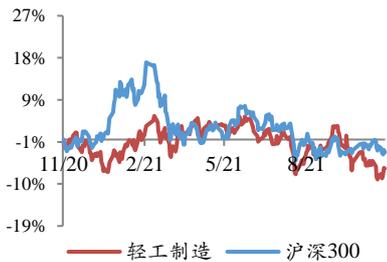


Allbirds: “世界上最舒适的”羊毛跑鞋本周登陆纳斯达克，解析可持续理念+DTC 模式下的发展路径

行业评级：增持

报告日期：2021-11-07

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1. 华安证券_行业研究_行业周报_轻工制造：Q3 基金轻工、纺服配置比例下滑，外资增持部分龙头个股
2021-10-31

2. 华安证券_行业研究_行业周报_轻工制造：培育钻石：导入期高成长，珠宝巨头入局，行业有望进入快车道
2021-10-25

主要观点：

● 本周专题：“世界上最舒适的”羊毛跑鞋 Allbirds 于本周登陆纳斯达克

Allbirds 于 11 月 3 日登陆纳斯达克，首日较发行价收涨 92.6%，市值达到 41 亿美元。Allbirds 创立于 2014 年，凭借主打可持续环保产品的差异化定位，以及依赖线上的 DTC 模式近年来快速增长。2016 年推出的一款“环保+舒适”的羊毛跑鞋“Wool Runner”被《时代周刊》评为“世界上最舒适的鞋”。公司跑鞋产品定位中高端，其跑鞋产品天猫旗舰店价格带处于 829-1229 元之间，显著高于可比公司。同时 2020 年 10 月-2021 年 10 月天猫旗舰店平均每月销售均价分布于 716-804 元之间位居可比公司之首，平均 SKU 仅 90 件。公司当前处于规模扩张期，门店数量、营收均保持较高增长，同时公司尚未盈利，较高的营销需求导致运营费用同比高增拖累净利率下滑。

全球运动鞋服中低速增长，预计未来五年亚洲成为增长最快的地区。全球运动鞋服行业存量市场约 3000 亿美元，2007-2019 年 CAGR 约 4.4%。分区域看，2021H1 亚太地区仅占全球净销售额的 6%，但占全球运动服装市场的 28.7%，预计在未来五年内将成为增长最快的地区。Euromonitor 预计 2020-2025 年亚洲运动鞋/服装市场增速分别为 12.9%/8.9%。

可持续理念吸引核心客群加速品牌营销+DTC 模式带来高消费者体验。(1) DTC 模式，Allbirds 通过自建网站+线下展示带来更好的消费者体验。DTC 模式较传统经销体系需要同时注重线上运营以及线下的门店资产，因此运营成本较高，但随之带来的是获取更多消费者数据，带来更高的终端市场敏感程度（市场反馈及时）以及更好的消费者体验。2020 年公司线上收入占比达到 88.9%。同时公司重视社交媒体投放，2020 年公司运营费用率达到 64.7%，其中营销费用占其比重达到 38.9%，显著高于可比公司；(2) 可持续理念：Allbirds 基于可持续环保理念吸引中产阶级、高净值核心客群，差异化产品在 Nike、adidas 等品牌的竞争中脱颖而出。品牌投放早期通过吸引硅谷、美国名人界的超级用户形成一定的品牌影响力，之后凭借较好的社群运营能力形成广泛的讨论度，最终引爆流行，在大众消费群体中出圈。

● 本周观点。

家居板块：9 月地产销售、竣工数据双杀，单月竣工近期首现负增长。2021 年 9 月全国住宅销售面积较 2019 年同期下滑 9.28%至 13825.39 万平方米，较 2020 年同比下降 15.77%。9 月全国住宅竣工面积增速结束高增长趋势，单月同比下滑 1.74%。

出口方面，建议关注家居出口链，且市场存在贸易关系缓和预期。出

口企业毛利有望边际修复。

原材料方面，皮革仍处高位，其他原材料价格普遍走高。受主要原材料及能源成本持续上涨影响，家居企业利润端预计将继续承压。**内销方面，**我们认为地产数据低迷对家居板块估值与业绩形成压力。建议关注全渠道获客能力突出以及零售渠道综合实力突出的企业，龙头企业有望逆势突围。

造纸板块：（1）本周双胶纸、铜版纸价格走强。规模纸厂积极跟进订单落实；中小纸厂订单一般，多以观望为主；下游经销商价格试探性跟涨，局部市场重心窄幅上移，同时下游印厂适量补库。**（2）本周箱板纸延续涨势，涨幅较前有所收窄，**规模纸企发布 16 号提涨 100 元/吨计划，纸厂挺价意愿仍存。规模纸企价格政策的支撑作用尚存，一定程度上缓解了市场看跌情绪；原料废纸短暂下跌后反弹，能源价格有所下滑，成本面支撑作用稳中有趋弱，目前商家心态略有分化，建议关注纸厂及包装厂库存量及后续新单成交情况变动。

必选轻工板块：9 月开学季带动文化办公用品景气度抬升。9 月文化办公用品零售额为 396 亿元，与 2020 年同期相比增长 22.6%；与 2019 年同期相比增长 39.1%。**双减冲击以及去年同期高基数影响，板块基本面有所承压，但社零数据持续回暖。**下半年中小学开学带动学生文具需求向好，但“双减”政策的出台对中小学校外辅导对应的文具需求以及行业信心短期或有一定影响。

● 投资建议

建议关注定制家居龙头欧派家居，全渠道多品类逆势抢份额，今年推出“48 小时旧厨焕新”和“10 天全厨空间改造”服务，重视旧改等存量装修需求。软体家居持续推荐**顾家家居**，建议关注**敏华控股**。软体家居的销售以零售市场为主，且更换频率高于偏硬装的家装品类，消费链条相对硬装消费更短，目前顾家与敏华已成为沙发市场的双龙头。此外，顾家与敏华的外销收入占比较高，海运价格下降与关税关系缓和均利好其外销业务。

持续推荐木浆系造纸龙头**太阳纸业**，公司多元化经营、成本管控领先行业，当前估值已在历史底部，建议左侧配置；此外，建议关注拥有海外产线布局和固废渠道建设的箱板纸龙头**山鹰国际**。

持续推荐具备完善产品供应和一体化服务能力的文具领域龙头**晨光文具**。

重点推荐万顺新材，锂电铝箔投产先锋，迈入高质量增长新纪元。当前市场存在预期差，最底部坚定推荐。

● 风险提示

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。

正文目录

| | |
|--|----|
| 1 公司概况：2014 年创立快速成长，“环保+舒适”羊毛跑鞋形成差异化竞争 | 5 |
| 1.1 产品：主打强调“环保+舒适”的羊毛跑鞋，中高端定位价格带整体较高 | 5 |
| 1.2 财务分析：规模扩张期尚未实现盈利，经营指标整体表现优秀 | 7 |
| 2 全球运动鞋服行业：存量市场约 3000 亿美元，亚洲地区增长亮眼 | 9 |
| 2.1 全球运动鞋服存量市场超 3000 亿美元，亚洲市场未来增速可观 | 9 |
| 2.2 全球运动鞋服市场头部效应显著 | 10 |
| 3 解析 ALLBIRDS 的成功原因及未来发展方向 | 10 |
| 3.1 DTC 模式：及时的市场反馈与重视社交媒体投放累积客群 | 10 |
| 3.2 ESG 概念：环保理念吸引核心客群，加速品牌营销扩张 | 11 |
| 3.3 发展方向：品类拓张及全球化布局 | 15 |
| 4. 本周观点 | 16 |
| 4.1 家居板块 | 16 |
| 4.2 造纸板块 | 17 |
| 4.3 必选及其他轻工板块 | 17 |
| 4.4 纺织服装板块 | 18 |
| 5. 本周轻工制造板块走势 | 18 |
| 6. 本周纺织服装板块走势 | 21 |
| 7. 本周重要公告 | 22 |
| 风险提示： | 22 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1 ALLBIRDS 主打羊毛跑鞋“WOOL RUNNER” | 5 |
| 图表 2 ALLBIRDS 历史沿革 | 6 |
| 图表 3 各品牌跑鞋、休闲鞋产品价格带对比 | 7 |
| 图表 4 各品牌天猫旗舰店月销售均价分布（元） | 7 |
| 图表 5 ALLBIRDS 产品 SKU 数量显著少于其他品牌（件） | 7 |
| 图表 6 ALLBIRDS 营收拆分 | 8 |
| 图表 7 ALLBIRDS 与可比公司营运能力对比 | 9 |
| 图表 8 全球运动鞋服市场低速增长 | 9 |
| 图表 9 预计亚洲地区未来五年运动鞋服增速较高（亿美元，%） | 9 |
| 图表 10 全球运动鞋服市场集中度（品牌口径，%） | 10 |
| 图表 11 2020 年全球运动鞋服市场区域分布（%） | 10 |
| 图表 12 ALLBIRDS 2020 年线上营收占比达到 88.9% | 11 |
| 图表 13 ALLBIRDS 运营费用率显著高于可比公司（%） | 11 |
| 图表 14 ALLBIRDS 营销费用占运营费用比重达到 38.9%（%） | 11 |
| 图表 15 ALLBIRDS 运动鞋采用的可再生环保材料 | 12 |
| 图表 16 ALLBIRDS 核心产品中美地区单位碳排放售价 | 13 |
| 图表 17 ALLBIRDS 的品牌扩张逻辑 | 14 |
| 图表 18 好莱坞明星莱昂纳与美国前总统奥巴马均成为 ALLBIRDS 客户 | 14 |
| 图表 19 2021 年中国运动服饰大众消费者购买因素（%） | 14 |
| 图表 20 公司老客户贡献营收占比持续扩大（%） | 15 |
| 图表 21 公司客户多次购买占比较高（%） | 15 |
| 图表 22 轻工制造指数周涨跌幅 | 19 |
| 图表 23 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10 | 19 |
| 图表 24 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势 | 19 |
| 图表 25 轻工重点公司估值 | 20 |
| 图表 26 纺织服装指数周涨跌幅 | 21 |
| 图表 27 纺织服装板块个股周度涨跌幅 TOP10 | 21 |
| 图表 28 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅 | 21 |
| 图表 29 纺服重点公司估值 | 22 |
| 图表 30 上市公司重要公告 | 22 |

