

纺织服装

证券研究报告
2020 年 05 月 13 日

终端销售持续恢复，制造端伴随海外解封期待逐步好转

2020Q1 纺服板块受疫情影响较大，短期业绩承压。

我们选取 SW 纺织服装板块进行观测，2020Q1 纺服板块营收增速为-27.02%，较 2019Q1 同期相比下降 28.12pct，环比 2019Q4 下降 33.94pct。2020Q1 纺服板块归母净利润增速为-80.69%，较去年同期相比下降 83.39pct，环比下降 83.57pct。从业绩来看，2020Q1 纺服板块业绩降幅较大，主要系在疫情的影响下，行业内复产复工延迟；同时居家隔离使得线下渠道销售受影响较大，从而影响板块内公司业绩。从估值水平来看，低于历史均值。

总结和展望：危中存机，纺织制造板块订单在 5 月有恢复迹象，但仍存在较大不确定性；品牌服饰端期待终端销售持续恢复

1) 纺织制造板块：5 月海外部分国家逐步进入解封期，部分产业恢复生产，但仍存在较大不确定性，订单恢复情况仍需观察。2020 年一季度，由于疫情影响，2 月份生产企业推迟复工复产，对于各纺织企业的生产经营进度造成了一定的压力和挑战，也使得部分订单推迟交付；3 月以来由于全球疫情爆发，多家国际服装品牌巨头暂时关闭疫情严重地区的门店，需求端受到影响，对于 Q2、Q3 季度的订单产生影响，从而影响纺企全年的业绩。5 月部分海外国家，开始逐步解封，将有利于我国纺企出口订单的恢复。但由于目前海外疫情的不确定性仍存，订单恢复情况仍需观察，且若海外疫情不出现反复，能够得到有效控制，我们认为订单排产和确认收入也预计集中 2020Q3 季度，所以，我们预计在三季度之前纺织制造板块的不确定性较大。但与此同时，我们通过本次疫情，可以看到行业也加速进行整合，具备良好营运能力的龙头企业在疫情过后市场份额预计将进一步提升。由此，该板块我们建议持续跟踪优质制造企业龙头标的（虽短期受到疫情影响，但长期投资逻辑和投资趋势不改）：申洲国际、健盛集团等。

2) 品牌服饰板块：从品牌端来看，我们认为目前随着国内疫情的逐步稳定，终端线下客流将持续恢复。线下渠道：根据汇客云平台的数据，2 月由于线下客流锐减后，商场日客流为 4400+；3 月疫情尚未稳定，客流虽相比 2 月略有好转，但恢复程度较弱，场均日客流增至 8800+；4 月由于境外输入病例及对疫情反复的担忧，客流恢复程度有限；但各地开始发放消费券，促终端销售回暖，对于终端需求复苏具有一定的刺激作用，4 月客流进一步回暖，场均日客流增长 12600+。从 5 月线下数据来看，根据“全国购物中心客流回暖监测”显示，“五一”小长假期间，全国购物中心平均客流回暖率达 59.3%。从线上渠道来看，由于 1-2 月快递歇业及复工推迟影响，对于线上渠道的 GMV 增速有所影响，增速略降；但 3、4 月逐步恢复。从 5 月数据来看，由于双品网购节、阿里五五购物节、拼多多等品牌万人团等多种促销活动，促线上终端销售持续回暖，根据商务部大数据监测来看，“五一”期间全国实物商品网络零售额同比增长 36.3%。终端需求持续复苏。

在当前时点，我们继续推荐高景气度运动服饰板块及电商标的；同时建议持续跟踪和关注优质运动制造板块龙头，以及品牌服饰龙头。

1) 高景气度运动服饰板块：安踏体育、李宁。

2) 电商标的：南极电商、开润股份。

3) 建议持续关注和跟踪：申洲国际、健盛集团。

风险提示：全球疫情影响超出预期，终端消费持续疲软，存货积压问题等。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2020-05-12	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002127.SZ	南极电商	15.53	买入	0.49	0.63	0.81	1.04	31.69	24.65	19.17	14.93
02020.HK	安踏体育	61.12	买入	1.99	2.09	2.68	3.23	30.71	29.24	22.81	18.92
02331.HK	李宁	23.65	买入	0.60	0.64	0.81	1.00	39.42	36.95	29.2	23.65
300577.SZ	开润股份	27.16	买入	1.04	1.17	1.51	1.89	26.12	23.21	17.99	14.37

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，李宁、安踏体育收盘价为人民币，汇率为 1 港元=0.912 人民币

投资评级

行业评级

上次评级

中性(维持评级)

中性

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:淘宝首推 C2M 战略，相关概念股领涨，继续推荐超跌龙头公司》 2020-03-30
- 2 《纺织服装-行业研究周报:终端需求处于缓慢回升阶段，建议持续关注超跌优质龙头企业》 2020-03-23
- 3 《纺织服装-行业研究周报:上周纺服板块涨幅居前列，疫情概念股领涨》 2020-03-09

内容目录

1. 行业概览：疫情影响下业绩承压，估值低于历史水平	5
1.1. 板块业绩：受疫情影响较大，短期业绩持续承压	5
1.2. 零售数据：服装属于可选消费，受到疫情影响较大	7
1.3. 估值与盈利预测：	8
1.4. 纺织服装板块 2020 年限股解禁公司明细	9
2. 纺织制造：出口持续承压，需求端订单受到影响较大	9
3. 服装家纺：线下渠道受到影响较大，各品牌大力发展线上渠道	11
3.1. 电商子板块：业绩在各子板块中受到影响相对较小，重点推荐	11
3.2. 运动服饰板块：高景气度优质赛道，受疫情影响相对较小，继续重点推荐	13
3.3. 女装板块：受疫情影响较大，盈利能力及营运能力均有所下降	13
3.4. 男装板块：盈利能力和营运能力均有所下降	15
3.5. 休闲装板块：受疫情影响较大，费用率提升明显，净利率下滑幅度较大	17
3.6. 家纺板块：产品结构优化促毛利率有所提升，但营运能力有所下降	19
4. 总结和展望：危中存机，纺织制造板块订单恢复仍有待观察，品牌服饰端期待终端销售持续恢复	21
4.1. 推荐标的	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：2020Q1 SW 纺服板块营收降幅较大（%）	5
图 2：2020Q1 SW 纺服板块受疫情影响净利润降幅较大（%）	5
图 3：2020Q1 纺织制造板块业绩略好于品牌服饰板块（%）	5
图 4：2020Q1 纺织制造板块业绩略好于品牌服饰板块（%）	5
图 5：2020Q1 各子板块营收增速概览（%）	6
图 6：2020Q1 各子板块归母净利润增速概览（%）	6
图 7：2020Q1 板块毛利率相比去年同期有所下降（%）	6
图 8：2020Q1 板块净利率相比去年同期有所下降（%）	6
图 9：2020Q1 各子板块销售毛利率情况概览（%）	6
图 10：2020Q1 各子板块销售净利率情况概览（%）	6
图 11：2020Q1 板块存货周转能力相比去年同期有所提升（%）	7
图 12：2020Q1 板块应收账款能力相比去年同期有所下降（%）	7
图 13：2020Q1 各子板块存货周转情况概览（%）	7
图 14：2020Q1 各子板块应收账款周转情况概览（%）	7
图 15：2020Q1 板块经营性现金流净额相比去年同期由正转负（%）	7
图 16：2020Q1 各子板块经营性现金流情况概览（%）	7
图 17：服装针织鞋帽社零数据一季度受到疫情影响，增速下滑较大（%）	8
图 18：纺织服装板块的整体估值低于历史平均估值（%）	8

图 19: 纺织服装板块 2020 年限售股解禁公司明细	9
图 20: 2020Q1 我国纺织制造企业的出口持续承压, 需求端订单受到影响较大。	9
图 21: 2020Q1 纺织制造板块营收增速有所下降(%)	10
图 22: 2020Q1 纺织制造板块归母净利润增速有所下降(%)	10
图 23: 2020Q1 纺织制造板块毛利率相比去年同期有所下降(%)	10
图 24: 2020Q1 纺织制造板块净利率相比去年同期有所下降(%)	10
图 25: 2020Q1 纺织制造板块存货周转天数有所下降(天)	10
图 26: 2020Q1 纺织制造板块应收账款天数相比去年同期下降(天)	10
图 27: 2020Q1 纺织制造板块经营性现金流净额相比去年同期由负转正(亿元)	11
图 28: 2020Q1 电商板块营收增速有所下降(%)	12
图 29: 2020Q1 电商板块归母净利润增速有所下降(%)	12
图 30: 2020Q1 电商板块毛利率相比去年同期有所上升(%)	12
图 31: 2020Q1 电商板块净利率相比去年同期有所下降(%)	12
图 32: 2020Q1 电商板块存货周转天数相比去年同期有所提升(天)	12
图 33: 2020Q1 电商板块应收账款周转天数相比去年同期上升(天)	12
图 34: 2020Q1 电商子板块经营性现金流净额相比去年同期由正转负(亿元)	12
图 35: 2020Q1 女装板块营收增速有所下降(%)	14
图 36: 2020Q1 女装板块归母净利润增速有所下降(%)	14
图 37: 2020Q1 女装板块毛利率相比去年同期有所下降(%)	14
图 38: 2020Q1 女装板块净利率相比去年同期有所下降(%)	14
图 39: 2020Q1 女装板块存货周转天数相比去年同期有所提升(天)	14
图 40: 2020Q1 女装板块应收账款周转天数相比去年同期有所提升(天)	14
图 41: 2020Q1 女装板块经营性现金流净额略有下滑	15
图 42: 2020Q1 男装板块营收增速有所下降(%)	16
图 43: 2020Q1 男装板块归母净利润增速有所下降(%)	16
图 44: 2020Q1 男装板块毛利率相比去年同期有所下降(%)	16
图 45: 2020Q1 男装板块净利率相比去年同期有所下降(%)	16
图 46: 2020Q1 男装板块存货周转天数相比去年同期有所提升(天)	16
图 47: 2020Q1 男装板块应收账款周转天数相比去年同期有所提升(天)	16
图 48: 2020Q1 男装板块经营性现金流净额相比去年同期略有下降, 但变动不大(亿元)	17
图 49: 2020Q1 休闲服饰板块营收增速有所下降(%)	17
图 50: 2020Q1 休闲服饰板块归母净利润增速有所下降(%)	17
图 51: 2020Q1 休闲服饰板块毛利率相比去年同期略有上升(%)	18
图 52: 2020Q1 休闲服饰板块净利率相比去年同期有所下降(%)	18
图 53: 2020Q1 休闲服饰板块存货周转天数相比去年同期提升(天)	18
图 54: 2020Q1 休闲服饰板块应收账款天数相比去年同期上升(天)	18
图 55: 2020Q1 休闲服饰板块经营性现金流净额相比去年同期由正转负	18
图 56: 2020Q1 家纺板块营收增速下滑明显(%)	19
图 57: 2020Q1 家纺板块归母净利润增速下滑明显(%)	19
图 58: 2020Q1 家纺板块毛利率相比去年同期略有上升(%)	19

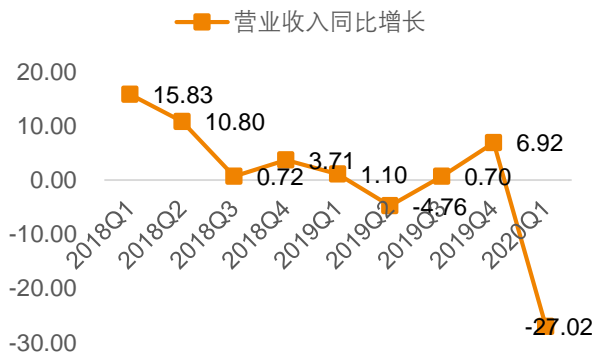
图 59: 2020Q1 家纺板块净利率相比去年同期有所下降 (%)	19
图 60: 2020Q1 家纺板块存货周转天数有所增加 (天)	20
图 61: 2020Q1 家纺板块应收账款周转天数有所增加 (天)	20
图 62: 2020Q1 家纺板块经营性现金流净额相比去年同期由正转负 (亿元)	20
图 63: 五一小长假期间, 全国购物中心平均客流回暖率达 59.3%。	21
图 64: 二三线及以下城市平均客流回暖率相对一线城市略高 (%)	22
图 65: 五一期间长三角地区的实体商业客流回暖率较高 (%)	22
图 66: 淘宝+天猫服装各行业 GMV 同比增速情况 (%)	22
图 67: 京东平台服装各行业 GMV 同比增速情况 (%)	23

