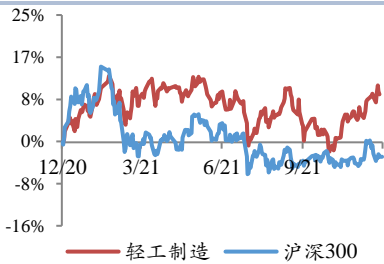


运动鞋服：龙头品牌的下一站-全球化与可持续增长

行业评级：增持

报告日期：2021-12-27

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. 华安证券_行业研究_行业周专题_轻工制造：珠宝：明星杠杆与短视频费效比或面临重估 2021-12-20
2. 电子烟：解读管理办法七大要点 2021-12-03
3. 华安证券_行业研究_行业周专题_轻工制造：电子烟：长坡厚雪，监管规范后行业迎高质量发展 2021-11-29

主要观点：

- 本周专题：从安踏十年“全球化”战略看民族运动品牌出海与可持续发展

事件：12月18日，安踏集团举办了“安踏30+”主题活动，宣布了集团“单聚焦、多品牌、全球化”的新十年战略和可持续发展目标。相较于“单聚焦、多品牌、全渠道”的五年战略，安踏新提出了要实现市场地位、品牌布局、价值链布局和治理结构的全球化的战略。我们认为运动鞋服品牌龙头2021年以来对内加速国产替代、对外加速出海背后是民族运动鞋服的品牌力与产品力与国际大牌差距缩小，同时也体现了民族品牌的全球化布局与长期可持续增长的信心与决心。

全球化：民族运动鞋服品牌龙头加速出海背后由产品力与品牌力支撑。

(1) 品牌出海：民族品牌国内市场格局优化，龙头加速出海。全球运动服装市场规模2020年达到1.12万亿元，预计2021-2025年CAGR约2%。在近年来民族运动鞋服品牌龙头在国内市占率提升、与国际大牌产品力和品牌力差距缩小的背景下，开拓海外市场，以求取得国际领先地位。**回顾头部民族品牌的出海历程：1) 李宁经历波折：**2000年开始海外进程，通过在海外建立分公司、设立专卖店或授权经销商店等方式自建海外渠道，中途在内忧外患之下中止海外经营，2016年之后通过电商渠道回归；**2) 安踏较为平稳：**2019年之前通过海外合作方已有渠道网络销售，2019收购运动专业品牌Amer Sports正式开启全球化进程，利用其渠道优势走国际化道路；**3) 特步反复探索：**2010年开始设立海外零售店，但自建渠道收入表现不佳，2013年尽管海外零售店超过200家，收入占比不到4%。2019年特步收购时尚运动品牌盖世威和帕拉丁，在海外线上线下渠道拓展中取得一定成果，2020年海外线上零售额分别同比增长45%和52%。**回顾头部品牌（李宁、安踏、特步）的出海历程及海外布局，我们认为：1) 相对于在海外自建渠道，利用已有的经销商和电商渠道更容易融入海外市场；2) 中等收入国家最适宜作为品牌出海的起始点。发达国家市场渠道较为成熟，消费习惯固定，作为先发市场攻克难度较高；低收入国家市场准入较为容易，但其在全球认可度低，不利于后续市场开拓。(2) 产品力：加码跑鞋科技投入，民族品牌龙头产品性能直追国际大牌。从产品力来看，运动鞋服专业性较强，依赖科技创新提升产品力。例如跑鞋需要提升中底材质及其减震回弹性能进行突破。从头部民族品牌来看，安踏氮科技中底能量回弹表现优秀、李宁的䨻科技中底在重量、回弹和耐久方面表现突出、特步专业竞速跑鞋采用的动力巢PB材质密度低回弹高，与国际大牌差距持续减小。除此之外，头部品牌围绕跑鞋科技的长期战略加强研发创新，安踏与运动APP联合，在分析用户需求之后推出大数据跑鞋，便于纠正跑步习惯。安踏制定未来五年发展规划及十年战略，保证未来五年每年8亿以上的研发投入，2030年累计投入达到200亿元，国产品牌科技性能不逊于国际大牌。(3) 品牌力：借势“联名+国风”，民族品牌龙头鱼国际大牌知名度差距缩小。从品牌力来看，民族品牌借助球星联名和中国风概念进行宣传，缩小与国际大牌的知名度差距。例如NBA球星韦德和汤普森在同nike代言期满后先后与李宁和安踏**

合作推出联名系列，引起海内外球迷的追捧，民族品牌也借此实现了品牌力年轻化与国际化质的飞跃。另外，海外“国潮”消费人数增加，东方传统文化受到热捧，民族品牌借力中国风文化赋能，走向世界知名时装周，有效提升品牌影响力。

可持续发展：“减碳环保+DTC 转型”助力运动鞋服龙头长期存可持续发展。
(1) 减碳环保：运动鞋服品牌龙头率先迎合可持续发展趋势。
 1) 品牌通过环保、可持续理念赢得消费者认可，更快的进入海外市场。以日本零售巨头无印良品进入欧洲市场为例，其简朴的外包装以及对外宣传的自然、无污染的品牌文化契合了追求生态环保的主流价值观，从而在海外市场取得成功。2) 民族品牌龙头率先布局减碳材料，长期具备可持续发展能力。具体来看：**安踏：**公司使用回收塑料瓶制成再生涤纶面料，其制品整体综合成本较国际品牌降低30%-50%；**李宁：**公司在服装生产中大规模应用 ECO CIRCLER 纤维，通过回收循环方式减少碳排放，降低能源消耗成本；**特步：**致力于植物衍生聚乳酸材料的研发应用，力争三年内实现聚乳酸全生产线覆盖。据特步推算，若所有服装生产全面采用聚乳酸，公司每年可节省 300 多万吨蒸汽，从而显著降低生产成本。3) 传统鞋服产品添加“可持续”标签，获取高产品溢价同时迎合 Z 世代群体消费偏好。德勤《2021 年千禧一代与 Z 世代调研报告》显示，环境问题是 Z 世代的首要关注问题。IBM 商业价值研究院数据显示，相较 2019 年，2021 年消费者愿意为产品可持续性支付更高的额外费用。相较千禧一代，Z 世代对产品的可持续性更为重视。**(2) DTC 转型：库存危机后品牌商 DTC 转型助力可持续增长。**DTC 的核心在于品牌商与消费者之间关系的改变，其特征表现在三个方面：缩减中间渠道，以消费者需求为导向和故事化、数字化的新型营销方式。我们认为随着我国运动鞋服由粗放式增长步入高质量增长期，以及物流供应链的完善，运动鞋服经销商的重要性逐渐被削弱，传统批发模式在消费者需求触达方面具备劣势，逐渐成为运动鞋服品牌发展的阻碍。而 DTC 模式能够帮助企业快速响应消费者需求，提高市场下沉效率，全方位提升消费者体验以及改善渠道库存。**参考海外经验，耐克作为较早进行 DTC 转型的运动鞋服企业，公司 2015 年以来通过 DTC 转型实现高效创新+用户体验改善。**从国内来看，我国民族运动鞋服品牌 DTC 转型始于 2011 年库存危机，库存危机之后民族品牌龙头纷纷开始 DTC 转型。**李宁：**较早的 DTC 转型助力品牌实现年轻化升级。公司自营门店/自营渠道收入占比分别由 2012 年的 631 家/22%增长至 2016 年的 1611 家/33%。**安踏：**通过 DTC 转型逐渐进入红利释放期。DTC 模式为公司带来高毛利率水平。安踏计划在未来两年将 DTC 在整体流水中的占比提升至 70%，店效提升至 40%，数字化方面投入超 4 亿元以推动 DTC 变革，以及计划到 2025 年实现有效会员数量翻倍，达 1.2 亿。**特步：**采用扁平化“类直营”模式，缩减层级实现门店价格统一+库存管控升级。公司于 2015-2017 年进行渠道扁平化改造，将原本多层级的分销渠道削减为不超过两级，同时 O2O 平台共享库存实现门店价格统一及库存管控能力提升，三年改革后存货周转效率及回款能力显著提升。2018/2019 年应收账款周转天数分别同比减少 20.0%/7.5%。

● 本周观点。

家居板块：11 月全国住宅销售面积同比下降 16.3%至 1.27 亿平方米，较 2019 年同期下降 6.8%，月度销售数据持续下行；11 月全国住宅竣工面积 4.95 亿平方米，同比增长 13.23%，增速由负转正。且较 2019 年同期增长 9.51%。12 月 8 日发改委提出鼓励实施家具家装

下乡补贴，促进农村居民耐用消费品更新换代，在政策端利好家居板块终端需求复苏回暖。此外，12月10日中央经济工作会议中再次强调房住不炒，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。随着地产信用风险逐渐释放，以及近期央行降准等行为将缓解市场对于地产的悲观预期，家居板块估值有望得到修复。

造纸板块：（1）文化纸：近期文化纸纸价保持稳定。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；纸浆价格震荡整理，成本面支撑尚存。**（2）箱瓦纸：**箱瓦纸价格受龙头取消提价计划影响，市场心态偏悲观。近期下游补库需求平稳，包装厂消化库存为主，受制于下游订单无明显起色与局部疫情反复，纸企拉涨阻力较大，废纸价格上扬对成本面支撑面有限。

纺织服装：（1）纺织制造：在疫情反复大背景下，我们认为出口景气度较高、以出口制造为主的纺织制造板块或具备结构性机会，其整体景气度优于以内需为主的服饰品牌，龙头公司Q3订单高景气延续。板块整体预期较为悲观+基金处于低持仓状态+目前板块估值偏低具备性价比，我们认为当前市场整体或是行业细分龙头左侧布局的较好时间点。**（2）运动鞋服：**近期部分地区疫情反复，品牌服饰在短期缺乏催化+疫情反复等外生冲击下，估值持续回落，我们认为当前可适当左侧布局。后续板块整体景气度回暖需静待疫情、经济催化落地。

（3）羽绒服：从线上数据看，今年Q4羽绒服线上销售品类市占率显著提升，头部品牌集中度提升，后续冷冬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

持续推荐以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业**五洲特纸**，立足高景气大空间赛道，产能跨越式提升打开瓶颈，当前公司估值接近历史低点，具备高安全边际以及较大修复空间。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**。

重点推荐**万顺新材**，锂电铝箔在高景气窗口期投产，在产业链中依然处于估值洼地。当前市场存在预期差，最底部坚定推荐。

建议优先选择当前行业背景下，有较强能力通过渠道变革、品类扩张带来高成长的公司。建议关注定制家居龙头**欧派家居**，整装收入持续高增长，在家居消费流量分化背景下持续强化前端流量入口，目前新渠道的商业模式逐步捋顺。软体家居持续推荐**顾家家居**，建议关注**敏华控股**。顾家家居渠道改革逐步兑现到业绩，基于原有的强势沙发渠道，新的品类如床垫、定制家居开始起量；敏华控股在内销渠道处于持续高速开店阶段，市场份额和业绩处于比较强的上升通道，中长期功能沙发渗透率依然有比较大的提升空间。

● 风险提示

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降；局部疫情反复影响终端零售；品牌商DTC转型效果不及预期。

正文目录

1 安踏发布新十年战略与可持续发展目标	7
2 全球化：民族运动鞋服品牌龙头加速出海背后由产品力与品牌力支撑	7
2.1 品牌出海：民族品牌国内市场格局优化，龙头加速出海	7
2.2 产品力：加码跑鞋科技投入，产品性能直追国际大牌	11
2.3 品牌力：借势“联名+国风”，与国际大牌知名度差距缩小	16
3 可持续发展：“减碳环保+DTC 转型”助力运动鞋服龙头长期持续增长	18
3.1 减碳环保：运动鞋服品牌龙头率先迎合可持续发展趋势	18
3.2 DTC 转型：库存危机后品牌商 DTC 转型助力持续增长	20
4 本周观点	27
4.1 家居板块	27
4.2 造纸板块	28
4.3 必选及其他轻工板块	28
4.4 纺织服装板块	28
5.本周轻工制造板块走势	29
6.本周纺织服装板块走势	31
7.本周重要公告	32
风险提示：	33

图表目录

图表 1 全球运动服装市场规模及预测.....	8
图表 2 2019 年中国运动鞋出口国别情况.....	8
图表 3 民族运动鞋服品牌龙头中国市占率持续提升，白牌加速出清.....	8
图表 4 民族品牌出海发展阶段.....	9
图表 5 李宁出海发展进程.....	9
图表 6 李宁海外市场收入及增速.....	9
图表 7 并购后 AMER SPORTS 的股权结构.....	10
图表 8 特步全球零售及分销网络.....	10
图表 9 民族品牌出海起点市场选择.....	11
图表 10 功能性跑鞋产品更加注重创新科技投入.....	12
图表 11 TPU 与 PEBAX 中底材质性能对比.....	12
图表 12 跑鞋中底常见材质.....	12
图表 13 研发开支比率（%）.....	13
图表 14 安踏&咕咚合作款及跑步精灵.....	13
图表 15 安踏 2.0 跑鞋氮科技原理.....	13
图表 16 安踏跑鞋 2.0 构造及性能.....	14
图表 17 安踏跑鞋 2.0 构造及性能.....	14
图表 18 李宁跑鞋科技矩阵.....	15
图表 19 特步专业竞速跑鞋 160X 系列采用动力巢 PB 中底.....	15
图表 20 2020 年 C-BPI 运动鞋服品牌力排行.....	16
图表 21 李宁韦德之道 9 球鞋.....	17
图表 22 安踏 KT7 球鞋.....	17
图表 23 李宁 2019 年纽约时装周宣传图.....	17
图表 24 特步和少林联名秀.....	17
图表 25 李宁 ECO CIRCLE ^R 纤维回收循环.....	18
图表 26 特步聚乳酸材料与常规涤纶面料对比.....	18
图表 27 运动鞋服品牌龙头使用减碳环保材料能够降低能耗、生产成本.....	19
图表 28 2021 年愿意为产品可持续性支付更高额外费用的消费者占比较 2019 年显著提高.....	19
图表 29 18-24 岁人群相较 25-34 岁、35-44 岁人群更注重鞋服产品的可持续性.....	20
图表 30 传统批发模式与 DTC 模式的层级差异.....	20
图表 31 DTC 模式为公司带来的优势.....	21
图表 32 耐克 DTC 业务增速远超总体业务增速.....	22
图表 33 2011 年国内运动鞋服行业发生库存危机行业进入去库存阶段.....	23
图表 34 各公司线下门店区域分布（%）.....	23
图表 35 各公司门店家数变化（家）.....	23
图表 36 李宁直营店与特许经营店数量及增速（家，%）.....	24
图表 37 李宁各渠道收入占比（%）.....	24
图表 38 “中国李宁”与“90 后李宁”差别对比.....	25
图表 39 安踏各渠道收入及占比（亿元，%）.....	26
图表 40 特步扁平化零售体系改革.....	26
图表 41 特步 2015 年后进入新一轮补库存周期.....	27

