

健身潮和消费升级推动国内运动鞋服行业持续向好

投资建议： 优异

纺织服装行业

上次建议： 优异

投资要点：

➤ **运动鞋服行业空间广阔，受益于体育运动参与人次及人均消费提升。** 体育产业未来有望保持较高速发展。根据政策目标，预计 2015-2025 年体育产业总产出年复合增速为 11.4%。经常参加体育锻炼的人数也将由 2015 年的 3.6 亿人提升至 2020 年的 4.35 亿人和 2025 年的 5 亿人。伴随收入提升、二三四线城市消费升级以及运动专业化细分化需求，人均运动鞋服消费有望增长。

➤ **运动鞋服行业研发要求高，构筑竞争壁垒，更加标准化适合发展电商。** 在服装各个子领域中，运动鞋服科技含量更高，研发费用占营业成本的占比较高。运动鞋服的龙头公司通过不断投入研发，构筑竞争壁垒。同时，相对服装其他细分子领域，产品标准化程度相对较高，适合电商渠道，我们预计未来电商占比有望提升。

➤ **行业竞争格局清晰，龙头公司集中度提升。**

全球运动鞋服行业呈现集中度稳健提升的趋势。中国运动鞋服行业集中度较全球市场更高，且集中度也呈稳步增长趋势。在 Adidas 和 Nike 保持领先优势的情况下，安踏和李宁能够在 2013 年后市占率稳中有升，主要由于其具备差异化竞争优势。一方面对大众消费者来说，国产品牌相对国际品牌性价比更高，另一方面，国产品牌对国内的渠道管控力更强，尤其是低线城市的渠道管控力优势明显，也更具备电商平台上的优势。

➤ **他山之石——全球运动鞋服NIKE成长之路。**

从 NIKE 收入构成区域来看，北美收入占比最高超过 40%，大中华区占比 14.12%。公司近年来大中华区收入占比不断提升，已经成为公司营收增长的重要引擎。从渠道分布来看，公司直营销销售收入占比提升，电商增速高，带动公司业绩保持高速增长，重视研发推动公司成长壮大，由于持续增长的业绩以及不断提升的竞争力，公司股价 1981 年到 2018 年增长了 450 倍。

➤ **投资机会。**

从全球市场来看，运动鞋服行业是能够诞生大公司的。当前国内运动鞋服公司的市值与国外公司比仍存在较大的差距，这也是国内公司的成长空间。考虑到运动鞋服行业在纺织服装行业中具备行业集中度高，竞争格局清晰，相对标准化，适合跨区域及线上销售，科技含量高以及成长性佳的特点，同时，龙头公司的成长性、盈利能力、营运能力较优，建议关注李宁（2331.HK）、安踏体育（2020.HK）和申洲国际（2313.HK）。

➤ **风险提示。**

1) 宏观经济波动导致消费需求疲软的风险；2) 行业竞争加剧的风险；3) 新品牌拓展不及预期的风险。

一年内行业相对大盘走势



徐艺 分析师
 执业证书编号：S0590515090003
 电话：0510-85607875
 邮箱：xuyi@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1.	前言	4
2.	运动鞋服行业空间广阔，受益于体育运动参与人次及人均消费提升	4
2.1.	体育产业蓬勃发展，参与人次增长，推动运动鞋服行业发展	4
2.2.	伴随收入提升、二三四线城市消费升级以及运动专业化细分化需求，人均运动鞋服消费有望增长	7
3.	运动鞋服行业研发要求高，更加标准化适合发展电商	9
3.1.	运动鞋服行业科技含量更高，对研发要求高	9
3.2.	产品标准化程度相对较高，未来电商占比有望提升。	10
4.	行业竞争格局清晰，龙头公司集中度提升	11
4.1.	行业集中度稳步提升	11
4.2.	NIKE、ADIDAS、李宁、安踏稳居行业品牌力前四	13
4.3.	安踏和李宁在国产品牌中渠道位列前两位	14
5.	他山之石——全球运动鞋服 NIKE 成长之路	15
6.	龙头品牌的成长能力、盈利能力和营运能力表现较优	18
6.1.	龙头品牌成长性高于其他品牌	18
6.2.	行业毛利率整体向上，龙头品牌净利率有所提升	19
6.3.	安踏体育和李宁的营运能力较优	20
7.	投资机会	21
8.	风险提示	22

图表目录

图表 1:	中国运动鞋服市场规模 (亿元)	4
图表 2:	国家体育产业总产出 (万亿)	5
图表 3:	国家体育产业总产出拆分	5
图表 4:	国家体育产业增加值拆分	5
图表 5:	经常参加体育锻炼的人数规划	5
图表 6:	2007 和 2014 年中国经常参加锻炼的人口比例	6
图表 7:	2011-2016 年中国马拉松赛事场次及参赛人次	6
图表 8:	体育产业政策梳理	6
图表 9:	2015 年人均服装消费支出	7
图表 10:	城镇居民人均可支配收入 (元)	8
图表 11:	农村居民家庭人均纯收入 (元)	8
图表 12:	国内人均服装开支按城市等级划分 (元)	8
图表 13:	城市等级划分的服装市场规模 (十亿元)	8
图表 14:	Nike 男子滑板鞋	9
图表 15:	Nike 男子高尔夫球鞋	9
图表 16:	2017 年服装公司研发费用占销售成本的比重	9
图表 17:	安踏历年研发费用占销售成本的比重	10
图表 18:	获 2017 红星奖的李宁超轻 13 代跑鞋	10
图表 19:	李宁 2007 年获奖半坡篮球鞋	10
图表 20:	李宁牌电商收入及增速	11
图表 21:	李宁电商收入占营收比重	11
图表 22:	NIKE 电商收入增速	11
图表 23:	NIKE 电商收入占直营收入比重	11
图表 24:	全球运动鞋服行业集中度	12

图表 25: 中国运动鞋服行业集中度	12
图表 26: 中国运动鞋服市场前十大品牌市占率	12
图表 27: 中国主要运动鞋服品牌男子跑鞋天猫商城价格区间 (元)	13
图表 28: 中国主要运动鞋服品牌男子羽绒服天猫商城价格区间 (元)	13
图表 29: 2014-2018 年中国运动鞋品牌力指数	13
图表 30: 2014-2018 年中国运动服装品牌力指数	14
图表 31: 百度搜索指数品牌排名	14
图表 32: 中国主要运动鞋服品牌渠道数对比	15
图表 33: 李宁直营店占比提升	15
图表 34: Nike 历年主营业务收入情况	16
图表 35: Nike 历年净利润情况	16
图表 36: NIKE 公司营收类别构成	16
图表 37: NIKE 公司营收区域构成	16
图表 38: Nike 大中华区营收及增速情况	17
图表 39: Nike 大中华区营收占比	17
图表 40: Nike 北美经销和直营收入占比	17
图表 41: Nike 大中华区经销和直营收入占比	17
图表 42: NIKE 公司营收构成	18
图表 43: NIKE 公司历史股价表现优异	18
图表 44: 运动鞋服品牌营收增速对比	19
图表 45: 运动鞋服品牌净利润增速对比	19
图表 46: 运动鞋服品牌毛利率对比	19
图表 47: 运动鞋服品牌净利率对比	19
图表 48: 运动鞋服品牌管理费用率对比	20
图表 49: 运动鞋服品牌销售费用率对比	20
图表 50: 运动鞋服品牌 ROE 对比	20
图表 51: 运动鞋服品牌存货周转天数对比	21
图表 52: 运动鞋服品牌应收账款周转天数对比	21
图表 53: 国外运动鞋服公司市值	21
图表 54: 国内运动鞋服公司市值	21
图表 55: 运动鞋服公司估值对比	22

