

2022 年 10 月 23 日

Adidas 下调大中华区预期，牧高笛推出回购

纺织服装行业周报

主要观点：

服装消费 7、8 月在低基数基础上有所复苏，但 9 月及十一国庆期间，尽管有冷冬带动冬装销售，但受制于疫情影响，增速环比回落、增长弱于预期。制造端，针织方面，我们判断国外运动品牌去库存可能延续至 23Q1，但梭织客户受益于海外疫情改善仍在复苏通道。

本周阿迪公布 Q3 初步数据，大中华区下降高双位数，从而将全年增长预期由中-高单位数降至中单位数，引发纺织制造标的的进一步杀估值。

本周牧高笛股价异动，主要由于 Q3 利润端低于预期，但收入端符合预期。我们分析，利润端低于预期主要由于费用计提及小牧清理库存，露营行业趋势仍在持续。周四晚公司公告提前终止减持及拟回购 1500-3000 万元，对比 SNOWPEAK 在疫情放开后的估值回落水平，我们判断牧高笛基本调整充分。

近期我们推荐：（1）高景气度细分赛道：推荐新能源汽车内饰标的兴业科技、露营标的牧高笛；（2）三季度有望稳健增长：比音勒芬、盛泰集团，其他受益标的：鲁泰 A。（3）受益于欧洲能源危机的毛纺品类：新澳股份，其他受益标的：嘉麟杰、浙文影视、真爱美家、彩虹集团。（4）布局明年低基数基础复苏：富春染织、开润股份等。

本周安踏体育、比音勒芬、新澳股份、李宁公布三季报：

（1）安踏体育 Q3 环比改善，主品牌、FILA 如期恢复，迪桑特和可隆表现超预期，但全年指引谨慎乐观。（2）比音勒芬 Q3 收入改善，控费、减值下降带动净利率提升，在疫情反复的背景下，定位中高端的轻奢品类、有开店空间的公司增长确定性更高。（3）新澳股份 Q3 收入符合市场预期，在欧洲能源危机及寒冬背景下，Q4 有望延续较快增长。（4）李宁 Q3 流水符合预期，公司库存在业内处于较为健康水平，但折扣率可能受到一定影响。

行情回顾：跑输上证综指 1.19PCT

本周，上证综指下降 1.08%，创业板指下降 1.60%，SW 纺织服装板块下降 2.27%，跑输上证综指 1.19PCT、跑输创业板指 0.66PCT，其中，SW 纺织制造下降 3.28%，SW 服装家纺下降 1.70%，SW 饰品下降 2.03%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 13.07。

行情数据追踪：中国棉花价格指数下降 0.61%

截至 10 月 21 日，中国棉花 328 指数为 15889 元/吨，本周下降 0.61%。截至 10 月 21 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 16420 元/吨。截至 10 月 20 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 16368 元/吨，下跌 6.60%。整体来看，国内外棉价差倒挂收窄，截至 10 月 21 日，外棉价格高于内棉价格 531 元。

行业新闻：中国市场持续下滑，adidas 再度下调业绩预期；优衣库发出强烈信号，将重心转向欧美市场。

风险提示：疫情再次爆发；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：跑输上证综指 1.19PCT.....	3
3. 行业数据追踪.....	5
3.1. 本周中国棉花价格指数下降 0.61%.....	5
3.2. 本周羊毛价格回升 4.09%.....	6
3.3. 8 月社会消费品零售同比增长 5.4%、累计同比下降 0.5%.....	6
3.4. 8 月服装行业线上销售额 377.51 亿元，同比下降 12%.....	8
3.5. 8 月全国房屋新开工面积降幅环比扩大.....	8
3.6. USDA:10 月中国棉花需求环比上月下降 21.8 万吨.....	9
3.7. 8 月服装及衣着附件金额出口同比上升 5.04%.....	11
4. 行业新闻.....	12
4.1. 中国市场持续下滑，adidas 再度下调业绩预期.....	12
4.2. 优衣库发出强烈信号，将重心转向欧美市场.....	13
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 8 2020 年至今内外棉价差走势图 (1%关税核算).....	5
图 9 2020 年中至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨).....	6
图 10 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).....	6
图 11 社会零售品销售额及同比增长率 (亿元, %).....	7
图 12 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, %).....	7
图 13 网上实物零售额同比增速.....	7
图 14 2022 年 8 月纺织服装线上销售情况.....	8
图 15 房屋竣工面积及同比增速 (万平方米).....	8
图 16 房屋新开工面积及增速 (万平方米).....	9
图 17 服装及衣着附件月出口量及同比增速 (亿美元, %).....	11
图 18 纺织纱线、织物及制品月出口量及累计同比增速 (亿美元, %).....	12
表 1 2022 年 10 月 USDA 2022/2023 年度全球棉花供需预测表.....	10
表 2 2022 年 10 月 USDA 2022/2023 年度中国棉花供需预测表.....	11
表 3 重点跟踪公司.....	13
表 4 各公司收入增速跟踪.....	14

1. 本周观点

服装消费 7、8 月在低基数基础上有所复苏，但 9 月及十一国庆期间，尽管有冷冬带动冬装销售，但受制于疫情影响，增速环比回落、增长弱于预期。制造端，针织方面，我们判断国外运动品牌去库存可能延续至 23Q1，但梭织客户受益于海外疫情改善仍在复苏通道。

本周阿迪公布 Q3 初步数据，大中华区下降高双位数，从而将全年增长预期由中-高单位数降至中单位数，引发纺织制造标的的进一步杀估值。

本周牧高笛股价异动，主要由于 Q3 利润端低于预期，但收入端符合预期。我们分析，利润端低于预期主要由于费用计提及小牧清理库存，露营行业趋势仍在持续。周四晚公司公告提前终止减持及拟回购 1500-3000 万元，对比 SNOWPEAK 在疫情放开后的估值回落水平，我们判断牧高笛基本调整充分。

近期我们推荐：（1）高景气度细分赛道：推荐新能源汽车内饰标的的兴业科技、露营标的的牧高笛；（2）三季度有望稳健增长：比音勒芬、盛泰集团，其他受益标的：鲁泰 A。（3）受益于欧洲能源危机的毛纺品类：新澳股份，其他受益标的：嘉麟杰、浙文影视、真爱美家、彩虹集团。（4）布局明年低基数基础复苏：富春染织、开润股份等。

