

2023 年 02 月 25 日

本周男装涨幅领先，森马、欣贺二代接班

纺织服装行业周报

主要观点：

本周品牌服装估值修复行情持续，男装板块涨幅居前，继比音勒芬、报喜鸟之后，本周海澜之家、九牧王表现较好，我们分析主要由于：（1）海澜之家估值不到 10 倍、年初以来终端增长稳健，且我们预计四代店转型后毛利率有提升空间，带动 23 年业绩超预期；（2）九牧王聚焦裤装品类后，十代店店效提升明显，爆品小黑裤销量领先，本周在抖音推广新品轻松裤，23 年有望在疫后恢复增长。

本周牧高笛涨幅较高，我们分析主要由于 2 月以来线上天猫数据接近翻倍增长，但我们认为线上仍需结合京东数据综合来看，且去年同期 2 月基数不高、需综合 1-2 月来看。

本周锦泓集团推出限制性股票和二期员工持股计划（草案），价格均为 4.36 元，考核 23-25 年净利不低于 2.07/3.06/4.46 亿元（CAGR47%）。我们认为在去年债务置换后财务费用持续下降、关闭亏损门店后销售费用率下降、严控折扣带来毛利率提升后净利有望超过收入增速，且未来线上带动线下有望打开加盟拓店空间，公司 2023 年 2 月 23 日收盘价 8.66 元对应 23/24PE13/9X，继续推荐。

本周我们发布嘉曼服饰深度报告，公司自创立以来持续深耕中高端童装市场，同时一方面公司线上占比、投入领先行业，另一方面线下仍有外延拓展空间，未来增速有望高于行业平均水平，并受益于三胎政策的放开。预计未来 2 年 CAGR28%，公司 2023 年 2 月 22 日收盘价为 25.84 元对应 23/24PE15/12X，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资观点：（1）目前服装 1-2 月终端销售情况好于市场预期，继续推荐品牌服装的疫后改善行情：推荐报喜鸟、锦泓集团；（2）棉价见底企稳，推荐富春染织在产能扩张大年下的利润修复弹性，未来新品类拓展打开空间。

行情回顾：跑输上证综指 0.80PCT

本周，上证指数上涨 1.34%，创业板指下跌 0.83%，SW 纺织服装板块上升 2.14%，跑赢上证综指 0.80PCT、跑赢创业板指 2.97PCT，其中，SW 纺织制造下跌 0.42%，SW 服装家纺上升 4.53%，SW 饰品上升 0.26%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 16.52。

行情数据追踪：中国棉花价格指数增长 0.16%

截至 2 月 24 日，中国棉花 328 指数为 15514 元/吨，本周增长 0.16%。截至 2 月 24 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 16135 元/吨。截至 2 月 23 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 16131 元/吨，下降 0.25%。整体来看，国内外棉价差倒挂缩小，截至 2 月 24 日，外棉价格高于内棉价格 621 元。

行业新闻：森马创始人卸任法人及董事长，创二代接班；爱马仕 2022 年销售额 116 亿欧元，亚洲增长 22%；Asics 亚瑟士集团 2022 年销售额和营业利润双创新高；李宁推出“超级奥莱”计划；日本露营户外品牌 Snow Peak 的中国合资公司今年上半年开张，2022 年销售额突破 300 亿日元。

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	4
2. 行情回顾：跑赢上证综指 0.71PCT	4
3. 行业数据追踪	6
3.1. 本周中国棉花价格指数增长 0.16%	6
3.2. USDA：2 月棉花总产预期环比上月预测调减 22.3 万吨，期末库存预期环比下降 18.5 万吨	7
3.3. 12 月服装社零同比下降 12.5%、累计同比下降 6.5%	8
4. 行业新闻	9
4.1. 森马创始人卸任法人及董事长，创二代接班	9
4.2. 爱马仕 2022 年销售额 116 亿欧元，亚洲增长 22%	10
4.3. Asics 亚瑟士集团 2022 年销售额和营业利润双创新高	10
4.4. 李宁推出“超级奥莱”计划	10
4.5. 日本露营户外品牌 Snow Peak 的中国合资公司今年上半年开张，2022 年销售额突破 300 亿日元	11
5. 风险提示	11

图表目录

1. 本周观点	4
2. 行情回顾：跑赢上证综指 0.52PCT	4
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 (%)	5
图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%)	5
图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)	5
图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)	5
图 6 本周纺织服装行业市场表现排名	5
图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况	6
3. 行业数据追踪	6
3.1. 本周中国棉花价格指数增长 0.16%	6
图 8 2020 年至今内外棉价差走势图 (1%关税核算)	6
图 9 2020 年中至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨)	7
3.2. USDA：2 月棉花总产预期环比上月预测调减 22.3 万吨，期末库存预期环比下降 18.5 万吨	7
3.3. 12 月服装社零同比下降 12.5%、累计同比下降 6.5%	8
图 10 社会零售品销售额及同比增长率 (亿元, %)	8
图 11 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, %)	9
图 12 网上实物零售额同比增速	9
4. 行业新闻	9
4.1. 森马创始人卸任法人及董事长，创二代接班	9
4.2. 爱马仕 2022 年销售额 116 亿欧元，亚洲增长 22%	10
4.3. Asics 亚瑟士集团 2022 年销售额和营业利润双创新高	10
4.4. 李宁推出“超级奥莱”计划	10
4.5. 日本露营户外品牌 Snow Peak 的中国合资公司今年上半年开张，2022 年销售额突破 300 亿日元	11
5. 风险提示	11

