

2021 年 04 月 06 日

关注一季报有望高增长的标的

纺织服装行业周报

本周观点

新疆棉事件进一步发酵，百隆东方相对受益、继续推荐。新疆棉、美国禁运实体名单等事件早于 2020 年下半年已有发生，今年欧洲进一步加码，申洲国际、百隆东方相对受益，从解决措施来说，能同样达到新疆棉品质的只有美棉、但使用美棉预计成本增加 10%、面临订单流失或盈利能力进一步受损的两难局面；此次事件若进一步升级，则可能对行业竞争格局产生深远影响。

本周，太平鸟发布 2020 年报，公司收入超预期（主要由于 Q4 公司变更会计政策、由“加盟商发货-加盟商预计退货”变更为“加盟商发货”、预计退货计入其他流动资产，影响 3.43 亿元），净利符合预期。展望 21 年来看，我们认为：（1）男装、童装有望延续 20Q4 以来的改善趋势加速增长；（2）公司规划 21 年新开 1000 家店，我们估计加盟店新开在 500-600 家；我们判断，线上和加盟渠道有望维持 30% 以上快速增长，直营渠道有望维持 20% 以上增长、单店进一步改善；（3）资产减值损失降低、节税等仍有空间，公司扣非净利率有进一步改善空间。考虑到直营单店改善以及加盟开店超预期，将 21/22 年 EPS 上调 5%/3% 至 2.06/2.67 元、对应 21/22 年 PE 为 20/16X，新增 23 年 EPS 为 3.19 元、对应 23 年 PE 为 13 倍，维持“买入”评级，将目标价上调 5% 至 51.5 元（对应 21 年 25X）。

目前时点我们推荐关注 3 条主线：（1）首选弹性大的纱线端（订单周期短+棉花库存周期长）+景气度高的针织产业链（疫情受益），推荐百隆东方，其他受益标的包括天虹纺织、申洲国际；（2）疫情后出行需求复苏，推荐 3 月迎来数据拐点的开润股份；（3）一季报有望表现较好的：百隆东方、太平鸟、比音勒芬（已发布）。

► 行情回顾：跑输上证综指 1.47PCT

本周，上证综指上涨 1.93%，创业板指上涨 2.55%，SW 纺织服装板块上涨 0.46%，跑输上证综指 1.47PCT、跑输创业板 2.09PCT。其中，SW 纺织制造涨幅 0.42%、SW 服装家纺上涨 0.48%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 18.58。本周，休闲表现最好，涨幅为 7.80%，男装表现最差，跌幅为 4.13%。

► 行业数据追踪

截至 4 月 2 日，中国棉花 328 指数 15248 元/吨，本周涨幅为 0.66%；中国进口棉价格指数（1%关税）为 13824 元/吨，本周跌幅 0.35%。截至 4 月 1 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 14022 元/吨，本周下降 0.398%。整体来看，本周内外棉价差为 1424 元/吨、本周内外差价扩 148 元/吨。

► 行业新闻

中孟缅土九国服装制造商：联合抗议零售商霸王条款；Lululemon：健康、技术和社区——成功法宝；SMCP：全年盈利倒退 37% 寄望中国市场引领复苏。

► 风险提示

疫情二次爆发；原材料波动风险；系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010 5977-5330

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

联系电话：010 5977-5330

正文目录

1. 本周观点	3
2. 行情回顾：跑输上证综指 1.47PCT	3
3. 行业数据跟踪：本周中国棉花价格指数上涨 0.66%	5
4. 行业新闻	6
4.1 H&M：发声明坚定对中国市场发展长期承诺	6
4.2 法国珠宝品牌 Agatha：被新东家收购	7
4.3 中孟缅土九国服装制造商：联合抗议零售商霸王条款	7
4.4 Lululemon：成功法宝为健康、技术和社区	8
4.5 SMCP：全年盈利倒退 37%，寄望中国市场引领复苏	9
5. 风险提示	9

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（%）	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	4
图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况	5
图 8 2020 年至今内外棉价差走势图（1%关税核算）	5
图 9 2019 年初至今 CotlookA 国际棉花指数（元/吨）	6
表 1 各公司收入增速跟踪	10
表 2 重点跟踪公司	11

1. 本周观点

新疆棉事件进一步发酵，百隆东方相对受益、继续推荐。新疆棉、美国禁运实体名单等事件早于 2020 年下半年已有发生，今年欧洲进一步加码，申洲国际、百隆东方相对受益，从解决措施来说，能同样达到新疆棉品质的只有美棉、但使用美棉预计成本增加 10%、面临订单流失或盈利能力进一步受损的两难局面；此次事件若进一步升级，则可能对行业竞争格局产生深远影响。