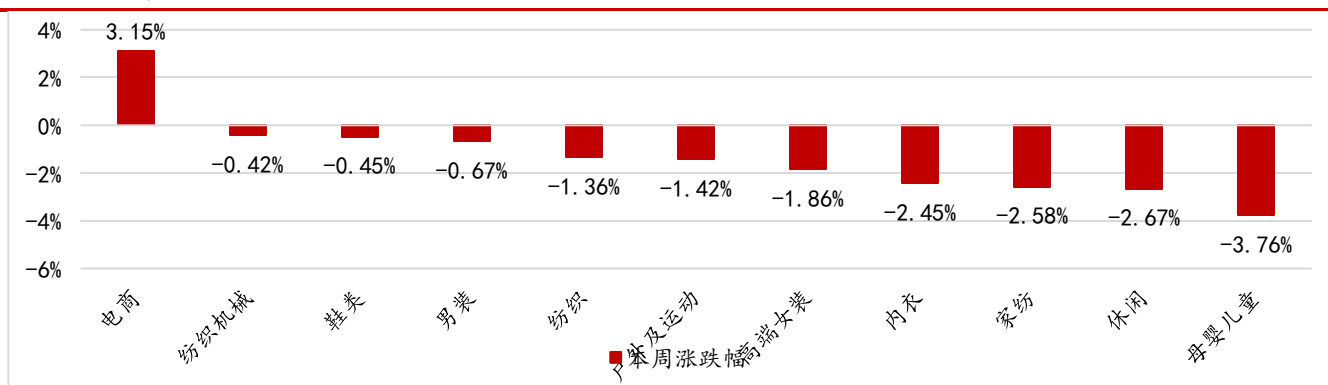
本周安踏体育、比音勒芬、新澳股份、李宁公布三季度：（1）安踏体育 Q3 环比改善，主品牌、FILA 如期恢复，迪桑特和可隆表现超预期，但全年指引谨慎乐观。

（2）比音勒芬 Q3 收入改善，控费、减值下降带动净利率提升，在疫情反复的背景下，定位中高端的轻奢品类、有开店空间的公司增长确定性更高。（3）新澳股份 Q3 收入符合市场预期，在欧洲能源危机及寒冬背景下，Q4 有望延续较快增长。（4）李宁 Q3 流水符合预期，公司库存在业内处于较为健康水平，但折扣率可能受到一定影响。

2. 行情回顾：跑输上证综指 1.19PCT

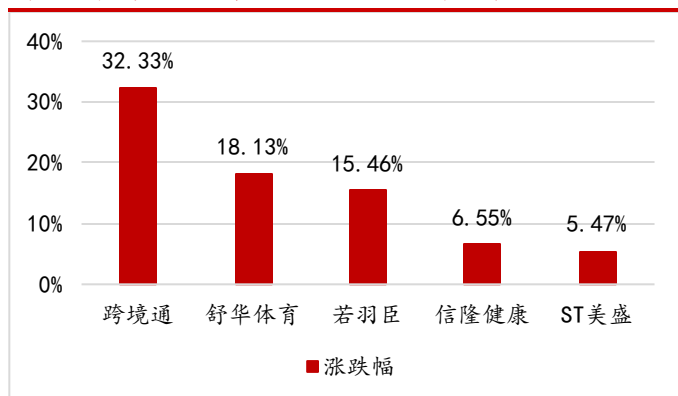
本周，上证综指下降 1.08%，创业板指下降 1.60%，SW 纺织服装板块下降 2.27%，跑输上证综指 1.19PCT、跑输创业板指 0.66PCT，其中，SW 纺织制造下降 3.28%，SW 服装家纺下降 1.70%，SW 饰品下降 2.03%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 13.07。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅（%）



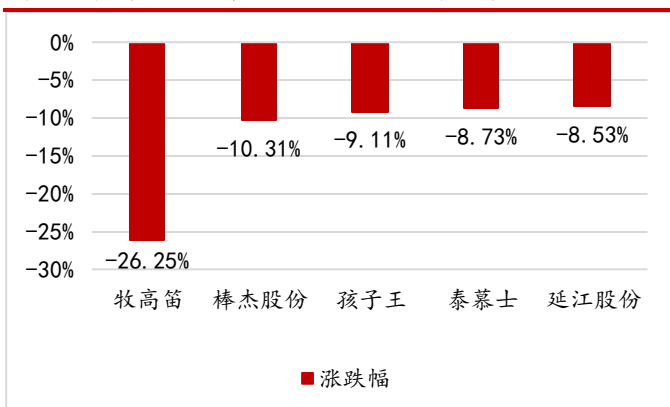
资料来源：wind，华西证券研究所

图2 本周纺织服装行业A股涨幅前5个股(%)



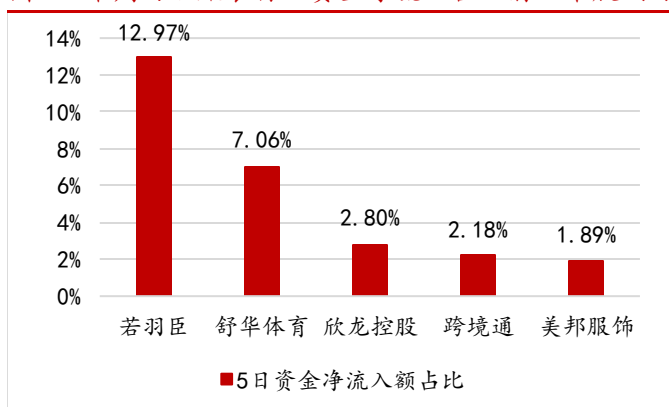
资料来源: wind, 华西证券研究所

图3 本周纺织服装行业A股跌幅前5个股(%)



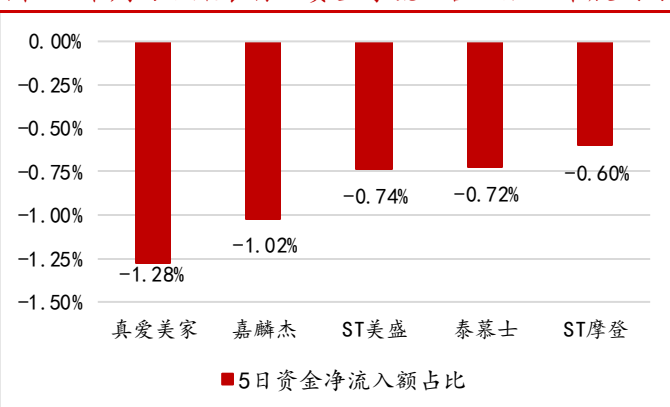
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 本周纺织服装行业资金净流入占比前5个股(%)



