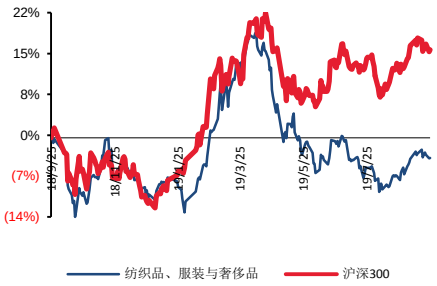
2020-05-12
行业深度报告
看好/首次
纺织品、服装与奢侈品

可选消费 耐用消费品与服装

19 年报及 20 年一季报总结综述篇：寻找需求压力下的韧性

■ 走势比较



■ 子行业评级

纺织品	中性
服装、服饰与奢侈品	看好
鞋类	中性

相关研究报告：

证券分析师：郭彬

电话：18621965840

E-MAIL：guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519090001

报告摘要

行业概述：19 年年报及 20 年一季报整体披露结束，纺织服装上市板块 19Q4 受暖冬影响行业数据略低预期，20Q1 受疫情影响行业数据整体筑底下行。泥沙俱下的过程中，部分前期充分经历调整和竞争的子版块以及行业需求端仍有弹性和的板块体现出相对的韧性（体育运动，电商，化妆品景气度较高），休闲服，纺织制造，鞋帽，男女装等子版块业绩仍处于筑底中。

我们选取了 54 家行业重点公司进行分析,有效规避了估值异常值等扰动因素，体现出以下特点：

1、 **营收：剔除两家异常值公司后 19 全年营收表现尚可，20Q1 疫情带来普遍影响无可避免。** 2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 的营收增速为+8.0%/+0.7%/+5.0%/+2.8%。2020Q1 营收增速-26.8%。19Q4 较同期下降 7.3 pct。20Q1 较同期下降 34.8pct。19 年全年对比 18 年全年下降 8.3pct。考虑到板块美邦服饰（-28.8%）和拉夏贝尔（-24.7%）两家公司营收变动较大，剔除后板块整体 19 年营收+7.2%，成绩尚可接受。但 20Q1 营收端显示出疫情带来的行业影响普遍性，剔除美邦拉夏后行业仍下降 24.4%，我们预计疫情带来的影响将延续到 20Q2，5-6 月零售端或将有复苏，20Q4 是决定全年板块业绩表现的重要节点。

2、 **净利润：19 全年净利润端表现一般，经营负杠杆效应导致 20Q1 下滑较大。** 2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 的归母净利润增速为+5.2%/-22.1%/-19.3%/-42.2%，较同期下降 13.1pct/28.7pct/33.5pct/36.1pct。2020Q1 净利增速为-64.0%,较同期下降 69.3%。19 年全年对比同期下降 23.5pct。剔除美邦拉夏影响后，板块 19 全年-2.6%，成绩尚可接受；20Q1 净利润端下降 53%，显示出疫情影响大于非典时期影响（03Q2 时期，纺织服装板块单季度仅下滑 18.7%）。利润端下降较大主要还是费用等因素较为刚性，短期在营收收缩的情况下体现为经营杠杆的负效应。

3、 **盈利能力：盈利能力小幅下降，20Q1 行业净利率波动较大。**2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 39.14%/40.35%/38.24% /38.29%，19Q4 毛利率指标略有下降 1.17pct。2020Q1 行业整体毛利率 37.05%，较同期变动-2.09pct 。 2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为

10.84%/8.59%/7.31%/3.79%，较同期均有小幅下降。2020Q1 行业整体净利率 5.41%，较同期变动-5.43pct，环比有所回升。

4、 **板块持仓：**截至 20Q1 期末行业重仓股口径持仓市值 81.53 亿(含南极电商 50.5 亿，化妆品板块 10.38 亿)，占比 0.59%，不含南极电商及化妆品公司持仓市值 20.7 亿，口径占比 0.15%。较年报相比，行业重仓股口径持仓占比下降 0.07pct，不含南极电商及化妆品公司口径占比上升 0.01pct。板块持仓趋势比较稳定，板块权重公司南极电商持仓占比上升比较明显。

基金一季报持仓市值较多个股： 南极电商，珀莱雅，星期六，森马服饰，奥康国际。

基金一季报加仓较多个股：南极电商、九牧王、华孚时尚、富安娜、海澜之家。

基金一季报减仓较多个股：比音勒芬、安正时尚、航民股份等。

5、 **板块估值：**截至 2020 年 5 月 11 日，板块 PE（TTM）估值为 29.8X，对比历史情况，基本处于 27-31x 的历史板块估值中枢区间，19 年以来的估值抬升，主要系板块盈利下行的被动抬升。

综合 19 全年及 20 年 Q1 财报情况来看，19 年整体年景一般，社零需求端缺乏增量动力与暖冬是最大因素。总体相对疲弱的需求让行业更难寻找增量方向。子版块方面，运动服饰，电商和化妆品体现出相对较好的景气度。20 年开年遭遇疫情，短期线下客流缺失，中期企业扩张步伐谨慎，长期经济面临一定压力。疾风知劲草，板荡识诚臣，面对不确定性的环境，基本面经营能力是最好的避风要素。我们认为运动服饰企业经历过一轮行业淘汰和出清，库存调节和零售能力强，整体基本面韧性要好于其他子行业。电商和化妆品受益较好的子行业增速，虽然短期受疫情影响，但是需求端仍有弹性，相对景气度可期。行业保持估值和机构持仓的稳定水平，行业估值的提升仍需等待基本面整体的好转，短中期内有韧性和弹性的子行业仍是我们关注的重点。

推荐组合：

运动服饰组合：安踏，李宁，比音勒芬，滔搏

电商组合：南极电商，开润股份，星期六

化妆品组合：丸美股份，珀莱雅，上海家化，御家汇，青松股份

行业白马组合：森马服饰，海澜之家，歌力思，健盛集团，地素时尚。

风险提示：人民币升值风险，终端需求疲软，库存风险，行业调整不达预期；行业及公司净利率下滑风险，现金流压力风险。

一、行业概述：

（一）2019 年年报及 2020 年 Q1 财务数据情况

本次年报及一季报分析我们筛选了 54 家纺织服装行业重点公司作为研究样本，其中包括纺织制造（14 家），休闲服饰（5 家），女装（6 家），鞋帽（6 家），男装（3 家），电商（2 家），其他服饰（4 家），家纺（4 家），化妆品（4 家），运动服饰（A 股 1 家+港股 5 家）。

