

纺织服装

2021 年 11 月 21 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-寒潮侵袭，双十一业绩亮眼，看好纺服板块反弹机会》-2021.11.15

《行业点评报告-关注冷冬预期下的服装板块机会》-2021.10.18

《行业深度报告-SHEIN 商业模式解析：敏捷供应链叠加数字化运营，SHEIN 模式高速增长》-2021.7.27

服装社零降幅环比收窄，继续看好服装及代工龙头

——行业周报

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 服装社零数据下滑主要系双 11 挤出效应，降幅环比收窄

本周重点推荐标的

运动休闲龙头组合：安踏体育、李宁、波司登、海澜之家、森马服饰、太平鸟；

代工龙头拐点组合：华利集团、申洲国际、开润股份；

其他子板块组合：稳健医疗。

11 月 15 日，国家统计局公布 10 月社零数据。服装鞋帽、针纺织品类 10 月零售总额为 1227 亿元，同比减少 3.3%；1-10 月累计销售总额为 10861 亿元，同比增长 17.4%。10 月服装鞋帽零售下滑主要系：（1）2021 年双 11 购物节的挤出效应，消费者的需求延后；（2）10 月上半月温度较高影响换季需求；（3）疫情反复影响服装鞋帽线下门店客流。2021 年 8/9/10 月服装鞋帽、针纺织品类零售的同比变动分别为-6.0%/-4.8%/-3.3%，降幅环比收窄。我们预计随着 11 月全国降温，服装鞋帽销售旺季将来临，换季需求将释放，社零数据将会改善。

● On 昂跑业绩亮眼，功能性产品仍是鞋服行业中最好板块

瑞士跑鞋品牌 On Running 的母公司，On 昂跑控股有限公司在 2021 年 11 月 16 日发布了截至 2021 年 9 月 30 日的第三季度财报，2021 财年 Q3 On 昂跑实现收入 2.18 亿瑞士法郎，同比增长 67.6%；前三季度实现收入 5.3 亿瑞士法郎，同比增长 77.2%，预计 2021 财年的销售收入为 7.1 亿瑞士法郎左右。**盈利能力来看**，公司 2021 财年 Q3 毛利率为 60.2%(+5.7pct)，前三季度毛利率为 59.7%(+4.3pct)。第三季度调整后 EBITDA 为 0.38 亿瑞士法郎(+67.9%)，利润率为 17.4%；前三季度 EBITDA 为 0.85 亿瑞士法郎(+121.0%)，利润率为 16.0%(+3.2pct)。

华利集团从 2021 年开始与 On running 进行合作，目前合作进展顺利。随着产能加速释放，我们预计 2022 年华利集团将成为 On running 的第一大供应商。On Running 的高速增长说明具备功能属性的运动鞋服板块依然是鞋服行业中的最好的子板块。我们重点推荐华利集团，以及同为优秀代工企业的申洲国际和开润股份。

● 周数据：国产品牌运动鞋服继续保持较快增长

阿里平台运动鞋服周数据：2021W46（2021.11.08-2021.11.14）各运动品牌的鞋服在淘宝和天猫的销售情况分别为：李宁 6.42 亿元（+22.28%）、FILA 5.25 亿元（+27.71%）、安踏 5.51 亿元（+6.72%）、特步 1.86 亿元（-2.63%）、耐克 8.94 亿元（-26.82%）、阿迪达斯 7.26 亿元（-35.57%）、彪马 1.67 亿元（-42.88%）、New Balance 1.85 亿元（+5.18%）、斯凯奇 2.24 亿元（+11.26%）、安德玛 0.76 亿元（-38.94%）、MLB 0.75 亿元（+70.65%）、迪卡侬 0.29 亿元（-13.66%），继续看好运动服饰龙头安踏体育和李宁。**森马服饰：**2021 双 11 森马电商全渠道 GMV 为 23 亿元（+33.8%），其中巴拉巴拉品牌约为 12 亿元，森马品牌约为 7.5 亿元，迷你巴拉巴拉品牌约为 2.5 亿元。巴拉巴拉品牌增长 40%+，森马品牌增长 30%+。以毛利率来看，森马品牌毛利率增幅在 10pct 以上，巴拉巴拉品牌毛利率增幅在个位数。森马电商持续领跑服装行业电商业务，持续看好。

风险提示：国内外疫情反复影响终端销售，海外疫情扩散影响品牌供应链。

目 录

1、 服装社零数据下滑主要系双十一挤出效应，降幅环比收窄	3
2、 On 昂跑业绩亮眼，功能性产品仍是鞋服行业中最好板块	3
3、 周数据：国产品牌运动鞋服继续保持较快增长	4
4、 风险提示	4

1、服装社零数据下滑主要系双十一挤出效应，降幅环比收窄

2021年11月15日，国家统计局公布10月份社零数据。10月份社会消费品零售总额为40454亿元，同比增长4.9%；比2019年10月份增长9.4%，两年平均增速为4.6%。扣除价格因素，10月份社会消费品零售总额同比实际增长1.9%。从环比看，10月份社会消费品零售总额增长0.43%。

