

纺织服装及日化

19 年三季报总结暨 11 月投资策略

中性

(维持评级)

2019 年 11 月 14 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《化妆品深度系列三-电商代运营专题:迎接最好的时代,一站式服务助力品牌价值塑造》——2019-11-11  
《化妆品行业专题系列之二:美妆双雄各显千秋,把握红利迈向龙头》——2019-10-21  
《10月投资策略暨三季报前瞻:关注三季报绩优龙头,把握估值修复机会》——2019-10-14  
《19年半年报总结暨9月投资策略:分化延续龙头率先复苏,继续关注优质赛道》——2019-09-16  
《海外化妆品企业运营观察:品牌焕新是基石,产品升级是核心,渠道切换是催化》——2019-08-21

证券分析师:张峻豪

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

证券分析师:曾光

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

联系人:彭若恒

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

联系人:冯思捷

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

行业投资策略

行业表现持续分化,优选赛道关注经营

● 各子行业 Q3 基本面分化延续,整体弱势状态略有改善

1-9 月纺服零售额同比增长 3.3%,较去年同期放缓但逐季略有改善,化妆品则保持两位数以上的较高零售额增速。从板块 Q3 基本面情况来看,纺服日化整体营收恢复正增长,同比增速为 2.86%且环比 Q2 提速 3.6pct.,业绩虽同比下降 18.4%,但环比 Q2 改善 4.7pct.,均呈现一定的筑底回暖迹象。从各子板块收入来看,Q3 大众休闲(13.1%)>中高端(11.0%)>日化(8.9%)>男装(4.2%)>家纺(3.6%)>鞋类(0.4%)>纺织(-4.7%)>新模式(-7.6%),分化依然较大。此外,体育鞋服板块从各公司披露的 Q3 经营数据情况来看延续了较高的景气度,整体来看零售流水继续较快增长,同店增长情况保持稳健。另一方面,大众休闲、家纺、男装、鞋类等行业在经历了前期的调整不振之后皆显现出一定的转好迹象。

● 重点公司优势依然明显,细分龙头展现更强的抗压韧性

从各行业重点公司来看,Q3 的整体营收/业绩/扣非增速分别为 11.1/-5.0/-9.2%,相较行业整体水平分别高出 8.2/13.4/14.6pct.,表现明显更优,再次体现出细分领域龙头在较强经营能力下的基本面韧性,其中日化、体育、新模式等相对优质赛道内的重点公司总体保持了强劲的收入和盈利增长态势,同时在其他子行业内龙头企业基本都存在持续强势或一定的复苏迹象,表现明显好于同业的公司。

● 盈利能力有所下降,报表质量提高,长期有望健康发展

在行业大环境持续承压的背景下,Q3 纺服日化板块整体盈利能力下降,多数子板块毛利率下降而期间费用率上升。此外整体存货周转能力有所下降,但持续强势和复苏迹象较明显的休闲服饰、家纺和日化则改善明显。另一方面,总体的经营现金流与营收占比情况明显优化,除男装和新模式小幅下降外皆较大幅度提高,家纺、中高端和纺织最为突出。长期来看,有利于企业健康发展

● 投资建议:持续关注优质赛道龙头,积极把握基本面变化

整体来看,Q3 行业基本面在经济环境不佳下仍有一定压力,不同行业之间分化愈发明显,处于高景气度赛道的日化及体育仍有优异表现,龙头公司也体现出了一定韧性。因此我们建议:一是,继续重视布局化妆品、体育两大优质细分赛道龙头,所处行业空间大,竞争格局仍有进一步改善空间,继续推荐**珀莱雅,丸美股份,波司登**等。二是,重视经营能力表现稳健,且估值处于板块及历史洼地的优质细分龙头,短期虽有业绩波动但在良好的内部经营调整后仍有望实现中长期健康发展,建议关注:**森马服饰,比音勒芬以及歌力思**等。

● 风险提示:经济基本面持续走弱,国内消费刺激政策不及预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
603605	珀莱雅	买入	89.20	17,955	1.97	2.65	45.3	33.7
603983	丸美股份	增持	72.33	29,004	1.45	1.67	49.9	43.3
002832	比音勒芬	买入	25.51	7,864	1.33	1.68	19.2	15.2
002563	森马服饰	买入	10.27	27,714	0.67	0.80	15.3	12.8

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

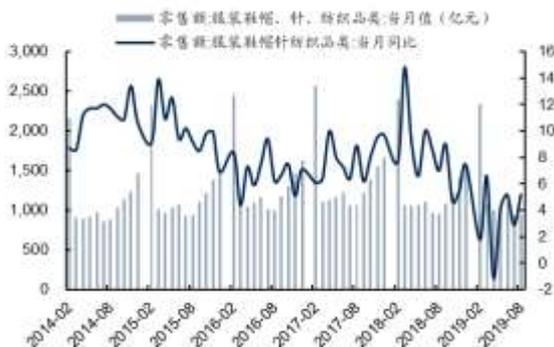
独立性声明:

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

## 行业概览：化妆品表现保持强劲，整体复苏迹象初显

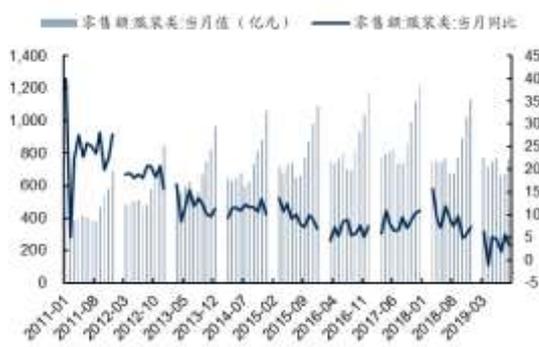
根据国家统计局，2019年1-9月限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额同比增长3.3%至9479亿元，增速较去年同期放缓5.6pct；化妆品上半年零售额同比增长12.8%至2151亿元，增速较上年提高0.8pct；而社零总额同比增长8.2%，增速较上年放缓1.1pct。总体来看，进入下半年后纺服行业基本面呈现一定的回暖态势，整体零售额增长放缓的情况略有改善，同时化妆品行业高景气度良好延续。当前而言，宏观经济方面的不确定性因素正不断向积极方向发展，而降息等稳经济政策也逐步出台，为经济走向提供更大支撑之余也提振了市场信心，有利于国内消费市场保持稳健。而在去年Q4增长低基数背景下，纺服行业有望实现复苏加速，化妆品行业则有望再获超预期表现。

图 1：纺织服装零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

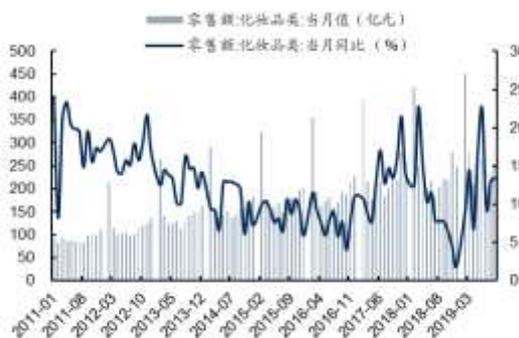
图 2：服装类零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

前三季度实物商品网上零售额同比增长21.6%至5.8万亿元，增速较上年放缓7.2pct，渗透率达19.5%。整体来看，线上零售增速较线下依然处于相对高水平，但随渗透率不断提高整体流量红利有所减弱，更高运营能力和布局新兴平台的要求则有利于各大龙头品牌发展。

图 3：化妆品零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 4：实物商品网上零售额当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

### “双十一”大促：交易额增长稳健向好，反映消费潜力空间

年度电商大促活动“双十一”顺利落幕，在各大电商平台的积极备战和品牌方的诚意让利下再次延续火爆情形，居民消费积极性得到充分调动。根据星图数据，双十一总销售额达到4101亿元，同比增长31%，较往年提速7pct，其中拼多多等等社交电商平台和社交模式快速发展起到较好的推动作用。

具体来看，天猫平台“双十一”销售额达2684亿元，同比增长25.7%。在规模基数已相对较高的背景下增速仅较去年放缓1.2pct，表现良好。

图 5: 天猫“双十一”交易额及增速



资料来源:天猫官方发布, 国信证券经济研究所整理

其他平台方面, 京东好物节 (11.1-11.11) 累计下单金额 2044 亿元, 同比增长 27.9%; 苏宁易购全渠道订单量同比增长 76%, 新增 super 会员超百万; 唯品会开售 12 小时订单量超 2000 万, 是去年的 2.5 倍; 拼多多 16 分钟卖出 1000 台汽车, 全天贫困地区农产品销售增速 220%, 1-11 日卖出新款 iPhone40 万台。

表 1: 其他主要电商平台“双十一”情况

平台/年份	2016	2017	2018	2019
京东商城	1-11 日累计交易额增长 60%	1-11 日累计 1271 亿元, 增长超 50%	1-11 日累计 1598 亿元, 增长 26.9%	1-11 日累计 2044 亿元, 增长 27.9%
苏宁	1-11 日全渠道订单增长 193%, 线上增长 210%	1-11 日全渠道 GMV 增长 163%, 线上 183%	双十一期间全渠道销售同增 132%, 零售云门店 3308%	11 日全渠道订单量增长 76%

资料来源:天猫服务商官网, 国信证券经济研究所整理

在服装与美妆品牌“双十一”天猫榜单方面

- (1) **美妆类:** 欧莱雅等国际中高端品牌占据前列, 自然堂、百雀羚等国产大众品牌紧随其后。
- (2) **女装类:** 优衣库再据榜首, 国产品牌中波司登、太平鸟排名上升, 韩都衣舍有所下降。
- (3) **男装类:** 品牌间排名表现相对稳定, 由于对品质要求更高等特点, 品牌化进程较早完成, 而海澜之家在未享受全平台购物津贴的背景下回归前十。

表 2: 美妆、女装和男装品类“双十一”天猫榜单

品类排名	美妆		女装		男装	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
1	兰蔻	欧莱雅	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库
2	OLAY	兰蔻	ONLY	波司登	GXG	GXG
3	欧莱雅	雅诗兰黛	Vero Moda	Vero Moda	太平鸟	太平鸟
4	雅诗兰黛	OLAY	波司登	伊芙丽	森马	杰克琼斯
5	SK-II	SK-II	伊芙丽	ONLY	杰克琼斯	波司登
6	百雀羚	自然堂	韩都衣舍	太平鸟	马克华菲	森马
7	自然堂	百雀羚	乐町	乐町	波司登	马克华菲
8	HomeFacial	后	太平鸟	韩都衣舍	七匹狼	斯莱德
9	薇诺娜	完美日记	Teenie Weenie	ZARA	美特斯邦威	美特斯邦威
10	悦诗风吟	薇诺娜	ZARA	MO&CO	斯莱德	海澜之家

资料来源:天猫服务商官网, 国信证券经济研究所整理

- (4) **家纺类:** 线上品牌化及集中趋势明显, 上市公司旗下品牌牢牢占据 TOP5。
- (5) **箱包类:** 出行类箱包中, 主打高性价比的小米 90 分和高品质的新秀丽牢牢据一、二位
- (6) **内衣类:** 南极人销售额领先, 优衣库紧随其后。

**表 3: 家纺、箱包和内衣品类“双十一”天猫榜单**

品类 排名	家纺		箱包		内衣
	2018	2019	2018	2019	2019
1	水星家纺	水星家纺	小米 90 分	小米 90 分	南极人
2	富安娜	富安娜	新秀丽	CHARLES&KEITH	优衣库
3	lovo	罗莱	CHARLES&KEITH	新秀丽	恒源祥
4	罗莱	梦洁	美旅	MCM	曼妮芬
5	梦洁	lovo	稻草人	Michael Kors	猫人
6	恒源祥	—	七匹狼	卡帝乐鳄鱼	芬腾
7	—	—	菲安妮	美旅	浪莎
8	—	—	迪桑娜	七匹狼	蕉内
9	—	—	MCM	稻草人	三枪
10	—	—	ELLE	金利来	歌瑞尔