1. 行业概览：疫情影响下业绩承压，估值低于历史水平

1.1. 板块业绩：受疫情影响较大，短期业绩持续承压

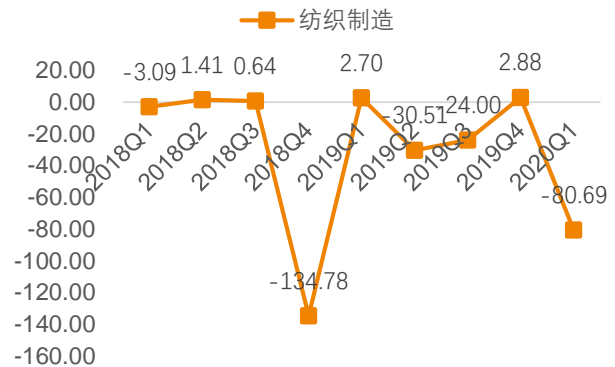
纺织服装受疫情影响较大，短期业绩承压。我们选取 SW 纺织服装板块进行观测，2020Q1 纺织服装营收增速为-27.02%，较 2019Q1 同期相比下降 28.12pct，环比 2019Q4 下降 33.94pct。2020Q1 纺织服装归母净利润增速为-80.69%，较去年同期相比下降 83.39pct，环比下降 83.57pct。从业绩来看，2020Q1 纺织服装业绩降幅较大，主要系在疫情影响，行业内复产复工延迟；同时居家隔离使得线下渠道销售受影响较大，从而影响板块内公司业绩。

图 1：2020Q1 SW 纺织服装板块营收降幅较大（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

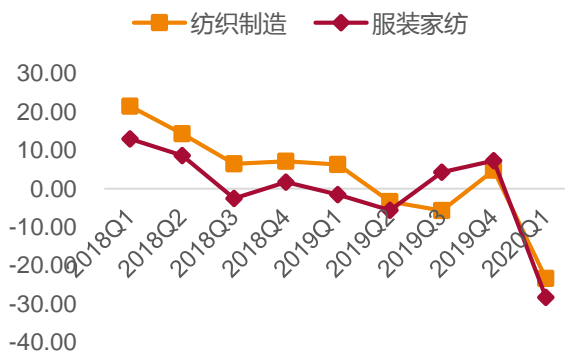
图 2：2020Q1 SW 纺织服装板块受疫情影响净利润降幅较大（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

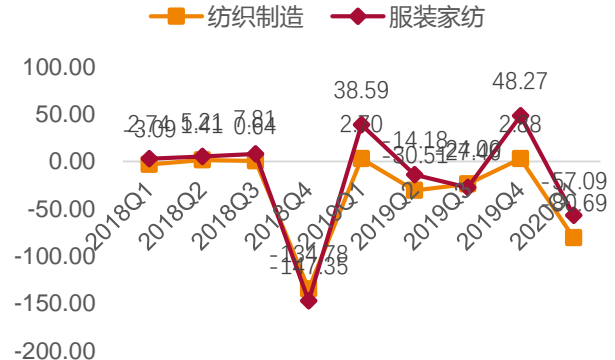
分子板块来看，纺织制造板块业绩略好于品牌服饰板块。纺织制造板块 2020Q1 营收增速为 -23.35%，相比去年同期下降 29.64pct；归母净利润为 -57.09%，相比去年同期下降 105.79pct；品牌服饰板块 2020Q1 营收增速为 -28.25%，相比去年同期下降 26.75pct；归母净利润为 -88.65%，相比去年同期下降 -81.81pct。品牌服饰板块的业绩受到疫情的影响较大主要系终端零售由于客流锐减、线下门店关门或营业时间缩减使得终端销售承压；同时 2 月线上快递推迟复工也部分影响了品牌服饰线上渠道的销售。

图 3：2020Q1 纺织制造板块业绩略好于品牌服饰板块（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

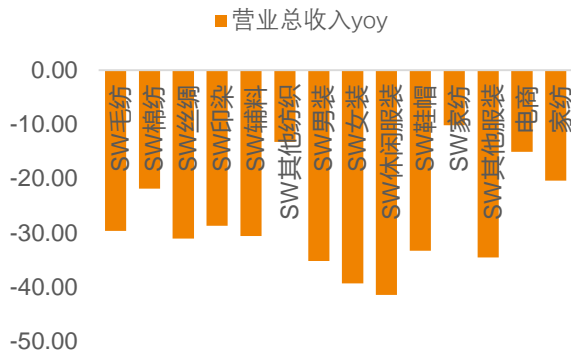
图 4：2020Q1 纺织制造板块业绩略好于品牌服饰板块（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

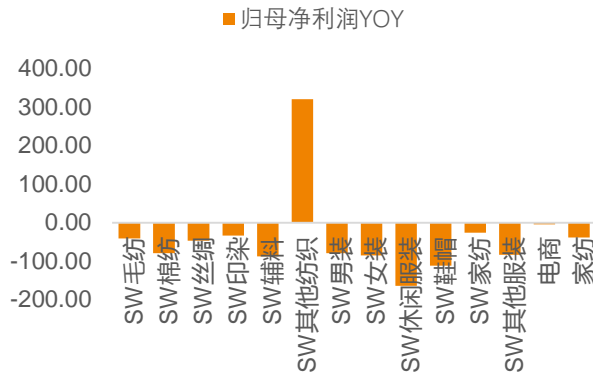
细拆来看，电商子板块业绩受到影响相对较小。电商子板块（板块内标的为开润股份、南极电商；其中南极电商暂未列入 SW 纺织服装板块内）2020Q1 营收增速为 -15.05%，归母净利润增速为 -4.24%。和其他子板块相比，电商子板块业绩表现相对较好，主要系，在品牌端线下渠道销售受到影响后，各品牌服饰多通过发展线上渠道来进行销售；同时微信小程序、直播电商销售等多样的销售方式在 2020Q1 一季度期间得到快速发展，拉动了各品牌线上渠道的拓展；这使得以电商渠道为主的电商品牌标的所受到的影响相对较小。

图 5：2020Q1 各子板块营收增速概览 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

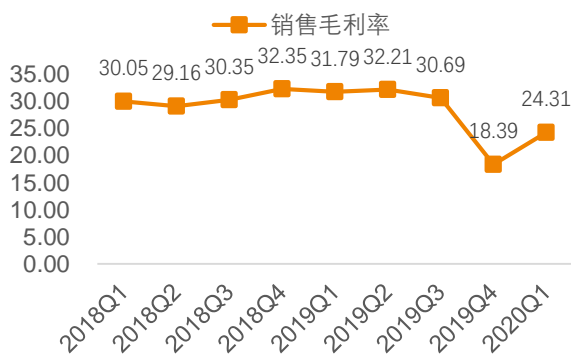
图 6：2020Q1 各子板块归母净利润增速概览 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

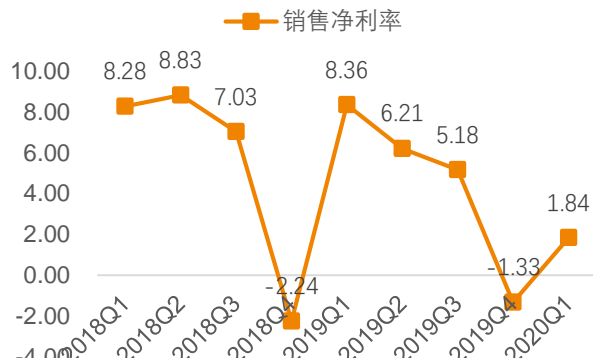
从盈利能力来看，纺织服装板块 2020Q1 盈利能力有所下降。从毛利率来看，纺织服装板块 2020Q1 为 24.31%，相比去年同期下降 7.48pct；期间费用率 2020Q1 为 19.22%，费用率略有下降主要系板块内标的营收受到影响，相关费用有所下降，同时各企业在一季度也采取各项举措控制费用，使得费用端有所下降，但变动整体不是很大。从净利率来看，2020Q1 纺服板块为 1.84%，相比去年同期下降 6.52pct，盈利能力降幅较大。

图 7：2020Q1 板块毛利率相比去年同期有所下降 (%)



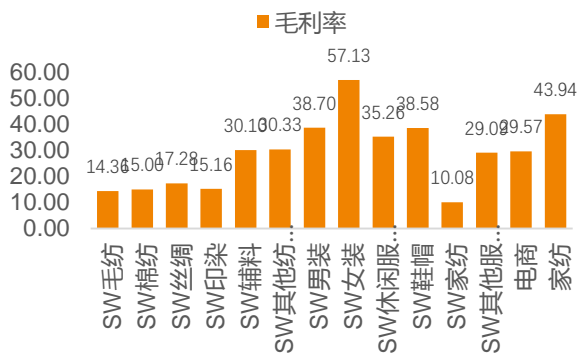
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2020Q1 板块净利率相比去年同期有所下降 (%)



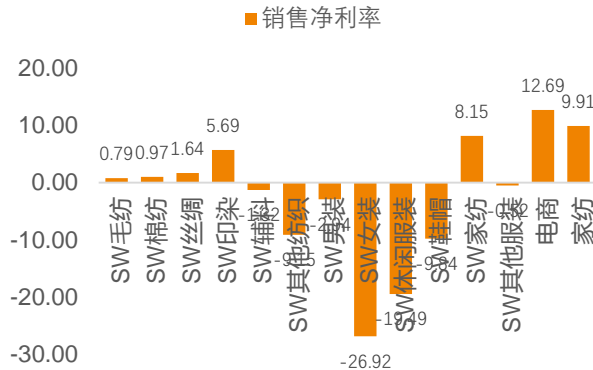
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2020Q1 各子板块销售毛利率情况概览 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2020Q1 各子板块销售净利率情况概览 (%)

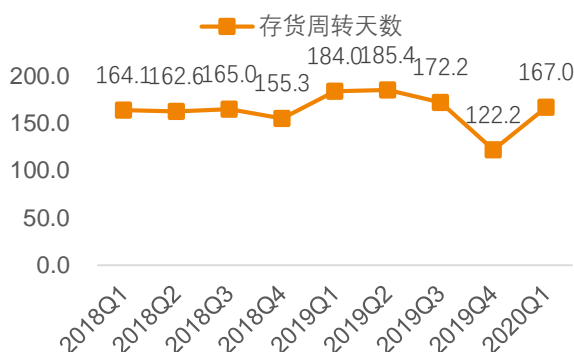


资料来源：Wind，天风证券研究所

从营运能力来看，2020Q1 纺织服装板块存货周转能力有所提升，应收账款周转能力有所下降。从存货来看，纺服板块 2020Q1 存货金额相比 19Q1 下降 18.34%，存货周转天数为 167 天，下降 17.06 天；从应收账款能力来看，板块应收账款相比 19Q1 上升 30.38%，周

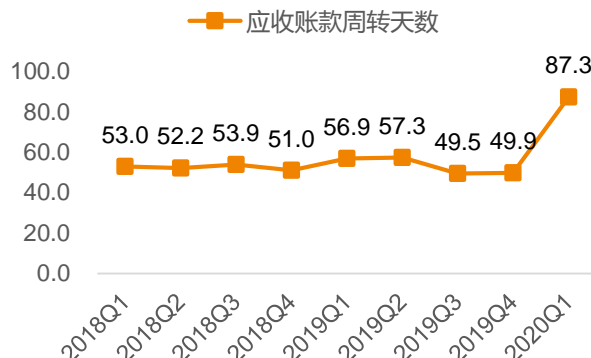
转有所下降，周转天数提升 30.4 天达到 87 天，主要系疫情影响下，部分账款回收受到影响；比如品牌为支持加盟商，给予加盟商一些优惠政策，延长账款期限，帮助加盟商共度难关。

图 11：2020Q1 板块存货周转能力相比去年同期有所提升（%）



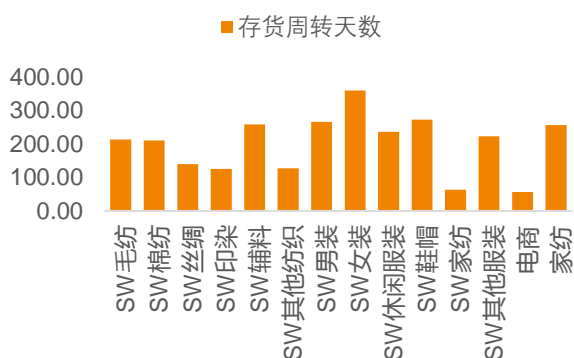
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2020Q1 板块应收账款能力相比去年同期有所下降（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2020Q1 各子板块存货周转情况概览（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

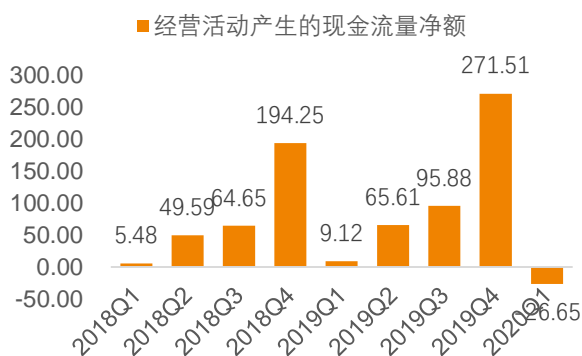
图 14：2020Q1 各子板块应收账款周转情况概览（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

