

2019 年 11 月 08 日

看好

品牌服饰表现分化，运动及化妆品独领风骚

——纺织服装行业 2019 三季度报回顾

相关研究

"高成长子版块业绩稳健，强调估值切换布局机会-纺织服装行业 2019 年三季度前瞻" 2019 年 10 月 14 日

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
唐宋媛 A0230519010003
tangsy@swsresearch.com

研究支持

戎姜斌 A0230118070010
rongjb@swsresearch.com

联系人

戎姜斌
(8621)23297818×7450
rongjb@swsresearch.com

本期投资提示：

- **2019 前三季度服饰零售增速筑底企稳，19Q3 收入端企稳利润承压，电商渠道维持高增长。**1) 服饰零售短期筑底，存量竞争下比拼竞争力。2019 年 1-9 月服装品类累计增速为 3.3%，三季度增速较二季度略有回暖，逐步筑底企稳。我们认为减税政策推动消费信心企稳，虽然月度增速数据有所波动，但短期内部确立。长期来看，服饰零售增速回归低单位数水平，行业从增量市场转为存量市场，预计未来短期内剩者为王，服饰企业核心竞争力决定未来市场份额变化，看好龙头集中。2) 电商实物零售增速稳定。2019 年 1-9 月线上实物零售累计增长 20.5%，其中服饰零售累计增长 18.6%，三季度季度线上零售增速略有放缓，总体保持平稳。电商平台发力下沉市场获取增量客群，强化 GMV 增长的经营策略逐步兑现，四季度旺季来临线上有望提速。3) 棉价持续下行，棉纺产业链利润承压。19Q3 棉花价格 328 指数下跌超 11%，纺织产品价格继续下行，棉纺企业业绩持续承压。
- **分子行业来看，运动服饰持续高景气，电商龙头与化妆品领域均保持高成长。**1) 运动板块高景气。19Q3 行业零售情况谱表保持快速增长趋势，强者恒强集中度提升，优质龙头公司多品牌布局形成实现放量增长。2) 化妆品持续保持两位数增长，势头良好。2019 年 1-9 月，化妆品零售额同比增长 12.8%，9 月单月零售额同比增长 13.4%。行业整体维持双位数的增长态势，行业内公司分化。国际高端品牌屡创新高，大众定位化妆品分化，传统渠道承压，抓住新媒体营销红利有望快速突围。3) 电商龙头强者恒强。电商平台收入利润快速增长，平台活跃用户规模自 18Q4 以来拓展趋势逐季向好，下沉市场扩容打开。阿里京东新兴业务投入收窄、费用优化，拼多多在高 GMV 增长和货币化率提升下利润表现良好。我们认为南极电商等头部品牌壁垒清晰，线上马太效应进一步强化，看好 GMV 持续扩张。4) 大众筑底、高端增长分化。19 年三季度品牌服饰收入增速小幅改善，新品牌拓展导致利润端承压，但品牌布局均已形成框架，龙头公司未来拓展可期。5) 家纺企业分化。低线家纺消费优于高线市场，线上渠道增长优于线下。
- **具体到重点公司，2019 年三季度报情况如下：**1) 运动高景气：安踏（Q3 安踏品牌零售额同比 10%-20%中段增长，FILA 品牌零售额同比 50%-55%增长，其他品牌零售额 30%-35%增长）；李宁（Q3 零售额同比 30%-40%低段增长，其中线下 20%-30%中段增长，线上 50%-60%中段增长，线下同店 10%-20%低段增长）。2) 电商与化妆品高成长：南极电商（增速 34%，其中 Q3 本部业务净利润增长 42%，超预期。头部品类市占率提升，健康生活新品类不断拓展）；珀莱雅（增速 32%，符合预期，抖音为首的社交新媒体营销爆发支撑电商渠道高速增长，同时加码扩展新品牌新品类，寻找新增长点）；丸美股份（增速 52.3%，超预期，中高端护肤以及彩妆差异化定位具备较强竞争力，收入增长提速，毛利率进一步提升，且费用率控制良好带动利润释放）3) 中高端分化：比音勒芬（增速 51.1%，连续十个季度超预期，深挖护城河，同时积极拓展新品牌，供应链与品牌梯度布局齐头并进）；歌力思（增速 2.6%，略低于预期，主品牌增长稳健，Ed Hardy 阶段调整导致业绩波动）。4) 大众服饰：海澜之家（Q3 单季度收入超预期增长 31.0%，净利润因一次性影响有所下滑，男装主品牌产品力持续升级，童装业务品牌梯度形成，有望 2020 年起稳步发力贡献收入新增量）；森马服饰（增长 3%，略低于预期，主要三季度休闲装业务有所调整以及 KIDILIZ 亏损，童装持续高增长，预计 Q3 保持两位数增长，其中电商增速维持 30%左右）。
- **行业观点与投资建议：继续看好高景气的运动、电商与化妆品板块，建议关注低估值优质服饰公司。**推荐：1) 运动强者恒强：安踏体育多品类布局完善，长期空间最优；2) 化妆品：珀莱雅品牌矩阵逐渐丰满，看好行业变革洗牌期脱颖而出。3) 电商高成长：南极电商 GMV 持续超预期，看好中长期货币化率稳定。壹网壹创重塑线上国货品牌百雀羚和海外品牌 OLAY 展示强大品牌赋能能力，与宝洁深度合作，由化妆品切入个护领域，整体处于快速成长期。4) 高端时尚：比音勒芬多年深耕形成经营壁垒，店效稳步提升。5) 大众服饰龙头：海澜之家主品牌增长提速，高比例回购与分红有望贡献稳健回报。**我们建议重点关注：**1) 运动行业：安踏体育、李宁；2) 电商与化妆品：南极电商、珀莱雅、壹网壹创；3) 高端消费：比音勒芬、歌力思、爱婴室；4) 大众消费龙头：海澜之家、森马服饰。
- **风险提示：**消费复苏不达预期、存货备货出现积压。

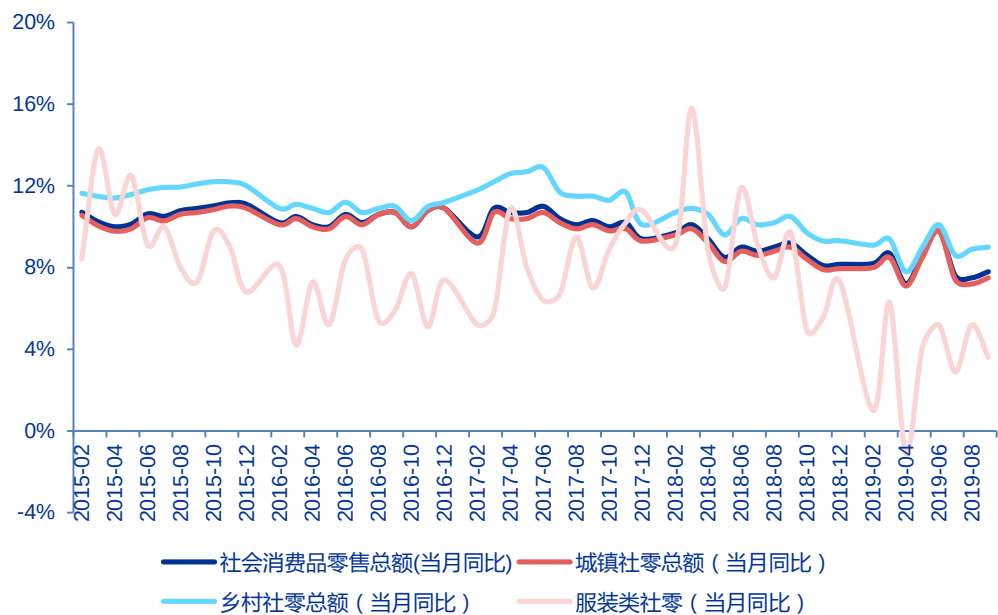


申万宏源研究微信服务号

行业整体：品牌服饰逐步筑底企稳

2019 前三季度服饰零售增速筑底企稳，19Q3 收入端企稳利润承压。2019 年 1-9 月服装品类累计增速为 3.3%，三季度增速较二季度略有回暖，逐步筑底企稳。我们认为减税政策推动消费信心企稳，虽然月度增速数据有所波动，但短期内底部确立。长期来看，服饰零售增速回归低单位数水平，行业从增量市场转为存量市场，预计未来短期内剩者为王，服饰企业核心竞争力决定未来市场份额变化，看好龙头集中

图 1：1-9 月份社零服装品类增速 3.3%，环比二季度略有改善



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

分子行业来看，运动服饰持续高景气，电商龙头与化妆品领域均保持高成长。1) 运动板块高景气。19Q3 行业零售情况谱表保持快速增长趋势，强者恒强集中度提升，优质龙头公司多品牌布局形成实现放量增长。2) 化妆品持续保持两位数增长，势头良好。2019 年 1-9 月，化妆品零售额同比增长 12.8%，9 月单月零售额同比增长 13.4%。行业整体维持双位数的增长态势，行业内公司分化。国际高端品牌屡创新高，大众定位化妆品分化，传统渠道承压，抓住新媒体营销红利有望快速突围。3) 电商龙头强者恒强。电商平台收入利润快速增长，平台活跃用户规模自 18Q4 以来拓展趋势逐季向好，下沉市场扩容打开。阿里京东新兴业务投入收窄、费用优化，拼多多在高 GMV 增长和货币化率提升下利润表现良好。我们认为南极电商等头部品牌壁垒清晰，线上马太效应进一步强化，看好 GMV 持续扩张。4) 大众筑底、高端增长表现分化。19 年三季度品牌服饰收入增速小幅改善，新品牌拓展导致利润端承压，但品牌布局均已形成框架，龙头公司未来拓展可期。5) 家纺企业分化。低线家纺消费优于高线市场，线上渠道增长优于线下。

表 1：纺织服装行业 2019 年三级报业绩回顾

纺织服装	证券代码	证券简称	收入增速			净利润增速		
			19 前 3Q	19Q3	19E	19 前 3Q	19Q3	19E
大众服饰	600398. SH	海澜之家	13%	31%	9%	0%	-13%	3%
	002563. SZ	森马服饰	36%	19%	27%	3%	-3%	10%
	603877. SH	太平鸟	2%	10%	6%	-27%	-12%	11%
	2020. HK	安踏体育			31%	0%		27%
中高端消费	002832. SZ	比音勒芬	25%	25%	24%	51%	64%	40%
	002029. SZ	七匹狼	5%	3%	13%	-8%	-7%	14%
	601566. SH	九牧王	5%	2%	7%	9%	-36%	8%
	603808. SH	歌力思	9%	-6%	10%	3%	-20%	13%
	603839. SH	安正时尚	54%	63%	24%	13%	1%	24%
	603587. SH	地素时尚	16%	19%	9%	7%	23%	12%
	002875. SZ	安奈儿	13%	9%	22%	-42%	-1286%	25%
	300005. SZ	探路者	-21%	-19%	-5%	293%	1393%	173%
	603214. SH	爱婴室	15%	12%	20%	33%	49%	22%
家纺	002293. SZ	罗莱生活	-2%	-4%	4%	-5%	-5%	5%
	002327. SZ	富安娜	-5%	-7%	4%	-15%	-14%	7%
	603365. SH	水星家纺	12%	15%	13%	19%	31%	17%
面辅料	2313. HK	申洲国际			16%			22%
	000726. SZ	鲁泰 A	-4%	-7%	8%	0%	-16%	11%
	002042. SZ	华孚时尚	3%	-6%	20%	-44%	-69%	18%
	601339. SH	百隆东方	0%	6%	1%	-36%	-48%	-8%
	603558. SH	健盛集团	15%	25%	23%	31%	33%	22%
电商	002640. SZ	跨境通	-12%	-15%	5%	-15%	-24%	49%
	002127. SZ	南极电商	29%	25%	23%	34%	37%	40%
	300792. sz	壹网壹创	51%	44%	48%	29%	15%	30%
	300577. SZ	开润股份	35%	28%	34%	37%	39%	33%
日化	600315. SH	上海家化	6%	3%	10%	19%	-30%	11%
	603983. sh	丸美股份	15%	21%	18%	52%	151%	33%
	603605. SH	珀莱雅	33%	45%	30%	32%	26%	36%

资料来源：Wind，申万宏源研究

本文分析中，我们选取如下公司进行归纳总结，并将这些公司细分为运动服饰、大众服饰、中高端女装、中高端男装、家纺、化妆品、电商、棉纺制造（面辅料）这等于子行业。如无特殊说明，子行业的收入增速、毛利率、净利率、费用率等指标未我们按照表中所列的公司进行加总计算。考虑到服装公司各自体量差异较大、外延并购情况较多，我们在对