图表 42 特步渠道改革后应收账款周转天数处于健康水平	27
图表 43 特步线上销售占比持续提升 (%)	27
图表 44 轻工制造指数周涨跌幅	29
图表 45 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10	29
图表 46 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势	30
图表 47 轻工重点公司估值	30
图表 48 纺织服装指数周涨跌幅	31
图表 49 纺织服装板块个股周度涨跌幅 TOP10	31
图表 50 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅	31
图表 51 纺服重点公司估值	32
图表 52 上市公司重要公告	32

1 安踏发布新十年战略与可持续发展目标

事件：12月18日，安踏集团举办了“安踏30+”主题活动，宣布了集团“单聚焦、多品牌、全球化”的新十年战略和可持续发展目标。相较于“单聚焦、多品牌、全渠道”的五年战略，安踏新提出了要实现市场地位、品牌布局、价值链布局 and 治理结构的“全球化”发展战略。

安踏全球化目标：

- 斐乐中国、迪桑特中国、可隆体育中国：2030年成为各自全球标杆市场；
- 亚玛芬集团：强化中国/北美/欧洲三大市场，2025年实现5个10亿欧元计划；
- 科研创新：到2030年累计投入超过200亿元强化科技自主研发，升级全球科研创新中心；
- 数字化转型：打造赋能消费价值创造、上下游伙伴互联互通的数字化平台
- 市场份额：2030年安踏集团+亚玛芬集团全球领先；

安踏可持续发展计划：

总目标在2050年前实现碳中和。在2030年实现三个“零”、五个“50%”和“两个提升”：实现自有生产废弃物零填埋，自有营运设施原生塑料零使用及零碳排放，把营运对环境的影响降到最低。将可持续产品的比例提高到50%；战略合作伙伴能耗的50%采用可再生能源替代；50%的产品使用可持续包装；自有运输设备能耗的50%采用清洁能源替代；产品中实现50%可再生或可回收原材料。2030年前影响上下游3000家企业提升可持续发展水平，带动3亿消费者践行可持续消费。

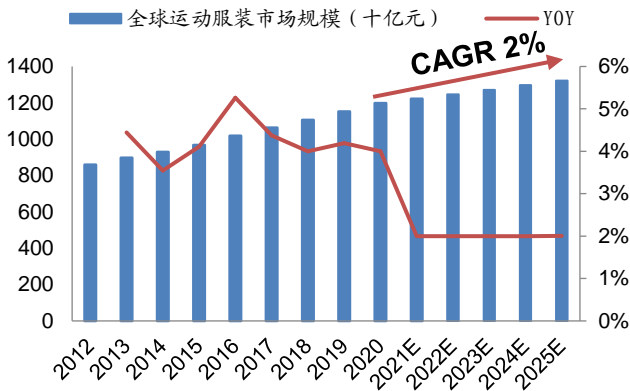
解读：我们认为运动鞋服品牌龙头2021年以来对内加速国产替代、对外加速出海背后是民族运动鞋服的品牌力与产品力与国际大牌差距缩小，同时也体现了民族品牌的全球化布局与长期可持续增长的信心与决心。

2 全球化：民族运动鞋服品牌龙头加速出海背后由产品力与品牌力支撑

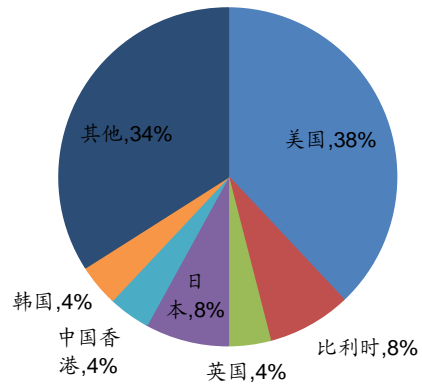
2.1 品牌出海：民族品牌国内市场格局优化，龙头加速出海

民族品牌国内市场格局优化，龙头加速出海。根据艾媒咨询的数据，全球运动服装市场规模持续增长，2020年达到1.12万亿元。预计2025年将达到1.32万亿元，2021-2025年CAGR约2%。在全球供应链中，随着我国运动鞋服领域“中国制造”的品质在全球认可度逐渐提升，我国运动鞋服出口份额较大，但当前仍主要以贴牌生产、代加工为主，输出文化、品牌等附加值较高的品牌出海相对较少。随着近年来民族龙头品牌（eg.安踏、李宁、特步）的产品创新、品牌知名度持续提升，民族品牌与nike、adidas等国际大牌的产品力与品牌力差距持续缩小，国内市场份额持续提升。随着民族运动鞋服品牌龙头的全球化布局、加速出海，预计未来也在全球零售市场中的产品、品牌优势将逐步凸显。

图表 1 全球运动服装市场规模及预测



图表 2 2019 年中国运动鞋出口国别情况



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所；注：汇率采用 6.3672 换算

资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 3 民族运动鞋服品牌龙头中国市占率持续提升，白牌加速出清

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nike	12.5%	13.7%	14.0%	14.3%	15.5%	16.9%	18.1%	18.7%	18.8%	19.8%
adidas	10.7%	13.3%	15.0%	14.8%	15.3%	16.1%	18.3%	19.2%	18.8%	17.2%
安踏	7.5%	6.5%	6.4%	7.0%	7.8%	8.1%	8.4%	9.0%	9.1%	9.0%
李宁	10.1%	7.3%	6.6%	6.6%	6.9%	6.6%	6.2%	6.0%	6.5%	6.7%
Fila	0.5%	0.7%	1.0%	1.6%	2.1%	2.3%	2.6%	3.8%	5.5%	6.4%
斯凯奇	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	1.8%	3.0%	3.9%	4.9%	5.3%	5.6%
特步	7.6%	7.9%	6.2%	6.4%	6.2%	5.5%	4.4%	4.5%	4.8%	4.7%
Jordan	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.5%	2.0%	2.0%	2.2%	3.1%	3.6%
361度	6.4%	5.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	3.8%	3.1%	2.9%	2.6%
匡威	1.8%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	2.2%
新百伦	0.9%	1.6%	2.6%	3.6%	3.9%	4.0%	3.3%	2.6%	2.1%	2.1%
彪马	-	-	-	-	-	-	-	1.7%	1.9%	2.0%
乔丹体育	2.4%	1.7%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.7%	1.5%	1.3%
安德玛	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
Vans	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
匹克	4.7%	2.9%	2.5%	2.3%	2.3%	1.9%	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%
露露柠檬	-	-	-	-	-	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.9%
鸿星尔克	3.0%	3.6%	3.4%	3.4%	2.9%	2.4%	1.9%	1.4%	1.0%	0.9%
其他白牌	30.1%	30.8%	32.0%	28.8%	24.1%	21.1%	19.2%	15.2%	12.6%	11.5%

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

民族品牌出海阶段：从开拓市场、海外扩张到全球领先。我们认为民族品牌出海实现国际化，不仅是产品、企业层面的国际化，也是渠道和品牌的国际化，在此过程中，需要经历前期对开拓市场的规划和准备、在海外市场的发展和挑战，最后实现全球领先地位。

- **国内阶段：**通常民族品牌出海之前要努力成为国内领先，为进军海外市场打造坚实的产品力和品牌力基础。
- **开拓阶段：**品牌在出海之初便做好规划，就选择海外市场及入场时机、建立国际销售渠道、打造品牌国际形象等实施细则。对民族品牌而言，在这个阶段面临着“万事开头难”的挑战，只有选择了合适的市场和渠道，才能在之后成功收割市场红利。
- **扩张阶段：**开拓市场只是出海的第一步，民族品牌后续还需面对海外市场的不确定性以及海外竞争对手的挑战，抢占市场份额。这是当前国内运动鞋服品牌主要所处的阶段，需要通过渠道布局、品牌力打造、国际人才战

略等进行高效的海外扩张。

- **成熟阶段：**民族企业逐步缩小与海外龙头的差距，在全球多个市场实现产品的高额销售且具备一定的影响力之后，需要靠创新和突破稳定自己的地位。

图表 4 民族品牌出海发展阶段

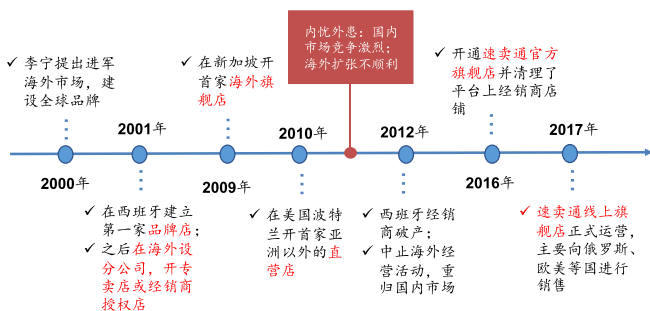
	第一阶段 国内阶段	第二阶段 开拓阶段	第三阶段 扩张阶段	第四阶段 成熟阶段
面临问题	成为国内领先品牌	展示品牌和提高识别度、扩大国别范围	由国别市场发展为洲际市场	拓展至全球市场
解决手段	提升产品品质和质量标准	多样性的产品适应性调整	减少多样性和增加一致性	具备建立统一需求文化能力；创新突破
品牌路径	贴牌生产或品牌合作	自创品牌或收购已有品牌	自创品牌	以自创为主的多层次全球品牌

资料来源：赵晔涵. 中国企业品牌国际化路径分析[D]. 吉林大学, 2014, 华安证券研究所整理

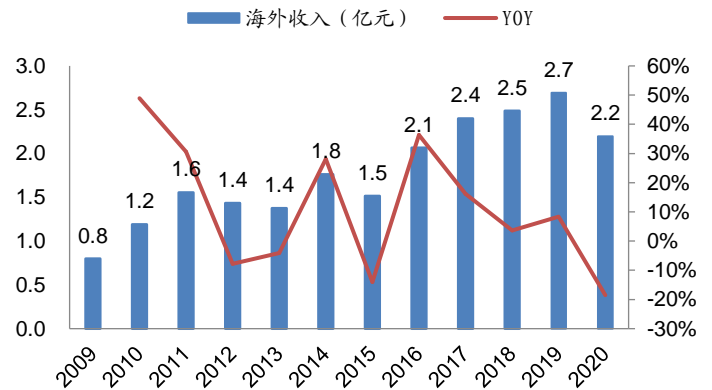
海外渠道建设：利用海外已有渠道较自建渠道更能获取前期优势。我们以国内运动鞋服 CR3 安踏、李宁和特步为例，民族品牌在出海进程中各自通过并购合作或者建立海外零售分销网络进行渠道布局。从经历来看，在海外自建渠道难度较大，面临内外难以兼顾的风险，而利用已有渠道在开拓海外市场方面更有优势。

李宁：最早建立海外销售网络，解决内忧外患后线上渠道卷土重来。从 2000 年起，作为国内第一运动品牌的李宁便开始进军欧美市场，提出了“李宁的最终目标要做全球品牌”的口号。2001 年李宁在西班牙开了一家品牌店，之后通过海外建立分公司、设立专卖店或授权经销商店等方式自建海外渠道；2009 年，李宁在首家海外旗舰店在新加坡开业；2010 年，李宁在美国体育用品之城、NIKE 总部所在地的波特兰开了第一家亚洲以外的直营店。然而，2010 年之后，中国市场竞争激烈，李宁在海外市场的扩张也不成功，陷入库存及亏损危机。2012 年，西班牙经销商破产，李宁中止了几乎全部的海外经营活动，回归中国市场，在国内地位稳定下来之后才重新开始海外业务。2016 年，李宁开通速卖通官方旗舰店并清理了平台上经销店铺，通过电商渠道向欧美、俄罗斯等国销售。

图表 5 李宁出海发展进程



图表 6 李宁海外市场收入及增速

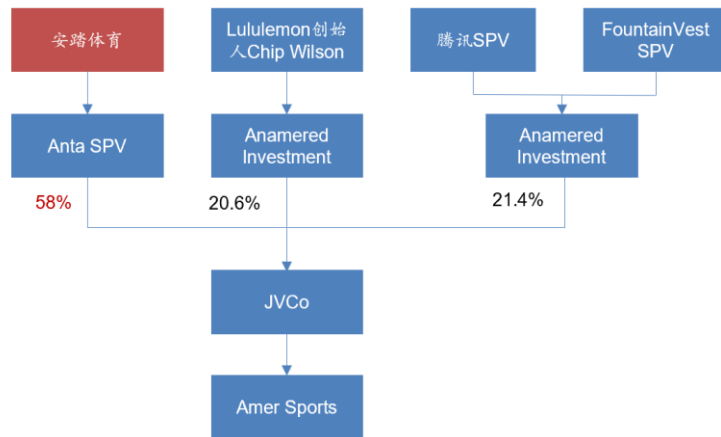


资料来源：花瓣儿. 中国品牌出海:道阻且长[J]. 创业邦, 2019(06):114-117, 华安证券研究所整理

资料来源：公司年报，华安证券研究所

安踏：与当地渠道合作，通过收购 Amer sports 缓步开始全球化进程。安踏最早涉足海外市场是在 2015 年与球星汤普森推出联名球鞋，但在当时并没有建立直营门店，而是同当地零售商进行合作，利用已有的渠道网络进行销售。2019 年安踏以 58% 的持股比例收购 Amer sports，不同于以往收购 FILA 等品牌大中华地区的商标使用权和经营权，而是覆盖其全球业务，这标志着安踏正式开启全球化进程。安踏不仅通过 Amer sports 完善了专业运动用品的产品线，也能够利用其渠道和人才优势共同开拓海外市场。