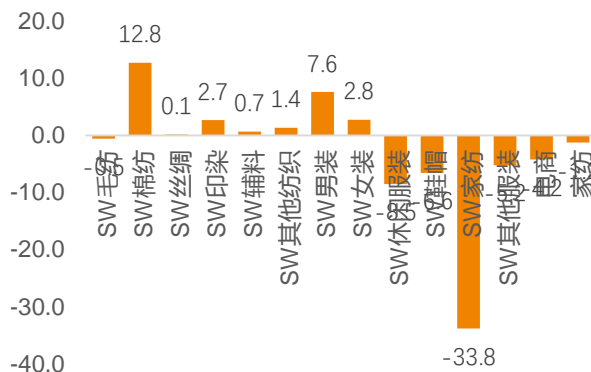
从现金流情况来看，2020Q1 纺织服装板块经营性现金流净额有所下降。2020Q1 为 -26.65 亿元，19Q1 为 9.12 亿元，由正转负主要系疫情影响，对于现金流回款有所影响。

图 15：2020Q1 板块经营性现金流净额相比去年同期由正转负（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2020Q1 各子板块经营性现金流情况概览（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

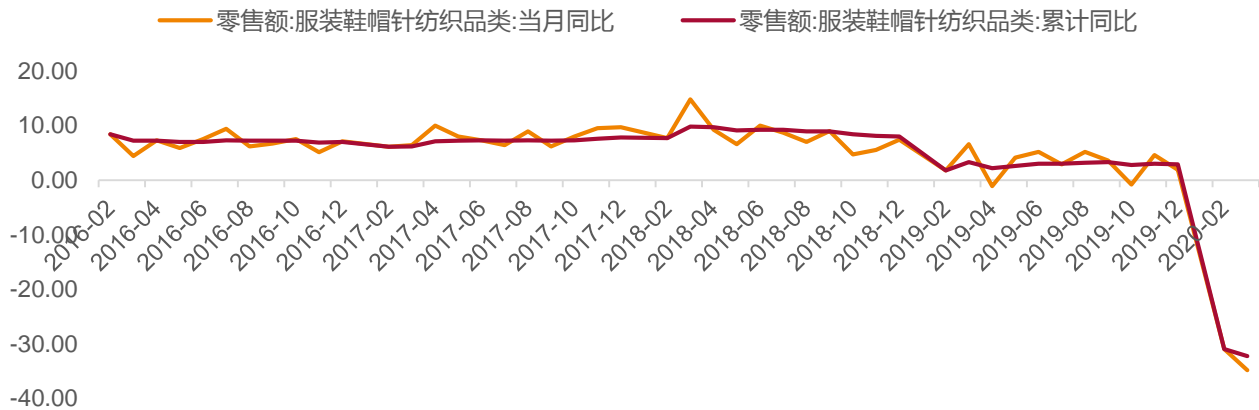
1.2. 零售数据：服装属于可选消费，受到疫情影响较大

从零售数据来看，一季度终端零售由于受到疫情影响，居家隔离限制外出导致商场客流锐

减，终端消费短期受到压制，使得服装针织鞋帽的社会零售总额相比去年同期下滑较大，且降幅有所加剧。2020Q1 服装针织鞋帽的社会零售总额增速为-32.20%，相比去年同期下降 35.5pct。

由于线下终端受到影响较大，各品牌服饰均通过线上电商、微信小程序、直播等方式进行销售，弥补线下渠道的损失。我们可以看到 2020Q1 实物商品网上零售额为 18536 亿元，同比增长 5.9%；其中穿着类产品网上零售额下降 15.1%，我们认为主要系服装属于可选消费，受到疫情影响较大，需求短期仍然处于被压制的状态（居家隔离后消费者出门意愿减弱，对于如服装类的可选消费品的需求受到抑制）。

图 17：服装针织鞋帽社零数据一季度受疫情影响，增速下滑较大（%）



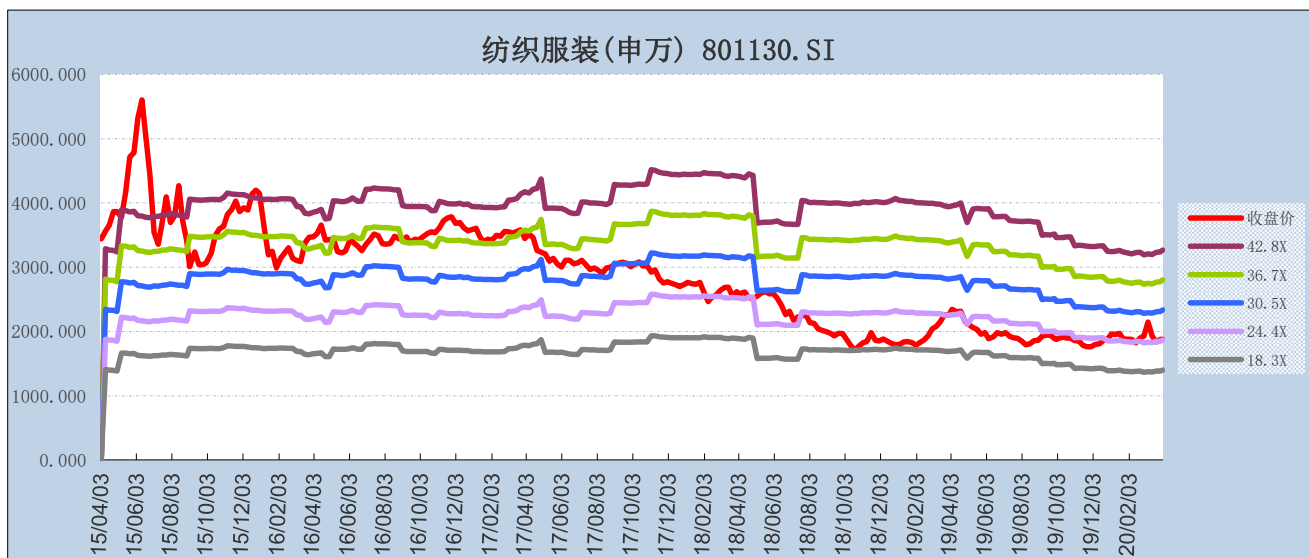
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.3. 估值与盈利预测：

从纺织服装板块的整体估值来看，纺织服装板块近 5 年的平均估值在 31 倍左右，截至 2020 年 3 月 31 日，纺服板块整体估值为 24.54 倍，低于历史平均估值。

从盈利预测来看，截至最新一季报更新后，根据 Wind 盈利预测汇总情况，2020 年全年板块内（86 家上市公司+南极电商共 87 家），共 39 个标的盈利预测有变动或拥有盈利预测。其中净利润下调家数（201 次）占比达到 88%，净利润调高家数（21 次）占比为 9%，净利润维持家数（6 次）占比为 3%。由于受到一季度疫情影响，大部分标的的 2020 年盈利预测均有所下调。

图 18：纺织服装板块的整体估值低于历史平均估值（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 纺织服装板块 2020 年限售股解禁公司明细

图 19：纺织服装板块 2020 年限售股解禁公司明细

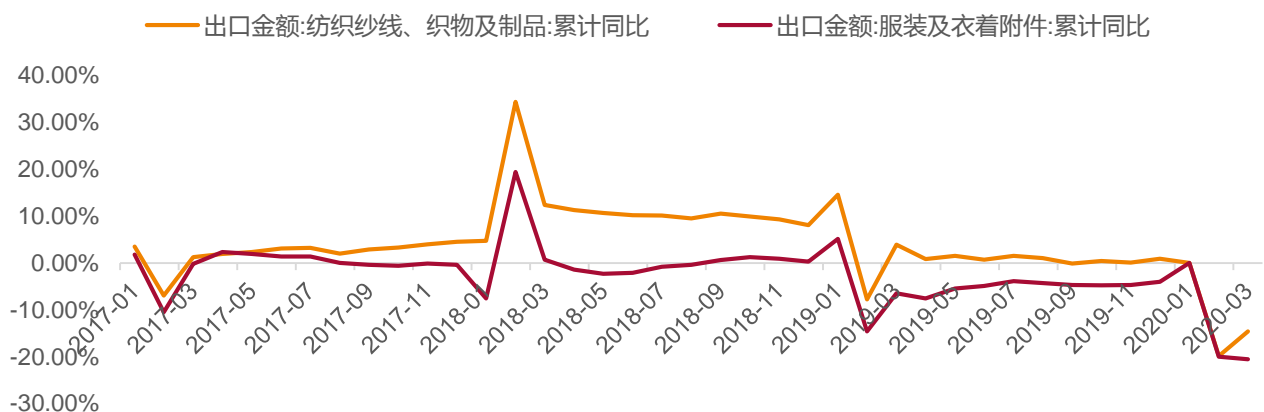
代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁市值 (万元)	解禁收益 率(%)	总股本	流通A股	占比(%)	总股本	流通A股	占比(%)	解禁股份类型
						变动前(万股)			变动后(万股)			
603877.SH	太平鸟	2020-01-09	27,623	427,058		47,888	20,049	41.87	47,888	47,673	99.55	首发原股东限售股份
300591.SZ	万里马	2020-01-14	6,505	41,373		31,200	11,440	36.67	31,200	17,945	57.52	首发原股东限售股份
603608.SH	天创时尚	2020-01-15	701	7,925	-17.02	43,007	31,660	73.62	43,007	32,362	75.25	定向增发机构配售股份
603839.SH	安正时尚	2020-02-14	29,459	448,952		40,183	10,551	26.26	40,183	40,010	99.57	首发原股东限售股份
002656.SZ	ST摩登	2020-02-18	1,288	3,105	-59.23	71,252	48,167	67.60	71,252	49,456	69.41	定向增发机构配售股份
603608.SH	天创时尚	2020-02-20	8,883	98,602		43,007	32,362	75.25	43,007	41,245	95.90	首发原股东限售股份
603238.SH	诺邦股份	2020-02-24	9,000	228,690		12,000	3,000	25.00	12,000	12,000	100.00	首发原股东限售股份
603908.SH	牧高笛	2020-03-09	4,364	105,436		6,669	2,305	34.56	6,669	6,669	100.00	首发原股东限售股份
300819.SZ	聚杰微纤	2020-03-12	2,487	53,968	43.99	9,947	0	0.00	9,947	2,487	25.00	首发一般股份,首发机构配售股份
603665.SH	康隆达	2020-03-13	6,273	137,000		10,000	3,727	37.27	10,000	10,000	100.00	首发原股东限售股份
002327.SZ	富安娜	2020-03-24	36	239		85,007	49,864	58.66	85,007	49,900	58.70	股权激励限售股份
603518.SH	锦泓集团	2020-04-02	153	1,054		25,240	24,846	98.44	25,240	24,999	99.05	股权激励限售股份
002327.SZ	富安娜	2020-04-15	86	607		84,302	49,864	59.15	84,302	49,950	59.25	股权激励限售股份
002291.SZ	星期六	2020-04-27	13,708	240,715	251.20	73,849	39,758	53.84	73,849	53,466	72.40	定向增发机构配售股份
002293.SZ	罗莱生活	2020-04-30	14	129		83,061	77,375	93.15	83,061	77,389	93.17	股权激励限售股份
002397.SZ	梦洁股份	2020-05-28	1,600	7,552		76,407	48,456	63.42	76,407			股权激励限售股份
002875.SZ	安奈儿	2020-06-01	9,112	116,729		13,150	3,553	27.02	13,150			首发原股东限售股份
603196.SH	日播时尚	2020-06-01	17,460	140,204		24,000	6,540	27.25	24,000			首发原股东限售股份
300658.SZ	延江股份	2020-06-02	10,800	374,652		15,168	4,200	27.69	15,168			首发原股东限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2020-06-08	102	935		83,061	77,389	93.17	83,061			股权激励限售股份
603557.SH	起步股份	2020-08-18	25,108	204,126		47,424	21,890	46.16	47,424			首发原股东限售股份
002612.SZ	朗姿股份	2020-08-20	1,977	14,410	-17.34	44,245	23,422	52.94	44,245			定向增发机构配售股份
603558.SH	健盛集团	2020-08-31	3,212	27,236	-58.41	41,636	38,424	92.29	41,636			定向增发机构配售股份
603055.SH	台华新材	2020-09-21	62,555	388,469		76,664	14,109	18.40	76,664			首发原股东限售股份
603157.SH	拉夏贝尔	2020-09-25	18,708	60,614		54,767	14,580	26.62	54,767			首发原股东限售股份
002612.SZ	朗姿股份	2020-10-16	737	5,376	7.52	44,245	23,422	52.94	44,245			定向增发机构配售股份
603365.SH	水星家纺	2020-11-20	17,809	245,759		26,667	8,858	33.22	26,667			首发原股东限售股份
600448.SH	华纺股份	2020-11-30	1,015	4,985	-16.92	52,485	51,470	98.07	52,485			定向增发机构配售股份
603477.SH	振静股份	2020-12-18	12,650	159,643		24,000	11,350	47.29	24,000			首发原股东限售股份
002780.SZ	三夫户外	2020-12-21	267	5,212	8.66	14,557	10,475	71.95	14,557			定向增发机构配售股份

