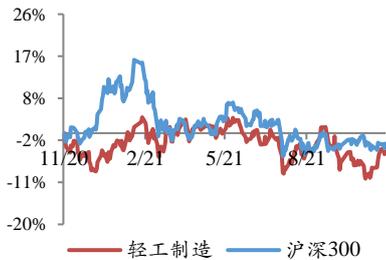


## On 昂跑：瑞士高性能跑鞋品牌，解读三季报表现与差异化优势

行业评级：增持

报告日期：2021-11-22

### 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

### 相关报告

1. 华安轻工\_行业专题\_轻工纺服双十一数据跟踪：国货崛起，品牌马太效应显著 2021-11-15

2. 华安证券\_行业研究\_行业周报\_轻工制造：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 2021-11-08

### 主要观点：

● 本周专题：瑞士高性能跑鞋品牌上市后首次披露三季报，解读三季报表现与差异化优势

来自于瑞士的高性能跑鞋品牌，全球化布局营收持续高增长。On 昂跑是2010年成立的一个以技术、设计和可持续性为基础的高性能运动品牌，出生在瑞士阿尔卑斯山，品牌目标为“让所有人都能在云端跑步，从而彻底改变跑步的感觉”，致力于创造性能卓越的优质产品。三季报解读：Q3 越南疫情影响下具备经营韧性，疫情影响公司产能受限，公司预计四季度及明年年初供应链将承压。公司于2020年11月16日发布三季报，短期来看，公司受越南疫情影响，从2021年7月至9月底，公司70%产能的工厂被强制关闭，其余生产合作伙伴（占30%产能）并未受到影响。虽然第三季度公司部分产能受限，但从10月初开始，公司生产已逐步恢复，至11月所有工厂都已开业。四季度及2022年初公司供应链可能持续存在的影响有：（1）产量的持续增加可能导致供应限制和更高的空运费用；（2）整个供应链的额外延迟可能会延迟部分营收；（3）更高的运费以及仓库人工费用。

从“人、货、场”看中国跑鞋发展趋势：随着消费客群的代际更替、新零售冲击下场景渠道的改变、跑鞋产品也随之变化以满足新需求，On 昂跑、Allbirds 等近十年快速崛起的跑鞋新品牌重押中国市场面临机遇和挑战并存。中国跑鞋发展趋势上，（1）人：Z世代群体逐渐成为主力，有望拉动线上消费占比提升，对线下门店服务体验性要求更高。居民健康意识显著增强，运动频次提升有望带来运动鞋服需求增量。（2）货：跑鞋功能属性优势凸显，部分专业竞速跑鞋成功下探至日常跑鞋。运动鞋服品类市占率持续提升，占服装市场比重提升至2020年的13.3%，线上运动鞋/运动服品类市占率提升至2020年的6.8%/3.2%。（3）场：头部品牌线下推出大店战略，并逐渐向部分二线城市拓展，线上移动互联网流量向短视频迁移。

On 昂跑的差异化优势：（1）定位清晰：打造专注于技术创新的高性能跑鞋品牌。On 昂跑由运动员创办，具备专业运动品牌基因。同时公司以创新驱动跑鞋科技持续更迭，以三大跑鞋科技为核心的跑鞋科技矩阵初步完善，赋能产品力持续提升，打造高性能跑鞋品牌；（2）社群营销：深耕社群圈层，精准定位跑者群体。通过专业运动员营销推广，将品牌触角伸向更多社群；以产品力为基+品牌故事提高用户粘性与品牌认可度，同时通过举办赛事提升品牌专业形象；（3）O2O融合：线上线下融合发展。以电商为主导的DTC渠道发展迅速，毛利率高；批发渠道帮助拓展新旧市场，达到更广泛的社区覆盖；线下开设大面积体验门店，布局高线城市核心区位，在提升消费体验的同时，对电商渠道提供补充作用，进一步提供发展动力。

● 本周观点。

家居板块：10月地产销售、竣工数据持续走弱。10月全国住宅销售

面积较 2019 年同期下滑 11.98%至 10987.38 万平方米，较 2020 年同比下降 24.11%；10 月全国住宅竣工面积单月同比下滑 21.32%。地产销售、竣工增速延续负增长。**出口方面**，建议关注家居出口链，近期中美航线海运价格回落，且市场存在贸易关系缓和预期。中美航线海运价格回落，集装箱价格小幅下降，出口企业毛利有望边际修复。内销方面，我们认为前期竣工高景气有望支撑未来一段时间的新房装修需求，但地产投资收紧与销售下滑对家居板块估值形成压力，并对后续竣工增长的持续性产生压力。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）文化纸：**近期文化纸纸价保持区间震荡。规模纸厂挺价意愿较强但下游成交有限，价格补涨动力不足，市场供需博弈态势显现；供给及库存方面，开工率有所回暖，出版订单持续释放，纸厂库存水平下降；**（2）箱瓦纸：**箱瓦纸价格维稳，受规模纸企提价延期影响，纸价后期继续推涨动能略显不足；且国废价格下跌，成本支撑转弱，叠加进口纸到港预期增强，供应压力略有增长。建议继续关注规模纸厂价格政策及下游补库节奏。

**纺织服装：（1）纺织制造：**在出口景气度较高、内需疲软的背景下，以出口制造为主的纺织制造整体景气度优于以内需为主的服饰品牌，龙头公司三季度订单高景气延续。同时受越南疫情影响部分越南代工厂关闭，部分订单回流国内，龙头代工厂由于疫情控制良好，其产能具备稀缺性及比较优势。**（2）运动鞋服：**双十一期间，在今年平台分流、预售期抢跑、直播电商分流等影响下，天猫双十一整体品牌流量、销售额下滑，在此大背景下运动鞋服民族品牌线上增速普遍亮眼，头部运动鞋服民族品牌产品力、品牌力持续提升，竞争优势显著。

**（3）羽绒服：**受“双拉尼娜年”冷冬刺激下，羽绒服线上销售品类市占率显著提升，波司登线上零售同比增长 53%的好成绩。未来全国范围内降温有望提振羽绒服销售。**（4）户外运动：**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，行业景气度向上。

#### ● 投资建议

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国废渠道建设的箱板纸龙头**山鹰国际**。

**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 瑞士高性能跑鞋品牌，上市后首次披露三季报 .....               | 5  |
| 1.1 公司概况：来自于瑞士的高性能跑鞋品牌，越南疫情影响下具备经营韧性 ..... | 5  |
| 1.2 财务分析：以欧美地区批发渠道为主，亚洲地区增速较快 .....        | 7  |
| 2 从人、货、场看中国跑鞋发展趋势 .....                    | 9  |
| 2.1 人：Z世代群体成为跑者主力，健康意识提升运动频次增加 .....       | 9  |
| 2.2 货：跑鞋功能性凸显，品类市占率持续提升 .....              | 11 |
| 2.3 场：线下各品牌推出大店战略，线上流量向短视频迁移 .....         | 12 |
| 3 ON 昂跑的差异化优势解析 .....                      | 13 |
| 3.1 定位清晰：打造专注于技术创新的高性能跑鞋品牌 .....           | 13 |
| 3.2 社群营销：通过深耕社群圈层精准定位跑者群体 .....            | 15 |
| 3.3 O2O 融合：积极发展 DTC 渠道，线上线下融合发展 .....      | 16 |
| 4.本周观点 .....                               | 17 |
| 4.1 家居板块 .....                             | 17 |
| 4.2 造纸板块 .....                             | 18 |
| 4.3 必选及其他轻工板块 .....                        | 18 |
| 4.4 纺织服装板块 .....                           | 18 |
| 5.本周轻工制造板块走势 .....                         | 19 |
| 6.本周纺织服装板块走势 .....                         | 21 |
| 7.本周重要公告 .....                             | 22 |
| 风险提示： .....                                | 23 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1 昂跑 ON 基础款跑鞋产品图 .....               | 5  |
| 图表 2 昂跑 ON 全球市场布局 .....                 | 5  |
| 图表 3 昂跑 ON 历史沿革及营收增长 .....              | 6  |
| 图表 4 公司 2021 年实现盈利, Q3 盈利能力向好 .....     | 6  |
| 图表 5 公司盈利水平持续改善 .....                   | 6  |
| 图表 6 各品牌跑鞋、休闲鞋产品价格带对比 .....             | 7  |
| 图表 7 昂跑 ON 营收及核心财务指标拆分 .....            | 8  |
| 图表 8 昂跑 ON 现金周转天数与可比公司比较 .....          | 9  |
| 图表 9 2020 年中国跑者年龄分布 .....               | 10 |
| 图表 10 Z 世代群体特征与鞋服产业趋势对比 .....           | 10 |
| 图表 11 中国马拉松参赛人次逐年增加 .....               | 10 |
| 图表 12 2020 年人均运动频次显著提升 (%) .....        | 10 |
| 图表 13 2021Q1 悦跑圈 APP 用户添加跑鞋 TOP10 ..... | 11 |
| 图表 14 中国运动鞋服品类市占率持续提升 .....             | 12 |
| 图表 15 运动鞋服线上品类市占率持续提升 (销售额口径) .....     | 12 |
| 图表 16 李宁线下门店实行大店战略 .....                | 13 |
| 图表 17 FILA 线下开设大面积体验店 .....             | 13 |
| 图表 18 中国运动鞋服渠道变化 (销售额口径) .....          | 13 |
| 图表 19 短视频渗透率及 MAU 持续增长 .....            | 13 |
| 图表 20 昂跑 ON 持续推出跑鞋科技 .....              | 14 |
| 图表 21 昂跑 ON 核心跑鞋及产品信息梳理 .....           | 15 |
| 图表 22 瑞士网球明星费德勒以股东和代言人加盟 .....          | 16 |
| 图表 23 ON 昂跑销售费用分结构 (%) .....            | 16 |
| 图表 24 昂跑 DTC 营收占比 .....                 | 17 |
| 图表 25 公司线下门店起到宣传展示作用 .....              | 17 |
| 图表 26 公司线下门店持续扩张 .....                  | 17 |
| 图表 27 轻工制造指数周涨跌幅 .....                  | 19 |
| 图表 28 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10 .....         | 19 |
| 图表 29 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势 .....        | 20 |
| 图表 30 轻工重点公司估值 .....                    | 20 |
| 图表 31 纺织服装指数周涨跌幅 .....                  | 21 |
| 图表 32 纺织服装板块个股周度涨跌幅 TOP10 .....         | 21 |
| 图表 33 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅 .....        | 21 |
| 图表 34 纺服重点公司估值 .....                    | 22 |
| 图表 35 上市公司重要公告 .....                    | 22 |

