

2021年07月04日

中报前瞻：关注中报有望超预期标的

纺织服装行业周报

报告摘要：

本周纺织服装板块涨幅第一，我们强调重点关注服装板块的逻辑包括：(1) 板块估值处于底部，对比其他可选消费板块具备性价比；(2) 板块恢复情况好于其他可选消费板块，按照对比 19 年的恢复情况好于家电、餐饮等；(3) 在缺货、国潮回归背景下终端折扣率改善，利润率改善可能超预期。

本周百隆东方发布业绩预告，2021H 预计实现归母净利润 5.18-5.86 亿元、同比增长 280-330%，21Q2 预计归母净利润 2.95-3.63 亿元、同比增长 354%-459%、较 21Q1 进一步提速增长，业绩超预期。我们分析主要来自 1) 公司提价产生的滞后效应，3 月提价后的贡献主要体现在 21Q2；

(2) 公司高毛利率的色纺纱订单占比进一步提升；(3) 21Q2 产能利用率进一步提升，这也有望进一步印证我们强调的公司周期属性在弱化，份额提升带来议价能力提升和订单结构改善。

我们对板块重点公司进行了中报前瞻分析。目前时点我们重点关注中报有望超预期的品种，重点推荐百隆东方、报喜鸟、太平鸟，其他受益标的包括欣贺股份等。我们分析，报喜鸟存在业绩超预期可能：我们估计 1-5 月主品牌进一步加速、HAZZYS 维持快速增长。太平鸟虽然 Q2 高基数，但今年由于 25 周年庆因疫情延后，带来费用节省。

行情回顾：跑赢上证综指 6.14PCT

本周，上证综指下跌 2.46%，创业板指下跌 0.41%，SW 纺织服装板块上涨 3.69%，跑赢上证综指 6.14PCT、跑赢创业板指 4.1PCT。其中，SW 纺织制造下跌 0.57%、SW 服装家纺上涨 5.92%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 22.92。本周，电商表现最好，涨幅达 11.33%；母婴表现最差，跌幅为 2.36%。从个股看，本周报喜鸟延续上周涨势，上涨 15.53%，我们分析主要由于主品牌快速复苏+HAZZYS 加速增长，中报有望超预期。

行情数据追踪

截至 7 月 2 日，中国棉花 328 指数 16,264 元/吨，本周上涨 177 元/吨、涨幅为 1.1%。中国进口棉价格指数（1%关税）为 15,273 元/吨，本周下跌 104 元/吨、跌幅 0.68%。截至 7 月 1 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 14,865 元/吨，本周下跌 1.97%。整体来看，本周内外棉价差为 991 元/吨、本周内外差价扩大 281 元/吨。

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：

正文目录

1. 本周观点	3
2. 行情回顾：跑赢上证综指 6.14PCT.	4
3. 行业数据追踪：本周中国棉花价格指数上涨 1.52%	6
4. 行业新闻	7
4.1. Soho House 计划 IPO，估值或达 30 亿美元	7
4.2. Capri 集团上调全年业绩预期，预计疫情后欧美奢侈品需求将激增	8
4.3. 法国户外运动品牌 Lafuma (乐飞叶) 和 Millet 将被其瑞士母公司出售	8
4.4. 欧洲珠宝品牌 APM Monaco 向港交所提交上市申请，中国内地贡献一半以上销售额	9
4.5. 瑞士历峰集团收购比利时奢华皮具老牌 Delvaux 所有股权	10
5. 风险提示	11

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 A 股涨幅前 5 个股 (%)	4
图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%)	4
图 4 本周纺织服装行业港股涨幅前 5 个股 (%)	5
图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股 (%)	5
图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)	5
图 7 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)	5
图 8 本周纺织服装行业市场表现排名	5
图 9 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况	6
图 10 2020 年至今内外棉价差走势图 (1%关税核算)	6
图 11 2020 年中至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨)	7
表 1 重点跟踪公司中报前瞻	3
表 2 重点跟踪公司	11
表 3 各公司收入增速跟踪	12

1. 本周观点

本周纺织服装板块涨幅第一，我们强调重点关注服装板块的逻辑包括：(1) 板块估值处于底部，对比其他可选消费板块具备性价比；(2) 板块恢复情况好于其他可选消费板块，按照对比 19 年的恢复情况好于家电、餐饮等；(3) 在缺货、国潮回归背景下终端折扣率改善，利润率改善可能超预期。

本周百隆东方发布业绩预告，2021H 预计实现归母净利润 5.18-5.86 亿元、同比增长 280-330%，21Q2 预计归母净利润 2.95-3.63 亿元、同比增长 354%-459%、较 21Q1 进一步提速增长，业绩超预期。我们分析主要来自 1) 公司提价产生的滞后效应，3 月提价后的贡献主要体现在 21Q2；(2) 公司高毛利率的色纺纱订单占比进一步提升；(3) 21Q2 产能利用率进一步提升，这也有望进一步印证我们强调的公司周期属性在弱化，份额提升带来议价能力提升和订单结构改善。

