

服装企业双十一“保利润”策略下增速放缓，10月服装社会零售品销售额-0.8%

纺织服装行业周报 20191117

本周观点

2019年“双十一”，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%。随着线上扣点、活动费用高企，历年双十一“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。2019年10月限额以上服装鞋帽针纺织品类累计零售销售额同比下降0.8%，增速环比下降4.4PCT。

未来投资建议分为三条主线：(1)关注景气度较高的户外运动、电商行业龙头公司：比音勒芬、南极电商；(2)关注三季报表现较平淡，但明年有望好于今年、估值切换后估值偏低的品种：歌力思；(3)关注竣工改善带来的家纺板块机会。

▶ 行情回顾：本周母婴表现最好，鞋类渠道调整

本周SW纺织服装指数下跌3.27%，落后大盘0.79PCT、落后创业板1.09PCT。其中，SW纺织制造下跌3.65%、SW服装家纺下跌3.11%。目前，SW纺织服装行业PE为17.8，处于历史底部估值。母婴儿童板块涨幅达到1.11%，主要得益于安奈儿+10.63%。受更换毕马威核数师影响，361度跌幅较大。

▶ 行业表现：10月社会零售品销售额同降0.6%；10月全国竣工面积同比增长19%；本周棉花价格+0.91%

10月社会消费品零售总额为38,104亿元，同比增长7.2%，增速较上月下降0.6PCT。全国房屋竣工面积累计同比负增长，但单月环比改善，家纺作为地产产业链后周期行业有望受益。USDA 11月份全球棉花供需预测报告显示总体供过于求。11月15日，中国棉花328指数价格为13,077元/吨，本周上涨31元/吨，增速延续但环比放缓。11月14日，Cotlook A指数收盘价为74.9美分/磅，上涨0.50美分/磅；内外棉价差为1503元/吨，本周扩大192元/吨。

▶ 行业新闻

沃尔玛：三财季在线销售额+41%；Burberry：第二财季收入增长6.4%，明年将在深圳开微信概念店；加拿大鹅：第二财季收入同比增长27.7%，第四财季业绩将受提前发货影响；Ferragamo集团：第三财季收入下滑2.9%；裕元集团：出口形势严峻，销售额连续两个月下滑；Nu Skin Enterprises：销售持续低迷，低估政府整治力度；Steve Madden：品牌持续回暖，第三财季收入+8.5%；Ralph Lauren Corp：POLO衫重回时尚，中国内地销售额+22%；Kontoor Brands Inc：净利同比下滑近80%；耐克：假货困扰美国电商市场，耐克退出亚马逊平台。

风险提示

终端销售低迷；库存高企；贸易战恶化风险；系统性风险。

评级及分析师信息

行业评 推荐
级：

行业走势图



证券分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5166 2928

正文目录

1. 本周观点：服装企业双十一“保利润”策略下增速放缓，10月服装社会零售品销售额-0.8%	3
2. 行情回顾	3
3. 行业数据跟踪	5
3.1. 10月社会零售品销售额同比下降0.6%	5
3.2. 10月服装终端零售额同比下降0.8%	6
3.3. 10月竣工面积同比增长19%	6
3.4. 11月份全球棉花供需预测报告，总体供过于求	7
3.5. 国内棉价上涨，内外棉价差持续扩大	8
4. 行业新闻	10
4.1. 沃尔玛：第三财季在线销售额+41%	10
4.2. Burberry：第二财季收入增长6.4%，明年将在深圳开微信概念店	10
4.3. 加拿大鹅：第二财季收入同比增长27.7%，第四财季业绩将受提前发货影响	10
4.4. Ferragamo集团：第三财季收入下滑2.9%	11
4.5. 裕元集团：出口形势严峻，销售额连续两个月下滑	11
4.6. Nu Skin Enterprises：销售持续低迷，低估政府整治力度	12
4.7. Steve Madden：品牌持续回暖，第三财季收入+8.5%	12
4.8. Ralph Lauren Corp：POLO衫重回时尚，中国内地销售额+22%	13
4.9. Kontoor Brands Inc：净利同比下滑近80%	13
4.10. 耐克：假货困扰美国电商市场，耐克退出亚马逊平台	14
5. 风险提示	14

图表目录

图1 纺织服装各细分行业涨跌幅(%)	4
图2 本周纺织服装行业涨幅前5个股(%)	4
图3 本周纺织服装行业跌幅前5个股(%)	4
图4 本周纺织服装行业资金净流入占比前5个股(%)	4
图5 本周纺织服装行业资金净流入占比后5个股(%)	4
图6 本周纺织服装行业市场表现排名	5
图7 纺织服装行业和沪深300 PE估值情况	5
图8 社会零售品销售额及同比增长率(亿元,%)	6
图9 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额及同比增长率(亿元,%)	6
图10 月度房屋竣工面积及环比增速(万平方米)	7
图11 累计房屋竣工面积及同比增速(万平方米)	7
图12 中国棉花价格指数(元/吨)	8
图13 年初至今中国棉花价格指数变动(元/吨)	9
图14 Cotlook A国际棉花指数变动(美分/磅)	9
图15 中国棉花价格指数与进口棉价格指数之差(元/吨)	9
表1 全球棉花供需平衡表(百万包)	7
表2 中国棉花供需平衡表(百万包)	8
表3 各公司最新财报披露情况	14
表4 重点跟踪公司	15

1. 本周观点：服装企业双十一“保利润”策略下增速放缓，10月服装社会零售品销售额-0.8%

2019年“双十一”，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。

双十一至今已有十年历史，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。

随着线上扣点、活动费用高企，历年双十一“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。

2019年1-10月，限额以上服装鞋帽针纺织品类累计零售销售额为10,623亿元，同比增长2.8%，增速较1-9月份下降0.5PCT。其中，10月份限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额为1153亿元，同比下降0.8%，增速较上月下降4.4PCT。

