

黄金赛道 强者愈强

——国内运动服饰行业深度报告

核心观点

- **国内运动服饰行业方兴未艾,经历短暂调整后 2015 年至今反弹强劲。**运动服饰行业在 2012-2014 年进入调整阶段,本土龙头企业均遭遇了严重的库存问题,表明过去粗放式的发展模式已走到终点。伴随渠道出清和龙头为主的零售化、品牌化转型,2015 年后行业整体迎来了反弹,且增速逐年加快,近 5 年行业复合增速在 15%左右,2018 年更是达到同比 18%的增长。
- **行业头部效应明显加剧,国外巨头表现更稳定优秀,但国内龙头竞争力也明显提升。**2015 到 2018 年间,阿迪达斯的国内市占率提升了 4.2%,耐克的市占率提升了 3.6%,斯凯奇的市占率提升了 3.7%,国内龙头安踏提升了 3.4%,李宁和特步小幅下滑。**但是在此期间,本土龙头顺利走出调整期,已经找到合适的发展定位。**安踏走的是多品牌国际化路线,对自身的运营能力要求较高;李宁走的是单品牌聚焦路线,充分挖掘品牌独一无二的精神属性;特步走的是差异化路线,深耕跑步细分市场。
- **行业前景广阔,易出大市值公司。**我们认为运动服饰行业未来仍然是服饰行业的最佳赛道之一,潜力巨大。未来五年行业的复合增速将超过 10%,仅次于童装行业的 13%,大幅领先于其他服饰子行业。从国际经验看,运动服饰领域容易诞生大市值公司,根据 2019 年 8 月 6 日最新市值数据,耐克、阿迪达斯和露露柠檬是目前全球运动服饰行业中市值最大的三家公司,市值分别为 1,237 亿、606 亿和 227 亿美元,本土第一品牌安踏排名第四,市值为 196 亿美元,不到耐克的六分之一,李宁和特步则更小。考虑到中国庞大的消费市场和活力,未来本土龙头的市值潜力值得期待。
- **我们预计未来国内运动服饰行业,本土品牌中三强(安踏、李宁和特步)鼎立的格局有望进一步固化。**(1)借鉴国际经验,运动服饰行业较易诞生本土巨头。据统计,世界前四大运动服饰市场中,本土企业占据 Top 6 榜单中的一半,2015 年后中国大规模的中产崛起也将成为助力。(2)行业头部效应继续加剧,二线本土企业将遭受进一步挤压。(3)三家本土龙头企业未来有长期繁荣共生的基础。(4)产品和渠道持续发力,将打开本土龙头企业未来天花板。产品方面:国潮崛起和运动时尚化带给本土品牌机遇;渠道方面,全渠道发力,新兴渠道增长成为推动力。

投资建议与投资标的

- 我们认为运动服饰是可选消费领域投资的黄金赛道之一,行业经历 2012-2014 年的调整出清后,目前更为健康和确定,未来五年仍有望保持 10%以上的复合增速,且呈现强者愈强的特征。从竞争格局来看,本土三龙头竞争优势有望持续强化。我们长期看好李宁(02331,买入),建议关注安踏体育(02020,未评级)、特步国际(01368,未评级)。

风险提示

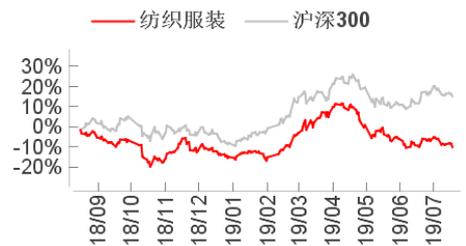
- 国内经济减速对服饰终端零售的影响,专业运动和潮流时尚风格轮动对行业销售的影响,国际并购和多品牌发展中的管理挑战和财务波动等。



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 纺织服装行业
报告发布日期 2019 年 08 月 15 日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860513060001

联系人 朱炎
021-63325888-6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

联系人 张维益
021-63325888-7535
zhangweiyi@orientsec.com.cn

相关报告

品牌服饰困境反转系列之三: 快时尚浪潮退去之下 优衣库如何重新崛起: 2019-08-13

继续看好黄金珠宝、化妆品和运动服饰的投资机会: 2019-08-12

国内金价创 5 年新高,避险情绪下继续推荐黄金珠宝板块超额收益机会: 2019-08-04

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

回眸：国内运动服饰行业方兴未艾，本土龙头地位初步确立	5
行业整体蓬勃发展，2015 年至今增长尤为强劲.....	5
头部效应明显加剧，国外两大巨头表现稳定优秀.....	7
本土龙头顺利走出调整期，已经找到合适定位	9
安踏：多品牌国际化，综合运营能力强	9
李宁：单品牌聚焦，争当“专业运动和潮流时尚”的领军者	13
特步：差异化突破，深耕跑步细分市场	14
展望：未来前景广阔，本土三龙头竞争优势有望强化	16
行业长期空间广阔，易出大市值公司.....	16
本土品牌三强鼎立格局有望进一步固化	19
产品和渠道齐发力，打开龙头企业未来天花板	21
产品：国潮崛起和运动时尚化带给本土品牌新机遇	21
渠道：全渠道发力，新兴渠道增长成为重要推动力	23
投资建议	26
安踏：综合实力最强，关注未来多品牌集团化发展	26
李宁：经营渐入佳境 中短期盈利弹性更大.....	26
特步：基本面后发改善，追赶期值得关注	27
风险提示	27

图表目录

图 1: 中国运动服饰行业发展阶段	5
图 2: 本土龙头企业门店数量变化 (2006–2014)	5
图 3: 本土龙头企业存货周转天数 (2010–2015)	6
图 4: 本土龙头企业收入增速变化 (2010–2015)	6
图 5: 安踏和李宁营业收入比较 (2007–2018, 十亿元)	7
图 6: 中国运动服饰行业市场规模及增速 (2007–2018, 十亿元)	7
图 7: 中国运动服饰主流公司市占率演变 (2013–2018)	8
图 8: 中国运动服饰市场主要品牌比较图	8
图 9: 公司最新组织架构 (2019)	11
图 10: Amer Sports 营业收入及增速 (2014–2018)	12
图 11: Amer Sports 营业收入拆分	12
图 12: 李宁在 2008 年北京奥运会上作为火炬手	13
图 13: 各品牌百度指数 (2011 年 1 月至 2019 年 8 月)	13
图 14: 运动服饰品牌力指数 (2019)	13
图 15: 运动鞋品牌力指数 (2019)	13
图 16: 李宁登陆国际时装周概览	14
图 17: 特步厦门研发中心展示	15
图 18: 中国与发达国家运动服饰市场发展阶段比较	17
图 19: 中国未来五年行业复合增速 (2019E–2024E)	17
图 20: 运动服饰行业人均消费比较 (2018, 美元)	17
图 21: 中国运动服饰占整体服饰消费比重 (2013–2018)	17
图 22: 全球运动服饰主要公司市值 (十亿美元)	18
图 23: 中国本土消费品牌有望迎来爆发	20
图 24: 龙头企业市占率变化 (2018)	21
图 25: 二线本土企业市占率变化 (2018)	21
图 26: 中国消费者对品牌的偏好变化 (2017, %)	22
图 27: 李宁产品零售流水按新品和旧品拆分 (2014–2018)	22
图 28: 李宁潮流产品举例	23
图 29: 龙头运动服饰企业门店数量变化 (2014–2018)	23
图 30: 李宁天津滨江道现代城店	25
图 31: FILA 南京东路悦荟广场旗舰店	25
图 32: 本土龙头企业毛利率变化 (2014–2018)	26
图 33: 本土龙头企业净利率变化 (2014–2018)	26

表 1: 国内龙头运动服饰企业对比	9
表 2: 公司主品牌介绍	9
表 3: Amer 旗下主要品牌 (2019)	12
表 4: 公司马拉松赞助赛事明细 (2018)	14
表 5: 特步跑鞋科技介绍	16
表 6: 中国近年重要体育政策	18
表 7: 前四大运动服饰市场 Top 6 公司 (2018)	20
表 8: 李宁和特步同店销售增长 (SSSG)	23
表 9: 李宁和安踏线上渠道占比 (2014–2018)	24

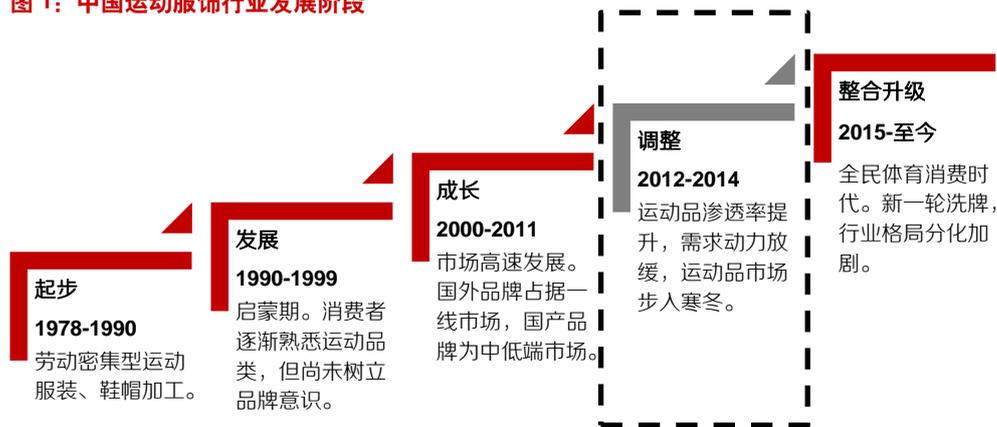
回眸：国内运动服饰行业方兴未艾，本土龙头地位初步确立

行业整体蓬勃发展，2015 年至今增长尤为强劲

中国的运动服饰行业从 1978 年起可分为五个发展阶段，分别为起步阶段（1978-1990 年）、发展阶段（1990-1999 年）、成长阶段（2000-2011 年）、调整阶段（2012-2014 年）和整合升级阶段（2015 年至今）。