子行业分析时会考虑子行业各家主要公司加总合并计算所得的结果，也会将个股情况列出，以便更加客观地展现发展趋势与我们的研究结论。

表 2：具体公司子行业分类对应表

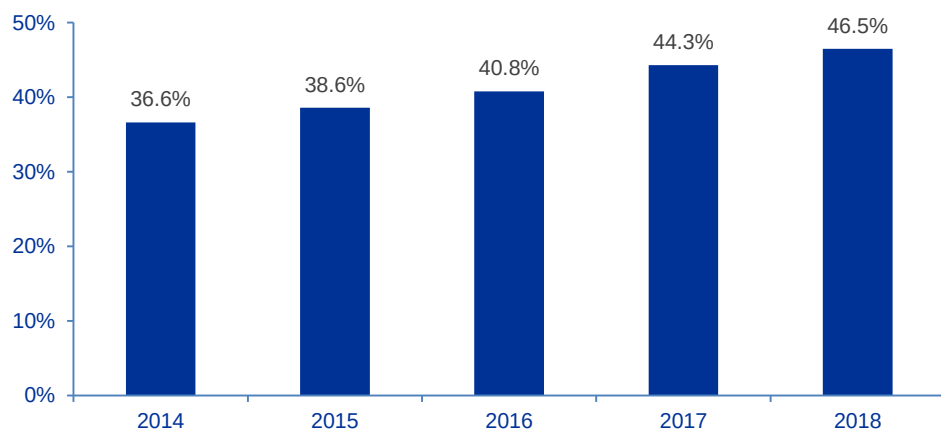
子行业	公司	子行业	公司
大众服饰	海澜之家	中高端女装	歌力思
	森马服饰		安正时尚
	太平鸟		维格娜丝
	拉夏贝尔		地素时尚
	美邦服饰		日播时尚
运动服饰	安踏体育	电商	阿里巴巴
	李宁		京东
中高端男装	特步国际		拼多多
	361 度		唯品会
	比音勒芬		南极电商
	七匹狼		开润股份
	九牧王		跨境通
	报喜鸟	家纺	罗莱生活
	乔治白		富安娜
	中国利郎		水星家纺
纺织制造	申洲国际	化妆品	上海家化
	华孚时尚		拉芳家化
	百隆东方		御家汇
	鲁泰 A		珀莱雅

资料来源：申万宏源研究

1. 运动鞋服：景气度持续提升，业绩高增长

运动服饰行业高景气持续，2019 年行业强者恒强，国内品牌集中度提升。

图 2：中国运动鞋服品牌集中度不断提升（前三市占率）



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

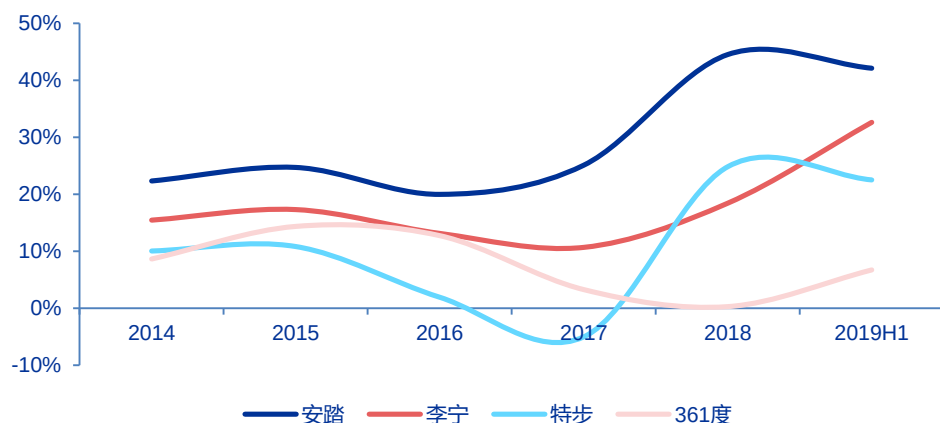
安踏主品牌提速增长, FILA 继续高增长。1) 19H1 总收入达 153 亿元, 同比增长 42%, 净利润 25 亿元, 同比增长 28%, 再超预期。其中 FILA 品牌 19H1 收入 65.4 亿元, 同比增长 80%, 占收入 44%, 经营溢利 18.9 亿元, 同比增长 81%; 安踏品牌收入 75.9 亿元, 同比增长 18%, 经营溢利 24.4 亿元, 同比增长 42%。2) FILA19Q3 零售同比 50%-55% 中段增长, 安踏主品牌 19Q3 零售同比 10%-20%中段增长。

李宁业绩加速提升, 店效提升带动收入加速。1) 19H1 收入 62.6 亿元, 同比增长 32.5%, 净利润 8 亿元, 同比增长 196%, 扣非净利润 5.6 亿元, 同比增长 129%, 扣非净利率提升近 4pct 至 9%。2) 19Q3 公司整体零售流水同比 30%-40%低段增长, 拆分来看, 线下(零售+批发)同比 20%-30%高段增长(零售同比 10%-20%中段增长, 批发 30%-40%中段增长), 电商同比 50%-60%低段增长。3) 同店销售同比 10%-20%高段增长。同店增长拆分来看, 零售业务和批发业务均 10%-20%低段增长, 电商 50%-60%中段增长。

特步改革基本到位, 逐季向好, 增长稳健。1) 19H1 收入 34 亿元, 同比增长 23%, 净利润 5 亿元, 同比增长 23%, 扣非净利润 3.8 亿元, 同比增长 26%。按产品种类来看, 2019H1 鞋履类收入 19 亿元, 同比增长 8%, 服饰类收入 14 亿元, 同比增长 50%, 增速较快。2) 19Q3 零售销售增长约 20%, 同店销售增长约 10%, 零售折扣水平 75 折至 78 折, 零售存货周转约 4 个月。

361 度业绩逐步改善, 增速企稳复苏。1) 19H1 收入 33 亿元, 同比增长 6.7%。净利润 3.7 亿元, 同比增长 9.7%, 较 18 年底有所改善。2) 19Q3 361 度主品牌零售流水较同期有低单位数增长, 童装品牌较去年同期高单位数增长。

图 3 : 2014-2019H1 运动鞋服收入增速不断提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

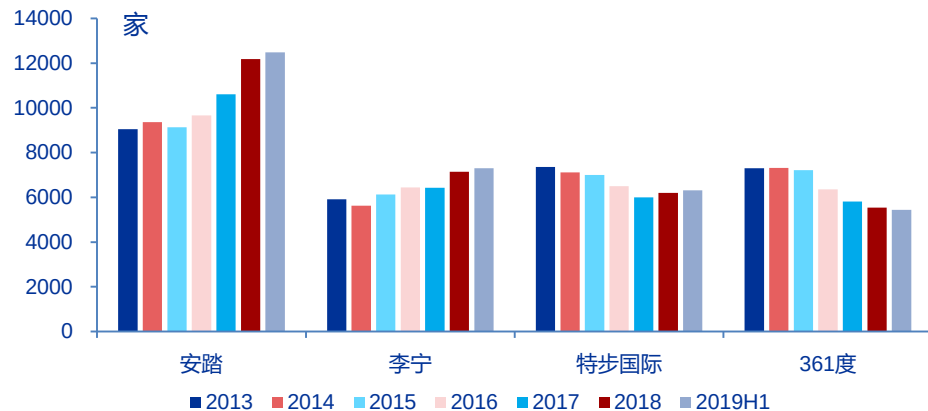
从门店数量来看, 安踏、李宁、特步线下门店稳步扩张, 361 度继续处于调整之中, 缩减门店数量, 优化运营效率。

安踏 2019H1 年门店数量达 12479 家, 较 2018 年底净增 291 家, 其中安踏(包括儿童)门店净增 166 家至 10223 家, FILA 门店净增 136 家扩张至 1788 家, 持续保持快速增长。DESCENTE 门店净减 2 家至 115 家, KOLON 门店净减 8 家至 173 家, Kingkow 门店净减 7 家至 70 家, SPRANDI 门店净增 6 家至 110 家。

李宁整体门店数量三季度末同比净增加 196 家至 7490 家。分品牌来看，前三季度李宁牌净增 142 家至 6564 家，较年初增加 220 家；李宁 YOUNG 净增 54 家至 926 家，较年初增加 133 家。分类型来看，李宁（不包括李宁 YOUNG）零售业务较年初减少 163 家，批发业务较年初增加 383 家。

此外，特步 2019H1 门店净增 112 家至 6312 多家，361 度持续调整门店结构，2019H1 年净关 95 家门店至 5444 家。

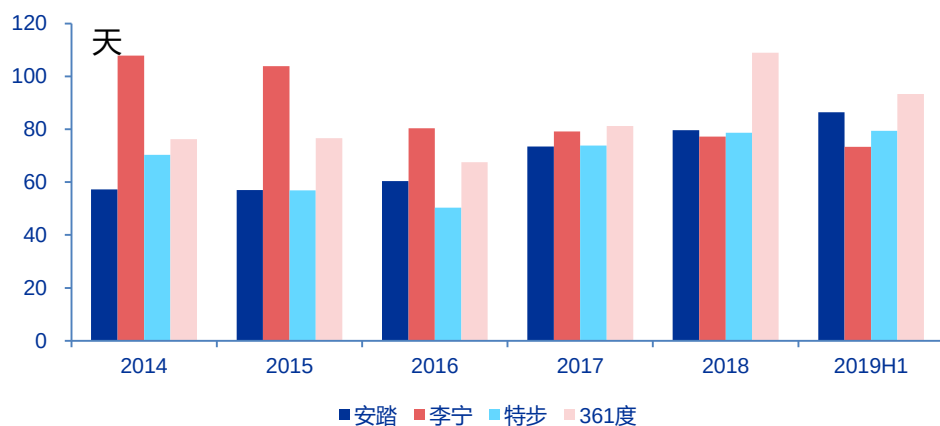
图 4：2013-2019H1 主要运动鞋服企业门店数量变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

李宁、特步存货周转天数下降明显，运动服饰企业营运能力表现良好。安踏 19H1 存货周转天数较去年同去增加 4 天至 86 天。李宁 19H1 存货周转天数较去年同期下降 11 天至 73 天，下降速度较往年加快，主要是加强了其产品设计、品牌营销能力，改善产品性价比，并加大对产品供应链以及零售网络的控制力。特步 19H1 存货周转天数为 79 天，较去年同期下降 23 天，存货管理能力提高。361 度 19H1 存货周转天数较去年同期增加 9 天至 93 天，基本保持平稳。

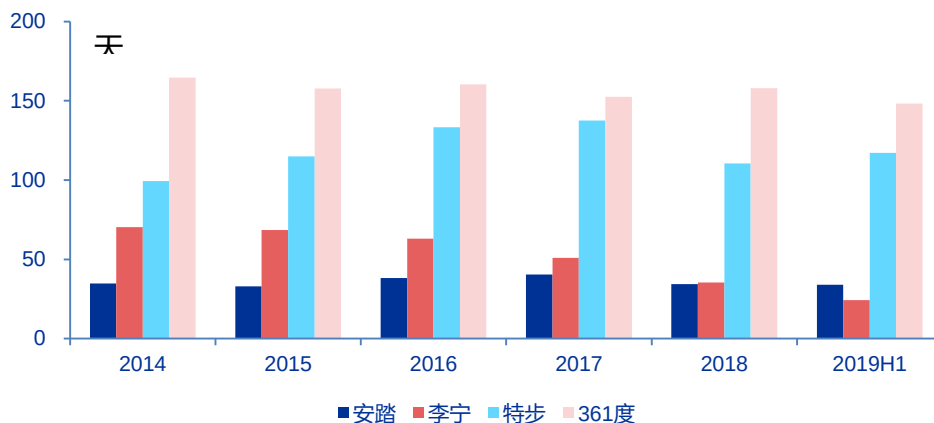
图 5：运动鞋服企业存货周转天数稳中有降，整体周转较为健康



资料来源：公司公告，申万宏源研究

应收账款周转天数稳步下行，趋势不断向好。19H1 李宁、361 度应收账款周转天数较 18 年底均有明显下降，其中李宁下降 11 天至 24 天，361 度下降 10 天至 148 天，安踏基本稳定，保持在 34 天，整体趋势不断向好。特步 19H1 应收账款周转天数较 18 年底增加 7 天至 117 天。

