

需求未见改善，关注长期景气度和短期业绩稳健性

——纺织服装行业 2019 年三季报总结

行业动态

◆品牌服饰行业：三季报收入环比中报略回升、利润仍承压

2019 年三季报收入表现平稳，零售大环境继续疲软、需求未见明显改善。品牌服饰行业 A 股 38 家上市公司前三季度收入合计同比增 5.37%、较 18 年放缓，但较 19H1 略回升。其中，品类和公司表现分化，箱包（开润）、童装增速持续较高，其他相对成熟品类公司业绩表现差异较大。

收入平稳增长背景下，行业利润端仍承压，前三季度净利润下滑 18%。毛利率基本稳定、费用率提升致净利率下降，存货和应收账款周转延续中报放缓趋势，经营现金流有所好转、主要因企业谨慎备货，存货可控。

◆品牌服饰行业：品类和公司分化，运动服饰、童装、箱包增速较高

分子行业来看，增速相对较高的为运动服饰（港股）、童装、箱包。

体量最大的大众服饰总体增长较稳定，19Q3 普遍收入环比中报好转、是行业总体增速环比提升的主要贡献者，但利润端未见改善，盈利能力和周转均承压；箱包（开润）收入增速较中报略有放缓但净利润增速提升，总体保持较高增长；童装（森马等）、高端服饰（比音勒芬等）收入增速绝对值水平较高、环比中报放缓，零售环境疲软下公司表现分化更为明显；家纺、中高端男装收入低个位数增长、增速低于中报；鞋类、户外、A 股运动服饰（贵人鸟）收入仍下滑、业绩承压，其中探路者利润改善明显；另外，港股（安踏、李宁、特步等）所披露三季报运营情况显示运动服饰子行业景气度持续较高。

◆纺织制造行业：国内外需求仍不佳，19Q3 压力加大

纺织制造行业 A 股合计 44 家公司三季报收入同比下降 1.20%，净利润同比下降 3.94%，下滑幅度均较中报扩大。出口端中美贸易摩擦加剧、美方已宣称对全部纺织服装出口加税，不利于出口企业接单，国内服装消费需求仍疲软，短期内需求均较弱、影响行业业绩。

◆投资建议

品牌服饰行业短期终端需求未见改善，本次三季报显示：1) 总体来看服装行业处于可选属性较强阶段，对经济下行压力较为敏感。2) 大环境疲软、经营压力加大背景下公司表现分化，运动服饰、童装等子行业景气度仍较高。

中长期继续基于品类和标的质地角度进行选股，包括景气度持续较高的运动服饰、童装品类及性价比定位有望做大的优质大众服饰龙头。短期行业需求疲软背景下关注业绩持续向好的安踏体育、李宁、比音勒芬、开润股份等。

纺织制造行业短期国内外需求仍承压，建议持续关注中美贸易谈判进展和汇率走向。关注行业地位突出、议价能力较强、海外产能布局具先发优势，同时近期业绩增长表现稳健、未明显受到外部贸易环境影响彰显其综合竞争力的标的，包括申洲国际、健盛集团等。

◆风险分析

宏观经济增速下行、终端消费持续疲软；汇率波动；中美贸易摩擦继续发酵；棉价下跌或大幅波动。

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

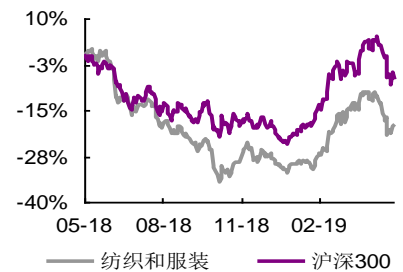
lijie_yjs@ebsec.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

服装行业马太效应持续，化妆品线上保持高景气——服装&化妆品 2019 年 9 月淘宝数据跟踪与解读…………… 2019-10-20

需求继续疲软，子行业和公司表现分化、关注优质标的——纺织服装行业 2019 年中报总结…………… 2019-09-08

低速增长长期尽显英雄本色，精细化运营孕育服装龙头——日本服装行业发展历史及优衣库 SPA 模式变革深度剖析

…………… 2019-06-13

十年复盘：行业红利减弱，龙头溢价凸显——纺织服装行业 2019 年下半年投资策略…………… 2019-06-12

需求不佳拖累业绩，期待后续季度逐步修复——纺织服装行业 2018 年报及 2019 年一季度报总结…………… 2019-05-24

增值税减税降低企业负担，强定价权龙头更为受益——纺织服装行业增值税税率下调影响分析…………… 2019-03-17

18Q4 收入增速放缓，基本面好转有待观察——2018 年纺织服装行业业绩快报总结

…………… 2019-03-06

远近高低各不同：以美为鉴探究经济起落中服装行业内部变化——纺织服装行业 2019 年度投资策略…………… 2019-01-08

目 录

1、 品牌服饰行业：需求仍疲软，品类和公司分化.....	5
1.1、 行业总览：收入端平稳，盈利和周转仍承压.....	5
1.1.1、 业绩概览：三季报收入平稳、环比中报略改善，净利润延续下滑	5
1.1.2、 财务指标分析.....	6
1.2、 子行业分析：品类和公司层面分化.....	9
2、 纺织制造行业：国内外需求不佳，业绩压力加大.....	11
3、 投资建议.....	14
3.1、 品牌服饰行业.....	14
3.2、 纺织制造行业.....	15
4、 风险分析.....	15
附录.....	16

图表目录

图 1：品牌服饰行业营业收入合计及增速	5
图 2：品牌服饰行业归母净利润合计及增速	5
图 3：品牌服饰行业单季度营业收入和归母净利润增速	6
图 4：社会消费品零售总额增速（%）	6
图 5：限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额增速（%）	6
图 6：品牌服饰行业毛利率走势（%）	7
图 7：品牌服饰行业毛利率同比变化（PCT）	7
图 8：品牌服饰行业归母净利率走势（%）	7
图 9：品牌服饰行业归母净利率同比变化（PCT）	7
图 10：品牌服饰行业期间费用总额及增速（%）	8
图 11：品牌服饰行业期间费用率及同比变化（PCT）	8
图 12：品牌服饰行业存货周转天数情况（天）	8
图 13：品牌服饰行业应收账款周转天数情况（天）	8
图 14：品牌服饰行业经营净现金流情况（百万元）	9
图 15：品牌服饰行业经营净现金流/收入占比情况（%）	9
图 16：纺织制造行业营业收入（亿元）及增速（%）	12
图 17：纺织制造行业归母净利润（亿元）及增速（%）	12
图 18：纺织制造行业单季度收入和净利润增速（%）	12
图 19：纺织制造行业毛利率情况（%）	13
图 20：纺织制造行业毛利率变化幅度（PCT）	13
图 21：美元兑人民币汇率走势	13
图 22：代表性纺织制造企业单季度毛利率走势（%）	13
图 23：纺织制造行业归母净利率（%）	13
图 24：纺织制造行业归母净利率变化幅度（PCT）	13
表 1：纺织制造行业样本公司列表	16
表 2：品牌服饰行业样本公司列表	16
表 3：重点公司盈利预测与估值表	17
表 4：品牌服饰子行业营业收入合计增速（%）	17
表 5：品牌服饰子行业归母净利润合计增速（%）	18
表 6：品牌服饰子行业毛利率同比变化情况（%）	18
表 7：品牌服饰子行业归母净利率率同比变化情况（%）	19
表 8：品牌服饰子行业期间费用率及同比变化情况（%）	19
表 9：品牌服饰子行业平均存货周转天数（天）	19
表 10：品牌服饰子行业平均应收账款周转天数（天）	20
表 11：品牌服饰子行业经营净现金流/收入比例（%）	20

表 12：品牌服饰行业上市公司主要财务指标情况 21

1、品牌服饰行业：需求仍疲软，品类和公司分化

1.1、行业总览：收入端平稳，盈利和周转仍承压

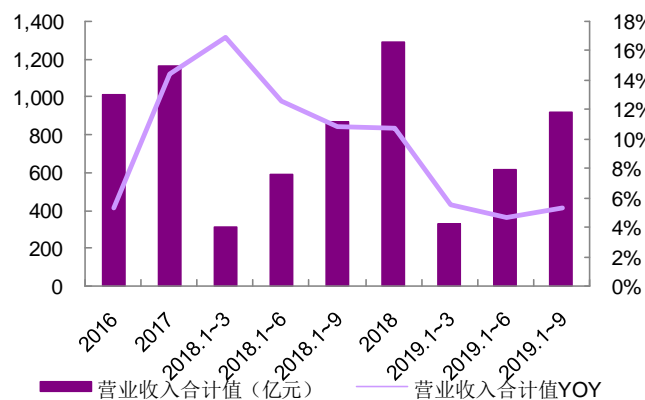
1.1.1、业绩概览：三季报收入平稳、环比中报略改善，净利润延续下滑

我们统计了品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股合计 38 家公司(见附录表 15)，行业 19 年前三季度收入合计为 919.15 亿元、同比增 5.37%，归母净利润 75.20 亿元、同比降 17.86%。

相比于 2017 年、2018 年全年增速超过 10%，2019 年前三季度增速较前几年而言有所放缓。拉长周期来看，行业 2011 年及之前为快速扩张期（主要增长来自外延开店+提价），2012~2016 年为行业调整期（消化高库存、高终端价格、渠道变迁等问题），2017 年~2018Q1 现复苏，2018Q2 至今受宏观经济下行压力、整体终端零售环境疲软影响，行业增速下一个台阶。