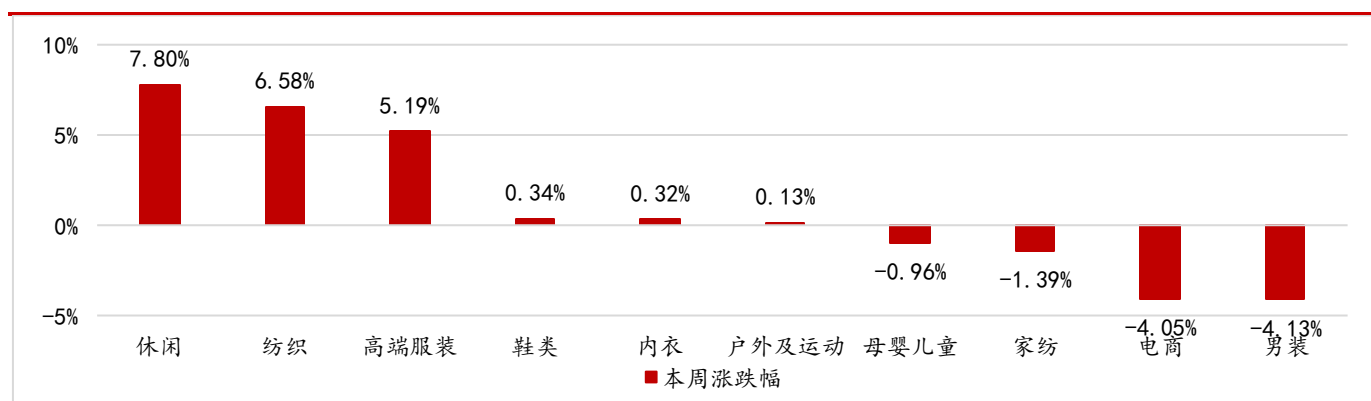
本周，太平鸟发布 2020 年报，公司收入超预期（主要由于 Q4 公司变更会计政策、由“加盟商发货-加盟商预计退货”变更为“加盟商发货”、预计退货计入其他流动资产，影响 3.43 亿元），净利符合预期。展望 21 年来看，我们认为：（1）男装、童装有望延续 20Q4 以来的改善趋势加速增长；（2）公司规划 21 年新开 1000 家店，我们估计加盟店新开在 500-600 家；我们判断，线上和加盟渠道有望维持 30% 以上快速增长，直营渠道有望维持 20% 以上增长、单店进一步改善；（3）资产减值损失降低、节税等仍有空间，公司扣非净利率有进一步改善空间。考虑到直营单店改善以及加盟开店超预期，将 21/22 年 EPS 上调 5%/3% 至 2.06/2.67 元、对应 21/22 年 PE 为 20/16X，新增 23 年 EPS 为 3.19 元、对应 23 年 PE 为 13 倍，维持“买入”评级，将目标价上调 5% 至 51.5 元（对应 21 年 25X）。

目前时点我们推荐关注 3 条主线：（1）首选弹性大的纱线端（订单周期短+棉花库存周期长）+景气度高的针织产业链（疫情受益），推荐百隆东方，其他受益标的包括天虹纺织、申洲国际；（2）疫情后出行需求复苏，推荐 3 月迎来数据拐点的开润股份；（3）一季报有望表现较好的：百隆东方、太平鸟、比音勒芬（已发布）。

2. 行情回顾：跑输上证综指 1.47PCT

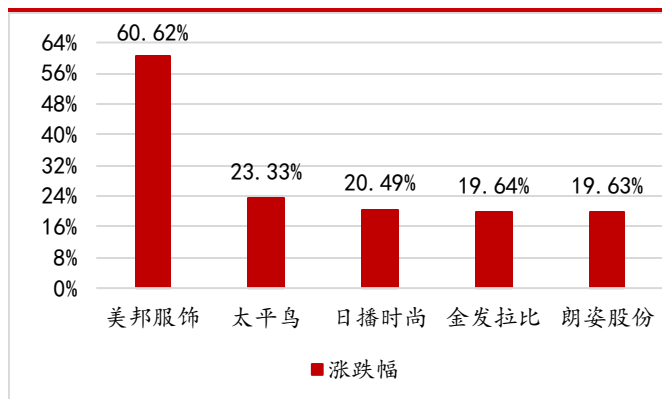
本周，上证综指上涨 1.93%，创业板指上涨 2.55%，SW 纺织服装板块上涨 0.46%，跑输上证综指 1.47PCT、跑输创业板 2.09PCT。其中，SW 纺织制造涨幅 0.42%、SW 服装家纺上涨 0.48%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 18.58。本周，休闲表现最好，涨幅为 7.80%，男装表现最差，跌幅为 4.13%。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅（%）



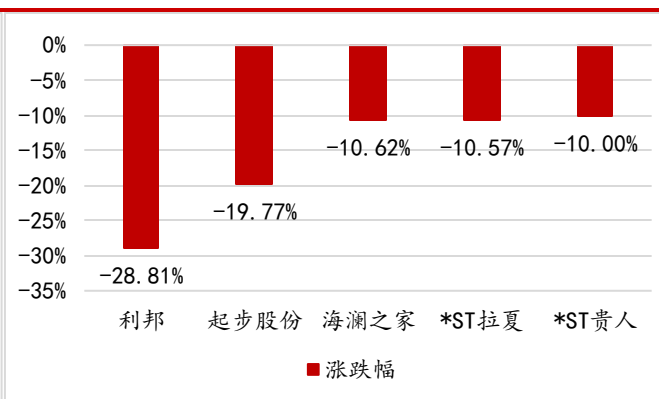
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 本周纺织服装行业涨幅前 5 个股 (%)