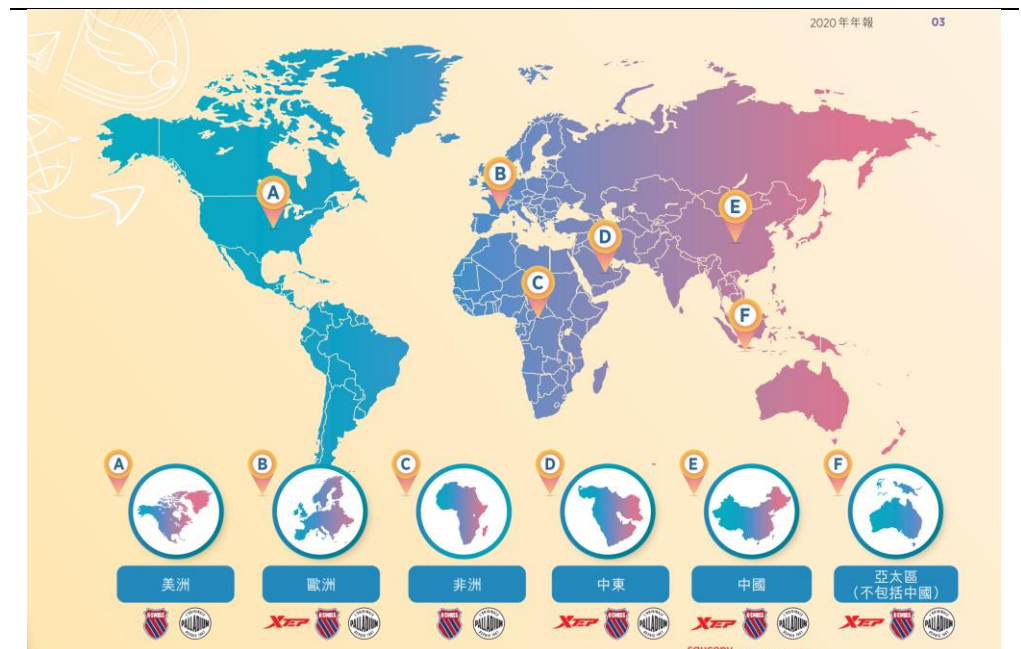
图表 7 并购后 Amer sports 的股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

特步：自建渠道失败后收购海外品牌开拓业务。特步从 2010 年之后开始建设海外零售店，2013 年门店数量扩张至 200 家，但海外收入占比不到 4%。2019 年，特步与 Wolverine 成立合资公司，通过全资收购时尚运动品牌盖世威 (K-Swiss) 和帕拉丁 (Palladium) 开启国际化之路，线上线下渠道建设良好。截至 2020 年底，盖世威拥有 43 家亚太自营店，帕拉丁拥有 54 家亚太自营店和 3 家欧洲自营店；在海外线上零售额分别同比增长 45% 和 52%。

图表 8 特步全球零售及分销网络

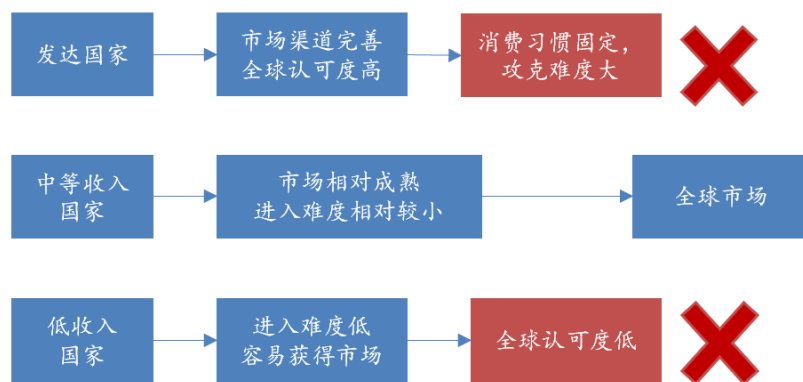


资料来源：公司年报，华安证券研究所

海外市场选择：以中等收入国家作为出海起始点，走中间式发展路径。回顾民族品牌出海历程，鲜少以 GDP 位居前列的美、英、日、德作为开拓市场的起点，而是从 GDP 略低的西班牙、甚至是东南亚的中等收入国家开始。事实证明，中等收入国家市场相对欧美发达国家更容易进入，对后续市场的开拓也较为有利。

- **发达国家市场攻克难度较大。**以美国为例，2017 年耐克在北美体育用品市场的占有率达到 55%，阿迪达斯占有率在 11% 左右；而在英德等欧洲市场耐克和阿迪达斯份额基本持平，CR2 占有率超过 60%。在双寡头垄断的情况下，高收入国家人群的消费习惯和购买理念都不会倾向于新进入的中国品牌。并且由于运动鞋服行业相对成熟，新进入的品牌在品牌形象、价格定位、产品质量等方面都必须契合当地市场。对于民族品牌而言，这意味着需要投入大量的资金和时间来建设渠道和加强宣传，对于实施国际化的起步阶段难度较大。
- **以低收入国家作为出海起点对后续进入发达国家有不利影响。**低收入国家相对容易进入，当地人对品牌的敏感度较低、对价格敏感性较高，民族品牌的性价比优势得以凸显。在此基础上，民族品牌得以利用更低的价格迅速铺设渠道，开拓市场，但其塑造的品牌形象和认知度定位很难再被发达国家市场所认可。
- **中间式发展路径：从中等收入国家开启品牌国际化，降低市场拓展难度。**中等收入国家市场进入难度适中，并且市场相对成熟，便于民族品牌积累经验获得认可，最终推动全球市场发展。

图表 9 民族品牌出海起点市场选择



资料来源：华安证券研究所整理

2.2 产品力：加码跑鞋科技投入，产品性能直追国际大牌

创新科技是运动鞋服产品力突围的快车道。中底材质及其减震回弹性能是跑鞋科技的核心。相较于休闲服饰，运动服饰由于专业化程度更高，具备较为明显的技术壁垒。中底材质作为承载跑鞋性能（减震+回弹）最核心的部分，是跑鞋科技创新突破的核心。从中底材质看，TPU/PEBAX 是国际大牌常用的顶级中底材质。消费者对跑鞋的需求点主要体现在：（1）减震回弹；（2）轻量化；（3）包裹性；（4）支撑稳定性。其中，以减震回弹为核心的中底技术是跑鞋科技的核心体现。材质方

面，EVA 材质价格相对低廉，同时具备柔软性好等优点因此是各大鞋厂广泛使用的中底材料。但由于 EVA 长期使用后易产生形变缓冲能力下降因此在专业跑鞋中底材质中较少采用。TPU/PEBAX 分别是 Adidas Boost/Nike Zoom 系列中采用中底材质，其价格价格较高，但分别具备低密度轻质、寿命更长/能量损耗系数低、轻质等优点，因此在专业跑鞋中较为常见。

图 10 功能性跑鞋产品更加注重创新科技投入

图 11 TPU 与 PEBAX 中底材质性能对比



资料来源：华安证券研究所整理

资料来源：爱燃烧，华安证券研究所整理

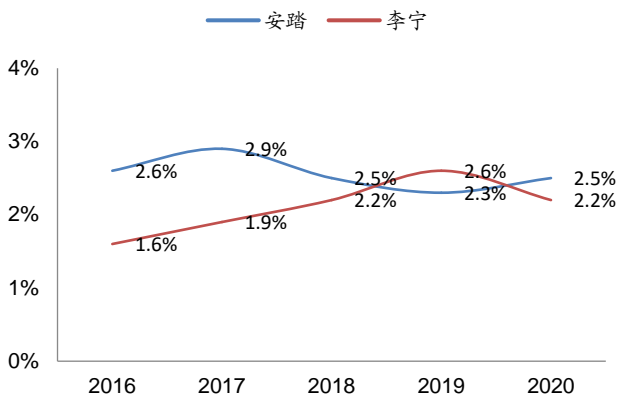
图 12 跑鞋中底常见材质

材质名称	EVA	Phylon	TPU	PEBAX	PU	Cushlon 泡棉中底	Phylite
原材料/合成方法	乙烯/乙酸乙烯酯共聚物	EVA二次发泡	热塑性聚氨酯弹性体	一款极高性能热塑性聚合物	聚氨酯甲酸酯	Phylon和较少橡胶混合物	60%的Phylon+40%的橡胶
优点	柔软性好，价格低	质地轻，弹性好，缓震性、稳定性好	比EVA密度低更轻，使用寿命比EVA更长	反复弯曲过程中可提供高效能量回收（能量损耗系数低），抗冷冲击性强，重量轻	高密度，持久性，缓冲能力强，不易变形	减震效果明显，轻量化，回弹性高	轻量化、灵活性好
缺点	反复踩踏后泡沫空气排出后脚感变硬，易变形，缓冲能力下降	工艺复杂，价格较高	塑形能力较为单一难做出复杂造型，价格较高	价格较高（由于成本、废品率高）	较重，价格较高	密度较低，支撑性和回弹性较差	耐久性较差，较Phylon更重
备注	-	价格相对低廉，各大鞋厂广泛使用的中底材料	Adidas于2013年正式推出以TPU发泡技术为核心的Boost	Nike推出的Zoom系列中底采用PEBAX材质	-	-	-

资料来源：爱燃烧，华安证券研究所

民族运动鞋服头部品牌聚焦打造跑鞋科技长期战略。以安踏为例，安踏采取“为跑者而生，为跑者进化”的长期战略。安踏通过与运动 APP 合作，深入了解跑者需求。安踏的长期战略目标以“专业”为核心，多年来研发开支比率稳定，与业内其他头部公司水平相近，但绝对值超越其他品牌。**通过与 APP 合作研发技术创新：**2021 年初，安踏与运动 APP 咕咚合作，咕咚向安踏提供跑者运动大数据，共同开展跑步专项调研课题，总结用户习惯，分析用户运动需求，经过多次设计优化、研发测试、试穿调试等，咕咚与安踏的合作大数据跑鞋问世。其中搭配的跑步精灵是一款辅助跑步设备，将咕咚精灵绑在鞋上，下载绑定咕咚 APP 后即可开启科学跑步模式，可以实时分析前脚掌、全脚掌、脚跟着地比例，步频与配速、着地冲击力，触地时长、腾空时间、触地腾空比等，并在跑步过程中，实时提供语音提醒，以便及时纠正跑步姿势。

图表 13 研发开支比率 (%)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 14 安踏&咕咚合作款及跑步精灵

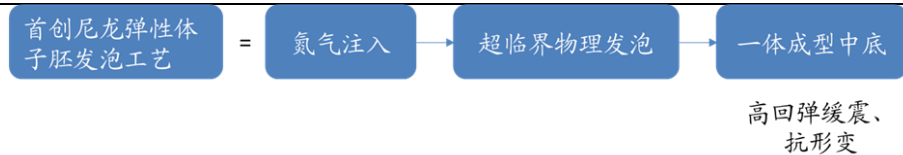


资料来源：百家号，华安证券研究所

安踏：氮科技中底能量回弹表现优秀。安踏举办新科技大会发布氮技术，赋予产品回弹、轻质、持久性能。新一代中底技术采用首创尼龙弹性体子胚发泡工艺，在超临界状态下，通过氮气物理发泡将颠覆性的弹力赋能于鞋中底，带来高回弹缓震功能，同时加强抗形变功能。发布安踏 C202 GT 马拉松竞速跑鞋，搭载氮科技以及仿生足型碳板。同时，安踏还推出了集高弹轻质与持久动能为一体的汤普森第七代 KT 签名篮球鞋，搭载氮科技后，能量回弹率相较于 KT6 提升 20%，达到 82.6%。






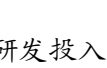
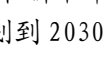
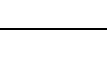
跑鞋 2.0 使用动态中底系统及动态非对称鞋面。安踏跑鞋 2.0 搭载氮科技中底，同时进行了动态中底系统及动态非对称鞋面设计。(1) **动态中底系统**：其中，碳管的设计防止中足过度弯曲塌陷；参数化大底基于压力分析、止滑耐磨理论，使用算法进行设计，能够提升跑鞋的自然加速和方向改变性能；滚动型体设计能够将跑步着力点前移；适应性后跟片为跑者提供稳固支撑；步态引导支持纠正脚内翻；前掌延伸区确保前掌及脚趾自然扩张。(2) **动态非对称鞋面**：动态鞋面围绕跑者脚轮廓设计，偏移鞋带避开高压区域，为消费者提供更好的跑步体验。

