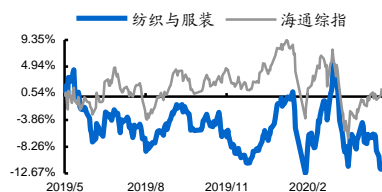


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

## 相关研究

《基金持仓向电商板块集中，建议关注优质标的》2020.04.26

《纺服基金持仓降低，电商板块为关注度最高子行业》2020.04.25

《快手超级品牌日成交额超 6 亿，直播助力销售农副产品》2020.04.25

分析师:梁希

Tel:(021)23219407

Email:lx11040@htsec.com

证书:S0850516070002

联系人:刘溢

Tel:(021)23219748

Email:ly12337@htsec.com

# 暖冬天气影响，休闲服饰收入承压

## 投资要点:

- **19 年纺织服装收入、归母净利润增速中位数分别为 1%、-7%。**SW 纺织服装业企业中，19 年收入、归母净利润增速位于 0-30% 的公司合计分别为 36、20 家，分别占板块公司总数 42%、24%。从增速中位数来看，SW 纺织服装收入增速和归母净利润增速中位数分别为 0.9%、-6.5%，其中 SW 纺织制造收入、归母净利润增速中位数分别为 -1.1%、-6.3%，SW 服装家纺分别为 2.8%、-6.7%。
- **休闲服饰：暖冬天气影响收入增速，线上收入实现双位增长。**我们统计 4 家休闲服饰公司，19 年板块收入、归母净利润分别为 502.0、54.6 亿元，同比增速分别为 +15.2%、-7.6%。收入同比增加，主因线下零售终端增加，推动线下渠道收入同增，线上收入实现双位增长。19 年线下收入（包含海澜之家（剔除爱居兔）、森马服饰（剔除 Kidiliz）、太平鸟）同增 11.4%，门店数量同比增加 7.3% 至 2.1 万家。海澜之家、森马服饰、太平鸟线上均实现双位数增长，分别为 13.5%、27.0%、15.8%。19Q4 休闲服饰板块收入同增 8.8%，较 19Q3 增速（+20.3%）环比放缓，主因受暖冬天气影响，服装零售疲弱，业绩承压。19Q4 归母净利润同减 27.9%，环比低于 19Q3 增速（-8.1%），收入同增的情况下，归母净利润同比减少，由于 1）毛利率同比降低 1.9pct，2）销售、管理+研发费用率分别为 17.6%、8.3%，同比分别提升 0.6、1.5pct。
- **女装：拉夏贝尔拖累板块盈利能力，期间费用率同比提升。**19 年板块收入为 210.2 亿元，同减 4.9%，归母净利润为 -687.8 亿元，同减 144.5%，毛利率为 61.56%，同比降低 4.3pct，净利率为 -3.3%，同比降低 10.3pct。板块收入、归母净利润同比减少，主要受拉夏贝尔影响，剔除该影响因素，增速分别为 +11.9%、-14.8%。净利率同比降幅明显，主因毛利率同比降低，销售、管理+研发、财务费用率同比分别提升 0.6、0.7、0.6pct。
- **男装：毛利率、现金流改善。**19 年板块收入、归母净利润同增 6.9%、9.0%。净利端增速好于收入端，主因 19 年毛利率同比提升 2.6pct 至 56.8%。19Q4 男装板块收入同增 5.3%，归母净利润同减 26.7%。收入端增速优于净利端，由于 1）销售费用率同比提升 4.2pct 至 33.4%，2）19Q4 公允价值变动损益同比减少 64.8% 至 0.7 亿元。19Q4 毛利率为 58.0%，同比提升 2.5pct，净利率为 7.8%，同比降低 3.4pct。从现金流量指标来看，19Q4 板块经营性净现金流为 12.8 亿元，同比增加 19.1%，经营性净现金流占营收比重为 35.9%，同比提升 4.16pct。
- **制造：中美贸易谈判缓和，19Q4 收入增速环比改善。**我们统计了 10 家制造公司，19 年制造板块收入同增 3.0%，归母净利润同减 12.1%，毛利率为 17.9%，同比降低 1.4pct，净利率 6.6%，同比降低 1.1pct。19 年板块毛利率同比降低，主因部分企业低毛利业务占比提升，净利率同比降幅略窄于毛利率，由于公允价值变动损益增厚归母净利润，18、19 年公允价值变动损益分别为 -0.3、2.6 亿元。19Q4 制造板块收入同增 13.2%，较 19Q3 增速（-2.4%）环比提升；归母净利润同增 8.0%，较 19Q3 增速环比改善 41.0pct。我们认为收入增速环比改善，主因 19Q4 中美贸易谈判缓和，纺织制造订单好转。19Q4 单季汇率波动较为平稳，利好净利率，19Q4 人民币兑美元（中间价）跌幅为 1.4%，波动幅度低于 19Q3（+2.9%）。
- **家纺：19Q4 收入同增 4%，合理管控费用利好净利率。**19Q4 家纺板块收入同增 4.3%，增速较 19Q3（+3.6%）环比改善，我们认为由于商品房销售持续修复，家纺作为地产后周期板块有所收益，归母净利润同增 6.8%，较 19Q3 增速环比改善 4.5pct，毛利率为 44.4%，同比提升 0.1 pct，净利率为 12.0%，同比提升 0.3pct，主因费用管控合理，管理+研发、财务费用率同比分别降低 1.5、0.5pct。

- **电商：国内市场收入维持双位增长，跨境业务承压。**我们统计了 4 家电商公司，包括跨境通、南极电商、开润股份和星期六。19 年电商板块收入、归母净利润同减 6.7%、166.5%，19 年板块收入、归母净利润同比减少，主因跨境电商业务波动，跨境通经营承压（收入：-17.0%，归母净利润：-534.8%），剔除跨境通，板块收入、归母净利润同比增加 25.4%、48.0%。19 年板块毛利率为 34.9%，同比降低 4.7pct，净利率为-4.2%，同比降低 10.2pct。
- **投资策略。**目前中国疫情流行高峰已过，前期关停的零售终端重启，但客流恢复仍需时日，叠加存在海外病情入境风险，各大平台陆续组织电商节，商品折扣力度较大，消费者或将倾向于选择线上消费。部分纺服公司具备良好的电商运营能力，疫情期间线上发展顺畅，建议关注安正时尚、南极电商、星期六。同时推荐关注本身质地优异、产品品牌力强，有机会在内需反弹中率先受益的优质品牌，安踏体育、地素时尚、滔搏、比音勒芬。
- **风险提示。**零售环境疲弱，行业竞争加剧，原材料价格波动，汇率波动等。

## 目 录

1. 休闲服饰线上实现双位增速，存货周转效率提升 .....	7
1.1 服装家纺收入表现优于纺织制造 .....	7
1.2 制造：19Q4 纺织制造订单好转，归母净利增速大幅提升 .....	8
1.2.1 19Q4 收入增速环比改善，费用管控利好净利端 .....	8
1.2.2 现金流指标持续改善 .....	9
1.3 女装：费用率提升侵蚀净利，应收账款周转效率提升 .....	10
1.3.1 板块收入承压，费用率同比提升 .....	10
1.3.2 应收账款周转效率提升 .....	11
1.4 男装：毛利率改善，现金流改善 .....	12
1.4.1 毛利率、净利率改善 .....	12
1.4.2 应收账款周转效率提升，现金流量指标改善 .....	13
1.5 休闲服饰：线上收入实现双位增速，存货周转效率提升 .....	14
1.5.1 19 年收入同增 15%，毛利率保持稳定 .....	14
1.5.2 存货周转效率提升，现金流改善 .....	15
1.6 家纺：19Q4 收入同增 4%，合理管控费用利好净利端 .....	16
1.6.1 19 年收入同增 4%，费用管控合理 .....	16
1.6.2 存货周转效率提升 .....	17
1.7 电商：国内市场收入增速维持双位增长，跨境业务承压 .....	17
1.7.1 19 年归母净利润同减 7% .....	17
1.7.2 存货周转效率提升，经营性净现金流改善 .....	18
2. 市场表现与估值 .....	19
3. 投资逻辑：推荐内生增长强劲的品牌服饰 .....	20
4. 风险提示 .....	21
5. 样本说明 .....	21

## 图目录

图 1	19 年 SW 纺服板块收入增速分布 .....	7
图 2	19 年 SW 纺服板块归母净利润增速分布 .....	7
图 3	2019 年 SW 子板块收入增速分布 .....	7
图 4	2019 年 SW 子板块归母净利润增速分布 .....	7
图 5	2019 年 SW 纺服板块、纺织制造、服装家纺子板块中位数分布 .....	8
图 6	制造板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速 .....	8
图 7	制造板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率 .....	8
图 8	制造板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率 .....	9
图 9	制造板块 15Q1-19Q4 营运指标 .....	9
图 10	制造板块 15Q1-19Q4 现金流指标 .....	10
图 11	女装板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速 .....	10
图 12	女装板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率 .....	10
图 13	女装板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率 .....	11
图 14	女装板块 15Q1-19Q4 营运指标 .....	11
图 15	女装板块 15Q1-19Q4 现金流指标 .....	12
图 16	男装板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速 .....	12
图 17	男装板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率 .....	12
图 18	男装板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率 .....	13
图 19	男装板块 15Q1-19Q4 营运指标 .....	13
图 20	男装板块 15Q1-19Q4 现金流指标 .....	14
图 21	休闲服饰板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速 .....	14
图 22	休闲服饰板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率 .....	14
图 23	休闲服饰板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率 .....	15
图 24	休闲服饰板块 15Q1-19Q4 营运指标 .....	15
图 25	休闲服饰板块 15Q1-19Q4 现金流指标 .....	16
图 26	家纺板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速 .....	16
图 27	家纺板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率 .....	16
图 28	家纺板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率 .....	16
图 29	家纺板块 15Q1-19Q4 营运指标 .....	17
图 30	家纺板块 15Q1-19Q4 现金流指标 .....	17

