

2020-2-17

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

纺织品、服装与奢侈品行业

从现金流角度看纺织服装行业

报告要点

■ 本周专题

本周，我们将从企业现金流角度出发分析纺企短期抗风险能力，并判断此次影响对企业后续生产经营及投融资决策的潜在影响。

企业短期经营风险在于刚性开支及到期债务压力。现阶段大部分纺企在手现金能维持 6 个月以上刚性费用开支；偿付能力角度，极端情况下大部分品牌企业以及垂直一体化制造企业的偿付能力优异，单一环节制造公司则面临一定压力。

疫情也会影响企业经营、投资和筹资活动。首先，从经营活动的角度来看，纺企经营具备季节性特征，预计短期品牌端加大对下游的账期优惠现金流承压，制造端 Q1 本就是全年现金流压力最大的时点，应收款项压力自下游零售环节传导，预计现金流压力大于品牌端。**其次，从投资活动的角度来看，**在短期现金流吃紧以及需求受限的背景下，纺织制造企业的扩产节奏或受到一定程度影响；短期复工受限上游或出现产成品被动去库的局面，疫情缓解后具备现金流优势且备货充裕的公司有望率先改善。**再次，从筹资活动的角度来看，**在短期现金流吃紧的背景下，可能会出现降低分红比例或延迟至年中分红的情况。

预计短期零售开店、生产复工受限对企业损益表影响较大。在 2-3 月线下零售降速、Q2 电商提速的假设下，测算显示疫情对 Q1 服装零售的影响约 24%~44%，对于全年的影响约 5.2%~10.8%；进一步考虑到企业清库存行为，滞销品促销预计将缓解全年服装零售 2.5%~6.6% 的降速压力，在 Q2 线上零售提速 5% 的背景下，预计疫情对全年服装零售的影响约 2.2%~6.3%。制造企业短期影响在于有效工时减少导致的订单延期交付，后续可能受下单意愿影响。**疫情短期对企业损益表影响较大，基于危机阶段企业现金流稳健程度以及行业格局改善两个维度，建议关注超跌龙头海澜之家、森马服饰以及高景气运动赛道安踏体育、申洲国际。**

■ 行业观点

线下零售承压及制造企业延期开工或一定程度影响全年业绩表现。**短期，本着制造影响弱于零售、线上优于线下的逻辑，我们重点推荐：健盛集团、安正时尚和南极电商。**中期优选景气与效率，把握三条投资主线。1) 高景气主线：品牌领域优选具有行业成长红利和运营优势的童装龙头**森马服饰**、精准卡位高端运动时尚的**比音勒芬**；港股运动服饰龙头**安踏体育**、**李宁**。2) 效率优化主线，推荐业绩确定性高、龙头地位强化的**南极电商**、**开润股份**。3) 优质制造主线重点推荐具备海外产能布局优势的垂直一体化龙头**申洲国际**、**健盛集团**。

风险提示： 1、新冠肺炎疫情持续致终端零售及制造环境恶化的风险；2、原材料价格及汇率大幅波动的风险。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

相关研究

《探析产业用纺织品的关键材料——无纺布》
2020-2-9

《纺织服装行业 2019 年报前瞻》2020-2-3

《行业景气偏淡，配置比例触底》2020-2-1

目录

本周专题：从现金流角度看纺织服装行业.....	3
短期经营风险在于刚性开支及到期债务压力.....	3
中期影响企业后续生产经营及投融资决策.....	4
疫情对短期损益表影响较大，关注板块龙头.....	8
行业观点.....	10

图表目录

图 1：从历史数据来看，品牌服装企业 Q1 经营活动现金流存在压力.....	5
图 2：从历史数据来看，Q1 是制造公司经营活动现金流压力最大的时点.....	5
图 3：限额以上企业服装类零售额分季度占比（2016-2019 年均值）.....	5
图 4：纺织服装、服饰业分季度营收占比（2016-2019 年均值）.....	5
图 5：近 5 年，纺织业、纺织服装服饰业固定资产投资降速.....	7
图 6：近 5 年，代表性纺织制造企业资本开支相对积极.....	7
图 7：2019 年下半年以来，服装/纱/布销售压力逐步缓解.....	7
图 8：2019 年下半年，上游纺织环节处于去库存状态.....	7
图 9：现金分红多集中在二季度实施.....	7
图 10：2016-2019 年，限额以上企业月度服装零售一览.....	8
图 11：2016-2019 年，纺织服装、服饰业月度营收一览.....	8
表 1：纺服板块代表性公司在手现金及偿付能力一览（截至最新报告期）.....	3
表 2：代表性品牌公司经营性现金流核心影响因素一览（单位：亿元）.....	6
表 3：代表性纺织制造公司经营性现金流核心影响因素一览（单位：亿元）.....	6
表 4：不考虑库存清理，预计疫情对一季度服装零售的影响约 21%~33%.....	8
表 5：不考虑库存清理，预计疫情对全年服装零售的影响约 4.4%~8.0%.....	8
表 6：考虑滞销品出清，疫情对全年服装零售的影响一览.....	9
表 7：代表性纺服公司估值表现一览.....	10