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 纺织制造：出口持续承压，需求端订单受到影响较大

从 2020Q1 情况来看，由于 2 月复产复工推迟，供给端出现短缺，对于纺企生产经营压力产生较大的影响；3 月海外疫情爆发后，需求端客户订单出现砍单和订单推迟的情况，影响纺企业绩，目前仍需持续观察。从数据来看，2020Q1 纺织纱线、织物及制品出口金额下滑 15%，服装及衣着附件出口金额下滑 21%。

图 20：2020Q1 我国纺织制造企业的出口持续承压，需求端订单受到影响较大。



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

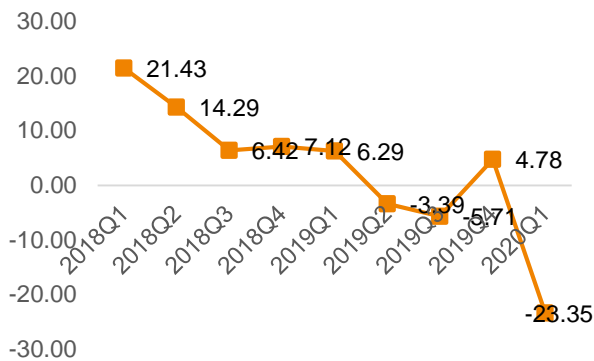
业绩表现：2020Q1 纺织制造板块营收为 159.77 亿元（-23.35%），实现归母净利润 6.02 亿元（-57.09%），纺企业绩在 2020Q1 季度出现较大幅度下滑，主要系新冠肺炎疫情影响下，复工复产推迟，影响工厂进度；同时由于下游终端客户需求有所减少，对于部分纺企的订单产生一些影响，影响整体一季度业绩。

盈利能力：2020Q1 纺织制造板块销售毛利率为 18.16% (-0.11pct)，整体变动不大；费用端来看，期间费用率为 11.01% (+0.24pct)，净利率有所下降，为 4.13% (-3.06pct)。2020Q1 纺企的盈利能力有所下降。

营运能力：2020Q1 纺织制造板块存货金额为 275 亿元 (-36.98%)，存货金额有所下降我们认为主要系在面对疫情不确定的影响下，企业对于原材料采购方面稍显谨慎；从存货周转来看，2020Q1 周转天数为 188.5 天 (-9.24 天)，周转效率有所提升。从应收账款规模来看，2020Q1 为 94.42 亿元 (-50.41%)，略有下降，周转效率有所提升，为 53 天 (-17.08 天)。整体来看，纺织制造板块的营运能力有所提升。

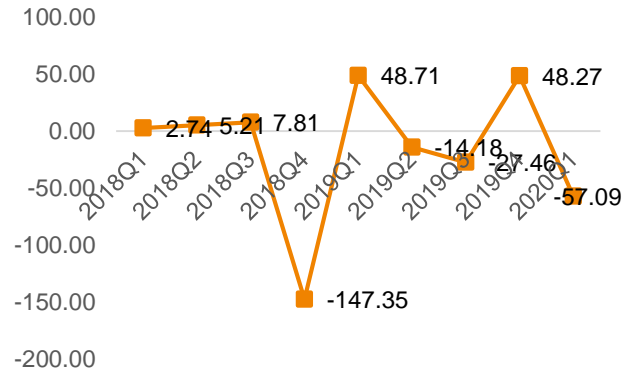
现金流：2020Q1 纺织制造企业现金流情况较好，为 17.05 亿元，相比去年同期的-9.59 亿元由负转正，现金流回款较好，改善明显。

图 21：2020Q1 纺织制造板块营收增速有所下降 (%)



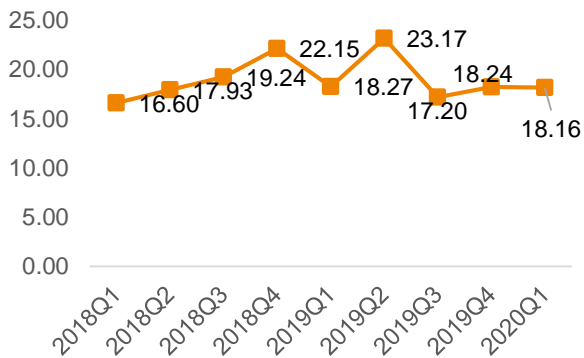
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2020Q1 纺织制造板块归母净利润增速有所下降 (%)



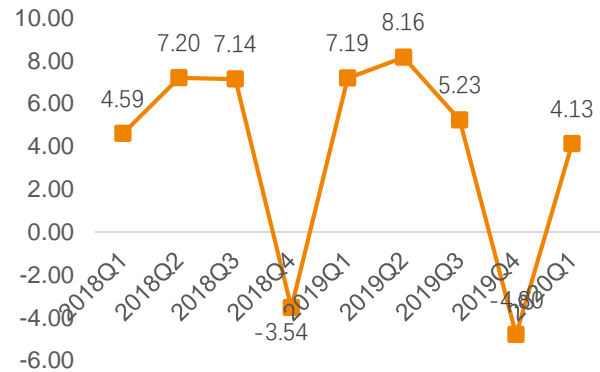
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2020Q1 纺织制造板块毛利率相比去年同期有所下降 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

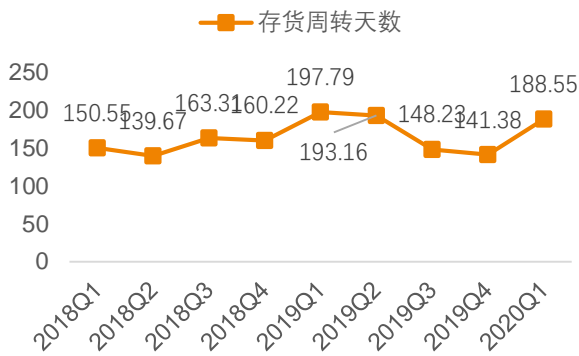
图 24：2020Q1 纺织制造板块净利率相比去年同期有所下降 (%)



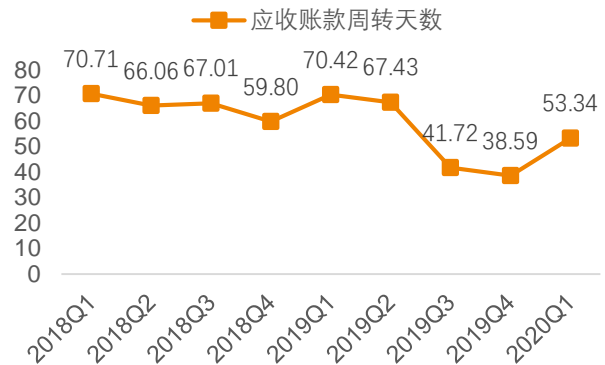
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2020Q1 纺织制造板块存货周转天数有所下降 (天)

图 26：2020Q1 纺织制造板块应收账款天数相比去年同期下降 (天)

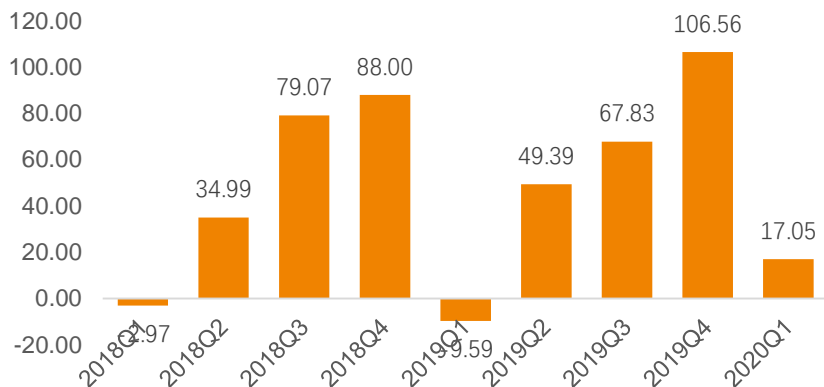


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2020Q1 纺织制造板块经营性现金流净额相比去年同期由负转正（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

板块内部分标的情况：健盛集团 2020Q1 实现营收 3.72 亿元（-7.8%），实现归母净利润 5477 万元（-20.5%），业绩略有下滑主要系复工延迟及部分客户订单推迟或取消影响。我们预计一季度公司棉袜业务收入及净利润同比实现低单位数下滑，无缝内衣业务预计营收实现双位数下降。未来我们认为由于海外疫情的不确定性，需求端公司订单恢复情况仍需观察，但长期投资逻辑不变，期待疫情后的业绩持续恢复。

3. 服装家纺：线下渠道受到影响较大，各品牌大力发展线上渠道

3.1. 电商子板块：业绩在各子板块中受到影响相对较小，重点推荐

****该板块标的为自设子板块：包含开润股份、南极电商。**

业绩表现：业绩表现有所下滑，但整体下滑在各子板块中幅度相对较小。电商板块 2020Q1 营业收入合计 12.09 亿元（-15.05%），归母净利润 1.62 亿元（-4.24%）。

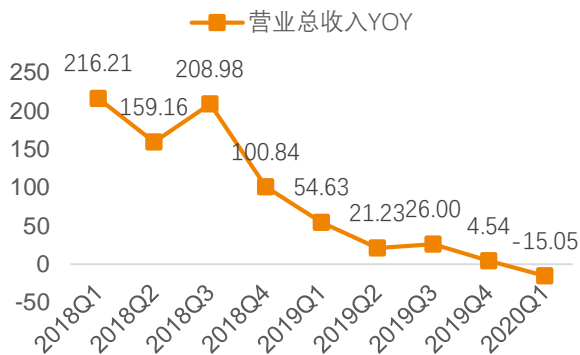
盈利能力：电商板块毛利率及净利率均有所提升，盈利能力有所提升。2020Q1 电商板块销售毛利率为 29.57%（+6.70pct），整体有所上升；期间费用率为 11.87%（+4.18pct），其中销售费用率及管理费用率提升较多；销售净利率为 13.41%（+1.51pct），略有提升。

营运能力：存货及应收账款规模上升，周转效率下降。2020Q1 电商板块存货规模为 5.35 亿元（+30.75%），存货周转天数为 57 天（+23 天），我们认为主要系疫情影响终端销售承压使得存货有所提升。应收账款规模合计为 14.97 亿元（+26.04%），应收账款周转天数为 100 天（+32 天），主要系为了减轻加盟商压力，延长合作伙伴和加盟商的账期。

现金流：2020Q1 电商板块整体现金流承压，2020Q1 经营性现金流为-4.20 亿元，相比去

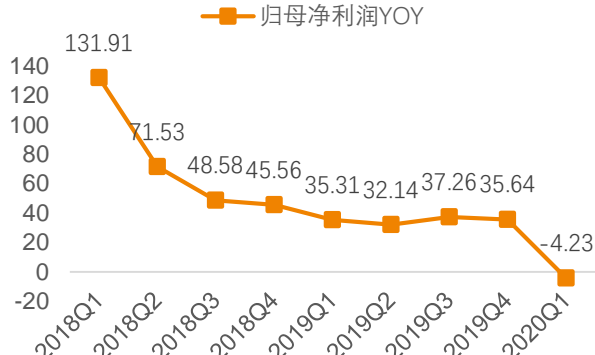
年同期由正转负。

图 28：2020Q1 电商板块营收增速有所下降（%）



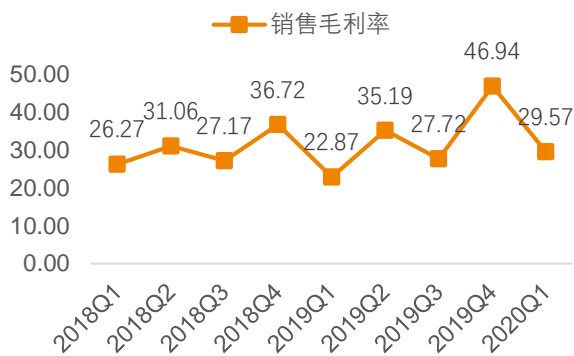
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：2020Q1 电商板块归母净利润增速有所下降（%）



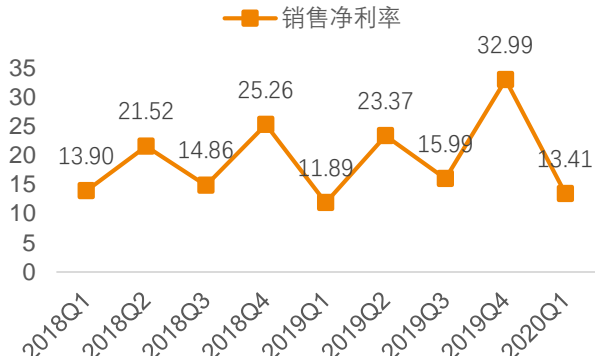
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：2020Q1 电商板块毛利率相比去年同期有所上升（%）