1 公司概况: 2014 年创立快速成长, “环保+舒适”羊毛跑鞋形成差异化竞争

1.1 产品: 主打强调“环保+舒适”的羊毛跑鞋, 中高端定位价格带整体较高

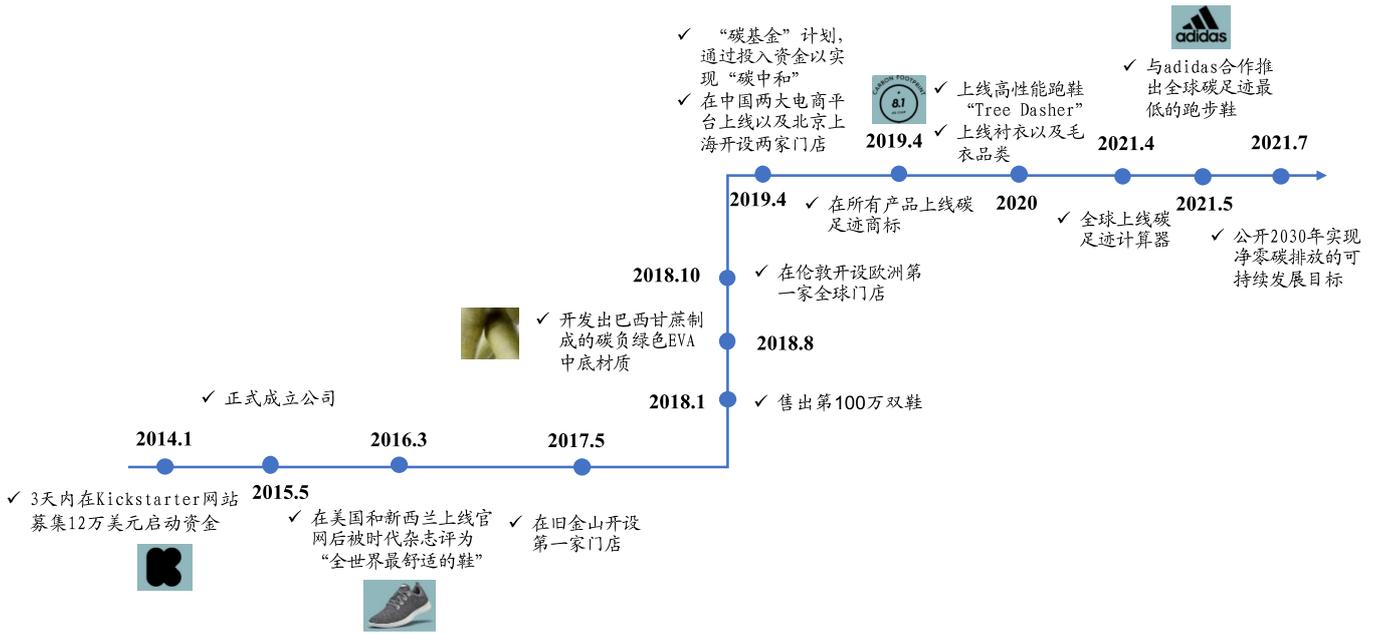
2014 年创立的生活方式运动品牌。Allbirds 是由新西兰前国足运动员蒂姆·布朗创立于 2014 年在美国创立的全球生活方式环保运动品牌。最早是众筹网站 Kickstarter 上的一个羊毛鞋创业项目, 2014 年项目上线 3 天内募集到 12 万美元的启动资金。2015 年 5 月正式成立公司。公司于 2016 年推出的一款羊毛跑步鞋“Wool Runner”被《时代周刊》评为“世界上最舒适的鞋”。公司以可持续理念为核心, 用天然材料进行创新制造鞋类和服装产品, 其设计遵循简单和性能舒适性。公司之后在美国以及全球地区加速扩张, 2018 年 1 月售出第 100 万双鞋, 同年 10 月在伦敦开设欧洲第一家全球化门店。2020 年上线高性能跑鞋“Tree Dasher”以及衬衣、毛衣品类。2021 年 4 月上线全球碳足迹计算器, 可以追踪产品产生的碳排放量。截止 2021 年中, 公司在 35 个国家, 触及 25 亿客户。公司的运动鞋平均碳足迹较普通碳足迹低 30%。

图表 1 Allbirds 主打羊毛跑鞋 “Wool Runner”



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 2 Allbirds 历史沿革



资料来源：公司招股书，公司官网，华安证券研究所

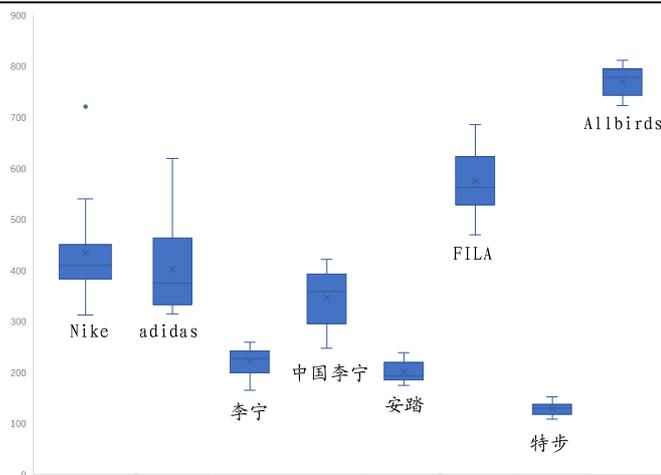
SKU 较少、均价较高、价格带较窄的中高端定位运动鞋。Allbirds 的环保材料及概念宣传为其产品带来较高的定位。从产品价格带看，Allbirds 运动鞋产品定位中高端，价格带相对较窄，据天猫旗舰店数据显示，其运动鞋价格带为 829-1229 之间，其中主打羊毛跑鞋“Wool Runner”在天猫旗舰店售价为 829 元。整体价格带较民族品牌安踏、李宁更高，于 9 月中纽交所上市的另一个运动鞋新品牌昂跑 On 价格带略有重合；从销售均价看，2020 年 10 月-2021 年 10 月天猫旗舰店 Allbirds 平均每月销售均价分布为 716-804 元之间，由于其产品整体价格普遍高且较窄，销售均价显著高于其他同类运动鞋品牌；从 SKU 数量看，Allbirds 的产品 SKU 数量显著少于其他运动鞋服品牌，2020 年 10 月-2021 年 10 月公司天猫旗舰店平均每月 SKU 仅为 90 件。

图表 3 各品牌跑鞋、休闲鞋产品价格带对比



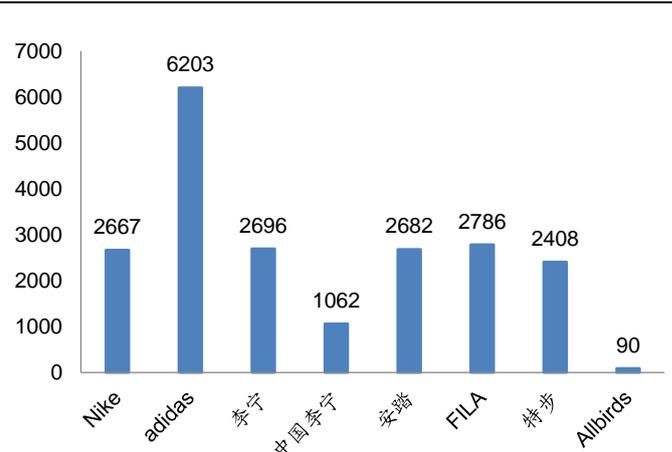
资料来源: Allbirds、特步、安踏、李宁天猫旗舰店, On 昂跑官方旗舰店, 华安证券研究所

图表 4 各品牌天猫旗舰店月销售均价分布 (元)



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所注: 数据为 2020 年 10 月 -2021 年 10 月平均每月销售均价分布

图表 5 Allbirds 产品 SKU 数量显著少于其他品牌 (件)



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所; 注: 数据为 2020 年 10 月 -2021 年 10 月平均每月 SKU 数量

