

2019年11月12日

保利润策略下, 服装公司双十一增速放缓

纺织服装

行业评级: 推荐

事件概述: 2019年“双十一”整体数据: 阿里巴巴旗下各平台总交易额达到2,684亿元, 同比增长25.71%; 京东累计下单金额超2044亿元, 同比增长27.91%; 苏宁宣布全渠道订单量增长76%, 新增Super会员超过百万。

► **“双十一”电商增速放缓, 服装让位于化妆品等新兴品类。**

双十一至今已十年历史, 在2014年达到高潮, 自2015年后开始增速放缓至50%以下、2018年后放缓至30%以下, 2019年增速较2018年下降1pct, 符合市场预期。分品类来看, 服装、3C等传统品类让位于化妆品, 化妆品在预售期间数据最为靓丽。截至当天22:23全渠道超过10亿GMV的9大品牌中, 服装品牌占3个: 优衣库、森马、安踏。

► **服装企业今年多采取“保利润”策略, 双十一增速放缓。**

随着线上扣点、活动费用高企, 双十一“增量不增利”的问题凸显, 今年服装公司如罗莱、探路者、九牧王等多采取提高折扣、控制费用的策略, 尽管收入端增速不高甚至下滑, 但毛利增长较好。

分品牌来看双十一GMV和增速: (1) 大众休闲行业: 南极人15亿, 接近30%; 森马13.8亿, +23%; 开润: 1.5亿, +50%; 太平鸟: 9.2亿, +12%; 绫致12.46亿; 红蜻蜓3.8亿; (2) 运动户外行业: 安踏18.3亿, +63%; 李宁5.4亿, +50%; 探路者9000多万, 下滑10%左右, 主要由于保利润策略、促销较少; (3) 男装: 利郎1.3亿, +630%、超出此前目标1亿, 其中天猫1.15亿; GXG3.4亿; 九牧王按集团全渠道口径过亿、主品牌9000多万, 个位数下滑; 波司登: 天猫旗舰店6.5亿, +57%; 奥康持平, 10月主品牌下滑, 运动(skechers、Puma高单位数); 海澜之家: 2亿, 持平, 主要受阿里京东平台二选一政策影响; (4) 家纺: 水星2.66亿, +12%; 富安娜2.45亿, +2%; 罗莱2.4亿, -4%, 主要由于今年控制价格, 所以毛利反而增长; 梦洁1.06亿, +5%, 线下4170万; (5) 电商代运营: 壹网壹创: 35亿, +91%。

► **直播带货、渠道下沉成为新的营销手段**

今年天猫双11预售首日, 有1.7万品牌采取了直播; 天猫双11全天, 淘宝直播带来的成交接近200亿, 超过10个直播间引导成交过亿。面对一二线市场的饱和和激烈竞争, 电商平台致力于挖掘三四线市场流量: 针对低线市场用户闲暇多的特质, 淘宝建立起包括淘宝直播、考拉海淘、天猫国际、阿里速卖通甚至Lazada在内的多个直播展示棚; 京东于今年9月19日正式推出“京喜”, 双十一期间准备了超亿件一元爆款商品。

投资建议:

对于Q4, 我们观点偏谨慎: (1) 从双十一来看, 线上增速进一步放缓; (2) 线下低迷, 长江以南有暖冬迹象, 且双十一具备虹吸效应, 影响此后几个月线下销售。继续推荐A股南极电商、比音勒芬、歌力思; 港股中国利郎、安踏。

