

纺织服装

2021 年 12 月 12 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-运动鞋服线上数据环比明显改善，新增推荐滔搏》-2021.12.5

《行业周报-行业旺季关注板块性机会，新变异毒株利好防疫相关标的》-2021.11.28

《行业周报-服装 10 月社零降幅环比收窄，继续看好服装及代工龙头》-2021.11.21

建议关注新疆棉事件对于国内外品牌双向影响减弱的趋势

——行业周报

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 建议关注新疆棉事件对于国内外品牌双向影响减弱的趋势

本周重点推荐标的：

- 1、运动鞋服零售商龙头：滔搏；
- 2、运动休闲龙头：安踏体育、李宁、波司登、海澜之家、森马服饰、太平鸟；
- 3、代工龙头拐点组合：华利集团、申洲国际、开润股份；
- 4、防疫主题标的：稳健医疗。

● 国际运动品牌线上数据改善，继续推荐大店及离店模式成熟的滔搏

从线上阿里系 11 月运动鞋服数据看，耐克 11 月增速为-10.5%，较 4-10 月的-36%、-33%、-20%、-28%、-30%、-41%、-34%，增速已收窄至最低水平；阿迪达斯 11 月增速较 4-10 月平均增速-40.45%收窄 8pct。从 2021W49 周数据看，Nike 2.04 亿元(+3.90%)，周增速自新疆棉事件以来首次转正；Adidas 0.98 亿元(-19.36%)，较 4 月以来的平均降幅大幅收窄。滔搏：作为耐克和阿迪达斯国内最大的零售商，一方面，坚定品牌方大店策略且大店经营效益明显好于同行，有利于提升盈利能力且有望抢占开大店不积极的竞争对手市场份额；另一方面，离店经营模式成熟，有利于在疫情反复下增厚单店产出，拥有约 4000 个门店企业微信号及近万个微信群（截至 2021 年 8 月总计 7775 家门店），通过新品上新提醒/产品推荐/抽奖活动等多形式运营私域流量，离店销售占单店收入比可达 10-20%。

● 期待双十二催化线上持续高增长，继续推荐运动服饰龙头安踏体育、李宁

从线上阿里系 11 月运动鞋+服数据看，安踏/FILA/李宁/特步 11 月增速分别为+38.96%/+46.64%/+33.07%/+6.41%，从 2021W49 周数据看：2021.11.29-2021.12.05 各运动品牌销售额分别为：李宁 1.37 亿元(+32.80%)、安踏 0.82 亿元(-0.49%)、FILA 0.78 亿元(+17.52%)、特步 0.36 亿元(+2.53%)。李宁：12 月 11 日中国李宁以音乐节形式于三亚召开 22 春夏系列发布会，户外秀场已成新趋势，新一季设计灵感分别来自极限运动、苗族传统刺绣元素、折纸艺术，并发布全新中国李宁 x 成龙联名系列，持续演绎国潮文化。FILA：12 月 7 日发布 x C.P.COMPANY 的双意大利品牌高街机能时尚联名系列，持续引领运动时尚潮流。

● 继续推荐处于估值低位，2022 年产能加速释放的代工龙头

Lululemon 于 12 月 9 日发布 FY2021Q3 (2021.8.1-10.31) 业绩，表现再超预期，全年预计乐观。(1) 收入保持增长趋势：收入为 15 亿美元(+28%)，超 FY2021Q3 预期，其中 DTC 收入 5.9 亿美元(+23%)。(2) 盈利能力稳健提升：毛利额 8.3 亿美元(+32%)，毛利率 57.2% (+1.1pct)，调整后经营利润率 19.4% (+0.3pct)，净利率 12.9% (+0.1pct)。(3) FY2021Q3 净开 18 家直营店，合计 552 家门店。(4) 上调全年预期，公司预计全年收入 62.5-62.9 亿美元（预计同增 0.5%-1%），预计全年业绩 9.97-10.06 亿美元，上调约 4%。申洲国际：Lululemon 系公司新拓客户，9 月底开始生产其订单，预计 12 月开始供给面料；2021 年 12 月 7 日，公司拟通过子公司宁波瑞鼎以 4.8 亿元收购安徽华茂集团 17.28% 股权，后续将合计持有 21.05% 股权，安徽华茂持有华茂股份 (000850.SZ) 46.40% 股权，本次战略收购有利于公司维持供应链稳定以及未来扩展梭织品类。