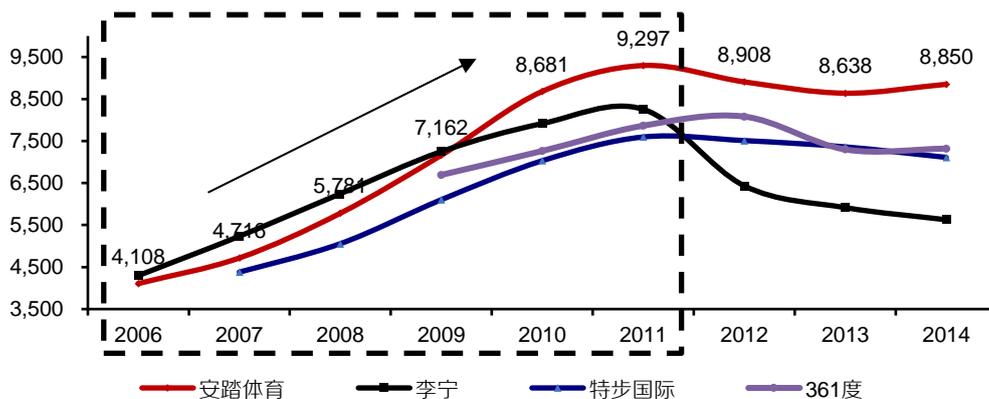
我们认为 2012-2014 年的调整阶段对行业发展影响深远，从此以后行业真正开始从粗放式发展向零售化、品牌化转型。本土运动品牌的影响力在 08 年奥运会前后达到顶峰，行业龙头包括安踏、李宁、匹克、361 度和特步等纷纷登陆资本市场，并在后续年份通过大幅开店拉动销售额增长，截止 2011 年底，安踏和李宁的门店数量已经分别达到了 9,297 和 8,255 家，但是过快的扩张速度和同质化的发展模式透支了行业未来的增长，2012 年起行业步入历时两年的调整阶段，国内运动服饰市场步入寒冬，门店数量大幅萎缩，其中李宁的下降幅度最快，业绩受到严重影响。

图 1：中国运动服饰行业发展阶段



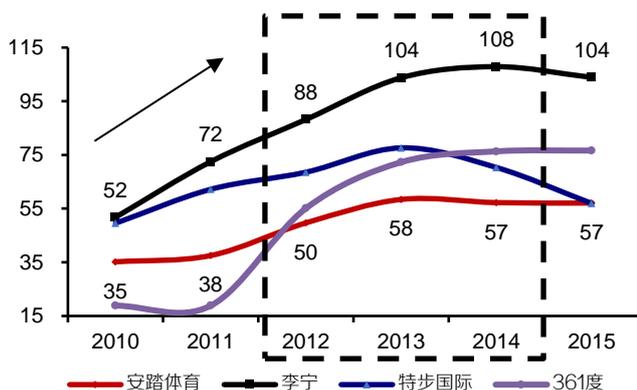
数据来源：峰瑞资本，东方证券研究所

图 2：本土龙头企业门店数量变化（2006-2014）

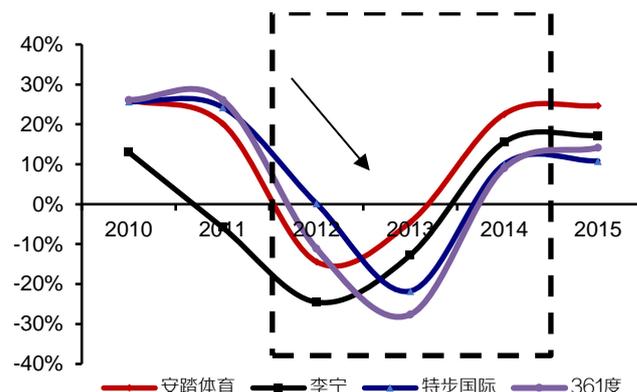


数据来源：公司年报，东方证券研究所

调整阶段中，本土龙头企业均遭遇了严重的库存问题。以安踏、李宁、特步和 361 度四家龙头企业为例，从存货周转天数来看，2012 年起各家均大幅上升，其中 361 度提升最快，从 2011 年的 18.9 天上升至 2012 年的 55.1 天，2014 年更是超过 76 天，李宁也从 2011 年的 72 天上升至 2012 年的 88 天，2014 年更进一步攀升至 107.9 天，安踏的存货周转天数增长相对平稳，在四家企业中周转天数最低。从收入增速情况来看，各家企业 2012 年和 2013 年的收入增速均为负值，其中李宁的降幅最大，在 2012 的收入增速为-24.6%，安踏受到的影响相对较小，收入增速在同行中始终保持领先。

图 3：本土龙头企业存货周转天数（2010-2015）


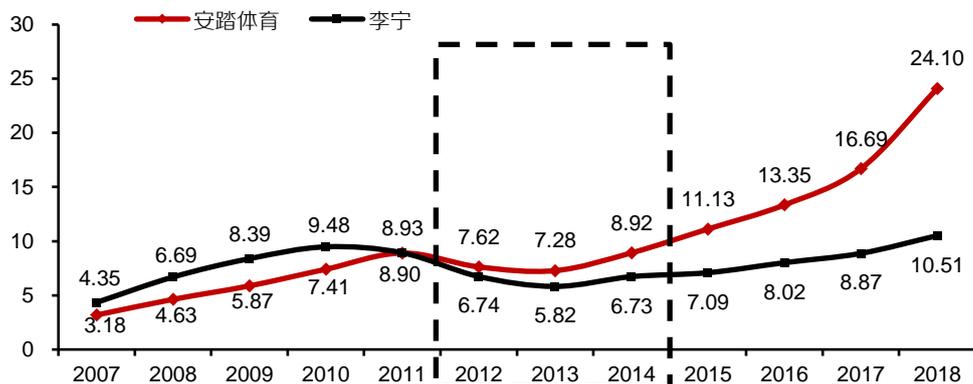
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 4：本土龙头企业收入增速变化（2010-2015）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

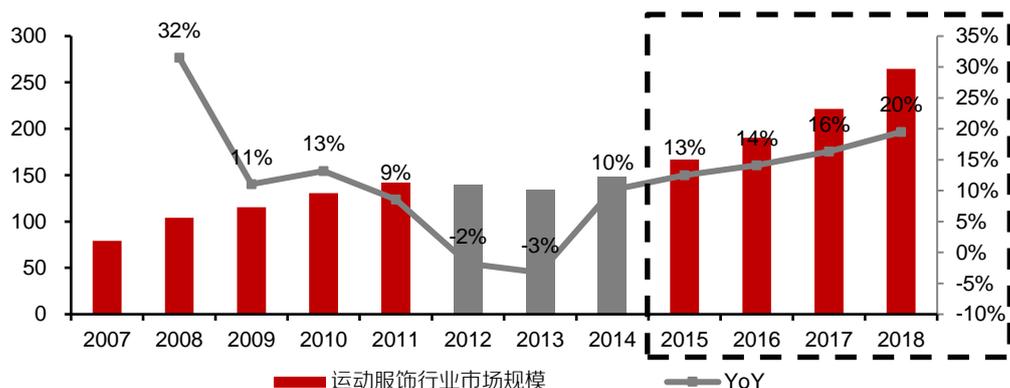
值得一提的是，安踏在行业调整期成功逆袭，一举超越李宁，成为国内第一大运动服饰企业。2011 年，安踏的销售额为 89 亿元，李宁的销售额为 89.3 亿，两者差距非常小，2012-2014 年的行业调整成为了分水岭，2012 年安踏销售额超越李宁成为国内运动服饰第一，并在后续年份中继续巩固其行业地位。

我们认为超越的主要原因系 2013 年安踏在行业内率先推行的“零售导向策略”。该策略专注于运营思维的转变，即从过去传统的批发思维转变至零售思维，从而更好地应对快速变化的市场环境，另外 FILA 在 2013 年后的业绩爆发进一步巩固了安踏本土企业龙头的地位。反观李宁由于品牌战略的摇摆和失误经历了长达 4-5 年的艰难调整，具体可追溯至 2010 年提出的“品牌重塑战略”，包括更换品牌 LOGO、快速提价和坚持高端定位等做法最终被认为过于激进，使得公司流失了部分核心客户群，2011-2013 年的营业收入分别下滑 5.8%、24.6%和 12.7%，此外广告营销支出居高不下，导致李宁的库存周转及利润率指标恶化。直到 2015 年创始人李宁回归，专注改革和调整销售渠道策略，公司才逐步扭亏为盈，发展重新步入正轨。

图 5：安踏和李宁营业收入比较（2007-2018，十亿元）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

在经历渠道出清和需求恢复之后，2015年后国内运动服饰行业整体迎来了反弹。从行业数据来看，2012-2013年行业增速分别为-2%和-3%，2014年当即反弹至10%，且行业增速逐年加快，到2018年同比增速已达到20%。各龙头企业均摒弃了仅以开店为主要扩张手段的发展策略，转而专注于供应链端和零售端的运营效率，实行更加精细化的经营和管理。

图 6：中国运动服饰行业市场规模及增速（2007-2018，十亿元）


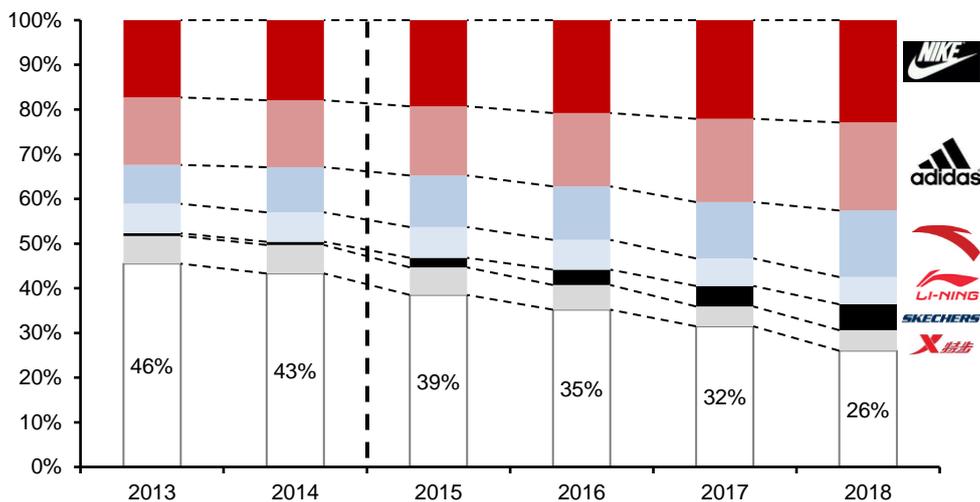
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

