

证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

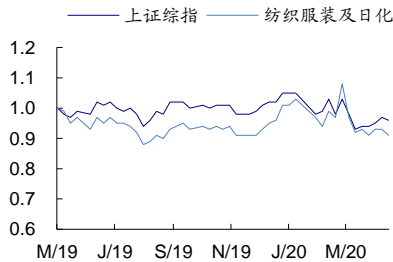
2019 年报与 2020 一季报总结

超配

(维持评级)

2020 年 05 月 09 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《海外跟踪系列四: Adidas20Q1: 库存回购加剧业绩下滑, 欧美复苏可期》——2020-04-30
《教培行业动态点评: 新东方: 无惧短期疫情影响, 龙头之路既稳且坚》——2020-04-30
《海外跟踪系列三: Nike, FY20Q3: 不惧疫情, 超预期表现传递信心》——2020-03-26
《海外跟踪系列二: Adidas, 19 业绩: 预计供应链与经销渠道压力好于预期》——2020-03-15
《纺织服装产业链疫情影响专题二: 下修压力已释放, 复工复产进行时》——2020-03-06

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040004

行业专题

冲击加大业绩分化, 聚焦高质量成长龙头

● 年报总结: 运动板块保持高质量增长

2019 年体育用品板块表现相当突出: 业绩加速增长+45%, 净利率抬升, 保持高效周转。高质量的增长为长期增长和进一步提升盈利水平打下了良好的基础。其他板块大众休闲增长相对放缓 (-5.6%), 高端时尚板块增长较快 (+20%) 但周转天数仍较高 (203.8 天), 制造出口板块保持稳健的业绩增长 (+4.2%) 和较低的净利率水平 (6.8%)。

● 一季报总结: 疫情冲击加大业绩分化

A 股: 1) 大众休闲业绩下滑幅度最大 (-95%), 存货较轻, 应收应付期延长; 2) 高端时尚业绩抗跌强 (-34%), 但存货积压较多; 3) 制造出口业绩 -59%, 应收账款期延长, 下季度仍有较大压力。港股体育用品板块: 1) 流水下滑幅度小于行业水平 (-5%~-30%); 2) 折扣与库销比可控 (折扣增大 3-8 个点, 库存增大 1-2 个月); 3) 各公司业绩影响预计有较大的分化。

● 中下游品牌渠道: 可选消费回暖, 优选运动龙头

鞋服是可选消费中除汽车和石油外规模最大的类别。从渠道看, 线上回暖快于线下 (-15.1%/-32.2%), 从品类看, 运动回暖好于其他 (电商数据观察 3 月运动鞋服均转正, 4 月显著加速)。具备高景气、强品牌、高效周转三项标准的企业短期预计业绩韧性强、恢复快, 长期增长可持续。

● 上游制造出口: 修复尚待时日, 聚焦核心产能

复产推迟叠加外需拖累, 2-4 月中国与海外供应链依次受损: 2 月国内纺织服装制造出口行业多项指标大幅下滑; 3 月中国企业复工, 但海外疫情开始扩散; 4 月外需显著下滑带来退单潮, 亚洲多地制造业 PMI 同时大幅下滑。财务稳健、供应能力稀缺的龙头供应商有望快速扩大市场份额。

● 风险提示

1. 疫情反复多次冲击; 2. 企业恶性竞争加剧; 3. 全球经济修复慢于预期。

● 投资建议: 把握长跑冠军的黄金买点

优势企业出现少有显著低估的机会。重点推荐受益内需回暖, 业绩韧性强的运动龙头安踏体育、李宁、滔搏; 以及受益供应端竞争力突出的龙头供应商申洲国际。同时建议重点关注波司登、森马服饰、开润股份、特步国际、宝胜国际等优质标的经营改善的机会。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
02313	申洲国际	买入	90.80	1254	3.52	4.53	23.4	18.2
02020	安踏体育	买入	57.24	1676	2.10	2.83	27.3	20.2
02331	李宁	买入	22.91	590	0.65	0.83	35.4	27.5
06110	滔搏	买入	8.13	524	0.39	0.50	20.9	16.2
03998	波司登	买入	1.95	222	0.10	0.13	20.1	15.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

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

投资摘要

关键结论与投资建议

纺织服装板块在今年受到疫情冲击影响较大，但对个股的实际业绩影响存在较大差异，我们认为这既是优质公司扩大市场份额与竞争优势的契机，也是低价布局优质标的的良机。随着内需回暖趋势确定，基本面韧性较强、长期成长动力充沛的个股有望迎来显著的估值修复行情。同时，外需出现见底迹象，具有显著供给优势的龙头供应商也将迎来长期布局的良机。

核心假设或逻辑

- 第一，我们认为中国疫情得到有效控制后，可选消费需求将呈现一定的补偿释放效应，行业基本面见底修复趋势明确。
- 第二，我们认为海外疫情已经出现环比改善的趋势，复工复产拐点将近，下半年有望迎来修复。
- 第三，板块中下游的优势企业受益于国内消费回暖的趋势，凭借自身强大的品牌力、经营效率能够减小盈利损失并更快的恢复业绩增长。
- 第四，板块上游行业在大规模的冲击下产生萎缩，具备高安全边际和核心供应优势的企业有望逆势扩张市场份额。

与市场预期不同之处

我们认为优质的服装品牌渠道企业经历过 2012-2013 年行业库存压力的冲击，已经取得了显著的进步，将会以保持健康库存和现金流周转为第一目标，尽快减小疫情冲击的负面影响，恢复长期可持续增长的能力。

我们认为全球疫情对消费的冲击传导至供应链将会造成更加长远的影响，具备稳健的财务实力和强大的产能竞争力的企业有望化危为机，逆势扩大市场份额。

股价变化的催化因素

- 第一，消费需求持续回暖，品牌把握需求节奏有效营销，尽快恢复正常增长。
- 第二，全球疫情受控，经济呈现见底复苏迹象。
- 第三，公司业绩证明自身相较于行业取得显著优势，增强投资者对公司未来发展的信心。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，疫情反复多次冲击，国内消费需求恢复趋势弱化；
- 第二，企业面临经营压力，恶性竞争加剧；
- 第三，全球经济受损情况超预期，修复节奏慢于预期。。

内容目录

年报总结：运动板块保持高质量增长	6
运动、高端板块体现出较好的成长性	6
体育用品板块利润率提升，且仍具空间	10
各版块整体周转相对稳定，个股分化	14
季报总结：疫情冲击加大业绩分化	18
A 股一季报总结：高端板块抗跌更为明显，大众板块存货周转较好	18
港股一季度表现：运动板块流水下滑幅度好于行业，库存折扣可控	21
中下游品牌渠道：可选消费回暖，优选运动龙头	23
上游制造出口：修复尚待时日，聚焦核心产能	24
投资建议：把握长跑冠军的黄金买点	25
安踏体育：Q1 零售流水超预期，复苏强劲	25
李宁：Q1 流水恢复符合预期，表现优于行业	26
滔搏：体育零售龙头，与巨人共成长	26
申洲国际：砥砺前行，静候佳音	27
国信证券投资评级	29
分析师承诺	29
风险提示	29
证券投资咨询业务的说明	29

图表目录

图 1: 纺织服装各细分板块 2019 年年度业绩比较	6
图 2: 板块年度收入增长	6
图 3: 板块年度收入增长-板块间比较	6
图 4: 板块半年度收入增长	7
图 5: 板块半年度收入增长-板块间比较	7
图 6: 板块个股年度收入增长	7
图 7: 板块个股半年度收入增长	8
图 8: 板块年度净利润增长	8
图 9: 板块年度净利润增长-板块间比较	8
图 10: 板块半年度净利润增长	9
图 11: 板块半年度净利润增长-板块间比较	9
图 12: 板块个股年度净利润增长	9
图 13: 板块个股半年度净利润增长	10
图 14: 板块年度毛利率	10
图 15: 板块年度毛利率-板块间比较	10
图 16: 板块年度净利率	11
图 17: 板块年度净利率-板块间比较	11
图 18: 板块年度 ROE	11
图 19: 板块年度 ROE-板块间比较	11
图 20: 板块年度资产负债率	11
图 21: 板块年度资产负债率-板块间比较	11
图 22: 板块个股年度毛利率	12
图 23: 板块个股年度净利率	13
图 24: 板块个股年度 ROE 与资产负债率	14
图 25: 存货周转天数	14
图 26: 存货周转天数-板块间比较	14
图 27: 应收周转天数	15
图 28: 应收周转天数-板块间比较	15
图 29: 应付周转天数	15
图 30: 应付周转天数-板块间比较	15
图 31: 资金周转天数	15
图 32: 资金周转天数-板块间比较	15
图 33: 板块个股存货周转天数	16
图 34: 板块个股应收周转天数	16
图 35: 板块个股应付周转天数	17
图 36: 板块个股资金周转天数	17
图 37: 板块收入季度增长	18
图 38: 板块净利润季度增长	18
图 39: 板块季度毛利率	18
图 40: 板块季度净利率	18
图 41: A 股收入净利润季度增长	19
图 42: 板块季度存货周转天数	19
图 43: 板块季度应收周转天数	19
图 44: 板块季度应付周转天数	20
图 45: 板块季度营运资金周转天数	20
图 46: A 股营运资金季度周转天数	21
图 47: 大中华区运动品牌渠道流水增长	22
图 48: 大中华区运动品牌渠道流水增长-品牌间比较	22
图 49: 品牌 2020Q1 与 2019Q1 库销比比较	23
图 50: 品牌 2020Q1 与 2019Q1 折扣比较	23
图 51: 限上整体与服装零售额当月同比	23
图 52: 限上整体与服装零售额累计同比	23
图 53: 网上实物商品与穿类商品累计同比	24
图 54: 运动鞋服阿里线上当月销售额同比	24
图 55: 中国与越南纺织服装出口金额当月同比	25
图 56: 亚洲纺服主要出口地 PMI 与中国出口新订单 PMI	25

图 57: 柯桥纺织景气指数.....	25
图 58: 国内与国际棉价趋势.....	25
表 1: 安踏体育盈利预测及市场重要数据.....	26
表 2: 李宁盈利预测及市场重要数据.....	26
表 3: 滔搏盈利预测及市场重要数据.....	27
表 4: 申洲国际盈利预测及市场重要数据.....	27

年报总结：运动板块保持高质量增长

我们按照公司的业务特征划分为四个细分板块，将板块中样本公司的财务数据进行加权汇总后分析比较，可以看到 2019 年体育用品板块表现相当突出：业绩加速增长，同时实现了利润率的抬升，并保持了高效的周转水平。高质量的增长，为未来保持健康的长期增长和进一步提升盈利水平打下了良好的基础。

具体指标横向比较结果如下：

- 1) 业绩增长：体育用品>高端时尚>制造出口>大众休闲；
- 2) 利润率：高端时尚>大众休闲>体育用品>制造出口；
- 3) ROE：体育用品>高端时尚>大众休闲>制造出口；
- 4) 周转效率：体育用品>大众休闲>制造出口>高端时尚。

具体指标纵向比较结果如下：

- 1) 大众休闲：增长平缓，利润率微跌，周转维持；
- 2) 高端时尚：增长较好，利润率微跌，周转维持；
- 3) 体育用品：增长出色，利润率抬升，周转维持；
- 4) 制造出口：增长平缓，利润率微跌，周转维持。

图 1：纺织服装各细分板块 2019 年年度业绩比较

年度	业绩增长		净利率		ROE		资金周转天数	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
大众休闲	23.3%	-5.6%	13.2%	11.5%	20.2%	18.8%	94.5	100.5
高端时尚	22.6%	19.9%	16.8%	15.4%	22.4%	21.6%	215.6	203.8
体育用品	35.2%	44.9%	8.6%	10.0%	34.8%	24.4%	100.9	82.5
制造出口	3.5%	4.2%	7.3%	6.8%	15.9%	15.6%	114.6	115.5

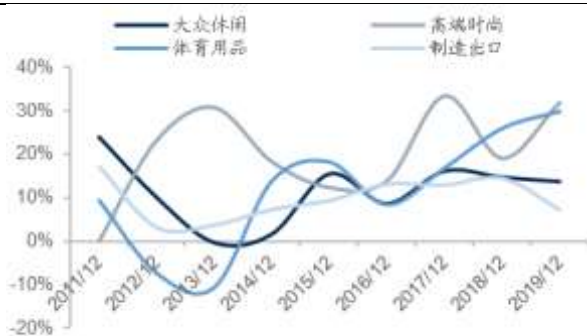
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

具体各细分板块的年度业绩表现详见以下分析。

运动、高端板块体现出较好的成长性

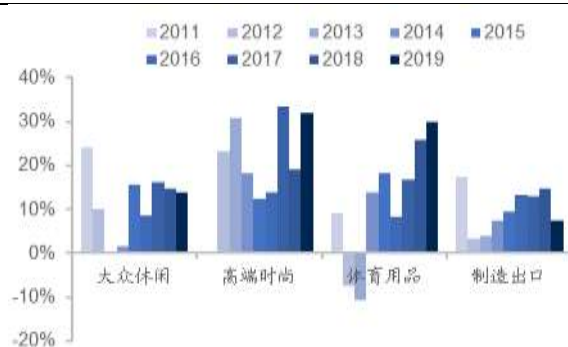
大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 年实现收入同增 13.8%/32.0%/29.8%/7.3%，与 2018 年增速相比，大众休闲板块持平，高端时尚板块加速，体育用品板块加速，制造出口板块下滑。

图 2：板块年度收入增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

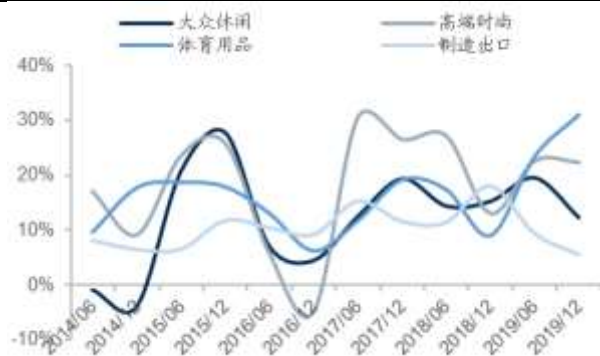
图 3：板块年度收入增长-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

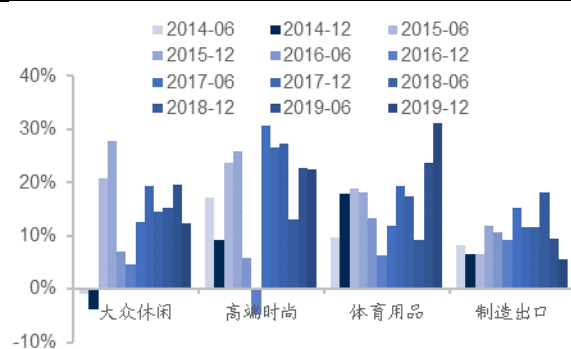
大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 下半年实现收入同增 12.3%/22.4%/31.1%/5.6%，与上半年相比，大众休闲板块减速，高端时尚板块维持，体育用品板块加速，制造出口板块下滑。