图 31	电商板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速 .....	18
图 32	电商板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率 .....	18
图 33	电商板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率 .....	18
图 34	电商板块 15Q1-19Q4 营运指标 .....	19
图 35	电商板块 15Q1-19Q4 现金流指标 .....	19
图 36	2019/1/1-2019/12/31 板块涨跌幅排序 (%) .....	20
图 37	2019/10/1-2019/12/31 板块涨跌幅排序 (%) .....	20
图 38	纺织服装板块 19 年 12 月 31 日 PE (TTM) 估值 19.10 倍 .....	20

## 表目录

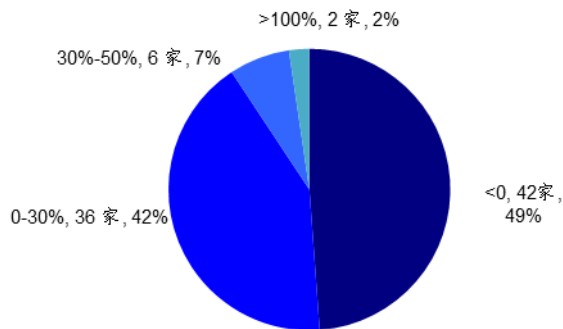
表 1	制造板块简式利润表.....	9
表 2	女装板块简式利润表.....	11
表 3	男装板块简式利润表.....	13
表 4	休闲服饰板块简式利润表.....	15
表 5	家纺板块简式利润表.....	17
表 6	电商板块简式利润表.....	18
表 7	纺织服装板块涨跌幅前十个股情况 .....	20
表 8	各细分子板块样本说明 .....	21

## 1. 休闲服饰线上实现双位增速，存货周转效率提升

### 1.1 服装家纺收入表现优于纺织制造

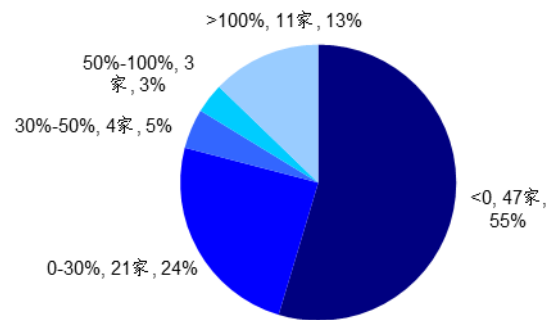
以申万纺织服装行业为标准，19 年纺织服装板块收入增速位于 0-30% 的共有 36 家，占比 42%，归母净利润增速位于 0-30% 的共有 21 家，占比 24%。从细分子板块业绩增速分布来看，收入方面，SW 服装家纺增速主要集中于 0-30%（25 家，占比 47%），SW 纺织制造集中于收入同比下滑（19 家，占比 58%）。归母净利润方面，SW 纺织制造、SW 服装家纺集中于归母净利润同比下滑，分别为 17、30 家，占比分别为 52%、57%。

图1 19 年 SW 纺服板块收入增速分布



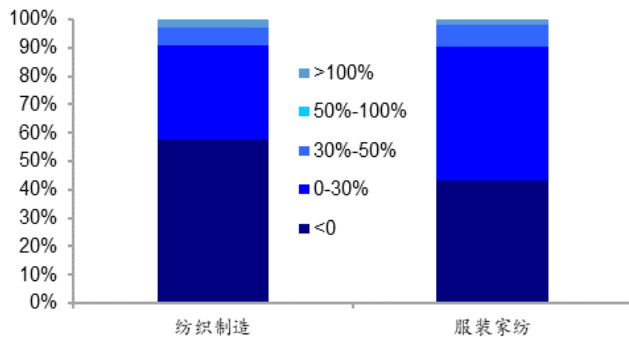
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 19 年 SW 纺服板块归母净利润增速分布



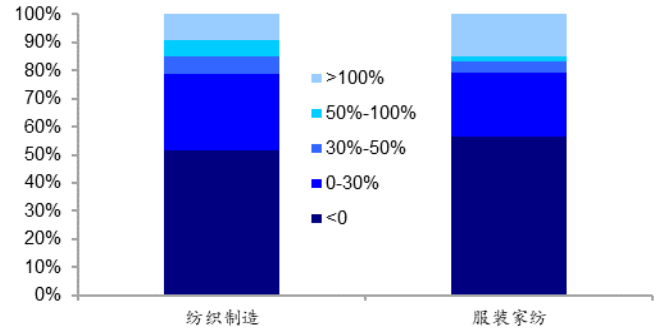
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 2019 年 SW 子板块收入增速分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 2019 年 SW 子板块归母净利润增速分布

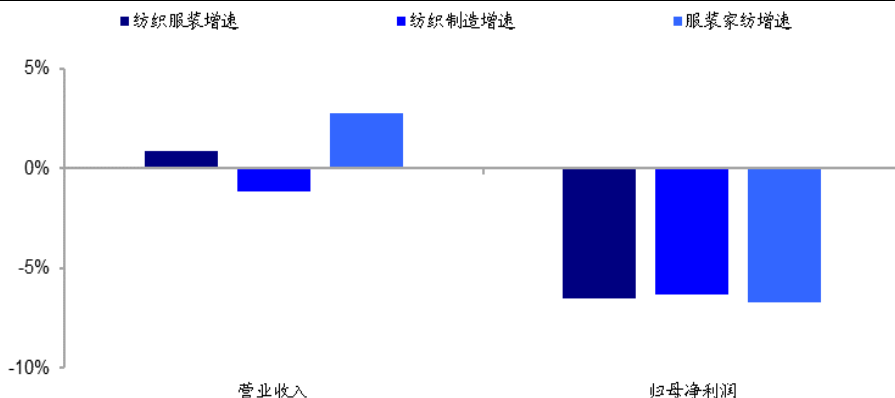


资料来源：Wind，海通证券研究所

从增速中位数来看，SW 纺织服装收入增速和归母净利润增速中位数分别为 0.9%、-6.5%，其中 SW 纺织制造收入、归母净利润增速中位数分别为 -1.1%、-6.3%，SW 服装家纺分别为 2.8%、-6.7%。



图5 2019年SW 纺服板块、纺织制造、服装家纺子板块中位数分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

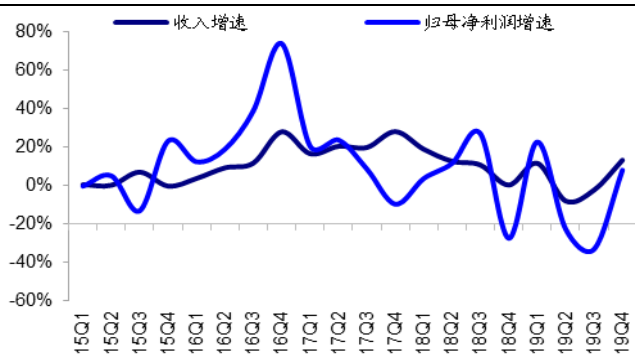
## 1.2 制造：19Q4 纺织制造订单好转，归母净利增速大幅提升

### 1.2.1 19Q4 收入增速环比改善，费用管控利好净利端

19 年制造板块收入为 542.0 亿元，同增 3.0%，归母净利润 35.8 亿元，同减 12.1%，19 年板块毛利率为 17.9%，同比降低 1.4pct，净利率 6.6%，同比降低 1.1pct。19 年板块毛利率同比降低，主因部分企业低毛利率业务占比提升，净利率同比降幅略窄于毛利率，由于公允价值变动损益增厚归母净利润，18、19 年公允价值变动损益分别为-0.3、2.6 亿元。

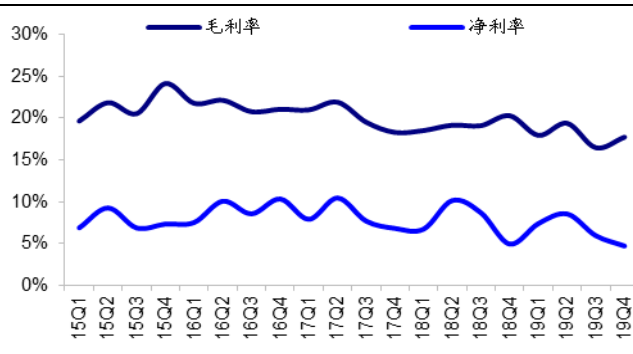
19Q4 制造板块收入同增 13.2%，较 19Q3 增速（-2.4%）环比提升；归母净利润同增 8.0%，较 19Q3 增速环比改善 41.0pct；19Q4 板块毛利率为 17.7%，较 18Q4 降低 2.6pct，净利率 4.7%，较 18Q4 降低 0.2pct。我们认为收入增速环比改善，主因 19Q4 中美贸易谈判缓和，纺织制造订单好转，在毛利率有所下降的基础上，净利率基本与 18Q4 持平，主要得益于销售、管理、财务费用控制良好，19Q4 销售、管理+研发、财务费用率同比分别降低 0.4、0.8、0.4pct。19Q4 单季汇率波动较为平稳，利好净利端，19Q4 人民币兑美元（中间价）跌幅为 1.4%，波动幅度低于 19Q3（+2.9%）。