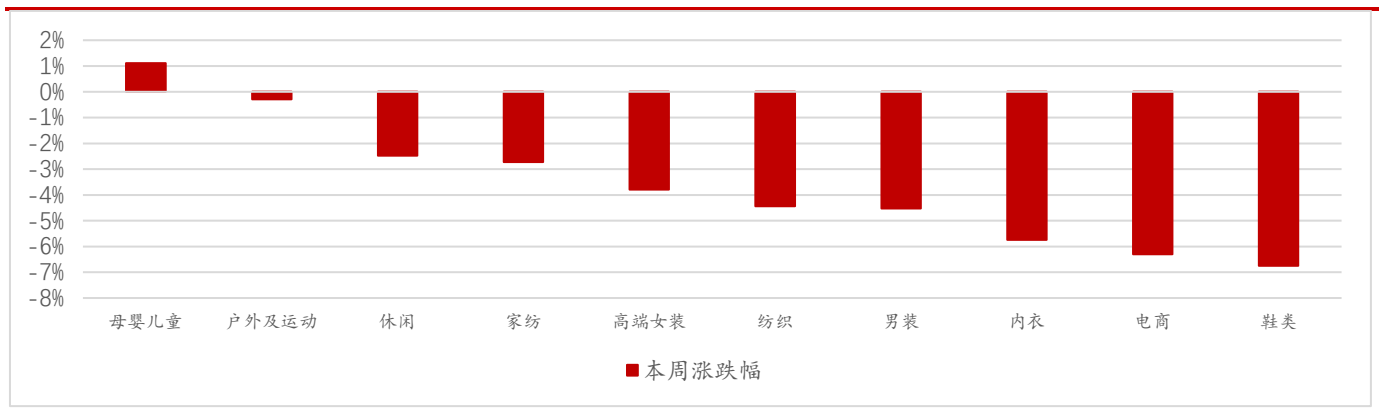
我们判断，10月终端受长江以南有暖冬迹象影响，预计行业增长在低中单位数。未来投资建议我们分为三条主线：（1）关注景气度较高的运动户外、电商行业龙头公司：比音勒芬、南极电商；（2）关注三季报表现较平淡，但明年有望好于今年、估值切换后估值偏低的品种：歌力思；（3）关注竣工改善带来的家纺板块机会。

2. 行情回顾

本周，上证综指下跌2.48%，创业板指数下跌2.18%，SW纺织服装指数（按总市值加权平均）下跌3.27%，SW纺织服装行业落后大盘0.79PCT、落后创业板1.09PCT。其中，SW纺织制造下跌3.65%、SW服装家纺下跌3.11%。目前，SW纺织服装行业PE为17.80，处于历史底部估值水平。

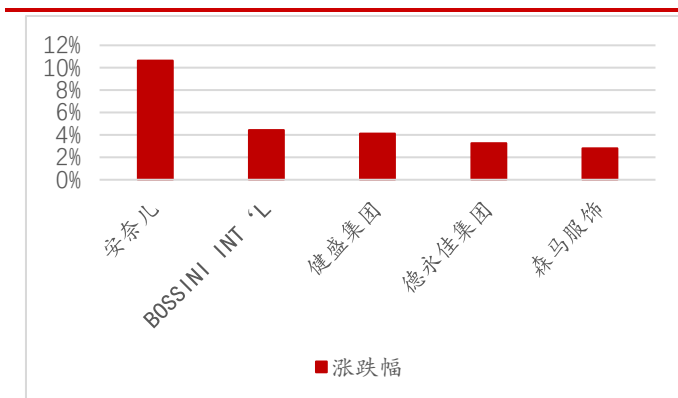
本周，母婴儿童板块表现最好，涨幅达到1.11%，主要得益于安奈儿本周股价+10.63%。个股方面，安奈儿周涨幅达10.63%，其中，11月12-14日累计涨幅超20%，公司公告表示本次异常波动不存在未披露情况。2019年10月29日安奈儿盘后公布三季度业绩，前9月收入同比增长13%、净利同比下降42%，19Q3单季收入增速放缓、净利亏损，随后股价从17.66元波动下降至15.51元（-12.17%）。BOSSINI本周+4.43%，主要得益于每股派息1.22港仙；2019年前三季度健盛集团收入+14.64%、净利+30.68%，本周继续上涨4.12%。受累于传统渠道调整，鞋类板块本周跌幅较大。从个股看，受更换毕马威核数师影响，361度跌幅较大。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)



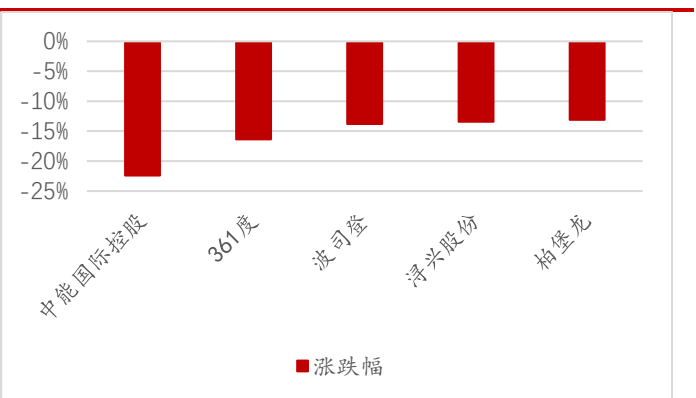
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 本周纺织服装行业涨幅前 5 个股 (%)



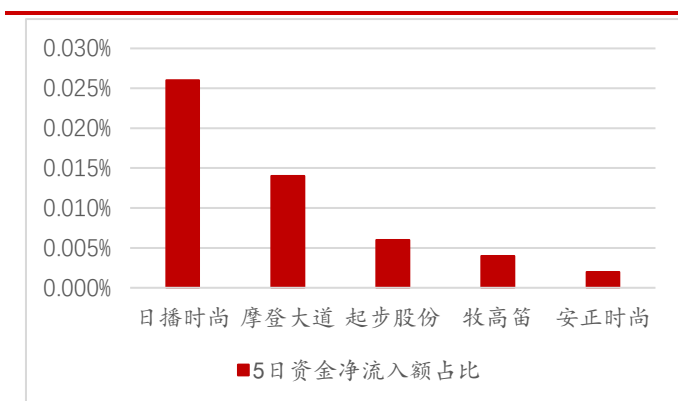
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 本周纺织服装行业跌幅前 5 个股 (%)



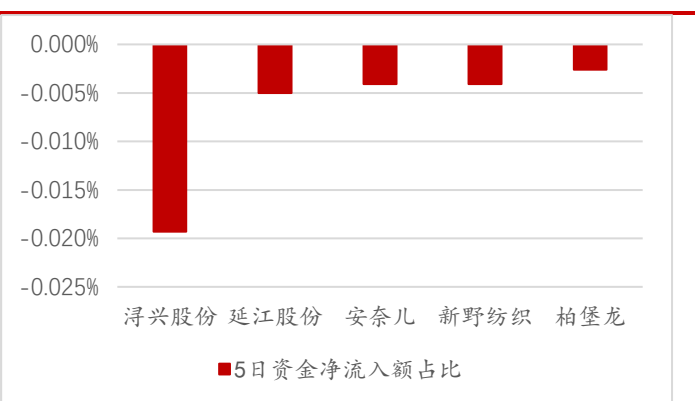
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