表 1：跟踪标的组合明细

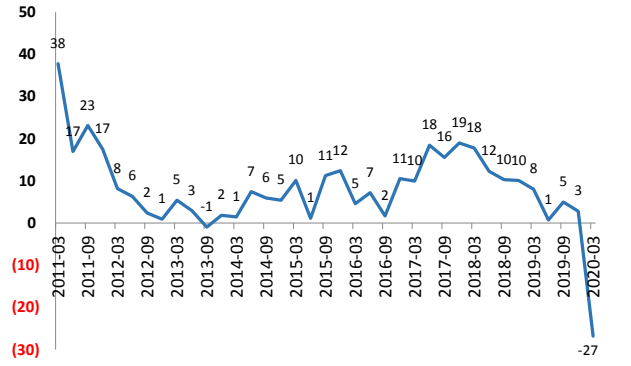
证券代码	证券简称	子版块名称	证券代码	证券简称	子版块名称
603157.SH	拉夏贝尔	休闲服饰	002293.SZ	罗莱生活	家纺
002269.SZ	美邦服饰	休闲服饰	002397.SZ	梦洁股份	家纺
603877.SH	太平鸟	休闲服饰	002327.SZ	富安娜	家纺
002776.SZ	柏堡龙	休闲服饰	603365.SH	水星家纺	家纺
002563.SZ	森马服饰	休闲服饰	603605.SH	珀莱雅	化妆品
603839.SH	安正时尚	女装	600315.SH	上海家化	化妆品
603808.SH	歌力思	女装	603983.SH	丸美股份	化妆品
603587.SH	地素时尚	女装	300740.SZ	御家汇	化妆品
002612.SZ	朗姿股份	女装	300658.SZ	延江股份	纺织制造
603518.SH	锦泓集团	女装	603238.SH	诺邦股份	纺织制造
603196.SH	日播时尚	女装	002083.SZ	孚日股份	纺织制造
603116.SH	红蜻蜓	鞋帽	603558.SH	健盛集团	纺织制造
603608.SH	天创时尚	鞋帽	002394.SZ	联发股份	纺织制造
603001.SH	奥康国际	鞋帽	603889.SH	新澳股份	纺织制造
603958.SH	哈森股份	鞋帽	000726.SZ	鲁泰 A	纺织制造
603557.SH	起步股份	鞋帽	002087.SZ	新野纺织	纺织制造
002291.SZ	星期六	鞋帽	600400.SH	红豆股份	纺织制造
601566.SH	九牧王	男装	600987.SH	航民股份	纺织制造
600398.SH	海澜之家	男装	601339.SH	百隆东方	纺织制造
002029.SZ	七匹狼	男装	002042.SZ	华孚时尚	纺织制造
002127.SZ	南极电商	电商	603055.SH	台华新材	纺织制造
300577.SZ	开润股份	电商	000955.SZ	欣龙控股	纺织制造
300005.SZ	探路者	其他服饰	002832.SZ	比音勒芬	运动服饰
002763.SZ	汇洁股份	其他服饰	2020.HK	安踏体育	运动服饰
002875.SZ	安奈儿	其他服饰	2331.HK	李宁	运动服饰
603908.SH	牧高笛	其他服饰	6110.HK	滔搏	运动服饰

1361.HK	361 度	运动服饰	1368.HK	特步国际	运动服饰

营收： 2019 年全年行业营收增速+4.07%，较同期增速下降 8.28pct，环比下降 0.52pct。2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 的营收增速为+8.0%/+0.7%/+5.0%/+2.8%。2020Q1 营收增速-26.8%，由于疫情冲击多数门店 Q1 闭店，企业无法正常营业，增速较同期下降较大（-34.8pct）。综合来看，行业营收端 19Q4 增速较 19Q3 有小幅下降，同时由于突如其来的疫情影响，20Q1 营收增速大幅下滑，后三季度由于疫情发展及政府管控政策的不确定性，行业营收端同比增速压力较大，环比增速有望逐渐改善。

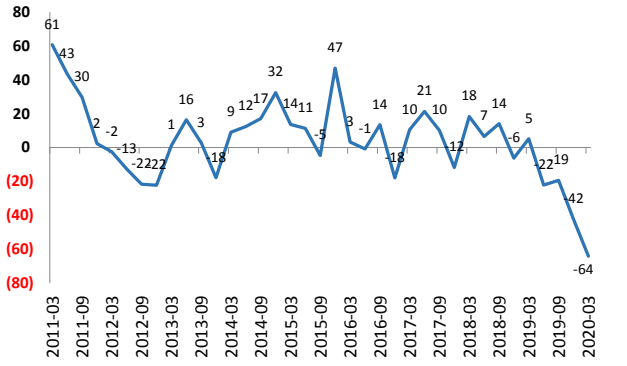
净利：2019 年全年行业归母净利增速-18.22%，较同期增速下降 26.80pct，环比下降 6.61pct 。2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 的净利增速为+5.25%/-22.12%/-19.33%/-42.23%。2020 年 Q1 净增速-64.03%（较同期下降 69.3pct），Q1 增速下行主要受疫情影响，导致行业盈利下滑。19 年整体增速同比降低主要受部分盈利下滑子版块影响（休闲服饰、鞋帽等），预计 20 年受疫情影响消费需求恢复较慢，行业增速压力较大。

图1：单季度纺服重点公司收入同比增速 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

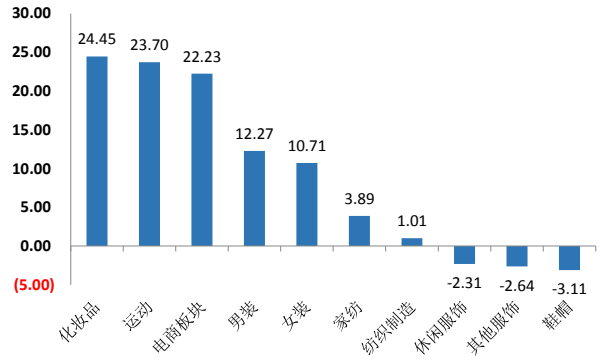
图2：单季度纺服重点公司净利同比增速 单位：%



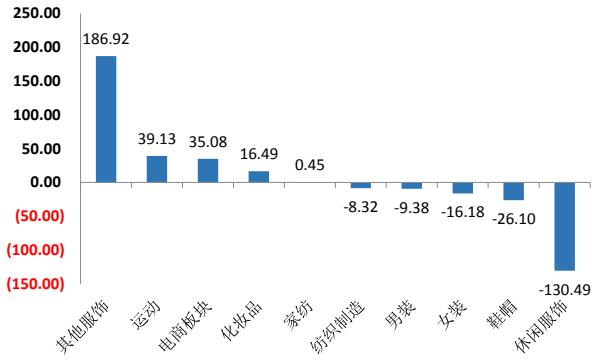
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图3：重点公司分各个板块2019年收入增长情况 单位：%