本周专题：从现金流角度看纺织服装行业

受疫情影响，近期零售门店歇业、制造企业延期复工。短期收入骤减的情况下，刚性费用开支以及到期债务将加剧企业现金流压力。对于不同经营属性的企业来说，受业务流程及产业链地位影响，现金流表现也呈现出不同的特征。我们在前期《**基于 ROE 看纺企经营特征及竞争优势**》专题报告中，以 ROE 为切入点分析了纺织服装产业链不同环节公司的现金流特征。其中，品牌公司受益于较强的盈利能力和销售占款能力，现金流表现较优；纺织制造企业中，单一环节制造公司产业链溢价能力较弱，原材料备货形成较大规模的资金占用，现金流表现偏弱，垂直一体化受益于盈利能力改善以及趋稳的资本开支，现金流质量优于单一环节制造公司。本周，我们将从季度现金流表现出发，分析纺企短期抗风险能力，并判断疫情对企业后续生产经营及投融资决策的潜在影响。

短期经营风险在于刚性开支及到期债务压力

疫情对于纺企经营的影响在于生产、销售活动受限，但刚性费用开支以及到期债务等相关现金需求客观存在，因此企业现金流是否充裕决定其短期风险应对能力的重要基础。企业“现金及现金等价物”角度，我们同时考虑了企业的货币资金以及交易性金融资产；刚性费用开支层面，品牌企业主要包括职工薪酬以及租赁开支，制造企业则以职工薪酬为主、租赁开支相对有限。从短期经营角度来看，在没有现金流入或现金流入锐减的情况下，账上现金对于固定费用开支的覆盖能力是企业面临的第一个挑战。我们梳理代表性纺企发现，**大部分纺企的在手现金能够维持 6 个月以上的刚性费用开支**。进一步地，从企业偿付能力的角度来看，在手现金的基础上增加短期可变现的应收款项，以应对企业应付款项以及短期借贷等到期债务。测算结果显示，**极端情况下大部分品牌企业以及垂直一体化制造企业的偿付能力优异，而单一环节制造公司则面临着一定压力**。¹

表 1：纺服板块代表性公司在手现金及偿付能力一览（截至最新报告期）

证券简称	现金及现金等价物(亿元)	应收票据及应收账款(亿元)	应付票据及应付账款(亿元)	短期借贷及长期借贷当期到期(亿元)	月均职工薪酬(万元)	月均租赁费(万元)	在手现金可维持的薪酬及租赁费时限(月)	在手现金偿付能力(亿元)
南极电商	18.3	10.0	0.9	1.2	1,250	112	146.0	26.2
七匹狼	45.3	5.3	10.6	12.5	3,330	797	109.7	27.4
起步股份	6.8	6.9	4.1	3.0	1,076	323	48.9	6.6
海澜之家	73.1	8.9	69.7	2.0	17,018	0	42.9	10.3
李宁	47.2	7.9	12.1	0.0	12,105	5,313	27.1	43.1
三夫户外	2.8	0.4	0.4	1.2	782	265	26.4	1.7
罗莱生活	18.1	5.6	4.6	0.2	6,495	813	24.8	18.9
比音勒芬	6.0	0.9	1.1	0.0	2,483	380	20.9	5.8
安踏体育	82.0	50.8	23.3	8.9	31,977	8,695	20.2	100.6
金发拉比	1.7	0.3	0.5	0.0	749	164	18.4	1.6
红蜻蜓	6.3	8.1	7.6	0.0	4,340	335	13.4	6.8
开润股份	3.0	4.6	6.7	0.6	2,511	58	12.1	0.3
波司登	13.9	51.5	17.8	23.2	8,533	3,483	11.6	24.4