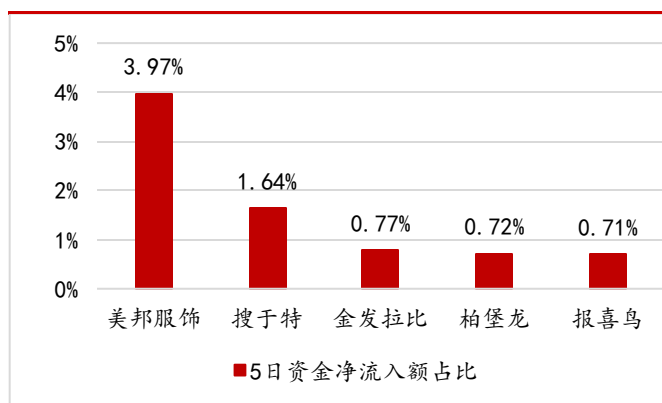
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 本周纺织服装行业跌幅前 5 个股 (%)



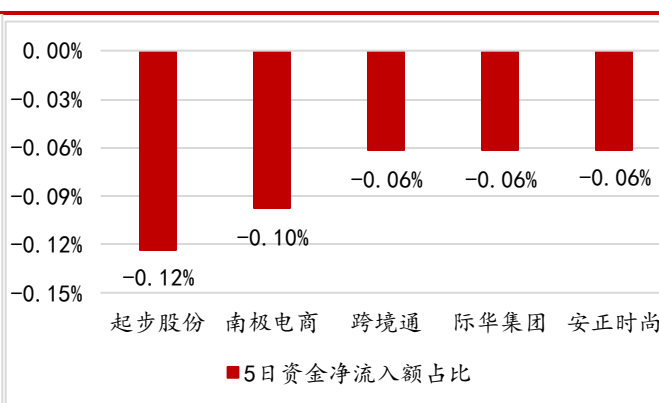
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



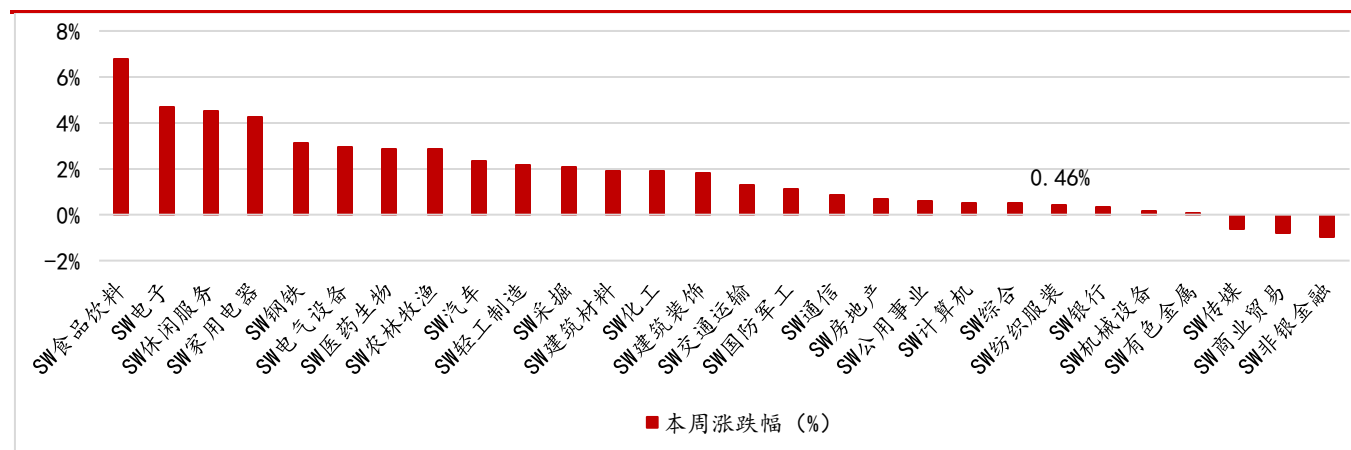
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)