# 1 瑞士高性能跑鞋品牌，上市后首次披露三季报

## 1.1 公司概况：来自于瑞士的高性能跑鞋品牌，越南疫情影响下具备经营韧性

**技术+设计+可持续性的高性能跑鞋品牌，全球化布局营收持续增长。** On 昂跑是一个以技术、设计和可持续性为基础的高性能运动品牌，出生在瑞士阿尔卑斯山，品牌目标为“让所有人都能在云端跑步，从而彻底改变跑步的感觉”，致力于创造性卓越的产品。公司关注性能、设计和可持续性前沿创新，不断引进许多突破性技术，旨在改变跑步体验。在服务于跑步者之外，公司将业务拓展到日常生活产品中，公司的产品范围从高性能跑步扩展到高性能户外跑步和全天高性能。公司2010年于瑞士创立以来不断进行市场拓展，2011年德国作为欧洲首发上市，2013年在美国波特兰成立第一家瑞士之外的办公室，2015年在日本成立办公室，2018年进入中国、巴西市场。市场拓展带来收入持续增长，2021Q1-Q3公司营收达到约37亿元（按汇率按瑞士法郎兑人民币6.935换算），同比增长77.2%。

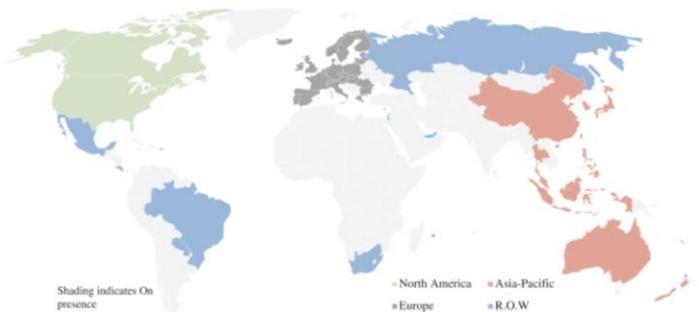
**上市后首次披露三季报：疫情影响公司产能受限，预计四季度及明年年初供应链将承压。**公司于2020年11月16日发布三季报，短期来看，公司受越南疫情影响，从2021年7月至9月底，公司70%产能的工厂被强制关闭，其余生产合作伙伴（占30%产能）并未受到影响。虽然第三季度公司部分产能受限，但从10月初开始，公司生产已逐步恢复，至11月所有工厂都已开业。四季度及2022年初供应链可能存在的影响有：（1）产量的持续增加可能导致供应限制和更高的空运费用；（2）整个供应链的额外延迟可能会延迟部分营收；（3）更高的运费以及仓库人工费用。

图表 1 昂跑 On 基础款跑鞋产品图



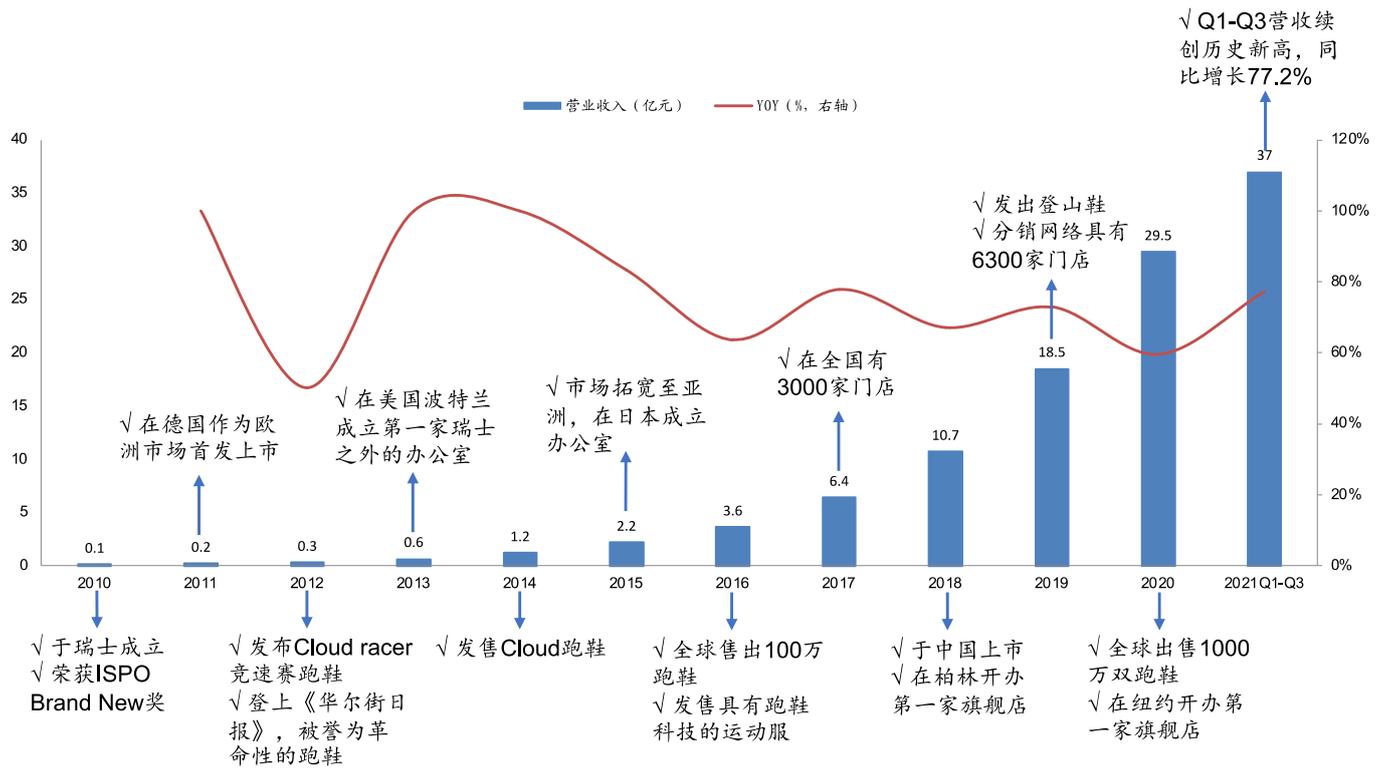
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 2 昂跑 On 全球市场布局



资料来源：招股说明书，华安证券研究所整理

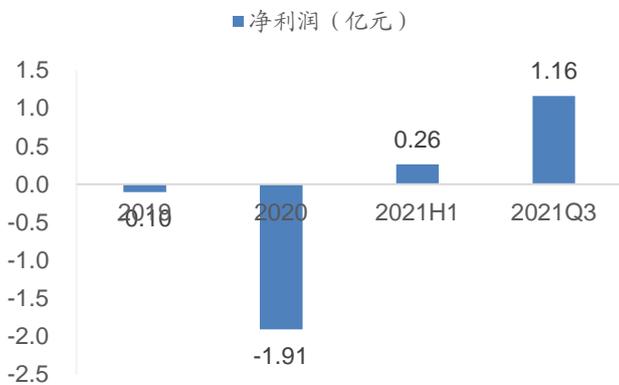
图表 3 昂跑 On 历史沿革及营收增长



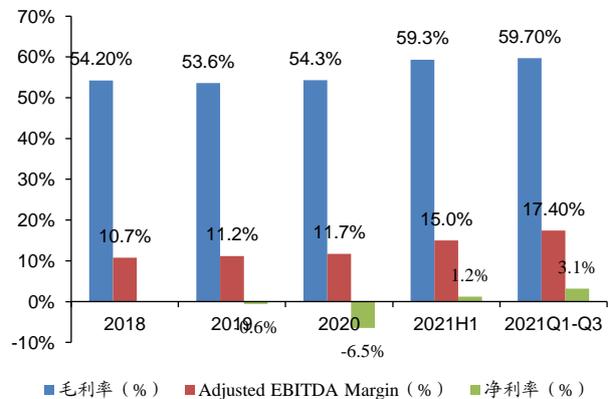
资料来源：招股说明书，公司官网，华安证券研究所；注：汇率按瑞士法郎兑人民币 6.935 换算

公司短期盈利能力转好，毛利率呈稳步上升趋势，净利率水平明显改善。(1) 毛利率：公司毛利率大致呈上升趋势，从 2018 年的 54.2% 增至 2021 年前三季度的 59.7%，呈稳步上升趋势。(2) 期间费用：公司在 2021 第三季度对营销费用和管理费用进行了管控，2021 上半年公司营销费用率和管理费用率分别为 13.3% 和 15.9%，2021 年前三季度为 12.6% 和 15.7%。(3) 净利率：2019 和 2020 年，受到疫情影响，公司线下销售受到影响，批发商渠道承压，拖累公司净利润水平，至 2021 年，公司净利水平转亏为盈，在上半年和第三季度分别实现 0.26 亿和 1.16 亿的净利润，净利润增长迅速，未来盈利水平可期。

图表 4 公司 2021 年实现盈利，Q3 盈利能力向好



图表 5 公司盈利水平持续改善



资料来源：招股说明书，三季报，华安证券研究所；注：汇率按瑞士法郎兑人民币 6.935 换算

资料来源：招股说明书，三季报，华安证券研究所整理

专注于高品质专业跑鞋，整体价格带较高。相较同业其他品牌，公司产品价格带偏高，从全天候运动跑步鞋的 990 元至 Cloudbloom Echo 的 2399 元。On 专注于高技术、高质量产品，打造创新驱动的产品体验优势。产品附加的高技术水平，赋予产品更高的溢价，以及消费者更低的价格敏感度，赋予公司更高的产品溢价。

图表 6 各品牌跑鞋、休闲鞋产品价格带对比



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

## 1.2 财务分析：以欧美地区批发渠道为主，亚洲地区增速较快

近年来公司营收保持高速增长，主要受现有批发商增长驱动。历史复盘来看，公司营收从 2010 年的 0.1 亿增至 2020 年的 29.5 亿元，年复合增长率达到 76.6%。公司批发商渠道营收占比有所下滑，但仍为公司营收的主要来源。2021Q1-Q3 公司批发商渠道营收占比达到 62.6%，在直营渠道中，电商渠道发展迅速，2019 年开始由于受到新冠疫情影响，电商平台流量增加，2021Q3 电商平台访问次数达 2390 万次，同比增长 35%，流量增长迅速。