¹ 极端情况指的是企业完全没有现金流入，且应付款项和到期借贷立即到期。

森马服饰	25.6	22.8	29.9	3.0	16,240	6,446	11.3	15.5
日播时尚	2.8	0.7	1.3	0.5	2,024	798	10.0	1.8
汇洁股份	6.4	2.1	1.9	0.0	6,374	572	9.3	6.7
歌力思	5.8	3.0	1.9	0.0	5,205	1,932	8.1	6.9
天创时尚	4.2	2.9	1.7	0.8	5,124	145	8.0	4.6
太平鸟	11.6	5.0	17.1	3.3	10,979	6,136	6.8	-3.8
美邦服饰	3.7	14.0	23.6	12.1	7,221	4,527	3.1	-17.9
江南布衣	3.6	4.8	3.0	0.0	3,984	8,003	3.0	5.8
报喜鸟	1.6	4.6	5.4	2.8	6,769	717	2.2	-1.9
拉夏贝尔	2.3	5.9	22.4	18.8	18,021	8,694	0.9	-33.0
华孚时尚	23.6	8.1	3.5	79.1	8,483	0	27.8	-50.9
延江股份	3.0	1.9	0.8	3.8	1,141	0	26.3	0.2
新野纺织	7.3	7.5	9.0	27.1	3,583	0	20.5	-21.2
航民股份	13.8	7.2	2.4	0.9	6,996	0	19.8	17.8
联发股份	9.7	5.5	4.0	3.4	5,329	0	18.2	7.9
百隆东方	10.9	6.0	2.0	44.5	6,659	0	16.4	-29.5
孚日股份	12.6	7.0	3.8	24.1	8,739	18	14.4	-8.2
申洲国际	39.4	38.8	10.0	24.0	49,827	700	7.8	44.2
健盛集团	3.4	2.8	1.9	3.3	3,955	19	8.5	1.0
鲁泰A	7.1	5.1	2.5	22.3	14,074	175	5.0	-12.6

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所（在手现金偿付能力=现金及现金等价物+应收票据及应收账款-应付票据及应付账款-短期借贷及长期借贷当期到期部分）

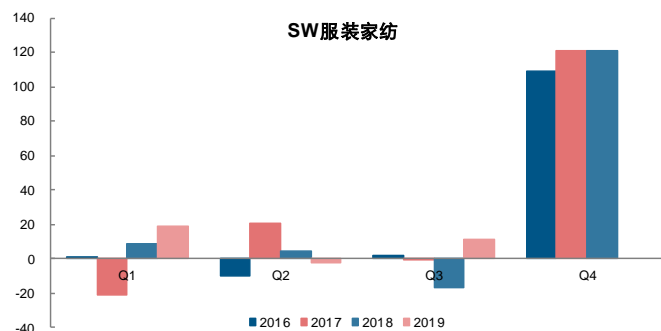
中期影响企业后续生产经营及投融资决策

纺企现金储备相对充裕，同时考虑到一系列金融纾困政策及时出台，纺企大多能够从应对短期刚性费用开支以及到期债务压力。在此基础上，我们将进一步从企业经营活动、投资活动和筹资活动出发，以受影响阶段企业的生产经营为切入点，分析疫情对于企业现金流以及后续经营决策的影响。

首先，从经营活动的角度来看，纺企经营具备季节性特征。我们分别梳理了 SW 服装家纺和 SW 纺织制造板块过去 4 年分季度经营活动现金流净额。从历史数据来看，服装家纺企业在一到三季度均面临着一定的现金流压力，制造企业一季度现金流压力最大、后续三个季度多呈现净流入状态。现金流量表以收付实现制为确认原则，经营活动现金流的表现与企业季度经营规律密切相关。

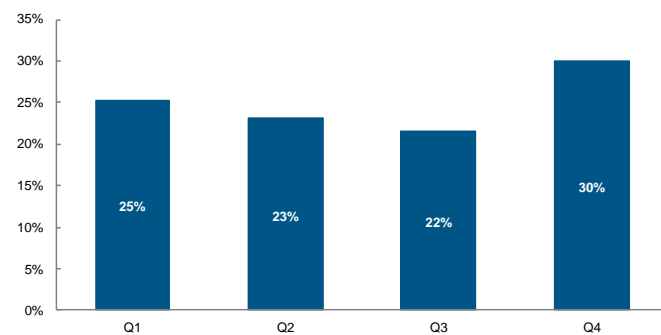
对于品牌服装企业而言，前三季度经营表现相对平滑，冬装销售为主的四季度是全年的销售旺季；因此企业上半年经营相对平衡，在消化过季冬装库存的同时平缓备货，上下游回款也相对顺利，三季度进入到旺季备货阶段相对而言是全年现金流压力最大的阶段，四季度则以库存消化和销售回款为主现金流呈净流入状态。对于制造企业而言，一季度受春节影响在全年的收入贡献相对偏低，但处于原材料备货期，因此是全年现金流压力最大的阶段；二季度到四季度收入贡献相对均衡，原材料和产成品库存的有序消化以及销售回款带动现金净流入。

图 1：从历史数据来看，品牌服装企业 Q1 经营活动现金流存在压力



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：限额以上企业服装类零售额分季度占比（2016-2019 年均值）