图4:重点公司分各个板块2019年归母净利增长情况 单位:%

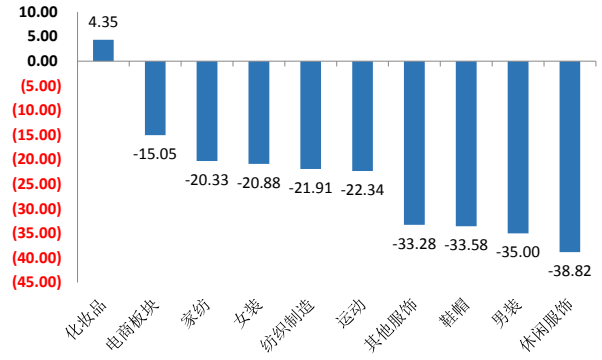


资料来源：Wind，太平洋研究院整理



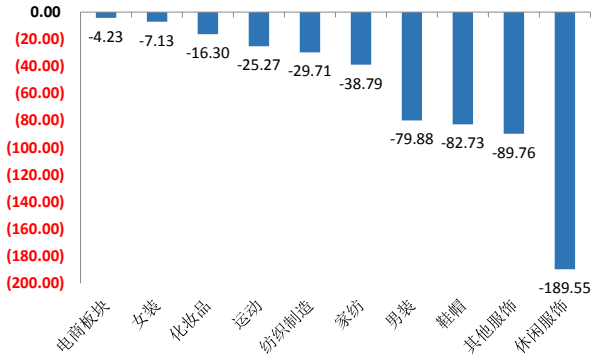
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图5:重点公司分各个板块20Q1单季度收入增长情况 单位:%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图6：重点公司分各个板块20Q1归母净利增长情况 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图7：单季度纺服重点公司毛利率情况变化 单位：%

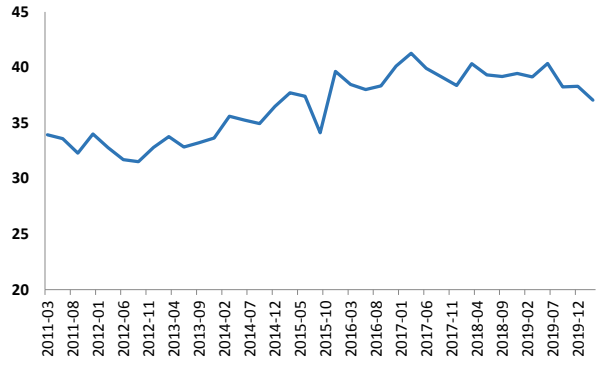
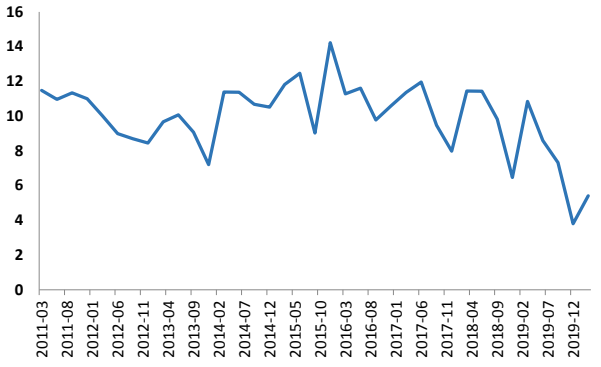


图8：单季度纺服重点公司净利率情况变化 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

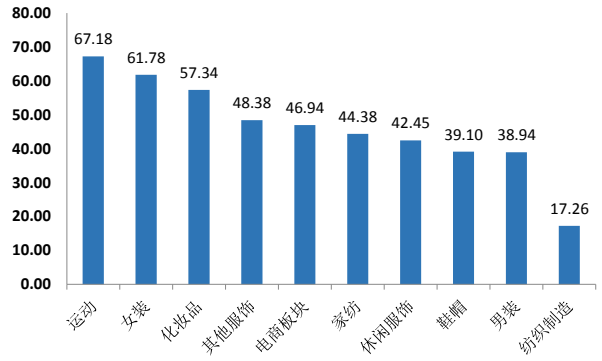
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

盈利能力：2019Q4/2020Q1 行业整体毛利率 38.29%/37.05%，较同期变动-1.17pct/-2.09pct，2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 39.14%/40.35%/38.24%/38.29%，毛利率指标略有下降。

2019 Q4/2020Q1 行业整体净利率 3.79%/5.41%，较同期变动-2.67pct/-5.43pct。2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 10.84%/8.59%/7.31%/3.79%。19 年净利率下行，板块亏损公司程度加大及暖冬影响，导致净利率水平降低。20Q1 环比有所回升。

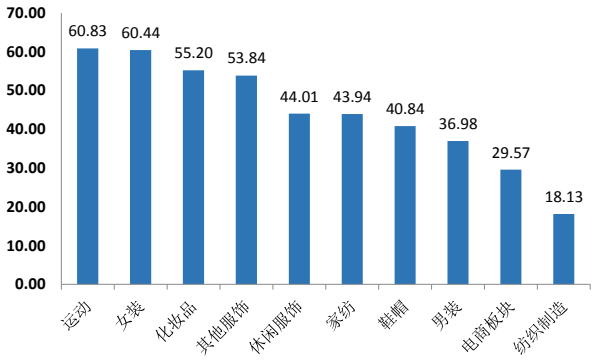
综合 19 全年及 20Q1 财报来看，营收及盈利端受部分子版块盈利下滑、亏损公司程度加大影响，19 年营收、净利、毛利率、净利率有了不同程度的下滑。20Q1 因疫情无法正常经营，各板块营收、净利呈现负增长；由于政府政策扶持、公司主动缩减开支，毛利率、净利率较同期降幅较小。随着疫情的逐渐好转，2020 年后三季度消费环境逐渐改善，但全年行业指标同比增长压力较大。疫情加速商家线上转型，重点关注线上转型较好、基本面优质的子行业和公司。

图9：19Q4单季度子版块销售毛利率情况 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图10：20Q1单季度子版块销售毛利率情况 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图11：19Q4单季度子版块销售净利率情况 单位：%