图表 15 安踏 2.0 跑鞋氮科技原理



资料来源：搜狐新闻，华安证券研究整理；

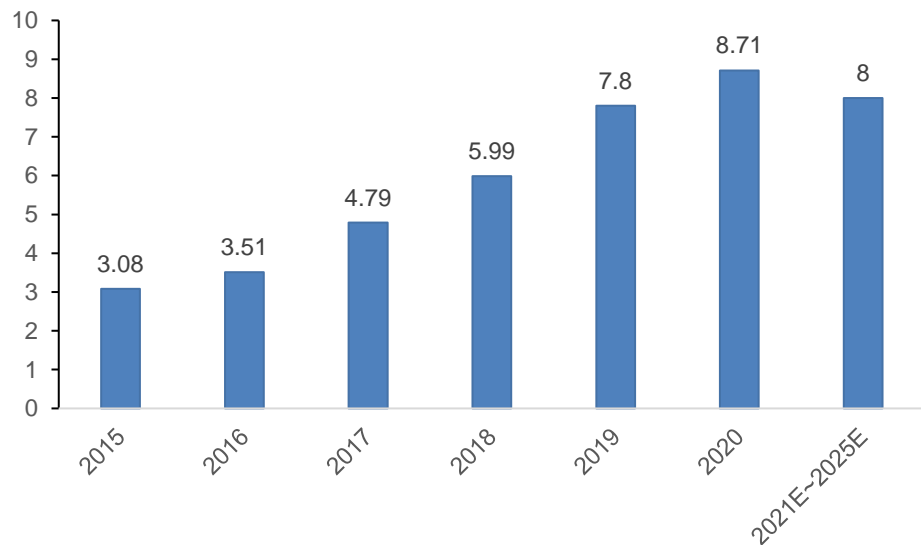
图表 16 安踏跑鞋 2.0 构造及性能

构造	性能	图片	
动态中底系统	碳管	超轻空心碳管，防止中足过度弯曲塌陷，确保自然动态扭转	
	参数化大底	基于压力分析、止滑耐磨理论，依托参数化算法，构建高性能大底，提升自然加速和方向改变性能	
	滚动型体设计	将跑步着力点由脚后跟移到中足甚至前掌	
	适应性后跟片	根据人体解剖学设计，提供稳固支撑，防止过度反转，保持后跟稳步推进	
	步态引导支持	必要时提供额外支撑，纠正脚内翻	
	FBZ前掌延伸区	加宽延伸设计，前掌及脚趾自然扩张	
动态非对称鞋面	动态鞋面	围绕脚步轮廓设计，使用热塑性纱线	
	20度偏移鞋带系统	鞋带避开高压区域	

资料来源：安踏官方微信公众号，华安证券研究整理

五年规划+十年战略，安踏研发投入不断加码。安踏不断加大研发投入，从2015年的3.08亿元逐年增长至2020年的8.71亿元，随着五年规划和新十年战略的相继提出，未来5年安踏将保证每年8亿以上的研发投入，同时计划到2030年累计研发投入将超过200亿元。

图表 17 安踏跑鞋 2.0 构造及性能



资料来源：安踏官方微信公众号，公司年报，华安证券研究整理

李宁：䨻科技中底在重量、回弹、耐久方面表现突出。䨻科技中底在重量、弹性、耐久性能方面均有明显突破，比传统减震材料最高轻50%，能量回弹最高可达80%。除中底外，李宁竞速跑鞋、弹速跑鞋等产品还搭载了全掌异构碳板，能够为跑者提供更大的助推力。同时，鞋面搭载COOL SHELL，实现足部控温；鞋底使用GCU全天候防滑耐磨科技，对重点着力位置全覆盖，相较之前的产品具备更强的防滑耐磨特性。

图表 18 李宁跑鞋科技矩阵

李宁跑鞋科技		性能		应用产品	图片
中底 (科技)	热塑性弹性体+超临界颗粒发泡+专业调校	重量性能	比传统减震材料最高轻达50%	竞速跑鞋、弹力跑鞋、超轻跑鞋、稳定跑鞋	
		弹性性能	能量回弹最高可达80%		
		耐久性能	30000次疲劳压缩测试性能几乎无变化		
全掌异构碳板		助推力相较上一代提升10%			
COOL SHELL	一体纱+MONO纱	实现足部控温			
GCU全天候防滑耐磨科技		覆盖重点着力位置，湿地止滑兼具耐磨			

资料来源：李宁官方微信公众号，华安证券研究整理

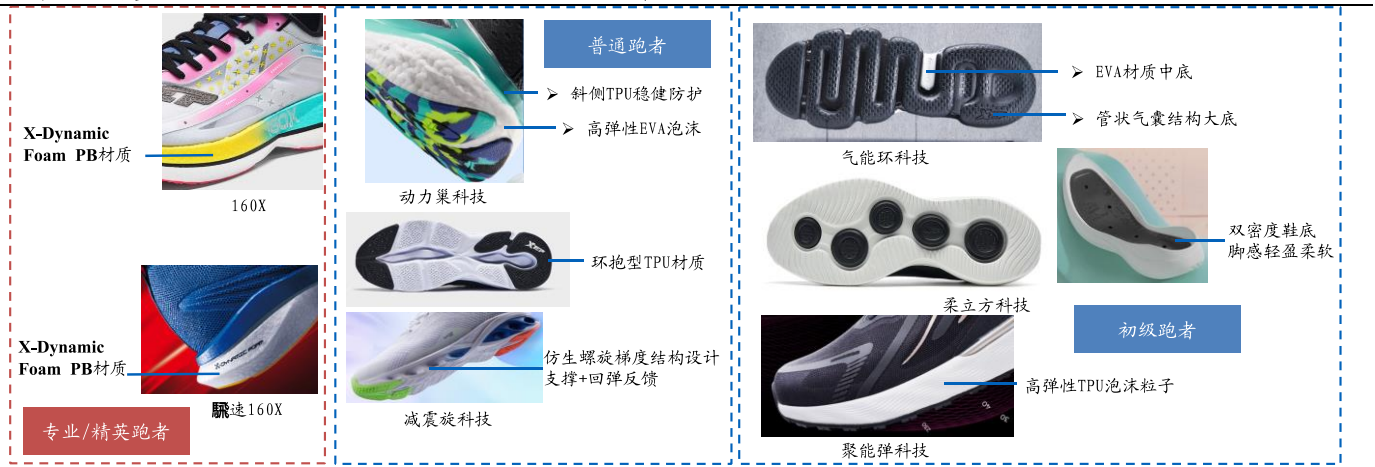
特步：专业竞速跑鞋中底材质及性能不弱于国际品牌。特步为专业精英跑者、普通跑者、初级跑者分别打造对应的跑鞋产品。各跑鞋科技赋能中底，其差异化主要体现在中底材质，特步跑鞋产品中底材质主要分为 EVA、TPU/ETPU 以及其专业竞速跑鞋 160X 系列& 飞速 160X 专属的 X-Dynamic Foam（动力巢）PB 材质三种。

公司竞速跑鞋系列：

- **竞速 160X：**产品鞋面采用一体织网包裹性更强。中底采用动力巢 PB 材质，据特步实验室数据显示，材料加厚能量回弹超 75%，全掌碳板韧性充足，弯曲刚度提升 30%；大底耐磨防滑，较普通橡胶耐磨性能提升 4.5 倍，止滑效果提高 35%；
- **飞速 160X：**设计灵感源自 160X 跑鞋，入飞速科技组合式推进系统，外观以战斗机为原型；鞋面采用一体织网面包裹，透气性、包裹性好。中底采用动力巢 PB 材质。碳板形状按照推进系统按照着地与推进发力方式优化。大底采用新型复合材料防滑耐磨；

特步普通跑者跑鞋中底采用的 TPU/ETPU 材质与 adidas Ultra Boost 4.0 中底材质相似。专业竞速跑鞋 160X 系列中底采用的动力巢 PB 材质功能性更强，据特步实验室数据显示，其密度较 ETPU 轻 50%，回弹力超 80%。特步于 2021 年 321 跑步节上市新款 160X 2.0，其跑鞋科技沿用动力巢 PB 与全掌碳板组成的推进系统，并对中底材料和碳板进行升级改革，产品性能进行提升。

图表 19 特步专业竞速跑鞋 160X 系列采用动力巢 PB 中底

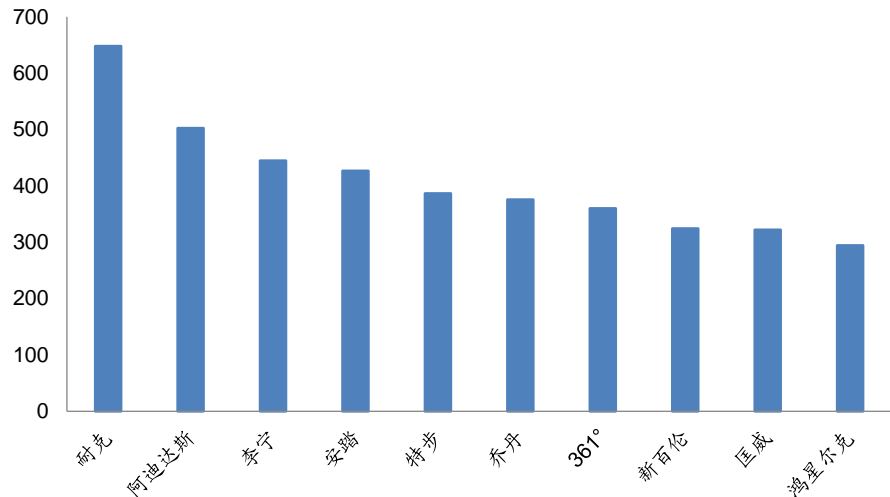


资料来源：特步公司年报，特步官网，华安证券研究整理

2.3 品牌力：借势“联名+国风”，与国际大牌知名度差距缩小

民族运动鞋服品牌与国际大牌品牌力差距缩小。就国内而言，根据 C-BPI 的排名，耐克和阿迪达斯、李宁、安踏和特步分别为中国运动鞋品牌力前五，与 nike、adidas 差距逐渐缩小。民族品牌凭借针对自身形象的打造，缩小与国际大牌之间的知名度差距，实现品牌力的提升。

图表 20 2020 年 C-BPI 运动鞋服品牌力排行



资料来源：Chnbrand 中国品牌力指数，华安证券研究所；备注：指数依据品牌认知和品牌关系测算

球星联名运动鞋：利用联合效应开启破圈之路。以篮球运动鞋为例，鞋类爱好者往往是由球类爱好者发展而来，而鞋服品牌通过与球星合作推出限量版联名球鞋，引发相关爱好者的讨论和追捧，从而利用联合效应打响品牌，同时，球星也会根据品牌影响力、推广能力和产品质量进行选择。我们认为鞋服品牌利用球星的知名度和成就提升品牌形象，球星利用品牌的专属定制款展示自我价值，这是个“双赢”的过程，在此期间民族品牌借此实现了品牌力年轻化与国际化质的飞跃。例如耐克 1984 年为球星迈克尔·乔丹打造的 Air Jordan，后来成为全球知名品牌，实现了球鞋品牌和球星的互相成就。2006 年起耐克同科比合作，其系列球鞋伴随科比辉煌的职业生涯，时至今日仍然在运动论坛引发讨论。

- 作为出海最早的国内品牌，李宁在 2012 与 NBA 全明星超级球星德怀恩·韦德联合创立“韦德之道”。当时的韦德放弃了同耐克旗下乔丹品牌代言的续约，他想要进一步走向世界、打造自己的品牌的愿景同李宁不谋而合。2013 年在美国休斯敦举办的韦德之道发布会上，系列产品两小时内脱销，且九年来不断推出新品，销售情况良好。
- 2014 年，同样与耐克结束代言的球星汤普森开始了与安踏的合作。2015 年汤普森穿着安踏 KT1 球鞋夺得 NBA 总冠军，未来几年在球场上打破得分记录、卫冕冠军也都穿着安踏的 KT 系列球鞋。汤普森提出要成为“安踏的迈克尔·乔丹”，复刻耐克和乔丹的合作关系，实现互相成就。

图表 21 李宁韦德之道 9 球鞋



资料来源：李宁官网，华安证券研究所

图表 22 安踏 KT7 球鞋



资料来源：安踏官网，华安证券研究所

搭乘“中国风”顺势崛起，民族品牌逐渐引领时尚潮流。除了复刻成功路径之外，民族品牌乘“中国风”之利进行宣传，引领海外时尚潮流。根据天猫海外和第一财经商业数据中心发布的《2019 出海市场研究白皮书》，天猫海外国潮的消费人数在一年内暴涨超 30 倍。尽管耐克等海外龙头也有过对中国风的尝试，但对东方文化的理解不及中国品牌。运动鞋服结合中国传统美学文化吸引海外消费者，推动民族品牌提升海外知名度。

- **在全球知名时装周展示“国潮”品牌：**2018 年，李宁成为首位亮相纽约时装周的中国品牌，以悟道为主题，之后多次登上纽约、巴黎的时装周，在 2019 年，李宁依旧以极具中国风的“行”作为主题，结合传统山水画加强宣传，在纽约时装周开启“即秀即买”模式，引发当地消费者的排队热潮。除李宁外，特步也在 2019 年首登伦敦时装周，展示与英国设计师品牌“荷兰屋”联合推出的跑步系列。
- **借助文化赋能，立体化整合传播：**2019 年特步借助海外消费者较为关注的“中国功夫”精神和佛教禅意，与少林进行联名，将少林承载的武僧文化与特步承载的体育精神相结合。除此之外，特步还邀请 2019 世界功夫锦标赛太极拳冠军拍摄广告，多方面地借助已经走向世界的功夫文化推动自身品牌走向世界。

图表 23 李宁 2019 年纽约时装周宣传图



资料来源：李宁官网，华安证券研究所

图表 24 特步和少林联名秀



资料来源：特步官网，华安证券研究所

3 可持续发展：“减碳环保+DTC 转型”助力运动鞋服龙头长期可持续增长

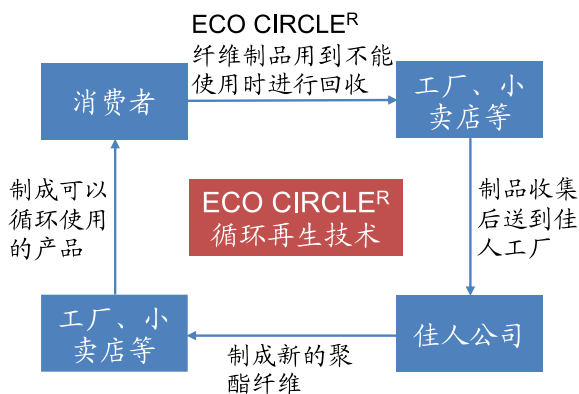
3.1 减碳环保：运动鞋服品牌龙头率先迎合可持续发展趋势

品牌通过环保、可持续理念赢得消费者认可，更快的进入海外市场。环保是全球范围内的一项重要议题，一些欧洲国家甚至将环境保护写入宪法。以日本零售巨头无印良品为例，其简朴的外包装以及对外宣传的自然、无污染的品牌文化契合了追求生态环保的主流价值观，从而在海外市场取得成功。在进入欧洲市场时，无印良品凭借自然、环保、无污染的品牌文化与欧洲主流价值观相契合，因此得到加速推广，迅速得到普及。截至 2018 年初，无印良品共有 457 家日本外门店，海外业务营收超过 1440 亿日元。而对于优衣库，虽然优衣库和无印良品现在在欧洲市场的认同度很高，但进入欧洲市场时，优衣库经过 10 多年的市场培育，才逐渐被欧洲消费者认可接受。