公司营收在产品和地区方面均存在增长空间，目前主要以鞋类产品和欧洲、北美地区的销售为主。(1) 分产品：公司营收主要由鞋类产品提供，2019-2021H1 分别占总营收的 95.6%/95.6%/94.6%，服装类产品分别占比 3.6%/3.7%/4.7%，呈稳步上升趋势，未来有望为公司营收创造新的增长点。鞋类和服装产品都处于快速增长阶段。(2) 分地区：公司营收主要由欧洲和北美地区贡献，2021 前三季度营收分别占 40.5%/51.8%，亚洲地区目前占比很小，未来存在发展空间。除欧洲外的其他地区营收均处于高速增长阶段，北美地区 2021 前三季度增速为 95.2%，亚洲地区增速为 112.2%，欧洲地区增速 (53.9%) 依然可观。

图表 7 昂跑 on 营收及核心财务指标拆分

| 指标            | 单位    | 2019   | 2020   | 2021H1 | 2021Q1-Q3 |
|---------------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| 营收            | 亿元    | 18.54  | 29.49  | 21.88  | 37.00     |
|               | YoY % | 74.1%  | 59.1%  | 72.0%  | 77.2%     |
| <b>营收分产品</b>  |       |        |        |        |           |
| 鞋类            | 亿元    | 17.73  | 28.18  | 20.70  | 34.92     |
|               | YoY % | -      | 59.0%  | 84.6%  | 76.2%     |
|               | 占比 %  | 95.6%  | 95.6%  | 94.6%  | 94.4%     |
| 服装            | 亿元    | 0.66   | 1.09   | 1.03   | 1.81      |
|               | YoY % | -      | 64.6%  | 94.1%  | 109.4%    |
|               | 占比 %  | 3.6%   | 3.7%   | 4.7%   | 4.9%      |
| 配饰            | 亿元    | 0.13   | 0.22   | 0.14   | 0.26      |
|               | YoY % | -      | 62.8%  | 32.0%  | 35.8%     |
|               | 占比 %  | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%      |
| <b>营收分地区</b>  |       |        |        |        |           |
| 欧洲            | 亿元    | 8.90   | 13.00  | 8.87   | 14.98     |
|               | YoY % | -      | 46.1%  | 56.5%  | 53.9%     |
|               | 占比 %  | 48.0%  | 44.1%  | 40.5%  | 40.5%     |
| 北美            | 亿元    | 7.75   | 14.43  | 11.37  | 19.17     |
|               | YoY % | -      | 86.2%  | 104.9% | 95.2%     |
|               | 占比 %  | 41.8%  | 48.9%  | 52.0%  | 51.8%     |
| 亚洲            | 亿元    | 1.24   | 1.59   | 1.32   | 2.22      |
|               | YoY % | -      | 28.7%  | 153.7% | 112.2%    |
|               | 占比 %  | 6.7%   | 5.4%   | 6.0%   | 6.0%      |
| 其他地区          | 亿元    | 0.63   | 0.46   | 0.32   | 0.63      |
|               | YoY % | -      | -26.8% | 172.2% | 129.2%    |
|               | 占比 %  | 3.4%   | 1.6%   | 1.4%   | 1.7%      |
| <b>营收分渠道</b>  |       |        |        |        |           |
| DTC           | 亿元    | 4.61   | 11.13  | 8.00   | 13.25     |
|               | YoY % | -      | 141.7% | 57.5%  | 69.80%    |
|               | 占比 %  | 24.9%  | 37.7%  | 36.6%  | 35.80%    |
| 批发            | 亿元    | 13.92  | 18.37  | 13.88  | 23.16     |
|               | YoY % | -      | 31.9%  | 104.9% | 81.70%    |
|               | 占比 %  | 75.1%  | 62.3%  | 63.4%  | 62.60%    |
| <b>核心指标</b>   |       |        |        |        |           |
| 门店数           | 家     | 3000   | 6300   | 8100   | -         |
|               | YoY % | 0.0%   | 44.9%  | 18.2%  | -         |
| 店效            | 万元    | 61.8   | 46.8   | 27.0   | -         |
| 毛利率           | %     | 53.6%  | 54.3%  | 59.3%  | 59.70%    |
| 营销费用率         | %     | -      | -      | 13.3%  | 12.6%     |
| 销售费用率         | %     | -      | -      | 7.0%   | 7.1%      |
| 管理费用率         | %     | -      | -      | 15.9%  | 15.7%     |
| EBITDA Margin | %     | 11.19% | 11.71% | 14.99% | 17.40%    |
| 净利率           | %     | -0.55% | -6.47% | 1.19%  | 3.14%     |

资料来源:招股说明书,三季报,华安证券研究所;注:管理费用率为 General and administrative expenses; 汇率采用瑞士法郎兑人民币 6.935 换算

公司账款、存货、现金周转天数均处于行业中游。由于公司目前营收主要由批

发商渠道贡献，应收账款周转天数在行业内仅为较低水准，但随着 DTC 渠道营收占比的增加以及批发商渠道占比的减小，应收账款周转天数呈下降趋势，从 2019 年的 57 天降至 2020 年的 44 天，存货周转天数呈上升趋势，从 2019 年的 61 天增至 2020 年的 88 天。

图表 8 昂跑 On 现金周转天数与可比公司比较

|          | 应收账款周转天数 |      | 应付账款周转天数 |      | 存货周转天数 |      | 现金周转天数 |      |
|----------|----------|------|----------|------|--------|------|--------|------|
|          | 2019     | 2020 | 2019     | 2020 | 2019   | 2020 | 2019   | 2020 |
| On昂跑     | 57       | 44   | 48       | 78   | 61     | 88   | 69     | 55   |
| 安踏体育     | 34       | 39   | 77       | 80   | 86     | 120  | 43     | 78   |
| 李宁       | 21       | 17   | 64       | 64   | 67     | 67   | 24     | 20   |
| 特步国际     | 111      | 135  | 91       | 106  | 73     | 73   | 93     | 102  |
| 361度     | 147      | 156  | 179      | 151  | 119    | 109  | 87     | 115  |
| Allbirds | 2        | 3    | 54       | 30   | 84     | 99   | 32     | 72   |
| adidas   | 38       | 42   | 79       | 92   | 119    | 153  | 78     | 103  |
| nike     | 34       | 29   | 41       | 37   | 110    | 104  | 103    | 96   |

资料来源：招股说明书，Wind，华安证券研究所

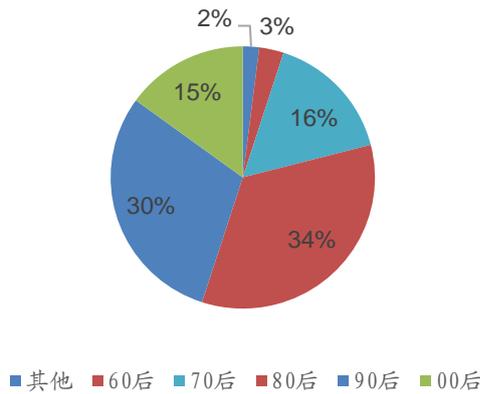
## 2 从人、货、场看中国跑鞋发展趋势

随着中国运动鞋服市场近年来增速持续领跑全球，以中国为主的亚太市场已经成为国际运动品牌布局的主战场。而随着中国运动鞋行业消费客群的代际更替、新零售冲击下场景渠道的改变、跑鞋产品也随之变化以满足新需求，On 昂跑、Allbirds 等近十年快速崛起的跑鞋新品牌重押中国市场面临机遇和挑战并存。

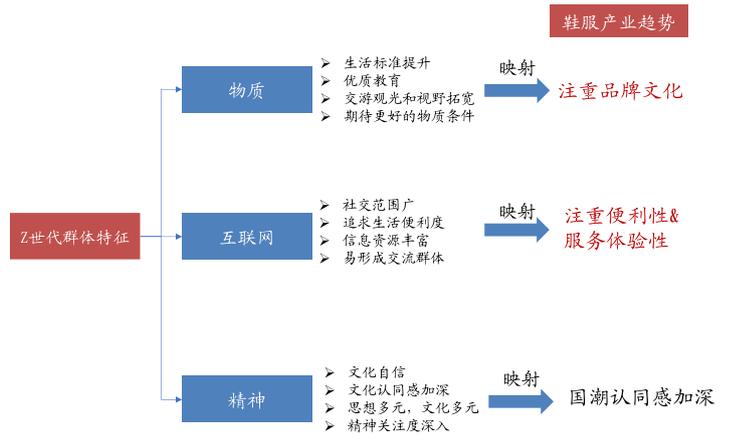
### 2.1 人：Z 世代群体成为跑者主力，健康意识提升运动频次增加

**Z 世代群体逐渐成为跑者主力。**从跑者年龄结构看，据《2020 年中国跑者运动大数据显示》，90、00 后跑者占比分别达到 30%、10%。千禧一代、Z 世代跑者的崛起，其消费偏好带动整体市场消费偏好转变，进而引发从供应端到门店到营销变化。**从 Z 时代群体特征看**，相较于老一代消费者，由于 Z 世代群体从小接受优质教育、生活标准显著提升，同时作为互联网原住民，社交范围广，注重沟通体验。结合产业趋势，其主要体现为：（1）从注重物质消费到注重服务体验性；（2）从单消费场景到复合消费场景，有望拉动线上消费占比提升，而消费者对线下门店服务体验性要求更高。