利润方面，品牌服饰 2017 年复苏时全年实现净利润高个位数正增长，2018 年随着零售环境转弱、企业盈利能力变差，2018 年净利润同比下滑 4.01%，2019 年前三季度在收入同比增长背景下、净利润降幅扩大至双位数；2019 年前三季度亏损公司数为 7 家，相比于 2018 年前三季度的 1 家、2019 年上半年的 6 家同比和环比均增加。

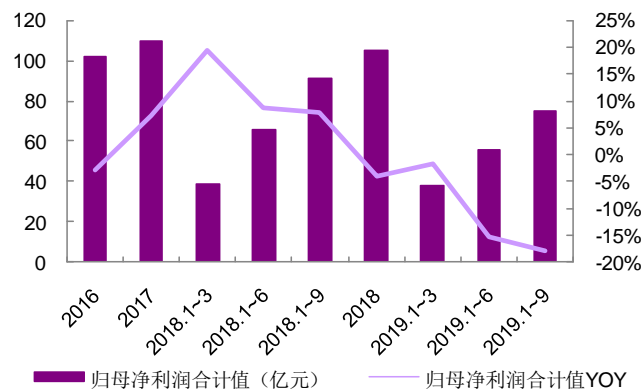
图 1：品牌服饰行业营业收入合计及增速



注：统计样本为 A 股 38 家上市公司。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

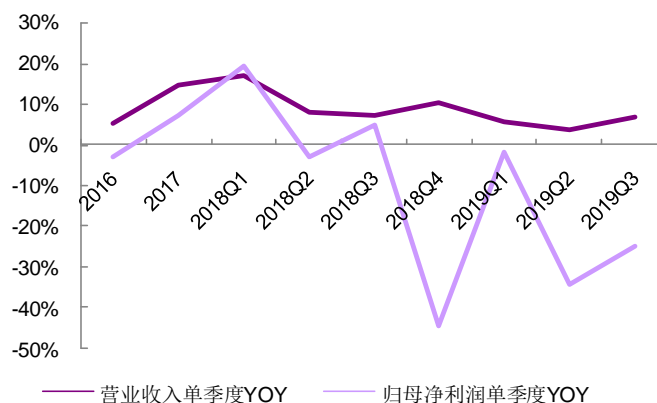
图 2：品牌服饰行业归母净利润合计及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

分单季度来看，19Q1~Q3 合计收入增速分别为 5.55%、3.69%、6.82%，归母净利润增速分别为-1.64%、-33.99%、-24.54%。19Q3 环比 Q2 收入端略有回升，38 家公司中 50% 三季度收入增速好于二季度，但其中三季度实现收入增长的公司数量占比仅为 34%；利润端环比二季度降幅略有收窄，但仍存在下滑压力，前三季度净利润正增长、同时 Q3 好于 Q2 的公司数量占比为 26%。

图 3：品牌服饰行业单季度营业收入和归母净利润增速

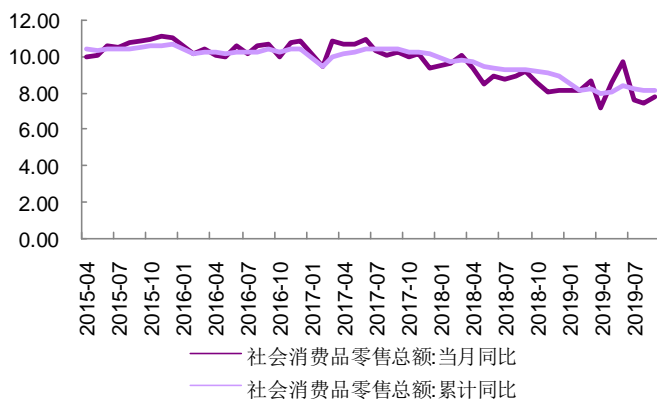


注：统计样本为 A 股合计 38 家上市公司。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

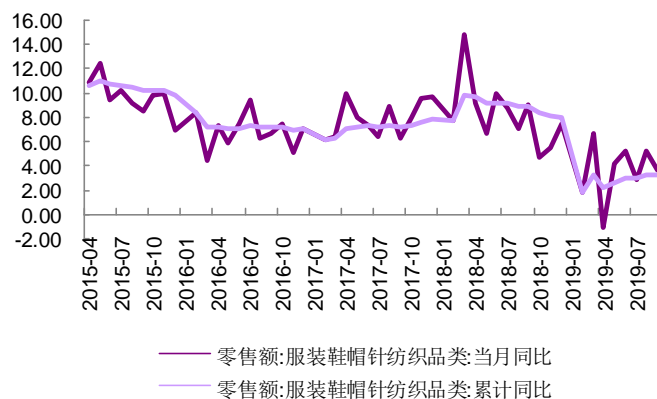
作为可选消费品类之一，品牌服饰行业销售端增长受宏观经济和消费环境变化影响较大。2016~2018 年限额以上服装鞋帽类零售额分别同比增 7%、7.8%、8.0%。18Q2 以来社会消费品总体零售额增速下行，服装零售额亦受影响，增速波动中放缓，19 年 1~9 月同比累计增长 3.3%、增速较 18 年进一步放缓。

图 4：社会消费品零售总额增速 (%)



资料来源：Wind，国家统计局

图 5：限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额增速 (%)



资料来源：Wind，国家统计局

我们统计上述品牌服饰公司的单季度表现，其中 19Q1 面临 18Q1 销售旺季（冷冬叠加春节较晚）的高基数压力，19Q2~Q3 高基数效应减弱逐步体现，行业 Q3 增速（6.82%）已经高于 Q1（5.55%）。需要注意的是，行业内公司表现仍在分化，高基数消除效应并未体现在所有公司业绩中。如我们中报总结中所言，零售环境的持续疲弱加大了公司的经营难度，部分竞争力弱的公司业绩表现受其影响更大，导致财报表现并不统一。19Q2 收入增速好于 Q1 的公司数量占比为 47%，19Q3 收入增速好于 Q1 的公司数量占比为 50%，仍有约一半的公司经营情况处于恶化中。

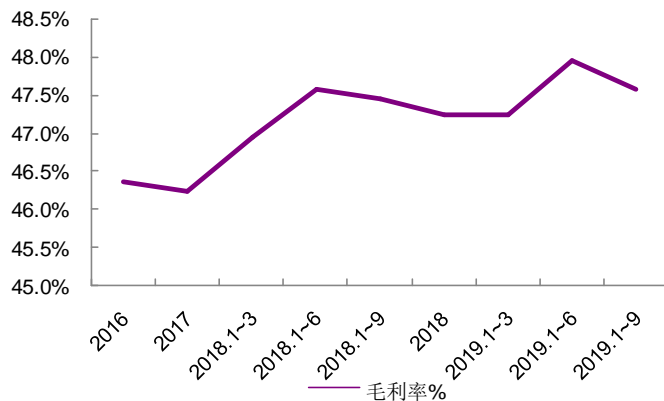
1.1.2、财务指标分析

- 盈利能力：19 年前三季度毛利率持平略增、增幅环比收窄，净利率降幅扩大

行业 2016~2017 年毛利率（以行业内所有样本公司毛利额合计/营业收入合计计算）同比基本持平，2018 年、2019H1、2019 年前三季度分别同比提升 1PCT、0.37PCT、0.14PCT，三季报毛利率提升幅度环比有所收窄。

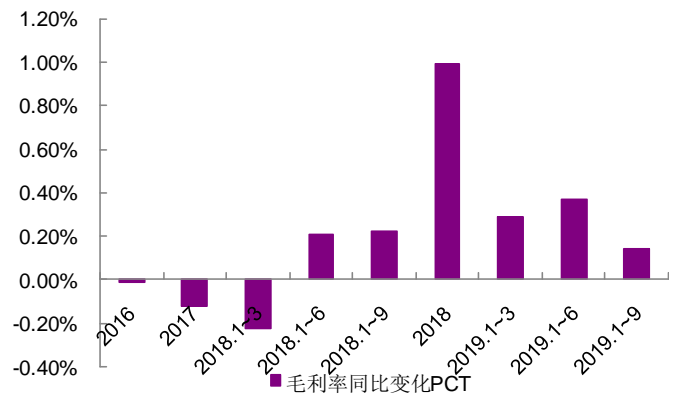
净利率方面，仅 2018Q1 行业净利率同比有所提升，2018 年、2019H1、2019 年前三季度为同比下降 1.26PCT、2.15PCT、2.31PCT。毛利率基本持平背景下，2019 年三季报净利率下滑幅度相比 2018 年和 2019H1 下滑幅度均有所加大。

图 6：品牌服饰行业毛利率走势（%）



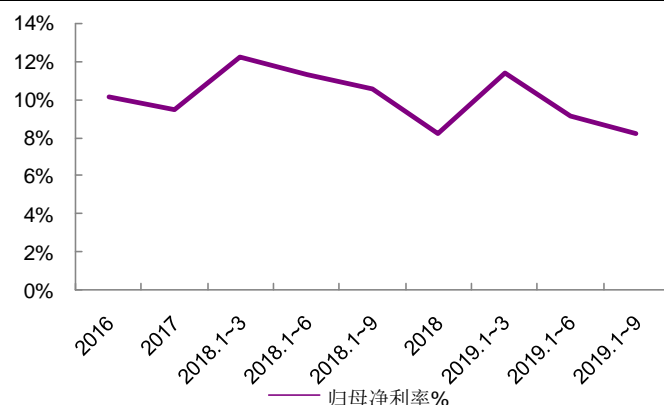
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 7：品牌服饰行业毛利率同比变化（PCT）



