

Lululemon 中国区销售增长 68%，新秀丽下滑

纺织服装行业周报 20191124

本周观点

我们判断，10月终端销售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、开润股份；(2) 关注明年有望好于今年、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：跑输大盘 0.71PCT

本周，上证综指下跌 0.34%，创业板指数上涨 0.18%，SW 纺织服装指数（按总市值加权平均）下跌 1.05%，SW 纺织服装行业落后大盘 0.71PCT、落后创业板 1.23PCT。其中，SW 纺织制造下跌 0.89%、SW 服装家纺下跌 1.12%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 16.56，处于历史底部估值水平。

本周，电商板块表现最好，涨幅达到 1.95%；母婴儿童表现最差，跌幅为 3.23%。个股方面，贵人鸟周涨幅达 26.11%，主要由于部分股份将被司法拍卖，若控股股东的质押融资债权人均采取司法处置措施，可能会导致控股股东及实控人变更。

行业表现：纺织服装线上销售额同比上涨 8.96%；年初至今库存改善；本周棉花价格下跌 0.21%

根据 ECdataway 数据，2019 年 10 月，服装行业共实现线上销售额 597.53 亿元，同比增长 8.96%，环比增长 29.34%。从细分品类看，10 月女装销售额最高，达 158.39 亿元，同比增长 12.32%，环比上涨 35.1%。

本轮终端低迷的下行周期并未同步带来库存积压：2018 年以来，存货同比呈下降趋势，截至 2019 年 9 月底，纺织服装、服饰业存货共 1,903.9 亿元，同比下降 0.4%，其中产成品存货共 966.20 亿元、占比 51%，同比下降 7.14%。主要由于 18 年下半年至今，服装公司继续进行关店调整、净开店不多，及时针对过季库存进行了处理。

受市场担心中美第一阶段协议无法在今年内达成影响，截至 11 月 22 日，中国棉花 328 指数价格为 13,050 元/吨，较上周末下跌 27 元/吨；内外棉价差为 1,589 元/吨，较上周末扩大 253 元/吨。

行业新闻

lululemon：第二财季收入高速增长，中国市场增速高达 68%；**塔吉特集团**：三财季同店销售录得 4.5% 增幅；**Urban Outfitters**：打折促销致三财季净利润同比下降 28.2%；**雅诗兰黛**：拟 11 亿美元收购韩妆 Dr. jart+ 母公司 Have & Be Co. Ltd. 的 2/3 股权；**TJX**：三财季收入同比增长 6%，同店销售同比增长 4%；**威富集团**：二财季潮牌 VANS 增速放缓，集团仍保持乐观；**新秀丽**：中国大陆游客减少，三财季销售及盈利能力大幅衰退；**京东**：季度利润暴跌 80%，拼多多首次实现 GMV 超越。

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

行业评级：推荐

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：010-5977 5330

正文目录

1. 本周观点	3
2. 行情回顾	3
3. 行业数据跟踪	5
3.1. 10月纺织服装线上销售额同比增长8.96%	5
3.2. 年初至今行业库存改善显著	5
3.3. 国内棉价震荡，内外棉价差持续扩大	6
4. 行业新闻	7
4.1. lululemon：第二财季收入高速增长，中国市场增速高达68%	7
4.2. 蒂芙尼集团：LVMH上涨对蒂芙尼报价至160亿美元	8
4.3. 塔吉特百货：三财季同店销售录得4.5%增幅	8
4.4. Urban Outfitters：打折促销致三财季净利润同比下降28.2%	9
4.5. 雅诗兰黛：拟11亿美元收购韩妆Dr. jart+母公司Have & Be Co. Ltd. 的2/3股权	9
4.6. TJX：三财季收入同比增长6%，同店销售同比增长4%	9
4.7. 威富集团：二财季潮牌VANS增速放缓，集团仍保持乐观	10
4.8. 新秀丽国际有限公司：中国大陆游客减少，三财季销售及盈利能力大幅衰退	10
4.9. 京东：季度利润暴跌80%，拼多多首次实现GMV超越	11
5. 风险提示	11

图表目录

图1 纺织服装各细分行业涨跌幅(%)	3
图2 本周纺织服装行业涨幅前5个股(%)	3
图3 本周纺织服装行业跌幅前5个股(%)	3
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	4
图7 纺织服装行业和沪深300 PE估值情况	4
图8 2019年10月纺织服装线上销售情况	5
图9 纺织服装、服饰产成品存货情况(亿元)	5
图10 SW服装家纺存货情况(亿元)	5
图11 中国棉花价格指数(元/吨)	6
图12 年初至今中国棉花价格指数变动(元/吨)	6
图13 Cotlook A国际棉花指数变动(美分/磅)	7
图14 中国棉花价格指数与进口棉价格指数之差(元/吨)	7
表1 各公司最新财报披露情况	12
表2 重点跟踪公司	13

