

纺织服装

疫情导致短期业绩承压，龙头有望率先复苏

评级：增持（维持）

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

Email: wangys@r.qizq.com.cn

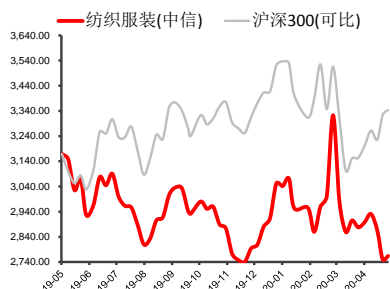
研究助理：曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	83
行业总市值(亿元)	3991.06
行业流通市值(亿元)	3304.77

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 2018 年报&2019 一季报总结：2018 全年增速放缓，龙头优势凸显
- 2 2019 年中期策略报告：优选细分领域，聚焦行业龙头

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PEG
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
健盛集团	8.04	0.66	0.62	0.82	1.04	12	13	10	8	0.75
森马服饰	7.19	0.57	0.44	0.54	0.66	13	16	13	11	2.69
海澜之家	6.13	0.73	0.57	0.74	0.85	8	11	8	7	1.63
地素时尚	21.35	1.56	1.59	1.83	2.04	14	13	12	10	1.44
波司登	1.95	0.10	0.14	0.17	0.19	19	14	12	10	0.84
安踏体育	57.24	1.98	2.03	2.65	3.17	29	28	22	18	1.70

备注：股价为 2020.5.7 收盘价

投资要点

■ 我们对行业内重点公司 2019 年报及 2020 年一季报进行梳理：

- 收入端：运动高景气度延续、中高端会员管理显功力、大众及纺织制造仍承压。在暖冬及疫情影响下，行业整体终端需求走弱，1) 而运动服饰高景气度延续，2019 年各品牌终端零售均实现较快增长，即使在疫情影响较大的 Q1，整体流水下滑幅度也小于行业整体，基本在 25% 以内；2) 中高端 2019 年收入同比+6%，主要来源于净开店以及终端提效下同店的增长。而正是因为中高端品牌重视日常会员管理，疫情下其更易通过社交电商、直播等方式激活私域流量，因此 Q1 中高端下滑幅度基本在 25% 左右，表现优于行业整体；3) 大众和纺织制造板块收入端仍承压，2020Q1 受疫情影响较大，预计 2020H2 大众板块在国内消费回升的背景下有望迎来拐点，而纺织制造或仍面临较大压力。
- 盈利端，除运动外，2019 及 2020Q1 各板块利润增速均有所放缓。一方面因终端市场疲软，导致收入增速放缓，同时公司通过加大终端折扣及活动力度引流促销，使得毛利率略有下降。另一方面各公司持续优化渠道结构，开设直营店、门店升级等举措使得销售费用提升较快。
- 运营端：存货可控，短期运营压力加大。2019 年大众/童装/家纺板块库存持续去化，存货规模分别同降 8.82%/6.28%/3.60%。即使在疫情影响较大的 Q1，各行业存货规模也环比 2019 年末减少。周转方面，2019 年较为稳健，而 2020Q1 由于物流受阻以及购物中心、商场歇业的影响，存货及应收账款（品牌账期主要来自商场）周转天数同比大幅增加。上游纺织制造由于内需疲软、出口订单承压，同样导致同比存货及应收账款周转放缓。

■ 行业观点及投资建议：关注疫情后期消费恢复机会，行业优质龙头迎来长期布局机会。

- **品牌服装板块**：考虑到国内疫情趋稳，消费情绪在逐步恢复，品牌服装终端需求有望触底回升，带动行业景气度较高，以及客群消费能力受疫情冲击较小的公司收入回升。同时，此次疫情也加速了新零售模式的发展，对公司融合线上线下提出了更高的要求，在此趋势下，重视全渠道布局、会员管理高效的品牌有望受益。建议关注行业景气度高，且受益疫情后健身意识提升的运动行业龙头**安踏体育**（2020 年 28x）；可持续受益于品牌/产品/渠道升级，新财年收入受疫情冲击较小&业绩弹性加大，且低估值的中高端羽绒服龙头**波司登**（20/21 财年 14x）；以及股价回调明显，估值偏低，且会员管理效率持续提升的中高端时尚集团**地素时尚**（2020 年 13x）；
- **纺织制造板块**：短期受国内外疫情冲击，预计 2020Q2 压力环比加大。但长期看，疫情也加速了行业出清，行业龙头优势凸显，疫情后市占率有望提升。建议关注海外产能布局先优优势明显的细分行业龙头**健盛集团**（2020 年 13x）。

■ 风险提示：疫情反复风险；终端消费需求放缓风险；棉价异动风险。

内容目录

总览：板块表现分化，疫情下短期业绩放缓	- 3 -
运动板块高景气延续，疫情下 Q1 零售表现优于行业	- 3 -
营收减少&费用刚性，导致利润增速放缓	- 5 -
存货规模可控，周转有所放缓	- 6 -
运动服饰：板块高景气度延续，疫情下龙头表现亮眼	- 7 -
中高端服装：板块表现分化，会员管理彰显功力	- 8 -
收入端：各公司表现分化，20Q1 线上业务提振终端表现	- 8 -
盈利端：收入减少&毛利率下降，使得盈利能力同比下降	- 10 -
运营端：整体运营稳健，现金流周转健康	- 12 -
大众服装：龙头品牌相对稳健，行业库存控制得当	- 13 -
收入端：终端销售承压，龙头公司优化渠道驱动营收增长	- 13 -
盈利端：折扣力度加大，利润率下滑明显	- 14 -
运营端：存货管控得力，整体运营稳健	- 16 -
家纺：线上表现亮眼，库存持续去化	- 17 -
收入端：全渠道、多定位推动线上营收增长，线下需求偏弱增速放缓	- 17 -
盈利端：产品&渠道优化带动毛利率提升，费用率提升导致净利润率下降	- 19 -
运营端：库存持续去化，整体运营健康	- 20 -
童装：头部优势明显，费用提升拉低利润水平	- 21 -
收入端：2019 延续高景气度，20Q1 短期需求疲软	- 21 -
盈利端：销售费用大幅提升，拉低整体利润水平	- 22 -
运营端：存货控制得力，运营周转健康	- 23 -
纺织制造：需求短期承压，龙头有望率先复苏	- 25 -
收入端：内外订单疲软，终端需求承压	- 25 -
盈利端：费用控制得当，毛利率下降削弱整体盈利能力	- 25 -
运营端：谨慎备货消化库存，资金周转健康	- 26 -
风险提示	- 27 -

总览：板块表现分化，疫情下短期业绩放缓

- 我们选取纺服行业共 35 家主要公司分析各板块 2019 年报及 2020Q1 季报业绩情况。

图表 1：板块主要公司

中高端		大众	童装	运动	家纺	纺织制造	
女装	男装						
朗安股份	比音勒芬	美邦服饰	金发拉比	安踏	罗莱生活	鲁泰A	伟星股份
日播时尚	九牧王	森马服饰	安奈儿	李宁	富安娜	华孚时尚	孚日股份
维格娜丝	报喜鸟	海澜之家	森马-巴拉巴拉	特步国际	水星家纺	新野纺织	健盛集团
地素时尚	七匹狼	拉夏贝尔		361度	梦洁家纺	联发股份	
歌力思		太平鸟				百隆东方	
安正时尚						台华新材	

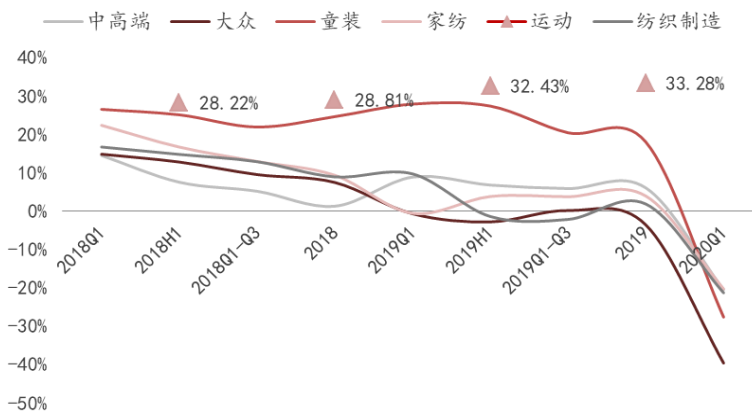
来源：Wind，中泰证券研究所

运动板块高景气延续，疫情下 Q1 零售表现优于行业

- 2019 年终端市场需求偏弱，限额以上单位商品零售同比+3.9%，增速同降-1.8PCTs，且较 19H1 -1.0PCTs。其中限额以上服装鞋帽针纺织品类/服装类零售额分别同比+2.9%/+2.6%，增速分别同降 5.1/5.9PCTs。在次背景下，运动服饰增长强劲，且增速逐季提升，2019 年营收同比+4.46PCTs 至 33.28%；童装虽 19Q4 增速略有下滑，但全年整体增速在高基数的背景下仍保持较快增长，同比+17.97%；中高端品牌营收同比+4.79%，弱市下表现较为稳健；家纺板块期内营收同比+3.83%，其中线上保持高增长，而线下放缓；大众品牌销售依旧承压，暖冬影响下 19Q4 同比-3.65%，增速较前三季度-3.75PCTs；纺织制造受外部贸易环境及疫情影响，增速呈现逐季放缓趋势。
- 2020Q1 在疫情影响下，行业整体下滑，限额以上服装类零售额/网上穿着类服装销售额分别同比 -34.3%/-15.1%，增速分别同比放缓 -36.9/-34.2PCTs。在此背景下，各板板块受疫情影响程度不同：
 - 其中行业景气度较高的运动服饰整体流水降幅优于行业，降幅基本在 25%左右；此外，中高端女装板块受疫情影响也相对较小，主要品牌收入降幅多在 30%以内，主要因其直营&VIP 贡献占比较高，且重日常会员管理，因此在整体线下门店关闭时，可更高效的将会员引流至线上，通过微信群、微商城等方式实现销售。此外，中高端女装目标客群的消费能力受疫情冲击较小，因此也保障了品牌的需求。
 - 大众休闲受疫情影响较大，重点公司收入降幅多超过 60%。我们认为，一方面因其渠道加盟占比高，且销售以量为主要拉动力，因此在会员维护及开展各种线上销售的反应速度上略逊于中高端。此外，大众品牌的部分客群在此次疫情冲击下，消费实力有所下降，也在一定程度上影响了需求。
 - 疫情导致国内工厂复工延后，但考虑到 Q1 订单多已锁定，因此纺

织制造板块 2020Q1 受疫情冲击相对较小，整体收入下滑 21.35%。但考虑到海外疫情于 3 月中下旬加剧，且纺织制造行业出口占比较高，因此随海外疫情加速扩散，砍单情况将逐步增加，预计 Q2 压力将环比加大。

图表 2：2018-2020Q1 各细分板块收入增速



来源：Wind，中泰证券研究所

- **线下门店提效为主，线上占比显著提升。**从渠道端看，2019 年童装龙头公司持续外延扩张，大众品牌呈渠道收缩态势，中高端品牌通过优化渠道结构以改善店效，家纺品牌在调整渠道结构的同时继续占领空白市场。总体来看，各公司通过关闭低效门店、加盟转直营以及加大购物中心店布局等方式，持续优化渠道结构，如太平鸟、海澜之家、安奈儿等购物中心占比均有所提升。2020Q1 线下门店由于歇业及人流减少的影响，终端流水大幅下滑，因此各公司加速线上业务布局，通过线上线下渠道融合，弥补部分线下业务的损失，线上营收占比提升明显。

图表 3: 2018-2019Q3 各板块渠道数量及线上情况

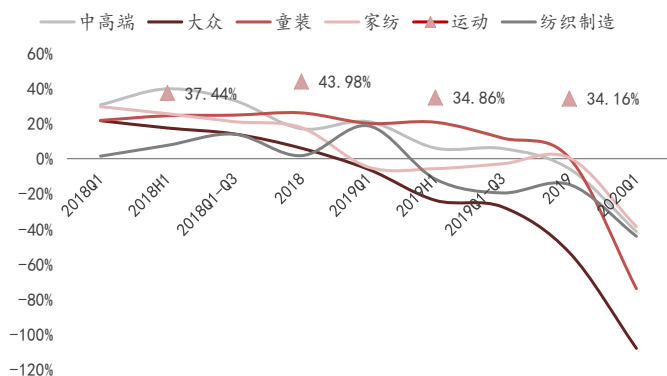
行业	公司	2018	2019	新开	关店	2019净增	2020Q1	20Q1净增	占比	电商 同比增速
中高端	歌力思	592	600	111	103	8	589	-11	2019:5.12% 20Q1:6.43%	2019:+11.44% 20Q1:+12.22%
	地素时尚	1062	1104	213	171	42	1,106	2	2019:12.90% 20Q1:21.70%	2019:+19.86% 20Q1:+24.69%
	比音勒芬	764	894			130				
	九牧王	2774	2932	486	328	158	2,897	-35	2019:10.75% 20Q1:13.97%	2019:-3.0% 20Q1:+19.43%
	锦泓集团	1386	1,459	235	162	73	1,437	-22	2019:16.39% 20Q1:37.63%	2019:+0.96% 20Q1:+164.08%
	安正时尚	1124	1,055	94	163	-69	975	-80	2019:49.64% 20Q1:62.29%	2019:+198.08% 20Q1:+50.54%
	七匹狼	2000+	2100+			约100				2019: 主品牌-11%
	朗姿股份	505	594			89				
	日播时尚	1067	870	157	354	-197	821	-49	2019:10.44% 20Q1:14.64%	2019:+4.96% 20Q1:+8.88%
	报喜鸟	1576	1678	426	324	102				
中高端主品牌	ELLASSAY	312	306	38	44	-6	305	-1		
	DAZZLE	613	605	86	94	-8	606	1	2019: 约50%	2019:+30% 20Q1:+24%
	九牧王	2411	2,501	324	234	90	2,471	-30		
	维格娜丝	153	186	40	7	33	186	持平		
	玖姿	692	673	45	64	-19	617	-56		
	朗姿	248	296			48				
	播	826	739	101	188	-87	724	-15		
大众	森马-休闲装	3830	3,766	801	865	-64			2019:26.80% 20Q1:近40%	2019:+27.01% 20Q1:童装好于休闲
	海澜之家	6,539	7,254	1,315	600	715	7,243	-11	2019:6.19% 20Q1:8.16%	2019:+15.12% 20Q1:+16.70%
	太平鸟	4594	4,496	914	1,012	-98	4,447	-49	2019:29.52% 20Q1:38.75%	2019:+15.78% 20Q1:+16.30%
	拉夏贝尔	9269	5,464			-3,805	4,844	-620	2019:10.32% 20Q1:18.26%	2019:-45.17% 20Q1:-32.4%
	美邦服饰	3500~4000								
童装	森马-童装	5,293	5,790	1,240	743	497			2019:26.80% 20Q1:近40%	2019:+27.01% 20Q1:童装好于休闲
	安奈儿	1433	1,505	300	228	72			2019:35.23% 20Q1:近30%	2019:+12.10% 2019:持平
家纺	罗莱生活	近2700	近2700			持平				
	富安娜	1310							2019:36.14%	2019:+21.31%
	梦洁股份	3300		1200+						
	水星家纺	约2700	约2700	关店多于开店					2019:40.6% 20Q1:45%	2019:+19.16% 20Q1:+12%