图 6：运动鞋服应收账款周转天数稳步下行



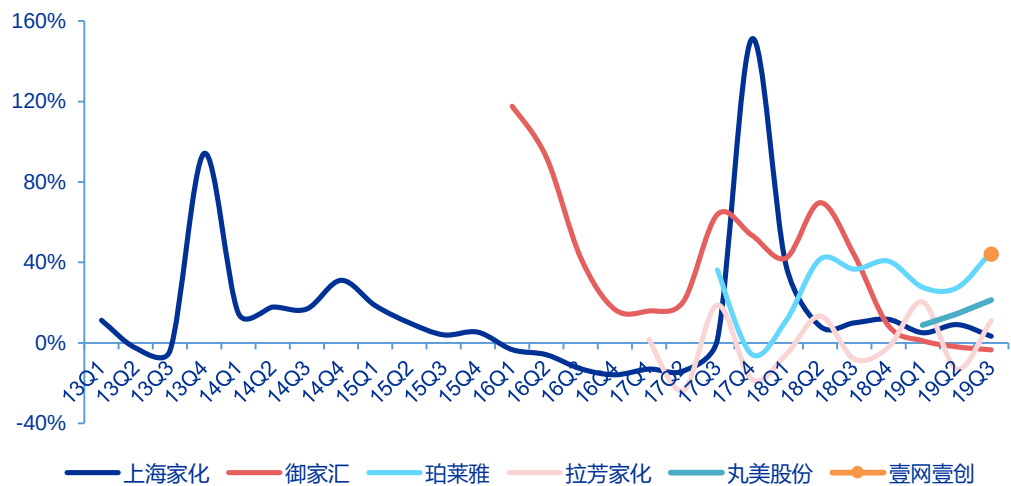
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.化妆品：行业景气度向好，个股分化延续

化妆品行业景气度持续，社会化妆品零售额连续回归双位数增长，领跑其他品类的社会消费品零售增长水平。2019 年 1-9 月，化妆品零售额 2151 亿元，同比增长 12.8%，9 月化妆品零售额 255 亿元，同比增长 13.4%，增长态势较好。行业整体维持双位数的增长态势，行业内公司分化。国际高端品牌屡创新高，大众定位化妆品分化，传统渠道承压，抓住新媒体营销红利有望快速突围。丸美股份、壹网壹创、华熙生物相继上市交易，行业资本化加速。

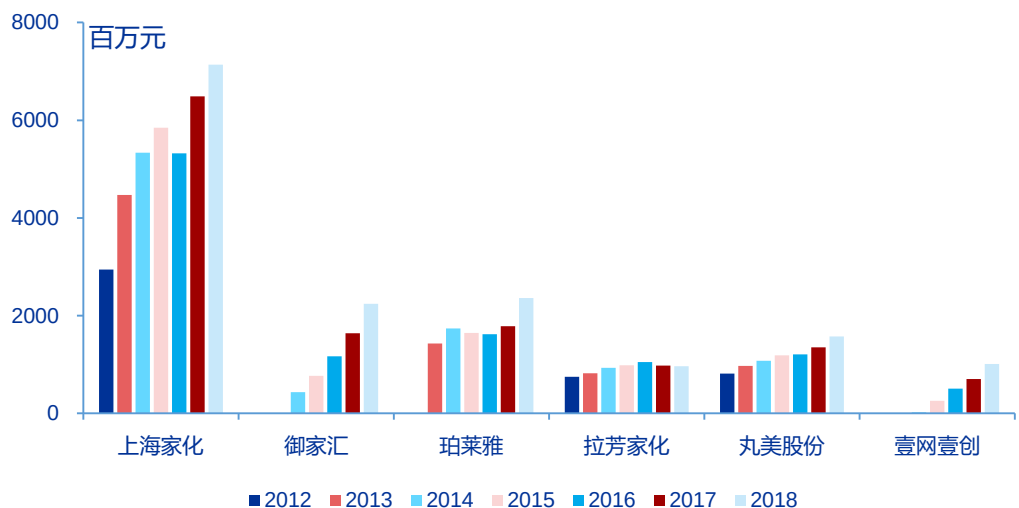
19 年前三季度行业景气度延续，19Q3 壹网壹创和丸美股份单季度收入增长明显提速。上市公司层面来看，2018 年珀莱雅抓住新媒体和新渠道红利，电商渠道增长近 60%带动公司整体收入增长 32.4%，净利润同比增长 42.8%展示较强利润弹性，一枝独秀。上海家化和拉芳家化主品牌收入承压，18 年整体收入增长分别为 10%和-1.73%，增长主要来自新品牌贡献。深耕电商的御家汇 18 年维持收入 36.4%的较高增长，但由于传统电商竞争日益激烈，利润承压。19 年前三季度行业景气延续，上海家化、珀莱雅、丸美股份和壹网壹创收入端分别同比增长 5.8%，33.4%，14.8%和 50.6%，御家汇、拉芳家化同比小幅下跌 1.9%、1.8%。19Q3 企业收入增长趋势分化，上海家化、珀莱雅、拉芳家化、丸美股份和壹网壹创收入端分别同比增长 3.3%、45.2%、10.9%、21.3%和 44.0%，丸美股份和壹网壹创保持高位增速，珀莱雅、拉芳家化 19Q3 环比增速分别提升 17.8%、24.0%，增速提升明显，上海家化单季度收入保持稳定，御家汇和收入出现波动。

图 7：化妆品板块企业单季度收入趋势分化，丸美、壹网壹创、拉芳家化实现高增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

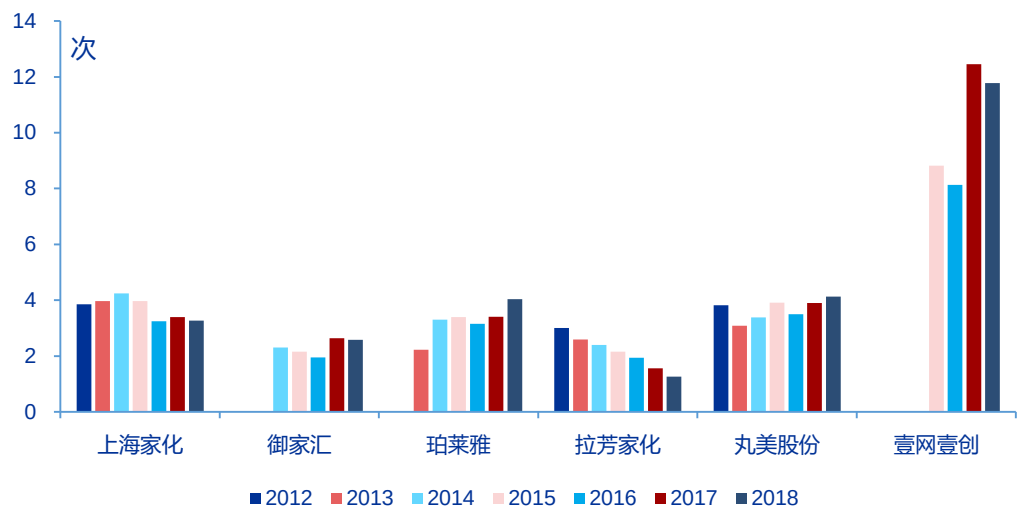
图 8：近 7 年，化妆品板块企业收入提升趋势凸显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

存货情况方面，周转率普遍提升，资产负债表修复。2018 年化妆品行业存货周转情况普遍好转，珀莱雅全年周转次数由 3.4 次上升到 4 次，丸美股份全年周转次数由 3.9 次上升到 4.1 次，壹网壹创全年周转次数由 8.8 次上升到 11.8 次，提升明显，上海家化和御家汇略有下降约 0.1 次，基本维持稳定。整体而言，化妆品板块存货周转次数处于合理区间，运营态势基本健康。

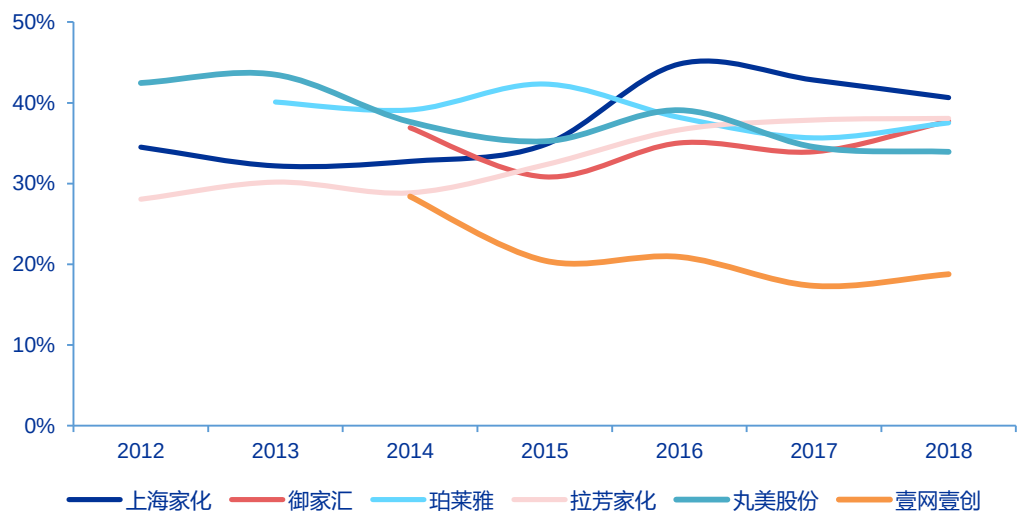
图 9：化妆品板块企业 2018 年存货周转次数普遍提升，营运能力加强



资料来源：公司公告，申万宏源研究

销售费用率方面，化妆品行业稳中有降，主要公司销售费用率降至 40% 以下。经历前几年的广泛营销，各大国货化妆品品牌已初具规模，且新媒体营销更精准、效率更高，收入上升的同时销售费用率也稳中有降。2018 年化妆品行业整体销售费用率已逐渐降至 38.5%。从企业层面来看，新晋企业珀莱雅销售费用率从 2015 年的 42.3% 下降至 2018 年的 38.5% 降幅明显，老牌企业上海家化也从 2016 年的最高值 44.8% 降至 2018 年的 40.7%，A 股新秀丸美股份 2018 年销售费用率仅 33.9%，壹网壹创销售费用率从 2014 年的 28.4% 降至 2018 年的 19.1%，远低于行业平均水平。

图 10：2018 年化妆品板块企业的销售费用率普遍下降，营销效果显著

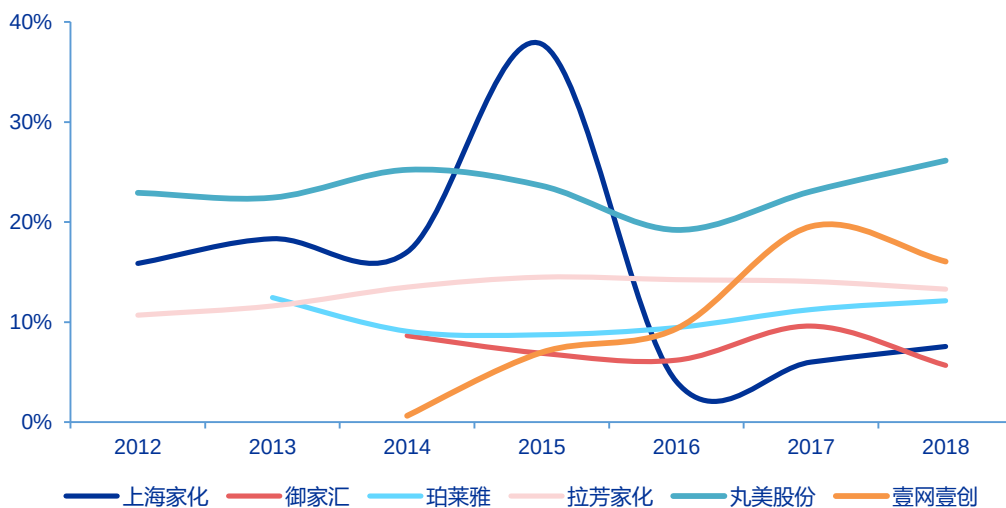


资料来源：公司公告，申万宏源研究

我国化妆品行业持续扩容，“口红效应”下显示出强抗周期的韧性。近年来随着我国城镇化的不断深入，我国人均收入水平提高，城镇居民可支配收入从 2013 年的 26467 元升至 2018 年的 39251 元，年复合增长率 8.2%；农村居民可支配收入从 2013 年的 9430 元升至 2018 年的 14617 元，年复合增长率 9.2%。消费升级带动了化妆品行业的快速成长。

线上渠道快速发展，新媒体营销更加精准，新锐品牌借机超车。化妆品行业 11-17 年线上占比从 5.2% 提升至 23.2%，接替 CS 成为最具潜力的渠道，具备卓越电商运营能力的公司有望借机快速成长。社交网络和 KOL 兴起助力具备高传播属性的化妆品行业快速发展，“两微一抖小红书”成为新营销必争之地，新锐品牌百花齐放，本土优质新品牌借机爆发突围。上市公司层面，各家调整营销策略，加大品牌年轻化投入，新媒体营销更加精准化，2018 年化妆品板块多数企业净利率重回 10%，珀莱雅为 12%，拉芳家化为 13%，受益于眼部护理产品毛利率较高以及期间费用的严格控制，丸美股份以 26% 的净利率领跑化妆品行业。

图 11：伴随消费升级，2018 年化妆品板块多数企业净利率重回 10%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 电商行业：下沉红利释放，龙头重回高增长