1. 本周观点

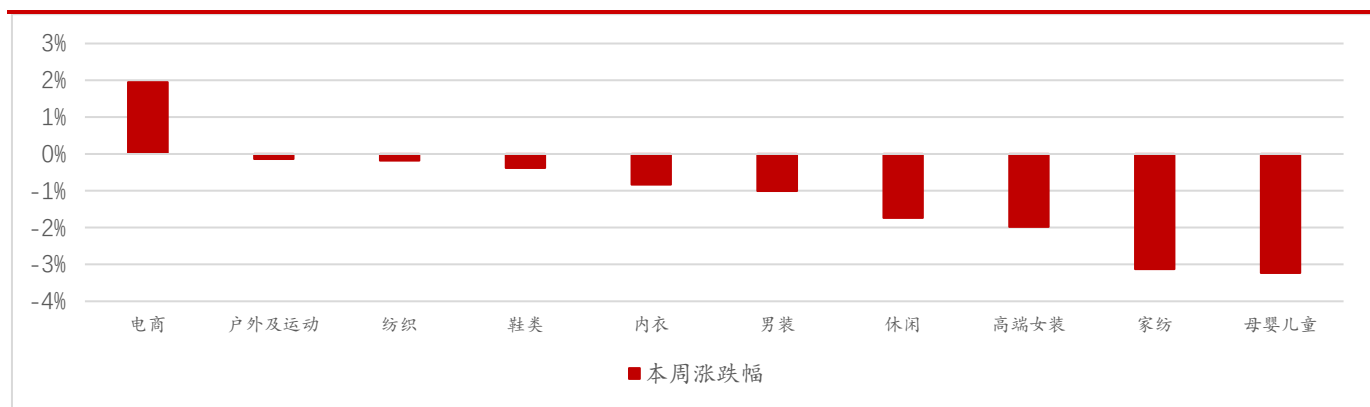
我们判断，10月终端销售受长江以南有暖冬迹象影响，预计行业增长在低中单位数。未来投资建议我们分为三条主线：（1）关注景气度较高的运动户外、电商行业龙头公司：比音勒芬、南极电商、开润股份；（2）关注明年有望好于今年、估值切换后估值偏低的品种：歌力思；（3）关注竣工改善带来的家纺板块机会。

2. 行情回顾

本周，上证综指下跌0.34%，创业板指数上涨0.18%，SW纺织服装指数（按总市值加权平均）下跌1.05%，SW纺织服装行业落后大盘0.71PCT、落后创业板1.23PCT。其中，SW纺织制造下跌0.89%、SW服装家纺下跌1.12%。目前，SW纺织服装行业PE为16.56，处于历史底部估值水平。

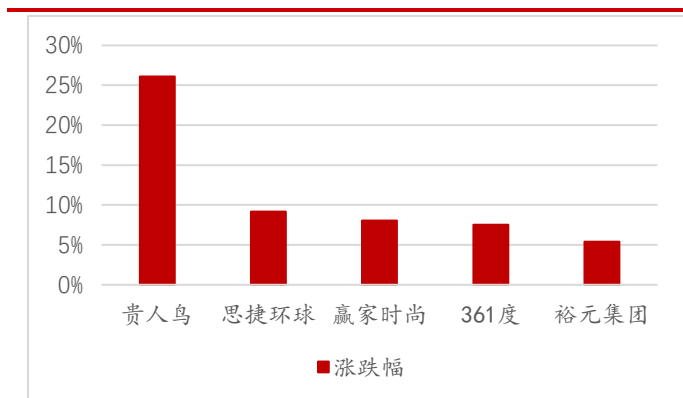
本周，电商板块表现最好，涨幅达到1.95%；母婴儿童表现最差，跌幅为3.23%。个股方面，贵人鸟周涨幅达26.11%，主要由于部分股份将被司法拍卖，若控股股东的质押融资债权人均采取司法处置措施，可能会导致公司控股股东及实际控制人变更。