我们对板块重点公司进行了中报前瞻分析。目前时点我们重点关注中报有望超预期的品种，重点推荐百隆东方、报喜鸟、太平鸟，其他受益标的包括欣贺股份等。我们分析，报喜鸟存在业绩超预期可能：我们估计 1-5 月主品牌进一步加速、HAZZYS 维持快速增长。太平鸟虽然 Q2 高基数，但今年由于 25 周年庆因疫情延后，带来费用节省。

表 1 重点跟踪公司中报前瞻

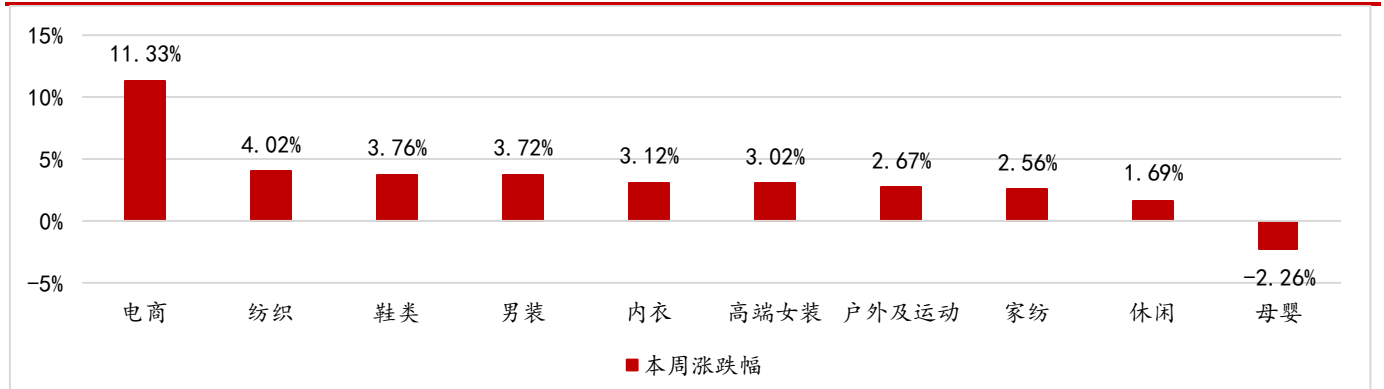
		21Q2 单 季收入%	较 19Q2 收入%	21H1 收 入%	较 19H1 收入%	21Q2 净利 (亿元)	21Q2 单季 净利%	较 19Q2 净利%	21H1 净利 (亿元)	21H1 净 利%	较 19H1 净利%
电商	开润股份	28%	-14%	3%	-19%	0.40	24%	-41%	0.86	33%	-25%
纺织	健盛集团	25%	5%	18%	4%	0.65	20383%	-14%	1.12	104%	-22%
	鲁泰 A	8%	-32%	-8%	-34%	0.84	107%	-61%	1.59	10%	-61%
	华利集团	17%	-	12%	-	5.70	54%	-	11.47	48%	-
	百隆东方	72%	62%	54%	42%	2.95-3.63	354%-459%	-	5.18-5.86	280-330%	-
休闲	森马服饰	20%	-12%	21%	-16%	3.61	8666%	-4%	7.13	3202%	-1%
	太平鸟	26%	58%	55%	306%	1.84	65%	306%	3.88	221%	194%
家纺	罗莱生活	18%	14%	32%	15%	1.17	22%	87%	3.00	79%	45%
	富安娜	18%	19%	20%	20%	1.11	22%	51%	2.04	22%	32%
	水星家纺	25%	27%	35%	24%	0.86	59%	14%	1.65	73%	22%
	梦洁股份	17%	3%	26%	-3%	0.25	62%	-5%	0.59	29%	-29%
女装	歌力思	42%	-11%	36%	-13%	0.97	422%	-4%	1.91	-27%	0%
	欣贺股份	41%	-	37%	17%	0.85	145%	-	1.80	142%	60%
	安正时尚	8%	30%	24%	39%	0.93	660%	2%	1.71	91%	-11%
	地素时尚	20%	32%	37%	22%	2.10	20%	46%	4.06	36%	20%
男装	海澜之家	14%	5%	28%	-4%	8.72	34%	-5%	17.14	103%	-19%
	报喜鸟	21%	33%	36%	31%	1.20	136%	488%	3.01	159%	170%
	九牧王	18%	16%	29%	7%	0.51	-64%	-6%	1.50	-27%	-54%
	中国利郎	-	-	34%	-4%	-	-	-	3.38	26%	-13%
	七匹狼	-16%	-5%	11%	-3%	0.58	-13%	81%	1.07	340%	-14%
运动	安踏体育	-	-	-	-	-	-	-	30.16	82%	21%
	李宁	-	-	60%+	60%	-	-	-	20.04	193%	152%
	比音勒芬	-	-	-	-	0.83-0.99	30-55%	89-126%	2.34-2.5	45-50%	34-44%