图6 制造板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

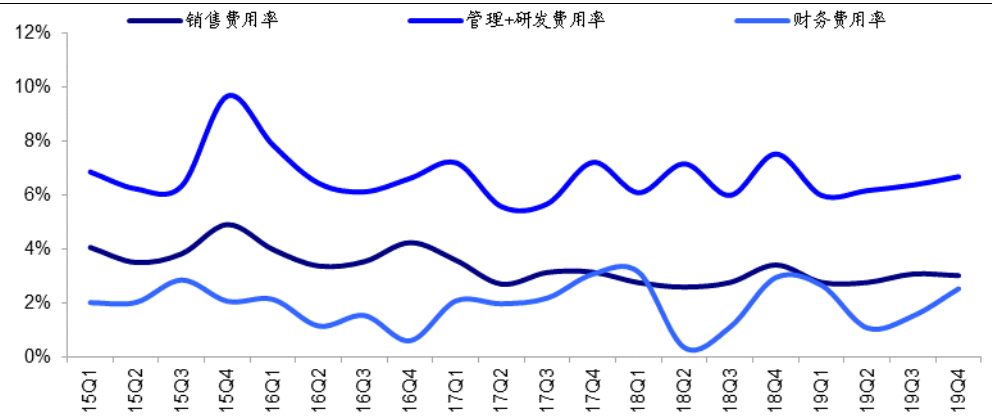
图7 制造板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率



资料来源：Wind，海通证券研究所



图8 制造板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 制造板块简式利润表

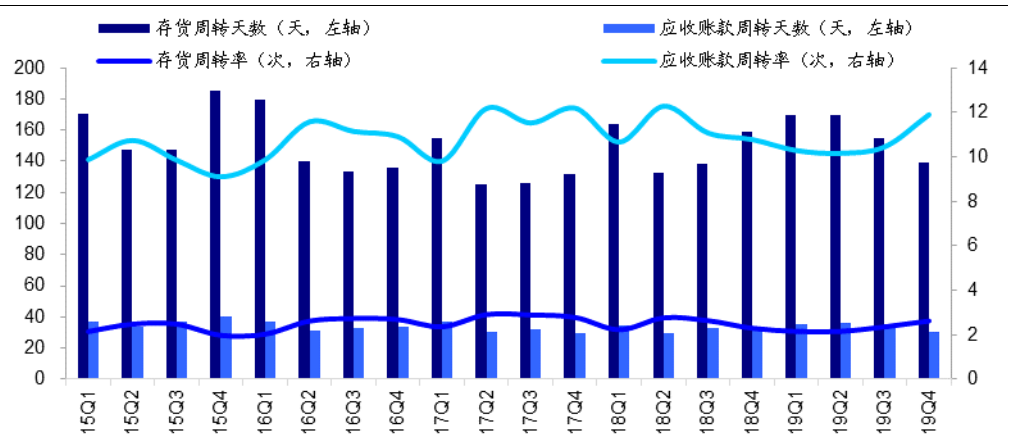
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
营收增速(%)	18.8	12.6	10.6	0.3	11.6	-8.0	-2.4	13.2
归母净利润增速(%)	3.6	11.5	26.9	-27.3	22.6	-22.6	-33.0	8.0
销售毛利率(%)	18.5	19.2	19.1	20.3	17.9	19.4	16.5	17.7
销售费用率(%)	2.7	2.6	2.8	3.4	2.8	2.8	3.1	3.0
管理+研发费用率(%)	6.1	7.2	6.0	7.5	6.0	6.2	6.4	6.7
财务费用率(%)	3.1	0.3	1.1	2.9	2.6	1.1	1.5	2.5
销售净利率(%)	6.7	10.2	8.7	5.0	7.4	8.6	6.0	4.7
扣非净利/归母净利润(%)	76.5	87.0	95.0	54.9	71.2	94.5	68.1	36.9

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 1.2.2 现金流指标持续改善

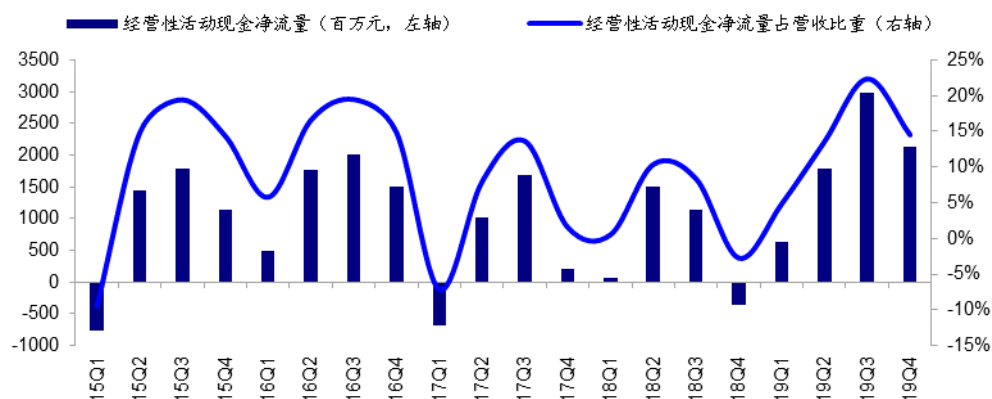
从周转效率来看, 19Q4 存货周转率同比增加 0.3 次至 2.6 次, 应收账款周转率同比增加 1.1 次至 11.9 次。从现金流量指标来看, 19Q4 板块经营性净现金流为 21.3 亿元, 18Q4 为-3.6 亿元, 经营性净现金流占营收比重为 14.5%, 同比提升 17.3pct。

图9 制造板块 15Q1-19Q4 营运指标



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 制造板块 15Q1-19Q4 现金流指标



资料来源：Wind，海通证券研究所

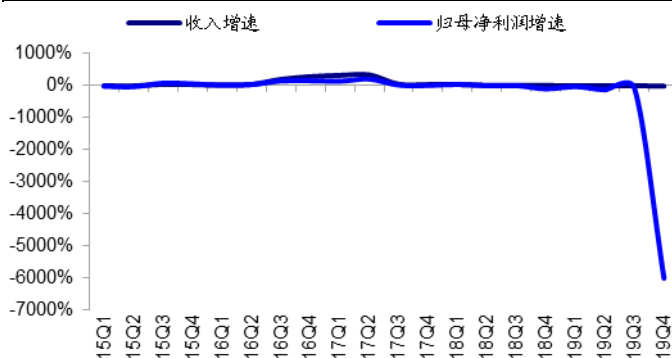
### 1.3 女装：费用率提升侵蚀净利，应收账款周转效率提升

#### 1.3.1 板块收入承压，费用率同比提升

19 年板块收入为 210.2 亿元，同减 4.9%，归母净利润为-687.8 亿元，同减 144.5%，毛利率为 61.56%，同比降低 4.3pct，净利率为-3.3%，同比降低 10.3pct。板块收入、归母净利润同比减少，主要受拉夏贝尔影响，剔除该影响因素，增速分别为+11.9%、-14.8%。净利率同比降幅明显，主因毛利率同比降低，销售、管理+研发、财务费用率同比分别提升 0.6、0.7、0.6pct。

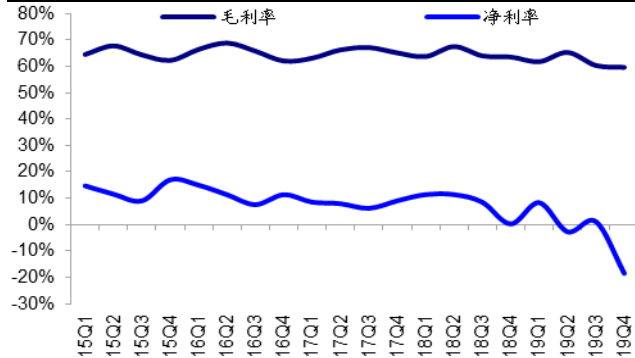
19Q4 板块收入同减 11.7%，归母净利润同减 5996.9%，剔除拉夏贝尔影响，板块收入、归母净利润同增+11.3%、-44.6%，归母净利润增速低于收入增速，由于板块毛利率（剔除拉夏贝尔）同比减少 2.9pct 至 62.3%。

图11 女装板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速



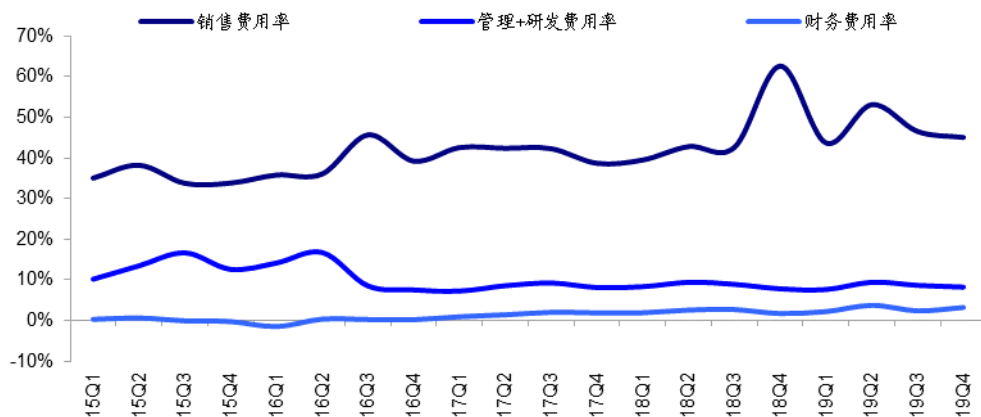
资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 女装板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 女装板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 女装板块简式利润表