资料来源:天猫服务商官网, 国信证券经济研究所整理

### 纺服日化上市公司“双十一”相关销售表现

“双十一”期间, 不少纺服日化上市公司销售及增长情况良好, 根据我们了解到的官方信息, 部分重点公司的详细表现如下表所示。

**表 4: 美妆、女装和男装品类“双十一”天猫榜单**

公司	双十一全天销售情况
南极电商	集团整体 GMV 破 15 亿
森马	电商全渠道破 13.8 亿
波司登	电商全网破 10 亿, 天猫旗舰店 6.5 亿, 同增 58%, 客单价同增 20%
太平鸟	集团整体天猫成交额破 9.17 亿, 男装超 3 亿, 童装进入 TOP8
水星家纺	电商销售总额突破 2.66 亿
珀莱雅	天猫旗舰店超 2 亿, 增长近 50%
丸美股份	全网 2 亿, 天猫旗舰店超 8000 万
开润股份	小米 90 分同比增长 50%, 品类 4 连冠
壹网壹创	当日支付总金额 35 亿, 增速 91%
安踏	集团电商整体流水 18.3 亿, 同比增长 63%
李宁	天猫官方旗舰店 5.4 亿

资料来源:官方公告信息, 国信证券经济研究所整理

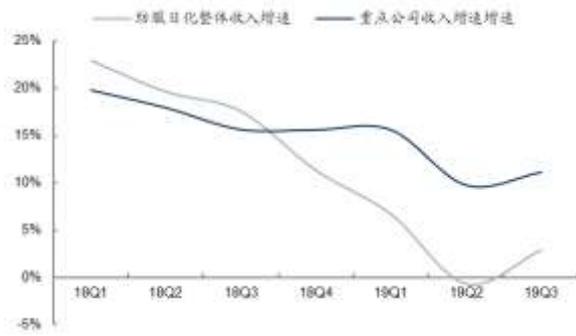
其余纺服日化上市公司中, 天猫成交破亿的品牌包括: 佰草集、富安娜、罗莱、七匹狼、特步、美特斯邦威、Teenie Weenie、汤臣倍健、鄂尔多斯、安奈儿、雅戈尔、江南布衣、九牧王 (天猫双十一破亿品牌共 299 个)。

### 三季度总结: 基本面整体略有回暖, 重点公司继续领跑

我们总结了 46 家具代表性的纺服日化典型公司的三季度, 整体来看 Q3 实现营业收入 493.9 亿元, 同比增长 2.9%, 恢复正增长并环比 Q2 提速 3.6pct, 实现业绩 36.0 亿元, 同比下滑 18.4%, 但增速环比上升 4.7pct., 扣非后下滑 23.9%, 皆较呈现好转复苏迹象。

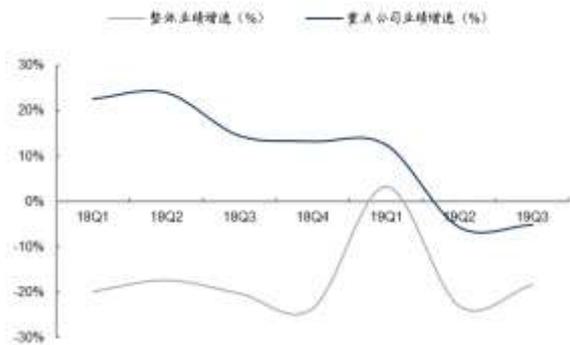
我们所重点关注的 22 家细分行业龙头公司依然保持更高水平的基本面表现, 整体 Q3 实现收入 280.5 亿元, 同比增长 11.09%, 环比 Q2 提速 1.4pct., 实现业绩 28.35 亿元, 同比下滑 5.0%, 环比 Q2 提速 0.5pct, 较明显的展现出了强者恒强的龙头优势和不利环境下稳健的经营韧性。

图 6: 纺服日化行业整体&重点公司季度营收增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

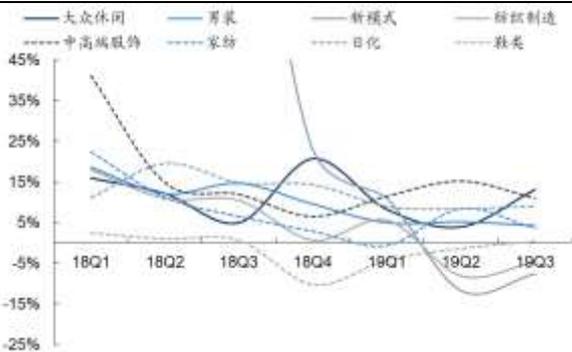
图 7: 纺服日化行业整体&重点公司季度业绩增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

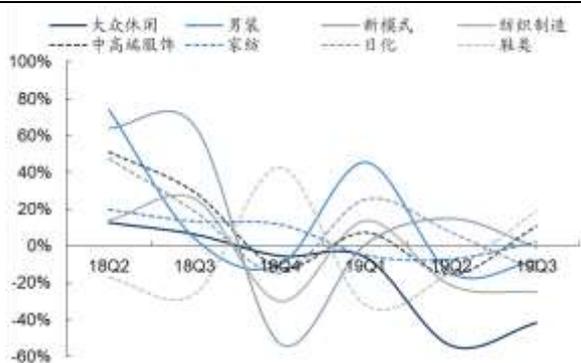
从各子行业具体情况来看,表现依然有所分化。营收增速方面,19年Q3大众休闲(13.1%)>中高端(11.0%)>日化(8.9%)>男装(4.2%)>家纺(3.6%)>鞋类(0.4%)>纺织制造(-4.7%)>新模式(-7.6%);业绩增速方面,鞋类(19.2%)>中高端(10.8%)>家纺(2.2%)>新模式(-0.6%)>男装(-8.1%)>日化(-13.8%)>纺织制造(-25.1%)>大众(-41.7%)。其中,中高端服饰在收入端和业绩方面都呈现两位数的增长,今年以来收入增速相对稳定,Q3业绩保持良好增长;大众休闲板块复苏态势良好,收入环比提速9.2pct.,业绩仍然下滑但改善12.4pct.;家纺Q2开始恢复收入增长,Q3业绩恢复增长;此外鞋类业绩连续调整,Q3在低基数背景下实现近较高的增速。因此,虽然各子行业营收及业绩分化依然明显,但相较Q2实际略有收窄,整体上反映了行业基本面稳中向好的情况。

图 8: 各子板块季度营收增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 各子板块季度业绩增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 重点板块季度表现：基本面分化之下，龙头优势更显

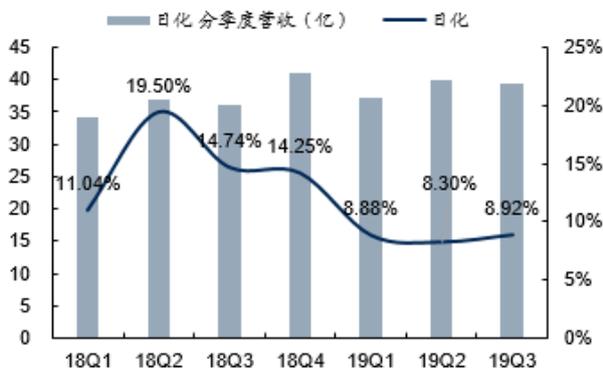
### 日化板块：19Q3 板块营收增长提速，板块公司分化明显

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

### 营收业绩：营收增速环比提升，业绩增速环比放缓

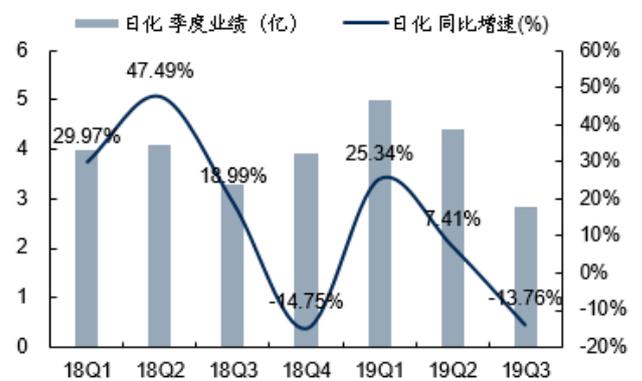
从季度分析来看，2019 年 Q3 营收同比增长 8.92%，较 Q2 增速进一步提升，其中珀莱雅和丸美表现优异，名臣健康和上海家化表现稳健；从业绩来看，19 年 Q3 板块整体业绩增速较 Q2 明显下降，其中具体公司分化较为明显，丸美、珀莱雅和名臣健康表现优异，其他公司 Q3 业绩同比均有所下降。

图 10：日化板块季度营收增速/%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：考虑了追溯调整的影响。

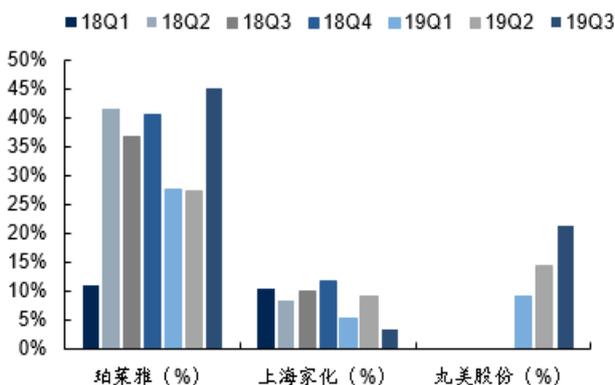
图 11：日化板块季度业绩增速/%



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

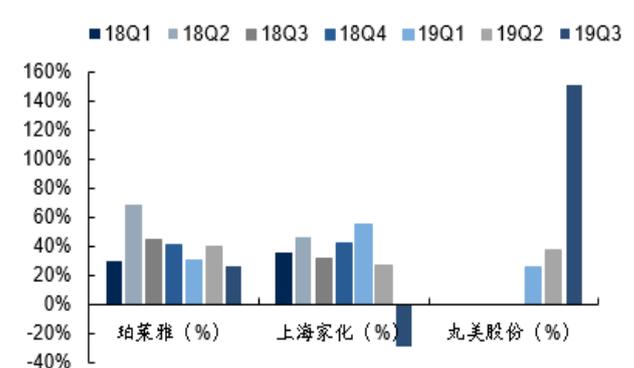
从板块内重点公司的情况来看，定位大众护肤市场的珀莱雅 Q3 单季度营收增速较 Q2 明显加速，预计主要系主品牌线上 Q3 爆品泡泡面膜的带动以及新兴品牌的放量的快速增长带动，但珀莱雅 Q3 业绩增速有所放缓，主要受短期促销力度加大所致；丸美 Q3 同样表现较为优异，营收业绩增速均较 Q2 有所提升，营收增长提速主要系电商快速增长所致，业绩大幅增长主要系提效降费力度加大所致；上海家化 Q3 营收增速较 Q2 有所放缓，预计主要系占比较大的汤美星和六神营收增速放缓，业绩增速有所下降主要系在营收放缓的背景下，营销力度加大导致的费用率的提升以及非经损失影响所致。

图 12：各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13：各季度重点公司业绩增速 (%)

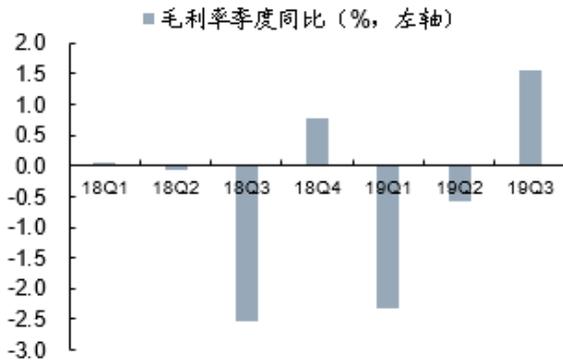


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**盈利能力：Q3 毛利率提升期间费用率有所提升**

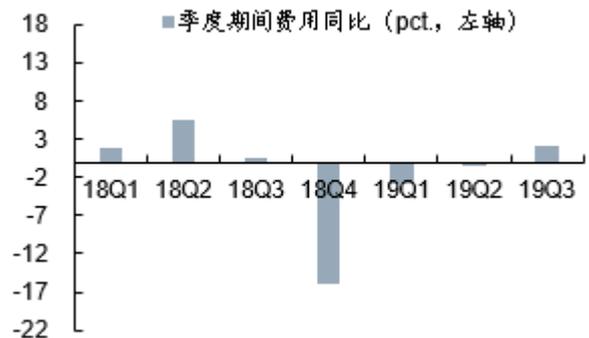
从季度的情况来看，板块毛利率 19 年 Q3 有所提升，板块整体的期间费用率也有提升。