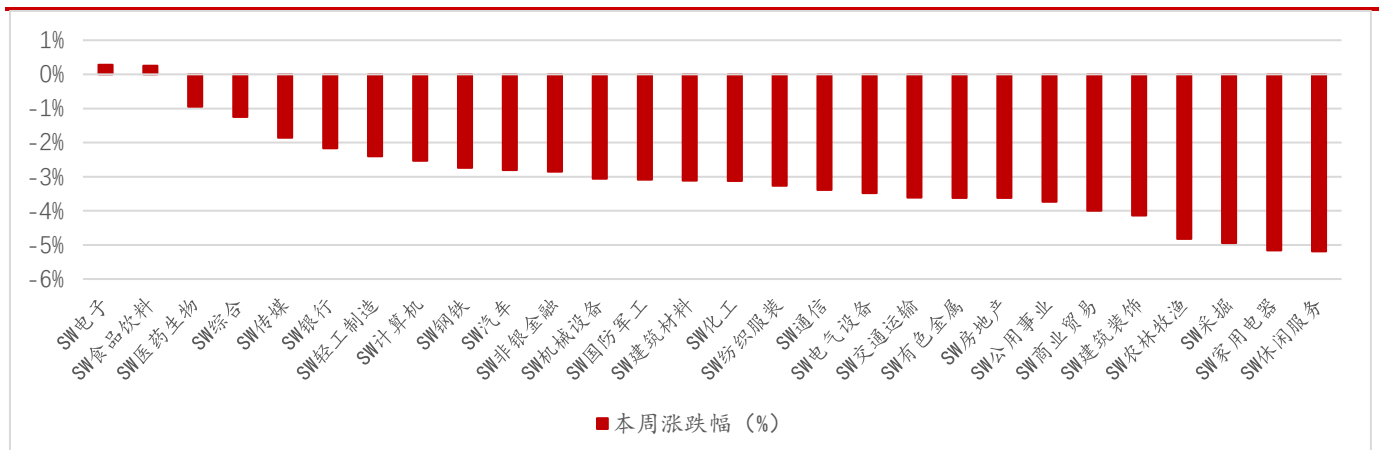
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 本周纺织服装行业市场表现排名



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 纺织服装行业和沪深 300 PE 估值情况



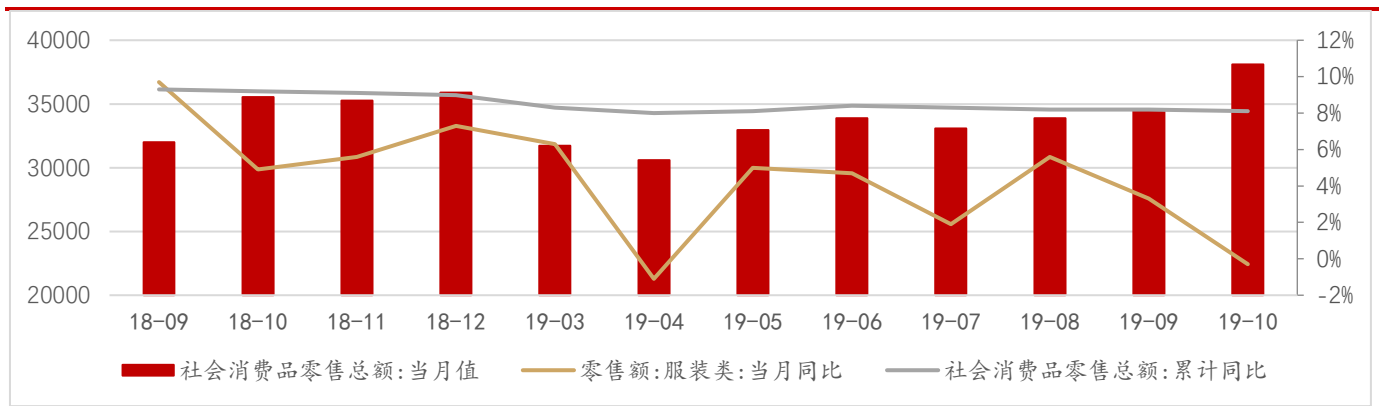
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.行业数据跟踪

3.1.10 月社会零售品销售额同比下降 0.6%

1-10 月份我国社会消费品零售总额实现 334,778 亿元, 累计增长 8.1%, 增速比 1-9 月份增长 0.1PCT。其中, 10 月份社会消费品零售总额为 38,104 亿元, 同比增长 7.2%, 增速较上月下降 0.6 PCT。

图 8 社会零售品销售额及同比增长率 (亿元, %)

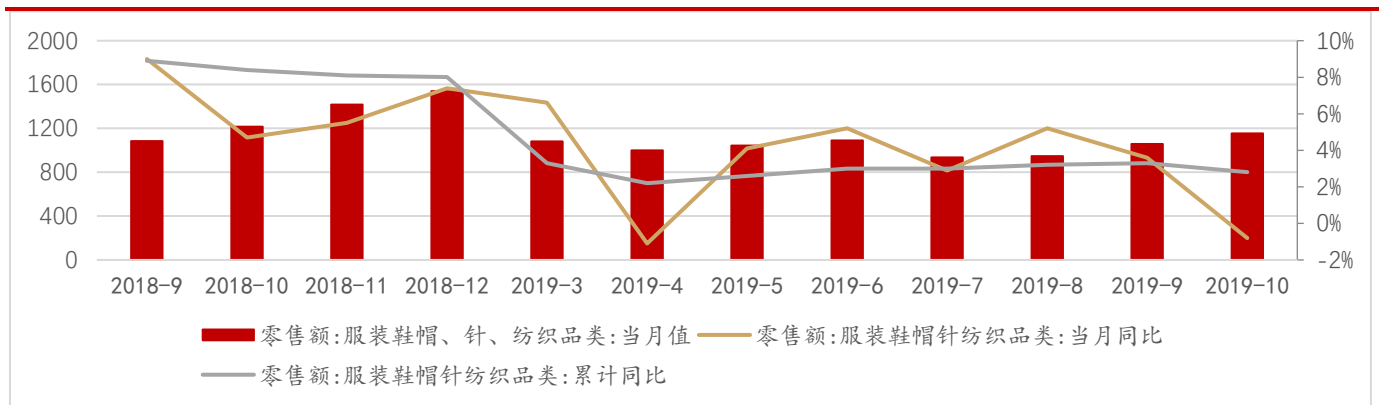


资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

3.2.10 月服装终端零售额同比下降 0.8%

2019 年 1-10 月, 限额以上服装鞋帽针纺织品类累计零售销售额为 10,623 亿元, 同比增长 2.8%, 增速较 1-9 月份下降 0.5 PCT。其中, 10 月份限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额为 1153 亿元, 同比下降 0.8%, 增速较上月下降 4.4 PCT。