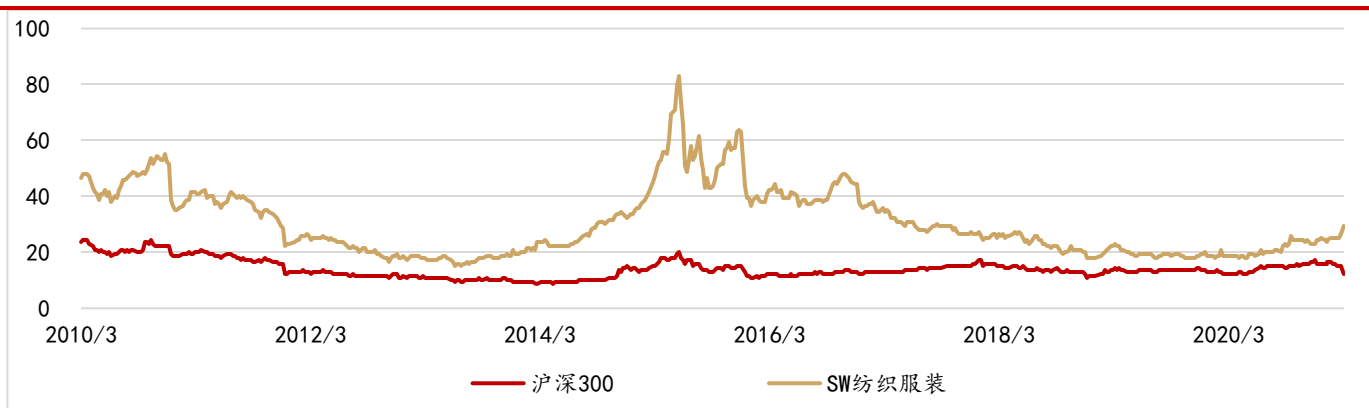
资料来源: wind, 华西证券研究所

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 300PE 估值情况

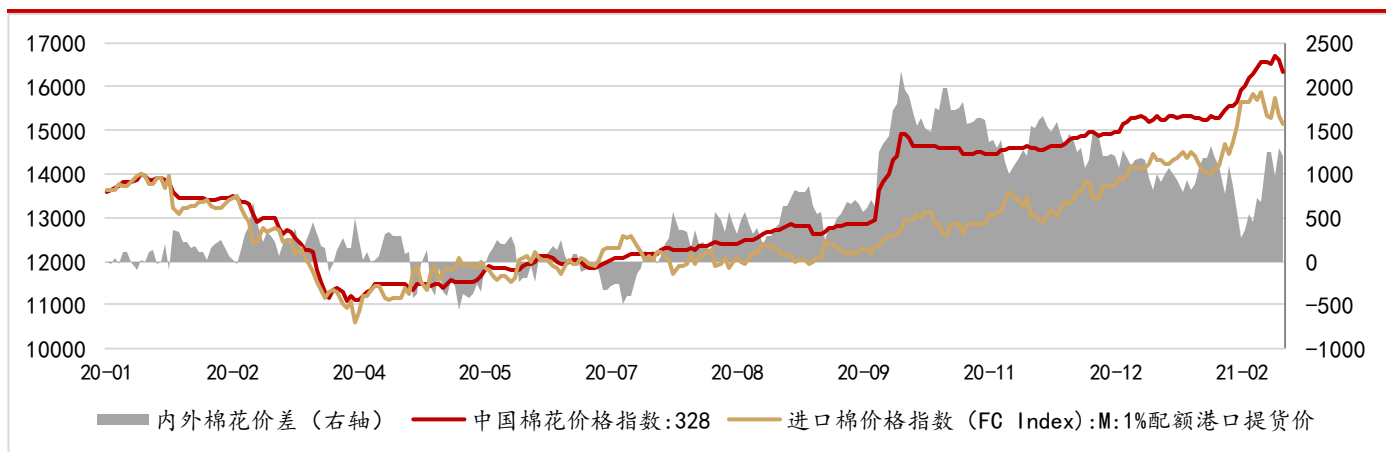


资料来源：wind，华西证券研究所

3. 行业数据跟踪：本周中国棉花价格指数上涨 0.66%

截至 4 月 2 日，中国棉花 328 指数 15248 元/吨，本周上涨 100 元/吨、涨幅为 0.66%。截至 4 月 2 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 13824 元/吨，本周下跌 48 元/吨、跌幅 0.35%。截至 4 月 1 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 14022 元/吨，本周下降 0.398%。整体来看，本周内外棉价差为 1424 元/吨、本周内外差价扩 148 元/吨。

图 8 2020 年至今内外棉价差走势图（1%关税核算）



资料来源：wind，华西证券研究所。注：中国棉花价格指数（328）-进口棉价格指数（1%关税）

图 9 2019 年初至今 CotlookA 国际棉花指数（元/吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

4. 行业新闻

4.1 H&M：发声明坚定对中国市场发展长期承诺

据本无时尚中文网，3 月 31 日，因停止采购新疆棉成为中国官方及消费者抗议和抵制的首个和最重要标靶——瑞典品牌 H&M 母公司 Hennes & Mauritz AB (HMB.ST) 海恩斯莫里斯集团（下称“H&M 集团”）周三盘前发布转亏的首季度业绩，该公司同时发布声明，宣布对中国市场的长期承诺依然坚定。

在最新的声明中，H&M 集团表示正与中国同事共同努力，尽力应对当前挑战，并寻找继续向前的道路。瑞典公司表示中国市场对公司非常重要，对中国市场的长期承诺依然坚定，公司扎根中国市场已经逾三十年，见证中国纺织业的巨大进步，该公司同时表示，中国作为创新和技术的前沿，显然将继续在整个行业的进一步发展中发挥重要的作用。H&M 集团对公司的供应商能够参与到这一进程中感到非常自豪，也希望能继续与公司的合作伙伴和利益相关者一起为推动中国的发展做出贡献。针对新疆棉的采购问题，H&M 集团表示公司希望成为一个负责任的买家，无论是在中国还是在世界其他任何地方，集团现正制定前瞻性战略，并积极致力于原材料采购方面的下一步工作，并希望与所有利益相关者合作，共同寻找解决方案，建立一个更可持续的时尚产业。