图 4：板块半年度收入增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：板块半年度收入增长-板块间比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

拆分各版块个股观察：

- 1) 大众休闲板块中森马服饰、海澜之家、中国利郎、波司登收入增长较快；
- 2) 高端时尚板块中比音勒芬、安正时尚、江南布衣、赢家时尚增长较快；
- 3) 体育用品板块中安踏体育、李宁、特步国际、滔搏、宝胜国际增长较快；
- 4) 制造出口板块中申洲国际、开润股份、健盛集团、华孚时尚增长较快。

图 6：板块个股年度收入增长

收入/YoY	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
大众休闲 森马服饰	23.4%	-9.0%	3.3%	11.7%	16.0%	12.8%	12.7%	30.7%	23.0%
海澜之家		44.1%	49.3%	30.5%	28.3%	7.4%	7.1%	4.9%	15.1%
太平鸟		19.1%	-20.2%	-13.8%	18.1%	7.1%	13.0%	8.0%	2.8%
七匹狼	32.9%	19.1%	-20.2%	-13.8%	4.0%	6.2%	16.9%	14.0%	3.0%
九牧王	34.8%	15.2%	-3.8%	-17.3%	9.1%	0.7%	12.9%	6.6%	4.5%
罗莱生活	31.0%	14.4%	-7.4%	9.4%	5.6%	8.1%	47.9%	3.2%	1.0%
中国利郎	31.9%	3.2%	-17.7%	5.8%	10.5%	-10.3%	1.2%	29.8%	15.5%
波司登	19.0%	11.3%	-11.7%	-23.6%	-8.0%	17.8%	30.3%	16.9%	
高端时尚 比音勒芬		49.9%	24.4%	14.5%	16.0%	11.7%	25.2%	40.0%	23.7%
歌力思		20.0%	18.6%	4.7%	12.3%	35.5%	81.4%	18.7%	7.2%
地素时尚			47.9%	32.7%	4.4%	-2.0%	7.2%	7.9%	13.2%
安正时尚		21.9%	13.0%	2.7%	4.5%	-1.5%	17.8%	16.1%	47.8%
江南布衣					16.6%	17.9%	22.6%	22.8%	17.3%
赢家时尚		48.3%	44.7%	47.7%	23.9%	24.5%	37.8%	14.4%	64.6%
体育用品 安踏体育	20.2%	-14.4%	-4.5%	22.5%	24.7%	20.0%	25.1%	44.4%	40.8%
李宁	-5.8%	-24.5%	-13.6%	15.5%	5.4%	13.1%	10.7%	18.4%	32.0%
特步国际	24.3%	0.2%	-21.7%	10.0%	10.8%	1.9%	-5.2%	24.8%	28.2%
361度	14.8%	-11.1%	-27.6%	9.0%	14.1%	12.6%	2.7%	0.6%	8.6%
滔搏							22.4%	22.7%	
宝胜国际	13.9%	9.8%	-2.3%	11.8%	23.2%	8.7%	16.0%	20.4%	19.9%
中国动向	-35.7%	-35.4%	-20.2%	-10.7%	16.4%	2.2%	-9.9%	26.2%	
制造出口 申洲国际	34.6%	-1.2%	12.4%	10.8%	13.5%	19.5%	19.8%	15.8%	8.2%
裕元集团	15.4%	3.4%	-0.1%	6.1%	11.7%	7.4%	1.3%	11.6%	5.9%
晶苑国际					5.4%	11.6%	16.3%	20.4%	-1.1%
天虹纺织	25.6%	6.8%	12.1%	27.2%	1.0%	29.1%	19.5%	17.5%	14.9%
百隆东方	-2.3%	0.2%	-10.4%	8.1%	8.6%	9.1%	8.8%	0.8%	3.7%
鲁泰A	21.0%	-2.9%	9.8%	-4.8%	0.1%	-3.1%	7.1%	7.3%	-1.1%
开润股份			5.6%	41.3%	18.5%	57.0%	49.8%	76.2%	31.6%
健盛集团		11.9%	25.6%	15.5%	10.8%	-7.1%	71.4%	38.6%	12.9%
华孚时尚	6.8%	12.2%	8.9%	-1.7%	10.9%	29.9%	42.5%	13.6%	11.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

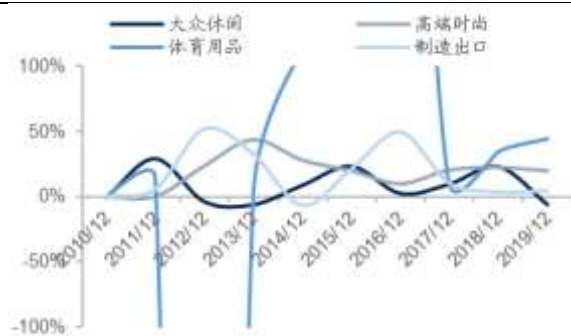
图 7: 板块个股半年度收入增长

收入/YoY	6/30/2015	12/31/2015	6/30/2016	12/31/2016	6/30/2017	12/31/2017	6/30/2018	12/31/2018	6/30/2019	12/31/2019
大众休闲										
森马服饰	14.9%	16.7%	15.1%	11.6%	14.3%	11.9%	24.8%	34.2%	48.6%	9.1%
海澜之家	39.6%	18.7%	10.5%	4.3%	5.6%	8.6%	8.2%	1.4%	7.1%	23.9%
太平鸟					12.7%	13.2%	12.6%	5.0%	-1.5%	5.8%
七匹狼	10.4%	-0.8%	1.2%	10.3%	12.1%	20.6%	13.8%	14.1%	6.6%	0.5%
九牧王	5.6%	12.2%	-4.1%	4.6%	15.8%	10.7%	10.7%	3.3%	7.3%	2.1%
罗莱生活	12.4%	1.0%	7.4%	8.6%	47.5%	48.2%	10.9%	-2.4%	-0.4%	2.2%
中国利郎	9.0%	11.8%	-1.2%	-17.5%	-12.9%	14.6%	26.5%	32.1%	19.1%	13.0%
波司登	-10.0%	-6.4%	0.1%	31.8%	15.3%	39.3%	16.4%	17.2%	28.8%	
高端时尚										
比音勒芬					21.0%	29.2%	36.5%	43.0%	25.1%	22.5%
歌力思	11.5%	12.9%	9.4%	55.7%	95.1%	73.9%	39.2%	6.2%	17.1%	-0.6%
地素时尚							8.8%	7.2%	14.4%	12.2%
安正时尚					18.1%	17.5%	20.3%	12.8%	49.5%	46.4%
江南布衣					22.4%	22.8%	26.2%	18.4%	22.6%	10.0%
赢家时尚	31.1%	18.5%	20.0%	28.2%	31.0%	43.1%	31.7%	2.1%	10.6%	38.1%
体育用品										
安踏体育	24.0%	25.3%	20.2%	19.7%	19.2%	30.1%	44.1%	44.6%	40.3%	41.1%
李宁	16.1%	-3.9%	-1.2%	28.1%	11.1%	10.4%	17.9%	18.9%	32.7%	31.3%
特步国际	12.0%	9.9%	6.0%	-1.5%	-8.8%	-2.1%	18.1%	30.4%	23.0%	32.1%
361度	5.7%	23.9%	15.7%	9.6%	9.5%	-4.3%	7.8%	-8.0%	7.3%	10.3%
滔搏									12.4%	
宝胜国际	22.0%	24.4%	15.9%	1.9%	13.1%	19.1%	17.7%	23.1%	19.4%	20.4%
中国动向	28.3%	9.5%	9.0%	-2.4%	-3.7%	-14.7%	23.2%	28.7%	16.5%	
制造出口										
申洲国际	11.9%	14.9%	24.6%	15.4%	18.9%	20.6%	10.8%	20.0%	12.2%	5.0%
裕元集团	6.8%	16.6%	9.4%	5.6%	6.2%	-3.2%	4.7%	18.7%	10.5%	1.9%
晶苑国际					26.5%	8.1%	14.1%	26.4%	-1.0%	-1.2%
天虹纺织	6.2%	-3.0%	20.1%	36.6%	27.9%	13.2%	18.3%	16.8%	15.7%	14.2%
百隆东方	7.7%	9.5%	5.0%	13.2%	16.9%	1.3%	-3.9%	5.7%	-2.7%	9.9%
鲁泰A	-5.5%	5.8%	-3.8%	-2.5%	5.6%	8.5%	9.7%	5.2%	-2.9%	0.5%
开润股份					46.4%	52.5%	75.3%	76.9%	40.7%	24.9%
健盛集团	28.2%	-3.2%	-19.4%	6.0%	54.4%	85.3%	64.5%	21.1%	9.3%	16.1%
华孚时尚	5.0%	19.6%	11.2%	54.0%	27.3%	56.8%	25.3%	4.7%	8.2%	13.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

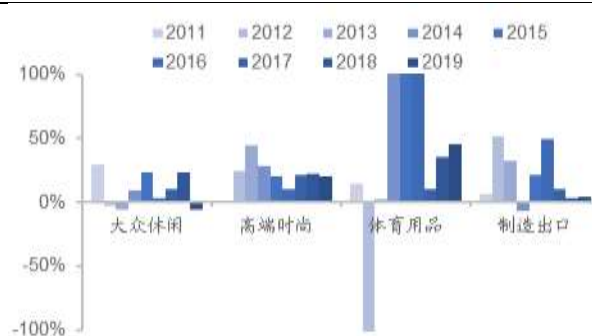
大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 年实现净利润同比增长 -5.6%/19.9%/44.9%/4.2%; 与 2018 年相比, 大众休闲有所放缓, 高端时尚相对持平, 体育用品有所加速, 制造出口相对持平。

图 8: 板块年度净利润增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

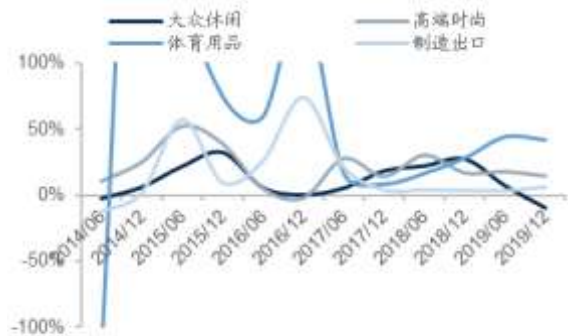
图 9: 板块年度净利润增长-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

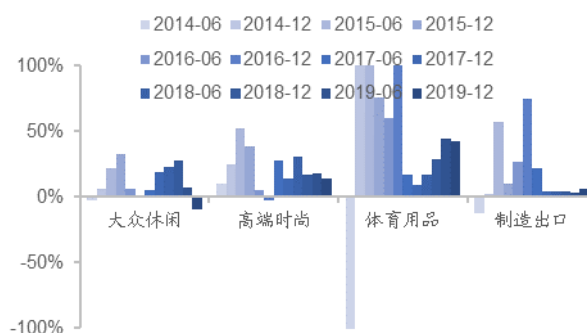
大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 下半年实现净利润同比增长 -9.9%/14.3%/42.2%/6.5%; 与上半年相比, 大众休闲有所放缓, 高端时尚相对持平, 体育用品有所加速, 制造出口相对持平。

图 10: 板块半年度净利润增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 板块半年度净利润增长-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拆分各版块个股观察:

- 1) 大众休闲板块中波司登增长较快;
- 2) 高端时尚板块中比音勒芬、江南布衣、赢家时尚增长较快;
- 3) 体育用品板块中安踏体育、李宁、361度、滔搏、宝胜国际增长较快;
- 4) 制造出口板块中申洲国际、鲁泰 A、开润股份、健盛集团增长较快。

图 12: 板块个股年度净利润增长

净利润/YoY	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
大众休闲 森马服饰	22.3%	-37.8%	18.6%	21.1%	23.5%	5.7%	-20.2%	48.8%	-8.5%
海澜之家					24.4%	5.7%	6.6%	3.8%	-7.1%
太平鸟		9.0%	112.3%	105.2%	22.7%	-20.2%	6.7%	25.3%	-3.5%
七匹狼	45.6%	36.1%	-32.4%	-23.8%	-5.4%	-2.1%	18.5%	9.4%	0.3%
九牧王	43.7%	29.1%	-19.6%	-34.8%	15.3%	4.6%	16.8%	8.0%	-30.6%
罗莱生活	55.3%	2.2%	-13.1%	19.9%	3.0%	-22.6%	34.9%	24.9%	2.2%
中国利郎	48.8%	0.6%	-17.7%	7.5%	12.7%	-13.6%	13.2%	22.9%	8.1%
波司登	12.6%	-24.9%	-35.6%	-81.0%	112.5%	39.5%	57.1%	59.4%	
高端时尚 比音勒芬		85.4%	16.8%	12.1%	14.6%	7.6%	35.9%	62.2%	39.1%
歌力思		26.4%	11.7%	1.0%	15.8%	23.8%	52.7%	20.7%	-2.3%
地素时尚			66.1%	59.0%	8.8%	3.8%	-8.1%	19.6%	8.8%
安正时尚		16.8%	1.6%	-9.2%	6.6%	-3.2%	15.7%	3.0%	7.7%
江南布衣					31.7%	21.6%	38.5%	23.8%	18.1%
赢家时尚		43.1%	188.0%	60.3%	58.9%	14.5%	8.5%	7.6%	48.7%
体育用品 安踏体育	11.5%	-21.5%	-3.2%	29.3%	20.0%	16.9%	29.4%	32.9%	30.3%
李宁	-65.2%	-613.0%	80.2%	-99.6%	101.8%	4395.5%	-19.9%	38.8%	109.6%
特步国际	18.8%	-16.2%	-25.2%	-21.1%	30.3%	-15.2%	-22.7%	60.9%	10.8%
361度	15.3%	-37.6%	-70.1%	88.2%	30.2%	-22.2%	13.4%	-33.5%	42.4%
滔搏							9.0%	53.2%	
宝胜国际	139.1%	-176.3%	9.4%	112.1%	1372.3%	33.8%	-29.7%	37.7%	53.5%
制造出口 中国动向	-93.0%	72.9%	19.0%	335.3%	-12.3%	8.4%	-7.5%	-60.8%	
申洲国际	34.0%	-4.9%	11.3%	14.6%	14.0%	25.2%	27.7%	20.7%	12.2%
裕元集团	-11.0%	12.3%	-17.4%	-23.6%	25.1%	46.4%	-8.5%	-37.9%	-0.5%
晶苑国际					-11.4%	93.4%	13.1%	5.6%	3.5%
天虹纺织	-92.7%	694.3%	131.4%	-72.8%	92.6%	101.0%	-3.0%	1.0%	-24.0%
百隆东方	2.3%	-73.6%	102.0%	-6.7%	-31.6%	86.7%	-19.4%	-10.3%	-31.9%
鲁泰 A	14.8%	-16.6%	41.2%	-4.1%	-25.7%	13.1%	4.4%	-3.5%	17.4%
开润股份			9.8%	84.4%	57.7%	26.8%	58.8%	30.2%	30.1%
健盛集团		27.0%	15.5%	2.1%	31.6%	2.2%	26.9%	57.0%	32.4%
华孚时尚	9.6%	-77.7%	120.7%	-15.9%	99.4%	42.6%	41.4%	11.0%	-46.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 板块个股半年度净利润增长

