

2020H1 纺服板块中报总结：线下消费需求低迷， 电商新零售景气度高

推荐 (维持)

2020 年 09 月 08 日

相关报告

《8 月原材料价格环比回升，出口订单持续复苏》2020-08-31
《7 月份国内零售情况向好，出口订单持续复苏》2020-08-16
《纺织行业释放回暖信号，出口同比提升》2020-08-10

分析师：

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

团队成员：

投资要点

- **2020H1，SW 纺服板块跑输沪深 300。**2020H1 大盘及纺织服装板块均受线下消费下跌影响严重，而纺织服装板块跌幅大于沪深 300。2020H1 沪深 300 指数上涨 2.24%，SW 纺织服装板块整体下跌 3.62%。纺服二级子版块起落较为一致，其中，服装家纺子板块主要受到国际贸易环境变化以及终端零售消费走弱的影响下跌 0.93，涨跌幅均弱于纺织制造板块，而纺织制造板下跌 8.60%。纺织服装板块在所有板块中排名 21 位。
- **2020H1，纺服行业归母净利润出现大幅下降。**SW 纺织服装总营收为 1349 亿元，同比上升 1%，归母净利润为 354 亿元，同比下降 29%，主要是受到疫情导致的终端需求疲软的影响，品牌服饰净利润下降幅度较大。
 - (1) 童装板块总营收/归母净利润为 68/0.73 亿元，同比增长-29%/-92%
 - (2) 女装板块总营收/归母净利润为 42/6.5 亿元，同比增长-13%/-13%。
 - (3) 男装板块总营收/归母净利润为 120/13 亿元，同比增长-21%/-52%。
 - (4) 家纺板块总营收/归母净利润为 51/4.8 亿元，同比增长-12%/-18%。
 - (5) 新零售板块总营收/归母净利润为 117/-7.7 亿元，同比增长 1.3%/-20%。
 - (6) 纺织制造板块总营收/归母净利润为 105/1 亿元，同比增长-22%/-91%。主要系海外疫情在二季度的爆发给出口订单带来了很大的不确定性，2020H2 环比上半年能够有所回暖。
- **基金持仓市值方面，**具体的基金对纺服板块整体的重仓市值个股有所上升，整个板块目前关注最高的标的为星期六，目前持股市值为 7.38 亿元，环比增长 1.70 亿元；其次为森马服饰，目前持股市值为 4.25 亿元，环比下降 0.17 亿元。其他关注度较高的标的有富安娜（0.93/-0.04 亿元），比音勒芬（0.86/+0.29 亿元），开润股份（1.23/+0.06 亿元），地素时尚（1.65/+1.65 亿元），诺邦股份（3.21/+0.24 亿元），九牧王（1.13/-0.05 亿元），奥康国际（1.59/-0.18 亿元）以及安正时尚（1.53/保持不变）。

风险提示：疫情继续恶化，消费恢复不及预期，国际贸易环境剧变



每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



目 录

| | | |
|------|---|--------|
| 1. | 2020H1 行情回顾 | - 5 - |
| 1.1 | 行情回顾 | - 5 - |
| 1.2 | 板块估值水平追踪 | - 6 - |
| 1.3 | 重点公司回顾 | - 6 - |
| 1.4 | 主要数据追踪 | - 7 - |
| 1.5 | 原材料价格指数 | - 7 - |
| 1.6 | 汇率情况 | - 8 - |
| 1.7 | 出口数据追踪 | - 8 - |
| 2. | 纺织服装 2020 上半年综述 | - 9 - |
| 2.1 | 行情回顾 | - 9 - |
| 2.2 | 基金持仓情况 | - 12 - |
| 3. | 品牌服饰 | - 14 - |
| 3.1 | 童装 | - 14 - |
| 3.2 | 重点公司：森马服饰 | - 17 - |
| 3.3 | 女装 | - 19 - |
| 3.4 | 重点公司：地素时尚 | - 21 - |
| 3.5 | 男装 | - 22 - |
| 3.6 | 重点公司：海澜之家 | - 24 - |
| 4. | 家纺 | - 27 - |
| 4.1 | 重点公司：罗莱生活 | - 29 - |
| 5. | 新零售：开润股份 | - 32 - |
| 6. | 纺织制造 | - 35 - |
| 6.1 | 龙头公司海外布局情况 | - 35 - |
| 6.2 | 重点公司：鲁泰 A | - 36 - |
| 7. | 重点标的推荐 | - 37 - |
| 8. | 风险提示 | - 38 - |
| 图 1 | 纺服板块 2020H1 涨跌幅 | - 5 - |
| 图 2 | 纺服二级子板块 2020H1 涨跌幅 | - 5 - |
| 图 3 | 2020H1 年各板块涨跌幅表现（%） | - 5 - |
| 图 4 | 纺织服装板块相对估值水平 | - 6 - |
| 图 5 | 纺织服装板块绝对估值水平 | - 6 - |
| 图 6 | 2020H1 重点公司涨跌幅表现（%） | - 6 - |
| 图 7 | 2018 年至今社会消费品零售总额同比增速 | - 7 - |
| 图 8 | 2018 年至今限额以上服装鞋帽针纺织品类零售同比增速 | - 7 - |
| 图 9 | 2017 年至今国内外棉花价格指数及价差 | - 7 - |
| 图 10 | 2010 至今柯桥纺织价格指数 | - 7 - |
| 图 11 | 2018 至今美元兑离岸人民币价（元） | - 8 - |
| 图 12 | 2020 年名义美元指数 | - 8 - |
| 图 13 | 2015 年至今国内出口金额及 HS 纺织类出口金额累计同比（%） | - 9 - |
| 图 14 | 2015 年以来纺服行业的营收走势（亿元） | - 10 - |
| 图 15 | 2015 年以来纺服行业各子板块营收走势（亿元） | - 10 - |
| 图 16 | 2015 年以来纺服行业归母净利润走势（亿元） | - 10 - |
| 图 17 | 2015 年以来纺服行业各子板块归母净利润走势（亿元） | - 10 - |
| 图 18 | 2015-2020H1 纺服行业毛利率（%） | - 11 - |
| 图 19 | 2015-2020H1 纺服行业分版块毛利率（%） | - 11 - |
| 图 20 | 2015-2020H1 纺服行业净利率（%） | - 11 - |

| | | |
|------|-----------------------------------|--------|
| 图 21 | 2015-2020H1 纺服行业分版块净利率 (%) | - 11 - |
| 图 22 | 2015-2020H1 纺服行业期间费用率 (%) | - 12 - |
| 图 23 | 2015-2020H1 纺服行业分版块期间费用率 (%) | - 12 - |
| 图 24 | 纺服板块基金持股市值 (百万元) | - 12 - |
| 图 25 | 纺服板块基金重仓配置比例 | - 13 - |
| 图 26 | 纺服板块重仓基金数量 (支) | - 14 - |
| 图 27 | 2015-2020H1 重点童装公司营业收入 (亿元) | - 15 - |
| 图 28 | 2015-2020H1 重点童装公司归母净利润 (亿元) | - 15 - |
| 图 29 | 2015-2020H1 重点童装公司毛利率 (%) | - 15 - |
| 图 30 | 2015-2020H1 重点童装公司净利率 (%) | - 15 - |
| 图 31 | 2015-2020H1 年家童装重点公司的期间费用率情况 (%) | - 16 - |
| 图 32 | 2015-2020H1 重点童装公司存货 (亿元) | - 16 - |
| 图 33 | 2015-2020H1 重点童装公司存货周转率 | - 16 - |
| 图 34 | 森马旗下各品牌一览 | - 17 - |
| 图 35 | 公司发展历程 | - 17 - |
| 图 36 | 2015-2020H1 公司营收及同比增速 | - 18 - |
| 图 37 | 2015-2020H1 公司归母净利及同比增速 | - 18 - |
| 图 38 | 细分品牌运营情况 (亿元) | - 18 - |
| 图 39 | 2015-2020H1 重点女装公司营业收入 (亿元) | - 19 - |
| 图 40 | 2015-2020H1 重点女装公司归母净利润 (亿元) | - 19 - |
| 图 41 | 2015-2020H1 重点女装公司毛利率 (%) | - 20 - |
| 图 42 | 2015-2020H1 重点女装公司净利率 (%) | - 20 - |
| 图 43 | 2015-2020H1 年各家女装重点公司的期间费用率情况 (%) | - 20 - |
| 图 44 | 2015-2020H1 重点女装公司存货 (亿元) | - 21 - |
| 图 45 | 2015-2020H1 重点女装公司存货周转率 | - 21 - |
| 图 46 | 2015-2020H1 公司营收及同比增速 (亿元/%) | - 21 - |
| 图 47 | 2015-2020H1 公司归母净利及同比增速 (亿元/%) | - 21 - |
| 图 48 | 2015-2020H1 男装上市公司营业收入 (亿元) | - 22 - |
| 图 49 | 2015-2020H1 男装上市公司归母净利润 (亿元) | - 22 - |
| 图 50 | 2015-2020H1 男装上市公司毛利率 (%) | - 23 - |
| 图 51 | 2015-2020H1 男装上市公司净利率 (%) | - 23 - |
| 图 52 | 2015-2020H1 年家男装重点公司的期间费用率情况 (%) | - 23 - |
| 图 53 | 2015-2020H1 男装上市公司存货 (亿元) | - 24 - |
| 图 54 | 2015-2020H1 男装上市公司存货周转率 (次) | - 24 - |
| 图 55 | 公司商业模式示意图 | - 24 - |
| 图 56 | 2015-2017 年公司买断及赊购产品销售占比 | - 25 - |
| 图 57 | 旗下品牌买断及赊购占比情况 | - 25 - |
| 图 58 | 2015-2020H1 公司营收及同比增速 (亿元/%) | - 27 - |
| 图 59 | 2015-2020H1 公司归母净利及同比增速 (亿元/%) | - 27 - |
| 图 60 | 门店情况 (家) | - 27 - |
| 图 61 | 2015-2020H1 家纺上市公司营业收入 (亿元) | - 28 - |
| 图 62 | 2015-2020H1 家纺上市公司归母净利润 (亿元) | - 28 - |
| 图 63 | 2015-2020H1 家纺上市公司毛利率 (%) | - 28 - |
| 图 64 | 2015-2020H1 家纺上市公司净利率 (%) | - 28 - |
| 图 65 | 2015-2020H1 年家家纺重点公司的期间费用率情况 (%) | - 29 - |
| 图 66 | 2015-2020H1 家纺上市公司存货 (亿元) | - 29 - |
| 图 67 | 2015-2020H1 家纺上市公司存货周转率 (次) | - 29 - |
| 图 68 | 公司品牌业务矩阵 | - 30 - |
| 图 69 | 公司旗下各品牌营业收入占比情况 | - 30 - |
| 图 70 | 2010-2017 年公司家纺行业市场占有率 | - 30 - |

| | | |
|------|--------------------------------------|--------|
| 图 71 | 2015-2020H1 年公司营收及归母净利增长情况（亿元） | - 31 - |
| 图 72 | 2015-2020H1 家纺行业主要企业营收（亿元） | - 31 - |
| 图 73 | 开润发展历史 | - 32 - |
| 图 74 | 2015-2020H1 公司营收及同比增速 | - 33 - |
| 图 75 | 2015-2020H1 公司归母净利润及同比增速 | - 33 - |
| 图 76 | 2015-2019 年公司 2B 业务收入及同比增速 | - 34 - |
| 图 77 | 2015-2019 年公司 2C 业务收入及同比增速 | - 34 - |
| 图 78 | 2015-2020H1 年公司研发投入及占营收比重 | - 34 - |
| 图 79 | 公司依托小米拓展四大渠道 | - 34 - |
| 图 80 | 2012-2019 年中国与越南纺织品出口情况 | - 35 - |
| 图 81 | 2012-2019 年越南纺织品出口占中国纺织品出口值比 | - 35 - |
| 图 82 | 公司营收情况 | - 36 - |
| 图 83 | 公司利润率情况 | - 37 - |
| 表 1 | 服装家纺行业 A 股上市公司统计名单 | - 9 - |
| 表 2 | 2020H1 期间重点童装公司实体门店变动情况（家） | - 16 - |
| 表 3 | 基于两季售罄率对供应商毛利率的测算 | - 25 - |
| 表 4 | 公司总部与加盟商的职责分工情况 | - 26 - |
| 表 5 | 2014-2018 年男装海澜之家平均店效、坪效情况 | - 26 - |
| 表 6 | 2014-2019 年天猫双十一家纺类销量排名 | - 31 - |
| 表 7 | 纺织制造龙头企业海外扩产情况 | - 36 - |
| 表 8 | 期间费用及同比变化（百万元） | - 37 - |

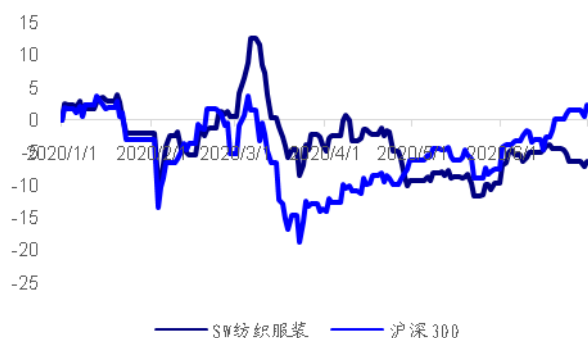
报告正文

1. 2020H1 行情回顾

1.1 行情回顾

2020H1，SW 纺服板块跑输沪深 300。2020H1 大盘及纺织服装板块均受线下消费下跌影响严重，但纺织服装板块跌幅大于沪深 300。2020H1 沪深 300 指数上涨 2.24%，SW 纺织服装板块整体下跌 3.62%。纺服二级子版块起落较为一致，其中，服装家纺子板块主要受到国际贸易环境变化以及终端零售消费走弱的影响下跌 0.93，涨跌幅均弱于纺织制造板块，而纺织制造板下跌 8.60%。纺织服装板块在所有板块中排名 21 位。

图1 纺服板块 2020H1 涨跌幅



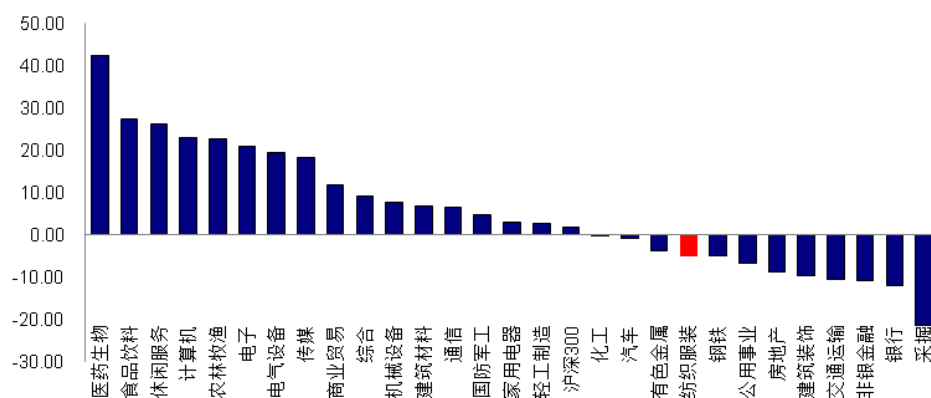
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2 纺服二级子板块 2020H1 涨跌幅