资料来源：wind，华西证券研究所。注：比音勒芬、安踏体育、李宁、百隆东方归母净利润已公告，其他为估计数据。

2. 行情回顾：跑赢上证综指 6.14PCT

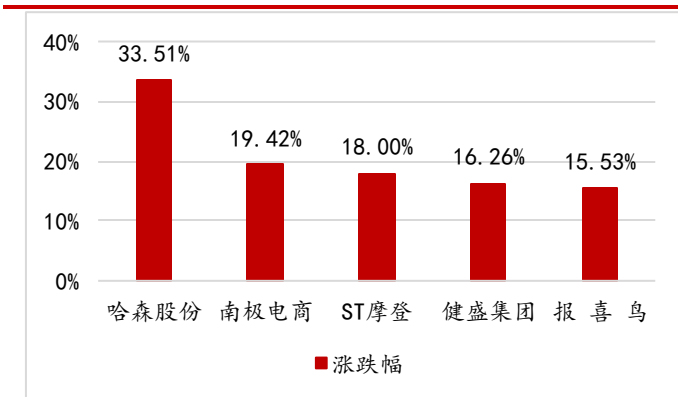
本周，上证综指下跌2.46%，创业板指下跌0.41%，SW纺织服装板块上涨3.69%，跑赢上证综指6.14PCT、跑赢创业板指4.1PCT。其中，SW纺织制造下跌0.57%、SW服装家纺上涨5.92%。目前，SW纺织服装行业PE为22.92。本周，电商表现最好，涨幅达11.33%；母婴表现最差，跌幅为2.36%。从个股看，本周报喜鸟延续上周涨势，上涨15.53%，我们分析主要由于主品牌快速复苏+HAZZYS加速增长，中报有望超预期。

图1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)



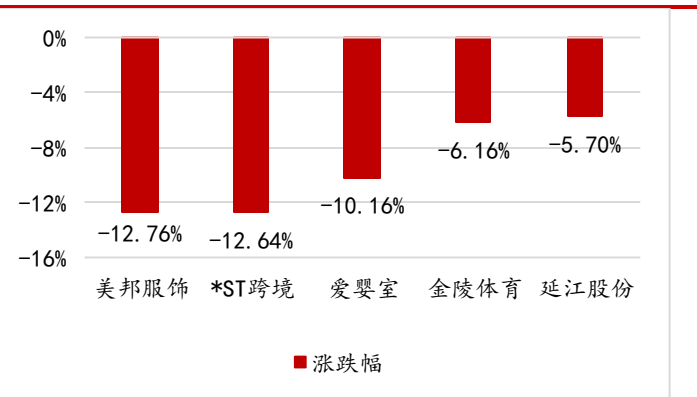
资料来源：wind，华西证券研究所

图2 本周纺织服装行业A股涨幅前5个股 (%)



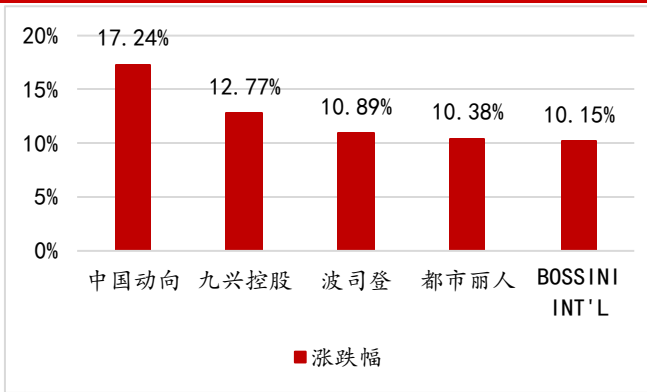
资料来源：wind，华西证券研究所

图3 本周纺织服装行业A股跌幅前5个股 (%)



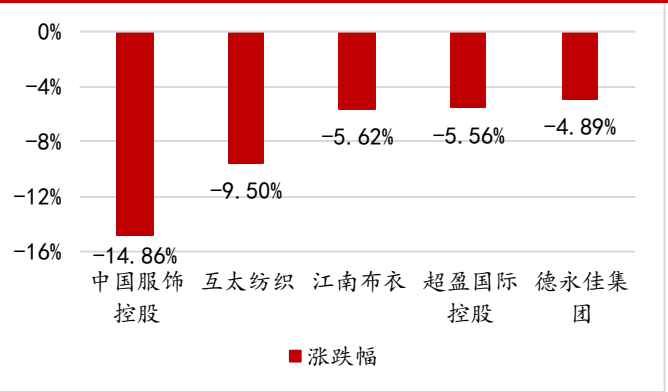
资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 本周纺织服装行业港股涨幅前 5 个股 (%)



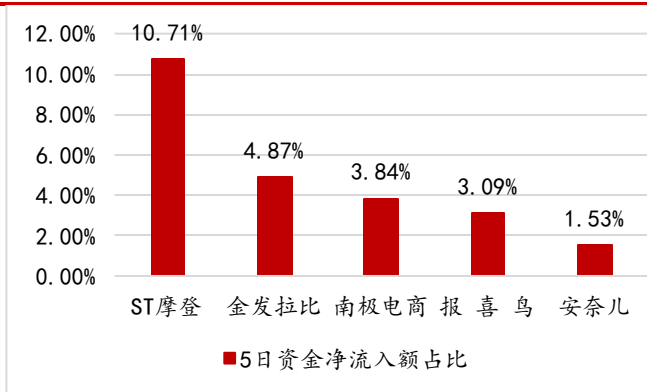
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股 (%)