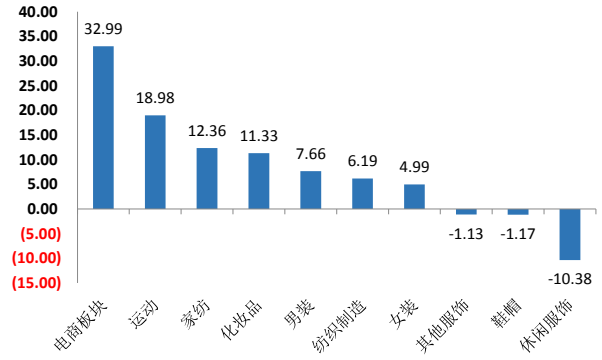
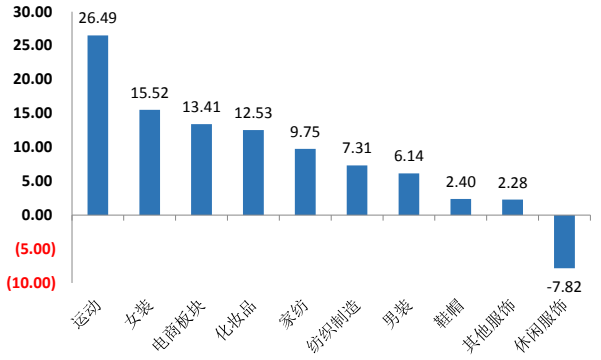


图12：20Q1单季度子版块销售净利率情况 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

费用：费用端体现一定刚性。2020Q1 行业销售/管理/财务费用 20.57%/6.66%/0.96%，较同期增速变动+1.97pct/+1.39pct/+0.07pct。总体费用端略有上涨，维持在正常水准线。（具体销售费用率和管理费用率变化见下图）

图13：单季度纺服重点公司销售费用率情况变化 单位：%

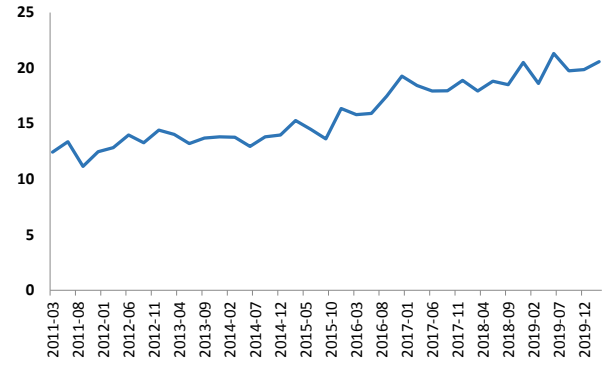
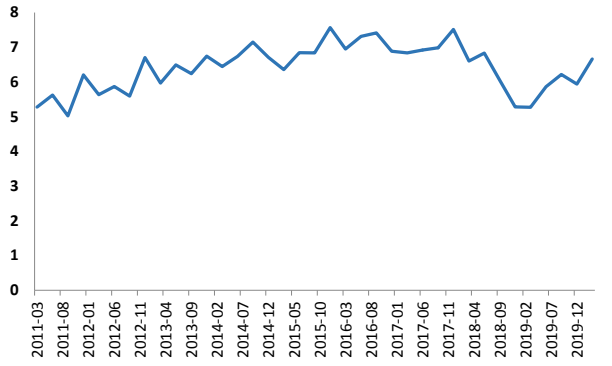


图14：单季度纺服重点公司管理费用率情况变化 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图15：19Q4单季度子版块销售费用率情况 单位：%

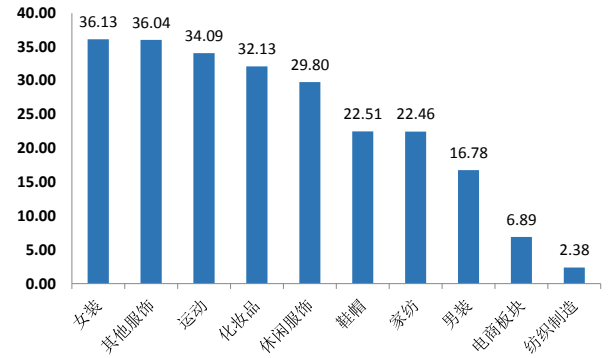
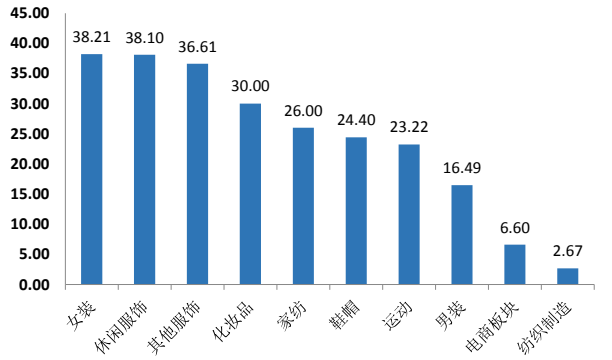


图16：20Q1单季度子版块销售费用率情况 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图17：19Q4单季度子版块管理费用率情况 单位：%

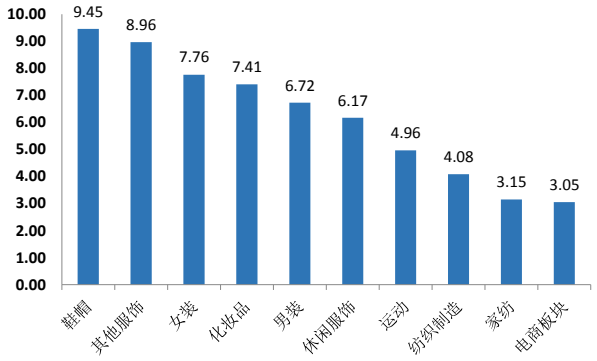
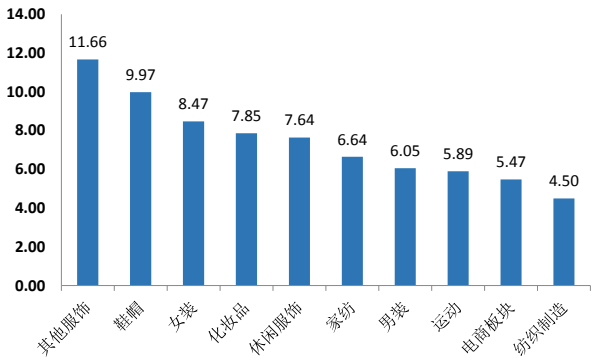