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3 2020H1 年各板块涨跌幅表现（%）

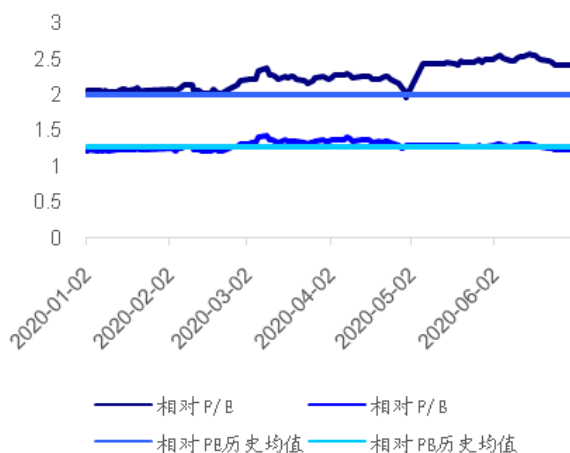


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 板块估值水平追踪

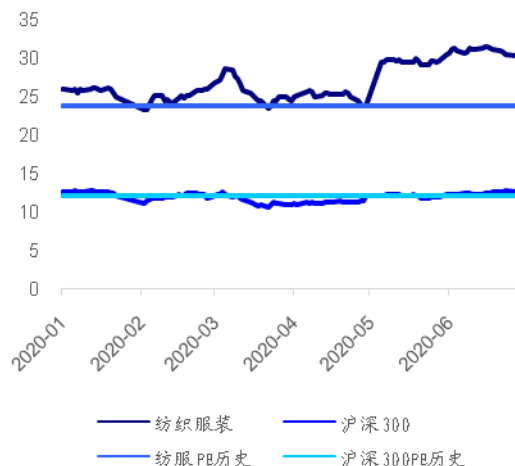
2020H1 行业估值调整，相对市盈率及市净率均较年初小幅上涨。截止 2020 年 6 月 30 日纺织服装板块市盈率（TTM）30.62 倍，相对沪深 300 的市盈率（TTM）12.69 倍，为 2.41 倍；纺织服装板块市净率 1.75 倍，相对沪深 300 市净率 1.43 倍，为 1.22 倍。

图4 纺织服装板块相对估值水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5 纺织服装板块绝对估值水平

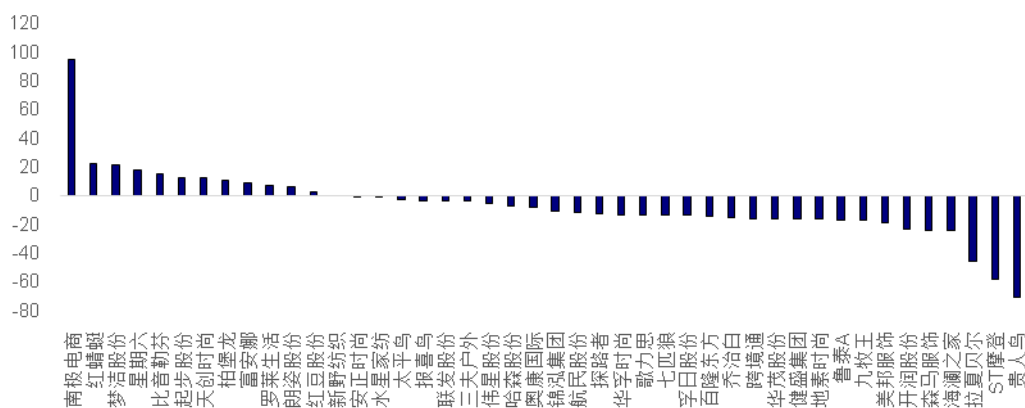


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3 重点公司回顾

覆盖的重点公司中，南极电商和红蜻蜓的涨幅最高，分别为 95.30% 和 25.98%，而 ST 摩登和贵人鸟的跌幅分别达到 58.52% 和 70.85%，受消费端冲击严重。

图6 2020H1 重点公司涨跌幅表现（%）

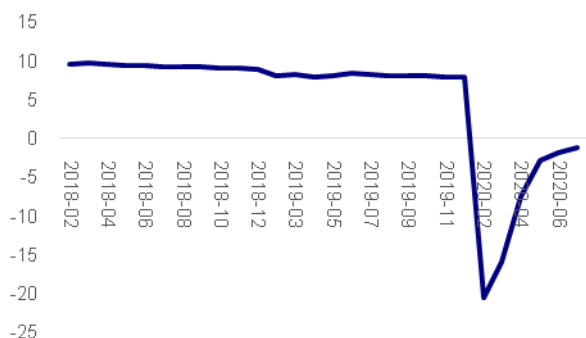


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4 主要数据追踪

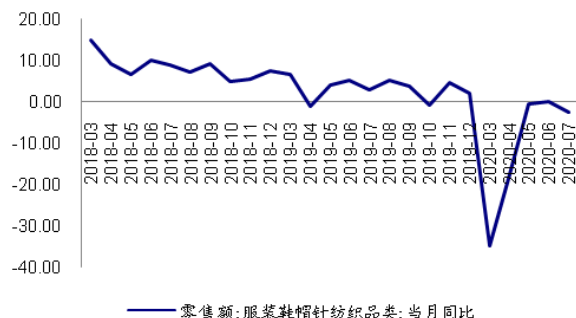
2020H1 社会消费品零售同比增速受疫情冲击显著下滑。截至 2020 年 6 月 31 日，社会消费品零售总额当月同比下降 1.80%，增速环比好转；限额以上服装鞋帽针纺织品类零售六月份同比下滑 0.10 个百分点，增速环比上升 0.50pct。

图7 2018 年至今社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8 2018 年至今限额以上服装鞋帽针纺织品类零售同比增速

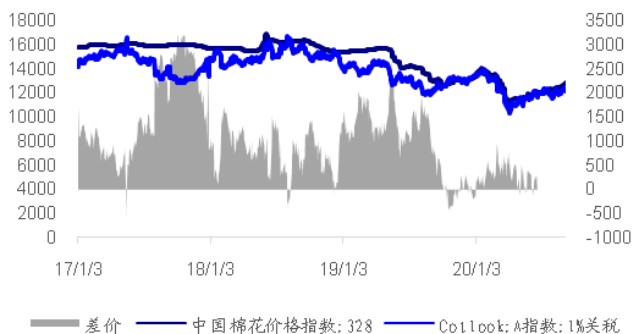


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.5 原材料价格指数

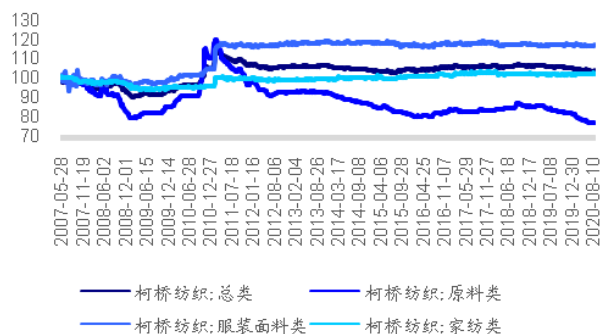
2020 年国内外棉花价格都呈现下跌的趋势。截止 2020 年 6 月 30 日，Cotlook: A 指数较年初下跌 11.32% 至 11901 元/吨，中国棉花价格指数 328 较年初下跌 12.76% 至 11866 元/吨，国内外棉花价差较年初缩减 80.67%。

图9 2017 年至今国内外棉花价格指数及价差



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10 2010 至今柯桥纺织价格指数



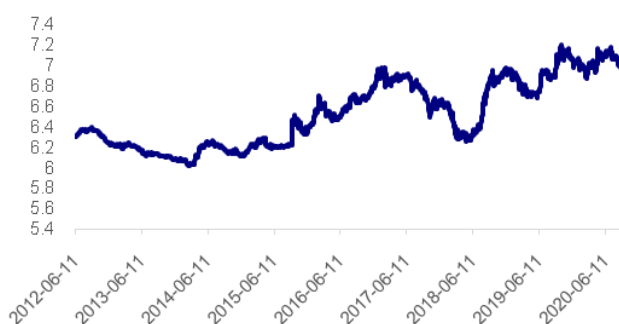
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2020H1，柯桥纺织总类价格指数较 2019 年底下降 1.56%；原料类和服装面料类指数有所下降，下降幅度分别为 5.21% 和 0.68%；家纺类指数略微上升，上升幅度为 0.25%。

1.6 汇率情况

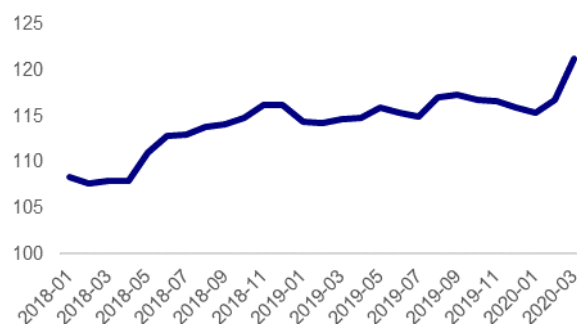
2020 年美元价格先降后升再略降。年初开始即受到疫情的冲击，美元兑人民币价格整体呈现下降的趋势，但是疫情全球化的蔓延严重冲击了美国的资本市场，在 3 月份 FED 决定放水救市以后美元短期价值大幅拉涨。截止 2020 年 6 月 30 日，美元兑人民币为 7.07 元。

图11 2018 至今美元兑离岸人民币价（元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图12 2020 年名义美元指数



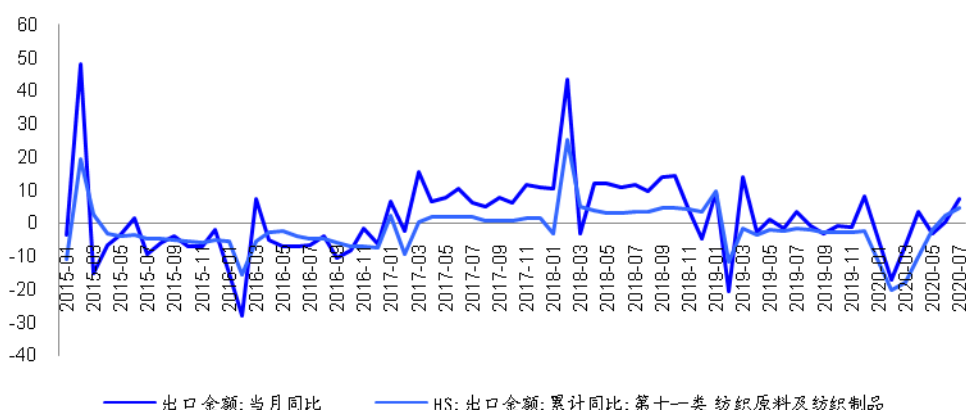
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年内名义美元指数从 114.4 上行到了 115.9，而这一上行趋势在 2020 年一季度愈演愈烈，在二季度小幅下降，2020 年的六月份名义美元指数为 120.0。

1.7 出口数据追踪

2020H1 出口金额及纺织类出口金额受到中美贸易战的影响出现大幅波动。面对疫情带来的消费需求疲弱的影响，上半年出口商品的同比均是处在负值区间。而纺织品的波动与国内出口波动呈正相关。2020 年 1 和 2 月份出口金额及纺织类出口金额均大幅下跌，分别出现了 17.20%和 20.20%的跌幅，3 月份出口金额同比情况有所好转，但纺织品出口暂未回暖，4 和 5 月份跌幅放缓，分别为 10.20%和 1.80%，6 月份出口金额同比增加 2.20%。

图13 2015 年至今国内出口金额及 HS 纺织类出口金额累计同比 (%)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2. 纺织服装 2020 上半年综述

2.1 行情回顾

表1 服装家纺行业 A 股上市公司统计名单

| 行业 | 证券代码 | 公司 | 上市日期 | 行业 | 证券代码 | 证券简称 | 上市日期 |
|----|-----------|------|------------|------|-----------|------|------------|
| 男装 | 600398.SH | 海澜之家 | 2000-12-28 | 休闲服装 | 603555.SH | 贵人鸟 | 2014-01-24 |
| | 600400.SH | 红豆股份 | 2001-01-08 | | 002776.SZ | 柏堡龙 | 2015-06-26 |
| | 002029.SZ | 七匹狼 | 2004-08-06 | | 002563.SZ | 森马服饰 | 2011-03-11 |
| | 601566.SH | 九牧王 | 2011-05-30 | | 002269.SZ | 美邦服饰 | 2008-08-28 |
| | 002154.SZ | 报喜鸟 | 2007-08-16 | | 603877.SH | 太平鸟 | 2017-01-09 |
| | 002687.SZ | 乔治白 | 2012-07-13 | 其他服装 | 002832.SZ | 比音勒芬 | 2016-12-23 |
| | 002656.SZ | 摩登大道 | 2012-02-28 | | 002780.SZ | 三夫户外 | 2015-12-09 |
| 女装 | 002612.SZ | 朗姿股份 | 2011-08-30 | 鞋帽 | 002291.SZ | 星期六 | 2009-09-03 |
| | 603808.SH | 歌力思 | 2015-04-22 | | 603608.SH | 天创时尚 | 2016-02-18 |
| | 603518.SH | 维格娜丝 | 2014-12-03 | | 603958.SH | 哈森股份 | 2016-06-29 |
| | 603157.SH | 拉夏贝尔 | 2017-09-25 | | 603557.SH | 起步股份 | 2017-08-18 |
| | 603839.SH | 安正时尚 | 2017-02-14 | | 603001.SH | 奥康国际 | 2012-04-26 |
| 家纺 | 002327.SZ | 富安娜 | 2009-12-30 | | 603116.SH | 红蜻蜓 | 2015-06-29 |
| | 002397.SZ | 梦洁股份 | 2010-04-29 | 新零售 | 002640.SZ | 跨境通 | 2011-12-08 |
| | 002293.SZ | 罗莱生活 | 2009-09-10 | | 300577.SZ | 开润股份 | 2016-12-21 |
| | 603365.SH | 水星家纺 | 2017-11-20 | | 002127.SZ | 南极电商 | 2007-04-18 |

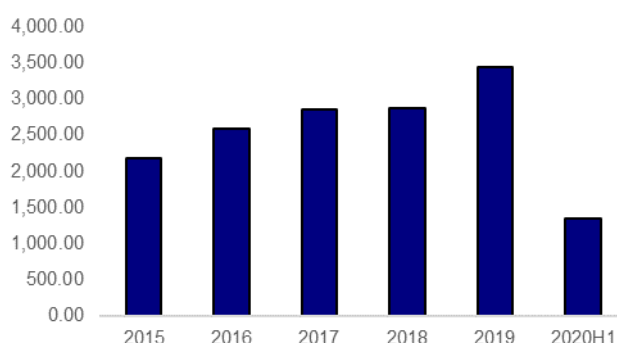
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2020H1 受疫情影响，纺服行业归母净利润出现大幅下降。SW 纺织服装总营收为 1349 亿元，同比上升 1%，归母净利润为 354 亿元，同比下降 29%，主要是受到疫情导致的终端需求疲软的影响，品牌服饰净利润下降幅度较大。