来源: Wind, 中泰证券研究所

营收减少&费用刚性, 导致利润增速放缓

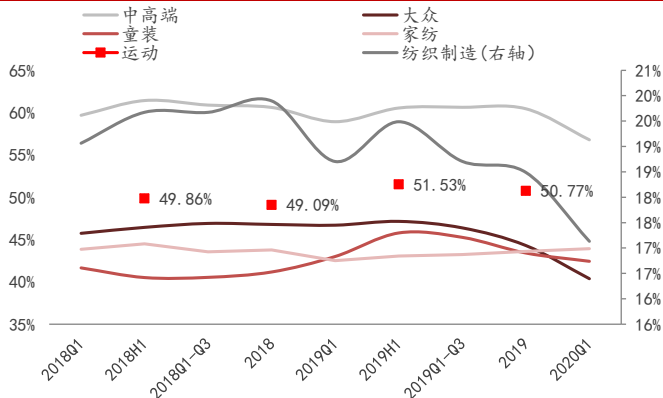
- 2019 年及 2020Q1 各板块净利润增速均有所放缓, 一方面是由于终端市场疲软, 导致收入增速放缓, 同时公司通过加大终端折扣及活动力度引流促销, 使得毛利率略有下降。另一方面各公司持续优化渠道结构, 开设直营店、门店升级等举措使得销售费用提升较快, 同时 2020Q1 门店歇业期间的部分刚性费用支出, 使得销售及管理费用率提升。

图表 4: 2018-2020 Q1 各细分板块归属净利润增速



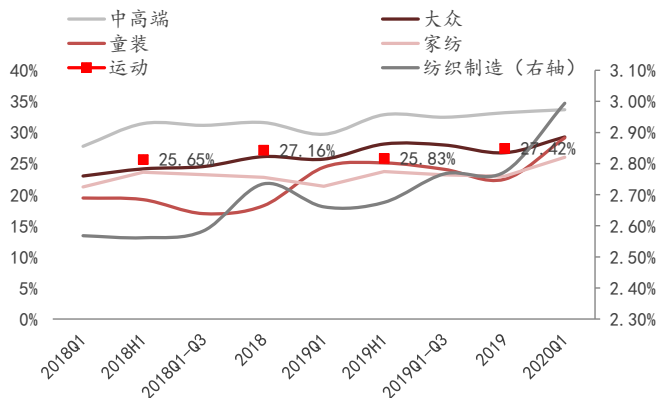
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 2018-2020 Q1 各细分板块毛利率



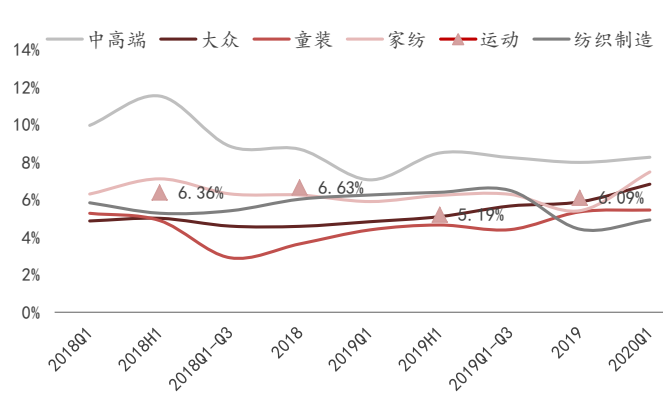
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2018-2020 Q1 各细分板块销售费用率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2018-2020 Q1 各细分板块管理费用率

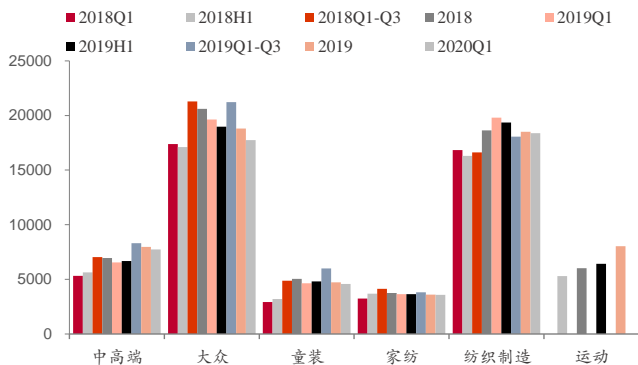


来源: Wind, 中泰证券研究所 2019Q1 森马因并表导致管理费用率大幅提升

存货规模可控, 周转有所放缓

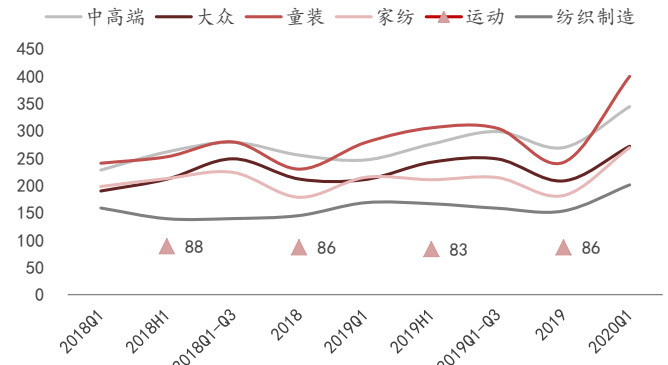
- 存货方面, 大众/童装/家纺板块持续去化, 2019 年存货规模分别同比-8.82%/-6.28%/-3.60%, 2020Q1 分别同比-9.60%/-1.34%/-2.12%。中高端品牌由于暖冬影响, 以及考虑到春节前置而提前备货, 2019 年存货同比+14.54%。而 2020Q1 在减少发货以及春款逐步消化的情况下, 库存逐步控制, 环比-2.92%。此外, 运动存货随营收增长, 整体健康。周转方面, 2019 年较为稳健, 而 2020Q1 由于物流受阻以及购物中心、商场歇业的影响, 存货及应收账款 (品牌账期主要来自商场) 周转天数同比大幅增加。上游纺织制造由于内需疲软、出口订单承压, 同样导致同比存货及应收账款周转放缓。

图表 8: 2018-2020 Q1 各细分板块存货规模(百万元)



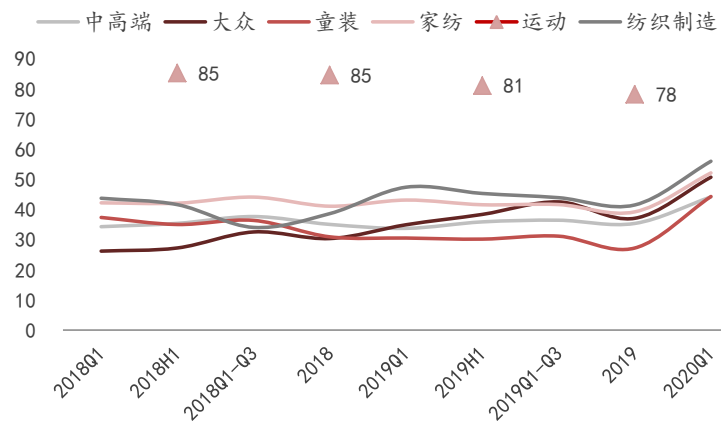
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2018-2020 Q1 各细分板块存货周转天数(天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 2018-2020 Q1 各细分板块应收账款周转天数(天)

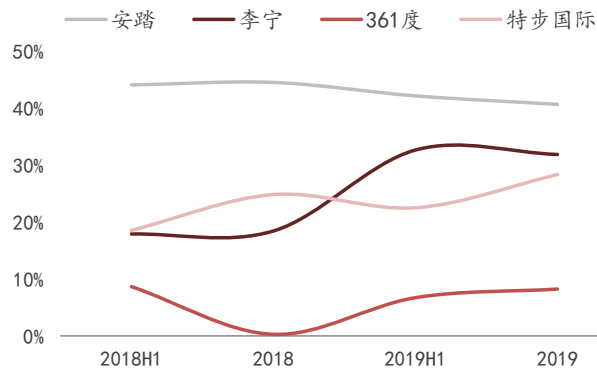


来源: Wind, 中泰证券研究所

运动服饰: 板块高景气度延续, 疫情下龙头表现亮眼

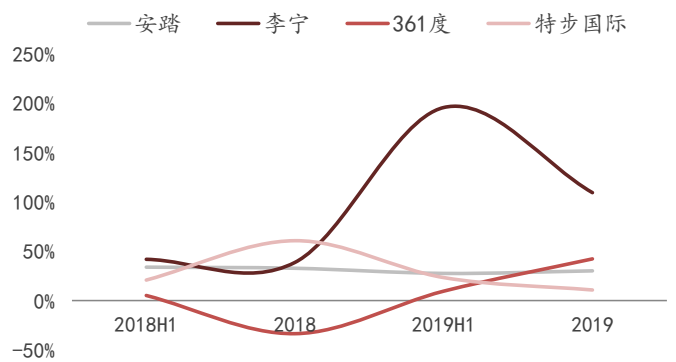
- 运动服饰景气度高, 其中龙头表现亮眼: 1) 安踏: 在高基数下保持快速增长, 2019 年营收/净利润分别同比+40.65%/+30.25%, 主品牌/Fila 流水分别同比+MDD/+55%~60%。2020Q1 在疫情冲击下, Fila/其他品牌表现依然强劲, 分别同比-MSD/-HSD, 主品牌 (-20%~-25%) 下滑幅度也小于行业水平。2) 李宁: 在内生外延的共同驱动下 2019 年营收同比+31.85%, 净利润受益于产品提价、费用率下降以及土地处置收益, 同比+109.59%。2020Q1 在电商(流水+LDD)的带动下, 整体流水仅同比-HDD。此外, 特步和 361° 在板块高景气度的情况下, 2019 流水稳健增长, 2020Q1 降幅小于服装行业。

图表 11: 2018-2019 运动品牌营收增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 2018-2019 运动品牌净利润增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 2017Q1-2019Q3 主要中运动服饰品牌流水增速及拆分

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
安踏													
安踏品牌	LDD	20~30%	MDD	MDD	MDD	LDD	LDD	MDD	LDD	MDD	MDD	HDD	-20~-25%
大货	LSD	MDD	MSD	MDD	MDD	LDD	LDD	HSD	HSD	LDD	LDD	+HSD	-20%+
儿童	30%+	30%+	30%+	40%+	40%+	25%+	25%+	25%+	20~30%	30%	25%	25%	-20%+
电商	50%+	50%+	50%+	40%+	40%+	30%+	20%+	25%+	MDD	25%	30~35%	40%+	+MSD
Fila及其他	40%+	50%+	40%+	85~90%	80~85%	90~95%	90~95%	80~85%	65~70%	55~60%			
Fila											50~55%	50~55%	-MSD
其他品牌											30~35%	25~30%	-HSD
李宁(不包括李宁Young)													
流水	HSD	LDD	LSD	MDD	MDD	LDD	MDD	HDD	20~25%	20~25%	30~35%	35%	-HDD
零售	HSD	LDD	LSD	MDD	20~25%	MDD	MDD	LDD	LDD	HSD	MDD	HDD	-35%
批发	持平	MSD	-LSD	LDD	HSD	MSD	LDD	LDD	20~25%	25%	35%	40~45%	-HDD
电商	65%	45%	30~35%	30~35%	35~40%	35~40%	30~35%	55%	40~45%	25~30%	50~55%	40~45%	LDD
同店	持平	HSD	-LSD	LDD	LDD	HSD	LDD	MDD	MDD	MDD	HDD	20~25%	
零售	-MSD	持平	-MSD	LDD	LDD	HSD	HSD	MSD	HSD	LDD	LDD	HDD	
批发	-MSD	LSD	-MSD	HSD	MSD	LSD	HSD	MSD	LDD	LDD	LDD	15%	
电商	50~55%	95%	30~35%	HDD	35~40%	30~35%	30~35%	55%	35~40%	35%	55%	40~45%	
特步													
流水									20%+	20%+	20%	20%+	-20~-25%
同店	LSD	MSD	MSD	HSD	LDD	MDD	MDD	MDD	LDD	LDD	10%	LDD	
361°													
主品牌	7%	HSD	HSD	HSD	HSD	HSD	MSD	持平	LSD	LSD	LSD	LSD	-25~-30%
儿童	7%	HSD	HSD	HSD	HSD	LDD	LDD	LDD	LSD	HSD	HSD	HSD	-25~-30%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