表 1	2023 年 2 月 USDA 2022/2023 年度全球棉花供需预测表	7
表 1	2023 年 2 月 USDA 2022/2023 年度中国棉花供需预测表	8
表 3	重点跟踪公司	12
表 4	各公司收入增速跟踪	13

1. 本周观点

本周品牌服装估值修复行情持续，男装板块涨幅居前，继比音勒芬、报喜鸟之后，本周海澜之家、九牧王表现较好，我们分析主要由于：（1）海澜之家估值不到 10 倍、年初以来终端增长稳健，且我们预计四代店转型后毛利率有提升空间，带动 23 年业绩超预期；（2）九牧王聚焦裤装品类后，十代店店效提升明显，爆品小黑裤销量领先，本周在抖音推广新品轻松裤，23 年有望在疫后恢复增长。

本周牧高笛涨幅较高，我们分析主要由于 2 月以来线上天猫数据接近翻倍增长，但我们认为线上仍需结合京东数据综合来看，且去年同期 2 月基数不高、需综合 1-2 月来看。

本周锦泓集团推出限制性股票和二期员工持股计划（草案），价格均为 4.36 元，考核 23-25 年净利不低于 2.07/3.06/4.46 亿元（CAGR47%）。我们认为在去年债务置换后财务费用持续下降、关闭亏损门店后销售费用率下降、严控折扣带来毛利率提升后净利有望超过收入增速，且未来线上带动线下有望打开加盟拓店空间，公司 2023 年 2 月 23 日收盘价 8.66 元对应 23/24PE13/9X，继续推荐。

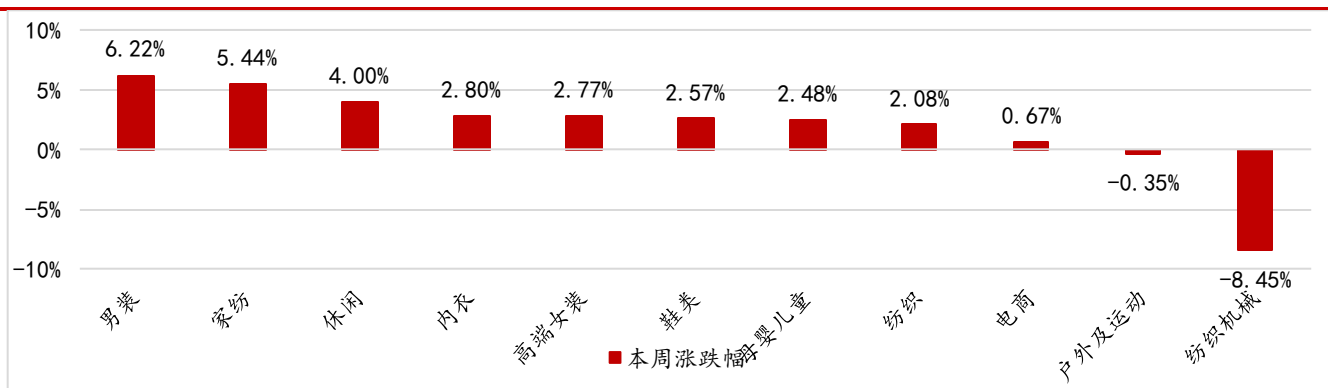
本周我们发布嘉曼服饰深度报告，公司自创立以来持续深耕中高端童装市场，同时一方面公司线上占比、投入领先行业，另一方面线下仍有外延拓展空间，未来增速有望高于行业平均水平，并受益于三胎政策的放开。预计未来 2 年 CAGR28%，公司 2023 年 2 月 22 日收盘价为 25.84 元对应 23/24PE15/12X，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资观点：（1）目前服装 1-2 月终端销售情况好于市场预期，继续推荐品牌服装的疫后改善行情：推荐报喜鸟、锦泓集团；（2）棉价见底企稳，推荐富春染织在产能扩张大年下的利润修复弹性，未来新品类拓展打开空间。