图1 纺织服装各细分行业涨跌幅（%）



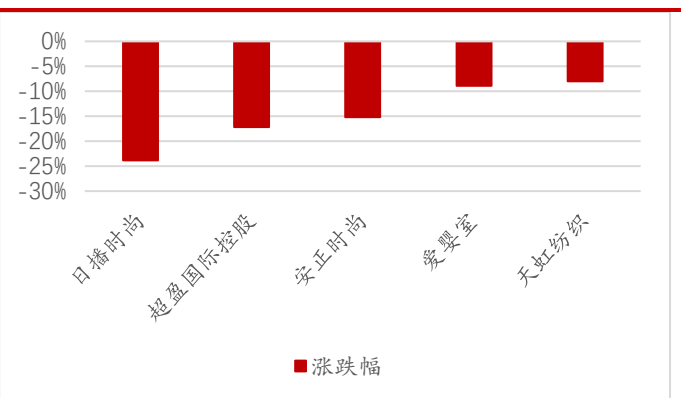
资料来源：wind，华西证券研究所

图2 本周纺织服装行业涨幅前5个股（%）



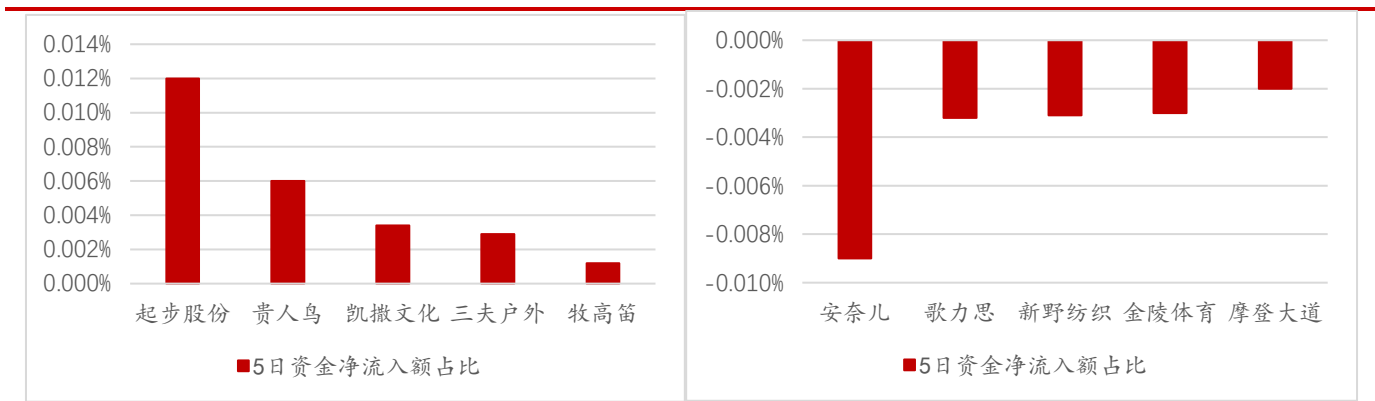
资料来源：wind，华西证券研究所

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

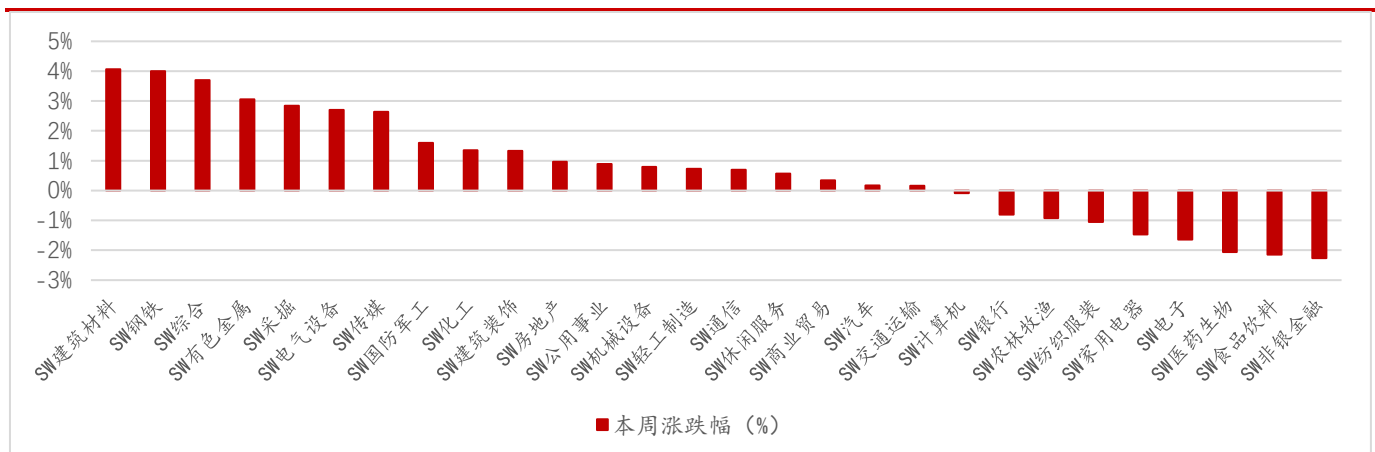
图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%) 图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