1. 前言

运动鞋服行业在纺织服装行业中景气度较高,具备行业集中度高,竞争格局清晰,相对标准化,适合跨区域及线上销售,科技含量高以及成长性佳的特点。

2. 运动鞋服行业空间广阔,受益于体育运动参与人次及人均消费提升

运动鞋服行业在体育运动参与人次及人均消费的双重推动下呈现较高成长性,空间广阔。2017年,中国运动鞋服市场规模达到212亿元,同比增长12.5%,在国内服装行业的各细分市场中,成长性较优。

图表 1: 中国运动鞋服市场规模 (亿元)



来源: 中国产业信息网, 国联证券研究所

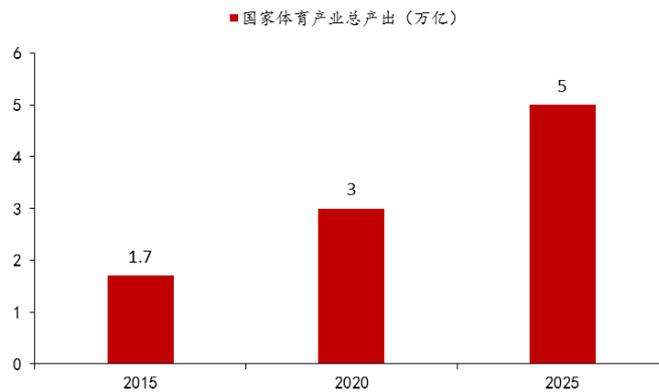
2.1. 体育产业蓬勃发展, 参与人次增长, 推动运动鞋服行业发展

体育产业未来有望保持较高速发展。根据《国家体育总局 国家统计局联合发布2015年国家体育产业规模及增加值数据的公告》。公告显示,2015年国家体育产业总产出(总规模)为1.7万亿元,增加值为5494亿元,占同期国内生产总值(GDP)的比重为0.8%。中国2015年体育及相关产业总产出比2014年增长26.02%,产业增加值比2014年增长35.97%,产业增加值占GDP的比重由2014年的0.64%增长至0.8%。

根据《体育发展“十三五”规划》,到2020年全国体育产业总规模超过3万亿、经常参加锻炼人数达到4.35亿、人均体育场地面积达到1.8平方米。根据国务院下发的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》2025年体育产业总规模将超过5万亿元,经常参加体育锻炼的人口数将达到5亿人。

根据政策目标,预计2015-2025年体育产业总产出年复合增速为11.4%。

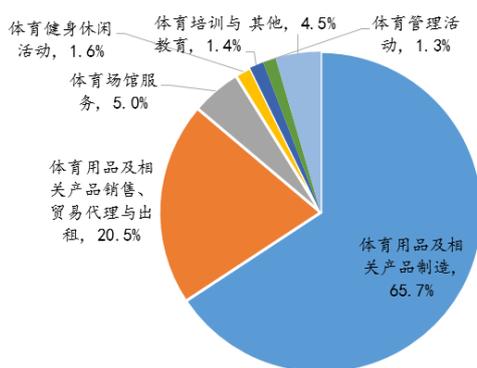
图表 2: 国家体育产业总产出 (万亿)



来源: 国家体育总局, 国家统计局, 国务院, 国联证券研究所

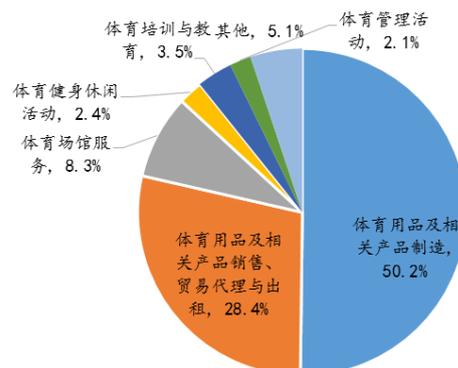
在我国体育产业结构中, 体育用品及相关产品制造和体育用品及相关产品销售、贸易代理与出租占比最大, 在国家体育产业总产出中占比分别为 65.7% 和 20.5%, 在国家体育产业增加值中占比分别为 50.2% 和 28.4%。

图表 3: 国家体育产业总产出拆分



来源: 国家体育总局, 国家统计局, 国联证券研究所

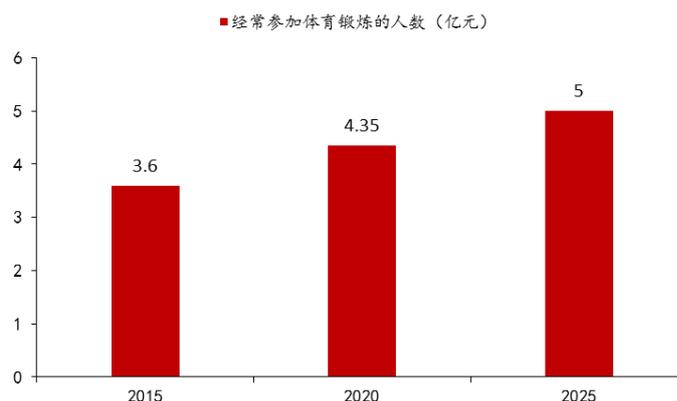
图表 4: 国家体育产业增加值拆分



来源: 国家体育总局, 国家统计局, 国联证券研究所

根据政策目标规划, 经常参加体育锻炼的人数也将由 2015 年的 3.6 亿人提升至 2020 年的 4.35 亿人和 2025 年的 5 亿人。

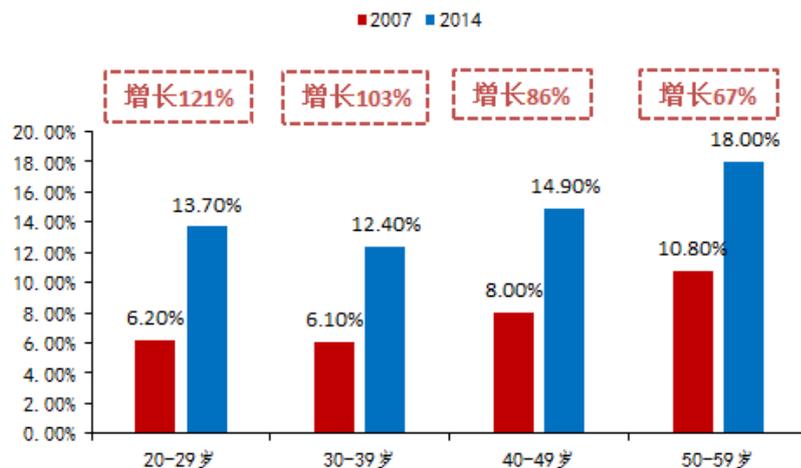
图表 5: 经常参加体育锻炼的人数规划



来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

从经常参加锻炼的人数来看，各个年龄层人群运动参与比例上升，全民运动健身意识增强。根据2014年国家最新全民健身状况调查公报数据，相比2007年，整体全民运动健身的人群比例增长近8个百分点，各个年龄层比例均有提升，尤其是20-40岁人群，锻炼人群比例翻了一番。20-40岁人群具有较强的消费需求能力，有望驱动运动用品行业增长。

