

2021年12月5日

波司登牵手德国高奢品牌 BOGNER，进军中国滑雪市场

纺织服装行业周报

报告摘要：

目前时点，我们主要推荐3条主线：

(1) 成长品种推荐：1) 具备外延开店空间的标的，推荐报喜鸟；2) 高景气度赛道：疫情叠加双减政策带动露营需求火爆，帐篷销售受益，推荐牧高笛；3) 存在份额提升空间的优质龙头，推荐华利集团、波司登，受益标的：申洲国际；

(2) 业绩拐点品种：1) 关注疫情受损股：推荐健盛集团、开润股份；2) 红豆股份与君智咨询合作、今年处于投入期，未来业务有望转型改善，关注红豆股份、以及受益标的奥康国际、九牧王；

(3) 价值品种推荐低估值+高股息率的富安娜。

行情回顾：跑输上证综指 3.48%

本周，上证综指上涨 1.22%，创业板指上涨 0.28%，SW 纺织服装板块下跌 2.26%，跑输上证综指 3.48PCT、跑输创业板指 2.54PCT。其中，SW 纺织制造下跌 2.04%、SW 服装家纺下跌 2.35%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 21.50。本周，电商表现最好，涨幅为 3.78%；休闲表现最差，跌幅为 3.74%。本周伟星股份继续上涨 14.88%、年初至今已上涨 85%，主要受益于提价、以及疫情下国产品牌抢份额带动业绩快速增长。

行情数据追踪：中国棉花 328 下跌 2.61%

截至 12 月 3 日，中国棉花 328 指数为 22,050 元/吨，本周下跌 2.61%。截至 12 月 3 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 18,777 元/吨，本周下跌 9.30%。截至 12 月 2 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 18,278 元/吨、本周下跌 8.59%。整体来看，本周内外棉价差为 3273 元/吨，较上周末扩大 1335 元/吨。

截至 11 月 25 日，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为 1341 澳分/公斤、折合人民币 61,572 元/吨（1 澳元=4.5915 元人民币，较 11 月 18 日的 1324 澳分/公斤上涨 1.3%。

公司新闻

波司登与德国奢华运动品牌 BOGNER 博格纳成立合资公司，共拓中国市场；美国二手奢侈品电商 The RealReal “黑五”交易额创历史记录；爱马仕与历峰集团加入欧洲斯托克 50 指数，股价双双创下历史新高；Allbirds 发布上市后首份季报：销售额较疫情前增长 40%，但亏损也有所扩大；Zara：二代接班，创始人之女将接任 Inditex 集团主席；中国成意大利男装最大出口国，2021 年同比增长 81%。

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 推荐

级：

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：跑输上证综指 3.48PCT	3
3. 行业数据追踪	5
3.1. 本周中国棉花价格指数下跌 2.61%	5
3.2. 羊毛价格上涨 1.3% 至 1341 澳分/公斤、折合 6.16 万元/吨	6
4. 行业新闻	7
4.1. 波司登与德国奢华运动品牌 BOGNER 博格纳成立合资公司，共拓中国市场	7
4.2. 美国二手奢侈品电商 The RealReal “黑五”交易额创历史记录	9
4.3. 爱马仕与历峰集团加入欧洲斯托克 50 指数	10
4.4. Allbirds 发布上市后首份季报：销售额较疫情前增长 40%，但亏损也有所扩大	11
4.5. Zara：二代接班，创始人之女将接任 Inditex 集团主席	12
4.6. 中国成意大利男装最大出口国，2021 年同比增长 81%	12
5. 风险提示	13

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 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 (%)	4
图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股 (%)	4
图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)	4
图 7 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)	4
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	5
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)	6
图 12 2020 年至今澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数 (澳分/公斤)	7
表 1 重点跟踪公司	20
表 2 各公司收入增速跟踪	21

1. 本周观点

目前时点，我们主要推荐 3 条主线：

(1) 成长品种推荐：1) 具备外延开店空间的标的，推荐报喜鸟；2) 高景气度赛道：疫情叠加双减政策带动露营需求火爆，帐篷销售受益，推荐牧高笛；3) 存在份额提升空间的优质龙头，推荐华利集团、波司登，受益标的：申洲国际；

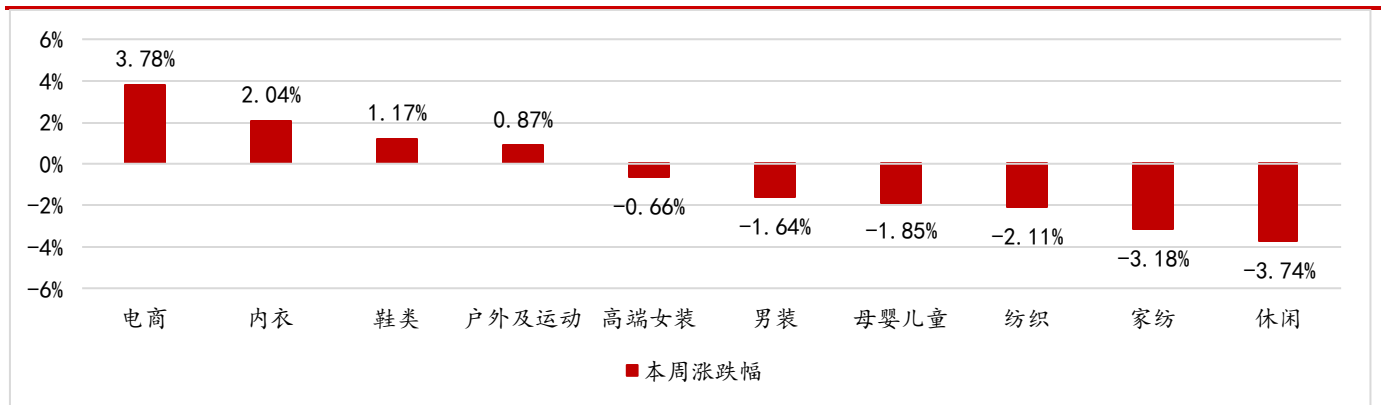
(2) 业绩拐点品种：1) 关注疫情受损股：推荐健盛集团、开润股份；2) 红豆股份与君智咨询合作、今明年处于投入期，未来业务有望转型改善，关注红豆股份、以及受益标的奥康国际、九牧王；