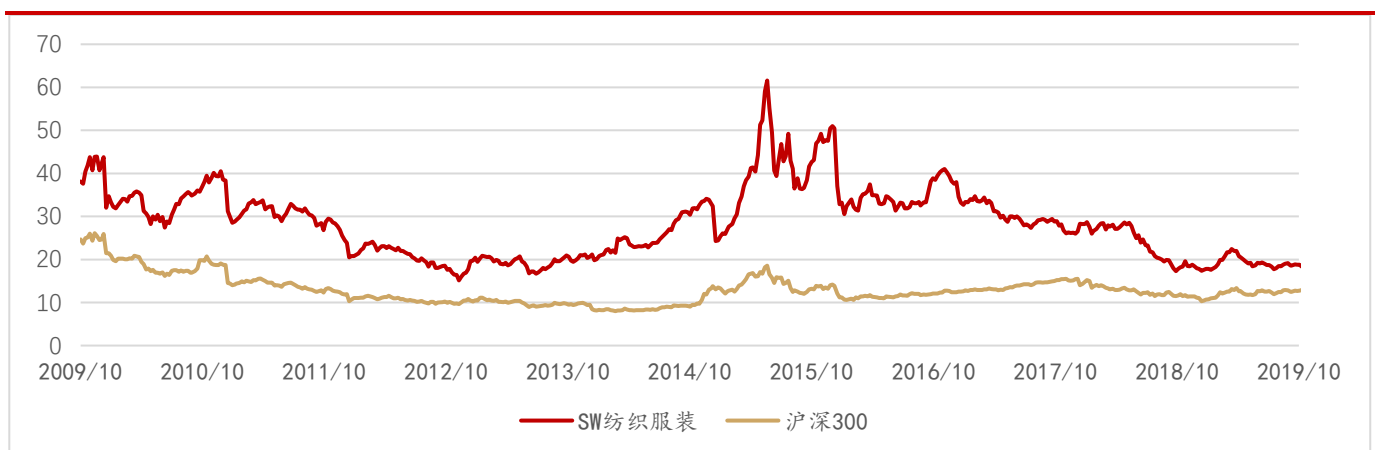
资料来源: wind, 华西证券研究所

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



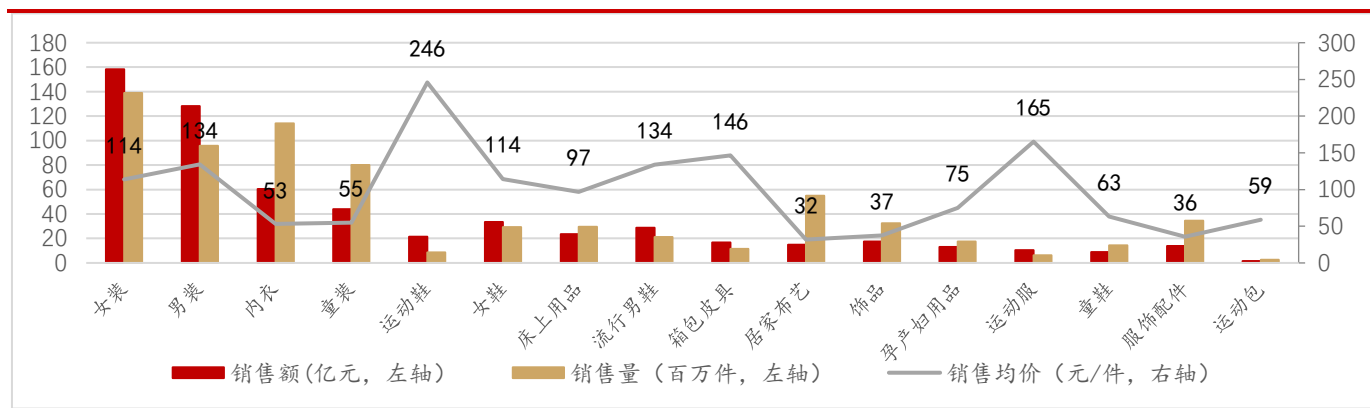
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.行业数据跟踪

3.1.10月纺织服装线上销售额同比增长8.96%

根据 ECdataway 数据，2019 年 10 月，服装行业共实现线上销售额 597.53 亿元，同比增长 8.96%，环比增长 29.34%。从细分品类看，10 月女装销售额最高，达 158.39 亿元，同比增长 12.32%，环比上涨 35.1%；10 月运动鞋平均单价最高，达 246 元/双，同比增长 6.10%，环比下降 7.09%。

图 8 2019 年 10 月纺织服装线上销售情况



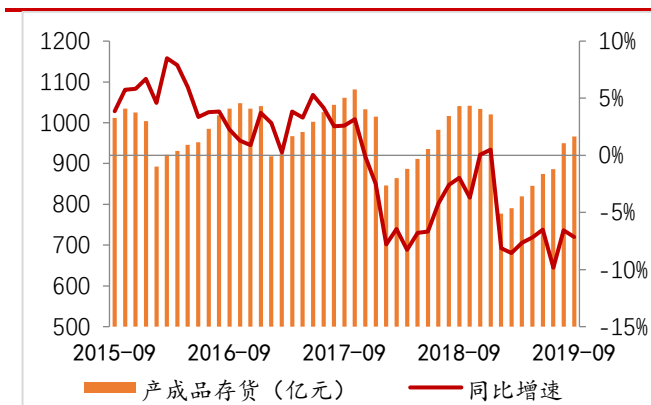
资料来源：wind, ECdataway, 华西证券研究所

3.2.年初至今行业库存改善显著

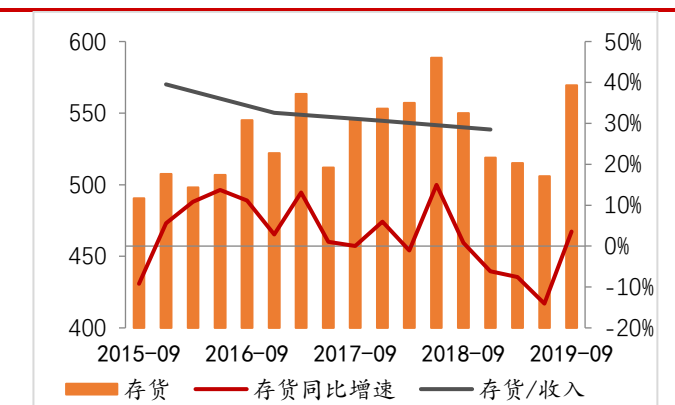
本轮终端低迷的下行周期并未同步带来库存积压：2018 年以来，存货同比呈下降趋势，截至 2019 年 9 月底，纺织服装、服饰业存货共 1,903.9 亿元，同比下降 0.4%，其中产成品存货共 966.20 亿元、占比 51%，同比下降 7.14%。究其原因，我们分析，16 年下半年-18 年上半年这轮消费复苏小周期主要来自棚改货币化的财富效应，而服装公司并未进行大规模开店、压货，经销商进货也较为谨慎；18 年下半年至今，服装公司继续进行关店调整、净开店不多，及时针对过季库存进行了处理。