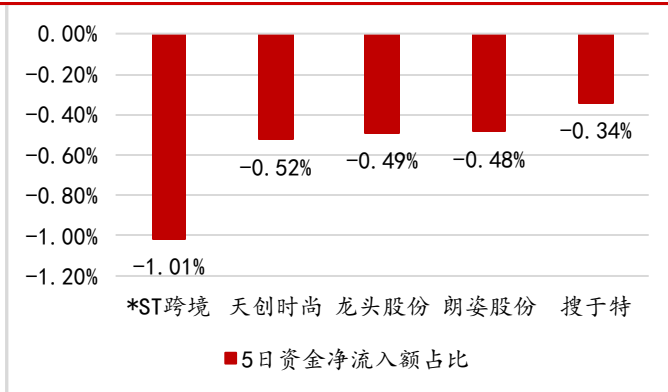
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



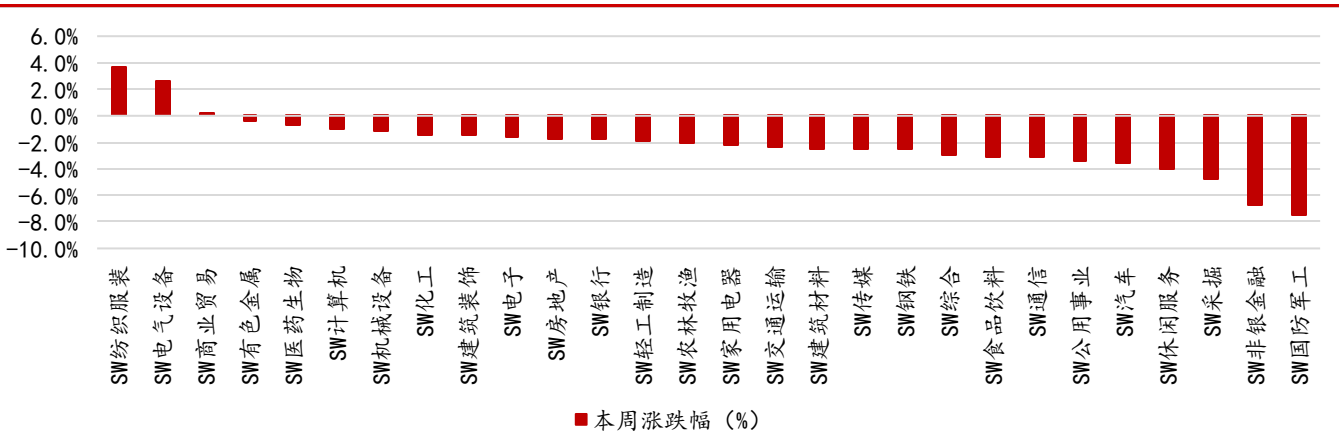
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 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 8 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 9 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况