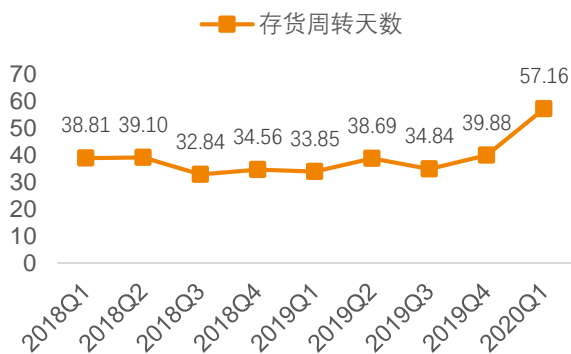
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2020Q1 电商板块净利率相比去年同期有所下降（%）



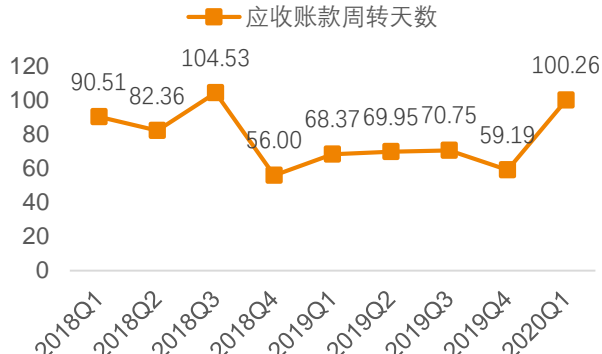
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2020Q1 电商板块存货周转天数相比去年同期有所提升（天）



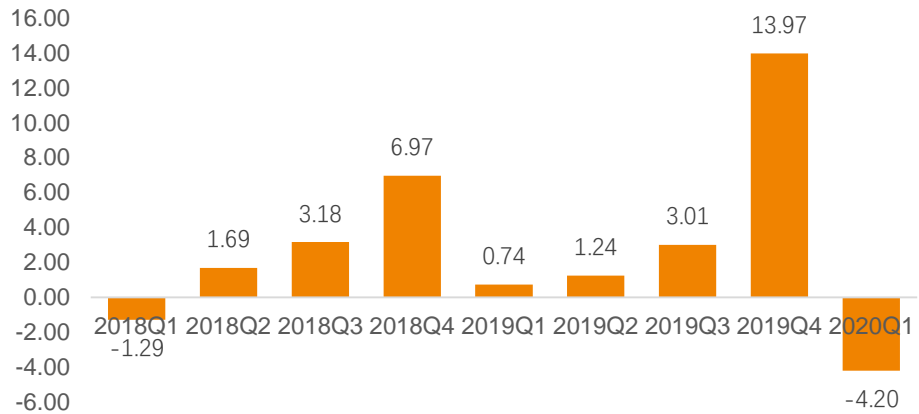
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：2020Q1 电商板块应收账款周转天数相比去年同期上升（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2020Q1 电商品板块经营性现金流净额相比去年同期由正转负（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

板块内部分标的情况: 南极电商: 2020Q1 公司实现营收 6.72 亿元 (-18.51%), 实现归母净利润 1.28 亿元 (+5.28%), 实现扣非净利润 1.04 元 (-12.97%)。2020Q1 公司营收负增长主要系时间互联影响, 公司主业在疫情背景下营收和净利润仍旧保持增长, 业绩基本符合预期。2020Q1 公司本部实现营收 1.53 亿元 (+10.15%), 仍保持增长; **时间互联**实现营收 5.20 亿元 (-24.27%), 营收规模略有下降主要系公司为了提高资金使用效率减少经营风险, 严格筛选客户所致。疫情背景下, 公司 GMV 保持增长, 2020Q1 公司 GMV 达到 57.29 亿元 (+11.13%), 其中南极人主品牌实现 15.53% 的增长。公司主业持续快速增长, 商业模式进一步优化, 通过持续进行扩品类扩渠道巩固竞争优势, 我们预计能够维持快速增长; 时间互联业务业绩趋于稳定, 同时客户质量有望改善, 我们继续看好公司未来发展, 并继续重点推荐!

开润股份: 2020Q1 公司实现营收 5.37 亿元 (-10.30%), 归母净利润实现 0.32 亿元 (-29.79%), 实现扣非净利润 0.30 亿元 (-33.77%)。公司 2020Q1 受疫情影响, 故业绩有所下降。分业务来看, **B2B 业务:** 根据我们的测算, 2020Q1 公司 2B 业务增长近 10%。公司将通过现有品类持续拓展客户及类似品类, 保证 2B 业务的持续快速增长。**B2C 业务:** 2020Q1 公司 2C 业务由于受疫情影响, 我们预计下滑超 20%。由于疫情短期抑制消费者的出行需求, 但目前疫情得到逐步控制, 消费者出行需求将不断恢复, 预计 2C 端业务将会持续恢复。我们依旧看好公司未来长期发展, B2B 业务品类和客户持续拓展, B2C 业务自有渠道不断拓展, 产品持续更新, 品牌力持续提升, 继续重点推荐!

3.2. 运动服饰板块: 高景气度优质赛道, 受疫情影响相对较小, 继续重点推荐

**该板块为自设板块, 包含个股均为 H 股。

运动服饰板块一直是我们自 18 年下半年以来重点推荐的子板块之一。从 2020Q1 情况来看, 其业绩表现也是细分板块受到疫情影响相对较小的板块, 依旧坚定看好, 继续重点推荐。

板块内部分标的情况: 安踏体育: 2020Q1 集团整体流水下滑 15%-20%, 其中, 安踏品牌流水增速下滑 20%-25%; FILA 品牌流水下滑中单位数; 其他品牌流水下滑高单位数。另外, 公司电商渠道表现亮眼, 流水增速超过 40%。从 Amer 来看, 由于旗下品牌产品销售季节多在秋冬季, 若下半年海外疫情能够有所控制, 那么对于业绩影响整体可控。

李宁: 2020Q1 全平台流水同比实现 10%-20% 中段下降。其中, 线下渠道流水实现 20%-30% 低段下降 (直营渠道 30%-40% 中段下降, 加盟渠道 10%-20% 中段下降), 电商渠道流水实现 10%-20% 低段增长。预计 2020 年公司净利率能够实现 10%-10.5%。

3.3. 女装板块: 受疫情影响较大, 盈利能力及营运能力均有所下降

业绩表现: 女装板块由于 2020Q1 国内新冠肺炎疫情疫情影响, 终端需求明显放缓。2020Q1 女装板块营收增速呈负增长, 女装 2020Q1 营收总计为 37.50 亿元, 同比下降 39.30%

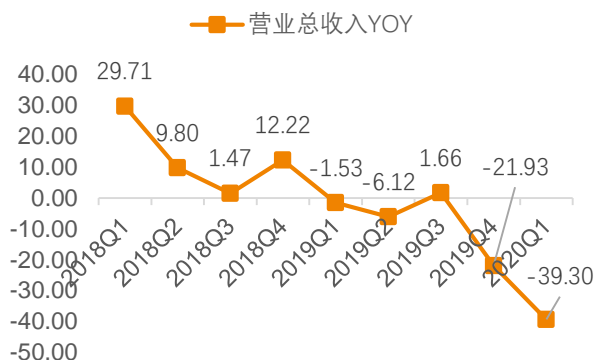
(-37.77pct)。2020Q1 净利负增长增速高于营收。2020Q1 女装板块归母净利润总额为 0.56 亿元, 同比下降 85.44% (-45.09pct)。目前国内疫情蔓延基本控制良好, 消费市场逐渐回暖, 预计降幅将逐步收窄。

盈利能力: 2020Q1 女装板块企业毛利率为 57.13% (-3.26pct), 净利率为 1.34%(-5.02pct)。毛利率下降主要系受疫情影响, 公司进行打折促销所致; 净利率下滑速率高于毛利率, 主要系公司线下门店暂停营业, 但仍有固定支出所致。板块整体盈利能力有所下降

营运能力: 2020Q1 女装板块合计存货为 62.77 亿元 (+3.81%), 存货周转天数为 360.43 天 (+126.74 天)。整体板块存货规模略有增加, 周转天数增加较为明显, 主要系 2020Q1 受疫情影响销售渠道有限所致, 未来有望逐步改善。2020Q1 女装板块合计应收账款为 15.40 亿元 (-33.04%), 应收账款周转天数为 45.63 天 (+7.79 天)。整体板块应收账款有所下降, 周转天数略有增加。板块整体营运能力有所下降。

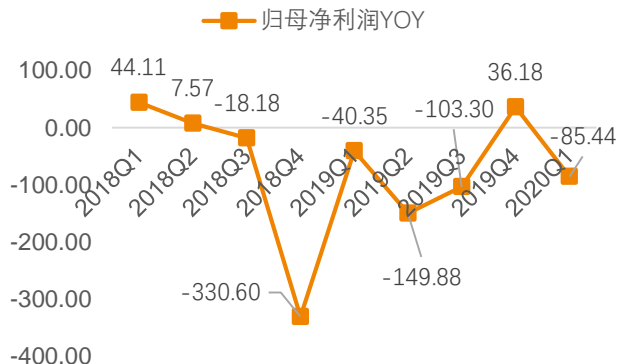
现金流: 2020Q1 女装板块企业经营性现金流同比略有下降, 经营性现金流净额为 2.77 亿元 (-5.88%), 主要系终端需求减少所致。

图 35: 2020Q1 女装板块营收增速有所下降 (%)



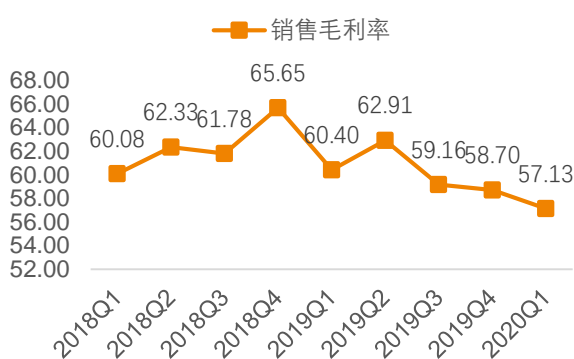
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 36: 2020Q1 女装板块归母净利润增速有所下降 (%)



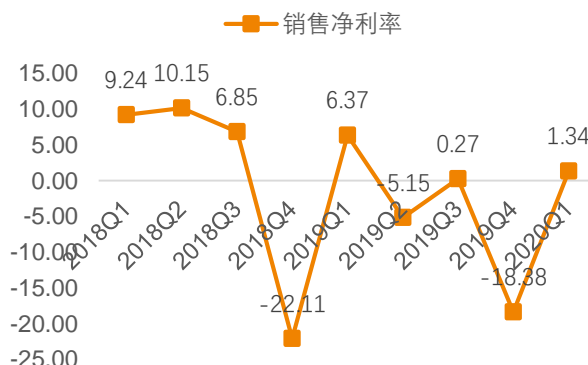
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 37: 2020Q1 女装板块毛利率相比去年同期有所下降 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

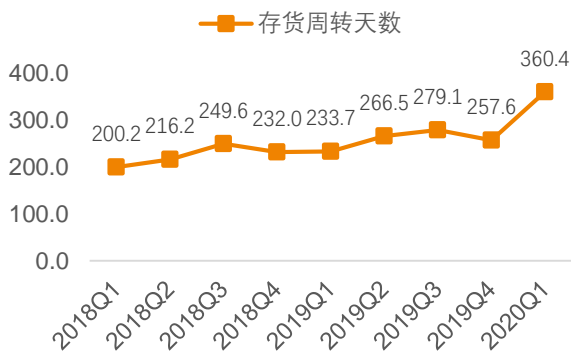
图 38: 2020Q1 女装板块净利率相比去年同期有所下降 (%)



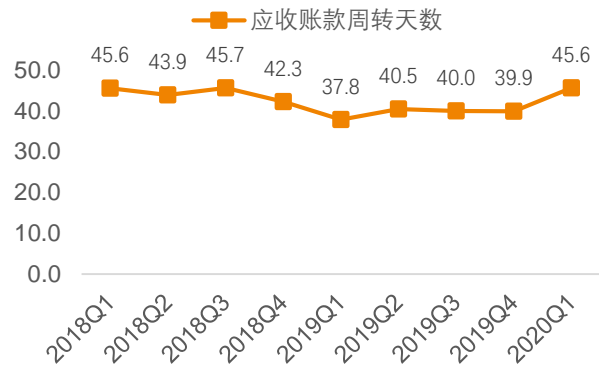
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 39: 2020Q1 女装板块存货周转天数相比去年同期有所提升 (天)

图 40: 2020Q1 板块应收账款周转天数相比去年同期有所提升 (天)

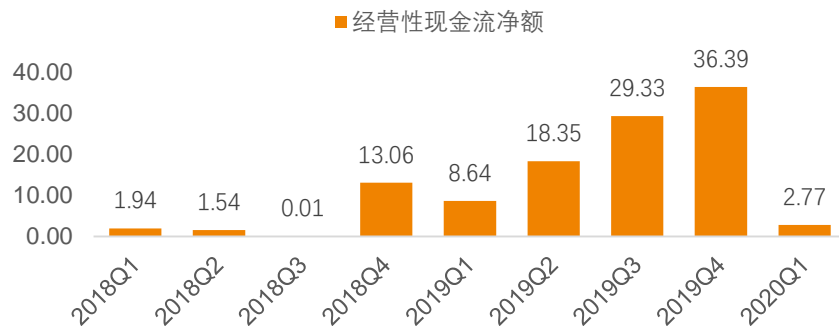


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：2020Q1 女装板块经营性现金流净额略有下滑（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