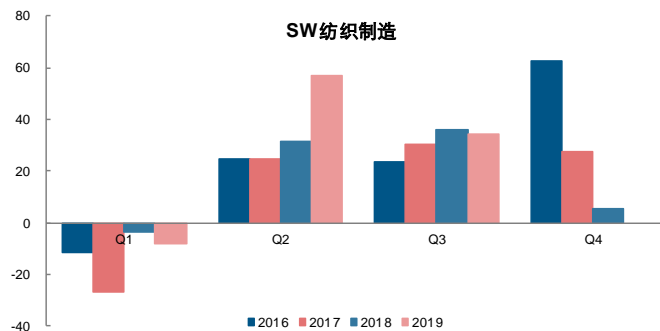
资料来源：Wind，长江证券研究所

考虑到本次疫情影响发生在一季度，接下来我们借助间接法从生产经营的角度分析代表性企业季度经营行为。

在服装家纺企业中，我们选择以森马服饰、海澜之家和富安娜三家公司为样本进行分析。从上述企业近 4 年一季度经济活动表现来看：（1）森马服饰在 2016-2018 年一季度备货表现积极且销售回款顺利，经营活动现金流表现较优；而 2019 年一季度则以消化库存为主，销售回款承压拖累现金流表现，景气转淡。（2）海澜之家 2017-2019 年一季度备货行为逐步减弱，在对上游回款放缓的背景下现金流有所改善。（3）富安娜 2016-2018 年一季度备货表现积极且销售回款顺利，对上游回款一定程度上拖累相应季度现金流净额，2019 年一季度在减少备货、加大回款的背景下现金流明显改善。

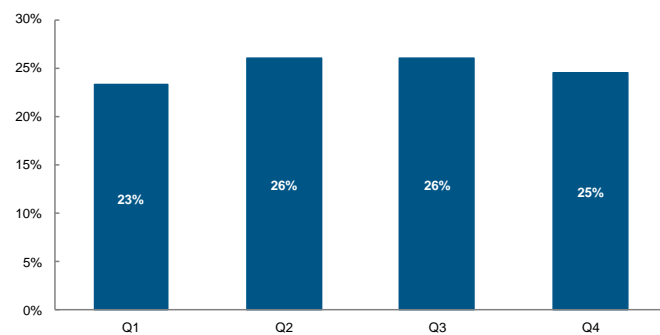
我们预计，2020 年一季度，销售减少背景下品牌企业利润压力放大，且品牌企业会一定程度加大对下游客户的账期优惠，现金流存在一定压力。对于头部公司而言，在销售转淡的背景下自 2019 年下半年以来执行去库存以及谨慎备货政策，预计备货现金压力缓解；同时，考虑到龙头相对充裕的现金以及危机阶段对上下游的授信支持，疫情缓解之后备货以及铺货端的压力能够较快缓解、恢复经营节奏，故对全年现金流影响有限。

图 2：从历史数据来看，Q1 是制造公司经营活动现金流压力最大的时点



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：纺织服装、服饰业分季度营收占比（2016-2019 年均值）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2：代表性品牌公司经营性现金流核心影响因素一览（单位：亿元）

公司简称	森马服饰				海澜之家				富安娜			
	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1
净利润	2.4	2.5	3.1	3.5	9.6	10.1	11.3	12.1	0.9	0.8	1.0	0.8
存货的减少	(3.0)	(0.8)	(0.6)	3.4	0.5	(6.6)	(3.7)	(0.8)	(0.3)	(0.9)	(0.3)	0.2
经营性应收较期初变化	1.9	5.7	1.0	(1.0)	1.4	2.5	(6.3)	0.0	0.7	1.2	0.9	2.1
经营性应付项目的增加	(1.8)	(8.2)	(2.0)	(6.9)	1.1	0.6	14.4	6.1	(0.7)	(1.5)	(0.9)	(0.2)
经营活动产生的现金流量净额	1.4	(0.4)	3.8	(0.3)	7.5	1.7	10.9	12.2	0.4	(0.5)	0.9	3.1

资料来源：Wind，长江证券研究所

在纺织制造企业中，我们选择以鲁泰 A、健盛集团、百隆东方三家公司为样本进行分析。从上述企业近 4 年一季度经济活动表现来看：（1）鲁泰 A 在 2016-2018 年一季度积极备货，同时销售回款以及向上游付款及时，现金流整体表现稳定；2019 年一季度在积极备货的同时，销售回款压力放大且对上游付款有所提速，在盈利改善的背景下现金流压力显现。（2）健盛集团 2016-2018 年一季度备货相对平稳，销售回款和向上游付款有序，现金流表现较好；2019 年一季度在消化库存的背景下，销售回款一定程度受阻，在盈利同比改善的背景下经营性现金流表现偏弱。（3）百隆东方 2016 年一季度受制于产能瓶颈以清库存为主，2017-2019 年一季度在产能扩张的背景下加大备货力度，在回款压力逐步放大的同时减少向上游回款速度，经营性现金流表现偏弱。