图 14: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%

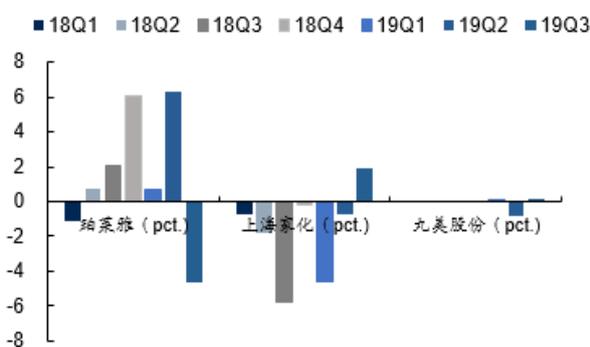


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从重点公司的毛利率来看，2019 年 Q3 珀莱雅毛利率下降，主要系毛利率较低的面膜产品以及跨境购业务占比提升；上海家化毛利率有所提升，6 个季度以来首次毛利率提升，主系高毛利率美妆产品占比提升；丸美股份 Q3 毛利率有微幅下滑，预计与促销力度加大有关。

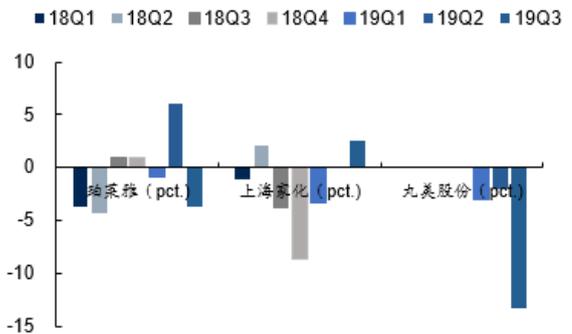
从重点公司的期间费用率来看，2019 年 Q3 珀莱雅的期间费用率有所下降，与毛利率趋势一致化；上海家化期间费用率提升较多，主因新品上市广宣费用提升所致；而丸美的期间费用率下降较多，显示公司降费力度较大，但预计公司在今年双 11 营销大力度投入下，全年来看费用率预计仍有所回升。

图 16: 各季度重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 各季度重点公司期间费用率同比 (pct)

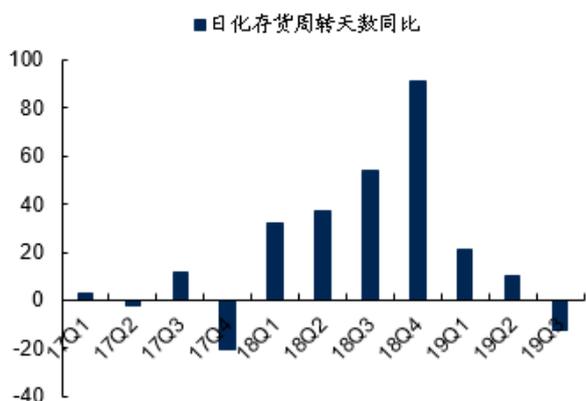


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**营运能力：周转保持健康水平**

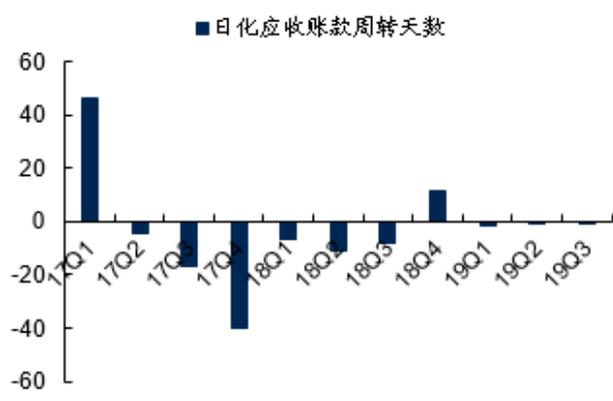
从营运情况年度分析来看，2019 年 Q3 板块存货周转天数同比下降 12.32 天，同时板块应收账款周转天数同比下降 0.84 天，保持较为稳健的态势。

图 18: 2019 年 Q3 板块存货周转天数同比下降 12.32 天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

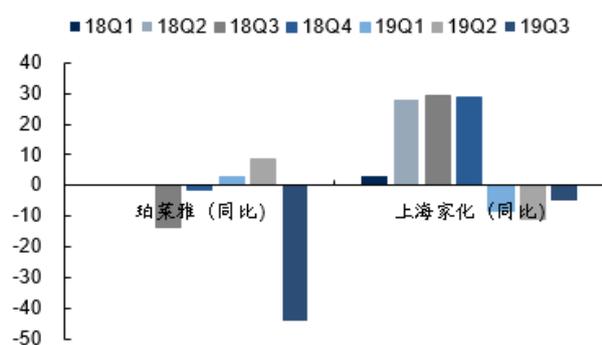
图 19: 2019 年 Q3 板块应收账款周转天数同比下降 0.84 天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

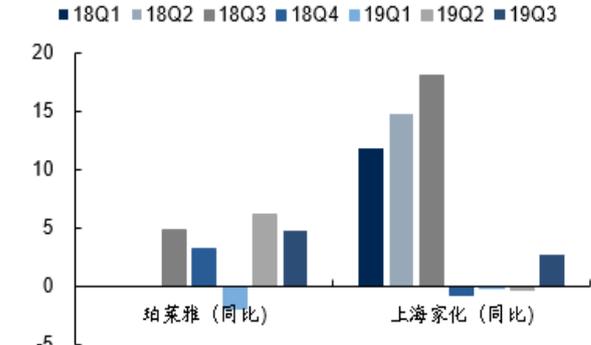
从重点公司来看, 珀莱雅和上海家化的存货周转天数分别同比下降 44.33 和 4.79 天, 显示库存情况良好。从应收账款周转天数来看, 珀莱雅和上海家化的应收账款周转天数分别提升 4.77 和 2.73 天, 基本保持稳定。

图 20: 板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 板块重点公司应收账款周转天数

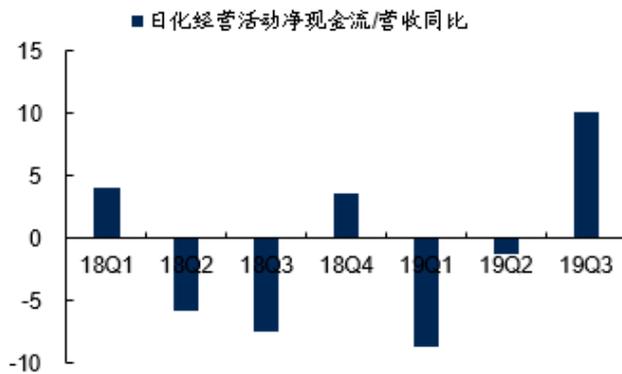


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流情况: 19Q3 经营性现金流营收比有所提升, 珀莱雅较中报明显好转

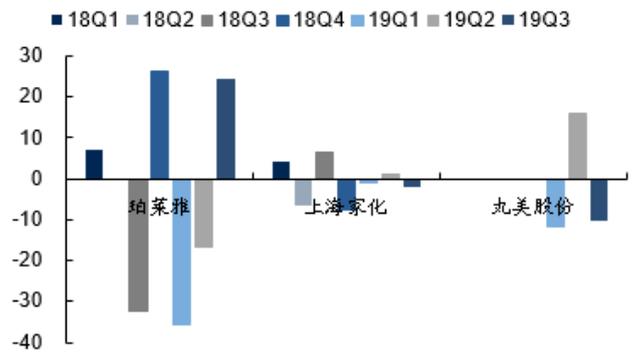
从经营性现金净流量情况来看, 2019 年 Q3 板块整体经营性现金净流量营收比同比提升 10.15pct。从重点公司来看, 珀莱雅的经营性现金净流量营收比同比提升 24.32pct, 较中报明显改善; 上海家化的经营性现金净流量营收比同比下降 2.15pct, 保持较为稳定的态势, 丸美的经营性现金净流量营收比同比下降 10.36pct, 预计与季节性因素有关。

图 22: 板块经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 板块重点公司经营性现金净流量营收比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 体育鞋服板块: Q3 整体经营情况良好稳健, 高景气度延续

体育鞋服板块主要包括李宁和安踏 2 家重点公司及特步和 361 度共 4 家, 都在香港上市。从各公司发布第三季度经营数据情况来看, 行业整体的高景气度依然良好延续。首先, 李宁、安踏、特步皆在整体零售流水方面都取得了较高的季度增长, 其中李宁表现相对突出, 同时在同店销售方面, 披露相关情况的李宁和特步均在 Q3 取得相对良好的增长, 此外, 李宁披露的 6 个月后新品订货会信息同样表现出较稳健的增长态势, 具体情况如下表所示。

表 5: 体育板块内公司第三季度经营情况

公司	Q3 季度经营情况			
李宁	<b>订货会:</b> 2020 夏季新品 (除童装及中国李宁) 10-20%低段增长	<b>同店销售增长:</b> 全平台 (除童装): 10-20%高段 线下直营: 10-20%低段 线下经销: 10-20%低段 电商: 50-60 中段	<b>零售流水增长:</b> 全平台 (除童装): 30-40%低段 线下整体: 20-30%高段 线下直营: 10-20%中段 线下经销: 30-40%高段 线上电商: 50-60%高段	<b>终端数:</b> 终端数 (除童装): 6,564 直营年净增: -163 经销年净增: 383 童装终端: 962 童装季净增: 133
安踏	<b>安踏品牌零售流水增长:</b> 10-20%中段	<b>FILA 品牌零售流水增长:</b> 50-55%	<b>其他品牌 (不含 Amer Sports) 零售流水增长:</b> 30-35%	
特步	<b>同店销售增长:</b> 约 10%	<b>全平台零售流水增长:</b> 约 20%	<b>零售折扣水平:</b> 7.5-7.8 折	<b>零售存货周期:</b> 约四个月
361 度	<b>主品牌零售流水增长:</b> 低单位数	<b>童装品牌零售流水增长:</b> 高单位数		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

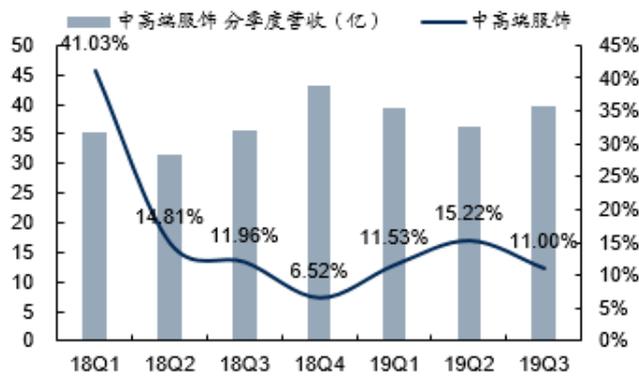
### 中高端服饰板块: Q3 营收增速放缓, 比音和地素表现较为优异

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

#### 营收业绩: Q3 营收增速有所下降, 业绩增速有所提升

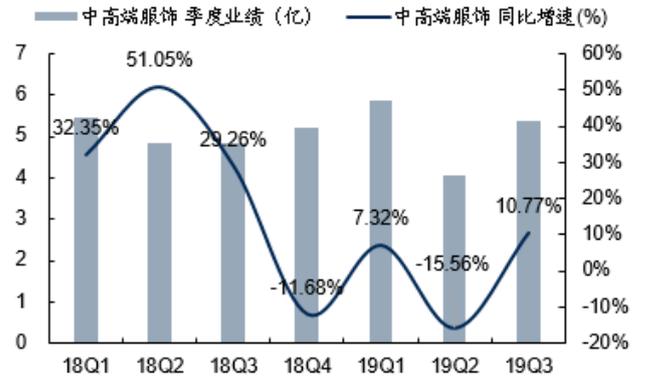
从季度分析来看, 2019 年 Q3 中高端服饰板块营收较 Q2 进一步有所下降, 其中安正时尚、比音勒芬和地素时尚表现优异, 安正时尚营收增速提升主要系并表所致, 剔除并表影响后公司 Q3 营收增速有小幅下滑。板块业绩增速较 Q2 有所提升, 主要是由于日播时尚业绩受到销售费用下降较多、投资净收益增长以及资产减值损失下降较多所致。此外, 比音勒芬在高新减税的背景仍然取得了较高的业绩增长, 地素时尚在营收稳健增长的背景下同样表现较为优异。