头部效应明显加剧，国外两大巨头表现稳定优秀

中国运动服饰行业集中度迅速上升。2018年，以零售额衡量，中国运动服饰行业的前六大企业分别为耐克、阿迪达斯、安踏、李宁、斯凯奇和特步，龙头的市场份额迅速扩大，CR6从2015年的60%+迅速提升至2018年的74%+。

我们观察到，国外两大巨头在此期间的表现更为出色，2015到2018年间，阿迪达斯的市占率提升了4.2%，耐克的市占率提升了3.6%，斯凯奇的市占率提升了3.7%，国内龙头仅安踏提升了3.4%，李宁和特步均有小幅下滑。此外，市场中其余非龙头企业均遭受严重挤压，许多中小规模的企业被迫退出市场，行业洗牌初步完成。

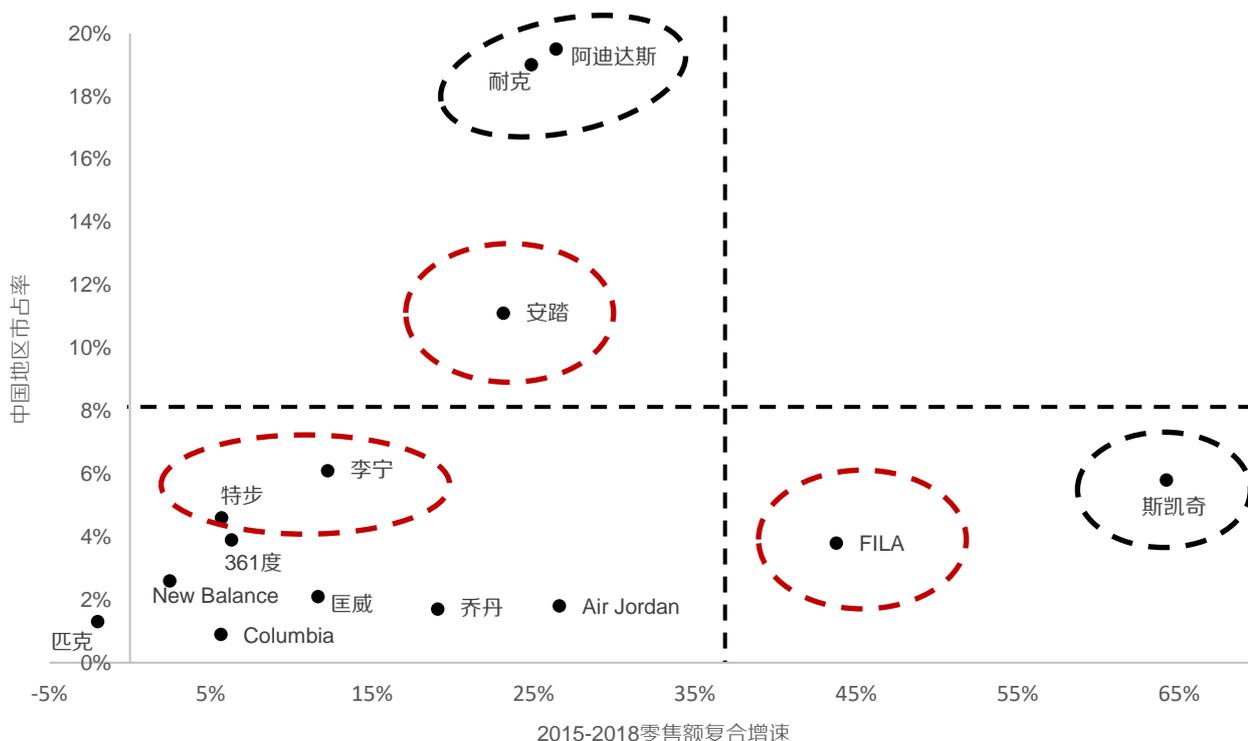
图 7：中国运动服饰主流公司市占率演变（2013-2018）



数据来源：东方证券研究所

从品牌角度来分析，我们选取了“中国地区市占率”和“2015-2018 年零售额复合增速”两个指标，分别代表品牌的行业龙头性和成长性。从行业龙头性来看（第二象限），阿迪达斯、耐克和安踏品牌保持绝对领先，三者的各自市占率均超过 8%，从成长性上来看（第四象限），斯凯奇和 FILA 保持领先，过去 3 年的零售额复合增速均超过 40%。总结来看，国外巨头相对本土品牌仍有较大优势，但值得一提的是，安踏旗下的安踏主品牌和 FILA 分别在龙头性和成长性两个方面表现突出，体现出较强的综合实力，李宁和特步则有较大的挖潜空间。

图 8：中国运动服饰市场主要品牌比较图



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所，红色圈代表国内龙头品牌，黑色圈代表国外龙头品牌

本土龙头顺利走出调整期，已经找到合适定位

尽管本土龙头目前的表现仍逊色于国外巨头，但是我们已观察到明显的复苏迹象，2015-2018年，安踏、李宁和特步的营业收入复合增速分别为 29.4%、14%和 6.4%，对应 2018 年的营业收入为 241.2 亿、105.3 亿和 64 亿元，强者愈强的态势在本土企业中也已初步呈现。我们认为，复苏的主要原因系三家龙头企业已找到合适自己的发展路径，具体如下：

- ✓ **安踏**：多品牌路线，对自身的运营能力要求较高；
- ✓ **李宁**：单品牌聚焦路线，充分挖掘品牌独一无二的精神属性；
- ✓ **特步**：差异化路线，深耕跑步细分市场。

表 1：国内龙头运动服饰企业对比

	安踏	李宁	特步
集团战略	单聚焦、多品牌、全渠道	单品牌、多品类、多渠道	中国跑者的首选品牌
2018 年营业收入（亿元）	241.2	105.3	64
2015-2018 年营业收入复合增速	29.4%	14%	6.4%
2018 年净利润（亿元）	42.3	7.15	6.7
市值（亿元）	1,372	381	115
国内市占率	14.9%	6.1%	4.6%
旗下品牌数量	15+	1	3
2018 年底门店数量	12,000+	7,137	6,230

数据来源：公司年报，东方证券研究所，注：安踏品牌数量包括新收购的 Amer，李宁拥有乐途、凯胜等其他品牌，但由于收入占比整体小于 1%，因此不予统计在内，市值截止于 2019 年 8 月 5 日

安踏：多品牌国际化，综合运营能力强

贯彻“单聚焦、多品牌、全渠道”的发展战略，多品牌运营是战略核心。安踏主品牌创立于 1991 年，截止 2018 年底有 10,057 家门店，定位于大众市场，提供高性价比的功能性体育产品；FILA 作为公司在 2009 年收购的百年品牌，切入运动时尚品类，获得了巨大成功，截止 2018 年底有 1,652 家门店；2016 年后，公司集中通过收购或合资等方式纳入了迪桑特、斯潘迪、可隆、小笑牛等一系列品牌，为未来做储备，其中迪桑特和可隆作为户外体育品牌，定位偏向于高端和专业，小笑牛作为童装品牌，定位偏向于高端时尚，斯潘迪则主攻时尚运动鞋品类。

表 2：公司主品牌介绍

品牌名称	商标	截止 2018 年底 门店数量	成立（收购）时间	简要介绍
安踏 (包括成人和		10,057	自有品牌 (1991 年创立)	<ul style="list-style-type: none"> • 为大众市场提供高性价比的功能性体育产品；

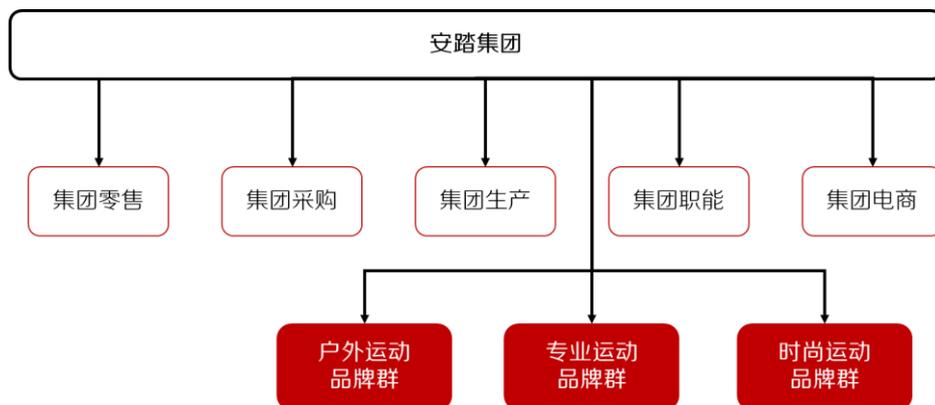
童装)				<ul style="list-style-type: none"> 涵盖包括大众体育项目到专业及小众体育项目的多个体育领域，例如跑步、综训、篮球、足球和拳击等。
FILA (斐乐)		1,652	2009 年收购 (1911 年创立)	<ul style="list-style-type: none"> 定位于高端运动时尚服饰品牌，目标客群为介乎25至45岁的高端消费群； 通过不同的产品系列，为消费者带来具有特色和差异化的时尚运动产品。
Descente (迪桑特)		117	2016 年成立合资公司 (1935 年创立)	<ul style="list-style-type: none"> 专注于高端体育产品，包括滑雪、综训以及跑步等。
Sprandi (斯潘迪)		104	2016 年收购 (1990 年创立)	<ul style="list-style-type: none"> 经营范围遍布运动时尚及休闲领域，目前主攻中国的时尚运动鞋类市场。
Kolon Sport (可隆)		181	2017 年成立合资公司 (1973 年创立)	<ul style="list-style-type: none"> 专注于户外体育用品，目标客群为中产阶级及千禧一代消费群体。
Kingkow (小笑牛)		77	2017 年收购 (1998 年创立)	<ul style="list-style-type: none"> 定位于中高端的著名童装品牌。

数据来源：公司年报、公司官网、东方证券研究所

为更好地适应多品牌管理需求，安踏主动进行了组织架构调整。2019 年，公司将过去单独品牌管理模式调整为分类事业群管理模式，并重新划分为三个品牌事业群，独立设置 CEO，分别为户外运动品牌群、专业运动品牌群和时尚运动品牌群，其中：