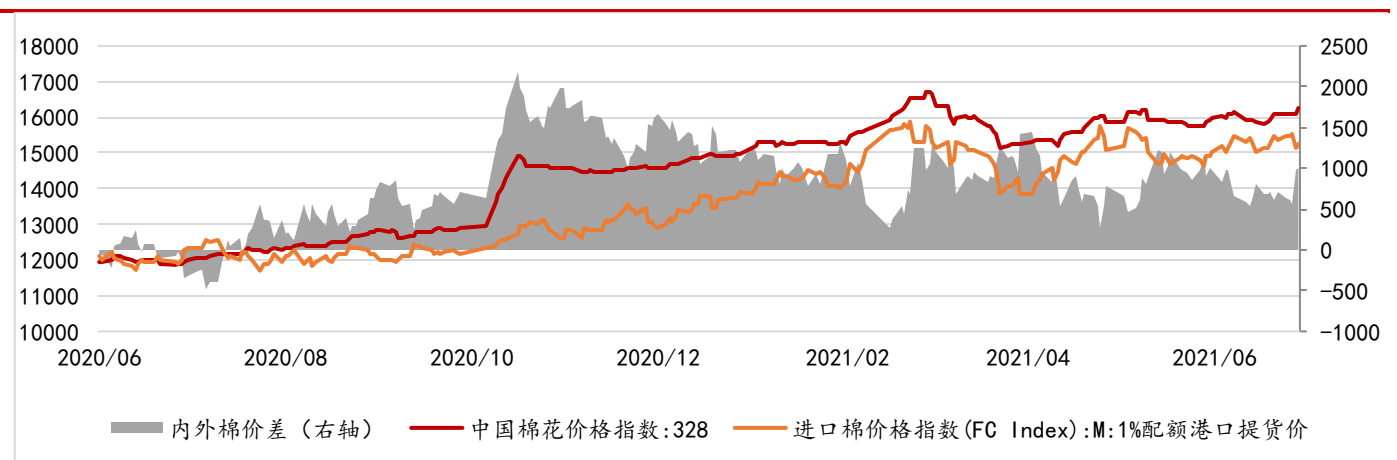


资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 行业数据追踪：本周中国棉花价格指数上涨 1.52%

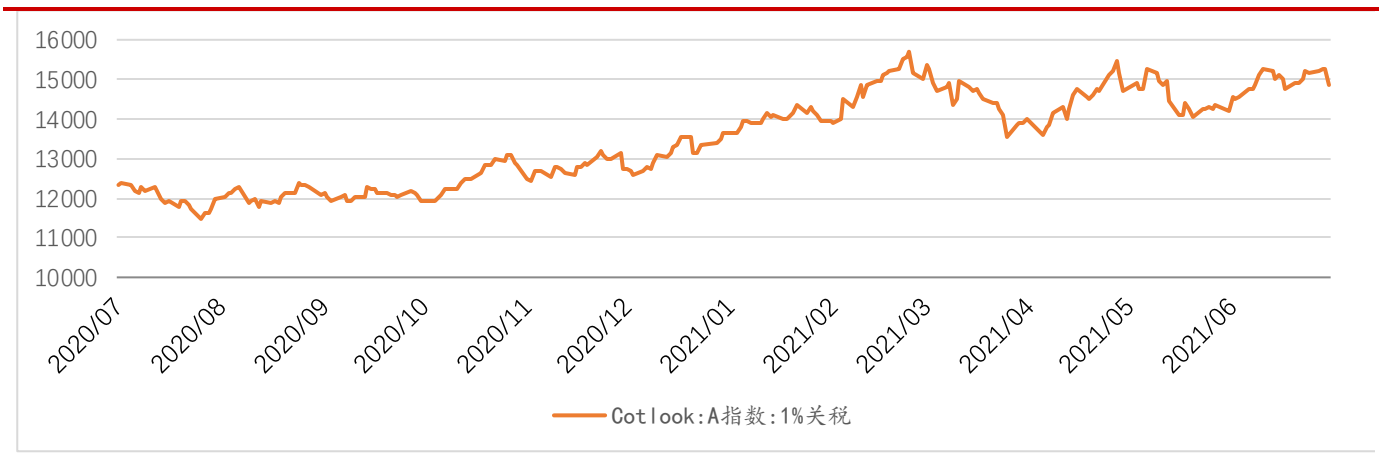
截至 7 月 2 日，中国棉花 328 指数 16,264 元/吨，本周上涨 177 元/吨、涨幅为 1.1%。中国进口棉价格指数（1%关税）为 15,273 元/吨，本周下跌 104 元/吨、跌幅 0.68%。截至 7 月 1 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 14,865 元/吨，本周下跌 1.97%。整体来看，本周内外棉价差为 991 元/吨、本周内外差价扩大 281 元/吨。

图 10 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 11 2020 年中至今 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. Soho House 计划 IPO, 估值或达 30 亿美元

会员制俱乐部 Soho House 日前表示, 计划在纽约上市 (IPO), 以寻求疫情后的业务复苏机会。

Soho House 由 Nick Jones 于 1995 年在英国伦敦成立, 如今已经从一家私人俱乐部发展成为集酒店、餐厅、酒吧、SPA 于一体的全球连锁精品俱乐部。

Soho House 以严格的会员制闻名, 深受各界的上流人士追捧, 但是仅仅拥有财富和地位并不一定能加入 Soho House。Soho House 的目标是召集拥有“创造性灵魂”的社群, 其大部分会员都在传统创意行业工作, 尤以电影、时尚、广告、音乐、艺术和媒体等行业人士居多。实际上 Soho House 已经逐渐成为名流的专属俱乐部, 超模 Kate Moss, 奥斯卡影帝 Eddie Redmayne 都曾被拍到出现在 Soho House 的派对上。

目前, Soho House 在伦敦、纽约、芝加哥、柏林等地拥有 28 家俱乐部, 在全球拥有会员 10 万人。Soho House 在 2018 年曾考虑过在纽约上市, 当时已经聘请了 Goldman Sachs (高盛) 和 JPMorgan (摩根大通) 来评估融资方案, 但一直未作出最终决定。

2019 年 10 月, Soho House 宣布获得 1 亿美元投资, 当时的估值已达 20 亿美元。

据悉, Soho House 将以 Membership Collective Group 作为公司名称上市, 上市后的股票代码为 MCG。虽然公司目前尚未透露具体出售多少股份以及 IPO (首次公开募股) 的目标金额, 但是据知情人士透露, Soho House 上市后的估值将达到 30 亿美元。

Soho House 将利用上市筹集到的资金帮助俱乐部继续发展, 目标是到 2023 年, 全球 Soho House 俱乐部的数量可以扩大至 46 家。此外, 俱乐部还将提供会员可购买的固定数量股票, 具体股票份额将在上市前公布。

尽管从 2016~2020 年间, Soho House 的会员数量每年增长约 16%, 但由于不断开设新的场所, 导致俱乐部从未盈利。2020 年的营收从上一年度的 6.42 亿美元降至 3.84

亿美元，Soho House 亏损达 2.35 亿美元；今年第一季度营收为 7200 万美元，低于去年同期的 1.42 亿美元，Soho House 报告第一季度净亏损 9300 万美元，去年同期净亏损 4500 万美元。

尽管疫情对其财务状况产生了巨大的影响，Soho House 仍然具有相当的吸引力，俱乐部发布的一份文件显示，今年年初，有 4.8 万人等待入会。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/5y9Al_lclqcDz4doiYw5yw)