板块内部分标的情况：歌力思：2020Q1 公司实现营收 4.10 亿元（-34.11%），归母净利润 2.44 亿元（+173.26%），扣非净利润-0.08 亿元（-109.51%），归母净利高增主要系出售百秋股权带来一次性收益所致。拆分来看，2020Q1 线下营收同比下滑 35.96%，线上渠道营收同比上升 12.22%。

安正时尚：2020Q1 收入 5.7 亿元（+2.91%），归母净利润 0.77 万元（-23.85%）。其中礼尚信息收入 1.96 亿元（+20.23%）。分业务来看，服装主业同比下滑 3.96%；电商代运营方面 Q1 收入增速 20.23%。公司 2020 年 3 月 26 日发布公告计划将礼尚信息分拆上市并转让 16.5% 股份，交易完成后仍保有对其控制权并享有其 50.5% 净利润。礼尚分拆上市有利于进一步提升品牌知名度、加快扩张电商代运营业务。

地素时尚：2020Q1 公司实现营业收入 4.08 亿（-30.1%），归母净利 1.22 亿（-37.4%）。分渠道来看，2020Q1 公司电商/直营/经销营业收入分别增长 24.7%/-28.9%/-46.6%，电商渠道表现亮眼。公司作为高分红标的，建议持续关注。

3.4. 男装板块：盈利能力和营运能力均有所下降

业绩表现：受到 2020Q1 国内新冠肺炎疫情影响，终端需求明显放缓。2020Q1 男装板块营收增速呈负增长，男装 2020Q1 营收总计为 72.04 亿元，同比下降 35.17%（-48.31pct）。2020Q1 净利负增长增速高于营收。2020Q1 男装板块归母净利润总额为 3.72 亿元，同比下降 78.96%（-95.34pct）。目前国内疫情蔓延基本控制良好，消费市场逐渐回暖，预计降幅将逐步收窄。

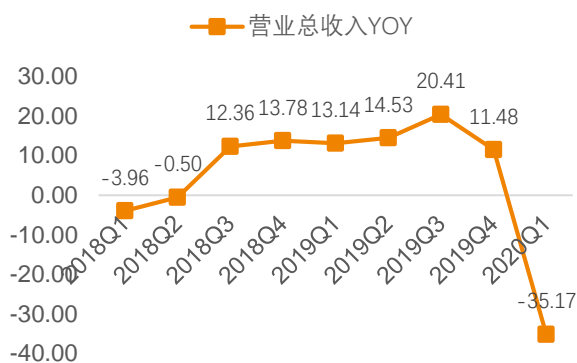
盈利能力：2020Q1 男装板块企业毛利率为 38.70%（-3.06pct），净利率为 5.08%（-10.89pct）。毛利率下降主要系受疫情影响，公司进行打折促销所致；净利率下滑速率高于毛利率，主要系公司线下门店暂停营业，但仍有固定支出所致。板块整体盈利能力有所下降。

营运能力：2020Q1 男装板块合计存货为 128.03 亿元（-7.65%），存货周转天数为 266.70

天 (+72.84 天)。整体板块存货规模略有下降, 周转天数有所增加, 主要系 2020Q1 受疫情影响销售渠道有限所致。2020Q1 男装板块合计应收账款为 33.81 亿元 (+7.50%), 应收账款周转天数为 40.03 天 (+15.23 天), 应收账款有所提升。板块整体营运能力有所下降

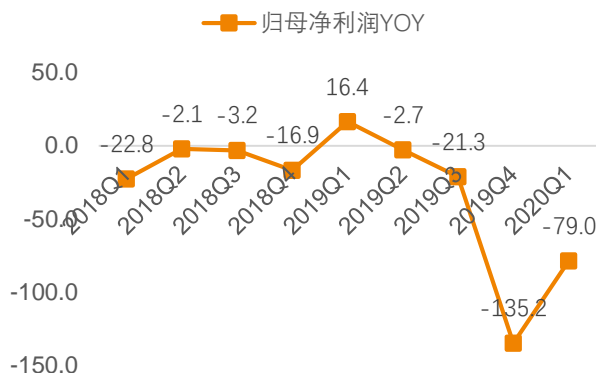
现金流: 2020Q1 男装板块企业经营性现金流同比略有下降, 但变动不大, 经营性现金流净额为 7.63 亿元 (-4.94%)。

图 42: 2020Q1 男装板块营收增速有所下降 (%)



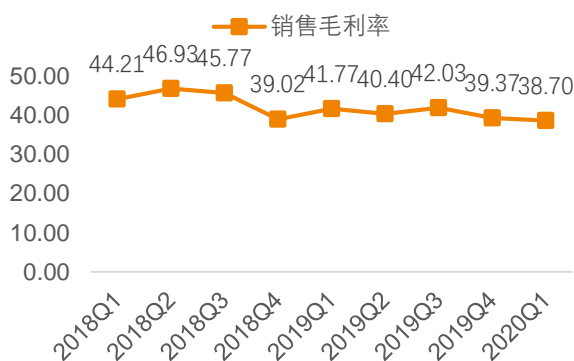
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 43: 2020Q1 男装板块归母净利润增速有所下降 (%)



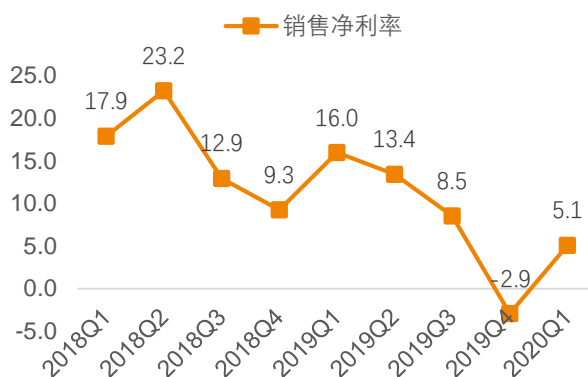
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 44: 2020Q1 男装板块毛利率相比去年同期有所下降 (%)



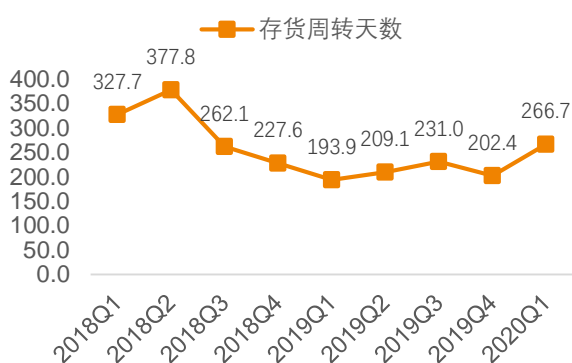
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 45: 2020Q1 男装板块净利率相比去年同期有所下降 (%)



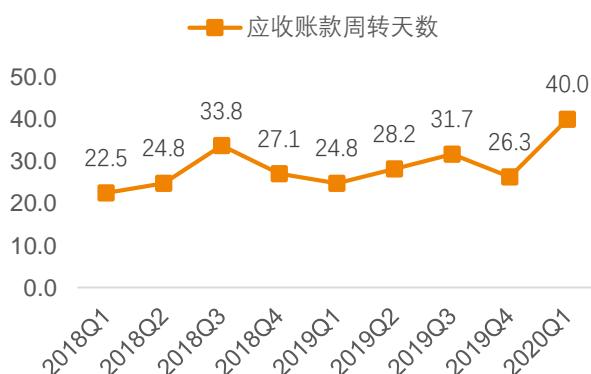
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 46: 2020Q1 男装板块存货周转天数相比去年同期有所提升 (天)



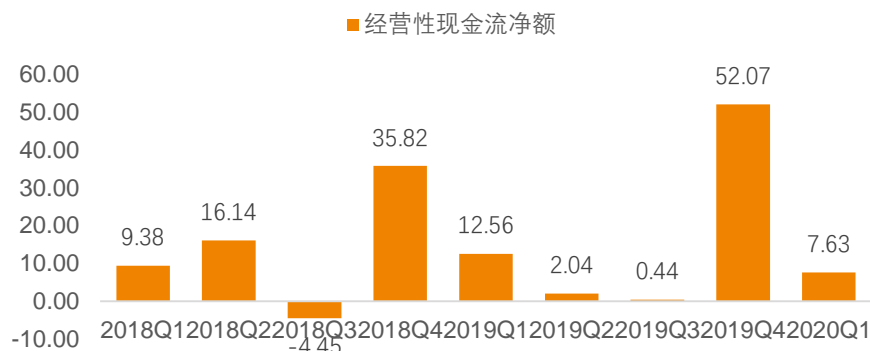
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 47: 2020Q1 板块应收账款周转天数相比去年同期有所提升 (天)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 48：2020Q1 男装板块经营性现金流净额相比去年同期略有下降，但变动不大（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

板块内部分标的情况：海澜之家：2020Q1 公司实现营业收入 38.48 亿元（-36.8%），归母净利润 2.95 亿元（-75.59%）。分渠道来看，20Q1 线下营收下滑 40%，其中加盟下滑 39%，直营渠道小幅上升 6%；线上渠道业务实现增长，营收增速为 17%。

九牧王：公司 2020Q1 营业收入 5.79 亿元（-27.63%），归母净利润 0.63 亿元（-76.67%），扣非净利润 0.42 亿元（-72.72%）。业绩下滑主要系国内疫情导致销售承压同时成本费用刚性所致。分品牌来看，2020Q1 九牧王/FUN/ZIOZIA/其他品牌收入同比变化 -30.77%/+12.96%/-3.82%/-37.06%。分渠道来看，线上渠道营收同比增长 19.43%，占比由 8.61% 提升至 13.97%；线下渠道下滑 30.73%。目前主品牌占主导，FUN 品牌发展较快，未来有望成为新增长点。

3.5. 休闲装板块：受疫情影响较大，费用率提升明显，净利率下滑幅度较大

业绩表现：休闲服装板块业绩受疫情影响较大，业绩下滑幅度显著。2020Q1 休闲服饰板块合计营业收入 67.67 亿元（-41.47%），归母净利润-4.11 亿元（-163.74%）。

盈利能力：毛利率小幅提升，费用率上涨影响下净利率有所下降。2020Q1 休闲服装板块销售毛利率为 35.26%（+0.99pct），实现小幅上升；期间费用率为 33.25%（+9.29pct），其中销售费用率上升较多，主要系疫情影响下营收规模缩减所致；销售净利率为 -6.14%（-11.73pct），相比同期有所下滑主要系费用率提升所致。

营运能力：存货及应收账款规模略有下降，周转效率下降。2020Q1 休闲服装板块存货规模为 113.29 亿元（-3.31%），存货周转天数为 237 天（+97 天）。应收账款规模为 69.42 亿元（-2.57%），应收账款周转天数为 96 天（+40 天）。

现金流：休闲服装板块现金流压力较大，2020Q1 板块合计经营性现金流为-8.53 亿元，相比去年同期 1 亿元由正转负。

图 49：2020Q1 休闲服饰板块营收增速有所下降（%）

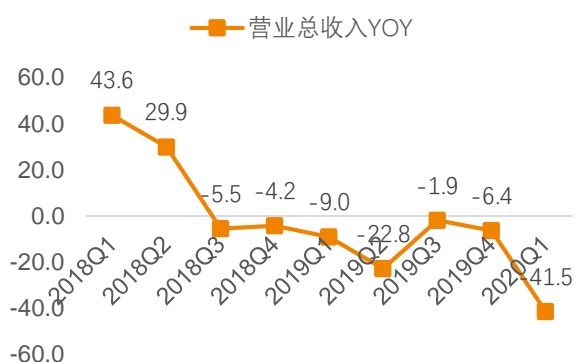
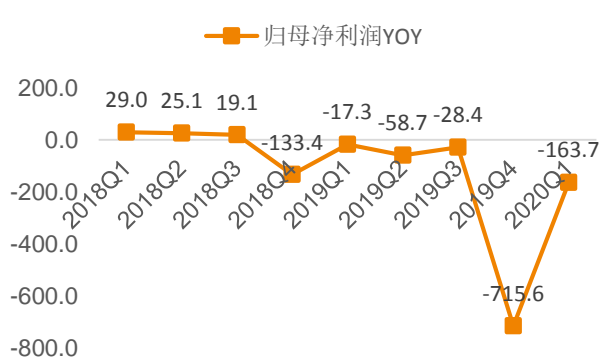


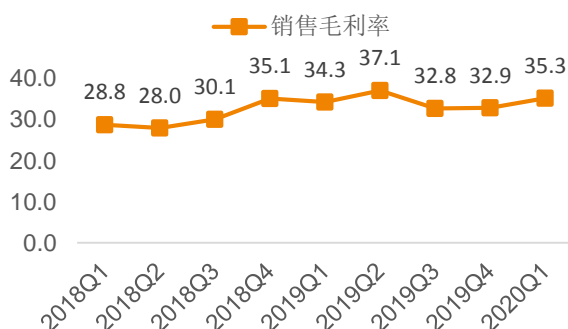
图 50：2020Q1 休闲服饰板块归母净利润增速有所下降（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