● 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、 国际运动品牌线上客流改善，国产运动品牌保持较高增速.....	3
1.1、 新疆棉事件影响趋缓，大店及离店模式打开边际成长空间，继续推荐滔搏	3
1.2、 期待双十二催化线上持续高增长，继续推荐运动品牌龙头安踏体育、李宁	4
2、 申洲国际：新客户持续超预期，战略收购强化协同效应.....	5
2.1、 申洲国际新客户 LululemonFY2021Q3 再超预期，全年表现乐观	5
2.2、 战略收购纱线供应商，有利于维持供应链稳定&未来扩展梭织品类.....	5
3、 风险提示	6

图表目录

图 1: Nike 阿里系 11 月增速已环比收窄至 4 月以来最低	3
图 2: Nike 阿里系 2021W49 周增速新疆棉以来首次转正	3
图 3: Adidas 阿里系 11 月增速为-32.46%，较平均增速-40.45%收窄 8pct.....	4
图 4: Adidas 阿里系 2021W49 增速-19.36%，较平均降幅大幅收窄	4
图 5: 中国李宁 2022 春夏系列持续演绎国潮文化.....	4
图 6: 中国李宁于三亚户外发布 2022 春夏系列.....	4
图 7: FILA 发布 x COMPANY 联名系列，引领运动时尚新趋势	5

1、国际运动品牌线上客流改善，国产运动品牌保持较高增速

国际运动品牌客流已有改善: (1) 从线上阿里系 11 月数据看, 耐克 11 月增速为-10.5%, 相较于 4-10 月的-36%、-33%、-20%、-28%、-30%、-41%、-34%, 增速已收窄至最低水平; 阿迪达斯 11 月增速较 4-10 月平均增速-40.45%收窄 8pct。(2) 从 2021W49 周数据看, Nike 2.04 亿元 (+3.90%), 周增速自新疆棉事件以来首次转正; Adidas 0.98 亿元 (-19.36%), 较 4 月以来的平均降幅大幅收窄。

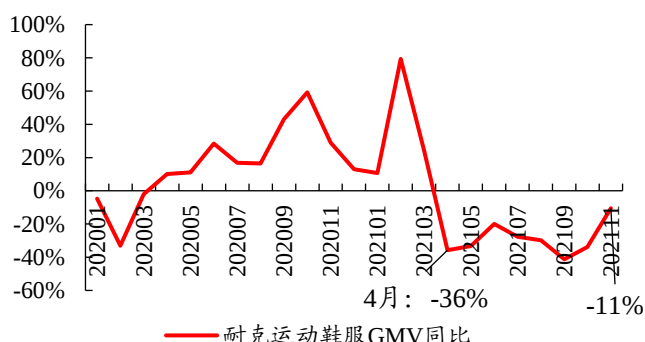
国产头部运动品牌仍保持较高增速: (1) 从线上阿里系 11 月运动鞋+服数据看, 安踏/FILA/李宁/特步 11 月增速分别为+38.96%/+46.64%/+33.07%/+6.41%。(2) 从 2021W49 周数据看, 2021.11.29-2021.12.05 各运动品牌销售额分别为: 李宁 1.37 亿元 (+32.80%)、安踏 0.82 亿元 (-0.49%)、FILA 0.78 亿元 (+17.52%)、特步 0.36 亿元 (+2.53%)。

1.1、新疆棉事件影响趋缓，大店及离店模式打开边际成长空间，继续推荐滔搏

外部影响方面, (1) 新疆棉事件影响已有缓和趋势, 主要体现在线上客流及营销资源改善两个方面: 国际品牌线上月度及周度增速降幅均收窄, 11 月 Nike 阿里增速降幅已经收窄至 3 月以来最低水平-10.5%且 W49 周度增速转正 3.9%; 同时, 2021 年下半年以来, 针对国际品牌营销资源的管控已有放松, 国际品牌营销活动开始活跃。(2) 针对国际品牌供应链紧张导致的 2021H1 及 2022Q1 到货率问题: 公司已经采取主动备货策略, 截至 2021 年 8 月, 存货同增 16.5%, 库存结构中以供应紧俏的鞋商品为主且 70%为新品。同时, 凭借丰富的高级别大店资源可获取货品优先权。