2. 行情回顾：跑赢上证综指 0.80PCT

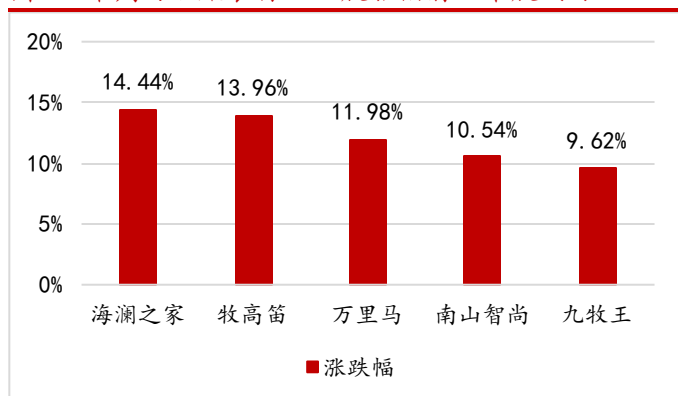
本周，上证指数上涨 1.34%，创业板指下跌 0.83%，SW 纺织服饰板块上升 2.14%，跑赢上证综指 0.80PCT、跑赢创业板指 2.97PCT，其中，SW 纺织制造下跌 0.42%，SW 服装家纺上升 4.53%，SW 饰品上升 0.26%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 16.52。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅（%）



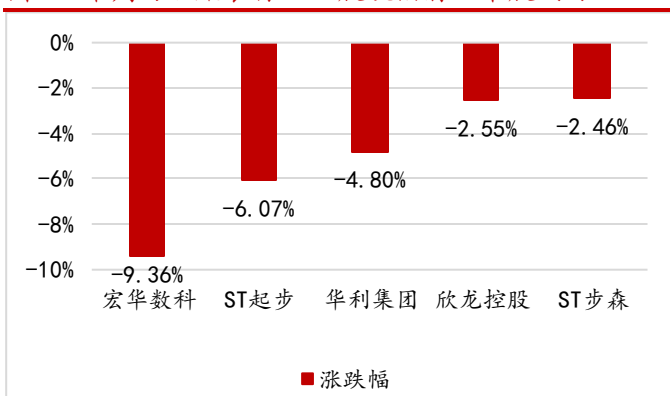
资料来源：wind，华西证券研究所

图2 本周纺织服装行业A股涨幅前5个股(%)



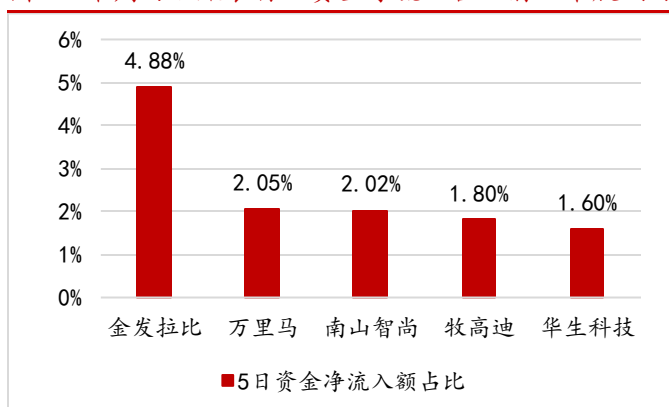
资料来源: wind, 华西证券研究所

图3 本周纺织服装行业A股跌幅前5个股(%)



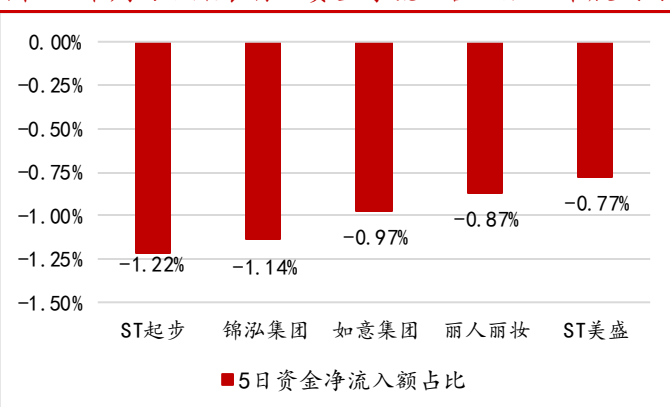
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 本周纺织服装行业资金净流入占比前5个股(%)



