

纺织服装

2020 年 03 月 30 日

投资评级：看好（首次）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

运动服饰龙头公司深度解析（一）：NIKE——产品研发、营销与渠道全面引领行业，大中华区仍是未来主要增长亮点

——行业深度报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（联系人）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790120030019

● **本文探讨核心：梳理 NIKE 公司发展历史，探讨其值得国内品牌借鉴的经验**
NIKE 公司是全球运动行业的绝对龙头之一。我们希望通过探索 NIKE 公司成长的路径，探讨在公司运营和品牌收购方面能给国内运动企业带来的启发意义。

● NIKE 的发展历程可以分为四个阶段：

- 1) 创立初期：**1964-1970 年，NIKE 公司的前身，蓝带体育代理日本跑鞋品牌鬼冢虎的美国销售，且开始参与跑鞋设计。后期公司独立门户，建立自有品牌。
- 2) 快速发展期：**1971-1983 年，结束与鬼冢虎的合作，改名 NIKE，进入自主设计、亚洲代工、自主销售跑鞋的新阶段。借力美国慢跑风潮和具有创新性的跑鞋产品，公司规模迅速增长并于 1980 年上市。
- 3) 波动扩张期：**1984-2002 年，NIKE 营收在波动中增长。通过签约乔丹，收购品牌，扩大营销等举措，公司营收规模增长超过十倍，CAGR 达到 14.1%。
- 4) 稳定增长期：**2003 年至今，公司出售了大部分子品牌，聚焦主品牌 NIKE、乔丹和匡威，在全球范围内进行稳步扩张。营收保持稳定增长，全球运动行业龙头地位日渐稳固，2018 年公司的全球市占率达到 16.1%。**NIKE 针对新形势和要求，于 2017 年 6 月提出了 Consumer Direct Offense 策略，更加贴近消费者。**该策略的三个双倍目标包括：双倍研发、双倍速度和双倍直接关联。NIKE 的改造计划强调数字化改造，通过会员制提升与消费者的直接互动，涉及研发提效、供应链提效和运营提效等方面。

● 国内品牌值得借鉴的 NIKE 成功运营经验

- 洞见行业趋势，把握重要机遇，建立先发优势；
- 凭借出色的营销能力，树立并传播企业文化，利用情感营销维系客户；
- 大力投入研发，不断推出新技术新产品，用科技强化专业运动定位；
- 锤炼精简产业链，推动创新升级，与优质供应商长期稳定合作共赢；
- 优化渠道，数字化升级全渠道运营，增强与消费者的直接互动。

● 国内品牌值得借鉴的 NIKE 并购历史

- 谨慎进入主业以外的新市场，缺乏了解、难以深耕会导致策略失败；
- 做好品牌定位分析，关键是要形成有层次、差异度适中的品牌矩阵；
- 并购后的运营能力也对新进品牌的成功有着重要影响，合理的组织架构调整可以实现资源共享，创造协同效应，提升效率。

● **风险提示：**行业竞争进一步加剧，匡威品牌发展停滞，市场预判失误，经销渠道扩张放缓，中国市场增长不及预期等。

目 录

1、 NIKE 是目前全球市占率排名第一的运动服饰龙头公司	6
1.1、 发展历程：四个主要阶段	7
1.1.1、 1964-1970 年创立初期：代理日本跑鞋品牌鬼冢虎的美国地区销售	7
1.1.2、 1971-1983 年快速发展期：建立自有品牌，发布创新产品，借力美国慢跑风潮快速发展	8
1.1.3、 1984-2002 年波动扩张期：营收在波动中快速上升，产品定位专业运动，加强营销进一步扩张	9
1.1.4、 2003 年-至今稳定扩张期：在全球范围内建立领先优势，大中华区成为新的业绩增长点	11
2、 新时期数字化的关键战略——Consumer Direct Offense	12
2.1、 双倍研发：在保证产品持续创新的同时，加快研发周期	12
2.1.1、 强大的研发团队：为公司研发提供专业建议	12
2.1.2、 尖端的仪器设备：为公司研发实现提供保证	12
2.1.3、 依托强大研发团队和尖端设备实现“双倍研发”	15
2.2、 双倍速度：快车道计划加速供应链效率	15
2.2.1、 供应链背景：外包生产+国际化产能布局	15
2.2.2、 生产端：精简供应商数量，重视研发创新，自动化变革提高生产效率	16
2.2.3、 持续推动供应链数字化改造，缩短生产周期，实现“双倍速度”	19
2.3、 双倍与消费者关联：数据化驱动满足消费者需求	20
2.3.1、 “NIKE+”搭建平台接触核心消费人群，利用数据进行决策；会员制提升消费者体验，增加粘性	20
2.3.2、 重视直营渠道发展，筛选“差异化”零售商共同进行数字化转型	22
2.3.3、 大中华区是 NIKE 数字化转型的最佳案例	24
2.4、 Consumer Direct Offense 战略最终落点在用户端	26
3、 市场战略：北美是品牌主要阵地，大中华区是全新引擎	26
3.1、 大中华区近年增速亮眼，已经成为 NIKE 重要的业绩驱动力	27
3.1.1、 中国运动鞋服市场规模庞大，增速稳定，集中度不断提高	27
3.1.2、 NIKE 在中国的领先地位稳固，近年直营业务拓展速度更高	28
3.1.3、 我们认为 NIKE 大中华区业绩快速增长的原因包括渠道建设和品牌建设两方面：	29
4、 NIKE 营销策略是其成为行业龙头的重要推动力	31
4.1、 早期借力慢跑风潮，直接针对大众市场宣传	31
4.2、 实力雄厚，手握顶尖球星和球队赞助资源	32
4.3、 注重情感营销，获得消费者共鸣，树立品牌形象：	33
4.4、 伏击营销，低成本取得更好宣传效果	34
4.5、 加强互联网营销，加强线上与粉丝的交流，探索新营销方式	34
5、 NIKE 公司财务分析：运营能力稳健	35
5.1、 营收：规模遥遥领先，增速稳健	35
5.2、 盈利能力：整体处于行业中等偏上水准	38
5.3、 运营能力：库存健康，应收账款管理和经营性现金流稳步改善	39
6、 值得国内品牌借鉴的 NIKE 成功经验（总结）	41
6.1、 NIKE 出色的运营能力体现在供应链、研发、营销等各环节	41
6.2、 NIKE 在品牌并购方面的启示值得国内品牌借鉴	41
6.2.1、 品牌孵化：外延与内生	41
6.2.2、 收购动力：发掘新的营收增长点	42
6.2.3、 除匡威外 NIKE 陆续出售其他四个品牌（出售原因总结）	42
6.2.4、 NIKE 历史上多次品牌收购经验对国内运动品牌具有借鉴意义（经验总结）	43

7、疫情影响下的 NIKE：短期销售承压，长期竞争优势凸显	43
7.1、FY2020 三季度业绩回顾：业绩下滑主要受到大中华区疫情影响	43
7.2、短期通过电商引流等方式减轻疫情冲击，长期竞争优势不变	44
8、风险提示	45

图表目录

图 1：NIKE 品牌全球市占率维持第一	6
图 2：NIKE 品牌中国市占率持续增长	6
图 3：公司发展历程：主要分为四个阶段	7
图 4：蓝带体育与鬼冢虎合作的 Cortez 跑鞋大获成功	8
图 5：早期分销鬼冢虎品牌的蓝带体育零售门店	8
图 6：1970 年纽约马拉松等跑步赛事兴起	8
图 7：1972 年报纸对 Frank Shorter 夺冠的报导——跑步浪潮兴起	8
图 8：1973 年 NIKE 的 Cortez 跑鞋广告，至今畅销	9
图 9：“登月鞋”特殊的鞋底构造能提供出色的抓地力	9
图 10：NIKE 营收波动上升时段（百万美元）	10
图 11：NIKE 第一支“Just Do It”广告，后确立为品牌经典广告词	10
图 12：NIKE 与特殊运动员 Paralympian 合作的广告，强化体育精神的输出	10
图 13：NIKE 进入相对平稳增长阶段（百万美元）	11
图 14：数据作为核心驱动力的 Consumer Direct Offense 战略全景图（本节讨论内容均围绕此图展开）	12
图 15：NIKE 运动捕捉实验室：研究运动过程中的人体变化	13
图 16：NIKE 实验室配备有运动采集设备和铜制出汗人体模型	13
图 17：NIKE 核心技术之一：Flyknit 飞织技术产品图	14
图 18：NIKE 核心技术之一：Flyweave 飞编技术产品图	14
图 19：气垫减震技术的代表：Air Max 进化史	14
图 20：气垫减震技术的代表：Zoom Air 纤维构造	14
图 21：材料减震技术的代表：Lunarlon 鞋底	15
图 22：材料减震技术的代表：新一代 React 鞋底	15
图 23：NIKE 的轻资产运营模式：外包生产环节	15
图 24：FY2019NIKE 鞋品供应商主要分布于印尼、越南、中国（产量占比）	16
图 25：FY2019NIKE 服装供应商主要分布于中国、越南、泰国（产量占比）	16
图 26：FY2015-2019NIKE 合作供应商数量有明显下降（家）	17
图 27：贯彻环保理念的 NIKE 生产闭环	18
图 28：鞋面核心技术之一：Flyknit 生产过程	18
图 29：重要供应商：申洲国际为 NIKE 设立的专属工厂	18
图 30：申洲的椭圆数码印花机可以在 5 分钟内上机生产	18
图 31：NIKE 在印尼的传统车间：高度依赖人工效率	19
图 32：NIKE 的自动化生产车间：更高的生产效率	19
图 33：NIKE 升级了位于田纳西州孟菲斯的物流中心	20
图 34：NIKE 产品标签中内置 RFID 芯片技术	20
图 35：数字化转型探索：NIKE+iPod 运动系列组件	20
图 36：数字化转型探索：NIKE+Sportband 跑步腕带	20
图 37：数字化转型探索：NIKE+Running APP	21
图 38：NIKE 官网提供的鞋款定制服务：与消费者直接互动	22

图 39: 直营门店提供会员专属个性化定制服务	22
图 40: NIKE 品牌直营渠道发展迅速 (百万美元)	22
图 41: NIKE 品牌电商渠道收入占直营渠道总收入的比重逐渐提升 (百万美元)	23
图 42: NIKE 上海 001 店面向 NIKE+会员提供高级定制服务, 可以与设计师沟通创作个人专属鞋款	23
图 43: NIKE 上海 001 店将季节性的主打风格和品牌故事融合, 打造沉浸式体验	23
图 44: Foot Locker 店内设置有关于 NIKE App 的引导	24
图 45: NIKE+会员可在 Foot Locker 门店扫码接受电子导购服务	24
图 46: NIKE 微信小程序可以查询附近门店库存	25
图 47: NIKE 官方微信小程序为会员提供内容互动和购买入口	25
图 48: NIKE app 的推送内容中国本土化	26
图 49: NIKE 太仓物流中心实现快速灵活分拣	26
图 50: 分地区营收占比 (%)	27
图 51: 大中华区营收增速高于其他地区	27
图 52: 中国运动鞋服行业集中度有明显提高 (%)	27
图 53: NIKE 大中华区业绩持续高速增长 (百万美元, %)	28
图 54: 大中华区直营业务扩展速度远超经销业务 (百万美元)	29
图 55: 上海 001 店以经典产品“Air Max”为灵感的外墙设计	30
图 56: 贯穿四层的上海 001 门店中庭 LED 数字塔	30
图 57: NIKE 的中国顾客满意度指数排名第一	30
图 58: NIKE 的中国品牌力指数排名第一	30
图 59: “甬信我, 服我”广告中, 输球的朋友履约吃“篮球”	31
图 60: “上海没个够”广告中, 跑者并不在终点停步	31
图 61: 70 年代 NIKE 和阿迪达斯的宣传策略有明显差异	32
图 62: 乔丹为 NIKE 拍摄的广告, 经典姿势成为品牌 logo	33
图 63: Air Jordan“被禁”广告, 引发消费者好奇	33
图 64: NIKE 广告: 普通人在坚持中发现自我闪光点	33
图 65: NIKE 广告: 传达坚持实现梦想的精神	33
图 66: 伦敦奥运刘翔摔倒后 NIKE 通过微博做出营销回应	34
图 67: SW19 暗指伦敦奥运网球赛主办场馆	34
图 68: NIKE 在 Facebook 上推送比赛结果	35
图 69: NIKE 在 Twitter 上实时与粉丝进行互动	35
图 70: 新型营销: NIKE 自制短剧《大宅女 vs 健身狂》	35
图 71: 新型营销: NIKE Phenomenal Shot 活动截图	35
图 72: NIKE 营收规模遥遥领先 (百万美元)	36
图 73: NIKE 业绩增长波动最小 (%)	36
图 74: NIKE 品牌是公司营收的绝对主力	37
图 75: 对比匡威。NIKE 品牌营收增速更稳健	37
图 76: 鞋类收入占比稳步提升、配件收入占比逐渐下降	37
图 77: 各品类收入增速趋于平稳	37
图 78: 直营业务收入占比持续提升	37
图 79: 直营业务增速显著高于批发业务	37
图 80: NIKE 毛利率水平保持平稳, 处于行业主流水平	38
图 81: NIKE 销售费用率有所下降, 综合管理费用率提升	38
图 82: NIKE 净利率处于行业中等偏上水平 (%)	39
图 83: 存货水平增长, 增长率与营收增长水平相一致 (百万美元)	39

图 84: NIKE 存货周转能力近年较为稳定 (次)	40
图 85: 除了露露柠檬, 行业应收账款周转率趋同 (次)	40
图 86: 经营性现金流状况健康向好 (百万美元)	41
图 87: 公司外延收购的绝大部分品牌被先后售出	42
图 88: FY2020 前三季度营收增速小幅下降 (累计值同比)	44
图 89: FY2020 前三季度利润增速小幅下降 (累计值同比)	44
表 1: NIKE 旗下各品牌定位.....	6
表 2: 12 个核心城市策略	27

1、NIKE 是目前全球市占率排名第一的运动服饰龙头公司

NIKE 是目前全球市占率排名第一的运动服饰龙头，旗下目前运营 NIKE、乔丹和匡威三大品牌，其中乔丹品牌合并于 NIKE 品牌口径下披露。

- NIKE：面向广泛市场的大众运动品牌。全面覆盖运动鞋服和配件，六大核心品类：运动生活系列、跑步系列、乔丹系列、篮球系列、足球系列和训练系列。
- 乔丹：面向篮球爱好群体的高端篮球品牌。公司于 1984 年签约 NBA 球星迈克尔·乔丹，次年开始推出 Air Jordan 系列篮球鞋。1997 年乔丹系列成立为公司子品牌，主营篮球鞋服和配件。
- 匡威：面向年轻大众群体的休闲运动品牌。公司于 2003 年收购，主营休闲运动鞋和服饰。

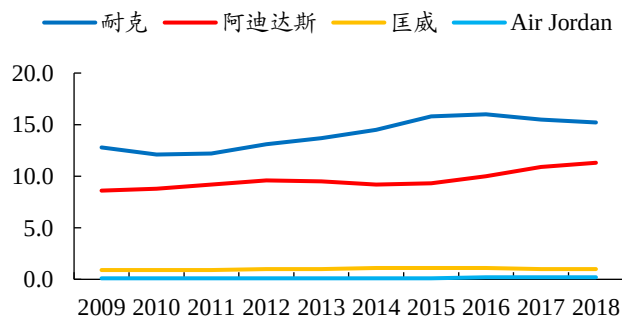
表1: NIKE 旗下各品牌定位

	NIKE	乔丹	匡威
LOGO			
定位	大众运动品牌	高端篮球品牌	休闲运动品牌
面向市场	大众群体	篮球爱好者	年轻大众群体
主营产品	运动鞋服、体育用品、配件和服务	篮球鞋服和配件	休闲运动鞋和服饰

资料来源：公司公告、开源证券研究所

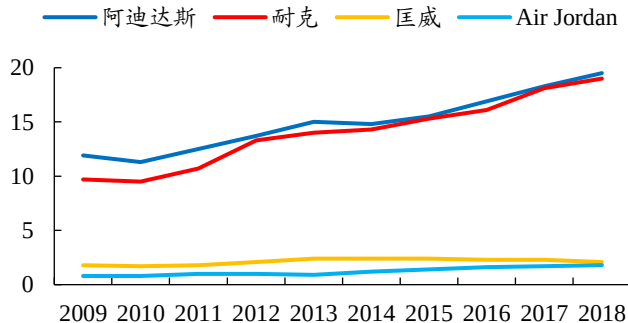
NIKE 品牌市占率位居全球运动品牌行业第一。根据欧睿数据，2009 年至 2018 年，NIKE 主品牌的全球运动行业市占率提升了 2.4pct 达到 15.2%，与市占率 11.3% 的阿迪达斯形成了行业两强格局。公司旗下的匡威和乔丹（Air Jordan）品牌全球市占分别为 1.0% 和 0.2%。值得注意的是，NIKE 品牌的全球市占率 2017 年下滑了 0.5pct，而其竞争对手阿迪达斯增长了 0.9pct。为了扭转这一局面，NIKE 公司发布了以消费者为核心的重组计划“Consumer Direct Offense”。在中国，2018 年 NIKE 品牌的市占率为 19.0%，9 年间上升了 7.1pct，且保持着持续增长态势。匡威和乔丹（Air Jordan）品牌分别达到 2.1% 和 1.8% 的市占率。