图 24: 中高端板块季度营收增速/%



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

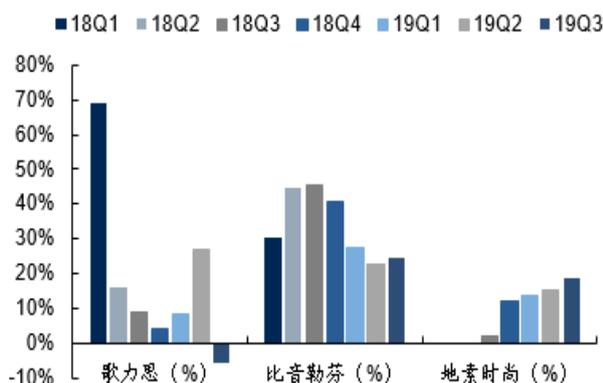
图 25: 中高端板块季度业绩增速/%



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

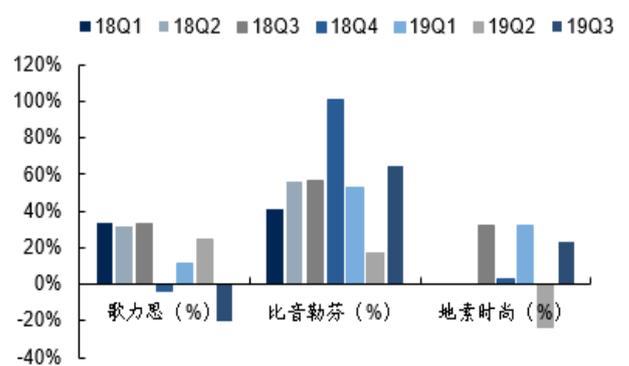
从板块内重点公司的情况来看, 比音勒芬表现优异, Q3 营收和业绩分别同比增长 24.60%和 64.41%, 即使剔除高新减税影响, 公司业绩仍保持较快增长, 主要受益折扣率改善以及直营占比的提升带动其毛利率的提升; 地素时尚同样表现较为优异, 营收表现优异, 且从 18Q4 开始, 营收增速呈现逐季提升的趋势, 主要受益于且店效的不断提升, 公司 Q3 业绩增速高于营收增速, 主要是由于对折扣力度的控制有所加大且直营占比有所提升, 毛利率有所提升; 歌力思表现较为不佳, Q3 营收和业绩增速均有所下降, 主要是由于 EH 加盟调整下增速拖累明显, 其他品牌增速也较 Q2 明显下降, 主要是由于中高端女装行业整体表现较为低迷。此外, 公司业绩下降幅度高于营收下降幅度, 主要是由于 1) 公司下调了加价倍率并且进行了存货出清, 导致毛利率有所下降; 2) 公司在 Q3 末尾新开了较多的门店, 因此销售费用率同比有所提升, 此外, 收到海外汇兑损失的影响, 财务费用率有所提升。

图 26: 2018 年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 2018 年以来各季度重点公司业绩增速 (%)

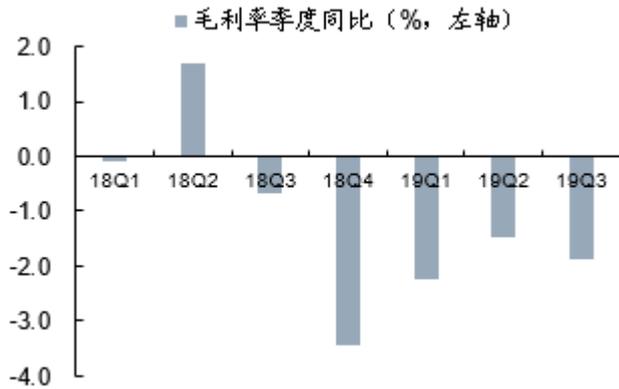


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力: 毛利率和期间费用率持续下降

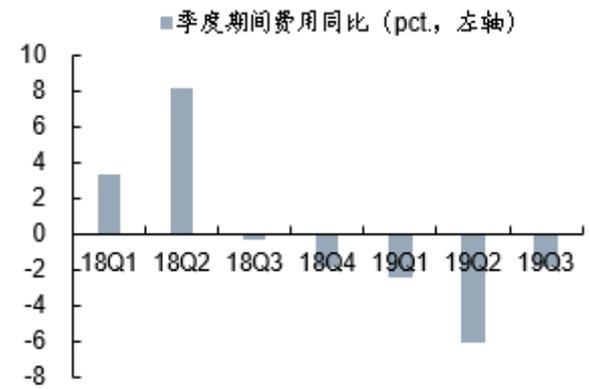
从季度的情况来看, 自 18 年 Q3 以来板块的毛利率持续下降, 同时期间费用率也有所下降, 显示整体板块承压明显。

图 28: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

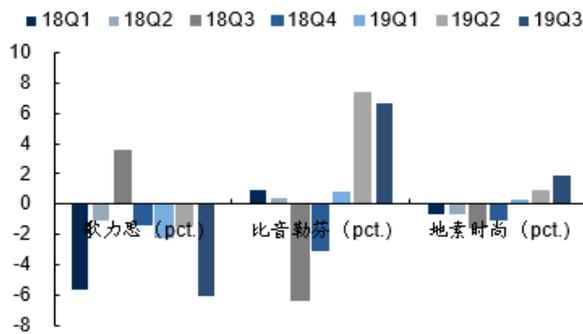
图 29: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

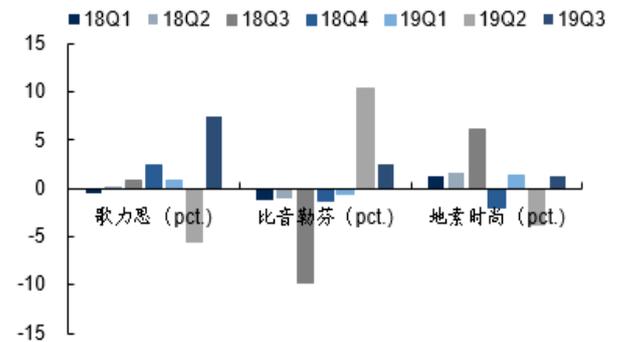
从重点关注公司的毛利率来看, 除歌力思因为加价倍率下降和出清库存毛利率有所下降外, 地素时尚和比音勒芬的毛利率均有所提升。从重点关注公司的期间费用率来看, 重点公司的期间费用率均有提升, 其中歌力思提升较多, 主要是新开门店较多和财务费用率提升所致。

图 30: 重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 重点公司期间费用率同比 (pct)

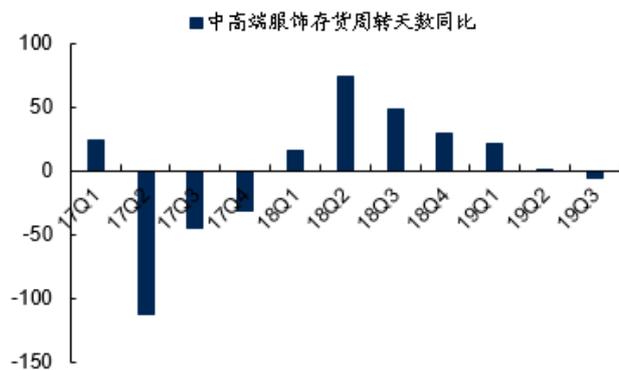


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

运营能力: Q3 存货周转天数有所下降, 比音勒芬周转天数上升

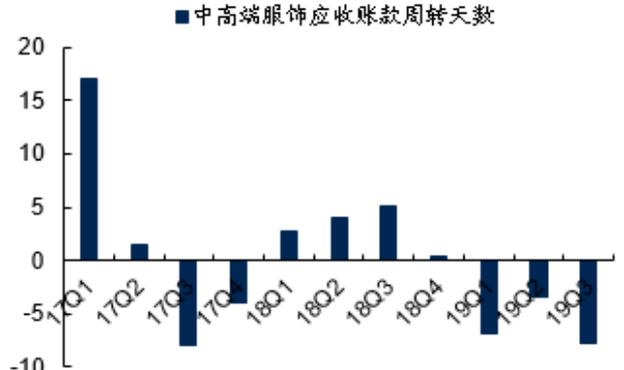
从运营情况年度分析来看, 2019 年 Q3 板块存货周转天数同比下降 6.17 天, 这是 18 年 Q1 来首次下降, 板块应收账款周转天数同比下降 7.80 天, 相对稳定。

图 32: 2019 年 Q3 板块存货周转天数同比下降 6.17 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

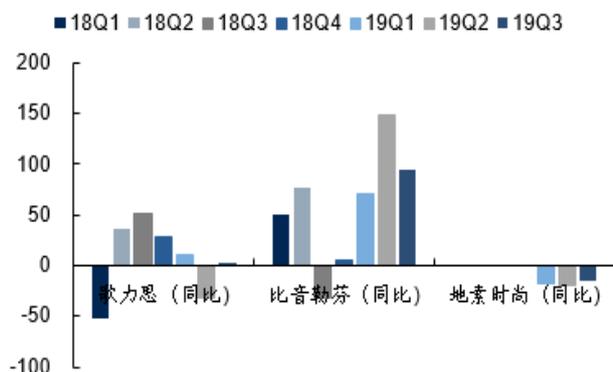
图 33: 2019 年 H1 板块应收账款周转天数同比下降 7.80 天



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

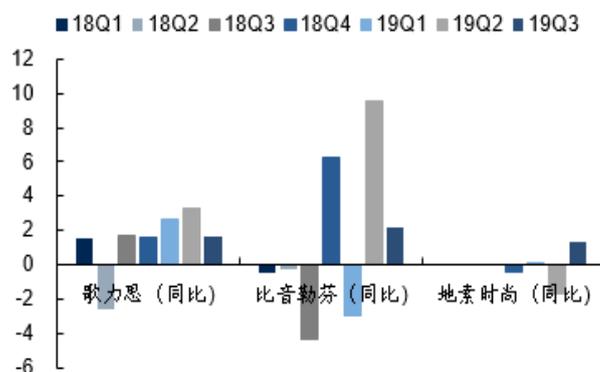
从重点公司来看，地素时尚表现较为优异，存货周转天数有所下降，歌力思的存货周转天数基本保持稳定，而比音勒芬存货周转天数上升 94.98 天，主要系近年业务扩张较快以及新品牌威尼斯开始力使得备货大幅增长。从应收账款周转天数来看，三家重点公司的应收账款周转天数上升幅度均较小，基本保持稳定。

图 34: 板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 板块重点公司应收账款周转天数

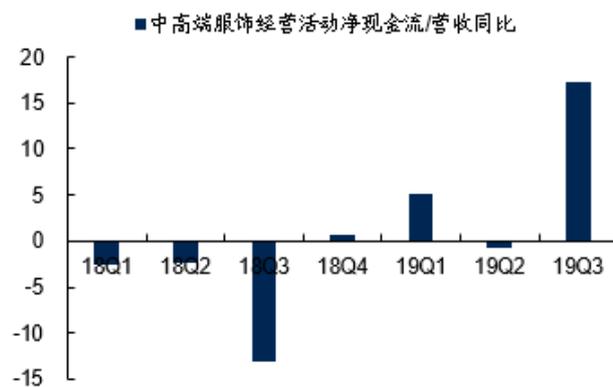


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**现金流情况: 现金流情况有所改善, 重点公司均有所好转**