图 9 纺织服装、服饰产成品存货情况（亿元）

图 10 SW 服装家纺存货情况（亿元）



资料来源：wind, 华西证券研究所

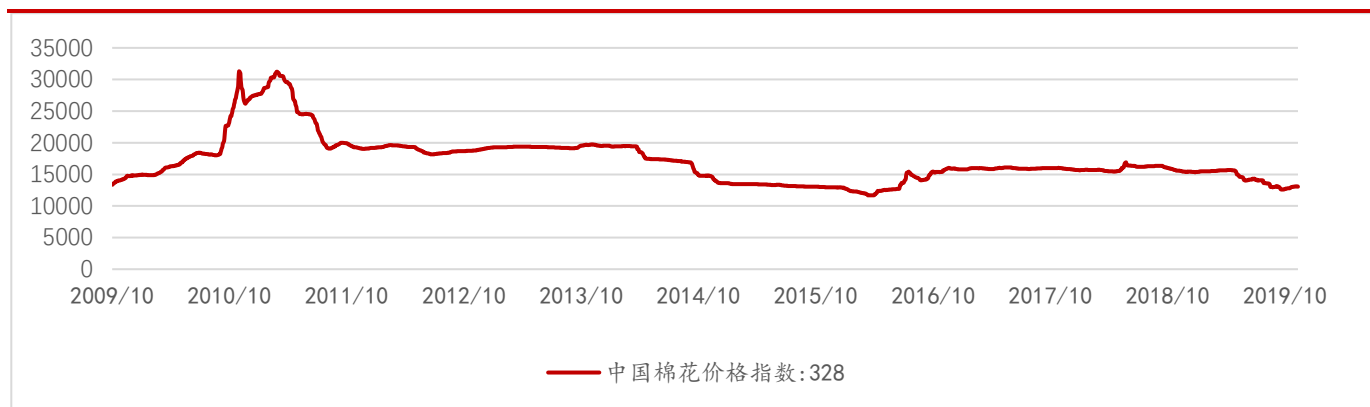


资料来源：wind, 华西证券研究所

3.3.国内棉价震荡，内外棉价差持续扩大

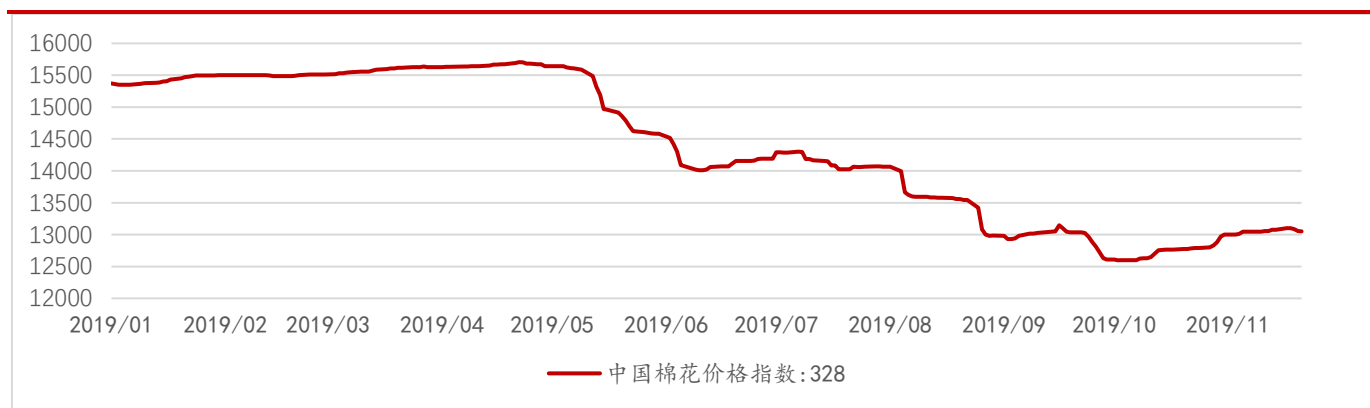
受市场担心中美第一阶段协议无法在今年内达成影响，截至11月22日，中国棉花328指数价格为13,050元/吨，较上周末的价格13,077元/吨下降27元/吨。内外棉价差持续扩大，截至11月21日，Cotlook A指数收盘价为73.4美分/磅，较上周末下降1.50美分/磅；内外棉价差（固定汇率下，中国棉花价格指数与进口棉价格指数FC INDEX M之差）为1,589元/吨，较上周末扩大253元/吨。

图 11 中国棉花价格指数（元/吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 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 13 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 14 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. lululemon: 第二财季收入高速增长, 中国市场增速高达 68%

据中国服装圈信息, lululemon 瑜伽服饰用品品牌自 2018 年来迅猛增长, 虽然与耐克、阿迪尚有差距, 但已经成为运动鞋服领域里的第三名。市值已经反超专业运动品牌 Under Armour (安德玛), 高达 271 亿美元。

2019 年第二财季, Lululemon 北美市场收入增速达 21%, 远超耐克和阿迪达斯。在国际市场上 lululemon 的增长也一样强劲, 欧洲市场获得了 35% 的高增长, 亚太地区也高达 33%, 主要得益于中国市场 68% 的强劲推动, lululemon 下一步将会在中国进一步扩张。

Lululemon 发起了著名的“运动大使”计划, 大使分为“精英大使”、“门店大使”和“瑜伽大使”三类, 每位大使的信息均可在官网中公开查询, 包括个人首页、家乡、特长、爱好等, 给予每位大使充分的资源和曝光率。截止 2018 年末, lululemon 在全球拥有 1400 多名门店大使, 他们带动了一个热爱运动、追求健康生活的高质量粉丝群体。

另一方面，由于 lululemon 时尚的产品设计，同时受到了美国许多影视明星的追捧，众多女明星被街拍时穿着 lululemon 的产品。在 lululemon 近年来考虑大力发展中国市场的时候，头部电视剧《欢乐颂》中主角安迪在剧中穿着 lululemon，引起了很多中国女性消费者的关注。

Lululemon 也在尝试进入新的市场，包括个人护理类产品和鞋类。2018 年 10 月 lululemon 在一些店面尝试销售免水洗洗发露、除臭剂、爽肤水、润唇膏等。

4.2. 蒂芙尼集团：LVMH 上涨对蒂芙尼报价至 160 亿美元

据无时尚中文网信息，LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE (CM.PA) 路威酩轩对美国标志性珠宝商 Tiffany & Co. (NYSE:TIF) 蒂芙尼集团势在必得。周三盘后，路透社援引消息人士称，该全球最大奢侈品集团将对蒂芙尼的报价上调约 8% 至 160 亿美元，约合每股 130 美元（蒂芙尼周三收盘价为 123.33 美元）。

2018 财年，路威酩轩收入 468.26 亿欧元，其中腕表珠宝部门仅占 9%，为最小的部门，在时尚相关业务中，12% 的增长也属最低，相比较而言，时装皮具部门占比高达 39%。蒂芙尼集团 2018 年全年收入 44.421 亿美元，较 2017 财年 41.698 亿美元增幅 6.5%，主要因亚太市场 13% 的双位数增长贡献。

过去五年，蒂芙尼遭遇丹麦珠宝零售商 Pandora A/S (PNDORA.CO) 潘多拉和 Signet Jewelers Ltd. (NYSE:SIG) 的严重冲击，且该品牌的价值观已经与时代部分脱节，近况挣扎。在这样的契机下，蒂芙尼投身路威酩轩不失是一个选择，可以通过后者庞大的资源、人才来进一步发展，而路威酩轩则进一步壮大珠宝部门，让集团所有领域可以在行业排列前三甲。

4.3. 塔吉特百货：三财季同店销售录得 4.5% 增幅

据无时尚中文网信息，11 月 20 日，Target Corp. (NYSE:TGT) 塔吉特百货公布三财季业绩。在截止 11 月 2 日三财季，塔吉特实现收入 186 亿美元，同比增长 4.7%；同店销售录得 4.5% 的增幅；持续经营业务季度盈利大涨 14.6%，由 6.16 亿美元增至 7.06 亿美元，每股收益由 1.16 美元增至 1.37 美元，经调整后由 1.09 美元增至 1.36 美元，大涨 24.9%。

首席执行官 Brian Cornell 表示，三季度塔吉特团队杰出地完成服务客户和执行战略的工作，强劲的季度表现进一步证明战略持续性。他在财报后分析师电话会上进一步指出，10 月初推出的超级忠诚客户计划 Target Circle 已经收获 3,500 万会员。

Target Circle 的推出除了针对集团会员计划升级，亦同样被认为是传统零售商与 Amazon.com Inc. (NASDAQ:AMZN) 亚马逊的竞争白热化。Target Circle 除为其会员提供 35 美元免邮服务外，还包括 1% 返现以及生日购物 5% 返现的折扣。

三财季，受益服装销售增长，塔吉特收入录得 4.7% 的增幅至 186.65 亿美元，其中产品销售增幅 4.7% 至 184.14 亿美元；营业利润增幅 22.3% 至 10.02 亿美元，上年同期为 8.19 亿美元，营业利润率大涨 80 个基点至 5.4%，主要受毛利率大幅提升 120 个基点至 29.8% 刺激。财季内，集团回报股东 6.31 亿美元，其中包括 3.37 亿美元股息和 2.94 亿美元股票回购，让 2016 年推出的 50 亿美元回购计划仅剩 3 亿美元余额，但公司在 9 月推出新一轮 50 亿美元回购计划。

截至本周三收盘，Target Corp. (NYSE:TGT) 塔吉特百货股价暴涨 14.06% 报收 126.43 美元，将今年迄今的涨幅进一步扩大至 97.39%，为表现最好的大型零售股，公司总市值达 646 亿美元。

4.4. Urban Outfitters: 打折促销致三财季净利润同比下降 28.2%

据无时尚中文网信息，在截至 10 月 31 日的三财季，美国时尚服饰和家居用品零售商 Urban Outfitters Inc. 净利同比下滑 28.2% 至 5,565.2 万美元，EPS 从去年同期的 0.70 美元跌至 0.56 美元。期内毛利率因 Urban Outfitters 品牌女装滞销导致折扣率升高、批发业务利润率下降、以及物流运输开支增加而大跌 217 个基点至 32.5%。

Urban Outfitters 品牌的可比销售持平于去年同期，比下跌 5% 的二财季明显好转，主要得益于欧洲 3% 的销售增长抵销了北美 1% 的跌幅。首席执行官 Richard Hayne 在分析师电话会议上指出，尽管女装款式比一、二财季有所改善，仍不足以与消费者产生共鸣，实体和数字销售都不达标，首席创意官 Margaret Hayne 表示她们已经完成设计改革，预计明年春季能看到销售反弹。

Anthropologie Group 和 Free People 则分别取得 4% 和 9% 的增长，推动集团整体可比销售按年上涨 3%。Richard Hayne 透露假日季至今销售正面，但预计百货公司会拖累批发销售差过往年，他相信该业务明年才可恢复增长。

Urban Outfitters Inc. 三财季净销售同比增加 1.4% 至 9.875 亿美元。零售收入增 2.1% 至 8.971 亿美元，批发业务则下跌 6.7% 至 8,830.7 万美元，三财季初正式推出的服装租赁服务 Nuuly 实现销售 203.2 万美元。