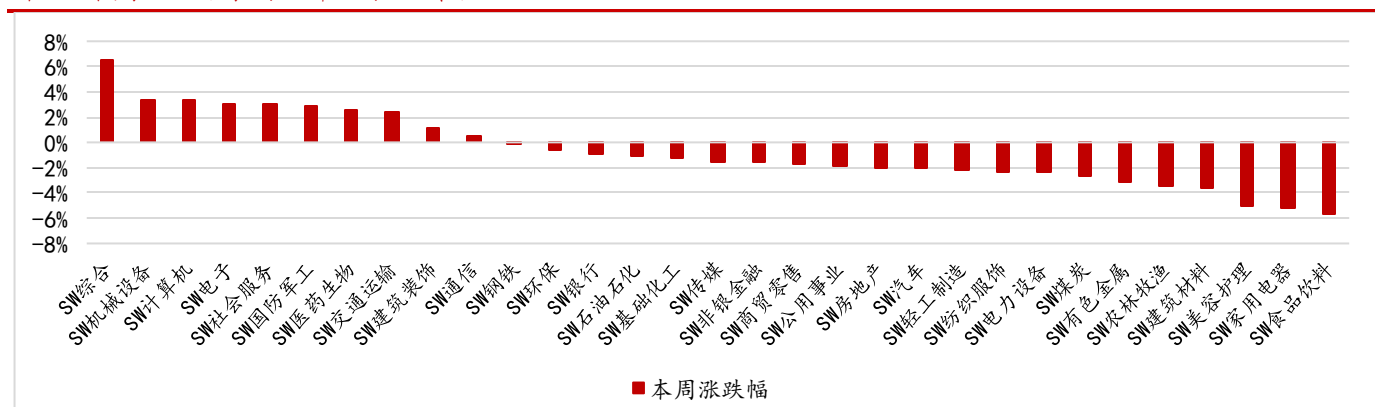
资料来源: wind, 华西证券研究所

图5 本周纺织服装行业资金净流入占比后5个股(%)



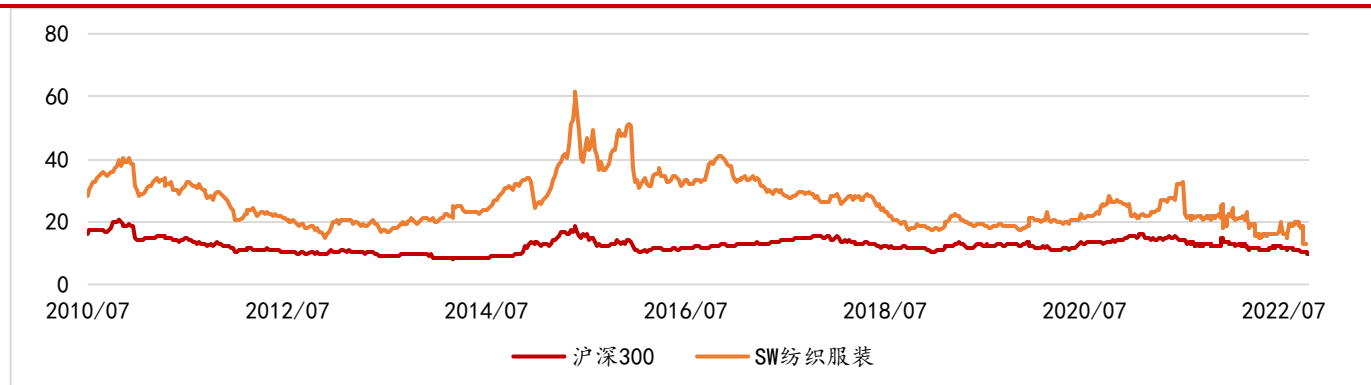
资料来源: wind, 华西证券研究所

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



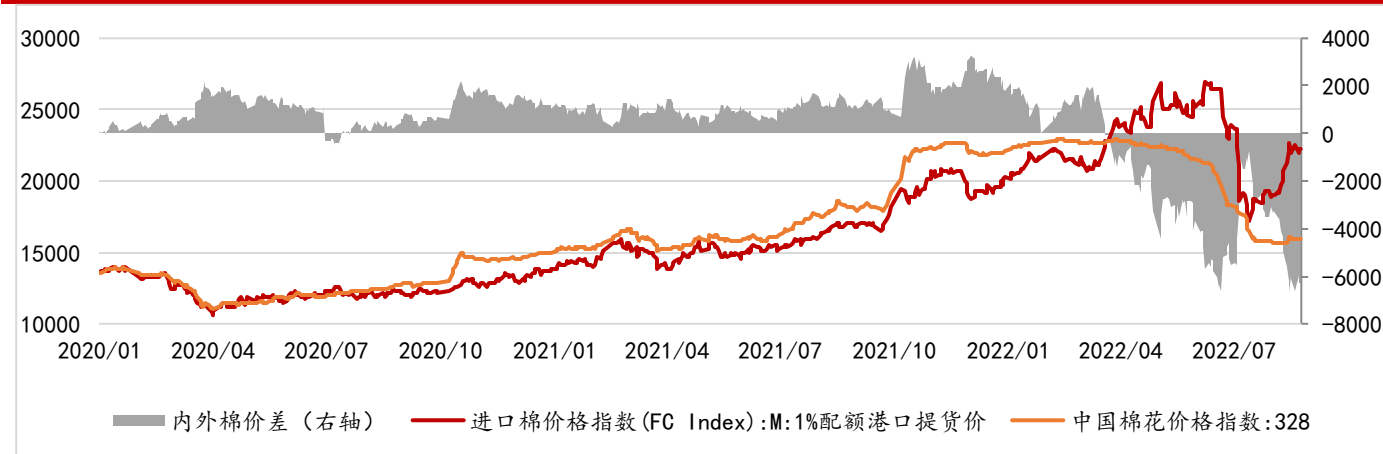
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.行业数据追踪

3.1.本周中国棉花价格指数下降 0.61%

截至 10 月 21 日, 中国棉花 328 指数为 15889 元/吨, 本周下降 0.61%。截至 10 月 21 日, 中国进口棉价格指数 (1%关税) 为 16420 元/吨。截至 10 月 20 日, CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价为 16368 元/吨, 下跌 6.60%。整体来看, 国内外棉价差倒挂收窄, 截至 10 月 21 日, 外棉价格高于内棉价格 531 元。

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

图 9 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. 本周羊毛价格回升 4.09%

截至 10 月 20 日，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为 1323 澳分/公斤，本周回升 4.09%，较 1468 高点下降 9.88%，我们判断主要由于市场需求端不足。