图表 9 2020 年中国跑者年龄分布



图表 10 Z 世代群体特征与鞋服产业趋势对比

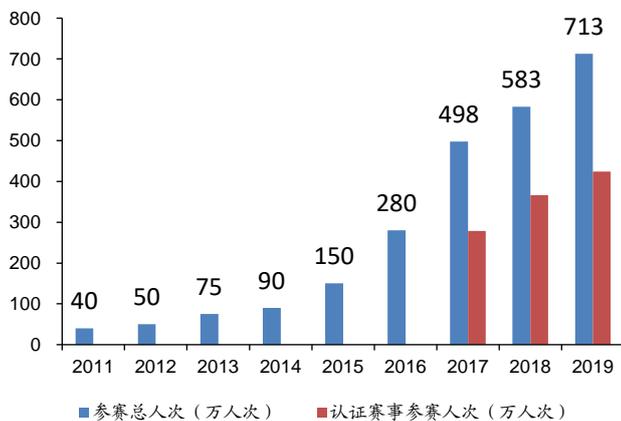


资料来源: 《2020 年中国跑者运动大数据》, 华安证券研究所

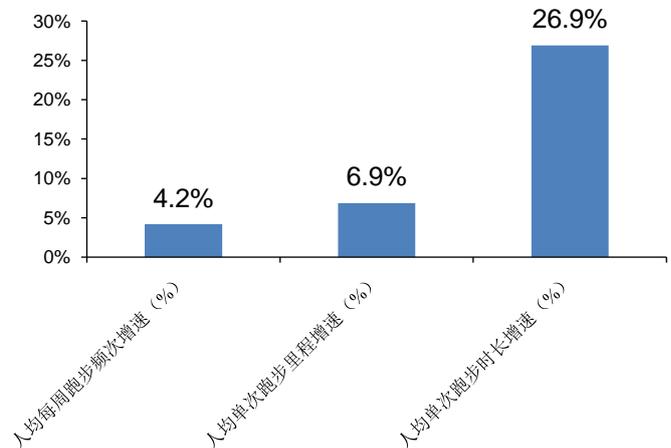
资料来源: 华安证券研究所整理

**健康意识提升、运动频次增加, 马拉松运动蓬勃发展。**从运动频次看, 近年来随着经济发展迅速财富水平持续积累, 居民健康意识显著增强。我们认为在疫情催化下, 居民或更加注重运动健康, 运动需求有望增加, 其直接体现为运动频次的提升。据《2020 中国跑者运动大数据报告》显示, 2020 年人均每周跑步频次、单次跑步里程、单次跑步时常同比分别增长 4.2%、6.9%、26.9%。从马拉松运动看, 马拉松参与门槛较低, 是有益于居民健康的大众体育活动。同时马拉松有益于提高公众参与社会活动意识, 在全民健身政策引导下, 近年来马拉松赛数量及参赛人次均有显著提升。赛事数量及参赛人数方面, 2017 年以来马拉松赛事参赛人数增长显著, 2019 年达到 423.9 万人, 较 2016 年增长 51.4%。

图表 11 中国马拉松参赛人次逐年增加



图表 12 2020 年人均运动频次显著提升 (%)



资料来源: 中国田径协会, 华安证券研究所

资料来源: 《2020 中国跑者运动大数据报告》, 华安证券研究所

## 2.2 货：跑鞋功能性凸显，品类市占率持续提升

跑鞋功能属性优势凸显，部分专业竞速跑鞋成功下探至日常跑鞋。从日常跑者最常使用跑鞋看，部分竞速跑鞋凭借其高性能+性价比成功下探至日常跑鞋。价格方面，部分面对专业跑者的竞速跑鞋更加注重产品功能性，产品价格通常接近 1000 元，除材料使用方面更加注重。从悦跑圈 2021Q1 跑者日常跑鞋添加情况来看，特步的专业竞速跑鞋竞速 160X 位列跑者全部跑鞋添加型号的第四，在国产品牌中位列第一，李宁的赤兔 4 位列第 9，其余分别为 nike 与 adidas 的各类爆款跑鞋。在碳板跑鞋选择中，特步的两款专业竞速跑鞋分别位列悦跑圈用户添加跑鞋排名的第一和第六，李宁的飞电、绝影分别位列第 7、第 8，部分性价比高、性能专业的竞速跑鞋逐渐成为跑者日常训练的选择。

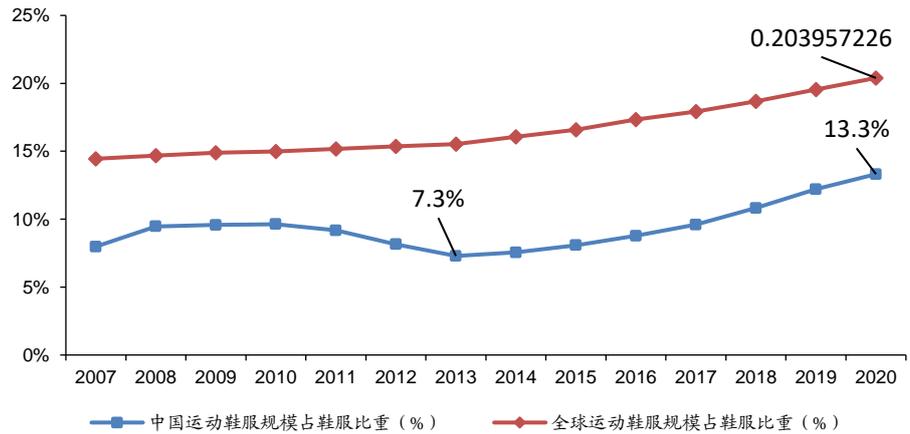
图表 13 2021Q1 悦跑圈 APP 用户添加跑鞋 TOP10

| 排名 | 路跑跑鞋Top10 |                      | 碳板跑鞋Top10 |                      |
|----|-----------|----------------------|-----------|----------------------|
|    | 品牌        | 型号                   | 品牌        | 型号                   |
| 1  | nike      | Air Zoom Pegasus 36  | 特步        | 竞速160X               |
| 2  | nike      | Air Zoom Pegasus 37  | nike      | ZoomX Vaporply NEXT% |
| 3  | adidas    | UltraBOOST 20        | HOKA      | Carbon X2            |
| 4  | 特步        | 竞速160X               | Jordan    | 飞影PB                 |
| 5  | nike      | Zoom Fly 3           | nike      | ZoomX Vaporply NEXT% |
| 6  | nike      | ZoomX Vaporply NEXT% | 特步        | 竞速160X               |
| 7  | adidas    | UltraBOOST 19        | 李宁        | 飞电                   |
| 8  | adidas    | alphabounce rc.2     | 李宁        | 绝影                   |
| 9  | 李宁        | 赤兔4                  | Asics     | METAACER             |
| 10 | nike      | Zoom Pegasus Turbo 2 | 匹克        | UP30                 |

资料来源：《2021 年 Q1 悦跑圈 X 天猫跑鞋大数据》，华安证券研究所；注：数据为 2021Q1 悦跑圈跑者添加跑鞋分品类 Top10

**运动鞋品类市占率持续提升，线上品类持续渗透。**随着运动需求的增加，运动鞋服在服装市场规模中的占比也呈持续提升趋势。(1) 从整体品类市占率看，据 Euromonitor 数据显示，库存危机之后，中国运动鞋服市场规模占服装市场比重由 2013 年的 7.3% 持续提升至 2020 年的 13.3%，但较全球运动鞋服的品类市占率 20.4% 仍有提升空间；(2) 从线上品类市占率看，据数据威数据显示，2015 年以来运动鞋/运动服线上品类市占率也持续提升，分别由 2015 年的 4.5%/1.7% 提升至 2020 年的 6.8%/3.2%。作为对比，箱包皮具、男装、女装的线上销售品类市占率近年来下滑较为显著。

图表 14 中国运动鞋服品类市占率持续提升



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 15 运动鞋服线上品类市占率持续提升 (销售额口径)

|                        | 女装    | 男装    | 配饰    | 婴童鞋服  | 孕妇产   | 内衣家居服 | 男鞋    | 女鞋    | 箱包皮具  | 运动休闲服 | 运动鞋   | 运动户外包 |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>线上品类市占率 (销售额口径)</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 2015                   | 29.8% | 20.6% | 5.6%  | 7.4%  | 2.2%  | 8.4%  | 6.5%  | 5.7%  | 7.3%  | 1.7%  | 4.5%  | 0.4%  |
| 2016                   | 28.1% | 21.4% | 4.4%  | 8.4%  | 2.5%  | 8.5%  | 6.7%  | 5.6%  | 6.3%  | 2.1%  | 5.5%  | 0.4%  |
| 2017                   | 29.0% | 21.5% | 4.1%  | 8.6%  | 2.4%  | 9.0%  | 5.8%  | 6.3%  | 5.3%  | 2.2%  | 5.5%  | 0.4%  |
| 2018                   | 28.1% | 23.0% | 5.1%  | 8.2%  | 2.2%  | 9.6%  | 5.5%  | 5.8%  | 4.7%  | 2.2%  | 5.2%  | 0.4%  |
| 2019                   | 27.4% | 21.3% | 5.7%  | 8.6%  | 2.4%  | 9.8%  | 5.3%  | 6.2%  | 4.4%  | 2.6%  | 6.0%  | 0.4%  |
| 2020                   | 27.6% | 19.9% | 6.0%  | 8.9%  | 2.1%  | 10.0% | 5.1%  | 6.0%  | 3.9%  | 3.2%  | 6.8%  | 0.4%  |
| <b>线上品类市占率YoY</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 2016                   | -1.7% | 0.8%  | -1.2% | 1.1%  | 0.3%  | 0.1%  | 0.3%  | -0.1% | -1.0% | 0.4%  | 1.1%  | 0.0%  |
| 2017                   | 0.9%  | 0.1%  | -0.3% | 0.2%  | -0.1% | 0.4%  | -0.9% | 0.6%  | -1.0% | 0.2%  | -0.1% | 0.0%  |
| 2018                   | -0.8% | 1.5%  | 1.0%  | -0.5% | -0.1% | 0.6%  | -0.3% | -0.5% | -0.6% | 0.0%  | -0.3% | 0.0%  |
| 2019                   | -0.8% | -1.7% | 0.5%  | 0.5%  | 0.1%  | 0.3%  | -0.2% | 0.4%  | -0.3% | 0.3%  | 0.8%  | 0.0%  |
| 2020                   | 0.2%  | -1.4% | 0.4%  | 0.3%  | -0.3% | 0.2%  | -0.2% | -0.2% | -0.5% | 0.6%  | 0.9%  | 0.1%  |

资料来源: 数据威, 华安证券研究所

### 2.3 场: 线下各品牌推出大店战略, 线上流量向短视频迁移

头部品牌线下推出大店战略, 线上移动互联网流量向短视频迁移。从各品牌线下门店看, 各头部运动品牌线下门店实行大店战略, 在一线城市和核心区域铺设大面积体验店, 能够 (1) 起到品牌营销宣传的作用; (2) 提升消费者体验度。同时线下大店逐渐向部分二线城市拓展。(1) 李宁: 公司正尝试更多将“引流”与运动场景自然集合, 其体验店的功能也正丰富起来。同时由于部分二线城市夜跑、健身等运动意识的萌发, 李宁的体验店网络准备延展至成都、南宁等城市; (2) 安踏: 安踏坚持全渠道发展战略, 旗下运动时尚品牌 FILA 持续推进“顶级渠道”策略来提高品牌吸引力, 大店模式不断拓展, 2021 年北京一号店在王府井商圈落地。从线上渠道看, 据 Euromonitor 数据显示, 中国运动鞋服电商渠道占比持续增加, 2020 年在疫情对线上消费的催化下, 占比大幅提升至 32.2%。同时线上渠道受近年来直播电商、短视频的兴起。移动互联网流量向短视频不断迁移, 2020 年短视频渗透率达到 74.5%。同时更为显著的是 MAU 增长至 7.9 亿, 较 2019 年增长 23.4%。