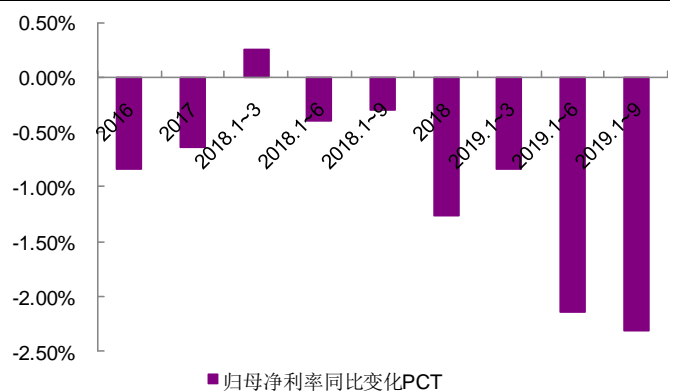
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 8：品牌服饰行业归母净利率走势（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 9：品牌服饰行业归母净利率同比变化（PCT）

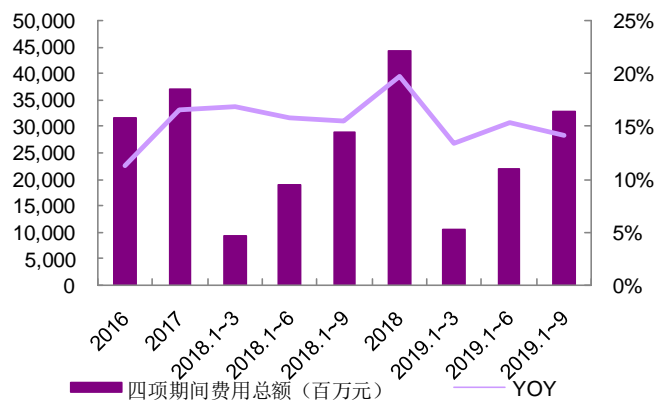


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

行业利润率恶化主要原因为费用率的上升。费用率方面，2016 年~2019 年前三季度行业期间费用占收入比例持续提升，但 2018 年以来提升幅度加大。其中 2016~2017 年分别同比提升 1.67PCT、0.55PCT，2018 年、2019H1、2019 年前三季度分别同比提升 2.55PCT、3.27PCT、2.74PCT 至 34.37%、35.59%、35.86%。相比于 2018 年和 2019 年中报而言，三季报费用率维持了同比上升趋势。

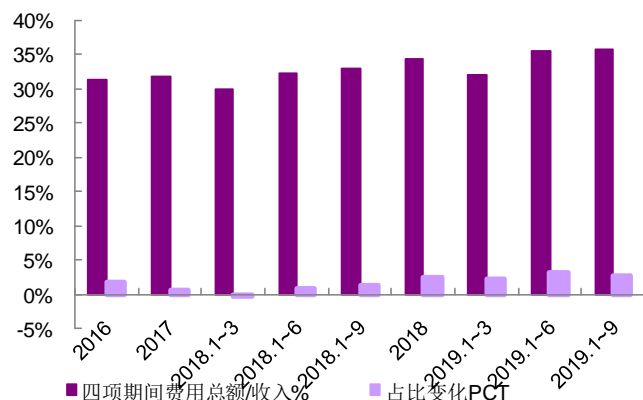
费用总额的增长超过行业销售收入的增长，显示行业经营难度加大、企业需要投入更多资源来实现收入增长（如员工工资、店铺租金、打折促销活动、店铺装修、线上流量费、广告宣传费等增加），管理和控费压力加大。

图 10: 品牌服饰行业期间费用总额及增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 11: 品牌服饰行业期间费用率及同比变化 (PCT)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

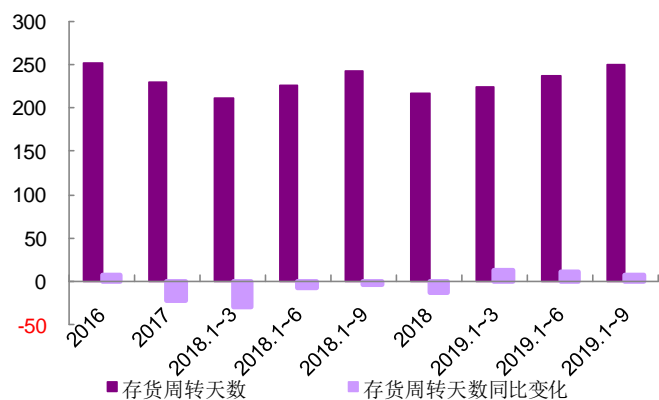
➤ 营运能力: 存货与应收账款周转继续放缓, 周转压力有所增加

行业 2012 年进入调整期以来, 由于去库存持续进行以及加盟渠道的调整升级, 周转较 2011 年及以前明显放缓。2017 年随着行业复苏趋势出现, 存货和应收账款周转天数明显加快、同比呈现改善, 该趋势延续至 2018 年。

随着 18Q2 以来终端零售转弱, 存货周转表现滞后于收入端, 2019Q1 以来周转持续放缓、周转天数增加。2018 年、2019H1、2019 年前三季度行业平均存货周转天数分别同比减少 12 天、增加 11 天、增加 8 天至 218 天、237 天、251 天, 2019 前三季度周转速度相比于 2019H1 继续放缓。

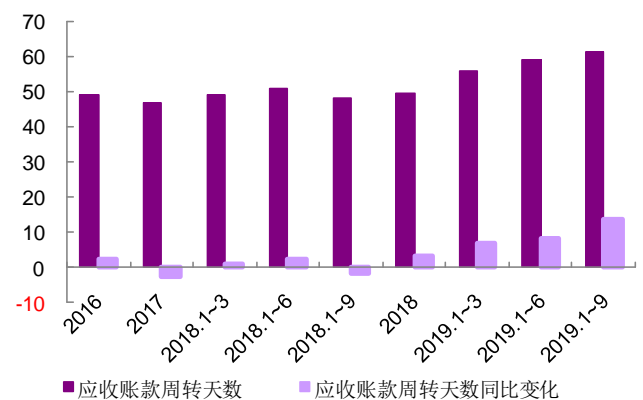
应收账款方面, 2017 年随着行业现复苏、周转相比 2016 年加快, 但 2018 年以来同比持续放缓, 2018 年、2019H1、2019 年前三季度行业平均应收账款周转天数分别增加 3 天、8 天、13 天至 50 天、59 天、61 天, 2019 前三季度周转速度相比于 2019H1 继续放缓。

图 12: 品牌服饰行业存货周转天数情况 (天)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 13: 品牌服饰行业应收账款周转天数情况 (天)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

➤ 现金流: 同比大增、延续 19 年以来回升, 企业备货转为谨慎

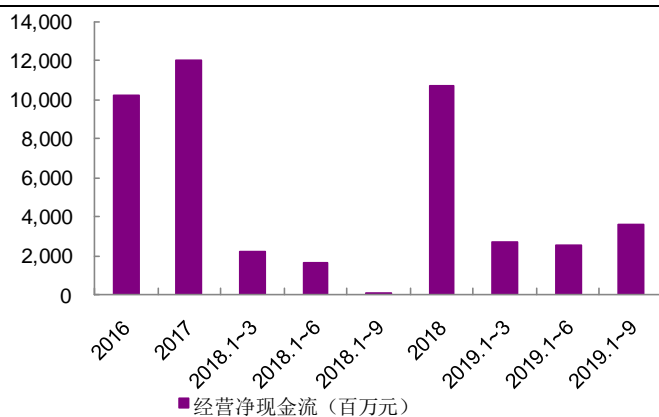
品牌服饰行业经营活动净现金流变化规律性较弱, 2016~2018 年经营活动净现金流分别同比-19.01%、+17.19%、-10.85%, 19 年以来同比持续净

增加，19Q1、19H1、19 年前三季度分别同比+24.81%、+57.14%、+5474.71%。

从经营净现金流/收入比例来看，2018 年下半年开始该比例同比下降，19 年以来持续回升，19Q1、19H1、19 年前三季度分别为 8.16%（同比+1.26PCT）、4.14%（+1.38PCT）、3.92%（+3.84PCT），三季度经营净现金流净增加明显。继续分拆来看，考虑到行业收入增速不断放缓、应收账款周转转弱，现金流入方面亦走弱，19 年以来经营净现金流占收入比重的同比提升主要为购买商品、接受劳务支付的现金减少，即企业在备货方面策略转为谨慎，各季度表现逐步明显，尤其体现在 Q2~Q3 秋冬备货阶段。行业销售商品获得现金/收入比例 2018 年、2019Q1、2019H1、2019 年前三季度分别同比-1.92PCT、-0.01PCT、-3.85PCT、-3.15PCT，购买商品、接受劳务支付现金/收入比例分别+1.06PCT、-0.65PCT、-5.94PCT、-6.44PCT。

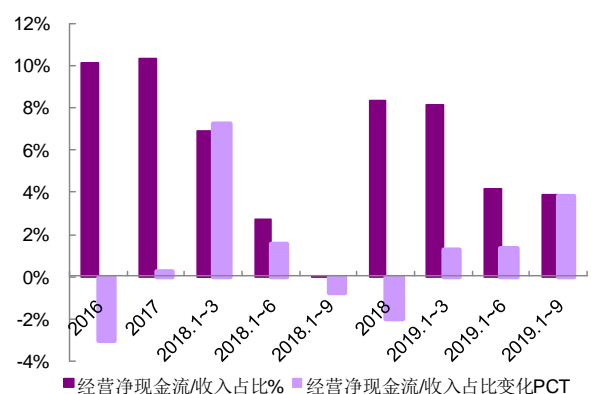
在此策略下行业存货增速低于收入增速，总体库存水位可控。2019 年 9 月末存货总额同比 18 年 9 月末增加 1.92%，相比于 19 年 3 月末、6 月末各同比增加 12.98%、9.12%增速持续放缓，存货/收入比例 2018 年、2019Q1、2019H1、2019 年前三季度分别同比+1.34PCT、+7.64PCT、+2.50PCT、-1.58PCT。