19 年三季度网上实物商品零售保持较高增速，环比 19Q2 增速企稳。根据国家统计局数据，2016-2017 年，实物网上零售额增速保持在 30% 水平。18Q1 开始，线上增速放缓，从 18Q1 的 36.5% 逐季下滑至 Q4 的 27.8%，19Q1 进一步下滑至 22%，网上实物商品零售增速创历史新低。19Q2、Q3 社零增速与实物网上零售额增速重新企稳，网上实物商品零售额增速保持在 20% 左右。

图 12：2019 年 Q3 社零总额、实物网上零售额累计增速企稳



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

二季度电商龙头收入端普遍实现高增长：

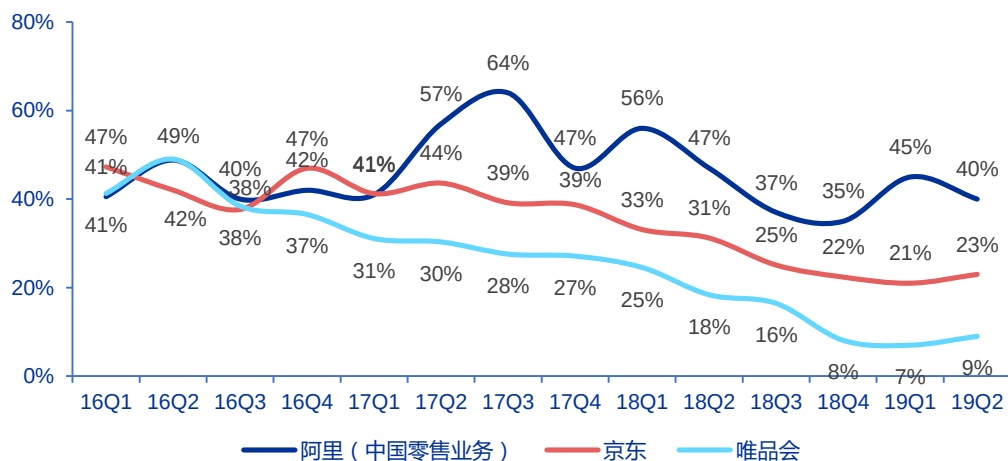
1) 阿里巴巴 19Q1 试验 Feed 流量变现，广告收入增速提升至 31%，Q2 在推荐流量的货币化方面步伐谨慎，广告收入增速回落至 27%。但自 2019 年 3 月起天猫超市开始转型为自营模式，6 月全面完成。因此在 19Q2 直营业务收入大幅增长了 134%，带动收入超预期表现，预计在随后的三个季度中会继续产生同比影响。

2) 京东 19Q2 收入增速达到 23%，环比 19Q1 有所回升，主要来自 GMV 增长驱动。

3) 拼多多 19Q2 收入增长 169%，主要来自 GMV 增长高于预期，以及货币化率提升。

4) 唯品会 19Q2 收入增速回升至 9%，活跃用户增长超预期，GMV 表现有所回暖。

图 13：线上龙头平台营业收入增速回暖



资料来源：公司公告，申万宏源研究

从 GMV 角度来看，19Q2 阿里天猫回升势头不减，拼多多高增长持续。

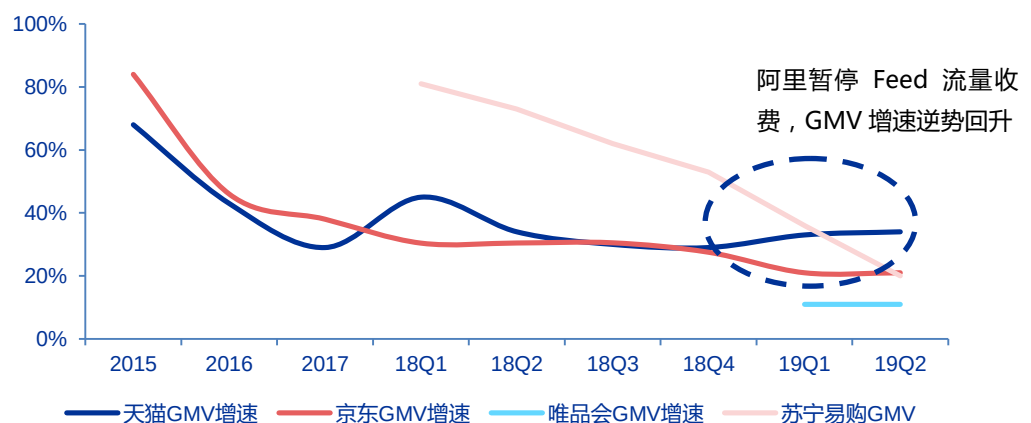
1) 阿里巴巴旗下天猫 GMV 增速自 18Q4 以来连续三个季度处于上升趋势，19Q1/Q2 增速分别达到 33%/34%。

2) 京东 2018 年全年 GMV 增速稳定在约 30% 水平，19 年上半年预计增速与行业整体持平。

3) 拼多多 19Q2 实现 2346 亿元 GMV，同比增长 183%，好于我们预期的 2200 亿元人民币，远高于此前市场预期的约 2000 亿元人民币。考虑到 618 有所分流，我们预计三季度淡季 GMV 季度环比有所下降至为 2060 亿元，同比增长 73%，四季度增速回升。

4) 唯品会自 19Q1 披露 GMV 以来，增速保持在 11%，处于行业底部；苏宁易购 GMV 增速从 18Q1 的 81% 大幅下滑至 20%。

图 14：阿里旗下天猫平台 GMV 增速回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：2019 年拼多多 GMV 规模仍保持较高增速

	Q32017	Q42017	Q12018	Q22018	Q32018	Q42018	Q12019	Q22019
GMV (滚动 12 个月, 亿元)	709	1,412	1,987	2,621	3,448	4,716	5,574	7,091
YoY			851%	583%	386%	234%	181%	171%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

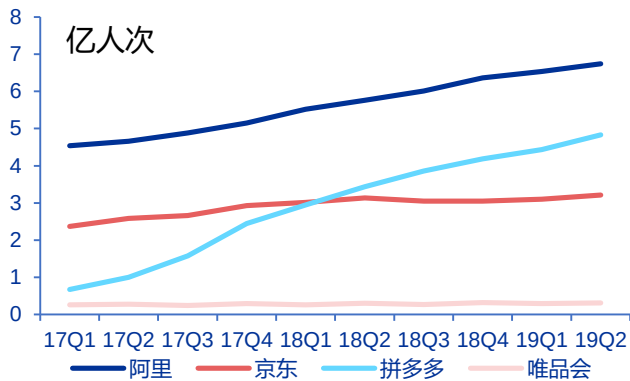
从用户获取角度，龙头公司拓展下沉市场局面打开，新增获客来自低线市场比例稳定在 70%。

1) 阿里：二季度阿里年活跃用户达到 6.74 亿人，环比新增活跃用户 2000 万人，70% 来自低线市场，年活增量连续多个季度稳定，渗透局面打开。

2) 京东：二季度京东活跃用户重回增长轨道，Q2 活跃用户 3.21 亿人，环比新增用户 1080 万人，自 19Q1 以来逐步回归增长趋势。其中，70% 新增用户来自低线市场，三至六线新用户增速高于一线。

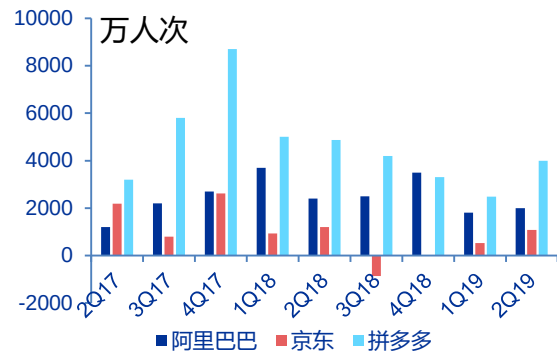
3) 拼多多：二季度年活跃买家达到 4.83 亿，环比增加 4000 万，创 18Q4 以来新高，进一步拉开了与京东的差距。移动端月度活跃用户 3.66 亿人，环比增长 7000 万。19H1 拼多多加速渗透一二线城市，19 年 6 月单月 GMV 中 50% 来自一二线城市。**拼多多百亿补贴成效明显。**2019 年 5 月，拼多多宣布开启“百亿补贴，击穿底价活动”，以 100 亿元预算直接补贴商品价格，覆盖家电数码、母婴用品、食品、个护等多个品类。本次活动除拼多多官方参与外，各品牌旗舰店也参与其中。

图 15：主流电商平台活跃用户增长持续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：主流电商平台单季新增活跃用户



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：拼多多百亿补贴入口



资料来源：拼多多 App，申万宏源研究

图 18：拼多多百亿补贴页面

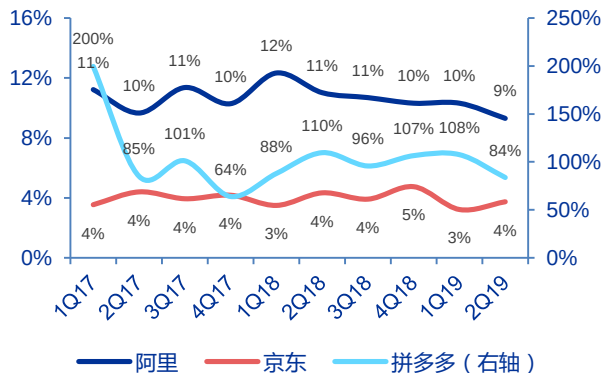


资料来源：拼多多 App，申万宏源研究

从获客成本角度，龙头效应体现，二季度获客成本有所控制。其中，阿里“新零售+科技”赋能基础最坚实，获客成本控制良好，长期发展空间及确定性最强。根据我们推算，19Q2 获客成本稳定在约 120 元/人。京东 19Q2 获客成本约 134 元/人，19H1 获客成本大幅优化，较 18Q4 约 209 元/人改善明显。拼多多获客成本表现最优，19H1 连续两个季度实现了获客成本的优化，19Q1、Q2 优化至 73、72 元/人，较 18Q4 成本为 84 元/人持续下降，品牌认知度得到有效提升。

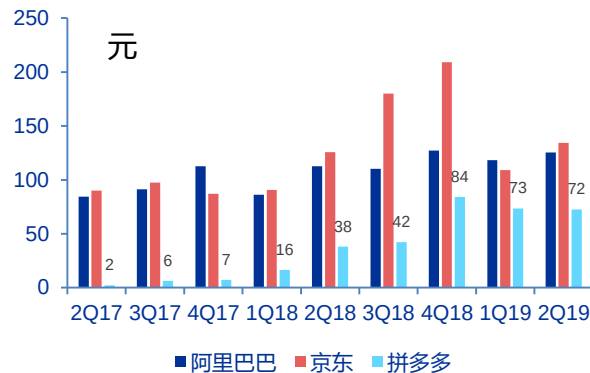
低线市场获客局面打开，整体营销费率得到有效控制。阿里 Q2 营销费用率 9.3%，同比优化 1.7pct，环比优化 1pct；京东 Q2 营销费率 3.7%，环比优化 0.6pct；拼多多 Q2 营销费率 83.7%，同比大幅优化 24pct，环比大幅优化 24.3pct。

图 19：19Q2 电商平台营销费率同比有所优化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：19Q2 电商平台获客成本得到控制



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：此处计算获客成本我们考虑了拉新和留存用户的两方面投入，不仅仅考虑新用户增长

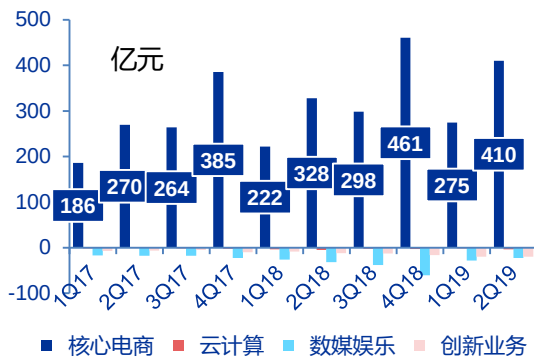
收入增长、费用控制两端发力，二季度电商龙头整体盈利能力提升。

1) 阿里新业务亏损收窄。19Q2 阿里实现净利润 331 亿元，同比增长 56%。盈利超预期主要因为饿了么效率提升，饿了么和大文娱的亏损也得到显著控制。其中，19Q2 核心电商业务 EBITA 利润率环比提升 6pct，19H1 云计算业务持续接近盈亏平衡，数媒娱乐业务亏损率从 18Q4 的 93% 大幅收窄至 19Q2 的 35%，新业务盈利能力进一步提升。

2) 京东新业务回暖，仍处于亏损状态。19H1，京东新业务（物流、科技等）仍处于亏损状态，但营业亏损率从 18H1 的 40% 大幅收窄至 19.3%，盈利能力得到优化。上半年京东严格限制了费用提升运营效率，研发规模不再扩张，自有仓库出售并返租回来以提高利用率，营销费用也得到了有效控制。我们预计 2019 年毛利率有望提升 0.5%pct，带动全年净利润率到约 1.7%。