图表 16 李宁线下门店实行大店战略



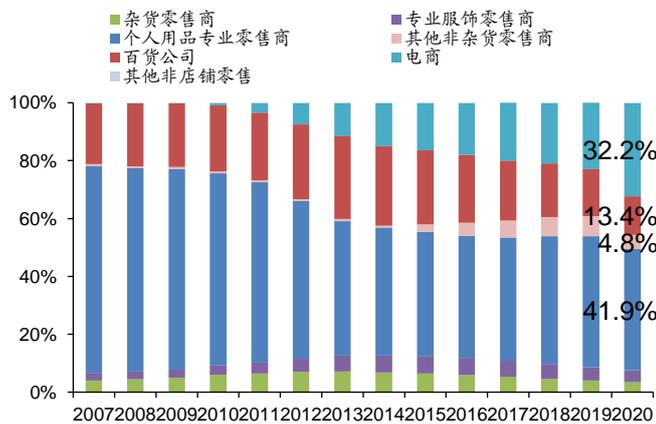
资料来源：李宁官网，华安证券研究所

图表 17 FILA 线下开设大面积体验店



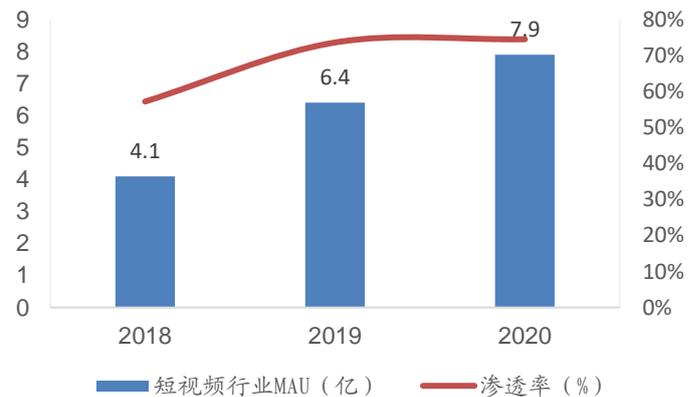
资料来源：FILA 官网，华安证券研究所

图表 18 中国运动鞋服渠道变化（销售额口径）



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 19 短视频渗透率及 MAU 持续增长



资料来源：极光，华安证券研究所

## 3 On 昂跑的差异化优势解析

### 3.1 定位清晰：打造专注于技术创新的高性能跑鞋品牌

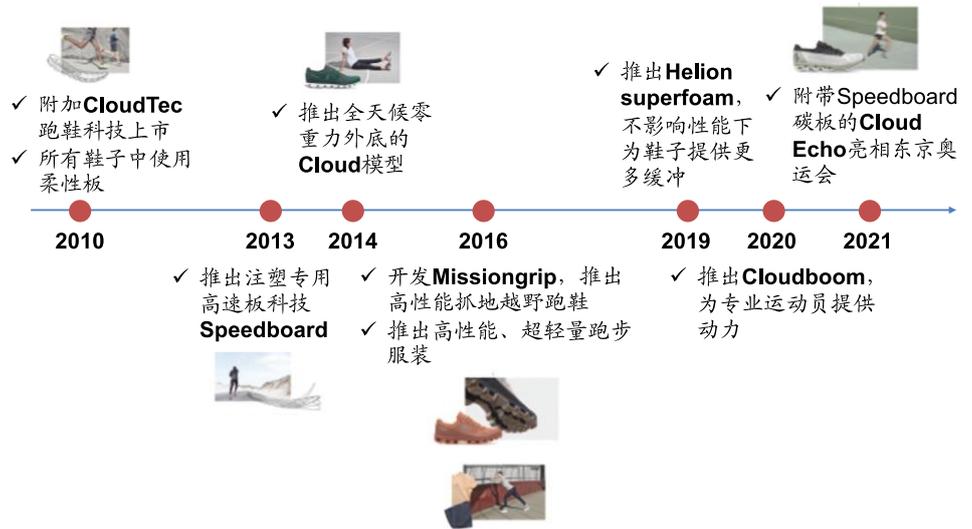
**运动员创办，具备专业运动品牌基因。**2010 年，职业运动员、三届铁人三项世界冠军 Olivier Bernhard 与两位好友兼跑步爱好者共同创办 On 昂跑，品牌定位为“彻底改变跑步感觉”。自创立之日起，On 昂跑一直以“为世界带来革新性的跑步体验”为信念，坚持缓震着陆、轻盈质感、强力回弹的产品设计理念。多年来致力于用瑞士工艺和前沿科技设计打造革新性的跑步装备，旗下所有鞋款的鞋底均搭载专利技术 CloudTec，以保证轻盈触地、疾速爆发。

**创新驱动跑鞋科技持续更迭。**昂跑采用创新方法提高运动员和消费者跑步感受，同时专注于性能、设计的创新，将智能设计思维应用在产品中。创新文化引领公司不断引进许多突破性技术，自成立以来不断推出跑鞋科技提升消费者体验。

➤ **2010 年：**推出创新专利技术 **CloudTec 缓震科技**，且率先在所有鞋款中使用柔性板；

- **2013年**: 推出了第一款注塑专用高速板 **Speedboard**, 将冲击力转化为爆炸性推离;
- **2014年**: 推出带有零重力外底的 **Cloud** 模块, 以提供超轻产品;
- **2016年**: 开发 **MissionGrip**, 且将其应用于步道和户外, 并推出了混合短款和轻质夹克, 是公司第一款采用先进面料的多功能超轻质跑步服装;
- **2019年**, 推出 **Helion superfoam**, 在不影响性能的前提下为鞋子添加了更好的缓震性能;
- **2020年**: 推出 **Cloudboom**, 配备了经过优化的碳注入速度板, 为专业运动员和有竞争力的跑步者提供动力; 同年, 随着罗杰系列的推出, 确定 **CloudTec** 可以设计成横向运动, 并且完全隐形, 而不会失去 **On** 创新的行走和跑步感觉;
- **2021年**: 附带 **Speedboard** 碳板的 **Cloud Echo** 亮相东京奥运会。

图表 20 昂跑 On 持续推出跑鞋科技



资料来源: 招股说明书, 公司官网, 华安证券研究所

**跑鞋科技矩阵初步完善, 赋能产品力持续提升。**昂跑跑鞋科技主要以 **CloudTec** 缓震科技、**Speedboard** 推进板以及 **Helion Superfoam** 泡棉为核心构成跑鞋科技矩阵, 共同为跑者提供轻盈触地+疾速爆发的体验。围绕公司三大核心跑鞋科技,

- **CloudTec**: 搭载多个镂空 **cloud** 模块, 分布在鞋底, 横向受力, 利用结构+材料双减震原理, 为跑者在着陆时带来轻盈触地的缓震体验, 触地时的压力转化为起步时的回弹爆发力, 与传统跑鞋相比, **cloud** 模块可以延缓着陆时的触地时间点, 最后触地却能率先爆发, 让跑者双脚在空中的时间更长。而镂空的 **cloud** 模块不仅提供缓震回弹, 还能为各种跑姿提供支撑。另外, 镂空结构也起到了减重的作用, 使得鞋身更为轻盈。
- **Speedboard**: 推进板的研发目的在于改善跑步过程中的能量转移, 通常由热缩性聚合物液体注射成型、碳纤维+TPE (热塑性弹性体) 混合或者 **Pebax** 弹性体, 位置在 **cloud** 模块与鞋垫之间, 类似碳板跑鞋中的碳板, 它能锁住足部触地时的能量, 并迅速将能量反馈至前脚掌, 转化为蹬脚推进时的强大爆发力。另外, **Speedboard** 还有抗扭转、引导性及柔韧性。不同型号的跑鞋会根据其面对的路面及地形, 对 **Speedboard** 的材料、形状、厚度及弧度做出相应调整。比如竞速跑鞋 **Cloudflash** 的 **Speedboard** 由 **Pebax** 材料制成, 轻质但推进力也更强大; 越野跑鞋 **Cloudventure Peak** 的 **Speedboard** 会在足弓位置变窄, 以

允许更大程度的扭转。足部触地时，镂空的 Cloud 模块发生挤压形变，同时 Speedboard 随之弯曲并像拉弓那样加载能量，压缩后的 Cloud 模块牢牢锁住触地时的压力，进入蹬脚阶段时，Speedboard 便将之前加载的能量释放转化为推进时的爆发力，使每次迈步都能享受自由畅跑的快意。

- **Helion Superfoam:** 相比之前的 Zero-Gravity, Helion Superfoam 的泡棉更轻、缓震、回弹、耐久且稳定其稳定性体现在不同极端温度环境下仍然保持软硬度和高性能。目前 On 跑鞋的 Cloud 模块采用 Helion Superfoam 材质,使得 Cloud 模块实现了结构+材料双缓震。