(3) 价值品种推荐低估值+高股息率的富安娜。

2. 行情回顾：跑输上证综指 3.48PCT

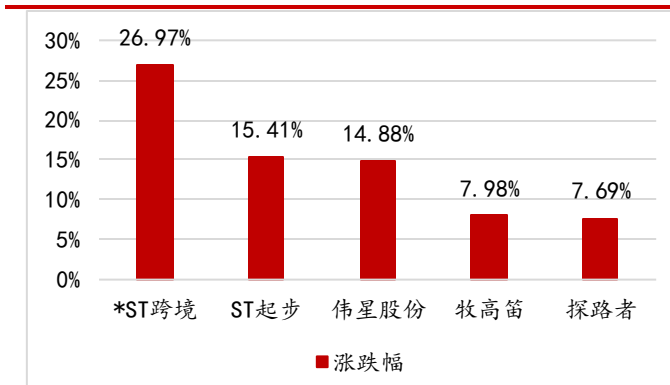
本周，上证综指上涨 1.22%，创业板指上涨 0.28%，SW 纺织服装板块下跌 2.26%，跑输上证综指 3.48PCT、跑输创业板指 2.54PCT。其中，SW 纺织制造下跌 2.04%、SW 服装家纺下跌 2.35%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 21.50。本周，电商表现最好，涨幅为 3.78%；休闲表现最差，跌幅为 3.74%。本周伟星股份继续上涨 14.88%、年初至今已上涨 85%，主要受益于疫情下国潮崛起、国产品牌抢份额带动市占率提升。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)



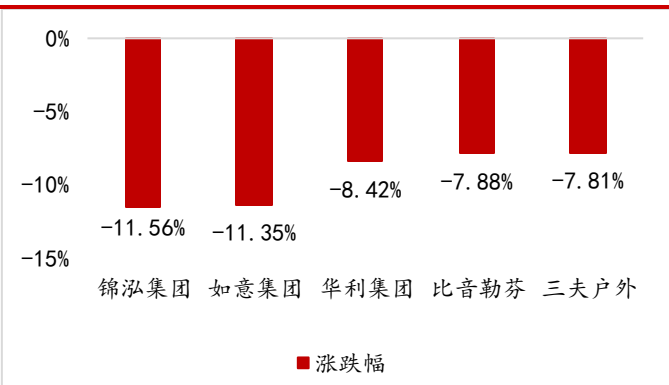
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股 (%)



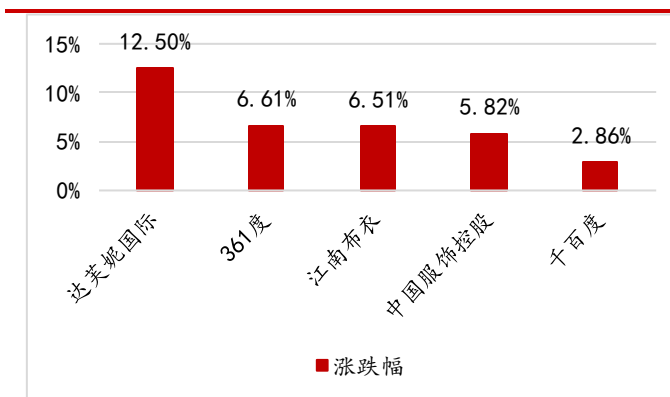
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%)



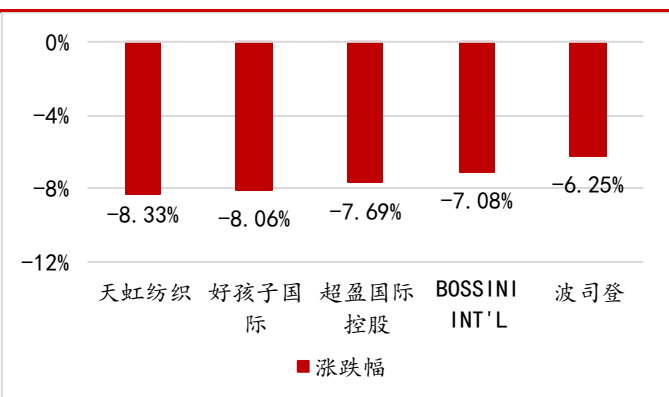
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 本周纺织服装行业港股涨幅前 5 个股 (%)



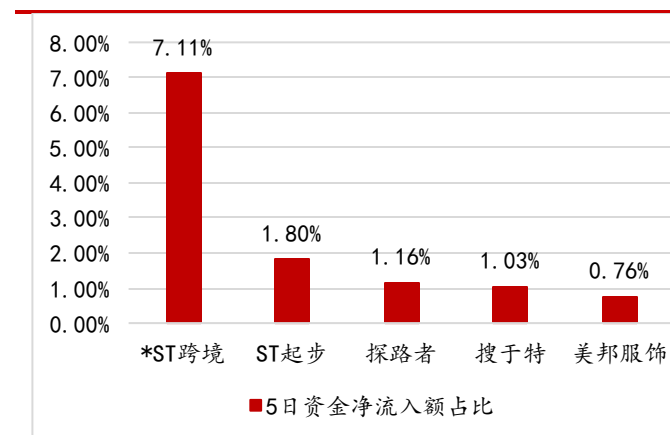
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股 (%)



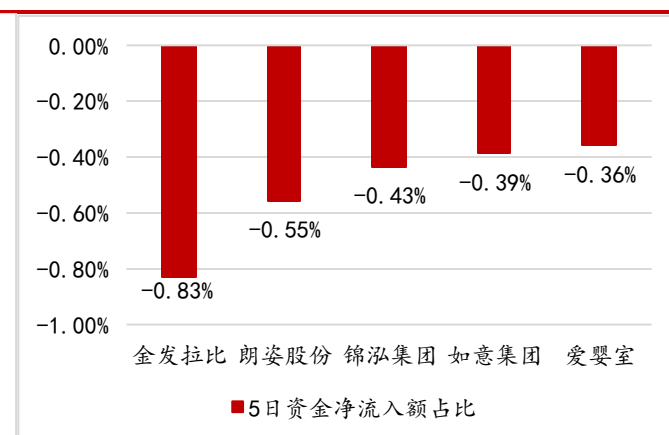
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