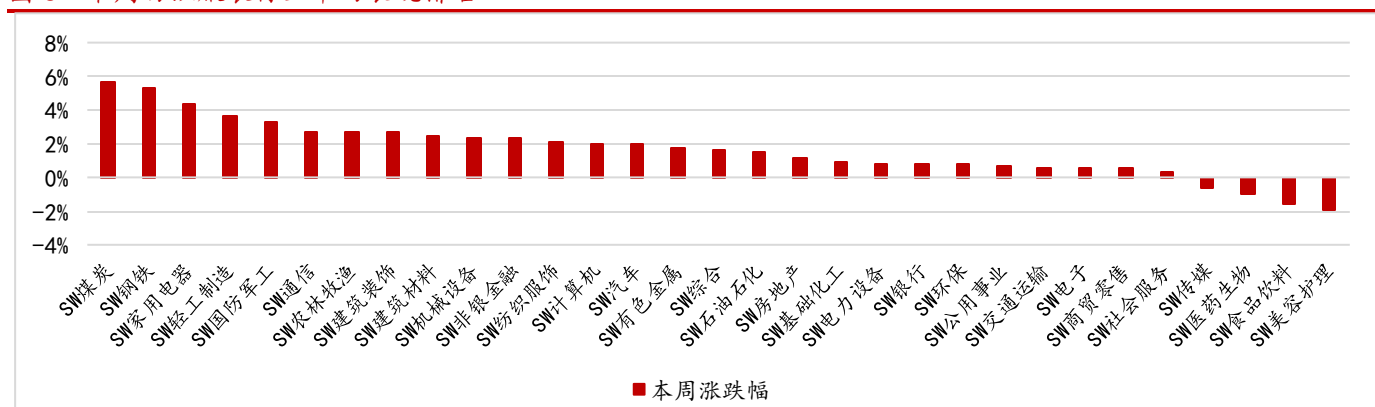
资料来源: wind, 华西证券研究所

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



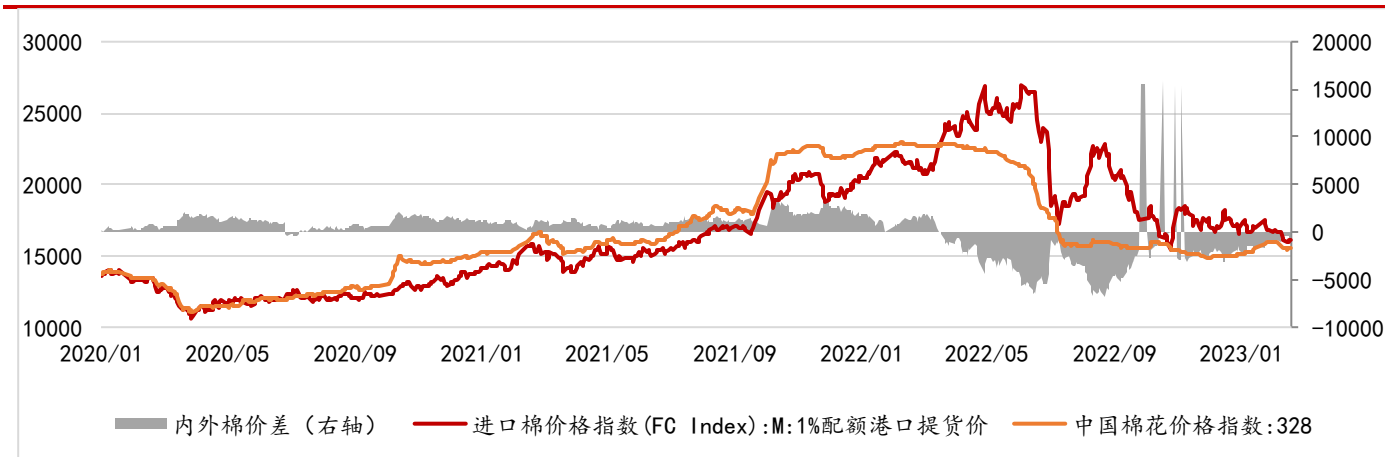
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.行业数据追踪

3.1.本周中国棉花价格指数增长 0.16%

截至 2 月 24 日, 中国棉花 328 指数为 15514 元/吨, 本周增长 0.16%。截至 2 月 24 日, 中国进口棉价格指数 (1%关税) 为 16135 元/吨。截至 2 月 23 日, CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价为 16131 元/吨, 下降 0.25%。整体来看, 国内外棉价差倒挂缩小, 截至 2 月 24 日, 外棉价格高于内棉价格 621 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. USDA：2 月棉花总产预期环比上月预测调减 22.3 万吨， 期末库存预期环比下降 18.5 万吨

根据美国农业部(USDA)最新发布的 2 月全球棉花供需平衡表，2022/2023 年度全球棉花总产预期为 2490.2 万吨，环比上月预测调减 22.3 万吨；单产 794 公斤/公顷，环比上升 7 公斤/公顷；消费需求预期为 2409.4 万吨，环比调减 4.2 万吨；期末库存预期 1939.6 万吨，环比调减 18.5 万吨。

表 1 2023 年 2 月 USDA 2022/2023 年度全球棉花供需预测表

指标名称	2022/2023 年度
棉花:期初库存:全球 (万吨)	1855.8
棉花:产量:全球 (万吨)	2490.2
棉花:进口:全球 (万吨)	880.5
棉花:消费总计:全球 (万吨)	2409.4
棉花:出口:全球 (万吨)	879.2
棉花:损耗:全球 (万吨)	-
棉花:期末库存:全球 (万吨)	1939.6
棉花:收获面积:全球 (百万公顷)	31.38
棉花:库存消费比:全球	0.81
棉花:单产:全球 (公斤/公顷)	794