至于中国市场，该集团已经在天猫平台增设 Urban Outfitters 品牌旗舰店。Richard Hayne 透露由于政策手续繁复当地扩张进度滞后，双十一销售只能维持去年同期的水平，至于 Free People 品牌落地和 Urban Outfitters 开设实体门店的计划要推迟到明后两年。

4.5. 雅诗兰黛: 拟 11 亿美元收购韩妆 Dr.jart+ 母公司 Have & Be Co. Ltd. 的 2/3 股权

据无时尚中文网信息，美国最大美容集团 The Estée Lauder Cos Inc. (NYSE:EL) 雅诗兰黛宣布斥资 11 亿美元收购韩国护肤品牌 Dr. Jart+ 蒂佳婷母公司 Have & Be Co. Ltd. 的 2/3 股权，从而形成全面控股。该交易意味着 Dr. Jart+ 蒂佳婷将成为 Estée Lauder Cos 雅诗兰黛集团旗下第一个亚洲品牌，亦给予 Have & Be Co. Ltd. 17 亿美元的估值。

Estée Lauder Cos 雅诗兰黛集团预计 Dr. Jart+ 蒂佳婷今年收入将超过 5 亿美元，很有可能一举跻身品牌组合中的前十。在上周的年度股东大会上管理层披露 Estée Lauder 雅诗兰黛、Clinique 倩碧、Tom Ford 汤姆福特、Jo Malone 祖马龙、Bobbi Brown 波比布朗等十大品牌的年销售起码在 5 亿美元以上。

除 Dr. Jart+ 蒂佳婷外，Estée Lauder Cos. Inc. 雅诗兰黛集团还在 2017 年中收购了加拿大护肤品牌 The Ordinary 品牌母公司 Deciem Inc. 28% 的股权。随着 Deciem Inc. 创始人 Brandon Truaxe 今年初因故逝世，这家旨在提供高性价比功能性护肤品的制造商也很有可能被 Estée Lauder Cos Inc. 雅诗兰黛集团收购。

4.6. TJX: 三财季收入同比增长 6%，同店销售同比增长 4%

据无时尚中文网信息，TJX Companies Inc. (NYSE:TJX) 周二盘前公布超预期季度业绩，并上调全年盈利预测，股价再度创下历史新高报 61.99 美元。

尽管沃尔玛连续二十一个财季同店销售增长的成绩全美零售业无敌，但是 TJX 即将实现连续 24 年同店销售增长，以及金融危机以来连续二十一个财季保持客流量增长。

三财季，TJX 销售额达到 105 亿美元，比去年同期增长 6%；同店销售录得 4% 的增幅，集团因此上调全年同店销售增幅由 2-3% 至 3%。报告期内最大业务 Marmaxx 同店销售增长 4%。截止 11 月初的三财季，TJX 税前利润率 10.7%，与上年同期持平，经调整后 11.0% 同比下降 30 个基点；毛利率 28.8% 同比下滑 10 个基点；库存 62.748 亿美元，较上年同期 55.434 亿美元增长 13.2%，固定汇率增幅 9%。

在业绩声明中，TJX 还表示，以 2.25 亿美元收购俄罗斯低价服装家居零售商 Familia 四分之一股份，Familia 在俄罗斯运营 275 间门店，2019 年前 9 个月，该公司销售同比增长 24%，同店销售增幅 7%。

4.7. 威富集团：二财季潮牌 VANS 增速放缓，集团仍保持乐观

据 FLASHFASHION 信息，周五发布的二财季业绩显示，Vans 二财季销售增幅近 14%，较一财季的 20% 明显放缓，更较上年同期的 26% 增幅腰斩，固定汇率增幅 16% 同样远低于一财季的 23% 和上年同期的 27%。

二财季，尽管 The North Face 仍表现韧性，但也出现了放缓的情况，而 Timberland 添柏岚持续疲弱。TNF 二财季录得 8% 的实际增长和 10% 的固定汇率增幅，一财季增幅分别为 9% 和 12%；Timberland 二财季和一财季收入均下滑 1%，固定汇率增幅 1%，一财季固定汇率增幅 2%。

首席执行官 Steven Rendle 表示，Vans 符合预期的强劲，并上调品牌全年增长预期至 13-14%，同时上调 TNF 全年年增长预期至 9-10%，而 Timberland 区域表现差异，美国和亚太地区增长强劲，但被欧洲、中东和非洲地区的疲软所抵消。

首席财务官 Scott Roe 对于本季下滑的 Dickies 品牌表示乐观，称赞其在中国和欧洲市场超过 20% 的强劲增长，而该品牌目前占工装部门 40% 份额。Steven Rendle 则补充称对该品牌拥有信心。

放缓的业绩下，威富集团二财季收入增幅 5.4%，由 32.194 亿美元增至 33.933 亿美元；净利润由 5.071 亿美元或每股受益 1.26 美元增至 6.490 亿美元或每股受益 1.61 美元，经调整后每股受益 1.26 美元。

业绩发布后，VF Corp. (NYSE:VFC) 威富集团早盘一度最大跌逾一成最低报 81.49 美元，全日跌幅有所收窄报 84.15 美元或下跌 7.34%。

4.8. 新秀丽国际有限公司：中国大陆游客减少，三财季销售及盈利能力大幅衰退

据无时尚中文网信息，Samsonite International SA 新秀丽国际有限公司 (1910.HK) 三财季业绩由于受中国大陆游客数量减少，不仅销售增长停滞，盈利能力也继续大幅倒退。