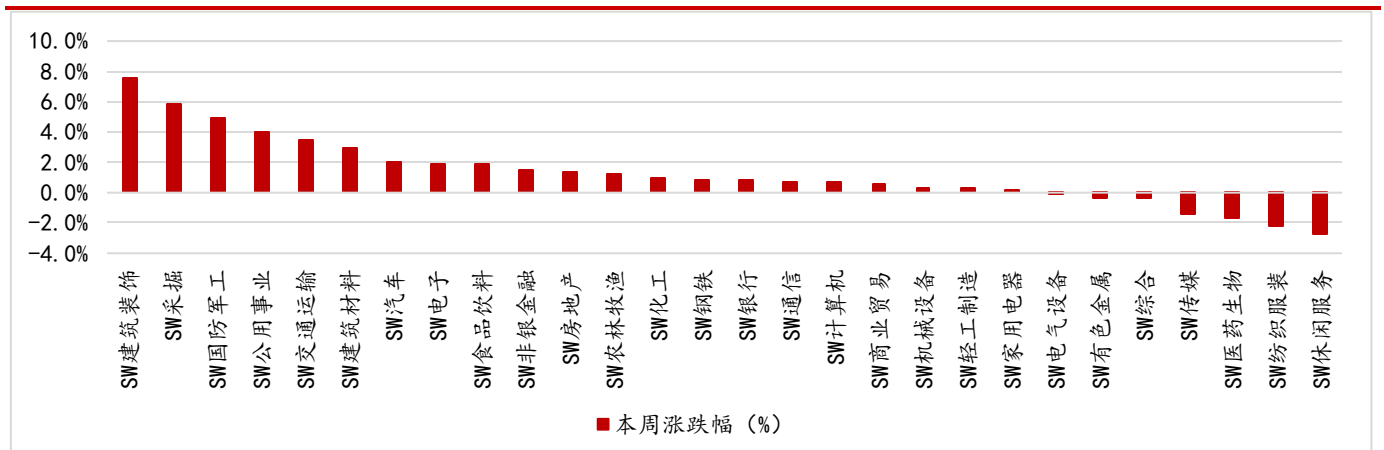
资料来源: wind, 华西证券研究所

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



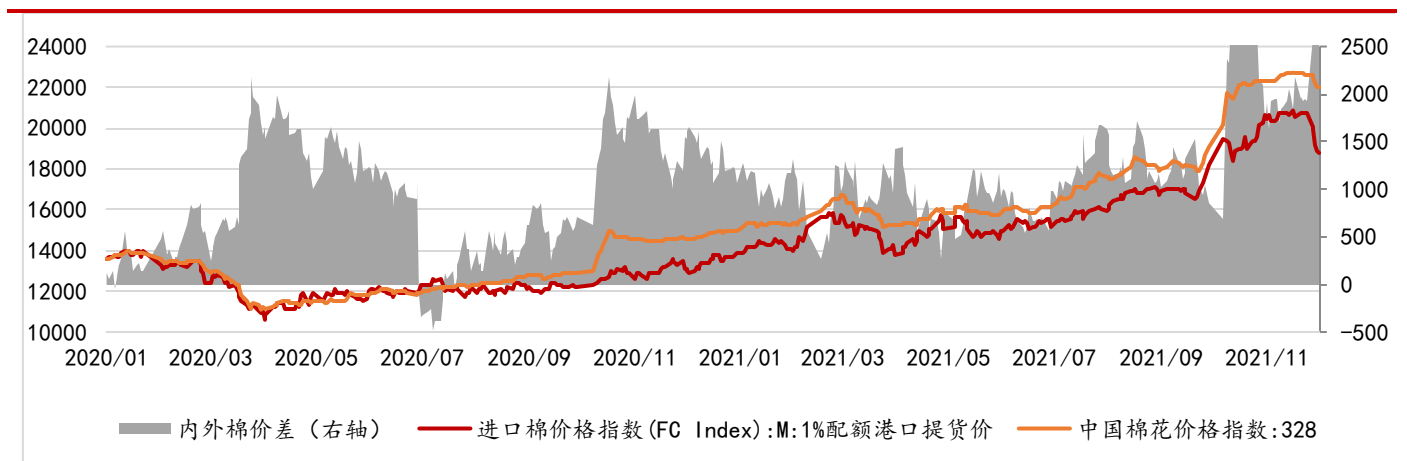
资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 行业数据追踪

3.1. 本周中国棉花价格指数下跌 2.61%

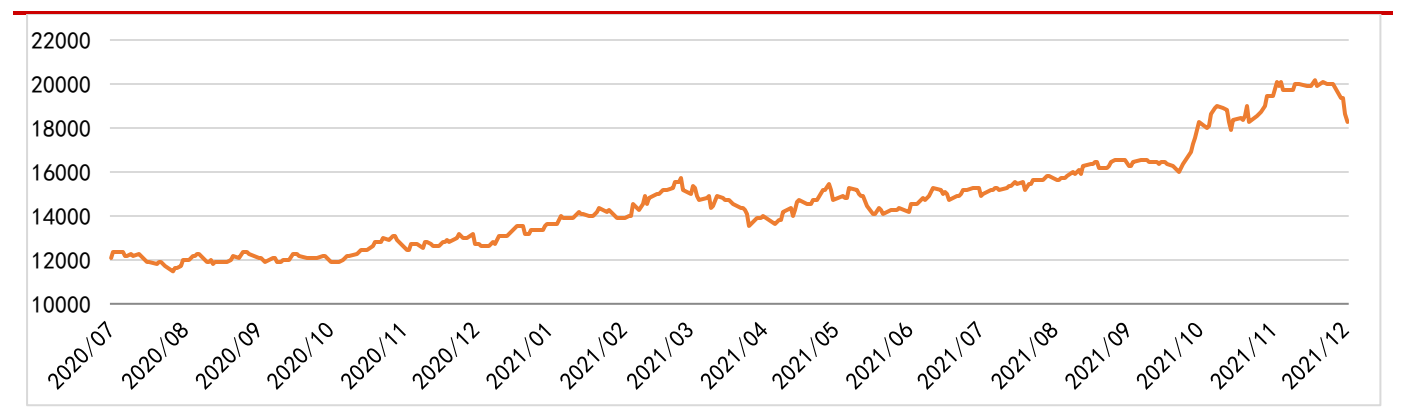
截至 12 月 3 日, 中国棉花 328 指数为 22,050 元/吨, 本周下跌 2.61%。截至 12 月 3 日, 中国进口棉价格指数 (1%关税) 为 18,777 元/吨, 本周下跌 9.30%。截至 12 月 2 日, CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价为 18,278 元/吨、本周下跌 8.59%。整体来看, 本周内外棉价差为 3273 元/吨, 较上周末扩大 1335 元/吨。