10月服装零售降幅环比有所收窄。按消费类型划分，商品零售中的服装鞋帽、针纺织品类10月零售总额为1227亿元，同比减少3.3%；1-10月累计销售总额为10861亿元，同比增长17.4%。10月服装鞋帽零售下滑主要系：（1）2021年双11购物节的挤出效应，消费者的需求延后；（2）10月上半月温度较高影响换季需求；（3）疫情反复影响服装鞋帽线下门店客流。**2021年8/9/10月服装鞋帽、针纺织品类零售的同比变动分别为-6.0%/-4.8%/-3.3%，降幅环比收窄。**我们预计随着11月全国降温，服装鞋帽的销售旺季将来临，换季需求将释放，服装鞋帽社零数据将会继续改善。

2、On 昂跑业绩亮眼，功能性产品仍是鞋服行业中最好板块

瑞士跑鞋品牌 On Running 的母公司，On 昂跑控股有限公司在2021年11月16日发布了截至2021年9月30日的第三季度财报，2021财年第三季度 On 昂跑实现收入2.18亿瑞士法郎，同比增长67.6%；前三季度实现收入5.3亿瑞士法郎，同比增长77.2%，预计2021财年的销售收入为7.1亿瑞士法郎左右。

分渠道来看，直营渠道第三季度实现收入0.76亿瑞士法郎（+93.0%），前三季度实现收入为1.91亿瑞士法郎（+69.8%）；经销商渠道第三季度实现收入1.42亿瑞士法郎（+56.7%），前三季度实现收入3.42亿瑞士法郎（+81.7%）。

分地区来看，第三季度欧洲、北美和亚太地区分别实现销售收入0.88亿瑞士法郎（+50.3%）、1.12亿瑞士法郎（+82.6%）和0.13亿瑞士法郎（+71.4%）；前三季度欧洲、北美和亚太地区分别实现销售收入2.16亿瑞士法郎（+53.9%）、2.76亿瑞士法郎（+95.2%）和0.32亿瑞士法郎（+112.2%），所有地区均保持高速增长势头。

分品类来看，第三季度运动鞋、运动服饰和配件分别实现销售收入2.05亿瑞士法郎（+65.2%）、0.12亿瑞士法郎（+133.0%）和150万瑞士法郎（+41.5%）；前三季度运动鞋、运动服饰和配件分别实现销售收入5.04亿瑞士法郎（+76.2%）、0.26亿瑞士法郎（+109.4%）和360万瑞士法郎（+35.8%）。

盈利能力来看，第三季度毛利率为60.2%（+5.7pct），前三季度毛利率为59.7%（+4.3pct）。第三季度调整后EBITDA为0.38亿瑞士法郎（+67.9%），利润率为17.4%；前三季度EBITDA为0.85亿瑞士法郎（+121.0%），利润率为16.0%（+3.2pct）。

On Running 的高速增长说明具备功能属性的运动鞋服板块依然是鞋服行业中最好的子板块。华利集团从2020年开始与瑞士跑鞋品牌 On running 进行洽谈，2021年开始合作，目前合作进展顺利。随着产能加速释放，我们预计2022年华利集团将成为 On running 跑鞋的第一大供应商。

3、周数据：国产品牌运动鞋服继续保持较快增长

阿里平台运动鞋服周数据：2021W46（2021.11.08-2021.11.14）各运动品牌的鞋服在淘宝和天猫的销售情况分别为：李宁 6.42 亿元（+22.28%）、FILA 5.25 亿元（+27.71%）、安踏 5.51 亿元（+6.72%）、特步 1.86 亿元（-2.63%）、耐克 8.94 亿元（-26.82%）、阿迪达斯 7.26 亿元（-35.57%）、彪马 1.67 亿元（-42.88%）、New Balance 1.85 亿元（+5.18%）、斯凯奇 2.24 亿元（+11.26%）、安德玛 0.76 亿元（-38.94%）、MLB 0.75 亿元（+70.65%）、迪卡侬 0.29 亿元（-13.66%）。继续看好运动服饰龙头安踏体育和李宁。

森马服饰：2021 双 11 森马电商全渠道 GMV 为 22.98 亿元（+33.8%），其中直播带来的 GMV 为 4 亿元左右。以 GMV 来看，巴拉巴拉品牌约为 12 亿元，森马品牌约为 7.5 亿元，迷你巴拉巴拉品牌约为 2.5 亿元，其余为公司内部其他小品牌。巴拉巴拉品牌增长 40%+，森马品牌增长 30%+。以毛利率来看，森马品牌毛利率增幅在 10pct 以上，巴拉巴拉品牌毛利率增幅在个位数，迷你巴拉巴拉品牌从婴童品牌重新定位成母婴品牌，毛利率增幅为 2pct 左右。

（1）在产品上，森马服饰在 2020 年底成立了自身的消费者洞察团队，根据消费者的喜好对产品进行重点布局，近期推出的 SMARTECH 系列在传统电商渠道和抖音等新兴渠道都得到了消费者的广泛认可。（2）在布局上，森马对全渠道都进行了布局，且直播效果超预期，原本预期直播带来的 GMV 占比在 12%-15% 左右，最后结果是 2021 双 11 直播 GMV 占比接近 20%。（3）数字化中台推进顺利，2021 年发货时间平均比 2020 年少 2 天，对于爆款的快反以及滞销款处理的响应速度都有所提高。（4）数字化团队对抖音电商的运营及流量投放进行深入研究，并对公司自播团队进行指导，目前公司在抖音电商的毛利率已经超越公司在天猫的毛利率。森马服饰持续领跑服装行业电商业务，持续看好。

4、风险提示

国内外疫情反复影响终端零售、海外疫情扩散影响品牌供应链。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn