收入占比提升+1.21PCTs。下降的有：1) 海澜之家-1.66PCTs，主要由于主品牌毛利率下降 (海一家并入，其库存去化拉低毛利率)，以及男生女生老货去化所致。2) 拉夏贝尔-3.24PCTs，是由于公司营业收入同比下降，同时加速消化过季品所致。3) 美邦服饰-4.33PCTs，主要是由于公司进一步进行渠道结构优化，主动关闭和调整低效直营门店。
- 期间费用方面，1) 销售费用率同比+3.45PCTs 至 27.99%，各品牌均有不同程度提升。其中，海澜之家、太平鸟因期内直营门店增加导致销售费用率+1.07/+3.02PCTs；森马服饰受并表影响+7.82PCTs；拉夏贝尔受统计口径变动影响，+17.52PCTs，实际同比略有下降，主要由于公司主动收缩非核心品牌业务以及战略性关闭低效亏损店铺所致；美邦服饰+0.22PCTs，或因营收下降过快所致。2) 管理费用率为 5.65%，同比+1.07 PCTs，因部分品牌新增固定资产折旧 (如海澜之家+1.32PCTs)，

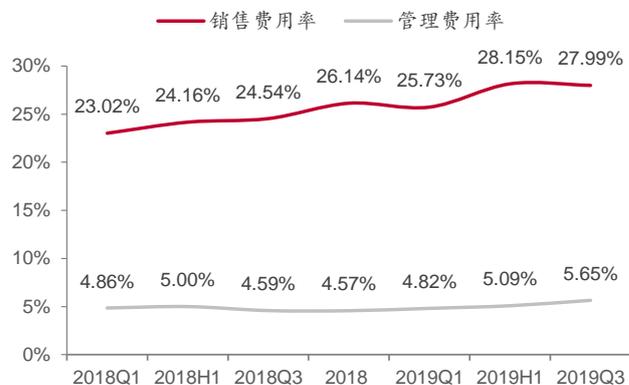
部分品牌新品牌并表和培育（如森马服饰+1.86PCTs），以及部分品牌营收同比下降、持续关闭低效亏损店铺，导致长期待摊费用加速摊销（如拉夏贝尔+1.15PCTs）所致。

**图表 33: 2018-2019Q3 大众服饰各季度毛利率、净利率**



来源: Wind, 中泰证券研究所, 拉夏贝尔按总额法调整 2017 年收入

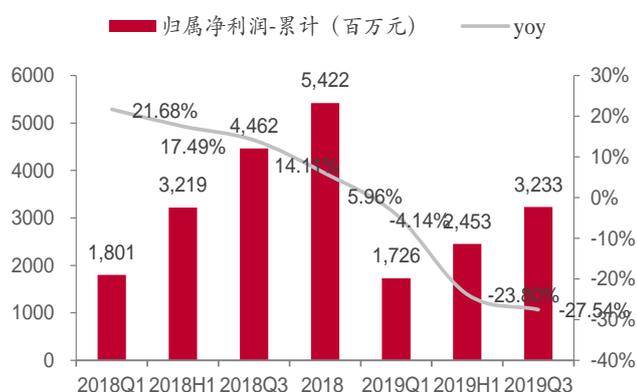
**图表 34: 2018-2019Q3 大众服饰各季度管理费用率、销售费用率**



来源: Wind, 中泰证券研究所

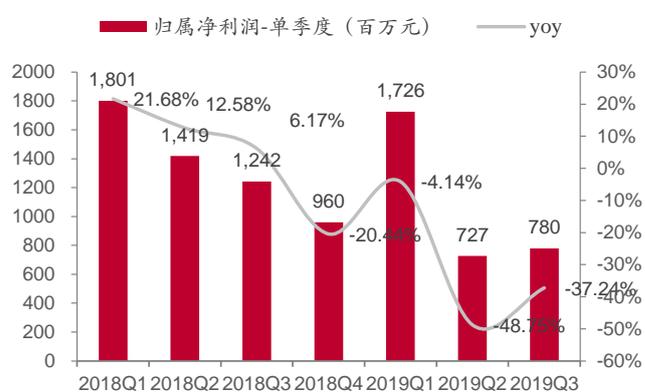
- 在期间费用率大幅提升的背景下，期内净利率同比-3.75PCTs 至 7.56%。同时，期内板块整体利润增速也呈负增长态势，19Q1/Q2/Q3 增速分别为-6.09%/-54.04%/-37.34%。主要受美邦服饰/拉夏贝尔前三季度归母净利润分别同比-692.42%/-444.69%拖累。但龙头公司仍表现亮眼，森马服饰（剔除 Kidiliz 并表影响）归母净利润同比+15%左右。海澜之家归母净利润-0.45%，增速-3.32PCTs 主要是由于摊销债券利息增加、新增固定资产折旧、新品牌并表等一次性费用的影响，预计 2020 年该影响消除后利润有望恢复正常增长。

**图表 35: 2018-2019Q3 大众服饰分季度累计归属净利润及增速 (百万元)**



来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

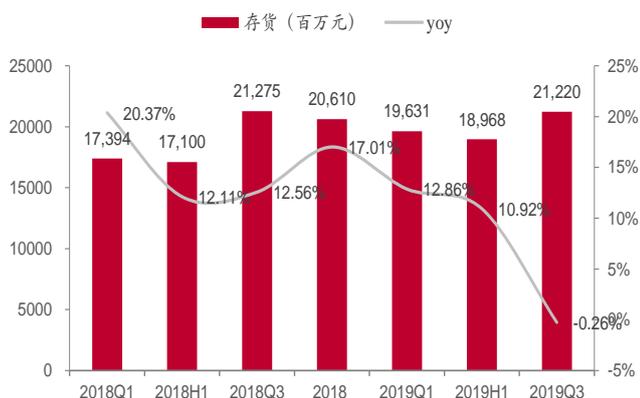
**图表 36: 2018-2019Q3 大众服饰单季度归属净利润及增速 (百万元)**



来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

**运营端：存货规模有效控制，经营性现金流明显改善**

- 2019Q3 存货规模同比-0.26%，周转天数同比持平，存货规模得到有效控制。**其中森马服饰剔除 Kidiliz 并表因素（约 9 亿），预计原业务库存同增 8%，低于同期收入的双位数增长，环比改善明显（2019H1 存货增速高于收入）。海澜之家得益于爱居兔存货剥离以及订单管理精细化下主品牌补单率提升，存货同比-2.93%。其他品牌加大去库存力度，存货规模同比均有所下降。

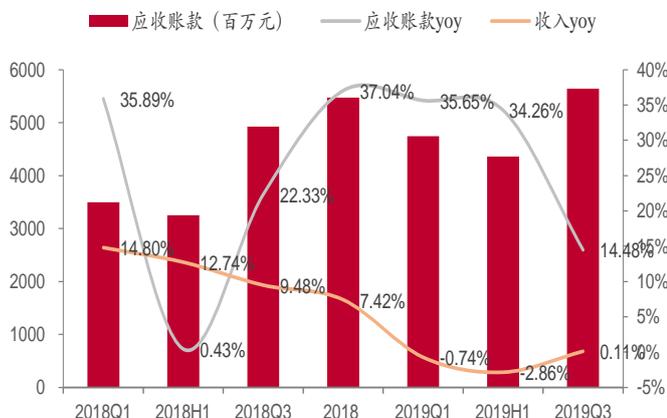
**图表 37：2018-2019Q3 大众服饰各季度存货及增速（百万元）**


来源：Wind, 中泰证券研究所

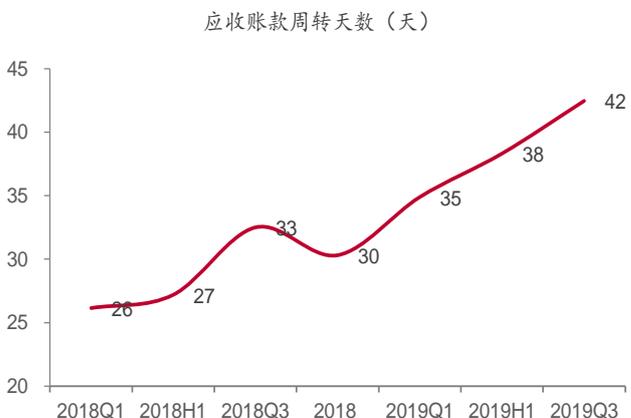
**图表 38：2018-2019Q3 大众服饰各季度存货周转天数（天）**


来源：Wind, 中泰证券研究所

- 2019Q3 应收账款同比+14.48%，远高于同期营收增速（+0.11%），同时应收账款周转天数+10 至 42 天，**主要由于各品牌优化渠道结构，提升直营占比，而直营渠道多为商场及购物中心门店，存在账期，使得周转放缓。

**图表 39：2018-2019Q3 大众服饰各季度应收账款及增速收入增速（百万元）**


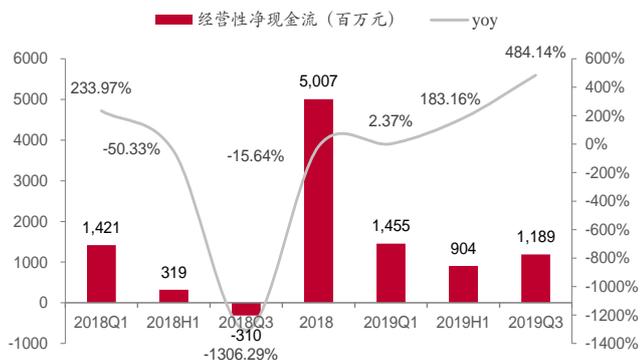
来源：Wind, 中泰证券研究所

**图表 40：2018-2019Q3 大众服饰各季度应收账款周转天数（天）**


来源：Wind, 中泰证券研究所

- 2019Q3 行业整体经营性净现金流由于去年同期净流出，同比+14.99 亿元；相较 2019H1，经营性净现金流+31.52%，主要得益于期内拉夏贝尔减少采购和减缓支，以及太平鸟期收入和采购票据结算金额付贷款增加。

**图表 41: 2018-2019Q3 大众服饰各季度经营性净现金流及增速 (百万元)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 42: 2018-2019Q3 大众服饰各季度经营性净现金流占净利润的比**



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 家纺: Q3 收入线下放缓&线上高增长, 库存持续去化

### 收入端: 线上保持高增长, 推动营收增长

- 2019Q3 主要家纺上市公司增速同比环比均放缓明显, 分渠道看, 各公司表现分化:
  - 线上: 1) 水星家纺线上营收增长持续提速 2019Q1/Q2/Q3 增速分别约-10%/+30%/+38%, 主要是得益于公司在传统电商平台稳健增长的情况下, 快速切入社交电商(抖音等)、小米等新渠道, 通过网红直播等多元化营销手段, 为电商业务带来新增长。2) 富安娜与国内头部电商平台建立长期战略合作关系, 并将持续优化电商渠道品类、丰富线上产品矩, 使得电商业务保持 20%以上高增长。3) 而罗莱生活受 LOVO 与主品牌拆分影响, 预计期内线上营收个位数下滑, 短期线上表现偏弱。
  - 线下: 下线整体表现偏弱, 其中水星家纺受益于产品提价、结构优化以及营销方式调整, 同比增长近 8%; 而受经销业务影响的富安娜、以及调整加盟商出货政策的罗莱生活线下业务同比均有所下滑。

**图表 43: 2018Q3-2019Q3 主要家纺公司收入业绩情况**

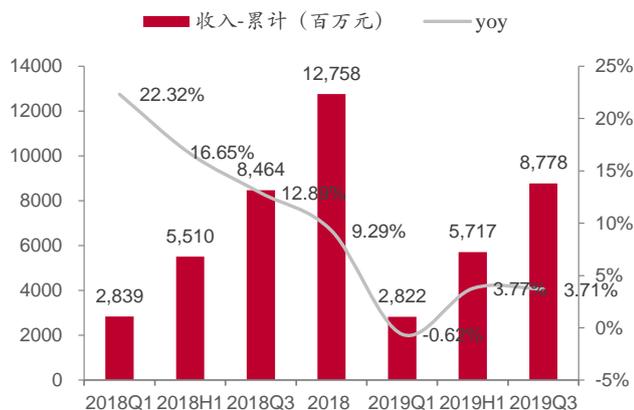
公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3
罗莱生活	4.46%	8.45%	-0.43%	-3.74%	-1.64%	6.56%	21.44%	-5.05%	-4.93%	-5.00%
富安娜	6.93%	14.60%	-3.58%	-7.27%	-4.88%	29.13%	20.84%	-16.22%	-14.06%	-15.44%
梦洁股份	8.66%	21.58%	14.19%	22.49%	16.71%	113.38%	33.19%	-9.58%	279.80%	2.35%
水星家纺	8.72%	13.62%	9.93%	15.43%	11.89%	5.56%	15.22%	12.47%	31.14%	18.78%

来源: Wind, 中泰证券研究所

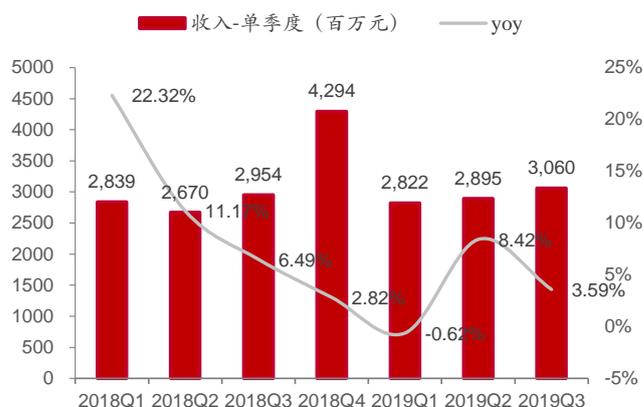
**图表 44: 2018-2019Q3 主要家纺公司线上销售情况**

公司	电商收入增速						电商收入占比				
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19H1	19Q3	2018	19H1	19Q3
罗莱生活	10%-15%		18H2增速下滑		速与18Q1持平		个位数下滑	个位数下滑	20%	23%	
富安娜	30%+	Q2增速低于Q1	低个位数	恢复双位数	25%左右		23%	20%+	28%	36%	
水星家纺	24%	-10%	-5.40%	10%~15%	-10.50%	30%	8.85%	38%	38%		35%
梦洁股份			全年个位数下滑						近10%		

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 45: 2018-2019Q3 家纺分季度累计收入及增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 46: 2018-2019Q3 家纺单季度收入及增速 (百万元)**


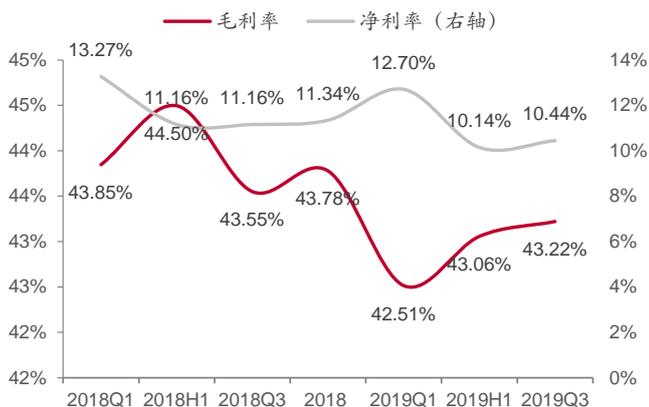
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 盈利端: 受去库存&投资收益减少影响, 利润率略有下滑

- 2019Q3 家纺板块毛利率同比-0.33PCT 至 43.22%，具体来看：梦洁家纺期内加大库存去化力度，毛利率-5.72PCTs 至 40.41%。罗莱家纺由于库存清理，终端打折促销活动较多，导致毛利率-2.28PCTs 至 43.44%。而富安娜毛利率+1.22PCTs 至 51.78%，是因毛利率较低的经销业务占比下降，以及自营和电商业务毛利率略有提升所致。水星家纺受益于原材料价格下降，同时消费者对产品接受度较高的背景下终端售价稳定，以及产品结构优化带来的价格中枢提升，其毛利率+3.18PCTs 至 38.09%。

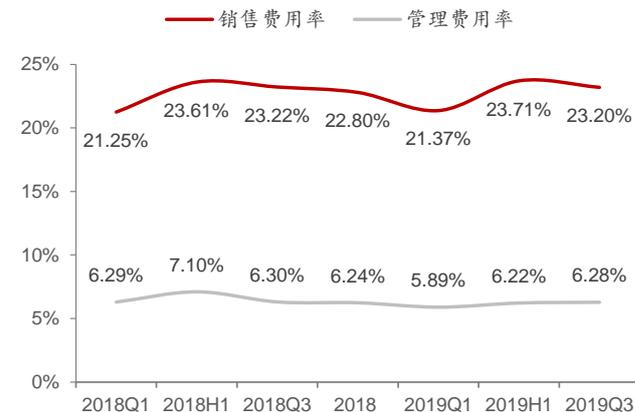
- 费用方面：1)整体销售费用率较为稳定 2019Q3 同比-0.03PCTs 至 23.20%。其中水星家纺/富安娜分别同比+2.91/+2.43PCTs 至 19.38%/29.29%，主要由于广告、门店支出加大，以及人员薪酬增加所致。2)管理费用率同比-0.03PCTs 至 6.28%，各品牌管理效率稳中有升。
- 净利率方面，2019Q3 同比-0.71PCTs 至 10.44%，主要因毛利率的下降以及投资收益同比减少（-43.12%）所致。净利润同比-2.92%至 9.17 亿元。

图表 47: 2018-2019Q3 家纺各季度毛利率、净利率



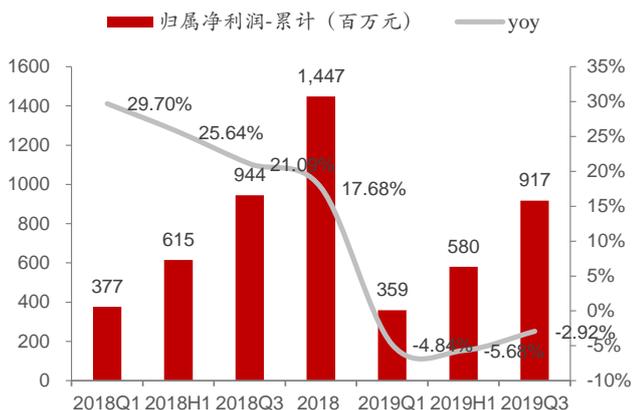
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 48: 2018-2019Q3 家纺各季度管理费用率、销售费用率



来源: Wind,中泰证券研究所

图表 49: 2018-2019Q3 家纺分季度累计归属净利润及增速 (百万元)



来源: Wind,中泰证券研究所

图表 50: 2018-2019Q3 家纺单季度归属净利润及增速 (百万元)



来源: Wind,中泰证券研究所

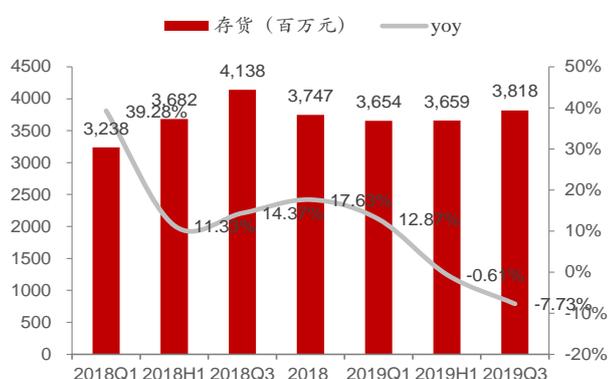
### 运营端: 库存持续去化, 整体运营健康

- 2019Q3 存货规模得到有效控制, 同比-7.73%至 38.18 亿元, 周转天数也较上年同期减少 9 天至 214 天, 具体来看: 富安娜/梦洁股份/罗莱生活/水星家纺存货规模分别同比-16.67%/-12.74%/-7.42%/+7.86%, 虽水

星家纺存货规模略有上涨，但其增幅小于营收增速 (+11.89%)，且其存货周转天数同比减少 1 天。

- 2019Q3 应收账款增速 (-6.68%) 小于收入 (+3.71%)，且其周转天数较去年同期减少 2 天至 42 天，整体回款情况较好，说明加盟商终端销售较为健康。
- 期内经营性净现金流受益于合理采购，大幅改善，同比增加 17.27 亿元至 10.25 亿元。其中富安娜净流入 6.40 亿元 (同比+9.07 亿元)，主要因其购买商品、接受劳务支付的现金同比-41.45%，带动经营性现金流改善。同时，罗莱生活得益于期内消化库存控制商品采购，经营性现金流同比+6.17 亿元至 4.12 亿元。

**图表 51: 2018-2019Q3 家纺各季度存货及增速 (百万元)**



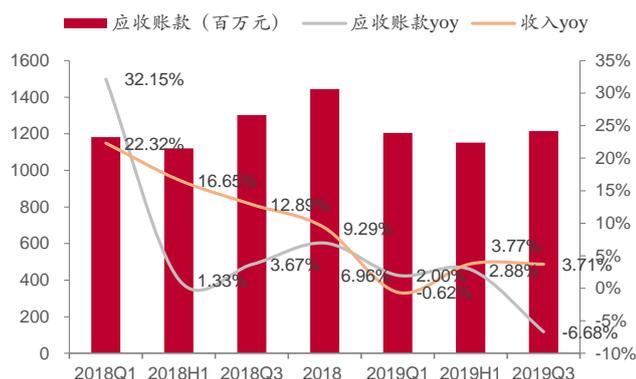
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 52: 2018-2019Q3 家纺各季度存货周转天数(天)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 53: 2018-2019Q3 家纺各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 55: 2018-2019Q3 家纺各季度经营性净现金流及增速 (百万元)**

**图表 54: 2018-2019Q3 家纺各季度应收账款周转天数 (天)**

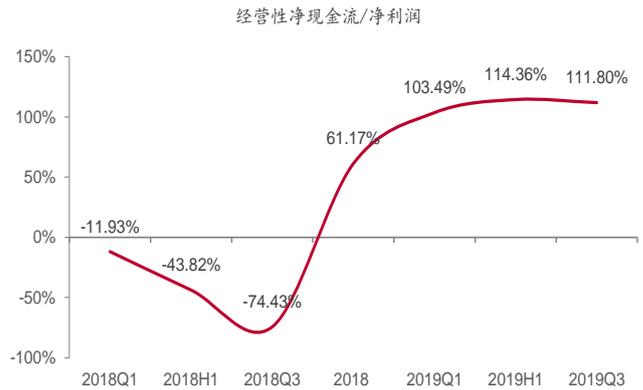


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 56: 2018-2019Q3 家纺各季度经营性净现金流占净利润的比**



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 童装: Q3 业绩增速放缓, 头部优势依然明显

收入端: 终端消费疲软, Q3 营收增速放缓

- 2019Q3 童装收入增速约为 20%，保持高增长。分季度看，2019Q1/Q2/Q3 单季度增速分别为 27.85%/27.34%/10.74%，三季度增速放缓。具体来看，森马童装前三季度预计同增 20%+，增速较 19H1 (+32.19%) 放缓，主要因 Q3 线下销售增速放缓所致，而线上业务预计仍保持 30%左右的高增长。同时，期内安奈儿受终端消费疲软以及行业竞争加剧影响，前三季度营收增速较 19H1-1.86PCTs 至 13.36%。此外，对比主要三个标的公司，市占率第一的森马儿童业务营收及利润增速均远高于其他 2 家，头部优势明显。

图表 57: 2018Q3-2019Q3 主要童装公司收入业绩情况

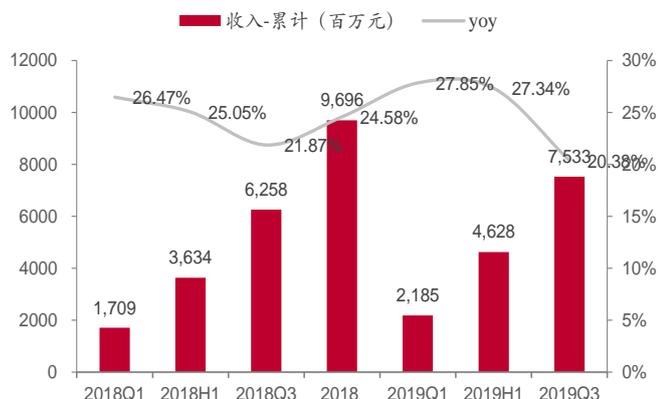
公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3
森马儿童	17.64%	23.04%	32.19%	10~15%	20%+	26.41%	25.66%	24.68%	约5%	约15%
安奈儿	22.66%	18.91%	15.22%	8.69%	13.36%	62.88%	25.63%	1.62%	-1285.66%	-42.29%
金发拉比	10.65%	11.48%	-8.44%	1.71%	-4.60%	1.65%	9.31%	-23.05%	-18.21%	-21.05%

来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马收入仅统计童装(剔除并表)、净利润为森马整体(剔除并表)

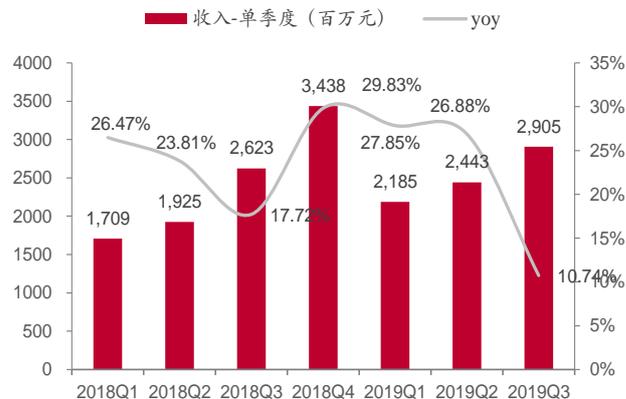
图表 58: 2018-2019Q3 主要童装公司渠道情况(家)

公司	2018	19H1	19Q3	19Q3开	19Q3关	19Q3较年初净增	购物中心		
							2018	2019H1	2019Q3
森马儿童	5293	5546	5682			389	1500+	2000+	2000~2500家
安奈儿	1433	1459					264	305	
金发拉比	1368								

来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马儿童门店数量不包含 Kidiliz

**图表 59: 2018-2019Q3 童装分季度累计收入及增速 (百万元)**


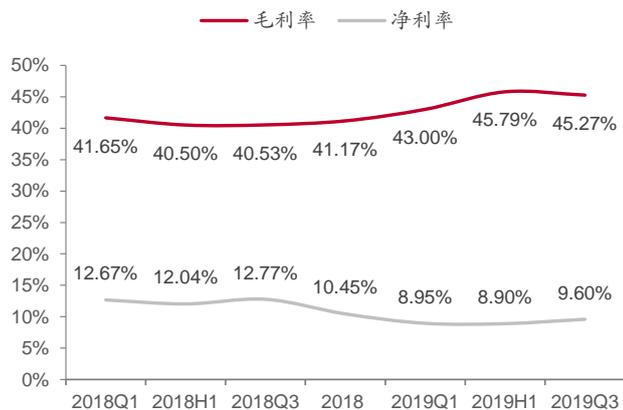
来源: Wind,中泰证券研究所;注:森马服饰仅统计童装业务(并剔除 Kidiliz 并表因素)

**图表 60: 2018-2019Q3 童装单季度收入及增速 (百万元)**


来源: Wind,中泰证券研究所;注:森马服饰仅统计童装业务(并剔除 Kidiliz 并表因素)

### 盈利端: 森马并表推升毛利率, 销售费用提升拉低净利率

- 2019Q3 毛利率同比+4.74 至 45.27%，提升幅度较大主要因森马服饰并表高毛利率童装品牌 Kidiliz (60%+)，拉升整体毛利润水平。而安奈儿期内加大库存商品清货力度，致使销售折扣有所下降进而导致毛利率 -2.31PCTs。
- 期间费用方面，2019Q3 童装板块销售费用率大幅提升+7.14PCTs 至 24.07%，一方面因安奈儿加大线下开店力度导致费用增加、去库存导致促销费增加，使其销售费用率提升+ 2.49 PCTs 至 43.94%；另一方面森马服饰并表 Kidiliz 也使得其销售费用率提升+ 7.83 PCTs 至 22.62%。同时管理费用率同比-1.49PCTs 至 4.40%，主要由于加大研发投入、员工薪酬增加以及新品牌并表所致。
- 在毛利率提升及销售费用率增幅较大的背景下，投资收益同比 -0.53PCTs，综合来看行业整体净利率下降 3.18PCTs 至 9.60%。

**图表 61: 2018-2019Q3 童装各季度毛利率、净利率**


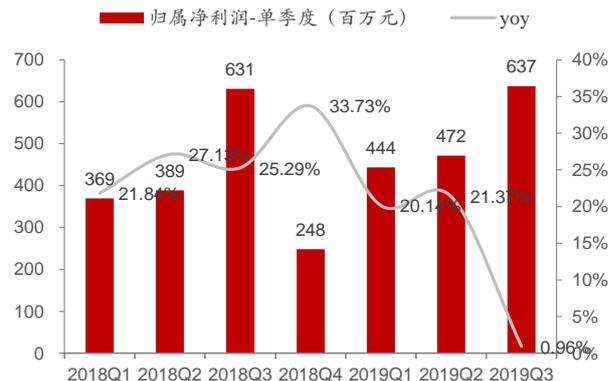
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 62: 2018-2019Q3 童装各季度管理费用率、销售费用率**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 63: 2018-2019Q3 童装分季度累计归属净利润及增速 (百万元)**

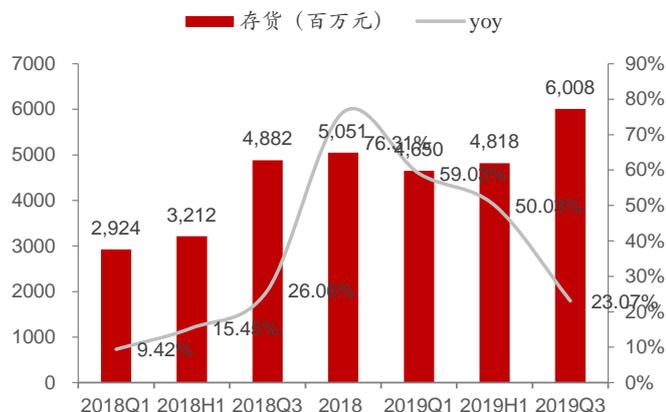

来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

**图表 64: 2018-2019Q3 童装单季度归属净利润及增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

### 运营端: 并表导致存货增加, 应收账款周转加快

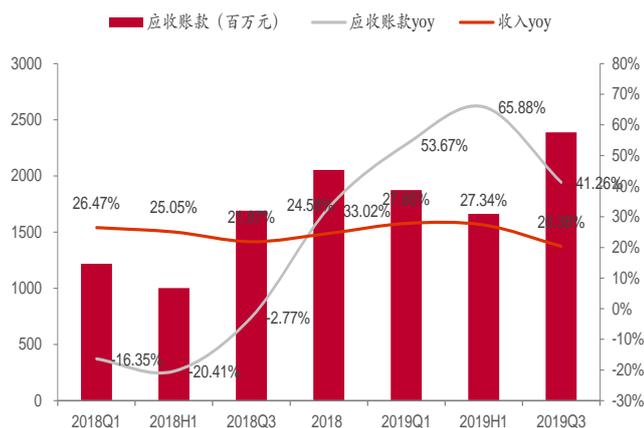
- 期内存货同增 20.07%至 60.08 亿元, 存货周转天数相应+25 天至 229 天, 主要由于森马服饰新品牌备货所致 (存货同比+27.03%), 若剔除并表因素, 森马存货增速预计低于营收增速。
- 此外, 应收账款回款加快, 期内应收账款周转天数同比-5 天至 31 天。经营性净现金流净流出 3.6 亿元, 主要是新品牌并表对现金流占用较多, 以及渠道调整带来的费用增长所致。

**图表 65: 2018-2019Q3 童装各季度存货及增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 66: 2018-2019Q3 童装各季度存货周转天数(天)**

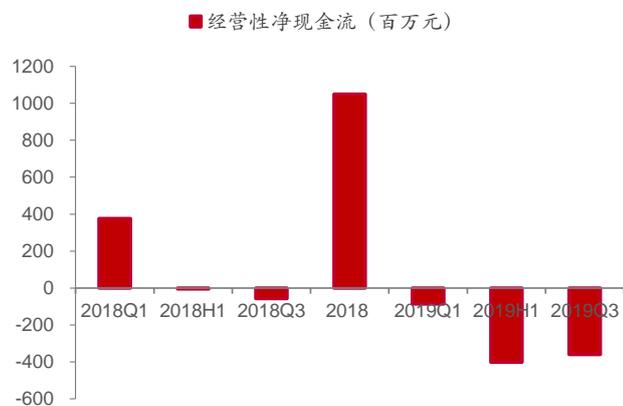

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 67: 2018-2019Q3 童装各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 68: 2018-2019Q3 童装各季度应收账款周转天数(天)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 69: 2018-2019Q3 童装各季度经营性净现金流及增速 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 70: 2018-2019Q3 童装各季度经营性净现金流占净利润的比**


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 纺织制造：内外订单疲软，产品价格承压

收入端：终端需求依旧疲软，Q3 环比有所改善

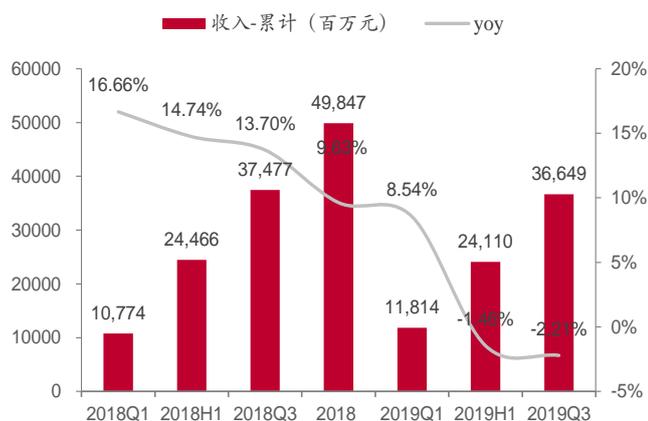
- 受外部贸易不确定性影响，出口承压，使得纺织制造板块营收增速从 2018H1 开始逐步下滑，到 2019Q3 营收同比-2.21%。从季度数据看，19Q3 单季度同比-3.62%，较 19Q2 的-10.02%略有改善，但仍为负增长。从终端需求看，出口方面，2019.1~9 月我国纺织类/服装类产品累计出口金额分别同比-0.15%/-4.80%，增速较 19H1 -1.0/-0.3PCTs。内需方面，期内服装鞋帽、针纺织品/限额以上服装类商品零售额/穿着类实物商品网上零售额分别累计同比 +3.3%/+3.0/+18.6%，增速较 19H1 +0.1/+0.1/-1.1PCTs。

图表 71：2018Q3-2019Q3 主要纺织制造公司收入业绩情况

公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3	2018Q3	2018Q1-Q3	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3
健盛集团	12.25%	13.13%	9.31%	25.04%	14.64%	19.46%	13.78%	30.12%	32.65%	31.04%
华孚时尚	14.23%	21.01%	8.22%	-5.88%	3.04%	8.02%	20.98%	-36.36%	-68.92%	-44.35%
新野纺织	23.52%	24.06%	-10.75%	-11.47%	-10.98%	37.39%	33.70%	-15.09%	-62.39%	-35.61%
联发股份	5.79%	8.54%	-13.16%	-4.95%	-10.48%	47.72%	14.34%	24.59%	-35.37%	-3.20%
百隆东方	7.54%	-0.15%	-2.66%	5.53%	0.24%	76.90%	20.15%	-31.14%	-48.26%	-36.26%
台华新材	9.73%	12.04%	-12.66%	-12.58%	-12.63%	47.86%	24.62%	-38.20%	-53.78%	-43.01%
伟星股份	6.70%	7.31%	3.96%	1.47%	3.05%	4.57%	8.20%	-8.16%	-6.24%	-7.39%
孚日股份	9.44%	9.26%	-1.72%	0.50%	-1.00%	66.36%	1.35%	33.77%	-15.92%	13.07%
鲁泰A	6.79%	8.68%	-2.91%	-6.68%	-4.22%	6.34%	-0.54%	9.03%	-15.79%	0.17%

来源：Wind，中泰证券研究所 健盛集团剔除俏尔婷婷并表因素

图表 72：2018-2019Q3 纺织制造分季度累计收入及增速（百万元）



来源：Wind,中泰证券研究所；注：健盛剔除俏尔婷婷并表因素

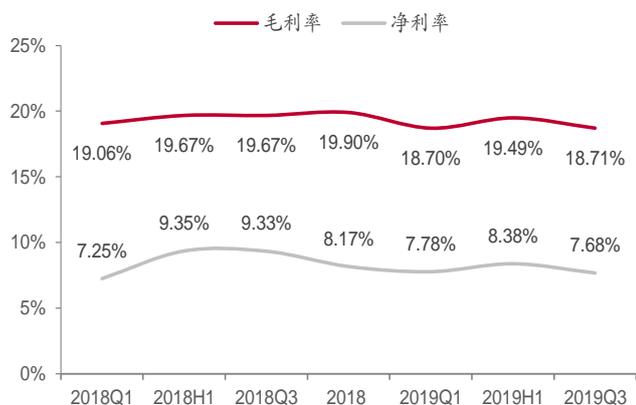
图表 73：2018-2019Q3 纺织制造单季度收入及增速（百万元）



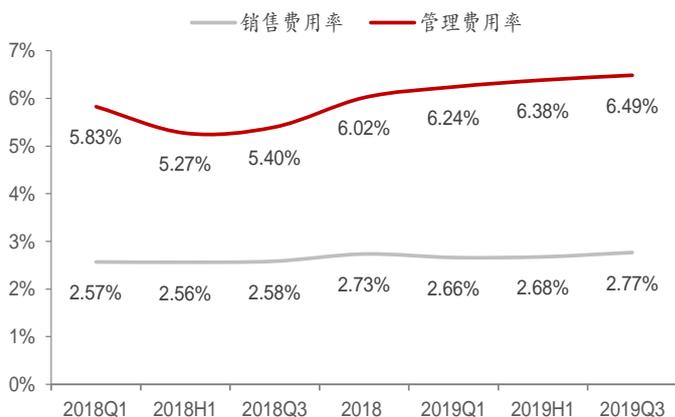
来源：Wind,中泰证券研究所；注：健盛剔除俏尔婷婷并表因素

**盈利端：需求疲软&棉价下行，使得盈利能力下降**

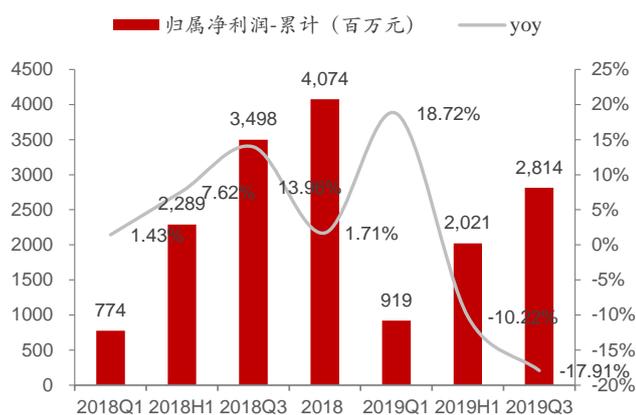
- 在下游需求疲软的背景下，一方面订单减少，产能利用率不足，使得单位成本增加；另一方面，公司去库存叠加期内棉价持续下跌，拉低产品销售均价，致使 2019Q3 毛利率同比-0.97PCT 至 18.71%。
- 期间费用方面，销售费用率较为稳健 (+0.18PCTs)，而管理费用率提升 +1.09PCTs，或因部分公司产能向海外转移，费用增长所致（如鲁泰 A、百隆东方、健盛集团）。综合来看，整体净利率-1.66PCTs 至 7.68%。

**图表 74：2018-2019Q3 纺织制造各季度毛利率、净利率**


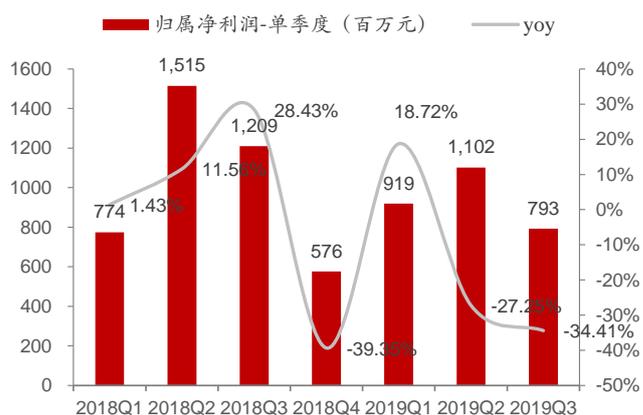
来源：Wind, 中泰证券研究所

**图表 75：2018-2019Q3 纺织制造各季度管理费用率、销售费用率**


来源：Wind, 中泰证券研究所

**图表 76：2018-2019Q3 纺织制造分季度累计归属净利润及增速（百万元）**


来源：Wind, 中泰证券研究所

**图表 77：2018Q1-2019Q3 纺织制造单季度归属净利润及增速（百万元）**


来源：Wind, 中泰证券研究所

**运营端：存货周转放缓，谨慎备货释放现金流**

- 期内存货规模同比+8.76%至 180.71 亿元，存货周转天数相应+19 天至 158 天，除原材料备货因素外，下游订单疲软，导致商品库存积压明显，周转放缓。
- 同期应收账款同比+13.19%至 180.71 亿元，周转天数+10 天至 44 天。经营性净现金流同比 74.48%至 3.6 亿元，主要得益于原材料采购以及接受劳务支付的现金减少。

**图表 78：2018-2019Q3 纺织制造各季度存货及增速（百万元）**


来源：Wind,中泰证券研究所

**图表 79：2018-2019Q3 纺织制造各季度存货周转天数（天）**


来源：Wind,中泰证券研究所

**图表 80：2018-2019Q3 纺织制造各季度应收账款及增速收入增速（百万元）**


来源：Wind,中泰证券研究所

**图表 81：2018-2019Q3 纺织制造各季度应收账款周转天数（天）**


来源：Wind,中泰证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济增速放缓风险。**经济增速下行影响居民可支配收入，削弱消费升级驱动力。
- **终端消费低迷风险。**消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。
- **棉价异动致风险。**棉花产业政策存在不确定性，价格剧烈波动下纺织企业盈利恐承压。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。