子行业业绩分化明显，童装、女装、男装增速下滑明显，新零售景气度相对较高。

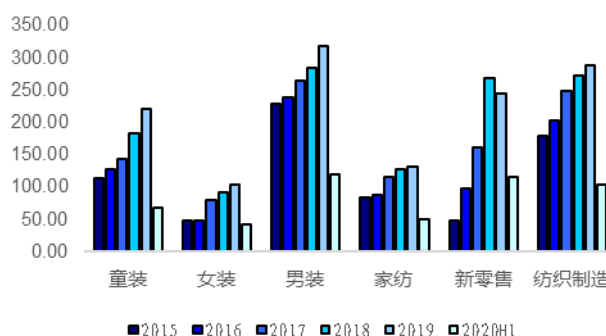
- (1) 童装板块总营收/归母净利润为 68/0.73 亿元，同比增长-29%/-92%。
- (2) 女装板块总营收/归母净利润为 42/6.5 亿元，同比增长-13%/-13%。
- (3) 男装板块总营收/归母净利润为 120/13 亿元，同比增长-21%/-52%。
- (4) 家纺板块总营收/归母净利润为 51/4.8 亿元，同比增长-12%/-18%。
- (5) 新零售板块总营收/归母净利润为 117/-7.7 亿元，同比增长 1.3%/-20%。
- (6) 纺织制造板块总营收/归母净利润为 105/1 亿元，同比增长-22%/-91%。主要系海外疫情在二季度的爆发给出口订单带来了很大的不确定性，2020H2 环比上半年能够有所回暖。

图14 2015年以来纺服行业的营收走势（亿元）



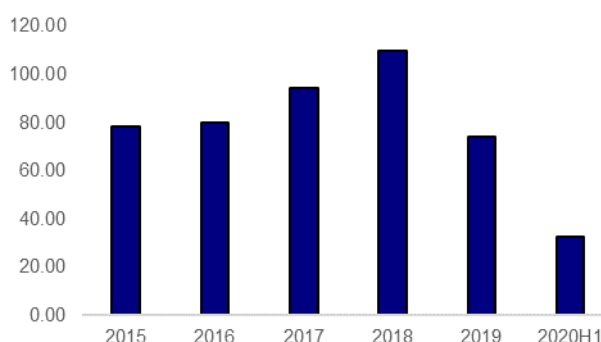
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图15 2015年以来纺服行业各子板块营收走势（亿元）



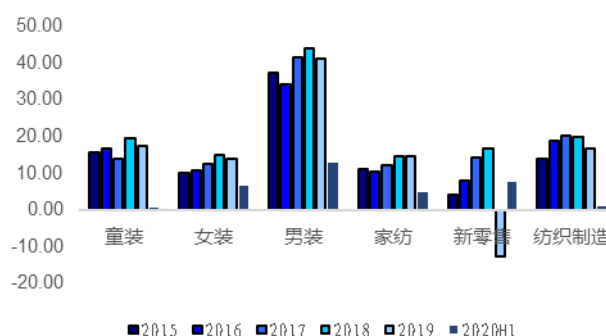
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图16 2015年以来纺服行业归母净利润走势（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17 2015年以来纺服行业各子板块归母净利润走势（亿元）



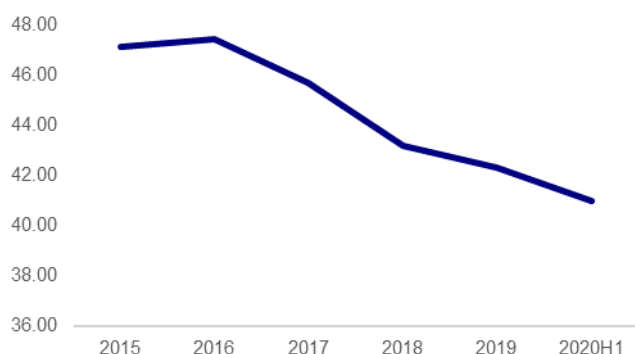
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2020H1 纺服板块毛利率为 41%，同比下降 1.91pct。其中，女装板块毛利率同比下降 4.4pct 至 67%。男装板块毛利率同比下降 1.4pct 至 49%。家纺板块毛利率同比上升 0.75pct 至 44%。纺织制造板块毛利率同比下降 6.7pct 至 13%，童装板块

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

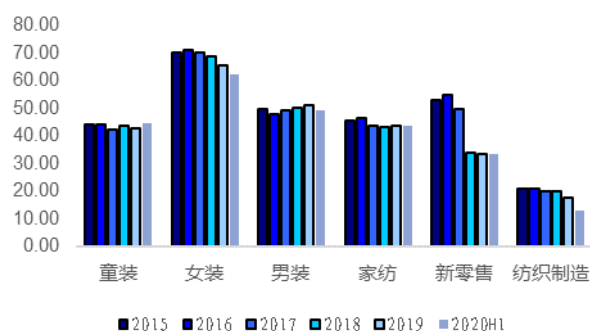
毛利率下降 0.35pct 至 45%，新零售板块毛利率上升 0.64pct 至 33%。

图18 2015-2020H1 纺服行业毛利率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

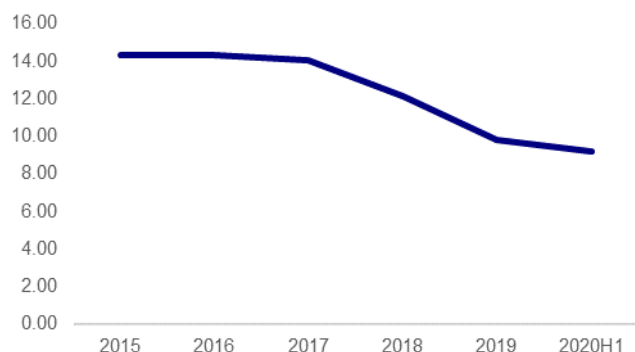
图19 2015-2020H1 纺服行业分版块毛利率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

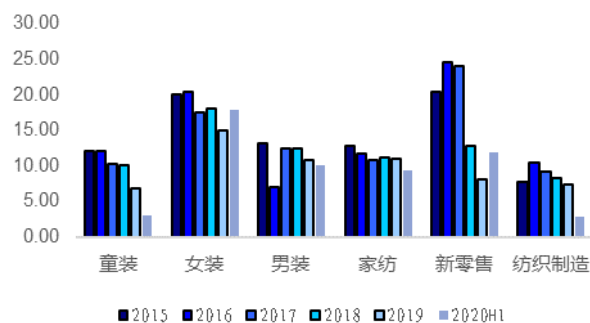
2020 上半年纺服板块净利率为 9.17%，同比下降 3.26pct，主要系疫情导致的消费环境低迷，服装家纺企业盈利能力下降所致。其中，童装/女装/男装/家纺/新零售/纺织制造板块的净利率分别为 3%/18%/10%/9%/12%/3%，分别同比 7.7/0.5/-4.6/-1/-0.8/-6pct。

图20 2015-2020H1 纺服行业净利率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图21 2015-2020H1 纺服行业分版块净利率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

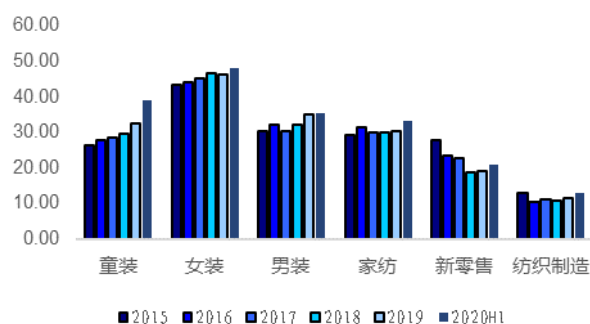
2020 上半年，纺织服装板块期间费用率为 31.51%，同比上升 2.85pct，主要系整体营收规模下降所致。其中，童装/女装/男装/家纺/新零售/纺织制造板块的期间费用率分别为 39%/48%/35%/33%/21%/13%，分别同比上升 7.7/2.7/1.6/1.6/2.3/1.1pct。

图22 2015-2020H1 纺服行业期间费用率 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图23 2015-2020H1 纺服行业分版块期间费用率 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 基金持仓情况

基金持仓市值方面, 具体的基金对纺服板块整体的重仓市值个股有所上升, 整个板块目前关注最高的标的为星期六, 目前持股市值为 7.38 亿元, 环比增长 1.70 亿元; 其次为森马服饰, 目前持股市值为 4.25 亿元, 环比下降 0.17 亿元。其他关注度较高的标的有富安娜 (0.93/-0.04 亿元), 比音勒芬 (0.86/+0.29 亿元), 开润股份 (1.23/+0.06 亿元), 地素时尚 (1.65/+1.65 亿元), 诺邦股份 (3.21/+0.24 亿元), 九牧王 (1.13/-0.05 亿元), 奥康国际 (1.59/-0.18 亿元) 以及安正时尚 (1.53/保持不变)。

图24 纺服板块基金持股市值 (百万元)

| 代码 | 名称 | 板块 | 2020Q2 | 2020Q1 | 环比增长变动 | 2019Q1 | 同比增长变动 |
|-----------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 600987.SH | 航民股份 | 印染 | 22 | 124 | -102 | 177 | -154 |
| 603001.SH | 奥康国际 | 鞋帽 | 159 | 178 | -18 | 250 | -91 |
| 002327.SZ | 富安娜 | 家纺 | 93 | 96 | -4 | 1 | 92 |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 休闲服装 | 425 | 442 | -17 | 1,277 | -852 |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 家纺 | 24 | 23 | 1 | 48 | -24 |
| 601566.SH | 九牧王 | 男装 | 113 | 118 | -5 | 71 | 42 |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | 棉纺 | 31 | 26 | 5 | 9 | 22 |
| 603587.SH | 地素时尚 | 女装 | 165 | 0 | 165 | 0 | 165 |
| 603238.SH | 诺邦股份 | 其他纺织 | 321 | 24 | 296 | 0 | 321 |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 其他服装 | 86 | 57 | 29 | 536 | -450 |
| 603558.SH | 健盛集团 | 其他服装 | 6 | 0 | 6 | 0 | 6 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 辅料 | 15 | 0 | 15 | 0 | 15 |
| 603365.SH | 水星家纺 | 家纺 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 002291.SZ | 星期六 | 鞋帽 | 738 | 568 | 170 | 0 | 738 |
| 603839.SH | 安正时尚 | 女装 | 153 | 153 | 0 | 115 | 39 |
| 600398.SH | 海澜之家 | 男装 | 0 | 77 | -76 | 169 | -169 |
| 300577.SZ | 开润股份 | 其他纺织 | 123 | 117 | 6 | 317 | -194 |
| 002029.SZ | 七匹狼 | 男装 | 2 | 0 | 2 | 2 | -1 |

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

从配置比例的角度来看。二季度传统纺织服装类的标的配置比例有所降低，口罩股的持仓比例显著增加，MCN 板块的持仓保持高位，公募基金重仓持有了诺邦股份 0.95%，环比增长 0.86%。

图25 纺服板块基金重仓配置比例

| 代码 | 名称 | 板块 | 2020Q2 | 2020Q1 | 环比增长变动 | 2019Q2 | 同比增长变动 |
|-----------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 600987.SH | 航民股份 | 印染 | 0.07% | 0.46% | -0.39% | 0.85% | -0.78% |
| 603001.SH | 奥康国际 | 鞋帽 | 0.47% | 0.66% | -0.19% | 1.20% | -0.73% |
| 002327.SZ | 富安娜 | 家纺 | 0.28% | 0.36% | -0.08% | 0.00% | 0.27% |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 休闲服装 | 1.26% | 1.65% | -0.38% | 6.13% | -4.87% |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 家纺 | 0.07% | 0.09% | -0.01% | 0.23% | -0.16% |
| 601566.SH | 九牧王 | 男装 | 0.34% | 0.44% | -0.10% | 0.34% | -0.01% |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | 棉纺 | 0.09% | 0.10% | -0.01% | 0.04% | 0.05% |
| 603587.SH | 地素时尚 | 女装 | 0.49% | 0.00% | 0.49% | 0.00% | 0.49% |
| 603238.SH | 诺邦股份 | 其他纺织 | 0.95% | 0.09% | 0.86% | 0.00% | 0.95% |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 其他服装 | 0.25% | 0.21% | 0.04% | 2.57% | -2.32% |
| 603558.SH | 健盛集团 | 其他服装 | 0.02% | 0.00% | 0.02% | 0.00% | 0.02% |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 辅料 | 0.04% | 0.00% | 0.04% | 0.00% | 0.04% |
| 603365.SH | 水星家纺 | 家纺 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 002291.SZ | 星期六 | 鞋帽 | 2.20% | 2.12% | 0.08% | 0.00% | 2.20% |
| 603839.SH | 安正时尚 | 女装 | 0.46% | 0.57% | -0.11% | 0.55% | -0.09% |
| 600398.SH | 海澜之家 | 男装 | 0.00% | 0.29% | -0.28% | 0.81% | -0.81% |
| 300577.SZ | 开润股份 | 其他纺织 | 0.37% | 0.43% | -0.07% | 1.52% | -1.16% |
| 002029.SZ | 七匹狼 | 男装 | 0.01% | 0.00% | 0.01% | 0.01% | -0.01% |

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图26 纺服板块重仓基金数量（支）

| 代码 | 名称 | 板块 | 2020Q2 | 2020Q1 | 环比增长变动 | | 2019Q2 | 同比增长变动 | |
|-----------|------|------|--------|--------|--------|----|--------|--------|----|
| 600987.SH | 航民股份 | 印染 | 1 | 2 | -1 | -1 | 2 | -1 | -1 |
| 603001.SH | 奥康国际 | 鞋帽 | 2 | 2 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| 002327.SZ | 富安娜 | 家纺 | 2 | 11 | -9 | -9 | 11 | -9 | -9 |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 休闲服装 | 4 | 1 | 3 | 3 | 1 | 3 | 3 |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 家纺 | 1 | 2 | -1 | -1 | 2 | -1 | -1 |
| 601566.SH | 九牧王 | 男装 | 1 | 2 | -1 | -1 | 2 | -1 | -1 |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | 棉纺 | 2 | 0 | 2 | 2 | 0 | 2 | 2 |
| 603587.SH | 地素时尚 | 女装 | 3 | 2 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 |
| 603238.SH | 诺邦股份 | 其他纺织 | 6 | 2 | 4 | 4 | 2 | 4 | 4 |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 其他服装 | 3 | 0 | 3 | 3 | 0 | 3 | 3 |
| 603558.SH | 健盛集团 | 其他服装 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 辅料 | 3 | 0 | 3 | 3 | 0 | 3 | 3 |
| 603365.SH | 水星家纺 | 家纺 | 1 | 6 | -5 | -5 | 6 | -5 | -5 |
| 002291.SZ | 星期六 | 鞋帽 | 7 | 3 | 4 | 4 | 3 | 4 | 4 |
| 603839.SH | 安正时尚 | 女装 | 2 | 7 | -5 | -5 | 7 | -5 | -5 |
| 600398.SH | 海澜之家 | 男装 | 1 | 3 | -2 | -2 | 3 | -2 | -2 |
| 300577.SZ | 开润股份 | 其他纺织 | 3 | 0 | 3 | 3 | 0 | 3 | 3 |
| 002029.SZ | 七匹狼 | 男装 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 |