对于纺织制造企业而言，前期扩产及景气改善预期下企业备货积极，但同期销售回款较优，受季度性因素影响一季度经营活动现金流有压力但整体可控；同时，2019 年下半年以来纺织制造环节步入去库存阶段，预计 2020 年一季度基于备货的现金流出压力缓解，但预计应收款项压力自下游零售环节传导，整体现金流状况弱于品牌端。疫情缓解之后，中小企业或面临现金不足、备货不足而开工受限的压力，在阶段性供需失衡的背景下，头部公司特别是垂直一体化企业基于稳健的现金流优势预计经营能较快改善。

表 3：代表性纺织制造公司经营性现金流核心影响因素一览（单位：亿元）

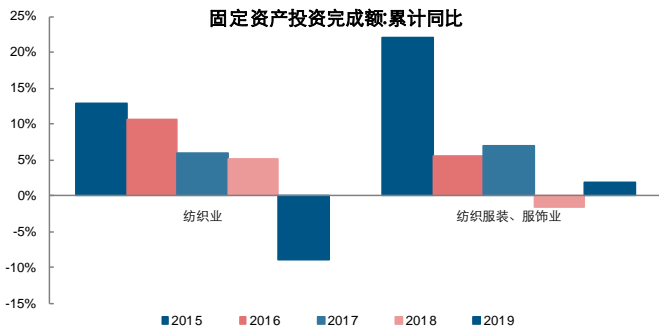
公司简称	鲁泰A				健盛集团				百隆东方			
	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1
净利润	1.5	1.6	1.6	2.0	0.5	0.3	0.4	0.7	1.0	1.1	0.9	1.2
存货的减少	(1.1)	(2.8)	(0.3)	(1.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.2	0.2	(4.2)	(3.4)	(4.3)
经营性应收较期初变化	1.4	1.3	0.4	(0.9)	0.0	0.1	0.7	(0.0)	(0.8)	1.3	(0.7)	(2.5)
经营性应付项目的增加	(1.2)	(1.6)	(1.7)	(2.4)	(0.2)	(0.1)	(0.6)	(0.8)	(2.2)	0.3	(0.5)	0.4
经营活动产生的现金流量净额	1.8	(0.7)	0.8	(0.9)	1.7	0.3	0.3	0.2	(0.7)	(4.0)	(1.3)	(3.5)

资料来源：Wind，长江证券研究所

其次，从投资活动的角度来看，在短期现金流吃紧以及需求受限的背景下，纺织制造企业的扩产节奏或受到一定程度影响。从业务扩张的角度来看，零售企业早期以新开店为核心，体现为经销商提货、授信以及直营业务租金、人工等费用开支层面，对现金流的影响体现在经营活动现金流；制造企业投资则以新增产能为主，体现在“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目，影响的是投资活动现金流。从近 5 年行业及代表性公司扩产表现来看，在产业转移的背景下国内纺织业、纺织服装服饰业固定资产投资呈明显降速状态，而以鲁泰 A、健盛集团和百隆东方为代表的纺企则加大海外产能布局，维持了较积极的资本开支节奏。考虑到本次疫情对国内消费的影响以及制造企

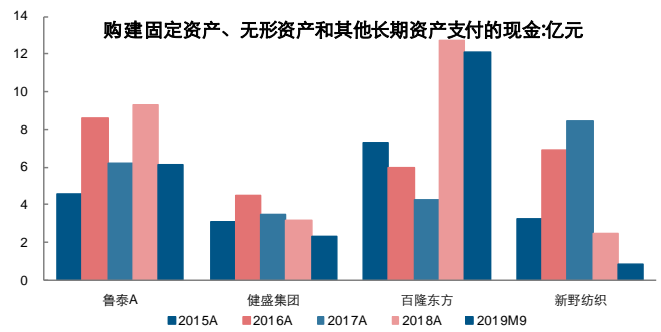
业短期的现金流压力，短期的投资节奏或受影响；另外，从生产经营的角度来看，考虑到 2019 年底上游制造环节库存去化接近尾声，在短期复工受阻的背景下或出现产成品被动去库的局面，后续疫情缓解后具备现金流优势且备货充裕的公司有望率先改善，同时考虑到国内复工受限的情况，具备海外产能布局的公司相对优势更明显。