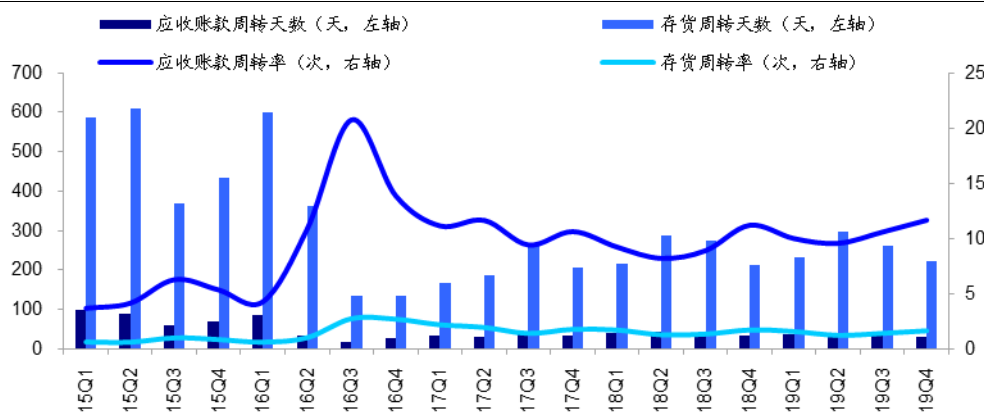
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
营收增速(%)	42.3	14.9	10.7	10.0	2.1	3.8	6.2	-11.7
归母净利润增速(%)	89.9	65.1	46.8	-96.6	-25.4	-124.5	-85.7	-5996.9
销售毛利率(%)	63.7	67.5	64.0	63.6	61.8	65.3	60.3	59.6
销售费用率(%)	39.5	42.8	42.6	62.6	43.7	53.2	46.5	45.1
管理+研发费用率(%)	8.3	9.4	8.9	7.8	7.6	9.4	8.7	8.2
财务费用率(%)	1.9	2.6	2.7	1.7	2.2	3.8	2.4	3.2
销售净利率(%)	11.4	11.4	8.5	0.3	8.3	-2.7	1.1	-18.5
扣非净利/归母净利润(%)	91.2	68.0	82.2	-319.1	78.1	167.2	-38.7	99.8

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 1.3.2 应收账款周转效率提升

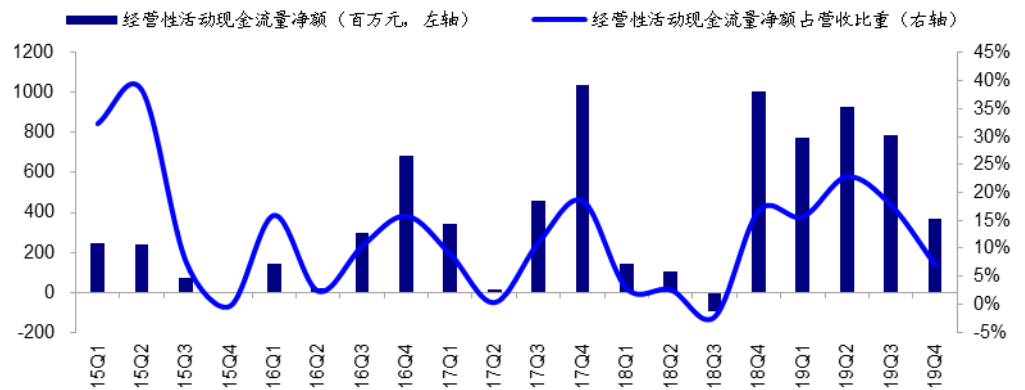
从周转效率来看, 19Q4 存货周转率同比减少 0.1 次至 1.6 次, 应收账款周转率同比增加 0.5 次至 11.7 次。从现金流量指标来看, 19Q4 板块经营性净现金流为 3.7 亿元, 同减 63.5%, 经营性净现金流占营收比重为 7.1%, 较 18Q4 降低 9.7pct。

图14 女装板块 15Q1-19Q4 营运指标



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 女装板块 15Q1-19Q4 现金流指标



资料来源：Wind，海通证券研究所

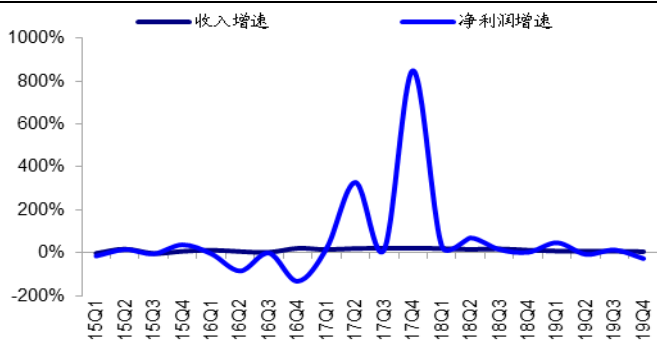
## 1.4 男装：毛利率改善，现金流改善

### 1.4.1 毛利率、净利率改善

19年男装板块实现收入、归母净利润115.8、13.3亿元，同增6.9%、9.0%。净利率增速好于收入端，主因19年毛利率同比提升2.6pct至56.8%。19年板块净利率为11.5%，同比提升0.2pct，毛利率明显改善的同时，净利率同比略微提升，由于销售费用率同比提升3.2pct至30.4%。

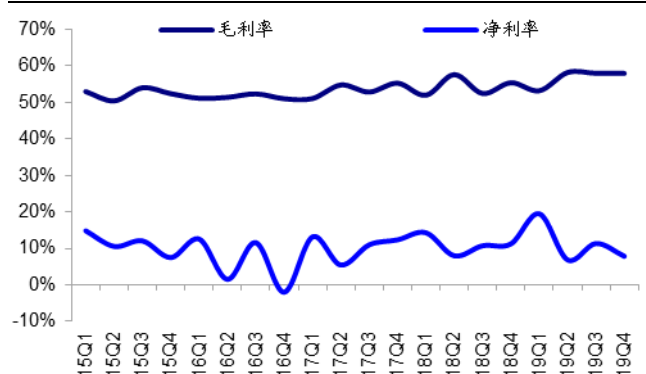
19Q4男装板块收入同增5.3%，归母净利润同减26.7%。收入端增速优于净利率端，由于1）销售费用率同比提升4.2pct至33.4%，2）19Q4公允价值变动损益同比减少64.8%至0.7亿元。19Q4毛利率为58.0%，同比提升2.5pct，净利率为7.8%，同比降低3.4pct。

图16 男装板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速



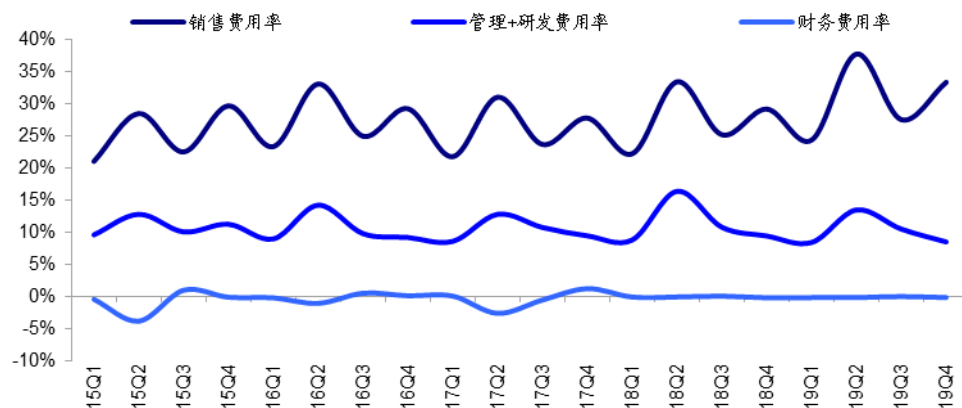
资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 男装板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 男装板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 男装板块简式利润表

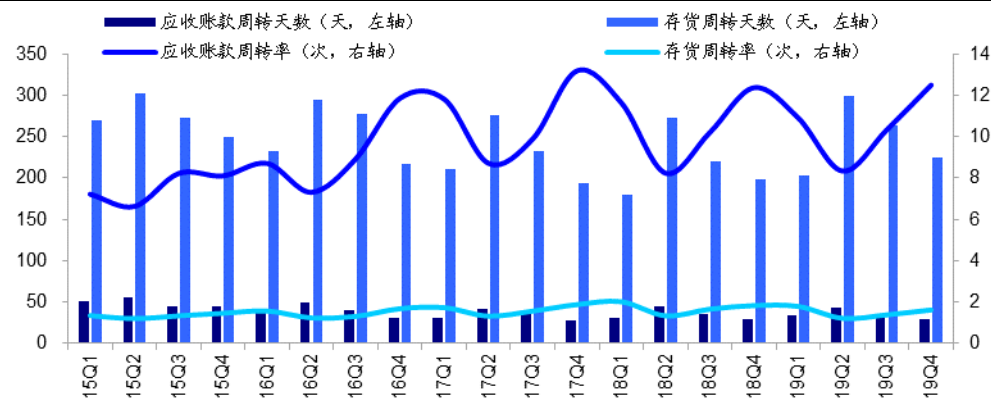
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
营收增速(%)	20.1	16.0	18.3	12.5	7.9	7.7	7.2	5.3
归母净利润增速(%)	30.6	69.5	15.6	2.5	46.9	-7.3	13.4	-26.7
销售毛利率(%)	52.0	57.6	52.5	55.4	53.2	58.2	58.0	58.0
销售费用率(%)	22.2	33.4	25.2	29.2	24.3	37.7	27.5	33.4
管理+研发费用率(%)	8.8	16.4	10.8	9.4	8.4	13.5	10.5	8.5
财务费用率(%)	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.2
销售净利率(%)	14.3	8.0	10.7	11.3	19.5	6.9	11.4	7.8
扣非净利/归母净利润(%)	90.8	60.4	72.0	41.9	70.3	58.6	82.9	57.0