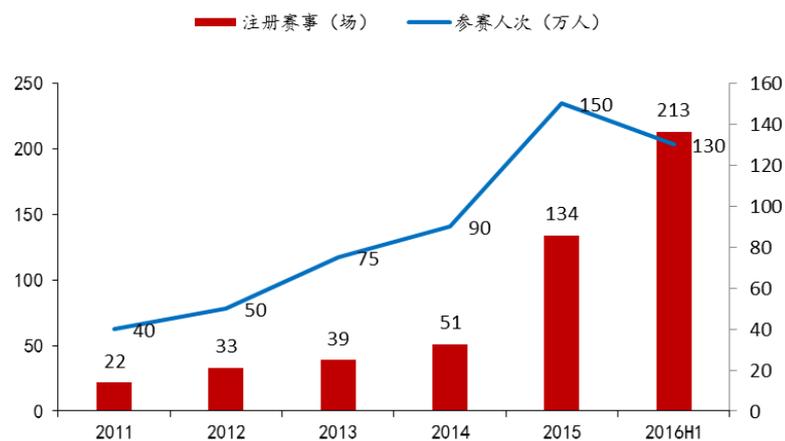
图表6：2007和2014年中国经常参加锻炼的人口比例



来源：艾瑞咨询，国家体育总局，国联证券研究所

以马拉松赛事为例来看参与人次，从2011年的40万人次增长到2015年的150万人次，年复合增速为39%。

图表7：2011-2016年中国马拉松赛事场次及参赛人次



来源：艾瑞咨询，中国田径协会，国联证券研究所

体育产业政策支持力度大，推动体育运动行业健康发展。

图表8：体育产业政策梳理

时间	政策
2014年10月	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》

2015年3月	《中国足球改革发展总体方案》
2016年4月	《中国足球中长期发展规划（2016-2050年）》
2016年5月	《关于强化学校体育促进学生身心健康全面发展的意见》
2016年6月	《全民健身计划（2016-2020）》
2016年7月	《体育产业发展“十三五”规划》
2016年9月	《青少年体育“十三五”规划》
2016年10月	《健康中国“2030”规划纲要》
2016年10月	《关于加快发展健康休闲产业的指导意见》
2016年11月	《冰雪运动发展计划（2016-2025年）》
2016年11月	《群众冬季运动推广普及计划（2016-2020年）》
2018年1月	《马拉松运动产业发展规划》

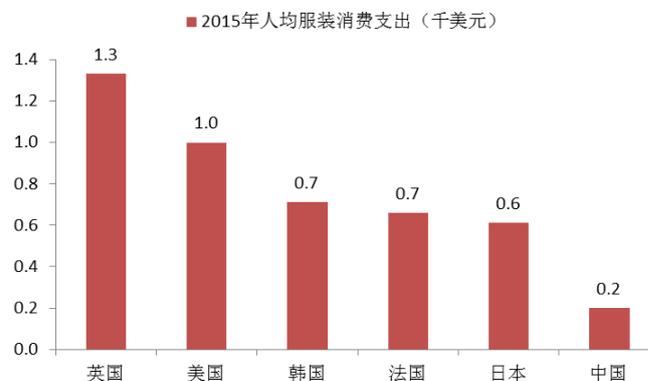
来源：国联证券研究所

2.2. 伴随收入提升、二三四线城市消费升级以及运动专业化细分化需求，人均运动鞋服消费有望增长

2.2.1 人均可支配收入提升推动人均运动鞋服消费增长

与世界其他国家相比，我国人均服装消费支出仍有较大提升空间，随着我国人均可支配收入的提升，预计人均服装消费支出也将逐步提升。英国人均服装消费支出2015年达到1300美元，美国达到1000美元，而中国仅200美元，仍有较大提升空间。

图表 9：2015 年人均服装消费支出



来源：wind，国联证券研究所

近年来，城镇居民和农村居民可支配收入及衣着支出均稳步提升，同时，农村居民的收入和衣着消费支出增速高于城镇居民，这也是未来服装行业的发展潜力。2005-2017年，城镇居民人均可支配收入年复合增速为10.9%，2005-2015年，农村居民家庭人均纯收入年复合增速达到12.7%。

图表 10: 城镇居民人均可支配收入 (元)



来源: wind, 国联证券研究所

图表 11: 农村居民家庭人均纯收入 (元)



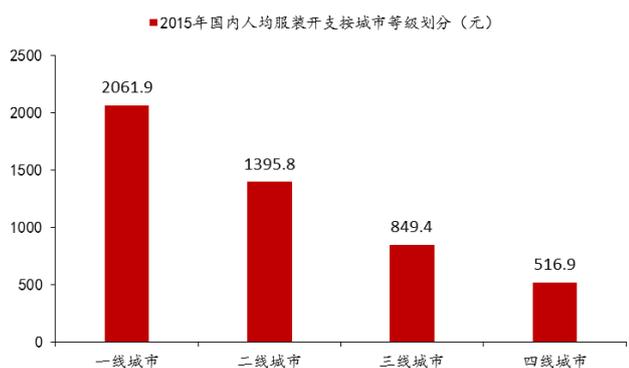
来源: wind, 国联证券研究所

2.2.2 二三四线城市消费升级带动人均服装消费提升

与一线城市相比,二三四线城市人均服装支出仍有较大提升空间。2015年,一线城市的人均服装开支为 2061.9 元,二线、三线和四线城市人均服装开支分别为 1395.8 元、849.4 元和 516.9 元,一线城市的人均服装开支分别为二线城市、三线城市和四线城市的 1.5 倍、2.4 倍和 4.0 倍。

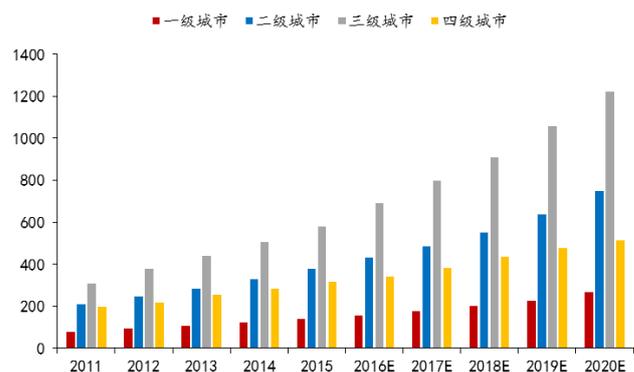
从服装市场规模的增速来看,二线城市和三线城市 2011-2015 年服装市场规模年复合增速较高,分别为 15.8%和 17.2%,高于一线城市和四线城市的 15.1%和 12.4%。据预测,2016-2020 年二线城市和三线城市年复合增速仍将保持较高水平,分别为 14.8%和 15.4%,高于一线城市和四线城市的 14.4%和 10.8%。