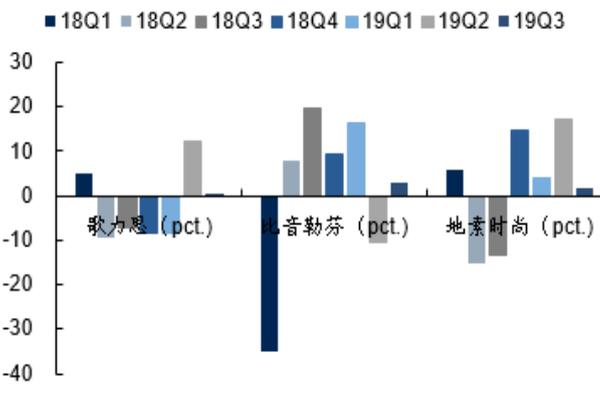
从经营性现金净流量情况来看, 2019 年 Q3 板块整体经营性现金净流量营收比同比上升 17.31pct, 三家重点公司的现金流情况均有所好转。

图 36: 板块经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 板块重点公司经营性现金净流量营收比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**大众休闲服饰板块: 营收增速回暖, 周转现金流表现优异**

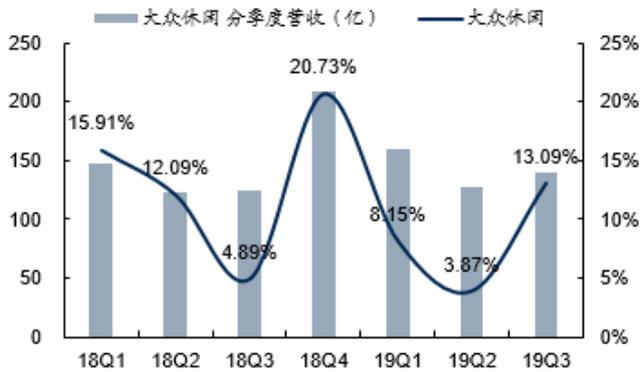
大众休闲服饰板块内的公司包括海澜之家、森马服饰、美邦服饰、太平鸟和拉夏贝尔等。整体来看, 大众休闲服饰表现与行业趋势较为一致, 龙头公司仍然显示出较强韧性, 取得了高于行业平均水平的平稳增长。

**营收业绩: 营收明显回暖, 业绩仍然承压**

从季度分析来看, 2019 年 Q3 大众休闲板块的营收增速提升至 13.09%, 权重股海澜之家、森马和太平鸟表现稳健; Q3 业绩同比持续下降, 同比下降 41.67%, 但增速环比有所改善, 主要系板块中拉夏贝尔以及美邦服饰出现较大额度亏损拖累所致, 除此之外, 海澜之家因一次性因素影响业绩增速略有下降, 森马因

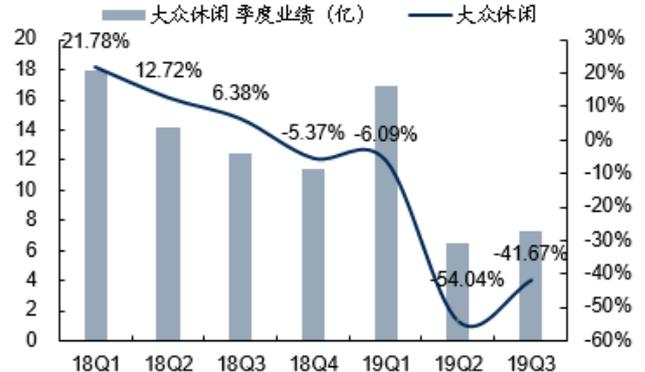
kidiliz 并表业绩也有下降。

图 38: 大众服饰板块季度营收增速/%



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

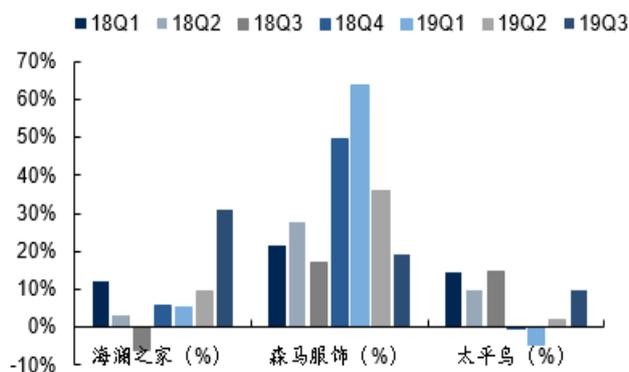
图 39: 大众服饰板块季度业绩增速/%



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

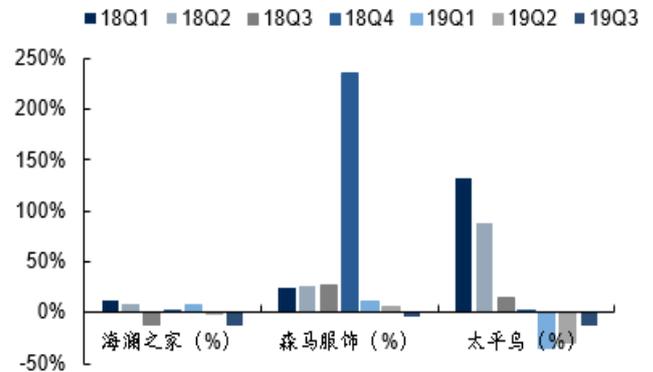
从板块内重点公司的情况来看，**海澜之家 Q3 营收增长最快**，达 31.0%，主要受主品牌的开店以及同店和圣凯诺的推动，但业绩有所下降，预计受新品孵化及新增折旧等费用影响。**森马 Q3 营收仍有 19.14%**，但较上半年的增速明显放缓，一方面受休闲装转型调整影响，另一方面公司童装业务在 Q3 提升了发货频次，批发业务有所滞后；从业绩来看，公司 Q3 业绩同比下降 3.18%，主要系 kidiliz 并表带来的亏损以及公司主业期间费用率提升较多所致。**太平鸟 Q3 营收较上半年明显好转**，且业绩下降幅度有所收窄。

图 40: 2018 年以来各季度重点公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 2018 年以来各季度重点公司业绩增速 (%)

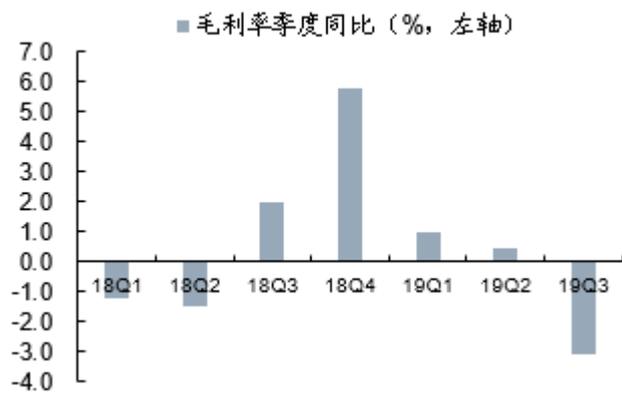


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 盈利能力: 毛利率下降同时期间费用率有所提升

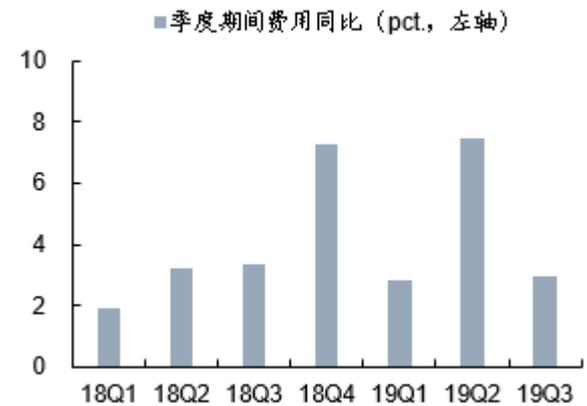
从季度的情况来看，19 年 Q3 板块的毛利率下降 3.12pct，期间费用率提升幅度较大，提升了 2.96pct，预计与开店较多有关。

图 42: 2018 年以来分季度板块毛利率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

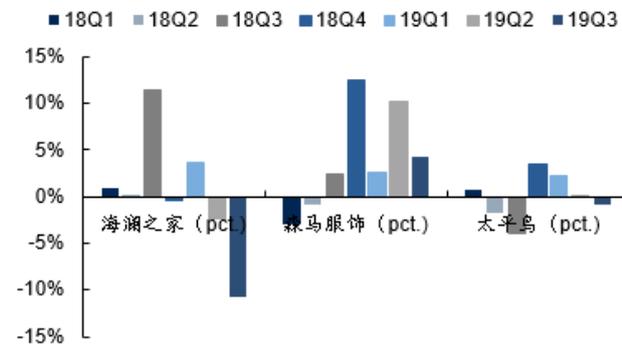
图 43: 2018 年以来分季度板块期间费用率同比/%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

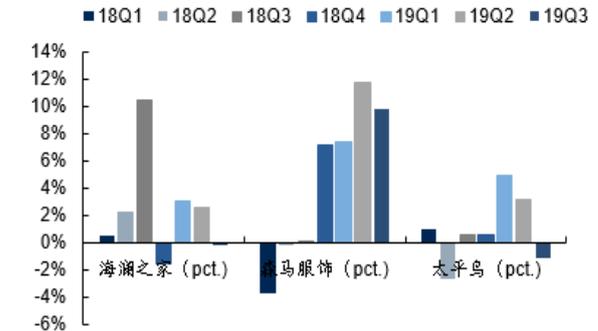
从重点公司的毛利率来看, Q3 重点公司的毛利率有所分化, 海澜之家毛利率同比下降幅度较大, 预计主要与在零售疲软背景下公司主动调整定价策略; 森马毛利率的提升主要系中高端的 kidiliz 并表所致, 预计公司主业毛利率仍然保持稳健; 太平鸟毛利率有微幅的下滑。从重点公司的期间费用率来看, 19 年 Q3 重点公司期间费用率中, 森马上升的幅度较大, 除了 kidiliz 并表外, 主业的期间费用率在开店的背景下也有所提升, 而海澜之家和太平鸟的期间费用率有所下降。

图 44: 各季度重点公司毛利率同比变化 (pct)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 45: 各季度重点公司期间费用率同比 (pct)

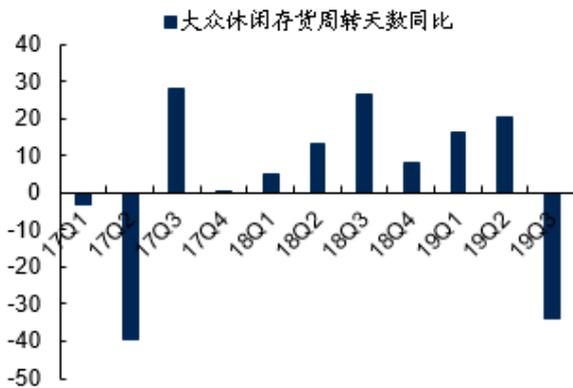


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**营运能力: 存货周转天数下降较多**

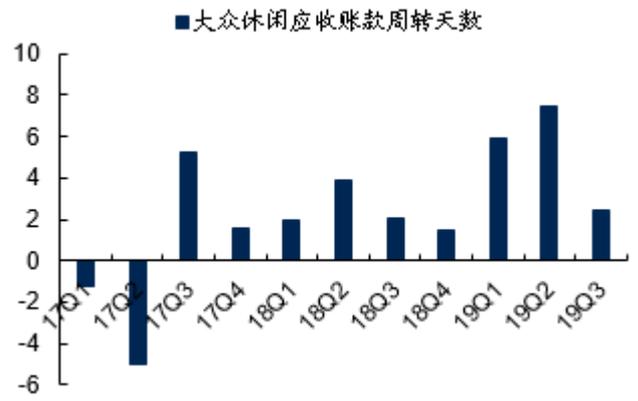
从营运情况年度分析来看, 2019 年 Q3 板块存货周转天数同比下降 33.73 天, 同时板块应收账款周转天数同比上升 2.41 天。

图 46: 2019 年 Q3 板块存货周转天数同比下降 33.7 天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: 2019 年 Q3 板块应收账款周转天数同比上升 2.4 天