1.2 财务分析: 规模扩张期尚未实现盈利, 经营指标整体表现优秀

当前美国地区营收占比较大, 规模扩张期尚未实现盈利。Allbirds 2021H1 营收 7.5 亿元, 同比增长 26.7%。由于公司主要以线上渠道为主, 2020 年受疫情影响较小, 营收同比增长 13.2%。公司当前产品主要销售于美国国内, 2021H1 美国地区营收占比达到 72.3%, 但随着公司的全球化布局, 海外地区逐渐发力, 近年来海外地区营收占比持续扩大。截止 2021 年中, 公司海外地区门店数达到 12 家, 较 2019 年末增加 5 家。公司线下门店主要开设在纽约、旧金山、芝加哥、洛杉矶、伦敦、北京、上海等核心城市的核心区域, 2020 年平均店效达到 761.2 万元, 平均租金收

入比为 34.4%，线下门店经营状况良好。从盈利能力来看，受益于规模扩大，近年来整体毛利率呈现上升趋势，2021H1 毛利率达到 54.4%，但由于公司当前处于规模扩张期，运营费用投入逐年扩大拖累公司净利率持续下滑，2021H1 净利率为-18%。

图表 6 Allbirds 营收拆分

| 指标 | 单位 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021H1 |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营收 | 亿元 | 8.1 | 12.4 | 14.0 | 7.5 |
| | YoY % | | 53.7% | 13.2% | 26.7% |
| 分渠道 | | | | | |
| 线上 | 亿元 | 7.2 | 10.3 | 12.5 | - |
| | YoY % | - | 42.5% | 21.1% | - |
| | 占比 % | 89.7% | 83.1% | 88.9% | - |
| 线下 | 亿元 | 0.83 | 2.11 | 1.60 | - |
| | YoY % | - | 153.8% | -24.2% | - |
| | 占比 % | 10.3% | 17.0% | 11.4% | - |
| 分地区 | | | | | |
| 美国 | 亿元 | - | 10.7 | 10.7 | 5.4 |
| | YoY % | - | - | 0.0% | - |
| | 占比 % | - | 86.2% | 76.1% | 72.3% |
| 海外 | 亿元 | - | 1.7 | 3.3 | 2.0 |
| | YoY % | - | - | 92.6% | - |
| | 占比 % | - | 13.9% | 23.7% | 27.2% |
| 经营数据 | | | | | |
| 美国门店数 | 家 | - | 8 | 11 | 15 |
| 海外门店数 | 家 | - | 7 | 10 | 12 |
| 店效 | 万元 | - | 1406.6 | 761.2 | - |
| 单店平均租金 | 万元 | - | 264.3 | 261.8 | - |
| 门店租金收入比 | % | - | 18.8% | 34.4% | - |
| 毛利率 | % | 47.0% | 51.0% | 51.4% | 54.4% |
| SG&A Margin | % | - | 32.8% | 39.5% | 44.7% |
| 营销费用率 | % | - | 22.9% | 25.2% | 22.1% |
| 运营费用率 | % | - | 55.7% | 64.7% | 66.8% |
| 归母净利润 | 亿元 | - | -0.93 | -1.65 | -1.35 |
| 净利率 | % | - | -7.5% | -11.8% | -18.0% |

资料来源：公司招股书，华安证券研究所；注：按美元兑人民币 1:6.39 换算

经营指标整体表现优秀。Allbirds 对于经营指标较可比公司更为突出，由于 DTC 渠道占比较高，直销模式下收款现付比例较高，公司 2019、2020 年应收账款周转率分别为 2、3 天，回款能力突出。另一方面，由于利用经销商周转可以降低存货压力，过于依赖 DTC 渠道使得 Allbirds 在存货周转效率上略低与可比公司。

图表 7 Allbirds 与可比公司营运能力对比

| | 应收账款周转天数 | | 存货周转天数 | | 应付账款周转天数 | |
|----------|----------|------|--------|------|----------|------|
| | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 |
| Allbirds | 2 | 3 | 84 | 99 | 54 | 30 |
| On昂跑 | 57 | 44 | 61 | 88 | 48 | 78 |
| 安踏体育 | 34 | 39 | 86 | 120 | 77 | 80 |
| 李宁 | 21 | 17 | 67 | 67 | 64 | 64 |
| 特步国际 | 111 | 135 | 73 | 73 | 91 | 106 |
| 361度 | 147 | 156 | 119 | 109 | 179 | 151 |

资料来源：Allbirds 公司招股书，各公司年报，华安证券研究所

2 全球运动鞋服行业：3000 亿美元存量市场，未来五年预计亚洲地区高增长

2.1 全球运动鞋服存量市场超 3000 亿美元，亚洲市场未来增速可观

运动鞋服市场存量巨大。全球运动鞋服市场整体规模超过 3000 亿美元。全球运动鞋服行业市场规模 2007 年-2019 年 CAGR 为 4.4%。2019 年市场规模达到 3461 亿美元。分品类看，2020 年全球运动鞋/服装分别达到 1190 亿美元的鞋服市场和价值 1740 亿美元市场规模。

未来五年预计亚洲运动鞋服市场增速可观。据 Euromonitor 数据显示，2020 年全球运动鞋市场创造了 1190 亿美元的零售额，预计到 2025 年将以每年 9.9% 的速度增长，而非运动鞋的年增长率为 5.3%。2020 年全球运动服装市场实现了 1740 亿美元的零售额，预计到 2025 年将以每年 8.2% 的速度增长，而非运动服装的年增长率为 7.0%。分区域看，2020 年亚太地区仅占全球净销售额的 5%，在 2021H1 仅占全球净销售额的 6%，但占全球运动服装市场的 28.7%，预计在未来五年内将成为增长最快的地区。在关键地区的持续扩张将加速运动服装市场的增长和品牌知名度。

Euromonitor 预计 2020-2025 年亚洲运动鞋/服装市场增速分别为 12.9%/8.9%。

图表 8 全球运动鞋服市场低速增长



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 9 预计亚洲地区未来五年运动鞋服增速较高 (亿美元, %)

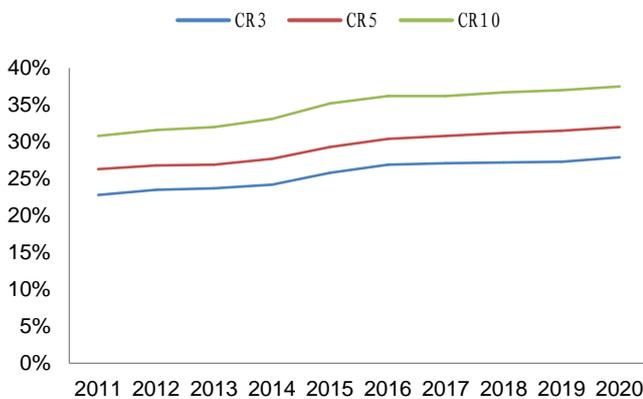
| | 鞋类 | 20-25CAGR | 服装 | 20-25CAGR |
|------|-----|-----------|-----|-----------|
| 美国 | 310 | 8.30% | 700 | 7.50% |
| 欧洲 | 260 | 6.40% | 420 | 6.10% |
| 亚洲 | 430 | 12.90% | 410 | 11.20% |
| 其余国家 | 190 | 9.80% | 210 | 8.90% |

资料来源：Euromonitor，昂跑 On 招股书，华安证券研究所；注：数据为 2020 年市场规模

2.2 全球运动鞋服行业头部效应显著

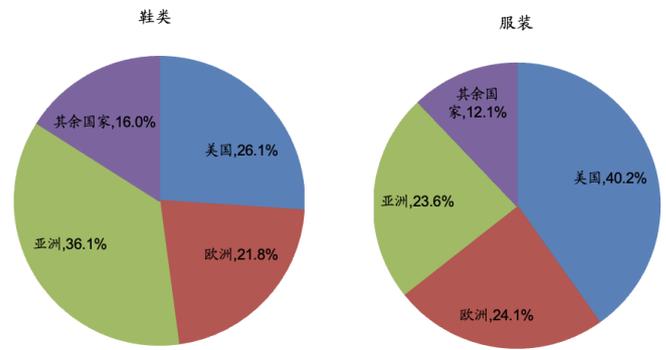
运动鞋服市场竞争激烈，公司抓住主要市场提升品牌影响力。鞋、服装和配件行业的竞争主要基于品牌形象和知名度、产品质量、创新、设计、可持续性、分销和价格。2020 年全球运动鞋服市场 CR3 达到 27.9%，行业头部效应显著。公司面临来自正在拓展其高性能产品生产和营销的老牌公司日益激烈的竞争，以及来自市场上频繁出现的新进入者。其竞争对手包括 Nike、Adidas（包括阿迪达斯和锐步品牌）、Under Armour、布鲁克斯体育、Hoka One (Deckers Outdoor Corporation)、Asics、New Balance、Lululemon、安踏集团和李宁。分区域看，全球运动服装市场主要集中在美国，其市场规模占比达 40.2%，欧洲/亚洲占比分别为 24.1%/23.6%。运动鞋市场主要集中在亚洲，其市场规模占比达 36.1%，同时从亚洲地区增速看其占比呈逐渐扩大态势。