先发布局减碳材料，长期具备可持续发展能力。2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会正式提出“碳达峰”、“碳中和”目标，国家碳中和发展战略要求企业节能降排。短期看，运动鞋服企业需要投入更多资金于环保领域的研发，短期利润承压。但长期看，碳中和要求企业以先进的清洁生产方式进行产品制造，其一方面可以减少环境污染，另一方面能够促进技术创新和降低资源消耗，以提高资源利用率和劳动生产率，降低生产成本，推动企业长期可持续发展。我国民族运动鞋服品牌龙头企业均已全面局部于减碳环保材料的研发和生产，且形成一定的规模效应。具体来看：

- **安踏：**公司使用回收塑料瓶制成再生涤纶面料，其制品整体综合成本较国际品牌降低 30%-50%；
- **李宁：**公司在服装生产中大规模应用 ECO CIRCLE^R 纤维，通过回收循环方式减少碳排放，降低能源消耗成本；
- **特步：**致力于植物衍生聚乳酸材料的研发应用，力争三年内实现聚乳酸全生产线覆盖。据特步推算，若所有服装生产全面采用聚乳酸，公司每年可节省 300 多万吨蒸汽，从而显著降低生产成本。

图表 25 李宁 ECO CIRCLE^R 纤维回收循环








资料来源：李宁官方微信公众号，华安证券研究所整理

图表 26 特步聚乳酸材料与常规涤纶面料对比

	聚乳酸面料	传统涤纶面料
材料来源	玉米和秸秆提取	石油产品
材料特质	染色温度比常规涤纶面料低 0-10°C，定型温度低 40-60°C，每缸可节省使用蒸汽 100 千克	高染色温度及定型温度
材料废弃	在特定环境下 1 年可完全分解	不可降解

资料来源：特步 2020 年环境、社会及管治报告，华安证券研究所

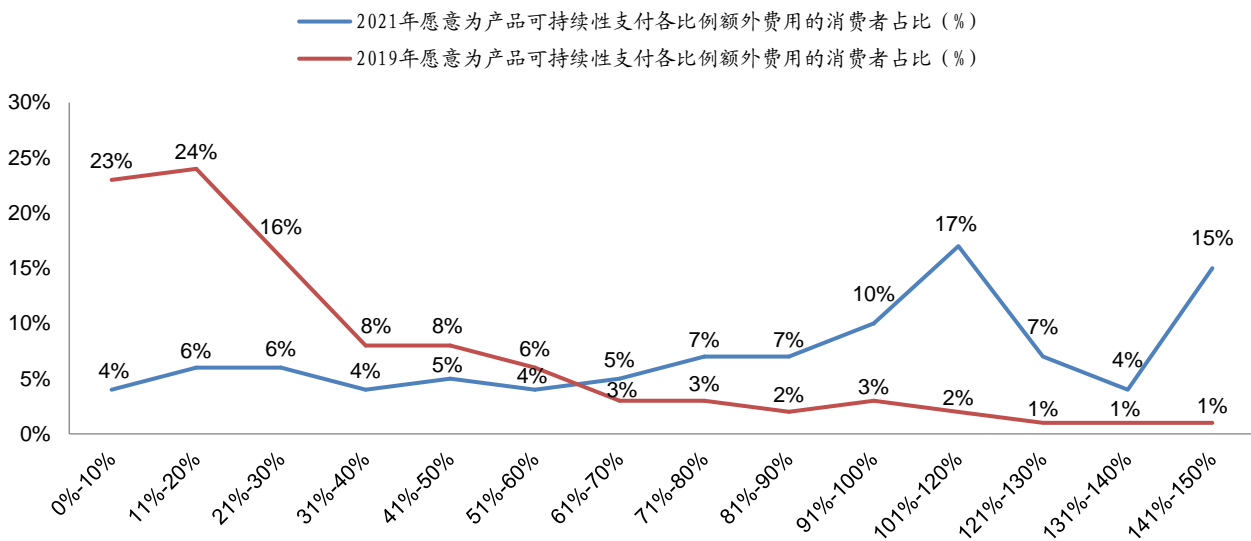
图表 27 运动鞋服品牌龙头使用减碳环保材料能够降低能耗、生产成本

品牌	环保材料	应用产品	材料功能	产品图片
安踏	可回收或可降解物质	“霸道”跑步鞋	部份制作材料为可回收或生物可降解物质，务求将浪费减到最低	
	再生涤纶面料	“训练有塑”唤能科技环保系列	平均回收使用11个550ML废弃塑料瓶即可制成1件唤能科技服装所需的再生涤纶面料，整体综合成本比国际品牌降低30%-50%	
李宁	ECO CIRCLE ^R 纤维	各类服装	与用石油生产聚酯原料相比，可降低52%的碳排放，节省约39%的能源消耗；可永久循环。	
	咖啡碳纤维	限定环保T恤	将咖啡废渣加工成可回收的“咖啡碳纤维”环保面料，其制成产品穿着舒适，节能环保	
特步	植物衍生聚乳酸材料	可降解环保风衣	相较常规涤纶面料，聚乳酸具备节能降耗的特性。若所有服装生产全面采用聚乳酸，公司每年可节省300多万吨蒸汽，从而降低生产成本。	

资料来源：安踏、特步、李宁 2020 年环境、社会及管治报告，安踏、特步、李宁官方微信公众号，华安证券研究所整理

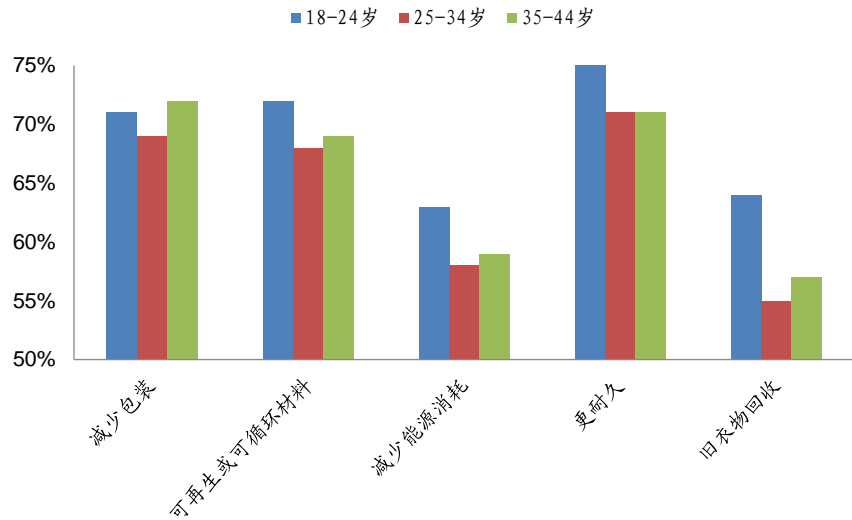
传统鞋服产品添加“可持续”标签，获取高产品溢价同时迎合 Z 世代群体消费偏好。德勤《2021 年千禧一代与 Z 世代调研报告》显示，环境问题是 Z 世代的首要关注问题，并且受到千禧一代的重视程度排名第三，表明环境问题在年轻人眼中至关重要。逾四分之一的千禧一代和 Z 世代表示，企业对环境的态度（无论积极或消极）对他们的购买决定都有所影响。IBM 商业价值研究院数据显示，相较 2019 年，2021 年消费者愿意为产品可持续性支付更高的额外费用，意味着研发可持续发展产品的公司能够享受更高的产品溢价。相较千禧一代，Z 世代对产品的可持续性更为重视。电商服务与营销平台 Nosto 的调查显示，18-24 岁受访群体中希望鞋服企业生产时减少包装、使用可再生或可循环材料、减少能源消耗、产品更为耐久、回收旧衣物的人群占比分别为 71%/72%/63%/75%/64%，普遍高于或接近 25-34 岁和 35-44 岁受访人群中相应占比。

图表 28 2021 年愿意为产品可持续性支付更高额外费用的消费者占比较 2019 年显著提高



资料来源：IBM 商业价值研究院，华安证券研究所

图表 29 18-24 岁人群相较 25-34 岁、35-44 岁人群更注重鞋服产品的可持续性

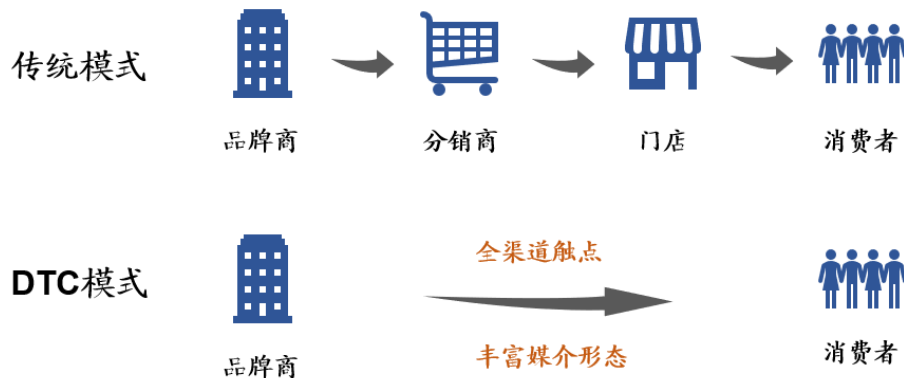


资料来源：Nosto，华安证券研究所整理

3.2 DTC 转型：库存危机后品牌商 DTC 转型助力可持续增长

DTC 的核心在于品牌商与消费者之间关系的改变。DTC 模式的特征可以分为三个方面：(1) **缩减中间渠道**：DTC 模式将传统模式中由品牌商到分销商到门店再到消费者的渠道方式转变为由品牌商直接触达消费者，其拥有丰富的业态，包括自营门店、自营电商、快闪店等形式。(2) **以消费者需求为导向**：DTC 核心在于品牌与消费者的关系，采用 DTC 模式的公司以消费者需求作为生产、运营决策的出发点，能精准、灵活地满足消费者的需求；(3) **新型营销方式**：以品牌理念、社交媒体、消费者体验为主。新型营销方式可以分为两方面：一是故事化营销，精心塑造消费者心中的品牌形象，给顾客带来不同的消费体验；二是数字化营销，通过年轻人使用更加频繁的社交媒体、短视频等渠道迅速为品牌或新品打开知名度。

图表 30 传统批发模式与 DTC 模式的层级差异



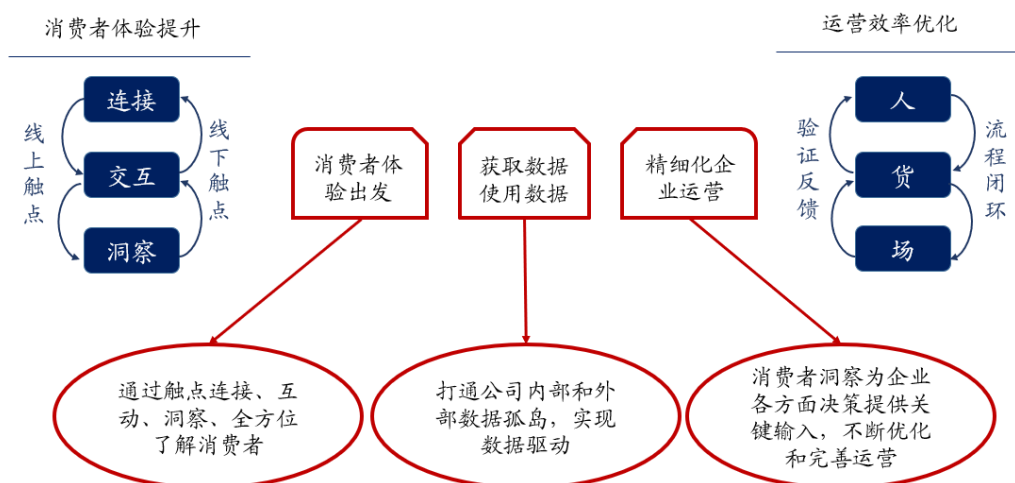
资料来源：华安证券研究所整理

批发模式劣势：行业高质量增长长期，传统批发模式阻碍运动鞋服品牌发展。以往运动鞋服行业采用的传统批发模式具有一定的劣势：**(1) 传统批发模式下，由于经销商层级众多，“长鞭效应”导致公司对消费者需求和消费习惯的改变无法做出快速的反应，产生较高渠道库存风险，在库存积压的情况下需要采取高折扣力度清理库存，影响品牌形象；(2) 分销商关注短期收益，由于缺少投资改善门店装横、IT 设施的积极性，不利于品牌的长期健康发展；(3) 阻碍线上渠道快速发展，传统批发模式下由于线上线下信息系统不能够互联互通，成为 O2O、库存共享等新业务模式的制约。**

DTC 优势：随着物流能力的增强，经销商在供应链中扮演角色的重要性不断削弱。于是在认识到批发模式的局限性后，大量公司进行 DTC 转型。DTC 模式能为运动鞋服企业带来的优势有：