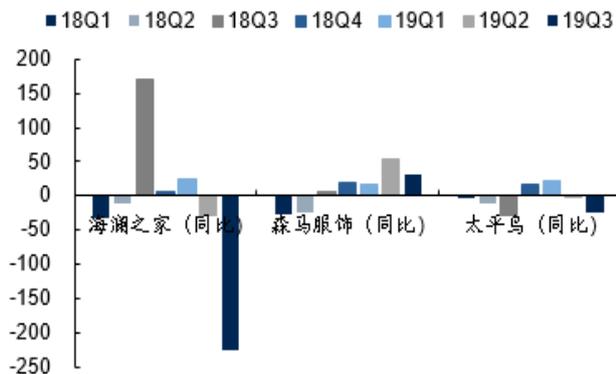


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从重点公司来看, 海澜之家和太平鸟的存货周转天数均有所下降, 而森马的存货周转天数有所提升, 但较 Q2 的提升幅度有所下降。

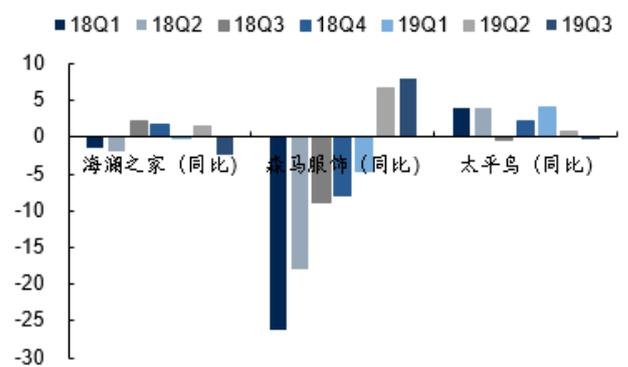
从应收账款周转天数来看, 海澜之家和太平鸟的应收账款周转天数有所下降, 而森马服饰的周转天数有所提升, 但提升幅度相对较小。

图 48: 板块重点公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 板块重点公司应收账款周转天数

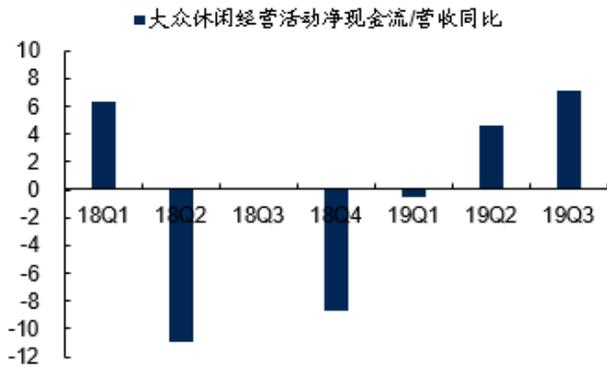


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 现金流情况: Q3 板块经营性现金流好转

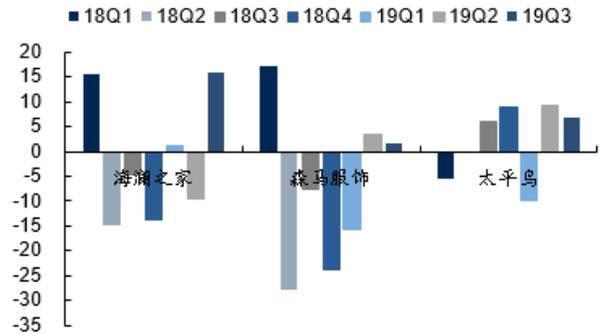
从经营性现金净流量情况来看, 2019 年 Q3 板块整体经营性现金净流量营收比同比上升 7.10pct, 除美邦服饰外, 其他公司经营性现金流情况均有好转。具体来看, 重点公司的经营性现金流净流量均有所好转。

图 50: 板块经营性现金净流量营收比/%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 51: 板块重点公司经营性现金净流量营收比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

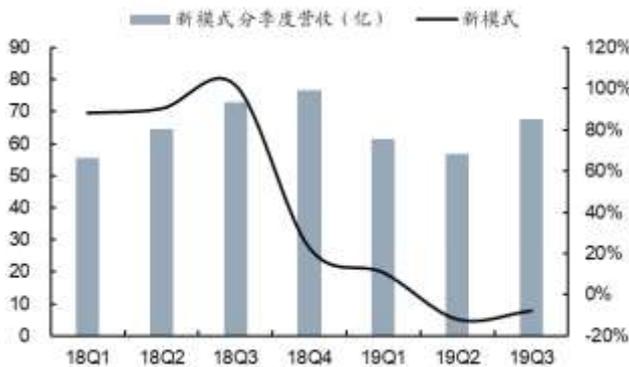
**新模式企业: 重点公司保持良好基本面情况, 经营质量改善**

新模式板块主要包括南极电商和开润股份 2 家重点公司和跨境通共 3 家, 其中跨境通收入占比超过七成权重影响较大。

**营收及业绩: 收入增速环比改善, 业绩分化重点公司保持良好增长**

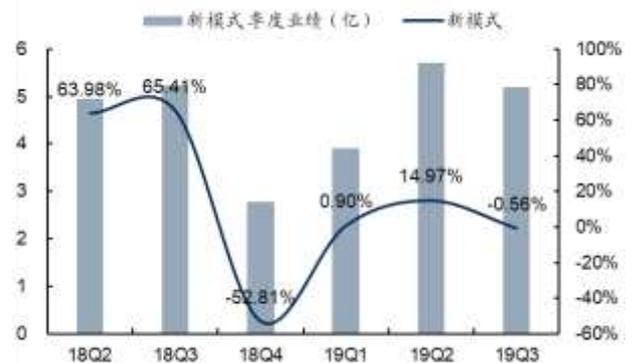
19 年 Q3 季度, 新模式板块实现营收 67.5 亿元, 同比下滑 7.57%, 主要受跨境通业务持续调整影响, 但环比 Q2 提速 4.2pct. 业绩方面, 板块 Q3 实现 5.2 亿元, 同比下滑 0.6%, 主要系跨境通业绩下滑幅度扩大影响。

图 52: 新模式季度营收同及增速



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

图 53: 新模式季度业绩及增速

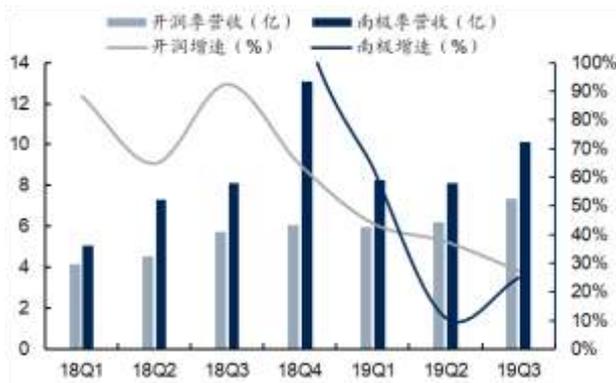


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

**重点公司方面, 从营收来看,** 南极电商 Q3 营收 10.1 亿元, 同比增长 24.9%, 其中核心品牌授权业务 Q3 增长 38.2%, 在社交电商、唯品会等平台的发力下有所提速, 南极人主品牌 GMV 维持 65.0% 的高增速, 时间互联收入同增 29.1%, 环比改善明显; 开润股份 Q3 营收 7.3 亿元, 同增 27.6%, 增速环比有所放缓主要系 2C 业务进行渠道结构调整; 2B 业务则在印尼工厂并表影响下保持 40% 以上高增速。

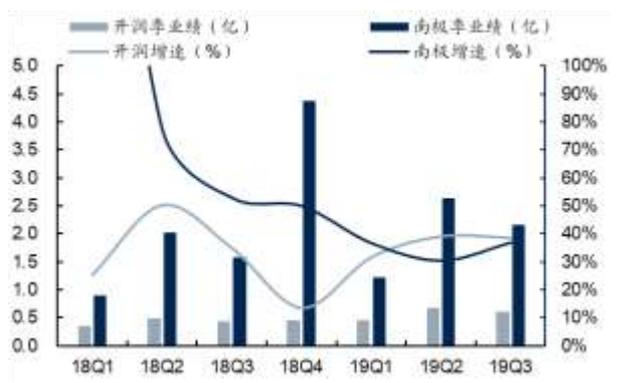
**业绩方面,** 南极电商 Q3 实现 2.2 亿元, 同比增长 36.9%, 扣非后 34.9%, 在销售费用控制等影响下增速快于收入增长; 开润股份 Q3 业绩 0.6 亿元, 同比增速 38.6%, 与上季度基本相当, 扣非 34.9%, 盈利能力增强下快于收入增速。

图 54: 新模式重点公司分季度营收及增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 55: 新模式重点公司分季度业绩及增速对比

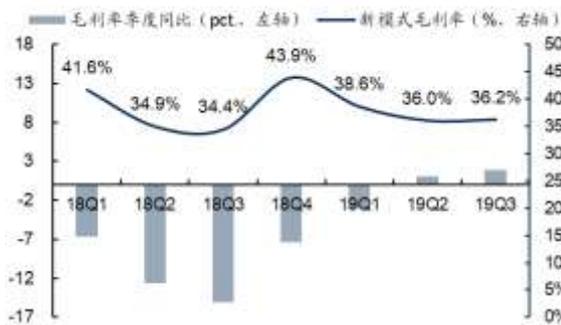


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**盈利能力: 毛利率有所提升, 期间费用率综合来看保持稳定**

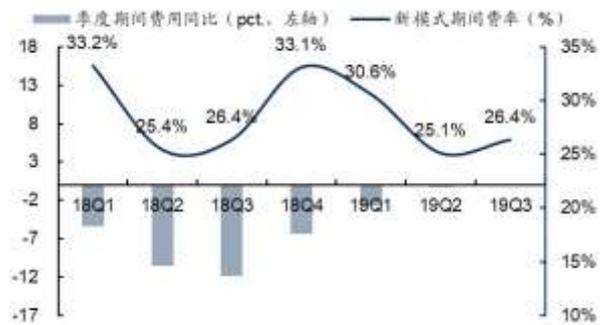
新模式板块整体来看, Q3 毛利率为 36.2%, 同比上升 1.8pct., 所有公司皆有所上升, 其中跨境通改善较大; 期间费用率为 26.4%, 同比基本持平, 其中管理费用率上升 0.6pct, 销售及财务费用率皆有所下降, 综合来看盈利能力有所增强。

图 56: 新模式板块毛利率及同比变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 57: 新模式板块期间费用率及同比变化情况

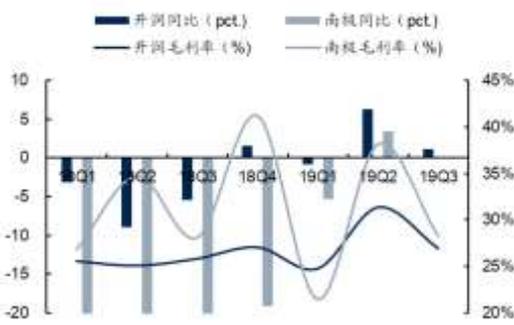


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于重点公司, 南极电商 Q3 毛利率为 28.3%, 同比上升 0.2pct., 预主要系毛利率较高的本部业务占比逐步提升, 而期间费用率下降 1.8pct, 其中主要系销售费用率相较于去年较高基数下降 2.0pct, 管理费用率则上升 0.3pct。

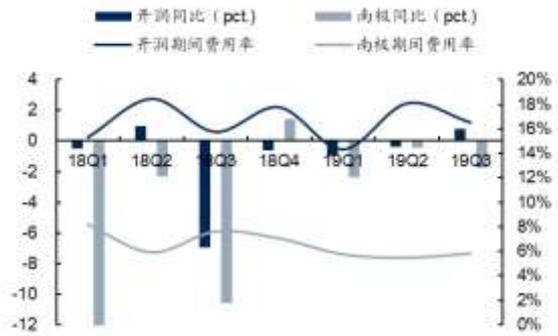
开润股份 Q3 季度毛利率 26.9%, 同比提升 1.1pct., 预计主要系毛利率较高的 2B 业务占比有所提高, 同时预计 2C 业务毛利率受非米渠道占比及产品结构持续优化提升, 而期间费率升高 0.8pct., 其中销售费用率上升 1.1pct., 预计与积极拓展 C 端业务有关, 而管理费用率上升 0.5pct, 预计与对收购工厂的初期管理运营投入较大有关, 此外财务费用率下降 0.6pct., 主要系借款利息减少。