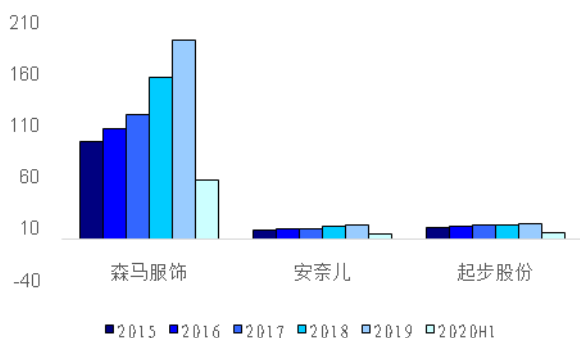
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 品牌服饰

3.1 童装

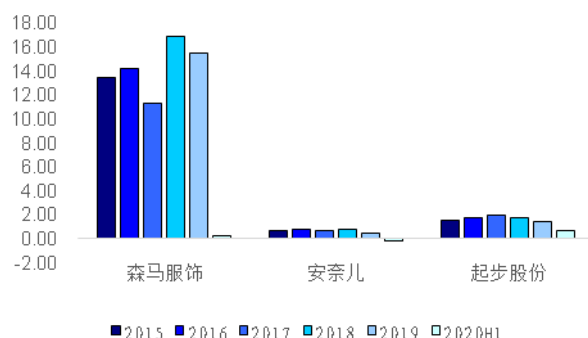
2020H1 童装板块营收恢复弱于其他板块。 森马服饰的童装部分受并表法国公司影响亏损严重，安奈儿和起步股份表现的相对稳健。具体来看，森马服饰 2020 年实现营收 57.34 亿元，同减 30.24%，实现归母净利润 0.22 亿元，同减 97.01%；安奈儿实现营收 4.91 亿元，同减 24.96%，起步股份实现营收 5.60 亿元，同减 22.03%。归母净利润方面，各个品牌均出现了下滑。森马服饰/安奈儿/起步股份分别实现归母净利润 0.22/-0.14/0.66 亿元，分别同减 97.01%/125.41%/38.15%。

图27 2015-2020H1 重点童装公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

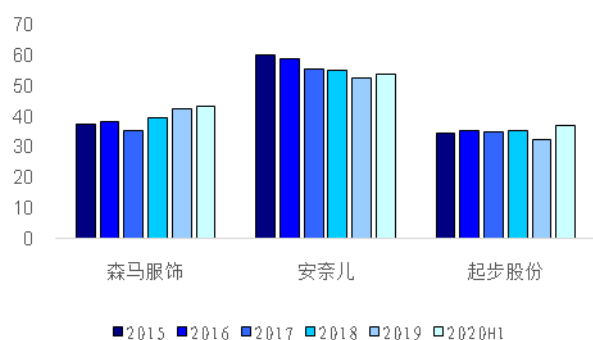
图28 2015-2020H1 重点童装公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

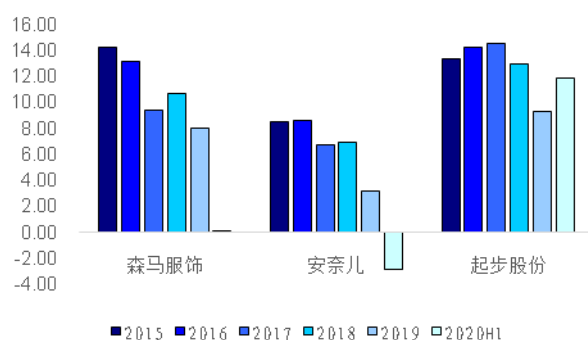
童装板块整体毛利率、净利率均有所下滑。2020H1，森马服饰的毛利率为 43.26%，同比下降 1.58pct，净利率为 0.1%，同比下降 8.57 pct；安奈儿毛利率为 53.85%，同比下降 0.84pct，净利率为-2.39%，同比下降 11.51pct；起步股份毛利率为 37.19%，同比上升 1.36pct，净利率为 11.87%，同比下降 2.95pct。

图29 2015-2020H1 重点童装公司毛利率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

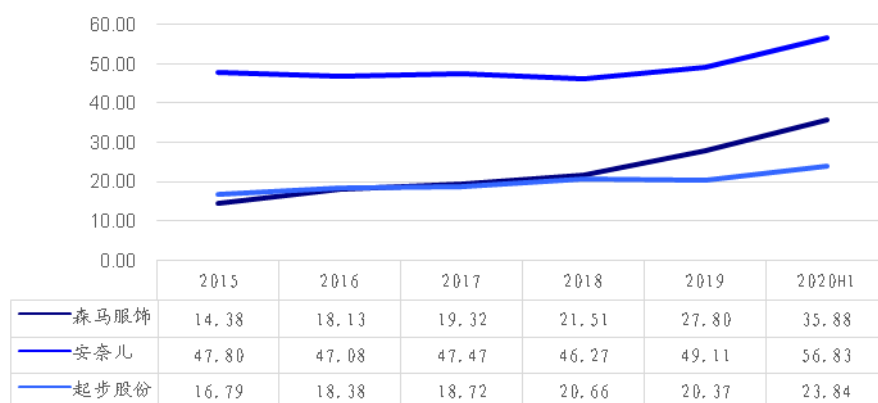
图30 2015-2020H1 重点童装公司净利率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

童装板块费用率有所提高。2020H1，森马服饰/安奈儿/起步股份的期间费用率分别为 36.88%/56.83%/23.84%，分别同比+6.04pct/+11.96pct/+5.13pct。

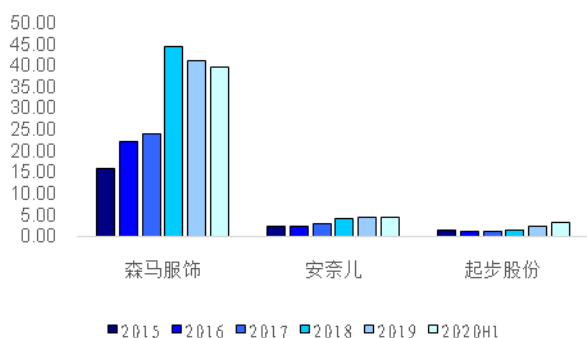
图31 2015-2020H1 年家童装重点公司的期间费用率情况 (%)



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

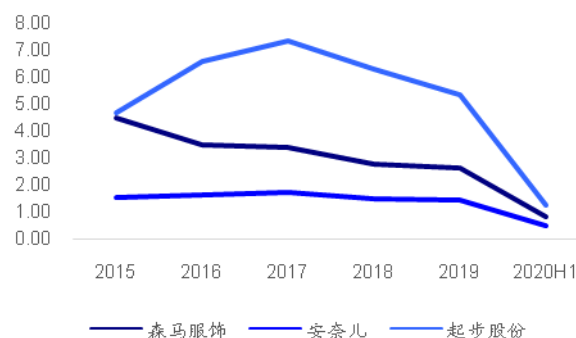
龙头公司存货水平略有下降。2020H1，森马服饰/安奈儿/起步股份的存货分别为39.57/4.38/3.26 亿元，分别环比年初-3.69%/-5.15%/+40.50%。森马服饰和安奈儿在控制新货生产的同时，出清了部分渠道内的库存，在疫情期间优化了资产结构。

图32 2015-2020H1 重点童装公司存货 (亿元)



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图33 2015-2020H1 重点童装公司存货周转率



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

童装公司渠道结构持续调整。其中巴拉巴拉净关 218 家至 5572 家门店，KIDILIZ 净关店 28 家至 673 家门店；安奈儿净关 150 家门店至 1365 家。受消费环境景气度的影响，两大品牌不断地在进行关闭低效店的渠道调整，预计下半年关店趋势有可能会延续。

表 2 2020H1 期间重点童装公司实体门店变动情况 (家)

| 品牌 | 门店类型 | 2019 年末门店数量 | 2020H1 门店数量 | 报告期内净开店数 |
|---------|----------|-------------|-------------|----------|
| 巴拉巴拉 | 直营/加盟 | 5790 | 5572 | -218 |
| KIDILIZ | 直营/加盟/联营 | 701 | 673 | -28 |
| 安奈儿 | 直营 | 1085 | 984 | -101 |
| | 加盟 | 420 | 381 | -39 |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 重点公司：森马服饰

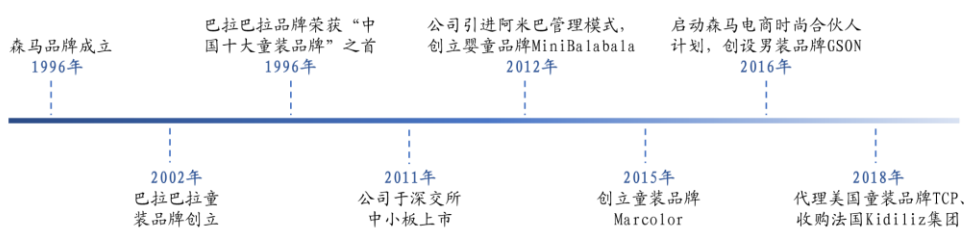
童装+休闲装双龙头公司，童装市占率多年保持第一。公司旗下目前拥有“森马”和“巴拉巴拉”两个主要服饰品牌，其中，“森马”品牌创立于1996年，产品及品牌定位于年轻、时尚、活力、高性价比的大众休闲服饰，主要面向16-30岁的青少年学生群体以及刚踏入社会的年轻群体。“巴拉巴拉”品牌创立于2002年，定位为专业、时尚童装，主要面向0-14岁中产阶级及小康家庭的童装消费群体，目前童装品牌已在全国成为市占率第一的龙头品牌。

图34 森马旗下各品牌一览



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图35 公司发展历程

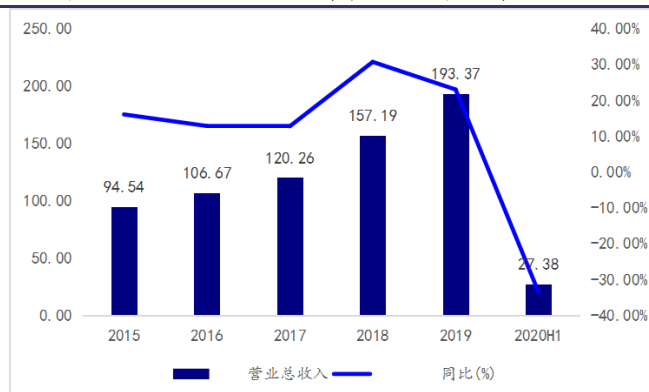


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

森马服饰2020年实现营收57.34亿元，同减30.24%，实现归母净利润0.22亿元，同减97.01%；其中2020Q2实现营收29.96亿元，同减26.95%，实现归母净利润0.04亿元，同减98.90%。2020H1公司国内业务实现营收48.56亿元，同减27.23%，实现归母净利润3.83亿元，同减54.13%，其中Q1Q2国内业务分别实现营收21.78

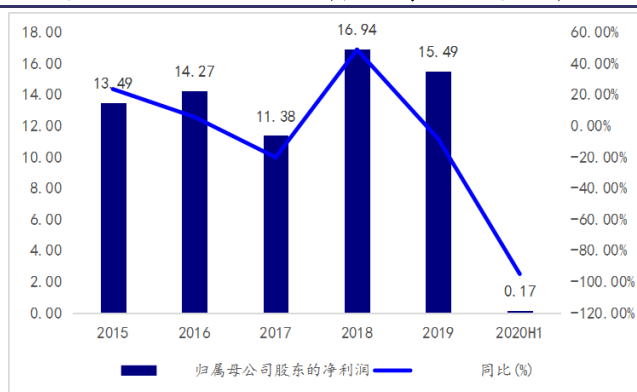
和 26.78 亿元，分别实现净利润 1.35 和 2.48 亿元。公司 2020 上半年度的营收规模下滑主要系疫情影响了终端门店的营业，并且公司尚未剥离的子公司 KIDILIZ 的亏损进一步扩大，上半年共亏损了利润 3.6 亿元。

图36 2015-2020H1 公司营收及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图37 2015-2020H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

按业务拆分，国内外业务均出现下滑。2020H1 森马休闲共实现营收 18.24 亿元，同减 38.02%，毛利率为 35.01%，同减 2.17pct。巴拉巴拉实现营收约为 30.32 亿元，同减 18.21%，巴拉巴拉的毛利率比较坚挺，童装板块的毛利率为 47%，略有下滑。分渠道来看，2020H1 公司的直营/加盟/电商渠道分别实现营收 5.58/22.01/20.97 亿元，分别同比增长-36.81%/-40.59%/0.58%，线下终端渠道受不能开店的影响较为明显，公司上半年控制了电商的折扣水平，减缓了营收的增长速度，提升了电商的毛利率。

图38 细分品牌运营情况（亿元）

| | | 2020H1 | YOY |
|----------|---------|---------------------------|----------|
| 森马休闲 | 营业收入 | 18.24 | -38.02% |
| | 毛利率(H1) | 35.01% | -2.17pct |
| 巴拉巴拉 | 营业收入 | 30.32 | -18.21% |
| | 毛利率(H1) | - | - |
| 森马国内业务合计 | 营业收入 | 48.56 (Q1:21.78,Q2:26.78) | |
| | 净利润 | 3.83 (Q1:1.35,Q2:2.48) | |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

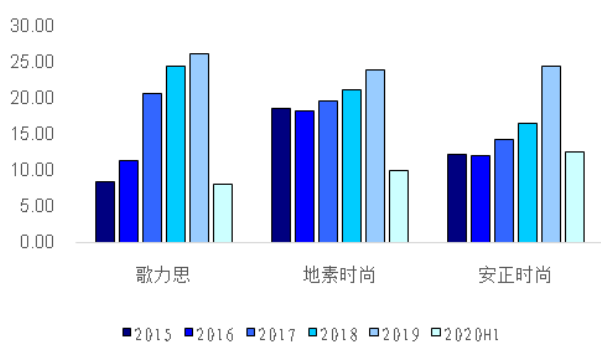
上半年公司门店数量大幅缩减。截至 2020H1，成人装共有门店 3262 家，本期净关店 504 家；巴拉巴拉共有门店 5572 家，本期净关店 218 家。公司在 2020H1 进行了大量的门店调整动作，预计下半年关店趋势还会延续。