- **快速响应消费者需求：**DTC 模式转型减少了渠道层级，可以拉近与消费者的距离，实现直接与消费者沟通。公司能够通过直营门店、电商平台等渠道获得大量消费者对品牌和产品反馈，通过大数据处理更加了解消费者偏好，使公司产品的研发与设计更能满足消费者需求；
- **提升市场下沉效率：**不同于传统批发模式依赖经销商开展市场下沉，DTC 模式可以通过线上平台快速覆盖低线消费者，提升市场下沉的效率。O2O 融合运营模式既能提升物流服务水平 and 整体运营效率，又可以扩大消费者区域覆盖；
- **全方位提升消费者体验：**线下直营门店给予公司更过空间来改善门店形象，对前线销售人员进行培训，因此消费者线下购物体验得以提升，线上平台能够打破消费者购买产品的时间和空间限制，为消费者带来更加便捷的购物体验；
- **改善渠道库存：**传统批发模式经过层层分销易出现库存积压，DTC 模式可以提高品牌商对终端销量的敏感度，销售环节减少也能降低渠道库存积压，减小公司库存风险。

图表 31 DTC 模式为公司带来的优势



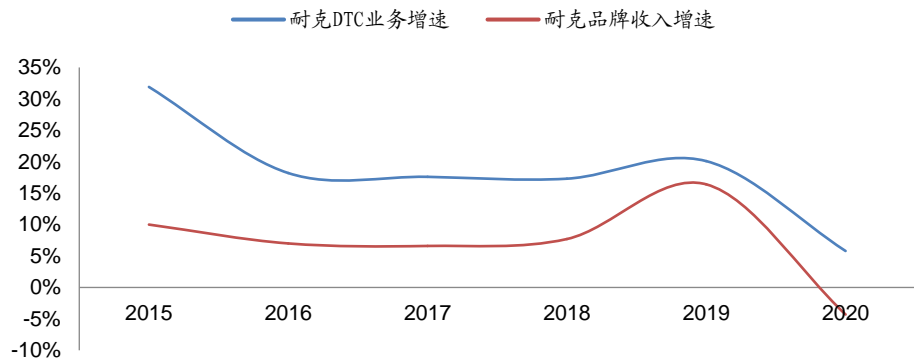
资料来源：华安证券研究所整理

耐克的成功经验：较早进行 DTC 转型实现高效创新+用户体验优势。耐克是运动

鞋服行业中较早将DTC明确定位为集团战略目标的企业之一。从2015年开始，Nike把DTC直营渠道当作公司战略正式提出，2017年底首席执行官提出以全面的数字化布局来推动直营业绩。2017年6月，耐克采用 Triple Double Strategy（三个双倍策略），即双倍创新、双倍研发速度和双倍直接联系，具体改革方向为：

- **双倍创新（2X Innovation）**：打造差异化平台，进行大规模的创新，在产品设计师打造新款式、新风格。产品打造方向有模糊运动与时尚的界限，实现穿着场景全覆盖。
- **双倍研发速度（2X Speed）**：将产品从开发到生产到门店展示的全链条时间减少一半，以实现对消费者需求的快速反应，同时提高对数字化体系的投资，与领先的智能化、自动化机器制造公司进行合作。
- **双倍直接联系（2X Direct）**：对公司的组织架构进行重组，将公司线上官网、线下直营门店和公司经销商联系在一起，提高物流、售后等服务能力，改善Nike会员用户体验。

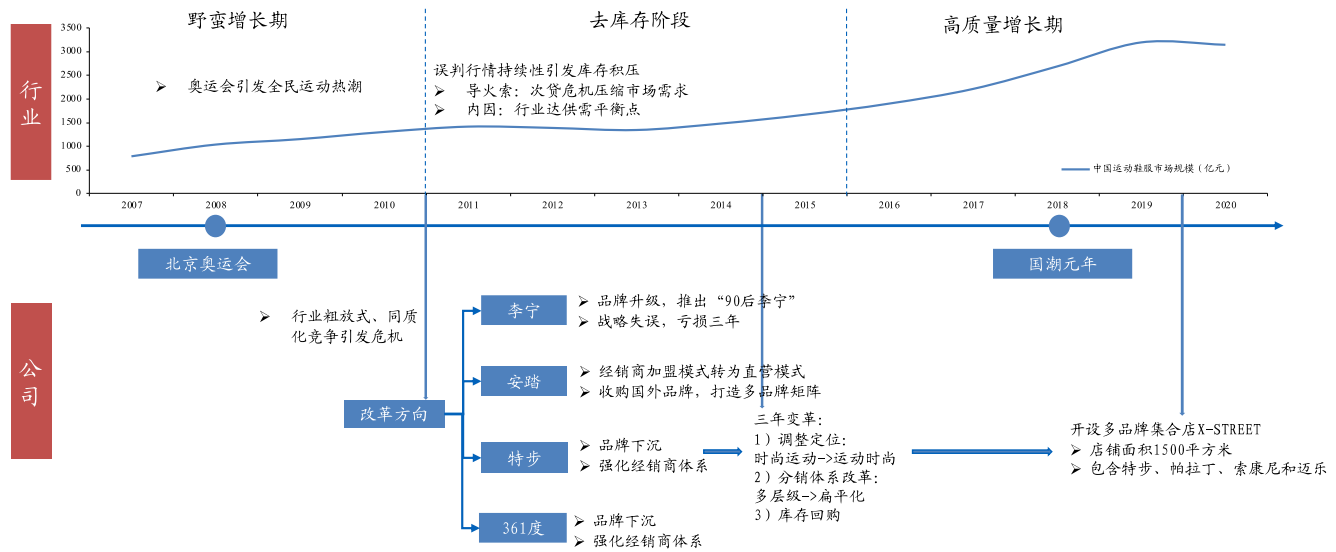
图表 32 耐克 DTC 业务增速远超总体业务增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

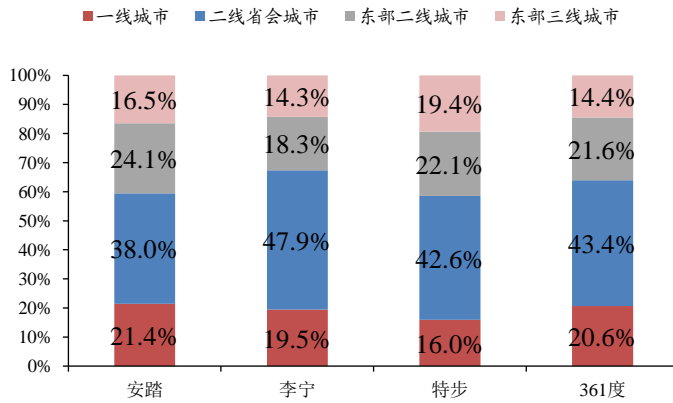
民族运动鞋服品牌 DTC 转型始于 2011 年库存危机。随着民族运动服饰品牌的存货积压问题在 2008 年北京奥运后误判行业景气度、次贷危机压缩市场需求之后集中爆发，品牌商纷纷转型应对。期间李宁品牌升级战略、安踏逐渐转为直营模式，特步通过品牌下沉+强化经销商体系，通过一次性收购经销商存货最终走出库存危机。

图表 33 2011 年国内运动鞋服行业发生库存危机行业进入去库存阶段



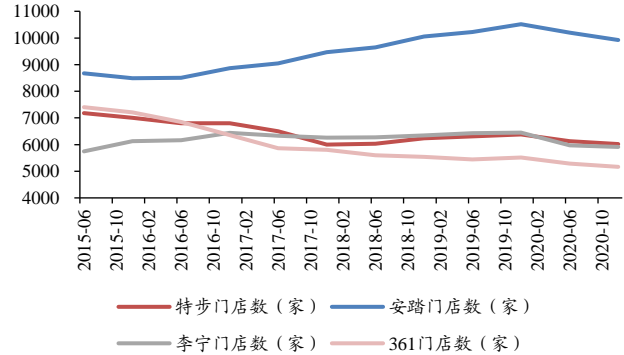
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所整理

图表 34 各公司线下门店区域分布 (%)



资料来源: 各公司官网, 百度地图, 前瞻产业研究院《中国运动鞋行业产销需求与投资预测分析报告》, 华安证券研究所; 注: 统计时间为 2021 年 3 月

图表 35 各公司门店家数变化 (家)



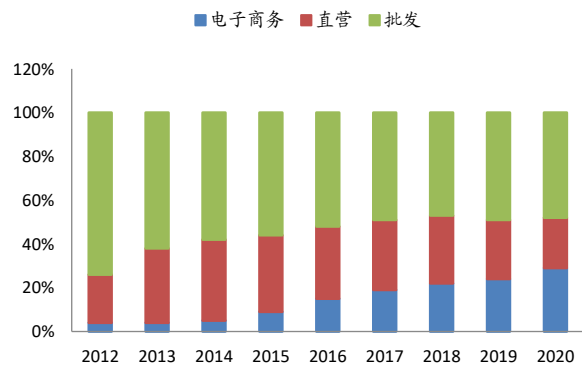
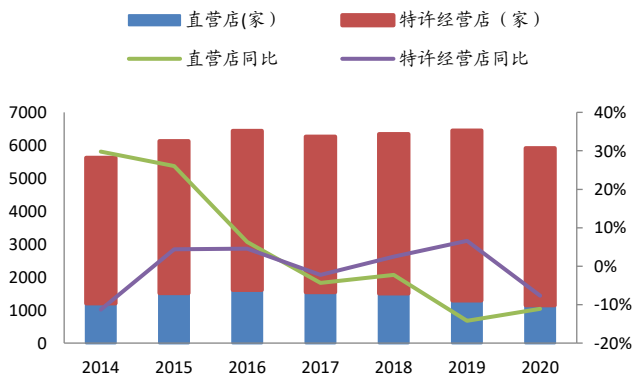
资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

李宁: 较早的 DTC 转型助力品牌实现年轻化升级。2012 年, 李宁公司正式开始由批发经营模式向零售 (直营) 模式转型。2012 年, 李宁加盟店减少 1692 家, 同比减少 22.6%。2013 年公司开始加大自营门店建设力度, 自营门店由 2012 年的 631 家增长至 2016 年的 1611 家, 自营渠道的收入占比由 2012 年的 22%, 增长至 2016 年的 33%。2012 年至 2014 年, 公司完成了所有自营门店和部分加盟店的 IT 零售平台的推广, 将消费者需求预测、产品上架规划、门店折扣统一和供应链协同等运营方式进行整合。提升了终端运营效率, 同时自营店较好的购物体验助力李宁品牌形象提升。

从“90 后李宁”到“中国李宁”。2010 年, 中国运动鞋服行业陷入低迷, 李宁于此时提出品牌年轻化战略, 制定“90 后李宁”的品牌新定位, 将原来的 logo 进行改动, 将口号由“一切皆有可能”改为“make the change 让改变发生”新主张, 这次年轻化的品牌尝试并没有带来预期的效果, 反而将李宁的经营拉入困境。而 2018 年, 同样面向年轻群体的国潮品牌“中国李宁”则实现巨大的成功, 为李宁的营业收入和品牌形象带来双重提升。究其原因, 有以下几个方面:

- **目标客群上的不同。**“90 后李宁”于 2010 年提出，90 后消费群体年龄位于 10-20 岁间，消费能力尚且不足，而彼时李宁的主要客群为 70 后，80 后，盲目的年轻化目标客户群体切换，产品设计等方面缺少实质性的创新，使品牌既没有得到 90 后群体的认可，又失去了原本 70、80 后客户群体的青睐。“中国李宁”品牌定位为国潮，主打中国文化创新，通过年轻消费者更偏爱国潮来实现品牌年轻化升级的目标，而在目标客群年龄上并没有严格的区分，不会将非 Z 世代的消费者阻挡在外，任何喜欢国潮的消费者都可以是“中国李宁”的目标客群。
- **品牌年轻化升级的驱动力不同。**“中国李宁”以品牌文化为根基，对其品牌基因进行挖掘，通过寻找李宁品牌与 Z 世代消费者的共同价值观所在，对 logo 和产品设计进行创新，设计上包含丰富的中国文化元素。“中国李宁”是对品牌文化内核的挖掘和创新，由内向外驱动消费者对其品牌印象的转变。“90 后李宁”在产品设计上并没有实质性的创新和改变，也没有塑造自身品牌文化，以口号、符号式改变来粗暴的扭转品牌定位，而其缺少年轻化文化内核使得由外带来的改变无法向内延伸。
- **品牌升级方式不同。**“90 后李宁”是对整个李宁品牌的阶段性改变，李宁的 logo 和口号都有变化，公司为了品牌重塑，积极推广新品，淘汰旧产品，一定程度导致旧 logo 存货积压，公司通过工厂店、折扣店处理旧库存，不仅给公司业绩带来压力，还损害了品牌形象。而“中国李宁”以产品线的方式诞生，与李宁大货有所区隔，单独设计的 logo 既丰富了品牌文化元素，又能对品牌形象有所提升。

图表 36 李宁直营店与特许经营店数量及增速（家，%） 图表 37 李宁各渠道收入占比（%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：李宁官方推介材料，华安证券研究所

图表 38 “中国李宁”与“90后李宁”差别对比

	Logo	口号	目标客群	升级方式
90后李宁		“Make the change”	90后群体	品牌整体重塑
中国李宁		“一切皆有可能”	国潮爱好者	产品线形式

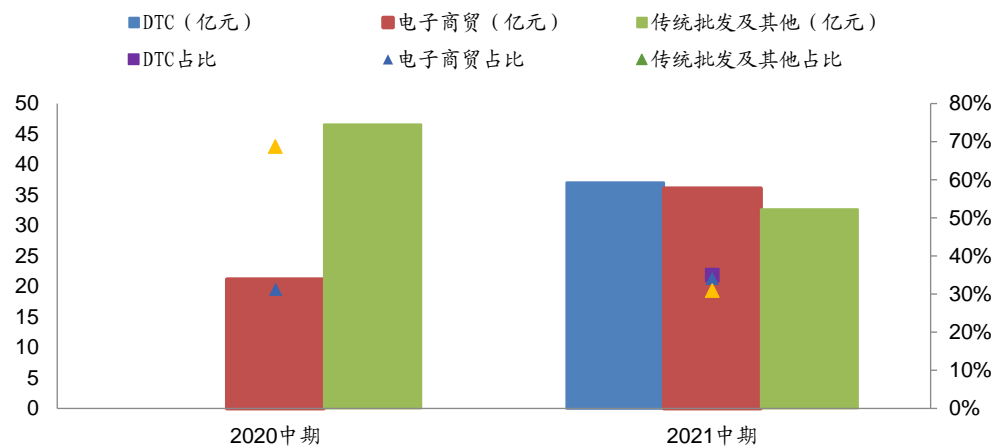
资料来源：华安证券研究所整理

安踏：DTC 转型逐渐进入红利释放期。安踏于 2020 年开启 DTC 和数字化升级，从以批发经销模式转变为与消费者直接联系的 DTC 模式，提升消费者体验和运营效率。安踏体育于 2020 年 8 月发布公告，启动 DTC 模式对主品牌安踏进行渠道转型，在包括长春、长沙、成都、重庆、广东、昆明、南京、上海、武汉、西安及浙江的中国 11 个地区开展混合运营模式，设计安踏门店约 3500 家，其中 60% 的门店由安踏公司直营，40% 由加盟商按照安踏新运营标准营运。截止 2020 年 12 月，安踏的 DTC 转型进展顺利，2021 年已阶段性结束。**DTC 模式带来高毛利率水平。**据安踏 2021 年中期业绩简报，安踏 2021H1 毛利率相较 2020H1 上升 6.4pct 至 63.2%，DTC 模式下业务毛利率相对地较高带来公司毛利率提升的主要原因之一。2021 年上半年 DTC 模式带来营收 37 亿元，占总营收 35%，DTC 模式已成为安踏重要销售渠道。

通过打通人、货、场直面消费者，更加有效的为消费者创造价值。DTC 模式为安踏的经营情况带来诸多改变：**(1) 供应链协同：**直营零售店能够以更大的协同效应直接利用物流中心进行补单和重新分配库存。**(2) 数字化赋能：**公司利用数字化平台提供的大数据分析能力，分析全国所有门店的实时运营数据，实现直营门店库存分布的灵活性；**(3) 深化会员价值：**通过 DTC 模式深化会员价值，通过识别关键业务场景，实现差异化的会员经营策略以及提供个性化的会员服务体验；**(4) 提高运营效率：**改进公司在产品规划、产品选择和交付决策等方面的运营效率，提高产品周转效率。

2021 年 7 月，公司公布主品牌安踏未来五年的发展战略，在未来两年，安踏计划将 DTC 在整体流水中的占比提升至 70%，店效提升至 40%，并借此推动全渠道联通，增强快反能力，加快商品周转。同时，安踏将引领核心渠道，巩固线下多层次优势渠道，通过加强高线城市布局，扩展购物中心门店数量，来提升主流渠道占比，进而提高品牌势能。此外，未来两年，公司将在加强数字化方面投入超 4 亿元以推动 DTC 变革。公司计划到 2025 年实现有效会员数量翻倍，达到 1.2 亿。公司将全面升级私域流量系统，私域流量流水占比预计将由现在的不足 10% 提到 20% 以上，会员贡献率达到 70%，会员复购率达到 40%；提升商品效率，未来两年商品 5 个月售罄率提升至 75%；强化生产及供应链的智能化，带给消费者极致的物流体验。

图表 39 安踏各渠道收入及占比 (亿元, %)

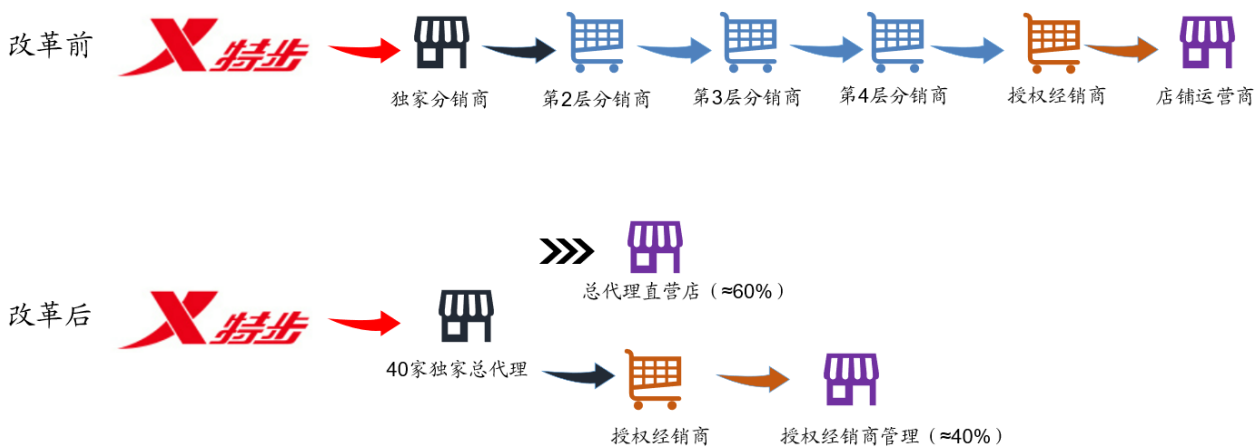


资料来源：安踏业绩简报，华安证券研究所

特步：渠道采用扁平化“类直营”模式。特步于 2015-2017 年进行了渠道扁平化改造，将原本多层级的分销渠道削减为不超过两级。特步鼓励独家总代理从批发分销商转型为零售商，并承担其所负责的直营店的大部分资本投资。总公司组建 1000 人团队来负责店铺位置、商品陈列、统一零售吊牌价、制定严格的产品订购指引、根据店铺级别制定折扣范围以及零售店员培训等工作，其职责由改革前的分销渠道管理者转变为零售网络管理者。2015 年前，总代理商直营店铺的占比不到 20%，截止 2020 年末，特步主品牌拥有的 6021 家店铺，除特步跑步俱乐部外，有 60% 的店铺由独家总代理直营，其余店铺由加盟商经营。

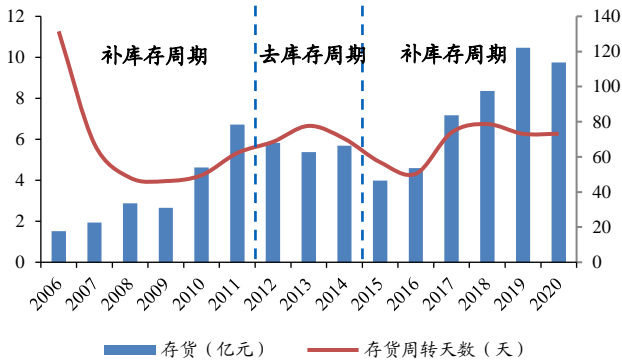
三年改革后存货周转效率及回款能力显著提升。2015 年经历库存危机后，公司逐渐进入新一轮补库存周期，截至 2020 年末其存货总量较 5 年前增长将近两倍。公司自 2018 年结束三年改革后经营效率显著提升，2019 年存货周转天数同比减少 7% 至 73.1 天，同时回款能力提升，2018、2019 年应收账款周转天数分别同比减少 20.0%、7.5%。2020 年受疫情影响，应收账款天数/存货周转天数，分别提升 17.5%/0.03% 至 104.9 天/73.2 天。

图表 40 特步扁平化零售体系改革



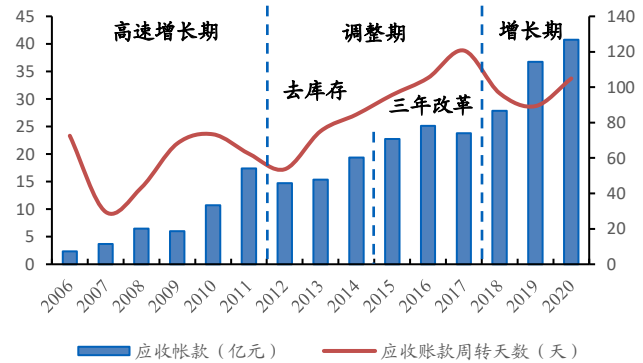
资料来源：特步国际公司公告，华安证券研究所

图表 41 特步 2015 年后进入新一轮补库存周期



资料来源: Wind, 华安证券研究所

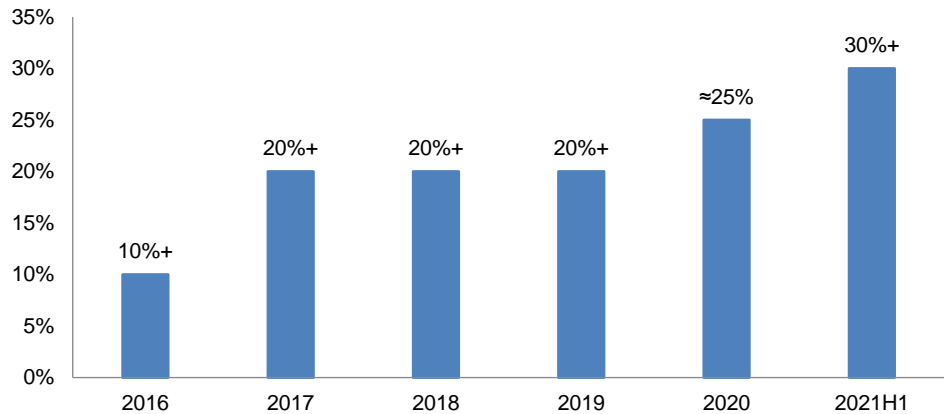
图表 42 特步渠道改革后应收账款周转天数处于健康水平



资料来源: 特步年报, 华安证券研究所

O2O 平台共享库存实现门店价格统一及库存管控能力提升。特步于 2016 年推出 O2O 平台, 与分销商共享库存。分销商可将线上平台作为另一零售渠道, 公司为线上线下的相同产品设定统一的价格和优惠期, 电商平台可以为线下销售较慢的商品举行特别促销活动。另外, 电商预备存货较少, 主要依赖线下零售渠道的存货, 消费者订购的产品由其附近的店铺送出以确保迅速到货。消费者还可从实体店订购产品, 然后由线上平台或有存货的其他独家分销商送出。通过 O2O 模式的运营, 特步品牌宣传力度成效倍增, 存货水平受更好管控。2020 年, 整合完线上供应链运营与线下业务后, 线上独家产品的设计及质量获得极大改善, 与线下产品保持一致。自 2016 年公司推出 O2O 模式以来, 电商收入占比持续提升。2020 年上半年受疫情影响, 电商平台收入占比超过 30%, 在线下业务受不利影响时, 线上平台的收入提升使公司营收水平更加稳定。

图表 43 特步线上销售占比持续提升 (%)



资料来源: 特步国际公司公告, 华安证券研究所

4 本周观点

4.1 家居板块

家居板块:

11 月全国住宅销售面积同比下降 16.3%至 1.27 亿平方米, 较 2019 年同期下降 6.8%, 月度销售数据持续下行; 11 月全国住宅竣工面积 4.95 亿平方米, 同比增长

13.23%，增速由负转正。且较 2019 年同期增长 9.51%。12 月 8 日发改委提出鼓励实施家具家装下乡补贴，促进农村居民耐用消费品更新换代，在政策端利好家居板块终端需求复苏回暖。此外，12 月 10 日中央经济工作会议中再次强调房住不炒，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。随着地产信用风险逐渐释放，以及近期央行降准等行为将缓解市场对于地产的悲观预期，家居板块估值有望得到修复。

建议优先选择当前行业背景下，有较强能力通过渠道变革、品类扩张带来高成长的公司。建议关注定制家居龙头【**欧派家居**】，整装收入持续高增长，在家居消费流量分化背景下持续强化前端流量入口，目前新渠道的商业模式逐步捋顺。软体家居持续推荐【**顾家家居**】，建议关注【**敏华控股**】。顾家家居渠道改革逐步兑现到业绩，基于原有的强势沙发渠道，新的品类如床垫、定制家居开始起量；敏华控股在内销渠道处于持续高速开店阶段，市场份额和业绩处于比较强的上升通道，中长期功能沙发渗透率依然有比较大的提升空间。

4.2 造纸板块

造纸板块：

(1) 文化纸：近期文化纸纸价保持稳定。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；纸浆价格震荡整理，成本面支撑尚存。(2) 箱瓦纸：箱瓦纸价格受龙头取消提价计划影响，市场心态偏悲观。近期下游补库需求平稳，包装厂消化库存为主，受制于下游订单无明显起色与局部疫情反复，纸企拉涨阻力较大，废纸价格上扬对成本面支撑面有限。

持续推荐以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业【**五洲特纸**】，立足高景气大空间赛道，产能跨越式提升打开瓶颈，当前公司估值接近历史低点，具备高安全边际以及较大修复空间。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**】。

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 p 晨光文具。

重点推荐【**万顺新材**】，锂电铝箔在高景气窗口期投产，在产业链中依然处于估值洼地。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：在疫情反复大背景下，我们认为出口景气度较高、以出口制造为主的纺织制造板块或具备结构性机会，其整体景气度优于以内需为主的品牌服饰，龙头公司 Q3 订单高景气延续。受越南疫情影响部分越南代工厂关闭，龙头代工厂由于疫情控制良好，生产经营首受影响较少，其产能具备稀缺性及比较优势。考虑

到板块整体预期较为悲观+基金处于低持仓状态+目前板块估值偏低具备性价比，我们认为当前市场整体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：近期部分地区疫情反复，品牌服饰在短期缺乏催化+疫情反复等外生冲击下，估值持续回落，我们认为当前可适当左侧布局。后续板块整体景气度回暖需静待疫情、经济催化落地。建议关注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：从线上数据看，今年 Q4 羽绒服线上销售品类市占率显著提升，头部品牌集中度提升，后续冷冬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。建议关注产品创新、研发水平行业领先，新品风衣羽绒服销售表现超预期的【波司登】。

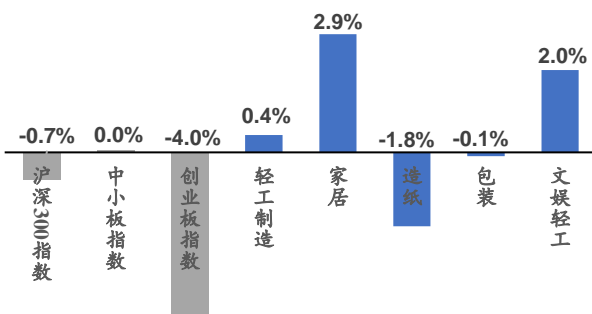
户外运动：海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国头部的专业户外运动装备及产品企业业绩 2020 年以来表现亮眼。建议关注【哈尔斯】、【牧高笛】、【浙江自然】、【华生科技】等相关细分户外休闲体育运动场景产品供应商。

5.本周轻工制造板块走势

本周沪深 300 指数下跌 0.67%，中小板指数上涨 0.04%，创业板指数下跌 4.00%，轻工制造板块上涨 0.42%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为+2.90%、-1.81%、-0.09%、+2.01%。

个股来看，本周涨幅前三分别为创源股份、顺灏股份、双枪科技，涨幅分别为 16.15%/15.98%/14.95%；本周跌幅前三的个股分别为明月镜片、迪阿股份、家联科技，跌幅分别为-36.77%/-15.52%/-12.79%。

图表 44 轻工制造指数周涨跌幅



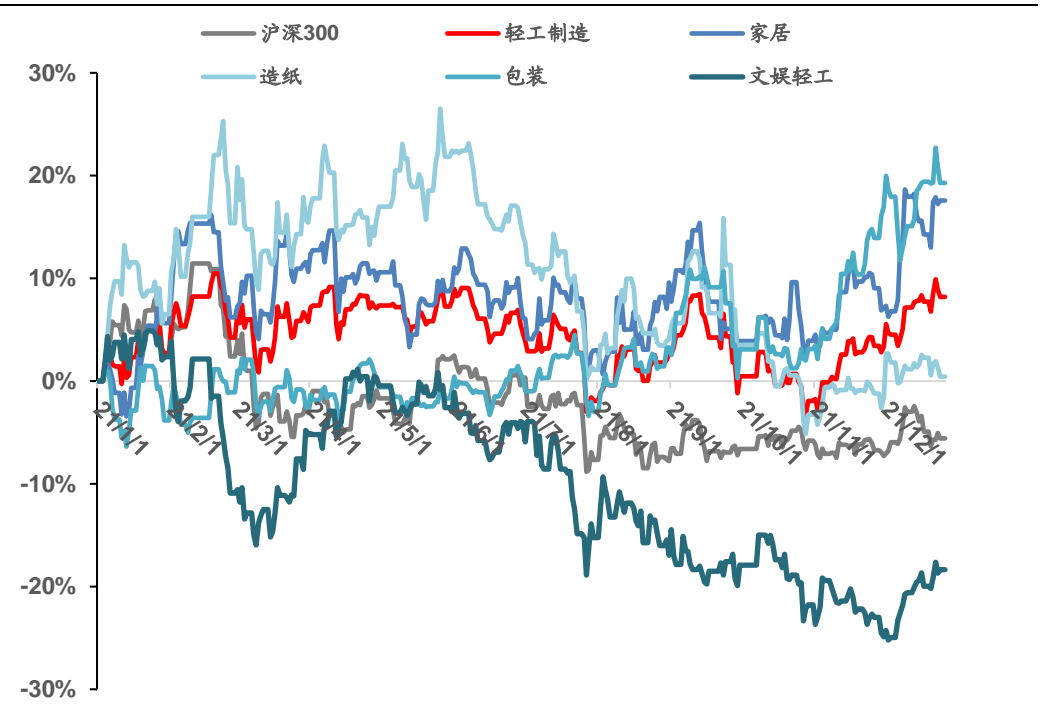
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 45 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
创源股份	16.15	明月镜片	-36.77
顺灏股份	15.98	迪阿股份	-15.52
双枪科技	14.95	家联科技	-12.79
五洲特纸	14.47	全一文化	-11.36
松发股份	12.57	民丰特纸	-10.35
沐邦高科	12.10	力合科创	-10.23
上海艾录	11.31	陕西金叶	-9.44
安妮股份	10.74	实丰文化	-9.33
紫江企业	10.71	环球印务	-9.27
萃华珠宝	10.39	华瓷股份	-8.74

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 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 47 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)	月涨跌幅	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	842	5.4%	3.5%	3.5	4.5	5.5	6.5	43.6	30.6	25.2	21.2	20.4	6.8
	索菲亚	183	4.8%	-20.6%	1.3	1.5	2.0	2.4	23.2	122.4	9.8	8.4	6.6	3.0
	尚品宅配	85	0.0%	-26.5%	0.5	1.7	2.2	2.6	83.4	25.2	19.7	16.3	17.7	2.4
	金牌厨柜	56	1.8%	2.4%	3.1	2.2	2.8	3.5	23.3	16.9	12.3	9.2	13.7	2.6
	志邦家居	90	5.4%	19.1%	1.8	1.6	2.0	2.4	16.3	14.6	11.8	10.0	7.1	4.1
	顾家家居	468	7.5%	4.2%	1.4	2.7	3.3	4.1	59.2	30.9	25.0	20.1	11.0	6.7
	喜临门	145	7.3%	54.9%	0.8	1.3	1.7	2.2	46.6	27.8	21.4	16.7	7.9	4.7
	梦百合	79	-6.3%	-33.9%	1.1	0.4	1.2	1.7	14.7	41.5	13.5	9.5	7.0	2.3
	江山欧派	59	-4.4%	-5.6%	4.1	4.8	6.0	7.5	13.9	11.6	9.3	7.4	17.6	3.2
	公牛集团	971	-2.0%	20.5%	3.9	4.9	5.7	6.6	41.5	33.0	28.1	24.3	15.6	10.3
造纸	中顺洁柔	218	-0.5%	20.3%	0.7	0.6	0.9	1.1	23.7	26.8	22.4	18.3	3.7	4.5
	太阳纸业	303	2.8%	21.2%	0.8	1.3	1.6	1.8	15.1	9.2	8.3	7.5	6.7	1.7
文教	晨光文具	583	3.1%	-28.7%	1.4	1.6	2.2	2.8	68.0	42.2	33.1	25.8	5.6	11.2
电子	思摩尔国际	2,365	-3.7%	-3.6%	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

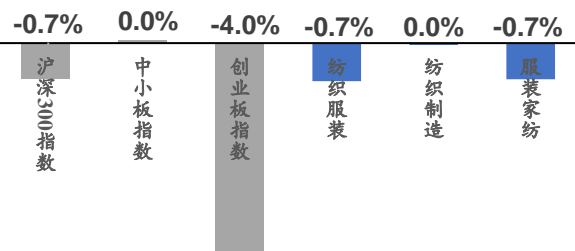
注: 其中索菲亚、晨光文具、金牌厨柜、顾家家居、思摩尔国际、中顺洁柔、太阳纸业、万顺新材为华安证券最新估值预期

6. 本周纺织服装板块走势

本周沪深 300 指数下跌 0.67%，中小板指数上涨 0.04%，创业板指数下跌 4.00%，纺织服装板块下跌 0.73%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺涨跌幅分别为-0.03%、-0.69%。

个股来看，本周涨幅前三分别为盛泰集团、巨星农牧、维珍妮，涨幅分别为 31.35%/13.13%/12.67%；本周跌幅前三的个股分别为万事利、ST 起步、酷特智能，跌幅分别为-11.52%/-11.11%/-10.73%。

图表 48 纺织服装指数周涨跌幅



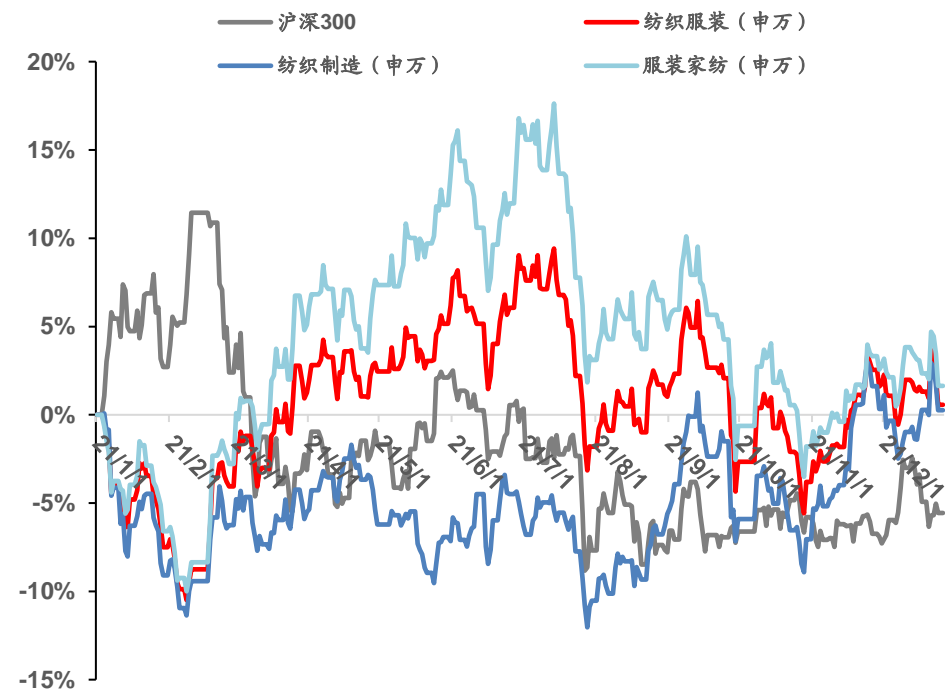
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 49 纺织服装板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
盛泰集团	31.35	万事利	-11.52
巨星农牧	13.13	ST起步	-11.11
维珍妮	12.67	酷特智能	-10.73
*ST环球	10.18	*ST拉夏	-9.27
爱慕股份	8.49	九兴控股	-9.19
康隆达	8.46	美尔雅	-8.13
罗莱生活	7.84	中胤时尚	-8.05
万里马	5.72	星期六	-7.90
洪兴股份	5.31	晶苑国际	-7.25
红豆股份	4.81	金发拉比	-6.86

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 50 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 51 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	3,117	0.5%	-5.5%	2.3	3.5	4.5	5.6	50.6	32.8	25.7	20.6	11.9	9.7
	李宁	2,134	3.9%	53.5%	0.8	1.4	1.8	2.2	99.2	58.2	46.5	37.4	5.0	16.4
	特步国际	327	0.8%	228.0%	0.2	0.3	0.4	0.5	50.3	38.0	29.9	23.7	3.5	3.6
纺织制造	中洲国际	2,264	0.5%	0.3%	4.0	###	4.5	5.3	37.3	42.3	33.8	28.6	22.4	6.7
	华利集团	1,020	-1.4%	-11.5%	1.8	2.3	2.9	3.6	48.8	37.6	29.8	24.5	9.1	9.6
	健盛集团	43	1.5%	8.0%	-1.3	0.6	0.8	1.0	-8.5	18.5	13.9	10.9	5.8	1.9
	伟星股份	109	4.5%	112.1%	0.5	0.6	0.7	0.8	26.3	23.8	20.2	17.2	3.1	4.4
大众休闲	森马服饰	200	0.5%	-21.6%	0.3	0.6	0.7	0.8	24.8	12.9	10.8	9.2	4.3	1.7
	海澜之家	275	-1.2%	2.9%	0.4	0.7	0.8	0.9	15.5	9.5	8.1	7.1	3.2	2.0
	天平鸟	135	3.1%	-4.4%	1.5	2.2	2.7	3.2	18.7	13.0	10.6	8.7	8.2	3.4
高端服饰	地素时尚	89	0.8%	0.6%	1.3	1.5	1.8	2.1	14.1	12.2	10.5	9.0	7.9	2.3
	欣贺股份	45	1.9%	13.4%	0.5	0.8	1.0	1.3	19.7	12.8	10.2	8.2	6.8	1.5
	歌力思	53	-1.8%	12.1%	1.3	1.0	1.2	1.4	10.8	15.0	12.5	10.6	6.2	2.3
男装	比音勒芬	132	0.0%	49.6%	0.9	1.1	1.4	1.7	26.4	21.7	17.1	13.9	5.0	4.8
	九牧王	72	1.3%	15.6%	0.6	0.5	0.6	0.7	19.7	25.4	19.7	16.9	7.0	1.8
家纺	七匹猴	46	1.7%	16.9%	0.3	0.4	-	-	21.6	17.1	-	-	7.8	0.8
	水星家纺	43	1.5%	24.0%	1.0	1.4	1.6	1.8	15.5	11.8	10.1	8.9	9.1	1.8
	罗莱生活	119	7.8%	24.0%	0.7	0.9	1.0	1.2	20.1	16.5	14.1	12.2	4.9	2.9
	富安娜	71	1.7%	18.2%	0.6	0.7	0.9	1.0	13.8	11.6	9.7	8.4	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 52 上市公司重要公告

时间	上市公司	公告
2021-12-20	顺灏股份	关于为全资子公司向银行申请综合授信额度提供担保的公告： 公司拟为全资子公司上海顺灏国际贸易有限公司向上海农商银行普陀支行申请综合授信额度提供保证担保，担保金额人民币 18,000 万元，担保有效期 1 年。所担保金额主要用于开立国际信用证、银行承兑汇票等，
2021-12-21	安踏体育	关于控股股东无偿转让股份的公告： 主席兼控股股东丁世忠与其家族成员，以无对价方式转让合共 8450 万股公司股份，予由丁世忠及其家族成员计划成立的慈善机构“和敏基金会”，有关股份占总股本约 3.13%。转让完成后，控股股东所持的公司股权将由 57.78% 减少至 54.65%。
2021-12-26	台化新材	关于公开发行可转换公司债券的公告： 公司拟按面值发行可转债募集资金人民币 60,000.00 万元，发行期限为自发行之日起六年。本次发行的可转债票面利率设定为：第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。

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；局部疫情反复影响终端零售；品牌商 DTC 转型效果不及预期。

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。