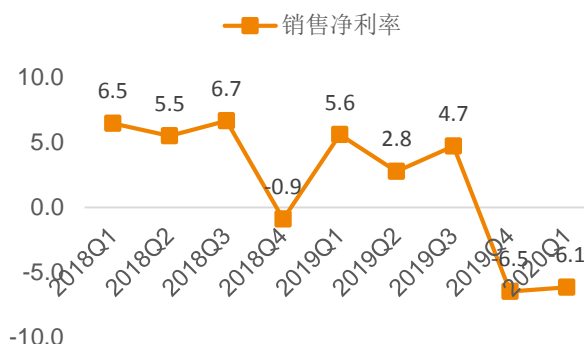
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 51：2020Q1 休闲服饰板块毛利率相比去年同期略有上升（%）



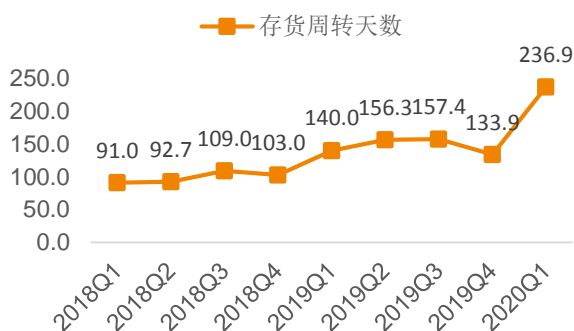
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 52：2020Q1 休闲服饰板块净利率相比去年同期有所下降（%）



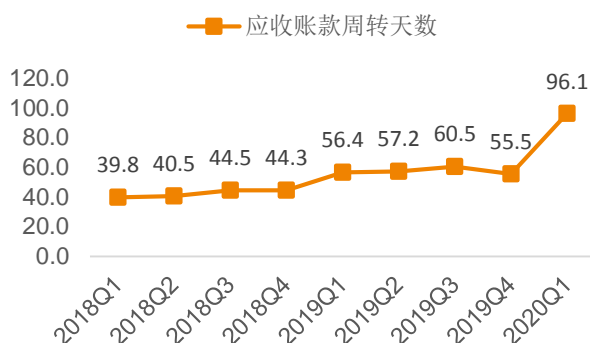
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：2020Q1 休闲服饰板块存货周转天数相比去年同期提升（天）



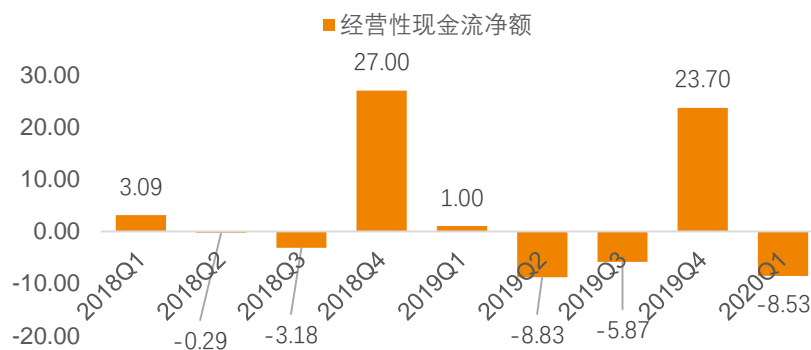
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 54：2020Q1 休闲服饰板块应收账款天数相比去年同期上升（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 55：2020Q1 休闲服饰板块经营性现金流净额相比去年同期由正转负（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

板块内部分标的情况： 森马服饰：2020Q1 公司实现营收 27.38 亿元（-33.51%），归母净利润 0.17 亿元（-94.96%），扣非净利润-0.26 亿元。2020Q1 公司线下业务下降约四成，其

中巴拉巴拉表现较好，下降幅度约三至四成，森马休闲下降约五成。2020Q1 线上渠道业务中森马休闲占比约 40%，巴拉巴拉占比约 35%，KIDILIZ 占比约 25%。该季度线上业务下降 3%-4%，其中巴拉巴拉有小幅增长。

太平鸟：公司 2020Q1 营收 13.83 亿元（-16.66%），归母净利润 0.09 亿元（-89.89%），扣非净利润-0.36 亿元。分渠道来看，线下销售承压，线上快速发展。线上营业收入增长 16.30%，占比 39%；线下营业收入减少 29.48%，占比 61%。公司积极优化销售渠道建设，一方面优化门店结构，一方面加强社交零售，包括小红书、抖音、小程序直播等等。2020 年 3 月 5 日至 8 日“女王节”期间，全渠道成交金额 2.46 亿元。同时，公司通过 IP 合作提升品牌力，如花木兰系列、LEDIN x 魔卡少女樱系列等。

3.6. 家纺板块：产品结构优化促毛利率有所提升，但营运能力有所下降

****该板块由于多喜爱数据变动较大，我们作为异常值剔除。**

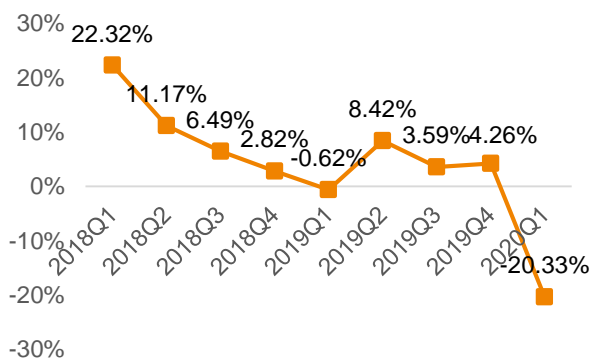
业绩表现：家纺子板块（剔除多喜爱异常值影响）受到 2020Q1 国内新冠肺炎疫情影响，终端需求明显放缓，影响板块业绩。2020Q1 家纺板块营收增速呈负增长，家纺 2020Q1 营收总计为 22.48 亿元，同比下降 20.33%（-19.59pct）。归母净利润总额为 2.19 亿元，同比下降 38.79%（-35.38pct）。目前国内疫情蔓延控制良好，消费市场逐渐回暖，预计降幅将逐步收窄。

盈利能力：2020Q1 家纺板块企业毛利率为 43.74%（+1.37pct），毛利率略有上升，我们认为主要系产品结构中高客单价产品占比有所提升所致；费用端来看，2020Q1 期间费用率为；2020Q1 净利率为 9.91%（-2.86pct），有所下降，主要系公司线下门店暂停营业，但仍有固定支出所致。

营运能力：2020Q1 家纺板块合计存货为 35.77 亿元（-2.12%），存货周转天数为 268.77 天（+54.39 天）。整体板块存货规模变动不大，周转天数有所增加，周转效率有所下降，主要系 2020Q1 受疫情影响销售渠道有限所致，未来有望逐步改善。2020Q1 家纺板块合计应收账款为 10.26 亿元（-14.82%），应收账款周转天数为 52.09 天（+9.01 天），应收账款有所下降，周转天数略有增加。家纺板块营运能力有所下降。

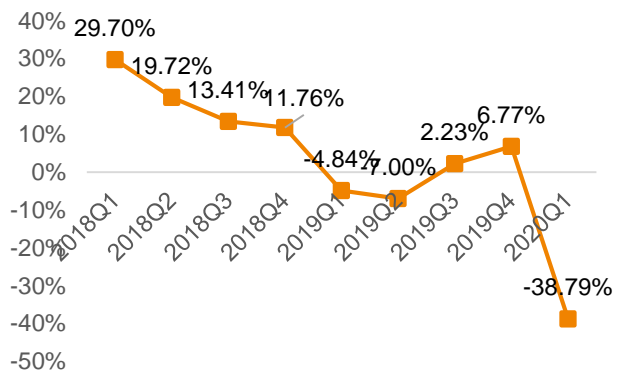
现金流：2020Q1 家纺板块企业经营性现金流同比有所下降，经营性现金流净额为-1.23 亿元，相比去年同期由正转负，主要系终端需求不足。

图 56：2020Q1 家纺板块营收增速下滑明显（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

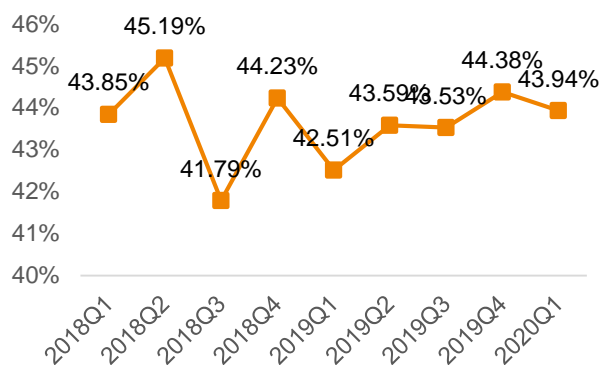
图 57：2020Q1 家纺板块归母净利润增速下滑明显（%）



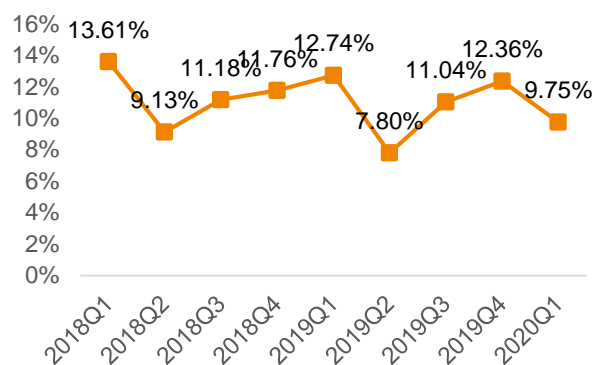
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 58：2020Q1 家纺板块毛利率相比去年同期略有上升（%）

图 59：2020Q1 家纺板块净利率相比去年同期有所下降（%）

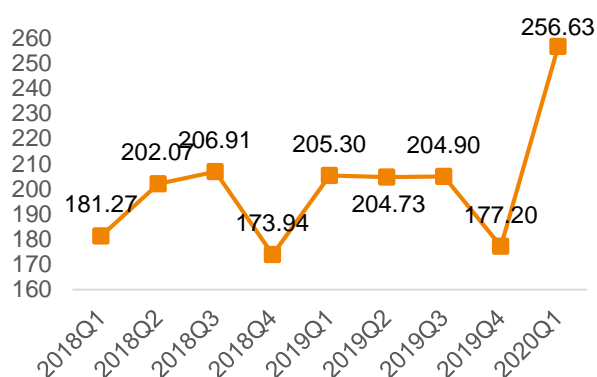


资料来源: Wind, 天风证券研究所



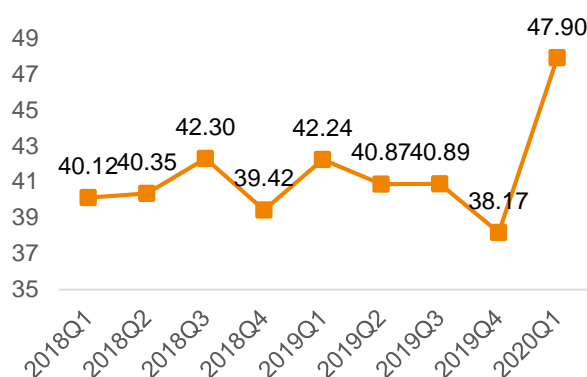
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 60: 2020Q1 家纺板块存货周转天数有所增加 (天)



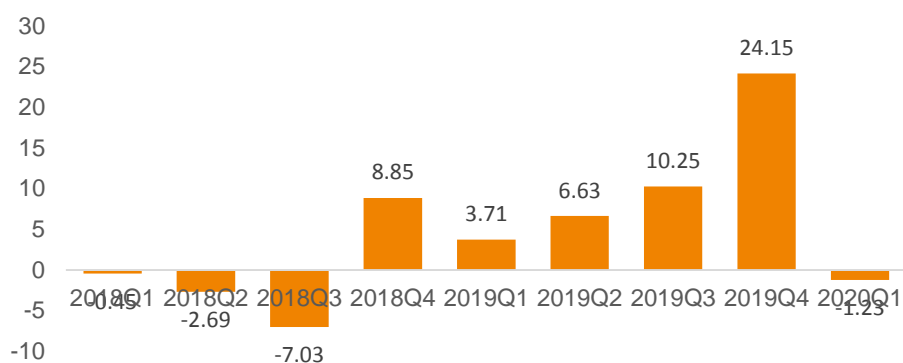
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 61: 2020Q1 家纺板块应收账款周转天数有所增加 (天)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 62: 2020Q1 家纺板块经营性现金流净额相比去年同期由正转负 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

板块内部分标的情况: 水星家纺: 2020Q1 公司实现营业总收入 4.81 亿元 (-19.95%), 实现归母净利润 4127.65 万元 (-45.38%), 实现扣非归母净利润 2985.05 万元 (-49.10%)。拆分来看, 线上渠道收入增速预计在 12%左右, 占比有在 40%以上; 线下渠道收入增速预计实现双位数下降。