图表 12: 国内人均服装开支按城市等级划分 (元)



来源: 江南布衣招股书, CIC, 国联证券研究所

图表 13: 城市等级划分的服装市场规模 (十亿元)



来源: 江南布衣招股书, CIC, 国联证券研究所

2.2.3 对运动专业化和细分化的消费需求有望提升人均消费

伴随着消费升级和消费理念的日趋成熟,消费者对运动鞋服的需求更加专业化和细分化。原先一双运动鞋和一套运动服就覆盖所有类型的运动,现在对于不同的运动场景和类型将配备不同的装备。如跑步、瑜伽、足球、篮球、冰雪等运动将配备不同的专业装备和鞋服。

如 Nike 的男子运动鞋就分为休闲、跑步、篮球、足球、健身/训练、美式橄榄球、棒球/垒球、高尔夫、滑板、网球、田径等系列。

图表 14: Nike 男子滑板鞋



来源: Nike 官网, 国联证券研究所

图表 15: Nike 男子高尔夫球鞋



来源: Nike 官网, 国联证券研究所

3. 运动鞋服行业研发要求高, 更加标准化适合发展电商

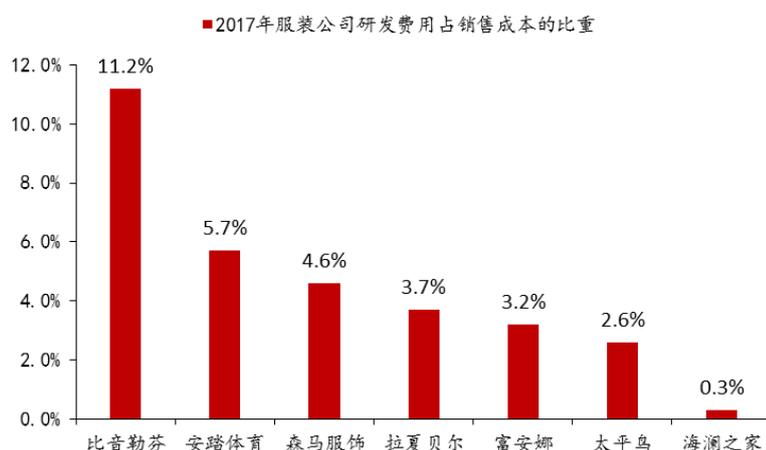
运动鞋服行业相较服装行业的其他细分子行业科技含量更高, 对研发要求更高, 同时产品更加标准化, 适合发展电商。

3.1. 运动鞋服行业科技含量更高, 对研发要求高

在服装各个子领域中, 运动鞋服科技含量更高, 对研发要求高, 研发费用占营业成本的占比较高。运动鞋服的龙头公司通过不断投入研发, 构筑竞争壁垒。

在服装上市公司中, 比音勒芬和安踏体育属于运动服饰领域, 研发费用占销售成本的比重较高, 分别为 11.2%和 5.7%, 高于男装、女装、童装和家纺类上市公司。

图表 16: 2017 年服装公司研发费用占销售成本的比重



来源: wind, 国联证券研究所

以安踏体育为例, 安踏体育 2007-2017 年研发费用占营业成本的比重呈长期增长趋势, 由 2007 年的 2.5%提升至 2017 年的 5.7%, 研发投入力度不断加大。

图表 17: 安踏历年研发费用占销售成本的比重



来源: 公司公告, 国联证券研究所

国内另一运动服饰龙头李宁也很重视产品研发创新, 公司是国内第一家集齐德国 IF、美国 IDEA、德国红点、红星奖四大设计奖项的运动品牌, 获奖鞋款包括飞甲、翔羽、半坡、年轮、龙鳞、太极、猫爪、化石、锐劲、轻云、超轻。

图表 18: 获 2017 红星奖的李宁超轻 13 代跑鞋



来源: 互联网, 国联证券研究所

图表 19: 李宁 2007 年获奖半坡篮球鞋



来源: 互联网, 国联证券研究所

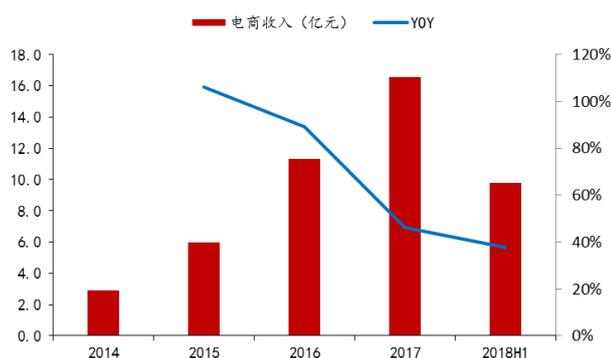
作为全球运动鞋服的龙头, NIKE 也非常注重研发和创新, Nike 拥有生物力学, 化学, 运动生理学, 工程学, 工业设计, 可持续发展等相关领域的专家团队, 如 NIKE Air, Lunar, Zoom, Free, Flywire, Dri-Fit, Flyknit, Flyweave, Zoom X, React 等都充分是充分证明了 Nike 的设计创新实力。

3.2. 产品标准化程度相对较高, 未来电商占比有望提升。

运动鞋服行业相对服装其他细分子领域, 产品标准化程度相对较高, 适合电商渠道, 我们预计未来电商占比有望提升。

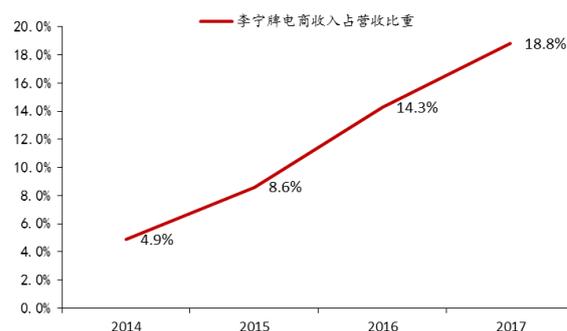
李宁电商收入绝对值和占营收的比重逐年提升, 2014-2017 年李宁牌电商收入年复合增速超 70%, 李宁牌电商收入占总营收比重在 2017 年达到 19%。