抵制浪潮发生之前截至 2 月底的一季度，H&M 集团中国大陆销售固定汇率计算大涨 21%，实际增幅 13%至 23.88 亿瑞典克朗约合 18 亿元，领涨主要市场，首季度 5.9%的市场份额高于去年全年 5.2%，但占比仍然不高，美国市场和德国市场尽管固定汇率分别暴跌 14%和 29%，但收入仍达 54.43 亿瑞典克朗和 45.93 亿瑞典克朗。美国和欧洲的第二波疫情导致的销售下滑令瑞典服饰巨头一季度由盈转亏，录得 13.89 亿瑞典克朗的净亏损，2020 财年同期盈利 25.04 亿瑞典克朗，好于市场预期的 14.8 亿瑞典克朗亏损，经调整后净亏损 11.40 亿瑞典克朗，2020 财年一季度盈利 18.62 亿瑞典克朗。

首席执行官 Helena Helmersson 评论业绩时表示，疫情发生的一年多，所有的同事在挑战环境下的努力给予她深刻印象，尽管因疫情关店给公司带来负面影响，但一旦重启后的销售都非常强劲，而疫情加速了公司的数字化转型，为顾客提供最好的时尚产品，以及质量、价格和可持续性的结合继续是公司关注的重点。Helena

Helmersson 在评论中重点提到中国市场客户的快速增长，该公司目前在 26 个市场的忠诚会员数达 1.20 亿。截至 3 月 28 日的二季度首月，该公司销售额固定汇率计算大幅反弹 55%，截至 3 月 30 日公司仍有约 1,500 间门店暂时关闭，占集团门店总数约三成。

2021 财年一季度 H&M 集团销售按年锐减 27.1% 至 400.60 亿瑞典克朗、约合 47.2 亿美元，按当地汇率计算减幅为 21%，低过市场预期的 30% 跌幅。销售下滑主要因疫情影响一度有超过 1,800 家专卖店暂时关闭。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/Q-okZeEI_5c45Y3Mnik7-g)

4.2 法国珠宝品牌 Agatha: 被新东家收购

据华丽志，4 月 1 日，濒临破产的法国珠宝品牌 Agatha 宣布，已于 3 月初被 THOM Group 和 Renaissance Luxury Group 收购，具体交易条款尚未披露。

Agatha 由珠宝设计师 Michel Quiniou 成立于 1974 年，当时法国珠宝市场呈现廉价珠宝和贵价珠宝两极分化的现象，Michel Quiniou 希望制作出价格亲民、质量优良且设计感十足的珠宝产品，让珠宝配饰成为一件大众化的时尚单品。这样的理念使得 Agatha 在巴黎的首家精品店获得了许多客户的喜爱，人们总能在这里淘到喜欢的珠宝首饰。

自 2017 年以来，Agatha 一直深受财务困扰。2019 年，Agatha 的营业额为 6000 万欧元，整体亏损超 1100 万欧元。2020 年 11 月，Agatha 因无法遭受疫情重创，向法院提交了破产申请，启动司法清算程序。

对于此次收购，Renaissance Luxury Group 总裁 Eric Lefranc 表示：“Agatha 是一个在法国珠宝行业极具标志性的品牌，我们不想看见它就这样消失，在收购过程中，我们与 Agatha 团队进行了多次沟通，我们希望将 Agatha 重新打造成中档珠宝领域的领军品牌。”

Thom Group 和 Renaissance Luxury Group 表示将为“Agatha 品牌复兴计划”投资数百万欧元，但具体金额尚未透露，同时指出将从以下四个方面着手品牌重振：确保品牌的法式 DNA；通过自有分销网络以及合作珠宝商销售网络扩大销售；增加品牌在互联网平台的曝光量；帮助品牌进军国际市场（以亚洲和欧洲市场优先）。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/Kng3mHYIj44SY7Xtqh1Zw>)

4.3 中孟缅土九国服装制造商：联合抗议零售商霸王条款

据本土零售观察，4 月 1 日，新冠疫情令大量服装制造商被品牌商取消订单、延迟付款损失惨重后，全球主要服装制造国的服装协会及相关组织正发起联盟，一起向品牌商施压，希望获得更好的合同。

由在全世界范围内致力可持续发展的国际合作企业——GIZ 德国国际合作机构及 International Apparel Federation 国际服装联合会共同支持的 Star Network 将联合亚洲、中东和北非等九个国家服装制造商将于本月底发起联合倡议，要求服装品牌商和零售商向服装制造商提供更好的生产和制造协议。参与倡议的包括中国、孟加拉国、缅甸、柬埔寨、越南、巴基斯坦、土耳其、摩洛哥和印度尼西亚九个国家，上述国家几乎包揽了全球主要的服装生产。