图 10 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）



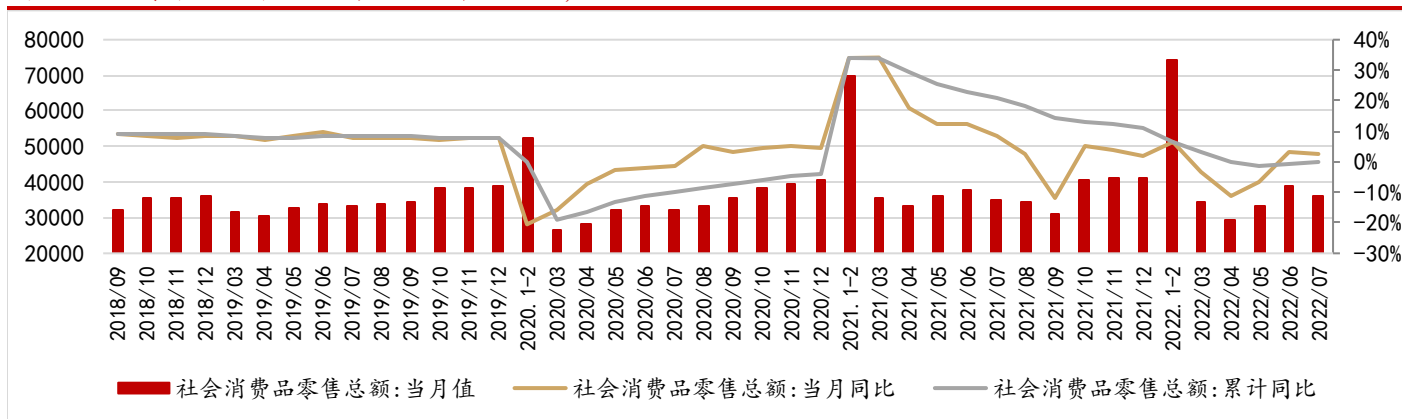
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.3. 8 月社会消费品零售同比增长 5.4%、累计同比下降 0.5%

2022 年 8 月，我国社会消费品零售总额 36258 亿元，同比增长 5.4%、累计同比下降 0.5%。服装鞋帽、针纺织品类 8 月零售总额 963 亿元，同比增长 5.1%、累计同比下降 4.4%。

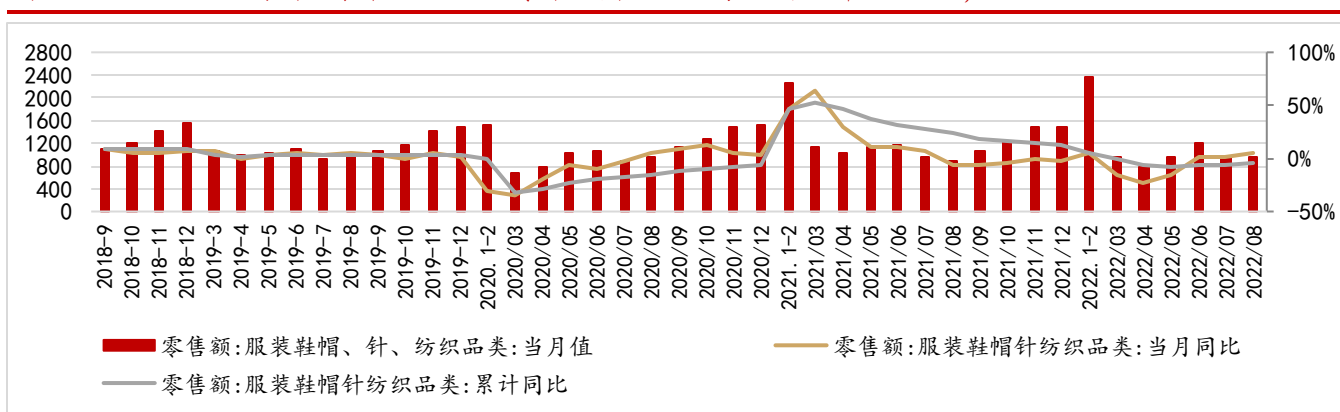
1—8 月份，全国网上零售额 84295 亿元，同比增长 3.7%。其中，实物商品网上零售额 72414 亿元，增长 5.8%，占社会消费品零售总额的比重为 25.6%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 16.5%、4.0%、4.8%。

图 11 社会零售品销售额及同比增长率（亿元，%）



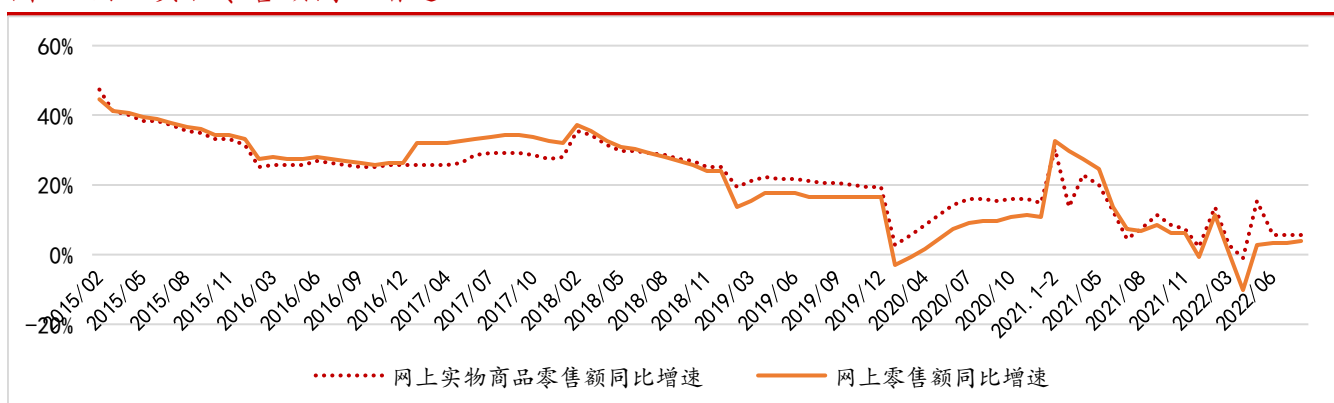
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 12 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