图 9 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额及同比增长率 (亿元, %)

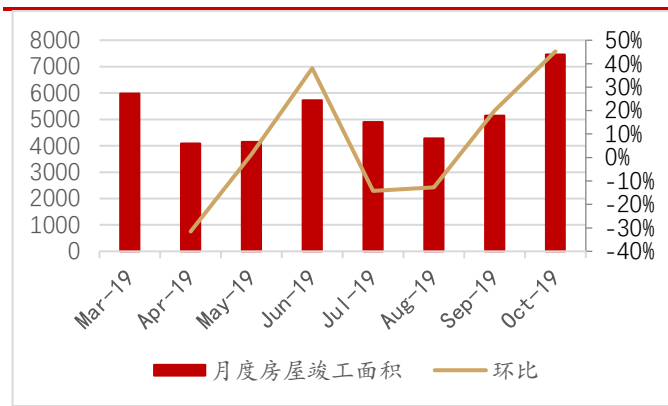


资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

3.3.10 月竣工面积同比增长 19%

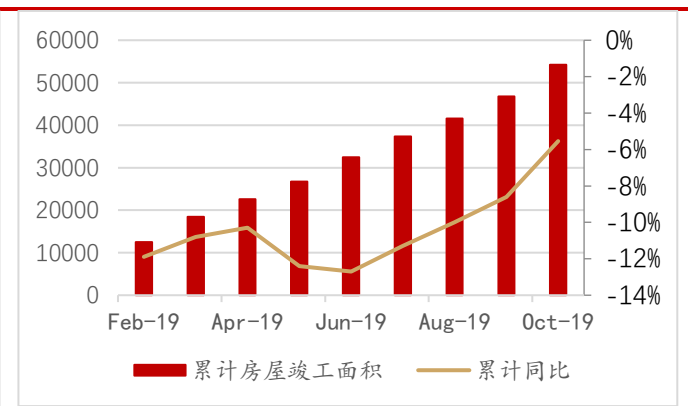
全国房屋竣工面积累计同比负增长, 但单月环比改善, 家纺作为地产产业链后周期行业有望受益。2019 年 1-10 月, 全国房屋竣工面积累计同比下降 5.54%、降幅较上月缩窄 3.06PCT, 自 7 月开始环比改善, 10 月同比增长 19%、强劲反弹。

图 10 月度房屋竣工面积及环比增速（万平方米）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 11 累计房屋竣工面积及同比增速（万平方米）



资料来源：wind，华西证券研究所

3.4.11 月份全球棉花供需预测报告，总体供过于求

根据美国农业部(USDA)最新发布的 11 月份全球棉花供需预测报告，总体供过于求：2019/20 年度全球棉花总产 2654.9 万吨，相比上月调减 61.7 万吨，主要来自巴基斯坦、印度和中国产量下降；但较 2018/19 年度仍高出 68.4 万吨，增幅 2.6%；全球消费量 2645.2 万吨，环比调减 2.5 万吨，较 2018/19 年度增加 26.2 万吨，增幅 1%。进出口贸易量约为 959 万吨，较上月调增约 24.5 万吨，主要由于土耳其和巴基斯坦的农作物产量减少，进口量增加。全球期末库存 1759.3 万吨，环比调减 62.9 万吨，同比增加 5.5 万吨。

表 1 全球棉花供需平衡表（百万包）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
期初库存	50.36	73.64	91.66	103.31	110.76	90.34	80.29	80.94	80.55
产量	126.64	123.63	120.41	119.19	96.20	106.66	123.78	118.80	121.94
进口	45.02	46.32	41.23	36.07	35.42	37.70	41.16	42.50	44.03
国内消费总计	102.86	107.73	109.92	111.41	112.29	116.18	122.76	120.29	121.49
出口	46.02	46.65	40.87	35.30	34.97	37.91	41.41	41.28	44.03
损耗	-0.30	-0.83	-0.36	0.11	0.20	0.21	0.12	0.12	0.20
期末库存	73.44	90.04	102.86	111.74	94.91	80.40	80.94	80.55	80.80
总供给	222.02	243.59	253.30	258.57	242.38	234.70	245.23	242.24	246.52

资料来源：wind，美国农业部，华西证券研究所

表 2 中国棉花供需平衡表 (百万包)

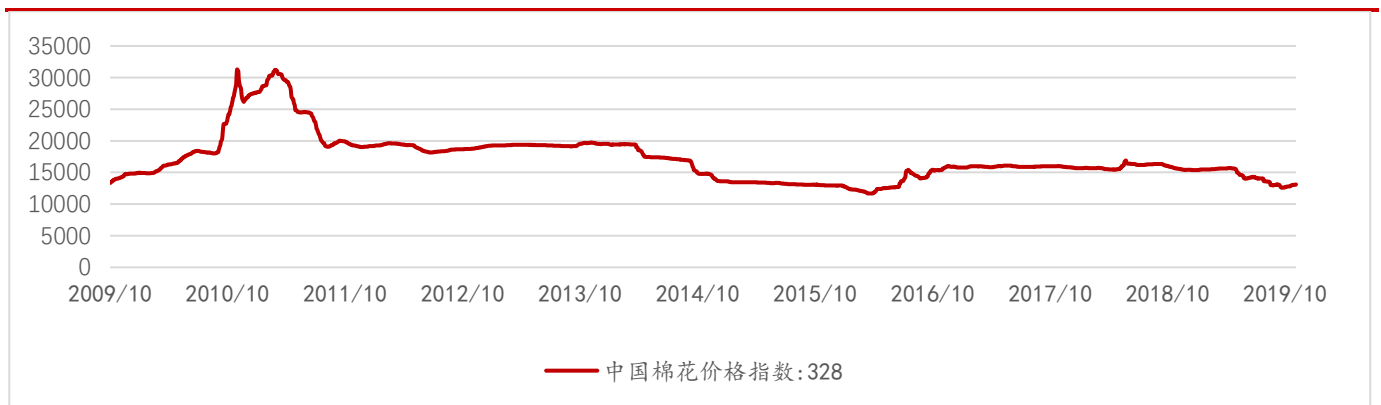
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
期初库存	10.60	31.08	50.36	62.71	66.42	56.70	45.92	37.99	35.67
产量	34.00	35.00	32.75	30.00	22.00	22.75	27.50	27.75	27.25
进口	24.53	20.33	14.12	8.28	4.41	5.03	5.71	9.64	9.50
国内消费总计	38.00	36.00	34.50	34.50	36.00	38.50	41.00	39.50	39.50
出口	0.06	0.05	0.03	0.07	0.13	0.06	0.14	0.21	0.18
损耗	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
期末库存	31.08	50.36	62.71	66.42	56.70	45.92	37.99	35.67	32.75