图1: NIKE 品牌全球市占率维持第一



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图2: NIKE 品牌中国市占率持续增长



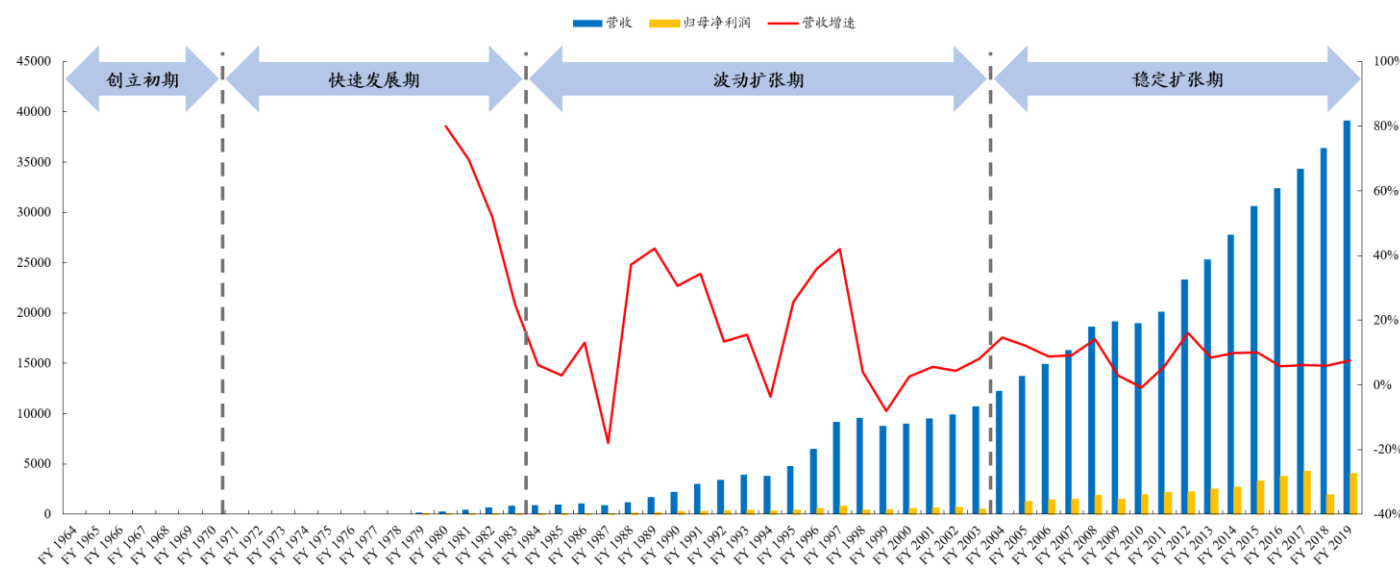
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

1.1、发展历程：四个主要阶段

纵观 NIKE 的发展历程，我们认为可以分为以下几个阶段：

- 1) 1964-1970 年创立初期：代理日本跑鞋品牌鬼冢虎的美国地区销售；
- 2) 1971-1983 年快速发展期：建立自有品牌，发布创新产品，借力美国慢跑风潮快速发展；
- 3) 1984-2002 年波动扩张期：营收经历波动保持快速上升，产品定位专业运动，利用营销进行进一步扩张；
- 4) 2003 年-至今稳定扩张期：在全球范围内建立领先优势，营收保持持续稳定增长，大中华区成为新的业绩增长点

图3：公司发展历程：主要分为四个阶段



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

1.1.1、1964-1970 年创立初期：代理日本跑鞋品牌鬼冢虎的美国地区销售

NIKE 体育前身是菲尔·奈特创立于 1964 年的蓝带体育。成立之初，蓝带体育作为分销商在美国市场代理日本跑鞋品牌鬼冢虎（Onitsuka Tiger）。公司联合创始人比尔·鲍尔曼是俄勒冈大学的田径教练，也是公司最早研发创新基因的奠定者。他开始参与鬼冢虎的跑鞋设计，按照美国人的体型特点和消费需求提出一系列的产品改进建议，第一款合作设计的跑鞋 Cortez 于 1967 年正式发布。凭借鞋底内置的整块缓冲垫以及加固的高密度外底，Cortez 提供了更好的减震和弹跳支撑效果，市场反馈击败了当时运动龙头阿迪达斯推出的 Aztec 鞋款。

虽然 Cortez 获得成功，但 1970 年初蓝带体育与鬼冢虎签订的分销合同时期限仅为 3 年，且排他性条款限制了蓝带体育代理其他品牌。随着分销网络的铺设，依赖单一品牌供应商的经营风险逐渐提高。与此同时，蓝带体育还面临鬼冢虎工厂交货不及时、交付货品尺码款式与订单不一致等等问题，合作关系出现矛盾。

图4: 蓝带体育与鬼冢虎合作的 Cortez 跑鞋大获成功



资料来源: Sneaker Freaker

图5: 早期分销鬼冢虎品牌的蓝带体育零售门店



资料来源: Business Insider

1.1.2、1971-1983 年快速发展期: 建立自有品牌, 发布创新产品, 借力美国慢跑风潮快速发展

行业背景: 美国慢跑风潮兴起, 为 NIKE 的发展提供最佳土壤。20 世纪 70 年代初期, 多名美国运动员在跑步项目中取得优异成绩, 包括在 1968 年奥运会男子 1500 米跑步项目中摘银的 Jim Ryun, 以及在 1972 年奥运会马拉松比赛中夺冠的 Frank Shorter 等等。随着媒体对于赛事及跑步有益健康的宣传, 跑步运动逐渐进入美国民众视野, 美国的慢跑风潮随之兴起, 西雅图马拉松、纽约马拉松和亚特兰大公路跑等一系列马拉松和公路跑赛事吸引了越来越多的公众参与。这个阶段, NIKE 公司的营收规模从 1973 年的 2870 万美元增长到 1983 年的 8.67 亿美元。

NIKE 联合创始人比尔·鲍尔曼也在慢跑风潮的推动中发挥了作用。他撰写的《慢跑》一书中对公众详细介绍了慢跑运动, 并阐述了慢跑对人体健康的积极意义。他的队员 Steve Prefontaine 包揽了全美 2000 米到 10000 米各距离跑步纪录。NIKE 也借势宣传, 邀请运动员穿着 NIKE 跑鞋参加各种跑步比赛, 初步推广品牌影响力。

图6: 1970 年纽约马拉松等跑步赛事兴起



资料来源: Timeout

图7: 1972 年报纸对 Frank Shorter 夺冠的报导——跑步浪潮兴起



资料来源: Newspaper

品牌端：脱离蓝带体育，发展自有品牌：1971 年，公司自行联系代工厂下单生产，启用全新 logo“The Swoosh”和“NIKE”品牌名称，标志着公司开始新的阶段——自主设计、销售 NIKE 品牌跑鞋。公司与鬼冢虎的代理关系正式结束于 1973 年，从此开始全力推广和销售 NIKE 品牌跑鞋。1978 年，蓝带体育正式更名为 NIKE 公司，并于 1980 年上市。

生产端：轻资产模式，选择亚洲代工厂，获得成本优势：NIKE 最早的代工厂位于日本，日本劳动力价格攀升后逐步转移至韩国与台湾，后续又转移到中国、印尼等生产成本更低的国家，相对于保留自有工厂且在欧洲生产的阿迪达斯，NIKE 在早期就建立了生产端的成本优势。

产品端：产品功能性与创新力获得认可，得到迅速推广。NIKE 在这个时段发布的跑鞋产品正逢其时，凭借创新力打出口碑。公司将 Cortez 跑鞋重新设计，加上 NIKE 的 logo 继续生产销售，成为公司的主打经典鞋型，至今仍在销售。1973 年《跑者世界》将 Cortez 称为“美国最受欢迎的长跑训练鞋”。另外，比尔·鲍尔曼还创新性地研发出华夫饼状网格鞋底，这种特殊花纹带来了优异的抓地力，在市场中获得广泛赞誉。而且鞋印酷似美国宇航员在月球表面留下的脚印，因此也被称为“登月鞋”，附加的爱国情怀也助力了产品宣传与推广。

图8：1973 年 NIKE 的 Cortez 跑鞋广告，至今畅销



资料来源：搜狐体育

图9：“登月鞋”特殊的鞋底构造能提供出色的抓地力



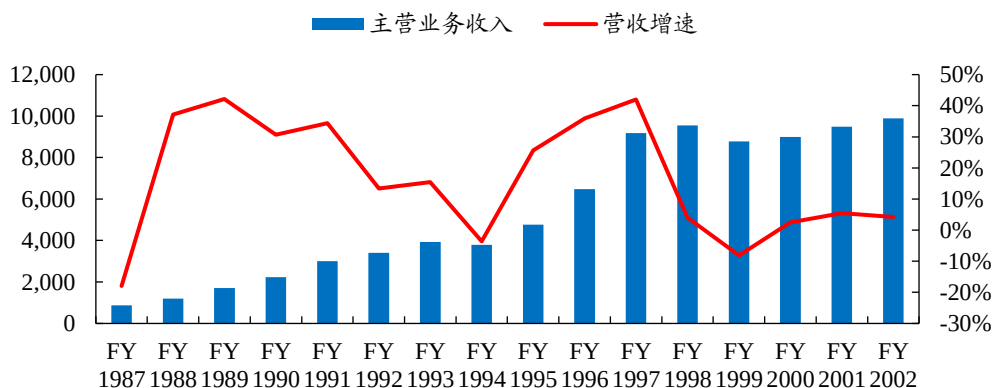
资料来源：Shoezeum

1.1.3、1984-2002 年波动扩张期：营收在波动中快速上升，产品定位专业运动，加强营销进一步扩张

行业背景：当时的运动行业霸主阿迪达斯错失 70 年代慢跑潮流，其在北美的市场份额从超过 70% 下跌至不足 5%，NIKE 建立了行业领先优势。但进入 80 年代，锐步的快速发展也对 NIKE 形成了新的市场威胁。与当年的 NIKE 针对慢跑人群自下而上的推广策略相类似，锐步精准把握住了运动服饰休闲化和健身运动发展的潮流，主打大众健身穿着和女性运动休闲服饰，进入美国市场短短五年营收增长 300 倍达到 9 亿美元。随着慢跑风潮的逐渐平息，NIKE 急需开拓新的市场增长点。

业绩：业绩出现波动。这一阶段，NIKE 遭遇与新兴的锐步、复苏的阿迪达斯和 PUMA 的激烈竞争，经历了三次营收下滑，但都在次年扭转恢复增长，期间收购了四个品牌，公司总体营收从 FY1984 的 8.20 亿美元波动增长至 FY2002 的 98.93 亿美元，CAGR 达到 16%。

图10: NIKE 营收波动上升时段（百万美元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

措施与行动：在这个过程中，NIKE 在产品上专注研发专业运动用品，与休闲化时尚化的阿迪达斯、PUMA 形成了差异；除此之外，出色的营销事件也是 NIKE 在这一时段致胜的关键。

- **瞄准极具潜力的篮球市场，Air Jordan 系列产品获得成功：**NIKE 参考阿迪达斯签约顶尖球员的营销手段，在球探瓦卡洛的推荐下与当时的 NBA 新秀迈克尔·乔丹签下 5 年 250 万美元附加销售分成的代言合约，并随后于 1985 年开始推出 Air Jordan 系列鞋款，1984 年到 86 年期间投入了 500 万美元进行市场营销。随着乔丹在赛场上崭露头角逐渐成为最具影响力的顶级 NBA 球星，NIKE 的 Air Jordan 系列也广受欢迎，1985 年全年取得超过 1 亿美元营收。
- **完善品牌文化，重视品牌营销和推广，通过情感营销获得消费者共鸣：**之前 NIKE 没有独立的营销部门，各产品条线缺乏协同宣传各自为政。从这一阶段开始，NIKE 完善了品牌文化，强化了品牌 DNA。1988 年开始推出“Just Do It”系列经典广告企划，各产品线的广告统一内核集中输出，迅速树立洒脱、坚韧的运动品牌形象，对消费者进行鼓舞型情感营销。

图11: NIKE 第一支“Just Do It”广告，后确立为品牌经典广告词



资料来源：Yannigroth

图12: NIKE 与特殊运动员 Paralympian 合作的广告，强化体育精神的输出



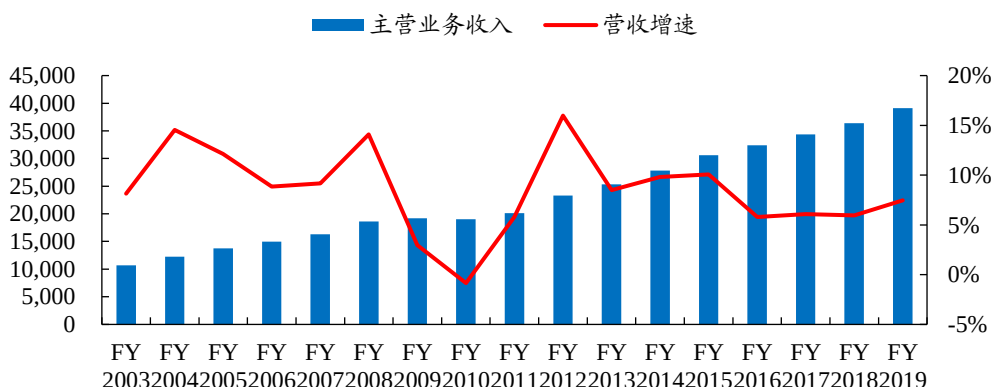
资料来源：BusinessInsider

1.1.4、2003 年-至今稳定扩张期：在全球范围内建立领先优势，大中华区成为新的业绩增长点

这一阶段，除了 FY2010 受本土市场拖累略有下滑，NIKE 营业收入基本保持了稳定增长，且 FY2013 以来营收增速逐渐稳定在集团高单位数的目标水平，进入平稳增长的阶段。在北美市场接近饱和、增速放缓以后，NIKE 与其他国际运动品牌都陆续进军北美以外的国际市场，快速发展中的大中华区成为 NIKE 新的业绩增长点。

同时，全球运动行业竞争也日趋激烈，如 Lululemon、Under Armour 等新兴细分行业龙头崛起，千禧一代消费者的消费偏好转变，运动时尚风潮的兴起，都给 NIKE 的经营提出了新的挑战。

图13: NIKE 进入相对平稳增长阶段（百万美元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

为了应对新的市场形势，NIKE 于 2017 年宣布新发展策略，核心是 **Consumer Direct Offense——更加贴近消费者（直击消费者）**。具体通过三个双倍目标（Triple Double）实现，目标是更好地为消费者个人提供更好的服务：

1) 双倍研发：继续强调专业运动领域创新研发，加速推出具有新型科技的产品，在保证产品创新的同时加速产品开发过程。

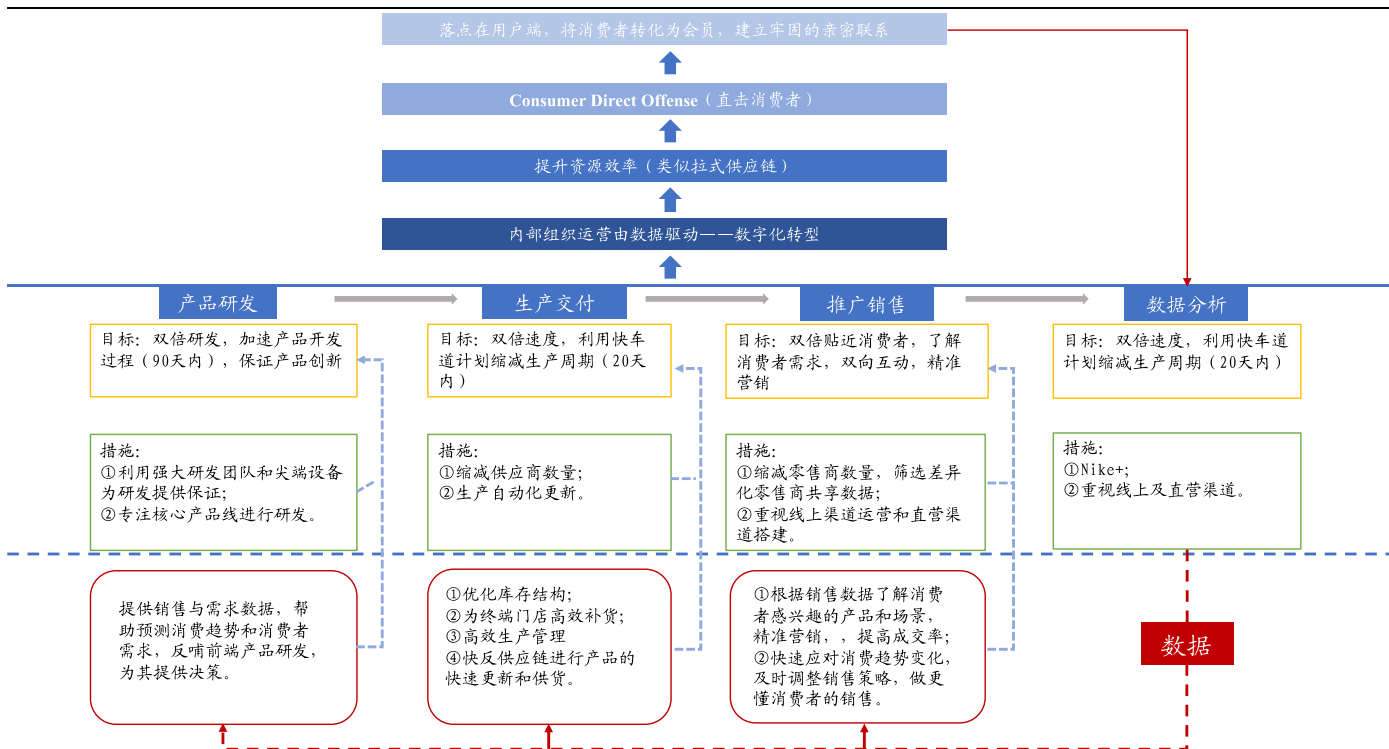
2) 双倍速度：将产品设计生产上架的全流程时间减半，通过快车道计划（Express Lane），加速产品上架周期，提高整体生产效率。