4.2. Capri 集团上调全年业绩预期，预计疫情后欧美奢侈品需求将激增

美国奢侈品集团 Capri Holdings Ltd. (以下简称“Capri”)周二上调了(从今年 4 月开始的)2022 财年全年业绩预期，它预计随着(欧美)消费者走出疫情封锁，奢侈品需求将激增。

Capri 旗下拥有 Michael Kors (迈克·高仕)、Versace (范思哲)和 Jimmy Choo (周仰杰)品牌。该公司首席执行官 John Idol 表示：“随着世界重新开放，我们很高兴地看到，我们三家标志性的时尚奢侈品牌业绩都好于预期。”

“随着全球经济复苏的前景更加明朗，我们现在对未来更加有信心，并相信我们的三家奢侈品牌将使 Capri Holdings 在未来几年内实现强劲的收入和利润增长。”

Capri 表示，目前预计 2022 财年全年销售额将达到约为 51.5 亿美元(此前预计约为 51 亿美元)，这反映了第一季度的销售趋势好于预期。受益于更高的第一季度业绩前景，目前预计全年调整后的每股收益将在 3.80 至 3.90 美元之间(此前预计在 3.70 至 3.80 美元之间)。

根据 Refinitiv 的 IBES 数据，分析师预计 Capri 2022 财年销售额为 51.5 亿美元，每股收益为 3.87 美元。截至今年 3 月 27 日的 2021 财年第四季度，Capri 报告销售额从 11.9 亿美元小幅上升至 12.0 亿美元，按不变汇率计下降 3.8%；毛利润从 6.31 亿美元增至 7.37 亿美元；营业亏损从 5.36 亿美元收窄至 1.39 亿美元；净亏损从 5.51 亿美元收窄至 1.83 亿美元。

截至今年 3 月 27 日的 2021 财年全年，Capri 销售额从上财年的 55.5 亿美元减少至 40.6 亿美元；毛利润从 32.71 亿美元减少至 25.97 亿美元；营业利润恢复正值达到 1900 万美元；净亏损从 2.23 亿美元收窄至 6200 万美元。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/0uMz6meKB5Jl8myGNnPl2g>)

4.3. 法国户外运动品牌 Lafuma (乐飞叶) 和 Millet 将被其瑞士母公司出售

瑞士睡衣及内衣制造商 Calida Holding 周二宣布，计划出售旗下 Millet Mountain Group 业务部门，以专注于内衣和睡衣业务。Millet Mountain Group 包括 Calida 旗下的两个法国户外运动服饰和装备品牌——Millet 以及 Lafuma。

Calida 在一份新闻稿中表示，作为战略业务评估的一部分，其董事会已与高级管理层达成一致，决定出售 Millet Mountain Group 业务部门，该部门去年创造了 7820 万欧元销售额。

Calida 表示将继续进行战略调整，除 Millet Mountain Group 业务部门以外，还计划出售运动服装品牌 Eider、Oxbow 以及更多品牌，以便重新专注于其核心的内衣和睡衣业务。

Calida 总裁 Hans-Kristian Hoejsgaard 在一份新闻稿中表示，出售 Millet Mountain Group “是优化 Calida 商业模式的合理步骤”。Calida 集团打算通过专注于内衣业务来提高盈利能力。该公司还打算把重点放在家居业务 Lafuma Furniture 上。去年首次疫情封锁期间，花园用品和家具订单激增，推动 Lafuma Furniture 销售额大幅增长。

Calida 董事总经理 Timo Schmidt-Eisenhart 说，Calida 计划将出售所得资金投资于其核心业务，同时也会投资于“有针对性的收购”项目。该集团还打算进一步加强其电子商务业务。

目前 Calida 没有提供任何进一步的出售细节，包括期望的出售价格。

Calida 集团于 2013 年收购了 Lafuma 集团 15% 的股权，之后陆续增持。去年 10 月 Calida 集团宣布计划收购 Lafuma 剩余的全部股权，当时它已持有 Lafuma 集团 93.5% 的股份。

Lafuma 集团旗下包括 Lafuma 品牌的户外和家居业务、以及 Millet 品牌。从 2019 年起，Calida 集团就开始陆续精简 Lafuma 集团的业务：2019 年底，Lafuma 集团旗下户外品牌 Eider 被出售给了韩国经销商 K2 集团；2020 年初，Lafuma 集团子品牌 Oxbow 又被出售给了私人投资者 Emmanuel Debrùeres 及 Jean-Christophe Chetail。

Vontobel 的分析师 Pascal Furger 在一篇评论文章中写道，将 Millet Mountain Group 放在市场上出售的决定“并不令人惊讶”，他对出售这两个“表现不佳”的品牌表示欢迎。

受新冠疫情影响，Calida 集团的年度净利润同比下降了 64.8% 至 590 万瑞士法郎，销售额下降了 10.6% 至 3.327 亿瑞士法郎。法国的疫情限制波及了瑞士的户外运动活动，导致 Millet Mountain Group 的年销售额下降了 19.1%。而 Calida 集团历史悠久的睡衣和内衣品牌 Calida 以及 Aubade 销售额仅略微下滑。

(原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/K-SGzb07cl2lSkMGy8dftg>)