资料来源: Wind, 海通证券研究所

#### 1.4.2 应收账款周转效率提升, 现金流量指标改善

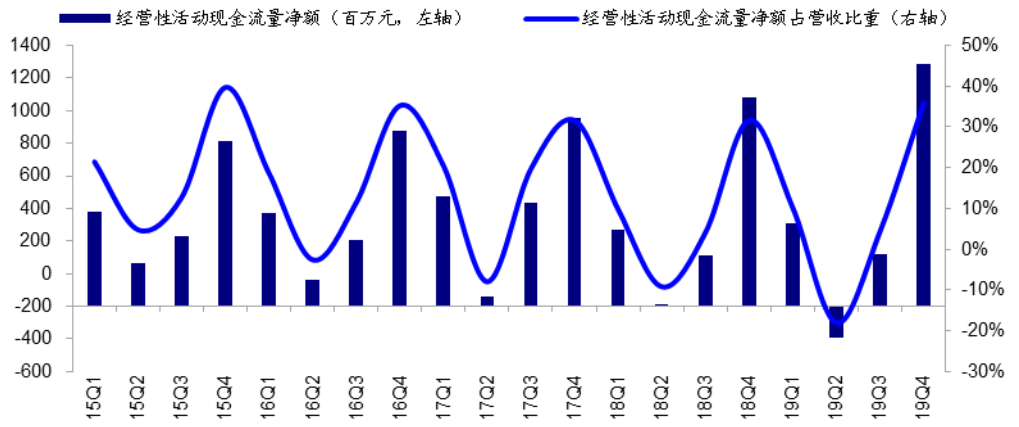
从周转效率来看, 19Q4 存货周转率同比减少 0.2 次至 1.6 次, 应收账款周转率同比增加 0.1 次至 12.5 次。从现金流量指标来看, 19Q4 板块经营性净现金流为 12.8 亿元, 同比增加 19.1%, 经营性净现金流占营收比重为 35.9%, 同比提升 4.16pct。

图19 男装板块 15Q1-19Q4 营运指标



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 男装板块 15Q1-19Q4 现金流指标



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1.5 休闲服饰：线上收入实现双位增速，存货周转效率提升

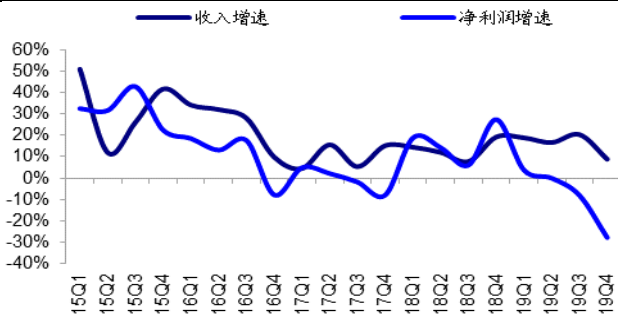
### 1.5.1 19 年收入同增 15%，毛利率保持稳定

19 年休闲服饰板块收入为 502.0 亿元，同增 15.2%，归母净利润 54.6 亿元，同减 7.6%，毛利率为 42.7%，同比略微提升 0.1pct，净利率为 10.9%，同比降低 2.7pct，主因期间费用率同比提升，销售、管理+研发费用率同比分别提升 2.6、1.1pct。

19 年海澜之家（剔除爱居兔）、森马服饰（剔除并表 Kidiliz）、太平鸟收入同增 16.7%、9.4%、2.8%，其中线下渠道收入同比增速分别为 2.8%、2.8%、-1.4%，我们认为海澜之家、森马服饰线下收入增长，主因线下零售终端增加，19 年末两家公司线下门店共 7254、8855 家，净开店 990、514 家，同比增加 15.8%、6.2%，太平鸟线下收入同比略减，主因公司渠道调整，19 年末公司线下门店为 4496 家，净关店 98 家，同比减少 2.1%；三家公司线上均实现双位数增长，分别为 13.5%、27.0%、15.8%。

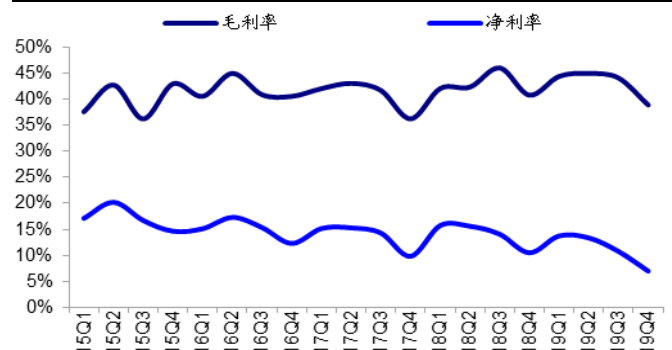
19Q4 休闲服饰板块收入同增 8.8%，较 19Q3 增速（+20.3%）环比放缓，主因 1）受暖冬天气影响，服装零售疲弱；2）18Q3 收入基数（同增 7.8%）处低位，18Q4 收入基数（同增 19.2%）较高。19Q4 归母净利润同减 27.9%，环比低于 19Q3 增速（-8.1%），收入同增的情况下，归母净利润同比减少，由于 1）毛利率同比降低 1.9pct 至 38.9%，2）销售、管理+研发费用率分别为 17.6%、8.3%，同比分别提升 0.6、1.5pct，净利率为 7.0%，同比降低 3.5pct。

图21 休闲服饰板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速



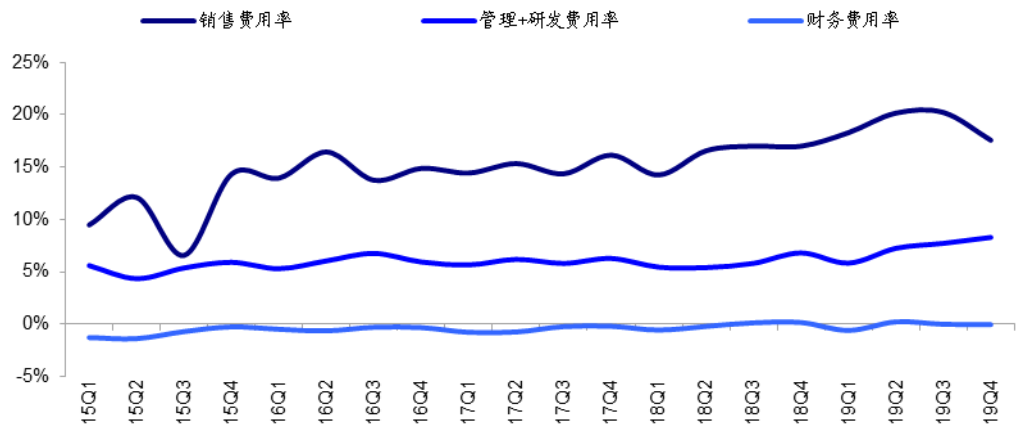
资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 休闲服饰板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 休闲服饰板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 休闲服饰板块简式利润表

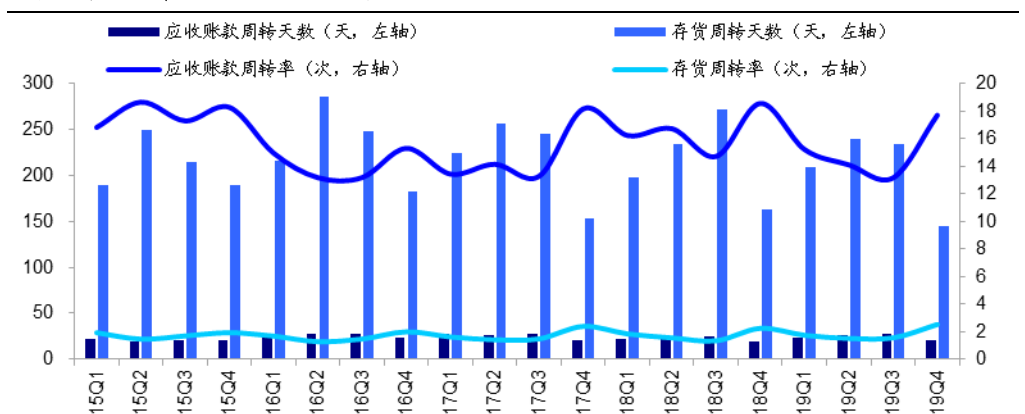
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
营收增速(%)	14.4	12.0	7.8	19.2	18.8	16.6	20.3	8.8
归母净利润增速(%)	18.8	14.2	6.0	27.4	3.7	-0.1	-8.1	-27.9
销售毛利率(%)	42.1	42.4	46.1	40.8	44.4	45.0	44.1	38.9
销售费用率(%)	14.2	16.6	17.0	17.0	18.3	20.1	20.2	17.6
管理+研发费用率(%)	5.4	5.4	5.8	6.8	5.8	7.2	7.7	8.3
财务费用率(%)	-0.6	-0.2	0.1	0.2	-0.6	0.2	0.0	0.0
销售净利率(%)	15.8	15.6	14.1	10.5	13.8	13.4	10.8	7.0
扣非净利/归母净利润(%)	94.2	91.8	87.8	76.8	91.8	87.2	91.8	98.1