图表 21 昂跑 On 核心跑鞋及产品信息梳理

| 系列 | 代表跑鞋          | 最新款            | 产品图示 | 跑鞋科技     |            |                  | 鞋重    | 中底厚度  | 适用场景                                    | 适用路面     | 适用活动   | 缓震性 | 稳定性 | 主要跑鞋科技  | 售价    | 备注  |
|----|---------------|----------------|------|----------|------------|------------------|-------|-------|---|----------|--------|-----|-----|---|-------|---|
|    |               |                |      | CloudTec | Speedboard | Helion Superfoam |       |       |   |          |        |     |     |   |       |   |
| 竞速 | Cloud boom    |                |      | ✓        | ✓          | ✓                | 190克  | 9mm   | 马拉松竞速, 10公里-全马之间的路跑竞赛以及长距离间歇跑           | 公路       | 竞速     | 适中  | 适中  | 双层CloudTec缓震系统, 混合碳纤维的新型Speedboard, Helion Superfoam              | 1490元 |   |
|    | Cloudflash    | 新一代Cloudflash  |      | ✓        | ✓          | ✓                | 约280克 | 5mm   | 公路竞赛, 5公里, 10公里, 间歇跑训练及长跑训练             | 公路       | 竞速     | 偏硬  | 适中  | CloudTec, Speedboard, Helion Superfoam, 升级版后跟, 无缝支撑套, 升级版鞋带, 优化鞋底 | 1390元 |   |
|    | Cloud surfer  | Cloudsurfer 6  |      | ✓        | ✓          |                  | 约275克 | 7mm   |   |          |        |     |     | CloudTec, 夜光元素  | 1190元 | 产品目标: 激发潜力, 提升运动表现与竞速水平<br>适合脚型: 正常, 扁平足<br>周运动量: 100km以内<br>单次运动量: 40km以内    |
|    | Cloud flow    | 第三代Cloudflow   |      | ✓        | ✓          | ✓                | 239克  | 6mm   | 快速跑训练, 竞速跑, 10公里, 半马, 马拉松, 间歇跑以及长距离间歇跑  | 公路       | 训练, 竞速 | 适中  | 适中  | CloudTec, Speedboard, Helion Superfoam                            | 1090元 |   |
|    | Cloud X       | 新一代Cloud X     |      | ✓        | ✓          | ✓                | 约240克 | 6mm   | 路跑, 制订课程使用款, 训练, 混合运动, 健身, 健身房, 健身课程及长跑 | 公路       | 训练, 日常 | 偏硬  | 适中  | CloudTec, Speedboard, Helion Superfoam, 工程内衬鞋面                    | 1090元 |   |
| 支撑 | Cloudace      |                |      | ✓        | ✓          |                  | 约335克 | 7mm   |   |          |        |     |     | CloudTec, Speedboard, Zero-Gravity泡棉, 精工3D足跟垫                     | 1390元 | 产品目标: 提供支撑, 缓震与速度感并存<br>适合脚型: 正常, 扁平足, 高足弓<br>周运动量: 110km以内<br>单次运动量: 80km以内  |
|    | Cloud flyer   | 新一代Cloud flyer |      | ✓        | ✓          | ✓                | 约280克 | 7mm   | 间歇跑, 节奏跑, 恢复提升, 中短距离到全马, 较大体重跑者及宽脚跑者    | 公路       | 训练     | 偏软  | 稳定  | 主要跑鞋科技: CloudTec, Speedboard, Helion Superfoam, 中足稳定条             | 1290元 | 宽度: 加宽  |
|    | Cloudstratus  |                |      | ✓        | ✓          | ✓                | 约305克 | 8mm   | 半马, 全马, 中长距离路跑, 较大体重或宽脚跑者               | 公路       | 训练     | 偏软  | 稳定  | 双层CloudTec (Cloud模块用量加倍), Speedboard, Helion Superfoam, 前掌鞋面      | 1390元 | 宽度: 加宽  |
| 日常 | Cloud         |                |      | ✓        | ✓          |                  | 约240克 | 6mm   |   | 公路       | 日常     | 偏硬  | 适中  | CloudTec, Speedboard  | 1290元 |   |
|    | Cloud swift   | 新一代Cloudswift  |      | ✓        |            | ✓                | 约290克 | 7mm   |   |          |        |     |     | Helion Superfoam  | 1190元 | 产品目标: 城市全速穿行<br>适合脚型: 正常, 扁平足, 高足弓<br>周运动量: 80km以内<br>单次运动量: 30km以内           |
|    | Cloud Terry   |                |      | ✓        |            |                  | 约223克 | 6mm   |   | 公路, 混合路面 |        |     |     | CloudTec  | 1190元 | 产品目标: 舒适舒适的全天候城市街头跑鞋<br>适合脚型: 正常, 扁平足<br>周运动量: 40km以内 单次运动量: 10km以内<br>宽度: 加宽 |
|    | Cloud Hi      |                |      | ✓        |            |                  | 约354克 | 2.5mm | 日常穿着, 城市探索及旅行                           | 公路, 混合路面 | 日常     | 适中  | 稳定  | CloudTec, 高帮帆布+人造革鞋面  | 1390元 |   |
|    | Cloud Hi Edge |                |      | ✓        |            |                  | 约313克 | 2.5mm | 日常穿着, 城市探索及旅行                           | 公路, 混合路面 | 日常     | 适中  | 适中  | CloudTec  | 1290元 |   |
|    | Cloud Nova    |                |      | ✓        | ✓          |                  | 约320克 | 7mm   | 日常穿着, 城市探索及旅行                           | 公路, 混合路面 | 日常     | 适中  | 适中  | CloudTec, Speedboard  | 1290元 |   |
|    | Cloud Dip     |                |      | ✓        |            |                  | 约254克 | 1290元 | 日常穿着, 城市探索及旅行                           | 公路       | 日常     | 偏硬  | 适中  | CloudTec, Zero-Gravity泡棉, 360°橡胶防水包边, 高强度帆布鞋面                     | 1290元 |   |

资料来源: 昂跑官方微信公众号, 公司官网, 华安证券研究所

### 3.2 社群营销: 通过深耕社群圈层精准定位跑者群体

昂跑的营销策略为两条路线: 一是与专业运动员合作扩展营销广度, 提高品牌知名度; 二是深耕社群圈层, 以品牌故事和口碑传播加强营销深度, 通过与品牌粉丝及跑步爱好者建立深厚联系, 提高用户粘性与品牌认可度。

- **专业运动员营销推广:** 2019年11月, 瑞士网球明星费德勒正式以股东和代言人的双重身份加入 On 昂跑。2020年7月, ON 昂跑发布第一双费德勒参与设计的网球运动鞋“The Roger”。2021年3月举行的卡塔尔多哈公开赛上, 费德勒首次上脚其非市售定制版网球鞋“The Roger Pro”。此外, 公司签约世界各地的专业运动员和跑步者为品牌大使, 通过名人效应, 将昂跑的品牌触角伸向更多社群。

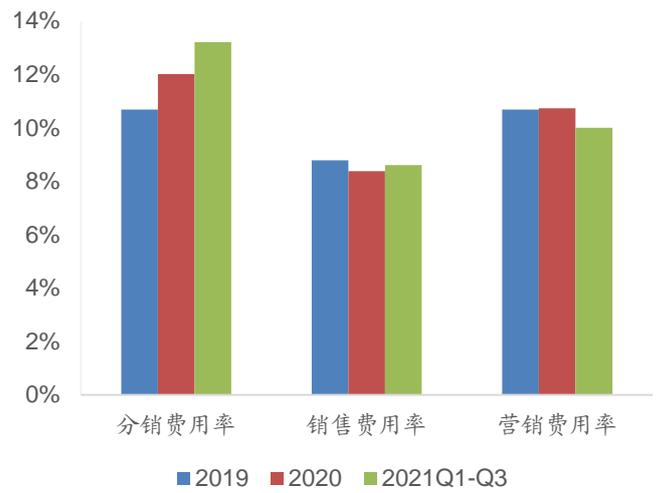
- **社群营销方面：(1) 以产品力为基，通过品牌故事牢牢抓住消费者。**良好的产品体验是昂跑口碑传播的基础，极具创意的品牌故事带来客户对品牌的价值认同感，增强用户粘性。据招股书数据，75%向别人推荐过 On 跑鞋，3.5%会在 Instagram 上发表用户体验，43%品牌消费者选择复购；**(2) 举办赛事提升品牌专业形象，**公司通过举办品牌活动与专有赛事塑造品牌专业形象，2019 年 On 昂跑总共举办 132 场活动，品牌专有赛事有 5 公里跑“Squad Races”、年度跑“Run Your Local Mountain”。招股书显示，截至 2020 年末，On 昂跑拥有一个 200 多万品牌粉丝的全球社区，社区成员来自 60 多个国家。

图表 22 瑞士网球明星费德勒以股东和代言人加盟



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 23 On 昂跑销售费用分结构 (%)



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

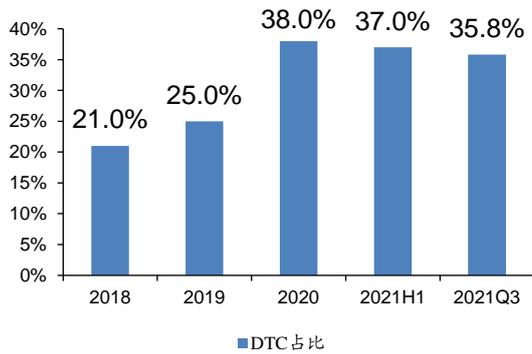
### 3.3 O2O 融合：积极发展 DTC 渠道，线上线下融合发展

**线上线下融合发展，DTC 渠道占比达 35.8%。**公司销售渠道包括批发和 DTC。2021H1 公司 DTC 渠道营收占比为 37%。其中公司 DTC 渠道以电商为主且发展迅速。**(1) DTC 渠道：**公司 DTC 渠道线上的布局有自营电商平台、中国的天猫和京东两大电商平台；线下的布局有位于纽约的旗舰店和中国的四家小规模零售店。凭借较好的渠道盈利能力和渠道组合，公司在高端市场拓展 DTC 渠道以支持电子商务和精选零售店的盈利推广。电子商务为主导的 DTC 渠道使公司得以保持高水平毛利率。**(2) 批发渠道：**主要面向批发客户和 On 在当地没有建立销售团队的国际分销商。批发渠道能够帮助品牌进入和开发新的和现有的市场，在的地理区域内建立和保持领先地位，并支持数字营销投资以加强 DTC 渠道。公司通过选择专业零售商进入特定市场，然后向其他具有更多通才能力的合作伙伴扩展，达到更广泛的社区覆盖。

公司通过在高线城市核心地段开设的大面积体验门店一方面起到品牌宣传展示的作用，提升消费体验，另一方面能够对电商渠道提供补充，达到线上线下融合发展进一步提供发展动力。公司计划线下门店将持续扩张，未来在其他主要城市中心以及体育目的地开设数量有限的零售旗舰店，来实现盈利，并为品牌提供进一步的发展动力。在高端高流量地点开设零售店，可以对电子商务渠道提供补充。目前，公司在美国、日本、澳大利亚、中国和巴西设有分公司，并在全球开设 8100 多家店

铺。

图表 24 昂跑 DTC 营收占比



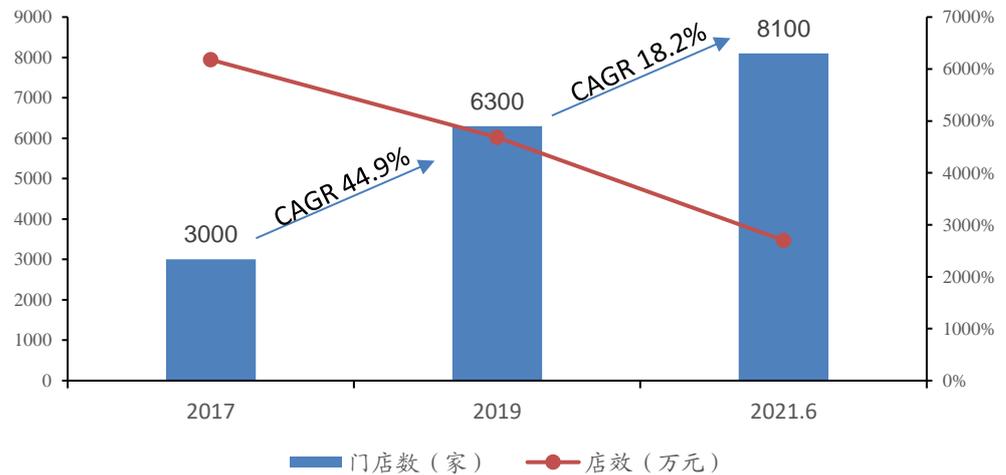
资料来源：招股说明书，三季报，华安证券研究所

图表 25 公司线下门店起到宣传展示作用



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 26 公司线下门店持续扩张



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 4. 本周观点

### 4.1 家居板块

10 月地产销售、竣工数据持续走弱。10 月全国住宅销售面积较 2019 年同期下滑 11.98%至 10987.38 万平方米，较 2020 年同比下降 24.11%；10 月全国住宅竣工面积单月同比下滑 21.32%。地产销售、竣工增速延续负增长。