3) 双倍与消费者的关联：通过 NIKE+ 等进行数字化改革，重视线上运营和直营渠道搭建，了解消费者需求，增强与消费者的直接互动关联。

我们认为，Consumer Direct Offense 战略的核心是：公司通过分析终端消费者的数据信息，为产业链的各个环节提供支持，从而提升整个供应链的资源效率；即当公司内部组织运营实现由数据驱动，那么整体的产业链效率将会得到提升。

2、新时期数字化的关键战略——Consumer Direct Offense

图14：数据作为核心驱动力的 Consumer Direct Offense 战略全景图（本节讨论内容均围绕此图展开）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、双倍研发：在保证产品持续创新的同时，加快研发周期

强大的产品研发与设计能力有效保证了公司对于专注专业运动领域的定位。不同于阿迪达斯对运动时尚潮流的挖掘和跨界合作，NIKE 始终专注专业运动领域，致力于为各种运动员和运动爱好者提供运动体验最佳的产品。由此，强大的产品研发能力则是重中之重，在“双倍研发”的目标下，根据终端为研发端提供的销售与需求信息，公司得以及时预测消费趋势和消费者需求，从而为研发提供支持；同时依托于强大的研发设计团队，NIKE 在专业运动领域加速推出具有新型科技的产品。

2.1.1、强大的研发团队：为公司研发提供专业建议

NIKE 的产品研发过程由运动员、科学家、工程师和设计师共同参与。NIKE 的运动研究实验室成立于 1980 年，位于俄勒冈州的总部，面积超过 16000 平方尺。目前，1）实验室雇佣了生物力学、生理学、生物医学工程、机械工程、物理、数学、运动机能学等方向 40 多个顶尖科学家，在增强运动表现、降低运动损伤、改善穿着体验方面提供前瞻性观点并进行研究。2）研究实验室还与亚洲、欧洲和北美的顶尖学府建立战略伙伴关系，持续追踪前沿运动科学的发展。3）同时，每年有数千名运动员也会参与实验，基于他们的职业理解为 NIKE 提供改进建议。

2.1.2、尖端的仪器设备：为公司研发实现提供保证

1）运动捕捉实验室：配备有顶级高速摄像机，视频捕捉频率可以达到每秒三万帧，是普通摄像机的 1000 倍；以及三维测力台，可以捕捉垂直压力、前后与侧面的切相力。组合使用，科学家能够研究运动过程中的人体变化，确定能量来自何处、如

何衰减和关节负荷等情况。

2) **生物力学实验室**：配备有运动可视化设备，捕获运动数据，帮助研究员模拟出人体运动状态的 3D 模型。

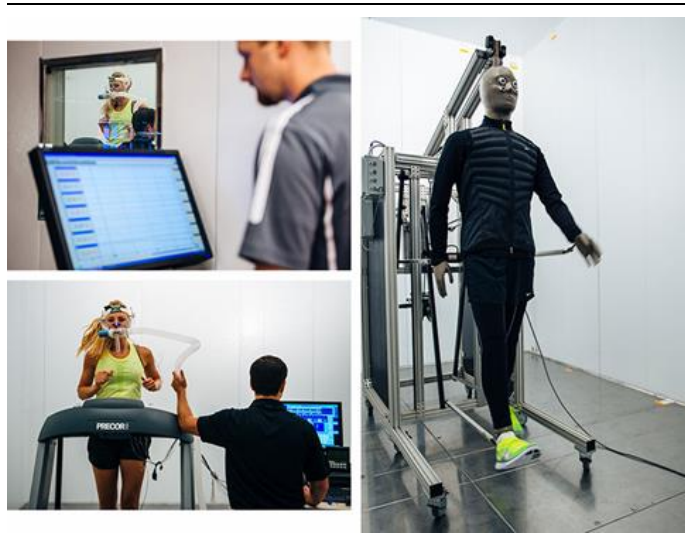
3) **生理机能实验室**：配备有环境模拟系统，可以精准地模拟出从热带到寒带各种不同的气候环境，供产品测试使用。

图15: NIKE 运动捕捉实验室：研究运动过程中的人体变化



资料来源：Streething

图16: NIKE 实验室配备有运动采集设备和铜制出汗人体模型



资料来源：Streething

依托于专业强大的研发团队和仪器设备，NIKE 的产品拥有较强的核心技术优势，强化了公司专注专业运动领域的形象和概念。

截止 2016 年，NIKE 在美国取得了 5060 个专利，在全球范围内取得的专利和专利申请超过 19500 件，而阿迪达斯当时仅有近 2400 件专利。NIKE 的核心技术包括：

- **面料技术**：Dri-Fit：快速排汗专利布料，其中的超细纤维能够通过虹吸作用，将水分传送至布料表面迅速蒸发。
- **鞋面技术**：1) **Flyknit 飞织技术**：2012 年发布的编织鞋面技术，通过特殊的编制技法，将细小纤维编织成适合不同运动类型厚度不同的鞋面，减少了原材料的损耗和摩擦，提升透气效果和支撑性，能够更加贴合脚型。2) **Flyweave 飞编技术**：2015 年发布的新型编织结构，通过经纬线交织以及合成材料的填充，获得更好的定型效果和强度，优化产品舒适度和防护稳定性。

图17: NIKE 核心技术之一: Flyknit 飞织技术产品图



资料来源: 华尔街日报

图18: NIKE 核心技术之一: Flyweave 飞编技术产品图



资料来源: Size 鞋报

- 气垫减震中底技术: Air 气垫是 NIKE 最早期气垫系列, 于上世纪 70 年代末发明, 是用复合材料制成囊状框架, 填充氮气, 利用气体的流动性提供减震, 气压的反弹提供能量的反馈。此后经过四十年的研究升级, NIKE 推出了一系列新型气垫产品, 是 NIKE 最主要的核心产品技术系列。

1) **Air Max:** 气压更高的开窗气垫, 可视化设计尤其吸引眼球。Air Max 系列跑步鞋也是 NIKE 经久不衰的经典产品线。

2) **Zoom Air:** 气垫内充满用热压固定的高弹力尼龙纤维, 受力挤压, 卸力回弹, 更加轻薄, 回弹效果更好。

图19: 气垫减震技术的代表: Air Max 进化史



资料来源: 好奇心日报

图20: 气垫减震技术的代表: Zoom Air 纤维构造



资料来源: NIKE 官网

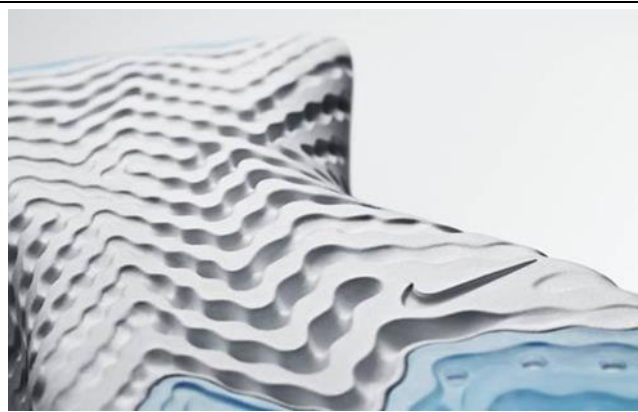
- 材料减震中底技术: 利用固体进行能量的吸收和反馈。在阿迪达斯推出应用材料减震的 boost 系列广受好评后, NIKE 也加速了材料减震技术研发, 推出了 Lunarlon 和 React 泡棉。泡棉中底兼具柔软响应和舒适脚感, 提供减震和动力反馈, 同时比气垫的使用寿命更长, 安全系数更高。

图21: 材料减震技术的代表: Lunarlon 鞋底



资料来源: GPIE

图22: 材料减震技术的代表: 新一代 React 鞋底



资料来源: NIKE 官网

2.1.3、依托强大研发团队和尖端设备实现“双倍研发”

以往, NIKE 的产品研发时间一般会提前 18 个月, 有些产品甚至耗费数十年, 为了达到双倍研发的目标, 在拥有强大设计研发团队后, NIKE 通过以下几个方面进行改进:

1) 加速产品开发过程: 缩减设计周期, 目标在 90 天内完成产品更新, 并在海外组建设计团队来开发面向当地市场的产品;

2) 专注于核心产品线: 精简 25% 鞋款数量, 将研发资源集中在更有增长潜力的产品线上, 包括跑步系列、篮球系列、运动生活和训练健身系列等。

这使得 NIKE 可以在研发端提高效率, 为后续第二个双倍目标即“双倍速度”提供了良好的基础。

2.2、双倍速度: 快车道计划加速供应链效率

双倍速度是指将产品设计生产上架的全流程时间减半, 通过快车道计划 (Express Lane), 对产业链进行数字化改造, 加速产品研发、更新和补货的流程。这其实是对公司供应链的速度和效率提升了要求。

2.2.1、供应链背景: 外包生产+国际化产能布局

外包生产: NIKE 从创立伊始就开始将生产外包给 OEM 制造商, 不建自有工厂。这种轻资产运营模式一方面为初创期的 NIKE 减轻了资本投入压力, 让公司可以将资源集中于产品的研发与设计、市场营销和销售等附加值更高的业务环节; 一方面也提供了很高的灵活度, NIKE 通过选择合作工厂、调整订单量的方式可以灵活调整产量和生产地域。

图23: NIKE 的轻资产运营模式: 外包生产环节



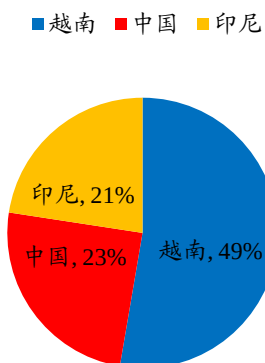
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

国际化产能布局: NIKE 是最早布局东南亚及中国产能的国际运动品牌。分散的海外工厂在削减生产成本的同时,也有助于分散经营风险。20 世纪 70 年代,NIKE 最早合作的工厂位于墨西哥和日本,但由于日元汇率波动和日本劳动力成本上涨等因素,1976 年起,NIKE 开始合作中国台湾的工厂作为替代。1980 年,NIKE 和两家中国大陆的工厂签订合同,开始在中国大陆生产鞋品,成为首家合法进入中国大陆市场的美国鞋商,为后期中国市场的经营打下基础。

目前,NIKE 的生产基地以东南亚为主,其中中国、越南地区的工厂订单占比较高。

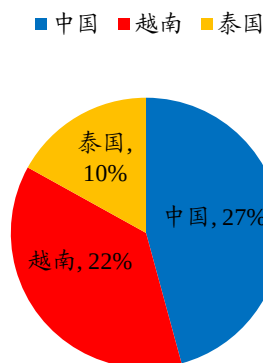
- **鞋履供应商:** FY2019NIKE 的鞋品供应商有 112 个,分布在 12 个国家,其中规模最大的四个生产商产量占比均超过 10%,合计占年度总产量的 61%。工厂集中分布在越南、中国和印尼,三地 FY2019 产量占比分别为 49%、23%和 21%。
- **服装供应商:** NIKE 有 334 家合作工厂,分布在 36 个国家,前五大生产商的总产量占比约 49%。这些工厂主要分布在中国、越南和泰国,三地 FY2019 产量占比分别为 25%、22%和 10%。

图24: FY2019NIKE 鞋品供应商主要分布于印尼、越南、中国 (产量占比)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图25: FY2019NIKE 服装供应商主要分布于中国、越南、泰国 (产量占比)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2.2、生产端: 精简供应商数量, 重视研发创新, 自动化变革提高生产效率

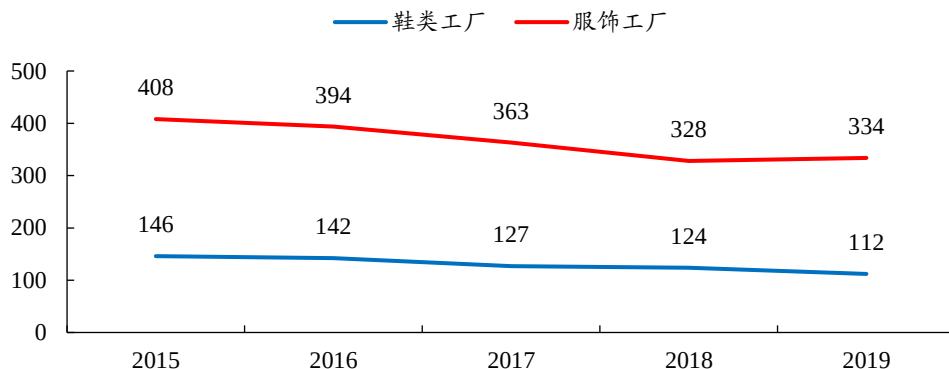
- 精简供应商数量, 重视供应商的研发创新能力。

NIKE 在与供应商的关系中占据主动地位, 近年 NIKE 逐步收缩供应商数量。公司设置有专门的全球采购团队负责供应商选择, 洽谈, 签约及后续管理。凭借全球体育用品销售第一的大体量, NIKE 在与供应商的关系中占据主动地位, 设立了严格的供应商准入门槛和管理体系, 对 OEM 工厂的资质、产品品质、管理能力、环保措施和创新研发能力等等要求很高。从数量上来看, 2015 财年到 2019 财年, NIKE 的鞋品供应商数量从 146 家下降到 112 家, 服装供应商数量从 408 家下降至 334 家, 分别收缩 23%和 18%。

同时 NIKE 将订单向优质供应商倾斜, 进一步提高对供应链的管控能力。鞋类方面, FY2015-2018 产量超过总订单量 10%的供应商有五家, 合计占比 69%; FY2019 产量超过 10%的只剩 4 家, 合计占比 61%。服装方面, 前五大供应商的产量占比持

续提升，从 FY2015 时的 36% 提升至 FY2019 时的 49%。

图26: FY2015-2019NIKE 合作供应商数量有明显下降（家）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

NIKE 与优质供应商保持着良好的长期稳定的合作关系，既可以保证产品品质、交货速度，又降低了技术流失风险。对于愿意在产品质量、生产效率优化等方面增加投入的优质供应商，NIKE 会给予优先采购和订单倾斜，以此促使供应商不断优化升级生产能力，推动产业链优化升级。截止 FY2013 年底，NIKE 70-76% 的服装和 85% 的鞋品出自多品种、小批量的精益生产线，由此实现了每双鞋额外的 0.15 美元成本节约。截止 2017 年，NIKE 鞋品工厂的生产废料 96% 被重复使用，或转化成了能源。

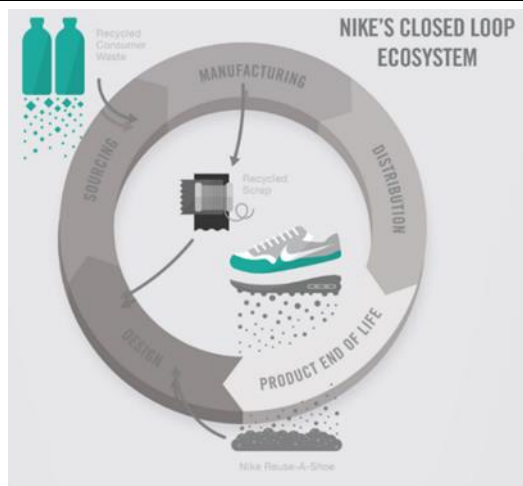
另外，NIKE 十分看重供应商的研发能力和他们对 NIKE 主导新技术的跟随度，引导产业链的创新升级。以其上游面料供应商申洲国际为例。

1) 研发能力：申洲国际保持对创新研发的大力度投入，上市募集的 9 亿港元全部用于设备升级，设立两个世界级研发中心，研发人员超过千人，每年开发面料新品超过千种；

2) 对 NIKE 的跟随度：NIKE 的 Flyknit 技术由于需要特殊的专用生产机器，工艺难度和资本投入要求较高，早期订单被当时的大供应商放弃，而申洲国际在 2012 年选择购入 2000 台 Flyknit 专用设备，承担了所有 Flyknit 订单。随着 Flyknit 鞋面技术发展成为 NIKE 的核心产品技术，订单量逐年提升，申洲国际作为其主供应商与 NIKE 实现长期共赢。

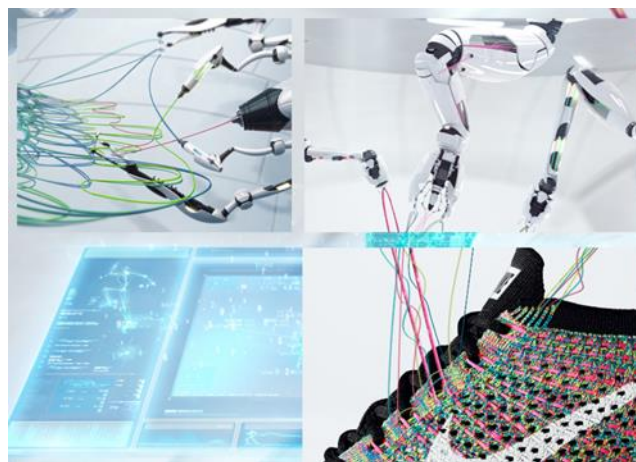
与此同时，NIKE 也与供应商分享其科研创新成果，实现合作共赢，也有助于稳定长期合作关系。例如，NIKE 研发出了在生产过程中不会产生有毒致癌废气的水性黏合剂，能够有效消除车间内 97% 的致癌物质，这一技术被 NIKE 共享给了所有工厂。