图 14：品牌服饰行业经营净现金流情况（百万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 15：品牌服饰行业经营净现金流/收入占比情况（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

总结来看，本次三季报收入增速延续 2018 年以来的放缓趋势，基本维持个位数增长水平，三季度收入端较二季度略有改善、但利润仍承压，显示行业性经营难度加大，费用率继续同比上升、存货和应收账款周转走弱、备货策略更加谨慎、现金流相对良性，公司表现分化更为明显。

1.2、子行业分析：品类和公司层面分化

我们统计了品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 38 家 A 股上市公司，分别汇总这些上市公司表现来观察子行业的发展情况。但部分子行业如箱包（开润股份）、内衣（汇洁股份）、运动服饰（贵人鸟）各 1 家公司样本较少，对行业的代表意义相对较弱。

从子行业体量上来看，大众服饰、童装收入规模较大，拥有海澜之家、森马服饰等规模较大的细分行业龙头公司（森马服饰分别属于大众服饰和童

装两个子行业)。收入占全部品牌服饰行业的比例方面,大众服饰、童装、高端服饰分别占比为 43%、16%、10%,其他(家纺、鞋类、中高端男装、箱包、内衣、户外、运动服饰)占比不到 10%。

从增速绝对值水平来看,19 年前三季度增速最高的子行业依次为箱包(开润股份,收入增 35.48%)、童装(增 29.56%,其中森马服饰并表和主业持续增长均有贡献)、高端服饰(增长 13.54%)、内衣(增长 11.37%),大众服饰、家纺、中高端男装增长个位数,运动服饰、户外、鞋类呈下滑。

对比 19 年中报来看,三季度环比二季度改善的子行业为大众服饰(增速自 19H1 的 5.94%提升至 8.09%)、鞋类(降幅收窄)、户外(降幅收窄),其他子行业三季度表现弱于二季度。

详细分析子行业层面(详细数据请见附录):

1) 大众服饰体量最大、较为成熟,拥有海澜之家、森马服饰等大体量龙头公司,拉长时间来看收入增长表现较为稳健、波动较小,行业增速位于中游。19Q3 收入增速有所回升,是行业总体 Q3 增速提升的主要贡献,但利润、周转方面压力仍存。其中,大部分公司 Q3 收入端环比 Q2 改善、增速接近 Q1 水平,海澜之家、太平鸟收入增速提升,森马服饰增速有所放缓,红豆股份增速转正,其他公司同比下滑幅度均收窄;但在利润端,行业前三季度毛利率出现小幅下滑可能来自于折扣促销活动的增加,费用率持续上升从而致净利润下滑幅度较中报扩大,其中美邦服饰、拉夏贝尔亏损幅度较中报加大,其他大部分公司前三季度净利润表现弱于上半年,包括龙头海澜之家、森马服饰等,太平鸟前三季度净利润环比上半年略改善、但仍为下滑。行业存货和应收账款周转均有放缓。另一个亮点是经营现金流同比改善明显,相比于 18 年前三季度现金流净流出状态,19 年前三季度经营现金流转正。

2) 童装子行业收入增速绝对值仍较高,前三季度增长 30%、但增幅较中报有放缓,其中龙头森马服饰 2018Q4 开始并表 Kidiliz 增厚收入(但拖累净利润)、同时其童装原有业务 19 年前三季度保持了双位数增长(Q3 增速有放缓),金发拉比 Q3 收入增长转正至低个位数,其他公司安奈儿、起步、爱婴室前三季度收入保持双位数增长,但 Q3 增速环比 Q2 均有放缓。利润端,童装行业自 2019 年以来毛利率提升、净利率下降明显,主要为森马服饰业务结构变化影响、18Q4 并表的 Kidiliz 公司定位高端、业务以直营为主,毛利率和费用率均较高影响公司合并报表端,同时叠加原有业务收入增速 19 年以来逐季放缓、利润增速也环比有所放缓。其他公司业绩表现分化,爱婴室前三季度利润增速 30%+好于中报,起步股份前三季度净利润增速环比转正,金发拉比延续净利润超过 20%的下滑幅度,安奈儿三季报利润出现较大幅度下滑。

3) 高端服饰收入增速绝对值排名第三,增速较中报变化不大,但利润端环比中报提升。其中公司表现差异较大,比音勒芬、地素时尚环比中报收入增速提升,以及安正时尚并表礼尚信息继续增厚收入,其他公司收入增速则有所放缓。利润端高端服饰表现突出,三季报利润增速环比中报的持平略降提升至低个位数,主要为收入增速提升的比音勒芬、地素时尚净利润增速环比亦有提升贡献,朗姿、维格娜丝利润延续中报的下滑,歌力思、安正增速较中报放缓。行业毛利率、净利率同比持续下降;存货周转天数在子行业

中偏高、同比持续放缓；应收账款周转天数在子行业中偏低、基本维持不变；经营现金流持续良好。

4) 家纺前三季度收入低个位数增长、较中报小幅放缓，公司表现不一，水星家纺、梦洁股份收入增速较中报略有提升，罗莱、富安娜、多喜爱收入继续下滑。行业净利润仍下滑、但降幅较中报略有收窄，周转处于子行业中的中上游水平，经营现金流好转明显。

5) 中高端男装低个位数增长、收入增速位于行业中游，Q3 收入表现弱于 Q2。19Q1 净利润增幅较高，主要为九牧王投资收益、报喜鸟政府补助增加较多等贡献，三季报净利润现下滑。19 年中报以来存货周转和现金流压力有所加大。

6) 箱包（开润股份）收入延续较高增速，Q3 略有放缓、各季度增长表现稳健，同时净利润端 Q3 增速环比略有提升。

7) 内衣（汇洁股份）收入增速维持双位数水平、Q3 略有放缓，净利润端波动较大，19 年三季报增速提升至 20%+、好于中报，主要为费用率下降和所得税减少。

8) 鞋类销售表现较弱、收入增速自 2018 年以来持续个位数下滑，19 年三季报降幅环比中报略收窄。净利润、存货和应收账款周转方面仍存压力，周转为子行业中较慢。

9) 户外 2018 年以来收入持续下滑，主要为探路者收缩利润率较低的旅行业务所致，三夫户外、牧高笛 Q3 收入增速转正略有好转。利润方面，探路者好转明显系主业户外业务好转、非经常性损益增加以及旅游业务减亏贡献，三夫、牧高笛三季报净利润仍同比下滑。现金流持续为负，仍存压力。

10) 运动服饰（贵人鸟） 19 年以来收入持续下滑、幅度较 18 年扩大，三季报亏损幅度较中报加大。近年来公司业务调整、原有运动鞋服业务持续收缩未见改善，同时 18 年末处置了部分子公司不再并表影响收入和利润端，另外应收账款周转和现金流压力较大。

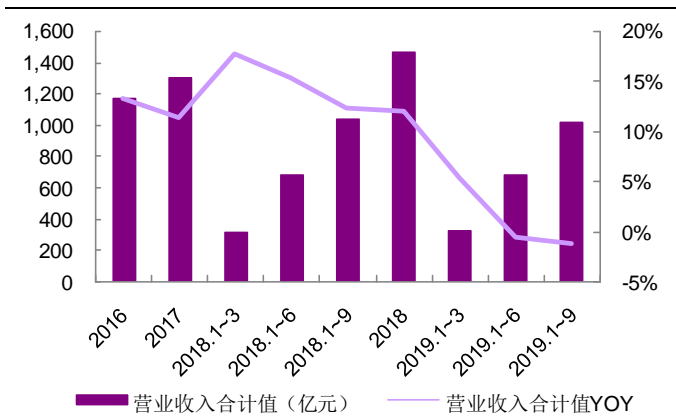
总结而言，2019 年前三季度零售环境仍旧疲软、未见明显改善，10 个子行业中仅有 3 个三季报收入表现环比好于中报。19Q1 面临的高基数效应逐步消除为行业带来小幅利好，但需求的持续疲软和经营环境的恶劣加剧了行业竞争。考虑到港股安踏、李宁、特步披露的三季度运营情况，品牌服饰行业中品类和公司表现分化，运动服饰、童装增速持续较高，其他相对成熟的品类竞争更为激烈，公司业绩表现差异加大。

2、纺织制造行业：国内外需求不佳，业绩压力加大

我们统计了纺织制造行业分属于 12 个子行业的 44 家公司（见附录表 15），行业 2019 年上半年合计收入 1022.27 亿元、同比下降 1.20%，归母净利润合计为 50.16 亿元、同比下降 3.94%。对比历史来看，2016~2018 年行业收入端保持了双位数增长，19Q1 增速降至低个位数，19Q2 开始持续同比下滑。

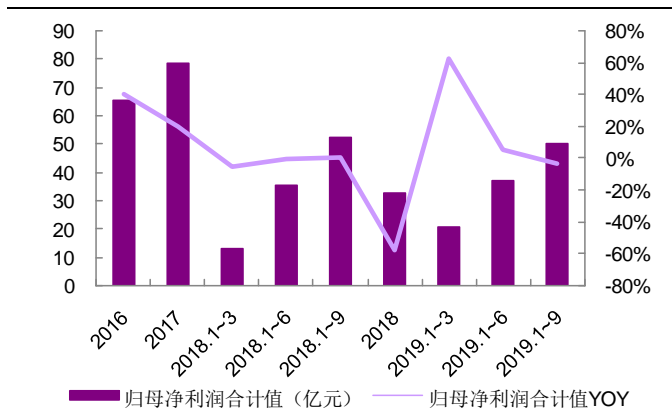
行业出口和内销均存压力，需求不振影响收入增长。内销方面，国内服装消费需求持续疲软、目前未见改善；出口方面，中美贸易摩擦加剧、目前美方已经将全部纺织服装出口产品纳入加征关税范围，从9月1日实施（少量产品延迟至12月实施）、双方贸易谈判尚未有完全定论，海外品牌客户下单积极性减弱、出口企业接单情况变差。