3.3 女装

高端女装呈现出复苏优于行业的趋势，高端人群的购买力保持稳定。2020H1，歌力思/地素时尚/安正时尚和锦泓集团分别实现营收 8.14/9.86/12.57 和 11.30 亿元，分别同比-35.70%/-11.24%/+11.78%和-12.25%。

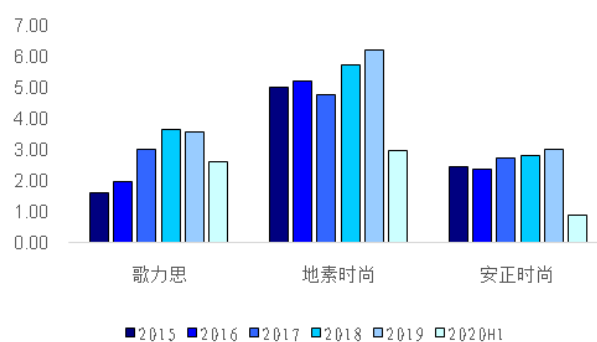
归母净利润方面，除歌力思外，各公司均出现了不同程度的下滑。2020H1 来看，歌力思/地素时尚/安正时尚/锦泓集团分别实现归母净利润 2.62/2.98/0.90/-0.03 亿元，分别同比+37.77%/-12.18%/-53.43%/-110.02%。歌力思同比大幅上涨主要系公司出售百秋电商股权收回利润计入一季度报表，公司 H1 扣非归母同比下降 13.36%。

图39 2015-2020H1 重点女装公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

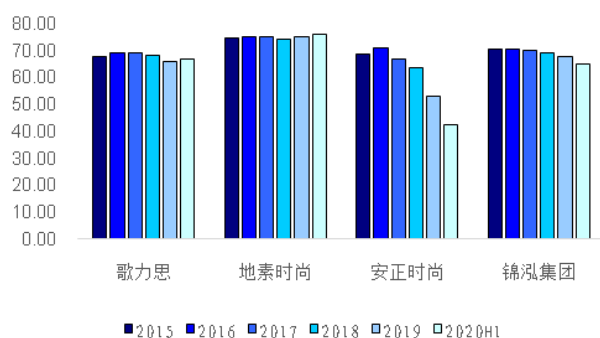
图40 2015-2020H1 重点女装公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

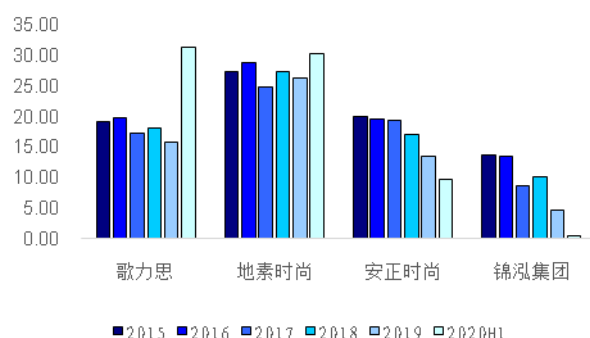
女装板块整体毛利率、净利率均有所下滑。2020H1，歌力思/地素时尚/安正时尚/锦泓集团分别的毛利率分别为 66.63%/75.92%/42.20%/64.70%，分别同比-0.40pct/-0.11pct/-12.79pct/-4.15pct。净利率方面，歌力思/地素时尚/安正时尚/锦泓集团分别的销售净利率分别为 31.22%/30.22%/9.55%/0.37%，分别同比+13.35pct/-0.32pct/-8.73pct/-2.45pct。

图41 2015-2020H1 重点女装公司毛利率 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图42 2015-2020H1 重点女装公司净利率 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

女装板块费用率略有提高。2020H1, 歌力思/地素时尚/安正时尚和锦泓集团的期间费用率总体保持稳定, 分别为 56.25%/37.91%/31.92%和 65.31%, 分别同比 +12.50pct/+0.52pct/-1.91pct/-0.35pct。歌力思的费用率显著提高主要系营收规模下降, 而固定费用支出并未减少。

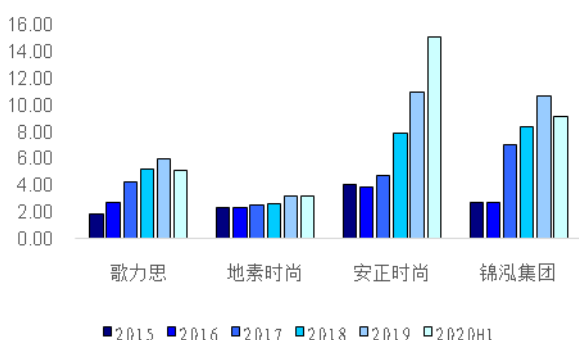
图43 2015-2020H1 年各家女装重点公司的期间费用率情况 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

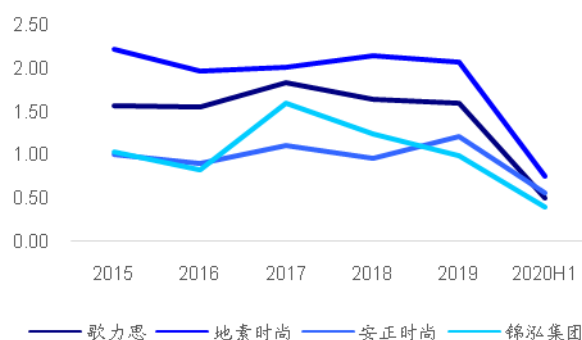
公司存货增长略高于营收增速, 存货周转率总体呈现下降趋势, 总体运营状况略有下滑。地素时尚存货为 3.18 亿元, 同比增长 23.37%, 存货周转率为 2.07, 同比下降 0.07 次; 歌力思存货为 5.95 亿元, 同比增长 13.51%, 存货周转率为 1.59, 同比下降 0.04 次; 安正时尚存货为 10.99 亿元, 同比增长 38.95% (主要系礼尚信息加速备货), 存货周转率为 1.21, 同比上升 0.26 次; 锦泓集团存货为 10.73 亿元, 同比增长 28.36%, 存货周转率为 0.99, 同比减少 0.25 次。

图44 2015-2020H1 重点女装公司存货（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图45 2015-2020H1 重点女装公司存货周转率



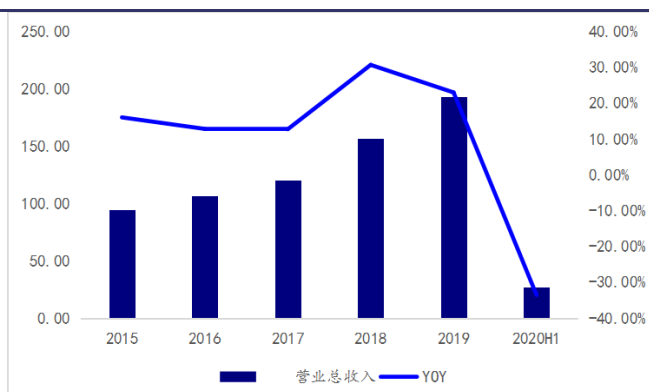
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4 重点公司：地素时尚

公司围绕中高端品牌定位，分别创立“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”、“d'zzit”和“RAZZLE”四个知名服装品牌，形成对时装领域多维度、深层次的渗透。公司通过强大的设计研发、丰富的产品组合、敏捷的供应链管理、策略性的营销网络布局、精准的品牌定位、全方位的品牌推广及优质客户群的培育积累，在中国时尚行业中树立了良好的品牌形象。

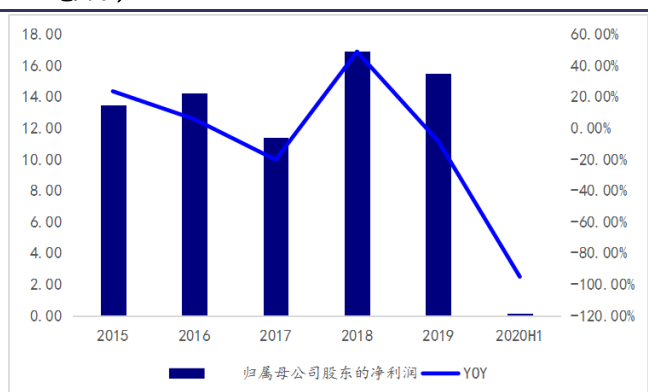
地素时尚稳步前进。地素时尚 2020 年 H1 共实现营收 9.86 亿元，同减 11.24%，实现归母净利润 2.98 亿元，同减 12.18%；其中 2020Q1 和 Q2 分别实现营收 4.08/5.78 亿元，分别同增-30.14%和 9.69%，实现归母净利润 1.12/1.76 亿元，同增-37.44 和 22.04%。公司二季度表现出色，恢复情况优于行业，预计在终端需求回暖的环境下公司能够持续发力。

图46 2015-2020H1 公司营收及同比增速（亿元/%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图47 2015-2020H1 公司归母净利润及同比增速（亿元/%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

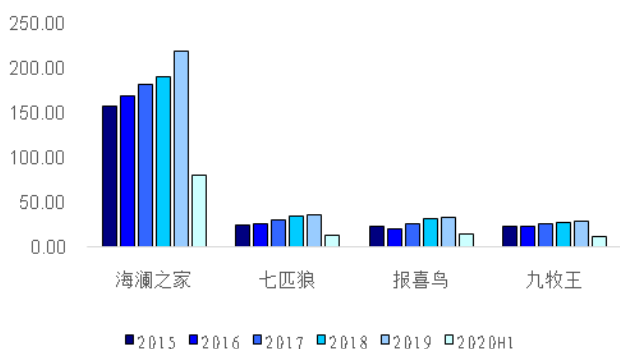
分渠道情况：截至 2020H1，公司终端零售数量共 1108 家，相较于年初的 1104 家

净增了 4 家。其中经销商门店共有 731 家，环比年初增加 7 家，共实现营收 3.99 亿元，同减 10% 左右，占收入的 40.45%。直营门店共 377 家，环比年初下降 3 家，共实现营收 4.07 亿元，同减 22%，占收入的 41.28%。公司上半年电商渠道实现营收 1.8 亿元，同增 22%，占收入的 18.26%。

3.5 男装

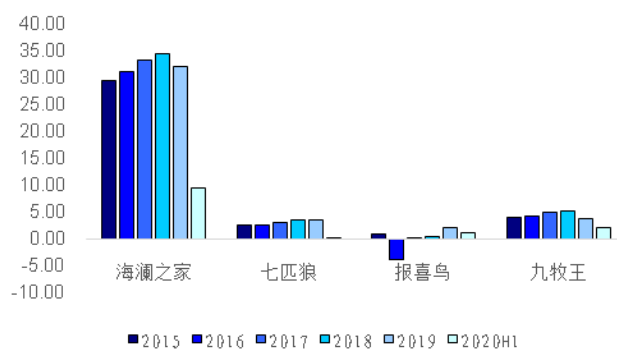
男装板块受到冲击较为严重。2020H1，海澜之家/七匹狼/九牧王/报喜鸟分别实现营收 81.02/13.54/13.73/11.22 亿元，分别同比-24.43%/-12.93%/-3.95%/-17.10%。男装行业整体净利润出现下滑。2020H1，海澜之家/七匹狼/九牧王/报喜鸟分别实现归母净利润 9.47/0.24/1.16/2.05 亿元，分别同比-55.42%/-80.36%/+3.98%/-36.75%。

图48 2015-2020H1 男装上市公司营业收入（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

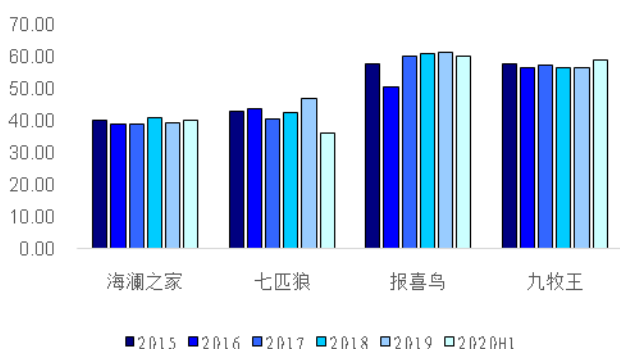
图49 2015-2020H1 男装上市公司归母净利润（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

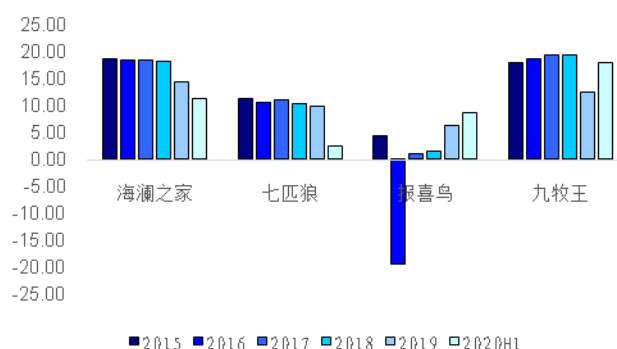
男装品牌平均毛利率小幅下降。2020H1，海澜之家/七匹狼/九牧王/报喜鸟的毛利率分别为 40.05%/36.37%/60.44%/59.32%，分别同比-1.62%/-4.63%/-1.85%/+2.44%。男装行业整体净利率有所下降。2020H1，海澜之家/七匹狼/九牧王/报喜鸟的净利率分别为 11.30%/2.40%/8.68%/17.86%，分别同比-8.40%/-5.42%/+1.21%/-5.90%。

图50 2015-2020H1 男装上市公司毛利率 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

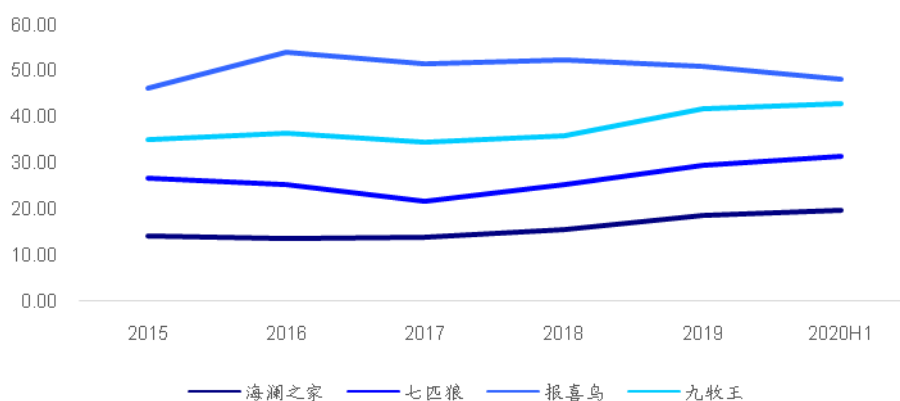
图51 2015-2020H1 男装上市公司净利率 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

男装板块费用率略有提高。2020H1, 海澜之家/七匹狼/九牧王/报喜鸟的期间费用率受营收规模下降的影响略有提升, 分别为 19.57%/31.24%/48.20%/42.85%, 分别同比+4.74pct/+0.99pct/-4.49pct/+5.27pct。

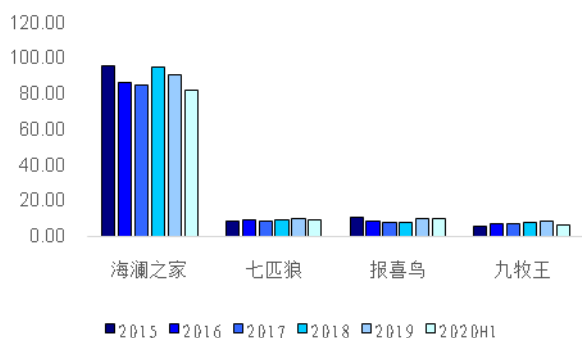
图52 2015-2020H1 年家男装重点公司的期间费用率情况 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

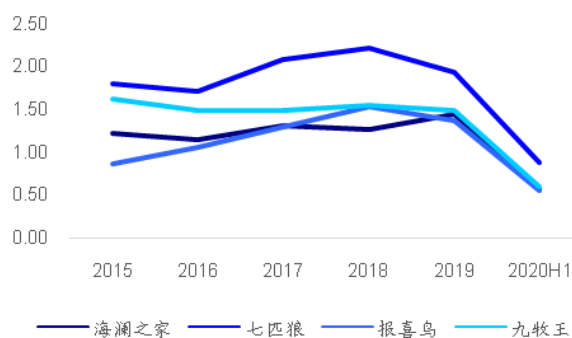
男装行业存货余额保持平稳, 存货周转率出现下滑。2020H1 由于线下消费需求受到极大的冲击, 各个品牌的存货周转率均呈现下降的趋势, 男装板块平均存货周转率下降了 0.13 次。

图53 2015-2020H1 男装上市公司存货（亿元）



资料来源 wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图54 2015-2020H1 男装上市公司存货周转率（次）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.6 重点公司：海澜之家

海澜之家采用轻资产运营模式，主要体现在上游采购端和下游门店销售两部分。采购端方面，公司除职业装品牌圣凯诺系自主生产以外，旗下其他品牌大多以联合开发的模式外包给供应商设计生产。销售端方面，公司采用“类直营”运作模式（加盟为主、直营为辅），加盟商除了负担店铺租金、人员薪资和日常开销以外，无需负责货品部分。海澜之家负责店铺选址、店内设计、人员培训等，统一标准管理以达到“千店一面”的品牌形象。

图55 公司商业模式示意图



资料来源：公司可转债募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司以零售为导向，向供应商赊购货品。公司通过买断和赊购两种形式与供应商合作。买断模式下，公司在购买时即支付货款的大头，货品交付后与供应商结清尾款。赊购模式下，公司向供应商赊购货品，并逐月同各供应商进行货款结算。2018 年公司年报未公告该项数据，经过测算，2018 年公司买断产品营收占比在 40-45% 的区间，赊购产品的营收占比约在 55-60% 的区间。目前，从营业收入端来看，公司通过赊购模式采购的货品稳定在 70% 左右。

图56 2015-2017 年公司买断及赊购产品销售占比

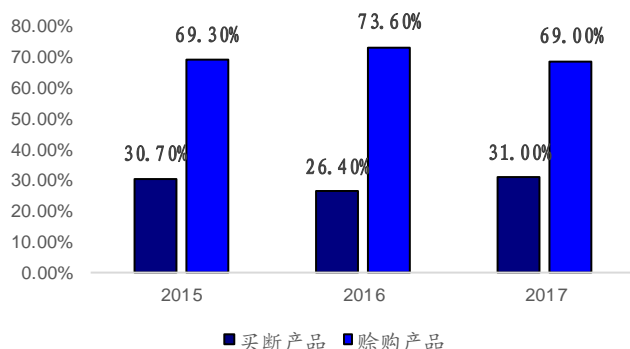
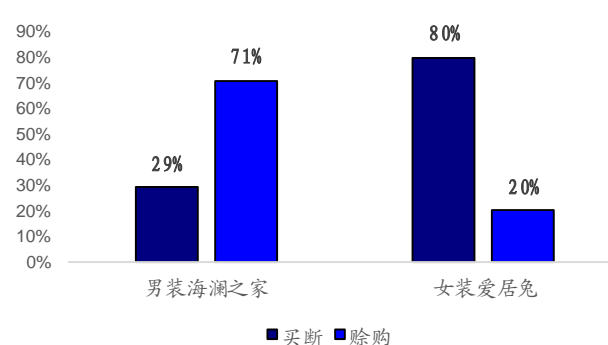


图57 旗下品牌买断及赊购占比情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

滞销货品退货协议深度绑定供应商，形成利益共同体。公司赊购的货品都附带滞销商品可退货条款的协议，滞销两个适销季度（大约 18 个月）的货品可按照约定的价格退回给供应商。相较于买断模式，供应商通过赊购模式与公司进行合作所承担的风险有所上升，但高风险也对应较高的收益率。买断模式下，供应商单纯帮公司代加工生产贴牌，所得毛利率大致为 10%。赊购模式下，海澜之家以供应商生产成本约 1.6 倍的价格进行采购：当两季售罄率达到 70%，供应商可保本。

表 3 基于两季售罄率对供应商毛利率的测算

| 两季售罄率 | 生产成本 | 海澜之家 初始采购价格 | 不考虑二次采购时 供应商毛利率 | 销售尾货回款 | 考虑二次采购时 供应商毛利率 |
|-------|------|----------------|--------------------|--------|-------------------|
| 85% | 100 | 160 | 26.5% | 6 | 29.6% |
| 80% | 100 | 160 | 21.9% | 8 | 26.5% |
| 75% | 100 | 160 | 16.7% | 10 | 23.1% |
| 70% | 100 | 160 | 10.7% | 12 | 19.4% |
| 65% | 100 | 160 | 3.8% | 14 | 15.3% |
| 60% | 100 | 160 | -4.2% | 16 | 10.7% |
| 55% | 100 | 160 | -13.6% | 18 | 5.7% |
| 50% | 100 | 160 | -25.0% | 20 | 0.0% |

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：销售尾货回款 = 二次采购价格 * (1 - 售罄率)

考虑二次采购毛利率 = (初始采购价 * 售罄率 + 销售尾货回款 - 生产成本) / (初始采购价 * 售罄率 + 销售尾货回款)

二次采购进一步提高供应商毛利水平，降低供应商因滞销导致的损失。公司的尾货销售平台“海一家”（原“百衣百顺”）对部分滞销两季的货品进行二次采购，二次采购价格大致为生产成本的四折左右。考虑二次采购所得的销售回款，供应商的综合毛利率进一步提高：当两季售罄率达到 60%，供应商即可保本；当售罄率达到 80%，供应商可获毛利率在 25% 以上。这种公司与供应商之间的绑定关系由此进一步加深固化，海澜之家在前端与供应商达成紧密利益共同体。

表 4 公司总部与加盟商的职责任务分工情况

| | 公司总部 | 加盟商 |
|----|----------------------|----------------|
| 门店 | 负责门店选址、店铺装修设计 | 承担门店租金及装潢费用 |
| 运营 | 制定标准化的运营制度，引入相关物流系统等 | 承担日常经营产生的水电等费用 |
| 货品 | 负责进货、补/调货、退货等相关事宜 | 仅承担货品运输到店费用 |
| 人员 | 负责对店铺相关人员招聘、专业化培训 | 承担店铺人员的薪水报酬 |

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

男装海澜之家店效、坪效处于行业领先地位。2018 年，海澜之家的坪效经测算大致在 3.3 万元/平方米，在国内服装企业中稳居榜首；男装的平均店效多年来稳定在 600 万元/家以上的水平。2018 年公司店效重启增长趋势，结合库存调整和新店增速的情况，我们认为公司未来店效、坪效将恢复性增长，较目前水平仍有一定的提升空间。

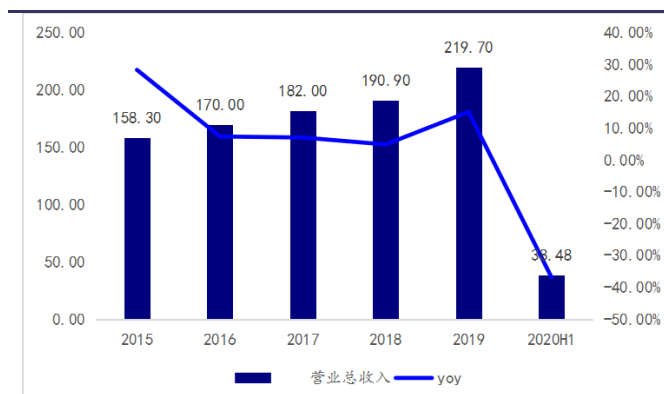
表 5 2014-2018 年男装海澜之家平均店效、坪效情况

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 101.25 | 128.75 | 140.31 | 147.58 | 154.44 |
| YOY | | 27% | 9% | 5% | 2.62% |
| 零售总额（亿元） | 182.25 | 231.75 | 252.56 | 265.64 | 272.59 |
| 期末门店数量（家） | 3348 | 3517 | 4237 | 4503 | 5097 |
| 平均店效（万元/家） | | 675 | 651 | 608 | 624 |
| YOY | | | -3.5% | -6.7% | 2.60% |
| 营业面积（万平方米） | 59.30 | 65.92 | 78.03 | 80.06 | 86.27 |
| 坪效（万元/平方米） | | 3.7 | 3.5 | 3.4 | 3.3 |
| YOY | | | -5.2% | -4.2% | -3.60% |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

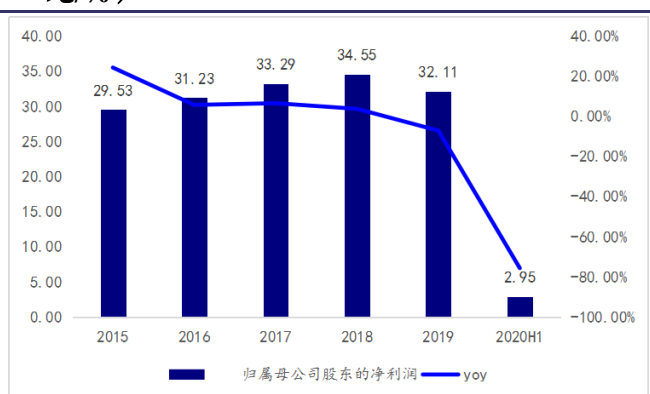
海澜之家 2020 年 H1 实现营收 81.02 亿元，同减 24.43%，实现归母净利润 9.47 亿元，同减 55.42%；其中 2020Q2 实现营收 42.54 亿元，同减 8.18%，实现归母净利润 6.52 亿元，同减 28.78%。营收规模下降主要系新冠疫情的冲击，但是公司在疫情期间积极布局线上渠道，Q1Q2 的电商零售分别同增 10% 和 40%，2020H2 电商渠道的持续发力能够给公司带来显著受益。

图58 2015-2020H1 公司营收及同比增速(亿元/%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图59 2015-2020H1 公司归母净利润及同比增速(亿元/%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年度海澜之家系列品牌净增 301 家，门店总数达到 5598 家，其中净开直营店 176 家，同比增长接近 100%；净开加盟及联营店 125 家，小幅增加。2020 年一季度主品牌净开 27 家直营店，净关 23 家加盟及联营店。截至 2020 年 Q1，主品牌共有直营店 384 家，加盟及联营店 5218 家，共计 5602 家。截至 2019 年底，公司直营渠道的营收达到 13.32 亿元，同增 98.50%；加盟及其他线下渠道实现营收 178.91 亿元，同增 15.68%；电商渠道实现营收 13.25 亿元，同增 15.11%。

图60 门店情况(家)

| | | 2018 | 2019 | YOY | 2020Q1 | QOQ |
|-----|-------|------|------|-------|--------|-----|
| 海澜 | 直营 | 181 | 357 | 176 | 384 | 27 |
| | 加盟及联营 | 5116 | 5241 | 125 | 5218 | -23 |
| | 合计 | 5297 | 5598 | 301 | 5602 | 4 |
| 爱居兔 | 直营 | 32 | 0 | -32 | 0 | 0 |
| | 加盟及联营 | 1249 | 0 | -1249 | 0 | 0 |
| | 合计 | 1281 | 0 | -1281 | 0 | 0 |
| 其他 | 直营 | 78 | 302 | 224 | 298 | -4 |
| | 加盟及联营 | 889 | 1354 | 465 | 1343 | -11 |
| | 合计 | 967 | 1656 | 689 | 1641 | -15 |
| 全渠道 | 总计 | 7545 | 7254 | -291 | 7243 | -11 |

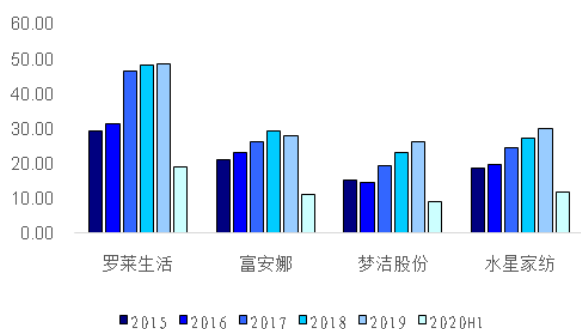
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

4. 家纺

家纺行业整体收入水平保持平稳。2020H1，罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺分别实现营收 19.06/11.86/11.67 亿元，分别同比-12.87%/-0.41%/-22.91%/-8.53%。归母净利润方面。罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺分别实现归母净利润 1.67/1.67/0.46/0.95 亿元，分别同比-19.34%/+8.11%/-44.95%/-29.23%。上半年受到

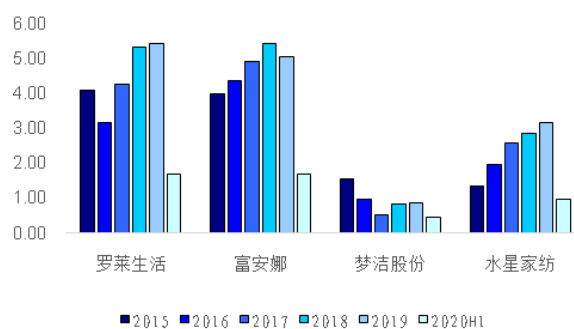
线下门店不能营业的影响，整体营收水平有所下滑，预计下半年随着消费环境的改善，以及婚庆市场，新房装修需求的逐渐释放，家纺市场能够有所好转。

图61 2015-2020H1 家纺上市公司营业收入（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图62 2015-2020H1 家纺上市公司归母净利润(亿元)