图 58: 新模式重点公司季度毛利率变动对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 南极电商 18 年 Q1/Q2/Q3 毛利率同比分别为 46.1/48.2/62.8pct。

图 59: 新模式重点公司期间费用率对比

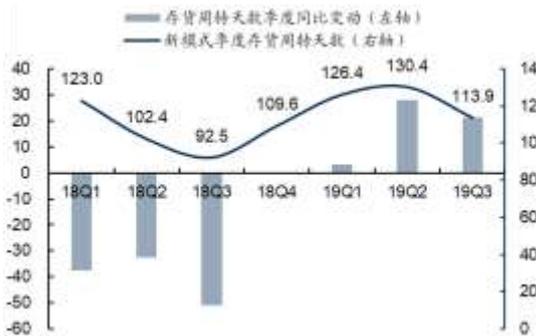


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 南极电商 18 年 Q1 期间费用率变化为 24.3pct。

**营运能力: 整体营运指标有所弱化, 重点公司相对稳健**

板块整体来看, Q3 存货周转天数为 113.9 天, 较上年同期增加 21.4 天, 主要受权重较大的跨境通存货相对增加影响, 而南极电商的两大主要业务即品牌授权核心业务和时间互联相关业务都不产生存货; 板块应收账款周转天数为 41.5 天, 同比增加 5.7 天, 但环比增幅下降明显。

图 60: 新模式板块季度存货周转天数及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

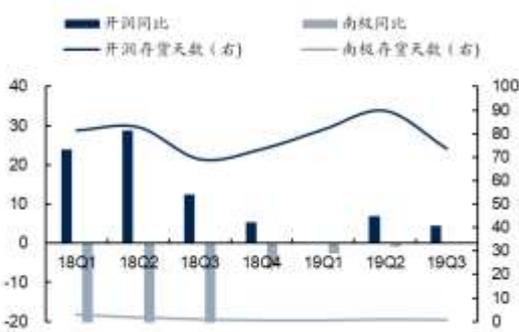
图 61: 新模式板块季度应收账款周转天数及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

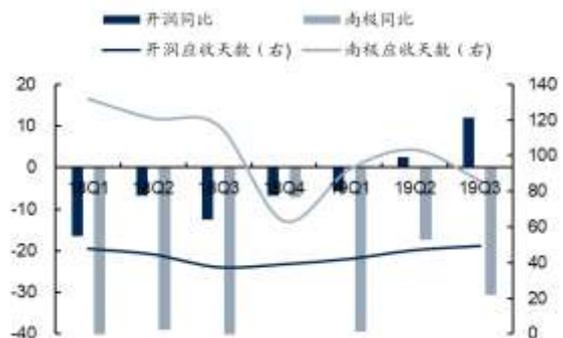
对于重点公司, 南极电商 Q3 应收账款周转天数同比减少 30.7 天至 86.1 天, 在对保理等业务的应收展开执行更严格控制的背景下, 年初以来都持续呈现改善势头; 开润股份存货周转天数同比增加 4.5 天至 73.5 天, 前期随 2C 业务的快速发展一直呈快速增长之势, 今年以来增幅明显减小, 应收账款周转天数同比增加 12.1 天, 预计与新收购的印尼工厂逐步开始执行订单有关。

图 62: 新模式重点公司季度存货周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 南极电商 18 年 Q1/Q2/Q3 同比为-248.4/-104.1/-145.3 天

图 63: 新模式重点公司季度应收账款周转天数对比

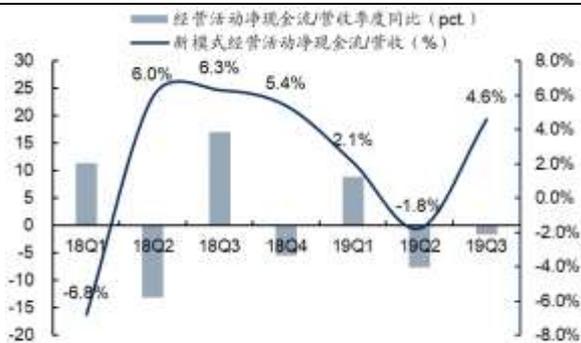


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 南极电商 18 年 Q1/Q3 同比为 248.2/102.8 天

**经营现金流：整体现金流有所改善**

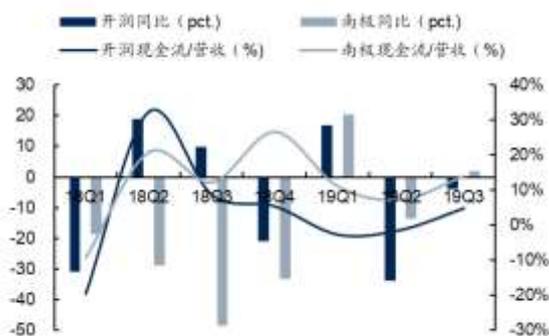
新模式板块整体来看，Q3 季度经营活动净现金流/营收较去年同期下降 1.7pct 至 4.6%，环比来看改善明显。重点公司方面，**南极电商** Q3 经营活动净现金流/营收较去年上升 1.8pct.至 14.0%，相对保持了稳定；**开润股份** Q3 经营活动净现金流/营收下降 3.9pct 至 4.8%，主要系印尼工厂前期投入运营资金较大。

图 64：新模式板块季度经营净现金流/营收情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 65：新模式重点公司季度经营净现金流/营收情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**纺织制造板块：贸易争端冲击影响依然显著，但改善迹象初显**

纺织制造板块主要包括健盛集团、百隆东方和伟星股份 3 家重点公司和鲁泰 A 等公司共 9 家，总规模在纺服日化所有 A 股板块中占比 25.8%排名第二。

**营收及业绩：整体收入端有所改善，重点公司好转明显**

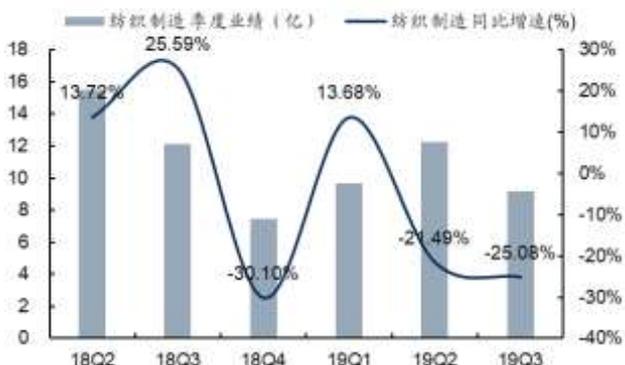
19 年 Q3 季度，纺织制造板块实现营收 127.6 亿元，同比下滑 4.7%，今年以来持续受到中美贸易争端及全球经济下行带来的内外需不振影响，但**环比 Q2 增速改善 3.5pct**，主要受到近期贸易谈判局势向好的部分提振，其中重点公司改善情况较为显著。**业绩方面**，板块 Q3 实现 9.2 亿元，同比下滑 25.1%，环比降幅仍有所扩大，整体来看主要系下游需求不振价量齐降所致。

图 66：纺织制造板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：增速追溯调整的影响。

图 67：纺织制造板块季度业绩及增速

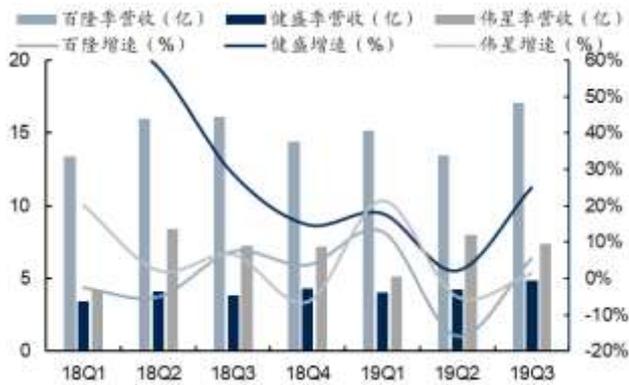


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：增速考虑了追溯调整的影响。

对于重点公司，Q3 基本面存在一定分化，但整体好转情况较为明显。营收方面，**健盛集团** 实现 4.9 亿元，同比增长 25.0%，环比 Q2 大幅提速 22.8pct., 预计无缝内衣业务维持高增速，棉袜业务稳健增长；**百隆东方** 实现营收 17.1 亿元，同比增长 5.53%，扭转 Q2 下滑情况且环比大幅提速 21.4pct.，预计在贸易争端良好解决的确定性增加背景下，下游订单有所好转；**伟星股份** 实现 7.36 亿元，同比增长 1.47%，扭转上季度下滑环比提速 6.3pct，预计纽扣业务相对稳健。

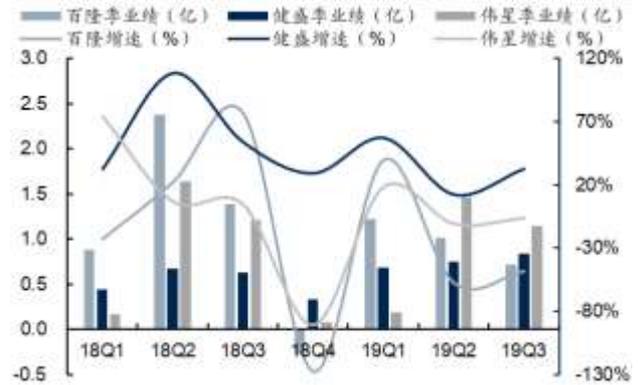
业绩方面，各重点公司分化更为显著，**健盛集团** Q3 实现 0.84 亿元，同比增长 **32.7%**，环比 Q2 大幅提速 **20.3pct.**，预计受高利润内衣业务带动，同时费用率下降较多，扣非增速达 **51.6%**，主要系去年非经常损益相对较多；**百隆东方** 季度业绩 0.72 亿元，同比下滑 **48.3%**，环比 Q2 增速改善 **9.1pct.**，扣非后下滑 **32.6%**，其中与交易性金融资产等价值变动相关的非经损失产生较大影响；**伟星股份** 业绩 1.1 亿元，则同比下滑 **6.2%**，环比 Q2 改善 **4.6pct.**，扣非后下滑 **6.2%**。

图 68: 纺织制造重点公司季度营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 69: 纺织制造重点公司季度业绩及增速

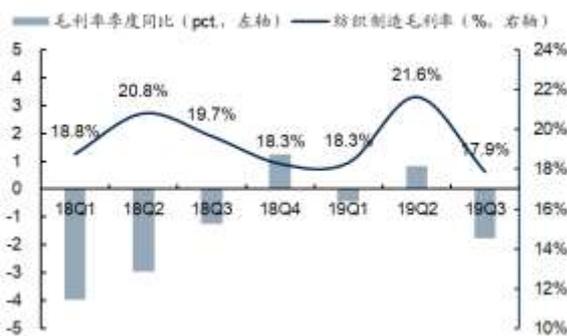


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**盈利能力: 整体毛利率下降同时费用率上升, 少数龙头盈利能力提升**

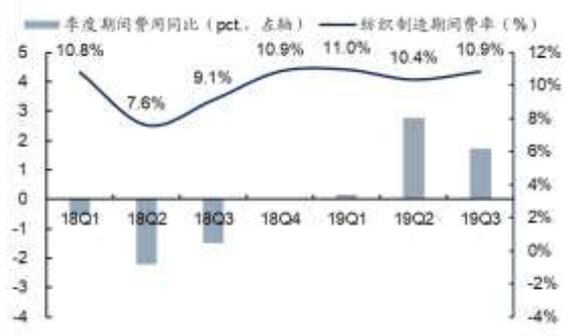
纺织制造板块整体来看, Q3 毛利率为 17.9%, 同比下降 **1.8pct.**, 在需求偏弱对产品价格形成压制的背景下, 绝大部分公司毛利率呈现下降; 期间费用率为 10.9%, 同比上升 **1.7pct.**, 绝大部分公司在收入端滞涨或下滑的情况下, 相对费用率上升, 其中整体管理费用率上升 **0.9pct.**, 销售费用率上升 **0.2pct.**, 财务费用率上升 **0.6pct.**, 综合来看盈利能力有所减弱。