- 户外运动品牌群**：包括 Descente、Kolon Sport 的战略部以及最新并购的 Amer Sports，安踏执行董事、安踏集团总裁郑捷担任 CEO；
- 专业运动品牌群**：包括安踏主品牌、安踏儿童、Antaplus、斯潘迪，由安踏执行董事兼销售总裁吴永华负责，其中篮球、综训、跑步和运动生活都单独成立品类事业部；
- 时尚运动品牌群**：包括 FILA、FILA 儿童，其中还细分为 FILA 时尚运动 (FILA)、潮流运动 (FILA FUSION) 和专业运动 (FILA ATHLETICS)，由此前的 FILA 大中华区总裁姚伟雄担任 CEO。

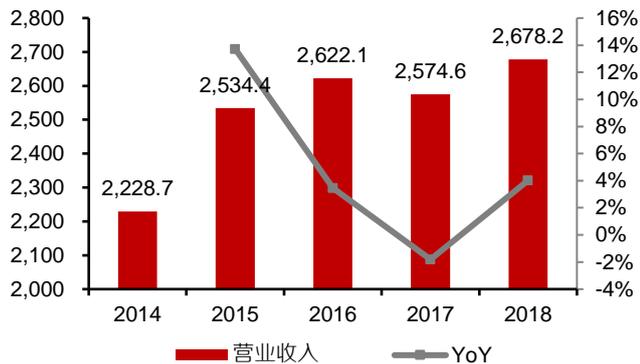
三个品牌群均配备相关的设计、品牌、营销等职能。零售、采购、生产、职能、电商等职能均由集团成立专门的独立部门来全部统筹，最大化提升各个品牌事业群间的工作效率。

图 9：公司最新组织架构（2019）


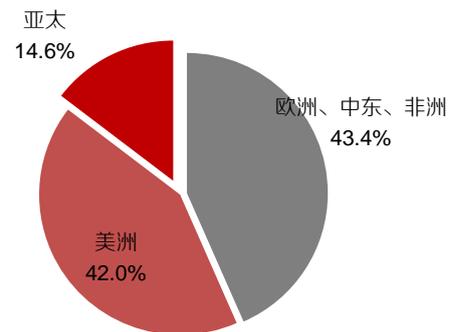
数据来源：安踏集团微招聘，东方证券研究所

在 **FILA** 大获成功的基础上，安踏收购 **Amer** 更进一步，推动多品牌国际化进程。**Amer Sports** 是国际知名的体育用品集团，旗下有 **Salomon**、**Arc'teryx**、和 **Precor** 等国际知名品牌，在各自的细分领域内占据绝对领先地位。2018 年，**Amer Sports** 全球收入为 26.8 亿欧元，同比增长 4%，增速平稳。我们认为，安踏对 **Amer** 的收购主要会给公司带来三个方面的影响：

1. **走出去：安踏原生品牌加速国际化进程。**2018 年，**Amer Sports** 在亚洲以外地区的收入合计约为 85%，**Amer** 旗下主要品牌发源地遍布欧美各个国家，安踏可利用 **Amer** 在海外地区的已有渠道及运营经验，加速推动国际化进程，对标阿迪达斯和耐克，有望建设成世界级的多品牌运动集团。
2. **引进来：Amer 旗下品牌有望借鉴 FILA 在国内成功经验。****FILA** 在国内获得的巨大成功证明安踏已具备运营中高端国外品牌的强大能力，同时近几年对 **Descente**、**Kolon** 和 **Sprandi** 等高端细分品牌的探索也为公司累积了重要的实战经验，叠加 2019 年的组织架构调整，长期来看，**Amer Sports** 有望成为公司未来国内市场新的增长点。
3. **增厚安踏品牌综合实力**
 - a) **充分吸收 Amer 的技术和供应链优势。****Amer Sports** 旗下许多品牌以专业性著称，主要归功于 **Amer** 多年积累的产品技术储备和优质供应链资源，**Amer** 在全球有超过 200 家核心供应商，全球分布均匀，长期合作关系稳固。
 - b) **切入广阔的运动户外市场。****Amer Sports** 旗下有众多优质的专业细分品牌，包括滑雪、自行车、潜水、运动表、健身运动系列产品等等。随着 2022 年冬奥会的开幕，有望带动中国户外运动市场的发展热潮，安踏届时将充分受益。

图 10: Amer Sports 营业收入及增速 (2014–2018)


数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

图 11: Amer Sports 营业收入拆分


数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

表 3: Amer 旗下主要品牌 (2019)

旗下品牌	商标	品牌发源地	成立年限	产品
Salomon		法国	2005 年收购 (1947 年创立)	用于登山、远足、越野跑等专业户外服装及鞋类产品
Wilson		美国	1989 年收购 (1913 年创立)	球类运动装备
Atomic		奥地利	1994 年收购 (1955 年创立)	滑雪装备
Arc'teryx		加拿大	2005 年收购 (1989 年创立)	顶级户外运动品牌, 产品包括户外服饰及装备
Peak Performance		瑞典	2018 年收购 (1986 年创立)	户外运动时装品牌
Suunto		芬兰	1999 年收购 (1936 年创立)	运动表、潜水电脑及工具
Precor		美国	2002 年收购 (1980 年创立)	健身设备

数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

李宁：单品牌聚焦，争当“专业运动和潮流时尚”的领军者

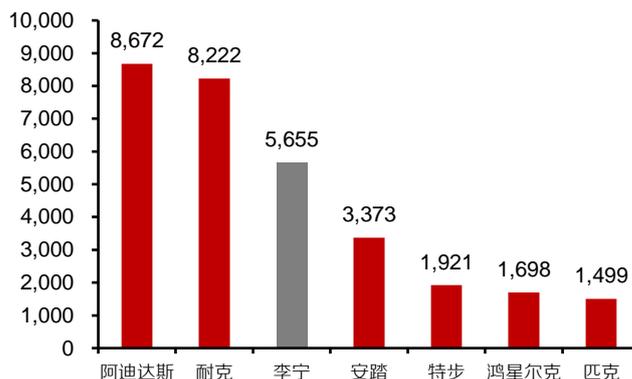
贯彻“单品牌、多品类、多渠道”的发展战略，我们认为，“李宁”品牌是公司最核心资产，极具底蕴和内涵。公司创始人李宁创造了世界体操史上的神话，先后摘取十四项世界冠军，赢得一百多枚金牌，1990年，李宁退役后创立了以他本人命名的体育用品公司，长期霸占国内运动服饰第一品牌。2008年，李宁作为北京奥运会最后一棒火炬手，空中漫步绕行鸟巢一周点燃圣火，成为一代人的记忆，品牌底蕴深厚。从百度指数上来看（时间范围从2011/1/1起到2019/8/2），李宁平均得分为5,655，仅次于阿迪达斯和耐克，领先安踏达69%，保持绝对优势。

图 12：李宁在 2008 年北京奥运会上作为火炬手



数据来源：网络图片，东方证券研究所

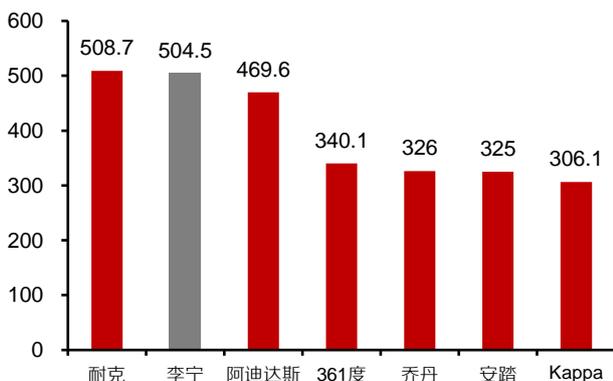
图 13：各品牌百度指数（2011 年 1 月至 2019 年 8 月）



数据来源：百度指数，东方证券研究所

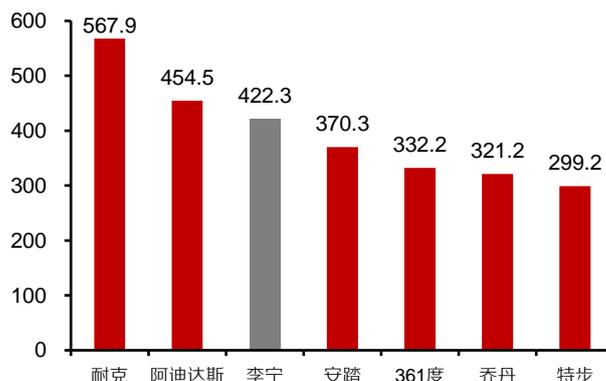
通过分析 C-BPI 的统计数据也能得到类似的结论，2019 年，李宁在运动服饰品类中的品牌力已超越阿迪达斯，位居国内第 2，仅次于耐克；运动鞋方面，李宁位居国内第 3，仅次于耐克和阿迪达斯，在运动服饰、运动鞋这两项主营业务上，李宁品牌力的得分大幅领先安踏、361 度、特步等本土品牌，表明李宁具有深厚的品牌力基础。

图 14：运动服饰品牌力指数（2019）



数据来源：C-BPI，东方证券研究所

图 15：运动鞋品牌力指数（2019）



数据来源：C-BPI，东方证券研究所

以国际时装周亮相为支点深化品牌力，引领国货流行风潮。公司自 2018 年起已经四次登陆国际时装周，在品牌力得到强化的同时也大大拉动了同期的公司业绩。

- ✓ **2018 年 2 月纽约时装周：**天猫服饰与美国时装设计师协会（CFDA）进行合作，在秋冬纽约时装周期间开辟首个“天猫中国日”，李宁、太平鸟等四个中国自主时装品牌参与了该项活

动，其中李宁以“悟道”为主题，引爆了国内的社交媒体，使得更多消费者认可李宁品牌年轻化 and 潮流化的转型；

- ✓ **2018年6月巴黎时装周：**李宁首次独立登陆巴黎时装周，以“中国李宁”为主题，强调中国品牌重新崛起的信心与力量，激起了国人的国货情怀；
- ✓ **2019年2月纽约时装周：**李宁再次登陆纽约时装周，以“行”为主题，过“城市漫游者”、“旅程探索者”、“自然徒步者”三个章节，来诠释传统智慧“行”与当代快节奏生活间的密切关系，此外，李宁在这次活动中还开启了“即看即买”模式，部分上秀产品将在纽约及国内线上线下同步发售；
- ✓ **2019年6月巴黎时装周：**李宁再次以“行”为主题进行2020行至巴黎春夏大秀，旨在创造运动与潮流交融的更多可能。