Star Network 周四发表声明，全球服装制造商已经非常清楚，疫情令行业的脆弱性增加，因此他们必须在制定采购行为标准方面发挥更大的作用。据悉倡议的内容主要包括要求零售商必须在 90 天内向供应商付款；延期付款应该向供应商支付利息和利润损失；在采购订单发出后不得要求额外的折扣。

由于疫情在 2020 年爆发，大量欧美零售商向亚洲采购商发出“逼供”式申请，要求将付款周期由 90 天延长至 120 天甚至更长，并要求供应商提供额外订单，而取消已有订单并不进行任何补偿的零售商亦不在少数。除此之外，制造商联盟希望明确定义“不可抗力”，以杜绝零售商滥用该规则随意取消订单。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/EKIVn37Fj-ybvossyOpjf1w>)

4.4 Lululemon: 成功法宝为健康、技术和社区

据无时尚中文网，3 月 31 日，Lululemon 实体门店的复苏进度堪忧，加之该北美高端瑜伽服制造商警告部分地区疫情进一步恶化有可能再次冲击其零售业务和供应链，其股价在周二盘后一度下跌 1.9%。

股价在 2020 年上升 51% 的 Lululemon 今年迄今下跌接近 9%，Nike Inc. (NYSE: NKE) 和 Adidas AG (ADSGn.DE) 亦分别录得 6% 和 10.8% 的跌幅。Lululemon Athletica Inc. 的实体同店销售在截至 1 月 31 日的四季度同比锐减 29%，较第三季度的 18% 进一步扩大；而得益于数字销售几乎翻了一倍，整体收入按年增长 23.8% 至 17.296 亿美元，好过市场期望的 16.6 亿美元；撇除汇率影响后北美和国际市场分别有 21% 和 47% 的增长。数字销售对整体收入的贡献从前一年同期的 1/3 提高到超过 50%。

首席执行官 Calvin McDonald 提出 2020 财年四季度数字收入增长较 2019 财年同期的 41% 大幅提速至 92%，2020 财年全年更是增长超过一倍。为配合数字业务增长公司此前收购的智能健身设备初创公司 MIRROR 在四季度录得 1.7 亿美元的收入。Lululemon Athletica Inc. 称 MIRROR 当前财年的战略包括将当前的一 1.7 亿美元的收入。Lululemon Athletica Inc. 称 MIRROR 当前财年的战略包括将当前的一个工作室增加至三个，在十五名健身教练的基础上新增七名，更重要的是与 Lululemon 品牌形成联动，新增的教练都是 Lululemon 品牌大使。

与此同时，公司表示会利用 Lululemon 品牌的门店网络将 MIRROR 的北美店中店数量扩大至 200 间，预计 2021 财年 MIRROR 可以为公司贡献 250-2.75 亿美元收入，按年增长 50-65%。流量和转化率的健康增长组合推动数字业务在 COVID-19 全球健康危机中的快速壮大，他们已提前三年实现数字收入较 2018 年增长一倍的目标。接下来针对该渠道的投资将聚焦提高顾客体验，包括将当日送达服务推广至九个新市场。集团去年录得增长的三大要素分别是消费者健康生活方式以及技术进步刺激运动服需求增长，最后人类天然的社区性是公司持续运营瑜伽社群的驱动力。他表示 Lululemon Athletica Inc. 三大根本驱动力在 2020 年并未发生任何改变，只是疫情加强了公司品牌在消费者生活中的重要性。

截至 1 月底 Lululemon Athletica Inc. 在全球市场设有 521 家直营门店，年内净增 30 店。目前开店率已经从四季度均值 88% 回升至 96%。该集团计划今年加快实体扩张，全年会开设 40-50 家新店，而中国市场的开店数量更将超越以往任何一年，Calvin McDonald 透露——二线城市将新增 15-20 家门店，他又表示对内地的销售和盈利表现“非常高兴”，并相信内地健康和健身市场的增长将在未来继续为集团带来大把机会。

Lululemon Athletica Inc. 表示希望在 2023 财年实现国际业务较 2018 财年翻番的目标，公司去年国际收入录得 31% 的增幅，而北美市场以外的品牌普及率目前只有 13%，还处于起步阶段潜力无限。目前开店率已经从四季度均值 88% 回升至 96%。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/YmYWHGI3DxPv6qB5a6l9eg>)

4.5 SMCP: 全年盈利倒退 37%，寄望中国市场引领复苏

据无时尚中文网，3 月 29 日，拥有 Sandro、Maje 等品牌的法国轻奢服饰零售商 SMCP SA (SMCP.PA) 预计中国和亚洲市场将引领全年业绩逐渐改善，但其他地区在上半年仍将遭受新冠疫情的挑战，相信随着疫苗接种的推进生意可从夏天开始复苏。

该集团透露目前全球范围内仍有 1/3 的直营门店未能恢复营业。欧洲和部分新兴市场最近一个月爆发第三波疫情，德国和意大利等重要市场重新封城或延长封锁令，零售行业复苏的希望进一步推迟至 4 月中下旬。而第二波疫情已经让 SMCP SA 在法国本土和欧洲市场的销售在假日季再次恶化，去年 11 月多达 50% 的门店被迫停业。