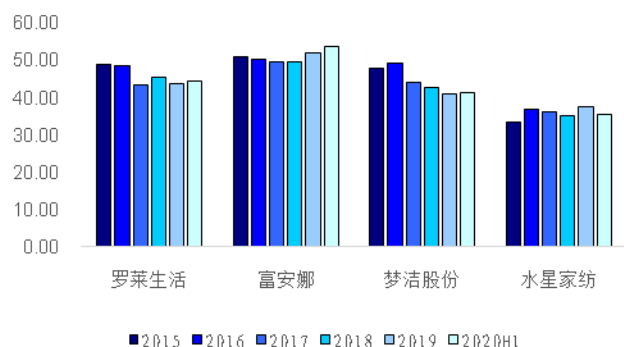


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

家纺品牌平均毛利率小幅上升。罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺的毛利率分别为 44.45%/53.66%/41.43%/35.54%，分别同比+0.24%/+3.36%/+1.47%/-2.04%。

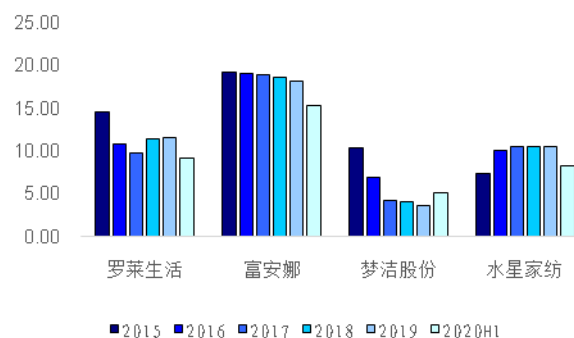
家纺行业整体净利率保持稳定。罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺的净利率分别为 9.07%/15.22%/5.10%/8.17%亿元，分别同比-0.68%/+1.20%/-2.08%/-2.39%。

图63 2015-2020H1 家纺上市公司毛利率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图64 2015-2020H1 家纺上市公司净利率（%）

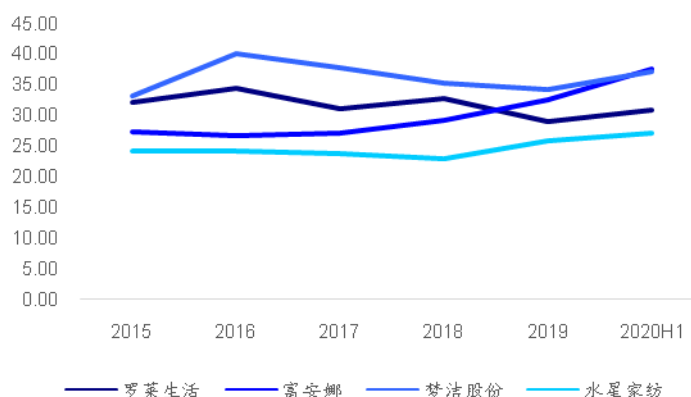


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

家纺板块费用率略有提高。罗莱生活/富安娜/梦洁股份/水星家纺的期间费用率分别为 30.83%/37.52%/37.16%/27.18%，分别同比-0.55pct/+0.50pct/+6.47pct/+0.15pct。

家纺板块的费用率提高主要系营收规模下降，而固定费用支出并未减少。

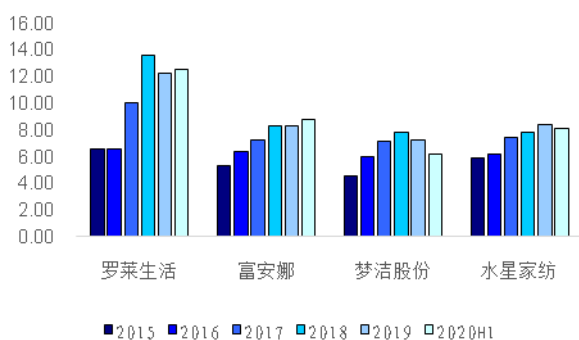
图65 2015-2020H1 年家家纺重点公司的期间费用率情况 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

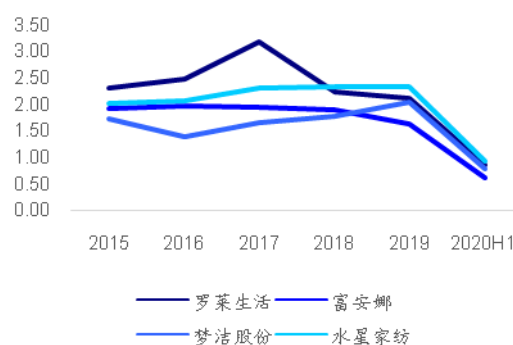
家纺行业存货水平有所下降, 存货周转率呈下降趋势。2020H1 存货周转率为 0.74 次, 同比下降 0.09 次, 整体营运水平好转。

图66 2015-2020H1 家纺上市公司存货 (亿元)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图67 2015-2020H1 家纺上市公司存货周转率 (次)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.1 重点公司: 罗莱生活

罗莱生活科技股份有限公司, 业务涵盖家用纺织品的研发、设计、生产和销售; 在品类上不局限于传统的床上用品, 还延伸至包括家居用品、家具等多个品类。目前, 公司旗下的主要品牌包括定位中高端的罗莱主品牌及专注儿童家纺的罗莱儿童、聚焦大众消费的 LOVO、针对高端客户群体的代理品牌廊湾和全品类家居生活品牌美国莱克星顿。

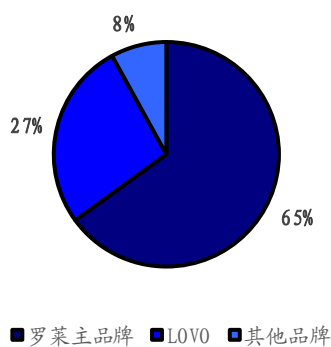
图68 公司品牌业务矩阵



资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

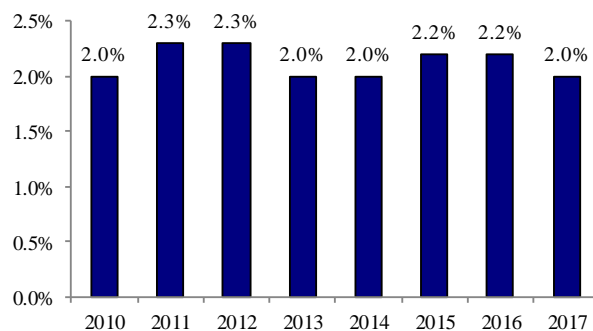
公司聚焦核心罗莱主品牌业务，罗莱主品牌对收入的贡献约为 65%，LOVO 品牌约占 27%，剩余品牌占比不足 10%。2005-2017 年，公司连续 13 年蝉联家纺行业市场占有率第一，积累了消费者的认知度和美誉度。

图69 公司旗下各品牌营业收入占比情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院测算

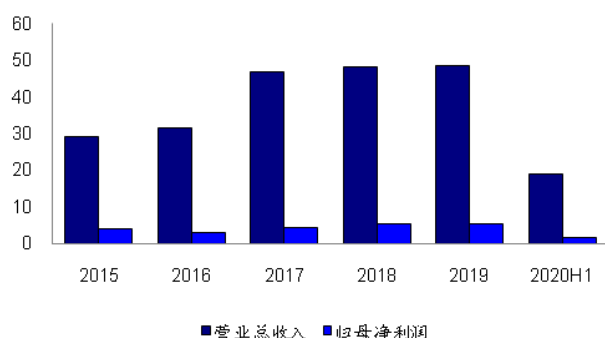
图70 2010-2017 年公司家纺行业市场占有率



资料来源：欧睿国际，兴业证券经济与金融研究院整理

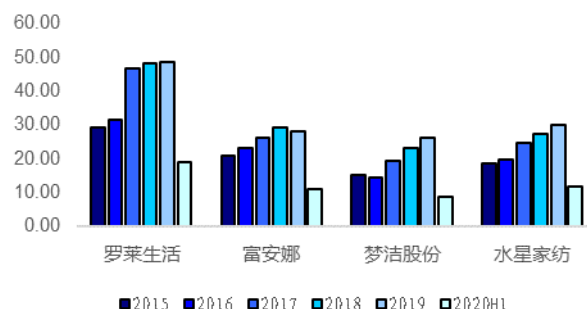
罗莱生活 2020 年实现营收 19.06 亿元，同减 12.87%，实现归母净利润 1.67 亿元，同减 19.34%；其中 2020Q2 实现营收 10.13 亿元，同减 2.92%，实现归母净利润 0.96 亿元，同增 52.78%。公司在 7 月份线下已经恢复同比持平，并且电商板块实现 30% 以上的高速增长，海外业务在 6 月份以后也步入了正常的运营节奏，我们看好公司下半年在电商板块持续发力，带动整体增长。

图71 2015-2020H1 年公司营收及归母净利增长情况（亿元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图72 2015-2020H1 家纺行业主要企业营收（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司门店数量保持稳定。截至 2020H1，公司各品牌近 2600 家终端门店，覆盖了 31 个省、直辖市和自治区。罗莱在线下渠道的销售，主要以加盟为主直营为辅的形式进行销售。其中，加盟店的占比大约在 80% 左右，直营占比 20% 左右。在家纺行业高速增长阶段，公司通过大面积开设加盟店的形式，快速占领市场份额，提高了品牌的认知度。2013 年起，由于受到家纺行业整体增速的下滑，公司在线下渠道改变了开店的策略：放缓扩张速度，陆续关闭选址不佳、面积过小及盈利水平不佳的门店；2014 年公司线下门店的数量出现下滑，首次出现净增门店数量为负的情况。

罗莱的线上渠道以电商为主。公司目前已与天猫、京东、唯品会等主流电商实现全覆盖达。此外，公司还通过自营官方商城及微信小程序进行商品的销售，积极探索更多新零售业态。天猫作为罗莱的优势渠道，多年来销售收入增速稳定。罗莱家纺旗舰店的罗莱和 LOVO 品牌销量多年来在天猫双十一活动中名列前茅。

表 6 2014-2019 年天猫双十一家纺类销量排名

| 排名 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----|------|------|------|------|------|------|
| 1 | LOVO | 罗莱 | 水星 | 水星 | 水星 | 水星 |
| 2 | 水星 | 水星 | 富安娜 | 罗莱 | 富安娜 | 富安娜 |
| 3 | 富安娜 | 富安娜 | LOVO | 富安娜 | LOVO | 罗莱 |
| 4 | 博洋 | 梦洁 | 罗莱 | 南极人 | 罗莱 | 南极人 |
| 5 | 梦洁 | 博洋 | 南极人 | LOVO | 皇家 | 博洋 |

注：此处将罗莱与 LOVO 品牌进行拆分统计

资料来源：亿邦动力网，兴业证券经济与金融研究院整理

引入各类信息管理系统，快速对销售情况作出反应。公司持续推进全渠道分销系统 O2O 建设；目前，罗莱旗下所有门店零售系统均已覆盖。同时，公司自主开发商品管理系统 GPM，整合公司多品牌需求计划，逐步提升从销售预测到需求计划、

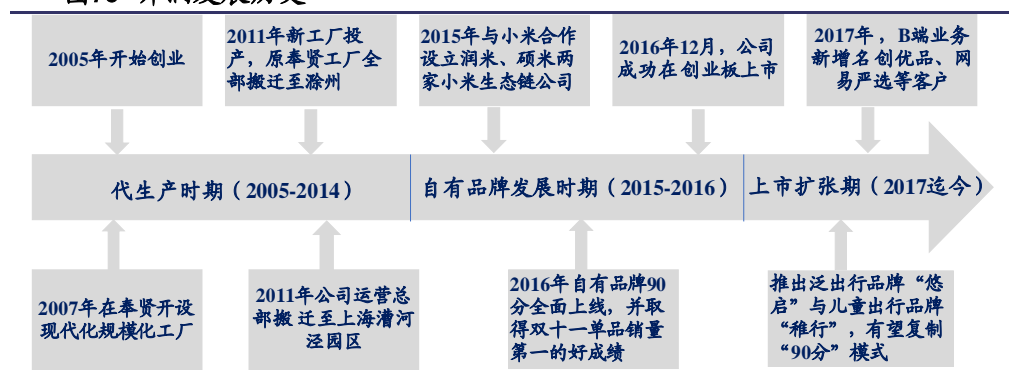
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

采购计划、排产计划的各个环节的计划准确率。供应链管理能力提升正逐步体现在公司的费用控制水平上。2020H1，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 22.91%/8.53%/-1.82%，分别较去年同期增加 0.96pct/增加 0.49pct/减少 1.22pct。公司财务费用的下降主要系理财产品转为定期存款所导致。

5. 新零售：开润股份

开润股份是“小米生态链”第一家在 A 股的上市公司，而小米生态链是新零售、新电商的代表。开润股份借助小米手机成功的经验和小米平台的支持，有望成为中国“出行场景化市场（商务、旅游、户外等场景）”的新零售、新电商品牌。公司定位于“泛出行”消费品，从自主研发生产箱包类产品，逐渐衍生至功能性鞋服及出行相关配件领域，致力于为消费者提供一站式的出行解决方案。目前公司已拥有强出行品牌“90 分”、儿童出行品牌“稚行”、泛出行品牌“悠启”三大自有品牌。

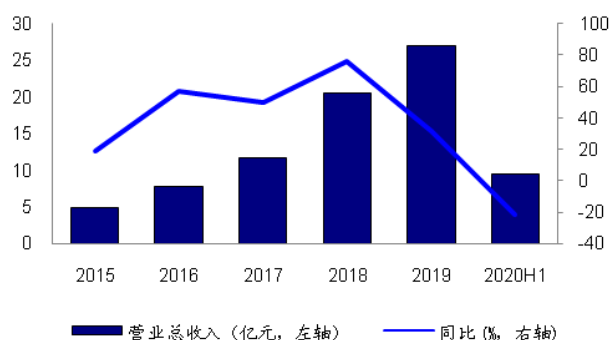
图73 开润发展历史



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

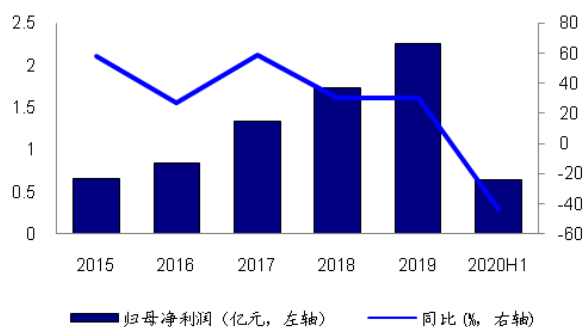
开润股份 2020H1 实现营收 9.55 亿元，同减 21.81%，实现归母净利润 0.64 亿元，同减 43.46%；其中 2020Q2 实现营收 4.18 亿元，同减 32.89%，实现归母净利润 0.32 亿元，同减 52.55%。上半年分业务来看，2B 营收占比在 60%左右，实现营收约 5.73 亿元，同比单位数下滑，2C 营收占比在 40%左右，实现营收约 3.82 亿元左右，同比下滑 20-30%。两个板块业务均在逐渐恢复中。

图74 2015-2020H1 公司营收及同比增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图75 2015-2020H1 公司归母净利润及同比增速