图 16：李宁登陆国际时装周概览



数据来源：网络图片，东方证券研究所

特步：差异化突破，深耕跑步细分市场

深耕跑步细分市场，立志成为“中国跑者的首选品牌”。特步在成立之初以时尚运动起家，在 2013 和 2014 年业绩不断下滑的背景下，2015 年高调宣布从时尚回归运动，通过专注跑步细分市场与安踏和李宁等巨头展开差异化竞争，围绕这一目标，公司所做出的的努力具体如下：

1. **赞助马拉松赛事：**公司连续 4 年蝉联中国赞助最多马拉松赛事的体育用品品牌，同时也是中国田径协会认可的中国马拉松官方合作伙伴。2018 年，特步共赞助了 31 场重要马拉松赛事、10 场与腾讯合作举办的“特步企鹅跑”，及 1 场“特步 321 跑步节”，总参加人数达约 70 万人。其中，“特步企鹅跑”帮助更多年轻、时尚及富有活力的目标消费群了解和认识特步品牌和产品，“特步 321 跑步节”获得 3.3 亿次在线广告点击量及 3 亿次微博阅读量，当期线上收入同比增长超过 120%。

表 4：公司马拉松赞助赛事明细（2018）

编号	活动名称	编号	活动名称	编号	活动名称
1	重庆马拉松赛	16	厦门（海沧）国际半程马拉松赛	31	北京国际跑步节
2	中国郑开国际马拉松赛	17	衢州马拉松	32	特步企鹅跑-长沙
3	郑州马拉松赛	18	青岛马拉松赛	33	特步企鹅跑-西安
4	长沙红半程半程马拉松赛	19	南宁马拉松赛	34	特步企鹅跑-武汉

5	长沙国际马拉松赛	20	南宁国际马拉松赛	35	特步企鹅跑-深圳
6	长春国际马拉松赛	21	南京浦口国际女子半程马拉松	36	特步企鹅跑-厦门
7	雄安马拉松	22	昆明高原国际半程马拉松赛	37	特步企鹅跑-青岛
8	襄阳马拉松赛	23	晋江国际马拉松赛	38	特步企鹅跑-哈尔滨
9	武汉马拉松赛	24	衡水湖国际马拉松赛	39	特步企鹅跑-广州
10	甜蜜跑-武汉	25	合肥国际马拉松赛	40	特步企鹅跑-成都
11	太原国际马拉松赛	26	贵阳国际马拉松	41	特步企鹅跑-北京
12	苏州太湖马拉松赛	27	福州国际马拉松	42	特步 321 跑步节
13	沈阳国际马拉松赛	28	成都女子半程马拉松		
14	深圳国际马拉松赛	29	成都马拉松赛		
15	厦门马拉松赛	30	常德柳叶湖国际马拉松赛		

数据来源：公司年报，东方证券研究所

- 2. 建立特步跑步俱乐部：**公司已在中国建立了 6 个特步跑步俱乐部，提升品牌形象，俱乐部分别位于北京奥林匹克森林公园、长沙橘子洲、合肥滨湖森林公园、南京玄武湖、厦门体育中心和苏州爱情海森林公园，2016 年来已经组织超过 1,000 次跑步活动，截止 2018 年，俱乐部共有超过 12.3 万名成员。
- 3. 聘请许周政和哈萨克斯坦田径队为跑步代言人：**许周政以 6.48 秒的成绩在 2018 国家室内田径锦标赛男子 60 米决赛中获得冠军，成为中国田径历史上成绩突破 6.5 秒的第 2 名短跑飞人。2018 年雅加达及巨港举行的亚运会上，哈萨克斯坦代表队在所有比赛中穿着特步服装。

建立国内唯一跑步专业研究中心，专注产品研发和创新。2017 年，特步正式启用“运动科学与产品研发创新中心”，该研究中心配备超过 40 名国际科学家及工程师，涵盖运动科学、设计、结构工程、面料与鞋底化工等领域，采用国际标准的研究方法研究中国不同跑者的脚型、体型和步态，从而针对性的进行产品研发，表明公司深耕跑步的决心。此外公司与 3M、陶氏化学和英威达等国际领先的纤维材料开发商开展合作，提升特步鞋类产品的功能性，目前已经有竞速快跑、动力畅跑和舒适易跑三大产品系列。

图 17：特步厦门研发中心展示



中国飞人谢震业进入三维测力台

伦敦奥运会竞走冠军陈定
体验 3D 动作捕捉系统测试

里约奥运会竞走亚军蔡泽林
进行足部压力测试

数据来源：澎湃新闻，东方证券研究所

表 5：特步跑鞋科技介绍

	竞速快跑	动力畅跑	舒适易跑
目标人群	专业、精英跑者	普通跑者	初级跑者
适用场合	适用于参加马拉松或铁人三项赛事，寻求高功能性跑鞋的跑者	适用于追求功能性和舒适感俱佳的跑者	适用于运动中重视舒适感的跑者
科技	竞速 160、竞训 300	动力巢、减震旋、透气网、特步气能环科技	特步柔立方、聚能弹、Softpad（与陶氏合作）、新雪丽（与 3M 合作）
产品展示			

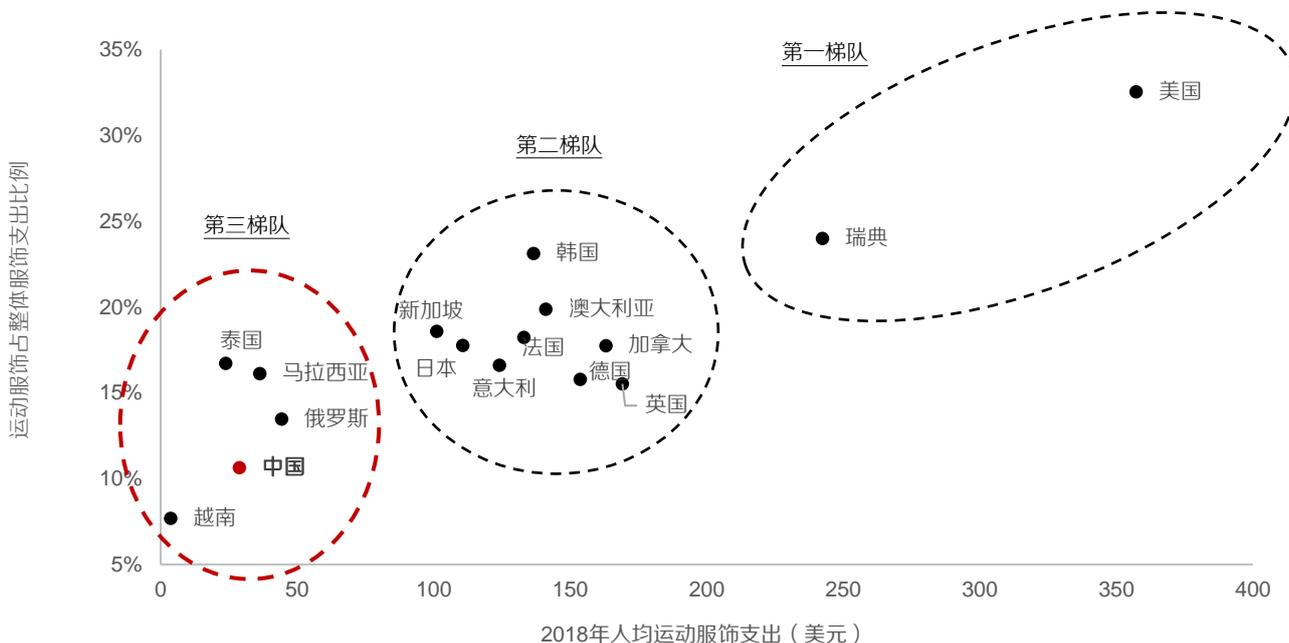
数据来源：公司年报，东方证券研究所

展望：未来前景广阔，本土三龙头竞争优势有望强化

行业长期空间广阔，易出大市值公司

中国运动服饰行业仍处于初级发展阶段。通过选取“2018 年人均支出”和“运动服饰占整体服饰销售比例”两个维度，我们可以将各国家大致分为三个梯队，其中第一梯队为美国和瑞典，第二梯队为法国、日本、意大利、加拿大等发达国家，第三梯队为中国、泰国、马来西亚、越南等新兴国家，可以看出，中国运动服饰的发展现状与国外发达国家仍然有明显的距离。我们认为，随着经济实力的提升，国人消费观念及生活方式的改变，中国运动服饰市场有望与国外第一和第二梯队中的国家逐步缩小差距。

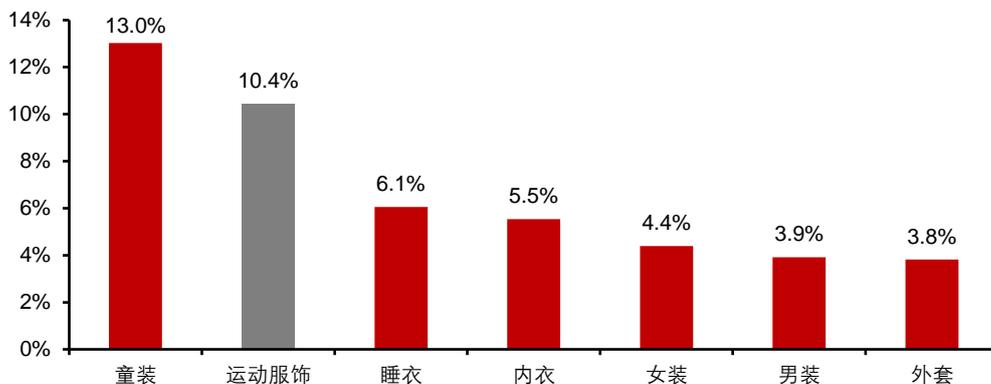
图 18：中国与发达国家运动服饰市场发展阶段比较



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

运动服饰行业未来仍然是服饰行业乃至可选消费领域的最佳赛道之一，潜力巨大。根据前瞻产业研究院的数据，未来五年运动服饰行业的复合增速为 10.4%，仅次于童装的 13%，大幅领先于其他服饰子行业包括睡衣、内衣、女装、男装和外套行业。从运动服饰行业人均消费来看，2018 年，中国人均消费仅为 28.9 美元，低于全球平均水平 44.7 美元，与发达国家更是差距巨大，2018 年美国人均消费为 357.1 美元、英国为 169.1 美元、德国为 153.7 美元、日本为 110.6 美元。近年来，中国运动服饰消费结构已经有所改变，中国运动服饰占整体服饰消费比重已从 2013 年的 8.8% 逐步提升至 2018 年的 12.8%，未来仍然有提升空间。

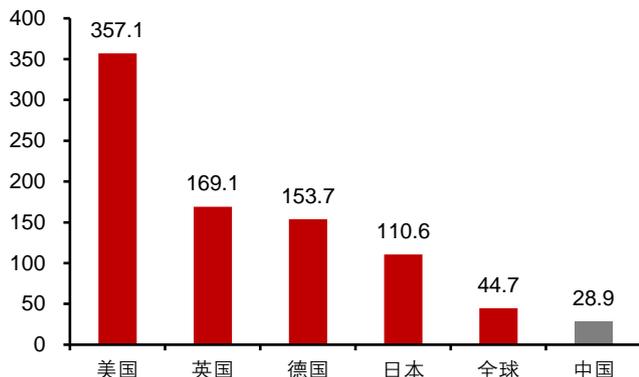
图 19：中国未来五年行业复合增速 (2019E-2024E)



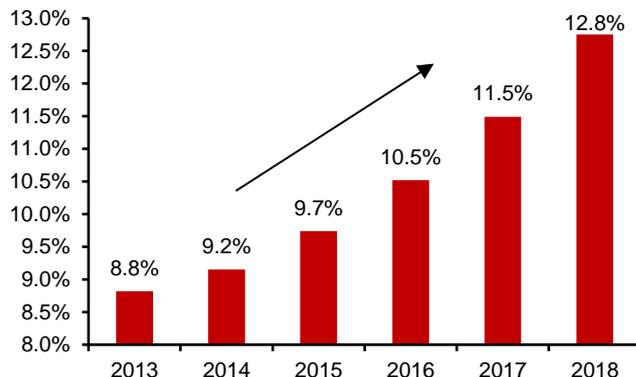
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 20：运动服饰行业人均消费比较 (2018, 美元)

图 21：中国运动服饰占整体服饰消费比重(2013-2018)

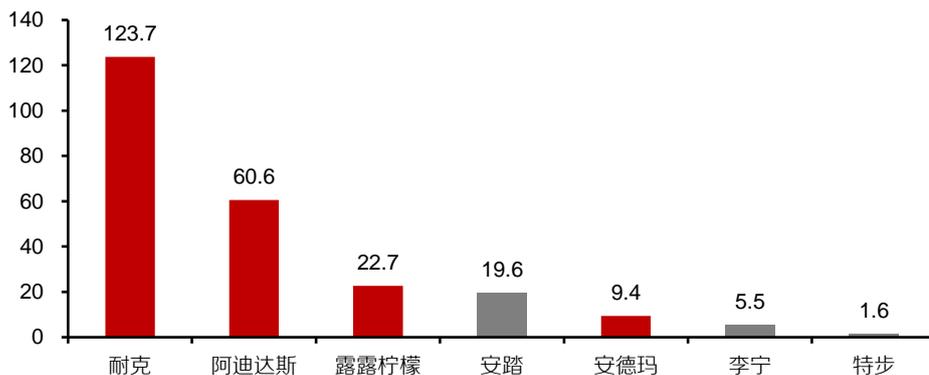


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

从国际经验看，运动服饰领域容易诞生大市值公司。根据 2019 年 8 月 6 日最新市值数据，耐克、阿迪达斯和露露柠檬是当前全球运动服饰行业中市值最大的三家公司，分别为 1,237 亿、606 亿和 227 亿美元，安踏排名第四，约为 196 亿美元，不到耐克的六分之一，国内的其余龙头企业如李宁和特步仅为 55 亿和 16 亿美元，我们认为随着国内运动服饰企业的发展壮大，未来的市值水平有巨大想象空间。

图 22：全球运动服饰主要公司市值（十亿美元）


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，注：截止于 2019 年 8 月 6 日

国内政策为运动服饰行业提供重要驱动力，后续力度有望持续加强。早在 2014 年，国务院就印发了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，提出在 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。此后，各级政府和部门对于体育产业的重视程度显著上升，体现为各部门间协作增加，政策更为具体，出台频率也更为密集。2019 年 7 月最新出台的《健康中国行动（2019—2030 年）》由国务院专门成立健康中国行动推进委员会来负责推进，并在文件中详细规定了个人建议的运动强度，综上所述我们认为这些政策将极大利好体育产业的发展。

表 6：中国近年重要体育政策

年份	机构	政策	摘要
2014 年 10 月	国务院	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	把全民健身上升为国家战略，把增强人民体质、提高健康水平作为根本目标，把体育产业作为绿色产业、朝阳产业进行扶持，强调向改革要动力，向市场要活力， 力争到 2025 年，体育产业总规模超

			过 5 万亿元 ，成为推动经济社会持续发展的重要力量。
2016 年 7 月	国家体育总局	《体育产业发展“十三五”规划》	提出要在坚持改革引领、市场主导、创新驱动和协调发展的基本原则下， 到 2020 年实现体育产业总规模超过 3 万亿 ，从业人员数超过 600 万人、体育服务业增加值占比超过 30%；建设 50 个国家体育产业示范基地、100 个国家体育产业示范单位，100 个国家体育产业示范项目、 体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5% 等目标。
2016 年 10 月	国务院办公厅	《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	目标到 2025 年，基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的健身休闲产业发展格局。市场机制日益完善，消费需求愈加旺盛，产业环境不断优化，产业结构日趋合理，产品和服务供给更加丰富，服务质量和水平明显提高，同其他产业融合发展更为紧密， 健身休闲产业总规模达到 3 万亿元。
2016 年 12 月	国家旅游局、国家体育总局	《关于大力发展体育旅游的指导意见》	提出发展目标，到 2020 年将在全国建成 100 个具有重要影响力的体育旅游目的地，建成 100 家国家级体育旅游示范基地，推出 100 项体育旅游精品赛事，体育旅游总人数达到 10 亿人次，占旅游总人数的 15%， 体育旅游总消费规模突破 1 万亿元。
2019 年 1 月	国家体育总局联合国家发改委	《进一步促进体育消费的行动计划（2019-2020 年）》	提出到 2020 年，全国体育消费总规模达 1.5 万亿元 ，并指出要大力发展健身休闲消费，重点支持消费引领性强的健身休闲项目发展，推动水上运动、山地户外、航空运动、汽摩运动、马拉松、自行车、击剑等运动项目发展规划的细化落实，形成新的体育消费热点。
2019 年 7 月	国务院、国家卫生健康委	《健康中国行动（2019—2030 年）》	国务院成立健康中国行动推进委员会，负责统筹推进《健康中国行动（2019—2030 年）》组织实施、监测和考核相关工作。到 2022 年和 2030 年，学校体育场地设施开放率超过 70% 和 90%，农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率 100%。个人层面，鼓励每周进行 3 次以上、每次 30 分钟以上中等强度运动，或者累计 150 分钟中等强度或 75 分钟高强度身体活动。日常生活中要尽量多动，达到每天 6,000~10,000 步的身体活动量。

数据来源：相关政府网站，东方证券研究所

本土品牌三强鼎立格局有望进一步固化

我们认为，安踏、李宁和特步三家本土龙头企业将在国内运动服饰赛道中胜出，原因如下：

1. 借鉴国际经验，运动服饰行业有望诞生本土巨头

从历史经验来看，每一次中产的崛起，必会带来本土品牌的大规模发展。根据阿里研究院的研究成果，早在 1984 年，欧洲产业工人的崛起，缔造了一批百年品牌如 LV、雀巢和奔驰等，1900 年美国千万级新中产的崛起，带来了吉列、飞利浦、联合利华等知名品牌，最近一次的 1960 年日本千万级中产崛起，同样带来了一批优秀的日本本土品牌例如资生堂、无印良品、花王等。2015 年起，

中国预计有 3-4 亿规模级别的新中产将崛起，叠加供给侧改革和数字化的影响，未来中国本土品牌发展的想象空间巨大。

图 23：中国本土消费品牌有望迎来爆发



数据来源：阿里研究院，东方证券研究所

世界前四大运动服饰市场中，本土企业占据 Top 6 榜单中的一半。2018 年，全球前四大运动服饰市场为美国、中国、日本和德国。美国、日本和德国市场在运动服饰行业发展过程中诞生了许多优质的本土品牌，美国市场有耐克、威富公司、安德玛和斯凯奇，市占率分别占据第一、第三到第五，日本市场有美津浓、亚瑟士和迪桑特，市占率分别占据第三到第五，德国市场有阿迪达斯和彪马，市占率分别占据第二和第六。中国市场中，安踏、李宁和特步牢牢占据龙头地位，市占率分别位于第三、第四和第六，我们认为，参考国际经验，未来中国市场至少能容纳 2 到 3 家本土企业，依据目前的市场格局来看，李宁、安踏和特步强者愈强的可能性较高。

表 7：前四大运动服饰市场 Top 6 公司 (2018)

No 1: 美国			No 2: 中国			No 3: 日本			No 4: 德国		
排名	公司名称	市占率	排名	公司名称	市占率	排名	公司名称	市占率	排名	公司名称	市占率
1	耐克	19.4%	1	耐克	22.9%	1	阿迪达斯	13.6%	1	耐克	12.5%
2	阿迪达斯	6.5%	2	阿迪达斯	19.7%	2	耐克	11.3%	2	阿迪达斯	9.7%
3	威富公司	4.1%	3	安踏	14.9%	3	美津浓	10.2%	3	露露柠檬	5.4%
4	安德玛	4.1%	4	李宁	6.1%	4	亚瑟士	7.1%	4	安德玛	3.6%
5	斯凯奇	2.6%	5	斯凯奇	5.8%	5	迪桑特	3.5%	5	斯凯奇	2.9%
6	露露柠檬	1.9%	6	特步	4.6%	6	New Balance	3.0%	6	彪马	2.7%
总计		38.6%			74.0%			48.7%			38.8%

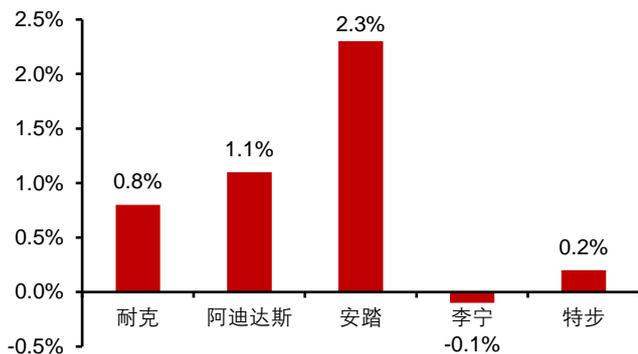
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

2. 头部效应继续加剧，二线本土企业将遭受进一步挤压

2018 年，龙头运动服饰企业耐克、阿迪达斯、安踏、特步的市占率分别上涨了 0.8%、1.1%、2.3% 和 0.2%，仅李宁小幅下滑 0.1%，而二线本土企业的市占率下滑显著，361 度、乔丹、鸿星尔克和匹克的市占率均分别下滑 0.6%、0.1%、0.5% 和 0.3%。市场在经历 2012-2014 年的调整后，各

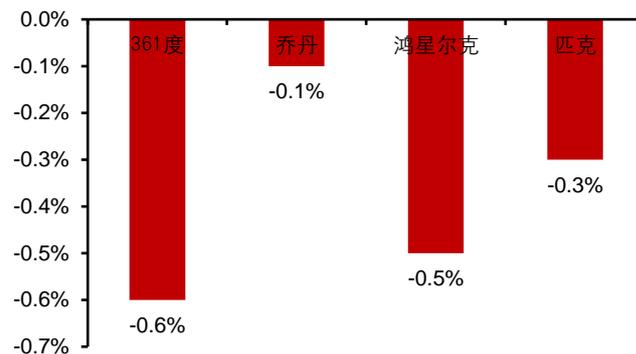
家龙头企业更加注重供应链端和零售端的运营效率，我们认为，随着公司体量的扩大和经验的累积，中小规模本土企业与龙头企业的差距将越来越大，强者愈强的格局将巩固。

图 24：龙头企业市占率变化（2018）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 25：二线本土企业市占率变化（2018）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

3. 从竞争格局来分析，三家本土龙头企业未来将长期繁荣共生

对外：本土龙头企业与国际巨头阿迪达斯和耐克中期仍将差异化共生。在中国市场中，阿迪达斯和耐克走的是高端路线，深入布局一二线城市，在营销层面高举高打，体育明星资源雄厚，而本土龙头企业大多走的是大众路线，深耕三四线城市。尽管这些年来国际品牌有往低线城市下沉的趋势，但我们认为两者在客群和渠道等方面仍有较大差异：一方面国际和国内企业的品牌力和产品定位仍然有一定区隔，购买人群重叠度较低，另一方面本土龙头企业更加熟悉国内庞大的低线城市商业环境，与国际巨头相比拥有较大的先发优势，有能力保证相对稳定的市场份额。

对内：三家本土龙头企业的市场打法也存在差异化。首先看安踏和李宁，两者所选择的战略路线存在显著不同，安踏走的是多品牌路线，而李宁走的是单品牌路线，此外两者的目标群体也有所区分，安踏更专注于低线城市，李宁则更偏向于中等以上城市；特步则深耕跑步市场，与上述品牌有明显区隔。我们认为，虽然安踏、李宁和特步在市场上是直接的竞争对手，但是相对差异化的定位和打法给了它们共存的空间和基础。

产品和渠道齐发力，打开龙头企业未来天花板

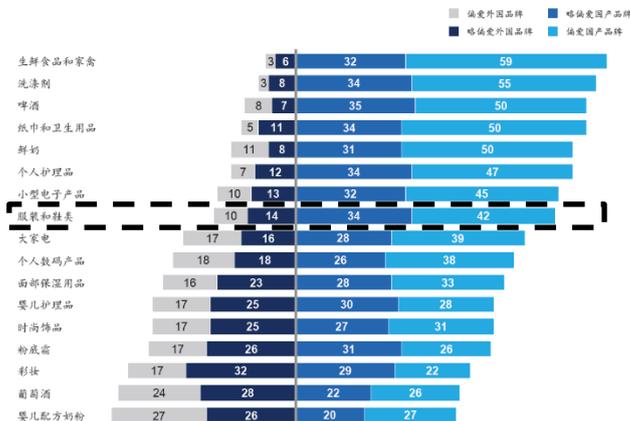
体育服饰产业主要围绕三要素，即品牌、产品和渠道。品牌方面，随着未来李宁、安踏和特步的三强竞争格局的明朗，三者的品牌力在国民心中必将得到进一步深化和加强。由此，未来龙头企业的看点将更多聚焦于产品和渠道两方面，且产品的优先级将高于渠道（国内渠道经过多年的建设已趋近于饱和）。具体来看，产品方面主要关注龙头企业能否更好感知消费者需求，把控时尚潮流；渠道方面来看，新兴渠道将成为发展重点。

产品：国潮崛起和运动时尚化带给本土品牌新机遇

国潮崛起的大背景下，消费者对本土品牌更加开放。根据阿里研究院的报告，本土品牌将受益于市场红利、数字红利、政策红利、中产红利四大红利实现爆发，不同消费群体在细分领域有自己钟爱的中国消费品牌，展现多元化消费偏好。根据麦肯锡发布的报告，中国消费者对全球和本土品牌的认知比以前更细致，2017年，针对服装和鞋类品类，分别有34%和42%的消费者选择了“略偏

爱”或“偏爱”本土品牌。90后和00后对本土品牌更加开放包容，更强调自我，渴望创造自己独一无二的风格，并且对品牌和产品有更深刻的了解和鉴别能力，这些都利于优质头部本土品牌的发展。

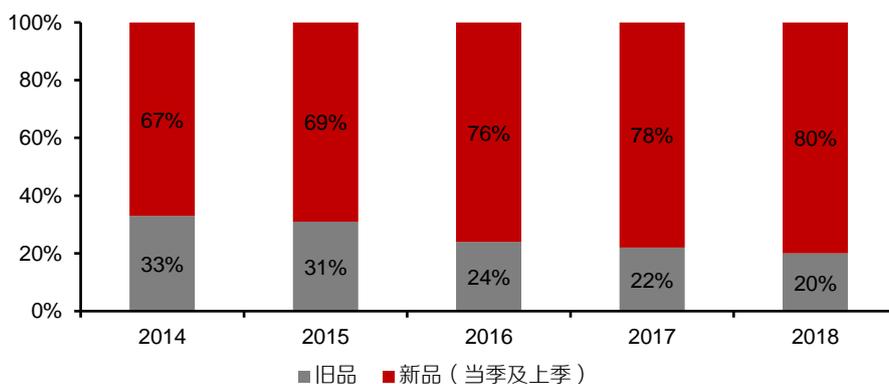
图 26：中国消费者对品牌的偏好变化（2017，%）



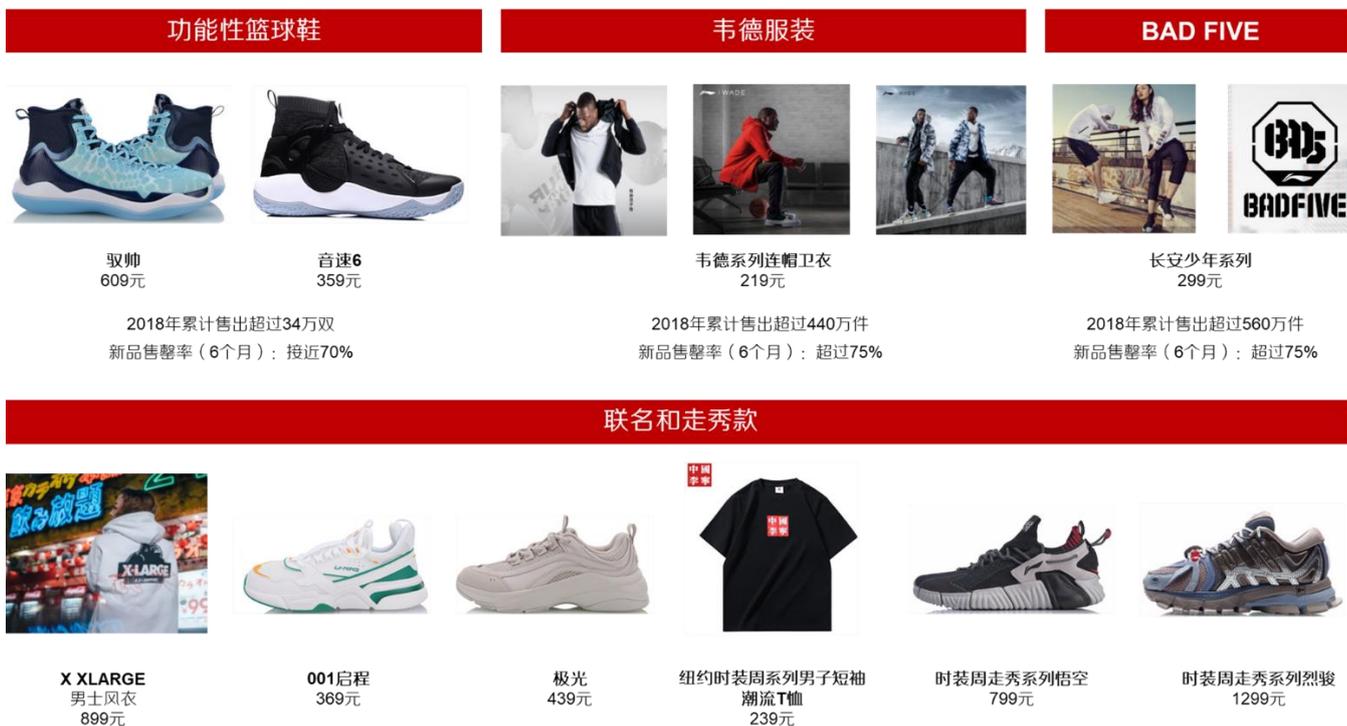
数据来源：麦肯锡，东方证券研究所

消费者购买运动服饰类产品的原因已不仅仅是为了满足功能和专业性，而越来越注重产品的时尚性和流行程度，加拿大瑜伽品牌 Lululemon 的崛起正是抓住了运动时尚的风潮，从瑜伽小众品牌升级至运动服饰巨头，近几年国际龙头阿迪达斯和耐克也加大了投入和研发力度，引领时尚风潮。在此背景下，我们观察到国内企业对于时尚潮流的把控能力有了明显的提升，以李宁为例，新品（当季及上季）占比逐年上升，从 2014 年的 67% 上升至 2018 年的 80%，同时李宁也加大了对于联名款和走秀款的投入力度，提升品牌的调性，通过爆款产品和头部 SKU 拉升整体客单价。安踏产品的时尚性也有了长足的进步，KT 系列球鞋持续在国内外遭遇抢购潮，老爹鞋、NASA 联名款、ATTRIBUTE 系列服饰等持续成为潮流圈的话题。