资料来源：wind，华西证券研究所

根据美国农业部(USDA)最新发布的 2 月中国棉花供需平衡表，2022/2023 年度中国棉花总产预期 620.5 为万吨，环比上月调增 109 万吨；单产 2068 公斤/公顷，环比上月

调增 36 万吨；消费需求预期为 783.8 万吨，环比上月调增 10.9 万吨；期末库存预期 815.1 万吨，环比上月持平。

表 2 2023 年 2 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)	812.4
棉花:产量:中国 (万吨)	620.5
棉花:进口:中国 (万吨)	168.7
棉花:国内消费总计:中国 (万吨)	783.8
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)	815.1
棉花:总供给:中国 (万吨)	789.2
棉花:收获面积:中国 (百万公顷)	3.00
棉花:库存消费比:中国	1.04
棉花:单产:中国 (公斤/公顷)	2068

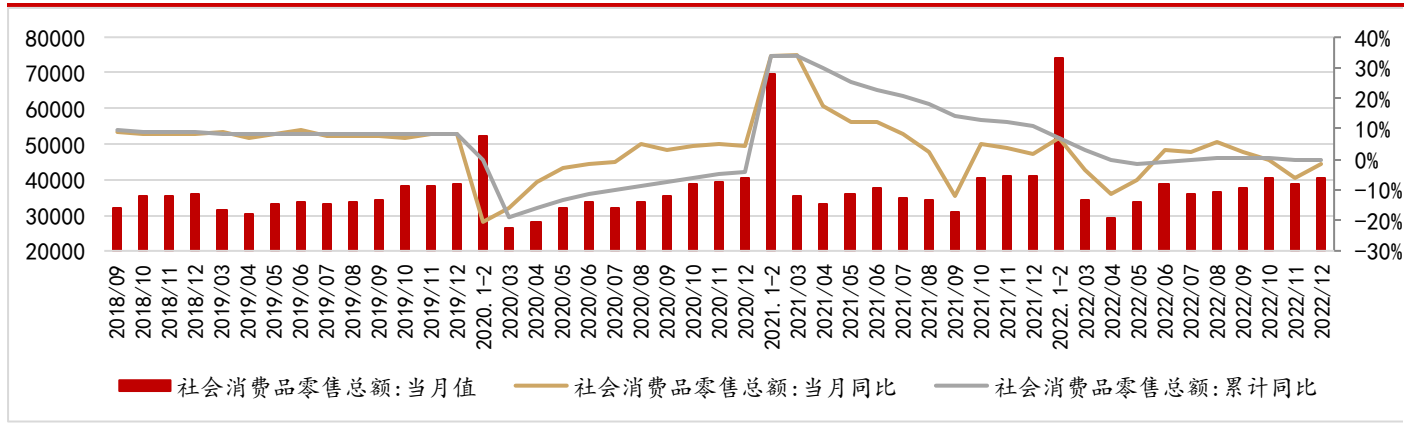
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.3.12 月服装社零同比下降 12.5%、累计同比下降 6.5%

2022 年 12 月，社会消费品零售总额 40542 亿元，同比下降 1.8%、累计同比下降 0.2%。服装鞋帽、针纺织品类 12 月零售总额 1321 亿元，同比下降 12.5%、累计同比下降 6.5%。

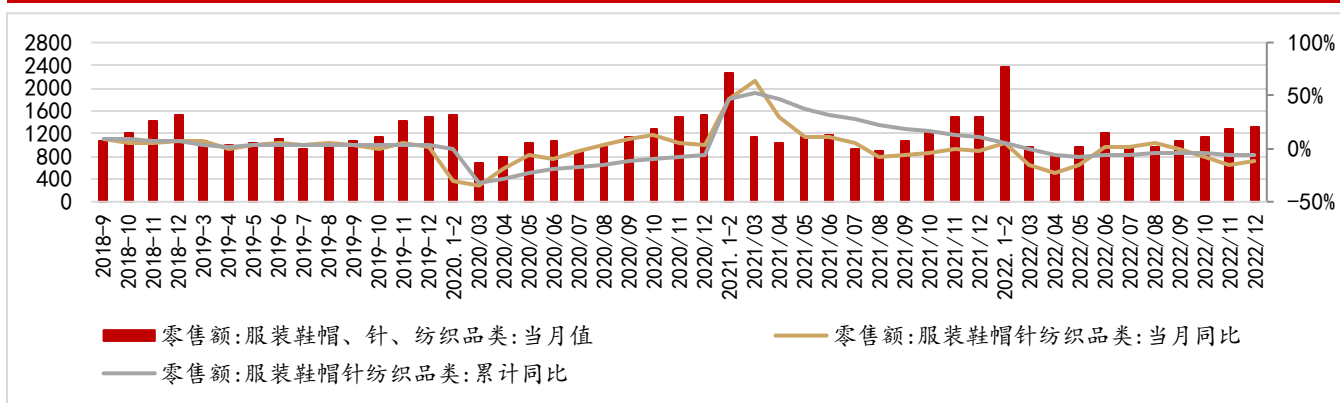
1—12 月份，全国网上零售额 137853 亿元，同比增长 5.3%。其中，实物商品网上零售额 119642 亿元，增长 10.7%，占社会消费品零售总额的比重为 68.63%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 16.1%、3.5%、5.7%。