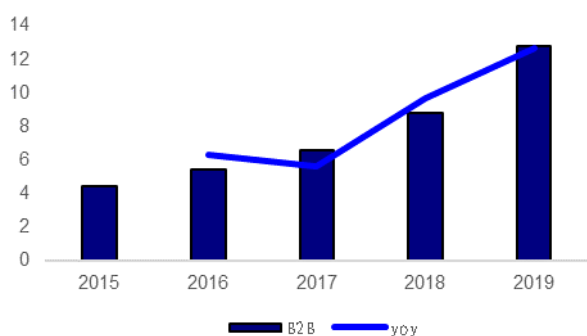
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

开润股份业务分为 B2B 代工业务以及 B2C 润米 90 分自有品牌业务，自主品牌是发展方向亮点，预计成为国内大众出行市场龙头。公司自 2009 年来，一直从事包袋类产品的研发、设计、生产与销售，发展迅速；2015 年下半年与小米、京东成立合资公司润米科技，开始重点打造自有“90”分品牌。

B2B 业务以 ODM 模式为主，OEM 模式为辅。ODM 以电脑包为市场切入点，已成为联想、华硕等国际 IT 企业最大 ODM 生产商之一，并提供从市场调研、研发、设计、供应量等“一站式”服务。OEM 以运动包、拉杆箱为主，为迪卡侬、新秀丽、VB 等国际箱包品牌客户提供服务。公司 B 端业务客户集中度较高，2017 年成为迪卡侬 40 家战略合作伙伴供应商之一，第二家率先成为迪卡侬家族战略合作伙伴的供应商。2019 年 B 端业务上升趋势明显，全年来看 B 端业务营收同增 45% 左右，营收规模大约为 12.8 亿元左右；原有业务增速在 14% 左右，贡献营收约 10.1 亿元；印尼工厂在 2019 年大约有 80+ 条产线运行，约在年内给公司带来 2.7 亿元的营收，毛利率和净利率分别为 30% 和 5-10%，带来净利润 1350-2700 万。

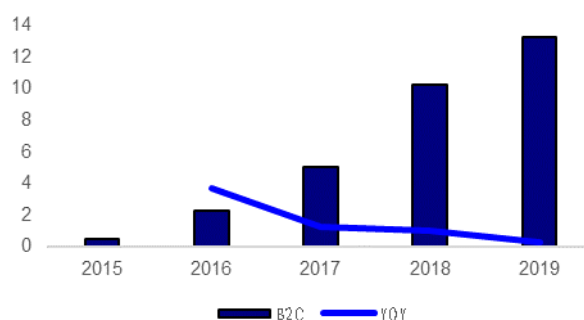
B2C 业务以自主品牌为发展方向与亮点，与小米合作建立了 90 分等自有品牌。2015 年，公司与小米科技合资设立上海润米与上海硕米，并取得控股权。公司生产箱包后，利用小米粉丝用户与线上渠道进行推广销售，快速建立自有品牌 90 分。2019 年 C 端的增长主要来源于电商的增长，电商增长主要源于精细化运营。预计年内 C 端带来的营收规模在 13.3 亿元左右，同增 30% 左右，营收占比同比略有下降。

图76 2015-2019 年公司 2B 业务收入及同比增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图77 2015-2019 年公司 2C 业务收入及同比增速

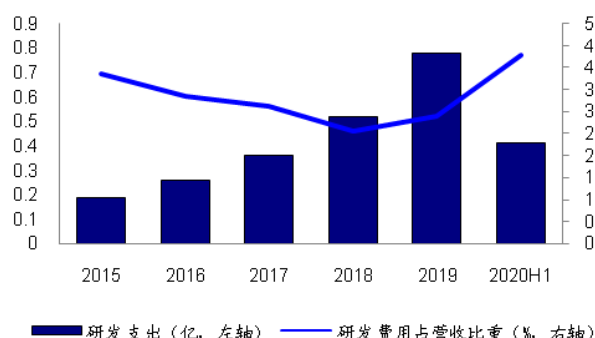


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

极致产品优势明显，蚂蚁市场脱颖而出。公司较强的研发实力打造优质箱包产品，聘请资深设计师，致力于技术创新，研发费用占比较高，产品设计、标准显著优于行业水平，是优质国货代表。公司采用爆款战略，定位“好的贵、便宜的差”的蚂蚁市场，提供中等价位的高性价比产品，减少 SKU 数量强化规模效应、集中研发及营销资源。

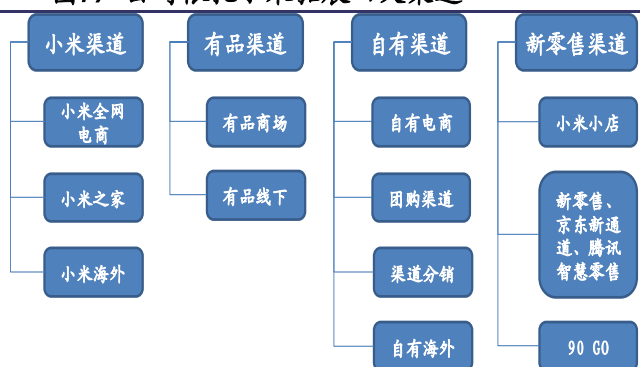
通过小米生态链起步，渠道持续多元化。公司现有渠道包括小米渠道，自有渠道和新零售等。小米线上渠道包括小米商城、米家有品，天猫、京东等旗舰店、海外分销商，以及国内线下小米之家门店，以及其他分销商等。自有渠道：同样以线上为主，线上包括自有天猫、京东旗舰店、京东自营旗舰店等。线下方面，公司销售渠道包括 KA、百货等，以及渠道分销商、团购渠道。公司未来重点发展小米渠道、米家有品渠道、自有渠道和新零售渠道，目前米系渠道收入占比约 60%-70%，公司重点拓展非米渠道，提高收入和盈利能力。

图78 2015-2020H1 年公司研发投入及占营收比重



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图79 公司依托小米拓展四大渠道

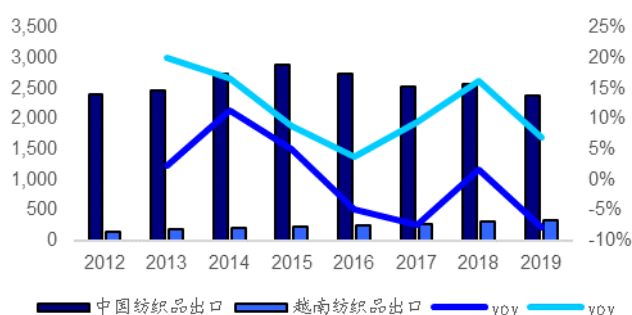


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

6. 纺织制造

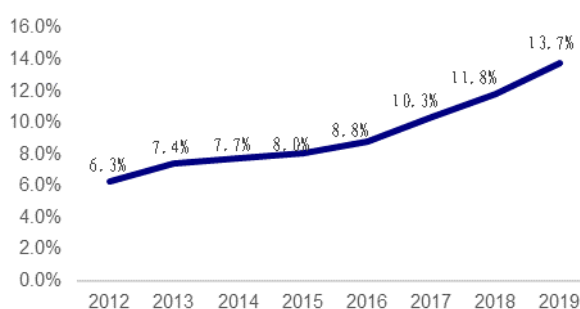
我国纺织品出口在 15、16 年下滑之后，17 年重回增长态势，2019 年受中美贸易战等因素的影响纺织品出口金额呈下滑趋势。2019 年出口值为 2369 亿美元，同比下降 7.9%。近年来，越南纺织品出口额在近年由于全球纺织品生产的转移，保持了相对较快的增速。2019 年，越南纺织品出口值 326 亿美元，同比增长 13.7%。

图80 2012-2019 年中国与越南纺织品出口情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图81 2012-2019 年越南纺织品出口占中国纺织品出口值比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

中国依旧是全球的纺织品生产基地。尽管近年来越南纺织品价值增速处于高速增长阶段，但是越南纺织品出口的总量仍然相对较小。2018 年，越南纺织品出口占中国纺织品出口值的 13.7%；换言之，中国的纺织品出口体量是越南的 7.5 倍。因此，从体量绝对值而言，中国仍然是全球纺织品的生产核心基地。

6.1 龙头公司海外布局情况

包括华孚时尚、百隆东方和鲁泰在内的中国纺服企业龙头加大在国内新疆、海外越南、柬埔寨、缅甸等投资扩产，以享受低人力成本以及政策优惠（税收、补贴等）。我们预期龙头将继续保持稳健的扩产节奏，同时不排除运用并购等方式逐步开展产业链横向及纵向整合。

表 7 纺织制造龙头企业海外扩产情况

| 公司 | 2020H1 总产能 | 扩产 | 事件 |
|------|---|-----------------|---|
| 华孚时尚 | 189 万锭色纺纱产能 | 越南 新疆 | 2013 年开始越南投资,一期项目投资 1.36 亿美元(12 万锭),二期项目投资 8.84 亿元(16 万锭) 2006 年开展新疆投资,截至 2020H1 年底新疆产能 110 万锭(占比 58%),预计未来公司产能继续保持双位数扩张 |
| 百隆东方 | 157 万锭色纺纱产能 | 越南 | 2013 年,投资设立百隆(越南),目前投资总额达 4 亿美元,到 2019 年,产能为 50 万纱锭;2017 年,投资越南百隆 B 区,投资额 3 亿美元,预计产能 50 万纱锭,截至 2020H1 已完成 40 万纱锭产能的厂房建设及设备安装,并投入生产。 |
| 鲁泰 A | 色织布 2.5 亿米 匹染布 8500 万米 衬衫 2700 万件左右 | 柬埔寨 缅甸 越南 | 2013 年,总投资 2000 万美元,产能:600 万件加工衬衫/年 2014 年,总投资 1000 万美元,产能:300 万件加工衬衫/年 2015 年,计划总投资 1.5 亿美元,形成产能 6 万锭纺纱/年和 3000 万米色织布/年 |

资料来源:兴业证券经济与金融研究院整理

6.2 重点公司:鲁泰 A

公司是目前全球高档色织面料生产商和国际一线品牌衬衫制造商,拥有从棉花育种与种植到纺织、染整、制衣生产,直至品牌营销的完整产业链,是一家集研发设计、生产制造、营销服务于一体的产业链集成、综合创新型、国际化纺织服装企业。

鲁泰 A 2020 上半年实现营收 22.87 亿元,同减 28.21%,实现归母净利润 1.44 亿元,同减 64.97%;其中 2020 年二季度实现营收 10.34 亿元,同减 36.94%,实现归母净利润 0.41 亿元,同减 81.23%。分产品看,色织布实现营收 16.13 亿,同减 30.92%,衬衣实现营收 4.18 亿,同减 30.43%,防护用品 0.75 亿,同增 100.00%。

图82 公司营收情况

| | 营业收入(百万元) | | | | | 分产品收入(H1,亿元) | | |
|------|-----------|---------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 上半年 | 色织布 | 衬衣 | 防护用品 |
| 2019 | 1545.15 | 1640.29 | 1626.17 | 1989.77 | 3185.45 | 23.35 | 6.01 | - |
| 2020 | 1252.43 | 1034.32 | - | - | 2286.74 | 16.13 | 4.18 | 0.75 |
| 同比变化 | -18.94% | -36.94% | - | - | -28.21% | -30.92% | -30.43% | 100.00% |

资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

利润率情况:2020H1 鲁泰 A 的毛利率和净利率分别为 26.37%和 6.47%,比去年

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

同期分别下降 4.23pct 和下降 6.74pct。分产品看，色织布毛利率为 27.16%，比去年同期下降 4.87pct，衬衣毛利率为 27.23%，比去年同期下降 2.59pct，防护用品毛利率为 33.28%，比去年同期上升 33.28pct。

图83 公司利润率情况

| | 综合毛利率 | | | | | 分产品毛利率 | | |
|------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 上半年 | 色织布 | 衬衣 | 防护用品 |
| 2019 | 30.55% | 30.63% | 30.21% | 27.39% | 30.59% | 32.03% | 29.82% | - |
| 2020 | 27.35% | 25.19% | - | - | 26.37% | 27.16% | 27.23% | 33.28% |
| 同比变化 | -3.21% | -5.45% | - | - | -4.23pct | -4.87pct | -2.59pct | 33.28pct |

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

费用情况：2020 上半年度，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.57%/7.78%/1.10%，分别较去年同期增加 1.13%/增加 1.78%/减少 0.55%。

表 8 期间费用及同比变化（百万元）

| | 销售费用 | 销售费用率 | 管理费用 | 管理费用率 | 财务费用 | 财务费用率 | 资产减值损失 | 占营业收入比例 |
|--------|-------|-------|--------|-------|---------|--------|----------|---------|
| 2019H1 | 77.84 | 2.44% | 191.21 | 6.00% | 52.55 | 1.65% | -1.54 | -0.05% |
| 2020H1 | 81.74 | 3.57% | 177.89 | 7.78% | 25.21 | 1.10% | -24.61 | -1.08% |
| 同比变化 | 5.01% | 1.13% | -6.96% | 1.78% | -52.04% | -0.55% | 1494.94% | -1.03% |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

7. 重点标的推荐

海澜之家：预计 2020 和 2021 年分实现营收 182.99 和 227.45 亿元，同增-16.7% 和 24.3%；分别实现净利润 23.73 和 33.82 亿元，同增-26.1%和 42.5%。对应 2020 年 9 月 4 日的 PE 分别为 12.3 和 8.7 倍，建议审慎增持。

地素时尚：预计公司 2020 和 2021 年的营收分别为 24.02 和 27.06 亿元，分别同增 1.0%和 12.7%；分别实现净利润 6.56 和 7.33 亿元，分别同增 5.1%和 11.7%；对应 2020 年 9 月 4 日收盘价的 PE 分别为 16.8 和 15.1 倍。

森马服饰：预计 2020 和 2021 年分别实现营收 138.02 和 157.09 亿元，分别同比增加-28.6%和 13.8%；实现归母净利润 5.04 和 14.85 亿元，分别同比增加 -67.4%和 194.5%。对应 2020 年 9 月 4 日收盘价的 PE 为 41.3 和 14 倍。

开润股份：预计公司 2020 和 2021 年分别实现营收 27.13 和 36.58 亿元，分别同比增加 0.7%和 34.8%；分别实现归母净利润 2.17 和 3.14 亿元，同比增加 -3.8%和 44.6%。对应 2020 年 9 月 4 日收盘价的 PE 为 31.1 和 21.5 倍。

鲁泰 A：预计公司 2020、2021 年的营收为 64.61、71.07 亿，同比下降 5.0%、增长 10.0%，净利润 7.46、9.15 亿元，同增-21.6%、22.6%，对应 2020 年 9

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

月 4 日收盘价的 P/E 分别为 8.9、7.3 倍。

8. 风险提示

风险提示：疫情继续恶化，消费恢复不及预期，国际贸易环境剧变。

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--|--|--|
| 地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编: 200135 | 邮编: 100033 | 邮编: 518035 |
| 邮箱: research@xyzq.com.cn | 邮箱: research@xyzq.com.cn | 邮箱: research@xyzq.com.cn |



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告