图 13 网上实物零售额同比增速

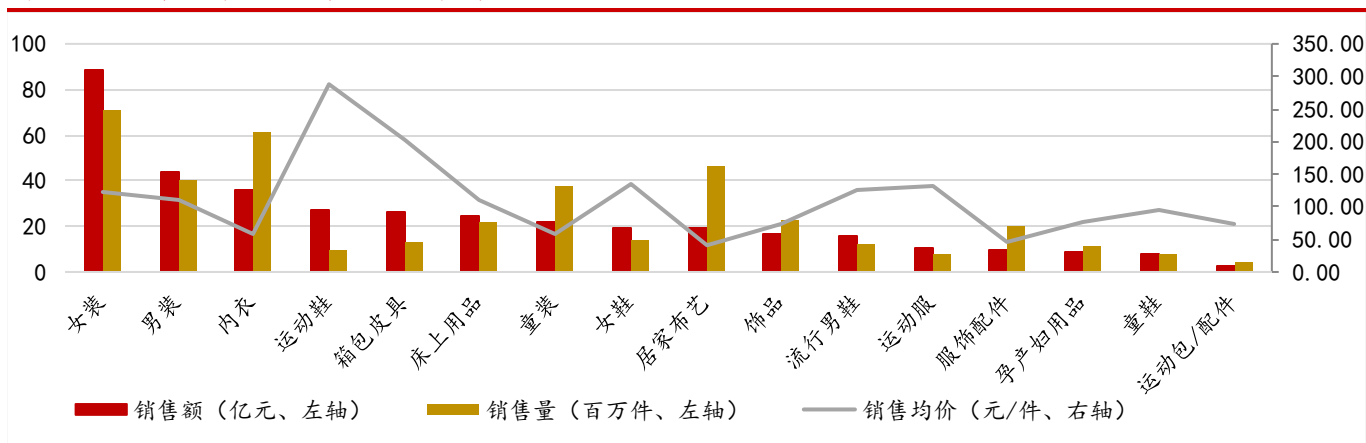


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

3.4. 8月服装行业线上销售额 377.51 亿元，同比下降 12%

2022 年 8 月，我国服装行业共实现线上销售额 377.51 亿元，同比下降 12%。从细分品类看，8 月运动包/配件销售额增速最高，销售额为 2.90 亿元，同比增加 10.61%；8 月饰品销售额增速最低，销售额为 16.75 亿元，同比下降 32.30%。

图 14 2022 年 8 月纺织服装线上销售情况

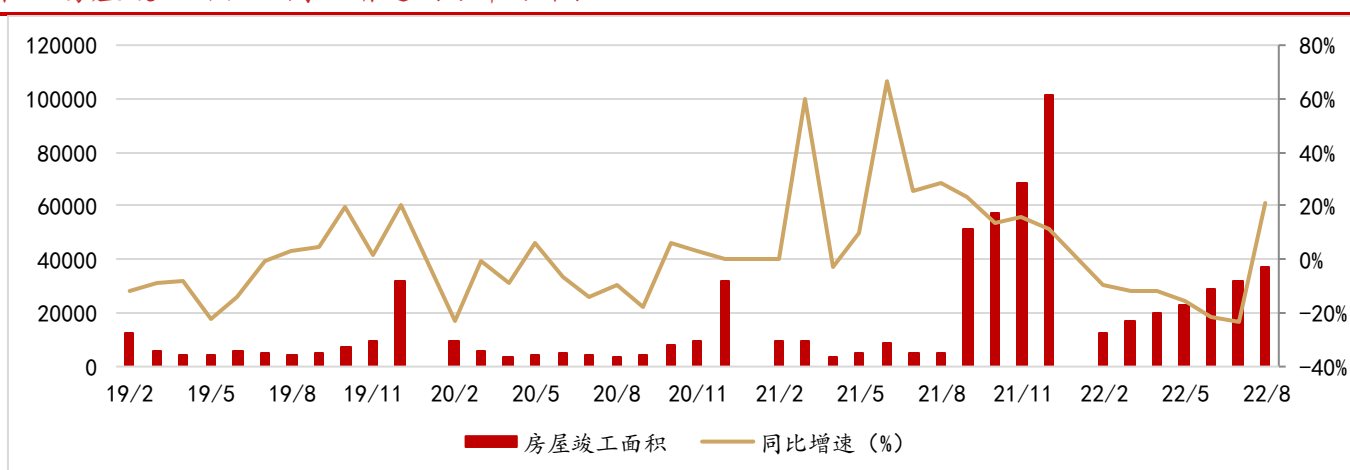


资料来源：wind，华西证券研究所

3.5. 8 月全国房屋新开工面积降幅环比扩大

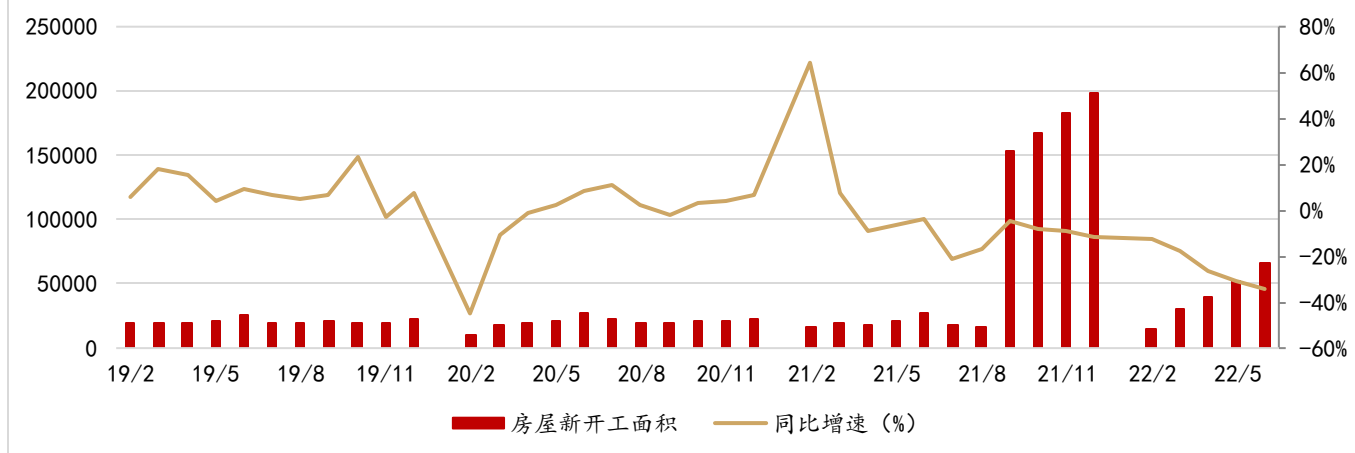
2022 年 8 月全国房屋竣工面积累计同比下降 21.1%、降幅较 7 月减少 2.2PCT；全国房屋新开工面积为 8.5 亿平方米，同比下降 37.2%；8 月全国房屋新开工面积为 0.9 亿平方米，同比下降 45.7%；降幅环比扩大 0.2PCT。家纺作为地产产业链后周期行业压力加大。

图 15 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

图 16 房屋新开工面积及增速（万平方米）



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.6.USDA:10 月中国棉花需求环比上月下降 21.8 万吨

根据美国农业部(USDA)最新发布的 10 月全球棉花供需平衡表，2022/2023 年度全球棉花总产预期为 2570.3 万吨，环比上月预测下降 8.6 万吨；消费需求预期为 2516.9 万吨，环比下降 65.9 万吨；期末库存预期 1913.1 万吨，环比调增 67.8 万吨。