出口方面，建议关注家居出口链，近期中美航线海运价格回落，且市场存在贸易关系缓和预期。中美航线海运价格回落，集装箱价格小幅下降，出口企业毛利有望边际修复。

原材料方面，皮革价格增长放缓，其他原材料价格略有松动，家居企业利润端压力有望逐渐释放。内销方面，我们认为前期竣工高景气有望支撑未来一段时间的新房装修需求，但地产投资收紧与销售下滑对家居板块估值形成压力，并对后续竣工增长的持续

性产生压力。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。

**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

**文化纸：**近期文化纸纸价保持区间震荡。规模纸厂挺价意愿较强但下游成交有限，价格补涨动力不足，市场供需博弈态势显现；供给及库存方面，开工率有所回暖，出版订单持续释放，纸厂库存水平下降。

**箱瓦纸：**箱瓦纸价格维稳，受规模纸企提价延期影响，纸价后期继续推涨动能略显不足；且国废价格下跌，成本支撑转弱，叠加进口纸到港预期增强，供应压力略有增长。建议继续关注规模纸厂价格政策及下游补库节奏。

**投资建议：**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 and 国废渠道建设的箱板纸龙头**山鹰国际**。

## 4.3 必选及其他轻工板块

10月文化办公用品零售额为323.9亿元，与2020年同期相比增长11.5%；与2019年同期相比增长20.5%。双减冲击以及去年同期高基数影响，板块基本面有所承压。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。

## 4.4 纺织服装板块

**投资建议：**

**纺织制造板块：**在出口景气度较高、内需疲软的背景下，以出口制造为主的纺织制造整体景气度优于以内需为主的服饰品牌服饰，龙头公司三季度订单高景气延续。同时受越南疫情影响部分越南代工厂关闭，部分订单回流国内，龙头代工厂由于疫情控制良好，其产能具备稀缺性及比较优势。考虑到目前板块估值偏低，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**。

**功能性鞋服赛道：（1）运动鞋服：**双十一期间，运动鞋服品牌普遍增速亮眼，其中安踏11月1-11日电商累积成交46.5亿元，同比增长61%，李宁天猫旗舰店成交额10.6亿元，同比增长38%，特步天猫旗舰店成交额达5亿元，同比增长超40%。在今年平台分流、预售期抢跑、直播电商分流等影响下，天猫双十一整体服装品牌流量、销售额下滑，在此大背景下运动鞋服民族品牌线上增速普遍亮眼，头部运动

鞋服民族品牌产品力、品牌力持续提升，竞争优势显著。建议关注高景气、确定性较强的运动鞋服赛道，建议关注**安踏、李宁、特步**。(2) **羽绒服**：受“双拉尼娜年”冷冬刺激下，羽绒服线上销售品类市占率显著提升，双十一期间波司登录得线上零售同比增长 53% 的好成绩。未来全国范围内降温有望提振羽绒服销售，波司登推出新款风衣羽绒服奠定羽绒服龙头领先地位，建议关注**波司登**。

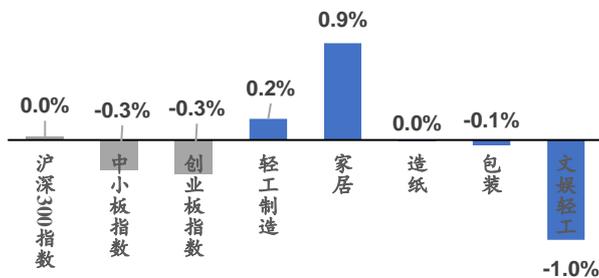
**户外运动**：海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国头部的专业户外运动装备及产品企业业绩 2020 年以来表现亮眼。建议关注**哈尔斯、牧高笛、浙江自然、华生科技**等相关户外休闲体育运动场景产品供应商。

## 5. 本周轻工制造板块走势

本周沪深 300 指数上涨 0.03%，中小板指数下跌 0.29%，创业板指数下跌 0.33%，轻工制造板块上涨 0.21%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为+0.94%、-0.01%、-0.05%、-0.97%。

个股来看，本周涨幅前三分别为瑞尔特、滨海能源、创源股份，涨幅分别为 23.22%/18.11%/11.92%；本周跌幅前三的个股分别为美之高、方大股份、邦宝益智，跌幅分别为-16.41%/-14.49%/-12.06%。

图表 27 轻工制造指数周涨跌幅



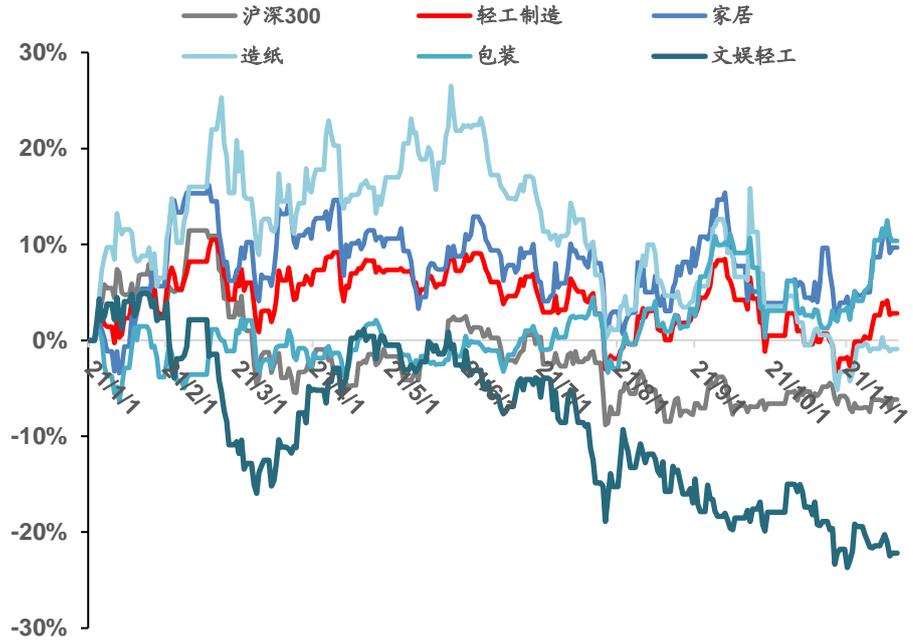
图表 28 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

| 涨幅TOP10 | %     | 跌幅TOP10 | %      |
|---------|-------|---------|--------|
| 瑞尔特     | 23.22 | 美之高     | -16.41 |
| 滨海能源    | 18.11 | 方大股份    | -14.49 |
| 创源股份    | 11.92 | 邦宝益智    | -12.06 |
| 曲美家居    | 11.64 | 龙竹科技    | -11.22 |
| 昇兴股份    | 10.27 | 顺灏股份    | -10.81 |
| 美利云     | 9.89  | 紫江企业    | -8.65  |
| 梦百合     | 8.89  | 仙鹤股份    | -4.50  |
| 松发股份    | 8.34  | 德艺文创    | -4.45  |
| 哈尔斯     | 7.87  | 永安林业    | -4.31  |
| 乐歌股份    | 6.66  | 德力股份    | -4.30  |

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 29 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 30 轻工重点公司估值

| 【华安轻工】轻工重点公司估值 |       |            |       |         |     |     |     |     |       |       |      |      |      |      |
|----------------|-------|------------|-------|---------|-----|-----|-----|-----|-------|-------|------|------|------|------|
|                | 公司    | 市值<br>(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  | 760        | 4.1%  | -6.5%   | 3.5 | 4.5 | 5.5 | 6.5 | 43.6  | 27.8  | 22.9 | 19.1 | 20.4 | 6.1  |
|                | 索菲亚   | 164        | 2.4%  | -29.0%  | 1.3 | 1.5 | 2.0 | 2.4 | 23.2  | 122.4 | 9.8  | 8.4  | 6.6  | 2.7  |
|                | 尚品宅配  | 90         | 3.6%  | -42.8%  | 0.5 | 1.8 | 2.3 | 2.7 | 89.1  | 24.7  | 19.8 | 16.6 | 17.7 | 2.6  |
|                | 金牌厨柜  | 51         | 3.4%  | -5.7%   | 3.1 | 2.2 | 2.8 | 3.5 | 23.3  | 16.9  | 12.3 | 9.2  | 13.7 | 2.4  |
|                | 志邦家居  | 70         | 0.4%  | -8.2%   | 1.8 | 1.6 | 2.0 | 2.4 | 12.5  | 14.6  | 11.8 | 10.0 | 7.1  | 3.1  |
|                | 顾家家居  | 435        | 1.8%  | -1.4%   | 1.4 | 2.7 | 3.3 | 4.1 | 59.2  | 30.9  | 25.0 | 20.1 | 11.0 | 6.2  |
|                | 喜临门   | 108        | 0.3%  | 45.3%   | 0.8 | 1.3 | 1.7 | 2.1 | 34.8  | 20.9  | 16.7 | 13.4 | 7.9  | 3.5  |
|                | 梦百合   | 89         | 0.9%  | -25.9%  | 1.1 | 0.4 | 1.2 | 1.7 | 16.4  | 46.5  | 15.1 | 10.7 | 7.0  | 2.6  |
|                | 江山欧派  | 63         | 4.7%  | -41.7%  | 4.1 | 4.8 | 5.9 | 7.4 | 14.9  | 12.6  | 10.1 | 8.1  | 17.6 | 3.4  |
|                | 公牛集团  | 969        | 3.3%  | -20.7%  | 3.9 | 4.9 | 5.7 | 6.6 | 41.4  | 32.9  | 28.0 | 24.3 | 15.6 | 10.3 |
| 造纸             | 中顺洁柔  | 229        | -0.2% | -15.9%  | 0.7 | 0.6 | 0.9 | 1.1 | 25.0  | 26.8  | 22.4 | 18.3 | 3.7  | 4.7  |
|                | 太阳纸业  | 321        | 1.1%  | -16.5%  | 0.8 | 1.3 | 1.6 | 1.8 | 15.9  | 9.2   | 8.3  | 7.5  | 6.7  | 1.8  |
| 文娱             | 晨光文具  | 562        | 1.4%  | -31.2%  | 1.4 | 1.6 | 2.2 | 2.8 | 68.0  | 42.2  | 33.1 | 25.8 | 5.6  | 10.8 |
| 电子             | 思摩尔国际 | 2,386      | 0.5%  | -33.0%  | 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