图27: 贯彻环保理念的 NIKE 生产闭环



资料来源: 哈佛商学院

图28: 鞋面核心技术之一: Flyknit 生产过程



资料来源: Friedpixels

图29: 重要供应商: 申洲国际为 NIKE 设立的专属工厂



资料来源: 界面新闻

图30: 申洲的椭圆数码印花机可以在 5 分钟内上机生产



资料来源: CCTV4

● 在生产端进行自动化变革和改造, 提高生产效率。

NIKE 传统的生产订单需要提前六个月安排, 公司希望通过快反模式缩减时间, 更快响应消费者需求。改造举措包括应用 3D 打印技术进行生产、增加机器人和自动化设备的使用等。

2015 年起 NIKE 与在自动化生产方面具有领先优势的供应商 Flex 合作, 追求可定制化、高自动化、快速交付的生产模式。2018 年 Flex 为 NIKE 生产了超过 300 万双鞋, 预计到 2023 年产量超过千万双。公司还与 Flex 的研发中心合作测试新的生产方式、自动化仪器和研究前瞻性突破技术。截止 2018 年底, NIKE 在其合作的亚洲工厂中安装至少 1200 台新型自动化生产机器。预计到 2023 年, 20% 的 NIKE 鞋品生产订单将转移到自动化程度更高的工厂, 来保证生产效率和交付速度, 同时满足消费者定制化的需求。

图31: NIKE 在印尼的传统车间: 高度依赖人工效率


资料来源: Higher Learning

图32: NIKE 的自动化生产车间: 更高的生产效率


资料来源: Boss 杂志

2.2.3、持续推动供应链数字化改造, 缩短生产周期, 实现“双倍速度”

NIKE 的目标是将生产周期从 60 天缩短到 20 天以内, 主要通过“快车道计划”(Express Lane) 进行实施, 即端到端供应链数字化转型, 结合渠道端获取的销售信息洞察消费者, 更快完成设计、更新和补货过程, 将整套流程时间从 60 天缩减到 20 天以内, 抓住销售趋势, 提升全价销售比例。具体有三个目标:

1) Fulfill (工厂快速补货): 基于渠道收集的实时销售信息, 在当地或近岸工厂就近安排生产, 升级物流网络, 在两天内完成补货;

2) Refresh (动态调整货品): 基于新品上架的早期销售反馈, 更快对新品的材质、颜色、印花等要素进行调整改进, 再进行后续订单生产;

3) Create (缩短设计周期): 将设计到上架的流程时间减半, 主要通过组建本地设计团队, 配合快速反应生产端变革, 更快升级畅销品模板, 采用最新潮流的材料和颜色。

通过快车道改造, NIKE 的复古跑鞋 Presto Mid Utility, Flyknit Racer 和 Lunar Charger 只用了四分之一时间就投入市场。快车道供应链已覆盖北美、EMEA 和中国大区, FY2019 第三季度 NIKE 10% 的营收来自于快车道, 第四季度中东和北非地区通过快车道流转的库存接近 20%。

另外, NIKE 利用 RFID 芯片加强对库存数据的管理, 库存的颜色、款式、码数等信息完全可视化, 公司可以更好地了解销售数据, 制定补货安排满足消费者需求。

图33: NIKE 升级了位于田纳西州孟菲斯的物流中心


资料来源: NIKE 官网

图34: NIKE 产品标签中内置 RFID 芯片技术

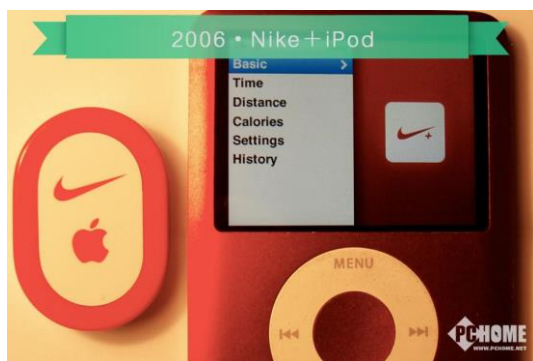

资料来源: ARCH

2.3、双倍与消费者关联：数据化驱动满足消费者需求

双倍与消费者的关联：通过“NIKE+”以及直营渠道与消费者建立直接的互动，利用终端所掌握到的数据进行分析，为推广销售环节提供决策支持，增强与消费者的关联度。我们认为 NIKE 数据化转型的过程实际上是借助互联网及移动互联网直面客户，通过与消费者实现互动及数据分析，解构传统的商业模式，利用数据信息进行供应链协同，精准把握消费者需求，快速应对消费趋势变化，带给消费者优质的品牌体验。而中国市场无疑也是 NIKE 数字化转型的最佳案例。

2.3.1、“NIKE+”搭建平台接触核心消费人群，利用数据进行决策；会员制提升消费者体验，增加粘性

在 NIKE 数字化转型的过程中，“NIKE+”是重要的平台之一。2006 年 NIKE 便开始进行对于数字化的探索。2006 年 5 月 NIKE 与苹果公司联合发布 NIKE+iPod 运动系列组件，使得用户能够实时查看自己的步速、距离等一系列跑步数据。自此之后，NIKE 接连发布了 NIKE+Sport Band 跑步腕带以及 NIKE APP，从而更高效地接触到自己的核心人群。

图35: 数字化转型探索：NIKE+iPod 运动系列组件


资料来源: PCHOME

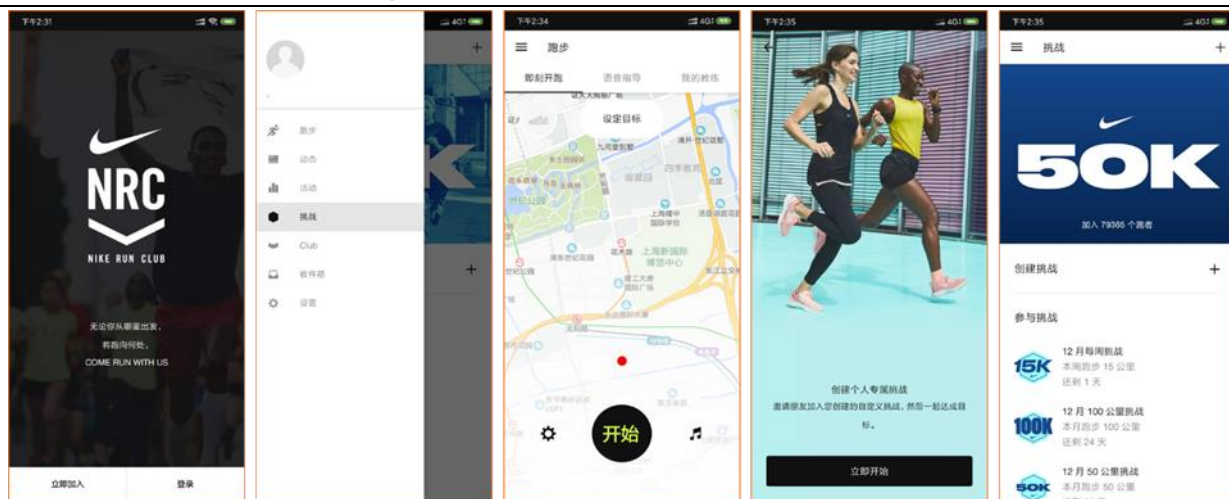
图36: 数字化转型探索：NIKE+Sportband 跑步腕带


资料来源: 公司官网

2010 年 NIKE 的数字运动部门 (NIKE Digital Sports) 成立，与 NIKE 的研发、营销等部门属于同一个级别。同年推出了 NIKE+Running App 及周边应用，并将 NIKE App 升级为可以定位的 NIKE+GPS App。2012 年 NIKE 公司将 NIKE+从跑步品类扩

展到篮球等全系列产品，并将 iOS 上的 NIKE+GPS 移植到安卓平台，NIKE+线上社区的注册用户数量从年初的 500 万增加到 1000 万以上的规模。FY2013 年第一季度，NIKE 在北美的营收同比增长 23%，远高于往年的平均增长率。随着 NIKE 核心用户已经从电视移动到互联网中，NIKE 可以通过 NIKE+系列有效影响他们的消费决策，NIKE+已经成为拉动 NIKE 业绩增长的新动力。

图37：数字化转型探索：NIKE+Running APP



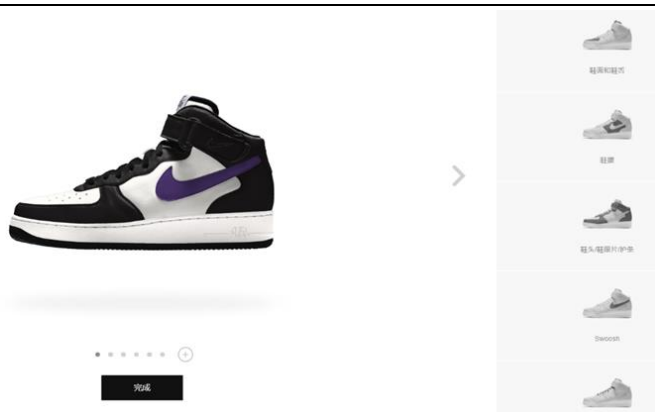
资料来源：NIKE Run Club

由此，我们认为 NIKE+的核心价值是通过各类组件、APP 构建了庞大的线上社区，而这个线上社区最大的功能就是社交和互动，改变了 NIKE 与用户之间的沟通模式，增加直面消费者的机会，加强用户粘性；同时通过汇集平台上运动爱好者的各项运动数据及好友关系链条，为 NIKE 的研发、运营提供决策和依据；另外，NIKE 的数字化改造使得 NIKE 可以通过数据整合资源，甚至可以与外部连接实现价值的共同创造，未来有着广阔的发展空间。

NIKE 通过会员制和消费者建立直接的个人关系，提供定制化产品和服务以改善消费体验。

- ① 产品：会员可以更早接触到 NIKE 的创新产品，比如 FY2020 第一季度的 Joyride 和 Air Max 270 React。会员也可以参与到鞋子的定制过程中，满足消费者多样化需求。
- ② 服务：NIKE 为会员提供线上线下互通的库存数据，以便他们能第一时间购买到心仪的产品，从而增加全价产品的销售。公司持续探索不同方式来触达更多人群，并促使他们产生更多回购。NIKE 全系 app 目前的活跃用户数量相比三年前翻倍，FY2020 第一季度北美门店互动新增 100 万会员，NIKE 直营电商渠道超过 50%的增长来自于会员。

图38: NIKE 官网提供的鞋款定制服务: 与消费者直接互动



资料来源: NIKE 官方微信小程序

图39: 直营门店提供会员专属个性化定制服务



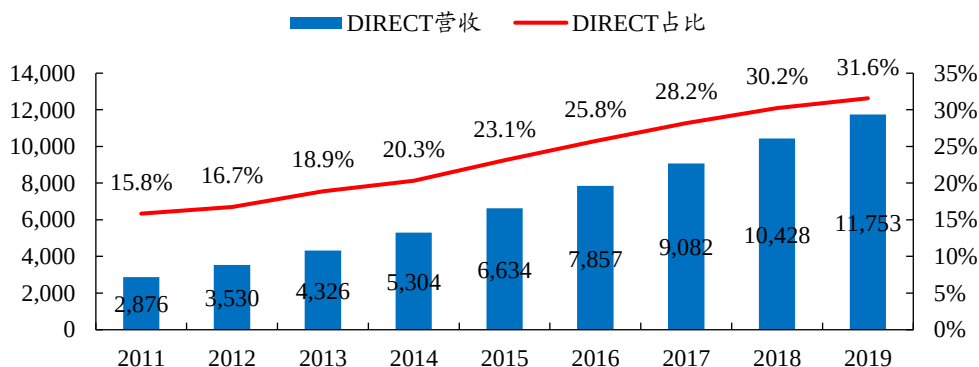
资料来源: 懒熊体育

2.3.2、重视直营渠道发展, 筛选“差异化”零售商共同进行数字化转型

1) 直营业务: 直营业务比重持续上升, 持续针对直营业务进行数字化改造。

直营业务是与消费者直接接触的业务, 对于数据的采集十分重要, 所以直营业务也是公司实现双倍与消费者关联目标中的重要环节。直营渠道可以共享消费者(会员)的购物习惯和偏好等数据, 从而为他们提供定制化服务, 加深与消费者的关联互动。另外直营门店中鞋款早期销售数据分析也可以为改款提供参考, 同时结合本地化生产, 加速修改上新的节奏。近年, NIKE 品牌直营渠道营收占比逐年提升, 由 2011 财年的 15.8%提升至 2019 财年的 31.6%。

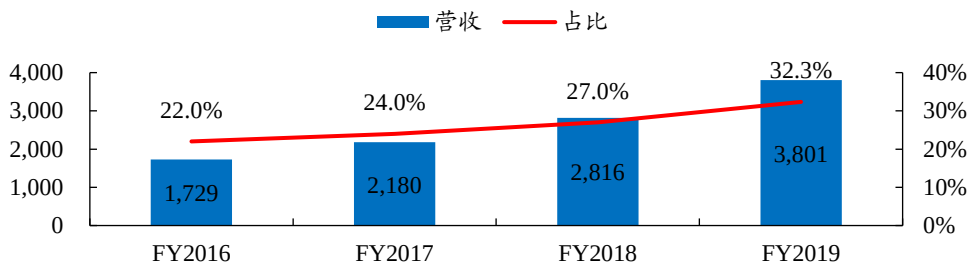
图40: NIKE 品牌直营渠道发展迅速 (百万美元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

- **线上渠道:** NIKE 通过 NIKE APP 及电商平台获取数据信息, 掌握消费者需求; 目前, 高速发展的电商渠道已经成为 NIKE 直营增长的重要驱动力。FY2016-2019 电商渠道销售从 17.29 亿美元增长到 38.01 亿美元, 占比从 22%提升到 32.3%。FY2020 第一季度电商业务增长 42%, 其中尤以手机端销售及 App 销售的贡献最大。NIKE App 截止 2019 年 10 月已在 21 个国家运营, 11 月在中国上线。NIKE App 端营收在 FY2020Q1 实现近三位数增长, 同时它对顾客的线下消费体验也有明显提升。

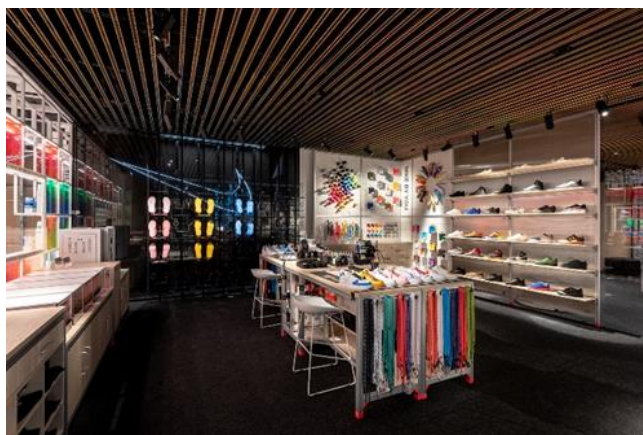
图41: NIKE 品牌电商渠道收入占直营渠道总收入的比重逐渐提升（百万美元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

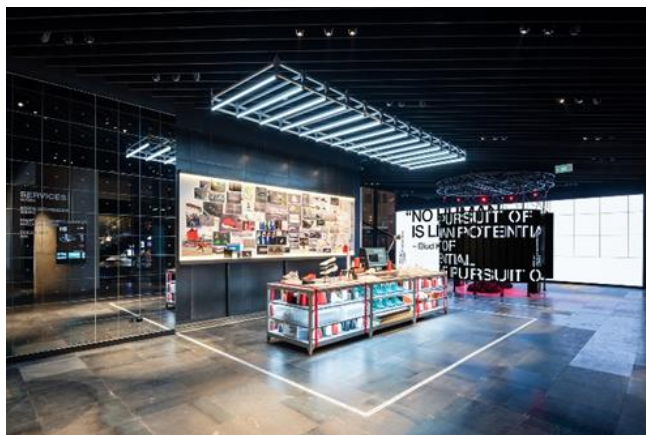
- **线下直营渠道：**公司通过线上线下结合及智能化升级等举措，深化与消费者之间的互动，建立更紧密的联系，提升客户粘性，提高成交率。NIKE 针对部分直营门店打造成高度互动的沉浸式零售环境，实现线上线下的相互融合，增强与消费者的互动。我们以 2018 年 10 月新开设的上海 001 创新零售店为例，店内展示了其最新产品的创新、提供产品定制体验、以及沉浸式、数据化的产品试穿。

图42: NIKE 上海 001 店面向 NIKE+会员提供高级定制服务，可以与设计师沟通创作个人专属鞋款



资料来源：1626 潮流资讯

图43: NIKE 上海 001 店将季节性的主打风格和品牌故事融合，打造沉浸式体验



资料来源：1626 潮流资讯

2) 经销渠道：削减零售商数量，挑选“差异化”零售商，陆续针对优质零售商进行数据共享。

- **缩减零售商数量，将渠道资源向差异化经营的经销商倾斜：**2017 年 10 月 NIKE 宣布未来将要全球 3 万家零售合作商的数量缩减至 40 个，并深度合作，成为“战略零售伙伴”。而“差异化”零售商的条件是“必须有能力在自己商场中为 NIKE 建立店中店（特殊独立空间），并配置由 NIKE 特别训练过的店员”，其中包括 Foot Locker, Nordstrom 和天猫。2017 年 NIKE 零售业务中的 40%来自差异化零售商，2022 年预计将达到 80%。
- **将客户数据与零售商分享，与核心零售商进行数据对接：**为了给消费者提供全渠道更优质的服务，FY2020 第一季度 NIKE 首次将官方 NIKE App 会员系统开放给战略合作批发商——Foot Locker，第一家合作门店位于纽约。NIKE+会员可以在门店内享受与 NIKE 直营店类似的自助式扫码购买服务。