资料来源: wind, 美国农业部, 华西证券研究所

3.5.国内棉价上涨, 内外棉价差持续扩大

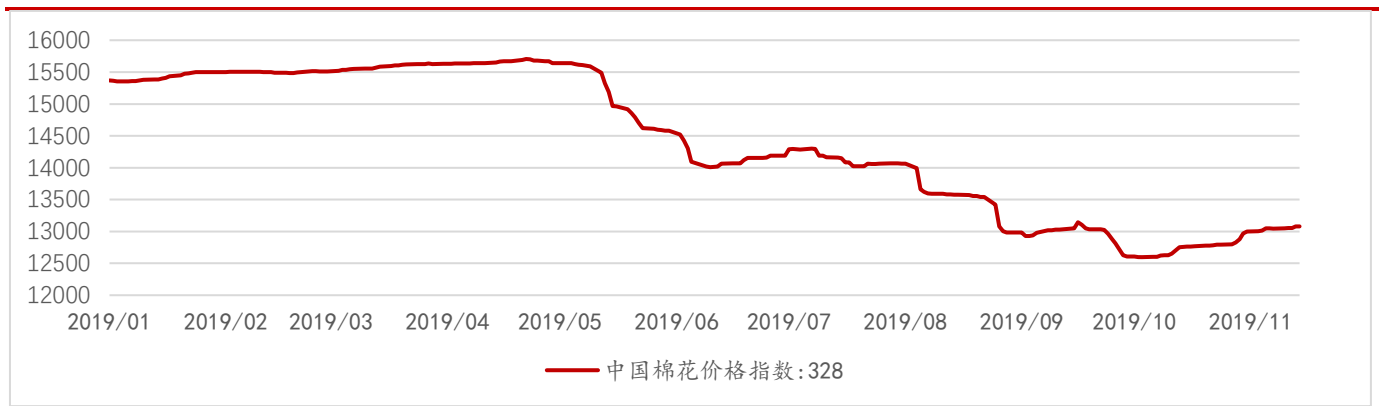
10月下旬以来, 郑棉、国产棉花现货进入上涨通道, 截至11月15日, 中国棉花328指数价格达13,077元/吨, 较上周末的价格13,046元/吨继续上涨31元/吨, 增速延续但环比放缓。内外棉价差持续扩大, 截至11月14日, Cotlook A指数收盘价为74.9美分/磅, 较上周末上涨0.50美分/磅; 内外棉价差(固定汇率下, 中国棉花价格指数与进口棉价格指数FC INDEX M之差)为1503元/吨, 较上周末扩大192元/吨。

图 12 中国棉花价格指数 (元/吨)



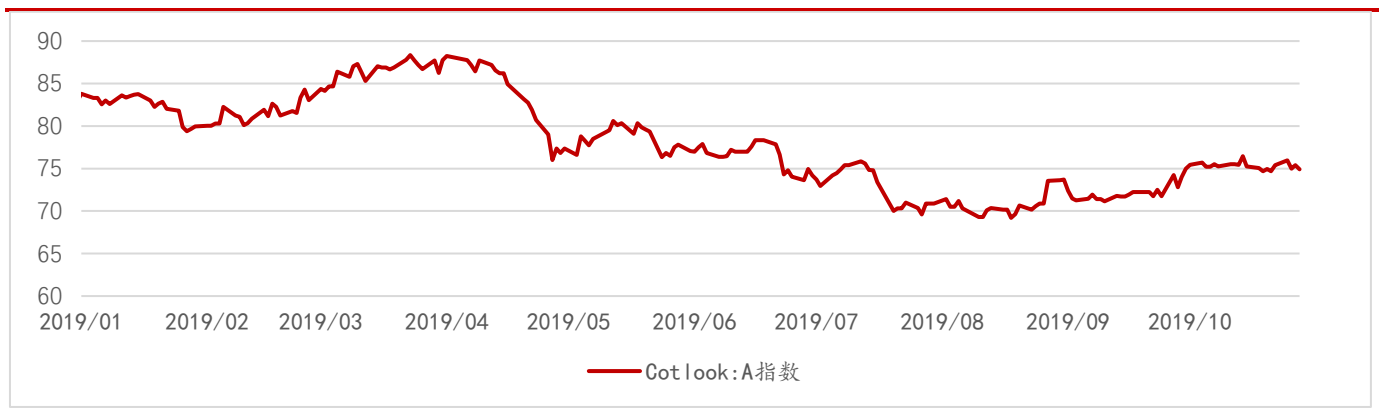
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 13 年初至今中国棉花价格指数变动 (元/吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 14 Cotlook A 国际棉花指数变动 (美分/磅)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 15 中国棉花价格指数与进口棉价格指数之差 (元/吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 行业新闻

4.1. 沃尔玛：第三财季在线销售额+41%

11月14日：据无时尚中文网信息，沃尔玛第三财季美国本土同店销售增长3.2%，连续四年实现季度销售额增长。海外市场中，中国和墨西哥销售额领涨。其中，沃尔玛中国取得五年多来最好的销售，销售净增长6.3%，可比增长3.7%。根据财报显示，由于沃尔玛在全球范围内降低产品价格并发展网络业务，其第三财季营业收入同比下滑5.4%，净利润额32.9亿美元，同比增长超90%。

同店销售持续强劲以及在线渠道高速增长趋势不改，Walmart U.S. 在线渠道收入季度增长41%，高于第二财季的37%，公司全年35%的增长预期。其中，在线销售和运营至少12个月的沃尔玛同店销售额增长3.2%，24个月店龄的同店销售额大涨6.6%。

在海外市场，第三财季沃尔玛海外销售额为290亿美元，约占总销售额的23%，中国和墨西哥销售额领涨。其中，沃尔玛旗下山姆在中国的销售达到两位数可比增长，主要源自鲜食和全渠道强劲增长。沃尔玛预计，第四财季汇率因素将减少净销售额1亿美元；2020财年调整后每股盈利会稍微走高。沃尔玛中国表示，将继续向全渠道发力，包括“沃尔玛到家”和“京东到家”业务。