中高端服装: 板块表现分化, 会员管理彰显功力

收入端: 各公司表现分化, 20Q1 线上业务提振终端表现

- **2019 年整体收入增速提升, 20Q1 线上发力。**剔除并表因素, 中高端板块 2019 年收入同比+5.34PCTs 至 6.02%。从渠道端看, 2019 年品牌多重回净开店, 除安正时尚(期内净减 69 家)与日播时尚(期内净减 197 家)外, 其他品牌门店数量受新品牌扩展的驱动(主品牌提效为主), 较年初均有所增长。

而 2020Q1 受疫情营销, 收入同比-20.52%, 降幅小于其他子行业。我们认为, 主要因中高端品牌 VIP 销售占比多在 60%以上, 且各品牌重日

常会员维护，因此疫情期间更易通过社交电商、直播等方式激活私域流量，在一定程度上弥补线下门店关闭带来的损失。

图表 14: 2018H1-2020Q1 主要中高端公司收入业绩增速

公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1
歌力思	18.66%	7.24%	8.57%	3.96%	-34.11%	20.74%	-2.31%	2.62%	-15.98%	173.26%
地素时尚	7.94%	13.23%	15.90%	7.00%	-30.14%	19.59%	8.75%	6.65%	16.34%	-37.44%
比音勒芬	39.96%	23.70%	24.95%	20.53%	-22.34%	62.16%	39.13%	51.09%	10.54%	-25.27%
九牧王	6.55%	4.53%	5.37%	2.53%	-27.63%	8.00%	-30.64%	8.88%	-105.77%	-76.67%
锦泓集团	6.60%	-5.59%	-6.46%	-3.96%	-12.50%	43.65%	-60.10%	-77.98%	-42.07%	-95.48%
安正时尚	6.87%	5.12%	1.28%	17.64%	2.91%	2.96%	7.67%	12.55%	-27.53%	-23.85%
七匹狼	14.01%	3.02%	5.32%	-1.64%	-29.70%	9.38%	0.29%	-7.75%	13.41%	-145.89%
朗姿股份	13.10%	12.99%	6.65%	31.99%	-18.74%	12.20%	-72.07%	-14.92%	-481.17%	-106.02%
日播时尚	5.46%	-1.57%	-0.22%	-4.72%	-44.32%	-54.13%	-77.03%	-103.71%	-45.09%	-452.82%
报喜鸟	19.55%	5.24%	3.34%	9.18%	-15.95%	99.92%	305.28%	131.28%	-349.00%	-28.60%

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

- 分品牌看，2019 年比音勒芬、地素时尚表现亮眼，在弱市下营收均实现双位数增长。1) 中高端运动时尚男装赛道稀缺的比音勒芬营收同比+20.53%，其外延扩张（净增门店 130 至 894 家）以及店效提升（预计双位数增长）共同驱动力业绩增长。2) 地素时尚收入同增 13.23%，主要得益于公司对导购培训及激励制度的完善，以及会员管理系统的优化，期内直营店效同比+11.6%。3) 歌力思增速同比下滑-11.41PCT 至 7.24%，主要是由于旗下 Ed Hardy 奥莱渠道收回而回购货品所致，短期影响该业务收入，但长期有利于盘活分销商资金，以及加速渠道存货流转。

2020Q1 安正时尚表现较为突出，同比+2.91%，主要得益于电商业务发展以及礼尚信息新客户的拓展。分渠道看，期内公司门店数量净减 80 家至 975 家，而电商占比较 2019 年底+12.65PCTs 至 62.29%。此外，2020Q1 锦泓集团及地素时尚收入变现优于同行，分别同比-12.50%/-30.14%，均得益于其较强的会员管理能力以及对原有客户的深入挖掘。

图表 15: 2018-2020Q1 主要中高端公司渠道情况（家）

行业	公司	2018	2019	新开	关店	2019净增	2020Q1	20Q1净增	电商	
									占比	同比增速
中高端	歌力思	592	600	111	103	8	589	-11	2019: 5.12% 20Q1: 6.43%	2019: +11.44% 20Q1: +12.22%
	地素时尚	1062	1104	213	171	42	1,106	2	2019: 12.90% 20Q1: 21.70%	2019: +19.86% 20Q1: +24.69%
	比音勒芬	764	894			130				
	九牧王	2774	2932	486	328	158	2,897	-35	2019: 10.75% 20Q1: 13.97%	2019: -3.0% 20Q1: +19.43%
	锦泓集团	1386	1,459	235	162	73	1,437	-22	2019: 16.39% 20Q1: 37.63%	2019: +0.96% 20Q1: +164.08%
	安正时尚	1124	1,055	94	163	-69	975	-80	2019: 49.64% 20Q1: 62.29%	2019: +198.08% 20Q1: +50.54%
	七匹狼	2000+	2100+			约100				2019: 主品牌-11%
	朗姿股份	505	594			89				
	日播时尚	1067	870	157	354	-197	821	-49	2019: 10.44% 20Q1: 14.64%	2019: +4.96% 20Q1: +8.88%
	报喜鸟	1576	1678	426	324	102				

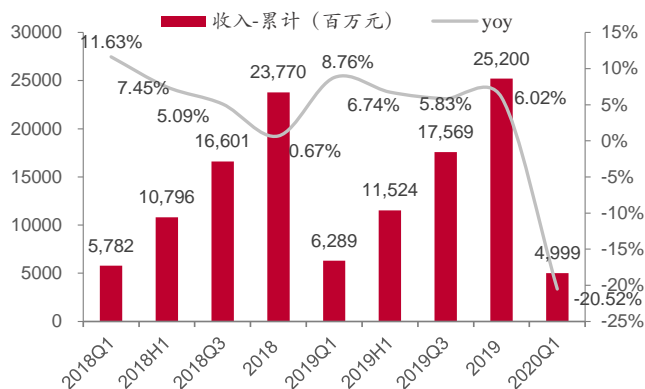
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 2018-2020Q1 主要中高端公司主品牌渠道情况 (家)

行业	公司	2018	2019	新开	关店	2019净增	2020Q1	20Q1净增
中高端主品牌	ELLASSAY	312	306	38	44	-6	305	-1
	DAZZLE	613	605	86	94	-8	606	1
	九牧王	2411	2,501	324	234	90	2,471	-30
	维格娜丝	153	186	40	7	33	186	持平
	玖姿	692	673	45	64	-19	617	-56
	朗姿	248	296			48		
	播	826	739	101	188	-87	724	-15

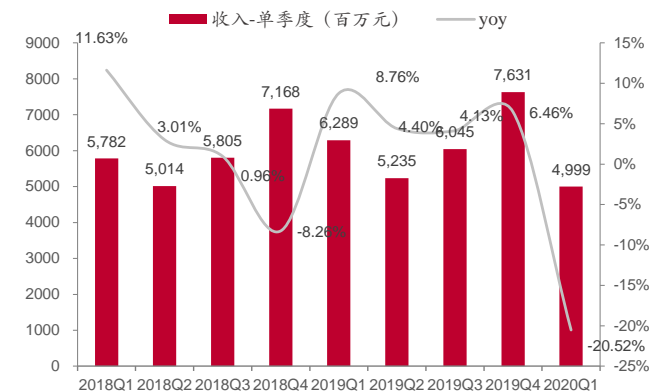
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 2018-2020Q1 中高端分季度累计收入及增速 (百万元)



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

图表 18: 2018Q1-2020Q1 中高端单季度收入及增速 (百万元)



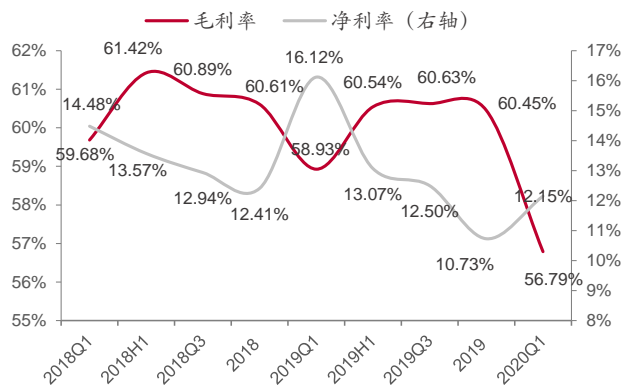
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 歌力思、维格娜丝、安正时尚已剔除并表因素

盈利端: 收入减少&毛利率下降, 使得盈利能力同比下降

- 2019 年/2020Q1 中高端板块毛利率分别同比 -0.16/-2.14PCTs 至 60.45%/56.79%, 主要因在终端需求较弱的背景下, 部分品牌加大促销以及存货处理力度所致, 如比音勒芬/锦鸿集团 20Q1 毛利率分别同比 -3.70/-3.84PCTs 至 60.83%/63.49%。此外, 安正时尚由于低毛利率电商平台礼尚信息并表, 以及加大库存清理力度所致, 2019/2020Q1 毛利率分别同比 -10.30/-4.20PCTs。
- 费用方面, 2019 年销售费用率因期内部分公司新品牌业务拓展、直营渠道扩张等, 同比 +1.58PCTs 至 33.18%。但同期管理费用得到有效控制, 管理费用率同比 -0.70PCTs 至 7.98%。2020Q1 因期内营收减少而部分刚性费用持续支出, 销售/管理费用率分别同比 +3.94/+1.20PCTs 至 33.67%/8.25%。
- 此外, 2019 年投资收益同比 -40.10%, 占收入比为 2.00%。而 2020Q1

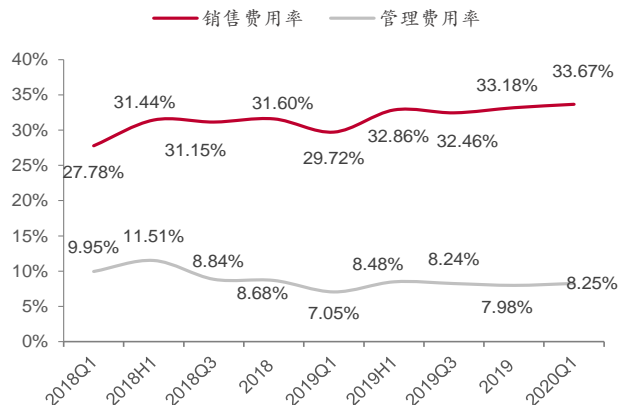
投资收益同比+27.22%，占比达 7.20%，如歌力思转让百秋网络股权新增投资收益 3 亿元。综合来看，2019/2020Q1 净利率分别同比 -1.68/-3.97PCTs 至 10.73%/12.15%。

图表 19：2018-2020Q1 中高端各季度毛利率、净利率



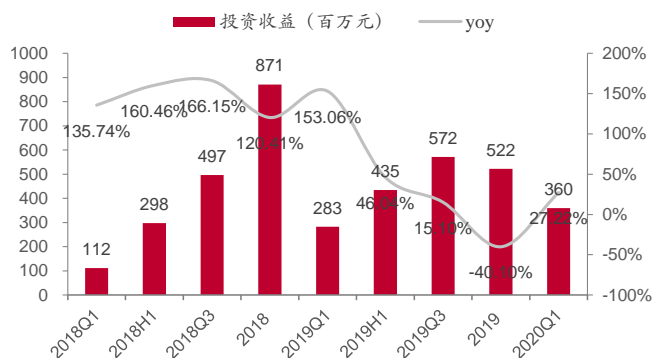
来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 20：2018-2020Q1 中高端各季度管理费用率、销售费用率



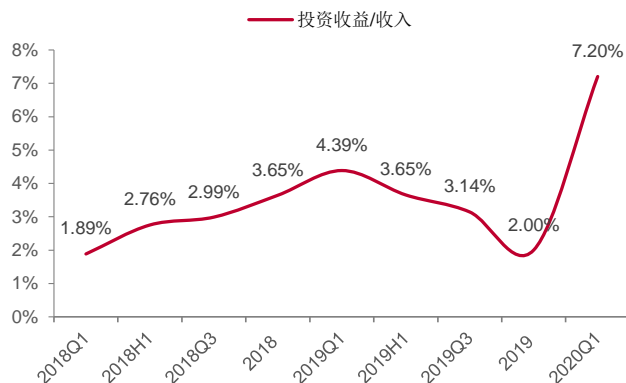
来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 21：2018-2020Q1 中高端各季度投资收益及增速 (百万元)



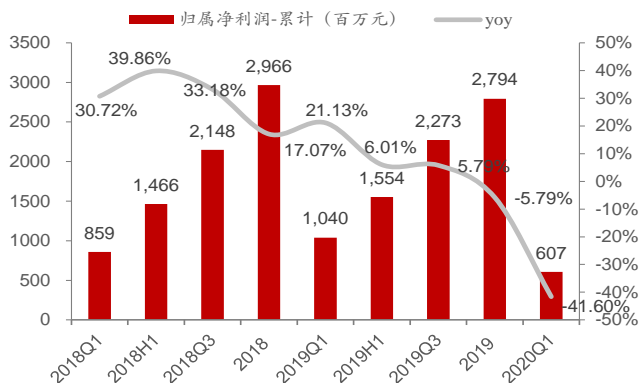
来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 22：2018-2020Q1 中高端各季度投资收益占收入比

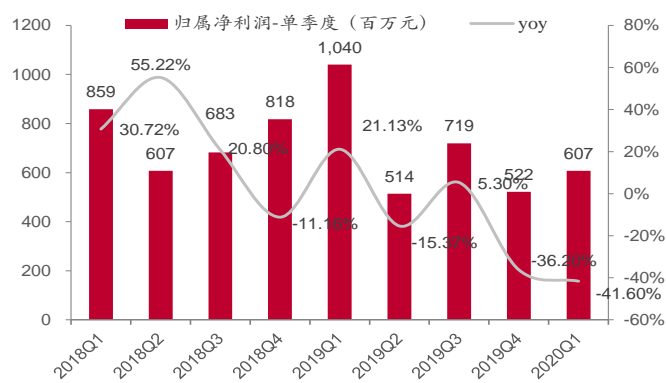


来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 23：2018-2020Q1 中高端分季度累计归属净利润及增速 (百万元)