资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.5.2 存货周转效率提升，现金流改善

从周转效率来看，19Q4 存货周转率为 2.5 次，同比提升 0.3 次，应收账款周转率同比降低 0.9 次至 17.7 次。从现金流量指标来看，19Q4 板块经营性净现金流为 63.4 亿元，同增 39.5%，经营性净现金流占营收比重为 38.4%，同比提升 8.4pct。

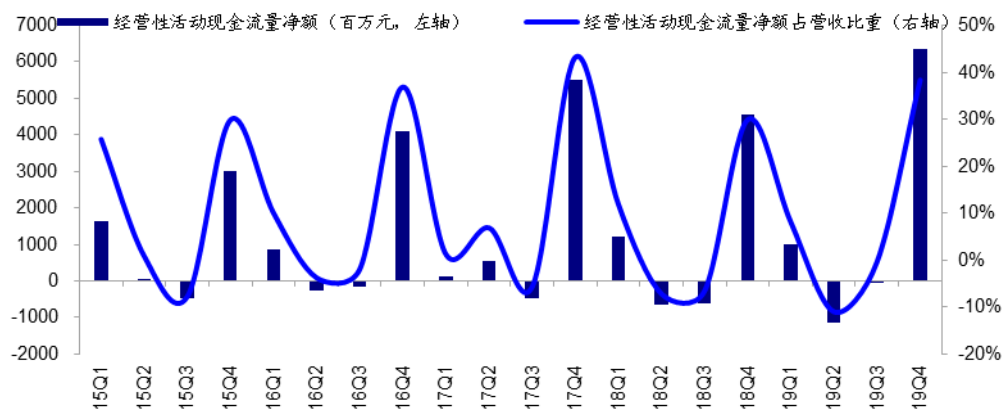
图24 休闲服饰板块 15Q1-19Q4 营运指标



资料来源：Wind，海通证券研究所



图25 休闲服饰板块 15Q1-19Q4 现金流指标



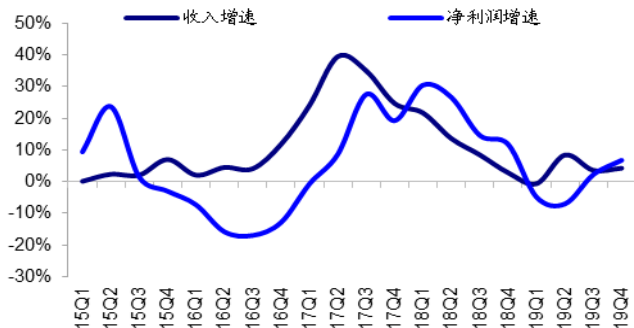
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1.6 家纺：19Q4 收入同增 4%，合理管控费用利好净利端

### 1.6.1 19 年收入同增 4%，费用管控合理

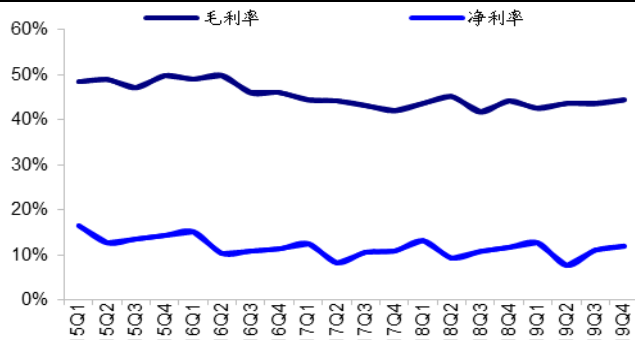
19 年家纺板块收入为 132.5 亿元，同增 3.9%，归母净利润 14.5 亿元，同增 0.5%，毛利率为 43.6%，同比降低 0.2pct，净利率 11.0%，同比降低 0.4pct。19Q4 家纺板块收入同增 4.3%，增速较 19Q3（+3.6%）环比改善，我们认为由于商品房销售持续修复，家纺作为地产后周期板块有所收益，归母净利润同增 6.8%，较 19Q3 增速环比改善 4.5pct，毛利率为 44.4%，同比提升 0.1 pct，净利率为 12.0%，同比提升 0.3pct，主因费用管控合理，管理+研发、财务费用率同比分别降低 1.5、0.5pct。

图26 家纺板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速



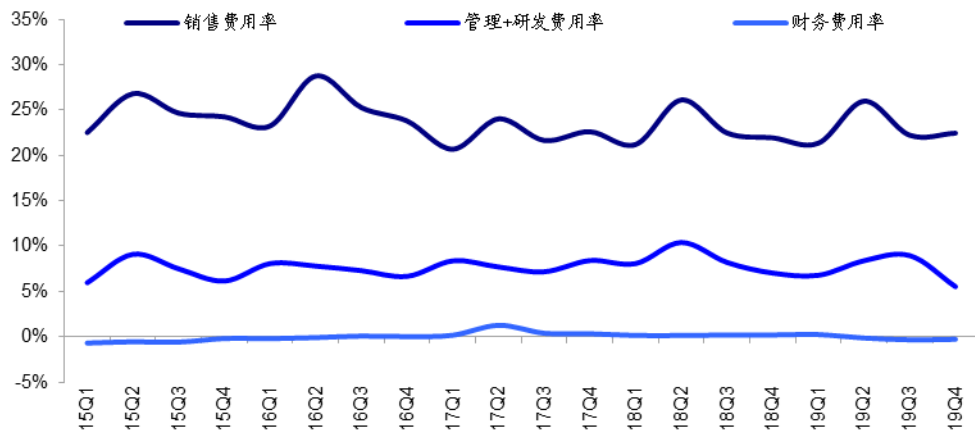
资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 家纺板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 家纺板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 5 家纺板块简式利润表

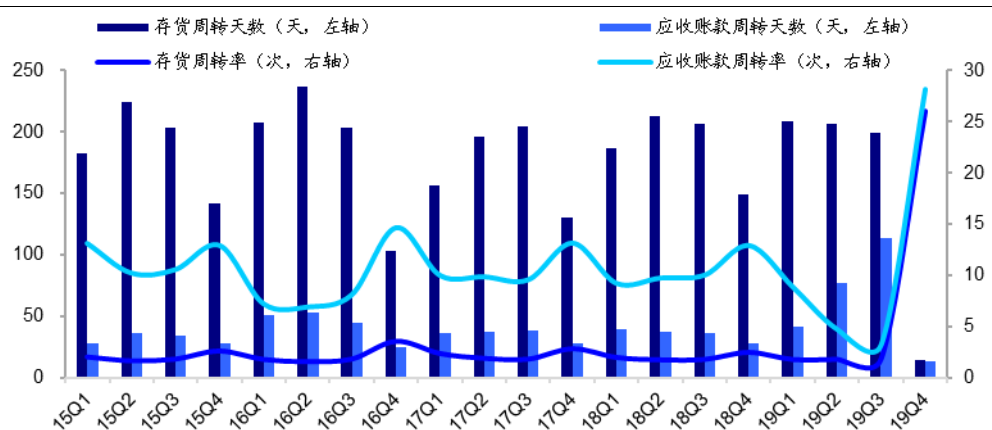
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
营收增速(%)	21.7	13.6	8.5	2.8	-0.6	8.4	3.6	4.3
归母净利润增速(%)	30.4	26.6	14.6	11.8	-4.8	-7.0	2.2	6.8
销售毛利率(%)	43.6	45.1	41.7	44.2	42.5	43.6	43.5	44.4
销售费用率(%)	21.2	26.1	22.5	22.0	21.4	26.0	22.2	22.5
管理+研发费用率(%)	8.1	10.4	8.2	7.0	6.8	8.4	9.0	5.5
财务费用率(%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	-0.1	-0.3	-0.3
销售净利率(%)	13.2	9.3	10.7	11.7	12.7	7.6	11.0	12.0
扣非净利/归母净利润(%)	96.1	97.1	98.1	99.1	89.9	71.3	90.7	89.5

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1.6.2 存货周转效率提升

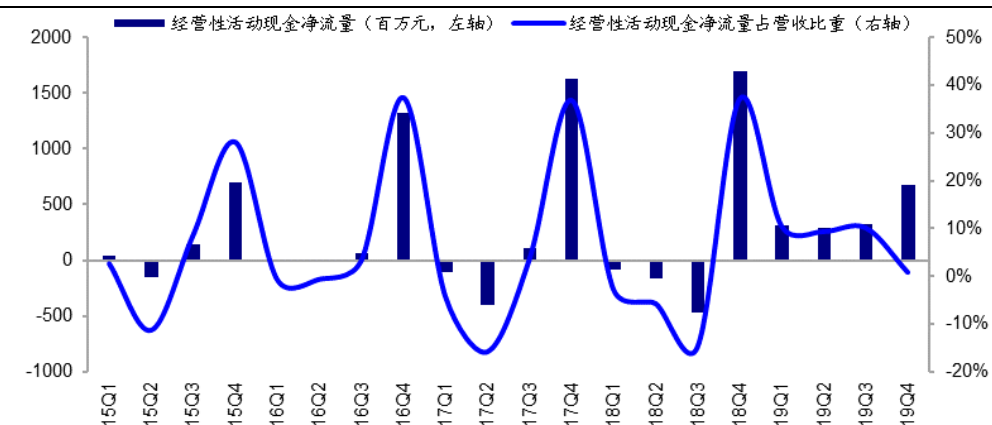
从周转效率来看，19Q4 存货周转率同比增加 0.3 次至 2.7 次，应收账款周转率同比减少 7.7 次至 4.8 次。从现金流量指标来看，19Q4 板块经营性净现金流为 13.9 亿元，同减 12.5%，经营性净现金流占营收比重为 31.1%，同比降低 5.9pct。