预计 FY2020 下半年，获得 NIKE App 零售系统对接的门店会继续增加，合作经销商包括北美地区 Foot Locker，欧洲地区 Zalando 和大中华区的滔搏运动。此外，库存合作计划也会推广至 Zalando，JD Sports 和 ProDirect 等经销商门店。

图44: Foot Locker 店内设置有关于 NIKE App 的引导



资料来源: Engadget

图45: NIKE+会员可在 Foot Locker 门店扫码接受电子导购服务



资料来源: Engadget

2.3.3、大中华区是 NIKE 数字化转型的最佳案例

在实现贴近消费者的目标，不断进行数字化改革的过程中，我们认为大中华区是最佳案例。目前公司在大中华区基本完成了数字化直营零售框架的铺设，包括 NIKE 天猫旗舰店，官方微信小程序，NIKE.COM，SNKRS App 和 NIKE App。FY2020 第一季度，NIKE 大中华区电商渠道业绩增速超过 70%。

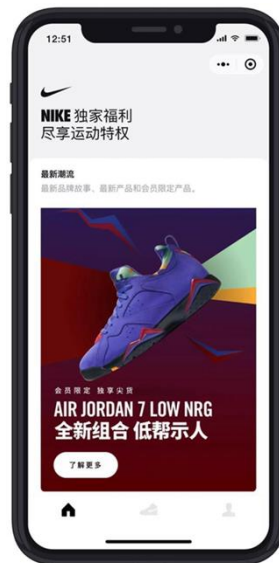
- **天猫:** NIKE 与天猫的合作率先实现了“让每个消费者随时在线”，制定了 NIKE 在线上渠道的消费者体验标准。NIKE 天猫旗舰店销售强劲，从 2016 年起一直保持在双十一运动户外类目第一名。2017 年双十一 NIKE 是首个销售破亿的服装品牌；2018 年双十一 NIKE 销售额同比增长 40%；2019 年双十一仅用 89 分钟突破 10 亿销售，包揽运动鞋单品成交榜前三名。
- **官方微信小程序:** 在中国最大的社交平台上为直营会员体系铺好入口，提供内容互动；提供产品的购买渠道，打通了附近 NIKE 直营门店的库存数据，让消费者可以实时查看线下库存，方便试穿和购买，更好地促成消费。

图46: NIKE 微信小程序可以查询附近门店库存



资料来源: NIKE 微信小程序

图47: NIKE 官方微信小程序为会员提供内容互动和购买入口



资料来源: NIKE 微信小程序

- NIKE.COM: 2014 年公司将之前的 NIKE 中国官方商城(NIKEstore.com.cn)、NIKEiD 平台(NIKEid.com)和 NIKE+平台(NIKEplus.com)整合为全新官网 NIKE.com, 打通三大平台的商品、服务和会员数据, 提供 NIKE 全品类产品购买。
- NIKE App: NIKE.com 的移动端版本, 更加侧重于会员体系的生态构建。除了购物功能外, 为中国用户提供一对一的会员服务, 以及更个性化、定制化的内容推送, 包括针对中国消费者量身定制的本土化训练技巧和饮食习惯等等。在支付和社交功能方面也充分本土化, 支持支付宝和微信的快捷支付, 以及绑定微信账号快速登录可以进行朋友圈分享等。
- SNKRS App: NIKE 限量运动鞋的主要抽签发售平台, 满足中国消费者对于潮鞋的需求。

在新零售领域, 除了上海 001 创新旗舰店, NIKE 还与天猫合作开设了两家智慧门店进行订单和客流的数字化试水。双十一时期 50 家 NIKE 线下直营店开启线上订单线下发货, 通过门店与 10 个配送中心的联动, 第一时间进行订单调配和发货, 解决线上物流和线下库存两大零售痛点。

NIKE 同时投资建设配套物流设施。NIKE 中国物流中心位于江苏太仓, 2017 年新增投资 1 亿美元扩建, 在原先 20 万平米建筑面积基础上新增约 6 万平米, 引入智能分拣设备、输送系统和仓库管理系统, 建设库架一体全自动库, 提升数字化采集和分析能力, 进一步提升供应链能力和效率, 以满足电商发展需要。

图48: NIKE app 的推送内容中国本土化



资料来源: 懒熊体育

图49: NIKE 太仓物流中心实现快速灵活分拣



资料来源: EWI

2.4、Consumer Direct Offense 战略最终落点在用户端

我们希望能够在这里重新回看我们在前文所画出的 Consumer Direct Offense 战略全景图。在利用数字进行一系列变革之后，内部组织运营全部通过由数据进行驱动，整体供应链资源效率得到提升，实现了与消费者的深度互动(即 Consumer Direct Offense 得以实现)。但我们认为在这之后，最后的目的永远是生产力的转化。我们认为这一战略的最终落点在用户端，即将消费者转化为 NIKE 忠实会员(NIKEPlus)，与消费者之间建立长期紧密的关联性，从而形成整个流程的闭环。

数字化转型已经成为 NIKE 未来发展的重要战略，NIKE 近年的动作也在证实着这一事实。1) 2016 年 NIKE 收购数字设计工作室 Virgin MEGA，帮助 NIKE 开发鞋类商业平台 SNKRS;

2) 2018 年 NIKE 通过收购数据分析公司 Zodiac 和 AI 分析公司 Celect，有助于 NIKE 加强对于消费者数据的分析，让 NIKE 更好地预测消费者对于产品款式、购买时点和购买渠道的偏好，从而更好地安排库存，减少库存积压和缺货的情况。

3) 2019 年 NIKE 收购了计算机视觉公司 Invertex，并推出了 NIKE Fit 移动应用，可以通过足部 3D 扫描更准确地为消费者提供鞋码建议，从而减少线上渠道由于鞋码不合适导致的退换货。

4) 2019 年 NIKE 宣布新 CEO 约翰·多纳霍即将于 2020 年 1 月上任，与现任 CEO 马克·帕克的产品设计师出身不同，新任 CEO 具有深厚的数码领域工作经验，曾历任 eBay、paypal 和云计算公司的高管，由此也可以看出 NIKE 对数字化转型的决心。

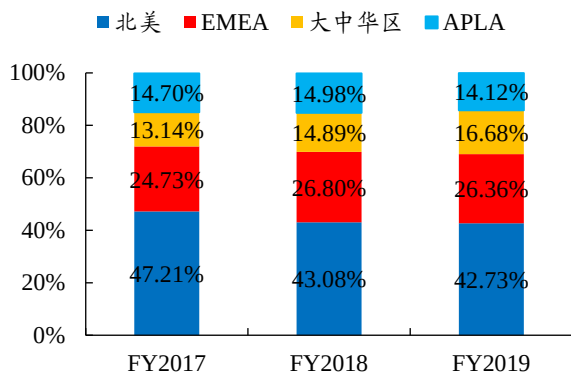
3、市场战略：北美是品牌主要阵地，大中华区是全新引擎

2017 年起，NIKE 将其全球市场分为四个运营大区，分别是北美、欧洲中东与非洲 (EMEA)、大中华区、亚太其他地区与拉美 (APLA)。北美地区仍是 NIKE 最大的营收来源，但营收占比有明显下降，近三年从 47.2%下降至 42.7%; EMEA 与大中华区分别占比 26.4%和 16.7%，重要性都在提升，近三年分别提升 1.7pct 和 3.6pct; APLA 的占比平稳略有下降，FY2019 占比为 14.1%。

造成占比变化的主要原因是各运营区域的增速差异。相对而言，近年北美和

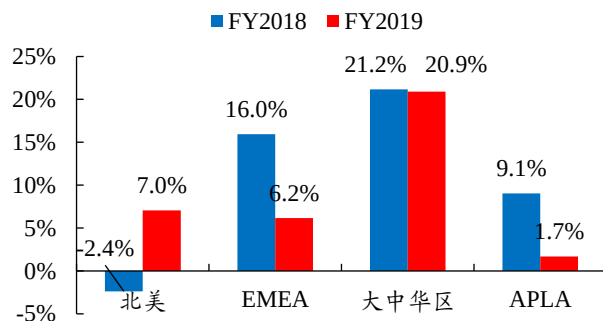
APLA 大区的营收仅有单位数增速，且波动较大；EMEA 和大中华区的增速相对更高，尤其是在大中华区。

图50: 分地区营收占比 (%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图51: 大中华区营收增速高于其他地区



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

NIKE 将其业务重点聚焦在全球十二个关键城市，预计到 2020 年，NIKE80%的业绩增速将来源于这十二个城市。这与它的最主要竞争对手阿迪达斯 2015 年提出的关键区域策略类似，认为大城市是全球 GDP 主要贡献者，占据关键城市市场能够以点带面，形成对区域的辐射，因此有更重要的战略意义。

表2: 12 个核心城市策略

区域	城市
北美	纽约, 洛杉矶, 墨西哥城
EMEA	伦敦, 巴黎, 柏林, 巴塞罗那, 米兰
大中华区	上海, 北京
APLA	东京, 首尔

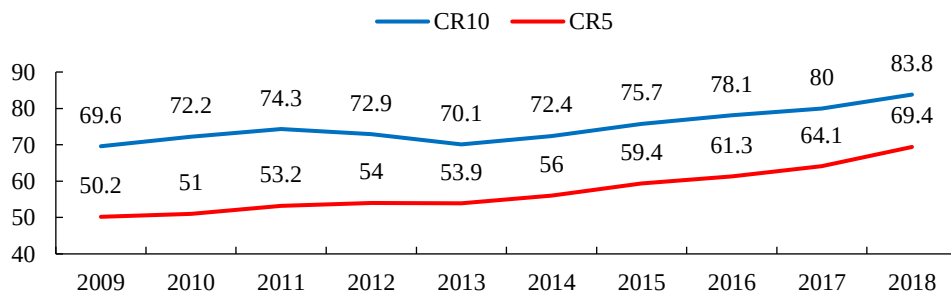
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1、大中华区近年增速亮眼，已经成为 NIKE 重要的业绩驱动力

3.1.1、中国运动鞋服市场规模庞大，增速稳定，集中度不断提高

根据欧睿数据,2018年中国运动鞋服市场规模达到2647.60亿元,同比增长19.5%,预计未来五年复合增速 10%,发展势头良好。过去十年,中国运动鞋服行业的集中度不断提高,CR5 由 50.2%提升到 69.4%,随着头部效应逐渐凸显,预计龙头公司将来会更加受益。

图52: 中国运动鞋服行业集中度有明显提高 (%)



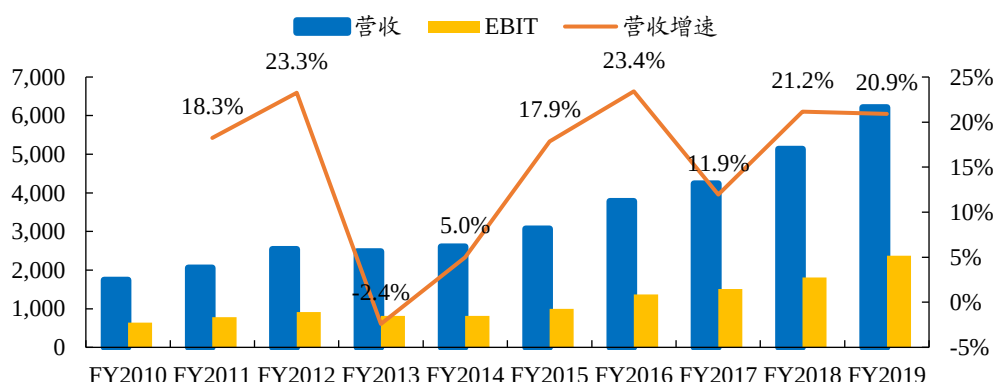
数据来源: 欧睿国际、开源证券研究所

3.1.2、NIKE 在中国的领先地位稳固，近年直营业务拓展速度更高

过去十年 NIKE 在中国运动行业保持领军地位。公司市占率从 2009 年的 14.5% 提升至 2018 年的 22.9%，其中主品牌 NIKE、匡威和 Air Jordan 的 2019 年在中国的品牌市占率分别为 19.5%、2.1%和 1.8%。

大中华区也是 NIKE 增长最快速的重要市场。公司 FY2019 大中华区的营收达到 62.08 亿美元，同比增长了 20.9%，且截止 FY2019 第一季度，公司大中华区营收连续 21 个季度实现双位数高速增长。大中华区营收贡献也从 FY2010 的 10.6%上升到 16.7%。

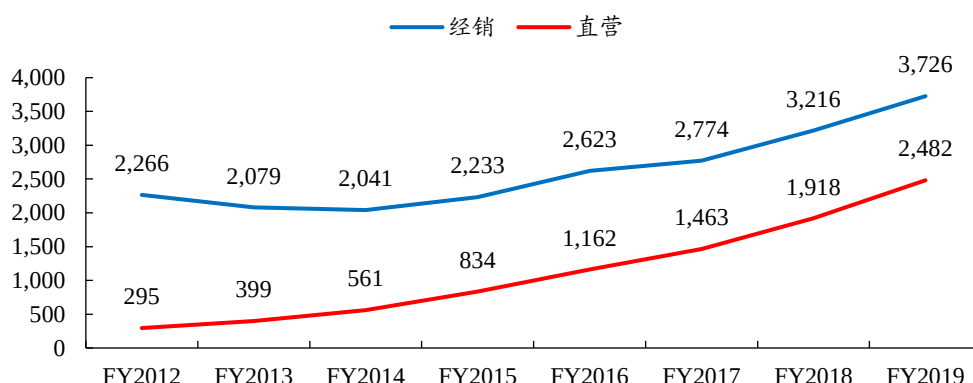
图53: NIKE 大中华区业绩持续高速增长（百万美元，%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从营收规模看，近七年 NIKE 在大中华区的经销业务扩展速度远不及直营业务。FY2012-2015 NIKE 的经销商经历了和其他体育品牌类似的库存危机，从 FY2016 开始营收重新恢复增长。

FY2019NIKE 大中华区经销业务实现营收 37.26 亿美元，七年营收 CAGR 为 7.36%，经销渠道营收占比从 FY2012 的 89.25%跌至 60.02%。直营渠道则保持高速增长，实现了 35.56%CAGR，FY2019 营收达到 24.82 亿美元，七年间占比从 11.62% 提升至 39.98%。这一变化趋势与 NIKE 专注直营、更贴近消费者的全球策略相一致。

图54：大中华区直营业务扩展速度远超经销业务（百万美元）


资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.3、我们认为 NIKE 大中华区业绩快速增长的原因包括渠道建设和品牌建设两方面：

1)渠道建设：掌握优质经销资源，线上业务助力直营渠道迅速增长，全渠道策略显效

经销：公司借助经销商渠道实现了对广大三四线城市的下沉覆盖，预计未来公司的经销资源会向优质经销商倾斜，进一步提升消费者在经销渠道的购物体验。在进入中国市场的早期，NIKE 实行了多级代理制度，在一级经销商下设区域经销商。多级代理制度虽然有利于快速铺设经销网络，迅速抢夺市场，但同时造成了相对难以控制，过度竞争等问题。

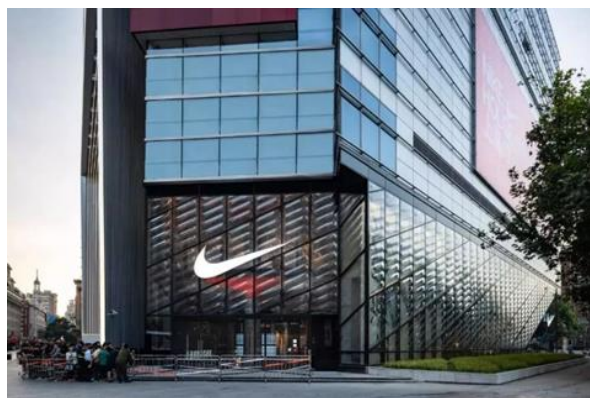
2009 年在中国遭遇库存危机后，公司开始采取“抓大放小”的渠道调整策略，将渠道资源逐渐集中到更有实力的大经销商手中，而实力较弱的小代理商在竞争中自行被淘汰或收购，逐渐形成了“大代理”模式。目前 NIKE 在中国的主要经销商包括滔搏体育和宝胜国际，它们也是中国体育用品经销商的行业双巨头。预计未来随着公司对经销渠道的进一步精益和锤炼，有实力的头部经销商会更加受益，通过升级门店和接入 NIKE+会员系统等方式，改进消费者购物体验。

直营：出于费用控制的考虑，NIKE 在中国的实体直营门店更多分布在一二线核心城市，关注于升级零售体验、传达品牌理念和深化与消费者之间的互动。

以上海 NIKE 旗舰店上海 001 为例：门店位于核心商圈，4 层总建筑面积超过 3800 平米，涵盖 NIKE 全品类产品。门店主题是“House of Innovation”，店内区域规划也与运动文化相关，分别为男子、女子及儿童、球鞋爱好者设计了整层产品体验区。门店的核心中场提供交互游戏和产品体验，中庭跨越四层的 LED 数字塔持续动态呈现 NIKE+会员的运动成就、领跑榜和产品创新灵感故事，将运动社区概念充分落地，也充分向消费者展示 NIKE 的创新理念。门店还为 NIKE+会员提供了专属服务空间，通过提供咨询搭配服务和个性化定制化服务来增加核心客户的粘性。