图 10 社会零售品销售额及同比增长率 (亿元, %)



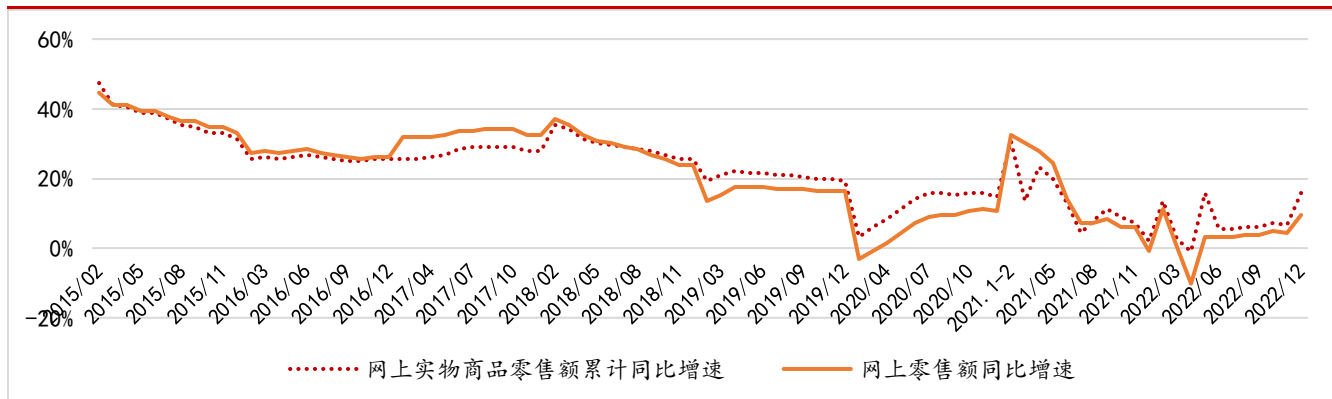
资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

图 11 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 12 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

4. 行业新闻

4.1. 森马创始人卸任法人及董事长，创二代接班

2 月 22 日，从国家企业信用信息公示系统官网获悉，浙江森马服饰股份有限公司发生工商变更，邱光和卸任法定代表人、董事长，均由邱坚强接任。作为创始人之子的邱坚强，森马服饰的新当家，在其父邱光和创立森马服饰之际，邱坚强便是参与人之一。而在森马服饰发展的多年中，邱坚强一直参与其中，其曾先后负责森马服饰采购、开发以及管理设计团队，担任过浙江森马服饰股份有限公司副董事长、总经理等职位。

早在森马服饰此前披露的一则公告中便已经敲定了邱坚强接任森马服饰董事长职位的事宜。当时公司宣布“董事会审议通过《关于选举邱坚强为公司第六届董事会董事长的议案》。选举邱坚强为第六届董事会董事长，任期与第六届董事会任期相同。根据《公司章程》规定，董事长为公司的法定代表人，后续公司将办理工商注册登记变更等其他相应手续。”森马服饰此前的一则公告提到。

(全文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/nvnGNYLNo0z3GosEe9WpaA>)

4.2. 爱马仕 2022 年销售额 116 亿欧元，亚洲增长 22%

法国奢侈品集团 Hermès (爱马仕) 公布了截至 12 月 31 日的 2022 年度财务数据: 综合营收同比增长 29%至 116 亿欧元, 按固定汇率计算增长 23%; 经常性营业利润为 46.97 亿欧元, 经常性营业利润率 40.5%, 创下十年来最高纪录。

其中, 亚太地区 2022 年销售额为 66.57 亿欧元, 为集团贡献了 57%的收入, 是爱马仕第一大市场。第四季度, 爱马仕延续了上一季度的强劲趋势, 销售额同比增长 26%至 29.91 亿欧元 (按固定汇率计算: +23%)。在过去的 10 年里, 爱马仕的销售额由 34.84 亿欧元增长至 116.02 亿欧元, 复合年增长率 12.8%; 净利润由 7.4 亿欧元增长至 33.67 亿欧元, 复合年增长率达 16.4%。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/FFap7xzM6kAaA03prlmQWg>)

4.3. Asics 亚瑟士集团 2022 年销售额和营业利润双创新高

2 月 10 日, 日本运动巨头 Asics (亚瑟士) 公布了截至 12 月底的 2022 财年关键财务数据: 随着疫情过后人们生活逐渐恢复正常, 净销售额较上一财年大幅增长 19.9%至 4846 亿日元 (剔除汇率影响后: +9.6%), 所有地区均实现两位数增长, 创下历史新高。营业利润同比大涨 54.9%至 340 亿日元, 创历史新高, 并提前实现了 2023 年中期计划设定的 250 亿日元的营业利润目标。其中, 大中华地区净销售额较上一财年大幅增长 18.7%, 达到 624 亿日元。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/zyeoNSwsNf1ui3X8x78PYg>)