图表 10 全球运动鞋服市场集中度（品牌口径，%）



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 11 2020 年全球运动鞋服市场区域分布（%）



资料来源：公司招股书，Euromonitor，华安证券研究所

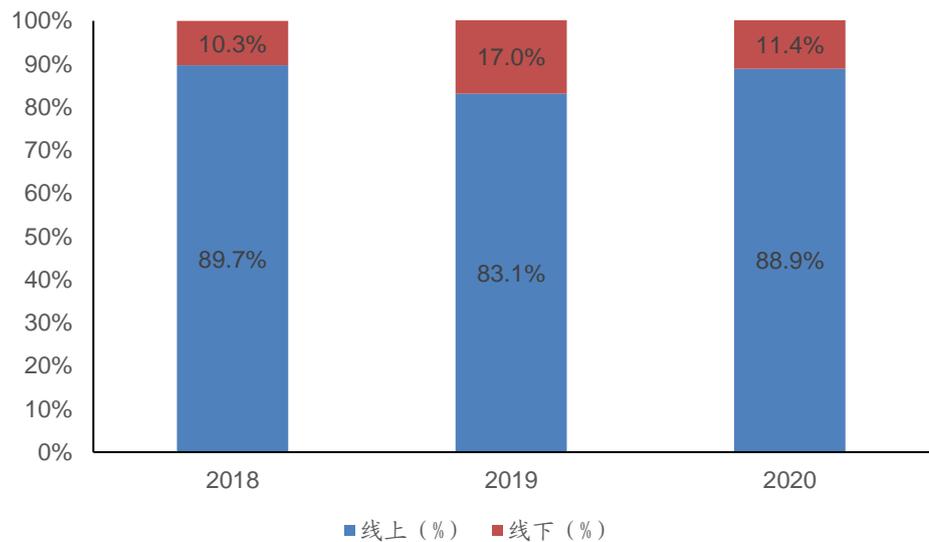
3 解析 Allbirds 的成功原因及未来发展方向

3.1 DTC 模式：及时的市场反馈与重视社交媒体投放累积客群

高度数字化的 DTC 模式，自建网站+线下展示带来更好的消费者体验。Allbirds 起初诞生于线上，采用 DTC 模式（自建线上网站、直营渠道）致力于为客户开发直接、方便的数字平台。2017 年公司为了吸引消费者，在美国开设了第一家线下门店，随后 2018 年在伦敦开设第一家国际门店。在销售模式上，Allbirds 采用数字驱动的垂直零售分销战略。通过将直营的线上网站与线下店铺相结合，以满足消费者的需求，提供价值和便利。线上通过自建电商网站砍掉中间经销商环节，压缩成本提高毛利。公司线下店铺主要位于纽约、伦敦、北京、上海等核心城市的核心区域，充当品牌灯塔，主要起到展示作用。公司在中国线上布局除了自营品牌官网外还包括天猫以及微信商城。

DTC 模式较传统经销体系需要同时注重线上运营以及线下的门店资产，因此运营成本较高，但随之带来的是获取更多消费者数据，带来更高的终端市场敏感程度（市场反馈及时）以及更好的消费者体验。2020 年公司线上收入占比达到 88.9%。截至 2021 年中，公司通过数字平台和 27 家零售店触达 35 个国家的 25 亿消费者。

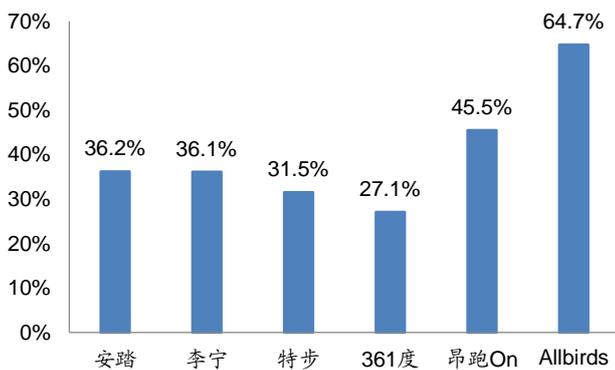
图表 12 Allbirds 2020 年线上营收占比达到 88.9%



资料来源：Allbirds 公司招股书，华安证券研究所

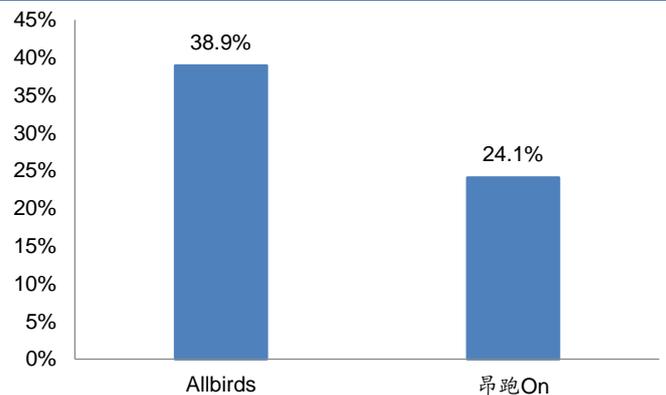
重视社交媒体资源投放，多平台营销积累客群。DTC 模式下，公司通过压缩中间环节成本，提高自身利润空间。将更多的资源投放到公司运营上。公司格外重视社交媒体的投放，2020 年公司运营费用率达到 64.7%，其中营销费用占其比重达到 38.9%，显著高于可比公司。通过跨平台的营销策略（付费搜索、产品列表广告、付费社交媒体广告、搜索引擎优化、个性化电子邮件和移动 APP 推送），大力发展客群及品牌营销。据公司招股书披露，公司电子邮件列表中有超过 200 万人，社交媒体上有近 100 万粉丝。

图表 13 Allbirds 运营费用率显著高于可比公司 (%)



资料来源：Allbirds 招股书，各公司年报，华安证券研究所；注：数据为 2020 年；运营费用率=管理费用率+销售费用率（美股公司为 SG&A Margin+营销费用率）

图表 14 Allbirds 营销费用占运营费用比重达到 38.9% (%)



资料来源：Allbirds 公司招股书，昂跑 On 招股书，华安证券研究所

3.2 ESG 概念：环保理念吸引核心客群，加速品牌营销扩张

天然面料的创新应用和环保可持续概念赋予独特品牌价值和调性。公司利用比合成替代品更具可持续性的材料的创新方法，利用天然材料研发创造差异化产品，

为地球带来好处并释放价值。2018年，公司在石化公司 Braskem S.A. 和领先的生物聚合物生产商的帮助下，率先开发了一种由巴西甘蔗制成的碳负绿色 EVA 材料，作为传统石油 EVA 的替代品。我们使用这种新型碳负绿色 EVA 来制造 SweetFoam 跑鞋中底。公司专注于可持续性环保概念的宣传，突出其品牌价值和调性，扩大和建立全球品牌知名度，以经济高效的方式获取客户。公司核心环保材料如下：

- **新西兰羊毛：**来自新西兰美利奴公司或 NZM 的超细美利奴羊毛，纤维是头发直径的 20%到 30%，通常用于精细的西服面料；
- **南非桉树：**主要来源于桉树种植园的纤维素纤维纺织平台，手感柔软，手感凉爽。与棉花等传统材料相比，树纤维可以减少 95%的用水量；
- **SweetFoam：**新型鞋类缓冲技术，首创采用甘蔗基碳负 EVA 材质，取代传统的 EVA 跑鞋中底材质（类似橡胶的泡沫，来源于石油，目前大多数鞋底都是由石油制成的），与排放 1.8 吨二氧化碳的传统 EVA 相比，该工艺每生产一吨将从大气中去除 1.2 吨二氧化碳；
- **TRINO：**羊毛和树的独特混合，创造出柔软、透气的纤维，作为服装产品的基础。同时公司进一步开发了 TrinoXO，采用了天然衍生、基于壳聚糖（海产品行业的废弃物提取物）的防臭技术；
- **植物皮革：**高度可调、基于植物、无石油的替代皮革平台。2021年2月，公司宣布与可持续材料创新者 NFW 合作，将植物皮革引入产品中。植物革比动物革碳影响低 40 倍，与其他石油合成革相比，其碳影响低 17 倍。

图表 15 Allbirds 运动鞋采用的可再生环保材料



可回收瓶

一个回收的塑料瓶可以转化为一双 Allbirds 鞋的鞋带



蓖麻籽油

蓖麻籽油可帮助我们增加鞋垫的天然特质，使舒适感倍增



可回收纸板

我们的包装由 90% 的回收纸板制成，因为每个盒子都值得第二次机会



南非桉树

源自南非农场，尽量减少化肥的使用，并且依靠降雨，不作灌溉。较棉花减少了 95% 的用水量 and 一半的碳排放



新西兰羊毛

工艺比典型的合成鞋使用的材料节省了 60% 的能源



巴西甘蔗

用来制造 SweetFoam 中底材料，依靠雨水种植的完全可再生的资源，生长迅速，并在此过程中从大气中除碳。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

具备环保可持续品牌基因，全方位营销将环保理念做到极致。

- **环保材料减碳：**2020 年，公司宣布给旗下的所有商品都贴上“碳足迹”的标

签，公司官网的每一款商品上都会标注产品碳排放量（碳足迹）。公司招股书披露，一双标准运动鞋的碳足迹为 14.1 千克二氧化碳，而公司运动鞋采用新天然材料鞋子碳足迹比普通运动鞋低 30%，其羊毛跑鞋比使用合成材料节省了 60% 的能源，桉树跑鞋则节省了 95% 的水资源，碳排放量减少一半，同时快递包装运用 90% 回收的纸板重新设计；