COVID-19 全球危机导致 SMCP SA 的 2020 财年经调整 EBITDA 同比大跌 37.3% 至 1.796 亿欧元，但跌幅远低于市场预期的 55%。该集团亦录得 3,960 万欧元的经调整净亏损，而 2019 年有经调整净利润 5,940 万欧元。管理层强调盈利已经在下半年大幅改善，而且他们通过成本削减措施节省了超过 1 亿欧元。加之对库存的强效管理和资本开支的严格控制，下半年该集团产生自由现金流 6,470 万欧元，截至 2020 年底的自由现金流从 19 年底的 20 万欧元攀升至 800 万欧元。

SMCP SA 上月已率先披露净销售在 2020 年跌破 10 亿欧元，较 2019 年的 11.319 亿欧元下跌 22.9% 至 8.73 亿欧元，有机销售跌幅为 23.9%，可比销售更大跌 28.6%。主要市场中只有中国内地实现增长，下半年增速更高达 24.2%，而上、下半年中和后增幅为 3.4%。Daniel Lalonde 在财报电话会议上透露，2021 年头两个半月只有中国的销售能回升至 2019 年同期水平。他表示集团在继续活跃于天猫活动的同时，将增加与哔哩哔哩、小红书等新社交媒体以及明星网红的合作，以捕捉这个“令人兴奋”且发展迅速的市场的机会。

过去六年中国的持续双位数增长带动亚太地区在 2020 年以 26.5% 的收入比重几乎赶超欧洲（不含法国）的 27.2%。去年欧洲的有机销售销售暴跌三成，而亚太地区仅下跌 9.5%，因此收入比重显著扩大了接近四个百分点。SMCP SA 此前提出要通过向中国二线城市的下沉扩张把亚太地区对整体收入的贡献在五年内提高到 50% 以上。对于 Gap Inc. (NYSE: GPS) 盖璞集团、Inditex SA (ITX.MC) 印地纺集团的 Bershka、Pull&Bear、以及 Forever 21 等多个国际品牌败走中国市场，Daniel Lalonde 表示以法式潮流深受中国顾客喜爱的 SMCP SA 在当地“一路绿灯”、“全速前进”。

去年 SMCP SAS 的门店净增数量从近年均值 80 店减少到 12 店，截至年底该集团设有 1,334 家直营门店，当中接近 1,000 家店分布在法国本土和欧洲市场，亚太地区有 231 店。SMCP SA (SMCP.PA) 周三急升 3.4% 至 5.94 欧元，把 2021 年迄今升幅扩大至 19.5%。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/MpTkCixbQTYCSrwaUqM4Fg>)

5. 风险提示

疫情二次爆发；原材料波动风险；系统性风险。

表 1 各公司收入增速跟踪

品类	公司	分地区	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
运动	耐克 (20Q1 代表截至 2020 年 8 月 31 日的季度)	全球	7.16%	8.61%	7.46%	-4.38%	-0.62%	8.89%			
		中国	33%	24%	-13%	-15%	3%				
	Lululemon (20Q2 代表截至 8 月 2 日的季度)	全球	20.41%	21.30%	21.73%	21.01%	-16.66%	-6.65%	21.97%		
		亚太/中国		33%/68%							
	Adidas	全球	4%	4%	6%	10%	-19%	-35%	-6.96%	-16.06%	
		大中华区	16%	14%	11%	18%	-58%	持平	-5%		
	PUMA	全球	16.60%	16.9%	17%	20.60%	-1.30%	-32.30%	13%	9%	
		亚太区					-12%	15.60%	-1.9%	11.8%	
	斯凯奇	全球	2.13%	10.91%	15.10%	23.13%	-2.70%	-42.04%	-3.92%	-0.45%	
		大中华区									
电商	Dick's Sporting Goods (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	0.31%	-1.79%	0.57%	3.72%	-30.6%	20.1%	5.15%		
		大中华区									
	安德玛	全球	1.63%	1.44%	-0.94%	3.69%	-22.79%	-40.62%	-19.73%		
		大中华区									
	拼多多	全球	228.27%	169.10%	122.81%	90.89%	43.91%	67.26%	70.26%		
		大中华区									
	京东	全球	20.93%	22.89%	28.71%	26.59%	20.75%	33.78%	28.38%		
		大中华区									
	RealReal	全球		51.06%	55.00%	32.8%	12.92%	-19.69%	-3.19%		
		大中华区									
	阿里巴巴	全球	42.02%	39.78%	37.67%	22.26%	33.78%	32.00%	30.00%		
		大中华区									
	Zalando SE	全球	13.2%	20.10%	26.70%	20.3%	10.60%	27.43%	21.61%		
		大中华区									
	迅销公司 (21Q1 代表截至 11 月的季度)	全球	4.47%	9.56%	7.29%	9.73%	-3.20%	-6.08%	-39.05%	-0.79%	-0.6%
		大中华区									
	Inditex (20Q2 代表截至 7 月 31 日的季度)	全球	10%	8.14%	12%	8.73%	-78.8%	-60.5%	-13.54%		
		大中华区									
	Levi Strauss & Co. (20Q2 代表截至 8 月 23 日的季度)	全球	6.76%	5.39%	3.80%	-1.46%	5.00%	-27.07%	-26.89%	-11.65%	
		大中华区	17.60%	17.27%	16.39%	16.28%	16.44%	16.64%			
	盖普 (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	-2.04%	-1.96%	-2.23%	1.10%	-43.15%	-18.23%	-19.92%		
		大中华区	7.26%	6.54%	6.44%	6.62%	5.74%	5.48%			
	TJX (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	6.78%	4.83%	6.37%	9.70%	-52.48%	-31.84%	-28.18%		
		大中华区									
	威富集团 (20Q2 代表截至 9 月 26 日的上半年)	全球	6.29%	5.40%	4.87%	-10.82%	-47.51%	-29.55%	-25%		
		大中华区									
	Steven Madden	全球	5.64%	12.44%	8.47%	5.74%	-12.60%	-67.91%	-30.25%		
		大中华区									
	卡骆驰	全球	4.52%	9.42%	19.80%	21.76%	-5.00%	-7.62%	15.66%		
		大中华区									
	Stitch Fix (累计季度)	全球	23.91%	25.13%	29.09%	35.77%	21.46%	21.74%	10.73%	8.51%	
		大中华区									
奢侈品	Fafetch	全球	-14.29%	16.67%	35.71%	36.84%	-11.54%				
		大中华区									
	LVMH	全球				14.68%	-15.00%	-27.00%	-21%	-3%	
		大中华区									
	Ferragamo (20Q2 代表截至 6 月 30 日的季度)	全球	4.3%	4.6%	2.30%	2.26%	-30.10%	-46.6%	-38.5%	-20.4%	
		亚太地区	23.5%	2.4%	-0.5%	1.7%	4.3%	-22.9%	-30.6%		
	蒂芙尼 (20Q2 代表截至 7 月 31 日的季度)	全球	-2.91%	-2.55%	0.22%	2.82%	-44.62%	-28.75%	-24.63%		
		大中华区									
	历峰集团 (20Q2 代表截至 9 月 30 日的季度)	全球	9%	9%	4%	2%	-47%	-26%	+1%		
		亚太地区	10%	5%	2%	-6%	-29%	-6%	21%		
	CK	全球			2.50%	-43.00%	1.00%				
		大中华区									
	Burberry (20Q4 代表截至 12 月 26 日的季度)	全球	0%	-3%	-1%	0%	4%	5%	0%	-4%	
		大中华区									
	加拿大鹅	全球	59.06%	27.66%	13.22%	-9.80%	-63.29%	-50.9%	4.8%	-75%	
		大中华区						30%			
	Capri	全球	11.89%	15.08%	9.25%	-11.31%	-66.49%	-23.02%	-17.12%		
		大中华区									
	Tapestry (20Q4 代表截至 6 月 27 日的季度)	全球	7.16%	0.89%	0.68%	2.02%	-1.69%	0.84%	-19.43%	-52.78%	
		大中华区									
化妆品	Pandora (20Q3 代表截至 9 月 30 日的季度)	全球	-14.8%	-4%	-13%	-6%	-38%	-4%	-13%		
		大中华区	15%	10%	5%		-1.00%	-4%	-16%		
	雅诗兰黛	全球	-12.00%	8.68%	4.56%	16.00%	-22.57%	-30.77%	42.11%	25.93%	-12.00%
		大中华区	-11.43%	0.00%	20.97%	21.33%	-25.27%	-2.94%	18.18%	44.87%	-11.43%

资料来源: wind, 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	
						2020E	2021E	2020E	2021E
H 股	1234.HK	中国利郎	买入	5.05	60	-	0.47	-	9.1
	2331.HK	李宁	增持	51.65	1286	-	0.68	-	63.7
	2020.HK	安踏体育	买入	130.6	3531	-	1.91	-	57.6
A 股	603877	太平鸟	买入	51.48	245	-	2.06	-	24.99
	603558	健盛集团	买入	8.61	36	0.27	0.25	32.81	13.1
	300577	开润股份	买入	25.06	60	-	0.32	-	77.2
	002293	罗莱生活	增持	13.27	110	0.69	0.66	19.71	20.1
	002832	比音勒芬	买入	20.05	107	-	0.89	-	26.4
	002563	森马服饰	买入	9.88	267	0.26	0.30	40.77	17.2
	600398	海澜之家	买入	7.15	309	0.45	0.44	17.78	9.6
	002127	南极电商	买入	9.26	227	0.63	0.54	15.37	18.8
	603808	歌力思	增持	14.37	48	1.33	1.27	10.72	13.4
	002327	富安娜	买入	8.22	68	0.65	0.65	12.80	13.4
	600400	红豆股份	增持	3.26	83	0.07	0.06	48.14	48.7
	002780	三夫户外	增持	16.89	25	-0.07	-0.27	-243.29	-82.6

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=0.8420 人民币；收盘价和市值均采用 2021 年 4 月 2 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，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 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。