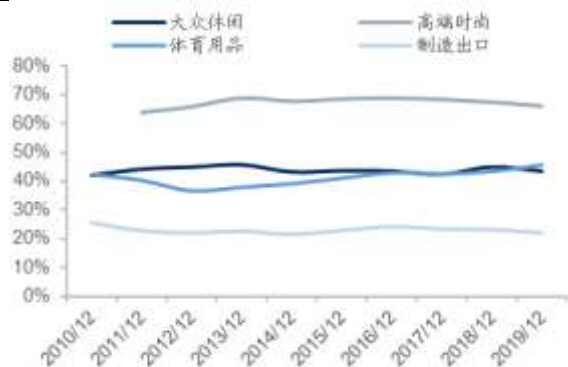
净利润/YoY	6/30/2015	12/31/2015	6/30/2016	12/31/2016	6/30/2017	12/31/2017	6/30/2018	12/31/2018	6/30/2019	12/31/2019
大众休闲										
森马服饰	22.9%	23.8%	21.3%	-1.4%	4.2%	-33.9%	25.0%	69.9%	8.2%	-19.4%
海澜之家	35.7%	12.2%	6.4%	4.9%	5.8%	7.7%	10.2%	-4.5%	2.9%	-21.9%
太平鸟					-34.4%	27.4%	109.7%	3.4%	-33.1%	12.1%
七匹狼	-26.3%	17.5%	-5.6%	0.3%	15.9%	20.1%	10.5%	8.7%	-8.4%	5.8%
九牧王	2.0%	37.3%	-11.4%	24.3%	13.5%	19.7%	17.1%	0.4%	23.7%	-83.3%
罗莱生活	16.8%	-6.0%	-17.9%	-26.4%	7.2%	59.9%	35.1%	18.7%	-5.1%	7.1%
中国利郎	11.6%	13.5%	-3.9%	-21.4%	1.6%	24.4%	25.9%	20.6%	14.0%	3.2%
波司登	-48.3%	224.6%	20.3%	56.2%	11.0%	87.9%	43.9%	65.6%	36.4%	
高端时尚										
比音勒芬					21.4%	51.8%	45.8%	76.4%	42.0%	37.0%
歌力思	11.7%	18.9%	-26.1%	58.7%	151.4%	20.6%	32.3%	12.9%	17.9%	-18.3%
地素时尚							23.1%	15.0%	1.1%	19.5%
安正时尚					10.2%	21.1%	25.6%	-17.4%	18.3%	-6.9%
江南布衣					24.0%	86.8%	36.8%	-5.0%	22.1%	5.5%
赢家时尚	81.4%	44.4%	32.3%	0.2%	-9.3%	27.4%	21.5%	-3.0%	13.4%	25.0%
体育用品										
安踏体育	20.2%	19.8%	17.0%	16.8%	28.5%	30.3%	34.0%	31.9%	27.7%	32.6%
李宁	95.0%	122.3%	485.7%	1112.0%	66.8%	-38.5%	42.0%	37.0%	196.0%	57.6%
特步国际	20.9%	44.0%	10.6%	-47.0%	-18.4%	-33.8%	20.9%	187.6%	23.4%	-5.9%
361度	2.4%	84.8%	1.3%	-47.8%	16.5%	6.9%	5.3%	-122.6%	9.7%	307.5%
滔搏									21.2%	
宝胜国际		548.3%	142.0%	-33.6%	-23.3%	-44.1%	2.8%	146.6%	39.3%	71.9%
中国动向	200.6%	-37.4%	65.1%	-23.7%	12.0%	-31.4%	-10.3%	-161.7%	-60.9%	
制造出口										
申洲国际	18.7%	10.0%	29.4%	21.3%	24.1%	31.1%	21.1%	20.2%	10.9%	13.4%
裕元集团	106.0%	-10.9%	28.3%	65.0%	6.2%	-20.3%	-43.3%	-32.1%	14.8%	-14.2%
晶苑国际					34.1%	-1.4%	-0.4%	11.2%	-11.5%	16.0%
天虹纺织	134.3%	63.9%	55.9%	145.4%	41.2%	-30.6%	-6.6%	10.6%	-21.8%	-26.4%
百隆东方	11.0%	-75.6%	12.4%	437.1%	2.7%	-41.2%	5.7%	-37.8%	-31.1%	-34.3%
鲁泰A	-27.8%	-23.7%	0.0%	25.3%	14.1%	-2.8%	-4.0%	-3.1%	9.0%	24.6%
开润股份					76.6%	46.6%	38.9%	23.1%	36.0%	24.6%
健盛集团	51.9%	10.2%	26.6%	-33.0%	-14.2%	139.7%	69.9%	44.3%	30.1%	35.0%
华孚时尚	59.9%	306.7%	32.9%	62.8%	45.9%	33.7%	25.9%	-16.4%	-36.4%	-74.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

体育用品板块利润率提升, 且仍具空间

大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 年实现毛利率 43.5%/66.2%/45.7%/21.8%, 与 2018 年相比, 大众休闲有所下滑, 高端时尚相对持平, 体育用品有所提升, 制造出口有所下滑。

图 14: 板块年度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

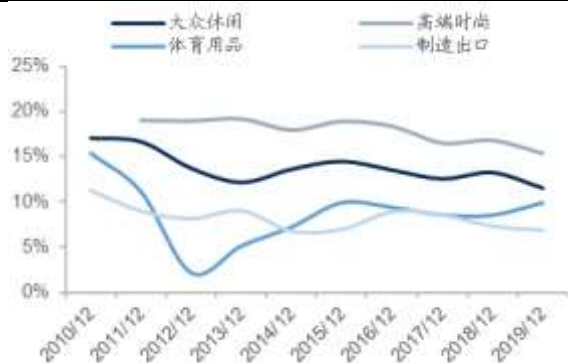
图 15: 板块年度毛利率-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

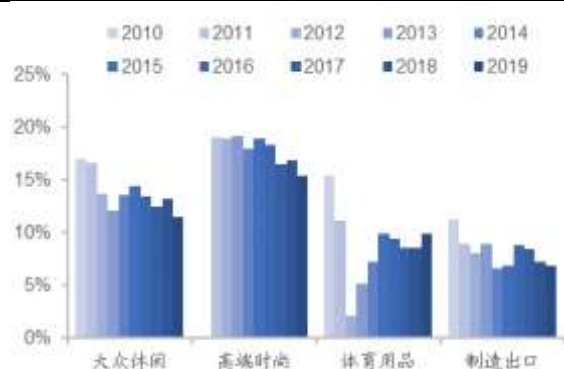
大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 年实现净利率 11.5%/15.4%/10.0%/6.8%, 与上半年相比, 大众休闲有所下滑, 高端时尚有所下滑, 体育用品有所提升, 制造出口相对持平。

图 16: 板块年度净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

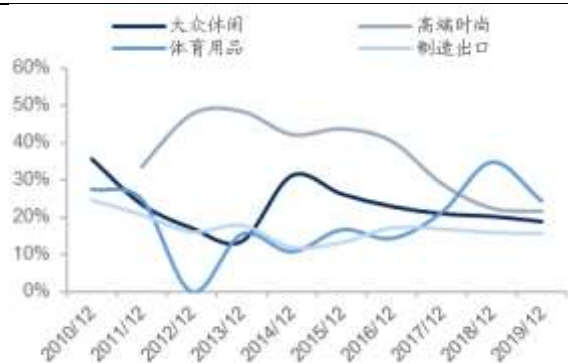
图 17: 板块年度净利率-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

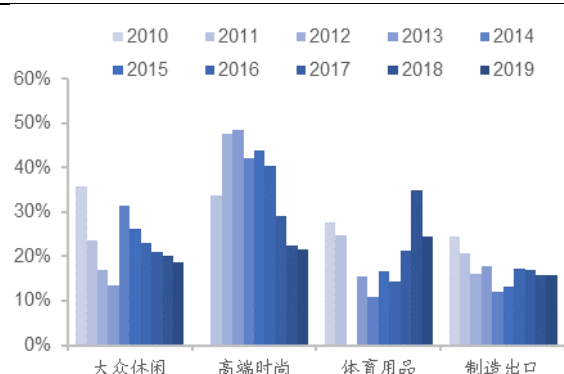
大众休闲 / 高端时尚 / 体育用品 / 制造出口 2019 年实现 ROE18.8%/21.6%/24.4%/15.6%、资产负债率 39.0%/32.0%/48.1%/43.9%。

图 18: 板块年度 ROE



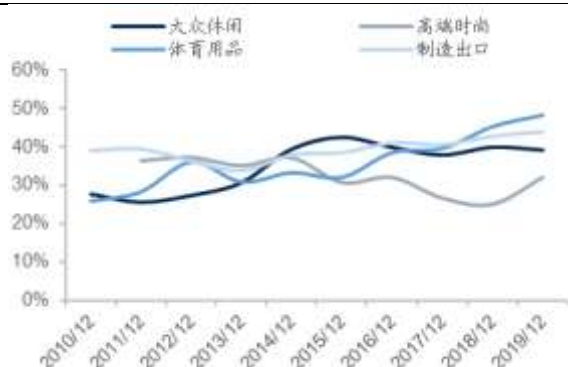
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 板块年度 ROE-板块间比较



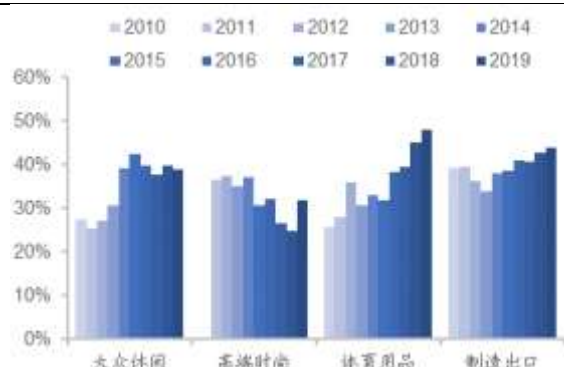
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 板块年度资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 板块年度资产负债率-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拆分各版块个股观察:

- 1) 大众休闲板块中太平鸟、九牧王毛利率较高, 森马服饰、七匹狼毛利率提升;
- 2) 高端时尚板块中地素时尚、赢家时尚毛利率较高, 比音勒芬、地素时尚毛利率提升;
- 3) 体育用品板块中安踏体育、李宁毛利率较高, 安踏体育、李宁体育毛利率提升;

提升;

- 4) 制造出口板块中申洲国际、鲁泰 A 毛利率较高, 开润股份、健盛集团毛利率提升。

图 22: 板块个股年度毛利率

毛利率		12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
大众休闲	森马服饰	37.4%	33.8%	35.3%	36.1%	37.7%	38.4%	35.5%	39.8%	42.5%
	海澜之家	30.1%	36.6%	43.6%	39.9%	40.3%	39.0%	39.0%	40.8%	39.5%
	太平鸟	48.5%	49.4%	51.8%	53.5%	54.2%	54.9%	52.9%	53.4%	53.2%
	七匹狼	41.2%	45.5%	47.0%	44.7%	42.8%	43.9%	40.7%	42.6%	46.9%
	九牧王	55.6%	57.8%	56.8%	56.2%	58.0%	56.9%	57.4%	56.6%	56.7%
	罗莱生活	42.2%	42.2%	44.0%	44.9%	49.0%	48.5%	43.5%	45.5%	43.9%
高端时尚	中国利郎	39.0%	40.2%	42.6%	42.6%	42.5%	41.3%	41.5%	41.0%	38.4%
	波司登	50.0%	50.6%	50.0%	45.6%	45.1%	46.4%	46.4%	53.1%	
	比音勒芬	56.2%	60.2%	61.1%	62.1%	62.7%	62.3%	65.4%	63.3%	67.8%
	歌力思	68.5%	66.2%	69.6%	67.5%	67.6%	69.0%	68.8%	68.2%	65.9%
	地素时尚		69.3%	72.5%	73.6%	74.5%	75.1%	74.8%	73.9%	75.0%
	安正时尚	64.3%	67.1%	68.4%	69.6%	68.6%	70.6%	66.7%	63.3%	53.0%
体育用品	江南布衣				58.0%	61.4%	62.6%	63.2%	63.7%	61.2%
	赢家时尚	63.5%	62.8%	69.3%	73.3%	73.7%	72.1%	70.8%	71.5%	72.6%
	安踏体育	42.3%	38.0%	41.7%	45.1%	46.6%	48.4%	49.4%	52.6%	55.0%
	李宁	46.1%	37.8%	44.5%	44.6%	45.0%	46.2%	47.1%	48.1%	49.1%
	特步国际	40.8%	40.7%	40.2%	40.8%	42.2%	43.2%	43.9%	44.3%	43.4%
	361度	42.4%	39.8%	39.5%	40.9%	40.9%	42.0%	41.8%	40.6%	40.3%
制造出口	滔搏						43.2%	41.6%	41.8%	
	宝胜国际	30.3%	29.8%	28.9%	29.3%	33.3%	35.5%	35.0%	33.5%	34.1%
	中国动向	47.1%	47.5%	48.1%	50.8%	55.5%	56.7%	55.7%	56.0%	
	申洲国际	28.8%	28.5%	28.3%	29.0%	30.5%	32.5%	31.4%	31.6%	30.3%
	裕元集团	22.1%	22.8%	21.7%	22.1%	23.4%	25.1%	25.8%	25.2%	24.9%
	晶苑国际				16.9%	17.3%	20.2%	20.3%	18.8%	19.1%
	天虹纺织	8.1%	15.3%	19.2%	12.4%	18.0%	19.4%	15.0%	16.4%	13.6%
	百隆东方	27.7%	15.0%	19.6%	19.9%	18.3%	17.3%	17.5%	19.5%	15.7%
	鲁泰A	31.1%	26.9%	30.8%	31.4%	29.7%	33.0%	30.1%	29.3%	29.6%
	开润股份		24.4%	27.8%	28.6%	30.4%	28.8%	29.6%	26.0%	27.8%
	健盛集团	29.7%	28.7%	28.1%	28.1%	30.6%	25.8%	28.1%	27.9%	29.2%
	华孚时尚	19.9%	10.8%	14.1%	13.4%	13.7%	11.7%	11.2%	10.5%	7.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拆分各版块个股观察:

- 1) 大众休闲板块中中国利郎、海澜之家净利率较高, 罗莱生活净利率提升;
- 2) 高端时尚板块中地素时尚、比音勒芬净利率较高, 比音勒芬、江南布衣净利率提升;
- 3) 体育用品板块中安踏体育、李宁净利率较高, 李宁、361 度净利率提升;
- 4) 制造出口板块中申洲国际、健盛集团净利率较高, 健盛集团、鲁泰 A 净利率提升。

图 23: 板块个股年度净利率

净利率		12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
大众休闲	森马服饰	15.8%	10.8%	12.4%	13.4%	14.3%	13.4%	9.5%	10.8%	8.0%
	海澜之家				19.2%	18.7%	18.4%	18.3%	18.1%	14.6%
	太平鸟	5.2%	3.9%	5.6%	8.7%	9.1%	6.8%	6.4%	7.4%	7.0%
	七匹狼	14.1%	16.1%	13.7%	12.1%	11.0%	10.1%	10.3%	9.8%	9.6%
	九牧王	22.9%	25.7%	21.5%	17.0%	17.9%	18.6%	19.3%	19.5%	13.0%
	罗莱生活	15.7%	14.0%	13.2%	14.4%	14.1%	10.1%	9.2%	11.1%	11.2%
高端时尚	中国利郎	23.0%	22.4%	22.5%	22.8%	23.2%	22.4%	25.0%	23.7%	22.2%
	波司登	17.2%	11.6%	8.4%	2.1%	4.9%	5.7%	6.9%	9.5%	
	比音勒芬	14.6%	18.0%	16.9%	16.5%	16.3%	15.7%	17.1%	19.8%	22.3%
	歌力思	19.4%	20.4%	19.2%	18.6%	19.1%	17.5%	14.7%	15.0%	13.6%
	地素时尚		19.4%	21.8%	26.1%	27.2%	28.8%	24.7%	27.3%	26.3%
	安正时尚	25.6%	24.6%	22.1%	19.5%	19.9%	19.6%	19.2%	17.0%	12.4%
体育用品	江南布衣				10.8%	12.2%	12.6%	14.2%	14.3%	14.4%
	赢家时尚	5.9%	5.7%	11.4%	12.4%	15.9%	14.6%	11.5%	10.8%	9.8%
	安踏体育	19.4%	17.8%	18.1%	19.1%	18.3%	17.9%	18.5%	17.0%	15.8%
	李宁	4.3%	-29.4%	-6.7%	-11.6%	0.2%	8.0%	5.8%	6.8%	10.8%
	特步国际	17.4%	14.6%	14.0%	10.0%	11.8%	9.8%	8.0%	10.3%	8.9%
	361度	20.3%	14.3%	5.9%	10.2%	11.6%	8.0%	8.9%	5.9%	7.7%
制造出口	滔搏						6.1%	5.4%	6.8%	
	宝胜国际	3.4%	-2.3%	-2.2%	0.2%	2.8%	3.5%	2.1%	2.4%	3.1%
	中国动向	3.7%	10.0%	14.9%					18.5%	
	申洲国际	18.8%	18.1%	17.9%	18.6%	18.6%	19.5%	20.8%	21.7%	22.5%
	裕元集团	6.4%	6.9%	5.7%	4.1%	4.6%	6.3%	5.7%	3.2%	3.0%
	晶苑国际				4.8%	4.0%	7.0%	6.8%	6.0%	6.3%
	天虹纺织	0.9%	6.6%	13.7%	2.9%	5.6%	8.7%	7.1%	6.1%	4.0%
	百隆东方	20.0%	5.3%	11.9%	10.2%	6.5%	11.1%	8.2%	7.3%	4.8%
	鲁泰A	14.0%	12.0%	15.4%	15.5%	11.5%	13.5%	13.1%	11.8%	14.0%
	开润股份		7.4%	7.7%	10.1%	13.4%	10.8%	11.5%	8.5%	8.4%
	健盛集团	12.9%	14.7%	13.5%	11.9%	14.2%	15.6%	11.6%	13.1%	15.4%
	华孚时尚	8.0%	1.6%	3.2%	2.7%	4.9%	5.4%	5.4%	5.3%	2.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拆分各版块个股观察:

- 1) 大众休闲板块中海澜之家、中国利郎 ROE 较高, 资产负债率分别为 52.1%、21.0%;
- 2) 高端时尚板块中江南布衣、比音勒芬 ROE 较高, 资产负债率分别为 38.2%、22.4%;
- 3) 体育用品板块中安踏体育、李宁 ROE 较高, 资产负债率分别为 48.9%、43.2%;
- 4) 制造出口板块中开润股份、申洲国际 ROE 较高, 资产负债率分别为 54.3%、20.9%;

图 24: 板块个股年度 ROE 与资产负债率

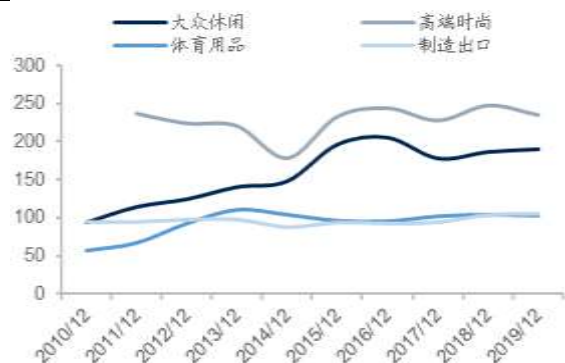
		ROE					资产负债率				
		12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
大众休闲	森马服饰	15.2%	14.8%	11.3%	15.9%	13.5%	20.5%	22.8%	25.8%	32.4%	29.0%
	海澜之家	38.5%	34.1%	31.4%	28.6%	24.2%	64.4%	58.5%	55.5%	55.7%	52.1%
	太平鸟	33.5%	22.6%	17.2%	16.7%	15.6%	56.8%	58.0%	46.5%	46.9%	49.9%
	七匹狼	5.6%	5.2%	5.9%	6.2%	5.9%	31.5%	33.6%	35.6%	32.5%	34.4%
	九牧王	9.3%	9.7%	10.1%	10.9%	8.5%	20.5%	19.2%	16.9%	27.1%	26.4%
高端时尚	罗莱生活	16.5%	12.0%	14.9%	15.7%	13.8%	23.8%	31.6%	31.3%	22.6%	22.0%
	中国利郎	22.3%	18.2%	19.9%	23.0%	23.2%	38.8%	28.9%	17.2%	22.9%	21.0%
	波司登	3.9%	4.8%	6.6%	10.1%		38.7%	33.7%	32.3%	33.0%	
	比音勒芬	26.5%	14.6%	13.2%	19.0%	22.7%	23.0%	12.9%	16.7%	23.1%	22.4%
	歌力思	14.7%	12.2%	15.9%	16.6%	17.0%	18.9%	29.6%	33.2%	27.0%	43.1%
体育用品	地素时尚				26.0%	19.5%	40.0%	35.6%	24.2%	13.5%	15.6%
	安正时尚	22.8%	19.5%	14.2%	10.6%	10.9%	29.7%	28.1%	18.4%	24.4%	26.6%
	江南布衣			42.9%	32.2%	35.9%	51.9%	71.0%	34.7%	39.3%	38.2%
	赢家时尚	27.3%	27.2%	25.4%	23.6%	18.6%	25.5%	30.2%	30.7%	29.4%	42.4%
	安踏体育	24.9%	26.3%	26.6%	27.8%	29.8%	29.5%	30.4%	24.7%	32.2%	48.9%
制造出口	李宁	0.6%	17.9%	11.4%	13.1%	23.2%	50.6%	41.0%	30.7%	33.3%	43.2%
	特步国际	13.0%	10.8%	8.0%	12.4%	11.9%	40.0%	38.6%	40.4%	42.0%	43.5%
	361度	10.1%	7.6%	8.3%	5.3%	7.2%	38.9%	48.4%	47.7%	50.7%	44.0%
	滔搏										
	宝胜国际	7.5%	9.2%	6.3%	8.2%	11.5%	32.7%	38.9%	43.8%	46.9%	55.7%
	中国动向	8.1%	9.1%	8.4%	3.3%		9.8%	13.2%	11.9%	15.7%	
	申洲国际	18.9%	20.9%	21.7%	21.7%	21.5%	28.7%	29.8%	17.7%	18.5%	20.9%
	裕元集团	8.8%	11.6%	11.5%	7.3%	7.3%	33.0%	33.1%	43.6%	45.3%	48.4%
	晶苑国际	12.7%	29.5%	24.4%	15.7%	14.6%	50.5%	77.3%	50.0%	46.4%	40.1%
	天虹纺织	16.0%	26.2%	20.8%	18.4%	12.4%	65.5%	66.0%	61.5%	63.6%	61.7%
	百隆东方	4.9%	8.6%	6.7%	5.8%	3.8%	39.5%	36.8%	37.7%	42.8%	44.3%
	鲁泰A	10.6%	11.7%	11.9%	11.3%	12.8%	20.0%	21.2%	23.6%	26.7%	30.2%
	开润股份			26.1%	30.9%	30.7%	49.4%	33.2%	49.6%	51.9%	54.3%
	健盛集团	17.8%	7.9%	5.7%	7.3%	9.2%	35.4%	25.1%	15.5%	20.4%	19.0%
	华孚时尚	9.5%	12.5%	12.5%	10.9%	6.1%	60.1%	61.5%	54.8%	60.5%	63.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

各版块整体周转相对稳定, 个股分化

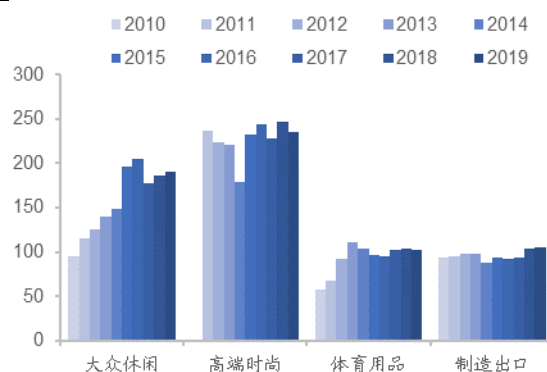
大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 年实现存货周转天数 189.9/234.9/102.9/105.4 天, 相比 2018 年, 大众休闲周转天数有所上升, 高端时尚有所下降, 体育用品和制造出口相对持平。

图 25: 存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 存货周转天数-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

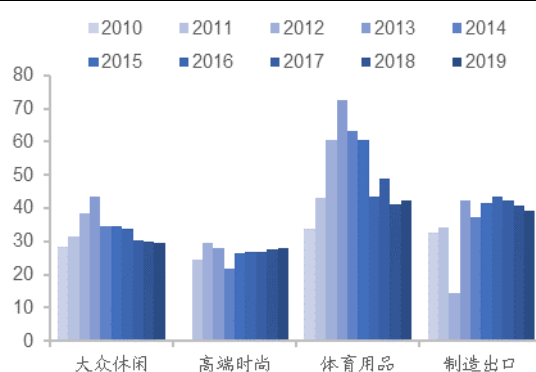
大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 年实现应收账款周转天数 29.6/27.8/42.1/39.1 天, 相比 2018 年, 大众休闲、高端时尚相对持平, 体育用品有所上升, 制造出口有所下降。

图 27: 应收周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

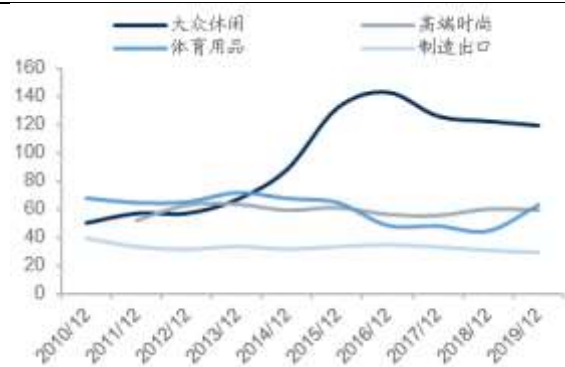
图 28: 应收周转天数-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

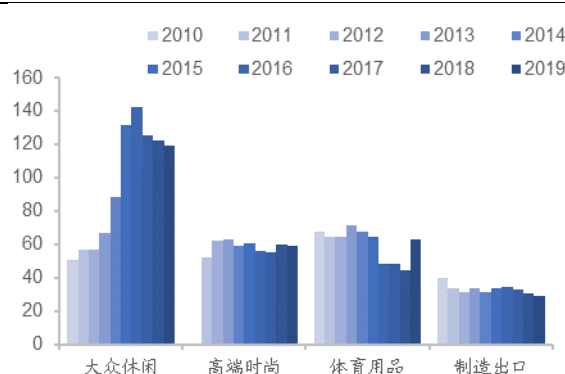
大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 年实现应付账款周转天数 119.0/58.8/62.6/28.9 天, 相比 2018 年, 大众休闲有所下降, 高端时尚相对持平, 体育用品大幅上升 (因滔搏周转天数较低但未披露年报), 制造出口有所下降。

图 29: 应付周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

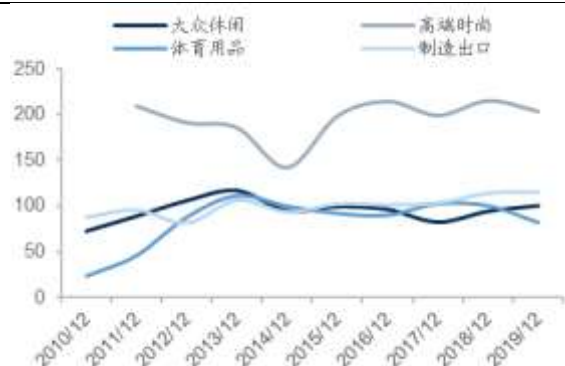
图 30: 应付周转天数-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

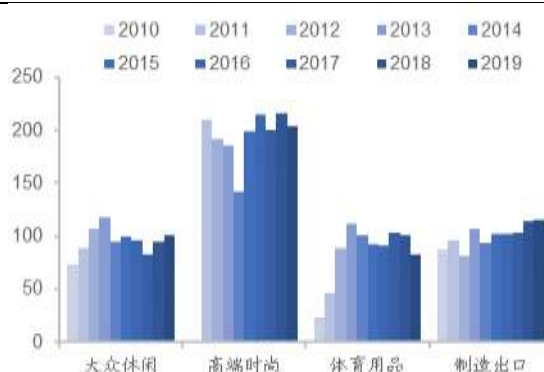
大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2019 年实现营运资金周转天数 100.5/203.8/82.5/115.5 天, 相比 2018 年大众休闲有所上升, 高端时尚有所下降, 体育用品有所上升, 制造出口相对持平。

图 31: 资金周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 资金周转天数-板块间比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拆分各版块个股观察:

1) 大众休闲板块中森马服饰、中国利郎周转较快;

- 2) 高端时尚板块中地素时尚、赢家时尚周转较快;
- 3) 体育用品板块中李宁、安踏体育周转较快;
- 4) 制造出口板块中晶苑国际、裕元集团、天虹纺织周转较快;

图 33: 板块个股存货周转天数

存货周转	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
大众休闲									
森马服饰	78.9	83.9	76.6	67.6	80.3	104.0	106.5	129.3	138.1
海澜之家				161.0	298.2	316.1	277.4	286.4	250.6
太平鸟	260.9	195.4	157.3	149.5	171.3	197.9	184.8	183.6	179.0
七匹狼	108.8	114.7	149.8	190.7	200.9	212.0	173.2	162.9	186.9
九牧王	210.5	225.0	212.4	242.4	223.5	242.6	243.1	234.5	244.6
罗莱生活	127.5	129.7	165.9	155.9	156.4	146.1	113.8	162.3	170.5
中国利郎	44.3	54.5	75.2	67.0	62.9	74.5	77.9	96.2	109.0
波司登	112.3	131.7	175.3	207.8	200.4	151.0	109.3	125.2	
高端时尚									
比音勒芬	294.6	229.2	229.8	239.2	231.2	249.8	294.1	322.6	396.8
歌力思	261.2	228.4	261.8	251.4	229.2	231.7	196.1	220.2	226.1
地素时尚		229.8	179.7	147.6	162.1	183.5	179.1	168.2	174.2
安正时尚	294.5	268.5	269.5	325.4	357.0	398.6	325.8	376.0	296.8
江南布衣					212.4	210.3	211.6	231.2	224.4
赢家时尚		110.7	170.0	214.8	245.4	241.6	222.4	230.1	176.0
体育用品									
安踏体育	37.5	49.7	58.4	57.2	57.1	60.4	73.5	79.6	86.0
李宁	72.5	88.2	103.8	107.9	103.9	80.4	79.2	77.2	67.4
特步国际	62.2	68.6	77.6	70.3	56.9	50.4	73.9	78.7	73.1
361度	18.9	55.1	72.3	76.3	76.6	67.5	81.2	108.9	118.8
滔搏	137.4	146.2	155.1	100.4	90.1	103.6	101.8	102.1	
宝胜国际	107.7	147.4	174.3	158.0	139.8	141.8	146.9	146.6	147.9
中国动向	81.8	133.7	115.4	112.7	119.0	133.0	173.1	168.5	
制造出口									
申洲国际	105.1	109.2	108.6	114.6	119.6	122.5	118.6	122.0	119.9
裕元集团	61.1	74.2	74.2	73.9	71.7	71.3	76.1	83.9	85.3
晶苑国际					49.6	53.1	48.4	46.8	50.7
天虹纺织	76.2	78.5	100.3	76.8	73.3	78.9	86.9	103.5	101.9
百隆东方	277.4	212.4	206.7	225.2	264.8	238.3	204.2	279.5	296.0
鲁泰A	134.7	139.8	133.7	144.4	145.0	160.0	157.5	155.3	169.6
开润股份		88.4	83.0	64.1	74.9	63.1	86.6	82.7	88.3
健盛集团	92.4	87.3	84.4	94.4	111.7	155.6	129.7	120.7	126.4
华孚时尚	177.5	156.8	143.2	157.0	155.8	120.3	120.1	145.2	135.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 板块个股应收周转天数

应收周转	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
大众休闲									
森马服饰	21.3	35.5	31.4	37.4	49.6	58.6	50.4	38.6	36.5
海澜之家				8.3	12.5	13.3	12.3	12.1	11.9
太平鸟	29.2	22.5	19.1	18.3	19.8	21.3	21.7	25.1	27.6
七匹狼	40.7	49.4	68.3	55.4	40.2	29.5	26.9	36.2	41.3
九牧王	15.7	25.1	30.7	31.2	27.0	24.9	21.2	21.6	22.0
罗莱生活	19.1	20.7	20.8	18.8	26.2	32.0	29.9	35.8	36.5
中国利郎	72.6	85.5	92.5	81.3	91.1	106.3	96.2	82.9	87.6
波司登	32.1	36.0	54.2	78.2	65.0	37.7	32.2	34.9	
高端时尚									
比音勒芬	20.7	21.0	19.7	16.6	17.9	19.1	17.4	19.3	24.2
歌力思	43.6	37.4	34.1	38.7	43.6	52.0	48.3	52.3	52.1
地素时尚		19.2	15.7	11.3	9.5	10.9	10.2	9.8	9.1
安正时尚	24.4	29.3	31.9	35.7	37.0	30.9	24.9	26.2	24.3
江南布衣					17.1	14.1	12.4	11.2	11.3
赢家时尚		48.7	46.4	45.2	46.4	43.3	42.3	43.8	40.2
体育用品									
安踏体育	25.4	33.7	37.5	34.9	33.0	38.2	40.5	34.3	34.0
李宁	74.7	95.7	88.4	70.4	68.5	63.1	50.9	35.4	21.0
特步国际	62.8	72.7	90.6	99.5	115.0	133.2	137.6	110.6	110.5
361度		162.4	202.3	164.6	157.8	160.4	152.5	157.8	147.0
滔搏							30.5	28.5	
宝胜国际	33.2		34.7	30.3	27.0	27.9	27.7	26.6	20.8
中国动向	81.5	97.7	95.1	92.9	75.0	64.5	63.6		
制造出口									
申洲国际	44.0	54.6	49.7	48.8	51.9	55.5	54.4	54.8	57.3
裕元集团	38.4		46.8	45.0	43.1	46.9	47.7	46.5	42.9
晶苑国际					48.2	46.7	43.4	41.3	41.9
天虹纺织	27.4	35.6	38.8	39.2	40.0	34.6	35.5	32.1	27.1
百隆东方	21.2	22.2	27.9	26.2	26.0	29.1	29.0	26.5	25.8
鲁泰A	10.6	13.1	14.1	14.4	13.8	16.7	17.6	18.5	23.6
开润股份				80.5	76.5	62.3	54.8	39.4	43.9
健盛集团	34.4	38.8	40.7	43.0	49.5	62.8	59.8	62.3	60.7
华孚时尚	28.9	32.1	36.3	40.8	37.1	32.5	23.6	20.3	18.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 板块个股应付周转天数

应付周转		12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
大众休闲	森马服饰	41.8	46.6	49.0	52.8	50.2	55.9	72.3	86.0	78.3
	海澜之家				117.4	240.8	267.6	230.4	198.9	157.9
	太平鸟	171.9	135.6	121.4	120.1	128.3	144.8	141.8	149.1	157.1
	七匹狼	51.5	56.2	75.1	87.6	88.8	94.1	88.3	92.2	107.0
	九牧王	84.6	79.4	79.4	105.7	101.3	110.2	106.5	119.0	144.1
	罗莱生活	74.1	63.6	68.6	63.1	66.9	70.7	51.5	59.6	59.0
高端时尚	中国利郎	65.2	46.2	53.3	58.4	71.2	87.3	85.8	90.8	89.8
	波司登	33.7	38.9	53.9	68.3	58.7	45.5	38.5	64.2	
	比音勒芬	32.2	28.2	22.8	22.7	26.8	29.8	29.6	30.7	45.7
	歌力思	90.2	74.0	74.6	61.9	52.3	68.4	74.2	77.4	72.6
	地素时尚		94.4	69.1	57.5	48.4	35.7	34.0	42.6	73.3
	安正时尚	49.2	52.5	72.3	113.6	117.9	120.6	108.8	99.4	62.7
体育用品	江南布衣					45.3	49.6	54.9	61.6	56.1
	赢家时尚		40.2	56.2	68.4	67.7	42.2	33.7	44.9	47.6
	安踏体育	36.7	46.0	63.6	53.3	43.4	61.7	63.0	58.5	75.7
	李宁	99.2	104.1	104.5	90.3	90.1	85.4	84.0	75.1	63.2
	特步国际	62.4	53.7	75.1	84.6	95.6	105.2	120.7	96.5	89.3
	361度	88.1	110.6	155.8	166.9	167.2	153.0	174.3	192.2	176.1
制造出口	滔搏						4.9	8.4	9.8	
	宝胜国际	41.1	36.7	29.3	23.5	23.5	22.0	15.5	14.5	14.3
	中国动向	80.0	77.4	66.8	88.0	86.3	88.9	94.8	73.8	
	申洲国际	27.3	25.0	19.7	19.6	23.5	25.4	23.7	21.2	19.3
	裕元集团	32.9	31.2	28.1	26.8	26.4	26.2	24.8	23.0	23.2
	晶苑国际				16.7	31.5	32.1	30.7	28.8	33.6
	天虹纺织	38.8	39.6	77.9	72.1	82.2	87.3	78.0	73.2	63.2
	百隆东方	19.9	13.5	19.1	24.4	27.0	26.9	22.3	26.0	20.7
	鲁泰A	32.4	25.5	29.2	31.6	24.6	22.5	24.9	26.6	24.7
	开润股份				118.8	106.2	83.9	111.5	82.8	75.8
	健盛集团	54.3	49.8	44.7	39.9	49.0	67.2	45.5	37.7	37.9
	华孚时尚	50.7	41.8	41.6	41.9	39.1	34.0	30.4	19.3	11.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 板块个股资金周转天数

营运资金周转		12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
大众休闲	森马服饰	58.4	72.8	59.0	52.2	79.7	106.7	84.6	82.0	96.3
	海澜之家				52.0	69.9	61.7	59.3	99.5	104.6
	太平鸟	118.2	82.2	55.0	47.7	62.9	74.3	64.7	59.7	49.6
	七匹狼	98.0	108.0	143.0	158.5	152.2	147.3	111.8	106.9	121.1
	九牧王	141.6	170.8	163.7	168.0	149.2	157.4	157.7	137.2	122.6
	罗莱生活	72.5	86.9	118.1	111.6	115.8	107.4	92.1	138.5	148.0
高端时尚	中国利郎	51.7	93.8	114.4	89.8	82.7	93.5	88.3	88.3	106.8
	波司登	110.7	128.8	175.6	217.8	206.6	143.3	103.0	95.8	
	比音勒芬	283.1	222.0	226.7	233.1	222.3	239.1	281.9	311.2	375.2
	歌力思	214.6	191.7	221.3	228.2	220.6	215.4	170.3	195.2	205.7
	地素时尚		154.7	126.3	101.3	123.2	158.7	155.3	135.4	110.0
	安正时尚	269.6	245.3	229.1	247.5	276.2	308.9	241.9	302.7	258.4
体育用品	江南布衣					184.2	174.8	169.1	180.7	179.5
	赢家时尚		119.2	160.2	191.6	224.1	242.6	231.0	228.9	168.7
	安踏体育	26.3	37.4	32.3	38.8	46.7	36.9	51.0	55.4	44.3
	李宁	48.0	79.7	87.6	88.0	82.3	58.1	46.1	37.5	25.2
	特步国际	62.6	87.6	93.1	85.2	76.3	78.4	90.8	92.7	94.4
	361度		106.9	118.8	74.0	67.3	74.9	59.4	74.6	89.7
制造出口	滔搏	137.4	146.2	155.1	100.4	90.1	98.7	123.8	120.8	
	宝胜国际	99.9	110.6	179.7	164.9	143.3	147.7	159.2	158.7	154.4
	中国动向	83.4	154.1	143.7	117.7	107.7	108.6	141.9	94.7	
	申洲国际	121.8	138.8	138.6	143.8	148.0	152.6	149.3	155.6	157.9
	裕元集团	66.6	43.0	92.9	92.0	88.5	92.0	99.0	107.4	105.0
	晶苑国际					66.2	67.7	61.1	59.3	59.0
	天虹纺织	64.8	74.5	61.3	44.0	31.1	26.2	44.5	62.4	65.9
	百隆东方	278.6	221.1	215.4	227.0	263.9	240.5	211.0	280.0	301.1
	鲁泰A	112.9	127.3	118.6	127.2	134.3	154.2	150.2	147.2	168.5
	开润股份				25.8	45.2	41.5	30.0	39.4	56.4
	健盛集团	72.6	76.3	80.4	97.5	112.2	151.2	144.0	145.3	149.2
	华孚时尚	155.8	147.0	138.0	155.9	153.8	118.8	113.3	146.1	141.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

季报总结：疫情冲击加大业绩分化

由于 A 股与港股季报披露不同，我们将两地上市公司一季报分开分析。A 股的大众休闲、高端时尚、制造出口三个板块的横向与纵向比较结果：

- 1) 大众休闲板块业绩下滑幅度最大，存货积压情况相对较轻，但应收、应付账期延长明显；
- 2) 高端时尚板块由于成长性较好、消费人群消费力强、品牌力强、利润率较高等原因，在业绩上体现出较好的抗跌性，但存货积压情况较为严重；
- 3) 制造出口板块业绩下滑幅度居中，应收账款期有所延长，但考虑到传导滞后性和外需影响，预计下季度仍有较大压力。

港股的体育用品板块的情况：

- 1) 流水下滑幅度小于行业平均水平；
- 2) 折扣与库销比相对可控；
- 3) 具体公司因回购库存造成收入和利润的影响预计有较大的分化。

A 股一季报总结：高端板块抗跌更为明显，大众板块存货周转较好

大众休闲/高端时尚/制造出口 2020 年一季度实现收入同比增长 -30.8%/-18.7%/-22.4%，与行业相比，大众休闲基本与行业持平，高端时尚下降幅度较小，制造出口下降幅度较小；净利润增长方面，分别实现 -95.1%/-33.7%/-58.5%，大众休闲下滑幅度较大，净利率较低，高端时尚下滑幅度较小，净利率较高，制造出口下滑幅度居中，净利率较低。

图 37：板块收入季度增长



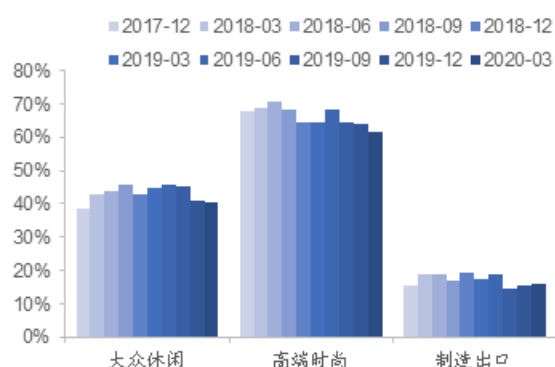
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 38：板块净利润季度增长