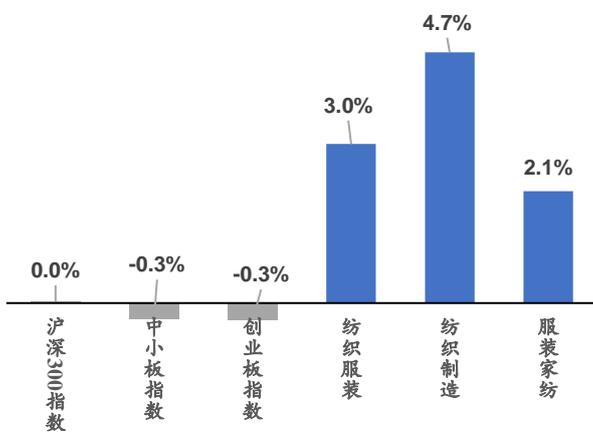
注: 其中索菲亚、晨光文具、金牌厨柜、顾家家居、思摩尔国际、中顺洁柔、太阳纸业、万顺新材为华安证券最新估值预期

## 6.本周纺织服装板块走势

本周沪深 300 指数上涨 0.03%，中小板指数下跌 0.29%，创业板指数下跌 0.33%，纺织服装板块上涨 3.01%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺涨跌幅分别为+4.74%、+2.12%。

个股来看，本周涨幅前三分别为维珍妮、中银绒业、红豆股份，涨幅分别为 32.87%/29.03%/13.50%；本周跌幅前三的个股分别为江南布衣、千百度、巨星农牧，跌幅分别为-9.10%/-8.57%/-7.06%。

图表 31 纺织服装指数周涨跌幅



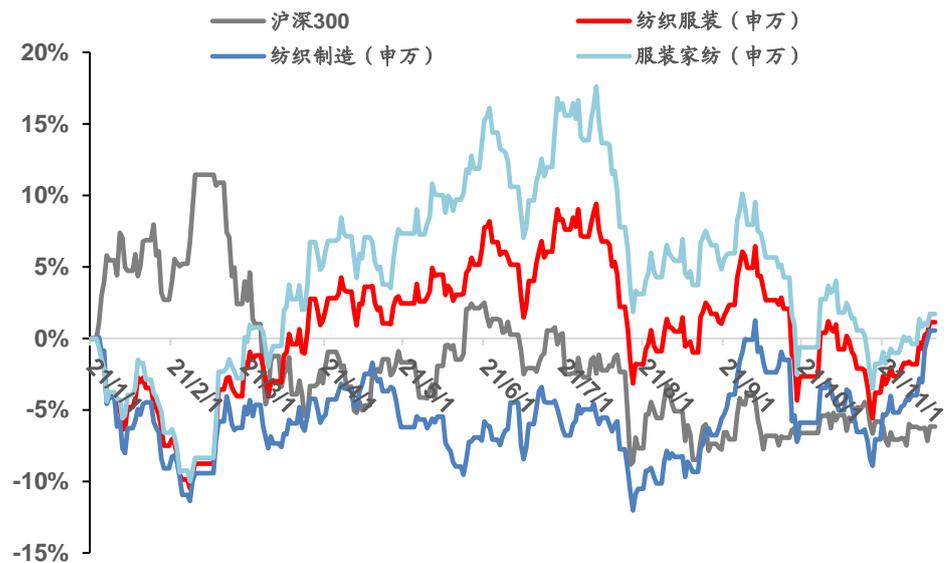
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 32 纺织服装板块个股周度涨跌幅 top10

| 涨幅TOP10 | %     | 跌幅TOP10 | %     |
|---------|-------|---------|-------|
| 维珍妮     | 32.87 | 江南布衣    | -9.10 |
| 中银绒业    | 29.03 | 千百度     | -8.57 |
| 红豆股份    | 13.50 | 巨星农牧    | -7.06 |
| 健盛集团    | 12.74 | 裕元集团    | -6.94 |
| 拉夏贝尔    | 12.73 | 特步国际    | -6.68 |
| 晶苑国际    | 11.74 | 盛泰集团    | -6.48 |
| 探路者     | 10.15 | 戎美股份    | -5.54 |
| 富安娜     | 9.12  | *ST天首   | -5.41 |
| 真爱美家    | 8.38  | 星期六     | -5.12 |
| 如意集团    | 7.54  | 申洲国际    | -3.51 |

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 33 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 34 纺服重点公司估值

| 【华安轻工】纺服重点公司估值 |      |            |       |         |      |     |     |     |       |      |      |      |      |      |
|----------------|------|------------|-------|---------|------|-----|-----|-----|-------|------|------|------|------|------|
|                | 公司   | 市值<br>(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 | 3,663      | 1.8%  | 11.0%   | 2.3  | 3.5 | 4.5 | 5.7 | 59.4  | 38.4 | 29.9 | 24.0 | 11.9 | 11.4 |
|                | 李宁   | 2,461      | 2.1%  | 77.0%   | 0.8  | 1.4 | 1.7 | 2.2 | 114.4 | 67.7 | 54.6 | 43.5 | 5.0  | 18.9 |
|                | 特步国际 | 272        | 5.7%  | 172.7%  | 0.2  | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 41.8  | 31.8 | 25.1 | 19.7 | 3.5  | 3.0  |
| 纺织制造           | 中洲国际 | 2,480      | 5.5%  | 9.9%    | 4.0  | ### | 4.6 | 5.4 | 40.8  | 44.6 | 36.2 | 30.8 | 22.4 | 7.4  |
|                | 华利集团 | 1,109      | 3.8%  | -3.8%   | 1.8  | 2.3 | 2.9 | 3.6 | 53.1  | 40.8 | 32.4 | 26.5 | 9.1  | 10.4 |
|                | 德盛集团 | 47         | 12.7% | 49.0%   | -1.3 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | -9.1  | 20.0 | 15.0 | 11.8 | 5.8  | 2.1  |
| 大众休闲           | 伟星股份 | 82         | 2.3%  | 63.0%   | 0.5  | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 20.2  | 17.8 | 15.1 | 12.8 | 3.2  | 3.3  |
|                | 森马服饰 | 203        | 4.9%  | -20.8%  | 0.3  | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 25.1  | 13.0 | 10.9 | 9.3  | 4.3  | 1.8  |
|                | 海澜之家 | 277        | 1.5%  | 3.5%    | 0.4  | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 15.6  | 9.6  | 8.2  | 7.2  | 3.2  | 2.0  |
| 高端服饰           | 太平鸟  | 171        | 1.3%  | 21.5%   | 1.5  | 2.2 | 2.7 | 3.2 | 23.7  | 16.5 | 13.5 | 11.1 | 8.2  | 4.3  |
|                | 地素时尚 | 89         | 1.4%  | 0.7%    | 1.3  | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 14.2  | 12.2 | 10.5 | 9.0  | 7.9  | 2.3  |
|                | 欣贺股份 | 48         | 1.5%  | 20.3%   | 0.5  | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 20.9  | 13.6 | 10.8 | 8.7  | 6.8  | 1.6  |
| 男装             | 歌力思  | 57         | -0.9% | 20.7%   | 1.3  | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 11.6  | 16.2 | 13.5 | 11.5 | 6.2  | 2.5  |
|                | 比音勒芬 | 138        | 1.3%  | 56.4%   | 0.9  | 1.1 | 1.4 | 1.7 | 27.6  | 22.6 | 17.9 | 14.5 | 5.0  | 5.0  |
| 家纺             | 九牧王  | 74         | 2.6%  | 18.6%   | 0.6  | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 20.2  | 26.2 | 20.7 | 17.4 | 7.0  | 1.9  |
|                | 七匹猴  | 45         | 1.3%  | 13.8%   | 0.3  | 0.4 | -   | -   | 21.0  | 16.6 | -    | -    | 7.8  | 0.8  |
|                | 水星家纺 | 43         | 2.1%  | 24.4%   | 1.0  | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 15.5  | 11.8 | 10.1 | 8.9  | 9.1  | 1.8  |
| 家纺             | 罗莱生活 | 120        | 2.2%  | 19.5%   | 0.7  | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 20.2  | 16.6 | 14.2 | 12.2 | 4.9  | 2.9  |
|                | 富安娜  | 75         | 1.1%  | 25.7%   | 0.6  | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 14.7  | 12.3 | 10.4 | 8.9  | 4.0  | 2.3  |

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 35 上市公司重要公告

| 时间         | 上市公司 | 公告   |
|------------|------|--|
| 2021-11-17 | 富春染织 | 关于拟投资及购置土地公告: 拟投资年产 3 万吨纤维染色建设项目, 项目总投资约 5 亿元人民币, 建设周期为 24 个月, 计划在芜湖经济技术开发区桥北工业园购置土地约 100 亩用于项目建设。   |
| 2021-11-18 | 齐峰新材 | 关于子公司拟对外投资公告: 公司于 2021 年 11 月 16 日召开第五届董事会第十一次会议, 审议通过了《关于公司子公司参与认购基金份额暨对外投资的议案》, 同意公司子公司山东黎鸣股权投资有限公司使用自有资金捌仟万元参与认购上海金浦二期智能科技私募投资基金合伙企业(有限合伙)基金份额暨对外投资事项。  |
| 2021-11-20 | 中银绒业 | 关于拟收购股权及投资公告: 拟与四川鑫锐恒锂能科技有限责任公司及其股东成都崇欣信达实业有限公司签订《股权转让协议》, 将其持有的鑫锐恒 100% 股权(对应认缴注册资本为 5000 万元, 实缴注册资本为 0 元)以 0 元的价格转让给本公司。转让完成后由本公司对鑫锐恒进行实缴注册资本金 5000 万元, 并计划以鑫锐恒作为投资主体投资建设年产 8 万吨锂电池正极材料磷酸铁锂项目。 |

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

## 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。