图表 24：2018-2020Q1 中高端单季度归属净利润及增速 (百万元)



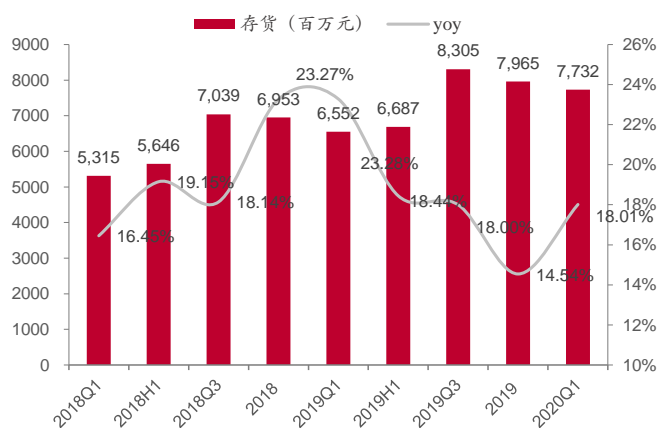
来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

运营端: 整体运营稳健, 现金流周转健康

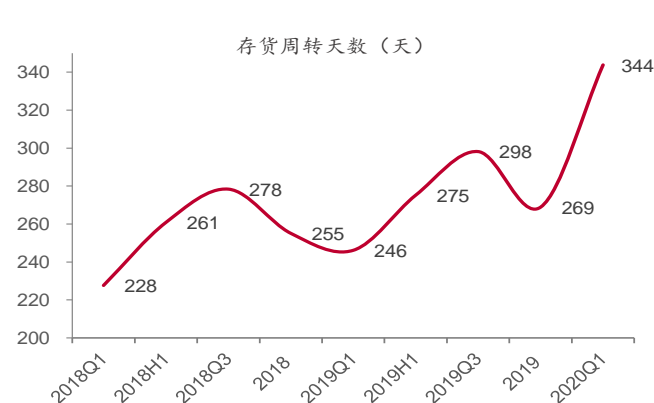
- 存货方面, 2019 同比+14.54%, 周转天数+14 天至 269 天, 主要因部分公司春季备货提前, 以及部分品牌直营占比提升所致。2020Q1 存货规模控制得当, 较 2019 年底-2.92%, 而周转天数+97 天至 344 天, 主要是疫情下需求疲软以及物流受阻所致。

图表 25: 2018-2020Q1 中高端各季度存货及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

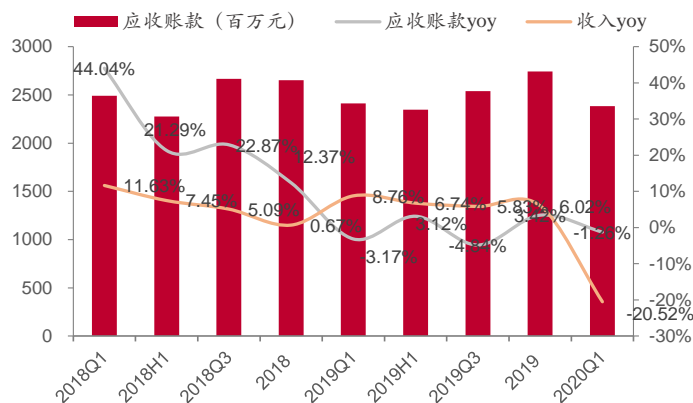
图表 26: 2018-2020Q1 中高端各季度存货周转天数 (天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

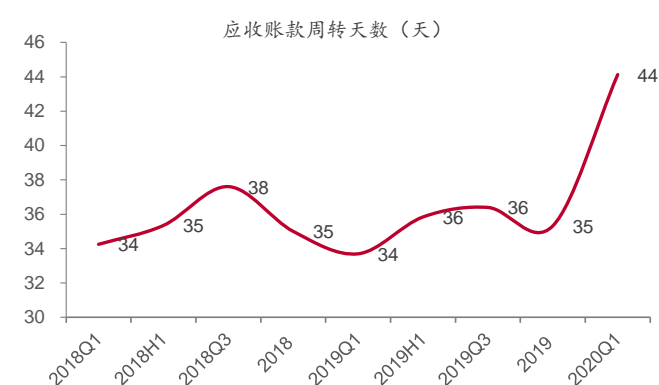
- 应收账款方面, 2019 年较为稳健, 其金额同比+3.42%, 增速小于营收 (+6.02%), 且周转天数同比持平 (35 天)。2020Q1 同比-1.26%, 主要因终端销售减少所致。周转天数同比+10 天至 44 天, 反映百货商场渠道受疫情影响, 回款变慢。

图表 27: 2018-2020Q1 中高端各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

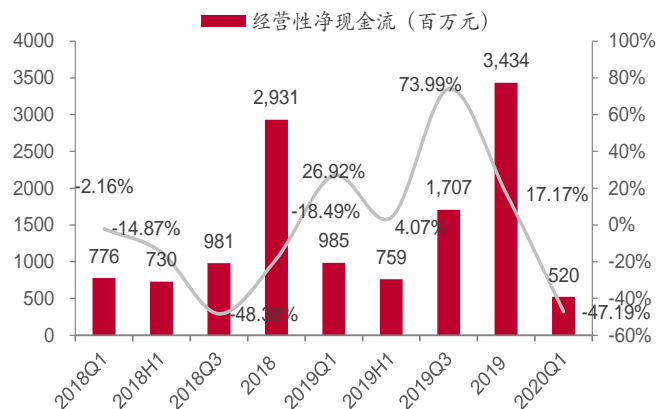
图表 28: 2018-2020Q1 中高端各季度应收账款周转天数 (天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

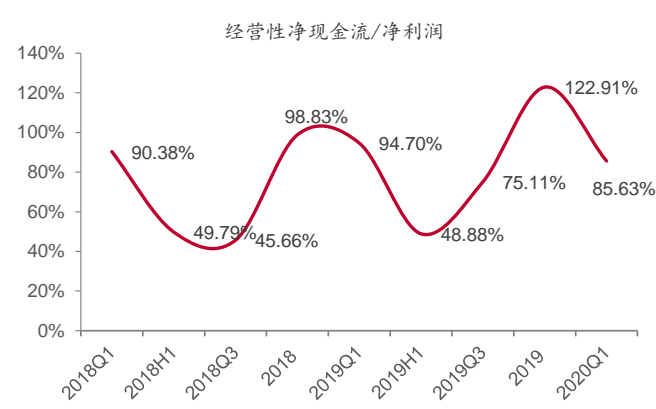
- 2019 经营性净现金流明显改善，同比+17.17%，占净利润比重达 122.91%，主要是受益于销售回款增加以及新品牌并表。2020Q1 经营性净现金流净额同比-47.19%，与净利润增速一致（-41.60%）。总体来看，运营较为健康。

图表 29: 2018-2020Q1 中高端各季度经营性净现金流及增速（百万元）



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 30: 2018-2020Q1 中高端各季度经营性净现金流占净利润的比



来源：Wind, 中泰证券研究所

大众服装：龙头品牌相对稳健，行业库存控制得当

收入端：终端销售承压，龙头公司优化渠道驱动营收增长

- 2019 年大众板块营收同比-3.65%，且 19Q4 单季度增速环比放缓。分品牌看，龙头表现较为稳健。1) 海澜之家主品牌得益于渠道扩张及门店优化（期内净增门店 301 家）、增加购物中心渠道占比（门店数量占比+3.06PCTs 至 20.49%），增长逐季提速。同时叠加新品牌保持高增长，2019 年公司营收同比/环比分别提升+10.20/+2.46PCTs 至 15.09%，表现亮眼。2) 太平鸟增速由负转正，同比+5.38PCTs 至 2.80%，主要来自线上业务（+15.78%）的驱动，以及线下直营渠道优化。其购物中心门店数量占比+2PCTs 至 52%，且收入占比首次超越百货商场（占比分别为 31.6%/28.1%）。3) 森马休闲装在终端需求偏弱及发货频次提高的背景下，收入增速同比环比均有所放缓。但渠道持续优化，2019 年森马休闲装关闭低效门店（期内净关门店 64 家），采取开大店策略，平均单店面积同比+2.84%至 240.74 平米。
- 2020Q1 受疫情影响下，大众板块营收同比-39.66%。但各公司表现有所分化，其中加速线上布局，且线上业务占比较高的公司受冲击相对较小，如太平鸟期内营收同比-16.66%，其线上业务同比+16.30%，占比达 38.75%。

图表 31: 2018H1-2020Q1 主要大众服饰公司收入业绩情况

公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1
森马-休闲装	20.54%	-3.64%	5.00%	-22.00%	-40.00%	59.82%	2.24%	15.76%	-29.21%	-70.00%
海澜之家	4.89%	15.09%	12.63%	20.39%	-36.80%	3.78%	-7.07%	-0.45%	-28.12%	-75.59%
拉夏贝尔	7.78%	-24.66%	-7.16%	-51.97%	-57.75%	27.51%	-1241.01%	-444.69%	229.63%	-3609.01%
太平鸟	-2.58%	2.80%	2.36%	3.56%	-16.66%	-132.00%	-3.50%	-26.78%	19.23%	-89.89%
美邦服饰	18.62%	-28.84%	-27.27%	-32.93%	-46.70%	113.24%	-2145.20%	-692.42%	-264728.87%	-671.67%

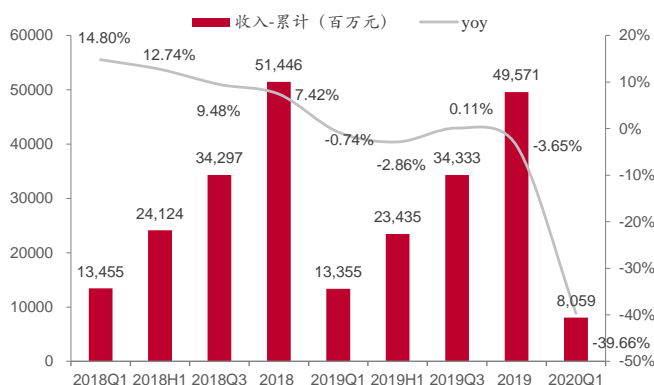
来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马收入仅休闲装业务, 净利润是森马整体 (剔除并表)

图表 32: 2018-2020 Q1 主要大众服饰公司渠道情况 (家)

行业	公司	2018	2019	新开	关店	2019净增	2020Q1	20Q1净增	电商占比	电商同比增速
大众	森马-休闲装	3830	3,766	801	865	-64			2019: 26.80% 20Q1: 近40%	2019: +27.01% 20Q1: 童装好于休闲装
	海澜之家	6,539	7,254	1,315	600	715	7,243	-11	2019: 6.19% 20Q1: 8.16%	2019: +15.12% 20Q1: +16.70%
	太平鸟	4594	4,496	914	1,012	-98	4,447	-49	2019: 29.52% 20Q1: 38.75%	2019: +15.78% 20Q1: +16.30%
	拉夏贝尔	9269	5,464			-3,805	4,844	-620	2019: 10.32% 20Q1: 18.26%	2019: -45.17% 20Q1: -32.4%
	美邦服饰	3500~4000								

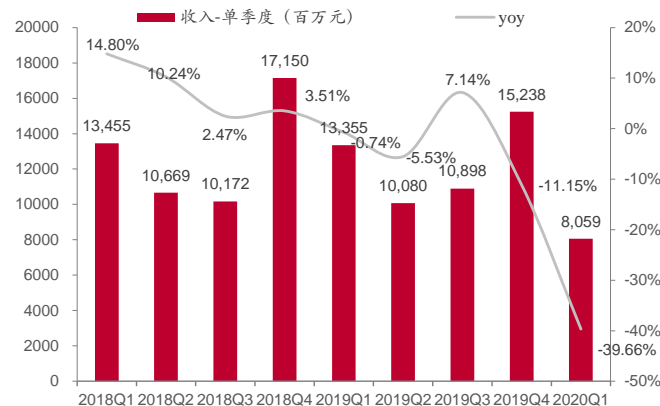
来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马仅统计休闲装

图表 33: 2018-2020Q1 大众服饰分季度累计收入及增速 (百万元)



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

图表 34: 2018-2020Q1 大众服饰单季度收入及增速 (百万元)



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

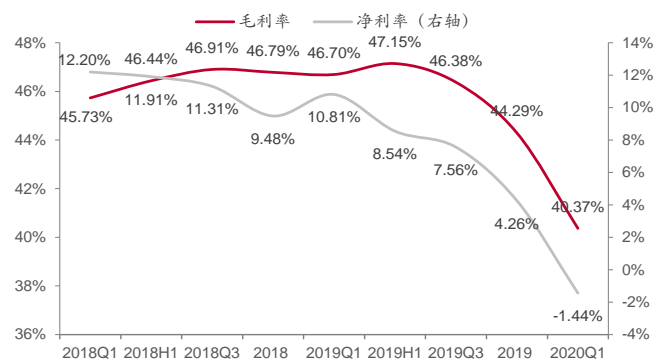
盈利端: 折扣力度加大, 利润率下滑明显

- 考虑到大众板块消费者价格敏感度较高, 弱市下, 各品牌多通过折扣促销引流, 从而拉低整体毛利率, 2019/2020Q1 板块毛利率分别同比

-2.49/-6.33PCTs 至 44.29%/40.37%。分品牌看：1) 森马服饰 2019 年毛利率+2.75PCTs 至 42.53%，因高毛利率的 Kidiliz（约 62%）营收占比提升所致（+10.53PCTs 至 15.59%）。2020Q1 虽部分过季产品通过低折扣为新渠道引流，但应季产品折扣控制良好，因而整体毛利率略降 0.57PCTs 至 41.11%。2) 太平鸟 2019/2020Q1 毛利率分别同比 -1.38/-9.11PCTs 至 39.46%/34.48%，主要因毛利率较低的线上业务占比提升，以及终端折扣力度加大、存货清理所致。3) 海澜之家 2019/2020Q1 毛利率分别同比 -1.56/-5.56PCTs 至 53.19%/51.89%，主要因男生女生老货去化所致，终端促销力度加大，以及部分疫情补贴和减免未计入报表端所致。

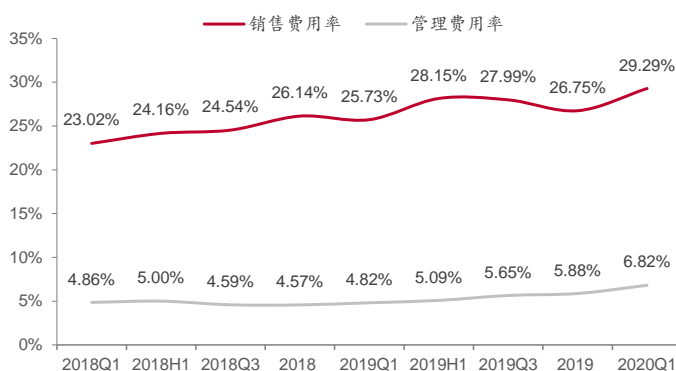
- 期间费用方面，2019 年销售费用率同比+0.61PCTs 至 26.75%，其中，海澜之家、太平鸟因期内直营门店增加导致销售费用率 +1.80/+1.95PCTs；森马服饰受并表影响以及原主业增长，销售费用率 +4.62PCTs。管理费用率为 5.88%，同比+1.30 PCTs，部分品牌因收购后职工薪酬及折旧摊销增加所致（如海澜之家+1.06PCTs），部分品牌由于期内人才引进，且提升员工薪酬所致（如森马服饰+2.00PCTs）。2020Q1 销售/管理费用率分别同比+3.56/+2.00PCTs 至 29.29%/6.82%，因营收减少而员工薪酬、渠道优化等费用持续支出，各品牌均有不同程度提升。

图表 35：2018-2020Q1 大众服饰各季度毛利率、净利率



来源：Wind, 中泰证券研究所，拉夏贝尔按总额法调整 2017 年收入

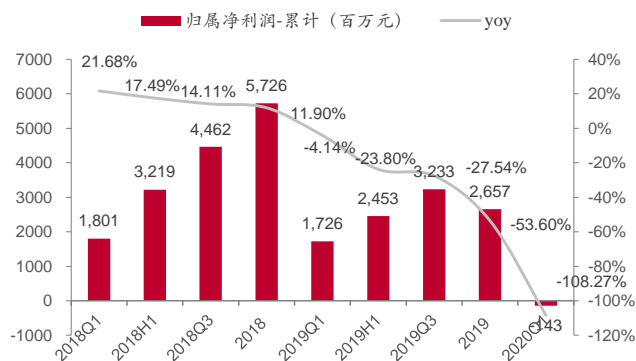
图表 36：2018-2020Q1 大众服饰各季度管理费用率、销售费用率



来源：Wind, 中泰证券研究所

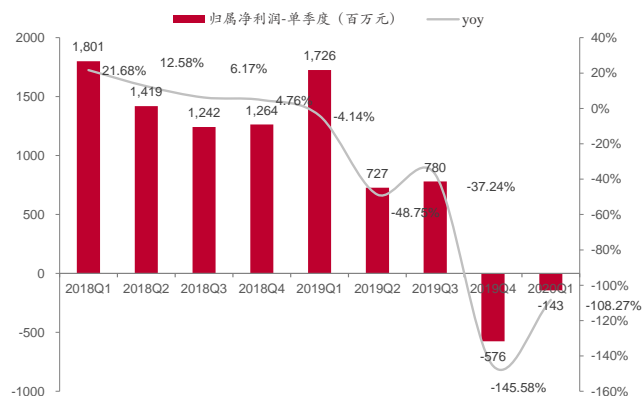
- 在毛利率下降、期间费用率提升的背景下，2019/2020Q1 板块净利率分别同比-5.22/-12.26PCTs 至 4.26%/-1.44%。同时，期内板块整体利润增速也呈负增长态势，2019/2020Q1 增速分别为-53.60%/-108.27%，主要受美邦及拉夏贝尔亏损拖累。但龙头公司表现较为稳健，森马服饰剔除 Kidiliz 并表影响，2019/2020Q1 归母净利润分别同比+2%/-70%左右。海澜之家归母净利润分别同比-7.07%/-75.59%，若 2019 年剔除在建工程转固产生的折旧（1.2 亿元）、2019Q3 剥离的爱居兔亏损较上年增加，以及童装&新品牌亏损同比扩大的影响，净利润实现正增长。此外，太平鸟 2019/2020Q1 归母净利润分别同比-3.5%/-89.9%。

图表 37: 2018-2020Q1 大众服饰分季度累计归属净利润及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

图表 38: 2018-2020Q1 大众服饰单季度归属净利润及增速 (百万元)

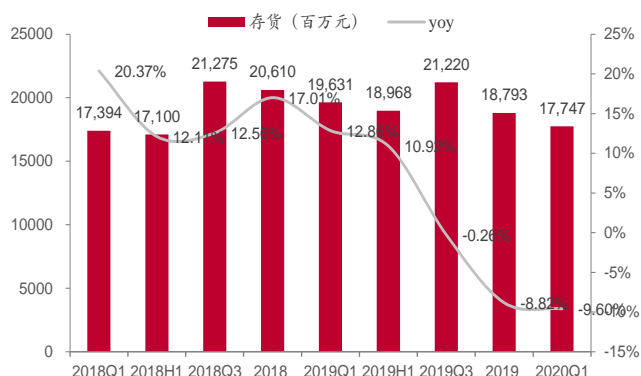


来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

运营端: 存货管控得力, 整体运营稳健

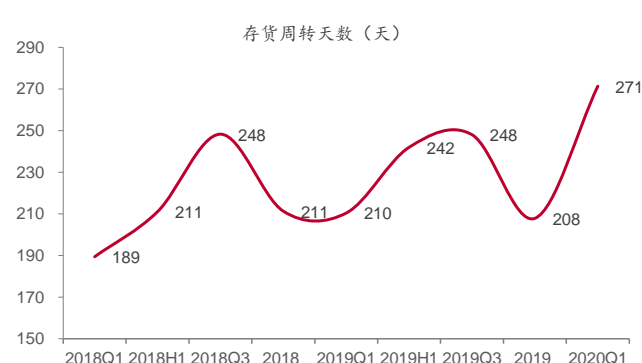
- 2019/2020Q1 存货规模控制得当, 分别同比-0.82%/-9.60%。其中海澜之家存货分别同比-4.53%/-7.48%, 剔除爱居兔剥离因素, 公司通过结构调整, 减轻存货压力 (2019 年买断商品的占比同比-3PCTs 至 41%)。森马服饰剔除 Kidiliz 并表因素 (约 7-8 亿元), 预计原业务库存有所下降, 主要得益于公司主动调整发货节奏下, 提高供应链效率, 以及新款产量减少。太平鸟通过 TOC 驱动商品管理能力提升, 加快存货周转, 2019 年存货周转天数同比-5 天至 179 天, 且 2020Q1 存货规模较 2019 年底 -11.39%。

图表 39: 2018-2020Q1 大众服饰各季度存货及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

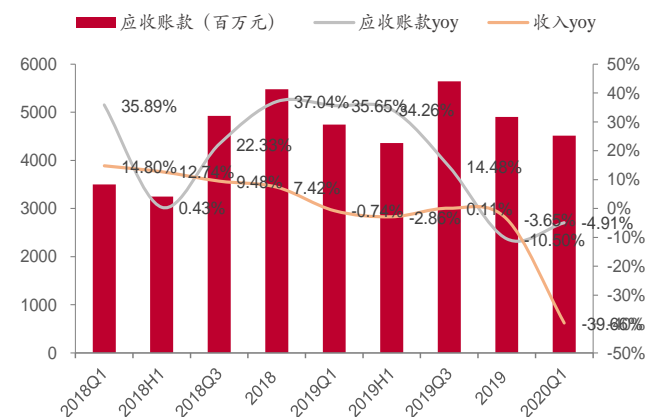
图表 40: 2018-2020Q1 大众服饰各季度存货周转天数 (天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

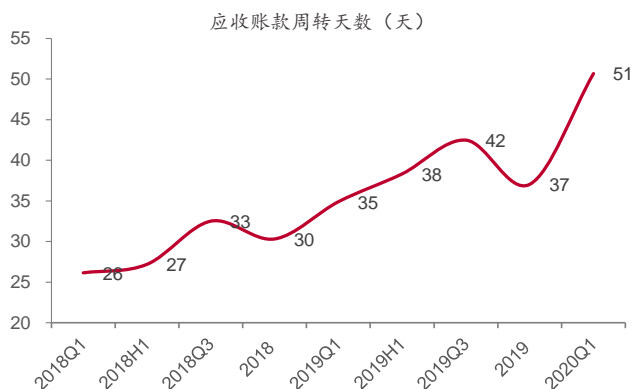
- 2019/2020Q1 应收账款规模受营收负增长影响, 同比分别 -10.50%/-4.91%, 同时应收账款周转天数分别+7/+16 至 37/51 天, 主要由于各品牌优化渠道结构, 提升直营占比, 而直营渠道多为商场及购物中心门店, 疫情下账期延长, 使得周转放缓。

图表 41: 2018-2020Q1 大众服饰各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

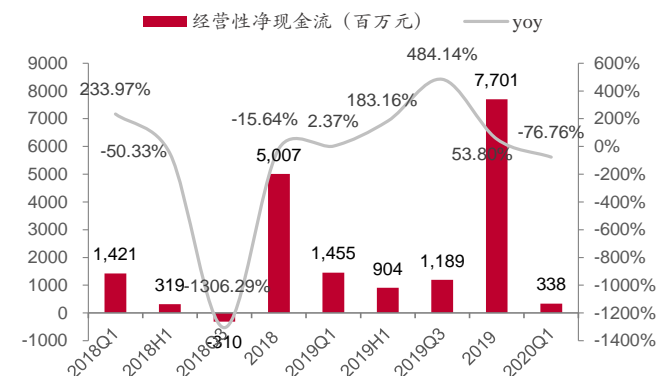
图表 42: 2018-2020Q1 大众服饰各季度应收账款周转天数 (天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

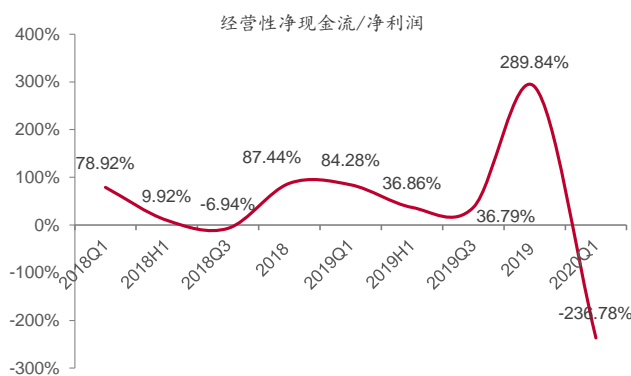
- 板块整体性金流周转健康, 2019/2020Q1 分别同比+53.8%/-76.76%, 远高于净利润增速 (-53.60%/-108.27%)

图表 43: 2018-2020Q1 大众服饰各季度经营性净现金流及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 44: 2018-2020Q1 大众服饰各季度经营性净现金流占净利润的比



来源: Wind, 中泰证券研究所

家纺: 线上表现亮眼, 库存持续去化

收入端: 全渠道、多定位推动线上营收增长, 线下需求偏弱增速放缓

- 2019/2020Q1 家纺上市公司收入分别同比+3.89%/-20.33%, 家纺整体表现较其他服装板块相对稳健, 或由于乔迁、婚庆等刚需占比较大(2018年占比 40%), 且以标品为主, 有利于线上销售。分渠道看:
 - 线上整体强劲: 1) 水星家纺线上营收保持快速增长, 2019/2020Q1 分别同比+19%/+12%, 收入占比提升至 45%, 主要是得益于公司在传统电商平台稳健增长的情况下, 积极拓展拼多多、云集以及社交电商平台。同时, 通过调整“百丽丝”定位, 突出其性价比优势,

从而获得高增长（2019年百丽丝线上业务同比+98.53%）。2）富安娜与国内头部电商平台建立长期战略合作关系，并将持续丰富线上产品矩，推出高单价新品，使得电商业务保持20%以上高增长。3）而罗莱生活受LOVO与主品牌拆分影响，预计期内线上营收同比持平，短期线上表现偏弱。

- 线下受疫情冲击较大，整体表现偏弱。其中水星家纺2019/2020Q1线下营收同比+5.19%/-35%左右，公司持续优化渠道结构，虽期内门店数量有所减少，但营业面积略有增长，后续公司线下业务有望通过全面推进线上线下融合的新零售模式逐步恢复。而受经销业务调整影响、帮助经销商清理库存的富安娜，以及调整加盟商出货政策的罗莱生活线下业务同比均有所下滑。

图表 45：2018-2020Q1 主要家纺公司收入业绩情况

公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1
罗莱生活	3.24%	0.98%	-1.64%	7.63%	-21.94%	24.92%	2.16%	-5.00%	19.32%	-50.66%
富安娜	11.55%	-4.44%	-4.88%	-3.78%	-2.02%	10.11%	-6.72%	-15.44%	3.31%	-5.95%
梦洁股份	19.35%	12.80%	16.71%	6.25%	-34.63%	64.61%	1.19%	2.35%	10.88%	-46.63%
水星家纺	10.44%	10.41%	11.89%	7.50%	-19.95%	10.77%	10.69%	18.78%	-3.32%	-45.38%