此外，NIKE 在中国增加了直营工厂折扣店的开设，目的是更快处理库存，并从存货管理方面打击假货、维护正品地位。

图55: 上海 001 店以经典产品“Air Max”为灵感的外墙设计



资料来源: 公司官网

图56: 贯穿四层的上海 001 门店中庭 LED 数字塔



资料来源: 公司官网

线上: 享受中国电子商务高速发展的红利, 包括 NIKE 中国官网、官方淘宝旗舰店、官方微信小程序和 SNKR app 在内的直营线上渠道迅速拓展。FY2020 第一季度, NIKE 大中华区电商渠道业绩增速超过 70%。(具体线上数字化转型可参考上一节论述——2.3.3 大中华区是 NIKE 数字化转型的最佳案例)

2) 品牌建设: 品牌力获得消费者认可, 本土化、数字化营销精准高效, 增强客户粘性

品牌力: 相比本土体育公司普遍 30 年左右的品牌历史, 更长的历史积累和国际领军的品牌声誉帮助 NIKE 在中国消费者认知中保持更超然的地位。

图57: NIKE 的中国顾客满意度指数排名第一



资料来源: Chnbrand

图58: NIKE 的中国品牌力指数排名第一



资料来源: Chnbrand

营销手段：公司在大中华区的营销手段具有本土化、数字化的显著特点。

①本土化：NIKE 的营销推广因地制宜，注重与本地文化相结合，传达品牌对于本地市场的深度理解，更容易获得本地消费者心理层次的共鸣。特别是针对重点城市的营销精细度更高，为了更精准地取悦本地客群，NIKE 推出了城市定制广告。

比如北京的“甬信我，服我”系列广告，每支时长仅 30 秒，开场是北京运动爱好者的生活中一些“挂在嘴边看似吹牛的大话”，却都能反转实现“海口”，日常却戏剧化的幽默感触发北京观众的共鸣。而上海系列广告“上海没个够”的文化内核是不设终点地追求进步，符合上海人在高速发展的城市中不安现状、追求卓越的价值观。

图59：“甬信我，服我”广告中，输球的朋友履约吃“篮球”



资料来源：NIKE 官方微博

图60：“上海没个够”广告中，跑者并不在终点停步



资料来源：腾讯视频

③ 数字化：为了迎合“线上优先”的千禧一代消费者，NIKE 在数字营销渠道发力，将多样化推广手段结合起来，以形成更多有效互动。公司与中国消费者直接沟通的线上营销渠道包括 NIKE app、官方微博、官方微信小程序等。

例如，前文提过的“甬信我，服我”系列广告采用了短视频形式，通过 NIKE 官方微博账号发布并建立话题，邀请明星进行微博话题互动，引导大众参与该主题的照片、视频创作，截止目前该微博话题阅读数达到 4936.2 万。

微信方面，NIKE 微信公众号的 NIKE Free ID 活动，让用户可以将上传的图片生成个人专属的 Free ID 照片，鼓励用户表达创意灵感。

而 NIKE RunClub 微信服务号上线过“跑者成长计划”模块，通过游戏的模式，让用户在不断解锁“主题跑”关卡的过程中获得跑步相关的专业知识和经验。

4、NIKE 营销策略是其成为行业龙头的重要推动力

4.1、早期借力慢跑风潮，直接针对大众市场宣传

上世纪 70 年代，行业大型赛事和顶尖运动员赞助基本被阿迪达斯垄断，其采取的营销推广思路是利用明星效应，自上而下：首先与明星运动员、赛事协会和国际体育比赛建立合作，突出专业的品牌产品对运动表现的改善能力，从而精准影响体育明星的粉丝、运动狂热爱好者刺激购买，再进一步形成连锁反应辐射大众市场。

而处于发展初期的 NIKE 没有足够赞助明星运动员的预算，推广方向是面对普通大众，自下而上：利用慢跑风潮直接面向大众消费者宣传，推广的切入点是可以满足普通人日常跑步需求的便宜舒适的产品。

图61: 70 年代 NIKE 和阿迪达斯的宣传策略有明显差异



资料来源: The Korean Times、开源证券研究所

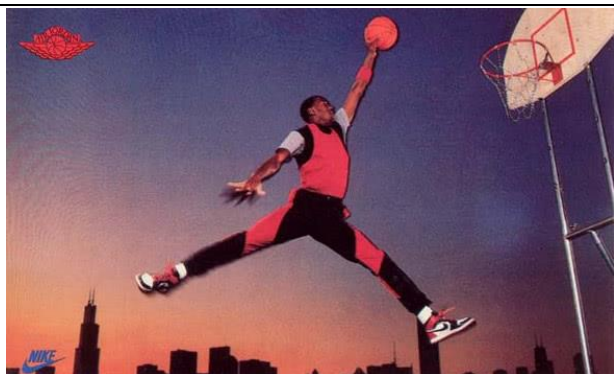
4.2、实力雄厚，手握顶尖球星和球队赞助资源

80 年代中期慢跑风潮逐渐平息，NIKE 已经初步建立市场规模。当时锐步率先瞄准健身需求和休闲运动需求，老巨头阿迪达斯陷入衰退调整期，NIKE 顺势进入足球、篮球、高尔夫等更多专业运动领域，效仿阿迪达斯的明星营销思路，扩大影响力。NIKE 签约的知名运动明星和球队包括：乔丹、伍兹、科比、詹姆斯、蔡恩、巴萨俱乐部、利物浦俱乐部等。

挖掘新秀眼光独到：NIKE 拥有专业的球探和体育分析团队，发掘具有潜力的运动新秀。一方面新秀的签约成本较低，另一方面长期投资与新秀共同成长，可以建立情感维系，从而保持长久稳定的合作伙伴关系。其中较为突出的新秀挖掘包括：

1) 迈克尔·乔丹：1984 年乔丹在球员选秀中第三顺位被公牛队选中。球探瓦卡洛从乔丹高中起对他密切关注，并建议 NIKE 与乔丹签约。针对乔丹弹跳能力极佳的特点，NIKE 将乔丹联名系列命名为 Air Jordan（飞人乔丹），每年发布一款 Air Jordan 篮球鞋。1985 年的 Air 球鞋采用了突破性的红黑配色，甚至被 NBA 禁止，乔丹穿它的每场比赛都被罚款 5000 美元。但这种大胆配色在球迷群体中广受欢迎，NIKE 顺势推出“被禁（BANNED）”广告，引发消费者好奇心，Air Jordan 在 1985 年实现 1.3 亿美元营收。乔丹后来成为 NBA 史上最伟大的球员之一，Air Jordan 系列 1997 年独立为品牌，是 NIKE 最重要的子品牌之一，FY2019 年全球营收超过 30 亿美元，同比增长 12%。

图62: 乔丹为 NIKE 拍摄的广告,经典姿势成为品牌 logo



资料来源: 腾讯体育

图63: Air Jordan“被禁”广告, 引发消费者好奇



资料来源: YouTube

2) 泰格·伍兹: 1996 年 NIKE 以 4000 万美元签下高尔夫新星泰格·伍兹, 开始着力发展高尔夫品类, 1998 年正式成立 NIKE Golf, 推出伍兹系列高尔夫鞋和球杆产品。2000 年伍兹夺得锦标赛大满贯, 成为高尔夫传奇球星。

龙头地位吸引顶尖球星: NIKE 稳固全球运动龙头地位以后, 大体量带来的全世界范围内高曝光率和影响力对运动员形成吸引力, 在代言合同金额同等甚至不如竞争对手的情况下仍能成功签约。以 2019 年 NBA 选秀状元蔡恩为例: 在多方竞争的情况下, 李宁提出 10 年 2.5 亿美元竞价、安踏提出短年限超 1 亿美元竞价, 但蔡恩最终仍然选择了 Air Jordan 的 7 年 7500 万美元合同。

4.3、注重情感营销, 获得消费者共鸣, 树立品牌形象:

除了自上而下的球星宣传, NIKE 还通过情感营销在广大普通消费者心中树立品牌形象。NIKE 投放的广告很少直接推介某个产品的功能和设计亮点, 而会针对目标客群的特点进行情感营销, 获得消费者共鸣。

这种方式对单独品类产品的推介可能失效, 而品牌形象的树立对全品类产品销售均有促进。以 NIKE 经典的“Just Do It”系列广告为例: NIKE 讲述的是英雄故事, 但与传统英雄击败外部敌人获得成功不同, NIKE 的英雄击败了内在的敌人, 比如懒惰等负面情绪、身体条件的限制, 引发受众共鸣, 将 NIKE 品牌与战胜自我的精神鼓舞相关联。建立情感维系后, 顾客的粘性与忠诚度随之提高。

图64: NIKE 广告: 普通人在坚持中发现自我闪光点



资料来源: Youtube

图65: NIKE 广告: 传达坚持实现梦想的精神



资料来源: etsy

4.4、伏击营销，低成本取得更好宣传效果

NIKE 擅长伏击式营销，不追求国际重大赛事的最高级别赞助权，专注进行赛事相关事件的高效营销。

北京奥运会时美国的一项网络调查显示，1034 名受访者中有 37% 认为 NIKE 是赞助商，仅 24% 受访者知道阿迪达斯才是正牌赞助商。

伦敦奥运会阿迪达斯耗资 1.27-1.56 亿美元成为官方合作伙伴，NIKE 仅为三级赞助商。但根据 AdAge 统计，NIKE 的奥运系列广告“活出你的伟大”更能引起受访者共鸣，赛事过程中 NIKE 在 Facebook 上新增粉丝数是阿迪达斯的两倍，大部分人认为 NIKE 才是奥运会的赞助商。

里约奥运会 NIKE 仅是第四级别的官方供应商，共投放了 23 支 Unlimited 无限主题广告。根据 OrigamiLogic 的数据，在 2016 年 8 月 4 日至 16 日期间，NIKE 的线上传播各项指标均位于第一，超过赛事最高级别的赞助商可口可乐、宝洁、麦当劳等。8 月 11 日至 16 日期间，NIKE 在社交平台上的点赞数、分享数以 190 万次排名第一，超过阿迪达斯 30 万次。

我们认为 NIKE 的伏击营销成功原因包括：1) 运动行业龙头，具有专业体育基因；2) 专业的体育分析团队挑选顶级球队进行鞋服赞助，球队发挥出色提高带动品牌出镜率；3) 广告创意佳，营销能力强，尤其是新媒体渠道方面。

图66：伦敦奥运刘翔摔倒后 NIKE 通过微博做出营销回应

图67：SW19 暗指伦敦奥运网球赛主办场馆



资料来源：新浪微博



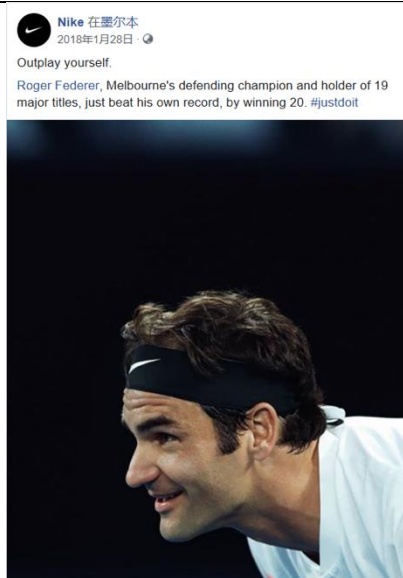
资料来源：Guardian

4.5、加强互联网营销，加强线上与粉丝的交流，探索新营销方式

随着线上平台和社交媒体的发展，以及千禧一代消费贡献的增长，NIKE 对营销渠道做出了相应调整，注重互联网营销。除了通过前文提过的 NIKE App, Sneakers App, 微信小程序等提升消费者的购物体验，还通过社交媒体等网络平台与粉丝增加互动。针对新事件，社交媒体上的回应往往比其他营销渠道更迅速更及时，也更容易通过分享扩大效应。

比如刘翔在伦敦奥运会上摔倒后，NIKE 在微博推送了#活出伟大#广告，力挺刘翔，获得 8.6 万次转发。在 Twitter 上，NIKE 每个品类都有独立的官方账号，推送有趣简短、有激励性、适合分享的内容，且实时与粉丝进行交流。

图68: NIKE 在 Twitter 上推送比赛结果



资料来源: Twitter

图69: NIKE 在 Twitter 上实时与粉丝进行互动



资料来源: Twitter

此外, NIKE 还探索了线上新型营销方式。NIKE 制作了一部原创 8 集短剧《大宅女 vs 健身狂》, 投放在 NIKE 官网、Youtube 和优酷等平台。除了本身剧情有趣, 观众还能接收到健身相关的教程和建议, 另外还有 NIKE 的健身鞋服、APP、社交账号的营销。该剧获得超过 8000 万次观看, 也吸引了观众下载 NIKE 的健身辅助 App: NIKE+ Run and Training Club。

2014 年世界杯期间, NIKE 与谷歌合作推出企划“NIKE Phenomenal Shot”: 每当 NIKE 赞助的球队进球, 视频展示会实时推送给粉丝。粉丝还可以全方位观察球星的 3D 模型, 用滤镜贴纸特效等制作出个性化的射门场景, 分享在社交媒体上。

图70: 新型营销: NIKE 自制短剧《大宅女 vs 健身狂》



资料来源: 公司官网

图71: 新型营销: NIKE Phenomenal Shot 活动截图



资料来源: Facebook

5、NIKE 公司财务分析: 运营能力稳健

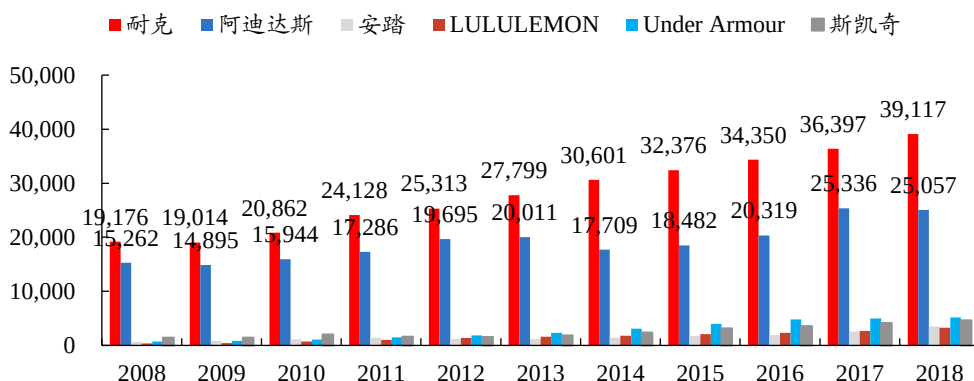
5.1、营收: 规模遥遥领先, 增速稳健

我们选取同行业的阿迪达斯、安踏、露露柠檬、安德玛和斯凯奇作为比较参照。

从营收规模上看, NIKE 一直处于绝对的市场领先地位, 与唯一相对接近的阿迪达斯

近十年来营收差距也有明显加大，NIKE 的领先优势进一步巩固。

图72: NIKE 营收规模遥遥领先 (百万美元)

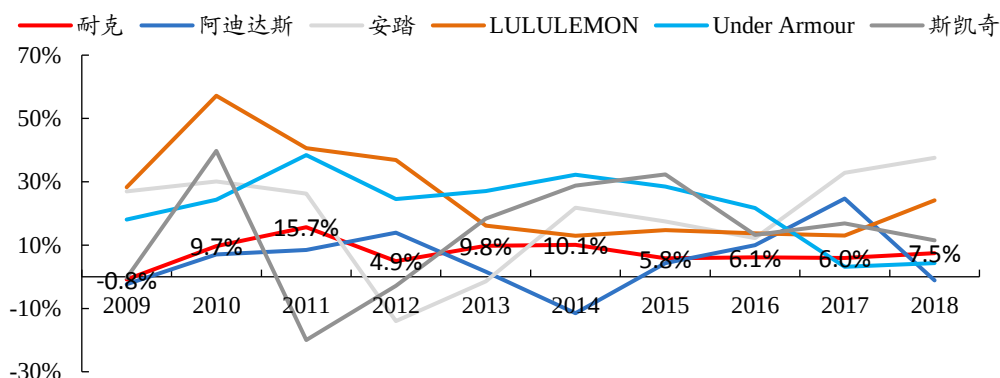


数据来源: 彭博、开源证券研究所

注: NIKE 年报期为每年五月底, 露露柠檬年报期为一月底, 其他公司年报期截止十二月底。

从营收增速上看, NIKE 相对来说最为稳定, 从 2010 年起保持高单位数增长; 体量接近的主要竞争对手阿迪达斯, 业绩增速波动更为剧烈; 近五年安踏、露露柠檬的营收增速相对领先。

图73: NIKE 业绩增长波动最小 (%)



资料来源: 彭博、开源证券研究所

注: NIKE 年报期为每年五月底, 露露柠檬年报期为一月底, 其他公司年报期截止十二月底。

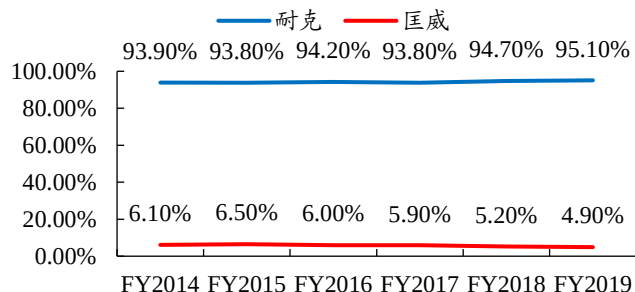
分品牌来看:

1) NIKE 品牌 (包括乔丹) 是公司的营收主力品牌。从占比来看, FY2014-2019NIKE 品牌的营收占比保持在 94%-95%, 且有小幅提升; 匡威品牌营收占比仅 5%-6%。从营收增速来看, FY2015-2019NIKE 品牌保持稳健的高单位数增长; 匡威品牌增速波动较大, 且近四年增长较为乏力。NIKE 口径下的乔丹品牌: FY2019 营收超过 30 亿美元, 占比约 8%; FY2020 第一季度全球营收保持双位数增长。

2) 匡威成立于 1908 年, 曾是专业篮球品牌, 到 1991 年匡威篮球鞋仍是 NBA 指定用鞋。但自 NIKE 发布创新性的 Air 气垫系列球鞋, 匡威的篮球鞋产品逐渐丧失其技术优势。NIKE 收购匡威后, 将其产品调整为为街头、时尚、休闲定位, 使之转

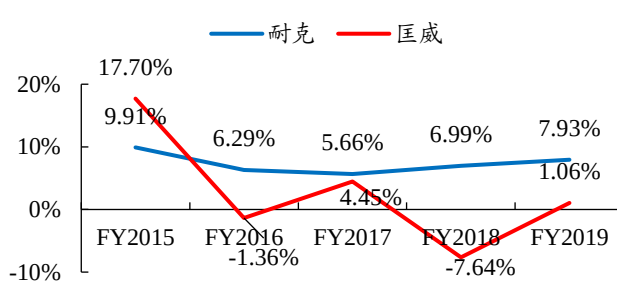
变为一个成功的街头潮牌。匡威的营收从 2003 年的 2.05 亿美元增长到 FY2019 的 19.06 亿美元，CAGR 增速达到 15%。但 FY2015 以来匡威营收增长陷入停滞，占比也有所下降。

图74: NIKE 品牌是公司营收的绝对主力



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

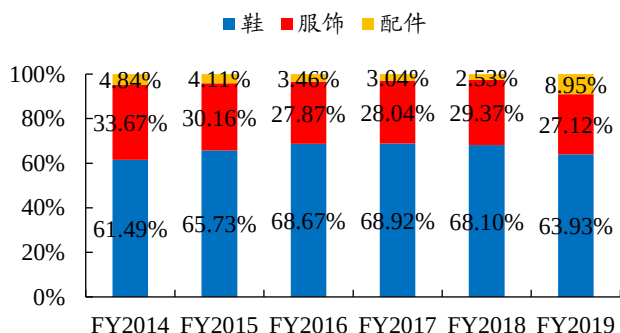
图75: 对比匡威。NIKE 品牌营收增速更稳健



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

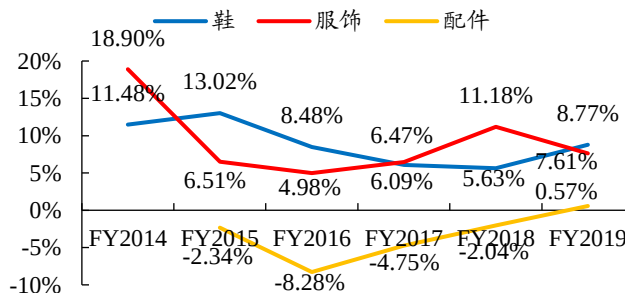
分品类看: 鞋品是 NIKE 最主要的营收来源。公司主营品类分为运动鞋、运动服饰和运动配件，其中鞋品的营收占比超过 60%，且近年来有所提升；服饰占比其次，相对稳定在 31%左右；配件占比最低，有进一步下降趋势。

图76: 鞋类收入占比稳步提升、配件收入占比逐渐下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

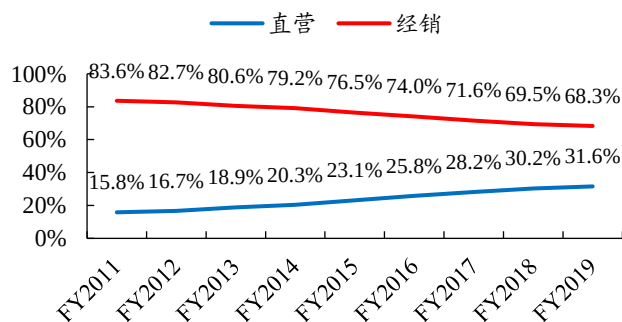
图77: 各品类收入增速趋于平稳



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

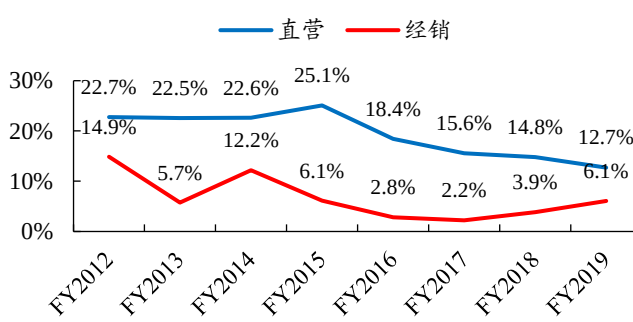
分渠道来看: NIKE 目前销售渠道仍以批发为主，但直营业务的重要性明显提升，成为 NIKE 业绩增长的重要驱动力。从占比来看，FY2019NIKE 经销业务的营收占比仍占 68.3%，直营业务仅占 31.6%，但这一占比正在持续提高；从增速来看，直营业务的营收增长在过去八年中也明显高于经销业务。

图78: 直营业务收入占比持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图79: 直营业务增速显著高于批发业务



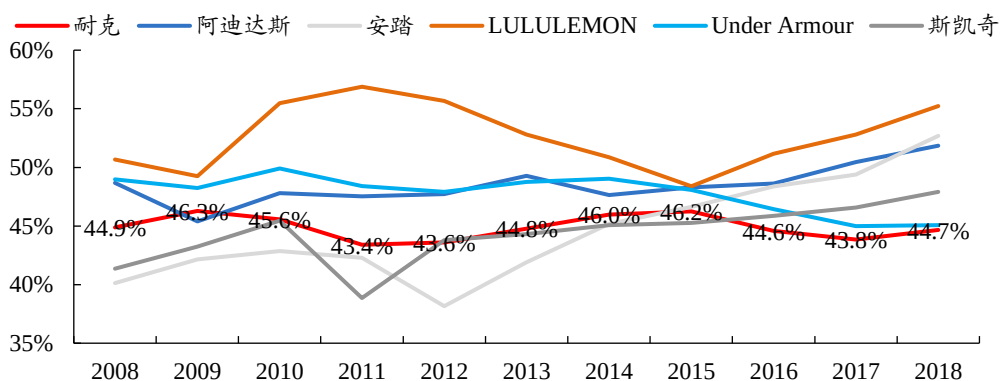
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利能力：整体处于行业中等偏上水准

毛利率方面：近十年 NIKE 的毛利率稳定在 43%-45% 左右，变化不大。FY2019 毛利率小幅上升 0.9pct，主要系平均售价小幅提高，以及毛利率更高的直营渠道占比上升。公司作为业已成熟的行业龙头，供应商资源和渠道资源比较稳定，预计毛利率水平未来还会在这个区间内小幅波动。

横向比较来看，NIKE 的毛利率属于行业主流水平。露露柠檬毛利率高的原因系 1) 属于瑜伽服饰细分行业寡头，在细分行业内建立了绝对领先地位，溢价能力高于竞争激烈的大众运动服饰企业，2) 以毛利率更高的直营业务为主。

图80: NIKE 毛利率水平保持平稳

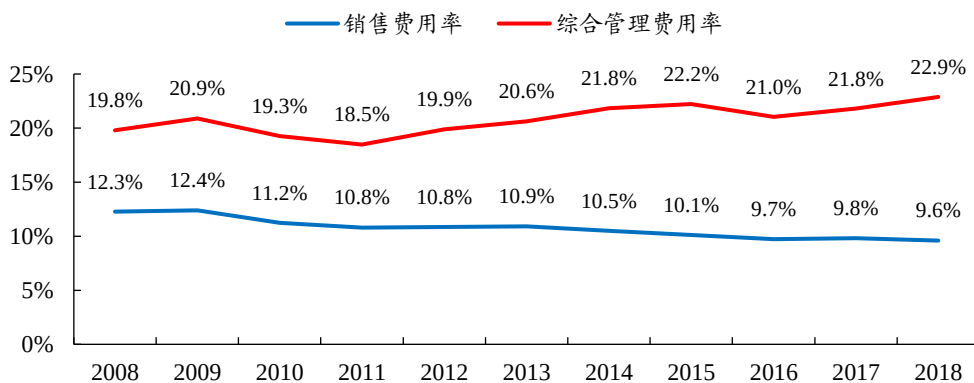


数据来源：彭博、开源证券研究所

注：NIKE 年报期为每年五月底，露露柠檬年报期为一月底，其他公司年报期截止十二月底。

费用率方面：销售费用率有所降低，FY2019 小幅下降 0.34pct，主要系赛事小年、营销推广费用规模相对略有下降。综合管理费用率波动中有所提高，主要系员工工资、研发投资、电商平台建设以及数字化改造费用增加所致。

图81: NIKE 销售费用率有所下降，综合管理费用率提升

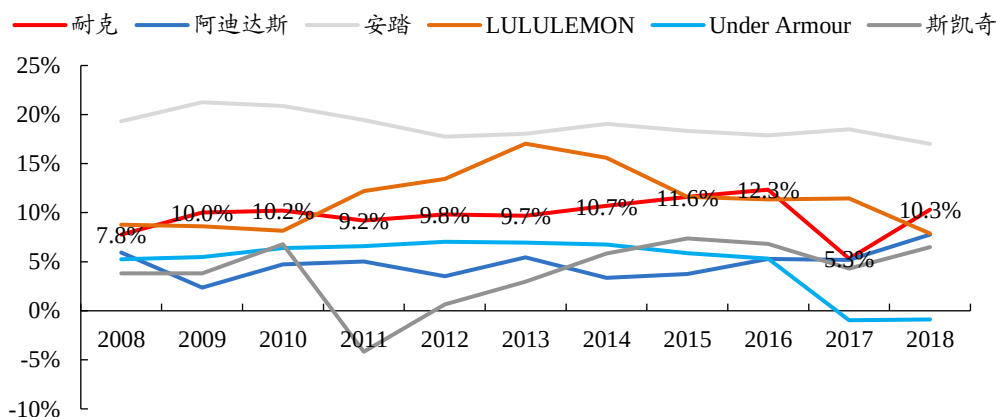


数据来源：公司公告、开源证券研究所

净利率方面：除了遭遇美国税改负面影响的 FY2018，过去十年 NIKE 的净利率

水平主要稳定在 10% 左右。FY2019 净利率改善 5pct，主要系税改影响结束，毛利率小幅上升被费用率的上升抵消。横向来看，NIKE 的净利率处于行业中等偏上水平。

图82: NIKE 净利率处于行业中等偏上水平 (%)



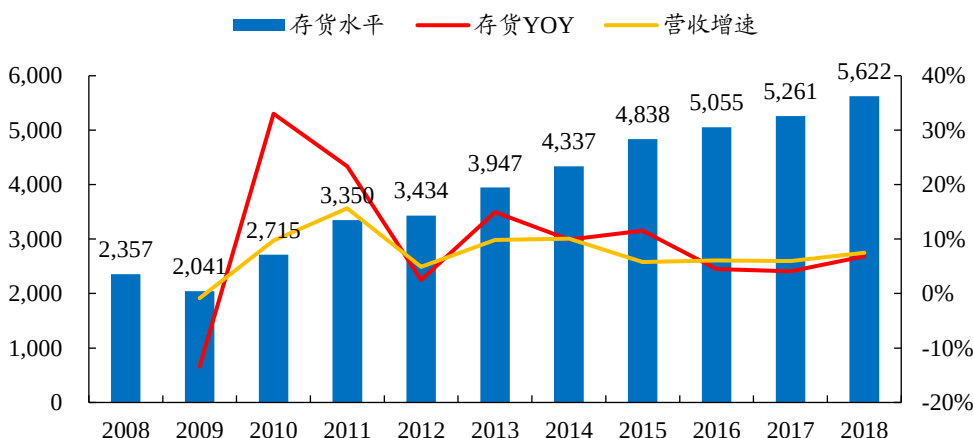
数据来源：公司公告，开源证券研究所

注：NIKE 年报期为每年五月底，露露柠檬年报期为一月底，其他公司年报期截止十二月底。

5.3、运营能力：库存健康，应收账款管理和经营性现金流稳步改善

存货水平：从绝对值来看，NIKE 的存货规模有明显提升，但与营收规模相比占比不高，增速也与营收增长速度相匹配，存货状况稳定健康。FY2019NIKE 存货规模达到 56.22 亿美元，同比增长 6.86%，略低于 7.47% 的营收增速。

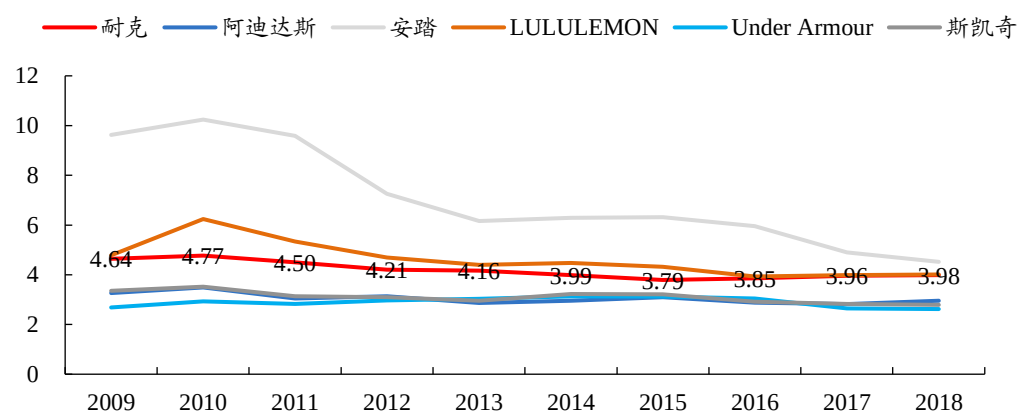
图83: 存货水平增长，增长率与营收增长水平相一致 (百万美元)



数据来源：公司公告，开源证券研究所

存货周转：总体来看 NIKE 的存货周转次数在过去十年间有所下降，但 FY2014 以来基本保持在接近 4 次的稳定水平，FY2019 与 FY2018 同期略微改善 0.02 次，基本持平。横向来看，NIKE 的存货周转情况稳定在中上游水平，2018 年为 3.98 次，仅次于有所下滑的安踏（4.52 次），明显好于直接竞争对手阿迪达斯的 2.96 次，表明了 NIKE 在存货管理方面具有优势。

图84: NIKE 存货周转能力近年较为稳定 (次)

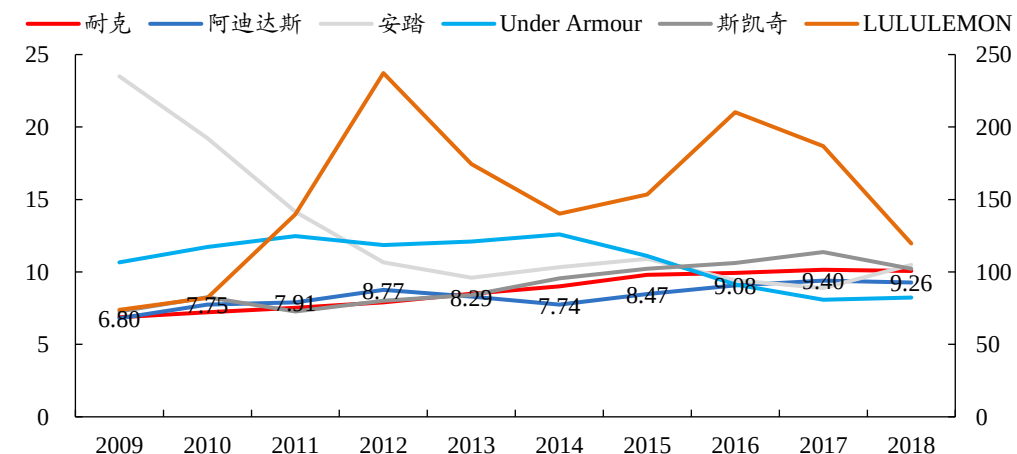


数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

注: NIKE 年报期为每年五月底, 露露柠檬年报期为一月底, 其他公司年报期截止十二月底。

应收账款周转: 近十年 NIKE 的应收账款周转有稳步改善趋势, FY2019 为 10.07 次, 表明 NIKE 对经销商的议价权有所提高, 另外直营业务占比增长也有贡献。从行业来看, 除了以直营渠道为主的露露柠檬处于大幅度领先地位, 其他公司的应收账款周转能力比较接近, NIKE 处于主流水平。

图85: 除了露露柠檬, 行业应收账款周转率趋同 (次)