图表 20: 李宁牌电商收入及增速



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 21: 李宁电商收入占营收比重



来源: 公司公告, 国联证券研究所

全球运动鞋服龙头 NIKE 电商收入也保持较高增长, 同时, 电商收入占直营收入比重逐年提升。2018 年电商收入占直营收入比重达到 27%。

图表 22: NIKE 电商收入增速



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 23: NIKE 电商收入占直营收入比重



来源: 公司公告, 国联证券研究所

4. 行业竞争格局清晰, 龙头公司集中度提升

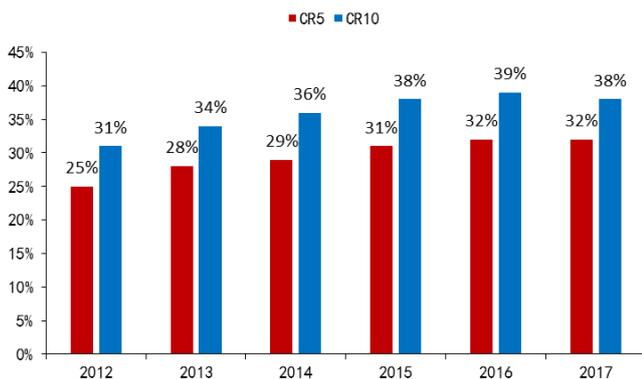
4.1. 行业集中度稳步提升

全球运动鞋服行业呈现集中度稳健提升的趋势。在全球运动鞋服市场, 排名第一的为 NIKE, 最新年报显示营收 363.97 亿美元, 排名第二的是 ADIDAS, 最新年报营收 253.36 亿美元。

在全球运动鞋服市场中, 前五大品牌行业集中度由 2012 年的 25% 提升至 2017 年的 32%, 前十大品牌行业集中度由 2012 年的 31% 提升至 2017 年的 38%。

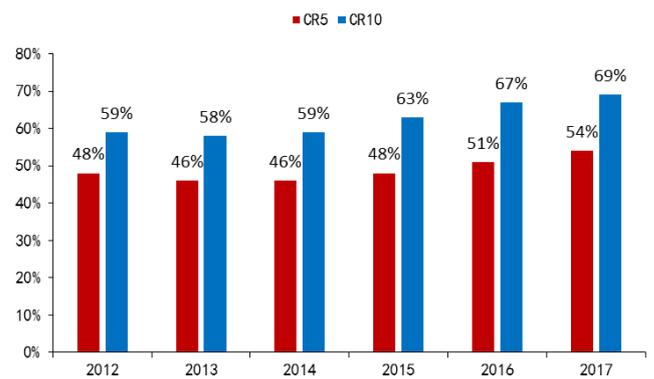
中国运动鞋服行业集中度较全球市场更高, 且集中度也呈稳步增长趋势。前五大品牌行业集中度由 2012 年的 48% 提升至 2017 年的 54%, 前十大品牌行业集中度由 2012 年的 59% 提升至 2017 年的 69%。

图表 24: 全球运动鞋服行业集中度



来源: Euromonitor, 国联证券研究所

图表 25: 中国运动鞋服行业集中度

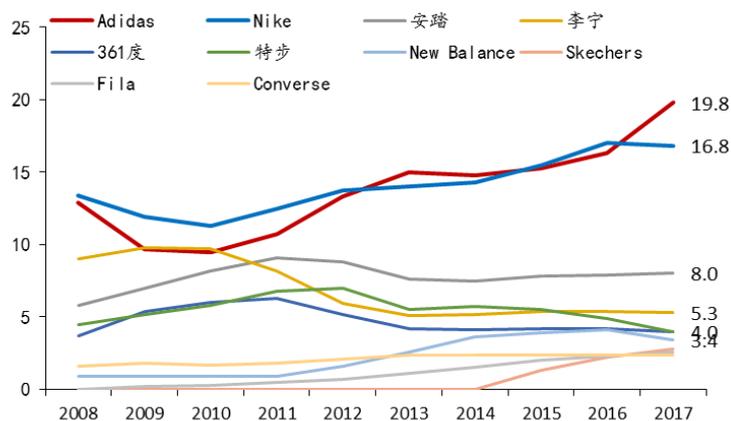


来源: Euromonitor, 国联证券研究所

在中国运动鞋服行业中, 2017 年, Adidas 和 Nike 占据第一梯队, 市占率分别为 19.8% 和 16.8%, 安踏和李宁占据第二梯队, 市占率分别为 8.0% 和 5.3%。361 度、特步、New Balance、Skechers、Fila、Converse 分别位列第 4-10 为, 市占率均不超过 4%。

从市占率变化趋势可以看出, 2010-2011 年起, 李宁和安踏进入调整期, 市占率下滑, Adidas 和 Nike 市占率自 2010 年起开始呈明显提升趋势, 经过几年的调整期, 李宁和安踏自 2013 年起市占率逐步回升。

图表 26: 中国运动鞋服市场前十大品牌市占率



来源: Euromonitor, 国联证券研究所

在 Adidas 和 Nike 保持领先优势的情况下, 安踏和李宁能够在 2013 年后市占率稳中有升, 主要由于其具备差异化竞争优势。

一方面, 国产品牌相对国际品牌价格更低, 对于大众消费者来说性价比更高。另一方面, 国产品牌对国内的渠道管控力更强, 尤其是低线城市的渠道管控力优势明显, 也更具备电商平台上的优势。由于国产品牌的价格优势以及渠道管控力, 更容易向低线城市渗透, 享受低线城市的消费升级红利。

以天猫商城销售情况来看, Adidas 和 Nike 的价格带较安踏、李宁的定价高出较多, 国际品牌和国内品牌具备差异化竞争。如男子跑鞋, Adidas 和 Nike 月销量最高

的产品价格分别为 799 元和 539 元，安踏和李宁月销量最高的产品价格分别为 189 元和 239 元。男子羽绒服也存在类似情况，Adidas 和 Nike 月销量最高的产品价格分别为 1499 元和 1099 元，安踏和李宁月销量最高的产品价格分别为 529 元和 399 元。在月销量最高产品的月销量数据上，安踏和李宁均高于 NIKE，国产品牌在电商上优势明显。

图表 27：中国主要运动鞋服品牌男子跑鞋天猫商城价格区间（元）

男子跑鞋	最低价	最高价	月销量最高产品价格	月销量最高产品月销量
NIKE	379	1599	539	4258
Adidas	399	1899	799	7966
安踏	149	799	189	22027
李宁	139	429	239	5644

来源：天猫商城，国联证券研究所

图表 28：中国主要运动鞋服品牌男子羽绒服天猫商城价格区间（元）

男子羽绒服	最低价	最高价	销量最高产品价格	销量最高产品月销量
NIKE	1099	2399	1099	419
Adidas	489	2999	1499	13684
安踏	409	2299	529	2435
李宁	259	899	399	6645

来源：天猫商城，国联证券研究所

4.2. NIKE、ADIDAS、李宁、安踏稳居行业品牌力前四

2014-2018 年中国运动鞋品牌力指数排行榜中，耐克、阿迪达斯、李宁、安踏稳居行业前四，充分显示出其品牌力的优势。

图表 29：2014-2018 年中国运动鞋品牌力指数

2018		2017		2016		2015		2014	
排名	品牌								
1	耐克	1	耐克	1	阿迪达斯	1	耐克	1	耐克
2	阿迪达斯	2	阿迪达斯	2	耐克	2	阿迪达斯	2	李宁
3	李宁	3	李宁	3	李宁	3	李宁	3	阿迪达斯
4	安踏								
5	361 度	5	乔丹	5	361 度	5	361 度	5	361 度
6	乔丹	6	361 度	6	乔丹	6	乔丹	6	乔丹
7	特步								
8	Kappa								
9	新百伦	9	匡威	9	鸿星尔克	9	双星	9	匹克
10	匡威	10	彪马	10	匡威	10	鸿星尔克	10	鸿星尔克