- **中美产品碳排放售价对比：**以公司产品“Wool Runners”为例，其碳足迹仅约为 9.9kg 二氧化碳。由于中、美地区产品售价具备差异，经计算美国消费者每公斤碳排放支付约 63 元，中国消费者每公斤支付 84 元。
- **引入 SPO 概念扩大影响力：**公司提出首个“可持续公开募股”(SPO) 标准。通过与美国商务社会责任国际协会合作，给出了一套基于 ESG 的股票发行评估体系，并邀请第三方可持续评级机构审查产品和业务对社会/环境的影响情况。通过定义评价体系 and 行业标准提升公司行业地位；
- **“碳基金”计划增加消费动力：**公司在 2019 年提出“碳基金”计划，通过投入资金以实现“碳中和”。消费者可以参与投票，来决定品牌“碳补偿”的领域究竟是陆地、空气还是能源，互动感也为消费者增加了“消费即为环保尽一份力”的消费动力。2021 年公司宣称未来将通过再生农业、材料创新和清洁能源来减少碳排放，目标到 2030 年实现净零碳排放。

图表 16 Allbirds 核心产品中美地区单位碳排放售价

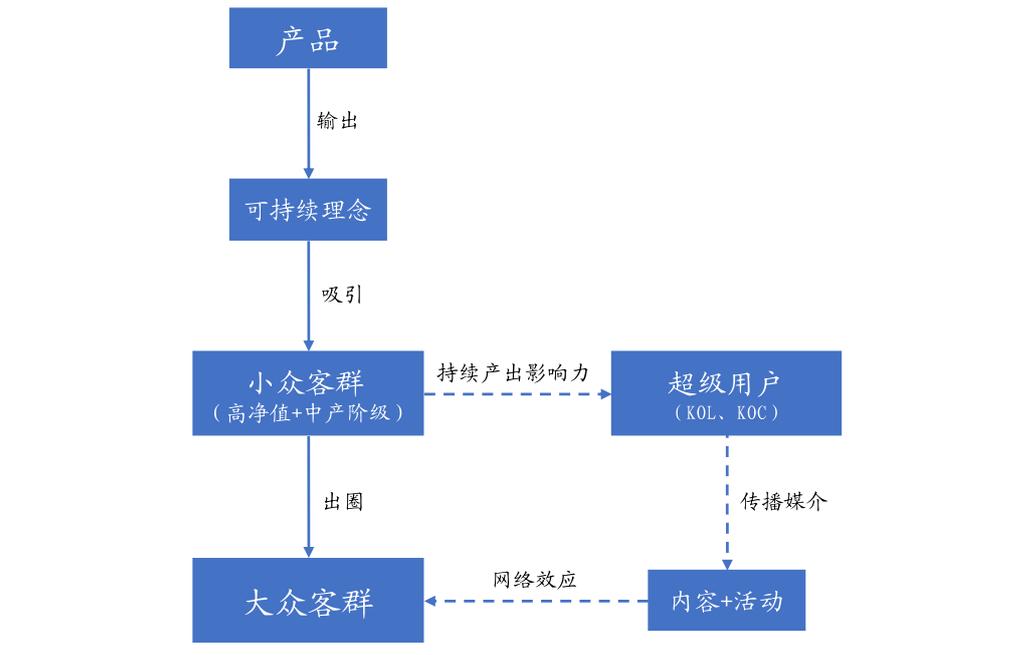
| 产品名称 | 碳排放量 | 单位碳排放售价(元) | |
|-------------------------------|----------|------------|-----|
| | Kg CO2 e | 美国 | 中国 |
| 高性能路跑鞋Wool Dasher Mizzles-mid | 13 | 71 | 100 |
| 主打羊毛鞋Wool Runners | 9.9 | 63 | 84 |
| 桉树休闲鞋Tree Loungers | 7.6 | 82 | 109 |
| 桉树浅口鞋Tree Breezers | 4.8 | 131 | 173 |

资料来源：Allbirds 公司招股书，第一财经，华安证券研究所；注：单位碳排放售价=相应产品价格/对应产品碳排放量

客群：环保可持续理念精准定位中产阶级、高净值群体，通过超级用户影响大众客群。我们认为 Allbirds 以极致环保可持续的理念吸引并汇聚了大量相同价值观的消费客群，是其产品受欢迎的主要原因。**(1) 环保理念关注度提升**，近年来越来越多的消费者将环保作为购买考量因素，据公司 2016 年用户调研显示，当时仅有 7% 的消费者把环保作为购买考量的因素，而到了 2020 年这一数据飙升到了 50%；**(2) 从核心客群来看**，关注环保健康理念的群体中以高净值群体以及受教育程度较高的中产人群居多，而大众消费群体较少将环保可持续因素作为其运动服装的购买因素。据艾媒数据显示，舒适度、款式设计、价格、品牌、明星代言是中国消费者购买运动服装的主要考虑因素；**(3) 超级用户：**公司凭借环保理念，在好莱坞及硅谷俘获一众明星和企业家。美国前总统奥巴马、谷歌联合创始人拉里·佩奇、苹果 CEO 蒂姆·库克都为其消费，好莱坞明星莱昂纳多也入股成为股东。

Allbirds 首先基于其可持续环保理念吸引了中产阶级、高净值核心客群，差异化产品在 Nike、adidas 等品牌的竞争下脱颖而出。品牌投放早期通过吸引硅谷、美国名人界的超级用户形成一定的品牌影响力，之后公司重视社交媒体投放积累客户，再基于公司 DTC 模式下的互联网、社群运营形成广泛的讨论度，最终引爆流行，在大众消费群体中出圈。

图表 17 Allbirds 的品牌扩张逻辑



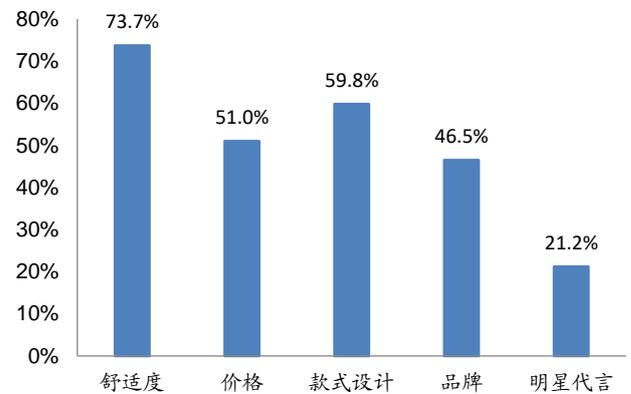
资料来源：华安证券研究所整理

图表 18 好莱坞明星莱昂纳多与美国前总统奥巴马均成为 Allbirds 客户



资料来源：公司官网，Google，华安证券研究所

图表 19 2021 年中国运动服饰大众消费者购买因素 (%)

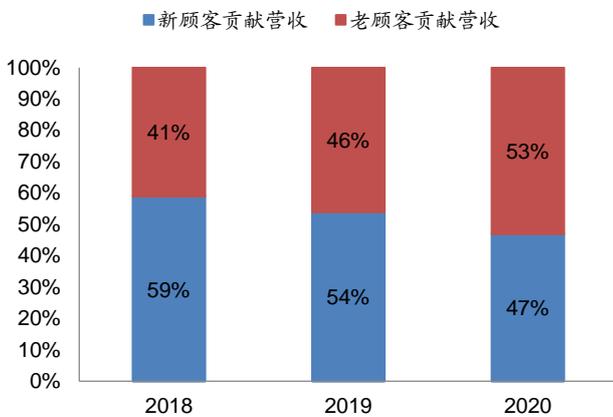


资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

聚焦环保概念获得高品牌认同感，获得高客户粘性和高复购率。Allbirds 聚焦环保的品牌理念，虽然为其带来了红利，在公司高净值群体、受教育程度高的中产阶级的消费群体中，公司注重生活方式的产品理念获得较好的忠诚度，其表现显示为高客户粘性和高复购率。自成立以来，公司产品已销售给 400 多万客户。截至 2021 年中，我们的电子邮件列表上有 200 多万人，社交媒体上有近 100 万粉丝。(1) 老客户贡献营收较高，据公司招股书，公司老客户销售额持续增长，其占总销售额的比例从 2018 年的 41% 增加到 2020 年的 53%；(2) 客户重复购买次数较高，2016 至 2019 年期间 43% 的用户在 2020 年末前再次购买该品牌用品，50% 的用户购买过一次产品后会继续购买，55% 的用户在二次购买后会再次购买；(3) 重复购买价

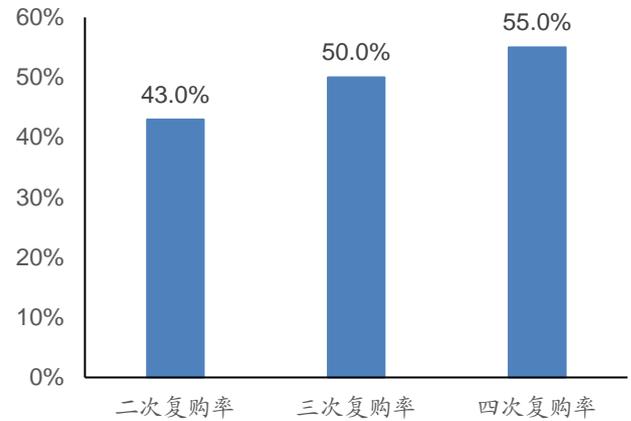
格增加，公司回头客不仅继续重复购买，且在给定的队列中，回头客第二年的平均支出比第一年的支出高出 25%以上，而且回头客的平均支出在随后的每一年都在不断增加。