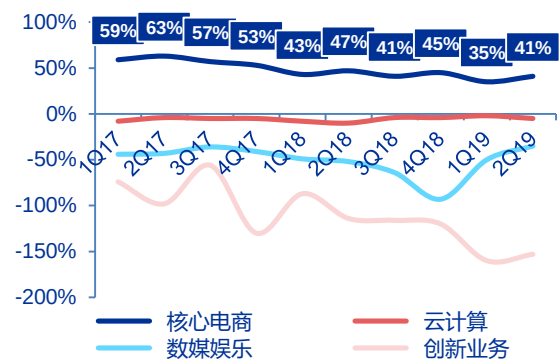
3) 拼多多营销费用得到控制，盈利能力向好。二季度拼多多亏损率 6%，同比优化 19pct，环比优化 24pct。其中市场推广费用占收入的比例从过去两个季度的 100% 以上下降至 84%，改善显著，主要来自二季度 GMV 超预期增长，以及公司在 S&M 费用上对 ROI 的重视提升。我们预计三季度单季仍有超过 90% 的 S&M 费用比率，但全年 S&M 总费用有望在 250 亿元人民币的市场预期范围内。

图 21：核心电商业务是阿里巴巴 EBITA 利润来源



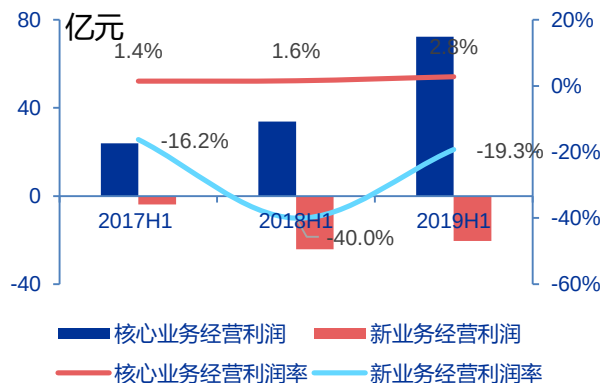
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：阿里巴巴核心电商业务 EBITA 利润率提升



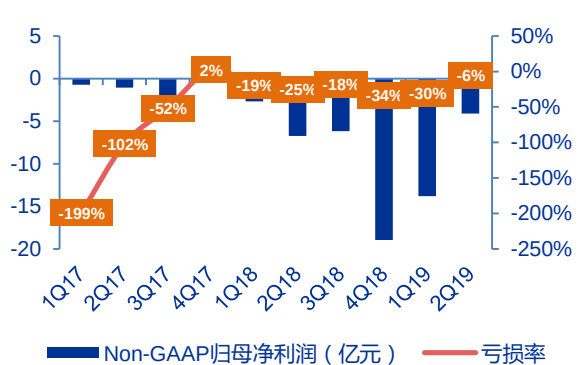
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：京东新业务亏损收窄



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：拼多多盈利能力持续向好



资料来源：公司公告，申万宏源研究

具体到 A 股重点公司方面，2019 年三季报公司本部业务净利润增长 40.5%，增长超预期。1) 19 年前三季度，公司实现收入 26.5 亿元，同比增长 29.4%；净利润 6.0 亿元，同比增长 34.0%。其中，Q3 单季度公司实现收入 10.1 亿元，同比增长 24.9%；实现净利润 2.2 亿元，同比增长 36.9%。2) 分业务板块来看，本部业务收入利润高增长。Q3 单季度公司本部业务实现收入 2.5 亿元，同比增长 33.1%；净利润 1.8 亿元，同比增长 42.1%；子公司时间互联 Q3 单季度实现收入 7.6 亿元，同比增长 22.4%；净利润 3341 万元，同比增长 14.0%。3) 货币化率降幅收窄，表现超预期。Q3 单季度公司品牌综合服务业务及经销商品牌授权服务业务实现收入 2.3 亿元，同比增长 42.5%。我们推算三季度两项业务对应的货币化率为 4.0%，下降幅度较上半年收窄，预计货币化率短期下行、中长期有望趋稳。

表 4：南极电商分季度 GMV 与货币化率情况

亿元	15A	16A	17A	18A	173Q	183Q	193Q	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	3.9	5.2	9.9	33.5	4.0	20.4	26.5	5.0	7.3	8.1	8.2	8.1	10.1
YoY		34%	90%	240%	33%	409%	29%	620%	301%	441%	63%	11%	25%
本部营业收入	3.9	5.2	7.2	10.4	4.0	5.2	6.8	1.0	2.3	1.9	1.4	2.8	2.5
YoY		34%	38%	45%	33%	30%	30%	48%	24%	28%	39%	24%	33%
品牌货币化收入	3.5	4.7	6.4	9.3	3.3	4.4	6.1	0.8	2.0	1.6	1.3	2.5	2.3

YoY	34%	37%	46%		35%	38%		53%	41%	21%	55%	27%	43%
GMV	39.6	72.1	124.0	205.2	65	105	168	34	34	38	52	58	58
YoY	82%	72%	65%		79%	62%	59%	78%	49%	64%	53%	70%	55%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

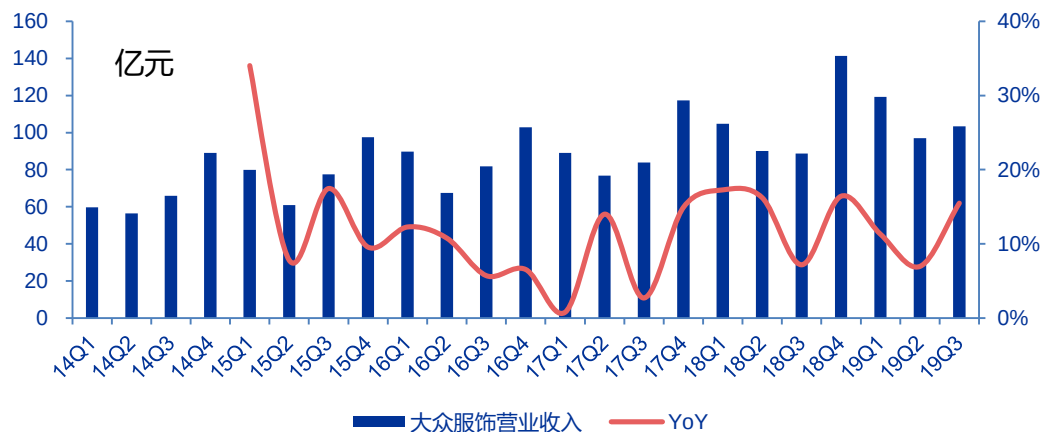
注：品牌货币化收入包括“品牌综合服务业务”、“经销商品牌授权业务”贡献的收入。

部分季度的品牌货币化收入为我们的推算结果，非披露值。

4.大众服饰：增速筑底企稳，看好后续稳健复苏

19 年前三季度大众服饰增速稳健，环比改善 8%。大众服饰经营规模较大，整体情况与社零趋势较为一致。从单季度经营数据来看，龙头公司海澜之家与森马服饰过去两个季度收入端增速企稳，太平鸟收入端增速回弹。其中，海澜之家 19Q3 增速 31%，实现连续两个季度增长，环比增长 21.4%，超出预期。森马服饰受 KIDILIZ 亏损及休闲装调整影响，收入增速略受影响，剔除并表因素，原有业务增速稳健，经营趋势良好。太平鸟 19Q3 收入增速 10%，环比增加 8%，改善明显，产品、渠道端调整显效。

图 25：大众服饰 Q3 增速企稳



资料来源：公司公告，申万宏源研究

门店拓展方面，渠道拓展速度分化。2018 年，海澜之家、优衣库、巴拉巴拉品牌门店数量净增长比例超过 10%，龙头品牌加速抢占市场份额。其中，海澜之家品牌门店数量达到 5097 家，在男装品类市占率稳居首位；优衣库预计 2021 年中国大陆市场门店数量突破 1000 家，发力渠道下沉；巴拉巴拉童装集中度进一步提升，龙头优势加强。

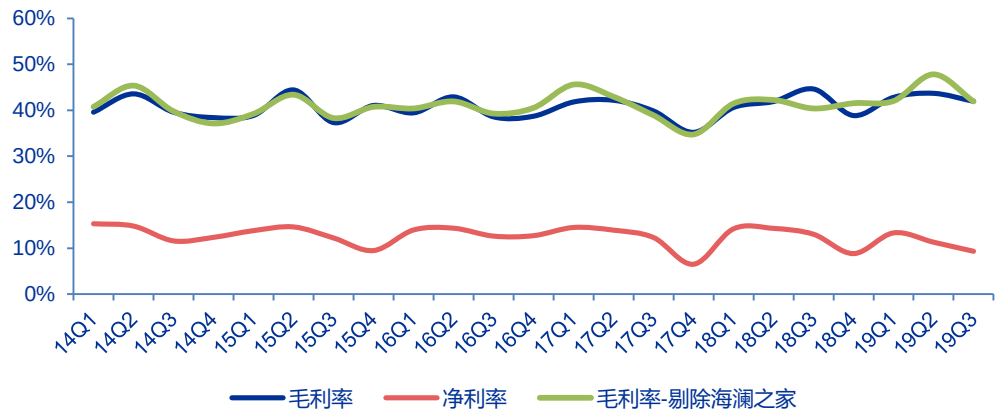
表 5：主要大众品牌 2019 年上半年净开店数量

	海澜之家品牌	优衣库	森马品牌	巴拉巴拉	太平鸟女装	太平鸟男装
2017	4503	592	3628	4795	1526	1226
2018	5097	673	3830	5293	1551	1322
2019H1	5,449	687	3,858	5546	1400	1300

净增加数量	352	14	28	253	-151	-22
增加 (%)	7%	2%	1%	5%	-10%	-2%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：三季度大众服饰单季度毛利率较去年同期下滑约 2.7pct

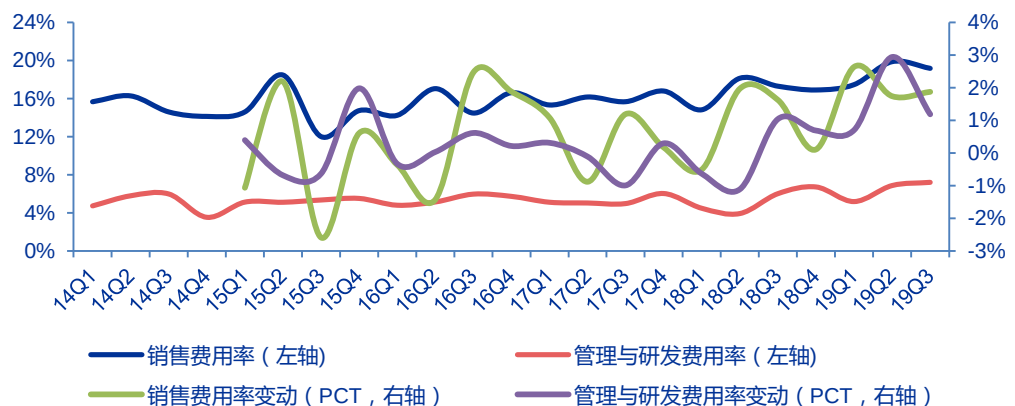


资料来源：公司公告，申万宏源研究

盈利能力方面，大众服饰龙头公司毛利率略有下滑，预计后续有望回升。单季度来看，19Q3 子行业公司毛利率较去年同期下滑了 2.7pct。我们认为未来毛利率可通过龙头公司竞争力持续强化进而回升：1）海澜之家议价能力较强，分成比例有拐点影响，预计毛利率有望逐年稳健上升；2）森马服饰并表的 KIDILIZ 业务以直营为主，毛利率较高，但原有休闲装业务经过调整后毛利率同步有所提升。

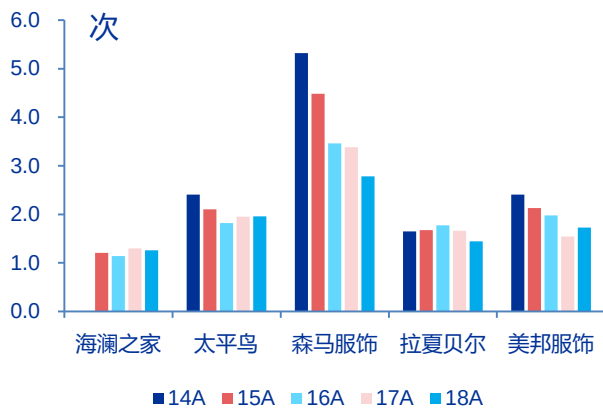
期间费用率整体维持高位，抵消毛利率变化。2018 年及 19 年三季度，龙头公司多品牌、多品类战略的加速推进：1）海澜之家剥离爱居兔业务，专注主品牌稳定发展与新品牌培育，新品牌步入发展期，Q3 单季度实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 1191%，童装品牌差异化覆盖相继完成，未来有望稳步发力贡献收入新增量；2）森马服饰 KIDILIZ 完成收购，马卡乐、迷你巴拉体量规模占比提升，收入端高速增长。新品牌布局长远发展，子行业销售费用率同比显著提升，我们预计 2019 年仍将小幅增长，2020 年起逐步趋于稳定。