来源：Chnbrand，国联证券研究所

2014-2018 年中国运动服装品牌力指数排行榜中，耐克、阿迪达斯、李宁、361 度稳居行业前四，5-10 名品牌变动较大。

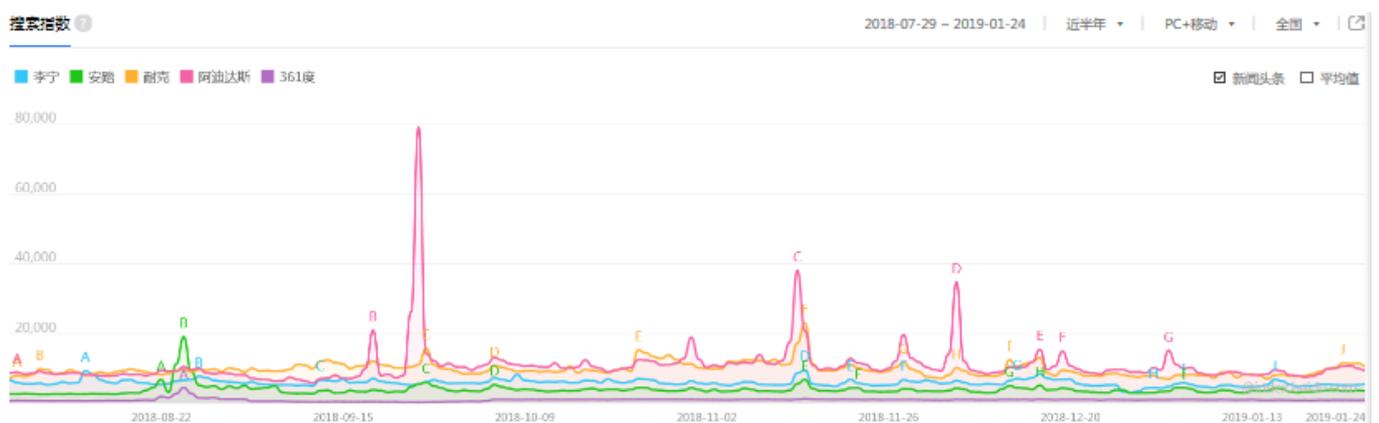
图表 30: 2014-2018 年中国运动服装品牌力指数

2018		2017		2016		2015		2014	
排名	品牌								
1	耐克	1	李宁	1	阿迪达斯	1	阿迪达斯	1	耐克
2	李宁	2	耐克	2	耐克	2	李宁	2	李宁
3	阿迪达斯	3	阿迪达斯	3	李宁	3	耐克	3	阿迪达斯
4	361 度								
5	乔丹	5	Kappa	5	乔丹	5	安踏	5	Kappa
6	安踏	6	乔丹	6	Kappa	6	乔丹	6	乔丹
7	特步	7	安踏	7	安踏	7	Kappa	7	安踏
8	Kappa	8	特步	8	特步	8	特步	8	特步
9	鸿星尔克								
10	三叶草	10	彪马	10	匹克	10	贵人鸟	10	贵人鸟

来源: Chnbrand, 国联证券研究所

百度搜索指数中, 耐克、阿迪达斯、李宁、安踏、361 度的排名也与品牌力指数一致。

图表 31: 百度搜索指数品牌排名



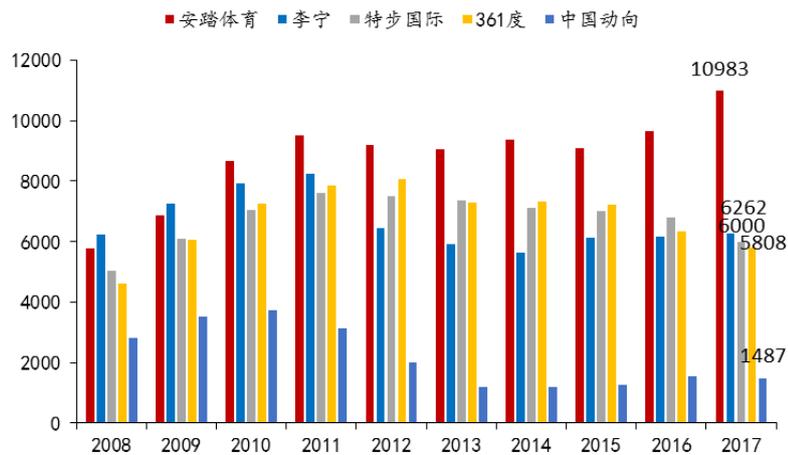
来源: 百度搜索指数, 国联证券研究所

4.3. 安踏和李宁在国产品牌中渠道位列前两位

国内运动鞋服行业在经历了 2008-2011 年渠道快速扩张期后, 2011-2014 年进入渠道收缩和调整期, 2015-2017 年安踏体育和李宁的渠道均已恢复增长, 其他国内品牌仍处于调整中。2017 年安踏国际所有品牌店铺数共计 10983 家, 其中中国安踏店 (包括安踏儿童独立店) 9467 家, 中国、香港、澳门、新加坡的 FILA 专卖店 (包括 FILA KIDS 独立店) 1086 家, 中国的 DESCENTE 店 64 家, 位列国内品牌渠道数第一。

李宁 2017 年店铺总数为 6262 家, 位列国内品牌第二位, 特步国际和 361 度分别以 6000 家门店和 5808 家门店位列三四位。

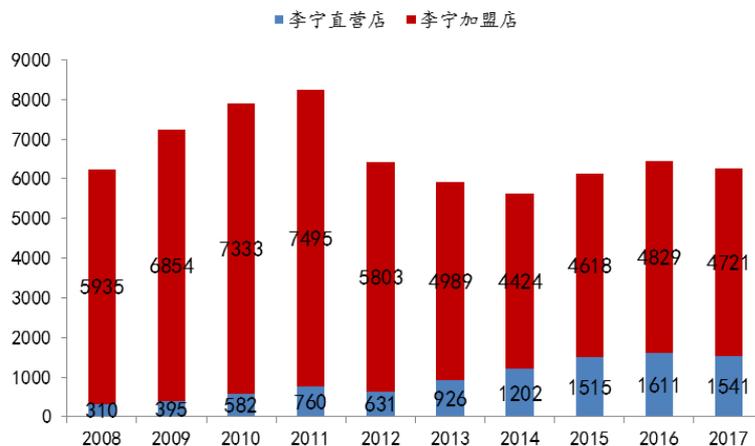
图表 32: 中国主要运动鞋服品牌渠道数对比



来源: 公司公告, 国联证券研究所

从渠道构成来看, 李宁直营渠道从 2008-2017 年占比不断提升, 这与 Nike 直营渠道占比逐渐提升趋势一致。2017 年李宁直营店 1541 家, 加盟店 4721 家, 直营店占比达 25%。