图18：20Q1单季度子版块管理费用率情况 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

存货与周转：19Q4/20Q1 行业整体存货周转天数 172.6 天/228.3 天，较同期上升 3.7/50.6 天，环比上升 55.7 天，主要由疫情导致销售下滑，存货堆积。2019 Q1/Q2/Q3/Q4 存货周转天数分别为 177.8/185.4/189.1/172.6 天，在 19 年消费需求持续变弱的情况下，周转水平在 Q3 达到低谷，同时周转天数较 18 年小幅上升，但总体仍处于稳定区间。分子版块来看，18 全年/19Q1 存货周转天数依次为运动（396.8 天/428.1 天，较同期上升 74.2 天/93.7 天），女装（275.5 天/362.9 天，较同期上升 6.5 天/101.7 天），男装（242.7 天/300.8 天，较同期下降 22.2 天/上升 70.9 天），其他服饰（231 天/363.9 天，较同期上升 41.1 天/118.5 天），家纺（177.2 天/256.6 天，较同期上升 3.3 天/51.3 天），休闲服饰（171 天/241.6 天，较同期上升 0.2 天/61.1 天），鞋帽（156 天/225.2 天，较同期下降 2.5 天/上升 74.1 天），纺织制造（150.8 天/199 天，较同期上升 9.8 天/38.3 天），化妆品（122 天/154.5 天，较同期上升 4.3 天/4.6 天），电商板块（39.9 天/57.2 天，较同期上升 5.3 天/23.3 天）。

图19：纺服重点公司存货周转天数情况 单位：天

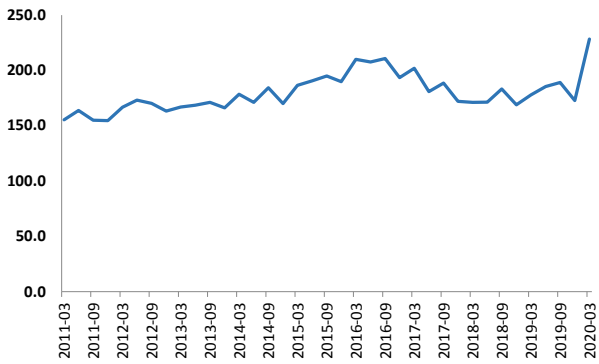
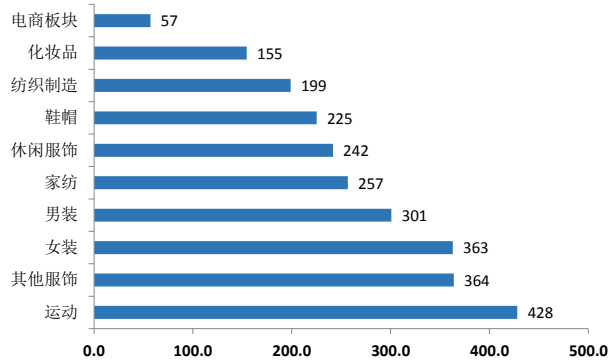


图20：20Q1单季度各板块存货周转天数情况 单位：天



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

现金流：19Q2 行业现金流/收入较全年达到低谷(5.1%)，Q3/Q4 季度有明显回升(10.1%/24.8%)，19 年各季度都好于同期水平。20Q1 现金流/收入大幅下滑（3.4%），随着消费逐步恢复，后几季度现金流预计有所回升，但同比增长压力较大。

图21：单季度纺服重点公司经营现金流/营业收入 单位：%

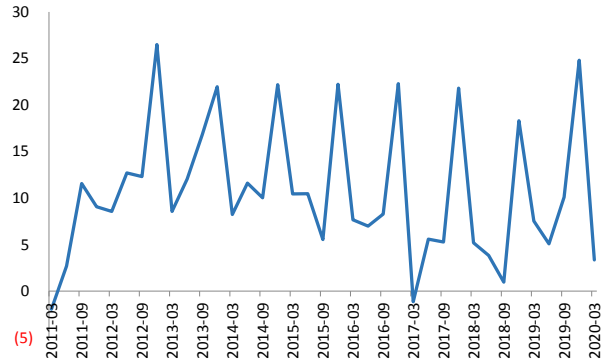
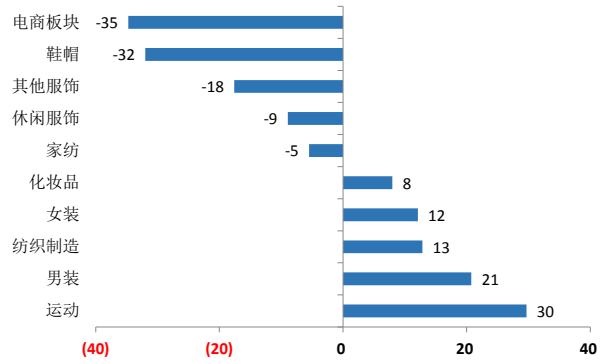


图22：20Q1各板块经营现金流/营业收入 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

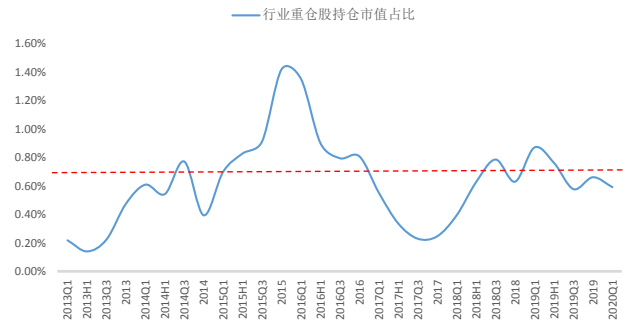
板块持仓：截至 20Q1 期末行业重仓股口径持仓市值 81.53 亿(含南极电商 50.5 亿，化妆品板块 10.38 亿)，占比 0.59%，不含南极电商及化妆品公司持仓市值 20.7 亿，口径占比 0.15%。较年报相比，行业重仓股口径持仓占比下降 0.07pct，不含南极电商及化妆品公司口径占比上升 0.01pct。板块持仓趋势比较稳定，板块权重公司南极电商持仓占比上升比较明显。