图表 20 公司老客户贡献营收占比持续扩大 (%)



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 21 公司客户多次购买占比较高 (%)



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

3.3 发展方向：品类拓张及全球化布局

随着近年来全球范围内消费者对于环保理念关注度的提升，专注于环保宣传的企业短期内有望获得较高的估值，但长期来看，由于各大服装龙头纷纷布局环保产品线，行业竞争加剧也为公司未来的成长带来不确定性。瑜伽巨头 Lululemon 提出在 2030 年将使用 100% 可持续材料同时 2021 年 10 月公开品牌首个鞋类产品专利加速造鞋计划。Deckers 集团旗下品牌 Sanuk 拥有着冲浪运动基因，同样将可持续作为其标签，产品包含大量天然和优质可回收材料，如汉麻、可再生的生物基甘蔗 EVA 泡沫、再生羊毛、再生聚酯、天丝、RPET 等。公司出于未来可持续增长的考量，未来有望采取两方面的布局一方面拓宽产品品类增加覆盖客群扩大营收，另一方面进行全球化扩张，提升品牌影响力，进一步巩固细分领域竞争优势：

方向一：品类拓张增加覆盖客群扩大营收。公司出于鞋类的技术上的考虑，因此首先进入鞋类，在消费者中建立信誉和信任。但由于羊毛跑鞋单一品类具备较大的不确定性。截至 2021 年中，公司尚未披露服饰的销售占比，鞋类依然贡献主要收入来源。未来公司有望凭借舒适基础简单的设计，以及高质量、可持续鞋类方面的成功，持续扩展到相邻类别。**(1) 功能性路跑鞋以及越野跑鞋：**除了环保羊毛鞋，公司于 2020 年 4 月发布首款高性能路跑鞋 Dasher，2021 年 10 月发售首款越野跑鞋 Trail Runner SWT；**(2) 拓展至其余服饰品类：**在鞋类基础上，近年来公司相继拓展了袜子、毛衣、夹克、T 恤、内衣等。在服装品类方面，欧布斯于 2021 年 8 月推出了运动服饰系列—“绿科技”，主打运动紧身裤、骑行短裤、运动背心、运动 T 恤和运动短裤，专为跑步、徒步设计。

方向二：开启全球化战略，进一步提升品牌影响力。随着中国运动鞋服市场持续扩容，及其未来五年增速领先全球。越来越多的新品牌加大对鱼中国市场的投入力度。截至 2021 年中 Allbirds 在全球拥有 27 家门店，其中美国、中国、东京、首尔分别拥有 15、4、2、1 家门店。其中，Allbirds 现有中国的 4 家门店分别位于上海、北京、广州和成都。深化中国市场营销，公司今年以来加大中国地区营销推广。2021 年 8 月，公司联合中国艺术家秦思源、环保博主、东华大学纺织学院教授等展

开对话，讨论可持续发展理念；同年 9 月，公司和中国咖啡品牌 MANNER 推出联名款产品甘蔗拿铁；同时宣布未来每月定期举办可持续派对，前往各处城市展开瑜伽、徒步、飞盘运动等活动，持续号召大家在运动中感受自然。

4. 本周观点

4.1 家居板块

家居板块：9 月地产销售、竣工数据双杀，单月竣工近期首现负增长。9 月全国住宅销售面积较 2020 年同期下降 15.77%，地产销售增速延续负增长。2021 年 9 月全国住宅销售面积较 2019 年同期下滑 9.28% 至 13825.39 万平方米，较 2020 年同比下降 15.77%。1-9 月住宅销售面积累计同比较 2020 年增长 11.4%，较 2019 年增长 10.3% 至 115432 万平方米。**9 月全国住宅竣工面积增速结束高增长趋势，单月同比下滑 1.74%，1-9 月累计竣工同比增速实现 24.4%。**2021 年 9 月全国住宅竣工面积较 2019 年同期下降 18.76% 至 3044.95 万平方米，较 2020 年同期下降 1.74%。1-9 月竣工累计同比 2020 年增长 24.4% 至 36816 万平方米，较 2019 年累计同比增长 11.28%。

同时，8 月商务部发布的家居景气指数延续回暖态势，单月同比增长 23%。2021 年 8 月全国建材家居景气指数 (BHI) 为 125.76，单月同比上升 23%，较 2019 年同期增长 24.4%。**8 月单月建材家居卖场销售额为 965.79 亿元，同比增长 28.28%，较 2019 年同期增长 19.6%；1-8 月建材家居卖场销售总额累计 6688.2 亿元，累计同比增加 61%，较 2019 年同期增长 6.7%。**

中美高层交流释放两国关系缓和信号，市场对关税降低或关税取消存在预期。近期中美两国高层交流释放缓和信号，关税后期存下调预期。前期受加征关税影响较大的软体家居等企业有望释放业绩弹性，同时也将间接带动箱瓦纸的需求。

原材料方面，皮革仍处高位，其他原材料价格普遍走高。2021 年 10 月 18 日华北地区 TDI 价格为 1.45 万元/吨，9 月下旬起 TDI 价格震荡上行，截至 10 月 18 日，TDI 价格较 9 月 18 日上涨 3.6%。2021 年 10 月 18 日山东地区聚合 MDI 价格为 2.32 万元/吨，较 9 月 18 日上涨 10.5%。与此同时 2021 年 9 月全球皮革实际市场价格为 58.26 美分/磅，较去年同期增长 95.4%，环比上涨 1.33%。**受主要原材料及能源成本持续上涨影响，家居企业利润端预计将继续承压。**

投资建议：家居内销面临前端地产行业压制，龙头企业有望逆势突围，同时需关注前期压制家居外销的海运、关税等因素近期有所缓和带来的投资机会。建议关注定制家居龙头**欧派家居**，全渠道多品类逆势抢份额，今年推出“48 小时旧厨焕新”和“10 天全厨空间改造”服务，重视旧改等存量装修需求。软体家居持续推荐**顾家家居**，建议关注**敏华控股**。软体家居的销售以零售市场为主，且更换频率高于偏硬装的家装品类，消费链条相对硬装消费更短，目前顾家与敏华已成为沙发市场的双龙头。此外，顾家与敏华的外销收入占比较高，海运价格下降与关税关系缓和均利好其外销业务。

4.2 造纸板块

木浆系：根据卓创资讯，本周进口木浆现货市场总体呈现疲弱状态，成交略显清淡。影响价格走势的因素主要有以下几点：（1）进口木浆外盘处于下行通道中，未见明显改善，业者预期偏空，压价采买原料；（2）北方供暖季来临，叠加明年大型运动会因素影响，业者预期后期开工或受限，进一步影响浆市后市成交；（3）纸浆期货区间震荡整理，对现货影响力降低，现货市场维持基本面逻辑；（4）下游原纸价格窄幅松动，不利于浆价回升。

本周双胶纸、铜版纸价格走强。规模纸厂积极跟进订单落实；中小纸厂订单一般，多以观望为主；下游经销商价格试探性跟涨，局部市场重心窄幅上移，同时下游印厂适量补库。展望后市，文化纸价格预计仍将小幅上调。规模纸厂库存压力有所缓解，涨价函部分落实。下游经销商订单略有起色，市场信心有所提振。

废纸系：（1）本周箱板纸延续涨势，涨幅较前有所收窄，规模纸企发布 16 号提涨 100 元/吨计划，纸厂挺价意愿仍存。规模纸企价格政策的支撑作用尚存，一定程度上缓解了市场看跌情绪；其次，原料废纸短暂下跌后反弹，能源价格有所下滑，成本面支撑作用稳中有趋弱，纸厂借势成本面上调的动能有所减弱；最后，目前商家心态略有分化，建议关注纸厂及包装厂库存量及后续新单成交情况变动。

（2）瓦楞纸本周市场涨跌不一，整体走货放缓，周初规模纸厂多个基地上调 100-150 元/吨，对市场信心有一定提振；其次，原料废纸价格局部反弹，成本端支撑力增加；最后，下游包装厂新单跟进一般，采购节奏有所放缓，整体交投平平。

投资建议：建议关注拥有海外产线布局和固废渠道建设的箱板纸龙头**山鹰国际**。木浆系建议关注全品类造纸龙头**太阳纸业**，林浆纸一体化平滑经营周期波动，当前股价对应估值为历史底部，建议左侧配置。

生活用纸建议关注**中顺洁柔**，展望下半年，浆价持续高位下将加速中小产能出清继而优化竞争格局，叠加传统旺季带来的下游需求提升，公司盈利能力有望逐季修复。

4.3 必选及其他轻工板块

9 月开学季带动文化办公用品景气度抬升。9 月文化办公用品零售额为 396 亿元，同比增长 22.6%；1-9 月累计零售额为 2877 亿元，累计同比增长 21.7%，增速较 1-8 月小幅增长 0.2 个 pct。与 2019 年同期相比，2021 年 9 月文化办公用品零售额同比增长 39.1%，累计同比增长 26%。

双减冲击以及去年同期高基数影响，板块基本面有所承压。下半年中小学开学带动学生文具需求向好，但“双减”政策的出台对中小学校外辅导对应的文具需求以及行业信心短期或有一定影响。持续推荐具备完善产品供应和一体化服务能力的文具领域龙头**晨光文具**。