图表 33: 李宁直营店占比提升



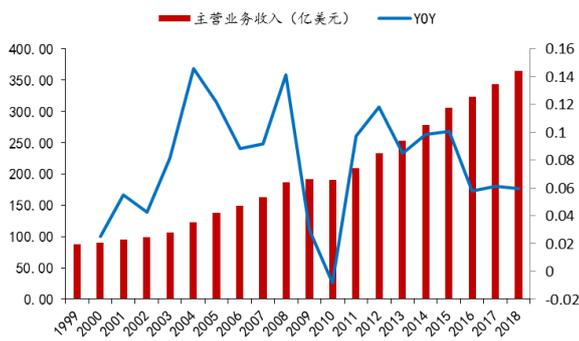
来源: 公司公告, 国联证券研究所

5. 他山之石——全球运动鞋服 NIKE 成长之路

Nike 是全球运动鞋服行业龙头公司, 2018 年实现主营业务收入 363.97 亿美元, 同比增长 6.0%, 公司历史业绩保持稳健增长, 1999-2018 年营收年复合增速为 7.8%。

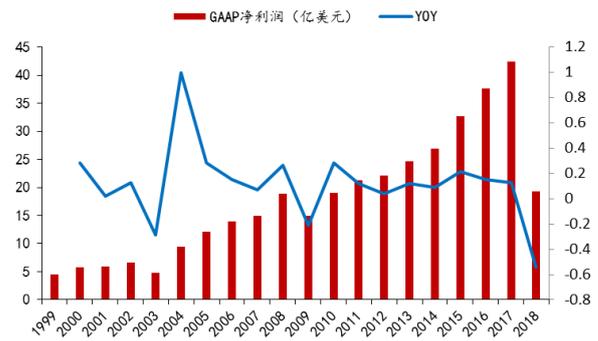
2018 年公司净利润由于美国税改政策, 同比下滑 54.4%, 主要由于耐克在 2018 财年出现高额所得税, 要汇回以往的境外利润所一次性缴纳的利润汇回税导致。而这也直接使得耐克的所得税费升至 23.92 亿美元, 同比增长 270%。2017 年公司实现净利润 42.4 亿美元, 同比增长 12.8%, 1999-2017 年净利润年复合增速为 13.3%, 高于收入年复合增速。

图表 34: Nike 历年主营业务收入情况



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

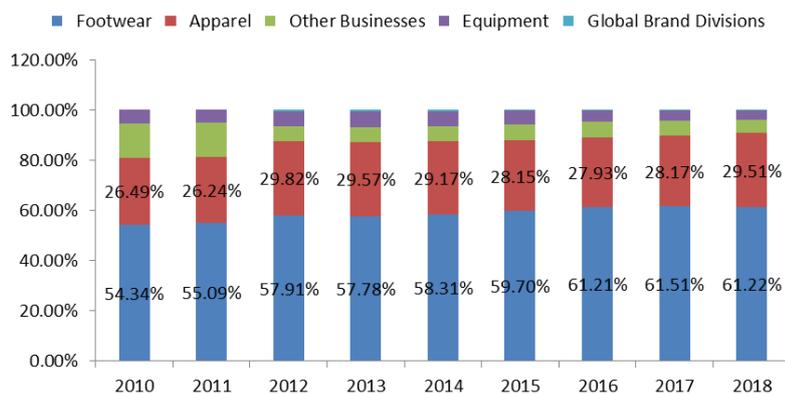
图表 35: Nike 历年净利润情况



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

从收入构成看, 公司鞋类业务占比最高, 2018 年达到 61.22%, 服装业务占比 29.51%。

图表 36: NIKE 公司营收类别构成

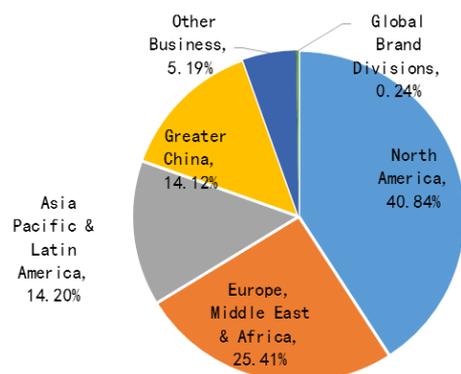


来源: Bloomberg, 国联证券研究所

公司业绩的持续高速增长主要来自: 积极拓展新兴市场, 如大中华区等; 优化渠道结构, 直营占比提升; 重视产品研发保持长久生命力; 重视电商, 电商业务增速高。

从收入构成区域来看, 北美收入占比最高超过 40%, 大中华区占比 14.12%。公司与 2010 年将大中华区单独列出, 彰显出对大中华区的重视。

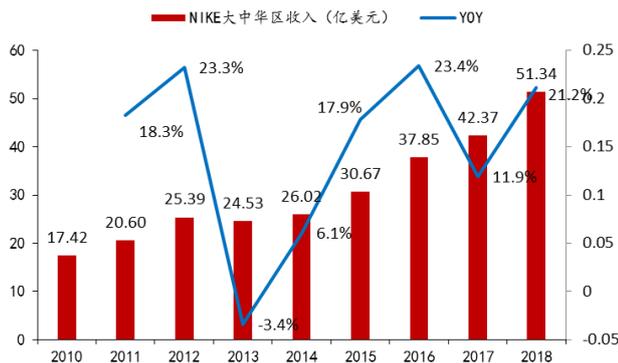
图表 37: NIKE 公司营收区域构成



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

大中华区收入占比不断提升, 收入增速超过公司整体营收增速。2010-2018 年 NIKE 大中华区营收年复合增速 14.5%, 超过同期公司整体营收年复合增速 8.5%。2018 财年公司大中华区营收 51.34 亿美元, 同比增长 21.2%, 占公司整体营收的比重达到 14.12%, 较 2010 年的比重提升 4.96pct。大中华区已经成为公司营收增长的重要引擎。

图表 38: Nike 大中华区营收及增速情况



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

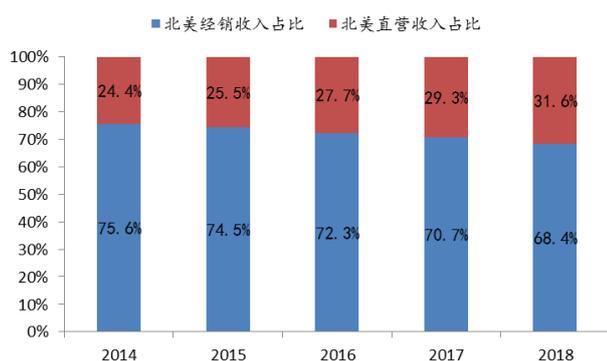
图表 39: Nike 大中华区营收占比



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

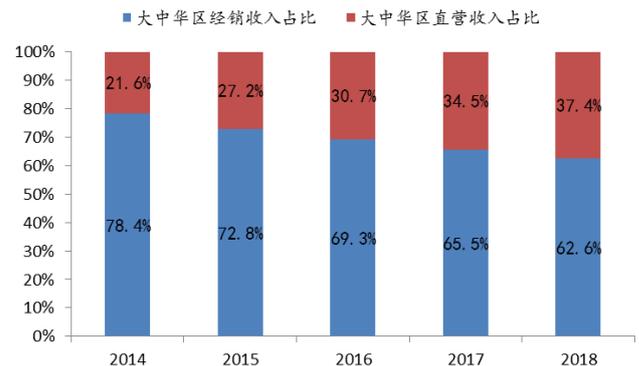
从渠道分布来看, 公司直销售收入占比提升。NIKE 在其收入贡献最大的北美市场中, 直营收入占比从 2014 年的 24.4% 提升至 2018 年的 31.6%, 在大中华区, 直营收入占比从 2014 年的 21.6% 提升至 2018 年的 37.4%, 公司直营占比提升, 对渠道的管控能力在增强。