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

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

3.2. 羊毛价格上涨 1.3%至 1341 澳分/公斤、折合 6.16 万元/吨

截至 11 月 25 日，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为 1341 澳分/公斤、折合人民币 61,572 元/吨（1 澳元=4.5915 元人民币），较 11 月 18 日的 1324 澳分/公斤上涨 1.3%。

图 12 2020 年至今澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（澳分/公斤）



资料来源：wind，华西证券研究所

4. 行业新闻

4.1. 波司登与德国奢华运动品牌 BOGNER 博格纳成立合资公司，共拓中国市场

据华丽志 12 月 3 日消息，2021 年 12 月 2 日，中国羽绒服品牌领导者波司登（HK: 3998）发布公告称，波司登国际服饰有限公司（波司登）全资子公司与德国公司 Willy Bogner GmbH & Co. KGaA（BOGNER 博格纳）成立合资公司，并达成战略合作协议。此合资公司在将中国内地、中国香港、中国澳门及中国台湾等合资销售地区拥有独家销售及分销 BOGNER 和 FIRE+ICE 服饰的权利。

合资公司包括两个平行的公司架构，分别在德国和亚洲：

德国合资公司（波司登占股 45%，BOGNER 55%）授予亚洲合资公司在中国内地、中国香港、中国澳门及中国台湾独家经销、分销、营销及运营含有 BOGNER 商标的服饰；

亚洲合资公司总投资额约为 3080 万美元（相等于约人民币 2 亿元），波司登占股 55%，BOGNER 占股 45%。

BOGNER 博格纳与波司登的合资公司由博格纳大中华区总经理 William Yang 牵头负责，他在加入 BOGNER 博格纳前曾任 AMER Sports（亚玛芬运动集团）的大中华区总经理；Flora Zhang 担任 BOGNER 博格纳大中华区市场总监，她曾成功带领 lululemon 从落地到扩张最后扎根中国市场；另一位公司核心团队成员 Tracy Han 将负责公司财务领域，她曾任职于 LVMH 集团。

事实上，波司登与 BOGNER 博格纳的合作早有苗头：今年 9 月，BOGNER 博格纳开通了官方微信公众号，其账号运营主体为博格纳服饰（上海）有限公司，该公司为波司登全资控股。

主打运动奢华：BOGNER 博格纳正式进驻大中华区

BOGNER 博格纳是世界知名奢华运动时尚服饰供货商，1932 年由专业滑雪运动员 Willy Bogner sen. 于德国成立，并由其子 Willy Bogner jun.（知名奥运会滑雪运

动员) 进一步发展。BOGNER 博格纳公司总部位于德国慕尼黑, 拥有的 BOGNER 和 FIRE+ICE 两个品牌在全球 50 多个国家销售。

创立之初, 品牌就奠定了“运动奢华 (athluxury)”的基调, “专业+时尚”两条线并行——上世纪 50 年代起就被称为“滑雪时尚界的 Dior”; 同时, 品牌自 1952 年起就是德国国家滑雪队官方赞助商, 曾连续 68 次为其提供服装。

今年 9 月底, 品牌在上海静安嘉里中心开设中国首家限时精品店, 持续至 11 月 28 日。根据品牌官方微信公众号显示, 品牌目前在全球共有 7 家精品店, 以及 3 家位于中国的限时精品店, 分别位于北京 SKP 和王府中环, 以及吉林松花湖度假区王子酒店。而品牌与中国市场的渊源其实可以追溯到 2018 年, 当时, 品牌首家特许经营店在张家口崇礼的太舞滑雪场开业。

BOGNER 博格纳联合首席执行官 Heinz Hackl 认为: “在亚洲迈出的这一步是我们全球发展道路上的一个重要里程碑, 这一举措完美地促进了品牌的国际化发展战略。BOGNER 博格纳的目标是成为大中华地区奢华运动时装领域的标杆企业, 为时尚与运动的结合创造新的维度。”

据悉, 品牌的目标是在进入中国市场的第一个五年内, 构建强大的数字业务矩阵, 开展一系列社交媒体活动, 以及建立约 80 家零售门店的线下业务网络。

布局冰雪运动赛道: 波司登寻找新增长引擎

专注于羽绒服领域波司登, 一直与冰雪运动关系密切, 连续 20 多年助力中国登山及冰雪赛事, 2006 年, 中国自由式滑雪空中技巧运动员韩晓鹏, 身穿波司登自主研发的专业滑雪服, 获得中国冬奥雪上项目首枚金牌。

波司登在公告中表示, 在 2022 北京冬奥委会即将举办的关键节点, 集团携手 BOGNER 博格纳共同进军中国冰雪运动服饰和时尚市场, 不仅能夯实本集团“全球领先的羽绒服专家”发展方向, 更将作为增长新引擎提振集团中长期发展动能。

11 月 25 日, 波司登 (HK: 3998) 发布了截至 2021 年 9 月 30 日止六个月的中期业绩, 销售收入同比增加 15.6%至 53.9 亿元, 公司权益股东应占溢利上升 31.4%至 6.39 元。

今年也是波司登集团“新三年”战略规划的开元之年, 集团表示将在这三年间 (2021-2023) 继续坚持“聚焦主航道、聚焦主品牌”的战略方向, 定位也由“全球热销的羽绒服专家”升级为“全球领先的羽绒服专家”。

作为深度参与该项目指导工作的 BOGNER 博格纳全球销售总监 Konstantinos Balogiannis 补充道: “我们认为波司登是我们大规模进入大中华区市场的理想合作伙伴。建立合资公司使我们能够在该地区独立运营, 同时帮助我们更加积极地塑造市场格局。此外, BOGNER 博格纳能够充分运用波司登强大的本地市场经验与网络, 同时, 也收获了一支经验丰富、拥有国际视野, 且对大中华区市场非常熟悉的优秀团队。”

牵手本土企业: 多家海外户外品牌布局中国市场

近年来中国户外市场热度节节攀升, 特别是随着北京冬奥会的临近, 更多的海外户外运动品牌, 加速布局中国的冬季运动市场, 像 BOGNER 博格纳一样, 这些品牌背后频频出现中国本土服装企业或者中国资本的身影:

—— Helly Hansen

今年 8 月底, 挪威国宝级户外品牌 Helly Hansen 通过官方微信公众号宣布正式进军中国市场, 并选择了中国服装上市公司雅戈尔集团作为合作伙伴。

雅戈尔集团在 9 月份的投资者会议上宣布，“已与主营航海、滑雪等高端户外服装的挪威品牌 Helly Hansen 达成合作协议并完成前期筹备，计划下半年在国内高端购物中心开业运营，以新的品牌、新的运营模式触达新的消费群体，打造新的增长极。”

—— Peak Performance

今年 9 月初，总部位于斯特哥尔摩的瑞典时尚户外品牌 Peak Performance 正式进军中国市场，开设官方天猫旗舰店，这其实是国产运动巨头安踏集团的一次布局。

2018 年 5 月，芬兰体育用品集团 Amer Sports 以 19 亿丹麦克朗收购了 Peak Performance，七个月后，由安踏集团牵头的财团完成了对 Amer Sports 的整体收购。安踏集团早前发布 2020 财报时指出：“冰雪运动或成集团下一个增长点”。

—— VOLCOM

今年 11 月 20 日，结合冲浪、滑板、滑雪三个品类的美国加州户外运动品牌 VOLCOM 在三里屯太古里开设北京首店，背后则是香港上市企业华鼎集团的身影。

2011 年，开云集团以 6.08 亿美元收购了 VOLCOM，2019 年 4 月，美国品牌管理公司 ABG 收购 VOLCOM 的知识产权；同时，品牌当时的管理团队收购运营许可权，在美国、法国、澳大利亚和日本开展业务。2020 年，ABG 与华鼎集团签署协议，共同推动 VOLCOM 品牌在中国市场的发展。同年，VOLCOM 中国首店在杭州万象城开业。

华鼎集团为国际著名时装品牌、连锁零售商及百货公司提供丝绸及丝混纺时装生产服务，并在国内经营以女装为主的品牌时装服装制造及零售业务，旗下品牌包括女装品牌“菲妮迪”和“依兰”、男装品牌“RIVERSTONE”等，在全国建立超过 500 家门店。

—— ROSSIGNOL

2018 年，法国顶级户外运动时尚品牌 ROSSIGNOL 获得 IDG 资本投资，共同拓展中国市场，至今，品牌在中国市场已开设有 9 家直营店。

—— Burton

2020 年 4 月，高瓴与美国单板滑雪品牌 Burton 成立合资公司，共同运营 Burton 的中国业务。目前，品牌在北京和上海开设有两家旗舰店，还曾在北京八达岭、成都、无锡等城市开设快闪店，推出夏令营活动等，品牌还于近期推出了首款中国限定滑雪板。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/gojldqIXcLnBm0_Y5XvkI7w)

4.2. 美国二手奢侈品电商 The RealReal “黑五”交易额创历史记录

据华丽志 12 月 3 日消息，美国二手时尚和奢侈品电商 The RealReal 在今日公布了 11 月的商品交易总额（以下简称 GMV）数据，达到 1.46 亿美元。

这一数据相比 2020 年同期增长了 51%，而相比 2019 年同期则增长了 46%。今年的黑色星期五，The RealReal 的 GMV 创下了历史新高，黑五促销季四天的总 GMV 相比去年同期增长了 49%。

11月的平均订单价格约为514美元，同比增长17%，相比2019年增长10%，手表，男士和女士手袋是11月增长最快的品类。

The RealReal 9月的GMV相比2020年和2019年同期均增长了44%，而10月的增幅则分别为45%和38%。

今年11月，The RealReal 公布了第三季度的关键财务数据。截至9月30日的三个月里，The RealReal 的总收入为1.1884亿美元，较2020年同期增长53%，较2019年同期增长46%；商品交易总额（GMV）较2020年同期增长50%，较2019年同期增长46%；订单数量为757,000，平均订单价格同比增长9%至486美元。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/VgCYZ-pZXjHhRvrJ0ANKZQ>）

4.3. 爱马仕与历峰集团加入欧洲斯托克 50 指数

据华丽志12月2日消息，12月1日，法国奢侈品牌 Hermès（爱马仕）和瑞士奢侈品巨头历峰集团（Richemont）双双宣布跻身欧洲斯托克50指数（Euro STOXX 50），这两家公司的股票价格当日都创下了历史新高。

斯托克50指数提供商 Qontigo 表示，爱马仕和历峰集团将于12月20日正式加入欧洲斯托克50指数，这可能会进一步刺激金融市场对其股票的需求，因为自动跟踪该指数的基金将把它们纳入自己的投资组合。

同时，跨国音乐公司环球音乐集团（Universal Music Group）和英国电信公司沃达丰（Vodafone）将退出欧洲斯托克50指数。此外，Qontigo 还宣布了斯托克600指数的调整。

今年，因疫情而遭受封锁，许多购物者前往门店购买奢侈品，奢侈品行业从中受益。

10月，爱马仕公布了强于预期的第三季度销售数据。截至周三收盘，爱马仕股价今年迄今已上涨90%，公司市值达到1760亿欧元。

11月，由南非亿万富翁 Johann Rupert 控制的瑞士历峰集团也公布了好于预期的上半年业绩，将其股价推高至创纪录的高位。

加入斯托克50这个欧洲主要股票指数之一，将进一步提升爱马仕在投资者中的知名度。同时，这也证明了爱马仕的领导地位。

2018年6月，爱马仕被纳入法国基准的CAC 40指数。全球最大的奢侈品集团LVMH（路威酩轩）早就是该指数的核心一员，目前是欧洲市值最高的上市公司。

投资公司 Reyl & Cie 首席投资官 Cedric Ozazman 表示：“爱马仕是品质的象征，该公司的息税前利润在可选消费品领域属于最高之列，它能够抵御经济衰退，并在繁荣时期实现强劲且周期性的营收增长。”

与开云集团（Kering SA）旗下的古驰（Gucci）等竞争对手相比，爱马仕的风格被认为更加谨慎，而爱马仕往往比其奢侈品竞争对手更稳定。皮具产品的生产受到严格控制，这意味着爱马仕经典手袋的等待名单很长，尽管它们的标价超过1万美元。