4.4. 李宁推出“超级奥莱”计划

2 月 21 日, 李宁奥莱重点集团年度峰会在天津佛罗伦萨小镇举行, 全国多家重点奥莱集团出席本次活动。活动上“超级奥莱”这一李宁奥莱的全新概念被正式推出。

近年来, 李宁集团推行“开大店开好店”策略, 超级奥莱店正是李宁推动高效大店落地的进一步体现。除了进一步推动门店建设和完善产品类别以外, 未来李宁超级奥特莱斯店还将投入更多资源, 通过丰富的运动体验和会员营销活动, 将李宁式体验价值传递给更多消费者。

根据中国百货商业协会奥特莱斯产业发展委员会发布的《2022 年中国奥特莱斯行业白皮书》, 经过 20 年的发展, 奥特莱斯行业已经从小众细分零售行业发展到日益受到各类主体关注且保持快速发展的零售业态。伴随着奥莱逐渐成为“一日微度假”生活方式的载体之一, 李宁“超级奥莱”还将持续逐步布局。这将是李宁在奥莱渠道布局上的又一次探索。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/FWGP03YHN9Bd8kBWbybqMbQ>)

4.5. 日本露营户外品牌 Snow Peak 的中国合资公司今年上半年开张，2022 年销售额突破 300 亿日元

2 月 17 日，日本户外生活方式品牌 Snow Peak（雪诺必克）公布了截至 12 月底的 2022 财年关键财务数据：随着户外运动盛行以及家庭露营在过去一年大火，净销售额同比增长 19.7%至 307.73 亿日元（约合人民币 15.7 亿元）。由于销售成本增加以及人力资源投资加大，公司盈利能力有所下降：营业利润同比下降 4%至 36.74 亿日元；归母净利润同比下降 28.6%至 19.46 亿日元。

在露营需求持续高涨的背景下，市场对 Snow Peak 产品的需求有所扩大，因此，在 2022 上半年公司销售强劲。而下半年由于露营需求的疲软，批发商的库存（主要是其他公司的品牌）流动缓慢，对销售交易产生了负面影响，零售商表现也很低迷，因此，部分抵消了 Snow Peak 上半年的强劲增长。

Snow Peak 表示，计划继续专注于在日本和海外创造新客户，并将现有用户转化为忠实客户，旨在寻求自我本真，让世界各地更多的人享受到自然为本的生活价值。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/fWsYjhgQD-LTDIZYoY1kKQ>）

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	4.00	47.90	0.48	0.54	7.33	6.52
	2331.HK	李宁	买入	66.50	1752.96	1.74	2.13	36.21	29.58
	2020.HK	安踏体育	买入	103.00	2795.03	3.04	3.83	30.28	24.03
	3998.HK	波司登	买入	4.52	492.73	0.21	0.24	18.52	16.21
A 股	300979	华利集团	买入	57.31	668.81	2.83	3.27	21.27	18.41
	300218	安利股份	买入	11.12	24.13	1.55	1.14	7.20	9.79
	605080	浙江自然	买入	54.72	55.33	2.87	3.68	17.63	13.75
	003016	欣贺股份	买入	10.55	45.54	0.63	0.73	17.10	14.75
	601339	百隆东方	买入	6.73	100.95	0.93	0.83	7.37	8.25
	002154	报喜鸟	买入	5.06	73.84	0.39	0.48	12.44	10.10
	603877	太平鸟	买入	20.60	98.15	1.12	1.34	17.54	14.66
	603587	地素时尚	买入	17.06	82.07	1.34	1.57	12.24	10.45
	603558	健盛集团	买入	9.00	34.31	0.80	0.99	10.90	8.81
	300577	开润股份	买入	16.93	40.60	0.92	1.24	18.48	13.71
	002293	罗莱生活	买入	12.68	106.50	0.87	1.02	13.76	11.74
	002832	比音勒芬	买入	29.61	168.99	1.40	1.77	21.46	16.97
	002563	森马服饰	买入	5.92	159.49	0.40	0.43	14.15	13.16
	600398	海澜之家	买入	6.26	270.41	0.53	0.61	10.32	8.97
	603889	新澳股份	买入	7.73	39.56	0.71	0.88	10.58	8.53
	002327	富安娜	买入	7.99	66.27	0.75	0.85	10.04	8.86
	603365	水星家纺	买入	14.42	38.45	1.34	1.54	10.32	8.98
	600400	红豆股份	增持	4.08	93.96	0.03	0.05	135.67	81.40
	002780	三夫户外	买入	13.01	20.50	0.23	0.47	53.87	26.36
	300840	酷特智能	增持	10.15	24.36	0.38	0.49	26.45	20.51
	603808	歌力思	增持	11.13	41.08	0.59	0.77	17.80	13.64