图 27：三季度消费回暖，单季度销售费用率回稳



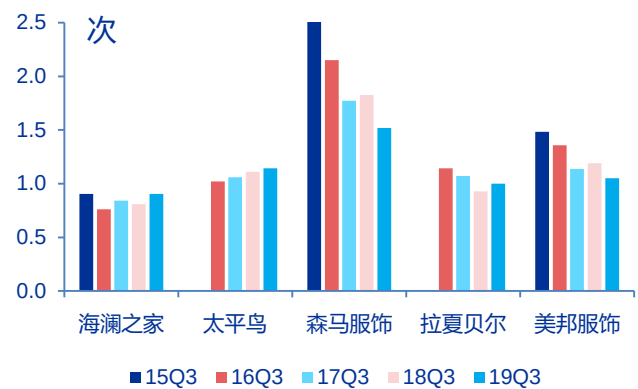
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28：大众服饰全年存货周转率变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

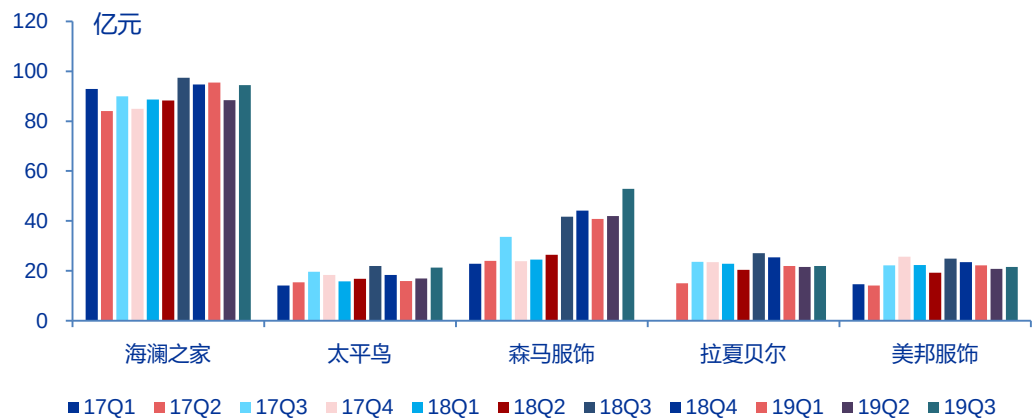
图 29：大众服饰三季度存货周转率变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

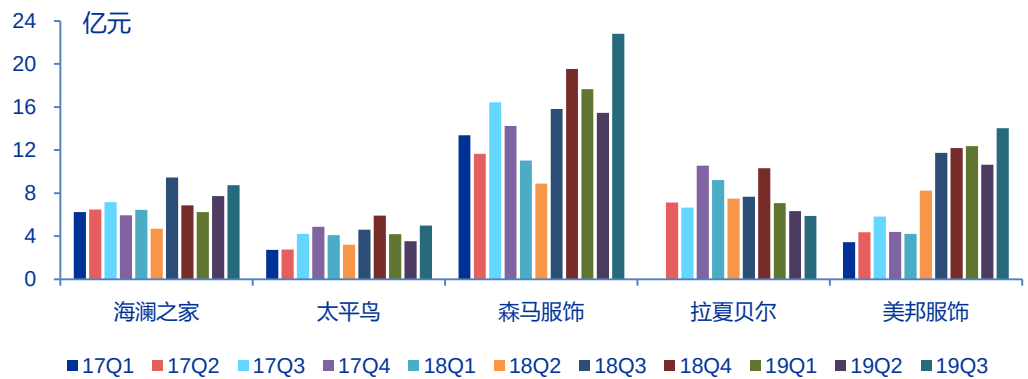
存货、应收规模有所控制，资产负债表三季度进一步修复。行业 15 年底进入存货消化周期，于 17 年下半年逐步调整完毕，库龄结构改善。19Q3 行业存货、应收账款规模普遍得到控制。其中，**海澜之家** 19Q3 存货规模 94.5 亿元，在收入规模 Q3 单季度 31% 的高速增长下存货规模同比 18Q3 减少 2.8 亿元，存货控制改善。**森马服饰** 受休闲装业务调整及 KIDILIZ 亏损影响，19 年前 3 季度应收账款较年初增加 3.3 亿元至 22.8 亿元，存货较年初增加 8.7 亿元至 53 亿元，资产质量仍有提升空间。

图 30：19Q3 大众服饰领域龙头公司存货规模有所控制



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：19Q3 大众服饰领域龙头公司应收账款回款情况向好



资料来源：公司公告，申万宏源研究

18Q4 至 19Q3 以来大众服饰筑底企稳，从我们重点关注的企业来看：

海澜之家 19 年 Q3 单季度收入增长 31.0%超预期。1) 男装主品牌增速再提升。19Q3 海澜之家系列品牌(包括海澜之家、黑鲸品牌及海一家)实现收入 29.0 亿元,同比增长 14.4%。19 年 Q1-Q3 中,主品牌单季度收入增速分别为 2.2%、9.3%、14.4%,增速逐季改善并提升至双位数水平。三季报海澜之家主品牌门店数量达到 5517 家,单季度净增加 68 家门店,门店数量稳健增加,商场店拓展成效明显,有力拉动了整体增长。**2) 新品牌成长强劲。**19Q3 单季度公司包含海澜优选、OVV、AEX、男生女生品牌在内的新品牌实现营业收入 3.2 亿元,同比增长 1191%,新品牌孵化培育、外延并购成效明显,目前合计拥有门店 1559 家,本季度并表英氏后渠道数量大幅增加 509 家。**3) 职业装业务大幅增长。**19Q3 圣凯诺品牌实现收入 5.8 亿元,同比增长 77.4%,我们认为主要来自职业装发货的节奏季度间错位影响。**4) 线上发力。**单季度线上渠道实现收入 2.7 亿元,同比增长 38.9%,增速较过去三个季度大幅提升,我们认为公司线上多平台布局成效显著。

表 6：海澜之家经营数据明细

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
海澜之家系列品牌											
营业收入(百万元)-单季度	4374	3249	2589	4545	4887	3326	2522	4526	4993	3635	2904
YoY	-0.6%	6.8%	-2.1%	15.2%	0.0%	-1.3%	-2.6%	-0.4%	2.2%	9.3%	14.4%
毛利率-单季度	40%	40%	41%	41%	41%	44%	56%	37%	46%	43%	39%
期末门店数	4305	4376	4428	4503	4523	4694	4891	5297	5369	5449	5517
直营门店	8	9	17	31	37	76	128	181	195	250	291
加盟门店	4297	4367	4411	4472	4486	4618	4763	5116	5174	5199	5226
净增门店数-单季度	68	71	52	75	20	171	197	206	72	80	68
其他新品牌											
营业收入(百万元)-单季度					8.8	19.4			143	165	322
YoY									1518%	754%	1191%
毛利率					28%	60%			28%	22%	35%
期末门店数								967	965	1050	1559
直营门店								78	95	125	254

加盟门店								889	870	925	1305
净增门店数-单季度									-2	85	509
圣凯诺											
营业收入(百万元)-单季度	398	554	343	584	443	386	328	963	493	443	582
YoY	5%	54%	-18%	24%	11%	-30%	-5%	65%	11%	15%	77%
线上渠道											
营业收入(百万元)-单季度	138	295	167	454	278	303	195	376	261	321	270
YoY	3%	4%	16%	55%	101%	3%	17%	-17%	-6%	6%	39%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

关于口径调整：

- 1) 2019年起公司为了更好地展示新品牌拓展，调整了分类口径，此前“其他品牌”中包括海一家品牌，19Q1起其他品牌仅包含海澜优选、OVV、AEX、男生女生品牌，海一家并入“海澜之家系列品牌”进行统计披露。
- 2) 本表中，18Q1、18Q2、18Q3、19Q1、19Q2、19Q3所有数据均采用新口径，其他季度采用原口径。

森马服饰三季度休闲装业务有所调整以及 KIDILIZ 亏损 前三季度净利润同比增长 3%，略低于预期。 1) 19 年前 3 季度实现收入 132.6 亿元，同比增长 35.8%，实现归母净利润 13.1 亿元，同比增长 2.8%，扣非净利润 12.5 亿元，同比增长 3.5%。扣除 KIDILIZ 并表影响（预计前三季度亏损约 1.65 亿元），推算原业务前三季度实现收入约 111 亿元，同比增长 13%，净利润约为 14.7 亿元，同比增长 15.6%。2) 19Q3 实现收入 50.4 亿元，同比增长 19.1%，实现归母净利润 5.85 亿元，同比下降 3.2%。扣除 KIDILIZ 并表影响（预计 Q3 亏损约 5500 万元），推算原业务 Q3 实现收入约 43 亿元，同比增长 3%，净利润约为 6.4 亿元，同比增长 6%。

5.中高端女装：19Q3 表现分化，预计四季度有望逐渐复苏

中高端女装 18 年下半年受整体零售环境疲软影响，增速放缓，18Q4 见底，19Q1 复苏趋势明显，零售端自 3 月冲高后 4 月再度触底，5-9 月恢复性改善并维稳。 2019 年前三季度社零增速 8.2%，其中 9 月份社零增速提升至 7.8%，消费回暖趋势显著，中高端领航。2019 年前三季度社零服饰类增速 3.0%，其中 9 月份社零增速 3.6%，高端品牌领航消费复苏。考虑到 18 年前三季度行业增长态势较好，基数较高，随着 19 年前三季度逐步回暖复苏，19 年业绩增长有望前低后高，估值有望迎来双击修复。

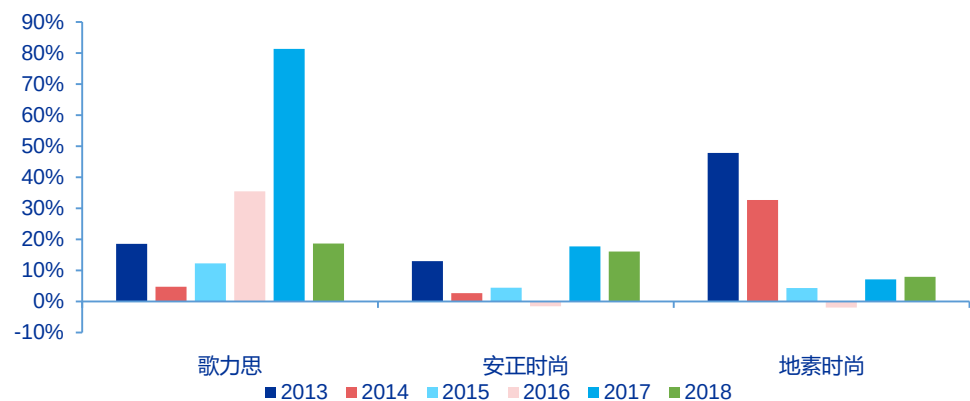
歌力思：主品牌增长稳健，Ed Hardy 业务调整影响单季业绩，19 年开始打造主品牌亲民线，打开下沉空间，第二梯队品牌孵化成熟快速发展，新增品牌培育中。全公司 18/19 前三季度/19Q3 收入增速分别为 18.7%/8.6%/-5.5%，19Q3 单季度业绩受 Ed Hardy 调整影响低于预期，调整已完成，预计后期业绩将回归稳健。主品牌 18/19 前三季度/19Q3 收入增速分别为 4.3%/4.2%/-0.5%，表现稳健。19Q3 门店调整完毕，上半年净关店 15

家，Q3 单季度净开店 21 家至 598 家。业绩波动主要系公司战略调整，在第三季度集中开展加盟商退换货，并将奥莱店收归直营。

地素时尚：19 年 Q3 线下直营零售改革卓有成效，零售能力和单店店效提升明显，业绩增长再提速。19 年前三季度收入同比增长 15.9%，Q3 单季度收入同比增长 18.8%，业绩收入符合预期，三季度收入增长加速。19 年前三季度净开店 6 家至 1068 家，其中 Q3 单季度净增 18 家。直营店铺精简调整，线下直营零售改革，零售能力和店效提升明显。

安正时尚：18Q4 外部消费疲软+内部区域化改革调整中，并购母婴电商代运营礼尚信息，并参股童装品牌青蛙王子，拓展业绩增长点。19 前三季度加大研发投入并积极探索新零售，品牌推广活动加强助力主品牌增长稳健。2018 年收入/归母净利润同增 16.1%/3.0%，2019 前三季度公司整体收入/归母净利润增长 54.1%/12.6%。不考虑礼尚信息并表，公司服装业务 18 年收入同比增长 6.9%，19Q1 服装业务收入同比下降 0.6%，19Q2 服装业务收入同比增长 4.1%，19Q3 服装业务收入同比下降 0.2%，受服装整体消费疲软影响，主品牌增长稳健，前三季度实现 6.6% 增速，其他新品牌尚处培育期。