图 16：纺织制造行业营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 17：纺织制造行业归母净利润（亿元）及增速（%）

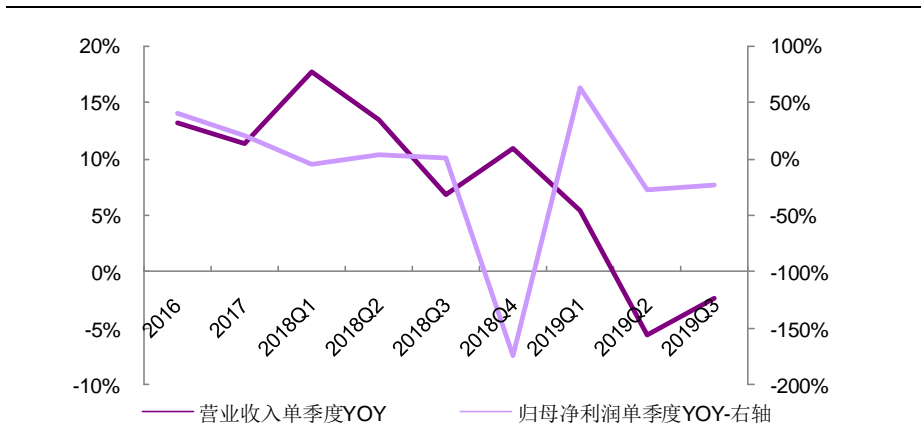


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

分析季度业绩表现，19Q2 收入增速下滑、拖累上半年增长转负，净利润增长现下滑，19Q3 仍延续该趋势。19Q1~Q3 收入分别同比+5.36%、-5.62%、-2.37%，归母净利润分别+62.05%、-27.47%、-23.15%。

其中，19Q1 行业净利润回升幅度较大，主要为部分公司投资类收益贡献较大，如华茂股份持有股票类资产确认公允价值变动收益 4.05 亿元、致当期净利润大增 359.13%。19Q2 净利润降幅超过收入，主要为费用率提升。

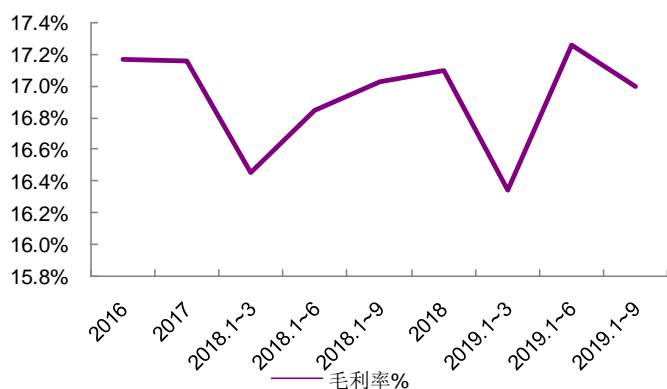
图 18：纺织制造行业单季度收入和净利润增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

行业盈利能力方面，毛利率同比基本持平。2018 年、2019H1、2019 年前三季度行业毛利率分别为 17.10%、17.26%、17%，分别同比-0.06PCT、+0.41PCT、-0.03PCT，汇率贬值对毛利率的提振作用随着汇率水平的稳定逐步减弱。

图 19: 纺织制造行业毛利率情况 (%)



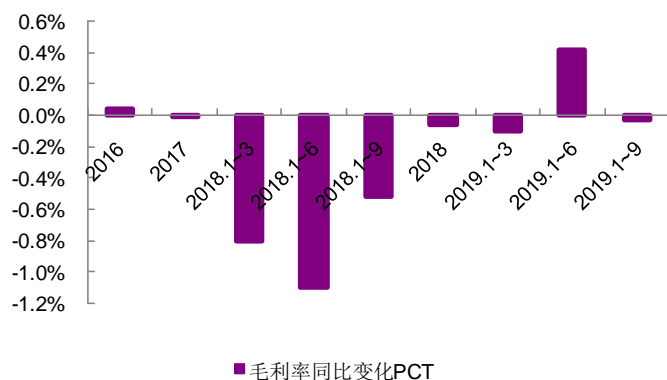
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 21: 美元兑人民币汇率走势



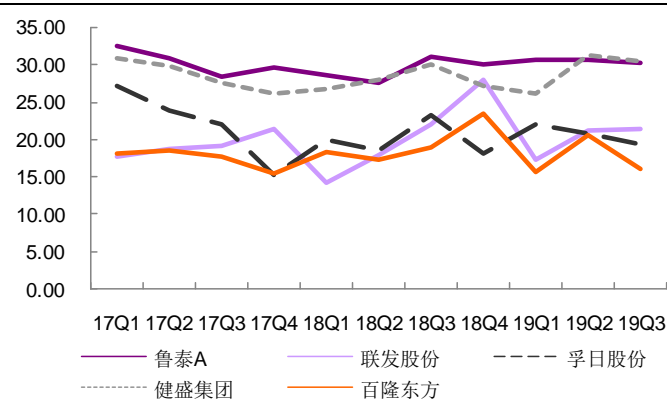
资料来源: Wind

图 20: 纺织制造行业毛利率变化幅度 (PCT)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 22: 代表性纺织制造企业单季度毛利率走势 (%)

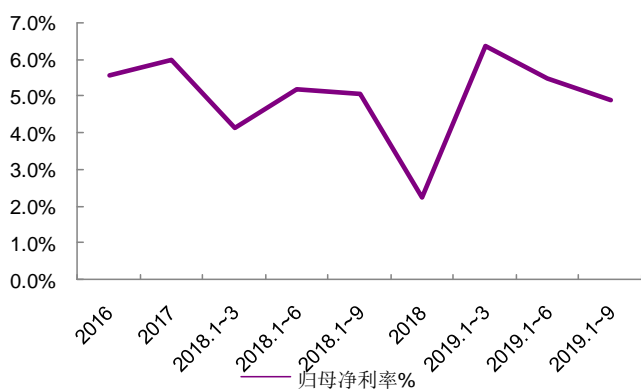


资料来源: Wind

行业归母净利润率 2019 年前三季度同比下降 0.14PCT 至 4.91%，相比于 2018 年同比下降 3.74PCT 降幅有收窄，但相比 2019Q1 的同比提升 2.23PCT、2019H1 的同比提升 0.30PCT 逐步转弱。

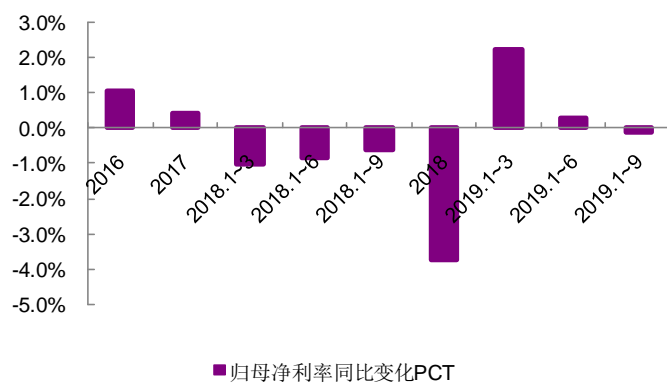
行业期间费用率延续 2018 年以来的持续提升趋势，2019 年前三季度同比提升 1.18PCT 至 12.41%，提升幅度较 2018 年的 0.55PCT 扩大。

图 23: 纺织制造行业归母净利润率 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 24: 纺织制造行业归母净利润率变化幅度 (PCT)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

总结来看，纺织制造行业 2019 年以来受国内外需求不佳影响仍较大，收入较 2018 年明显放缓，且收入和利润端表现逐季弱化，主要为国内外需求持续疲弱影响。国内消费仍疲软，中美贸易摩擦仍在谈判中、不利于出口，内外需求目前均未见改善。净利润方面，毛利率同比持平，但行业净利率呈同比下滑、盈利能力变差。

纺织制造行业子行业较多，行业分散、龙头份额不高，上市公司质地参差不齐。从长期来看行业景气度处于下行阶段，低人力成本优势的逐步减弱导致产能向海外转移成为大趋势，中美贸易摩擦将加快该进程。总体来看，建议关注公司个体经营能力、行业地位（对上下游议价能力）、抗风险能力（全球化布局情况）、以及业绩稳定性。

3、投资建议

3.1、品牌服饰行业

2019 年三季报表现仍较为平淡，零售大环境继续疲软、行业需求表现不佳。品牌服饰上市公司合计三季报收入较中报平稳、略有回升。收入端虽略有好转，但行业利润端承压、仍同比下滑接近 20%，毛利率基本稳定背景下费用率提升致净利率下降，存货和应收账款周转有所放缓，经营现金流大幅好转、主要为企业谨慎备货导致。

分拆来看，比较鲜明的特点是：1) 品类表现分化，运动服饰（港股）、童装的大部分公司收入增速（或零售增速）持续较高、明显跑赢行业，且龙头在这些高景气子行业中表现更为突出；2) 其他品类收入增速有所放缓，需求端仍较疲弱，即使是 Q3 收入增速环比提升的大众服饰品类、利润增速亦不理想，体现行业总体经营压力加大，企业需要投入更多资源或者牺牲一定利润来实现销售的增长。