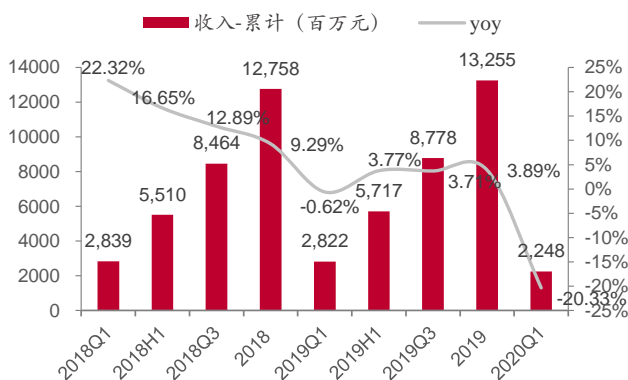
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 46：2018-2020Q1 主要家纺公司分渠道情况

公司	渠道数量					电商收入增速				电商收入占比		
	2018	2019	新开	关店	净增	2018	19H1	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
罗莱生活	近2700	近2700			持平	约10%	个位数下滑	持平		20%+	近30%	
富安娜	1310					16%	23%	21%		28%	36%	
水星家纺	3300		1200+			7.28%	8.85%	19.16%	12%	38%	41%	45%
梦洁股份	约2700	约2700	关店多于开店			个位数下滑				近10%		

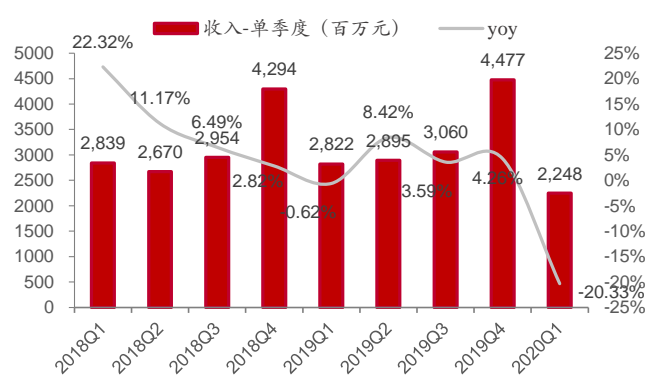
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47：2018-2020Q1 家纺分季度累计收入及增速（百万元）



来源：Wind,中泰证券研究所

图表 48：2018-2020Q1 家纺单季度收入及增速（百万元）

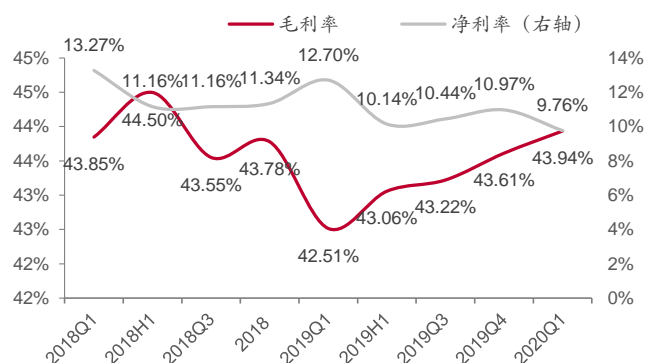


来源：Wind,中泰证券研究所

盈利端：产品&渠道优化带动毛利率提升，费用率提升导致净利率下降

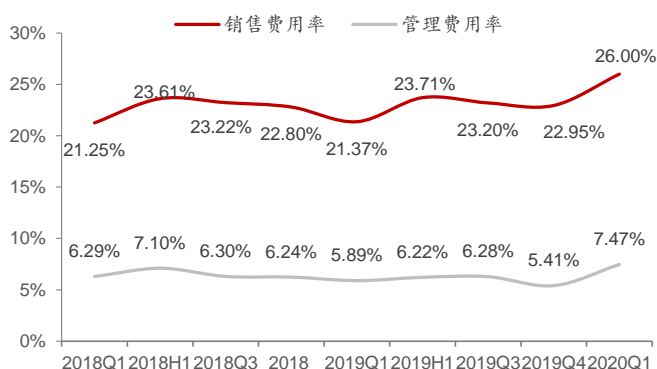
- 2019/2020Q1 家纺板块毛利率分别同比 -0.17/+1.42PCT 至 43.61%/43.94%。具体来看，各品牌表现分化：1) 水星家纺在高毛利率的超级大单品以及高毛利率的电商平台占比提升、原材料成本下降的影响下，2019/2020Q1 毛利率分别同比 +2.47/+0.12PCTs 至 37.58%/37.47%。2) 富安娜受益于高价电商产品的推出，2019/2020Q1 毛利率分别同比 +2.18/+4.17PCTs 至 52.00%/53.96%。3) 罗莱生活由于库存清理以及低毛利率产品销售占比的提升，毛利率分别同比 -1.64/-0.77PCTs 至 41.12%/43.11%。
- 费用方面：1) 销售费用率 2019/2020Q1 分别同比 +0.15/+4.64PCTs 至 22.95%/26.00%。除疫情影响外，水星家纺 2019 年采用双代言人制，推广力度同比加大；富安娜由于广告、门店支出加大，以及人员薪酬增加所致。2) 2019 各品牌管理效率稳中有升，故管理费用率同比 -0.83PCTs 至 5.41%，而 2020Q1 受疫情影响同比 +1.58PCTs 至 7.47%。
- 净利率方面，2019/2020Q1 分别同比 -0.38/-2.94PCTs 至 10.97%/9.76%，主要因营收减少而费用率提升所致。

图表 49：2018-2020Q1 家纺各季度毛利率、净利率



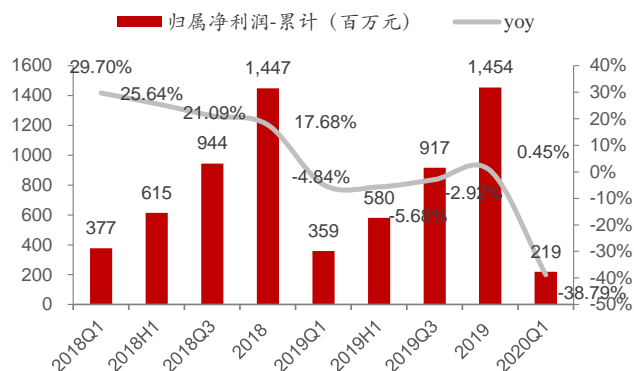
来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 50：2018-2020Q1 家纺各季度管理费用率、销售费用率

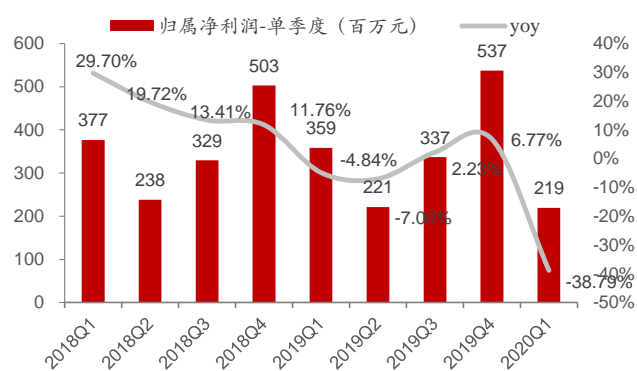


来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 51：2018-2020Q1 家纺分季度累计归属净利润及增速（百万元）



图表 52：2018-2020Q1 家纺单季度归属净利润及增速（百万元）



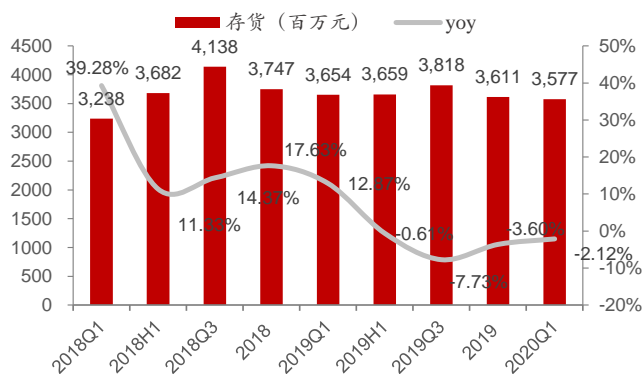
来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

运营端: 库存持续去化, 整体运营健康

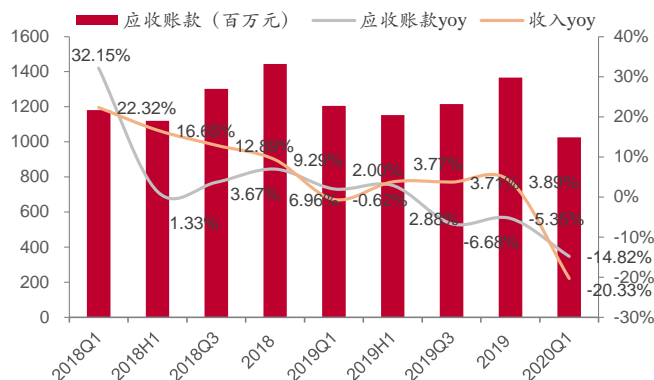
- 2019/2020Q1 存货规模得到有效控制, 分别同比-3.60%/-2.12%。其中水星家纺 2019 年存货规模同比+7.28%, 但其增速小于营收增速(+10.41%), 且 2020Q1 存货规模较 2019 年底-3.95%, 整体可控。
- 2019 年应收账款同比-5.35%, 且周转天数同比-2 天 39 天, 整体回款情况良好。2020Q1 应收规模受营收减少的影响, 同比-14.82%, 而周转天数同比+9 天至 52 天, 主要受梦洁股份影响(同比+36 天至 102 天), 其他品牌较为稳健。
- 2019 年经营性净现金流净额大幅改善, 同比+172.82%亿。其中罗莱生活得益于期内消化库存优化采购, 管控运营费用减少现金流出所致, 经营性现金流净额同比+616.19%。2020Q1 经营性净现金流净额同比-133.18%, 主要由于富安娜(同比-159.64%)由于期内经销商回款同比减少, 以及供应商银行承兑汇票解付较上年增长所致。

图表 53: 2018-2020Q1 家纺各季度存货及增速 (百万元)



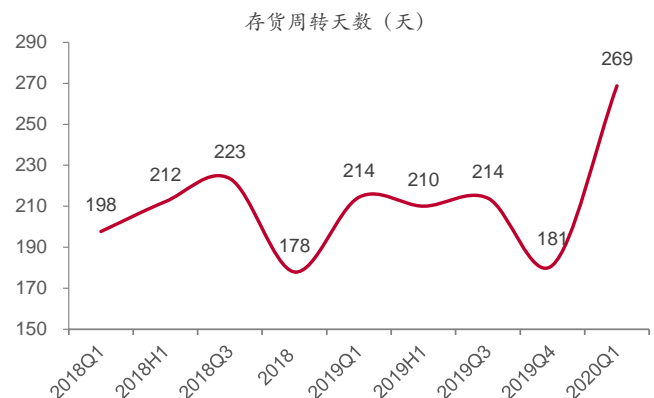
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 55: 2018-2020Q1 家纺各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)



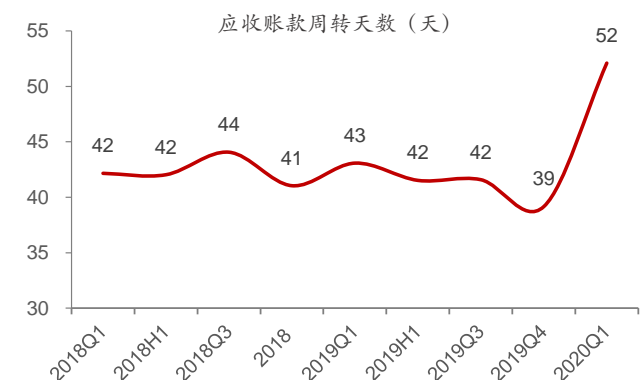
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 54: 2018-2020Q1 家纺各季度存货周转天数(天)



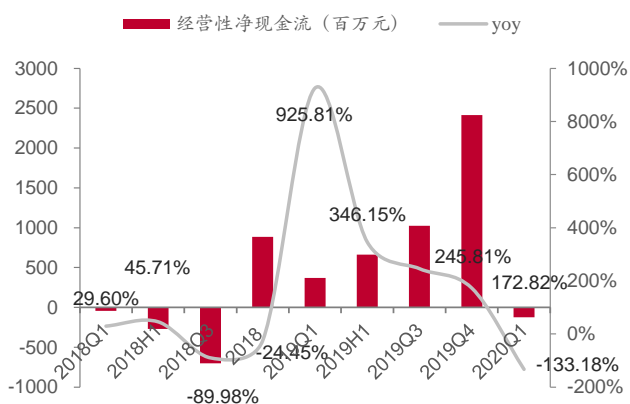
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 56: 2018-2020Q1 家纺各季度应收账款周转天数 (天)



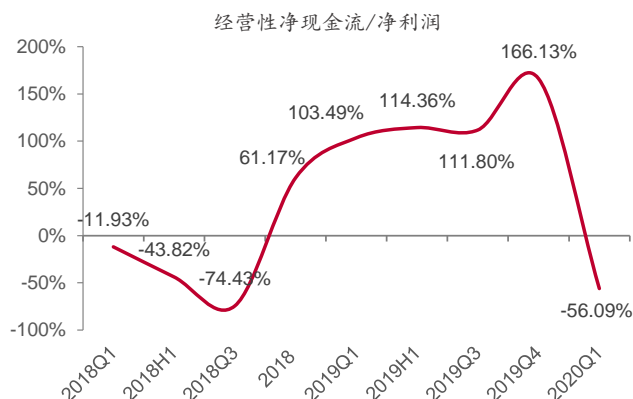
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 57: 2018-2020Q1 家纺各季度经营性净现金流及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 58: 2018-2020Q1 家纺各季度经营性净现金流占净利润的比