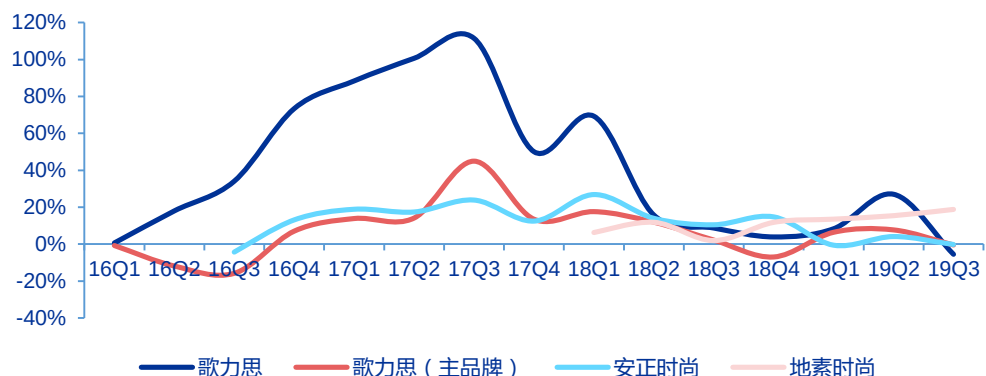
图 32：2013-2018 高端女装品牌收入增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：所有公司均是报表内全品牌口径

图 33：高端女装品牌收入增速 18Q4 见底，自 2019 年起逐步复苏

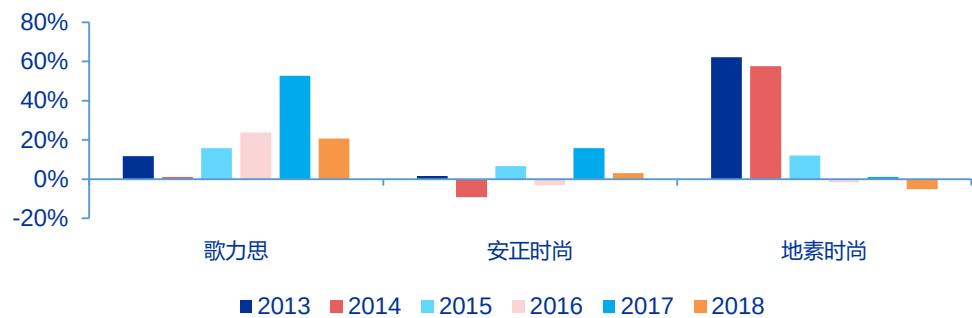


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：歌力思公司口径有并表影响，故主品牌歌力思增速再单独列示对比

安正时尚 18Q4、19Q1、19Q2、19Q3 为剔除子公司礼尚信息并表的收入增速。

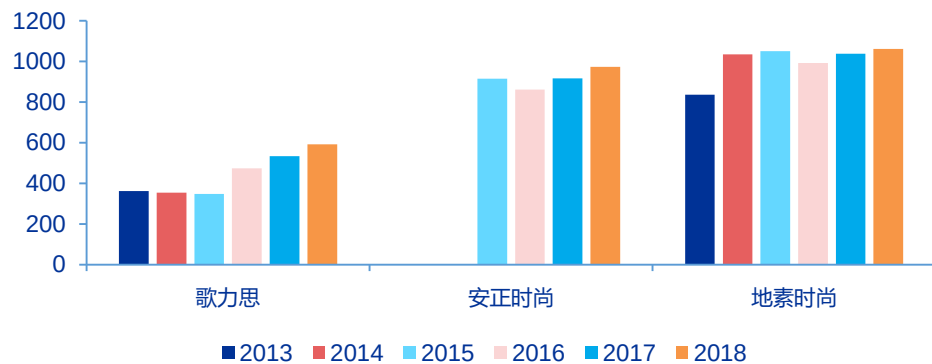
图 34：2013-2018 高端女装品牌净利润增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：所有公司均是报表内全品牌口径

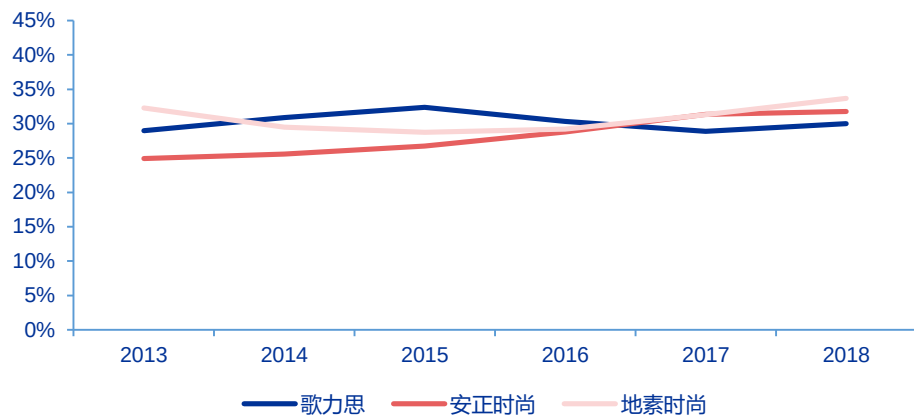
图 35：2013-2018 高端女装品牌门店数量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

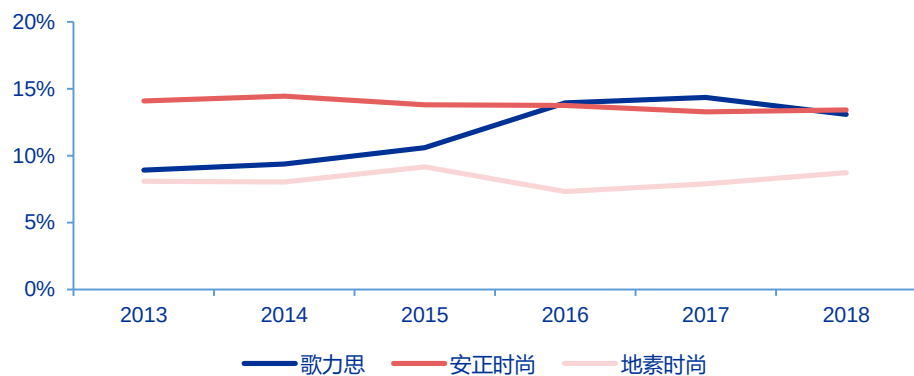
从经营效率上来看，整体呈现业绩增长主要由同店增长驱动，开店稳步拓展，18 年下半年开店旺季开店谨慎，19 年上半年仍处于调整店铺期，净开店较少甚至略有下滑，经营费用率整体保持稳定。2018 年歌力思管理费用率整体较之 2017 年下降 0.2pcts，安正时尚增长 0.5pcts。上市女装企业在开店过程中不仅注重量的拓展，更为注重质的把控。

图 36：2013-2018 高端女装品牌销售费用率总体平稳



资料来源：公司公告，申万宏源研究

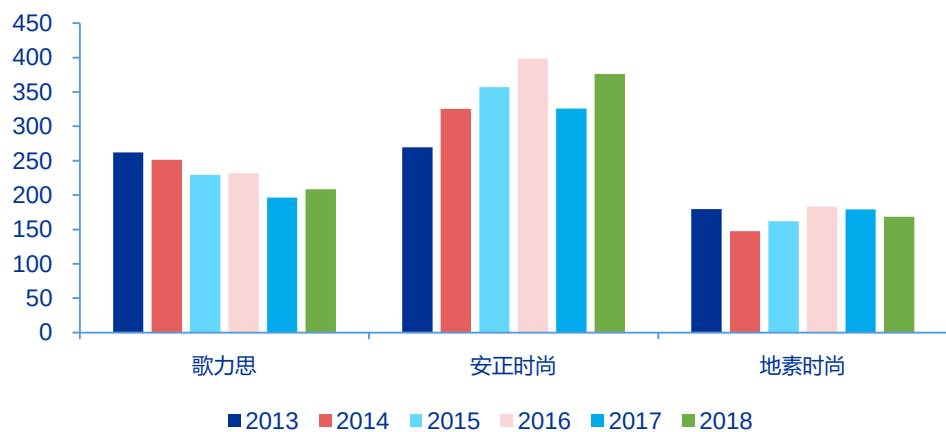
图 37：2013-2018 高端女装品牌管理费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

存货周转效率有所放缓。2018 年高端女装品牌存货周转速度放缓，存货周转天数略有增长。歌力思存货周转天数同增 12 天至 208 天，安正时尚存货周转天数同增 50 天至 376 天，但地素时尚存货周转天数同减 11 天至 168 天。

图 38：2018 年高端女装存货周转效率有所放缓



资料来源：公司公告，申万宏源研究

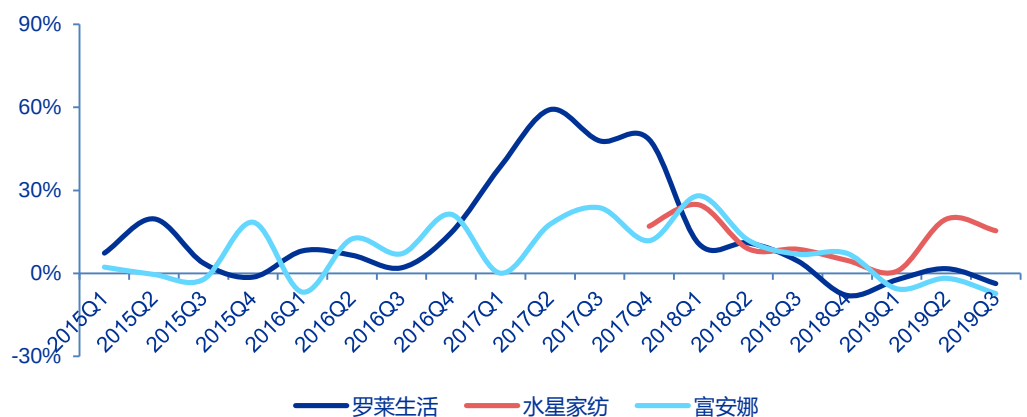
6.家纺：线上复苏明显，线下表现分化

水星家纺业绩恢复快速增长，19 年前三季度归母净利润同比增长 19%，略超市场预期。1) 19 年前三季度实现收入 20.2 亿元，同比增长 11.9%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比增长 18.8%，扣非净利润 1.8 亿元，同比增长 14.8%。2) 19Q3 实现收入 7.4 亿元，同比增长 15.4%，实现归母净利润 8000 万元，同比增长 31.1%，扣非净利润 7695 万元，同比增长 51.3%，三季度增速喜人，复苏明显。

罗莱生活收入保持平稳，前三季度归母净利润同比降 5.0%，略低于预期。1) 19 年前三季度实现营业收入 34 亿元，同比微降 1.6%；实现归母净利润 3.6 亿元，同比下降 5.0%，扣非净利润 3.0 亿元，同比上升 4.3%。2) 19Q3 实现营业收入 12.1 亿元，同比下降 3.7%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比下降 4.9%，扣非净利润 1.3 亿元，同比上升 38.2%，三季度业绩开始逐步改善。

富安娜加强渠道库存清理影响公司业绩，19 年前三季度净利润下滑 15%，略低于预期。1) 19 年前三季度实现营业收入 16.8 亿元，同比下降 4.9%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比下降 15.4%，扣非净利润 2.1 亿元，同比下降 18.7%。2) 19Q3 实现营业收入 5.7 亿元，同比下降 7.3%；实现归母净利润 9097 万元，同比下降 14.1%，扣非净利润 8563 万元，同比下降 14.8%。公司业绩下滑主要由于公司加强渠道库存清理，减缓发货节奏以及销售费用率增长。

图 39：家纺行业近两个季度增速企稳



资料来源：公司公告，申万宏源研究

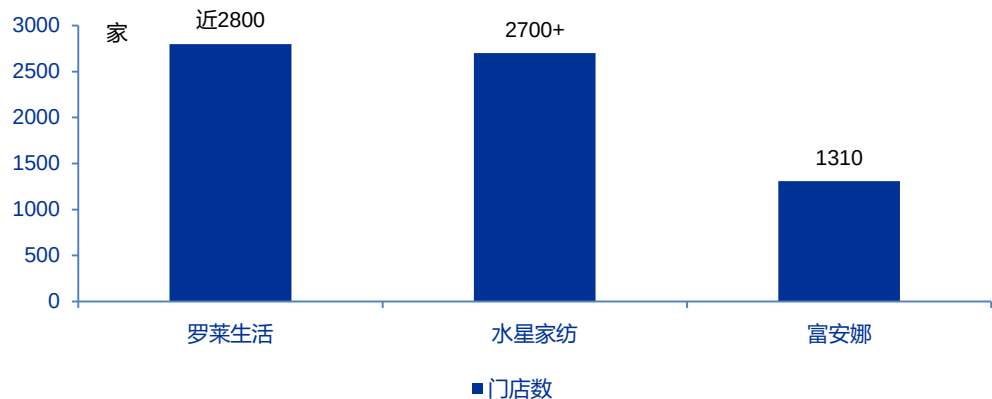
门店拓展方面，持续优化门店结构，小店策略稳步推进，加强品牌影响力。

水星家纺：公司积极推进 140 平米以上的大店以及 200 平米以上的集合店的扩建和展店，门店数量占比不断提升。18 年底公司门店总数约 2700 多家（加盟店 2600 多家+直营店 100 多家），其中大店数量约 400 家，占比近 15%。