表 1 2022 年 10 月 USDA 2022/2023 年度全球棉花供需预测表

指标名称	2022/2023 年度
全球:棉花:期初库存 (万吨)	1845.3
全球:棉花:产量 (万吨)	2570.3
全球:棉花:进口 (万吨)	949.7
全球:棉花:国内消费总计 (万吨)	2516.9
全球:棉花:出口 (万吨)	949.6
全球:棉花:损耗 (万吨)	-
全球:棉花:期末库存 (万吨)	1913.1
全球:棉花:总供给 (万吨)	3520.0
全球:棉花:收获面积 (百万公顷)	32.51
全球:棉花:库存消费比	0.76
全球:棉花:单产 (公斤/公顷)	791

资料来源: USDA, 华西证券研究所

根据美国农业部(USDA)最新发布的 10 月中国棉花供需平衡表, 2022/2023 年度中国棉花总产量预期为 609.6 万吨, 环比上月持平; 单产 203.2 公斤/公顷, 环比上月上调 9.7 公斤/公顷; 消费需求预期为 794.7 万吨, 环比下调 21.8 万吨; 期末库存预期 815.7 万吨, 环比调增 22.7 万吨。

表 2 2022 年 10 月 USDA 2022/2023 年度中国棉花供需预测表

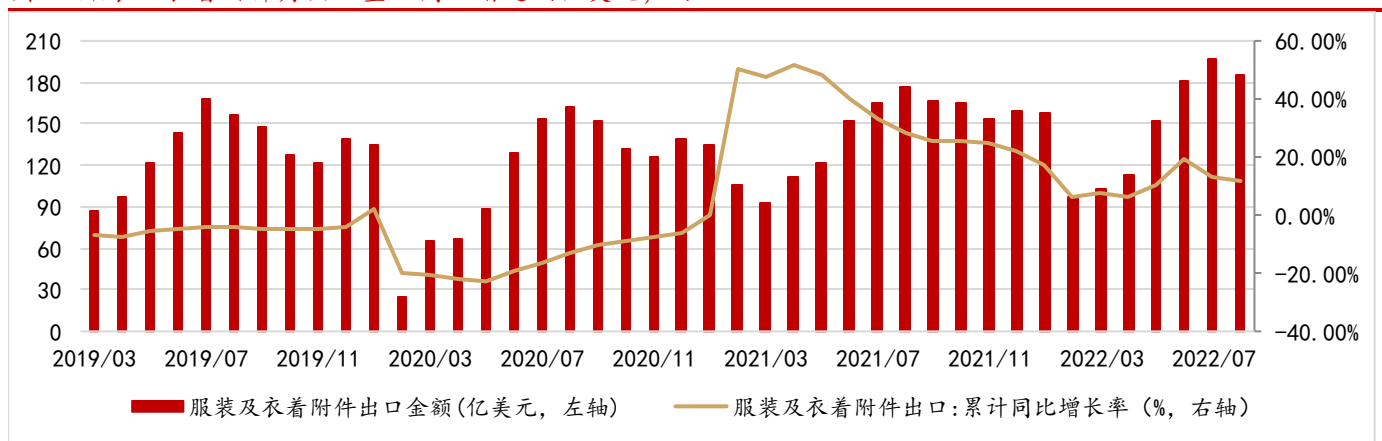
指标名称	2022/2023 年度
棉花:期初库存:中国 (万吨)	793.0
棉花:产量:中国 (万吨)	609.6
棉花:进口:中国 (万吨)	189.4
棉花:国内消费总计:中国 (万吨)	794.7
棉花:出口:中国 (万吨)	-
棉花:损耗:中国 (万吨)	-
棉花:期末库存:中国 (万吨)	815.7
棉花:收获面积:中国 (百万公顷)	3.00
棉花:库存消费比:中国	1.03
棉花:单产:中国 (公斤/公顷)	203.2

资料来源: USDA, 华西证券研究所

3.7.8 月服装及衣着附件金额出口同比上升 5.04%

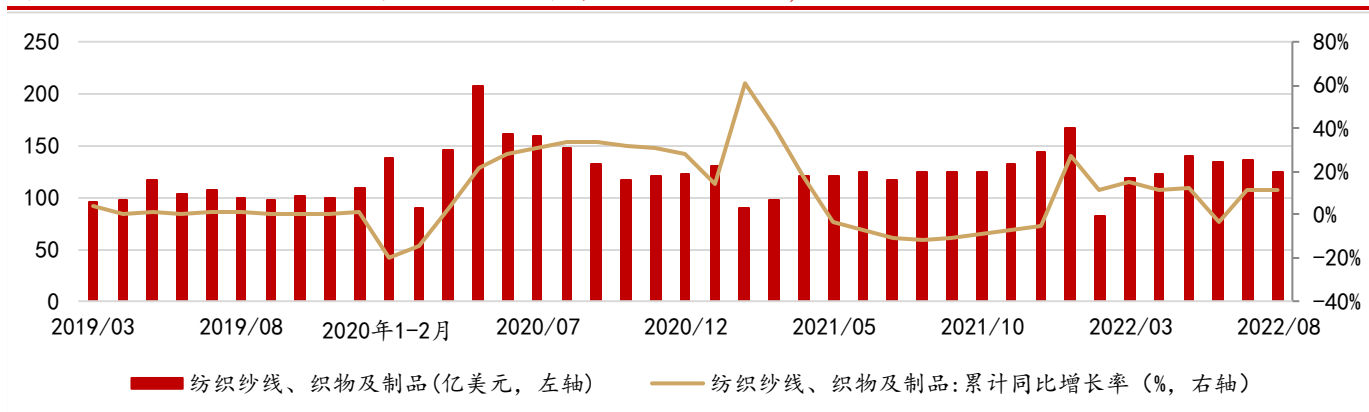
据海关总署统计, 2022 年 8 月, 服装及衣着附件出口金额为 184.86 亿美元, 同比上升 5.04%; 前 8 个月累计服装及衣着附件出口金额为 1180.34 亿美元, 同比增长 11.60%。2022 年 8 月, 纺织纱线、织物及制品出口金额为 124.90 亿美元, 同比下降 0.27%; 前 8 个月累计纺织纱线、织物及制品出口金额为 1022.68 亿美元, 累计同比增长 10.20%。

图 17 服装及衣着附件月出口量及同比增速 (亿美元, %)



资料来源: 中国海关总署, 华西证券研究所

图 18 纺织纱线、织物及制品月出口量及累计同比增速（亿美元，%）



资料来源：中国海关总署，华西证券研究所

4. 行业新闻

4.1. 中国市场持续下滑，adidas 再度下调业绩预期

10 月 20 日，德国运动服饰集团 adidas（阿迪达斯）公布第三季度初步业绩数据，并再度下调 2022 财年全年表现预期。

考虑到中国市场业务进一步恶化，以及 9 月初以来主要西方市场消费者需求下降导致的大量库存堆积，公司预计今年剩余时间还将加大促销活动。此外，最新预期还反映出几项一次性成本将影响公司第三和第四季度的利润。