来源: Wind, 中泰证券研究所

童装: 头部优势明显, 费用提升拉低利润水平

收入端: 2019 延续高景气度, 20Q1 短期需求疲软

- 2019 年童装延续高景气度, 收入同比+17.97%。2020Q1 疫情下, 童装板块收入增速放缓, 同比-27.66%。具体来看, 森马童装 (剔除 Kidiliz) 2019 全年营收同比+20.47%至 96.94 亿元, 其增长动力主要来自渠道扩张 (门店数量净增 497 家至 5790 家)、同店增长拉动 (预计店效同比约 +15%) 以及电商贡献 (预计同比约 +35%)。同时, 2019 年安奈儿同比 +9.41%, 其中线上业务同比 +12.10%, 线下积极拓展购物中心渠道, 提升品牌专卖店形象及客户的购物体验。期内公司净增门店 72 家至 1505 家, 其中购物中心直营店铺数量达到 353 家。此外, 对比主要三个标的公司, 市占率第一的森马儿童业务营收及利润增速均远高于其他 2 家, 头部优势明显。

图表 59: 2018Q3-2020Q1 主要童装公司收入业绩情况

公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1
森马儿童	27.30%	20.47%	5.00%	15.98%	-26.92%	59.82%	2.24%	15.76%	-29.21%	-70.00%
安奈儿	17.56%	9.41%	12.63%	1.88%	-27.31%	21.08%	-49.49%	-42.29%	-65.36%	-101.98%
金发拉比	5.49%	-3.41%	-7.16%	-0.68%	-43.06%	-56.85%	17.95%	-21.05%	-95.55%	-94.99%

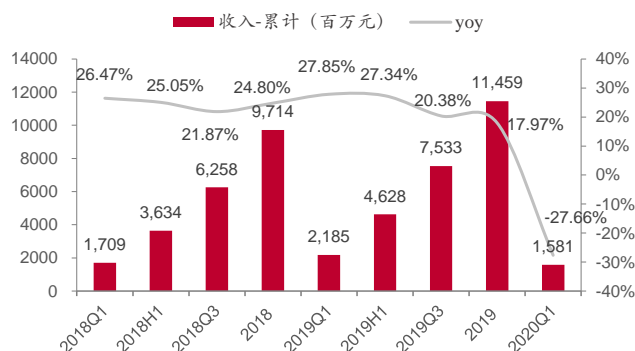
来源: Wind, 中泰证券研究所, 森马收入仅统计童装 (剔除并表)、净利润为森马整体 (剔除并表)

图表 60: 2018-2020Q1 主要童装公司渠道情况

行业	公司	2018	2019	新开	关店	2019净增	电商		购物中心	
							占比	同比增速	2018	2019
童装	森马-童装	5,293	5,790	1,240	743	497	2019:26.80% 20Q1:近40%	2019:+27.01% 20Q1:童装好于休闲装	1500+	2000~2500家
	安奈儿	1433	1,505	300	228	72	2019:35.23%	2019:+12.10%	264	353

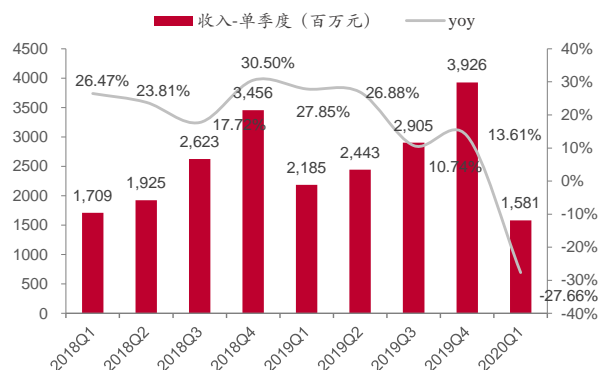
来源: Wind, 中泰证券研究所. 森马儿童门店数量不包含 Kidiliz

图表 61: 2018-2020Q1 童装分季度累计收入及增速 (百万元)



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

图表 62: 2018-2020Q1 童装单季度收入及增速 (百万元)

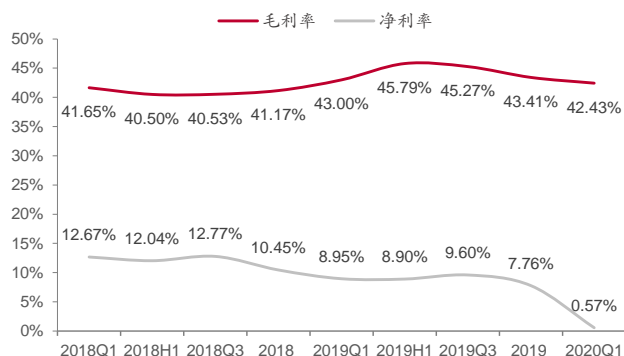


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马服饰仅统计童装业务 (并剔除 Kidiliz 并表因素)

盈利端: 销售费用大幅提升, 拉低整体利润水平

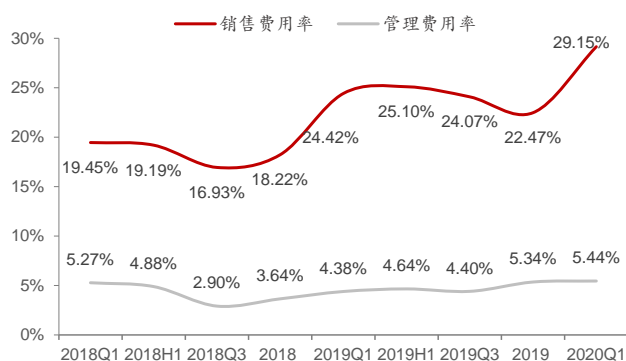
- 2019 毛利率同比+2.25 至 43.41%，提升幅度较大主要因森马服饰并表高毛利率童装品牌 Kidiliz (约 62%)，带动整体童装业务毛利率+3.83PCTs 至 46.06%。而安奈儿期内清理过季库存，使得终端折扣有所下降，进而导致 2019 毛利率-2.61PCTs。2020Q1 毛利率同比-0.57 至 42.43%，分品牌看森马/安奈儿/金发拉比分别同比-0.58/-1.28/+0.61PCTs 至 41.11%/53.38%/57.10%
- 期间费用方面，童装板块销售费用率大幅提升，2019/2020Q1 分别+4.26/+4.73PCTs 至 22.47%/29.15%，2019 年主要因安奈儿加大线下开店力度、去库存促销导致费用增加，同时森马服饰并表 Kidiliz 以及原业务增长所致。管理费用率分别同比+1.70/+1.06PCTs 至 5.34%/5.44%，主要由于加大人才引进力度、员工薪酬增加以及新品牌并表所致。
- 综合来看，2019 年童装净利率因费用提升，同比-2.69PCTs 至 7.76%；2020Q1 净利率因营收规模缩小以及费用率提升，同比-8.38PCTs 至 0.57%。

图表 63: 2018-2020Q1 童装各季度毛利率、净利率



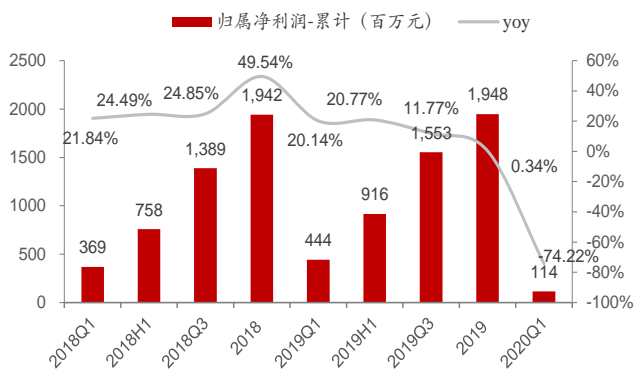
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 64: 2018-2020Q1 童装各季度管理费用率、销售费用率



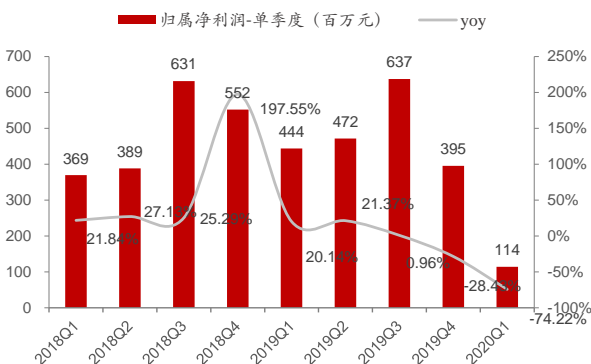
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 65: 2018-2020Q1 童装分季度累计归属净利润及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

图表 66: 2018-2020Q1 童装单季度归属净利润及增速 (百万元)

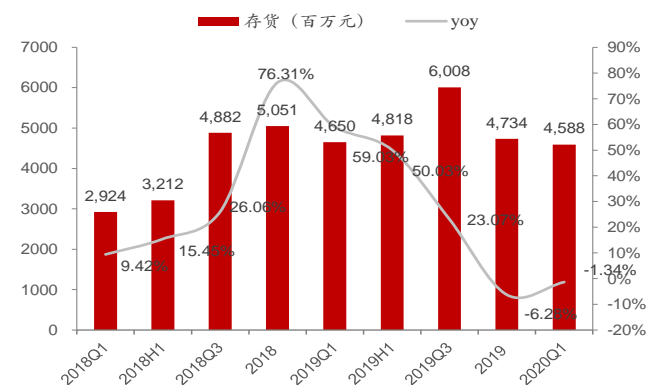


来源: Wind, 中泰证券研究所, 剔除森马 Kidiliz 并表因素

运营端: 存货控制得力, 运营周转健康

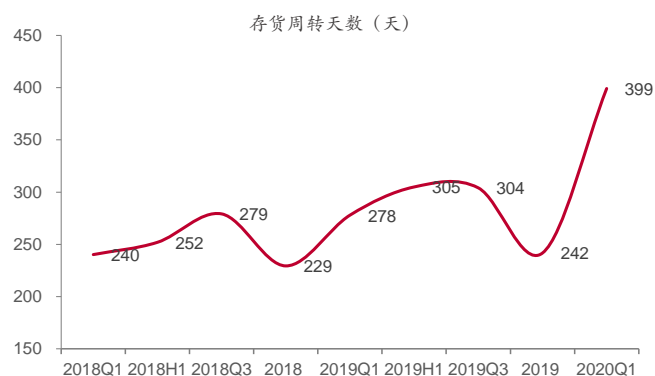
- 2019/2020Q1 存货规模同比-6.28%/-1.34%。分品牌看, 森马受益于配发节奏调整, 2019/2020Q1 存货分别同比-6.9%/-1.42%; 金发拉比因合理采购、加速老货去化, 2019/2020Q1 存货分别同比-20.41%/-18.42%。而安奈儿由于其直营渠道的持续扩大, 带动了铺货商品等存货规模的增加。
- 2019/2020Q1 应收账款周转天数分别同比-4/+14 天至 27/44 天。一季度周转明显放缓, 主要因疫情下, 部分品牌公司给予适当宽松政策, 帮助经销商度过难关。
- 2019 年经营性净现金流净额同比+65.08%, 主要是因森马销售回款增加 (+75.59%)、金发拉比优化渠道、控制费用所致 (+104.28%)。2020Q1 经营性净现金流净额主要由于销售收入下降, 净流出 2.35 亿元。

图表 67: 2018-2020Q1 童装各季度存货及增速 (百万元)



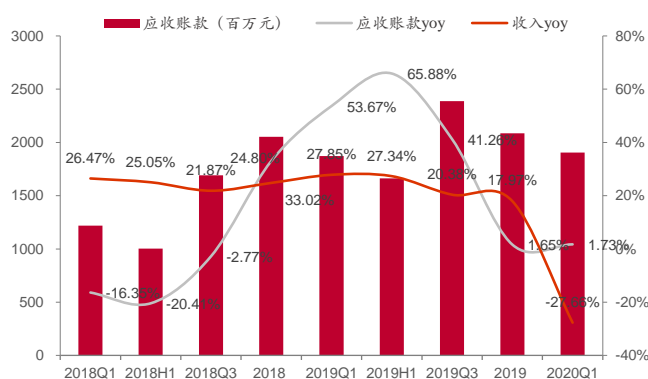
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 68: 2018-2020Q1 童装各季度存货周转天数(天)



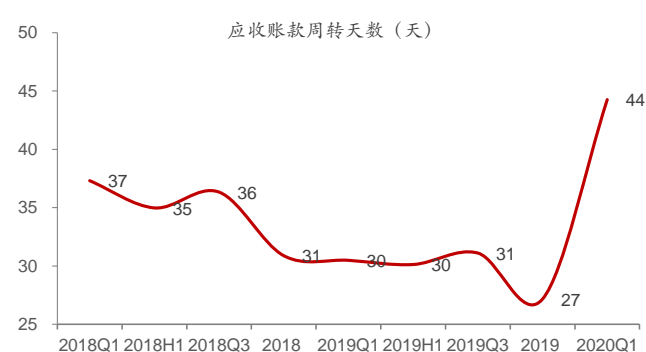
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 69: 2018-2020Q1 童装各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)



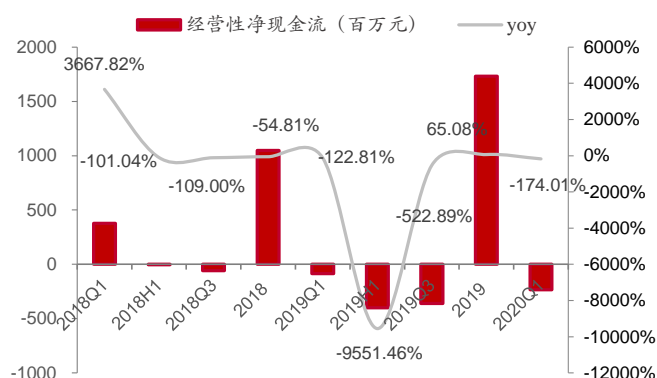
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 70: 2018-2020Q1 童装各季度应收账款周转天数 (天)