罗莱生活：线下渠道不断向低线渗透，截止至 19H1 公司终端门店数近 2800 家，净增点大约 100 家；在继续巩固一线、二线市场渠道优势的同时，积极向三、四线市场渗透和辐射。

富安娜：门店结构持续调整，一二线终端布局占比超 50%；2019 年上半年，公司终端门店达 1350 多家，净增约 40 家。大于 150 平米的门店占 60%左右，300 平米大店约占到 25%，沿街店约占所有终端的 60%。

图 40：19H1 家纺企业门店数量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

三季度电商表现良好，保持较高增速。

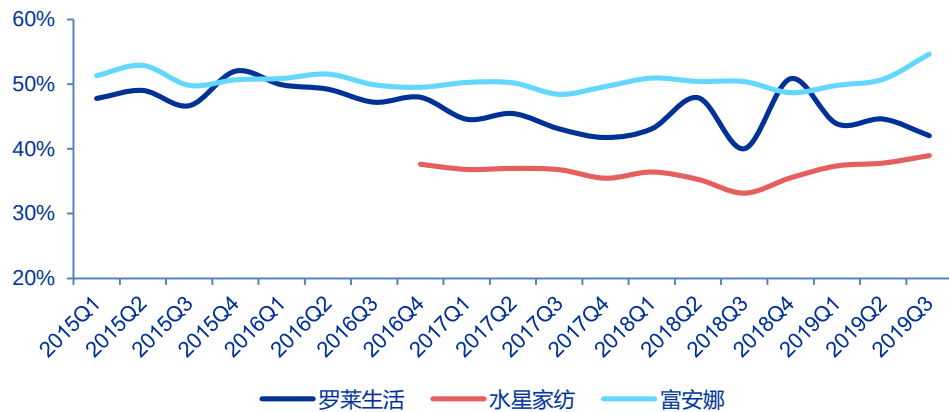
水星家纺：三季度电商再次提速增长，表现亮眼。1) 电商渠道在经历一年优化调整之后效果显著，Q2 单季度增速超 30%，预计 Q3 单季度线上增长再次提速，复苏势头极为强劲。2) 公司除了在传统主流电商平台发力外，积极布局社交电商等新平台，引流效果显著。19 年双十一预售进展良好，预计 Q4 电商仍将保持快速增长。

罗莱生活：线上平台持续调整，四季度有望逐渐复苏。18 年 8 月公司正式将 LOVO 与罗莱品牌拆分运营。LOVO 积极合作欧洲新锐设计师，不断推出设计师联名款。同时线上渠道在与主流电商平台紧密合作外，积极覆盖新兴渠道，经过一年调整之后，电商渠道有望在四季度旺季开始发力。

富安娜：线上持续高增速，销售占比不断提升。1) 19H1 电商收入约 4 亿元，同比增长约 23%，占比约为 36%，销售占比持续提升，未来占比有望达 40%。2) 预计三季度电商持续保持 20%+ 增速，同时随着四季度旺季到来，有望带动线上再次提速，预计全年线上收入增速可能超 25%。

盈利能力方面，家纺行业毛利率逐步回升。19Q3 水星家纺毛利率较去年同期提升 5.8pct 至 39.0%；富安娜毛利率较去年同期提升 4.3pct 至 54.6%；19Q3 罗莱生活较去年同期上升 2.0pct 至 42.0%，基本均是通过产品结构调整带来的间接提价，增厚了公司整体毛利。

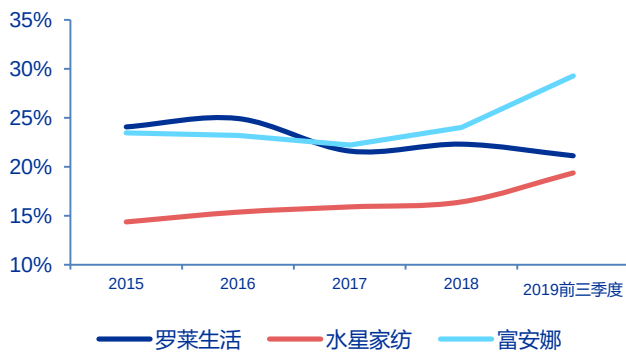
图 41：家纺行业毛利率较为平稳



资料来源：公司公告，申万宏源研究

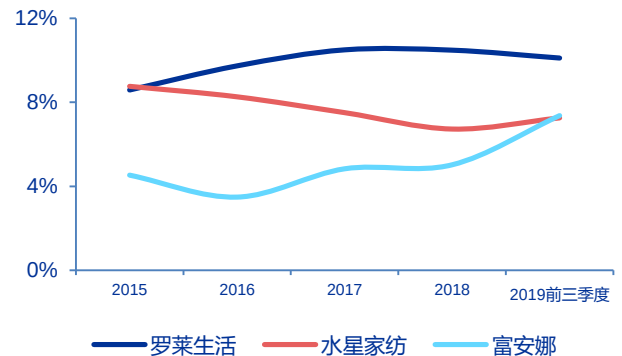
销售费用率、管理及研发费用率总体上升。19 前三季度及 19Q3 水星家纺及富安娜销售费用率均有提升，主要由于广告营销投入加大以及展店费用；罗莱生活销售费用率保持稳步下降的趋势。管理费用率（含研发费用）水星家纺及富安娜有所上升，罗莱生活保持稳定。

图 42：家纺企业销售费用率略有上行



资料来源：公司公告，申万宏源研究

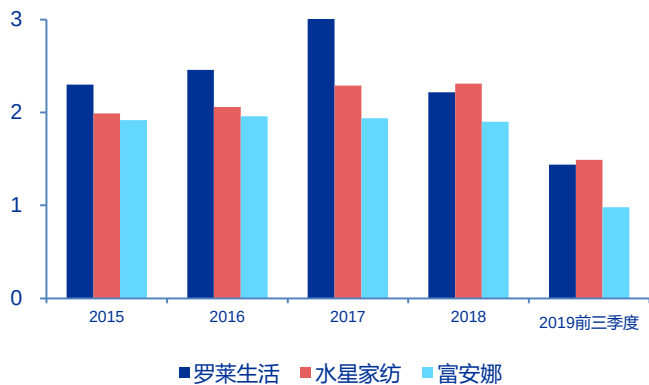
图 43：家纺企业管理费用率较为稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

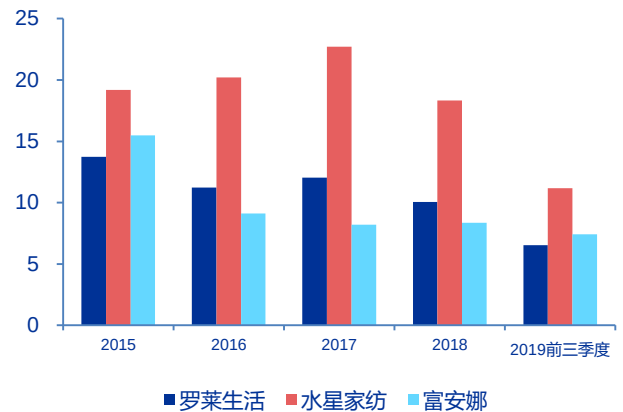
存货、应收周转率整体较为稳定。1) **存货周转率**：19 前三季度罗莱生活存货周转率较 18 年同期下滑 0.18 至 1.44；水星家纺存货周转率保持不变为 1.49，富安娜存货周转率微降 0.03 至 0.98，基本保持平稳。2) **应收账款周转率**：19 前三季度罗莱生活应收账款周转率较 18 年同期微升 0.03 至 6.53，水星家纺应收账款周转率下降 1.84 至 11.19；富安娜应收账款周转率上升 0.54 至 7.42。

图 44：家纺企业存货周转率略有下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 45：家纺企业应收账款周转率略有下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

7. 关键结论与投资建议

投资建议方面，继续看好高景气的运动、电商与化妆品板块，建议关注低估值优质服饰公司。推荐顺序为：1) 运动强者恒强：看好多品类布局完善，长期空间最大的安踏体育，以及品牌复苏势头确立，零售增长强劲的李宁；2) 化妆品优质标的：珀莱雅品牌矩阵逐渐丰满，看好在行业变革洗牌期脱颖而出。3) 电商高成长：南极电商 GMV 持续超预期，验证经营护城河逐步稳固，估值有望进一步提升。4) 高端时尚：比音勒芬多年深耕形成经营壁垒，门店扩容店效稳步提升。歌力思主品牌稳定增长，新品牌进入业绩释放期。5) 大众服饰龙头：海澜之家主品牌调整到位增长有望提速，高比例回购与分红有望贡献稳健回报。

表 7：纺织服装行业 2019 年估值比较表

纺织服装	证券代码	公司简称	股价 2019/11/7	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	19E	EPS 20E	21E	19E	PE 20E	21E	评级
大众服饰	600398.SH	海澜之家	7.85	44.2	347	0.81	0.88	0.97	10	9	8	买入
	002563.SZ	森马服饰	10.24	27.0	276	0.69	0.82	0.94	15	13	11	买入
	603877.SH	太平鸟	14.10	4.8	68	1.32	1.48	1.63	11	10	9	增持
	2020.HK	安踏体育	78.05	27.0	2,108	1.93	2.44	2.94	36	28	23	买入
	3998.HK	波司登	4.23	108.2	458	0.10	0.12	0.16	39	31	24	
中高端消费	002832.SZ	比音勒芬	25.50	3.1	79	1.33	1.76	2.25	19	14	11	买入
	002029.SZ	七匹狼	5.71	7.6	43	0.52	0.58	0.64	11	10	9	增持
	601566.SH	九牧王	10.96	5.7	63	1.00	1.08	1.16	11	10	9	增持
	603808.SH	歌力思	14.05	3.3	47	1.24	1.43	1.73	11	10	8	增持
	603839.SH	安正时尚	13.80	4.0	55	0.95	1.12	1.24	15	12	11	增持
	603587.SH	地素时尚	24.23	4.0	97	1.60	1.85	2.04	15	13	12	增持
	002875.SZ	安奈儿	16.64	1.3	22	0.79	0.95	1.18	21	18	14	增持
	300005.SZ	探路者	3.64	8.9	32	0.15	0.16	0.21	24	23	18	增持
	603214.SH	爱婴室	47.12	1.0	48	1.43	1.77	2.08	33	27	23	增持
家纺	002293.SZ	罗莱生活	9.18	8.3	76	0.67	0.76	0.83	14	12	11	增持
	002327.SZ	富安娜	6.84	8.7	60	0.66	0.75	0.83	10	9	8	增持
	603365.SH	水星家纺	16.15	2.7	43	1.25	1.46	1.71	13	11	9	增持

面辅料	2313.HK	申洲国际	109.50	15.0	1,646	3.53	4.19	4.97	27	23	19	增持
	000726.SZ	鲁泰 A	8.93	8.6	84	1.05	1.16	1.27	9	8	7	
	002042.SZ	华孚时尚	6.44	15.2	98	0.55	0.61	0.68	12	11	9	
	601339.SH	百隆东方	4.11	15.0	62	0.27	0.32	0.35	15	13	12	
	603558.SH	健盛集团	9.23	4.2	38	0.66	0.79	0.91	14	12	10	
电商	002640.SZ	跨境通	7.32	15.6	114	0.60	0.67	0.76	12	11	10	增持
	002127.SZ	南极电商	11.65	24.5	286	0.51	0.65	0.82	23	18	14	买入
	300792.sz	壹网壹创	188.11	0.8	150	2.64	3.47	4.51	71	54	42	
	300577.SZ	开润股份	32.71	2.2	71	1.06	1.36	1.66	31	24	20	增持
日化	600315.SH	上海家化	33.46	6.7	225	0.98	1.06	1.06	34	32	32	增持
	603983.sh	丸美股份	71.90	4.0	288	0.38	0.44	1.84	187	163	39	增持
	603605.SH	珀莱雅	93.90	2.0	189	1.94	2.63	3.44	48	36	27	买入

资料来源：wind，申万宏源研究

备注：壹网壹创盈利预测为 Wind 一致预期

建议重点关注标的包括：1) 运动行业：安踏体育、李宁；2) 电商与化妆品：南极电商、珀莱雅、壹网壹创；3) 高端消费：比音勒芬、歌力思、爱婴室；4) 大众消费龙头：海澜之家、森马服饰。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。