4.2. Burberry：第二财季收入增长6.4%，明年将在深圳开微信概念店

11月14日：据无时尚中文网信息，首席财务官Julie Brown在分析师电话会议上透露中国香港销售在截至9月28日的上半财年录得双位数跌幅，虽然她没有提供具体数字，但表示当地12家专卖店对集团整体收入的贡献从正常情况下的8%收缩至上半财年的5%。Burberry Group PLC 博柏利解释出于员工安全的考虑他们需要临时关闭部分中国香港门店，但大陆游客数量锐减才是当地销售衰退的主因，这种情况在第二财季情况进一步恶化。Julie Brown指出虽然中国香港店面并未受损，仍不可避免造成1,400万英镑的减值损失。

首席创意官Riccardo Tisci新设计所刺激的男、女士服装新需求足以抵消中国香港业务的倒退，第二财季Burberry Group PLC 博柏利的零售渠道进一步提速，同店销售增幅从第一财季的4%扩大至5%，上半财年增幅为4%，符合市场预期；零售收入同比上涨6.4%至10.04亿英镑，撇除汇率影响后涨幅为4%，而第一财季仅为2%。

Burberry Group PLC 博柏利表示将继续通过社交媒体和网红推广加强品牌效应。14日，Burberry集团宣布与中国科网巨头腾讯控股有限公司(0700.HK)在开展中国“社交零售”方面达成独家合作，合作的第一步是2020上半年在深圳湾万象城开设由腾讯提供科技支持的“社交零售”门店，该店将作为测试创新概念的“实验室”，成功的概念有望拓展到Burberry 博柏利的国内销售网络。

4.3. 加拿大鹅：第二财季收入同比增长27.7%，第四财季业绩将受提前发货影响

11月13日：据无时尚中文网信息，被中国同行在增长、股价和单价上不断超越的加拿大奢华羽绒服制造商Canada Goose Holdings Inc. (TSE:GOOS) (NYSE:GOOS) 今天发表季报时警告当前假日季销售将受到批发交付时间差和中国香港业务拖累。

集团总裁兼首席执行官 Dani Reiss 在分析师电话会议上透露他们“提前交付了大量秋冬订单，自然意味着下一季出货会减少”，因此预计 10-12 月的 2020 财年三季度最大收入来源——批发渠道收入将录得 14%-16% 的同比跌幅。他强调“这并不表明该渠道的基本需求发生变化”。

另一方面，Dani Reiss 指出中国香港 IFC 和近期开业的海港城 Canada Goose 加拿大鹅品牌专卖店深受旅客和零售客流缩减的冲击，但其他地方的增长足以支持亚洲市场二财季收入几乎翻倍至 4,890 万加元，美国固定汇率计收入和加拿大本土销售分别取得 38.5% 和 29.9% 的增长，欧洲和 ROW 则下滑 3.4%。

在截至 9 月 29 日的二财季 Canada Goose Holdings Inc. 整体收入为 2.94 亿加元，同比增加 27.7%。净利润同比增长 21.4% 至 6,060 万加元，EPS 从去年同期的 0.45 加元上升至 0.55 加元，经调整 EPS 为 0.57 加元。

眼看波司登 (3998.HK) 等中国品牌推出价格堪比 Canada Goose 加拿大鹅的高端系列，以及主要竞争对手 Moncler SpA (MONC.MI) 盟可睐利用设计师合作拉高定价，Dani Reiss 表示提价的机会和空间已经存在，同时强调 Canada Goose 加拿大鹅仍将保持“功能优先”的定位。

4.4. Ferragamo 集团：第三财季收入下滑 2.9%

11 月 13 日：据无时尚中文网信息，受制于中国香港市场销售暴跌，意大利鞋履配件集团 Salvatore Ferragamo SpA (SFER.MI) 菲拉格慕截止 9 月底的单三财季，收入下滑 2.9%，固定汇率下滑 3.6%，同店销售下滑 0.7%，而一二财季分别录得 2.2% 和 2.6% 的增幅。今年前三财季，菲拉格慕总销售 9.944 亿欧元，较上年同期 9.719 亿欧元增长 2.3%，固定汇率增幅 1.9%；EBITDA 下滑 1.5% 至 1.468 亿欧元，同比微跌 1.5%。

去年 7 月底履新的集团首席执行官 Micaela Le Divelec Lemmi 在业绩会上表示，未预料市场局势如此动荡，除中国香港市场销售大跌 45%，中国澳门市场收入亦下滑 15%，而拉美市场同样因地缘政治因素导致销售下滑。集团首席财务官 Alessandro Corsi 则表示，中国内地游客在中国香港的消费在中国内地以及欧洲、韩国市场得到补偿，但不能确定中国香港市场损失的销售可以悉数得到弥补。目前中国香港业务占比 6-7%。

集团最大亚太市场前九个月录得 2.7% 的收入增幅，其中中国市场零售业务大涨 16.3% 领涨，固定汇率亦有 15.0% 的增幅，唯三财季受中国香港市场零售业务腰斩影响；EMEA 市场 3.9% 的增幅位列四大核心市场最好表现，固定汇率增幅 3.7%；北美市场固定汇率计算录得 1.8% 的跌幅，主要因授权收入下滑以及批发渠道疲弱。

截止 9 月底，集团在全球市场共运营 394 间直营店和 262 间特许经营店。固定汇率计算，期内零售收入增幅 2.0%，唯三财季录得 0.5% 的跌幅，同店销售在三季度 0.7% 跌幅影响下，由上半财年 2.3% 的增幅缩窄至 1.4%；批发业务收入增长 3.1%。

4.5. 裕元集团：出口形势严峻，销售额连续两个月下滑

11 月 11 日：据本土零售观察信息，尽管旗下运动鞋零售商宝胜国际保持强劲的双位数增长，但是台资制鞋巨头裕元集团销售则连续两个月下跌。

裕元工业周一公布的数据显示，10 月份，该集团销售 8.836 亿美元，同比下滑 0.2%，而上年同期 8.853 亿美元。跌幅尽管较 9 月的 1.9% 放缓，但是已经是该公司连续第二个月销售录得跌幅，显示出口形势依旧严峻。

海关周五公布的数据显示，10 月，中国出口以美元计录得 0.9% 的跌幅，好于 8 月份 3.2% 的跌幅；进口以美元计下滑 6.4%，好于 9 月 8.5% 的跌幅。10 月，中国鞋类