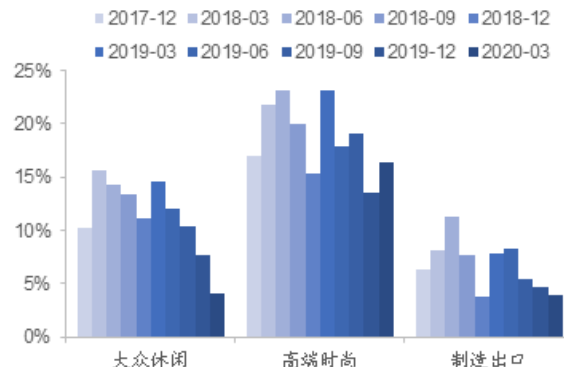
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 39：板块季度毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 40：板块季度净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

拆分各版块个股观察:

- 1) 大众休闲板块中罗莱生活、海澜之家净利润下滑较小;
- 2) 高端时尚板块中安正时尚、比音勒芬净利润下滑较小 (歌力思取扣非后净利润);
- 3) 制造出口板块中健盛集团、开润股份净利润下滑较小;

图 41: A 股收入净利润季度增长

收入/YoY	3/31/2017	6/30/2017	9/30/2017	12/31/2017	3/31/2018	6/30/2018	9/30/2018	12/31/2018	3/31/2019	6/30/2019	9/30/2019	12/31/2019	3/31/2020
大众休闲													
森马服饰	7.5%	21.0%	11.2%	12.4%	21.6%	27.6%	17.2%	49.5%	63.9%	35.8%	19.1%	2.0%	-33.5%
海澜之家	0.6%	12.7%	-2.4%	16.0%	12.2%	3.3%	-6.1%	5.7%	5.2%	9.6%	31.0%	20.4%	-36.8%
太平鸟	11.5%	14.2%	4.5%	18.4%	14.7%	10.2%	14.7%	-0.2%	-4.5%	2.0%	9.6%	3.6%	-16.7%
七匹狼	13.9%	9.1%	19.7%	21.2%	13.9%	13.7%	15.6%	13.0%	3.1%	12.4%	3.3%	-1.6%	-29.7%
九牧王	13.6%	19.1%	15.2%	7.3%	12.5%	8.2%	2.5%	3.9%	7.2%	7.5%	1.6%	2.5%	-27.6%
罗莱生活	38.7%	59.2%	47.9%	48.4%	10.8%	11.0%	4.5%	-8.0%	-2.3%	1.7%	-3.7%	7.6%	-21.9%
高端时尚													
比音勒芬	20.3%	22.1%	33.6%	25.5%	30.3%	44.9%	45.7%	40.6%	27.4%	22.4%	24.6%	20.5%	-22.3%
歌力思	88.4%	100.6%	111.5%	50.1%	69.3%	15.8%	8.7%	3.9%	8.3%	27.0%	-5.5%	4.0%	-34.1%
地素时尚					6.3%	11.8%	1.9%	11.8%	13.5%	15.4%	18.8%	7.0%	-30.1%
安正时尚	18.9%	17.4%	23.9%	12.5%	26.8%	14.0%	10.5%	14.8%	41.5%	58.2%	62.6%	32.8%	2.9%
制造出口													
百隆东方	22.0%	13.1%	2.2%	0.4%	-2.5%	-5.1%	7.5%	3.8%	13.1%	-15.9%	5.5%	14.8%	-10.2%
鲁泰A	-0.8%	10.9%	13.8%	4.1%	19.4%	2.5%	6.8%	3.8%	1.6%	-6.9%	-6.7%	7.2%	-18.9%
开润股份	41.4%	50.8%	37.3%	67.4%	88.2%	64.9%	92.4%	64.3%	44.0%	37.7%	27.6%	22.3%	-10.3%
健盛集团	28.4%	82.2%	66.1%	104.2%	73.0%	58.1%	28.9%	14.9%	17.9%	2.2%	25.0%	8.2%	-7.8%
华孚时尚	30.8%	24.7%	36.2%	82.2%	31.0%	21.1%	14.2%	-4.1%	19.8%	-1.1%	-5.9%	35.1%	-36.5%
净利润/YoY													
大众休闲													
森马服饰	3.2%	5.1%	-2.3%	-70.4%	23.9%	26.0%	26.4%	235.2%	11.1%	5.7%	-3.2%	-42.6%	-95.0%
海澜之家	5.5%	6.1%	-0.6%	15.3%	12.0%	8.1%	-11.8%	1.3%	7.0%	-2.1%	-12.6%	-28.1%	-75.6%
太平鸟	-4.6%	-56.7%	-20.3%	51.4%	126.9%	81.1%	12.2%	1.0%	-34.9%	-29.2%	-12.3%	19.2%	-89.9%
七匹狼	9.8%	25.6%	14.4%	23.8%	18.4%	-0.5%	9.7%	8.1%	9.5%	-37.7%	-6.6%	13.4%	-145.9%
九牧王	23.9%	-5.8%	3.4%	36.7%	21.4%	6.7%	-26.9%	22.0%	40.1%	-22.0%	-35.8%	-105.8%	-76.7%
罗莱生活	7.4%	6.6%	37.1%	102.9%	33.9%	38.3%	6.6%	34.2%	-7.6%	1.4%	-4.9%	19.3%	-50.7%
高端时尚													
比音勒芬	20.4%	24.0%	47.9%	56.8%	41.6%	56.6%	56.7%	100.8%	52.9%	17.3%	64.4%	10.5%	-25.3%
歌力思	153.2%	149.8%	92.5%	-7.1%	33.2%	31.4%	33.2%	-3.3%	11.0%	24.7%	-20.5%	-16.0%	-108.9%
地素时尚					2.0%	46.8%	32.3%	2.7%	32.6%	-23.5%	23.0%	16.3%	-37.4%
安正时尚	16.5%	3.5%	36.9%	7.5%	30.1%	20.1%	12.3%	-50.0%	10.5%	28.6%	1.4%	-27.5%	-23.8%
制造出口													
百隆东方	14.3%	-3.0%	-19.3%	-51.5%	-22.7%	22.2%	76.9%	-127.5%	39.8%	-57.3%	-48.3%	104.7%	-41.9%
鲁泰A	5.1%	20.9%	-16.7%	11.9%	0.8%	-7.2%	6.3%	-10.5%	22.5%	-0.8%	-15.8%	62.3%	-47.0%
开润股份	112.8%	54.4%	9.7%	102.4%	25.3%	50.3%	34.9%	13.4%	31.6%	39.1%	38.6%	10.9%	-29.8%
健盛集团	-31.0%	14.5%	42.4%	2383.6%	32.6%	108.3%	53.8%	29.1%	57.2%	12.3%	32.7%	39.6%	-20.5%
华孚时尚	63.3%	37.0%	65.5%	-7.1%	31.9%	22.2%	8.0%	-72.4%	-21.5%	-46.2%	-68.9%	-124.8%	-117.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

大众休闲/高端时尚/体育用品/制造出口 2020 年一季度实现存货周转天数 264.9/364.2/236.0 天, 应收账款周转天数 38.9/34.1/37.3 天, 应付账款周转天数 164.3/82.7/30.3 天, 营运资金周转天数 139.4/315.6/243.0 天。可以看到周转均有所放缓, 其中高端时尚库存周转天数增长显著, 大众休闲应付账款周转增长显著。

图 42: 板块季度存货周转天数



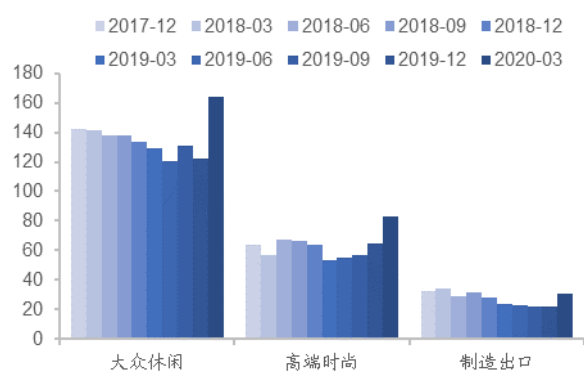
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 板块季度应收周转天数



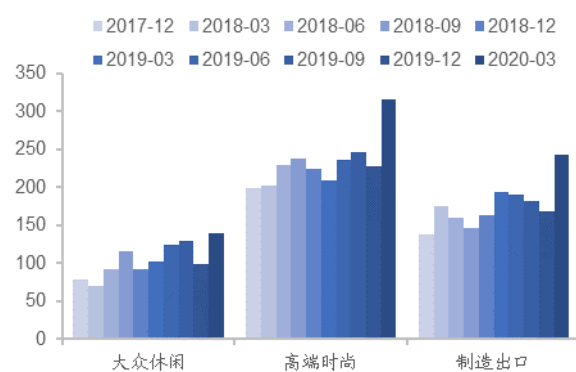
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 板块季度应付周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 45: 板块季度营运资金周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拆分各版块个股观察:

- 1) 大众休闲板块中七匹狼、罗莱生活周转较快;
- 2) 高端时尚板块中地素时尚周转较快;
- 3) 制造出口板块中开润股份、健盛集团周转较快;

图 46: A 股营运资金季度周转天数

存货周转		3/31/2017	6/30/2017	9/30/2017	12/31/2017	3/31/2018	6/30/2018	9/30/2018	12/31/2018	3/31/2019	6/30/2019	9/30/2019	12/31/2019	3/31/2020
大众休闲	森马服饰	168.6	156.4	152.5	106.5	142.0	132.6	147.9	129.3	159.2	171.1	177.7	138.1	226.8
	海澜之家	256.6	276.8	320.3	277.4	224.6	262.0	333.5	286.4	249.3	263.6	298.6	250.6	319.1
	太平鸟	197.8	230.4	254.8	184.8	196.7	224.9	243.2	183.6	218.3	237.2	236.1	179.0	236.7
	七匹狼	142.1	179.8	210.7	173.2	120.6	167.5	193.0	162.9	135.0	173.4	204.7	186.9	198.2
	九牧王	220.1	256.5	267.6	243.1	196.0	231.8	256.2	234.5	202.4	234.2	266.5	244.6	297.8
高端时尚	罗莱生活	123.9	143.5	138.1	113.8	138.1	171.2	166.8	162.3	186.3	195.1	187.0	170.5	219.7
	比音勒芬	214.3	235.1	310.8	294.1	264.5	292.2	291.9	322.6	334.4	399.3	414.4	396.8	428.2
	歌力思	250.1	272.0	216.5	196.1	198.0	234.5	237.3	220.2	208.3	227.2	233.1	226.1	366.4
	地素时尚				179.1	170.2	198.2	201.3	168.2	151.6	181.7	182.1	174.2	267.1
	安正时尚	374.2	359.6	367.0	325.8	338.1	392.6	408.3	376.0	276.0	289.7	304.5	296.8	391.0
制造出口	百隆东方	222.1	189.1	195.8	204.2	259.7	244.1	244.4	279.5	331.7	375.5	329.0	296.0	318.8
	鲁泰A	204.7	170.3	155.5	157.5	175.2	157.0	155.3	155.3	181.3	180.4	183.3	169.6	244.0
	开润股份	57.3	63.0	60.0	86.6	81.3	87.5	74.1	82.7	81.7	88.3	80.2	88.3	130.9
	健盛集团	171.4	143.4	143.5	129.7	121.9	114.7	122.7	120.7	125.8	130.9	121.9	126.4	145.3
	华孚时尚	127.5	112.8	104.6	120.1	166.9	144.7	132.6	145.2	158.3	147.3	131.6	135.2	221.8
应收周转		3/31/2017	6/30/2017	9/30/2017	12/31/2017	3/31/2018	6/30/2018	9/30/2018	12/31/2018	3/31/2019	6/30/2019	9/30/2019	12/31/2019	3/31/2020
大众休闲	森马服饰	71.4	63.1	60.2	50.4	45.2	37.6	41.5	38.6	40.6	38.3	43.1	36.5	62.2
	海澜之家	11.1	12.6	14.7	12.3	9.6	9.6	15.9	12.1	9.7	12.2	14.3	11.9	19.4
	太平鸟	19.2	20.8	25.0	21.7	23.2	22.9	26.2	25.1	27.3	27.2	29.3	27.6	36.3
	七匹狼	20.3	26.6	32.5	26.9	33.0	36.7	43.3	36.2	40.6	42.9	49.4	41.3	56.5
	九牧王	18.8	23.1	21.8	21.2	18.4	21.9	20.4	21.6	18.9	22.4	20.9	22.0	33.8
高端时尚	罗莱生活	29.4	30.7	31.3	29.9	36.1	37.6	41.5	35.8	40.5	40.1	41.4	36.5	45.1
	比音勒芬	18.9	16.2	20.2	17.4	17.5	14.9	16.6	19.3	19.5	24.2	19.9	24.2	35.7
	歌力思	48.8	50.3	49.8	48.3	47.7	48.2	52.1	52.3	49.3	51.1	48.2	52.1	61.0
	地素时尚				10.2	8.9	10.5	8.8	9.8	8.6	9.8	8.7	9.1	12.1
	安正时尚	25.5	26.4	25.6	24.9	24.2	25.9	27.4	26.2	22.5	21.3	22.1	24.3	29.5
制造出口	百隆东方	37.1	30.4	29.4	29.0	32.1	31.1	32.7	26.5	31.6	27.8	26.6	25.8	34.4
	鲁泰A	18.4	17.4	17.5	17.6	19.7	19.0	18.7	18.5	23.5	21.4	21.2	23.6	33.0
	开润股份	64.3	56.2	56.7	54.8	47.9	41.7		39.4	41.9	43.8	49.1	43.9	65.3
	健盛集团	53.1	56.1	57.9	59.8	60.3	65.0	57.0	62.3	64.3	61.2	58.5	60.7	66.9
	华孚时尚	34.4	27.5	26.2	23.6	25.7	21.2	20.5	20.3	21.2	19.1	19.0	18.0	30.0
应付周转		3/31/2017	6/30/2017	9/30/2017	12/31/2017	3/31/2018	6/30/2018	9/30/2018	12/31/2018	3/31/2019	6/30/2019	9/30/2019	12/31/2019	3/31/2020
大众休闲	森马服饰	71.7	61.9	78.7	72.3	101.8	84.4	85.7	86.0	98.4	82.0	98.2	78.3	119.6
	海澜之家	216.8	232.0	263.8	230.4	193.7	197.3	245.6	198.9	151.2	157.5	172.2	157.9	214.4
	太平鸟	142.3	162.4	182.9	141.8	141.7	154.6	173.7	149.1	196.2	164.2	177.4	157.1	194.9
	七匹狼	70.5	77.6	113.3	88.3	72.3	90.9	89.9	92.2	83.4	87.4	116.4	107.0	110.7
	九牧王	95.9	109.2	115.2	106.5	79.8	113.6	102.0	119.0	122.5	121.4	149.9	144.1	178.4
高端时尚	罗莱生活	54.2	61.5	61.3	51.5	56.8	68.1	57.5	59.6	63.3	64.4	60.0	59.0	68.4
	比音勒芬	28.3	29.3	38.1	29.6	18.1	21.1	20.6	30.7	33.8	33.9	35.3	45.7	60.8
	歌力思	68.2	94.0	83.2	74.2	73.4	84.1	86.7	77.4	66.4	76.7	74.7	72.6	99.1
	地素时尚	32.2	37.6	35.3	34.0	37.4	43.3	34.4	42.6	48.3	44.7	42.2	73.3	110.9
	安正时尚	112.2	105.2	116.3	108.8	94.0	114.1	117.4	99.4	60.2	52.5	67.3	62.7	64.9
制造出口	百隆东方	26.5	17.6	20.6	22.3	24.5	22.4	22.9	26.0	26.8	27.7	20.7	20.7	18.2
	鲁泰A	25.1	21.6	20.2	24.9	29.4	24.8	27.8	26.6	29.6	24.9	23.5	24.7	28.3
	开润股份	77.3	81.2	77.7	111.5	89.4	86.2	89.4	82.8	68.3	75.2	74.0	75.8	98.9
	健盛集团	63.7	52.2	50.4	45.5	31.6	33.6	35.9	37.7	38.9	36.2	37.5	37.9	35.7
	华孚时尚	36.8	32.8	32.2	30.4	33.5	26.9	27.4	19.3	11.1	10.3	9.4	11.6	21.7
营运资金周转		3/31/2017	6/30/2017	9/30/2017	12/31/2017	3/31/2018	6/30/2018	9/30/2018	12/31/2018	3/31/2019	6/30/2019	9/30/2019	12/31/2019	3/31/2020
大众休闲	森马服饰	168.3	157.6	134.0	84.6	85.4	85.8	103.7	82.0	101.4	127.4	122.6	96.3	169.4
	海澜之家	50.8	57.4	71.3	59.3	40.5	74.2	103.8	99.5	107.8	118.3	140.7	104.6	124.2
	太平鸟	74.7	88.8	96.8	64.7	78.2	93.2	95.6	59.7	49.5	100.2	88.1	49.6	78.0
	七匹狼	91.9	128.8	130.0	111.8	81.3	113.3	146.4	106.9	92.1	129.0	137.7	121.1	143.9
	九牧王	143.0	170.4	174.3	157.7	134.7	140.2	174.6	137.2	98.8	135.3	137.6	122.6	153.2
高端时尚	罗莱生活	99.0	112.6	108.1	92.1	117.5	140.7	150.8	138.5	163.5	170.9	168.3	148.0	196.4
	比音勒芬	204.9	222.0	292.9	281.9	263.9	286.0	287.9	311.2	320.2	389.5	398.9	375.2	403.1
	歌力思	230.6	228.4	183.1	170.3	172.3	198.7	202.6	195.2	191.2	201.6	206.7	205.7	328.3
	地素时尚	-32.2	-37.6	-35.3	155.3	141.7	165.5	175.7	135.4	112.0	146.8	148.7	110.0	168.3
	安正时尚	287.5	280.7	276.3	241.9	268.3	304.4	318.3	302.7	238.3	258.5	259.4	258.4	355.6
制造出口	百隆东方	232.7	201.9	204.6	211.0	267.3	252.8	254.2	280.0	336.6	375.6	335.0	301.1	335.0
	鲁泰A	198.0	166.1	152.8	150.2	165.5	151.2	146.3	147.2	175.2	176.8	181.0	168.5	248.7
	开润股份	44.3	38.0	39.0	30.0	39.8	42.9	-15.2	39.4	55.4	57.0	55.3	56.4	97.3
	健盛集团	160.8	147.3	151.0	144.0	150.6	146.1	143.8	145.3	151.2	156.0	142.9	149.2	176.5
	华孚时尚	125.0	107.5	98.5	113.3	159.2	139.0	125.7	146.1	168.3	156.0	141.1	141.5	230.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