图 5：近 5 年，纺织业、纺织服装服饰业固定资产投资降速



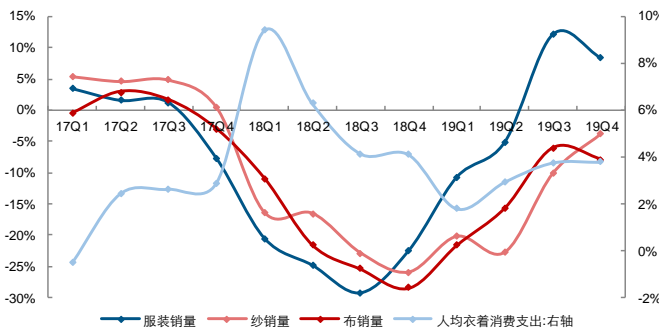
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：近 5 年，代表性纺织制造企业资本开支相对积极



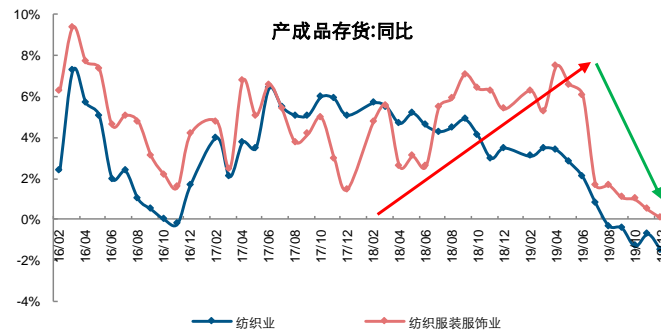
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：2019 年下半年以来，服装/纱/布销售压力逐步缓解



资料来源：Wind，长江证券研究所

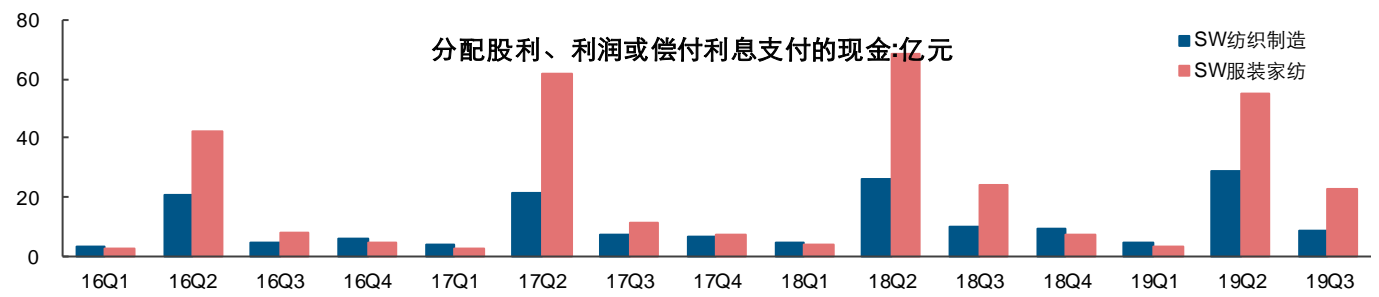
图 8：2019 年下半年，上游纺织环节处于去库存状态



资料来源：Wind，长江证券研究所

再次，从筹资活动的角度来看，在短期现金流吃紧的背景下，企业分红或受影响。本次疫情影响下，相关的金融支持政策启动及时，预计能一定程度上减少企业融资端压力。从现金流出的角度来看，考虑到年度分红多在二季度实施，短期现金流面临挑战的背景下，主要影响的是现金股利的支付，可能会出现降低分红比例或延迟至年中分红的情况，具备现金优势的公司从股息率的角度来看优势更明显。