对行业未来增速判断来看，服装目前可选消费属性较强、对宏观经济环境敏感度较高，随着经济下行压力的持续存在、行业整体仍将承压。未来随着对服装消费被压缩到一定程度后，服装的可选特征弱化、必选特征加强，行业整体压力将减弱，同时内部将出现结构性分化，优质公司有望逐步胜出。

中长期从品类和标的选择思路来看，我们基于美日近 10 余年服装行业发展特征及龙头优衣库等崛起经验，建议关注景气度长期持续较高的运动服饰、童装子行业的龙头及优质公司，其中运动服饰品类建议关注**安踏体育**（主品牌和 Fila 均向好、多品牌培育能力得到验证、拓宽业务发展空间）、**李宁**（品牌调整到位焕发新貌），**比音勒芬**（定位运动时尚品类具有赛道优势，外延开店、内生同店共促增速较高），童装品类建议关注**森马服饰**（龙头地位突出，内部培育及外部并购并行探索多品牌路径、有望扩大龙头优势地位）。另外基于性价比定位在较长经济周期中具有相对更强的生命力和结构性机会，结合行业地位，建议长期持续关注大众定位、持续强化性价比优势的海澜之家、森马服饰、开润股份等标的。

短期终端需求暂时仍待修复，我们基于赛道持续的高景气度结合近期业绩/经营表现，当前建议关注经营持续良好的运动服饰相关公司**安踏体育**、**李宁**、**比音勒芬**，及业绩增速持续较高的**开润股份**。

3.2、纺织制造行业

18Q2 至今中美贸易摩擦波折中加剧，19 年二季度美国提出扩大加税范围、已囊括全部纺织服装出口商品，加税将从 19 年 9 月 1 日开始实施（少量产品延后至 12 月），双方贸易谈判尚未有完全定论，海外客户下单积极性受损，截至 9 月的出口数据已有体现，出口端仍面临压力。国内需求方面短期未见改善，综合国内外需求均表现不佳，纺织制造行业面临较大的经营和业绩压力。另外需关注人民币汇率走向。

从业内公司角度，纺织制造行业充分竞争、参与者众多、平均规模小，龙头份额不高。行业长期向外转移趋势以及短期贸易摩擦带来干扰，将促使行业优胜劣汰加剧。部分龙头公司已率先开展全球化产能布局，向东南亚等低成本地区转移，如针织龙头申洲国际，纱线龙头天虹纺织，色织龙头鲁泰、联发，色纺龙头百隆东方、华孚时尚，袜类龙头健盛集团等，这些拥有海外产能的纺织制造企业具有先发优势，可通过订单转移来适当缓解美方加征关税影响，抗风险能力相对较强。龙头企业的规模效应、全球化布局、议价能力高等优势将使其跑赢同业，有利于竞争力和份额的持续提升，促使行业集中度提升、强者恒强。建议关注行业地位突出、议价能力较强、海外产能布局先发优势强，同时近期业绩增长表现稳健、未明显受到外部贸易环境影响彰显其综合竞争力的标的，包括**申洲国际**、**健盛集团**等。

4、风险分析

- 1) 宏观经济增速下行致需求不景气、终端消费持续疲软，影响品牌服饰行业及其他可选消费品的销售。
- 2) 汇率波动风险影响纺织制造出口型企业业绩。汇率若出现升值或者大幅波动，可能影响出口型企业的人民币计订价格及汇兑损益，以及产品的国际竞争力。
- 3) 中美贸易摩擦继续发酵，影响纺织制造出口型企业业绩。中美贸易摩擦若继续升级，短期一方面可能直接影响企业关税税率、从而影响企业产品的国际竞争力，另一方面也可能间接影响产业链上企业下单积极性；长期将加速订单向国外转移。
- 4) 棉价下跌或大幅波动的风险。棉价下跌或大幅波动不利于棉纺织企业的原材料成本控制，棉纺织企业需要储备一定量的原材料，棉价下跌或者大幅波动可能导致企业原材料成本难以传导至订单端，从而影响企业盈利能力。

附录

表 1: 纺织制造行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
棉纺织	000726.SZ	鲁泰 A	产业用纺织品	000955.SZ	欣龙控股
	000850.SZ	华茂股份		002516.SZ	旷达科技
	002042.SZ	华孚时尚		300658.SZ	延江股份
	002083.SZ	孚日股份		603238.SH	诺邦股份
	002087.SZ	新野纺织		002687.SZ	乔治白
	002394.SZ	联发股份		002776.SZ	柏堡龙
	601339.SH	百隆东方		300526.SZ	中潜股份
针织	002634.SZ	棒杰股份	服装制造	600107.SH	美尔雅
	600493.SH	凤竹纺织		600137.SH	浪莎股份
	603558.SH	健盛集团		600630.SH	龙头股份
印染	600370.SH	三房巷		601718.SH	际华集团
	600448.SH	华纺股份		603665.SH	康隆达
	600987.SH	航民股份		002494.SZ	华斯股份
辅料	002003.SZ	伟星股份		毛皮	002674.SZ
	002098.SZ	浔兴股份	603477.SH		振静股份
化纤	603055.SH	台华新材	贸易		600626.SH
毛纺	000779.SZ	三毛派神		600689.SH	上海三毛
	000982.SZ	*ST 中绒	丝麻织品	002404.SZ	嘉欣丝绸
	002193.SZ	如意集团		600156.SH	华升股份
	600220.SH	江苏阳光		600232.SH	金鹰股份
	601599.SH	鹿港文化		其他制造	002486.SZ
	603889.SH	新澳股份	300591.SZ		万里马

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 2: 品牌服饰行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
大众服饰	002269.SZ	美邦服饰	运动服饰	603555.SH	贵人鸟
	002563.SZ	森马服饰	鞋类	002291.SZ	星期六
	600398.SH	海澜之家		603001.SH	奥康国际
	600400.SH	红豆股份		603116.SH	红蜻蜓
	603157.SH	拉夏贝尔		603608.SH	天创时尚
	603196.SH	日播时尚		603958.SH	哈森股份
	603877.SH	太平鸟		002029.SZ	七匹狼
童装	002563.SZ	森马服饰		男装	002154.SZ
	002762.SZ	金发拉比	002569.SZ		*ST 步森
	002875.SZ	安奈儿	002656.SZ		摩登大道
	603557.SH	起步股份	601566.SH		九牧王
	603214.SH	爱婴室	家纺		002293.SZ
高端服饰	002612.SZ	朗姿股份		002327.SZ	富安娜
	002832.SZ	比音勒芬		002397.SZ	梦洁股份
	603518.SH	维格娜丝		002761.SZ	多喜爱
	603587.SH	地素时尚	603365.SH	水星家纺	

	603808.SH	歌力思	户外	002780.SZ	三夫户外
	603839.SH	安正时尚		300005.SZ	探路者
箱包	300577.SZ	开润股份		603908.SH	牧高笛
内衣	002763.SZ	汇洁股份			

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 3：重点公司盈利预测与估值表

代码	公司	EPS (元人民币/股)			PE			3年 CAGR(%)	PEG	市值(亿元)
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E			
2020.HK	安踏体育	1.52	2.12	2.66	44	32	25	28%	1.14	2034
2331.HK	李宁	0.31	0.59	0.67	74	39	34	38%	1.02	594
600398.SH	海澜之家	0.78	0.80	0.89	10	10	9	7%	1.34	343
002563.SZ	森马服饰	0.63	0.68	0.78	16	15	13	12%	1.23	277
002832.SZ	比音勒芬	0.95	1.33	1.73	27	19	15	32%	0.59	79
300577.SZ	开润股份	0.80	1.10	1.47	40	29	22	34%	0.86	70
603808.SH	歌力思	1.10	1.21	1.45	13	11	10	16%	0.72	46
603365.SH	水星家纺	1.07	1.23	1.39	14	13	11	14%	0.92	41
2313.HK	申洲国际	3.02	3.39	4.03	31	27	23	15%	1.76	1548

注：港股公司市值单位为港币。

资料来源：Wind，股价时间为 2019 年 11 月 13 日

表 4：品牌服饰子行业营业收入合计增速 (%)

营业收入YOY	2016	2017	2018	2019.1~3	2019.1~6	2019.1~9
运动服饰	15.74%	42.70%	-13.52%	-37.40%	-47.27%	-49.20%
鞋类	-5.74%	3.73%	-2.00%	-4.17%	-2.85%	-1.83%
箱包	57.00%	49.84%	76.19%	43.99%	40.71%	35.48%
童装	12.28%	12.46%	25.76%	48.24%	38.13%	29.56%
内衣	8.54%	4.27%	10.22%	15.32%	12.46%	11.37%
中高端男装	-0.84%	18.32%	18.13%	7.03%	5.49%	2.39%
家纺	6.51%	29.27%	10.57%	0.64%	3.04%	2.80%
户外	-20.22%	6.53%	-24.03%	-21.69%	-16.39%	-14.68%
高端服饰	7.14%	60.27%	17.71%	12.04%	14.25%	13.54%
大众服饰	9.44%	6.75%	13.00%	8.18%	5.94%	8.09%
合计	5.33%	14.49%	10.76%	5.55%	4.68%	5.37%

注：1) 本表中部分子行业样本较少，如箱包仅 1 家开润股份，运动服饰仅 1 家贵人鸟，内衣仅 1 家汇洁股份，子行业代表性有限，仅供参考。下同。

2) 高端服饰 2017 年增速较高，主要为维格娜丝、歌力思、朗姿股份等存在并表效应增厚影响；户外收入持续下滑，主要为探路者旗下旅行业务持续收缩所致；童装 18 年以来增速较高主要为森马服饰并表 KIDILIZ 及原有业务增长共同贡献。