4.4. 欧洲珠宝品牌 APM Monaco 向港交所提交上市申请，中国内地贡献一半以上销售额

6 月 29 日，总部位于香港的摩纳哥珠宝品牌 APM Monaco 向港交所主板提交了上市申请。

APM Monaco 由 Ariane Prette 女士于 1982 年创办于摩纳哥，品牌名取自她的姓名首字母缩写加 Monaco (摩纳哥)，从珠宝首饰的 ODM 业务起家，为欧洲知名的珠宝零售商提供设计和生产服务。

1992 年，APM 将生产基地迁到中国，并于 2012 年推出了自己的珠宝品牌 APM Monaco，借助内部设计团队的产品创新力，将现代感的奢侈品与高效的零售模式相结

合，如今已发展为代表摩纳哥时尚和法国南部生活方式的全球知名品牌。目前公司旗下产品组合包括耳环、项链、戒指和手链，每月发布约 30 款新系列。常年销售的经典系列包括 Météorites 系列、Eternelle 系列及 Up and Down 系列。

尽管 2020 年全球爆发新冠疫情，品牌近年来强劲的财务表现证明了业务模式的韧性。2018~2020 年，集团收入由 14.4 亿港元增长至 19.2 亿港元，毛利由 11.0 亿港元增长至 14.5 亿港元，年内溢利（即净利润）分别为 1.91 亿港元、2.9 亿港元、1.52 亿港元。

APM 的专卖店遍布全球 21 个市场，以 2020 年的收益来看，中国内地是品牌全球最大的市场——2020 年，APM 的总收入为 19.2 亿港元，其中中国内地贡献了 57.2%，亚太地区（除中国内地以外地区）占 19.0%，欧洲和北美占 23.8%。

公司预计，中国内地预计仍将是奢侈时尚销售的主要驱动因素，2020~2022 的年均复合增长率将达到 20.5%，2022~2025 的年均复合增长率将达到 16.0%。

2019 年 4 月，美国私募股权投资公司 TPG Capital Management LP 宣布，由其领衔的财团将收购摩纳哥珠宝品牌 APM Monaco 30% 的股权。其中由 TPG 和中国的中金资本共同成立的投资平台 China Synergy 也参与了本次投资，其他投资者还包括总部位于巴黎的私募股权投资公司 Trail（该公司的战略合作伙伴也包括中金资本和中国国有的丝路基金）。当时一位知情人士表示，该交易对 APM Monaco 的估值约为 8 亿美元。

今年 3 月，APM Monaco 就选定了中金公司及大摩作为保荐人，启动 IPO 计划，当时给出的集资目标约为 3 亿美元。

从招股说明书中的公司架构可以看出，目前 Philippe Prette 通过 100% 控股的 AOM Limietd 持有公司 62.19% 的股份，他的夫人 Kika Prette 持有 1.2% 的股份，公司前任董事及股东 Patrick Santaniello 先生全资拥有的投资控股公司 Waterfront Investments Hong Kong Limited 拥有 1.88% 的股份，Animation Holdings Limited 持有 29.75% 的股份。

而 Animation Holdings Limited 是一间在开曼群岛注册成立的公司，TPG Animation、TPG Asia、PG SA、Value Trail 和 Synergy Investment 分别拥有 42.07%、35.20%、0.30%、11.22% 及 11.22% 权益。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/vMcNMx9lhwjh3kD4WWGACw>）

4.5. 瑞士历峰集团收购比利时奢华皮具老牌 Delvaux 所有股权

本周三，瑞士奢侈品巨头历峰集团（Richemont）宣布，从香港亿万富豪冯氏兄弟（冯国经和冯国纶，Victor Fung 和 William Fung）和 Schwennicke 家族手中收购比利时奢华皮具老牌 Delvaux（德尔沃）所有股权，目前官方尚未透露具体交易金额，但历峰表示，这笔收购交易不会对其 2022 财年业绩产生较大影响。

今年 4 月首次传出了冯氏兄弟计划出售其持有的比利时奢华皮具老牌 Delvaux（德尔沃）多数股权的消息，当时有消息称二人已经在与潜在买家进行谈判。

历峰集团时尚和配饰业务部首席执行官 Philippe Fortunato 评论道：“Delvaux 是一家拥有纯正欧洲血统的奢侈皮具品牌，它拥有深厚的历史传统、独特的工艺以及卓越的皮具制造能力。过去 10 年间，Delvaux 不断创新，打造出了许多优秀的产品，这为品牌长期发展奠定了坚实的基础。收购 Delvaux 将加强历峰集团在高端皮具市场的参与度。”

曾在 2016 年向 Delvaux 提供了 400 万欧元贷款的比利时投资公司 Finance&invest.brussels 首席执行官 Pierre Hermant 表示：“对于 Delvaux 来说这（被历峰集团收购）是一个好消息，因为历峰集团会帮助它走得更远，如果 Delvaux 被一家私募投资公司收购，它可能会面临再次被出售的命运”。目前，Delvaux 在全球共有 50 家门店，雇佣员工约 500 人，历峰集团表示，将利用集团的全球影响力以及在数字化方面的能力帮助 Delvaux 部署全渠道战略，吸引更多顾客。

Delvaux 由皮具工匠 Charles Delvaux 创办于 1829 年，是世界上历史最悠久的皮具品牌，其创办时间比比利时王国独立还早一年。

1883 年，Delvaux 获比利时国王 King Leopold II 利奥波德二世授予的 Supplier to the Court “比利时皇家御用供应商”殊荣。1908 年，Delvaux 注册了首个手袋专利，成为首个为皮革手袋申请专利的品牌，也因此被称作“现代手袋的发明者”。1933 年，比利时人 Franz Schwennicke 从 Delvaux 家族手中收购了品牌的全部股权，自他接管后，Delvaux 开始发展成为高级奢侈品品牌，并参照高级定制时装的运作模式，首次在皮具领域引入季节概念。

在 Franz Schwennicke 和其妻 Solange 的先后领导下，Delvaux 创造出许多传世名款，其中最为知名的就是 1958 年为布鲁塞尔世博会设计的 Brillant 系列手袋，由比利时知名建筑师 Paule Goethals 设计，肯尼迪夫人也是这款手袋的粉丝。另一个经典系列 Tempête，面市于 20 世纪 60 年代，同样出自于 Paule Goethals 之手，灵感来源于帆船吊索——当时比利时北海盛行帆船运动。

2011 年，冯氏兄弟通过旗下 Fung Brands 的投资公司 First Heritage Brands 与新加坡投资公司淡马锡从 Schwennicke 家族手中共同收购了 Delvaux 的多数股权，帮助品牌扩展至中国等亚洲市场，特别是扩展了品牌在中国的线上销售网络。2013 年，Delvaux 在北京开出中国大陆首家实体店。Delvaux 2019 年的营业额为 1.2 亿欧元，受到疫情影响，2020 年的营业额下降了 40%。虽然 Delvaux 在全球疫情爆发后及时转战线上销售平台（2020 年 3 月，Delvaux 正式进驻京东，开出了品牌历史上首家官方线上旗舰店），但线上的增长仍然无法弥补其在米兰、纽约、巴黎、伦敦等地繁华地段店铺损失的销售额。

2020 年 2 月，Delvaux 启动了重组计划，裁减了比利时当地的 26 名员工。为了维持品牌的运作，品牌股东已经提供了数千万欧元，Delvaux 首席执行官 Marco Probst 曾在 5 月份表示：“如果没有股东的支持，Delvaux 可能已经死了，目前看来，出售可能是挽救品牌的唯一途径。”

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/a1Ph1LV0CxPFiL4AG4m3xA>）

5. 风险提示

疫情二次爆发；原材料波动风险；系统性风险

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	
						2021E	2022E	2021E	2022E
H 股	1234. HK	中国利郎	买入	5.03	60.23	0.66	0.74	6	6
	2331. HK	李宁	买入	90.55	2,258.62	0.93	1.17	81	64
	2020. HK	安踏体育	买入	175.90	4,755.16	2.83	3.45	52	42

	3998.HK	波司登	买入	5.50	593.97	0.2	0.25	23	18
A股	601339	百隆东方	买入	6.15	92.25	0.77	0.85	8	7
	002154	报喜鸟	买入	6.77	82.43	0.38	0.5	18	14
	603877	太平鸟	买入	51.21	244.13	2.06	2.67	25	19
	603587	地素时尚	买入	24.97	120.16	1.53	1.78	16	14
	603558	健盛集团	买入	9.15	35.95	0.68	0.92	13	10
	300577	开润股份	买入	20.89	50.17	0.97	1.46	22	14
	002293	罗莱生活	增持	13.75	113.80	0.86	1	16	14
	002832	比音勒芬	买入	25.48	140.10	1.11	1.36	23	19
	002563	森马服饰	买入	12.22	329.65	0.58	0.68	21	18
	600398	海澜之家	买入	6.94	299.78	0.69	0.82	10	8
	002127	南极电商	增持	10.27	252.12	0.6	0.77	17	13
	603808	歌力思	增持	15.67	52.11	1.09	1.27	14	12
	002327	富安娜	买入	7.70	63.68	0.78	0.91	10	8
	603365	水星家纺	买入	14.40	38.40	1.31	1.49	11	10
	600400	红豆股份	增持	2.88	72.96	0.08	0.08	36	36
002780	三夫户外	增持	17.25	25.08	0.21	0.39	82	44	

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港元=0.83元人民币；收盘价和市值均采用2021年7月2日收盘数据。

表3 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	全球	7.16%	8.61%	7.46%	-4.38%	-0.62%	8.89%	-4.36%		
		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									
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%	-20.44%		
	大中华区										
电商	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%	29.28%	39%
		大中华区									
	RealReal	全球		51.06%	55.00%	32.8%	12.92%	-19.69%	-3.19%	-5.65%	
		大中华区									
阿里巴巴	全球	42.02%	39.78%	37.67%	22.26%	33.78%	32.00%	30.00%			
Zalando SE	全球	13.2%	20.10%	26.70%	20.3%	10.60%	27.43%	21.61%	26.43%		

	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%	-27.60%	
	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%	4.65%	
	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									
Farfetch	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									
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%		
化妆品品牌	全球	-12.00%	8.68%	4.56%	16.00%	-22.57%	-30.77%	42.11%	25.93%	-12.00%
雅诗兰黛	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

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，11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。

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。