产品出口 36.101 亿美元，较 2018 年同期增长 1.1%；1-10 月总出口 390.830 亿美元，较 2018 年同期 389.579 亿美元微涨 0.3%。

与母公司裕元集团形成鲜明对比的是，运动用品零售公司宝胜国际 10 月销售增长 17.6%至 25.191 亿元，而上年同期 21.418 亿元；1-10 月，该公司总销售 225.150 亿元，较 2018 年同期 187.779 亿元增长 19.9%。

宝胜国际 9 月销售在放缓至 15.1%后，10 月表现显示，运动行业仍然具备韧性，与整体服饰行业在通缩状态下表现，持续受益休闲运动风潮，表现强劲，同时刺激母公司裕元集团 1-10 月销售上涨 4.0%，由 80.251 亿美元增至 83.938 亿美元。

4.6.Nu Skin Enterprises: 销售持续低迷，低估政府整治力度

11 月 6 日：据无时尚中文网信息，在中国监管环境持续严格的情况下，直销巨头 Nu Skin Enterprises, Inc. (NYSE: NUS)在截止 9 月 30 日的三财季，收入下滑 12.6%至 5.899 亿美元，固定汇率计算，三财季收入跌幅 11%。三财季，中国内地市场收入大跌 23.2%至 1.740 亿美元，期内销售代表大跌 28.7%，由 33,335 名降至 23,776 名，但客户代表则由 210,212 名增至 317,257 名，增幅 50.9%。

首席执行官 Ritch Wood 在业绩声明中将低于市场预期的收入表现归咎于中国持续严格的监管环境。

在第一财季业绩会上，Ritch Wood 甚至号称，中国内地市场是世界上最大、增长最快的直销市场之一，且商业环境充满活力，相信公司在该市场有一个美好的未来，并一如既往遵循过去 17 年来政府对公司的指引，维持中国内地市场 7-10%的年度增长目标。

直到二财季业绩公布前，该集团才意识到，如新在中国市场的销售会议已经无法如此前一样频繁举行，销售会议审批要比预期严格的多，此外，美元继续走强，令汇率的负面影响对中国业务冲击超出预期。

前三财季，如新中国内地销售大跌 15.2%至 5.678 亿美元，进一步显示 Ritch Wood 年初的乐观情绪完全错误。

在三财季业绩声明中，如新进一步下调全年预期，将收入预期下调至 24.1-24.3 亿美元，代表 9-10%的跌幅，其中不利汇率有 4%的影响；每股收益预期相应下调至 3.07-3.14 美元。

4.7.Steve Madden: 品牌持续回暖，第三财季收入+8.5%

10 月 30 日：据无时尚中文网信息，美国时尚鞋履和配件批发及零售的 Steven Madden Ltd. (NASDAQ:SHOO)截止 9 月底的单三财季，纯利下滑 4.7%至 5,311.6 万美元，每股收益由 0.64 美元降至 0.63 美元，经调整后每股收益 0.67 美元。季度收入 4.973 亿美元，较上年同期 4.585 亿美元增长 8.5%。

报告期内，集团批发业务增长 8.5%至 4.216 亿美元，其中鞋履业务增幅 6.3%，配件业务增幅 15.8%，批发毛利率下滑 40 个基点至 33.9%。零售业务三财季增长 8.3%至 7,570 万美元，电商驱动同店销售大涨 5.1%，零售毛利率大涨 320 个基点至 63.3%，主要因上年同期的促销。

集团首席执行官 Edward Rosenfeld 表示对三财季业绩非常满意，Steve Madden 和 Blondo 两大品牌均表现优秀，期内还完成了对运动鞋品牌 GREATS 和女装业务 BB Dakota 的收购。他进一步表示，尽管中国商品关税上调 15%，但公司仍在目前业绩基础上，上调全年盈利展望。该美国鞋履集团现预计全财年销售增长 7-7.5%，此前预

期为 5-7%；EPS 预期由 1.74-1.82 美元至 1.83-1.86 美元上调，adjEPS 1.78-1.86 美元上调至 1.92-1.95 美元。报告期内，集团毛利率期内轻微改善 20 个基点至 38.4%；营业利润 13.7%按年上涨 20 个基点，经调整后 14.5%，下跌 90 个基点。

截止三财季期末，Steven Madden Ltd. 集团在全球拥有 227 家直营零售点，其中包括 8 家在线商店，以及 32 家国际特许销售点。

4.8.Ralph Lauren Corp: POLO 衫重回时尚，中国内地销售额 +22%

11 月 8 日：据 FLASHFASHION 信息，受益 POLO 衫重回时尚以及亚太市场强烈需求，Ralph Lauren Corp. (NYSE:RL) 拉尔夫·劳伦集团公布超预期的二财季业绩后，周四股价暴涨近 15%。

截止 9 月 28 日的二财季，该美国市场集团收入增长 0.9%至 17.062 亿美元，固定汇率增幅 2.2%；期内，集团同店销售增幅 2%，远超市场预期的 1.1%，其中北美、欧洲和亚洲分别增 2%、3%和 1%；每股收益由 2.07 美元增至 2.34 美元，adj EPS 由 2.26 美元增至 2.55 美元。

集团同名创始人 Ralph Lauren 评论业绩时表示，公司团队正在各个市场和渠道提升公司标志性品牌，无论从实体店还是数字渠道，再到社交媒体，Ralph Lauren 式的生活方式正在向全世界展现。公司总裁兼首席执行官 Patrice Louvet 表示，在更具挑战性的经营环境下，二财季业绩略高于预期，公司的进步源于品牌提升和对创造沉浸式生活方式体验的持续关注。

业绩会上，Patrice Louvet 表示，受益 Next Great Chapter 计划下名人推广效应，品牌形象得以提升，二财季最后一个月，集团在北美直营奥莱渠道开始提价，AUR 得到提升，而北美全价直营和批发渠道提价将从 2020 春夏系列开始，与此同时将会有针对地对全球市场提价。

对于低于市场预期的亚太市场表现，Jane Nielsen 表示，期内中国香港主要门店关闭 48 天，销售整体下滑 27%，对整体业务造成了 3%的负面影响，但是中国内地市场需求强烈，以人民币计算，销售增幅 22%，且整体亚太市场 AUR 录得 1%的提升。他预计，亚太市场全年可录得正面同店销售表现，经调整后营业利润率可录得 140 个基点的大幅提升。

北美市场的亮眼表现除了更具吸引力的产品和 AUR 提高，Patrice Louvet 在电话会上表示，巴西和欧洲游客的消费抵消了中国游客消费的下滑。分析师 Gabriella Santaniello 认为 Ralph Lauren 的 POLO 品牌一向被认为是“爸爸穿的过时品牌”，但近期的表现证明正在被年轻人接受。