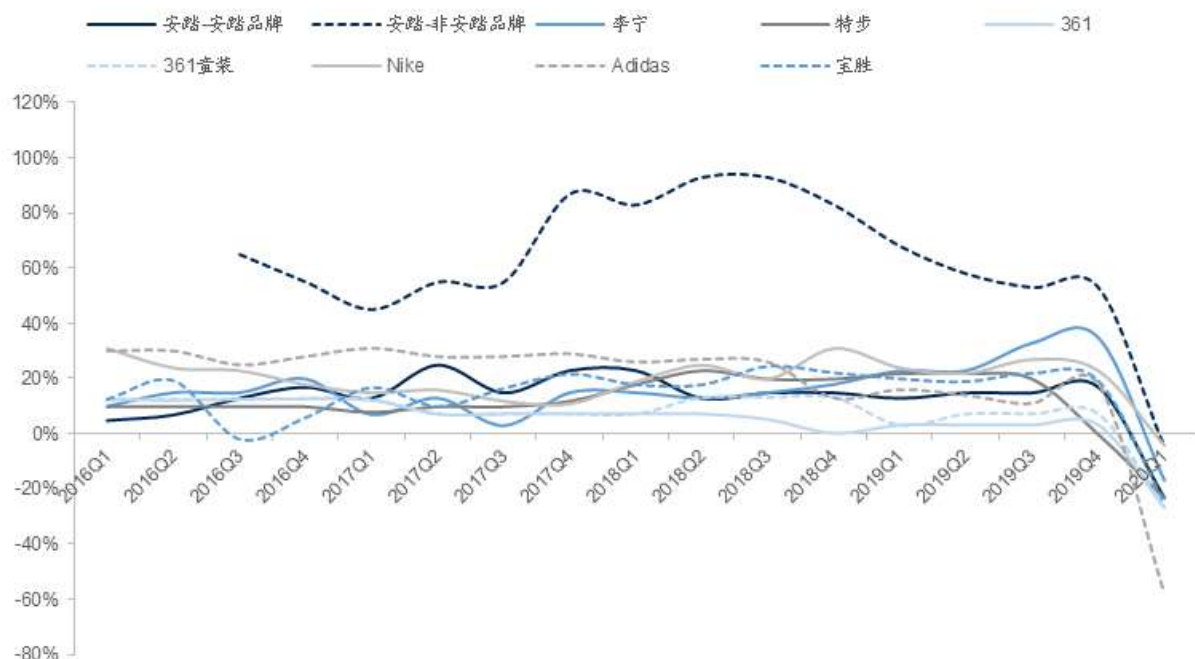
港股一季度表现: 运动板块流水下滑幅度好于行业, 库存折扣可控

从一季度港股运动板块的经营情况看, 整体终端流水普遍下滑幅度在 20%-30% 之间, 在各服装板块中属于较好的水平。(部分港股公司未有季报披露。)

具体品牌比较中, 流水大致下滑幅度从小到大的顺序为: FILA (-5%) < 李宁 (-17%) < 安踏、特步 (-23%) < 宝胜 (-25%, 代表部分国际龙头品牌) < 361 度、361 度童装 (-27%)。

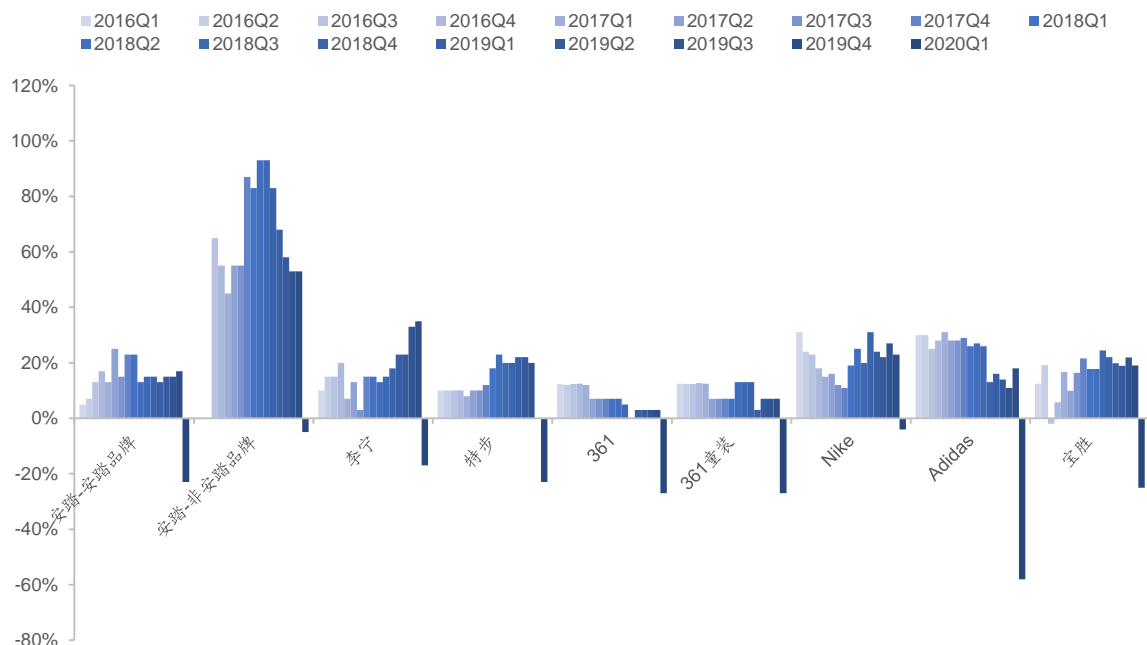
其中, Nike 和 Adidas 披露的季度收入数据 (-4%和-58%) 差异较大, Adidas 的解释为时间区间不同 (分别为 12-2 月和 1-3 月), 且他们的收入下滑包含大量的库存回购影响。

图 47：大中华区运动品牌渠道流水增长



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 宝胜、Nike、Adidas 为收入口径。

图 48：大中华区运动品牌渠道流水增长-品牌间比较

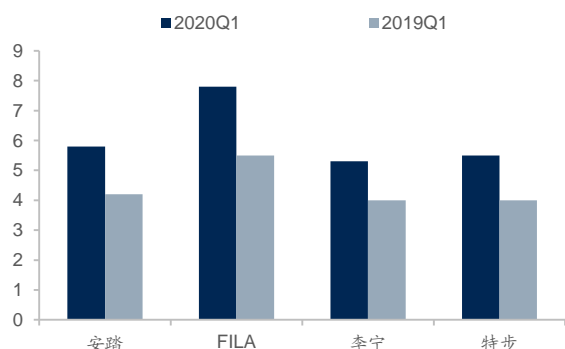


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 宝胜、Nike、Adidas 为收入口径。

一季度港股运动板块的库销比和折扣明显变差但可控, 有望在今年恢复正常水平。具体品牌比较中, 库销比从小到大的顺序基本保持去年正常水平的顺序, 分别为: 李宁=安踏=特步 (大约从 4 增加到 5.5) < FILA (大约从 5.5 增加到

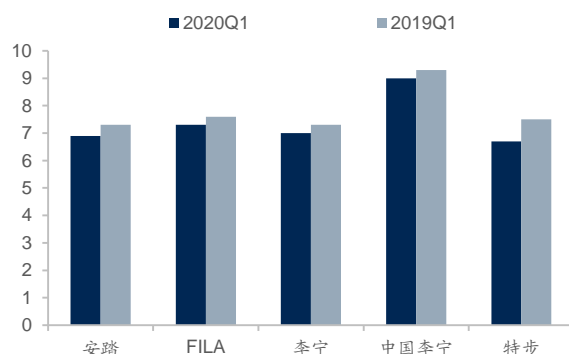
7.5)。折扣从大到小的顺序也基本保持去年的顺序，具体为：中国李宁（约从9.3下降到9）>FILA（约从7.6下降到7.3）>李宁（约从7.3下降到7）>安踏（约从7.3下降到6.9）>特步（约从7.5下降到6.7）。

图 49：品牌 2020Q1 与 2019Q1 库销比比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 50：品牌 2020Q1 与 2019Q1 折扣比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中下游品牌渠道：可选消费回暖，优选运动龙头

线上与运动是鞋服消费中率先回暖的赛道。鞋服消费是可选消费中除汽车和石油以外规模最大的类别，在内需向好的背景下也出现企稳回升的势头。从渠道看，线上回暖快于线下，从品类看，运动回暖好于其他。3 月整体零售当月同比-12.9%，环比改善 9.3pp，而 3 月服装零售当月同比-34.8%，环比跌幅加大 3.9pp，1-3 月服装零售累计-32.2%；而 3 月线上服装消费已经回暖，-15.1%，环比改善 3pp。从第三方阿里数据观察到，3 月运动服/鞋均已恢复正增长，并且 4 月增长进一步提升，分别同增 24.7%/20.3%。

图 51：限上整体与服装零售额当月同比



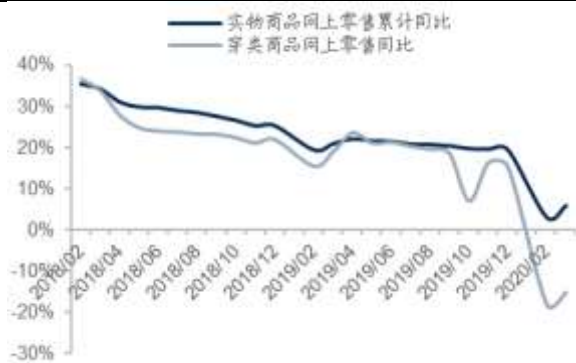
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 52：限上整体与服装零售额累计同比



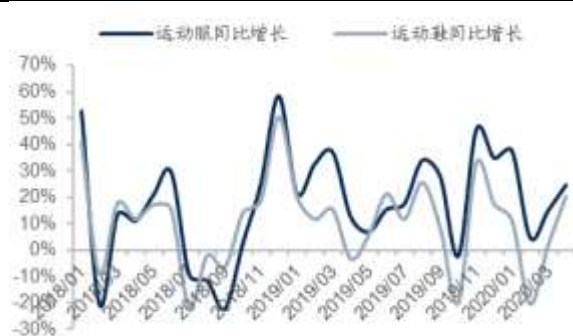
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 53: 网上实物商品与穿类商品累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 54: 运动鞋服阿里线上当月销售额同比



资料来源: 阿里第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理

高景气、强品牌、高效周转的优势企业迎来投资良机。在板块基础上进一步筛选优势企业, 我们认为主要有三项标准: 景气度、品牌力、现金周转。

- 1) 景气度: 企业所处的细分领域或发展阶段具有较好的成长性, 增量需求相对旺盛, 则在冲击之下仍能保持较好的增长;
- 2) 品牌力: 企业所售品牌在消费群体中有较高的品牌认可度, 则通过适量的打折和营销投入就能获得更好的销售增长, 从而保持较好的利润;
- 3) 现金周转: 企业的存货、应收账款周转较快, 则应对冲击的现金压力较小, 资产减值风险也较小, 未来恢复正常的增长与折扣的速度更快。