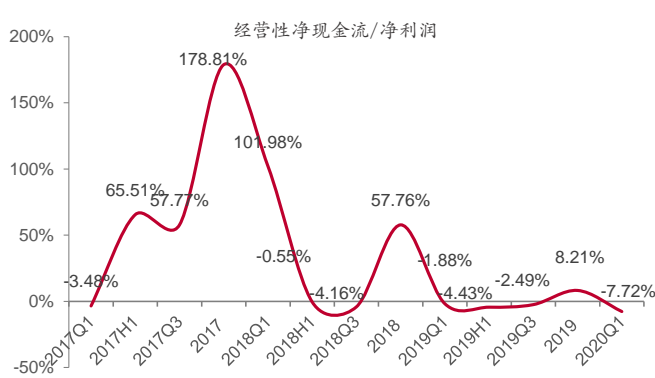
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 71: 2018-2020Q1 童装各季度经营性净现金流及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 72: 2018-2020Q1 童装各季度经营性净现金流占净利润的比



来源: Wind, 中泰证券研究所

纺织制造：需求短期承压，龙头有望率先复苏

收入端：内外订单疲软，终端需求承压

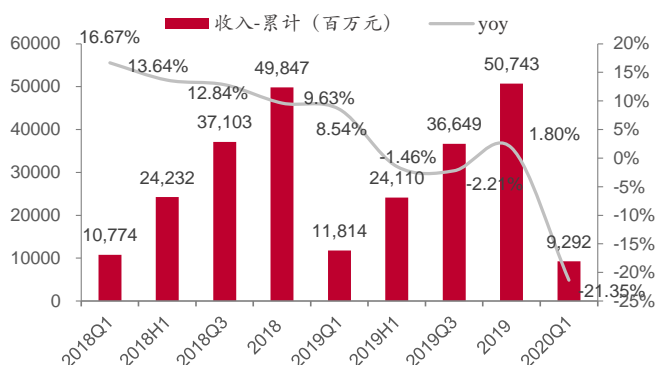
- 2019/2020Q1 纺织制造板块营收分别同比-7.83%/-29.89%至1.80%/-21.35%。2019年受外部贸易不确定性影响，纺织服装出口订单疲软。2020Q1，全球新冠疫情爆发，使得内外需求进一步承压，OEM制造商订单面临推迟或取消的风险。从终端需求看，出口方面，2020Q1我国纺织服装出口增速为-19.6%（-3.9PCTs），其中服装类/纺织类产品累计出口金额分别同比-23.3%/-15.6%。内需方面，期内服装鞋帽、针纺织品/限额以上服装类商品零售额/穿着类实物商品网上零售额分别同比-32.2%/-34.3%/-15.1%。在此背景下，部分厂商面临客户流失的风险，且部分客户将期货订单转为根据终端销售动态下单的模式。因此我们认为深度绑定优质客户、打通供应链一体化，拥有小单快反能力的龙头公司有望率先恢复。

图表 73：2018-2020Q1 主要纺织制造公司收入业绩情况

公司	收入增速					归属净利润增速				
	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1	2018	2019	2019Q1-Q3	2019Q4	2020Q1
健盛集团	8.34%	12.86%	14.64%	8.16%	-7.79%	0.31%	32.39%	31.04%	39.56%	-20.51%
华孚时尚	13.58%	11.04%	3.04%	35.06%	-36.55%	10.98%	-46.14%	-44.35%	-132.59%	-117.69%
新野纺织	16.64%	-5.41%	-10.98%	14.71%	-28.41%	32.27%	-27.70%	-35.61%	8.63%	-18.39%
联发股份	4.12%	-6.19%	-10.48%	8.20%	-2.60%	8.34%	0.70%	-3.20%	7.71%	54.65%
百隆东方	0.77%	3.73%	0.24%	14.79%	-10.24%	-10.30%	-31.93%	-36.26%	104.66%	-41.94%
台华新材	9.01%	-9.54%	-12.63%	0.27%	-15.25%	-5.98%	-43.15%	-43.01%	-51.52%	-67.76%
伟星股份	3.32%	0.77%	3.05%	-5.52%	-20.96%	-14.89%	-6.33%	-7.39%	34.50%	18.60%
孚日股份	7.24%	-3.56%	-1.00%	-10.25%	-6.28%	5.99%	-10.95%	13.07%	-87.58%	-29.29%
鲁泰A	7.33%	-1.13%	-4.22%	7.24%	-18.94%	-3.52%	17.36%	0.17%	62.26%	-46.96%

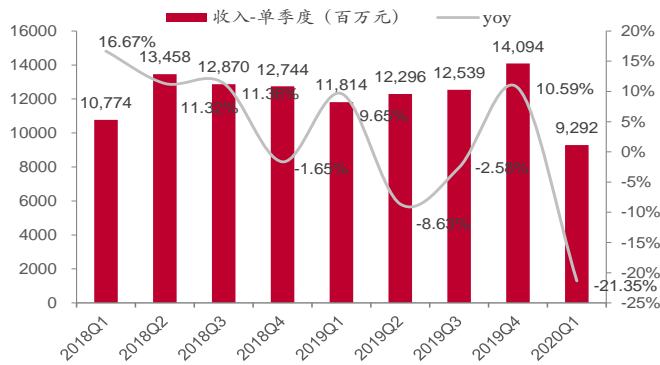
来源：Wind，中泰证券研究所 健盛集团剔除俏尔婷婷并表因素

图表 74：2018-2020Q1 纺织制造分季度累计收入及增速（百万元）



来源：Wind,中泰证券研究所；注：健盛剔除俏尔婷婷并表因素

图表 75：2018-2020Q1 纺织制造单季度收入及增速（百万元）

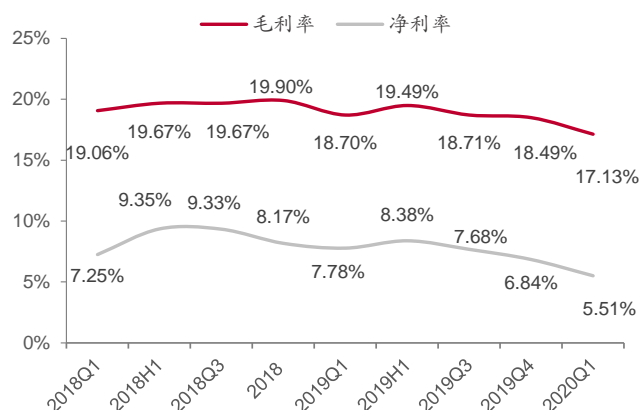


来源：Wind,中泰证券研究所；注：健盛剔除俏尔婷婷并表因素

盈利端：费用控制得当，毛利率下降削弱整体盈利能力

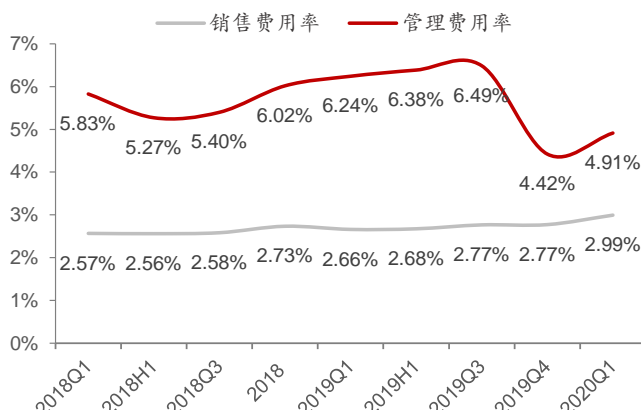
- 在下游需求疲软的背景下，一方面订单减少，产能利用率不足，使得单位成本增加；另一方面，棉价持续下跌，拉低产品销售均价，致使2019/2020Q1 毛利率分别同比-1.41/-1.57PCT 至 18.49%/17.13%。
- 期间费用方面，销售费用率较为稳健（2019/2020Q1 分别同比+0.04/+0.33PCTs），管理费用率控制得当（分别-1.60/-1.33PCTs）。综合来看，整体净利率分别同比-1.33/-2.27PCTs 至 7.84%/5.51%。

图表 76：2018-2020Q1 纺织制造各季度毛利率、净利率



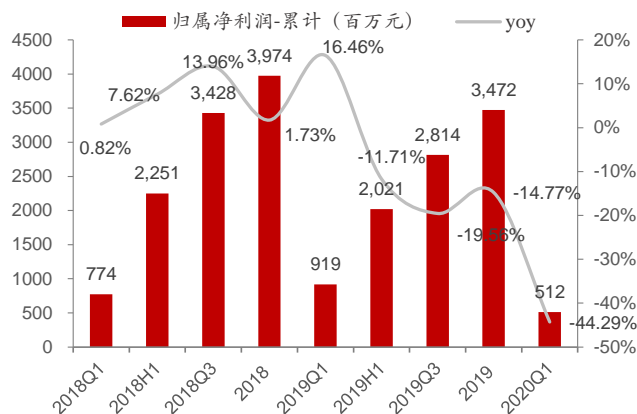
来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 77：2018-2020Q1 纺织制造各季度管理费用率、销售费用率



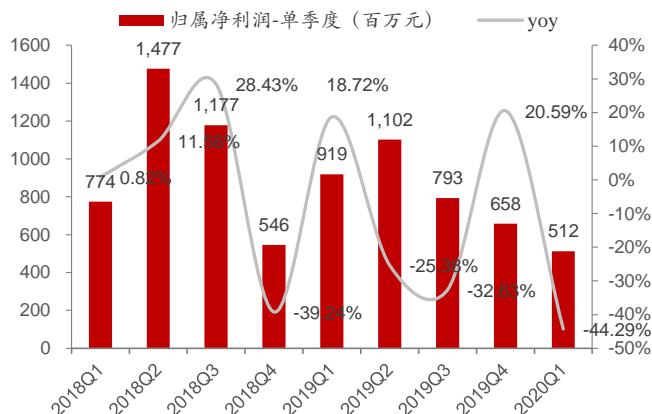
来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 78：2018-2020Q1 纺织制造分季度累计归属净利润及增速（百万元）



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 79：2018Q1-2020Q1 纺织制造单季度归属净利润及增速（百万元）



来源：Wind, 中泰证券研究所

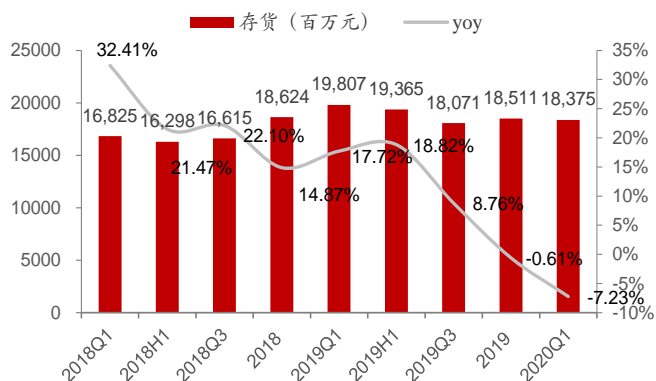
运营端：谨慎备货消化库存，资金周转健康

- 2019/2020Q1 存货规模分别同比-0.61%/-7.23%，主要因终端需求疲软的背景下，企业谨慎采购原材料所致。同时下游订单疲软，导致商品库

存积压明显,周转放缓,同期存货周转天数分别同比+8/+33 天至 153/201 天。

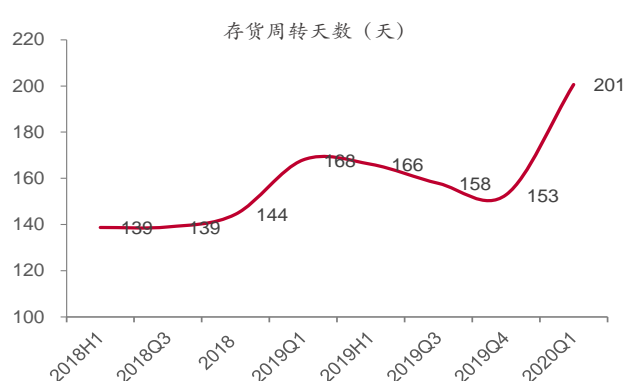
- 2019/2020Q1 应收账款分别同比+2.80%/-3.08%, 周转天数分别同比+3/+9 天至 44/56 天。经营性净现金流分别同比+181.22%/+79.10%, 主要得益于原材料采购以及接受劳务支付的现金减少。

图表 80: 2018-2020Q1 纺织制造各季度存货及增速 (百万元)



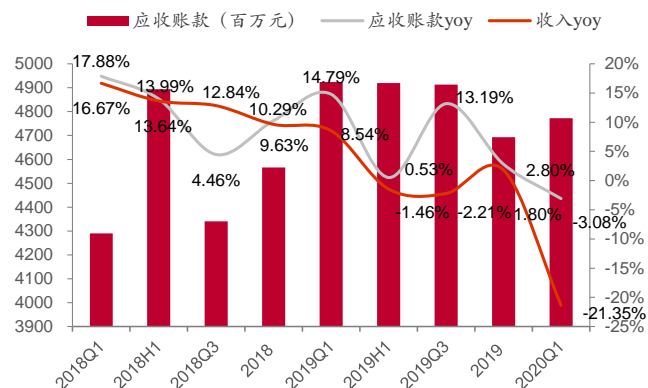
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 81: 2018-2020Q1 纺织制造各季度存货周转天数 (天)



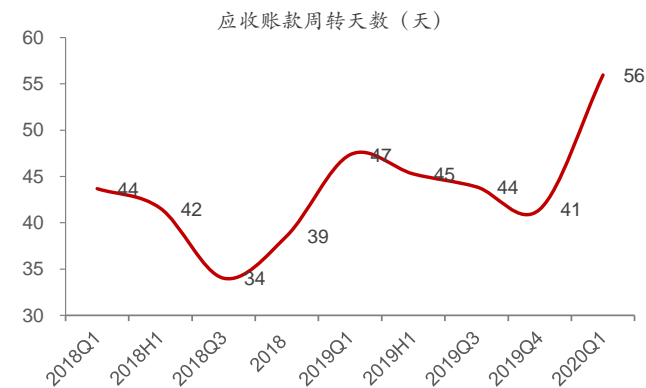
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 82: 2018-2020Q1 纺织制造各季度应收账款及增速收入增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 83: 2018-2020Q1 纺织制造各季度应收账款周转天数 (天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

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

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

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

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

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

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

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