图 9：现金分红多集中在二季度实施

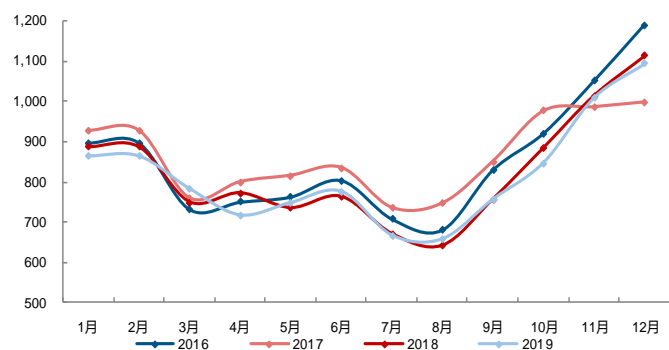


资料来源：Wind，长江证券研究所

疫情对短期损益表影响较大，关注板块龙头

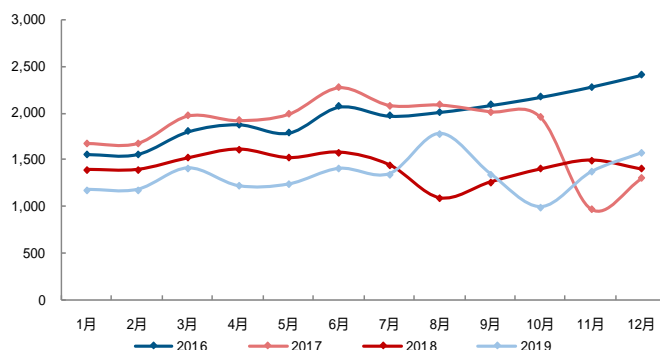
受疫情影响，短期零售开店、生产复工受限对企业损益表影响较大。考虑到疫情在1月下旬爆发，我们假设对经营的影响主要在一季度（根据各地复工时间安排预估，不涉及疫情节奏的判断）。对于服装零售业务而言，短期影响主要在于线下渠道开店率降低以及人流减少，线上渠道部分城市物流配送受限；对于纺织制造企业而言，延期复工影响有效工时，会导致部分订单交期延迟，零售压力传导下疫情缓解后或存在订单减少的可能。从月度行业运行表现来看，过去4年一季度服装零售额占全年的比例约25.3%，其中3月零售占比约7.5%，全年占比仅高于夏装销售；纺服制造业一季度收入贡献约23.3%，受春节假期影响属于生产淡季。此次疫情影响对于品牌零售而言会影响到2019年冬装库存清理以及2020年春装销售，在线下零售受限的背景下，品牌企业多加大线上渠道销售力度，尽可能缓解经营压力；对于制造端而言则影响企业的的生产时间以及备货决策行为，预计垂直一体化企业生产稳定性较强，基于现金流优势也能充足备货。

图 10：2016-2019 年，限额以上企业月度服装零售一览



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：2016-2019 年，纺织服装、服饰业月度营收一览



资料来源：Wind，长江证券研究所

接下来我们简要测算疫情对服装零售的影响。首先，基于线下销售受限、品牌公司加大线上营销力度的情况，我们考虑2-3月收入变动对品牌企业一季度及全年收入端的影响。假设条件如下：（1）根据海外公司公告信息，目前代表性公司如 Nike、迅销、MUJI 等中国市场开店率不及 50%，同时正常经营的门店也出现客流下滑的情况；因此我们考虑2-3月线下服装零售分别降速 50%、70%、90%的情况。（2）在品牌公司加大包括电商平台、微信渠道等线上营销策略的背景下，考虑到快递运力受限的短期影响，我们假设相应导流策略拉动 2020 年二季度线上收入分别提速 5%、10%、15%。（3）不考虑纯线上品牌影响，我们以代表性公司线上渗透率为基础，假设服装线上零售占比 25%。基于上述分析，在 2-3 月线下零售明显降速、Q2 电商提速的背景下，预计疫情对 Q1 服装零售的影响约 24%~44%，对全年服装零售的影响约 5.2%~10.8%。

表 4：不考虑库存清理，预计疫情对一季度服装零售的影响约 24%~44%

服装零售20Q1预期变动	2-3月线下收入变动			
	-90%	-70%	-50%	
2020Q2	5%	-44%	-34%	-24%
线上收入变动	10%	-44%	-34%	-24%
	15%	-44%	-34%	-24%

资料来源：长江证券研究所

表 5：不考虑库存清理，预计疫情对全年服装零售的影响约 5.2%~10.8%

服装零售2020年预期变动	2-3月线下收入变动			
	-90%	-70%	-50%	
2020Q2	5%	-10.8%	-8.3%	-5.8%
线上收入变动	10%	-10.5%	-8.0%	-5.5%
	15%	-10.2%	-7.7%	-5.2%

资料来源：长江证券研究所

其次，考虑到服装消费强时效性的特征，企业为避免大规模的货品滞销风险，往往会选择通过促销的方式降低经营风险，因此我们将进一步分析企业在积极清理滞销商品的基础上疫情的影响。一般情况下，企业清库存的方式一是提高经销商的拿货折扣，二是通过电商渠道消化过季库存。参照品牌企业常规线上销售折扣，我们假设企业分别在 60%、50%和 40%的折让比例下完成滞销商品的处理工作。测算结果显示，滞销品促销预计将缓解全年服装零售 2.5%~6.6%的降速压力；相应地，在 Q2 线上零售提速 5%的背景下，预计疫情对全年服装零售的影响约 2.2%~6.3%。