不考虑汇率因素，adidas 第三季度销售收入增长了 4%，中国区销售额再次录得双位数下滑，这反映出疫情相关的管控限制措施依然广泛存在，并出现大规模的库存回收。

除中国外，其他市场在本季度继续以两位数速度增长。以欧元计算，集团第三季度销售额同比增长 11% 至 64.08 亿欧元，毛利率下滑至 49.1%，营业利润缩水到 8.8%（2021 年为 11.7%），净利润从去年的 4.79 亿欧元跌至 1.79 亿欧元。净利润的下滑主要受若干一次性支出（总计近 3 亿欧元）的影响，这些大部分都是由于该公司决定开始逐步关闭在俄罗斯的业务。此外，与高通货膨胀国家加速流动的现金池相关的非经常性成本、最近解决的法律纠纷以及更高的海关规定也对本季度的毛利、经营管理费用以及财务和税务费用产生不利影响。

由于中国市场趋势持续恶化，不断加大的促销活动以降低库存水平（以不变汇率计算，截至第三季度末库存增加了 63%）以及 2022 财年近 5 亿欧元的一次性成本，adidas 决定再次下调全年预期：

排除汇率变动影响后，集团销售额将以中等个位数的速度增长（此前为中高个位数）；第四季度由于品牌强大的产品渠道，即将到来的假日季和世界杯，有望呈现两位数增长；目前预计 2022 年毛利率为 47.5%（之前预计为 49.0%）；营业利润率预计为 4.0%（之前预计为 7.0%）；持续运营净利润预计为 5 亿欧元（之前预计为 13 亿欧元）。

据该公司预测，2023 年，此前出现的近 5 亿欧元一次性成本将不会再出现，这将对净利润产生积极影响。此外，鉴于市场环境充满挑战，adidas 决定在 2023 年推出业务改进计划，以保障公司的盈利能力。该公司已经推出几项举措，旨在减轻因公司价值链的通胀压力和不利的汇率波动而导致的显著性成本增加。这一项目将在第四季度产生近 5000 万欧元的一次性成本，预计将在 2023 年抵消高达 5 亿欧元的成本阻力。

公司预计，明年将实现近 2 亿欧元的利润。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/zvEz2tniw_aZPvFbPnKWg)

4.2. 优衣库发出强烈信号，将重心转向欧美市场

亚洲服饰巨头 Fast Retailing 迅销集团公布的全年业绩一如市场所料：营业利润创纪录，但大中华市场低迷不改。

在发布 2022 财年业绩的同时，集团罕见公布了欧洲扩张战略，而在此之前，集团还将廉价品牌 GU 首次推向美国，显示该日本服饰巨头正在发出将重心转向欧美市场的强烈信号。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/Vd-ShtSDB55OHPEXk4a83q>)

5. 风险提示

疫情再次爆发；原材料波动风险；系统性风险。

表 3 重点跟踪公司

	代码	公司名称	评级	收盘价	市值	EPS (元)		PE	
				(元)	(亿元)	2022E	2023E	2022E	2023E
H 股	1234. HK	中国利郎	买入	3.55	42.5107	0.48	0.54	6.73	6.05
	2331. HK	李宁	买入	49.15	1,287.99	1.74	2.13	25.70	21.23
	2020. HK	安踏体育	买入	78	2,116.63	3.04	3.83	23.35	18.74
	3998. HK	波司登	买入	3.99	434.3945	0.21	0.24	17.29	15.30
A 股	300979	华利集团	买入	44.87	523.6329	2.83	3.27	15.86	13.72
	300218	安利股份	买入	10.41	22.5883	1.55	1.14	6.72	9.13
	605080	浙江自然	买入	46	46.5169	2.87	3.68	16.03	12.50
	003016	欣贺股份	买入	8.26	35.7071	0.63	0.73	13.11	11.32
	601339	百隆东方	买入	5.88	88.2	0.93	0.83	6.32	7.08
	002154	报喜鸟	买入	3.56	51.9523	0.39	0.48	9.13	7.42
	603877	太平鸟	买入	16.77	79.9473	1.12	1.34	14.97	12.51
	603587	地素时尚	买入	14.06	67.6395	1.34	1.57	10.49	8.96
	603558	健盛集团	买入	9.66	36.83	0.8	0.99	12.08	9.76

300577	开润股份	买入	14.92	35.7767	0.92	1.24	16.22	12.03
002293	罗莱生活	买入	9.97	83.7363	0.87	1.02	11.46	9.77
002832	比音勒芬	买入	22.93	130.8631	1.4	1.77	16.38	12.95
002563	森马服饰	买入	4.69	126.3528	0.4	0.43	11.73	10.91
600398	海澜之家	买入	4.26	184.0153	0.53	0.61	8.04	6.98
603889	新澳股份	买入	7.18	36.7434	0.71	0.88	10.11	8.16
002327	富安娜	买入	6.83	56.6521	0.75	0.85	9.11	8.04
603365	水星家纺	买入	12.64	33.7071	1.34	1.54	9.43	8.21
600400	红豆股份	增持	5.64	129.8904	0.03	0.05	188.00	112.80
002780	三夫户外	买入	10.59	16.6885	0.23	0.47	46.04	22.53
300840	酷特智能	增持	8.87	21.288	0.38	0.48	23.34	18.48
603808	歌力思	增持	8.5	31.3729	0.59	0.77	14.41	11.04
603908	牧高笛	买入	64.55	43.0484	2.82	3.68	22.89	17.54
605189	富春染织	买入	19.63	24.4982	2.04	2.57	9.62	7.64
300918	南山智尚	买入	8.61	30.996	0.5	0.63	17.22	13.67
603518	锦泓集团	买入	6.34	22.0128	0.84	1.14	7.55	5.56
605138	盛泰集团	买入	10.49	58.2782	0.49	0.68	21.41	15.43
002674	兴业科技	买入	11.12	32.4552	0.71	0.81	15.66	13.73

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=0.92 人民币；收盘价和市值均采用 2022 年 10 月 23 日收盘数据。