图29 家纺板块 15Q1-19Q4 营运指标



资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 家纺板块 15Q1-19Q4 现金流指标



资料来源：Wind，海通证券研究所

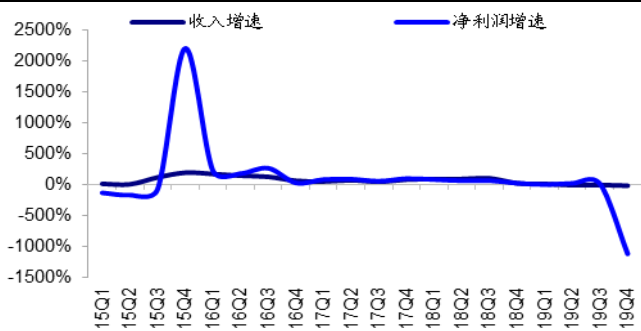
## 1.7 电商：国内市场收入增速维持双位增长，跨境业务承压

### 1.7.1 19 年归母净利润同减 7%

19 年电商板块收入为 265.7 亿元,同减 6.7%,归母净利润-11.3 亿元,同减 166.5%,19 年板块收入、归母净利润同比减少,主因跨境电商业务波动,跨境通经营承压(收入:-17.0%,归母净利润:-534.8%),剔除跨境通,板块收入、归母净利润同比增加 25.4%、48.0%。19 年板块毛利率为 34.9%,同比降低 4.7pct,净利率为-4.2%,同比降低 10.2pct。

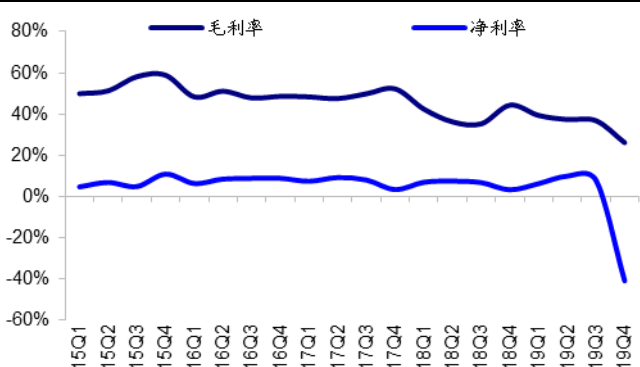
19Q4 电商板块收入同减 17.7%,较 19Q3 增速(-6.2%)环比放缓,归母净利润同减 1118.01%,较 19Q3 增速(+9.9%)环比降低,剔除跨境通,板块收入、归母净利润同增 18.1%、48.3%。19Q4 板块毛利率为 26.1%,同比降低 18.2pct,净利率为-40.9%,同比降低 44.2pct。

图31 电商板块 15Q1-19Q4 收入、归母净利润增速



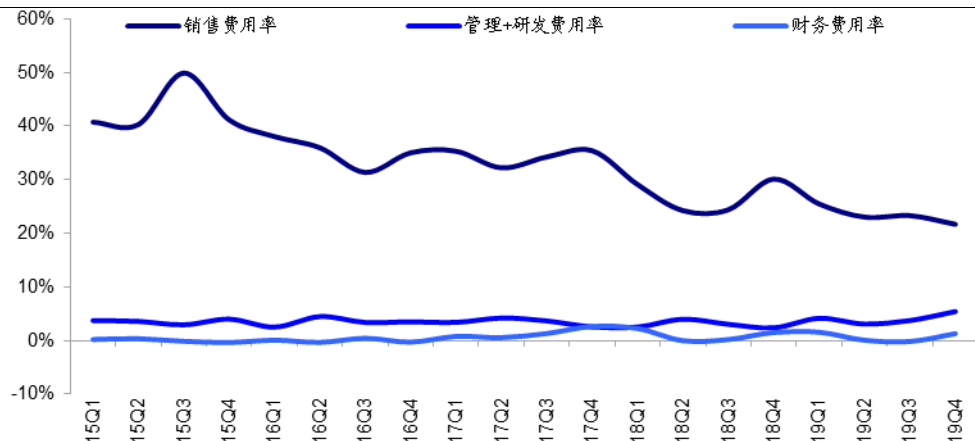
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图32 电商板块 15Q1-19Q4 毛利率、净利率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图33 电商板块 15Q1-19Q4 销售费用率、管理+研发费用率、财务费用率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 6 电商板块简式利润表

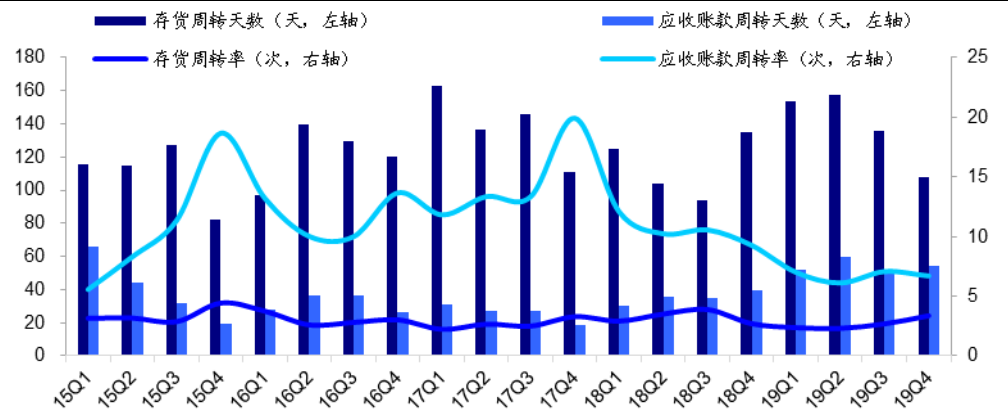
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
营收增速(%)	88.4	90.5	101.9	22.0	11.3	-9.8	-6.2	-17.7
归母净利润增速(%)	81.8	64.0	65.4	23.3	1.4	20.4	9.9	-1118.0
销售毛利率(%)	42.4	36.2	35.2	44.3	39.3	37.4	36.8	26.1
销售费用率(%)	29.1	24.2	24.4	30.1	25.5	23.0	23.3	21.7
管理+研发费用率(%)	2.5	4.0	3.0	2.4	4.1	3.1	3.7	5.4
财务费用率(%)	2.2	0.0	0.2	1.5	1.5	0.1	-0.2	1.3
销售净利率(%)	6.9	7.5	6.7	3.3	6.3	9.9	7.8	-40.9
扣非净利/归母净利润(%)	95.0	91.7	96.3	86.3	96.0	95.2	94.3	99.2

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 1.7.2 存货周转效率提升, 经营性净现金流改善

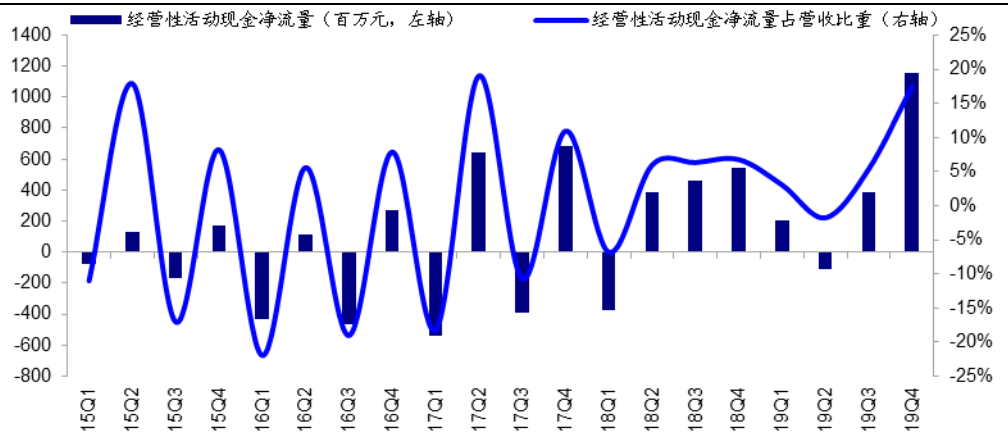
从周转效率来看，19Q4 存货周转率为 3.4 次，同比提升 0.7 次，应收账款周转率同比减少 2.6 次至 6.7 次。从现金流量指标来看，19Q4 板块经营性净现金流为 11.6 亿元，同比增长 112.7%，经营性净现金流占营收比重为 17.5%，同比提升 10.7pct。