3) 底色红色越深表示收入增速越高、蓝色越深表示降幅越大。下同，底色红色表示该指标向好、蓝色表示变弱。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

表 5：品牌服饰子行业归母净利润合计增速 (%)

归母净利润YOY	2016	2017	2018	2019.1~3	2019.1~6	2019.1~9
运动服饰	-11.81%	-46.25%	-536.01%	-83.66%	-269.59%	-
鞋类	-14.25%	-42.44%	12.92%	-32.18%	-25.79%	-19.56%
箱包	26.81%	58.81%	30.23%	31.63%	36.03%	36.91%
童装	7.58%	-13.22%	33.46%	14.55%	6.35%	1.49%
内衣	10.77%	21.27%	-25.48%	8.07%	6.38%	20.25%
中高端男装	-97.10%	3951.61%	-18.21%	43.48%	23.10%	-1.57%
家纺	-5.79%	16.81%	17.72%	-5.51%	-10.23%	-6.15%
户外	-28.69%	-119.20%	184.40%	24.48%	84.16%	104.66%
高端服饰	11.22%	19.21%	23.72%	9.81%	-0.08%	2.60%
大众服饰	11.52%	0.49%	0.65%	-6.29%	-27.59%	-31.03%
合计	-2.79%	7.29%	-4.01%	-1.64%	-15.25%	-17.86%

注：户外 2018 年亏损幅度较 2017 年加大，2019 年增速较高主要为探路者户外主业好转、非经常性损益增加以及旅游业务减亏贡献；中高端男装 2017 年增幅较大主要为 16 年基数较低，19Q1 增幅较大主要为九牧王投资收益、报喜鸟政府补助增加等贡献；童装 18 年增幅较高主要为森马服饰 17 年净利润下滑、基数较低；运动服饰（贵人鸟）2018 年降幅较大主要为 2018 年出现亏损、且幅度较大，19 前三季度仍为亏损。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

表 6：品牌服饰子行业毛利率同比变化情况 (%)

毛利率变化PCT	2016	2017	2018	2019.1~3	2019.1~6	2019.1~9
运动服饰	-4.62%	-6.13%	-5.80%	-3.36%	3.69%	5.05%
鞋类	1.61%	-0.23%	-0.30%	-1.64%	-1.23%	-1.43%
箱包	-1.61%	0.86%	-3.63%	-0.79%	2.81%	2.16%
童装	0.59%	-2.09%	3.13%	1.88%	4.81%	4.36%
内衣	-0.29%	-0.44%	-0.25%	-1.96%	-2.22%	-2.57%
中高端男装	-3.07%	2.56%	-1.11%	-0.30%	-0.69%	2.22%
家纺	0.36%	-2.70%	0.26%	-1.50%	-1.77%	-0.70%
户外	5.36%	-6.06%	5.18%	8.71%	5.00%	6.23%
高端服饰	-0.57%	-0.35%	-1.00%	-2.19%	-1.74%	-1.68%
大众服饰	-0.44%	-0.43%	1.83%	1.08%	0.81%	-0.44%
合计	-0.01%	-0.12%	1.00%	0.29%	0.37%	0.14%

注：户外毛利率变动较大、18 年以来提升幅度较大主要为业务结构变化、毛利率较低的旅行业务收缩占比下降所致。童装 19 年以来毛利率提升，主要为森马服饰并表毛利率较高的 Kidiliz 贡献。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

表 7：品牌服饰子行业归母净利润率同比变化情况（%）

归母净利润率变化 PCT	2016	2017	2018	2019.1~3	2019.1~6	2019.1~9
运动服饰	-4.01%	-8.00%	-29.22%	-7.56%	-9.45%	-14.90%
鞋类	-0.74%	-3.30%	0.63%	-3.41%	-2.28%	-1.38%
箱包	-2.58%	0.65%	-2.99%	-0.71%	-0.32%	0.09%
童装	-0.54%	-2.82%	0.58%	-2.56%	-2.66%	-2.61%
内衣	0.18%	1.46%	-3.37%	-1.18%	-0.84%	0.85%
中高端男装	-9.56%	9.56%	-3.03%	4.10%	1.61%	-0.34%
家纺	-1.47%	-1.08%	0.66%	-0.78%	-1.40%	-0.93%
户外	-0.81%	-8.01%	-3.36%	3.71%	5.48%	4.91%
高端服饰	0.70%	-4.88%	0.72%	-0.32%	-2.06%	-1.52%
大众服饰	0.20%	-0.64%	-1.12%	-1.58%	-3.68%	-4.02%
合计	-0.84%	-0.64%	-1.26%	-0.83%	-2.15%	-2.31%

注：户外 2017 年降幅较大主要为探路者现亏损，2019 年以来净利率提升幅度较大主要为探路者主业好转、非经常性收益增加以及旅行业务减亏贡献；中高端男装 2017 年净利率提升幅度较大主要为当年部分公司扭亏，19Q1 净利率提升明显主要为九牧王投资收益增厚、报喜鸟政府补助增加及资产减值损失减少等贡献。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

表 8：品牌服饰子行业期间费用率及同比变化情况（%）

期间费用/收入比例%	2016	2017	2018	2019.1~3	2019.1~6	2019.1~9
运动服饰	22.47%	26.20%	43.40%	22.66%	35.99%	38.89%
鞋类	32.53%	33.84%	35.59%	31.46%	33.59%	33.62%
箱包	16.90%	17.02%	15.63%	14.32%	16.24%	16.35%
童装	20.33%	21.41%	23.23%	27.68%	29.39%	28.35%
内衣	54.00%	50.17%	53.49%	40.69%	44.21%	47.85%
中高端男装	41.10%	36.23%	36.86%	32.71%	39.56%	39.55%
家纺	31.14%	29.90%	30.45%	28.69%	31.58%	31.33%
户外	23.34%	22.44%	26.98%	28.84%	26.88%	29.63%
高端服饰	43.53%	46.70%	48.65%	44.55%	47.58%	47.11%
大众服饰	28.56%	29.08%	31.89%	31.18%	34.72%	34.93%
合计	31.26%	31.82%	34.37%	32.15%	35.59%	35.86%

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

表 9：品牌服饰子行业平均存货周转天数（天）

存货周转天数	2016	2017	2018	2019.1~3	2019.1~6	2019.1~9
运动服饰	86	82	89	133	192	190
鞋类	335	332	303	265	272	276
箱包	63	87	83	82	88	80
童装	150	152	169	207	218	223
内衣	349	315	300	322	321	340
中高端男装	303	270	216	187	223	255
家纺	192	177	178	214	213	216
户外	197	193	190	263	204	256
高端服饰	306	247	276	264	295	317
大众服饰	263	236	195	196	222	227
合计	252	230	218	224	237	251

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

表 10: 品牌服饰子行业平均应收账款周转天数 (天)

应收账款周转天数	2016	2017	2018	2019.1~3	2019.1~6	2019.1~9
运动服饰	241	194	202	254	321	335
鞋类	79	84	94	98	100	103
箱包	62	55	39	42	44	49
童装	43	43	43	49	46	47
内衣	31	29	28	31	29	29
中高端男装	57	49	47	49	54	60
家纺	42	37	36	38	37	38
户外	31	31	42	71	71	73
高端服饰	34	33	37	34	36	36
大众服饰	28	28	31	34	38	42
合计	49	47	50	56	59	61

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

表 11: 品牌服饰子行业经营净现金流/收入比例 (%)

经营净现金流/收入比例%	2016	2017	2018	2019.1~3	2019.1~6	2019.1~9
运动服饰	10.36%	19.47%	19.89%	14.57%	-2.42%	-26.76%
鞋类	7.25%	8.23%	9.79%	2.75%	6.30%	2.35%
箱包	11.34%	13.25%	7.13%	-2.79%	-2.10%	0.47%
童装	8.24%	15.43%	5.82%	-2.97%	-3.84%	-2.15%
内衣	10.38%	22.58%	5.51%	-1.52%	4.90%	7.97%
中高端男装	14.95%	19.68%	8.58%	8.72%	-1.66%	-0.96%
家纺	13.94%	9.91%	7.22%	10.46%	9.92%	9.99%
户外	8.87%	-3.83%	-3.42%	-6.83%	-6.21%	-11.31%
高端服饰	17.42%	17.33%	13.07%	21.82%	13.61%	16.52%
大众服饰	8.45%	8.01%	7.73%	8.03%	2.60%	2.69%
合计	10.11%	10.35%	8.33%	8.16%	4.14%	3.92%