今年11月，股票分析公司 Alphavalue 分析师 Jie Zhang 在一份报告中写道，爱马仕“稳如磐石”，“经典系列”和长长的等待名单不仅增加了该品牌的“吸引力”，同时也使爱马仕更能抵御外部因素的影响。”

在被动型投资基金日益占据主导地位的当今世界，将股票纳入广受关注的指数正变得越来越重要。根据彭博资讯收集的数据，估计有 27 家交易型开放式指数基金，共持有 350 亿欧元的资产投资于欧洲斯托克 50 指数。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/zH0po_8_bBAAtGGfW8KpziA)

4.4. Allbirds 发布上市后首份季报：销售额较疫情前增长 40%，但亏损也有所扩大

据华丽志 12 月 1 日消息，美国旧金山创新鞋履品牌 Allbirds 公布了上市后的首份季度财报。销售额同比增长 33%，但亏损也有所扩大。投资者表现谨慎。截至周二收盘，Allbirds 股价上涨 2.23% 至每股 19.24 美元，但在财报发布后，其股价在周三盘前交易中下跌 2.29% 至每股 18.8 美元，当前市值 27.7 亿美元。

截至 9 月 30 日的第三季度，Allbirds 关键财务数据如下：

销售额从上年同期的 4720 万美元增长 33% 至 6270 万美元，较疫情前的 2019 年同期增长 40%。

毛利润同比增长 36% 至 3390 万美元，毛利率同比增长 1.2 个百分点至 54.1%。

净亏损 1380 万美元，合每股亏损 25 美分，开设新店、招聘员工以及 11 月的 IPO 相关成本影响了利润。去年同期净亏损为 700 万美元，约合每股亏损 13 美分。

该季度新增 4 家门店，总门店数量达到 31 家。

Allbirds 联合创始人兼联合首席执行官 Joey Zwillinger 表示：“公司在各个渠道和地区的销售都很强劲，同比增长 33%。其中，美国实体零售的优势尤为明显。且本季度消费者对我们的新产品反响热烈，包括我们新的 Perform Apparel 系列。”

“我们处于消费者价值观和购买行为的代际变化的前沿，我们的使命是以更好的方式制造更好的产品，这意味着我们将扭转气候变化的目标与产品质量和财务结果结合在一起看待。展望未来，我们相信 Allbirds 在一个巨大且不断增长的市场中具有独特的定位。随着我们继续执行战略计划，我们将加速增长，为股东创造价值，并为未来几十年的旅程奠定基础。”

11 月 3 日 Allbirds 正式挂牌美国纳斯达克，证券代码“BIRD”。

Joey Zwillinger 和联合首席执行官兼联合创始人 Tim Brown 通过 B 类股保持了对公司的主要控制权，与向公众出售的 A 类股相比，B 类股的投票权是前者的 10 倍。Allbirds 在此次 IPO 中筹得了 2.528 亿美元。

Joey Zwillinger 表示，自 2016 年成立以来，Allbirds 已经服务了 400 多万客户，同时建立了一个垂直生产模式，既保留了线上业务，又在不断开设门店。他说：“现在，我们只需要接触到更多的客户。”

Joey Zwillinger 说：“每家门店都能产生强大而独立的单位经济效益。”他补充说，全渠道客户是该品牌最强大的客户，他们的支出是纯数字客户的 1.5 倍。

同时 Allbirds 一直在扩大产品类别，已经从它最著名的羊毛运动鞋扩展到了跑步运动鞋、健行鞋和高帮鞋。Allbirds 还在逐渐推出服装类产品，服装预计将占到 2021 年总业务的 10% 左右。

Allbirds 预计今年总销售额在 2.7 亿美元至 2.72 亿美元之间，同比增长 23%至 24%，比疫情之前的 2019 年增长 39%至 40%。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/INzedhtMzxI5TQBpwBo1Ww>)

4.5. Zara: 二代接班, 创始人之女将接任 Inditex 集团主席

据华丽志 12 月 1 日消息, Zara (飒拉) 母公司、西班牙快时尚巨头 Inditex 集团宣布, 其创始人 Amancio Ortega 的女儿 Marta Ortega 将于 4 月接任集团主席一职, 同时 Oscar Garcia Maceiras 将出任新任首席执行官。这一人事变动将是 2011 年启动的管理层交接的最后一步。

Marta Ortega 将接替 Pablo Isla 的主席一职。自 2005 年起, Pablo Isla 担任副主席兼首席执行官, 2011 年开始担任执行主席。Pablo Isla 表示: “我要感谢董事会, 特别是 Amancio Ortega, 感谢他们多年来对我的支持和信任。现在是时候翻开新的一页了。”

Oscar Garcia Maceiras 于今年 3 月成为公司的总法律顾问兼董事会秘书, 他将接替两年前上任的首席执行官 Carlos Crespo, 支持 Marta Ortega。而 Crespo 将继续担任首席运营官。

37 岁的 Marta Ortega 在过去 15 年中一直在集团的不同领域工作, 特别是主导了加强 Zara 的品牌形象和时尚主张, 她将继续监督这一领域。在她的领导下, Zara 与该领域最知名的创意人合作开发了广告系列, 如 Steven Meisel, Fabien Baron, Karl Templer 和 Luca Guadagnino。她推出了 Zara 的高级系列, 包括 Zara SRPLS 和 Charlotte Gainsbourg by Zara。

Marta Ortega 表示: “我一直说, 我将毕生致力于继承父母的遗产, 展望未来, 并从过去中学习反思, 为公司、股东和客户服务。”

Refinitiv 的数据显示, 创始人 Amancio Ortega 仍拥有 Inditex 59.29% 的股份, 而他第一次婚姻的女儿 Sandra Ortega 则是第二大股东, 持有 5.05% 的股份。

Inditex 旗下拥有八大品牌, 除 Zara 外, 还包括 Pull and Bear、Massimo Dutti、Bershka、Stradivarius、Oysho、Uterque、ZARA HOME 等, 在全球拥有 6600 多家门店。

在截至 7 月 31 日的 2021 财年第二季度中, Inditex 集团的销售额为 69.9 亿欧元, 按照当地货币计算同比增长了 7%, 超过 2019 年同期销售额的同时创下了历史新高; 与此同时, 净利润也超出历史水平, 达 8.5 亿欧元。