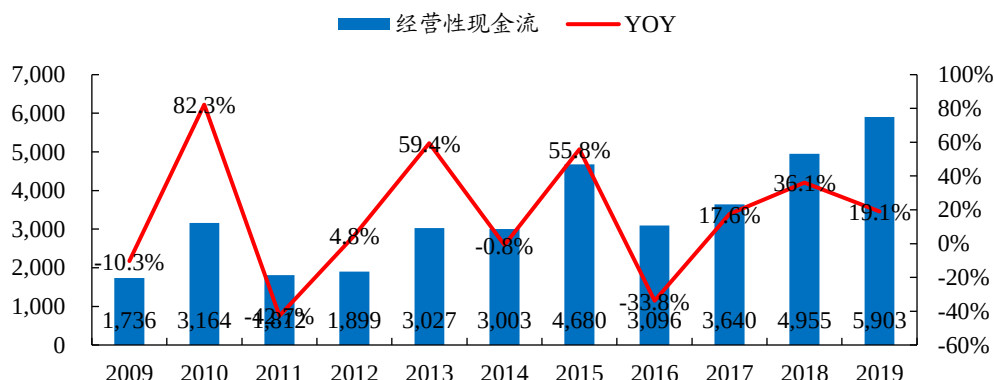


资料来源: 公司公告, 开源证券研究所

注: 露露柠檬对应次坐标轴。NIKE 年报期为每年五月底, 露露柠檬年报期为一月底, 其他公司年报期截止十二月底。

经营性现金流: NIKE 始终保持健康的正经营性现金流, 且近四年来稳步改善。FY2019 经营性现金流达到 59.03 亿美元, 同比增长 19.13%, 主要系营收增长, 经营状况稳定。

图86: 经营性现金流状况健康向好 (百万美元)



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

6、值得国内品牌借鉴的 NIKE 成功经验 (总结)

6.1、NIKE 出色的运营能力体现在供应链、研发、营销等各环节

纵观 NIKE 的发展历程, 我们认为它能成为行业龙头的原因包括:

1) 善于洞见行业趋势, 把握重要机遇, 建立先发优势: NIKE 对于行业有专业的前瞻了解, 能够精准预判新的机遇, 获得先发优势、建立领先地位。NIKE 发展历程中把握的关键机遇包括美国慢跑风潮的兴起、轻资产模式的优越性、东南亚生产基地的成本优势、中国市场的发展机遇等等。

2) 推动数字化转型: 进行研发、生产、物流、运营全产业链各个环节的数字化转型, 运营效率得到提升。同时最终的落点和痛点是消费者需求, 通过数字化转型驱动整个产业链的生产效率, 从研发端开始对于精准产出符合消费者需求的产品。

3) 大力投入研发, 科技引领专业口碑: NIKE 重视企业的研发基因, 持续投入研发, 不断推出新品、升级更新核心技术, 维护产品的专业口碑。

4) 出色的营销能力, 维持客户忠诚度: 利用顶尖的体育资源赞助自上而下维持专业运动形象, 同时凭借优秀的品牌运营能力自下而上进行情感营销, 增加客户粘性。品牌形象建设需要持续维护, 但影响也更长久深远。

5) 供应链高标准管理, 推动产业链创新升级: 锤炼精简供应链, 保留有研发创新能力、与公司步调一致的优质供应商资源, 实现稳定共赢的合作关系。

6) 优化渠道建设, 重视与消费者的互动交流: 选择优质经销伙伴铺开销售网络, 共享资源与经验; 另外通过直营渠道加强与消费者的交流与互动。重视数字化升级改造, 打通全渠道运营, 为消费者提供更优服务。

6.2、NIKE 在品牌并购方面的启示值得国内品牌借鉴

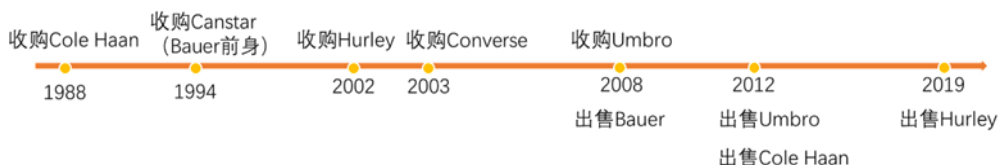
6.2.1、品牌孵化: 外延与内生

外延方面, 公司在扩张期曾经横向收购过五个鞋服/运动品牌, 分别是 1988 年收

购的休闲服饰品牌 Cole Haan，1994 年收购的冰球品牌 Canstar（Bauer 前身），2002 年收购的冲浪品牌 Hurley，2003 年收购的匡威和 2008 年收购的足球品牌 Umbro；

内生方面，公司通过与各体育领域最具影响力的头部运动员合作发布对应系列，并将成功的产品系列独立成立子品牌，比如与迈克尔·乔丹合作的 Air Jordan 和与泰格·伍兹合作的 NIKE Golf。

图87：公司外延收购的绝大部分品牌被先后售出



资料来源：公司官网、开源证券研究所

6.2.2、收购动力：发掘新的营收增长点

我们认为 NIKE 收购的动力是在扩张阶段发掘新的营收增长点。将 NIKE 的早期收购时点与营收增速对比来看，我们发现收购时点与业绩下滑时点接近重合：上市前期，NIKE 遭遇过三次营收下滑的年份和低增长时期，分别是 1987 年、1994 年和 1999-2002 年，品牌收购随即发生。

具体而言，并购动力可以分为：

1) 扩充公司产品品类，满足主品牌目标人群的多样性运动需求，并获得并购品牌的资源：随着民众运动场景的多样化扩充，细分运动种类不断兴起和发展。NIKE 看好这些细分市场前景，先后收购冰球、冲浪、休闲运动和足球品牌，内生篮球、高尔夫子品牌，把握消费者运动需求多元化的机会，为他们提供运动所需的全品类产品，完成更广覆盖，成长为综合性体育龙头。

2) 迅速建立市场影响力，获得成熟品牌资源：相比起内生新品类，收购成熟品牌可以更快速地切入目标行业，获得对应资源。以英国足球品牌茵宝为例，NIKE 收购后迅速建立起了足球领域的专业形象，且从 Umbro 手中接过了英国国家足球队、英超顶级球队曼城和曼联队的球鞋球服赞助合同。

3) 进入新市场，扩大目标人群，分散风险：NIKE 收购 Cole Haan 休闲鞋服品牌，试图在不牺牲主品牌专业运动基因的前提下，进入受众更大的休闲鞋服市场。由于休闲服饰和运动服饰面对不同市场，多元化经营可以分散单一市场风险，同时探索休闲与运动鞋品交叉形成新的产品线的可能性。

6.2.3、除匡威外 NIKE 陆续出售其他四个品牌（出售原因总结）

除了匡威，其他四个品牌从 2008 年起被陆续出售。我们认为 NIKE 放弃这些品牌的原因可以归纳为：

1) 部分细分运动市场较为小众，增速缓慢甚至陷入停滞：以 Hurley 面向的冲浪运动细分市场为例。冲浪行业陷入瓶颈，全球最大的冲浪用品品牌之一 Quiksilver 于

2015 年宣布破产；另一个主要品牌 Billabong 从 2010 就开始遭遇销售下滑，后续被收购；Hurley 截止 2019 年 5 月底仅在美国有 29 家门店。

2) 独立运营，未形成明显协同效应：从组织架构上来看，大部分被收购的品牌都保持独立运营，NIKE 并未对其进行大刀阔斧的改造和重组，在产品研发、营销、渠道等方面没有享受到主品牌已经建立的资源。

3) 品牌矩阵分布不佳：有些品牌与主品牌差异程度有限，未能形成有效互补，比如 Umbro 收购后与 NIKE 主品牌的足球品类形成了内部竞争。被剥夺了一些有价值的赞助后，夹在 NIKE 与阿迪达斯的足球品类竞争之间的茵宝经营乏力；而有些品牌与主品牌差异过大，不是 NIKE 擅长的领域，比如 Cole Haan 的大众鞋服市场，即便 NIKE 将招牌 Air 和 Lunar 技术共享，尝试推出有运动技术的皮鞋产品，但核心客群的差异导致新风格探索并不成功。

4) 集中资源发展更有前景的核心产品，投资于更具潜力的地区：公司主品牌 NIKE 在营收占比方面处于绝对主力地位，且发展势头强劲，相对而言投资回报更高。另外，公司的集中出售品牌开始于 2008 年，正是中国运动市场受益奥运红利迅速增长的时段，市场空间较大。公司剥离亏损品牌后，主品牌 NIKE 开始在中国市场快速扩张。

6.2.4、NIKE 历史上多次品牌收购经验对国内运动品牌具有借鉴意义（经验总结）

目前，国产运动品牌频频外延收购，丰富品牌矩阵。从多品牌矩阵到回归以主品牌为核心，我们希望探讨 NIKE 的并购和出售思路来为国产品牌提供一些启发。

1) 谨慎进入主业以外的新市场：NIKE 选择的冰球和冲浪细分市场较为极限或者小众，相对难以形成规模。对于体量较大的 NIKE 而言，小规模低增速的细分市场沦为鸡肋。而 Cole Haan 所处休闲鞋行业不是 NIKE 擅长的领域，所需核心竞争力和核心客群都与运动行业相差较大，难以深耕。

2) 要形成有层次、差异度适中的品牌矩阵：我们以 NIKE 并购的品牌中，同属大众运动领域的包括匡威和茵宝为例。最终匡威被保留而茵宝被出售，原因是匡威的品牌定位更匹配公司的品牌矩阵。匡威的产品定位被 NIKE 改为街头休闲运动，与定位专业运动的主品牌形成了适当的差异性，产生互补。从价位上来看，匡威产品价格区间略低于主品牌，可以吸引消费水平稍低的客群，成为公司进入低线城市的先锋。而茵宝的定位与主品牌足球品类没有明显差异，在矩阵中较为重合，形成内部竞争，最终被出售。

3) 对并购品牌的运营也很重要：我们认为公司对并购品牌的定位调整、运营能力和资源共享是新进品牌能否成功的重要因素。NIKE 对于匡威的定位改造是匡威适应品牌矩阵、获得快速增长的重要原因。但 NIKE 收购品牌后大多继续独立运营，不共享主品牌强大的研发、营销运营、供应链和渠道资源，从组织架构上来看各自为政难以形成协同效应，这可能也是并购品牌发展不佳被出售的原因。

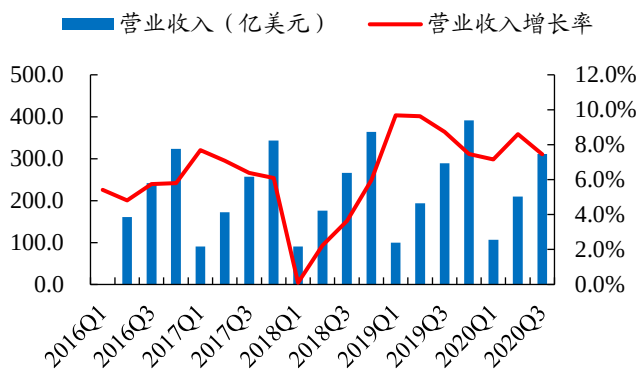
7、疫情影响下的 NIKE：短期销售承压，长期竞争优势凸显

7.1、FY2020 三季度业绩回顾：业绩下滑主要受到大中华区疫情影响

公司 2020 年前三个季度实现收入 310.9 亿美元，同比增长 7%；实现净利润 33.29 亿美元，同比增长 10%。考虑到疫情影响，业绩表现超出市场预期。FY2020Q3 单季

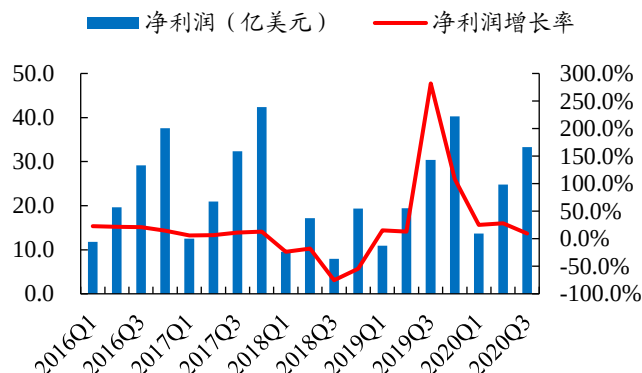
收入为 101 亿美元，同比增长 5%；单季净利润为 8.47 亿美元，同比下降 23%。实现摊薄每股收益约 0.53 美元，同比下降 22%。Q3 业绩主要受新冠疫情环境下大中华区销售下降影响。

图88: FY2020 前三季度营收增速小幅下降（累计值同比）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图89: FY2020 前三季度利润增速小幅下降（累计值同比）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分地区来看：

1) 北美地区：2020 财年前三季度实现营收 122.54 亿美元 (+4%)，Q3 单季度实现营收 39.79 亿美元 (+4%)，占比 41.38% (-0.27pct)。在剥离 Hurley 品牌造成 3pct 同比销售降幅的情况下，北美业绩仍然保持稳健增长，主要受益于：1) 电商渠道增长 30%以上；2) 公司在北美地区的渠道改造，尤其是直营渠道和差异化批发合作渠道；3) 核心城市计划，纽约和洛杉矶强势增长的带动。北美地区营收占比有所下降。

2) 欧洲中东和非洲(EMEA)：2020 财年前三季度实现营收 80.19 亿美元(+9%)，Q3 单季度实现营收 27.09 亿美元 (+11%)，占比 28.17% (+1.55pct)。EMEA 地区业绩实现稳健增长，主要系：1) 大部分核心品类实现两位数增速；2) 女性业务增速较快，服装类增速超过鞋类；3) 电商渠道增长 40%。4) 在鞋类以及服装品类赢得重要市场份额。

3) 大中华区：2020 财年前三季度实现营收 50.32 亿美元 (+12%)，Q3 单季度实现营收 15.06 亿美元 (-4%)，占比 15.66% (-1.7pct)。

Q3 营收下降主要系新冠疫情对于大中华区产生重大影响：1) 在汇率中性的基础上，大中华区的收入在连续 22 个季度两位数增长后下降 4%。2) 在第三季度的前两个月，大中华区的收入增长两位数，抵消了从 1 月下旬疫情的影响。3) 2 月份疫情高峰时期，大中华区约 75%的 NIKE 自营以及合作伙伴关闭门店，剩下部分缩减营业时间。4) 截止 3 月下旬，大中华区开店率接近 80%，重点城市开门率更高。

4) 亚太和拉美 (APLA)：2020 财年前三季度实现营收 42.27 亿美元 (+9%)，Q3 单季度实现营收 14.14 亿美元 (+8%)，占比 14.70% (+0.42pct)。APLA 地区业绩实现稳健增长。

7.2、短期通过电商引流等方式减轻疫情冲击，长期竞争优势不变

目前中国地区的疫情得到有效控制，而全球疫情出现蔓延趋势，NIKE 已经关闭位于北美的所有门店，销售面临较为严峻的考验。

在中国受到疫情冲击的时候，消费者需求并没有消失，NIKE 迅速利用电商等渠道进行销售，并进行库存的灵活管理，缓解了一定的线下关店损失，疫情期间，中国的 NIKE 训练俱乐部的注册以及参与度均有非常大的增长。与第三季度初相比，到第三季度末，所有 NIKE 活动 APP 的每周活跃用户增长了 80%。活动 APP 上高的活跃度带动了商业 APP 的参与度。公司电商渠道增长 30%。

目前中国地区的 80% 的门店均已恢复营业，逐渐进入正常的营业模式中。根据公司业务的最新趋势，NIKE 大中华区 2020 财年第四季度收入有望与 2019 财年第四季度基本持平。公司对日本及韩国市场也采取了类似大中国区的应对措施，目前经营已经基本恢复至正常经营状况。

对于目前海外正在蔓延的疫情，NIKE 将会借鉴在中国地区对抗疫情的经验，采取以下措施：

1) 运营计划方面：严格控制运营费用，对 FY2020 第四季度的 SG&A 费用预算将低于 FY2019 同期。

2) 分销重点转移至线上：面对临时零售店关闭的情况，将线下客流吸引至线上。一方面减轻线下损失，同时亦可以抓住疫情带来的时机，扩充线上会员数量，培养消费者线上消费习惯。

3) 持续关注体育赛事的恢复时间以及举办地点，不会停止新产品的创新与研发，Alpha Fly 等产品还是会按计划推出，NIKE 公司仅在门店关闭、但线上需求强劲的市场中推出新产品。

4) 与各地区的零售合作伙伴保持紧密沟通，与零售合作伙伴互相支持，包括库存调配、账期延长、给予更高退货空间等各项措施。

疫情之下，NIKE 主要的抗压韧性体现在：

1) **NIKE 的流动性和获得资金的能力是重要保障。**对于 NIKE 而言，在充满挑战的疫情期间，流动性不是问题。财务具有韧性，公司长期以来一直保持高质量的资产负债表，出色的投资级信用评级，充足的资本获取渠道以及强劲的经营性现金流。

2) **NIKE 在整个行业的价值链中建立了牢固的合作伙伴关系。**其中包括中国的 TopSports, Pou Sheng 和 Tmall, 以及美国和欧洲的 Footlocker, Dick's, JD 和 Zalando。同时还与众多制造商建立了长达数十年的长期合作伙伴关系。在疫情特殊时期，“生产-销售”产业链各环节的长期合作伙伴着眼于长期利益，共同应对。

3) **NIKE 较早开始动数字化转型战略，布局的线上销售体系。**此举具有前瞻性，这使得公司在全球疫情蔓延之际得以迅速反应，更有效地减轻线下关店的负面影响。

8、风险提示

- 1) 行业竞争进一步加剧；
- 2) 匡威品牌发展停滞；
- 3) 市场预判失误，经销渠道扩张放缓；
- 4) 中国市场增长不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835