资料来源: Wind, 光大证券研究所统计

表 12: 品牌服饰行业上市公司主要财务指标情况

行业	代码	公司	收入增速%				归母净利润增速%				毛利率变化PCT				净利率变化PCT				存货周转天数变化				市值 (亿元)
			18年	19Q1	19H1	19.1~9	18年	19Q1	19H1	19.1~9	18年	19Q1	19H1	19.1~9	18年	19Q1	19H1	19.1~9	18年	19Q1	19H1	19.1~9	
大众服饰	600398.SH	海澜之家	4.9	5.2	7.1	12.6	3.8	7.0	2.9	(0.5)	1.9	3.7	1.1	(1.7)	(0.2)	0.3	(0.9)	(2.5)	9	25	2	(35)	343
	002563.SZ	森马服饰	30.7	63.9	48.6	35.8	48.8	11.1	8.2	2.8	4.3	2.6	6.5	5.6	1.3	(3.9)	(3.2)	(3.2)	23	17	38	30	277
	002269.SZ	美邦服饰	18.6	(20.7)	(31.5)	(27.3)	113.2	(23.9)	(359.6)	(692.4)	(2.8)	(1.4)	(2.5)	(4.3)	5.2	(0.1)	(6.5)	(6.6)	(25)	30	72	31	50
	600400.SH	红豆股份	(8.9)	9.1	1.1	5.4	(66.1)	6.6	(14.8)	(16.9)	2.6	5.5	4.6	3.5	(14.1)	(0.0)	(1.2)	(2.1)	(373)	3	7	(1)	85
	603157.SH	拉夏贝尔	13.1	(6.9)	(9.8)	(7.2)	(132.0)	(94.4)	(311.2)	(444.7)	2.8	(1.7)	(2.1)	(3.2)	(7.9)	(7.4)	(19.8)	(19.2)	32	11	30	(20)	14
	603196.SH	日播时尚	5.5	5.5	1.4	(0.2)	(54.1)	(72.0)	(190.8)	(103.7)	(0.2)	(2.8)	(3.8)	(4.5)	(4.7)	(5.3)	(7.3)	(3.1)	52	41	13	(5)	29
603877.SH	太平鸟	7.8	(4.5)	(1.5)	2.4	27.5	(34.9)	(33.1)	(26.8)	0.5	2.3	1.3	0.4	0.9	(2.4)	(2.0)	(1.6)	(1)	22	12	(7)	72	
童装	002563.SZ	森马服饰	30.7	63.9	48.6	35.8	48.8	11.1	8.2	2.8	4.3	2.6	6.5	5.6	1.3	(3.9)	(3.2)	(3.2)	23	17	38	30	277
	002762.SZ	金发拉比	5.5	(6.7)	(8.4)	(4.6)	(56.8)	(28.5)	(23.0)	(21.0)	(1.8)	3.2	3.9	2.9	(12.6)	(5.0)	(2.9)	(3.3)	25	83	114	44	18
	002875.SZ	安奈儿	17.6	17.7	15.2	13.4	21.1	30.0	1.6	(42.3)	(0.2)	(4.3)	(2.5)	(2.3)	0.2	1.2	(1.2)	(3.5)	30	13	6	1	25
	603557.SH	起步股份	4.4	19.1	17.0	14.0	(7.1)	47.6	(2.4)	2.5	0.6	0.3	(0.5)	(0.7)	(1.6)	2.8	(3.0)	(1.7)	8	17	9	1	43
603214.SH	爱婴室	18.1	13.2	15.9	14.5	28.2	46.4	27.3	32.9	0.4	1.3	1.5	2.2	0.3	0.7	0.5	0.7	(1)	15	9	5	47	
高端服饰	002832.SZ	比音勒芬	40.0	27.4	25.1	24.9	62.2	52.9	42.0	51.1	(2.1)	0.7	3.7	4.8	2.7	4.6	2.4	4.1	28	70	107	123	79
	603587.SH	地素时尚	7.9	13.5	14.4	15.9	19.6	32.6	1.1	6.7	(0.9)	0.2	0.6	1.0	2.7	4.8	(4.0)	(2.4)	(11)	(19)	(16)	(19)	98
	603808.SH	歌力思	18.7	8.3	17.1	8.6	20.7	11.0	17.9	2.6	(0.6)	(2.2)	(1.7)	(3.2)	0.8	0.1	0.7	(1.6)	24	10	(7)	(4)	46
	002612.SZ	朗姿股份	13.1	11.8	7.7	6.7	12.2	(12.5)	(20.2)	(14.9)	0.6	3.5	1.3	2.6	(0.5)	(1.8)	(1.9)	(3.0)	20	42	37	50	36
	603839.SH	安正时尚	16.1	41.5	49.5	54.1	3.0	10.5	18.3	12.6	(3.5)	(14.9)	(13.3)	(13.8)	(2.2)	(4.4)	(3.3)	(4.5)	50	(62)	(103)	(104)	55
	603518.SH	维格娜丝	20.3	(8.7)	(6.5)	(6.5)	43.6	(79.6)	(78.6)	(78.0)	(0.6)	(1.6)	(0.7)	(0.7)	1.4	(7.3)	(7.0)	(5.4)	66	62	81	102	17
箱包	300577.SZ	开润股份	76.2	44.0	40.7	35.5	30.2	31.6	36.0	36.9	(3.6)	(0.8)	2.8	2.2	(3.2)	(1.3)	(0.7)	(0.3)	(4)	0	1	6	70
家纺	002293.SZ	罗莱生活	3.2	(2.3)	(0.4)	(1.6)	24.9	(7.6)	(5.1)	(5.0)	2.0	0.8	(1.1)	0.0	1.6	(0.8)	(0.5)	(0.4)	48	48	24	20	74
	002327.SZ	富安娜	11.6	(5.5)	(3.6)	(4.9)	10.1	(16.3)	(16.2)	(15.4)	0.2	(1.1)	(0.4)	1.2	(0.2)	(2.0)	(2.1)	(1.8)	4	37	13	10	60
	603365.SH	水星家纺	10.4	0.8	9.9	11.9	10.8	4.2	12.5	18.8	(1.2)	0.9	1.7	3.2	0.0	0.4	0.2	0.6	(1)	14	(2)	(0)	41
	002397.SZ	梦洁股份	19.3	6.9	14.2	16.7	64.6	12.6	(9.6)	2.3	(1.4)	(8.1)	(5.6)	(5.7)	(0.2)	(1.0)	(2.8)	(1.5)	(15)	(32)	(44)	(69)	39
	002761.SZ	多喜爱	32.6	23.1	(7.2)	(9.9)	20.1	(38.3)	(124.0)	(108.5)	0.2	(3.1)	(7.2)	(6.9)	0.6	(2.8)	(11.2)	(8.4)	(31)	(13)	24	18	38
中高端男装	002029.SZ	七匹狼	14.0	3.1	6.6	5.3	9.4	9.5	(8.4)	(7.7)	1.9	2.4	2.9	5.3	(0.8)	0.6	(1.5)	(1.1)	(10)	14	6	12	42
	601566.SH	九牧王	6.6	7.2	7.3	5.4	8.0	40.1	23.7	8.9	(0.8)	(1.6)	(1.2)	(0.2)	0.1	8.0	2.9	0.2	(9)	6	2	10	63
	002154.SZ	报喜鸟	19.5	4.7	1.2	3.3	99.9	159.2	183.5	131.3	0.7	1.2	(1.1)	0.0	0.5	7.2	4.8	4.1	(45)	19	24	33	35
	002569.SZ	*ST步森	(7.0)	(7.3)	4.3	(8.8)	(470.4)	134.0	66.1	(619.7)	(3.7)	(2.8)	(4.8)	8.7	(50.5)	6.1	4.7	(12.5)	(19)	(7)	(53)	28	13
002656.SZ	摩登大道	69.6	28.3	9.2	(8.2)	(79.3)	0.4	(40.7)	(143.1)	(13.2)	(8.7)	(4.7)	1.2	(12.0)	(1.8)	(2.5)	(7.3)	(185)	(43)	(5)	48	34	
户外	002780.SZ	三夫户外	19.6	(18.7)	(10.2)	(6.8)	139.0	(32.6)	(36.2)	(46.1)	0.1	3.1	2.8	1.9	4.9	0.3	0.1	(0.2)	(30)	99	52	37	25
	300005.SZ	探路者	(34.3)	(27.1)	(21.2)	(20.6)	(114.4)	82.5	239.4	293.2	6.5	13.6	7.0	9.2	(7.5)	8.8	9.5	8.5	37	44	14	52	32
内衣	603908.SH	牧高笛	6.8	(8.2)	(8.2)	(3.7)	(17.7)	(36.0)	(4.2)	(0.2)	(4.1)	0.2	1.8	1.9	(2.2)	(3.9)	0.5	0.3	(16)	3	5	4	17
	002763.SZ	汇洁股份	10.2	15.3	12.5	11.4	(25.5)	8.1	6.4	20.3	(0.2)	(2.0)	(2.2)	(2.6)	(2.9)	(1.3)	(0.9)	0.7	(15)	34	36	10	32
鞋类	002291.SZ	星期六	1.9	18.3	21.1	20.2	102.5	11.1	106.2	432.6	(3.6)	(4.2)	(4.6)	(5.1)	24.2	(0.3)	2.9	6.2	(105)	(160)	(195)	(186)	46
	603001.SH	奥康国际	(6.7)	(15.2)	(15.7)	(9.6)	(39.5)	(33.7)	(43.1)	(38.5)	(0.5)	0.0	1.2	0.4	(2.4)	(3.1)	(3.6)	(2.6)	(14)	8	21	13	36
	603116.SH	红蜻蜓	(6.3)	(3.6)	(1.2)	(4.7)	(48.6)	(20.8)	(31.4)	(51.0)	(0.1)	(1.7)	(2.6)	(2.9)	(5.2)	(1.9)	(3.2)	(4.9)	(3)	(11)	(24)	(21)	40
	603608.SH	天创时尚	18.4	4.5	4.3	2.9	28.9	(48.9)	(12.4)	(7.9)	(1.7)	(4.8)	(2.8)	(2.0)	1.2	(8.1)	(2.4)	(1.4)	(21)	(3)	3	(4)	27
运动服饰	603958.SH	哈森股份	(10.0)	(11.9)	(12.5)	(10.6)	(443.3)	(44.6)	(76.8)	(87.2)	0.3	(2.0)	(1.8)	(0.7)	(6.0)	(3.5)	(3.9)	(0.6)	(3)	(8)	(6)	(9)	15
	603555.SH	贵人鸟	(13.5)	(37.4)	(47.3)	(49.2)	(536.0)	(83.7)	(269.6)	(1134.2)	(5.8)	(3.4)	3.7	5.1	(30.4)	(9.5)	(10.1)	(15.5)	8	49	97	95	22

资料来源: Wind, 股价时间为 2019 年 11 月 13 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