603908	牧高笛	买入	76.57	51.06	2.82	3.68	23.83	18.26
605189	富春染织	买入	22.30	27.83	2.04	2.57	10.51	8.35
300918	南山智尚	买入	12.06	43.42	0.50	0.63	21.82	17.32
603518	锦泓集团	买入	9.22	32.01	0.24	0.84	41.67	12.05
605138	盛泰集团	买入	10.88	60.44	0.49	0.68	21.84	15.74
002674	兴业科技	买入	12.38	36.13	0.71	0.81	16.54	14.49

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，其余均为人民币元，1 港元=0.88 人民币元；收盘价和市值均采用 2023 年 2 月 24 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	全球	-16.66%	2.22%	21.97%	23.76%	88.12%	60.65%	29.80%	23.10%	31.55%	28.8%	30%
		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%	-18.9%
	PUMA	全球	20.57%	-1.48%	-32.25%	7.16%	9.10%	19.16%	20.40%	14.30%	19.70%	18.4%	16.9%
		亚太区	6.01%	-11.47%	-14.77%	-6.12%	4.03%	24.62%	1.70%	-5.40%	-17.00%	4.10%	9.8%
	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%	20.5%
		大中华区									9%		
	Dick's Sporting Goods (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	4.68%	-30.59%	20.10%	22.93%	19.81%	118.92%	13.91%	7.26%	-7.49%	-4.98	
		大中华区											
	安德玛	全球	-22.78%	-40.62%	0.25%	-2.60%	35.15%	90.99%	7.85%	8.94%	3.48%	1.8%	7.9%
		大中华区	-33.33%	-20.13%	15.48%	26.23%	118.75%		19%				
	Deckers Brands	全球	2.29%	10.7%	12.9%	19.36%	49.7%	35.28%	21.66%	26%	31.2%	21.8%	
		中国											
	拼多多	全球	9089.50%	4391.50%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	51%	2.57%	7.34%	22.16	
		大中华区	90.89%	43.91%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	51%	2.57%	7.34%	22.16	

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

电 商	京东	全球	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	25.54%	22.99%	18%	5.44%
		大中华区	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	25.54%	22.99%	18%	5.44%
	RealReal	全球	20.92%	-19.61%	26.65%	36.01%	10.53%	14.55%	50.96%	67.13%	48.46%	20.08%
		大中华区										
	阿里巴巴	全球	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	33.81%	29%	9.72%	8.89%	-0.09%
		大中华区	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	33.81%	29%	9.72%	8.89%	-0.09%
	Zalando SE	全球	30.56%	-23.25%	33.49%	-9.09%	39.11%	-13.04%	23.44%	20.46%	-1.47%	-24.12%
		大中华区										
	迅销公司 (21Q1 代表截至 11 月的季度)	全球	-3.20%	-6.08%	-39.05%	-0.45%	-0.57%	-0.28%	46.99%	-5.84%	1.2%	1.58%
		大中华区										11.24%
	Inditex (20Q2 代表截至 7 月 31 日季度)	全球	20.94%	-60.99%	43.20%	-25.40%	49.62%	47.86%	22.10%	32.83%	36%	
		大中华区										
	Levi Strauss&Co. (21Q4 代表截至 11 月 28 日的季度)	全球	-1.46%	5.00%	-62.10%	-26.50%	-13.31%	156.45%	40.87%	21.57%	21.90%	15.30%
		大中华区	16.44%	16.64%								1.31%
	盖普 (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	-2.23%	1.10%	-43.15%	-18.20%	-0.10%	-5.35%	-1.28%	2.28%	-12.88%	-8.41%
		大中华区	5.74%	5.48%								
	TJX (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	6.37%	9.70%	-52.48%	-31.80%	-3.20%	-10.35%	23.87%	26.60%	13.08%	-1.94%
		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%	34.46%
		大中华区										4.61%
	卡骆驰	全球	-5.00%	-7.62%	15.66%	56.48%	63.64%	93.27%	73.03%	42.56%	43.48%	50.53%
		大中华区										57.38%
		全球	35.77%	21.46%	22.01%	-9.09%	2.61%	10.25%	20.64%	28.81%	18.52%	2.51%
												-7.96%

	Stitch Fix (累计季度)	大中华区										
	Farfetch	全球	95.00%	90.00%	75.00%	72.00%	41%	43%	33%	23.24%	6.19%	1.3%
		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%	12.53%
		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%			127.47%		20%	27%	
		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%	45%
		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%				
	Tapestry (20Q4 代表截至 6 月 27 日季度)	全球	-52.78%	-13.68%	-7.19%	18.70%		125.87%	26%	27%	12.9%	
		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%
		大中华区	29.31%	-3.93%	12.14%	8.60%	34.57%	-29.46%	15%	7.15%		-19%

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，13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，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，2021年WIND金牌分析师第一名，2022年东方财富CHOICE纺服分析师第一名。

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。