图 70: 纺织制造季度毛利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

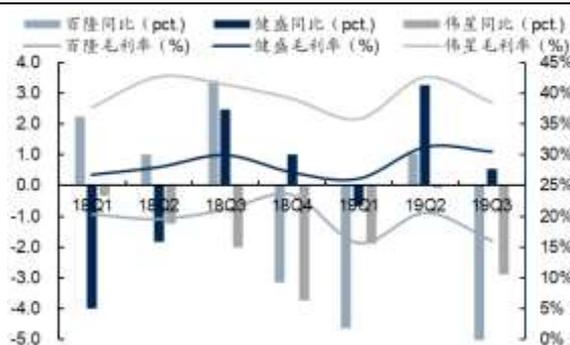
图 71: 纺织制造季度期间费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

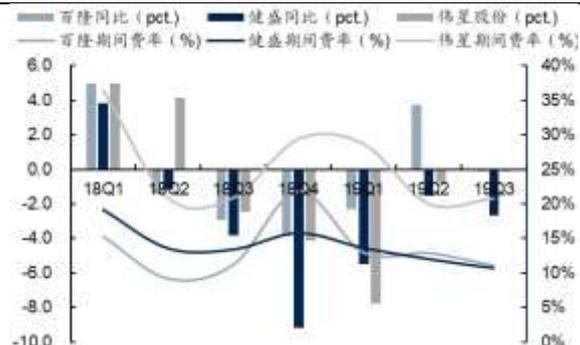
对于重点公司, **健盛集团** Q3 毛利率为 30.5%, 同比提升 **0.6pct.**, 主要与高毛利率内衣业务持续增加有关, 期间费用率为 10.7%, 同比下降 **2.7pct.**, 降幅明显体现出收入快速增长背景下规模效率, 其中管理费用率下降 **1.2pct.**, 销售费用率下降 **0.6pct.**, 财务费用率下降 **0.9pct.**; **百隆东方** 毛利率为 16.1%, 同比下降 **5.0pct.**, 受棉纱价格影响疲软影响降幅较大, 而期间费用率为 11.0%, 同比下降 **0.1pct.**, 不景气环境下控费良好, 其中管理费率上升 **0.2pct.**, 财务费率下降 **0.3pct.**; **伟星股份** 毛利率为 38.5%, 同比下降 **2.9pct.**, 预计与产品结构调整有关, 期间费率为 20.8%, 同比基本持平, 其中销售费用率下降 **0.5pct.**。

图 72: 纺织制造重点公司季度毛利率变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 73: 纺织制造重点公司季度期间费用率情况

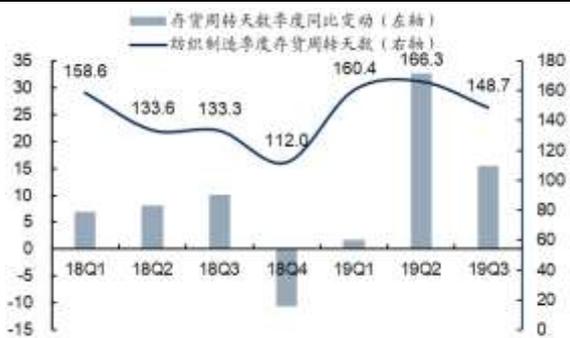


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**运营能力: 存货周转天数增加较为明显, 应收情况基本保持稳健**

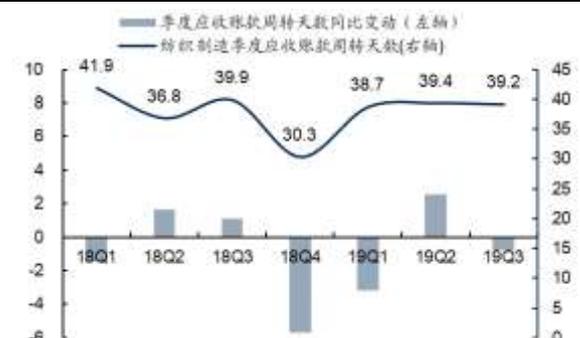
板块整体来看, Q3 存货周转天数为 148.7 天, 较上年同期增加 15.4 天, 主要系向下游销售请相对疲软所致; 板块应收账款周转天数为 39.2 天, 同比基本持平。

图 74: 纺织制造板块季度存货周转天数及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

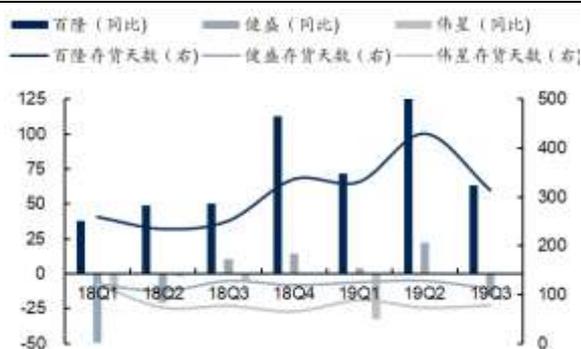
图 75: 纺织制造板块季度应收账款周转天数及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

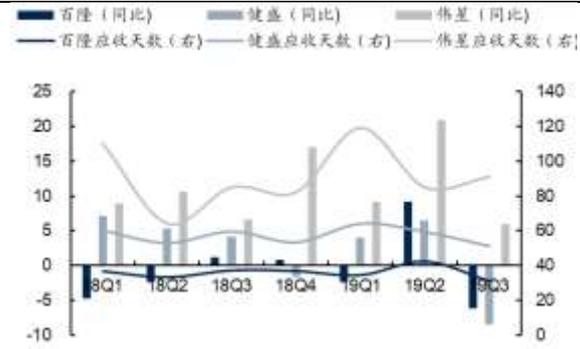
对于重点公司, 健盛集团 Q3 存货周转天数为 112.0 天, 同比下降 16.6 天, 在产能收入快速增长背景下库存控制良好, 应收账款周转天数为 51.4 天, 同比下降 8.4 天有所提效; 百隆东方存货周转天数为 314.8 天, 同比增加 63.3 天, 周转放缓情况环比有所改善, 应收账款周转天数为 31.2 天, 同比下降 6.2 天; 伟星股份存货周转天数为 78.5 天, 同比基本持平, 应收账款周转天数为 91.0 天, 小幅上升 6.0 天。

图 76: 纺织制造重点公司季度存货周转天数对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 77: 纺织制造重点公司季度应收账款周转天数对比

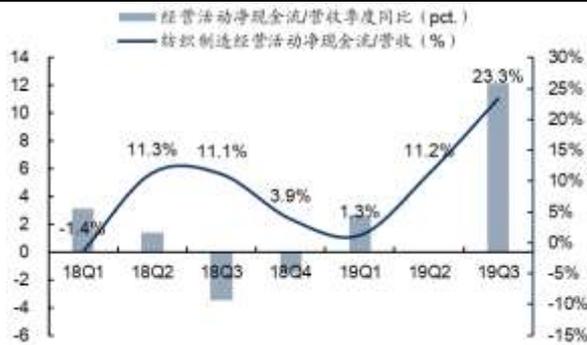


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**经营现金流: 整体经营净现金流较营收比率同比大幅提升**

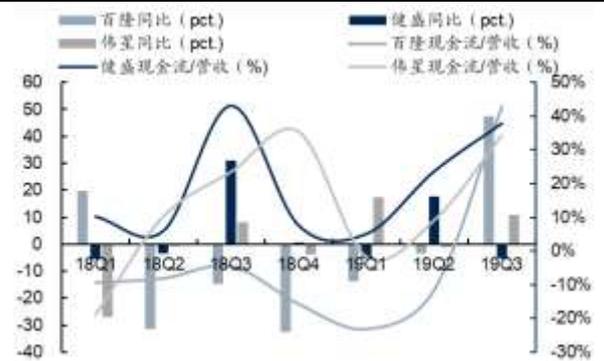
纺织制造板块整体来看，Q3 季度经营活动净现金流/营收为 23.3%，较去年同期大幅提升 12.2pct，体现良好营收质量，预计与板块内公司在相对不利环境下积极回笼资金有关。重点公司方面，**健盛集团** Q3 经营活动净现金流/营收为 37.7%，同比下降 5.2pct.，整体营收质量保持良好；**百隆东方** 季度经营活动净现金流/营收为 42.7%，同比大幅上升 47.3pct.，现金质量明显改善；**伟星股份**，季度经营活动净现金流/营收为 34.4%，同比上升 10.8pct.。

图 78: 纺织制造板块季度经营净现金流/营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 79: 纺织制造重点公司季度经营净现金流/营收情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议：关注优质赛道，精选个股把握积极变化

整体来看，Q3 行业基本面在经济环境不佳下仍有一定压力，不同行业之间分化愈发明显，处于高景气度赛道的日化及体育仍有优异表现，龙头公司也体现出了一定韧性。因此我们建议：一是，继续重视布局化妆品、体育两大优质细分赛道龙头，所处行业空间大，竞争格局仍有进一步改善空间，继续推荐**珀莱雅**，**丸美股份**，**波司登**等。二是，重视经营表现稳健，且估值处于板块及历史洼地的优质细分龙头，短期虽有业绩波动但在良好的内部经营调整后实现中长期稳定健康成长，建议关注：**森马服饰**，**比音勒芬**以及**歌力思**等。

表 6: 国信纺服月度组合收益

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	纺服板块收益率
2019 年 10 月	珀莱雅	8.98%		
	歌力思	-11.81%	1.89%	-0.55%
	比音勒芬	-3.45%		
2019 年 9 月	珀莱雅	1.21%		
	歌力思	10.36%	0.39%	0.73%
	比音勒芬	9.71%		
2019 年 8 月	珀莱雅	19.49%		
	森马服饰	10.37%	-0.93%	-1.23%
	歌力思	3.73%		
2019 年 7 月	珀莱雅	1.42%		
	森马服饰	-1.45%	0.26%	-3.79%
	歌力思	-7.39%		

资料来源:国信证券经济研究所整理

**附表：重点公司盈利预测及估值**

代码	公司简称	投资评级	收盘价 11/13	EPS				PE				PB
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2018
002563	森马服饰	买入	10.27	0.63	0.67	0.80	0.97	16.3	15.3	12.8	10.6	2.2
603808	歌力思	买入	13.84	1.08	1.16	1.33	1.51	12.8	11.9	10.4	9.2	2.3
002832	比音勒芬	买入	25.51	1.61	1.33	1.68	2.08	15.8	19.2	15.2	12.3	3.7
603605	珀莱雅	买入	89.20	1.43	1.97	2.65	3.35	62.4	45.3	33.7	26.6	5.2
600315	上海家化	买入	31.10	0.81	0.96	1.08	1.27	38.4	32.4	28.8	24.5	3.2
002293	罗莱生活	买入	8.96	0.72	0.70	0.78	0.87	12.4	12.8	11.5	10.3	1.7
603877	太平鸟	买入	15.02	1.20	1.33	1.50	1.7	12.5	11.3	10.0	8.8	2.6
600398	海澜之家	买入	7.75	0.76	0.82	0.89	0.99	10.2	9.5	8.7	7.8	3.1
603365	水星家纺	增持	15.40	1.07	1.25	1.43	1.62	14.4	12.3	10.8	9.5	1.8
603839	安正时尚	增持	13.62	0.70	0.93	1.09	1.22	19.5	14.6	12.5	11.2	1.6
601339	百隆东方	增持	4.35	0.29	0.34	0.39	0.44	15.0	12.8	11.2	9.9	1.1
002127	南极电商	增持	10.22	0.36	0.49	0.63	0.76	28.4	20.9	16.2	13.4	4.9
300577	开润股份	增持	32.22	0.80	1.08	1.45	1.87	40.3	29.8	22.3	17.2	10.7
300578	丸美股份	增持	72.33	1.15	1.45	1.67	1.90	62.9	49.9	43.3	38.1	8.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

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

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

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

## 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032