在周四股价暴涨 14.66%的基础上，Ralph Lauren Corp. (NYSE:RL) 今年迄今股价表现由负转正，录得 13.04%的涨幅，但仍跑输同期标普 500 指数逾两成的涨幅。

4.9.Kontoor Brands Inc: 净利同比下滑近 80%

11 月 8 日：据无时尚中文网信息，受利润下滑影响，尽管美国牛仔集团此前上市承诺会维持高派息率，但三财季业绩公布后，Kontoor Brands Inc. (NYSE:KTB) 重挫近一成。

年中从 VF Corp. (NYSE:VFC) 威富集团拆分完成独立上市的 Kontoor 三财季收入下滑 9.4%至 6.381 亿美元，净利下滑 79.6%至 1450.2 万美元；每股收益由 1.25 美元跌至 0.25 美元；adj EPS 由 1.23 美元跌至 0.95 美元，则超过市场预期 0.88 美元。

囊括 Lee、Wrangler、Rock & Republic、VF Outlet 等业务的 Kontoor 集团首席执行官 Scott Baxter 认为三财季业绩符合管理层预期，且精简成本策略奏效，并进一步审阅无利可图销售点，以期为公司长期、健康的增长做准备。

对于销售下滑，公司解释称，为了高质量销售退出国际市场部分销售点和渠道带来 300 个基点的负面影响，美国零售商的破产带来 200 个基点的负面影响，不利汇率有 100 个基点负面影响，与三财季经调整后 6% 的销售跌幅相若。两大核心品牌 Wrangler 和 Lee 销售分别下滑约 7% 和 8%，录得 3.67 亿美元和 2.32 亿美元。其中 Wrangler 国际业务收入下滑 6%、美国本土销售下滑 4%；Lee 品牌中国销售录得 10% 的增幅，数字渠道录得 10% 的同店销售增长和 41% 的增长。

Scott Baxter 在业绩声明中继续鼓吹年 8-10% 的回报率，但预计退出印度分销渠道将导致下半年 EBITDA 减少约 1,600 万美元，但强调仍可维持此前 adj EBITDA 有中间位数至低双位数跌幅至 3.40-3.60 亿美元的预期；25 亿美元的财年收入预期不变，代表约 5% 的跌幅。

4.10. 耐克：假货困扰美国电商市场，耐克退出亚马逊平台

据 FLASHFASHION 信息，耐克与亚马逊的两年试水合作结束。亚马逊随着平台业务壮大，售假以及恶性竞争、腐败等其他争议行为不断爆出，且有愈演愈烈之势。对于耐克来说，与亚马逊的合作之初，就有清理亚马逊渠道的灰色销售的连带协议。如今似乎没有取得应有效果，而 CDO 策略下，耐克加强渠道控制，此前已经宣布未来两年不再向部分分销商供货。

在耐克北美业务遭遇阿迪达斯冲击倒退的背景下，耐克集团在 Consumer Direct Offense 战略下精简架构、加强数字策略，以更高效的决策、更多的直接面对消费者、更高的电商消费占比来执行集团的 2020 计划。转眼之间，耐克重整之后回到增长轨道，而日前更是宣布更换首席执行官，由 eBay 前首席执行官 John Donahoe 取代功勋首席执行官 Mark Parker。

5. 风险提示

终端销售低迷；库存高企；贸易战恶化风险；系统性风险。

表 3 各公司最新财报披露情况

公司名称	报告期	收入增速	净利增速	大中华区收入增速
沃尔玛	2020 年第二财季	2.5%	5.4%	-
Burberry	2020 年上半财年	6.4%	5.1%	-
加拿大鹅	2019 年第二财季	27.7%	21.4%	-
Ferragamo	截止 9 月底第三财季	2.3%	-1.5% (EBITDA)	2.7%
裕元集团	2019 年 10 月	4.0%	-	5.1%
Nu Skin Enterprises	2019 年第三财季	-12.6%	-	-23.2%
Steven Madden	2019 年第三财季	8.3%	-4.7%	

Ralph Lauren	截至 9.28 日第二财季	0.9%	6.9%	1% (中国内地 22%)
Kontoor Brands	2019 财年第三财季	-9.4%	-79.6%	-
阿里巴巴	截止 9.30 日第二财季	39.8%	288%/40% (GAAP/non-GAAP)	-
卡骆驰	截止 6.30 日第三财季	19.8%	240.0%	-
阿迪达斯	2019 年第三财季	9.1%	10.4%	11%
Capri	2020 财年第二财季	15.1%	-47.10%	-
Pandora	2019 财年第三财季	-10%	-3.8% (EBIT)	-
Tapestry	2020 财年第一财季	-2%	-83.61%/-19.72% (GAAP/non-GAAP)	-
Next PLC	2019 年第三财季	2.0%	-	-
Primark	截至 9.14 日 2019 财年	4.2%	8.3%	-
Esprit	截止 9 月底第一财季	-14.6%	-	-44.4%/-43.4%
HanesBrands	2019 财年第三财季	1%/2%	9.5% (GAAP)	-

资料来源：各公司公告，华西证券研究所。

表 4 重点跟踪公司

	代码	公司名称	评级	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS (元)		PE	
						2019E	2020E	2019E	2020E
H 股	1234. HK	中国利郎	买入	6.43	77.00	0.72	0.80	8.00	7.20
	2331. HK	李宁	增持	25.00	578.84	0.57	0.72	39.26	31.08
	2020. HK	安踏体育	增持	74.40	2010.15	2.07	2.61	32.18	25.52
A 股	002127	南极电商	增持	10.27	252.12	0.50	0.66	20.54	15.56
	603808	歌力思	增持	13.57	45.12	1.21	1.39	11.21	9.76
	002832	比音勒芬	增持	25.01	77.10	1.33	1.73	18.80	14.46
	300577	开润股份	增持	31.60	68.74	1.08	1.42	29.26	22.25
	002327	富安娜	增持	6.81	59.55	0.55	0.60	12.38	11.35
	002563	森马服饰	增持	10.28	277.41	0.69	0.77	14.90	13.35
	600398	海澜之家	增持	7.74	342.11	0.81	0.87	9.56	8.90

资料来源：wind，华西证券研究所。另注：港股公司收盘价和市值单位为 HKD，其余均为人民币，1 港币=0.8953 人民币；收盘价和市值均采用 2019 年 11 月 15 日收盘数据。

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。