图34 电商板块 15Q1-19Q4 营运指标



资料来源：Wind，海通证券研究所

图35 电商板块 15Q1-19Q4 现金流指标

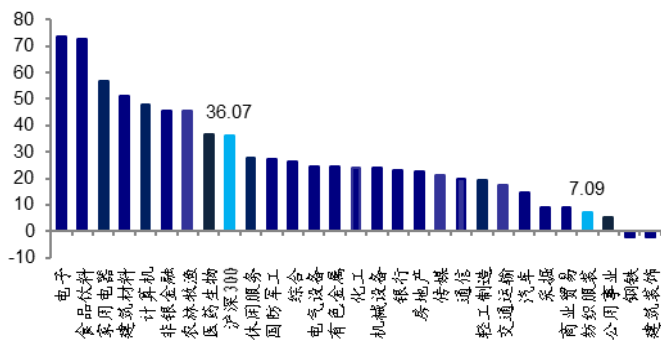


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 市场表现与估值

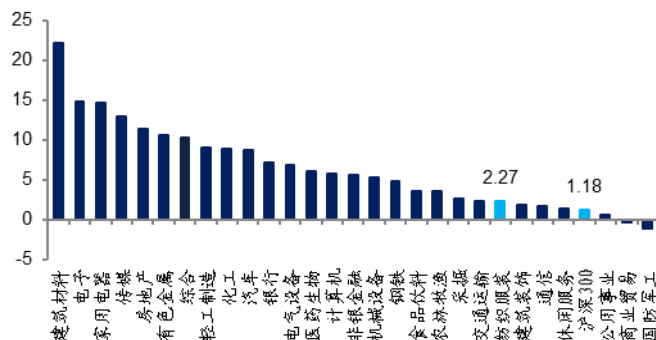
2019 年 1 月 1 日至 12 月 31 日，纺织服装板块累计上涨 7.09%，在所有申万一级行业中排名 25，跑输沪深 300 28.98 个百分点，其中纺织制造板块上涨 9.73%，服装家纺板块上涨 5.53%。

图36 2019/1/1-2019/12/31 板块涨跌幅排序 (%)



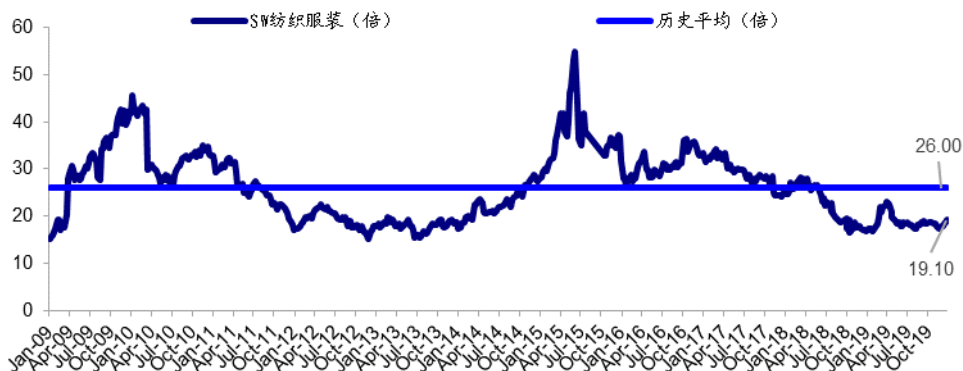
资料来源: Wind, 统计截至 19 年 12 月 31 日, 海通证券研究所

图37 2019/10/1-2019/12/31 板块涨跌幅排序 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图38 纺织服装板块 19 年 12 月 31 日 PE (TTM) 估值 19.10 倍



资料来源: WIND, 统计截止至 19 年 12 月 31 日, 海通证券研究所

从个股涨跌幅情况来看, 2019 年 1 月 1 日至 12 月 31 日涨幅靠前的多来自服装家纺板块, 跌幅靠前的个股多业绩较差。从 PE 估值水平来看, 截止 2019 年 12 月 31 日, 纺织服装 PE 估值为 19.10 倍 (TTM, 剔除负值), 出现小幅回升, 仍低于 2009 年初至 2019 年年末的历史平均水平 26.00 倍, 其中纺织制造板块 18.65 倍, 服装家纺板块 19.30 倍。

表 7 纺织服装板块涨跌幅前十个股情况

2019 年				2018 年				2017 年			
	涨幅前十		跌幅前十		涨幅前十		跌幅前十		涨幅前十		涨幅后十
中潜股份	400.44%	摩登大道	-36.61%	柏堡龙	27.25%	商赢环球	-74.11%	万里马	172.80%	中潜股份	-65.70%
星期六	338.08%	拉夏贝尔	-33.41%	森马服饰	15.74%	*ST 步森	-73.67%	振静股份	135.60%	*ST 中绒	-61.70%
商赢环球	105.17%	天首发展	-30.81%	日播时尚	7.60%	贵人鸟	-66.89%	开润股份	102.80%	健盛集团	-59.70%
欣龙控股	102.47%	柏堡龙	-28.67%	百隆东方	7.09%	旺能环境	-66.30%	牧高笛	54.00%	星期六	-58.20%
三夫户外	90.44%	维格娜丝	-28.63%	天创时尚	0.58%	*ST 中绒	-63.71%	拉夏贝尔	46.90%	金发拉比	-57.50%
振静股份	62.77%	百隆东方	-26.45%	九牧王	-0.89%	振静股份	-60.18%	起步股份	43.60%	华升股份	-55.50%
兴业科技	51.96%	三毛 B 股	-23.37%	比音勒芬	-4.34%	摩登大道	-59.46%	台华新材	26.10%	三房巷	-54.00%
*ST 中绒	46.46%	日播时尚	-16.99%	黑牡丹	-6.28%	搜于特	-55.52%	希努尔	24.50%	哈森股份	-52.30%
棒杰股份	42.51%	康隆达	-16.15%	三房巷	-7.00%	美尔雅	-55.11%	诺邦股份	22.40%	凤竹纺织	-52.30%
华孚时尚	41.64%	嘉麟杰	-14.40%	鲁泰 A	-7.24%	起步股份	-53.17%	富安娜	20.10%	探路者	-49.90%

资料来源: WIND、截止 2019/12/31 收盘、海通证券研究所

### 3. 投资逻辑: 推荐内生增长强劲的品牌服饰

- **服装家纺:** 目前中国疫情流行高峰已过, 前期关停的零售终端重启, 但客流恢复仍需时日, 叠加存在海外病情入境风险, 各大平台陆续组织电商节, 商品折扣力度较大, 消费者或将倾向于选择线上消费。部分纺服公司具备良好的电商运营能力, 疫情期间线上发展顺畅, 建议关注安正时尚、南极电商、星期六。同时推荐关注本身

质地优异、产品品牌力强，有机会在内需反弹中率先受益的优质品牌，安踏体育、地素时尚、滔搏、比音勒芬。

- **纺织制造：**海外品牌服饰门店暂时停止运营，美、日、欧是服装主要消费国，疫情期间外出购买服装需求减少，服装消费疲弱，国内纺织制造出口订单或将延期或取消，我们预计 20Q2 制造承压明显。产能多点布局、与下游客户构建良好合作关系的制造企业，建议关注健盛集团、申洲国际。

## 4. 风险提示

零售环境疲弱，行业竞争加剧，原材料价格波动，汇率波动等。

## 5. 样本说明

表 8 各细分子板块样本说明

板块	股票名称	股票代码	板块	股票名称	股票代码
制造	百隆东方	601339.SH	电商	跨境通	002640.SZ
	健盛集团	603558.SH		南极电商	002127.SZ
	孚日股份	002083.SZ		开润股份	300577.SZ
				星期六	002291.SZ
	伟星股份	002003.SZ	男装	九牧王	601566.SH
	新野纺织	002087.SZ		七匹狼	002029.SZ
	华孚时尚	002042.SZ		报喜鸟	002154.SZ
	嘉欣丝绸	002404.SZ		比音勒芬	002832.SZ
	鲁泰 A	000726.SZ	休闲服饰	海澜之家	600398.SH
	新澳股份	603889.SH		森马服饰	002563.SZ
家纺	联发股份	002394.SZ		太平鸟	603877.SH
				柏堡龙	002776.SZ
	罗莱生活	002293.SZ	女装	歌力思	603808.SH
	梦洁股份	002397.SZ		朗姿股份	002612.SZ
	富安娜	002327.SZ		锦泓集团	603518.SH
	水星家纺	603365.SH		安正时尚	603839.SH
				拉夏贝尔	603157.SH
				地素时尚	603587.SH

资料来源：Wind，海通证券研究所



# 信息披露

## 分析师声明

梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 歌力思,安正时尚,罗莱生活,伟星股份,滔搏,地素时尚,七匹狼,台华新材,锦泓集团,比音勒芬,太平鸟,健盛集团,安踏体育,跨境通,森马服饰,海澜之家

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准：	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珣珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉(021)23219411 zxw10402@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒(021)23154130 lsx11330@htsec.com  
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

### 汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑 蕾(0755)23617756 zl12742@htsec.com  
房乔华(0755)23617756 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅(021)23219480 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

## 电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
联系人  
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

## 煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

## 电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com  
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

## 基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

## 计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
于成龙 ycl12224@htsec.com  
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

## 通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
张青青(021)23219383 zqq11650@htsec.com  
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com  
联系人  
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

## 非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
联系人  
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

## 交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com  
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

## 纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
联系人  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

## 建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

## 机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com  
周丹 zd12213@htsec.com  
联系人  
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

## 钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

## 建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

## 农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
联系人  
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

## 食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
联系人  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

## 军工行业

张恒珲 zhx10170@htsec.com  
联系人  
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

## 银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
解巍巍 xww12276@htsec.com  
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com  
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

## 社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com

## 家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

## 造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
李婕 lj12330@htsec.com  
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com