

2018-9-16

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

## 纺织品、服装与奢侈品行业

# 巨头之路系列 V：创新驱动的体育巨头 NIKE

### 报告要点

#### ■ 本周专题

在完成全球四大快时尚品牌集团梳理后，本周，我们发布“巨头之路”系列报告第五篇，聚焦全球运动鞋服巨头 NIKE，对其发展历程、核心成功因素及市场表现进行梳理，以期对国内运动品牌发展予以借鉴。**发展历程：**1) FY62-80，顺应趋势叠加高性价比，超越昔日巨头 adidas 美国市场登顶；2) FY81-89，错失有氧运动和女性消费群体崛起带来的市场转型，开拓欧洲试水全球化运作；3) FY90-08，外延扩张+内生孵化，构建多品牌矩阵，全球布局向亚太转移；4) FY09-15，优化品牌矩阵、聚焦高潜力增长领域；5) FY2016-至今，专业化定位又一次错失潮流化趋势机遇、战略重定位进行反击。**产品策略：**投建 Nike 运动研究实验室，提供专业技术研发支持，强大研发能力保障持续创新科技产品推出，建立核心竞争壁垒；**营销策略：**挖掘高潜力体育新秀，实现品牌营销效果最大化，同时聚焦 DTC，加码数字化营销，拉近品牌与消费者距离；**供应链：**优化采购区域分布及供应商结构，构建全球化仓储物流体系，加快供应链反应速度。**市场表现：**1980 年上市至今，股价上涨超过百倍。历史业绩在宏观环境恶化及未能及时把握流行趋势转变时会受到较大波动，其余均保持相对稳健增长。估值表现出与业绩较高的相关性，09 年后业绩持续改善叠加 12 年后市场估值中枢上移，整体估值水平明显提升。

#### ■ 行业观点

本周，8 月消费数据公布，社零总额环比小幅改善，但限额以上服装增速持续回落。宏观承压背景下，板块性行情难再现，建议排除短期数据干扰，精选持续进化优质龙头穿越周期；上游制造方面，棉价中期上行背景下棉价及汇率利好优质龙头业绩释放，纺织制造仍具备中期布局良机。建议重点关注：(1) 受益环境从冲突到友好，持续进化的本土大众品牌森马/太平鸟/海澜；(2) 复苏强劲的中高端女装歌力思/安正；(3) 家纺龙头罗莱生活；(4) 新模式公司跨境通/开润/南极；(5) 纺织板块建议中期布局华孚/百隆/健盛/鲁泰 A。

#### ■ 行情回顾

上周，纺织服装行业板块下跌 2.17%，同期沪深 300 指数下跌 1.08%，纺织服装板块跑输大盘 1.09 个百分点，排名第 22。个股方面，涨幅前五分别为：健盛集团 (4.94%)、诺邦股份 (4.78%)、天创时尚 (4.60%)、多喜爱 (4.21%)、安正时尚 (1.52%)；跌幅前五分别为：浔兴股份 (-40.96%)、美盛文化 (-19.24%)、星期六 (-16.20%)、跨境通 (-9.10%)、欣龙控股 (-7.59%)。

**风险提示：** 1、终端零售环境恶化的风险；2、外延并购及内部整合不及预期的风险；3、棉花政策调整的风险；4、原材料价格及汇率大幅波动的风险。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

#### 相关研究

《棉花月度专题 (18M08)：去库延续支撑中期棉价，旺季临近内棉价格维稳》2018-9-10

《巨头之路系列 IV：扩张与效率失衡的 H&M》2018-9-9

《纺织服装行业 18H1 综述：大众休闲 Q2 持续提速，优质制造或迎全面改善》2018-9-2

## 目录

巨头之路系列 V：创新驱动的体育巨头 NIKE .....	5
发展历程：以科技创新为驱动，经销模式快速扩张 .....	6
FY1962-FY1980：顺应趋势+高性价比，美国市场登顶 .....	7
FY1981-FY1989：转型下的曲折十年、开拓欧洲试水全球化运作 .....	8
FY1990-FY2008：外延扩张+内生孵化、全球布局向亚太转移 .....	9
FY2009-FY2015：优化品牌矩阵、聚焦高潜力增长领域 .....	11
FY2016-至今：错失潮流化机遇、战略重定位进行反击 .....	11
产品策略：强大产品研发能力，构成核心竞争壁垒 .....	12
投建 Nike 运动研究实验室，提供专业技术研发支持 .....	12
创新技术产品，驱动业绩快速增长 .....	13
营销策略：专业体育营销和数字化营销扩大品牌影响力 .....	15
挖掘高潜力体育新秀，实现品牌营销效果最大化 .....	15
聚焦 DTC，加码数字化营销，拉近品牌与消费者距离 .....	16
供应链：优化供应商结构，效率壁垒构建提升反应速度 .....	17
优化采购区域分布，供应链集中度提升 .....	17
构建全球化仓储物流体系，加快供应链反应速度 .....	18
市场表现：百倍成长股，估值中枢出现上移 .....	18
行业观点 .....	20
公司事件跟踪 .....	21
行情回顾 .....	23
数据追踪 .....	23
宏观数据跟踪 .....	23
原材料价格跟踪 .....	24
国际纺织服装企业估值指标 .....	26

## 图表目录

图 1：2017 年，NIKE 在美国运动市场市占率为 21.2%，远超第二名（%） .....	5
图 2：分品类来看，NIKE 在运动鞋领域优势更为明显（%） .....	5
图 3：公司营收稳定上升，FY2018 实现营收同增 6%至 364 亿美元 .....	5
图 4：税改导致 FY2018 净利润同比下降 54.4%至 19 亿美元 .....	5
图 5：按产品类型，运动鞋贡献集团 61%的收入占比（FY2018） .....	6
图 6：Converse 品牌近年陷入调整，NIKE 品牌保持稳健增长 .....	6

图 7: 按人群类型, 男士品类占比达到 NIKE 品牌收入的 56.5%.....	6
图 8: 按运动方式, 运动生活 (Sportswear) 为 NIKE 最大系列.....	6
图 9: NIKE 品牌销售以经销模式为主, 但直营占比快速提升.....	6
图 10: 国际市场直营网点数量稳定上升.....	6
图 11: Nike 成立以来大致经历了 5 个发展阶段.....	7
图 12: Nike 成立以来的第一双慢跑鞋 Cortez.....	8
图 13: “Air”气垫技术与 Thaiwind 气垫跑步鞋.....	8
图 14: FY82-87,锐步收入复合增速显著高于 NIKE (百万美元).....	8
图 15: FY82 之后, NIKE 存货规模攀升, 存货周转率显著下降.....	8
图 16: 这一时期公司的全球化布局主要以欧洲市场为重心 (百万美元).....	9
图 17: 海外市场的拓展一定程度平滑了本土市场的增长困境.....	9
图 18: 2003 财年, 国际市场收入首次超过美国本土市场 (百万美元).....	11
图 19: 除 98 年金融危机出现下滑外, 亚太市场保持快速增长.....	11
图 20: 收入增速放缓, 毛利率水平下降, 18 财年后出现改善.....	12
图 21: 公司最重要的北美地区订货订单及营收增速均出现一定放缓.....	12
图 22: Nike 创始人比尔·鲍尔曼在最初的实验室和实验室现任高级总监 Matthew Nurse.....	13
图 23: 大于每秒 3 万帧的高速摄像机, 是标准摄像机的 1000 倍.....	13
图 24: 模拟排汗人体模型 HAL.....	13
图 25: NIKE 发展历史上具备重要意义的重要产品及创新技术.....	14
图 26: Air 气垫扛鼎之作 Air VaporMax.....	15
图 27: 2017 年 Nike 获得专利数远超 Adidas.....	15
图 28: 近年来, NIKE 在鞋面领域重要的技术创新.....	15
图 29: 直营渠道营收增速显著高于经销渠道 (百万美元).....	16
图 30: 公司直营店铺数量保持稳健增长.....	16
图 31: 电商渠道销售快速增长, 占比日渐提升.....	17
图 32: Nike+手机 App.....	17
图 33: 制鞋领域供应商数量及集中度.....	18
图 34: 制衣领域供应商数量及集中度.....	18
图 35: 公司全球最大的北美物流园区-孟菲斯 (NALC-Memphis).....	18
图 36: NIKE 市值远超其余运动鞋服领域公司 (百万美元).....	19
图 37: 公司上市至今, 收入及利润简要复盘.....	20
图 38: 2000 年后, 公司毛利率及净利率保持改善趋势 (%).....	20
图 39: 公司股价及估值简单复盘.....	20
图 40: 本周行业涨跌幅.....	23
图 41: 年初至今行业涨跌幅.....	23
图 42: 本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名.....	23
图 43: 纺织服装板块 PE 历史走势.....	23
图 44: 8 月, 社会消费品零售总额当月同增 9.0%, 累计同增 9.3%.....	24
图 45: 8 月, 限上服装鞋帽针纺织品企业商品零售额当月同增 7.0%.....	24
图 46: 截至 9 月 14 日, 国内外棉价差为 691 元/吨.....	24
图 47: 截至 9 月 14 日, 国内外棉价差 (滑准税) 为 -28 元/吨.....	24
图 48: 截至 9 月 14 日, 国内外纱线价差为 77 元/吨.....	24
图 49: 截至 9 月 14 日, 坯布价格为 5.76 元/米.....	24

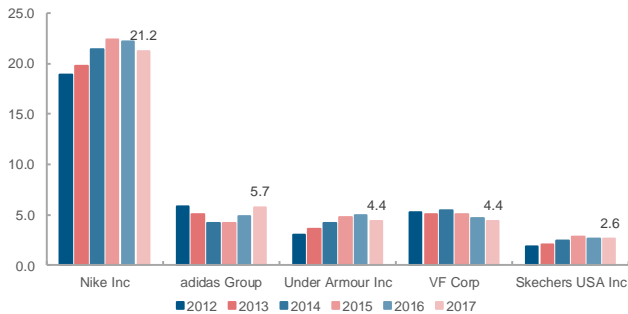
图 50: 第 27 周 (9.10-9.14) 国储棉抛储成交率回调 .....	25
图 51: 第 27 周 (9.10-9.14) 地产棉抛储成交量有所下滑 .....	25
图 52: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨) .....	25
图 53: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨) .....	25
表 1: 截至 2008 年, NIKE 公司构建了丰富的多品牌矩阵, 实现细分领域覆盖 .....	10
表 2: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/09/15-2018/11/15) .....	21
表 3: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/09/15) .....	21
表 4: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/08/15-2018/09/15) .....	22
表 5: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司 .....	22
表 6: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司 .....	22
表 7: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司 .....	22
表 8: 国际纺织服装企业估值 .....	26

## 巨头之路系列 V：创新驱动的体育巨头 NIKE

Nike 公司始建于 1967 年，在过去 50 年的发展中，Nike 始终坚持不断的产品研发设计，打造品牌效应，并建立健全的全球物流系统，在超越早期体育巨头 Adidas 之后，发展成为世界第一的运动品牌，并不断巩固其行业龙头地位。根据 Euromonitor 数据显示，2017 年 NIKE 在全球前二的运动鞋服市场——美国及中国市场中，均牢牢占据第一的位置，市占率分别为 21.2%及 20.8%，美国市场中第二名的 Adidas 市占率仅 5.7%。分品类来看，相比运动服，Nike 在美、中运动鞋领域的市占率分别为 45.7%、28.6%，竞争优势更为显著。

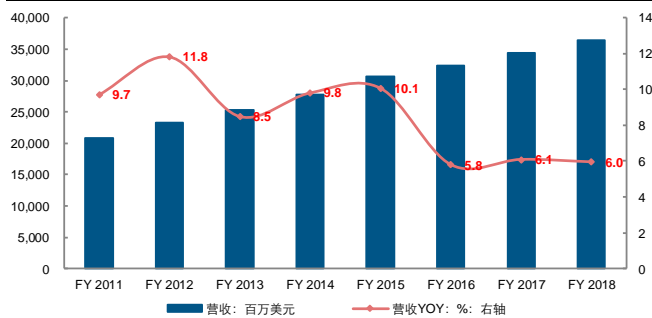
2018 财年，公司实现营收 364 亿美元，同增 6%，受美国税改导致税收支出同增 270% 至 23.92 亿美元，净利润同比下降 54.4%至 19 亿美元。但从 1980 年上市至今，公司实现收入及净利润增长 135 及 155 倍，年复合增速 13.78%/14.19%，股价上涨超过 300 倍，是名副其实的明星股。

图 1：2017 年，NIKE 在美国运动市场市占率为 21.2%，远超第二名(%)



资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所

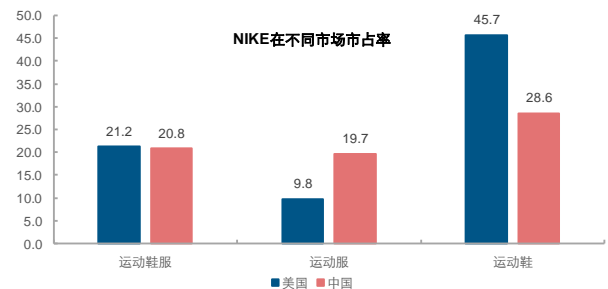
图 3：公司营收稳定上升，FY2018 实现营收同增 6%至 364 亿美元



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

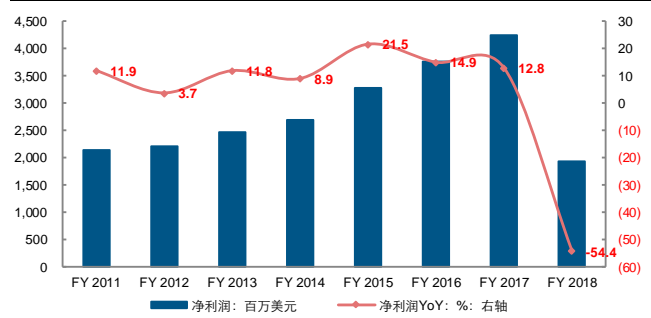
**主营构成：NIKE 贡献 95%收入，运动鞋、男士及运动生活分别为最大产品系列。**公司拥有 NIKE、Hurley、Converse 和 Jordan 四大品牌（在财报中，Jordan 及 Hurley 统一在 NIKE 品牌下披露，仅有 Nike 及 Converse 两个披露口径），主营运动鞋、运动服饰、运动设备的设计、研发、全球营销和销售以及少部分品牌授权业务，涉及跑步、篮球、足球、橄榄球、棒球等诸多专业运动领域。按产品类型、人群及运动方式划分，运动鞋、男士及运动生活（Sportswear）分别为最大的产品系列。NIKE 品牌贡献集团 95%的收入，保持稳健增长态势；Converse 品牌近年来陷入调整，增速出现下滑。

图 2：分品类来看，NIKE 在运动鞋领域优势更为明显(%)

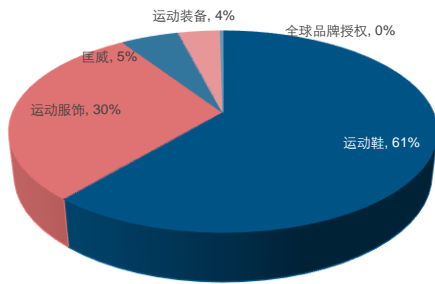


资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所

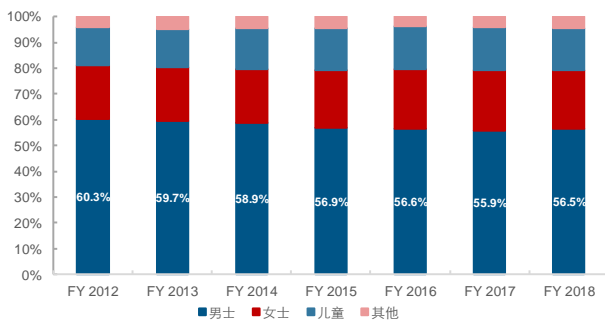
图 4：税改导致 FY2018 净利润同比下降 54.4%至 19 亿美元



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

**图 5：按产品类型，运动鞋贡献集团 61%的收入占比（FY2018）**


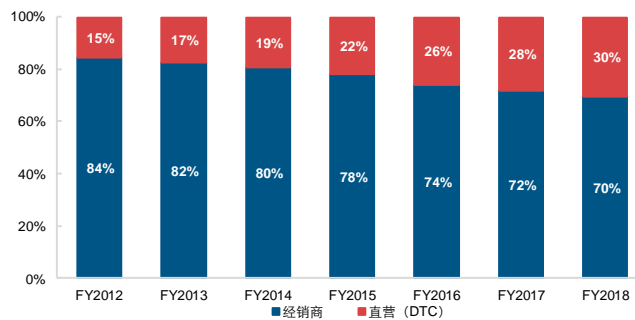
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

**图 7：按人群类型，男士品类占比达到 NIKE 品牌收入的 56.5%**


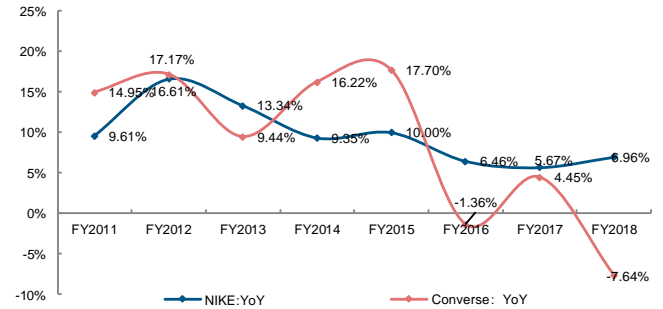
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

**渠道：**除了通过公司旗下的零售商店和数字平台进行直销以外，也通过独立经销商、授权商和销售代表将公司产品销售到全球市场。NIKE 品牌经营模式以经销模式为主，但直营（DTC）占比在快速提升，FY2012 至 FY2018，直营（DTC）销售占比从 15% 上升到 30%。

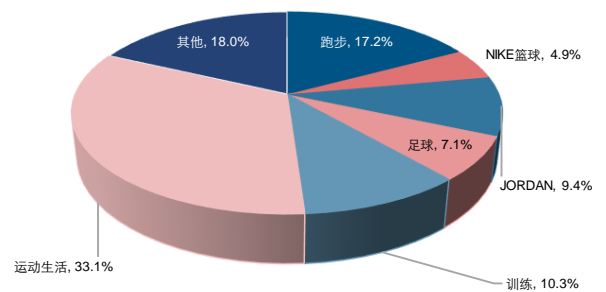
**全球化布局：**2017 年，为了更好地服务全球客户，Nike 重新定位了公司的全球布局，将部门分解为四大区域，即北美、欧洲中东和非洲地区（EMEA）、大中华区、亚太和拉丁美洲地区（APLA），2017 年，四大区域占比分别为 43%、27%、15%及 15%，美国市场仍为公司在全球最大的市场，但占比从 FY2016 的 49% 逐渐下降为 FY2018 的 43%。

**图 9：NIKE 品牌销售以经销模式为主，但直营占比快速提升**


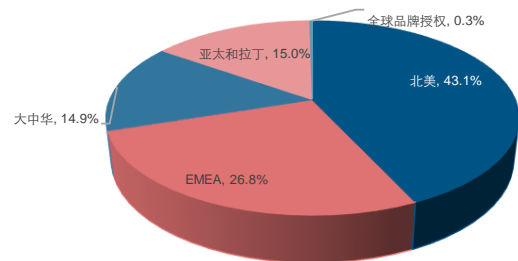
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

**图 6：Converse 品牌近年陷入调整，NIKE 品牌保持稳健增长**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

**图 8：按运动方式，运动生活（Sportswear）为 NIKE 最大系列**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

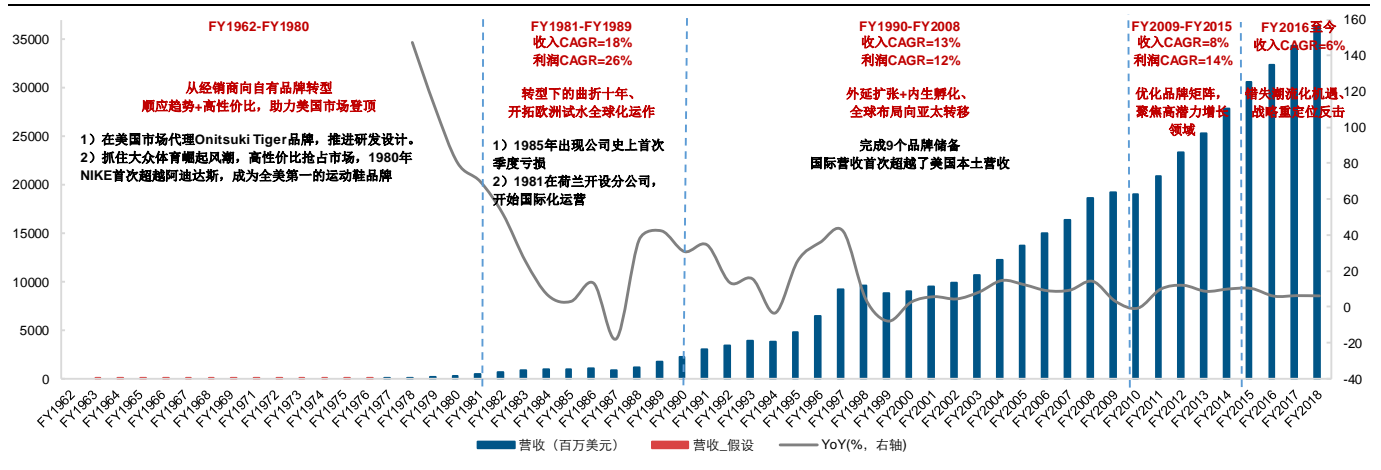
**图 10：国际市场直营网点数量稳定上升**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

## 发展历程：以科技创新为驱动，经销模式快速扩张

Nike 公司的发展大致经历了 5 个阶段：1) 顺应趋势+高性价比，美国市场登顶 (FY1962-FY1980)；2) 转型下的曲折十年、开拓欧洲试水全球化运作 (FY1981-FY1989)；3) 外延扩张+内生孵化、全球布局向亚太转移 (FY1990-FY2008)；4) 优化品牌矩阵、聚焦高潜力增长领域 (FY2009-FY2015)；5) 错失潮流化机遇、战略重定位进行反击 (FY2016-FY2018)。

图 11: Nike 成立以来大致经历了 5 个发展阶段



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

## FY1962-FY1980: 顺应趋势+高性价比，美国市场登顶

**从经销商到自创品牌：**上世纪 60 年代以前，专业的竞技体育占据美国主要消费市场，Adidas 凭借其专业研发的核心竞争力，在竞技体育市场占据垄断地位。这一阶段 Nike 为 Onitsuka Tiger 的美国代理商，代理高品质但价格低廉、性能优越的虎牌运动鞋。在代理期间，Nike 不断的钻研并改进虎牌运动鞋，设计出 Cortez 这一虎牌最畅销的鞋款；以橡胶 spikes 做实验，创造出“华夫底” (waffle sole)，改变了运动鞋的设计。这些创新性尝试为公司积淀了从经销商向一家以创新能力为驱动的专业运动鞋研发制造公司转型的能力。1972 年，与 Onitsuka Tiger 终止合作关系，并开始逐渐发展自有品牌。

**顺应体育流行趋势变化、以性价比优势成为龙头：**60 年代开始，美国专业竞技体育开始向大众体育转型，慢跑热潮出现，普通消费者参与体育锻炼的需求拉动运动用品消费上升。Nike 以专为慢跑而设计的“华夫底”跑鞋准确把握市场转型风向，并将生产环节外包给日本，后续将生产线转移至人力成本较低的韩国与台湾，提升毛利率水平，也为扩大研发投入及加大市场营销留出空间。**产品方面**，1979 年推出 Nike Tailwind，作为 Nike 后续减振缓冲技术的起始，首次将气垫科技运用到跑鞋上；**营销方面**，不同于 Adidas 锁定顶层体育明星和体育赛事，Nike 采取自下而上的营销策略，将目标放到规模庞大的大众消费市场，通过世界田径史上的传奇人物史蒂夫普雷方丹 (Steve Prefontaine) 的代言迅速扩大了品牌影响力。Nike 凭借其对于新兴的跑鞋细分市场前瞻性的把握，遥遥领先同行，迅速抢占了大众体育消费市场。

而同一时期，阿迪达斯聚焦的欧洲市场热衷于越野跑，为保护其在竞技体育市场的统治地位，因而拒绝了美国批发商要求生产质地柔软、价格较低的慢跑鞋，逐渐丧失了在美国这一全球最大的运动鞋服市场的领先优势。

Nike 凭借对这一消费潮流的前瞻发现和把握，以高性价比优势，迅速占领大众体育用品市场，并于 1980 年首次超越 Adidas 成为全美第一的运动鞋品牌，年销售额达到 2.7 亿美元。从 1972 年以 Nike 品牌销售出第一双运动鞋开始，8 年内收入 CAGR 达到 85%，并于年底完成 IPO。

图 12: Nike 成立以来的第一双慢跑鞋 Cortez



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 13: “Air” 气垫技术与 Thaiwind 气垫跑步鞋

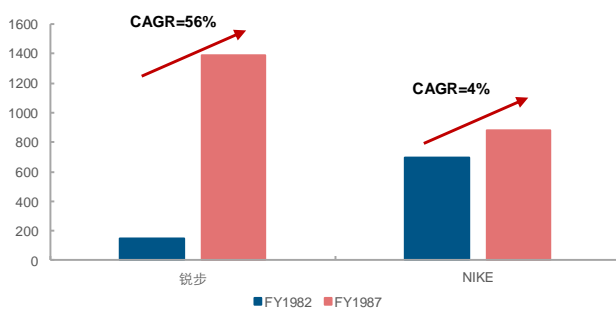


资料来源：公司官网，长江证券研究所

## FY1981-FY1989：转型下的曲折十年、开拓欧洲试水全球化运作

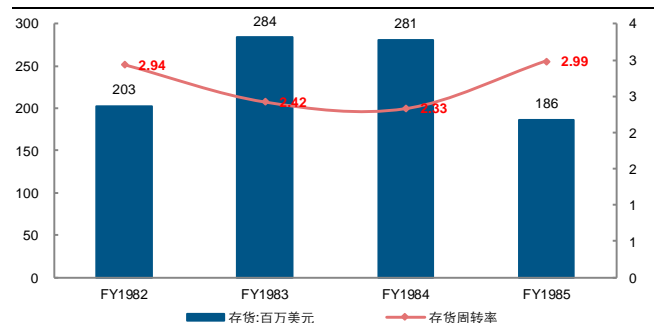
80 年代开始慢跑热逐渐退去，有氧运动兴起，年轻女性等一批追求时尚消费潮流的人群快速成长为主要的体育用品消费群体，更加关注运动品牌的时尚元素，将体育运动消费拉入新的阶段。在这一背景下，定位时尚潮流的锐步品牌获得快速发展，收入从 1982 年的 1.5 亿美元快速飙升至 1987 年的 14 亿美元，年复合增速达到惊人的 56%。而 Nike 由于忽略了有氧运动和女性消费群体带来的市场转型，导致库存规模快速攀升；FY1985 年利用大规模促销，公司减少了 0.94 亿美元存货及 0.12 亿双运动鞋，存货规模出现显著下降。在这一时期，公司营收增速和净利润增速不断下滑，1985 年出现公司史上首次季度亏损，FY1985Q2/Q3 净利润亏损 2.20/2.12 百万美元，在美销售额 7.3 亿美元，两年内下降 6%。

图 14: FY82-87,锐步收入复合增速显著高于 NIKE (百万美元)



资料来源：Bloomberg,长江证券研究所

图 15: FY82 之后, NIKE 存货规模攀升, 存货周转率显著下降



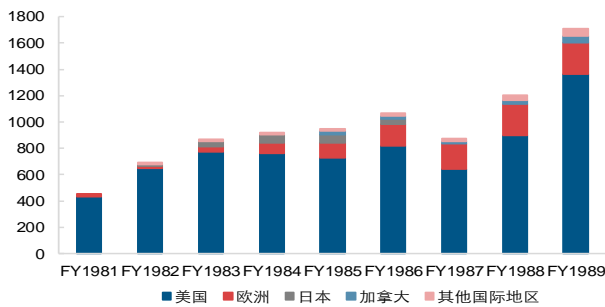
资料来源：Bloomberg,长江证券研究所

**为扭转局面, Nike 开始进行革新:** 1) 引入新的存货管理系统, 提高对季节波动和市场变动引发的存货问题的敏感性; 2) 减少签约运动员数量, 只和顶级运动员签约; 3) 进行全球裁员以减少相关费用支出; 4) 构建新的管理层, 雇佣各领域专业人才负责财务、销售、产品的设计和研发; 5) 在 1984 年为迎合市场需求的变动, 推出首个休闲款产品线 Freestyle 但收效甚微之后, Nike 不再追求潮流时尚等因素, 继续专注于运动和健身的专业性, 加大对篮球领域的投入。1982 年发售第一双搭载气垫的篮球鞋 AF1; 1984 年与芝加哥公牛队篮球运动员迈克尔·乔丹签约, 推出全新的篮球系列产品“Air Jordan”

篮球鞋，加上进一步改善的 Air 气垫缓冲技术 Air-Sole，成为 Nike 新一轮增长的关键驱动因素。1985 年年报显示，公司共卖出和收到“Air Jordan”系列篮球鞋和运动服订单超过 7000 万美元。6) 推出 Velo 和 Discovery 运动鞋，进入竞速和越野自行车领域。经过管理层和公司战略的大幅调整，Nike 逐渐从低谷中走出，1989 年收入达到 19 亿美元，毛利率较 1980 上升 10.1pct 至 37.2%。

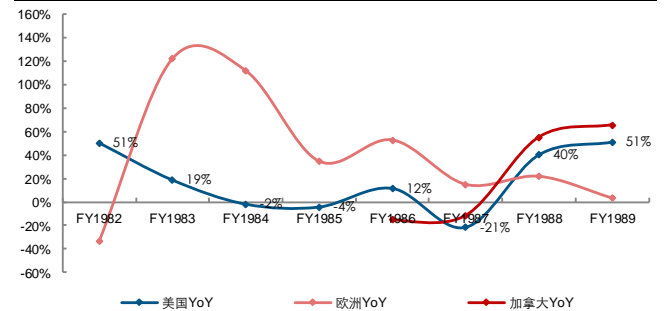
这一阶段 Nike 也开始了全球化试水，开启了以欧洲市场为重心的全球化布局，国际营收占比由 FY1981 年的 6% 上升至 FY1989 年的 20%，收入 CAGR 达到 38%。1981 年 Nike 在荷兰阿姆斯特丹成立子公司 NIKE International，管理国际业务，标志着国际化进程的开端，同时在欧洲设立配销站、在爱尔兰建立工厂，就近供货给欧洲大陆市场，缩短产品上市时间的同时避开高关税壁垒。1982 年，Nike 在波多黎各的圣胡安市开设分部以服务拉丁美洲市场，在日本开设持股 51% 的联营公司，并于当年达到 11 百万美元销售收入；同年将在香港开设分部，以开拓日本以外的亚洲市场。

图 16：这一时期公司的全球化布局主要以欧洲市场为重心（百万美元）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 17：海外市场的拓展一定程度平滑了本土市场的增长困境



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

## FY1990-FY2008：外延扩张+内生孵化、全球布局向亚太转移

随着中高级运动消费群体的扩大，消费者对特定细分市场权威品牌的需求上升，Nike 开始通过积极的外延收购和内生孵化构建品牌矩阵，实现有效的品牌互补及整合。

Nike 在 1985 年便推出第一双高尔夫球鞋“Air Linkster”，但直至 1996 年才得到飞速发展。1996 年，Nike 发掘并签约了高尔夫球新兴选手 Tiger Woods，后伴随着 Tiger Woods 发展成为世界第一的高尔夫球选手，极大扩大了 NIKE 的品牌知名度。1998 年通过内部孵化自建 NIKE GOLF，并随后推出 TW (Tiger Woods) 系列产品，涵盖球鞋、服饰、高尔夫球棍和高尔夫球。

2002 年收购 Hurley 公司，开始涉足极限运动领域，通过全资子公司 Hurley International LLC 设计和销售冲浪、滑板和滑雪板运动服，以及年轻人的日常服装和饰品。

2003 年高价收购了曾与 2001 年濒临破产的 Converse，填补了 Nike 在中档运动鞋和休闲鞋市场上的空白。

2004 年建立 Exeter Brands Group，用于发展同年收购的 STARTER 品牌，专门生产低价位的运动鞋和运动用品，平均售价大概在 40 美元左右，与沃尔玛合作后，一直是在该渠道卖得最好的运动鞋之一。2007 年由于不再符合公司长期发展的目标，Nike 出售 Exeter。

2008 年收购英国足球品牌 UMBRO，作为 Nike 位于英国的独立子公司，借助 Nike 强

力的市场营销和雄厚财力，得到迅速发展。UMBRO 的加入在帮助 Nike 强化英国市场地位的同时，也补充了 Nike 在足球市场的弱项。

加上自建品牌 Jordan Brands，以及早期收购品牌 Cole Haan 和 Bauer，Nike 建立了丰富的多品牌矩阵，实现多元化和有效的产品组合，凭借不断丰富创新的产品，覆盖了各运动专业领域更广泛的消费群体。

表 1：截至 2008 年，NIKE 公司构建了丰富的多品牌矩阵，实现细分领域覆盖

品牌标识	创立时间	品牌简介	FY2008 收入规模 (亿美元)	FY2018 美国直营门店数量	FY2018 国际直营门店数量
	创立于 1972 年	全球著名的体育运动品牌，总部位于美国俄勒冈州 Beaverton。公司生产的体育用品包罗万象，例如服装，鞋类，运动器材等。	160.34	251	729
	收购于 2003 年	创办以来 Converse 坚持品牌的独立性设计，最初只生产“橡胶鞋”，但很快就开始做网球和篮球鞋。集复古、流行、环保于一身的 ALL STAR 帆布鞋，是美国文化的精神象征。	7.29	112	61
	收购于 2002 年	Nike 旗下的子公司，其设计适合现在年轻人的随性、休闲的风格，破旧、颓废、滑板、滑雪、艺术、音乐，这些名词都可以和这个年轻的牌子挂钩。因 Hurley 的设计新颖，加上完美做工和品质出众，已成为运动类休闲服饰的热门品牌。	1.71	29	
	创立于 1997	AIR JORDAN 系列球鞋在销量与市场需求方面遥遥领先于其它产品，系列产品的核心在于，运动员与技术的完美结合。			
	创立于 1998 年	公司旗下高尔夫系列品牌，2003 年，NIKE 推出了 TW (Tiger Woods) 系列商品，包括鞋类、服装、高尔夫球棍和球。经过多年的发展，NIKE GOLF 正努力让更多人认识并参与到高尔夫运动中。	7.25		
	创立于 1928 年； 收购于 1988 年； 出售于 2012 年	美国时尚潮流的品牌象征，作为 Nike 的全资子公司 Cole Haan 公司的总部位于缅因州雅茅思市，其设计中心位于纽约。	4.96		
	创立于 1924 年； 收购于 2008 年 3 月； 2012 年 10 月出售	茵宝 (UMBRO) 拥有 94 年历史，英国的足球服装生产商。2008 年 Nike 以 2.85 亿英镑收购英国足球用品制造商 Umbro。	0.54		
	创立于 2004 年；2007 月 12 月出售	Exeter Brands Group 用于发展 2004 年收购的 STARTER 品牌，专门生产低价位的运动鞋和运动用品。与沃尔玛合作后，一直是在该渠道卖得最好的运动鞋之一。	0.35		
	创立于 1998 年；2008 年 4 月出售	Bauer Nike Hockey 致力于生产高品质曲棍球鞋给球员们。Bauer 是 Nike 旗下为曲棍球运动员而创造的品牌。	2.02		

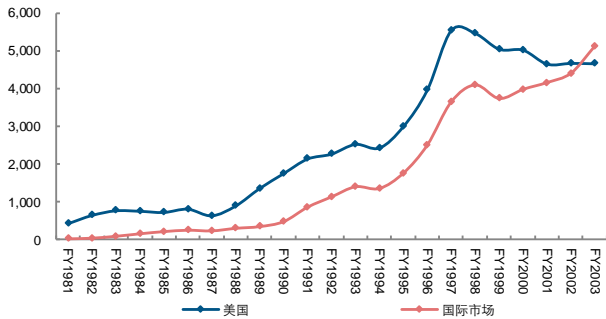
资料来源：公司公告，长江证券研究所

在这一阶段，一方面，公司继续专注于美国本土市场的发展，并通过多品牌实现多细分市场的覆盖；同时，公司的全球化布局也逐渐进入全面提速状态，重心逐渐由欧洲向亚太区进行转移。寻找优质供应商、外包生产、与境外合资，Nike 逐渐抢占 Adidas 欧洲市场份额的同时，也打开了新兴国家市场大门。2000 财年公司国际收入占比达到 44.3%，并保持快速增长；2003 财年，国际市场营收首次超越美国本土市场。

而在国际市场方面，除 1998 年亚洲遭遇经济危机销售下滑之外，亚太市场始终是 Nike 全球布局中增长较快的地区。进入 21 世纪之后，日本市场增速有所放缓，而受 2008 年北京奥运会的刺激，中国市场日渐崛起，成为亚太区快速增长的重要助力。

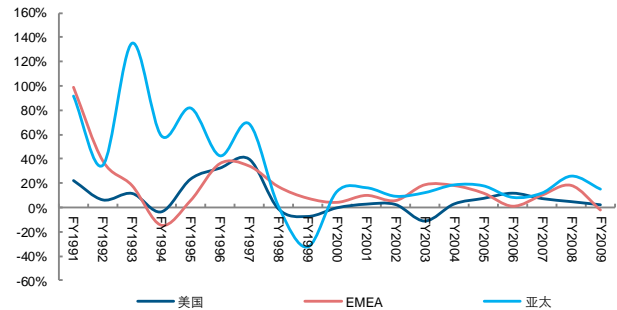
FY1990-2008, 公司美国本土/欧洲/亚太区收入复合增速分别为 7.5%/17%/29%, 亚太区增速遥遥领先。

图 18: 2003 财年, 国际市场收入首次超过美国本土市场 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 19: 除 98 年金融危机出现下滑外, 亚太市场保持快速增长



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

### FY2009-FY2015: 优化品牌矩阵、聚焦高潜力增长领域

**Nike 在多品牌策略方面的成功在于除了积极的收购多品牌以外, 还能在合适的时候及时退出增长相对有限的领域。**在上一阶段通过大量并购进行粗放式外延扩张, 完成了初步的品牌矩阵构建之后, 为专注发展优势领域, 公司开始进行品牌梳理: FY2007-FY2012 年, 公司多品牌收入主要依靠 Converse、NIKE Golf 和 Cole Haan 的贡献, 但 Cole Haan 营收占比逐年下降, 增长潜力有限; Umbro 在经历早期爆发式增长后, 也逐渐出现后续增长乏力的状况, 在多品牌中的营收占比维持低位 8%; Exeter 和 Bauer 品牌体量较小, 出售前在多品牌营收占比仅为 8%和 1%, 缺乏后续增长潜力。

**在品牌整合方面,公司的战略是集中资源发展优势领域, 将资金投放到增长潜力较高的品牌, 而对于潜力有限的品牌则选择适时退出, 以回笼现金。**2007 年出售 Exeter、2008 年出售 Bauer、2012 年出售 Umbro 和 Cole Haan, 从此专注于 NIKE 品牌、Jordan 品牌、Hurley 和 Converse 四个品牌的发展。

FY2015 年 Nike 实现营收 306 亿美元, 同增 10%, 净利润 33 亿美元, 同增 21.5%; FY2009-FY2015 收入/净利润复合增速 8.10%/14.06%, 毛利率达到 46%, 较上一年提升近 2pct, 年底市值突破千亿美元大关。

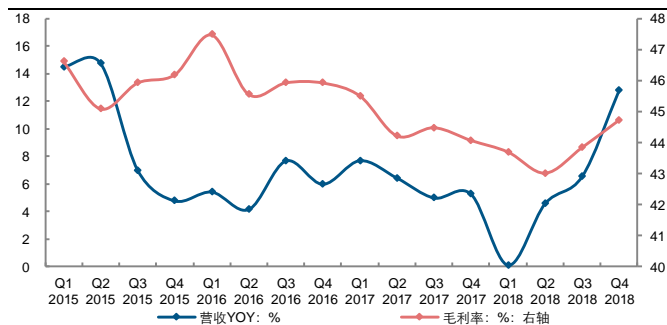
### FY2016-至今: 错失潮流化机遇、战略重定位进行反击

**近 3 年来, 运动休闲风潮崛起, 专业性和细分性的品牌不断出现, 市场竞争加剧, Nike 受到了来自于 Adidas、PUMA、Skechers、Under Armour、Lululemon 等多个竞争对手的挑战, 市场份额不断被蚕食, 收入和净利润增速明显放缓, 2016 年全年股价下跌 18%。**

当行业内掀起运动休闲风潮后, Nike 则面临品牌老化, 无法迎合消费者对于潮流时尚的追求; 而同期, Nike 的老对手 Adidas 则变革成功。2015 年 Adidas 提出下一个五年 (2015-2020) 战略规划, 将全新战略目标定位为“Creating the New 立新”, 聚焦 Speed (速度)、Cities (核心城市)、Open source (开放资源) 3 个关键词, 推出爆款 Yeezy 和 NMD, 采取潮牌运作模式, 营销端全面年轻化, 昔日龙头王者归来, 2017 年 Adidas 中国市场市占率大幅提升 3.6PCT 至 20.1%, 与 Nike 20.8%的差距进一步缩小。

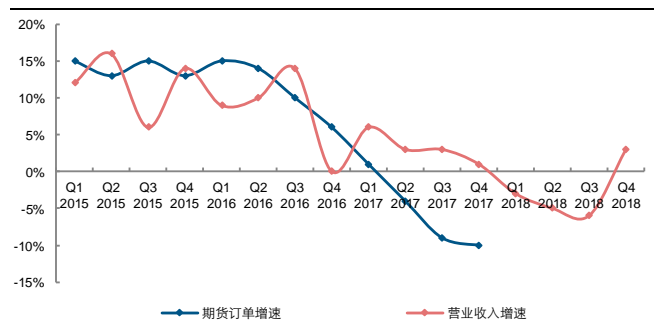
反观 Nike，由于没有迅速把握市场风向的转变，公司各主要区域期货订单及营业收入增速均出现显著放缓。以公司最重要的北美市场为例，期货订单从 FY2016Q2 开始连续出现连续七个季度增速放缓，2017 年 Q2 开始出现负增长；北美营收增速进入 2017 财年后也开始明显放缓，2018 财年更是进入连续三个季度出现负增长。2016 年之前，耐克强劲的财务表现较大程度归功于高毛利率产品，如 Flyknit 系列和 Jordan、Kobe 等明星鞋款，而在市场需求发生转变后，因未能及时跟随市场潮流，不断处理存货进行打折促销导致毛利率出现显著下降。

图 20：收入增速放缓，毛利率水平下降，18 财年后出现改善



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 21：公司最重要的北美地区订货订单及营收增速均出现一定放缓



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

为再一次实现危机中的复苏，2017 年 6 月 15 日 Nike 提出新的发展战略：“Triple Double”，涉及双倍创新（2X Innovation）、双倍速度（2X Speed）和双倍直接联系（2X Direct），以期从产品、渠道、供应链进行改革，实现反击。2017 年推出核心科技产品 ZoomX、Air VaporMax 和 Nike React，并实现实体零售与数字化相结合，将业务部门从六个精简为四个，集中于 10 个国家的 12 个主要城市，预计到 2020 年贡献销售业绩 80%；并且缩短产品从生产到投入市场的周期。Nike 一系列改革措施效果从 2018 年开始显现，各市场营收增速开始复苏，毛利率有所改善，收入和净利润增速恢复，年初至今股价上涨 21%。

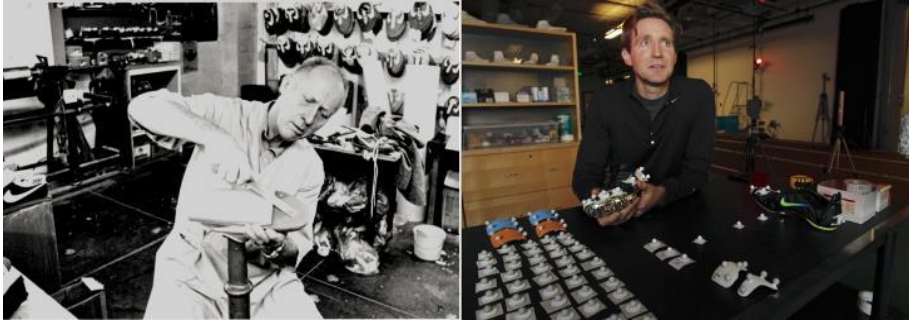
## 产品策略：强大产品研发能力，构成核心竞争壁垒

Nike 强大的产品研发能力是支撑其持续增长，维持行业龙头地位的关键。Nike 从创立至今一直注重对产品的研发投入，创始人比尔·鲍尔曼 (Bill Bowerman) 也是 Nike 最初的创新者，他认为：“一双鞋子应该具备三个要素：穿着轻便、脚感舒适、经久耐穿。”从第一款经典的获得创新缓冲垫中底专利的 Cortez，到渗入到各代运动鞋的 Waffle Trainer 训练鞋，Nike 的产品一直在演变，但鲍尔曼致力于要创造能让运动员发挥最佳水平的产品理念却始终贯穿其中。

## 投建 Nike 运动研究实验室，提供专业技术研发支持

Nike 的运动研究实验室 (Nike Sport Research Lab) 于 1980 年在新罕布什尔州埃克赛特镇成立。设立初期，主要为在 70 年代的慢跑热背景下更好的理解跑步者需求，为运动员制造最好的产品。现在，运动研究实验室已经发展成为一个世界级的研究机构，拥有领先于行业的尖端研究设备，是公司的智囊和核心所在。

图 22: Nike 创始人比尔·鲍尔曼在最初的实验室和实验室现任高级总监 Matthew Nurse



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

运动研究实验室现拥有超过 40 名研究专家, 拥有在生物力学、生理学、生物医学工程、机械工程、物理、数学、运动学和系统科学等科学领域的专业知识和技能。团队为 Nike 带来了超过 250 年的运动研究经验, 并与世界顶尖的大学和研究机构建立研究伙伴关系, 广泛地与各种水平和类型的运动员合作以获得全面数据, 基于测试研发, 追求提高性能、减少伤害风险、增强感知感觉, 为运动员提供创新的产品。

运动研究实验室注重生物力学、生理学、感官知觉与数据科学等领域, 拥有主要四个方面的研究小组:

- 生物力学团队。利用体育科学可视化工具来测量身体的运动, 生成运动员在运动过程中的 3d 渲染, 提供关键的数据和分析, 为设计师的决策提供信息。
- 生理学团队。为创造能提高运动员表现的鞋子和服装而建立, 致力于降低运动员体温、减少体能消耗从而提高训练时长。团队着重三方面的研究: (1) 体温调节: 运用环境研究室, 准确复制全球各地的气候状况, 进行体温调节研究; (2) 恢复: 研究如何快速从训练损耗中恢复; (3) 经济: 研究开发更高效的运动鞋, 在比赛中节省宝贵的能量。
- 感知团队。通过对产品属性、可用性和持久性的主观评价, 与生理学团队紧密合作, 了解运动员对服装在不同环境下的服装舒适度、热舒适和湿度管理能力。
- 数据科学团队。注重数据挖掘、数学建模、数据标准化、数据存储解决方案和知识引擎; 使用数学建模, 对运动员与 Nike 产品的复杂互动进行预测。

图 23: 大于每秒 3 万帧的高速摄像机, 是标准摄像机的 1000 倍



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 24: 模拟排汗人体模型 HAL

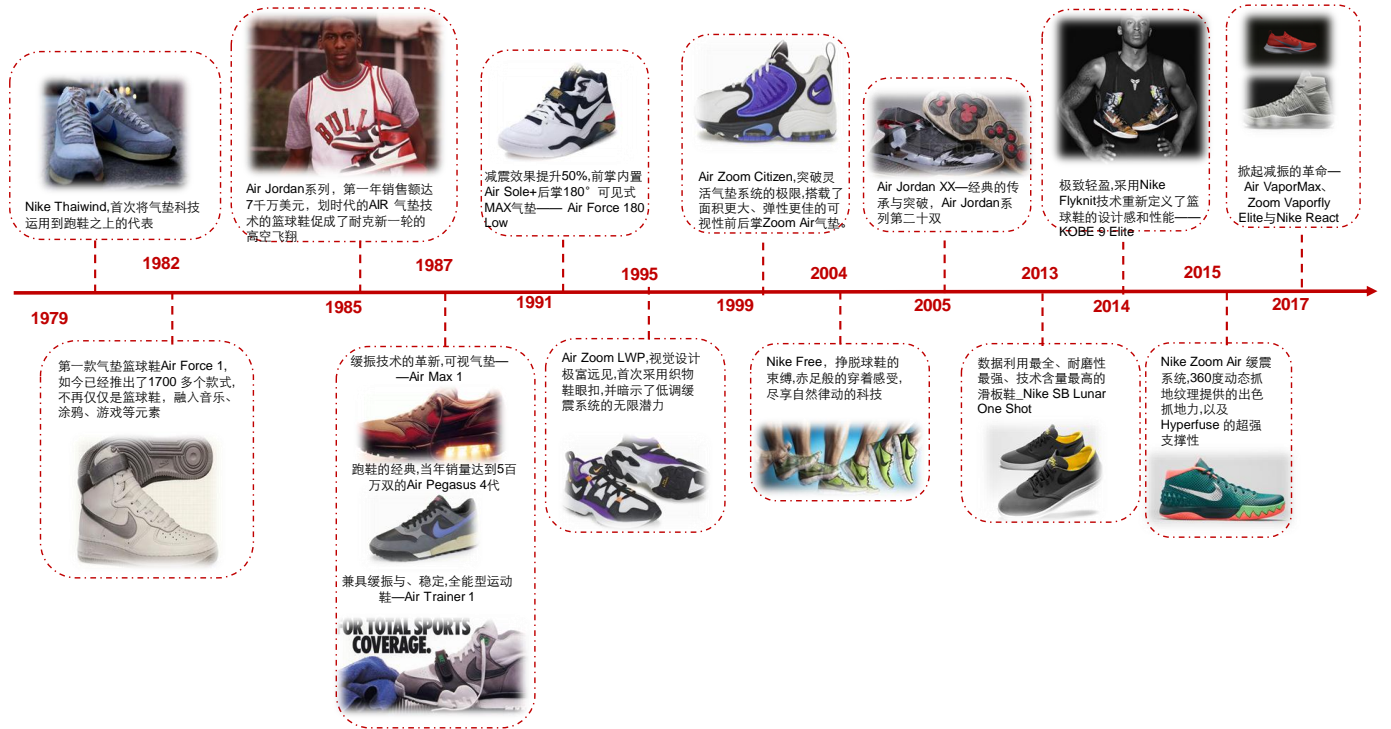


资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

## 创新技术产品, 驱动业绩快速增长

2017 Nike 年推出新的发展战略“Triple Double”提出双倍创新(2X Innovation),将进一步加大创新的节奏和影响。同期 Nike 掀起新的减震缓冲科技革命,从家喻户晓的 Air Max 发展到如今 ZoomX、Air VaporMax 和 Nike React 三个重量级科技开创性平台,并计划减少 25%的鞋款数量,让消费者更容易做出选择。

图 25: NIKE 发展历史上具备重要意义的重要产品及创新技术



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

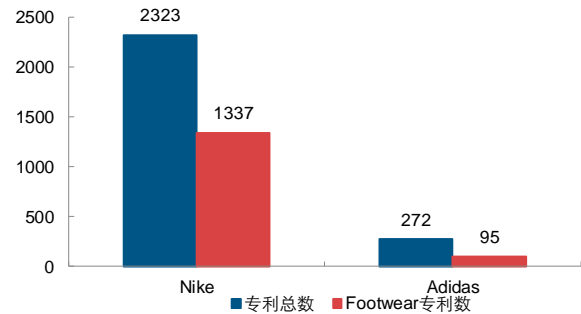
- ZoomX: Nike 于 2017 年发起挑战人类极限的 Breaking 2 计划, 旨在帮助跑者在两个小时内跑完马拉松。该计划中名声大噪的 Nike Zoom Vaporfly Elite 跑鞋采用了 Nike 4% system, 包含以超轻和柔软著称的 Nike ZoomX 泡棉; 与传统泡棉相比, Nike ZoomX 缓震更为轻盈、柔软, 并且回弹力更出众, 旨在通过提供更多的能量回归实现最快速度。2018 年推出全新的 Nike Zoom Vaporfly 4% Flyknit。
- Air VaporMax: 可视化透明气垫兼具时尚外形和强大性能, 取消了泡棉中底, 全部采用全气垫鞋底结构, 真正实现“将空气踩在脚下”, 脚感轻盈, 缓震效果明显。
- Nike React: 经历了将数百种化学物质进行融合、加工调整, 以及使用科学方法往材料中加入新的属性之后, 包括缓震专家和化学工程师在内的 Nike 创新团队携手开发了兼具各项优势的 Nike React 泡棉。
- 除了出色的鞋底科技, Nike 在面料方面也达成了出色的成就, 从 Flywire 到 Hyperfuse, Nike 先进的鞋面科技为生产多元化的产品提供了无限的可能性。

图 26: Air 气垫扛鼎之作 Air VaporMax



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 27: 2017 年 Nike 获得专利数远超 Adidas



资料来源: 搜狐, 长江证券研究所

图 28: 近年来, NIKE 在鞋面领域重要的技术创新




**Flywire “飞线”**

2008年开发的一项鞋面支撑技术, 追求超轻量化并且坚固耐用。高强度细线如同悬索大桥的钢缆, 细线的位置精准地设计在足部需要支撑的部位。





**Flyknit**

Flywire技术的升级版, 采用特殊的纱线织物材料, 能让得到的鞋子面料比一般材料更能紧贴穿着者的足部, 耐克称其目的是“让鞋子成为穿戴者第二层皮肤一样的存在”。




**Foamposite**

一次成型的发泡鞋面技术, 颠覆性的制作工艺, 让鞋子摆脱了缝制概念, 能够为篮球鞋提供良好的包裹性和支撑性, 从而提高整体稳定性。

**Hyperfuse**

由布网、TPU、皮革三合一热压而成的新型的鞋面材质, 鞋面相对轻质坚韧, 并增强了透气性, 采用了一体式合成鞋面的运动鞋为传统的制鞋领域带来了一场革命。

资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

## 营销策略: 专业体育营销和数字化营销扩大品牌影响力

### 挖掘高潜力体育新秀, 实现品牌营销效果最大化

不同于其他品牌签约已成名的体育巨星的策略, Nike 擅长挖掘具备成长潜力的体育新秀, 目的是使得品牌价值与运动员一起成长, 达到最好的宣传效果。相较于以高价签约体育巨星, 培养体育新秀将承担更高的风险, 然而 Nike 一次次成功的案例, 都体现了其体育市场团队的专业性和前瞻性。

1984 年与 21 岁刚刚成为职业篮球运动员的迈克尔·乔丹签约, 设计推出 Air Jordan 系列产品, 开启了乔丹传奇的职业生涯。1996 年和新秀高尔夫球选手伍兹签约, 1996 年老虎夺得奥格斯冠军, 2000 年伍兹连续夺得四大锦标赛冠军, “老虎大满贯”的达成也标志着 Nike 成为高尔夫领域的霸主。Nike 还为签约球星中最顶尖的推出签名鞋, 1972 年为次重量级摔跤手韦恩·威尔斯设计出 Nike 史上第一双签名鞋, 至今 Nike 公司的签

名鞋运动员人数已经增长到了 30 多人，每款 Nike 签名鞋都代表一个运动传奇。

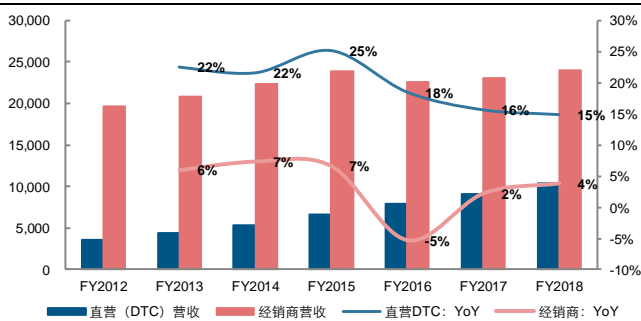
除了和体育巨星的紧密合作，Nike 后期在品牌体育营销方面进一步走向成熟，不断通过整合营销、埋伏营销等多元化方式，取得了良好的品牌传播效果。2002 年世界杯期间推出的著名蝎斗广告，成为 Nike 整合营销的开端；埋伏营销也是 Nike 营销策略的一大特色，Nike 极少作为国际体育大赛的官方赞助商，从 1984 年的洛杉矶奥运会到 2016 年的里约奥运会，Nike 始终是实效主义者，不断利用网络平台高互动和低成本的特点，以达到品牌传播的目的。

Nike 的营销费用主要由广告和推广费用组成，其中包括与体育明星的代言合同，电视、数字和印刷广告和媒体，品牌活动和零售品牌展示所产生的成本。从 2012 年赞助欧洲足球锦标赛和伦敦夏季奥运会以来，营销费用支出稳定增长，但始终维持在销售收入的 10% 左右，FY2018 产生 36 亿美元营销费用，相较于竞争对手 Adidas 平均 13% 的销售费用率，整体营销效率更高。

### 聚焦 DTC，加码数字化营销，拉近品牌与消费者距离

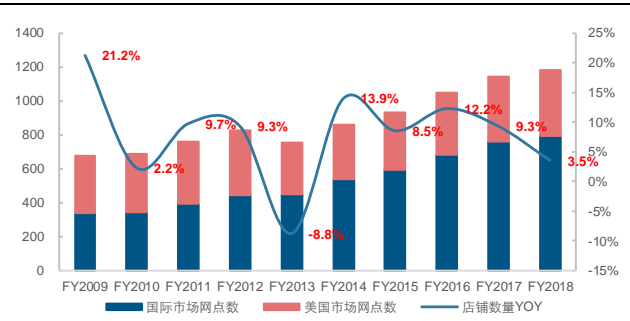
NIKE 早期依靠加盟为主的经营模式实现了快速扩张，但历史上数次因未能及时把握流行趋势而遭遇经营困境；同时，为适应快速变革的渠道以及实现对终端消费者需求的快速响应，NIKE 正在逐渐加大其直营渠道占比，DTC 占比从 FY12 年的 15% 已提升至 FY18 的 30%。在披露了 FY2017 四季报之后，Nike 开始不再披露期货订单增长数据，认为期货订单不再能反应销售增长的预期，**Nike 要转变成以数字化为主导的集团，加大直营比例实现实体零售与数字化相结合，与全球消费者建立更直接的联系。**公司自 FY2013 年以来加大全球范围直营店铺数量，Nike 品牌和 Converse 工厂店数量上升明显，本土市场内 Hurley 商店数量稳定，FY2016 年以来拓店速度有所放缓，更加注重线上渠道拓展。

图 29：直营渠道营收增速显著高于经销渠道（百万美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：公司直营店铺数量保持稳健增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

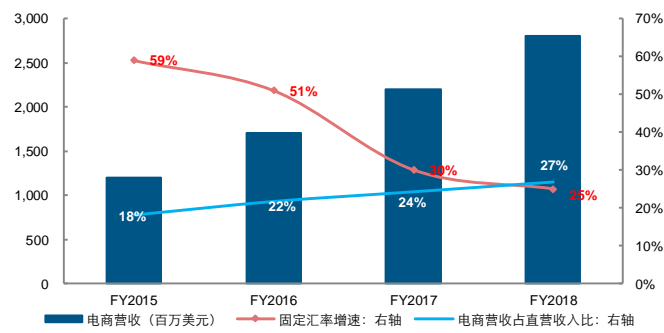
Nike “Triple Double” 战略中提出双倍直接联系 (2X Direct)，旨在通过数字化平台打造全新的 Nike Direct 项目，将 Nike 官网、Nike+、手机 App、Direct-to-Consumer 零售店等渠道联合起来，与消费者建立直接、深层次的联系，为消费者塑造更贴心的专业服务。

为响应 “Triple Double” 战略，Nike 于 2017 年推出 SNKRS Stash 和 Shock Drop 两款手机 App：SNKRS Stash 允许用户使用移动地理位置访问周围的 Nike 和 Jordan 商店，以购买独家的 Nike 产品；Shock Drop 会给用户推送产品上市提醒，允许用户通过网络或最近的零售商店购买到最心仪的产品。除此之外，Nike 还在全球启动了 Nike+ 和

SNKRS App；自 2006 年面世以来，Nike+不断地通过线下线上的活动来支持、激励运动爱好者们，并将他们集结到全球运动社区中。“+”代表“个性化”，它将 Nike+会员快速且便捷地与 Nike+ Run Club, Nike+ Training Club 和 Nike+ SNKRS 联系起来，Nike+还为会员提供带有产品推荐的个性化商店，并且可以预留最喜欢的鞋款。

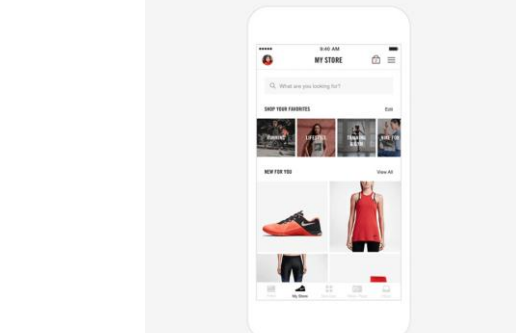
2017 年“Triple Double”战略启动以来，Nike 官网和手机 App 销售收入达到 22 亿美元，FY2018 电商收入 28 亿美元，固定汇率下同增 25%，占直营业收入的 27%；自 2015 年以来，电商营收占直营业收入比由 18%提升至 27%。

图 31：电商渠道销售快速增长，占比日渐提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 32：Nike+手机 App



资料来源：公司官网，长江证券研究所

## 供应链：优化供应商结构，效率壁垒构建提升反应速度

根据“Triple Double”战略的双倍速度 (2X Speed)，Nike 将提高整个供应链速度，推出 Express Lane 项目，从产品设计到物流运输进行全面提速以满足消费者日益增长的需求和期望。Express Lane 项目在 2017 年启动之初便在北美和西欧市场运行，并于 2017 年夏季登陆中国，服务上海、首尔和东京三个亚洲主要城市。Express Lane (快车道) 主要实现：1) 将平均产品设计周期缩短 50%；2) 根据消费者实时需求快速的实现材质、颜色的更新，提供新的产品；3) 提高补货速度，最快可以达到两天内补货。

### 优化采购区域分布，供应链集中度提升

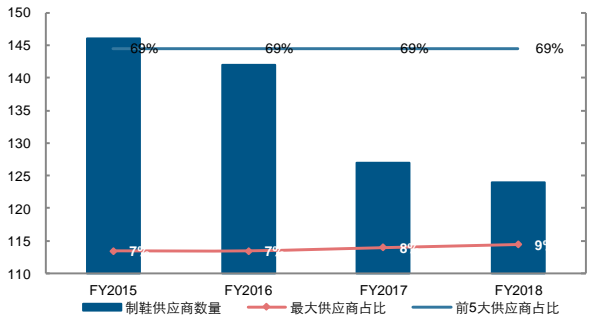
根据 Nike 发布的 FY16/17 可持续商业报告，Nike 将建立一个精益、绿色、公平和公正的供应链体系，使用和生产可持续性的原材料和商品。Nike 在全球拥有超过 500 个独立生产工厂，雇佣超过 1 百万员工，建立了 75 个分销中心。

**收缩供应商数量，集中度显著提升。**为应对快速变化的外部环境，品牌商对供应商的核心需求正在逐渐从早期的“价格为主”向“产品品质、交期、响应速度”等综合考量进行转变，反映在供应链端，表现出供应商企业数量持续收缩，优质供应商占比日渐提升。FY2015-FY2018，NIKE 制鞋供应商由 146 家减少到 124 家，最大供应商占比提升 2pct 至 9%，CR5 维持在 69%；制衣供应商数量有 408 家减少至 328 家，最大供应商占比/CR5 分别提升 2pct/11pct 至 13%/47%。

**生产区域向东南亚转移，越南、泰国、印度尼西亚生产占比不断提升。**制鞋领域，前三大供应商国家分别为越南、中国及印度尼西亚；其中，越南占比持续提升，从 FY2015 的 43%提升至 FY2018 的 47%，中国市场份额则逐渐下降。而制衣供应商方面，最大产地中国占比维持 26%；越南自 2016 年以来占比有所下降，FY2018 占比 18%，较 FY2016 下降 5pct；2017 年泰国超越印度尼西亚，成为第三大产地，FY2017-FY2018

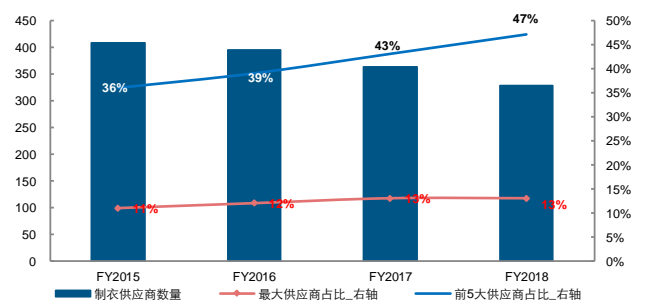
维持 10%。

图 33: 制鞋领域供应商数量及集中度



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 34: 制衣领域供应商数量及集中度



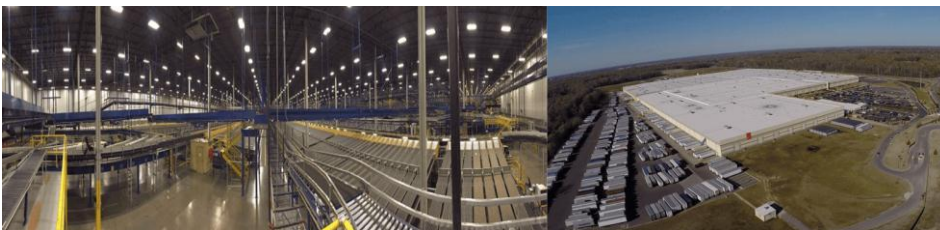
资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

## 构建全球化仓储物流体系, 加快供应链反应速度

遍布全球的仓储物流体系, 满足批发客户及直营门店的需求, 极大降低运营成本, 提升效率, 减少运输时间, 加强了 Nike 向消费者和零售合作伙伴的服务能力。NIKE 在美国拥有 7 个大型配送中心, 包括 2 个自建及 5 个租赁。公司全球最大的孟菲斯 (NALC-Memphis) 物流中心位于田纳西州的孟菲斯市, 占地 280 万平方英尺, 相当于 49 个足球场的面积, 拥有 33 英里的传送带、73 个出站门, 覆盖 Nike 全部的三条生产线——运动鞋、运动服饰和运动设备。

同时, Nike 在全球建立了 62 个分销机构, 其中在中国、比利时、加拿大、日本、韩国拥有 6 个大型配送中心。2011 年在中国江苏太仓市建成了全球第二大、亚洲最大的物流中心 China Logistics Center (CLC), 占地 20 万平方米, 并于 2017 年开始扩建, 新增约 6 万平方米建筑面积, 进一步提升 Nike 中国供应链的能力和效率; 同时将引入高科技分拣设备和输送系统、仓库管理系统, 并将进一步提升数字化采集和分析能力技术, 满足电子商务高速发展的需要, 更好地服务 Nike 大中华区市场。

图 35: 公司全球最大的北美物流园区-孟菲斯 (NALC-Memphis)

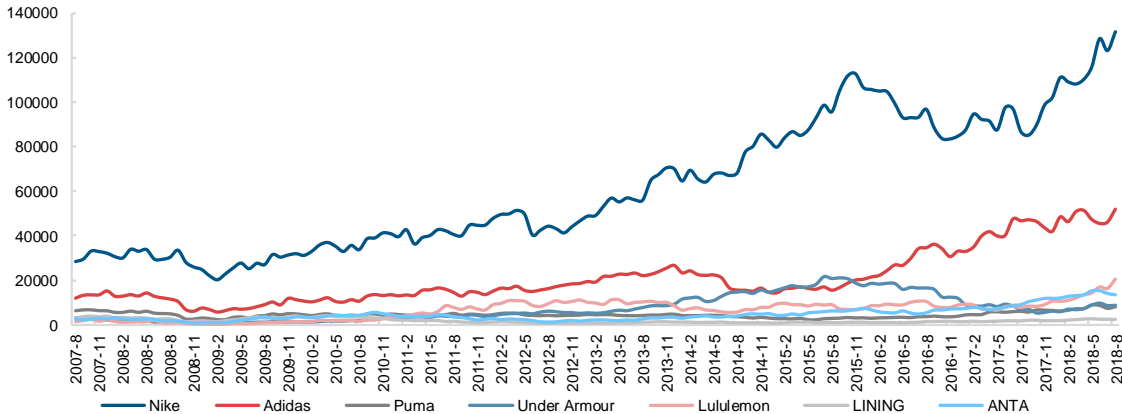


资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

## 市场表现: 百倍成长股, 估值中枢出现上移

从 1980 年上市至今, 公司实现收入及净利润增长 135 及 155 倍, 年复合增速 13.78%/14.19%, 股价上涨超过 300 倍。截至 8 月 31 日, 公司市值达 1316 亿美元, 远超 Adidas、Lululemon 等其他同业竞争者, 是运动鞋服领域的绝对龙头。

图 36: NIKE 市值远超其余运动鞋服领域公司 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

➤ **业绩表现:**，历史上 NIKE 业绩表现相对稳健，出现较为明显的盈利放缓或下降，主要受大的宏观环境恶化或公司未能及时把握流行趋势转变影响。

(1) FY1984-FY1987，女性消费者崛起，运动风潮逐渐从专业运动向时尚潮流转移，因未能有效把握流行趋势转变，致收入增速显著放缓及库存积压；同时，Reebok 品牌快速崛起加剧市场竞争，加上 Air Jordan 产品线销量下降和出售日本子公司导致收入和净利润下降。

(2) FY1994，欧洲经济衰退，加上欧盟对产自中国的运动鞋实施进口配额导致国际市场营收下降，销售收入下降叠加销售和管理费用上升、税改后税率上升造成收入和净利润均为负增长。

(3) FY1998，美国消费增速放缓加上亚洲经济危机导致终端需求急速下降，公司出现严重的存货问题，公司开始进行大量促销。

(4) FY2009-FY2010，受全球金融危机影响，终端销售低迷，再加上 FY2009Q3 收购 Umbro，商誉及无形资产减值 2.4 亿美元，大幅拉低净利润水平。

(5) FY2016-FY2018，因未能及时把握新一轮运动休闲风潮的崛起，收入增速出现明显放缓，美国税改导致税收支出显著增加，净利润大幅下降。

➤ **估值方面:** 估值与业绩表现出较高相关性，09 年后业绩持续改善叠加 12 年后市场估值中枢上移，整体估值水平出现明显提升。

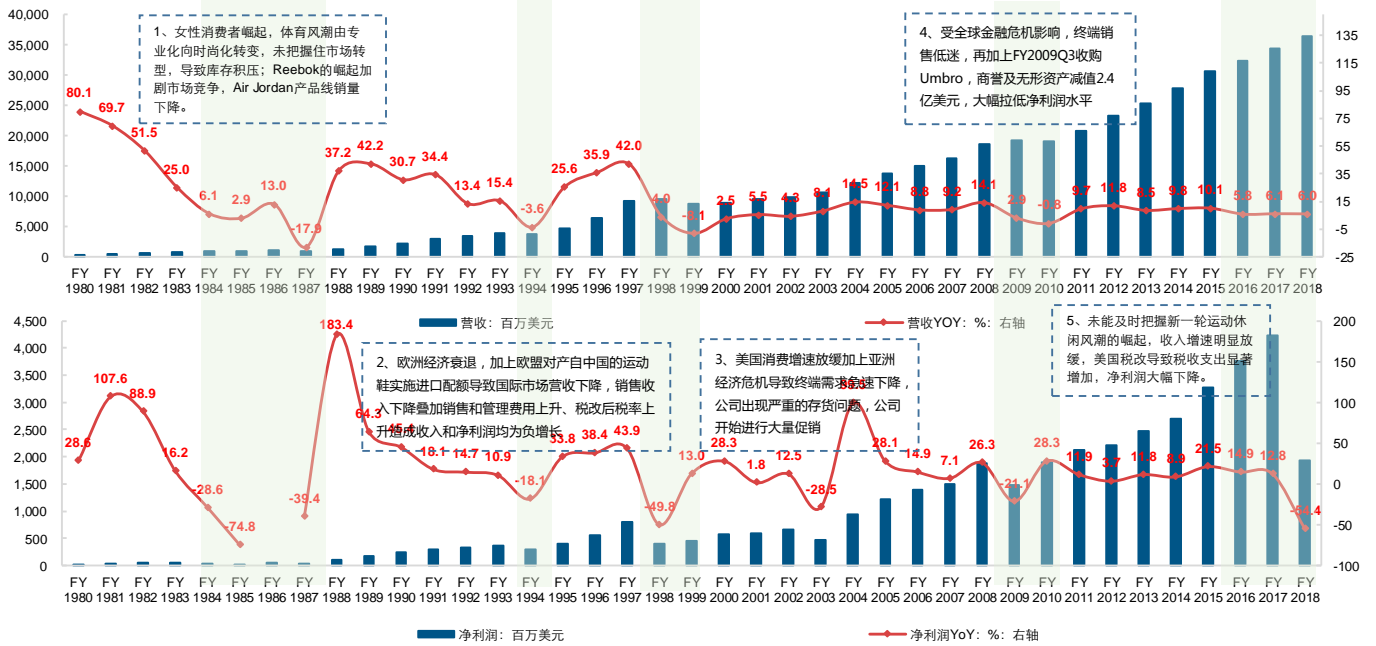
(1) 90 年代初期，在经历前期高速成长后期增长出现一定乏力，叠加重点拓展的海外欧洲市场遭遇经济衰退，业绩增速持续放缓，估值中枢维持在 10X 左右；95 年后系列改革措施的实施，业绩明显改善，估值亦伴随业绩改善逐渐回升至 20X，但在 98 年金融危机中估值又进一步下跌至最低 10X 左右。

(2) 98 年金融危机后，股价先于业绩回升，短期股价及估值出现明显上涨，之后逐渐回落。在 99 年至 2008 年之间，估值稳定在 15X-20X 之间，在 08 年新一轮的金融危机中，估值亦出现进一步下跌。

(3) 09 年之后，伴随着公司优化品牌矩阵，海外扩张重心向亚太转移，聚焦高潜力增长领域，业绩持续稳健增长，叠加 2012 年之后，整体市场估值中枢出现显著上移，公司估值水平出现明显上升，这一阶段公司估值中枢在 25X 左右。当前，公司 PE (TTM)

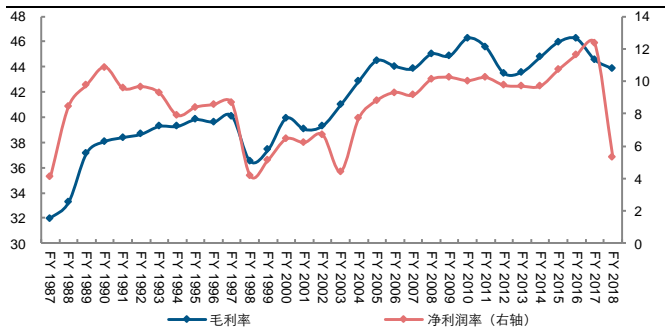
估值在 35X，处于历史相对较高水平。

图 37：公司上市至今，收入及利润简要复盘



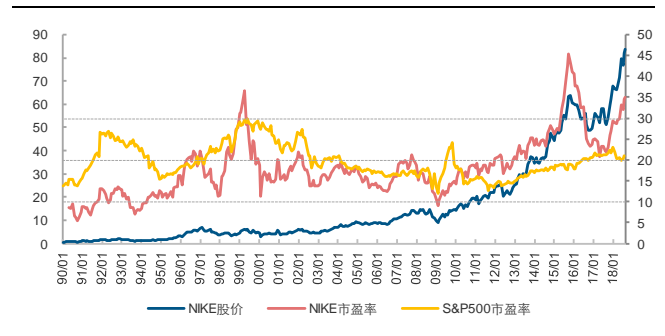
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 38：2000 年后，公司毛利率及净利率保持改善趋势（%）



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 39：公司股价及估值简单复盘



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

## 行业观点

本周，8月消费数据公布，社零总额同比增长9%，环比小幅改善0.2pct，但限额以上服装鞋帽、针、纺织品消费增速持续回落，当月同增7%，增速环比回落1.7pct。宏观承压背景下，板块性行情难再现，建议排除短期数据干扰，精选持续进化优质龙头穿越周期。上游制造方面，棉价中期上行背景下棉价及汇率利好优质龙头业绩释放，纺织制造仍具备中期布局良机。建议重点关注：（1）受益环境从冲突到友好，持续进化的本土大众品牌森马服饰、太平鸟和海澜之家；（2）复苏强劲的中高端女装歌力思、安正时尚和朗姿股份；（3）格局清晰、复苏持续可期的家纺龙头罗莱生活和富安娜；（4）新模式公司跨境通、开润股份和南极电商；（5）纺织板块建议中期布局华孚时尚、百隆东方、健盛集团和鲁泰A。

## 公司事件跟踪

表 2: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/09/15-2018/11/15)

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)		
				总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)
603157.SH	拉夏贝尔	2018-09-25	9,103.30	54,767.16	5,477.00	10.00	54,767.16	14,580.30	26.62
002127.SZ	南极电商	2018-11-09	10,378.77	245,487.04	145,126.31	59.12	245,487.04	155,505.08	63.35

表 3: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/09/15)

增发实施									
代码	名称	发行日期	定增股份上市日	发行方式	发行价格(元)	最新价 (元)	自发行价涨跌幅 (%后复权)	增发数量(万股)	实际募集资金 总额(亿元)
600448.SH	华纺股份	2017-11-15	2017-11-29	定向	5.91	3.57	-39.59	10,248.56	6.06
002397.SZ	梦洁股份	2017-12-20	2018-01-12	定向	7.48	4.55	-38.38	7,624.06	5.70
603518.SH	维格娜丝	2018-02-05	2018-03-06	定向	18.46	15.57	-15.00	2,826.24	5.22
601718.SH	际华集团	2017-04-11	2017-04-24	定向	8.19	3.68	-52.92	53,462.94	43.79
002293.SZ	罗莱生活	2018-01-23	2018-02-07	定向	11.84	10.72	-7.38	3,927.36	4.65
002042.SZ	华孚时尚	2017-02-23	2017-03-22	定向	12.62	6.81	-15.61	17,432.65	22.00
002780.SZ	三夫户外	2017-12-08	2017-12-21	定向	23.38	12.84	-45.08	1,114.09	2.60
603889.SH	新澳股份	2017-07-14	2017-08-01	定向	13.01	9.10	-28.70	6,849.11	8.91
002127.SZ	南极电商	2017-10-09	2017-11-09	定向	13.44	7.01	-21.49	2,912.89	3.91
002640.SZ	跨境通	2018-04-10	2018-04-27	定向	16.97	12.38	-26.81	3,886.27	6.59
002656.SZ	摩登大道	2017-07-24	2017-09-04	定向	15.71	9.61	-2.00	1,464.04	2.30
002404.SZ	嘉欣丝绸	2018-01-31	2018-03-06	定向	7.19	5.19	-25.85	5,702.36	4.10
603558.SH	健盛集团	2017-11-13	2017-12-01	定向	14.00	8.71	-36.81	1,373.82	1.92
603608.SH	天创时尚	2017-11-30	2017-12-25	定向	14.37	9.33	-33.64	3,573.42	5.13
002640.SZ	跨境通	2017-12-13	2018-01-26	定向	15.88	12.38	-21.79	7,326.83	11.63
002127.SZ	南极电商	2017-09-27	2017-11-09	定向	8.29	7.01	27.28	6,919.18	5.74
603558.SH	健盛集团	2017-08-14	2017-08-31	定向	21.67	8.71	-59.18	3,211.81	6.96
增发预案									
代码	名称	最新公告日	方案进度	增发价格 (元)	预案价下限 (元)	最新价 (元)	预案差价率(%)	增发数量(万股)	预计募集资金 总额(亿元)
002291.SZ	星期六	2018-08-14	董事会预案	5.00		5.07	1.40	26,288.97	13.14
002291.SZ	星期六	2018-08-14	董事会预案			5.07		7,978.44	5.14
300526.SZ	中潜股份	2018-05-19	股东大会通过			11.82		3,300.00	4.90
603608.SH	天创时尚	2017-11-07	证监会核准			9.33		7,918.40	2.37
600626.SH	申达股份	2018-06-27	发审委通过			5.09		14,204.85	19.95
600987.SH	航民股份	2018-09-05	发审委通过	9.72		8.91	-8.33	11,008.23	10.70

资料来源: Wind,长江证券研究所 (个股最新价为 9 月 14 日收盘价)

表 4: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/08/15-2018/09/15)

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)	代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)
603908.SH	牧高笛	1	1	减持	26.83	002875.SZ	安奈儿	4	1	减持	14.72
603877.SH	太平鸟	4	1	增持	21.34	002569.SZ	步森股份	1	1	减持	10.97
603558.SH	健盛集团	3	1	减持	8.40	002003.SZ	伟星股份	8	1	增持	7.57

资料来源: Wind,长江证券研究所 (均价为根据减值市值与股本数量粗略测算的均值)

表 5: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司

代码	简称	PE (2018E)	代码	简称	除类现金资产后 PE (2018E)	代码	简称	PEG (2018E)
002087.SZ	新野纺织	7.94	002029.SZ	七匹狼	2.29	600177.SH	雅戈尔	0.03
002394.SZ	联发股份	8.75	002087.SZ	新野纺织	5.18	600146.SH	商赢环球	0.12
600987.SH	航民股份	8.97	600987.SH	航民股份	6.22	002154.SZ	报喜鸟	0.13
000726.SZ	鲁泰A	9.07	002394.SZ	联发股份	6.58	002397.SZ	梦洁股份	0.18
603157.SH	拉夏贝尔	9.46	600177.SH	雅戈尔	6.98	300005.SZ	探路者	0.20
603518.SH	维格娜丝	10.37	603157.SH	拉夏贝尔	7.76	002087.SZ	新野纺织	0.23
002083.SZ	孚日股份	10.75	600146.SH	商赢环球	7.86	603518.SH	维格娜丝	0.24
002327.SZ	富安娜	11.07	603518.SH	维格娜丝	7.89	002640.SZ	跨境通	0.25
600146.SH	商赢环球	11.16	000726.SZ	鲁泰A	8.29	603608.SH	天创时尚	0.25
600398.SH	海澜之家	11.66	002327.SZ	富安娜	8.97	603558.SH	健盛集团	0.27

资料来源: Wind,长江证券研究所 (类现金资产=货币资金+理财产品, 其中理财产品包括“其他流动资产”、“一年内到期的非流动资产”中的“理财产品”、“基金产品”、“国债逆回购”、“供应链融资借款”、“银行机构性存款”、“可供出售金融资产”、“结构性存款”)

表 6: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司

代码	简称	市值 (百万元)	类现金资产/市值
002029.SZ	七匹狼	5,115.89	83.86%
600177.SH	雅戈尔	25,786.42	54.89%
600448.SH	华纺股份	1,873.71	51.62%
300005.SZ	探路者	2,985.83	47.18%
600626.SH	申达股份	3,615.14	43.27%
002674.SZ	兴业科技	2,159.89	41.71%
601718.SH	际华集团	16,161.20	40.59%
603116.SH	红蜻蜓	4,561.66	39.79%
000982.SZ	*ST中绒	2,617.31	37.82%
002193.SZ	如意集团	3,410.15	37.06%

资料来源: Wind,长江证券研究所

表 7: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司

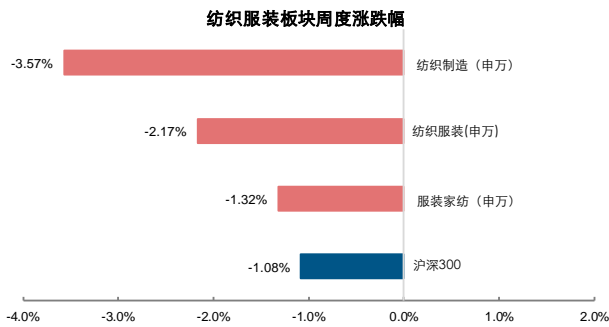
代码	简称	股息率 (2017A)
601566.SH	九牧王	7.04%
600398.SH	海澜之家	4.95%
002674.SZ	兴业科技	4.85%
601339.SH	百隆东方	4.61%
000726.SZ	鲁泰A	4.57%
002083.SZ	孚日股份	4.49%
002003.SZ	伟星股份	4.37%
600177.SH	雅戈尔	4.36%
002394.SZ	联发股份	4.13%
002042.SZ	华孚时尚	3.73%

资料来源: Wind,长江证券研究所 (百隆东方考虑 2017 年年中、年末两次分红)

## 行情回顾

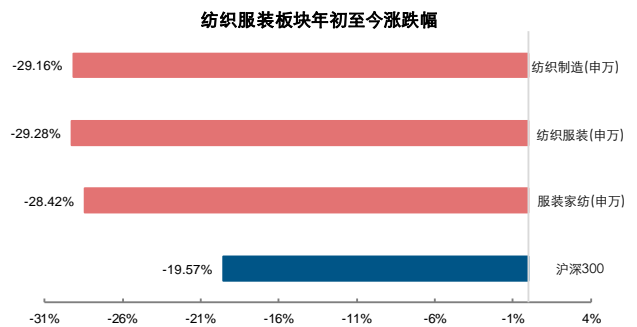
上周，纺织服装行业板块下跌 2.17%，同期沪深 300 指数下跌 1.08%，纺织服装板块跑输大盘 1.09 个百分点，排名第 22。个股方面，涨幅前五分别为：健盛集团（4.94%）、诺邦股份（4.78%）、天创时尚（4.60%）、多喜爱（4.21%）、安正时尚（1.52%）；跌幅前五分别为：浔兴股份（-40.96%）、美盛文化（-19.24%）、星期六（-16.20%）、跨境通（-9.10%）、欣龙控股（-7.59%）。

图 40：本周行业涨跌幅



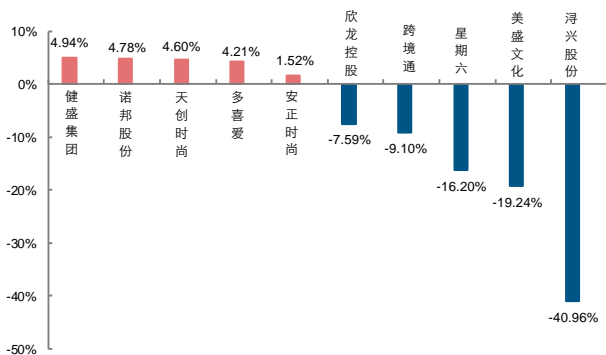
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 41：年初至今行业涨跌幅



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 42：本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 43：纺织服装板块 PE 历史走势



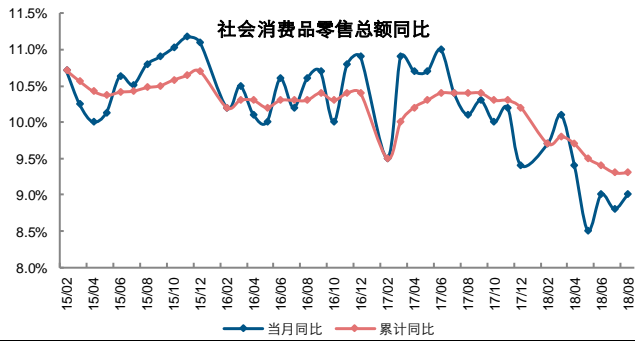
资料来源：Wind,长江证券研究所

## 数据追踪

### 宏观数据跟踪

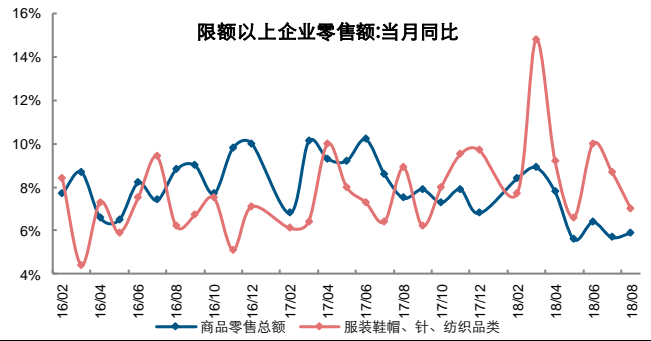
2018 年 8 月，社会消费品零售总额当月实现 31,542 亿元，同增 9.0%（增速环比 +0.2pct），累计实现 242,294 亿元，同增 9.3%（增速环比持平）。限额以上企业商品零售总额当月实现 11,041 亿元，同增 5.9%（增速环比 +0.2%），累计实现 86,460 亿元，同增 7.1%（增速环比 -0.2pct）；其中，服装鞋帽、针、纺织品零售总额当月实现 954 亿元，同增 7.0%（增速环比 -1.7%），累计实现 8,521 亿元，同增 8.9%（增速环比 -0.3pct）。

图 44: 8 月, 社会消费品零售总额当月同增 9.0%, 累计同增 9.3%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 45: 8 月, 限上服装鞋帽针纺织品企业商品零售额当月同增 7.0%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

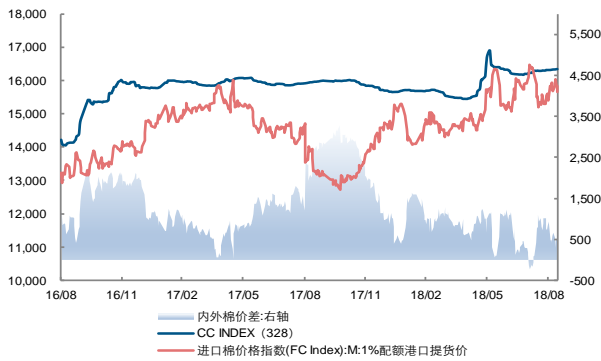
## 原材料价格跟踪

截至 9 月 14 日, 国内 328 级棉花现货收报 16,343 元/吨, 较 9 月 7 日上涨 0.08%; 进口棉 (M) 1% 配额港口提货价 15,652 元/吨, 国内外棉价差 691 元/吨, 较 9 月 7 日扩大 36 元/吨; 进口棉 (M) 滑准税港口提货价较 9 月 7 日下跌 9 元/吨至 16,371 元/吨, 国内外棉价差 (滑准税) 为 -28 元/吨, 开始倒挂。

截至 9 月 14 日, 国内纱线价格 24,330 元/吨, 与 9 月 7 日持平; 进口纱线港口提货价为 24,253 元/吨, 较 9 月 7 日下跌 260 元/吨; 国内外纱线价差为 77 元/吨, 开始倒挂。

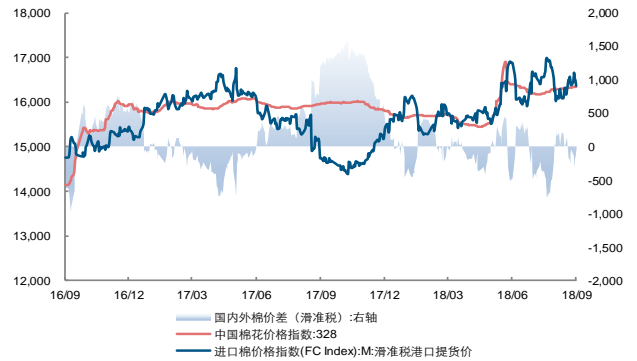
截至 9 月 13 日, 坯布价格为 5.76 元/米, 与上周持平。

图 46: 截至 9 月 14 日, 国内外棉价差为 691 元/吨



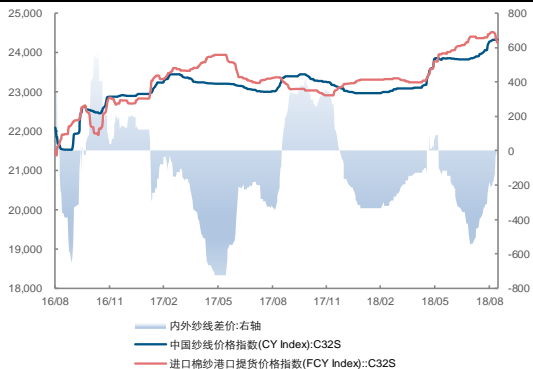
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 47: 截至 9 月 14 日, 国内外棉价差 (滑准税) 为 -28 元/吨



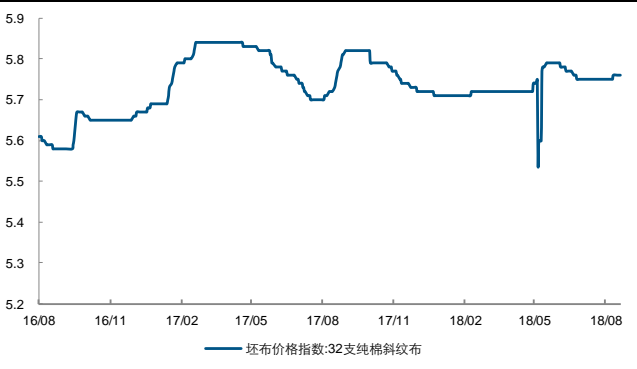
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 48: 截至 9 月 14 日, 国内外纱线价差为 77 元/吨



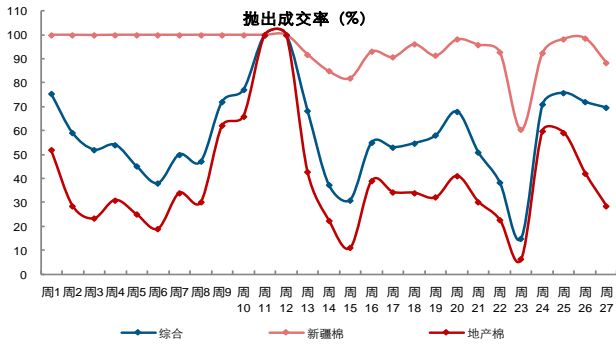
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 49: 截至 9 月 14 日, 坯布价格为 5.76 元/米



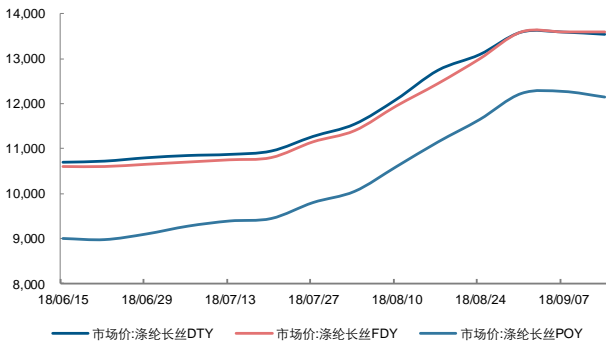
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 50: 第 27 周 (9.10-9.14) 国储棉抛储成交率回调



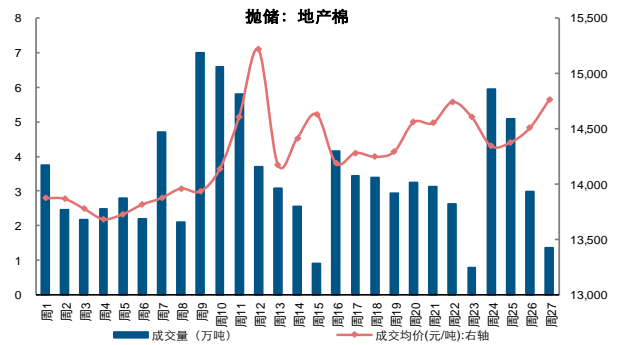
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 52: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)



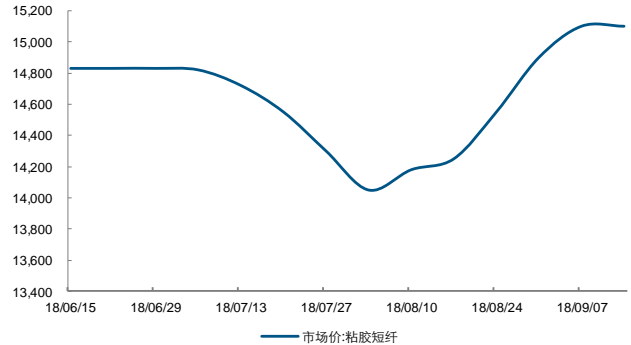
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 51: 第 27 周 (9.10-9.14) 地产棉抛储成交量有所下滑



资料来源: Wind,长江证券研究所

图 53: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)



资料来源: Wind,长江证券研究所

## 国际纺织服装企业估值指标

表 8: 国际纺织服装企业估值

类别	公司简称	昨日 收盘价	调整市值 (百万美元)	EPS			PE		
				上一年度	当前年度	下一年度	上一年度	当前年度	下一年度
运动休闲	NikeInc (美元)	83.49	133630.30	1.17	2.67	3.13	71	31	27
	adidas (欧元)	210.91	51353.83	5.42	8.13	9.46	39	26	22
	Puma(欧元)	428.00	7512.67	9.09	13.06	17.00	47	33	25
	LululemonAthletica (美元)	153.71	20346.74	1.90	3.57	4.18	81	43	37
	李宁(港元)	7.00	1951.26	0.21	0.29	0.39	33	24	18
	安踏体育(港元)	35.60	12181.19	1.17	1.48	1.83	30	24	19
奢侈品	LVMH(欧元)	292.35	171850.64	10.21	12.62	13.71	29	23	21
	HermesInternational(欧元)	541.60	66541.89	11.70	12.71	13.82	46	43	39
	Tapestry(美元)	49.94	14384.67	1.39	2.78	3.08	36	18	16
	MichaelKorsHoldingsLtd(美元)	73.05	10907.95	3.89	5.05	5.37	19	14	14
	RalphLaurenCorp(美元)	131.74	10688.08	1.99	6.63	7.20	66	20	18
	BurberryGroup(英镑)	21.53	11596.19	0.69	0.81	0.85	31	27	25
	PVHCorp(美元)	139.54	10704.87	6.93	9.27	10.32	20	15	14
大众品牌	Kering (欧元)	447.20	65722.24	14.17	21.45	24.79	32	21	18
	FastRetailingCoLtd(日元)	58090.00	55006.42	1169.70	1406.70	1595.76	50	41	36
	Inditex(欧元)	26.62	96554.99	1.08	1.14	1.23	25	23	22
	GapInc(美元)	27.78	10687.20	2.16	2.58	2.71	13	11	10
	H&M(克朗)	123.16	22543.54	9.78	8.15	8.25	13	15	15
	TJXCosInc(美元)	108.77	67520.79	4.10	4.92	5.42	27	22	20
	Abercrombie&FitchCo(美元)	20.17	1346.35	0.10	0.87	1.08	202	23	19
	中国利郎(港元)	7.69	1173.47	0.51	0.65	0.76	15	12	10

资料来源: Bloomberg,长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。