风险提示

双十一退货风险; 暖冬带来的库存积压风险; 系统性风险。

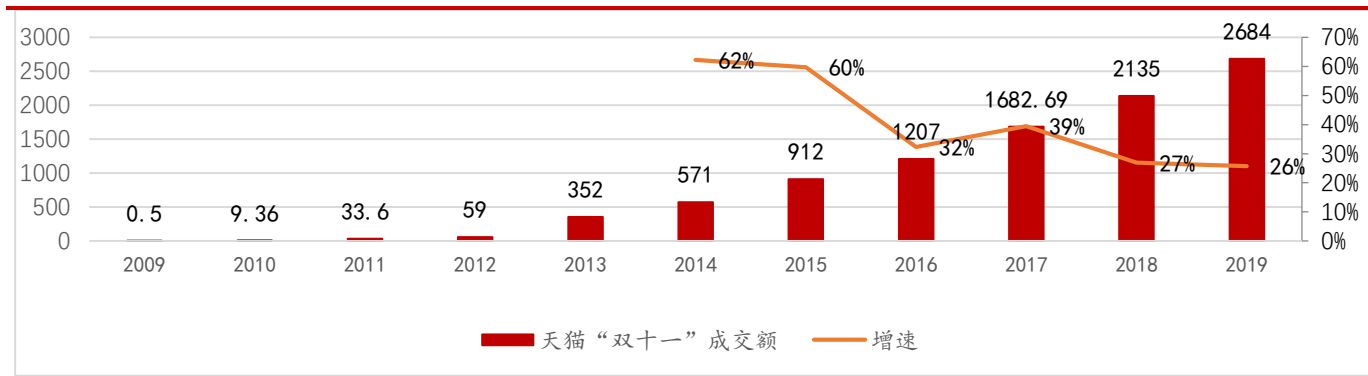
盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
1234.HK	中国利郎	6.48	买入	0.63	0.72	0.80	0.88	9.20	8.05	7.24	6.58
2331.HK	李宁	25.35	增持	0.31	0.57	0.72	0.90	73.11	39.76	31.48	25.18
2020.HK	安踏体育	75.10	增持	1.53	2.07	2.61	3.15	43.88	32.43	25.72	21.31
002127	南极电商	10.61	增持	0.36	0.50	0.66	0.82	29.47	21.22	16.08	12.94
603808	歌力思	13.85	增持	1.10	1.21	1.39	1.63	12.59	11.45	9.96	8.50
002832	比音勒芬	25.10	增持	0.95	1.33	1.73	2.16	26.42	18.87	14.51	11.62

300577	开润股份	32.10	增持	0.80	1.08	1.42	1.80	40.13	29.72	22.61	17.83
002327	富安娜	6.85	增持	0.62	0.55	0.60	0.68	11.05	12.45	11.42	10.07
002563	森马服饰	9.97	增持	0.63	0.69	0.77	0.89	15.83	14.45	12.95	11.20
600398	海澜之家	7.70	增持	0.78	0.81	0.87	0.94	9.87	9.51	8.85	8.19

资料来源：公司公告，华西证券研究所。另注：港股公司收盘价和市值单位为 HKD。

图 1 历年天猫“双十一”销售额及增速（亿元）



资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

表 1 2019 年“双十一”服装品牌分品类增长情况

品类	品牌	GMV (亿元)	增速	备注
大众休闲	南极人	15	接近 30%	-
	森马	13.8	+23%	低于此前 15 亿预期
	开润	1.5	+50%	-
	太平鸟	9.2	+12%	太平鸟男装 GMV3.08 亿，居男装品类第 3 名；太平鸟女装和乐町达 2.78 亿和 2.18 亿；童装 MiniPB 达 8030 万。
	绫致	12.46	13.4%	-
	红蜻蜓	3.8	-	-
运动	安踏	18.3	+63%	-
	李宁	5.4	+50%	-
	探路者	0.9	-10%	-
	九牧王	0.9+	个位数下滑	按集团全渠道口径过亿
男装	利郎	1.3	+630%	超出目标 1 亿，售罄率 51.1%，其中天猫 1.15 亿
	GXG	3.4	-15%	位居天猫男装行业第二
	波司登	6.5	+57%	GMV 来自天猫旗舰店
	奥康	持平	-	—10 月主品牌下滑，运动 (skechers、Puma 高单位数)

家纺	罗莱生活	2.4	-4%	主要由于今年控制价格，毛利反而增长；10月线下持平
	水星家纺	2.66	+12%	-
	富安娜	2.45	+2%	-
	梦洁股份	1.06	+5%	线下 4170 万
	海澜之家	2	持平	主要受阿里京东平台二选一政策影响
代运营	壹网壹创	35	+91%	-

资料来源：亿邦动力网，华西证券研究所。

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5977 5330

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。