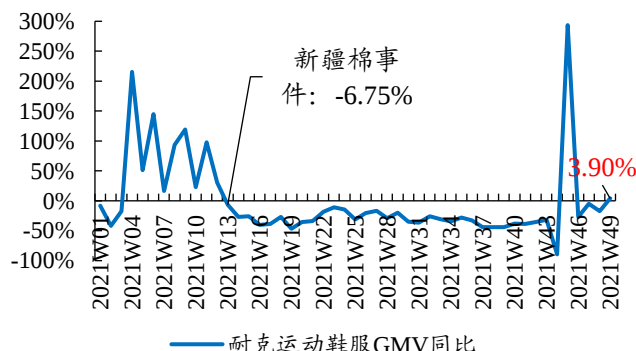
内生动力方面: 作为耐克和阿迪达斯国内最大的零售商, 一方面, 坚定品牌方大店策略且大店经营效益明显好于同行, 有利于提升盈利能力且有望抢占开大店不积极的竞争对手市场份额; 另一方面, 离店经营模式成熟, 有利于在疫情反复的情况下增厚单店产出, 拥有约 4000 个门店企业微信号及近万个微信群 (截至 2021 年 8 月总计 7775 家门店), 通过新品上新提醒/产品推荐/抽奖活动等多形式运营私域流量, 离店销售在单店收入占比中可达 10-20%。

图1: Nike 阿里系 11 月增速已环比收窄至 4 月以来最低



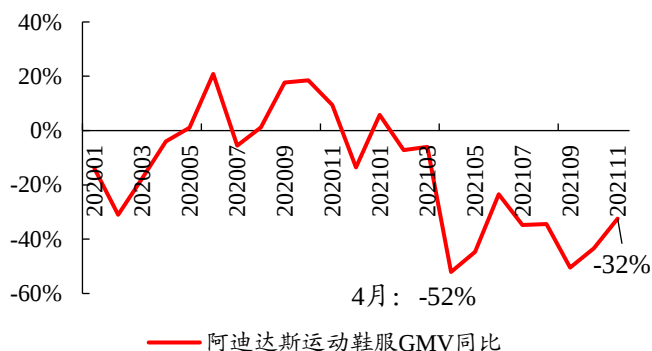
数据来源: 生意参谋、开源证券研究所

图2: Nike 阿里系 2021W49 周增速新疆棉以来首次转正



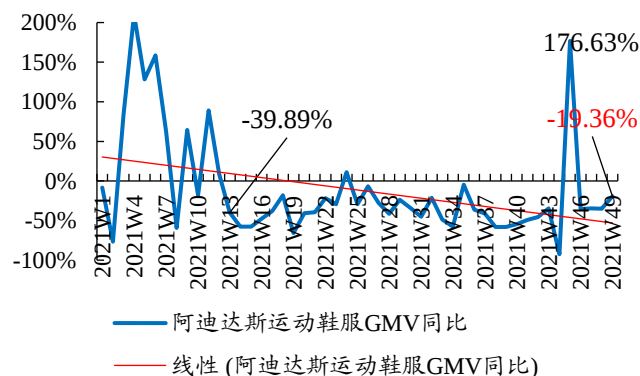
数据来源: 生意参谋、开源证券研究所

图3: Adidas 阿里系 11 月增速为-32.46%，较平均增速-40.45%收窄 8pct



数据来源：生意参谋、开源证券研究所，注：平均增速统计口径为 4-10 月淘宝+天猫渠道的运动鞋+运动服同比增速

图4: Adidas 阿里系 2021W49 增速-19.36%，较平均降幅大幅收窄



数据来源：生意参谋、开源证券研究所，注：平均增速统计口径为 3 月 22 日-10 月 30 日淘宝+天猫渠道的运动鞋+运动服同比增速

1.2、期待双十二催化线上持续高增长，继续推荐运动品牌龙头安踏体育、李宁

李宁：中国李宁发布 2022 春夏系列，持续演绎国潮文化。12 月 11 日中国李宁以音乐节形式于三亚召开 2022 春夏系列发布会，户外秀场已成新趋势，新一季品牌设计灵感分别来自极限运动、苗族传统刺绣元素、折纸艺术，并发布全新中国李宁 x 成龙联名系列，持续演绎国潮文化。