一些分析师称这次接班为时过早, 截至周二收盘, Inditex 的股价下跌了 6.14% 至 31.17 欧元。但 Isla 在视频新闻发布会上表示: “周二股价的下跌只是暂时的, 集团现在稳固发展, 是进行变革的最佳时机, 第二季度的销售额甚至攀升至 2019 年疫情前的水平。”

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/cUJW5TcNdX9-pDn215eoog>)

4.6. 中国成意大利男装最大出口国, 2021 年同比增长 81%

据中服圈 11 月 30 日消息, 根据 Pitti Immagine 集团近日发布的 2021 年意大利时装行业数据显示, 与 2020 年同期相比, 今年前八个月的营业额增长了 19%, 前七

个月的出口额则增长了 22%，与疫情危机前的水平的相差约 10%，这也证实了到目前为止，与其他制造业相比，时尚行业的复苏速度较慢。

男装行业尤其如此，2021 年 1 月至 7 月，出口较 2020 年同期增长了 16.4%，还有一个在疫情之前难以想象的新情况是：中国市场增长了 81%，在意大利男装方面的消费价值几乎与美国相当。

鉴于无法来到国外（以更低的价格）购物，中国人正在国内市场消费。意大利工业家联合会此前也指出，中国已成为意大利奢侈时尚行业最具潜力的新兴市场，总价值达 86 亿欧元，还有 40% 的增长潜力尚待开发，约合 39 亿欧元。

在时尚界，只要提到“意大利风格”，便可以让人联想到意大利人那种羡慕旁人的优雅形象。尤其是意大利男人，他们的着装样式几乎全球男士视为正装的典范之一。这里不仅有世界上最重要的男装展会 Pitti Uomo，也有令意大利男人自豪的意大利制造。

然而在经受了疫情的沉重打击之后，意大利的男装产业却呈现了非常明显的两极分化的局面。“居家办公”让意大利引以为傲的男士正装产业遭遇空前危机，多个家族式经营的男装老牌业绩岌岌可危，屡次传出即将被收并购的消息；而以往默默无闻的潮流新兴品牌却成为资本的追逐对象，从街头潮流到户外机能再到专门领域的品牌，都在疫情之后表现亮眼。

意大利家族式经营的经典品牌，如佛罗伦萨皮具及时装品牌菲拉格慕 Salvatore Ferragamo 在今年早些时候，决定进行内部大换血。任职多年的创意总监 Paul Andrew 在自己的离职声明中写道：“我深深地被 Salvatore Ferragamo 的智慧和技術掌握所鼓舞，他是一个天才，他创建了一家以他为名字的公司，以创新的设计思想和创新精神，不断向前发展，赋予时装新的生命。能为他的品牌担任设计师是我的荣幸，我将永远感谢这一机会，为我所完成的工作感到自豪。”

Paul Andrew 是“时尚界奥斯卡”CFDA 大奖获得者，也是第一位赢得该奖的女鞋设计师，他对女鞋设计的贡献是无可估量的。与此同时，在品牌的年度股东大会上，Ferragamo 重组了董事会。Ferragamo 创始人长子、执行总裁 Ferruccio Ferragamo 将卸任，由弟弟 Leonardo Ferragamo 接手。

根据数据显示，Salvatore Ferragamo 在截至去年 9 月 30 日的九个月里，品牌的营收同比下降 38.5% 至 6.11 亿欧元。营业亏损为 7000 万欧元；净亏损为 9600 万欧元。随后，Salvatore Ferragamo 和 Chanel、Gucci 等品牌一样，都采取产品涨价措施，来抵消业绩下滑的影响。

其实疫情的发生，或许只是加速意大利男装产业走下坡路，但并非其根本原因。深究意大利男装没落的原因，其实主要是由于部分意大利的家族式品牌的太过于墨守陈规，未能很好地实现年轻化转型，加之时下全球男士服装市场的愈加细分化，让意大利男士正装面临来着街头潮流、户外运动等领域品牌的巨大冲击和影响。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/0l1wr8lvJFqIzySFFV7i1w>）

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 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	4.30	51.49	0.66	0.74	5.33	4.75
	2331.HK	李宁	买入	87.45	2,288.17	1.44	1.84	49.64	38.85
	2020.HK	安踏体育	买入	127.20	3,438.63	2.87	3.75	36.23	27.73
	3998.HK	波司登	买入	5.25	571.05	0.2	0.25	21.46	17.17
A 股	300979	华利集团	买入	86.54	1,009.92	2.45	3.14	35.32	27.56
	300218	安利股份	买入	16.70	36.24	0.61	0.85	27.38	19.65
	605080	浙江自然	买入	70.40	71.19	2.27	3.09	31.01	22.78
	003016	欣贺股份	买入	10.70	46.18	0.75	0.89	14.27	12.02
	601339	百隆东方	买入	5.19	77.85	0.77	0.85	6.74	6.11
	002154	报喜鸟	买入	5.32	64.78	0.41	0.54	12.98	9.85
	603877	太平鸟	买入	32.51	154.98	2.11	2.64	15.41	12.31
	603587	地素时尚	买入	18.19	87.53	1.46	1.72	12.46	10.58
	603558	健盛集团	买入	11.92	46.84	0.63	0.84	18.92	14.19
	300577	开润股份	买入	22.69	54.41	0.84	1.43	27.01	15.87
	002293	罗莱生活	买入	13.29	111.50	0.85	0.98	15.64	13.56
	002832	比音勒芬	买入	22.90	125.96	1.11	1.42	20.63	16.13
	002563	森马服饰	买入	7.20	193.97	0.58	0.68	12.41	10.59
	600398	海澜之家	买入	6.29	271.70	0.65	0.76	9.68	8.28
	605180	华生科技	买入	38.14	38.14	1.92	2.45	19.86	15.57
	603889	新澳股份	买入	6.14	31.42	0.62	0.79	9.90	7.77
	002327	富安娜	买入	8.78	72.83	0.7	0.89	12.54	9.87
	603365	水星家纺	买入	15.75	42.00	1.38	1.56	11.41	10.10
	600400	红豆股份	增持	3.87	88.68	0.06	0.08	64.50	48.38
	002780	三夫户外	增持	18.42	29.03	0.19	0.36	96.95	51.17
	300840	酷特智能	增持	11.69	28.06	0.32	0.39	36.53	29.97
	002127	南极电商	增持	6.65	163.25	0.5	0.71	13.30	9.37
	603808	歌力思	增持	14.96	55.22	0.98	1.14	15.27	13.12
	603908	牧高笛	买入	38.55	25.71	1.23	1.86	31.34	20.73