基金一季报持仓市值较多个股： 南极电商，珀莱雅，星期六，森马服饰，奥康国际。

基金一季报加仓较多个股：南极电商、九牧王、华孚时尚、富安娜、海澜之家。

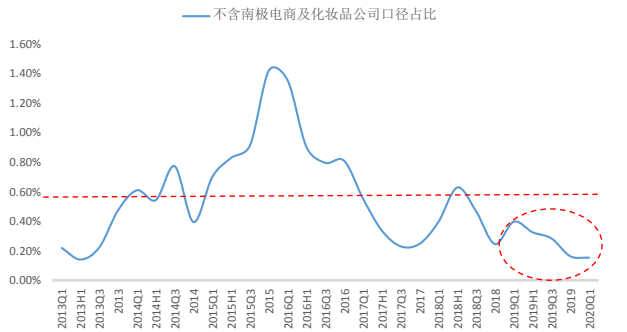
基金一季报减仓较多个股：比音勒芬、安正时尚、航民股份等。

图23：板块重仓股持仓占基金持仓历史比重 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

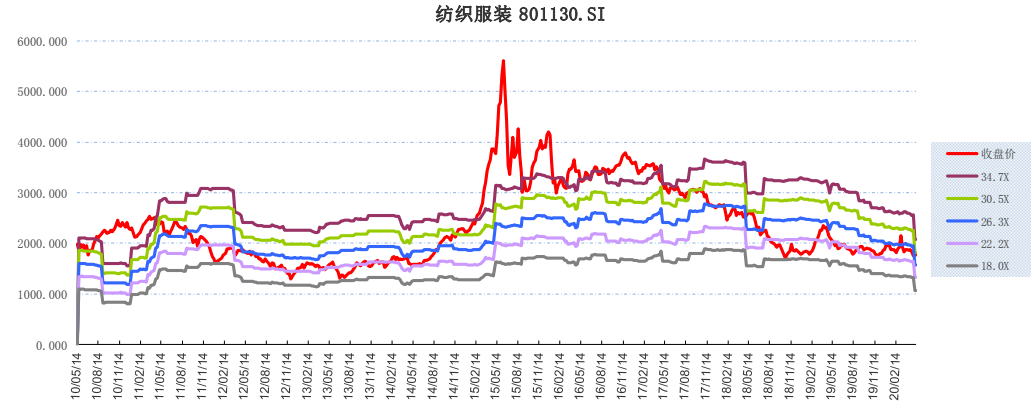
图24：板块重仓股持仓比重（不含南极，化妆品） （%）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

板块估值：截至 2020 年 5 月 11 日，板块 PE（TTM）估值为 29.8X，对比历史情况，基本处于 27-31x 的历史板块估值中枢区间，19 年以来的估值抬升，主要系板块盈利下行的被动抬升。

图表25：板块整体估值情况，基本位于历史中枢值区间（截至2020年5月11日）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

综合 19 全年及 20 年 Q1 财报情况来看，19 年整体年景一般，社零需求端缺乏增量动力与暖冬是最大因素。总体相对疲弱的需求让行业更难寻找增量方向。子版块方面，运动服饰，电商和化妆品体现出相对较好的景气度。20 年开年遭遇疫情，短期线下客流缺失，中期企业扩张步伐谨慎，长期经济面临一定压力。**疾风知劲草，板荡识诚臣，面对不确定性的环境，基本面经营能力是最好的避风要素。我们认为运动服饰企业经历过一轮行业淘汰和出清，库存调节和零售能力强，整体基本面韧性要好于其他子行业。电商和化妆品受益较好的子行业增速，虽然短期受疫情影响，但是需求端仍有弹性，相对景气度可期。行业保持估值和机构持仓的稳定水平，行业估值的提升仍需等待基本面整体的好转，短中期内有韧性和弹性的子行业仍是我们关注的重点。**

二、休闲服饰：终端需求疲软叠加疫情影响，基本面表现下滑

收入端：重点公司的休闲服装板块，19 年全年/20Q1 营收增速-2.31%/-38.8%，较同期下降 21.6pct/48.7pct。

利润端：19 年全年/20Q1 归母净利润增速-130.5%/-189.6%，较同期下降 105.6pct/114.0pct。重点公司盈利下滑叠加疫情对消费积极性影响，收入、利润端出现负增长。

（1）盈利能力：净利率、毛利率降幅明显

20Q1 毛利率 44.0%，较同期下降 3.9pct；净利率-7.8%，较同期下降 12.8pct。

（2）存货周转率： 存货周转率 19 年维持稳定，20Q1 受疫情影响恶化

存货周转天数：19 全年/20Q1 分别为 171 天/241.6 天，较同期上升 0.2 天/61.1 天。

（3）现金流：19 年经营性现金流有所提升，20Q1 疫情影响降幅明显

19 年全年运动板块企业经营性现金流/营业收入同比增长。按季度来看， 19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 女装板块企业现金流量净额/经营活动收入为 3.0%/2.0%/5.9%/26.3%，较同期变动为+0.9pct/+10.4pct/+4.2pct/+5.1pct，19Q4 增幅最大，现金流全年有所改善。

20Q1 单季度休闲服饰现金流量净额/经营活动收入为-9.0%（-11.9pct），疫情影响消费者购买服装热情，休闲服饰首当其冲。

三、运动板块：基本面优秀，疫情下调整相对迅速

收入端：20Q1 整体下滑程度有限。重点公司服装板块，19 年全年/20Q1 营收增速 23.7%/-22.3%，较同期下降 16.26pct/49.71pct。

利润端：19 年全年/20Q1 归母净利润增速 39.13%/-25.3%，较同期下降 13.78pct/67.27pct。下降主要受整体消费疲软影响，与其他服装板块相比，收入和利润情况良好。

（1）盈利能力：净利率、毛利率同比下降，基本维持稳定

20Q1 毛利率 60.8%，较同期下降 3.7pct；净利率 26.5%，较同期下降 1.0pct。毛利率净利率同比降幅较小，且相比其他板块处于较高水平。

（2）存货周转率： 存货周转率较往年略有恶化

存货周转天数 19 全年/20Q1 分别为 396.8 天/428.1 天，较同期上升 74.2 天/93.7 天；19 年全年及 20Q1 季度较 18 年有明显恶化。

（3）现金流：经营性现金流/营收增幅较大，整体趋势向好

除 19Q2，19 年全年运动板块企业经营性现金流/营业收入同比整体有所增长。按季度来看，19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 女装板块企业现金流量净额/经营活动收入为 26.1%/-8.7%/14.7%/34.4%，较同期变动为+16.5pct/-10.5pct/+2.9pct/+14.1pct，增幅显著。

20Q1 单季度运动现金流量净额/经营活动收入为 29.7%（+3.6pct）。

四、纺织制造：贸易环境波动收入大幅下降，净利润持续负增长

收入端：贸易环境波动及需求端下降使纺织制造板块承压。19 年纺织制造营收增速为 1.01%（-9.32pct），20 年 Q1 营收增速大幅下降，营收增速为-21.91%（-30.23pct）。

利润端：19 年纺织制造净利负增长，归母净利润增速为-8.32%（-9.65pct），20 年 Q1 归母净利润增速为-29.71%（-48.52pct）。

盈利能力：净利率、毛利率有升有降，整体维持稳定

净利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 纺织制造板块企业净利率为 7.84%/9.03%/6.33%/6.19%，较同期变动+0.11pct/-1.79pct/-3.05pct/+1.39pct，20Q1 单季度纺织制造净利率为 7.31%（-0.52pct）

毛利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 纺织制造毛利率为 17.53%/19.86%/16.91%/17.26%，较同期变动-1.44pct/+0.36pct/-2.46pct/-0.28pct，20Q1 单季度纺织制造毛利率为 18.13%（+0.59pct）。