4.4 纺织服装板块

服装整体需求表现较弱，线上收入增速亮眼。从需求端看，受疫情防控+经济增速放缓，终端需求增速较上半年有明显放缓。但从边际上看，随着国内疫情控制见效。9月社零同比录得4.4%增长，较8月环比提升1.9pct。线上渠道增速亮眼，1-9月实物商品网上零售额同比增长15.9%，其中穿类商品同比增长15.6%。**分结构看**，纺织服装在可选消费品中增速表现较弱，服装鞋帽及针织品同比下滑4.8%，较2019年增长3.1%。静待经济大环境改善、需求复苏带来行业回暖。

投资建议：

纺织制造板块：龙头公司三季度订单高景气延续，近期股价下调反应市场对下游需求疲软以及限电限产的负面预期。考虑到目前板块估值较低，我们认为当前或是行业细分龙头左侧布局的较好时间点，建议关注运动鞋产业制造龙头**华利集团**。

海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国头部的专业户外运动装备及产品企业业绩2020年以来表现亮眼。建议关注**哈尔斯、牧高笛、浙江自然、华生科技**等相关户外休闲体育运动场景产品供应商。

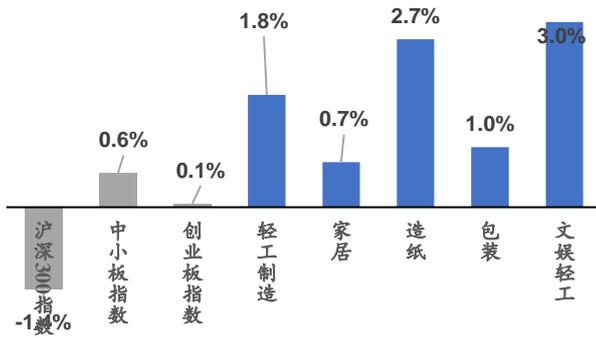
服装家纺板块：运动鞋服优质赛道增速领跑行业。短期看，受需求表现较弱，品牌服饰估值水平持续下调已反应市场对公司三季度盈利的谨慎预期。自3月以来，受益于棉花事件，国产鞋服品牌商承接海外运动鞋服品牌流量转化带来竞争格局优化。长期看，在全民健身大众运动客群增加+国潮崛起趋势下国产运动品牌有望持续受益，建议关注国产运动鞋服龙头**安踏体育、李宁**。

5.本周轻工制造板块走势

本周沪深300指数下跌1.35%，中小板指数上涨1.4%，创业板指数上涨0.06%，轻工制造板块上涨1.85%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为+0.7%、+2.7%、+1.0%、+3.0%。

个股来看，本周涨幅前三分别为邦宝益智、实丰文化、共创草坪，涨幅分别为17.99%/16.71%/16.01%；本周跌幅前三的个股分别为滨海能源、紫江企业、华泰股份，跌幅分别为-23.98%/-9.70%/-9.58%。

图表 22 轻工制造指数周涨跌幅



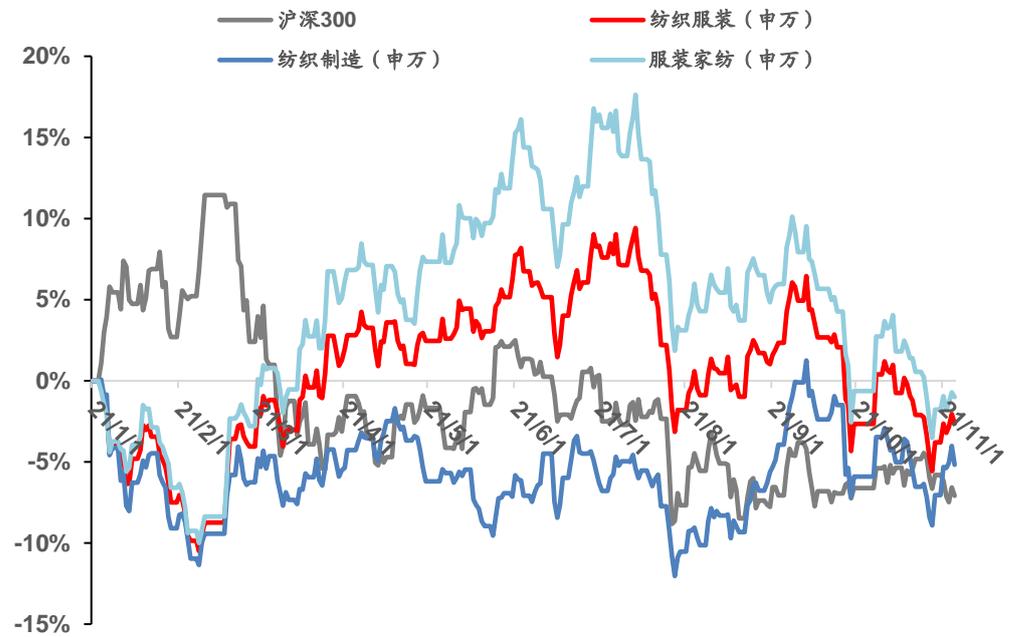
图表 23 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

| 涨幅TOP10 | % | 跌幅TOP10 | % |
|---------|-------|---------|--------|
| 邦宝益智 | 17.99 | 滨海能源 | -23.98 |
| 实丰文化 | 16.71 | 紫江企业 | -9.70 |
| 共创草坪 | 16.01 | 华泰股份 | -9.58 |
| 梦百合 | 13.30 | 海伦钢琴 | -9.36 |
| 瑞尔特 | 12.56 | 嘉美包装 | -8.97 |
| 金马游乐 | 10.46 | 舒华体育 | -8.29 |
| 华瓷股份 | 10.27 | 鸿博股份 | -6.62 |
| 好太太 | 10.08 | 海鸥住工 | -6.56 |
| 帝欧家居 | 8.41 | 浙江自然 | -6.40 |
| 上海艾录 | 7.98 | 德尔未来 | -5.63 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 24 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 25 轻工重点公司估值

| 【华安轻工】轻工重点公司估值 | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|-------|------------|-------|-------------|-------|-----|-----|-----|-------|-------|------|------|------|------|
| | 公司 | 市值 (亿元) | 周涨跌幅 | 年初至今 涨跌幅 | EPS | | | | PE | | | | BVPS | PB |
| | | | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E | | |
| 家居 | 欧派家居 | 745 | -4.0% | -8.4% | 3.5 | 4.5 | 5.4 | 6.5 | 43.6 | 27.3 | 22.4 | 18.8 | 20.4 | 6.0 |
| | 索菲亚 | 160 | 3.5% | -30.9% | 1.3 | 1.5 | 2.0 | 2.4 | 23.2 | 122.4 | 9.8 | 8.4 | 6.6 | 2.6 |
| | 尚品宅配 | 91 | 5.2% | -42.8% | 0.5 | 1.9 | 2.4 | 2.8 | 90.0 | 23.9 | 19.5 | 16.4 | 17.7 | 2.6 |
| | 金牌厨柜 | 48 | 3.0% | -12.4% | 3.1 | 2.2 | 2.9 | 3.6 | 23.3 | 16.9 | 12.3 | 9.2 | 13.7 | 2.2 |
| | 志邦家居 | 63 | 2.8% | -16.5% | 1.8 | 1.6 | 2.0 | 2.4 | 11.4 | 14.6 | 11.8 | 10.0 | 7.1 | 2.9 |
| | 顾家家居 | 410 | 4.2% | -7.1% | 1.4 | 2.7 | 3.3 | 4.1 | 59.2 | 30.9 | 25.0 | 20.1 | 11.0 | 5.9 |
| | 喜临门 | 103 | 1.2% | 39.4% | 0.8 | 1.3 | 1.7 | 2.1 | 33.3 | 20.0 | 16.0 | 12.8 | 7.9 | 3.4 |
| | 梦百合 | 85 | 13.3% | -29.5% | 1.1 | 0.4 | 1.2 | 1.7 | 15.7 | 40.1 | 14.6 | 10.3 | 7.0 | 2.5 |
| | 江山欧派 | 54 | -0.3% | -49.9% | 4.1 | 4.9 | 6.1 | 7.6 | 12.8 | 10.6 | 8.5 | 6.8 | 17.6 | 2.9 |
| | 公牛集团 | 948 | 0.0% | -22.5% | 3.9 | 4.9 | 5.8 | 6.7 | 40.5 | 32.1 | 27.3 | 23.6 | 15.6 | 10.1 |
| | 造纸 | 中顺洁柔 | 248 | 11.1% | -9.0% | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 27.0 | 26.8 | 22.4 | 18.3 | 3.7 |
| 太阳纸业 | | 321 | 4.1% | -16.5% | 0.8 | 1.3 | 1.6 | 1.8 | 15.9 | 9.2 | 8.3 | 7.5 | 6.7 | 1.8 |
| 文具 | 晨光文具 | 608 | 3.3% | -25.5% | 1.4 | 1.6 | 2.2 | 2.8 | 68.0 | 42.2 | 33.1 | 25.8 | 5.6 | 11.7 |
| 电子 | 思摩尔国际 | 2,064 | -7.9% | -42.0% | 0.4 | 0.8 | 1.1 | 1.5 | 120.3 | 56.7 | 41.2 | 30.9 | 3.6 | 15.9 |