图5: 中国李宁 2022 春夏系列持续演绎国潮文化



资料来源：李宁官方微信公众号、开源证券研究所

图6: 中国李宁于三亚户外发布 2022 春夏系列



资料来源：李宁官方微信公众号

FILA：发布 x COMPANY 联名系列，引领运动时尚新趋势。12 月 7 日，FILA 发布了 x C.P.COMPANY 的双意大利品牌高街机能时尚联名系列，将科技、工装与高级时装融合交织。主打产品 KAN-D EXPLORER JACKET 夹克以户外工装风格为灵感，采取 P.R.I.S.M.独家面料+KAN-D 黑科技设计融合单丝尼龙纱+独家染色技术，产品防水和防撕裂性能大幅提升的同时兼具透气性和光洁度。

图7: FILA 发布 x COMPANY 联名系列, 引领运动时尚新趋势



资料来源: FILA 官方微信公众号

2、申洲国际: 新客户持续超预期, 战略收购强化协同效应

2.1、申洲国际新客户 LululemonFY2021Q3 再超预期, 全年表现乐观

2021 年 12 月 9 日, Lululemon 发布 FY2021Q3 (2021.8.1-2021.10.31) 经营情况, 表现再超预期, 全年预计乐观。

(1) 收入保持增长趋势: 收入为 15 亿美元 (+28%), 超 FY2021Q3 预期的 14.0-14.3 亿美元, 其中 DTC 收入同比增长 23%至 5.865 亿美元, 占比下降 2.4pct 至 40.4%, 同店增长 32%。

(2) 盈利能力稳健提升: 毛利额为 8.3 亿美元 (+32%), 毛利率提升 1.1pct 至 57.2%, 调整后经营利润率为 19.4% (+0.3pct), 净利率为 12.9% (+0.1pct)。

(3) 门店方面: FY2021Q3 净开 18 家直营店, 合计 552 家门店。

(4) 上调全年预期, 公司预计全年收入为 62.5- 62.9 亿美元 (预计同比增长 0.5%-1%), 此前 Q2 预期 61.9-62.6 亿美元, 预计全年业绩为 9.97-10.06 亿美元, 此前 Q2 预期 9.59-9.72 亿美元, 上调幅度 4%。

申洲国际持续优化客户, 引入新客户 Lululemon, 9 月底开始生产其订单, 第一批面料外采主要系越南停产, 面料产能主要供给老客户, 布料样品 11 月已经寄送至 Lululemon, 预计 12 月开始供给面料。

2.2、战略收购纱线供应商, 有利于维持供应链稳定&未来扩展梭织品类

2021 年 12 月 7 日, 申洲国际拟通过子公司宁波瑞鼎以人民币 4.8 亿的对价收购安徽华茂集团 17.28%股权, 后续将以相同股价向安徽华茂另一现有股东收购 3.77%股权, 合计将持有安徽华茂 21.05%股权。

安徽华茂集团为申洲国际纱线供应商之一, 主要从事纱线及梭织布生产, 持有华茂股份 (000850.SZ) 46.40%股权, 华贸股份 2021H1 纱线、布产能 3.55 亿吨、0.43 亿米 (产能利用率分别为 96.64%、96.26%), 2021 年前三季度收入及净利润分别为

25.9 亿元（+6.23%）、3.4 亿元（+35.56%）。

本次战略收购一方面有利于申洲国际维持供应链稳定以及未来扩展梭织品类，另一方面有利于安徽华茂集团完成混合所有制改革。

3、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。

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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