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=0.8174 元人民币; 收盘价和市值均采用 2021 年 12 月 3 日收盘数据。

表 2 各公司收入增速跟踪

品类	公司	分地区	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
运动	耐克	全球	10.16%	5.13%	-	-0.62%	8.88%	2.50%	95.53%	95.45%	
		中国	19.62%	-5.16%	-2.95%	6.02%	24.42%	51.00%	17.36%	17%	
	Lululemon (20Q2 代表截至 8 月 2 日季度)	全球	22.09%	22.53%	19.70%	-	2.22%	21.97%	23.76%	88.12%	
		亚太/中国	30.51%	33.44%	36.42%	-	-	14.02%	10.68%	406.27%	
	Adidas	全球	4.00%	9.14%	7.87%	-	-	-6.96%	-4.98%	20.25%	3%
		大中华区	14.00%	11.00%	16.10%	-	持平	-5.00%	19.00%	150.81%	-15%

PUMA	全球	16.93%	19.00%	20.57%	-1.48%	-	32.25%	7.16%	9.10%	19.16%	20.4%
	亚太区	23.02%	32.71%	6.01%	-	11.47%	14.77%	-6.12%	4.03%	24.62%	1.7%
斯凯奇	全球	10.91%	15.10%	23.13%	-2.70%	-	42.04%	-3.92%	-0.45%	14.98%	19.2%
	大中华区										
Dick's Sporting Goods (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	3.75%	5.65%	4.68%	-	30.59%	20.10%	22.93%	19.81%	118.92%	
	大中华区										
安德玛	全球	1.44%	-0.94%	3.69%	-	22.78%	40.62%	0.25%	-2.60%	35.15%	7.85%
	大中华区	22.22%	4.03%	8.93%	-	33.33%	20.13%	15.48%	26.23%	118.75%	19%
拼多多	全球	169.10%	122.81%	9089.50%	4391.50%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	238.89%	51%
	大中华区	169.10%	122.81%	90.89%	43.91%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	238.89%	51%
京东	全球	22.89%	28.71%	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	38.97%	25.54%
	大中华区	22.89%	28.71%	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	38.97%	25.54%
RealReal	全球	2.49%	13.40%	20.92%	-	19.61%	26.65%	36.01%	10.53%	14.55%	50.96%
	大中华区										
阿里巴巴	全球	42.02%	39.78%	37.67%	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	63.93%	29%
	大中华区	42.02%	39.78%	37.67%	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	63.93%	29%
Zalando SE	全球	15.90%	-4.77%	30.56%	-	23.25%	33.49%	-9.09%	39.11%	-13.04%	
	大中华区										
迅销公司 (21Q1 代表截至 11 月的季度)	全球	7.32%	9.73%	-3.20%	-6.08%	-	39.05%	-0.45%	-0.57%	-0.28%	6.2%
	大中华区										
Inditex (20Q2 代表截至 7 月 31 日季度)	全球	16.30%	1.55%	20.94%	-	60.99%	43.20%	27.95%	4.38%	48.59%	
	大中华区										
Levi Strauss&Co. (20Q2 代表截至 8 月 23 日的季度)	全球	5.39%	3.80%	-1.46%	5.00%	-	62.10%	26.54%	-11.65%	-13.31%	33.00%
	大中华区	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%	-0.10%	-5.35%	
	大中华区	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%	-3.20%	-10.35%	
	大中华区										
威富集团 (20Q2 代表截至 9 月 26 日的上半年)	全球	-	-	-	-	-	-	-	-12.21%	22.84%	23%
	大中华区	18.53%	13.16%	14.10%	34.56%	52.62%	23.12%				
Steven Madden	全球	12.44%	8.47%	1.11%	-	12.60%	67.91%	30.25%	-14.93%	0.52%	
	大中华区										
卡骆驰	全球	9.42%	19.80%	21.76%	-5.00%	-7.62%	15.66%	56.48%	63.64%	63.64%	77%
	大中华区										
Stitch Fix (累计季度)	全球	25.13%	29.09%	35.77%	21.46%	22.01%	-9.09%	2.61%	10.25%	10.25%	20.64%
	大中华区										
Farfetch	全球	42.00%	88.89%	95.00%	90.00%	75.00%	72.00%	41%	43%	43%	33%
	大中华区										
LVMH	全球	15.12%	17.02%	11.50%	-	15.49%	37.84%	10.22%	-6%	84%	20%
	大中华区										
Ferragamo (20Q2 代表截至 6 月 30 日的季度)	全球	2.30%	2.26%	-30.10%	-46.6%	-38.5%	-20.4%	10.3%	44.35%	44.35%	17.4%
	亚太地区	-0.5%	1.7%	4.3%	-22.9%	-30.6%		128%			
	全球	-8%	-1%			72%	28%				

蒂芙尼 (20Q2 代表截至 7 月 31 日的季度)	大中华区									80%	
历峰集团 (20Q2 代表截至 9 月 30 日季度)	全球	4%	2%	-47%	-26%	+1%				127.47%	
	亚太地区	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	-1%	0%	4%	5%	0%	-4%		98%	45%	
	大中华区										
加拿大鹅	全球	27.66%	13.22%	-9.80%	-	63.29%	33.74%	4.84%	48.19%	115.71%	40.3%
	大中华区	83.83%	104.10%	17.54%	-	45.30%	15.54%	42.03%			85.9%
Capri	全球	11.87%	15.08%	9.25%	-	11.31%	66.49%	23.02%	-17.12%	0.42%	17%
	大中华区	11%	15%	7%	-	-20%	-64%	-19%	-9%	17%	
Tapestry (20Q4 代表截至 6 月 27 日季度)	全球	0.84%	-	-	-	-	-7.19%	18.70%			26%
	大中华区	34.38%	35.59%	35.51%	-	40.68%	-8.23%	1.25%	-0.241	0.5526	25%+
Pandora (20Q3 代表截至 9 月 30 日季度)	全球							-5%		1.21	5%
	大中华区										
化妆品品牌 雅诗兰黛	全球	8.95%	10.53%	15.46%	-	10.66%	32.31%	-8.55%	4.95%	10.13%	32.31%
	大中华区	17.51%	23.74%	29.31%	-3.93%	12.14%	8.60%	34.57%	-29.46%		15%

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。