北美作为最大市场三财季销售同比下跌 7.6% 至 3.388 亿美元，批发、零售业务分别受累于美国对华关税政策和游客流量下滑，区内只有 American Tourister 美旅品牌取得增长。

首席执行官 Kyle Gendreau 在分析师电话会议上透露撇除汇率影响后中国香港销售暴跌 39%，南韩也因为中国游客大跌一成以及地缘政治导致消费意欲疲软而录得

14.1%的跌幅，中国内地、印度和日本都有双位数增长，推动第二大市场亚洲收入按年上涨4%至3.331亿美元；欧洲亦有3.7%的涨幅。

Kyle Gendreau 在接受分析师提问时指出，中国香港直接面对消费者（DTC）门店的销售约占集团总收入的2%-2.5%，这部分销售的成本结构较高，对集团 EBITDA 利润率的影响也较大。

而实际上新秀丽三财季净销售同比减少2.5%至9.215亿美元。撇除汇率影响后0.7%的减幅持平于二财季，三大品牌新秀丽、Tumi 和 American Tourister 美旅分别取得1.0%、0.6%和4.3%的增长。

在净销售下滑、美国关税、欧洲原材料成本上升和销售组合变动的多重因素影响下，三财季毛利率大跌170个基点至55.7%。Kyle Gendreau 透露美国业务的中国产品采购比例已经从年初的90%下降至三季度末的67%，超标完成年底前降至70%-75%的目标，他预计明年可进一步滑落到50%。

批发及DTC渠道的销售大致持平于其他同期。DTC 实体同店销售同比下滑3.6%，美国同店销售因中国游客减少而明显低于平均水平；DTC 电子商务销售也微跌0.4%，主要因为美国电子商务平台 eBags 主动减少了利润率偏低的第三方品牌销售，从而导致销售萎缩。截至9月30日，来自DTC 电子商务和第三方网购平台的销售占集团整体收入的15.8%。

4.9. 京东：季度利润暴跌80%，拼多多首次实现GMV超越

据无时尚中文网信息，以周五收盘市值计算，拼多多497.02亿美元的市值再度超于京东的489.45亿美元，自去年底以来，持续施压京东。截止9月底的三财季，受益平台服务收入增长46.0%刺激，京东整体收入增长28.7%至1,348.428亿元，上年同期为1,047.683亿元。期内，平台服务收入由108.780亿元增至159.885亿元，其中平台佣金和广告收入增长28.8%，由77.515亿元增至99.860亿元；物流和其他收入增幅92.0%至60.025亿元，上年同期收入31.264亿元，主要受益于物流业务开始面向个人用户刺激。

商品销售方面，季度收入1,188.543亿元，较2018年三财季938.903亿元增长26.6%，其中3C产品收入757.842亿元，较上年同期621.571亿元增长21.9%；以服装、家居为主的一般商品类别销售增幅35.7%，由317.332亿元增至430.701亿元。

报告期内，京东年活跃用户3.344亿，较2018年9月末的3.052亿增长9.6%，环比较6月底3.213亿增长4.1%，其中截止9月底移动端年活同比增幅36%。三季度，京东净利润暴跌79.6%至6.123亿元，上年同期为30.006亿元，每股ADS收益由2.03元跌至0.41元

三季度，京东净利润暴跌79.6%至6.123亿元，上年同期为30.006亿元，每股ADS收益由2.03元跌至0.41元。该公司解释称，利润下滑主要由于来自公司控股的伦敦时尚电商Farfetch Ltd. (NYSE:FTCH) 的股价下跌，导致权益大幅减少所致。

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 1 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
蒂芙尼	2018 年全年	6.5%	-	13%
塔吉特百货	截止 11 月三财季	4.7%	22.3%	-
lululemon	截止 2019 年第二财季	22%	31%	33%/68% (亚太/中国)
雅诗兰黛	2020 年第一财季	11%	19%	-
韩妆 Dr. Jart+	2020 年一财季	4.0%	-35%	-
Urban Outfitters	截止 10 月的三财季	1.4%	-28.2%	-
TJX	截止第三财季	6.0%	11%	-
威富集团	2019 年第二财季	5.4%	28%	-
新秀丽国际	2019 年第三财季	-2.5%	-27.7%	-
拼多多	2019 年第三财季	123%	-113%	-
京东	截止 9 月底三财季	28.7%	-79.6%	-
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%	-
Zalando SE	截止 9 月底第三财季	26.7%	-	-

Safilo Group SpA	截止 2019 年第三财季	2.3%	-	3.9%
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 2 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	6.28	75.20	0.72	0.80	7.84	7.05
	2331. HK	李宁	增持	25.60	592.73	0.57	0.72	40.35	31.95
	2020. HK	安踏体育	增持	74.80	2020.96	2.07	2.61	32.47	25.75
A 股	002127	南极电商	增持	10.22	250.89	0.50	0.66	20.44	15.48
	603808	歌力思	增持	13.04	43.36	1.21	1.39	10.78	9.38
	002832	比音勒芬	增持	24.43	75.31	1.33	1.73	18.37	14.12
	300577	开润股份	增持	31.01	67.45	1.08	1.42	28.71	21.84
	002327	富安娜	增持	6.52	57.01	0.55	0.60	11.85	10.87
	002563	森马服饰	增持	9.74	262.84	0.69	0.77	14.12	12.64
	600398	海澜之家	增持	7.75	342.55	0.81	0.87	9.56	8.91

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=0.8986 人民币；收盘价和市值均采用 2019 年 11 月 22 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。