表 6：考虑滞销品出清，疫情对全年服装零售的影响一览

2020Q2 线上提速	滞销商品 出清折扣	2-3月线下收入变动		
		-90%	-70%	-50%
5%	60%	-6.3%	-4.9%	-3.4%
	50%	-5.2%	-4.0%	-2.8%
	40%	-4.1%	-3.1%	-2.2%
10%	60%	-6.0%	-4.6%	-3.1%
	50%	-4.9%	-3.7%	-2.5%
	40%	-3.8%	-2.8%	-1.9%
15%	60%	-5.7%	-4.3%	-2.8%
	50%	-4.6%	-3.4%	-2.2%
	40%	-3.5%	-2.5%	-1.6%

资料来源：Wind, 长江证券研究所

对于纺织制造公司而言，疫情短期影响主要是有效工时导致的订单延期交付，后续可能受下单意愿影响；但考虑到有效复工水平，具备现金流优势且客户稳定的垂直一体化公司优势更大。

综合上述测算，疫情影响下短期零售开店、生产复工受限，企业损益表影响较大，建议关注超跌龙头。自 2018 年四季度行业步入调整阶段以来，品牌企业积极调整备货节奏并加大过季库存清理，同时回款速度也有提升，预计零售端复工延期会导致一定的库存及应收款压力，但预计属于可控区间；制造端原材料库存低位，预计短期以消化产成品库存为主，在各地陆续复产的情况下，受制于原材料备货不足，短期或存在产能短缺的情况，优质制造龙头值得关注。近期零售门店歇业、制造企业延期复工，在短期收入骤减的情况下，刚性费用开支以及到期债务压力将加剧企业现金流压力。但从 DCF 的角度来看，企业中期价值不变，短期经营调整可能会出现超跌。基于危机阶段企业现金流稳健程度以及行业格局改善两个维度，建议关注超跌龙头海澜之家、森马服饰以及高景气运动赛道安踏体育、申洲国际。

表 7：代表性纺服公司估值表现一览

股票代码	公司简称	截至2020/2/14			截至2019/12/31		PE(TTM)/MIN:PE (TTM)
		近12月股息率	PE(TTM)	所处分位数水平	MIN:PE(TTM)	出现时点	
002563.SZ	森马服饰	4.31%	12.7	0.2%	12.7	2012/10/26	-0.1%
002327.SZ	富安娜	7.80%	11.1	0.5%	10.8	2019/8/7	2.2%
600398.SH	海澜之家	5.43%	9.1	0.5%	9.4	2019/10/30	-3.1%
002832.SZ	比音勒芬	1.34%	17.0	0.5%	18.3	2019/12/3	-7.1%
002293.SZ	罗莱生活	4.45%	13.1	1.3%	12.1	2013/7/9	9.1%
603808.SH	歌力思	4.09%	11.5	1.5%	11.2	2019/11/28	2.8%
002127.SZ	南极电商	0.00%	23.6	2.2%	22.0	2018/10/15	7.1%
603365.SH	水星家纺	4.74%	12.3	3.1%	11.8	2018/10/29	4.6%
300577.SZ	开润股份	0.59%	33.4	6.9%	22.0	2016/12/21	52%
603558.SH	健盛集团	0.44%	17.6	15%	13.9	2019/8/9	27%
002087.SZ	新野纺织	1.48%	10.1	16%	6.9	2019/8/13	46%
603877.SH	太平鸟	6.56%	14.6	20%	12.7	2019/8/16	15%
000726.SZ	鲁泰A	5.10%	9.6	21%	7.9	2014/8/28	21%
603587.SH	地素时尚	4.44%	14.9	23%	13.3	2019/6/17	12%

资料来源：Wind，长江证券研究所（统计区间自 2012 年起或代表性公司上市以来，更新至 2020 年 2 月 14 日）

行业观点

疫情对线下零售影响较大，快递运力恢复后线上零售有望大幅改善；制造端国内工厂复工受限，海外产能不受影响，考虑到近期越南欧盟自贸协议通过，推荐具备越南产能布局优势的制造企业。**短期，本着制造影响弱于零售、线上优于线下的逻辑，我们推荐：健盛集团、南极电商和安正时尚。**

中期来看，优选景气与效率，把握三条投资主线。1) 高景气主线：品牌领域优选具有行业成长红利和运营优势的童装龙头**森马服饰**、精准卡位高端运动时尚的**比音勒芬**；港股运动服饰龙头**安踏体育**、**李宁**。2) 效率优化主线，推荐业绩确定性高，龙头地位强化的**南极电商**、**开润股份**。3) 优质制造主线：重点推荐具备产业链一体化及海外产能布局优势的优质制造龙头**申洲国际**、**健盛集团**。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江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: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。