（2）存货周转率： 存货周转率均有所下降

19 年纺织制造板块企业的存货周转率为 2.39 次（-0.17 次），周转率有所下降，20Q1 单季度纺织制造存货周转率为 1.81 次（-0.43 次）。

（3）现金流：经营性现金流整体趋势向好

19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 纺织制造板块企业现金流量净额/经营活动收入为 5.24%/13.74%/19.25%/17.20%，较同期变动为+5.14pct/+2.66pct/+9.82pct/+16.58pct，20Q1 单季度纺织制造现金流量净额/经营活动收入为 12.86%（+7.62pct）。

五、女装： 19 年收入有所放缓，20 年 Q1 大幅下滑

收入端：19 年全年女装营收增速有所放缓，营收增速为 10.71%（-3.80pct），20 年 Q1 营收增速下滑明显，营收增速为-20.88%(-30.54pct)，主要受疫情影响，线下门店关闭，终端消费低迷。

利润端：19 年女装净利负增长，归母净利润增速为-16.18%（-31.03%），20 年 Q1 女装降幅明显收窄，20 年 Q1 归母净利润增速为-7.13%（-6.06%）。

（1）盈利能力：19 年净利率、毛利率均有下降，20 年 Q1 有所改善

净利率：19 年女装板块净利率持续下降，19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 女装板块企业净利率为 14.04%/12.63%/12.10%/4.99%，较同期变动-1.55pct/-3.91pct/-2.44pct/-5.64pct，20Q1 单季度净利率为 15.52%（+10.53pct），盈利情况有明显好转。

毛利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 女装毛利率为 63.86%/65.33%/63.01%/61.78%，较同期变动-2.59pct/-2.45pct/-2.98pct/-2.18pct，主要是线上业务高速发展，同时清理库存带来的毛利率下降，20Q1 单季度毛利率略有下滑，毛利率为 60.44%（-1.34pct），降幅有所收窄。

（2）存货周转率：行业周转水平基本维持稳定。20 年 Q1 周转率略有下降

19 年女装板块企业的存货周转率为 1.31 次（-0.03 次），20Q1 单季度女装存货周转率为 0.99 次（-0.39 次）。

（3）现金流：19 年现金流有升有降，20 年 Q1 同期下滑

19 年全年女装板块企业经营性现金流同比整体有所增长，按季度来看，19Q4 经营性现金流有所下滑，19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 女装板块企业现金流量净额/经营活动收入为 19.66%/5.28%/23.70%/10.36%，较同期变动为+3.66pct/+0.29pct/+19.18pct/-9.36pct，

20Q1 单季度女装现金流量净额/经营活动收入为 12.10%（-7.55pct），主要受终端消费影响。

六、男装： 19 年男装收入稳中有升，20 年 Q1 受疫情影响显著下滑

收入端：19 年男装收入规模有所增长，营收增速为 12.27%（+6.03pct），20 年 Q1 营收增速放缓，营收增速为-35.00%(-40.17pct)，主要是受到疫情影响，线下门店关闭，终端零售停滞。

利润端：19 年男装归母净利润增速为-35.84%(-40.60pct),20 年 Q1 男装归母净利润增速为-79.88%（-91.53pct）。

（1）盈利能力：毛利率基本稳定，净利率略有下滑

净利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 男装板块企业净利率为 20.07%/16.96%/10.99%/7.66%，较同期变动+1.15pct/-3.01pct/-4.94pct/-6.71pct，净利率整体略有下降，20Q1 单季度净利率为 6.14%（-13.94pct）。

毛利率：男装板块企业毛利率 19 年基本保持稳定，19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 男装毛利率为 44.09%/41.78%/45.12%/38.94%，较同期变动+3.05pct/-1.65pct/-5.67pct/-0.47pct，20Q1 单季度实现毛利率小幅下降，毛利率为 36.98%（-7.11pct）。

（2）存货周转率：行业周转效率基本维持平稳

19 年男装板块企业的存货周转率为 1.48 次(+0.12 次),20Q1 单季度男装存货周转率有所下降，存货周转率为 1.20 次（-0.37 次），行业周转情况稳定。

（3）现金流；19 年现金流有明显改善，整体趋势向好

19 年全年男装板块企业经营性现金流同比有所增长，19Q4 经营性现金流有所下滑。19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 男装板块企业现金流量净额/经营活动收入为 17.79%/-18.35%/-3.63%/42.31%，较同期变动为-0.07pct/-11.09pct/+12.11pct/+5.63pct,20Q1 单季度男装现金流量净额/经营活动收入为 20.76%（+2.96pct）。

七、鞋帽： 鞋帽收入 19 年持续负增长，20 年 Q1 明显下滑

收入端：板块持续筑底中，连续多年下滑。19 年鞋帽营收增速为-3.11%（-1.36pct），20 年 Q1 营收增速下滑明显，营收增速为-33.58%(-28.73pct)。

利润端：19 年鞋帽归母净利润增速为-9.38%(-14.10pct),20 年 Q1 鞋帽归母净利润增速为-82.73%（-55.31pct）。

（1）盈利能力：19 年净利率、毛利率下降，20 年 Q1 有所改善

净利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 鞋帽板块企业净利率为 9.48%/7.32%/4.20%/-1.17%，较同期变动-2.99pct/-2.78pct/-1.14pct/+0.95pct，净利率整体略有下降，20Q1 单季度净利率为 2.40%（-7.09pct）。

毛利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 鞋帽毛利率为 40.80%/41.76%/38.74%/39.10%，较同期变动-1.51pct/-0.84pct/-1.19pct/-0.91pct，20Q1 单季度实现毛利率 40.84%（+0.03pct）。

（2）存货周转率：存货周转基本保持稳定，20 年 Q1 有所改善

鞋帽行业存货周转率基本保持平稳，19 年鞋帽板块企业的存货周转率为 2.31 次（+0.04 次），20Q1 单季度鞋帽存货周转率为 1.60 次（-0.78 次）。

（3）现金流：20 年 Q1 现金流大幅下滑

19 年全年鞋帽板块企业经营性现金流同比有所增长，19Q4 经营性现金流有所下滑。19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 鞋帽板块企业现金流量净额/经营活动收入为-1.45%/11.79%/-10.03%/21.48%,较同期变动为-2.72pct/-2.15pct/-0.56pct/-4.73pct,20Q1 单季度鞋帽现金流量净额/经营活动收入为-31.96%（-30.51pct）。