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

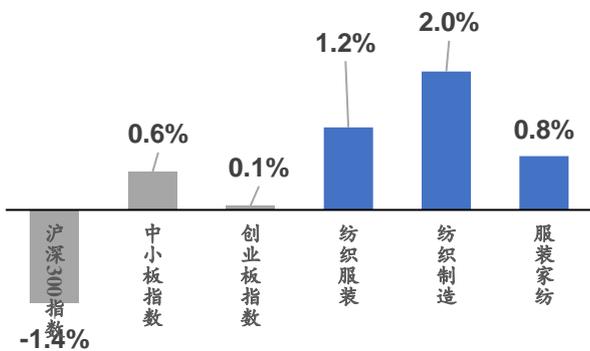
注：其中索菲亚、晨光文具、金牌厨柜、顾家家居、思摩尔国际、中顺洁柔、太阳纸业、万顺新材为华安证券最新估值预期

6.本周纺织服装板块走势

本周沪深300指数下跌1.35%，中小板指数上涨1.4%，创业板指数上涨0.06%，纺织服装板块上涨1.20%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺涨跌幅分别为+2.0%、+0.8%。

个股来看，本周涨幅前三分别为ST柏龙、ST环球、凤竹纺织，涨幅分别为25.73%/18.82%/14.29%；本周跌幅前三的个股分别为中国动向、都市丽人、拉夏贝尔，跌幅分别为-13.41%/-12.50%/-9.68%。

图表 26 纺织服装指数周涨跌幅



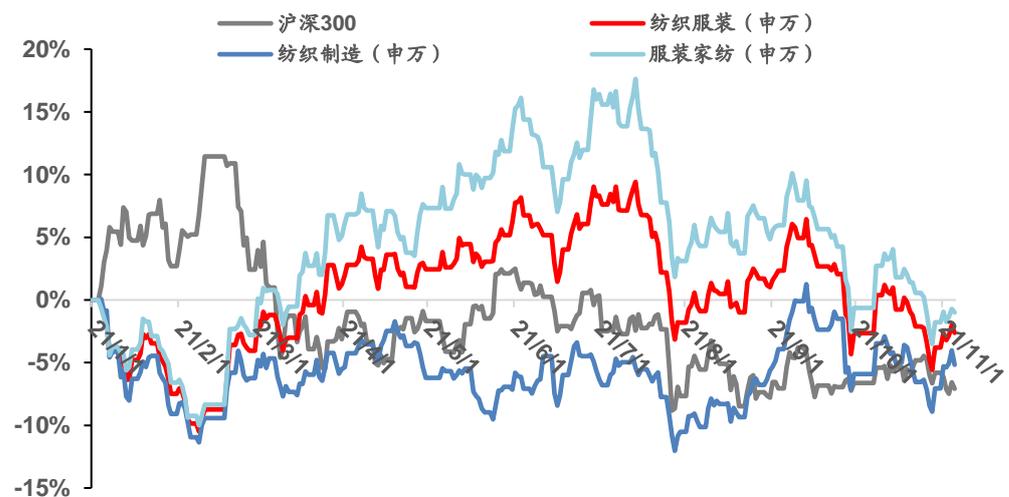
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 纺织服装板块个股周度涨跌幅 top10

| 涨幅TOP10 | % | 跌幅TOP10 | % |
|---------|-------|---------|--------|
| ST柏龙 | 25.73 | 中国动向 | -13.41 |
| *ST环球 | 18.82 | 都市丽人 | -12.50 |
| 凤竹纺织 | 14.29 | 拉夏贝尔 | -9.68 |
| 万事利 | 10.76 | 超盈国际控股 | -7.63 |
| 康隆达 | 10.62 | 九牧王 | -6.86 |
| 伟星股份 | 9.48 | 爱慕股份 | -6.69 |
| 中银绒业 | 8.85 | 华生科技 | -6.52 |
| 华利集团 | 8.81 | 浙江自然 | -6.40 |
| 稳健医疗 | 8.75 | 森马服饰 | -6.13 |
| 维珍妮 | 8.40 | 恒辉安防 | -5.95 |

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 28 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 29 纺服重点公司估值

| 【华安轻工】纺服重点公司估值 | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|------|------------|-------|-------------|------|-----|-----|-----|-------|------|------|------|------|------|
| | 公司 | 市值 (亿元) | 周涨跌幅 | 年初至今 涨跌幅 | EPS | | | | PE | | | | BVPS | PB |
| | | | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E | | |
| 运动鞋服 | 安踏体育 | 3,382 | 2.9% | 2.5% | 2.3 | 3.5 | 4.5 | 5.6 | 54.9 | 35.6 | 27.8 | 22.3 | 11.9 | 10.5 |
| | 李宁 | 2,433 | 7.5% | 75.1% | 0.8 | 1.4 | 1.7 | 2.2 | 113.1 | 67.0 | 54.1 | 43.1 | 5.0 | 18.7 |
| | 特步国际 | 273 | 1.2% | 173.2% | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 41.9 | 31.9 | 25.1 | 19.8 | 3.5 | 3.0 |
| 纺织制造 | 中洲国际 | 2,401 | 4.8% | 6.3% | 4.0 | 3.7 | 4.6 | 5.4 | 39.5 | 43.0 | 34.9 | 29.7 | 22.4 | 7.1 |
| | 华利集团 | 1,084 | 8.8% | -5.9% | 1.8 | 2.3 | 2.9 | 3.6 | 51.9 | 39.9 | 31.7 | 25.9 | 9.1 | 10.2 |
| | 健盛集团 | 42 | 4.6% | 34.3% | -1.3 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | -8.2 | 18.0 | 13.5 | 10.6 | 5.8 | 1.9 |
| | 伟星股份 | 80 | 9.5% | 59.3% | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 19.8 | 17.9 | 15.3 | 13.0 | 3.2 | 3.2 |
| 大众休闲 | 森马服饰 | 190 | 4.1% | -25.9% | 0.3 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 23.5 | 12.1 | 10.2 | 8.7 | 4.3 | 1.6 |
| | 海澜之家 | 282 | -0.2% | 5.4% | 0.4 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 15.9 | 9.7 | 8.3 | 7.3 | 3.2 | 2.1 |
| | 太平鸟 | 178 | 4.2% | 26.2% | 1.5 | 2.2 | 2.7 | 3.2 | 24.7 | 17.2 | 14.0 | 11.5 | 8.2 | 4.5 |
| 高端服饰 | 地素时尚 | 88 | 5.6% | -0.8% | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 13.9 | 12.0 | 10.3 | 8.9 | 7.9 | 2.3 |
| | 欣贺股份 | 43 | 0.3% | 9.4% | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 19.0 | 12.4 | 9.8 | 8.0 | 6.8 | 1.5 |
| | 歌力思 | 56 | 5.9% | 17.7% | 1.3 | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 11.3 | 15.5 | 13.1 | 11.1 | 6.2 | 2.5 |
| | 比音勒芬 | 138 | 1.7% | 56.0% | 0.9 | 1.1 | 1.4 | 1.7 | 27.5 | 22.6 | 17.8 | 14.4 | 5.0 | 5.0 |
| 男装 | 九牧王 | 76 | 4.9% | 20.6% | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 20.6 | 26.7 | 21.1 | 17.7 | 7.0 | 1.9 |
| | 七匹狼 | 42 | 1.8% | 8.2% | 0.3 | 0.4 | - | - | 20.0 | 14.8 | - | - | 7.8 | 0.7 |
| 家纺 | 水星家纺 | 42 | 2.8% | 20.7% | 1.0 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 15.1 | 11.5 | 9.8 | 8.6 | 9.1 | 1.7 |
| | 罗莱生活 | 115 | 5.4% | 15.3% | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 19.5 | 16.2 | 13.9 | 12.1 | 4.9 | 2.8 |
| | 富安娜 | 69 | 2.2% | 14.8% | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 13.4 | 11.2 | 9.5 | 8.2 | 4.0 | 2.1 |

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

注：盈利预测为 Wind 一致预期；其中港股公司 EPS 单位为港元

7. 本周重要公告

图表 30 上市公司重要公告

| 时间 | 上市公司 | 公告 |
|------------|------|---|
| 2021-11-03 | 江山欧派 | 关于全资子公司提起诉讼公告：公司全资子公司欧派木制品公司与深圳恒大材料设备有限公司存在买卖合同纠纷，子公司于 2021 年 10 月 12 日向广东省广州市中级人民法院提起民事诉讼，要求恒大支付拖欠的贷款共计 3.61 亿元及违约金。 |
| 2021-11-03 | 志邦家居 | 前三季度经营公告：前三季度实现营收 33.2 亿元，同比-1.5%，其中整体橱柜/定制衣柜/木门/其他分别实现营收 18.7/11.9/0.8/1.9 亿元，同比分别 -3.0%/+3.9%/+0.6%/+1.0%。 |
| 2021-11-05 | 山鹰纸业 | 10 月经营数据快报：10 月国内造纸销量 54.2 万吨，同比-2.3%；均价 4258.3 元/吨，同比+19.0%；10 月包装销量 1.82 亿平方米，同比+32.8%；均价 3.75 元/平方米，同比+16.6%。 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降、整体消费景气度低迷；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。