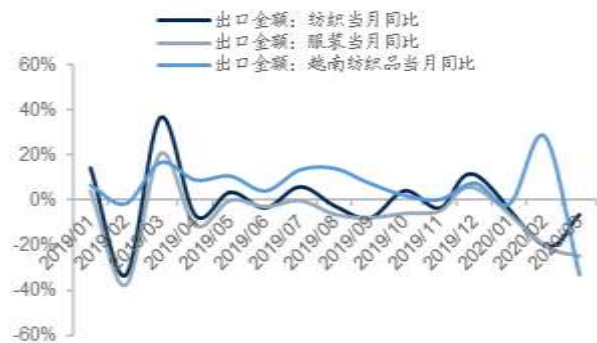
综合前面的业绩总结与比较, 我们认为运动板块龙头公司**安踏体育、李宁、滔搏**均符合以上三点筛选标准: 本身处于双位数增长的赛道之中, 通过品牌升级与并购孵化具有领先的品牌力, 库存、应收、应付均在行业内具有领先的周转效率。满足以上三点的公司在今年的业绩表现预计相对安全, 并且未来将更快受益需求的复苏, 保持高质量的增长。

上游制造出口: 修复尚待时日, 聚焦核心产能

复产打击叠加外需拖累, 供应链受损蔓延全球。疫情爆发后, 中国与海外供应链出现依次受损的情况:

- 1) 2月: 2月多项行业指标大幅下滑(纺织品服装出口金额同比-20%左右, 出口新订单 PMI 跌至 28.7), 而东南亚国家出现小幅替代效应(越南纺织品出口金额当月同比+28%, 前值-2%, 印尼 PMI 51.9, 前值 49.3), 但在月底出现较多新闻表示, 因中国复工推迟导致东南亚服装生产加工企业的原材料短缺, 将影响生产和交付;
- 2) 3月: 随着疫情发展和中国的复工, 3月情形出现变化, 企业将前期复工耽误的订单追回, 而另一方面海外疫情出现扩散的事态(越南纺织品出口金额同比-33%, 大幅转跌; 中国出口新订单 PMI 上升至 46.4; 印尼/越南 PMI 小幅下降至 45.3/41.9);
- 3) 4月: 海外疫情大面积扩散, 多地采取隔离管控措施, 需求显著下滑, 传导至供应链带来退单潮, 部分工厂因疫情扩散停产, 部分关厂、放假、裁员。亚洲主要纺织品服装出口国家与地区的制造业 PMI 同时出现大幅下滑(印尼/印度/越南/中国台湾分别为 27.45/27.4/32.7/42.2), 中国出口再受外需打击(出口新订单 PMI 为 33.5, 前值 46.4), 同时棉价也体现了需求冲击(下滑至 1.1 万元/吨, 而 1-2 月为 1.3-1.4 万元/吨)。内需回暖对市场景气度提升做出了贡献, 但生产景气指数仍在下滑趋势中(柯桥纺织市场景气指数 1090, 前值 833; 生产景气指数 1089, 前值 1117)。

图 55: 中国与越南纺织服装出口金额当月同比



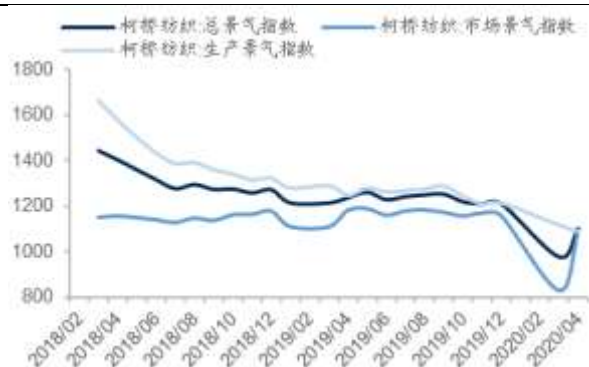
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 56: 亚洲纺服主要出口地 PMI 与中国出口新订单 PMI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 57: 柯桥纺织景气指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 58: 国内与国际棉价趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务稳健、垂直生产、分散布局的龙头供应商将化危为机。此次疫情的爆发与需求的拖累传导至纺织服装供应链，造成了沉重而广泛的打击，本身财务状况较差的中小企业面临倒闭退出的压力，订单与客户质量较高的大型龙头企业也出现了部分关厂、裁员、放假的情况，行业新增投资扩产的项目普遍暂停。在这种环境下，财务稳健的企业应对冲击有较强的抵抗力，同时垂直生产、分散布局能够帮助企业减少供应链断裂和地域风险，快速反应能力为品牌客户应对需求变化提供宝贵的时间。从前面的业绩总结比较中可以看出，**申洲国际**财务表现出众，是同时满足以上条件的稀缺供应龙头，当前行业普遍的冲击对具备核心竞争力的企业是一次快速扩大市场份额的机遇。

投资建议：把握长跑冠军的黄金买点

疫情对行业短期内造成广泛而严重的冲击，不同板块所受影响存在一定差异，而具体个股间的分化更为明显。此次冲击对于经营稳健、竞争力突出的公司是进一步拉开竞争地位的契机，也是估值上少有的显著低估的良机。我们重点推荐受益内需企稳回暖，品牌力强、成长性好、周转高效的运动鞋服龙头企业**安踏、李宁、滔搏**；随着欧美开始恢复营业，外需出现见底迹象，而供应链修复较慢，我们重点推荐经营韧性强、研发与效率突出、快速反应的一体化针织龙头供应商**申洲国际**。同时，我们建议重点关注波司登、森马服饰、开润股份、特步国际、宝胜国际等优质标的在后期经营改善的机会。

安踏体育：Q1 零售流水超预期，复苏强劲

Q1 流水增长超预期，疫情影响下经营韧性凸显。公司疫情影响下出色的流水增长有助于迅速缓解库存与现金周转压力，为迎接当下消费复苏打下良好基础，

并且长期稳健的经营实力、丰富的品牌矩阵有助于公司进一步提升市场地位，增长空间广阔。我们维持盈利预测，预计 20-22 年净利润分别同增 6.0%/35.1%/17.3%，EPS 为 2.10/2.83/3.32 元，对应 PE 为 27.3x/20.2x/16.9x。鉴于当前公司经营恢复情况好于预期，我们维持一年期合理估值为 72.3-74.6 港元，对应 20 年 PE31x-32x，维持“买入”评级。

表 1：安踏体育盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,928	38,059	48,488	57,406
(+/-%)	40.8%	12.2%	27.4%	18.4%
净利润(百万元)	5,344	5,664	7,651	9,145
(+/-%)	30.3%	6.0%	35.1%	19.5%
每股收益 (元)	1.98	2.10	2.83	3.39
毛利率	55.0%	52.7%	55.2%	55.9%
经营利润率	35.0%	22.3%	23.4%	23.4%
净利率	15.8%	14.9%	15.8%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	26.6%	23.6%	26.7%	27.5%
市盈率 (PE)	28.9	27.3	20.2	16.9
EV/EBITDA	14.2	24.5	18.2	15.7
市净率 (PB)	7.70	6.43	5.40	4.66

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

李宁：Q1 流水恢复符合预期，表现优于行业

Q1 流水增长符合预期，有望保持较好利润水平。疫情影响下出色的流水恢复凸显品牌竞争力，健康的库存基数有助于降低折扣压力，长期盈利恢复动力强劲。我们维持盈利预测，预计公司 20-22 年净利润同增 4.4%/28.7%/26.1%，扣非后同增 23.7%/28.7%/26.1%，EPS 分别为 0.65/0.83/1.05 元，对应 PE 分为 35.8x/27.9x/22.1x。我们维持合理估值，对应 2020 年 PE37x-38x 合理估值 26.6-27.3 港元，维持“买入”评级。

表 2：李宁盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,870	15,117	18,145	21,202
(+/-%)	32.0%	9.0%	20.0%	16.9%
净利润(百万元)	1,499	1,550	1,986	2,508
(+/-%)	109.6%	3.4%	28.2%	26.3%
每股收益 (元)	0.62	0.64	0.82	1.04
毛利率	49.1%	49.8%	50.8%	50.7%
经营利润率	10.1%	13.0%	14.7%	15.4%
净利率	10.8%	10.3%	10.9%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	21.1%	18.9%	20.7%	23.1%
市盈率 (PE)	37.0	35.8	27.9	22.1
EV/EBITDA	27.5	35.2	25.7	21.6
市净率 (PB)	7.8	6.8	5.8	5.1

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

滔搏：体育零售龙头，与巨人共成长

核心客户 Nike 和 Adidas Q1 大中华区表现较好，并极力保持渠道库存健康。Nike 公开提及滔搏等核心零售合作伙伴，Adidas Q1 在大中华区进行了大笔数亿欧元的库存回购，并预计中国销售在 Q2 末恢复持平或正增长。我们看好公司与核心品牌紧密合作共渡难关。公司长期成长性与现金流好，赛道景气且零售运营的核心竞争力强，预计公司 20-22 财年 EPS 分别为 0.44/0.53/0.61 元，净利润同增 7.3%/26.4%/16.9%，扣非后同增 9.0%/22.4%/16.9%，当前 PE 分别为 21.3x/16.9x/14.4x，维持公司合理估值在 11.4-12.0 港元之间 (FY2021PE19.5x-20.5x)，维持“买入”评级。

表 3: 滔搏盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	FY 2019	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
营业收入(百万元)	32,564	36,394	42,975	50,081
(+/-%)	22.7%	11.8%	18.1%	16.5%
净利润(百万元)	2,200	2,360	2,983	3,486
(+/-%)	53.2%	7.3%	26.4%	16.9%
每股收益(元)	-	0.38	0.48	0.56
毛利率	41.8%	42.0%	41.8%	41.8%
经营利润率	9.9%	9.5%	10.0%	10.1%
净利率	6.8%	6.5%	6.9%	7.0%
净资产收益率(ROE)	76.8%	35.9%	24.7%	24.9%
市盈率(PE)	NA	21.31	16.86	14.43
EV/EBITDA	9.47	8.36	6.78	5.79
市净率(PB)	NA	4.50	3.87	3.36

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

申洲国际: 砥砺前行, 静候佳音

2 月疫情造成了短期复工影响, 经海外产能调配和 3 月追赶可以补回, 相比同行供应链中断, 公司一体化优势凸显; 海外疫情在 3 月中旬开始迅速恶化, Nike 等品牌对欧美等地区关店, 公司 Q2 订单预计受到小幅影响。根据目前品牌公布的订单调整计划于开店情况, 我们预计公司 6-8 月订单压力较大但远好于行业。公司暂不调整投资计划, 显示对扩大市场份额具备高度信心。公司一体化生产、短交期、高品质、高效率相比同业优势显著, 现金充沛杠杆低, 此次危机将是公司进一步提升份额的良机, 当下估值吸引。我们预计公司 20-22 年净利润增速分别为 3.9%/28.6%/16.8%, EPS 分别为 3.52/4.53/5.29 元, 对应 PE 分别为 23.1x/18x/15.4x。公司一年期合理估值为 107-111 港元, 对应 20 年 PE27-28x, 维持“买入”评级。

表 4: 申洲国际盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,665	24,329	29,607	34,421
(+/-%)	8.2%	7.3%	21.7%	16.3%
净利润(百万元)	5,095	5,292	6,806	7,946
(+/-%)	12.2%	3.9%	28.6%	16.7%
每股收益(元)	3.39	3.52	4.53	5.29
毛利率	30.3%	29.4%	31.0%	31.1%
EBIT Margin	21.8%	20.8%	22.4%	22.6%
净利率	22.5%	21.8%	23.0%	23.1%
净资产收益率(ROE)	20.2%	19.0%	21.8%	22.6%
市盈率(PE)	24.0	23.1	18.0	15.4
EV/EBITDA	22.1	21.3	16.8	14.6
市净率(PB)	4.86	4.40	3.92	3.47

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
02020	安踏体育	买入	57.24	1.98	2.10	2.83	28.9	27.3	20.2	7.7
02331	李宁	买入	22.91	0.62	0.65	0.83	37.0	35.4	27.5	7.4
06110	滔搏	买入	8.13	-	0.39	0.50	-	20.9	16.2	-
03813	宝胜国际	买入	1.33	0.16	0.12	0.15	8.4	11.1	8.9	0.9
01368	特步国际	买入	2.59	0.29	0.28	0.36	8.9	9.3	7.2	0.9
01361	361度	无评级	1.03	0.21	0.19	0.23	4.9	5.3	4.4	0.3
03818	中国动向	无评级	1.33	0.16	0.12	0.15	8.4	11.1	8.9	0.9
02313	申洲国际	买入	82.26	3.39	3.52	4.53	24.3	23.4	18.2	4.9
00551	裕元集团	无评级	11.74	1.30	1.75	2.00	9.0	6.7	5.9	0.7
02232	晶苑国际	无评级	1.90	0.37	0.45	0.55	5.1	4.2	3.4	0.7
02678	天虹纺织	无评级	4.84	0.97	1.13	1.39	5.0	4.3	3.5	0.6
601339	百隆东方	增持	3.05	0.20	0.20	0.28	15.4	14.9	11.0	0.6
000726	鲁泰A	无评级	7.44	1.11	0.77	0.95	6.7	9.7	7.8	0.8
300577	开润股份	买入	24.11	1.04	1.11	1.41	23.2	21.7	17.1	6.3
603558	健盛集团	无评级	7.63	0.68	0.72	0.90	11.2	10.6	8.5	1.0
002042	华孚时尚	无评级	4.89	0.27	0.19	0.32	18.1	26.3	15.4	1.2
002563	森马服饰	买入	6.62	0.57	0.46	0.56	11.5	14.3	11.8	1.5
600398	海澜之家	买入	5.55	0.71	0.53	0.70	7.8	10.6	8.0	1.9
603877	太平鸟	无评级	12.87	1.17	1.07	1.25	11.0	12.0	10.3	1.8
002029	七匹狼	无评级	4.49	0.46	0.33	0.40	9.8	13.6	11.3	0.6
601566	九牧王	无评级	8.78	0.64	0.43	0.59	13.7	20.2	14.9	1.2
002293	罗莱生活	无评级	8.25	0.66	0.61	0.70	12.5	13.5	11.8	1.7
01234	中国利郎	买入	3.99	0.63	0.74	0.76	6.4	5.4	5.3	1.3
03998	波司登	买入	1.95	0.09	0.10	0.13	21.4	20.1	15.3	2.1
002832	比音勒芬	增持	19.27	1.32	1.42	1.93	14.6	13.5	10.0	3.0
603808	歌力思	增持	10.67	1.07	1.44	0.89	10.0	7.4	12.0	1.9
603587	地素时尚	无评级	19.89	1.56	1.60	1.86	12.8	12.4	10.7	2.4
603839	安正时尚	无评级	10.84	0.76	0.83	0.99	14.3	13.0	11.0	1.5
03306	江南布衣	无评级	6.12	0.95	1.09	1.19	6.4	5.6	5.1	2.2
03709	赢家时尚	无评级	7.00	0.69	0.86	1.00	10.1	8.1	7.0	1.5

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

注：无评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032