八、其他服饰： 其他服饰 19 年负增长，20 年 Q1 下滑明显

收入端：19 年其他服饰营收增速为-2.64%（+5.52pct），20 年 Q1 营收增速下滑明显，营收增速为-33.28%(-33.40pct)。

利润端：19 年其他服饰归母净利润增速为 186.92%（244.43pct），20 年 Q1 其他服饰归母净利润增速为-89.76%（-101.75pct）。

（1）盈利能力：19 年全年明显下滑，20 年 Q1 有所改善

净利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 其他服饰板块企业净利率为 15.29%/10.90%/4.00%/-1.13%，较同期变动 1.93pct/2.21pct/1.06pct/11.12pct，净利率整体略有下降，20Q1 单季度净利率为 2.28%（-13.01pct）。

毛利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 其他服饰毛利率为 55.15%/52.17%/55.16%/48.38%，较同期变动+4.49pct/+1.52pct/+3.16pct/+3.45pct，20Q1 单季度实现毛利率 53.84%（-1.31pct）。

（2）存货周转率：多数企业周转率略有下降

19 年鞋帽板块企业的存货周转率为 1.56 次（-0.34 次），20Q1 单季度鞋帽存货周转率为 0.99 次（-0.48 次）。

（3）现金流：19 年经营性现金流有升有降，20 年 Q1 现金流下滑明显

19 年全年鞋帽板块企业经营性现金流同比有所增长，19Q4 经营性现金流有所下滑。19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 鞋帽板块企业现金流量净额/经营活动收入为-5.13%/6.60%/-5.26%/23.03%,较同期变动为+1.22pct/+0.32pct/+3.01pct/+12.71pct，20Q1 单季度鞋帽现金流量净额/经营活动收入为-17.59%（-12.46pct）。

九、家纺： 19 年收入平稳增长，20 年 Q1 增速有所下滑

收入端:板块整体持平略增,20 年维持增长压力较大。19 年家纺收入平稳增长,营收增速为 3.89%（-5.40pct），虽然受 19 年经济下行影响，但线上渠道一定程度上带动整体增长。20 年 Q1 营收增速下滑明显，营收增速为-20.33%(-19.71pct)，主要是疫情影响线下门店销售。

利润端：19 年家纺归母净利润增速为 0.45%（-17.22pct），较 18 年有所放缓。20 年 Q1 家纺归母净利润增速为-38.79%（-33.95pct）。

（1）盈利能力：净利率小幅下降，毛利率略有增长

净利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 家纺板块企业净利率为 12.74%/7.80%/11.04%/12.36%，较同期变动-0.87pct/-1.34pct/-0.14pct/+0.59pct，净利率整体略有下降，20Q1 单季度净利率为 9.75%（-2.98pct）。

毛利率：19 年家纺行业毛利率稳中有升，Q1/Q2/Q3/Q4 家纺毛利率为

42.51%/43.53%/44.38%/43.94%，较同期变动-1.33pct/-1.60pct/+1.74pct/+0.15pct，20Q1 单季度毛利率略有上升，毛利率为 43.94%（+1.42pct）。

（2）存货周转率：存货水平整体稳定，20 年 Q1 有所改善

19 年家纺板块企业的存货周转率为 2.03 次（-0.04 次），20Q1 单季度鞋帽存货周转率为 1.40 次（-0.35 次），存货水平整体相对稳定。

（3）现金流：20 年 Q1 现金流减少较为明显

19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 家纺板块企业现金流量净额/经营活动收入为 13.15%/10.09%/11.82%/31.06%，较同期变动为+14.73pct/+18.50pct/+26.49pct/-5.93pct

20Q1 单季度家纺现金流量净额/经营活动收入为-5.47%（-18.62pct）。

十、电商： 19 年电商收入大幅下滑，20 年 Q1 有所改善

收入端：19 年电商营收增速大幅下滑，营收增速为 22.23%（-129.18pct），20 年 Q1 电商营收增速为-15.05%(-69.68pct)。

利润端：19 年电商归母净利润增速为 35.08%(-23.70pct),20 年 Q1 电商归母净利润增速为-4.23%（-39.54pct）。

（1）盈利能力：盈利能力持续提升，净利率、毛利率均小幅增长

净利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 电商板块企业净利率为 11.89%/23.37%/15.99%/32.99%，较同期变动-2.01pct/+1.85pct/+1.12pct/+7.72pct，20Q1 单季度电商净利率为 13.41%（+1.51pct）。

毛利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 电商毛利率为 22.87%/35.19%/27.72%/46.94%，较同期变动-3.40pct/+4.14pct/+0.55pct/+10.22pct，20Q1 单季度电商实现毛利率 29.57%（+6.70pct）。

（2）存货周转率：存货周转率处于较高水平，同期有所下降

19 年电商板块企业的存货周转率为 9.03 次（-1.39 次），20Q1 单季度电商存货周转率为 6.30 次（-4.34 次）。

（3）现金流：20 年 Q1 经营性现金流大幅下降

19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 电商板块企业现金流量净额/经营活动收入为 5.23%/3.49%/10.12%/54.78%，较同期变动为+19.20pct/-21.70pct/-0.61pct/+34.94pct，20Q1 单季度电商现金流量净额/经营活动收入为-34.72%（-39.95pct）。

十一、化妆品： 19 年收入保持良好高增长，20Q1 同比小幅下降

收入端：19 年化妆品全年营收增速维持高水平，营收增速为 24.45%（-0.65pct），20 年 Q1 营收增速同比有小幅下降，营收增速为 4.35%(-5.95pct)。

利润端：19 年化妆品归母净利润增速为 16.49%（-39.22pct），20 年 Q1 化妆品归母净利润增速为-16.30%（-45.78pct）。

（1）盈利能力：净利率、毛利率基本保持稳定

净利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 化妆品板块企业净利率为 15.59%/14.69%/11.04%/11.33%，较同期

变动+3.39pct/+0.69pct/-2.38pct/-2.88pct,净利率整体略有下降,20Q1 单季度净利率为 12.53%（-3.05pct），受疫情影响不大。

毛利率：19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 化妆品毛利率为 60.10%/57.43%/55.92%/57.34%，较同期变动-2.54pct/-3.69pct/-2.84pct/-2.40pct，20Q1 单季度实现毛利率 55.20%（-4.90pct），毛利率在一定区间波动，保持稳定。

（2）存货周转率：存货周转稳定，同期略有下降

19 年化妆品板块企业的存货周转率为 2.95 次(-0.11 次),20Q1 单季度化妆品存货周转率为 2.33 次（-0.07 次）。

（3）现金流：19 年现金流整体稳定，20 年 Q1 环比 18 年略有上升

19 年 Q1/Q2/Q3/Q4 化妆品板块企业现金流量净额/经营活动收入为 3.10%/15.01%/13.48%/12.53%，较同期变动为-16.09pct/-0.22pct/+11.39pct/-5.14pct，20Q1 单季度化妆品现金流量净额/经营活动收入为 7.99%（+4.89pct）。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610)88321761

传真：（8610）88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。