表 4 各公司收入增速跟踪

品类	公司	分地区	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
运动	耐克	全球	5.13%	-38.10%	-0.62%	8.88%	2.50%	95.53%	15.61%	1.01%	4.96%	-0.89%	3.58%
		中国	-5.16%	-2.95%	6.02%	24.42%	51.33%	17.36%	11.35%	-19.80%	-5%	-19.2%	
	Lululemon (20Q2 代表 截至 8 月 2 日的季度)	全球	-16.66%	2.22%	21.97%	23.76%	88.12%	60.65%	29.80%	23.10%	31.55%	28.8%	
		亚太/ 中国	-70.36%	-30.55%	14.02%	10.68%	406.27%						
	Adidas	全球	7.87%	-19.21%	-35.03%	-6.96%	-4.98%	20.25%	3%	-0.06%	0.6%	-3%	11%
		大中华区	16.10%	-58.00%	持平	-5.00%	19.00%	150.81%	-15%	-19.40%	9.10%	-28.3%	双位数下降
	PUMA	全球	20.57%	-1.48%	-32.25%	7.16%	9.10%	19.16%	20.40%	14.30%	19.70%	18.4%	
		亚太区	6.01%	-11.47%	-14.77%	-6.12%	4.03%	24.62%	1.70%	-5.40%	-17.00%	4.10%	
	斯凯奇	全球	-2.70%	-42.04%	-3.92%	-0.45%	14.98%	127.26%	19.22%	24.40%	26.85%	12.40%	
		大中华区									9%		
		全球	4.68%	-30.59%	20.10%	22.93%	19.81%	118.92%	13.91%	7.26%	-7.49%	-4.98%	

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	Dick's Sporting Goods (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	大中华区									
	全球	-22.78%	-40.62%	0.25%	-2.60%	35.15%	90.99%	7.85%	8.94%	3.48%	
安德玛	大中华区	-33.33%	-20.13%	15.48%	26.23%	118.75%		19%			
	全球	2.29%	10.7%	12.9%	19.36%	49.7%	35.28%	21.66%	26%	31.2%	21.8%
Deckers Brands	中国										
	全球	9089.50%	4391.50%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	51%	2.57%	7.34%	22.16
拼多多	大中华区	90.89%	43.91%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	51%	2.57%	7.34%	22.16
	全球	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	25.54%	22.99%	18%	5.44%
京东	大中华区	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	25.54%	22.99%	18%	5.44%
	全球	20.92%	-19.61%	26.65%	36.01%	10.53%	14.55%	50.96%	67.13%	48.46%	
RealReal	大中华区										
	全球	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	33.81%	29%	9.72%	8.89%	-0.09%
阿里巴巴	大中华区	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	33.81%	29%	9.72%	8.89%	-0.09%
	全球	30.56%	-23.25%	33.49%	-9.09%	39.11%	-13.04%	23.44%	20.46%	-1.47%	-24.12%
Zalando SE	大中华区										
	全球	-3.20%	-6.08%	-39.05%	-0.45%	-0.57%	-0.28%	46.99%	-5.84%	1.2%	
迅销公司 (21Q1 代表截至 11 月的季度)	大中华区										
	全球	20.94%	-60.99%	43.20%	-25.40%	49.62%	47.86%	22.10%	32.83%	36%	
Inditex (20Q2 代表截至 7 月 31 日季度)	大中华区										
	全球	-1.46%	5.00%	-62.10%	-26.50%	-13.31%	156.45%	40.87%	21.57%	21.90%	
Levi Strauss&Co. (21Q4 代表截至 11 月 28 日的季度)	大中华区	16.44%	16.64%								
	全球	-2.23%	1.10%	-43.15%	-18.20%	-0.10%	-5.35%	-1.28%	2.28%	-12.88%	
盖普 (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	大中华区	5.74%	5.48%								
	全球	6.37%	9.70%	-52.48%	-31.80%	-3.20%	-10.35%	23.87%	26.60%	13.08%	
TJX (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	大中华区										
	全球	6.37%	9.70%	-52.48%	-31.80%	-3.20%	-10.35%	23.87%	26.60%	13.08%	

电商

奢侈品	月 1 日的季度)	大中华区											
	威富集团 (20Q2 代表截至 9 月 26 日的上半年)	全球	-14.10%	-34.56%	-52.62%	-23.10%	-12.21%	22.84%	23%	22%	9.37%	7%	
		大中华区											
	Steven Madden	全球	12.60%	-67.91%	-30.25%	14.90%	0.52%	178.61%	52.43%	62.94%	55.04%		
		大中华区											
	卡骆驰	全球	-5.00%	-7.62%	15.66%	56.48%	63.64%	93.27%	73.03%	42.56%	43.48%		
		大中华区											
	Stitch Fix (累计季度)	全球	35.77%	21.46%	22.01%	-9.09%	2.61%	10.25%	20.64%				
		大中华区											
	奢侈品	Farfetch	全球	95.00%	90.00%	75.00%	72.00%	41%	43%	33%	23.24%	6.19%	
			大中华区										
		LVMH	全球	11.50%	-15.49%	-37.84%	10.20%	-6%	84%	20%	35.39%	29%	28%
亚洲地区			1%										
Ferragamo (20Q2 代表截至 6 月 30 日的季度)		全球	-30.10%	-46.60%	-38.50%	20.40%	10.30%	44.35%	17.40%	20.8%	23.3%		
		亚太地区	4.30%	-22.90%	-30.60%	12.9%	128%						
历峰集团 (20Q2 代表截至 9 月 30 日季度)		全球	-47%	-26%	1%						20%		
		亚太地区	-29%	-6%	21%								
CK		全球	1.00%							-1.30%	1.32%		
		大中华区											
Burberry (20Q4 代表截至 12 月 26 日的季度)		全球	4%	5%	0%	-4%			98%	45%	86%		
		大中华区										-13%	
加拿大鹅		全球	-9.80%	-63.29%	-33.74%	4.84%	48.19%	115.71%	40.30%	23.65%	6.8%	24%	
		大中华区	17.54%	-45.30%	-15.54%	42.03%				85.90%	-28.1%		
Capri	全球	9.25%	-11.31%	-66.49%	-23%	-17.12%	0.42%	17%	23.58%	24.6%	15.2%		
	大中华区	7%	-20%	-64%	-19%	-9%	17%						
	全球	-52.78%	-13.68%	-7.19%	18.70%			125.87%	26%	27%	12.9%		

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	Tapestry (20Q4 代表 截至 6 月 27 日季度)	大中 华区	35.51%	-40.68%	-8.23%	1.25%	-0.241	0.5526	25%	5.80%			
	Pandora (20Q3 代表 截至 9 月 30 日季度)	全球				-5%	1.21	5%	14.19%	21%			
		大中 华区											
化 妆 品 品 牌	雅诗兰黛	全球	15.46%	-10.66%	-32.31%	-8.55%	4.95%	10.13%	32.31%	14.14%	10.00%	9%	15.44%
		大中 华区	29.31%	-3.93%	12.14%	8.60%	34.57%	-29.46%	15%	7.15%			

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。