图 27：李宁产品零售流水按新品和旧品拆分（2014-2018）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：李宁潮流产品举例


数据来源：京东，东方证券研究所，注：产品和价格仅为举例，价格为京东平台上零售价格

零售端充分受益，同店增长提升明显。2018年后，本土龙头企业的同店销售受益于产品时尚化风潮有了较大的改善，以李宁和特步为例，两者的同店销售增长均从2017年的单位数增长提升至2018年初的双位数增长，2018Q3后进一步提速，从低双位数上升至中双位数。

表 8：李宁和特步同店销售增长 (SSSG)

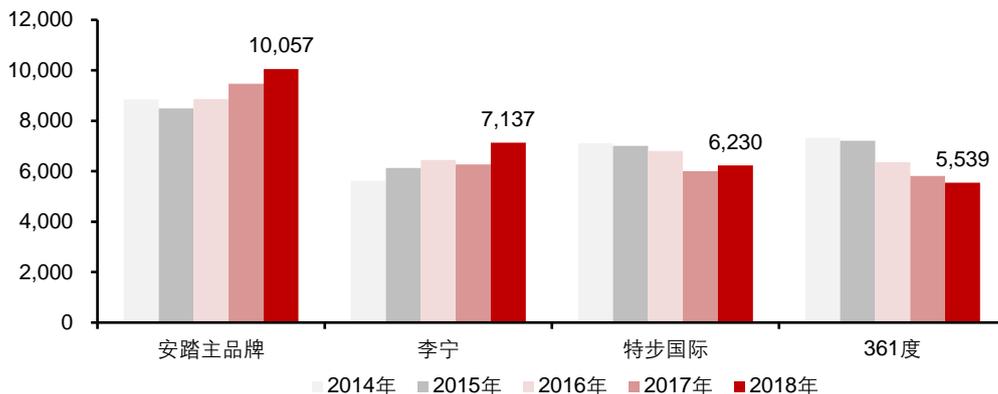
品牌	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
李宁	持平	高单	低单	低双	低双	高单	低双	中双	中双
特步	低单	中单	中单	高单	低双	中双	中双	中双	低双

数据来源：东方证券研究所，标灰为双位数增长，安踏不披露同店数据

渠道：全渠道发力，新兴渠道增长成为重要推动力

传统线下渠道已经接近饱和，新兴渠道战略意义提升。中国运动服饰行业经过将近30年的发展，线下门店数量已经趋近于饱和，从4家龙头企业的门店数量来看，2018年，安踏主品牌已达到10,057家，李宁为7,137家，特步为6,230家，361度为5,539家，从近五年的趋势来看，开店增速和节奏已经开始放缓。在渠道资源趋于过剩的前提下，各家龙头企业开始推行“全渠道”战略，发力新兴增长渠道，包括线上，以及购物中心、奥莱等线下渠道。

图 29：龙头运动服饰企业门店数量变化 (2014-2018)



数据来源：公司年报，东方证券研究所

线上渠道对品牌商而言战略意义逐年提升。从龙头企业数据上来看，安踏和李宁的线上销售占比从2014年的5%迅速提升至2018年的15%和22%，特步在2018年的线上销售占比超过20%。线上电商已不仅仅是库存的消化渠道，同时也是品牌发声和扩大影响力的重要途径，线上渠道消费者的反馈对于品牌产品设计、陈列、营销等方面起到重要的战略指导意义。

表 9：李宁和安踏线上渠道占比（2014-2018）

	2014	2015	2016	2017	2018
安踏	5%	9%	13%	15%	15%
李宁	5%	9%	15%	19%	22%
特步	-	-	-	20%	20%+

数据来源：公司公告，东方证券研究所，注：安踏线上占比为估算数据

线下渠道方面，各家龙头企业有倾向性地通过直营模式，将门店开设至购物中心、奥特莱斯等店效水平较高的渠道：

1. **李宁**：通过在大城市建立全品类标杆店和旗舰店，辐射低线城市，许多新开设门店已初有成效，例如天津滨江道现代城店，于2018年12月开业，面积超过800平米，开业首两月的单月平均流水约200万元，西安小寨赛格全品类标杆店，2018年同店销售增长约36%。
2. **安踏**：通过全直营的FILA品牌在一二线城市扩张，直营模式能实现安踏对终端快速施行快速响应，截止2018年底FILA已有1,652家门店，2019年上半年，FILA的流水增速仍然达60%-65%，增长迅猛，安踏通过FILA品牌弥补主品牌在购物中心等高端渠道的空白。

图 30: 李宁天津滨江道现代城店



数据来源: 网络图片, 东方证券研究所

图 31: FILA 南京东路悦荟广场旗舰店



数据来源: 网络图片, 东方证券研究所

投资建议

我们认为运动服饰是服装行业中的最佳赛道之一，行业经历 2012-2014 年的调整后，目前更为健康和确定，未来五年仍将保持 10% 以上的复合增速，且呈现强者愈强的特征。

从竞争格局来看，本土龙头安踏、李宁和特步有望强化竞争优势，头部效应的加剧将不断挤压二三线品牌的生存空间，导致市场集中度进一步上升。安踏、李宁和特步的各自的投资逻辑基本如下：

安踏：综合实力最强，关注未来多品牌集团化发展

在本土企业中，安踏是运动服饰行业中的第一龙头，2018 年，公司营业收入为 241.2 亿元，是第二名李宁的 2.3 倍，主品牌安踏和 FILA 分别在行业龙头性和成长性层面表现突出，综合实力强劲。

我们认为，对 Amer 的收购能给安踏带来崭新的发展局面，未来安踏有望：1. 走出去：安踏原生品牌加速国际化进程，国内市场保持稳健增长。2. 引进来：Amer 旗下品牌有望借鉴 FILA 在国内成功经验。3. 增厚安踏品牌综合实力，一方面能够充分吸收 Amer 的技术和供应链优势，另一方面也能够借助收购的优质品牌切入更为广阔的运动户外市场。4、FILA 通过品类细分化，未来仍有望保持较快增速。

未来安踏有望与阿迪达斯和耐克等国际一线品牌缩小差距，成为真正的国际运动服饰巨头。

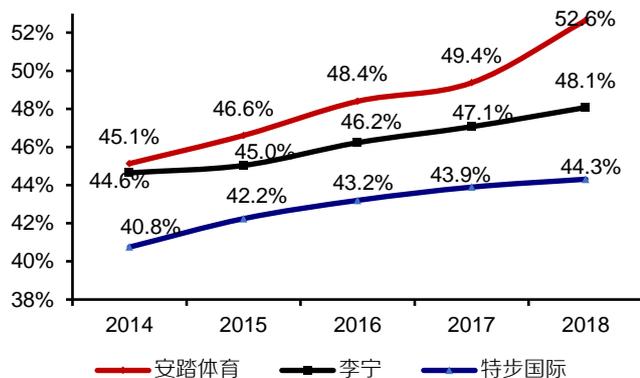
李宁：经营渐入佳境 中短期盈利弹性更大

在北京奥运会后，李宁由于品牌战略失误经历了接近 5 年的艰难调整，2015 年创始人李宁回归，专注改革和调整销售渠道策略，公司逐步扭亏为盈，发展重新步入正轨，2018 年起业绩加速向好。

从财务数据来看，公司毛利率自 2014 年起就逐年上升，从 2014 年的 44% 提升至 2018 年的 48.1%，净利率更是改善明显，从 2014 年的 -11% 提升至 2018 年的 6.8%，但是仍然远低于安踏和特步的 17.6% 和 10.5%。

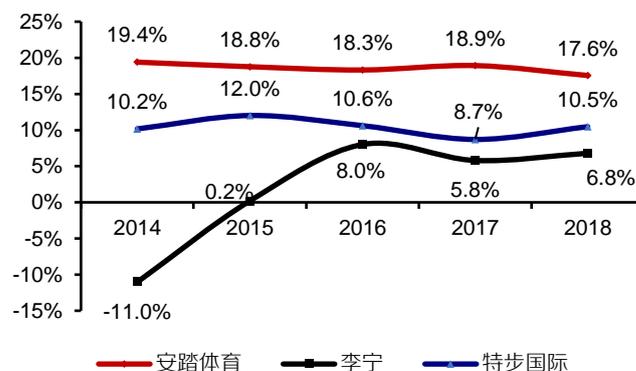
我们认为，李宁的净利率在中短期内有望获得较大提升，主要原因为：1. 凭借自身强劲的品牌力，引领国货流行趋势，增加高单价产品的销售比例、减少折扣率。2. 童装和电商业务的持续发力。3. 控费能力（特别是销售费用比率）进一步提升。

图 32：本土龙头企业毛利率变化（2014-2018）



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 33：本土龙头企业净利率变化（2014-2018）



数据来源：公司年报、东方证券研究所

特步：基本面后发改善，追赶期值得关注

特步相比安踏和李宁，调整的步伐更慢，2015 年开始才宣布从时尚运动回归运动，主要通过专注跑步细分市场与安踏和李宁等巨头开展差异化竞争。虽然目前综合实力与安踏和李宁尚有明显差距，但目前正在逐步改善，我们将持续关注公司在跑步领域的积累和更低线城市的基础，目前公司股价在三家公司中估值最低，未来业绩若逐步改善，经营业绩和市值均有较大潜在空间。

风险提示

(1) 国内经济减速对服饰终端零售的影响

经济减速将导致人均可支配收入增速下滑，会对品牌服装等可选消费品的销售造成不利影响。

(2) 专业运动和潮流时尚风格轮动对行业销售的影响

服饰消费潮流变化和更新频率较快，公司需及时感知和抓住时尚变迁的趋势，否则可能会导致产品滞销，库存水平激增，对公司产品的销售造成重大不利影响。

(3) 国际并购和多品牌发展中的管理挑战和财务波动。

开展国际并购后，由于中西方文化和制度差异，将对日常管理造成挑战，从而对公司中短期业绩造成影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