罗莱生活: 2020Q1 公司实现营业总收入 8.93 亿元 (-21.94%), 实现归母净利润 0.71 亿元 (-50.66%), 实现扣非归母净利润 0.68 (-48.60%)。我们预计公司家纺主业收入下滑 20-30%左右, 莱克星顿收入预计下滑 5%左右, 利润预计下滑 30%-40%; 内野贸易收入下滑双位数,

利润下滑预计多于收入。

4. 总结和展望：危中存机，纺织制造板块订单恢复仍有待观察，品牌服饰端期待终端销售持续恢复

我们认为纺织服装板块作为可选消费品，受到疫情的影响相对较大，但危中存机。

1) **纺织制造板块**：由于海外疫情的不确定性，订单恢复情况仍需观察。对于上游纺企来说，近年面临的挑战较大，2019 年中美贸易摩擦的反复和不确定性对于纺企的订单产生影响，尤其是以美国为主要出口市场的企业受到的影响相对较大。2020 年一季度，由于疫情影响，2 月份生产企业推迟复工复产，对于各纺织企业的生产经营进度造成了一定的压力和挑战，也使得部分订单推迟交付；3 月以来由于全球疫情爆发，多家国际服装品牌巨头暂时关闭疫情严重地区的门店，需求端受到影响，对于 Q2、Q3 季度的订单产生影响，从而影响纺企全年的业绩。5 月部分海外国家，开始逐步解封，将有利于我国纺企出口订单的恢复。但由于目前海外疫情的不确定性仍存，订单恢复情况仍需观察，且若海外疫情不出现反复，能够得到有效控制，我们认为订单排产和确认收入也预计集中 2020Q3 季度，所以，我们预计在三季度之前纺织制造板块的不确定性较大。

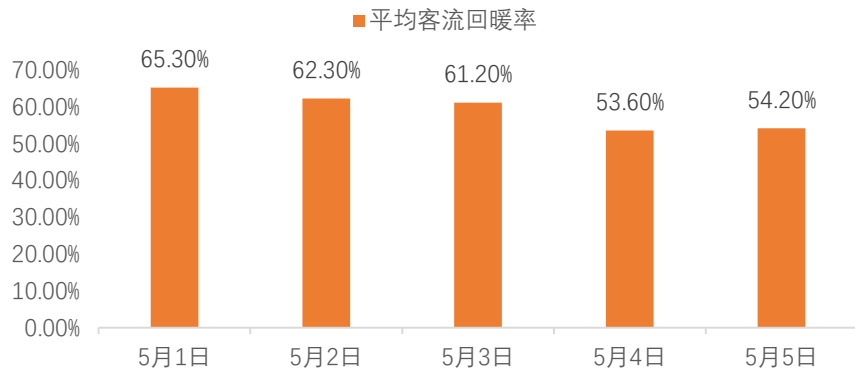
但与此同时，我们通过本次疫情，可以看到行业也加速进行整合，具备良好营运能力的龙头企业在疫情过后市场份额预计将进一步提升。由此，该板块我们建议持续跟踪优质制造企业龙头标的（虽短期受到疫情影响，但长期投资逻辑和投资趋势不改）：申洲国际、健盛集团等。

2) **品牌服饰板块**：从品牌端来看，我们认为目前随着国内疫情的逐步稳定，终端线下客流将持续恢复。2020Q1 由于疫情影响下，居民需居家隔离，同时商场暂时停业使得客流锐减，线下重点销售受到较大影响；在此背景下，各品牌服饰开始转战线上渠道，利用线上传统电商渠道、微信小程序、私域流量、线上直播等多种方式进行销售，弥补线下渠道的损失和影响。由此我们可以看到在一季度整体社零数据下滑幅度较大的背景下，网上实物销售额仍实现 6%左右的增长。

线下客流逐步恢复回暖：但对于品牌企业来说，2 月疫情最严重的时期也是过年前后，是春节大促的关键时期，但由于线下客流锐减后，商场日客流为 4400+，对于品牌服饰冬装库存清理，以及春装上新销售均产生了一定的影响。我们预计为了库存清理，品牌端会加大销售折扣，预计对于品牌服饰的毛利率水平会产生一定影响。3 月疫情尚未稳定，客流虽相比 2 月略有好转，但恢复程度较弱，场均日客流增至 8800+；4 月由于境外输入病例及对疫情反复的担忧，客流恢复程度有限；但各地开始发放消费券，促终端销售回暖，对于终端需求复苏具有一定的刺激作用，4 月客流进一步回暖，场均日客流增长 12600+。

从 5 月线下数据来看，根据汇客云平台“全国购物中心客流回暖监测”显示，“五一”小长假期间（5 月 1 日至 5 月 5 日），全国购物中心平均客流回暖率达 59.3%。其中，5 月 1 日回暖率最高，为 65.3%，假期首日全国各地均迎来可观的消费反弹。其后 5 月 2 日至 5 月 5 日回暖率分别为 62.3%、61.2%、53.6%和 54.2%。

图 63：五一小长假期间，全国购物中心平均客流回暖率达 59.3%。

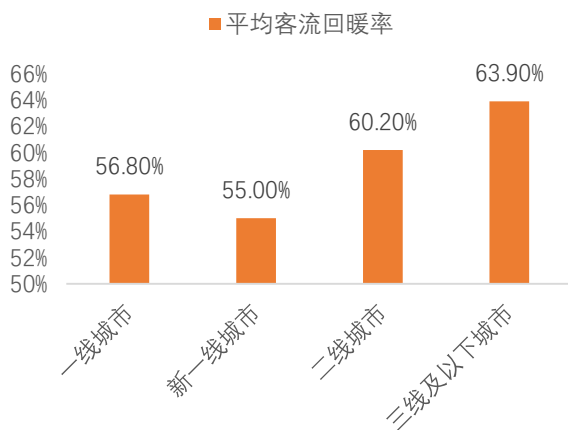


资料来源：汇客云平台，天风证券研究所

细拆来看，二三线平均客流回暖率相对一线城市略高。“五一”小长假期间，一线城市购物中心平均客流回暖率为 56.8%，新一线城市平均客流回暖率为 55.0%，二线城市平均客流回暖率为 60.2%，三线及以下城市平均客流回暖率为 63.9%。

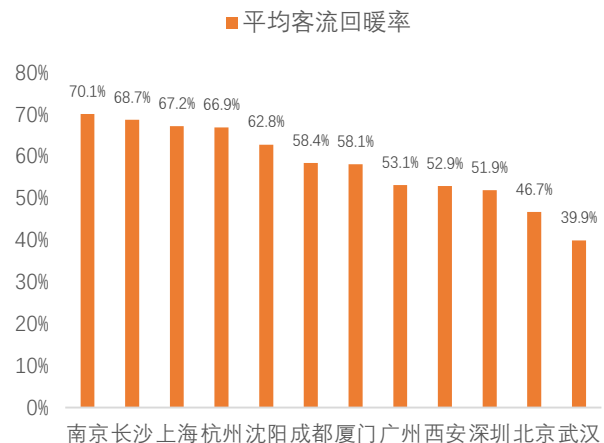
长三角地区的实体商业客流回暖率较高。部分城市“五一”平均回暖率为：北京 46.7%、上海 67.2%、广州 53.1%、深圳 51.9%、武汉 39.9%、杭州 66.9%、南京 70.1%、西安 52.9%、成都 58.4%、长沙 68.7%、厦门 58.1%、沈阳 62.8%。“五一”期间长三角地区的实体商业促进相对突出，上海、南京、杭州的客流回暖率均在 65%以上。

图 64：二三线及以下城市平均客流回暖率相对一线城市略高 (%)



资料来源：汇客云平台，天风证券研究所

图 65：五一期间长三角地区的实体商业客流回暖率较高 (%)

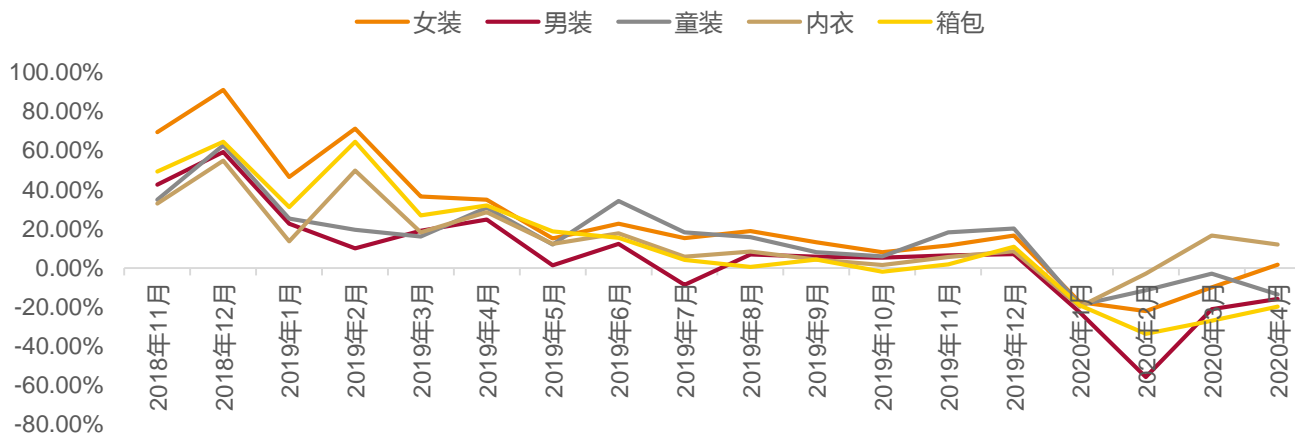


资料来源：汇客云平台，天风证券研究所

从线上渠道来看，由于线下渠道受到影响较大，各品牌通过电商渠道、微信小程序、私域流量、线上直播等方式弥补线下渠道的损失。从线上渠道的 GMV 来看，由于 1-2 月快递歇业及复工推迟影响，对于线上渠道的 GMV 增速有所影响，增速略降；但 3、4 月逐步恢复。

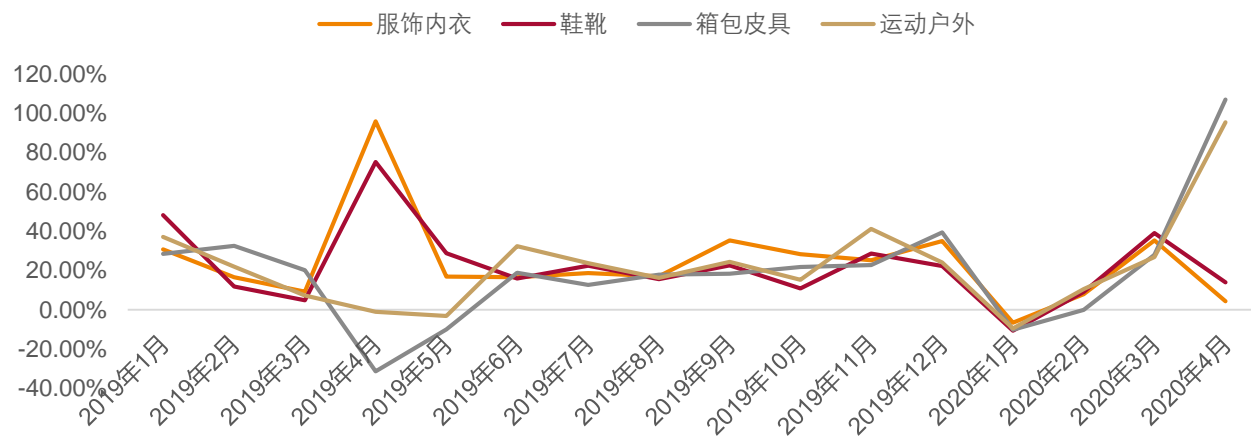
从 5 月数据来看，由于双品网购节、阿里五五购物节、拼多多等品牌万人团等多种促销活动，促线上终端销售持续回暖。在双品网购节中，参加的大型电商平台达到了 115 家，实物商品店铺超过 30 万家，涉及到全品类品牌商品达到 10 多万个，“五一”小长假的 5 天，仅“双品网购节”销售就超过了 580 亿元。根据商务部大数据监测来看，“五一”期间全国实物商品网络零售额同比增长 36.3%。

图 66：淘宝+天猫服装各行业 GMV 同比增速情况 (%)



资料来源：独道数据，天风证券研究所

图 67: 京东平台服装各行业 GMV 同比增速情况 (%)



资料来源：独道数据，天风证券研究所

4.1. 推荐标的

在当前时点，我们继续推荐高景气度运动服饰板块及电商子板块标的；同时建议持续跟踪和关注优质运动制造板块龙头，以及品牌服饰龙头。

- 1) 高景气度运动服饰板块：安踏体育、李宁。
- 2) 电商子板块标的：南极电商、开润股份。
- 3) 建议持续关注和跟踪：申洲国际、健盛集团。

5. 风险提示

全球疫情影响超出预期，终端消费持续疲软，存货积压问题等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com