图表 40: Nike 北美经销和直营收入占比



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 41: Nike 大中华区经销和直营收入占比



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

重视研发推动公司成长壮大。菲尔·奈特于 1972 年正式推出 NIKE 品牌时, 当时美国运动鞋市场已经有诸多竞争者, 包括 Adidas、彪马、高乐 (Gola)、迪亚多纳 (Diadora)、海德 (Head)、威尔胜 (Wilson)、New Balance 等, NIKE 虽然起步较晚, 但能够后发制人, 成长为全球龙头, 很大的原因在于其对研发的重视。

NIKE 自 1980 年成立专门的研究实验室, 走向了更加专业的研发, 形成了一套独特的研发思路。它不仅关注新的材料、技术和制作工艺, 更重视与运动员的沟通。

例如，今天人们对于全掌气垫的耐克 Air 运动鞋习以为常，但在当时，这一发明是运动鞋领域的一大创举。

又比如 2011 款飞人乔丹篮球鞋首次采用两种缓震技术可以互换的中底——蓝色中底 (Quick) 和红色中底 (Explosive)，蓝色中底达到了弹性最佳，柔软舒适的效果，可以满足球员在移动中对快速反应的需求，红色中底可以有效支撑脚掌，达到稳定舒适的效果，增强球鞋在球员快速移动中的减震效果¹²。

电商增速高，带动公司业绩保持高速增长。公司电商业务增速较高，超过公司主营业务收入增速，2012-2018 年 CAGR 为 38%。

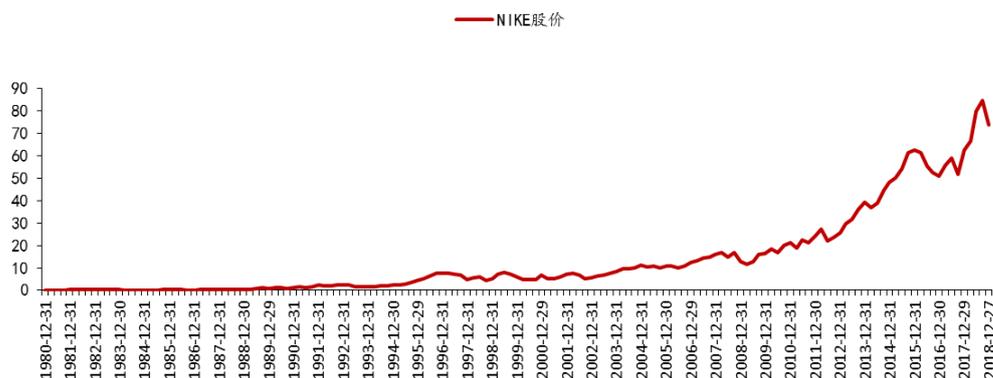
图表 42: NIKE 公司营收构成



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

由于持续增长的业绩以及不断提升的竞争力，公司股价自 1981 年到 2018 年增长了 450 倍。

图表 43: NIKE 公司历史股价表现优异



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

6. 龙头品牌的成长能力、盈利能力和营运能力表现较优

6.1. 龙头品牌成长性高于其他品牌

¹ 参考《鞋狗：耐克创始人菲尔·奈特亲笔自传》，(美)菲尔·奈特著，毛大庆译，北京联合出版公司

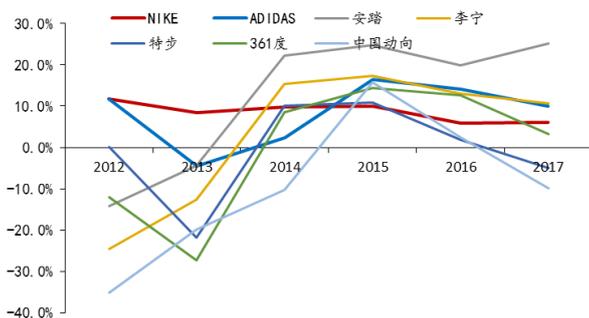
² 参考《品牌与科技：耐克不是运动产品商》，白洁、李洋、冯莹著，中国人民大学出版社

从成长能力来看，NIKE 的营收增速和净利润增速较为平稳，ADIDAS 营收增速和净利润增速波动较大，主要由于 ADIDAS 潮流性更强。

国内运动品牌 2014 年之前经历了行业调整，整体增速较低，2014-2017 年逐步复苏，在营收增速上，安踏和李宁整体优于其他国内品牌。

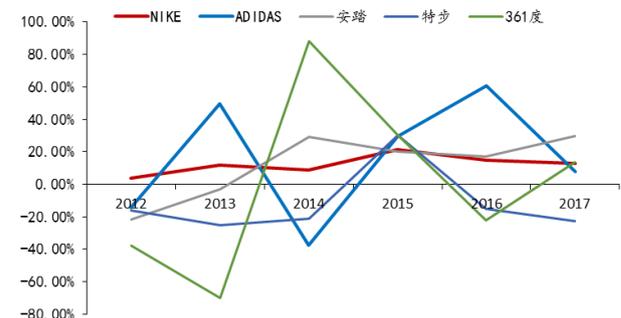
2014 年以后国内龙头品牌安踏和李宁增速优于 NIKE 和 ADIDAS，一方面由于国内运动鞋服市场强劲的增长潜力，另一方面也由于国内龙头品牌在经历了整顿和调整期后重新焕发新机。

图表 44: 运动鞋服品牌营收增速对比



来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

图表 45: 运动鞋服品牌净利润增速对比



来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

(由于李宁 2016 年净利润增速 4395%，中国动向 2014 年净利润增速 335%，对图表数据影响较大，图中剔除。)

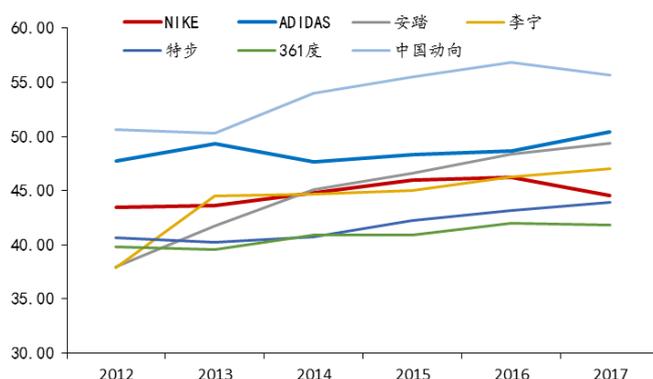
6.2. 行业毛利率整体向上，龙头品牌净利率有所提升

行业毛利率整体向上。NIKE、ADIDAS、安踏体育、李宁、特步国际、361 度和中国动向 2012-2017 年的毛利率都表现出趋势性向上。

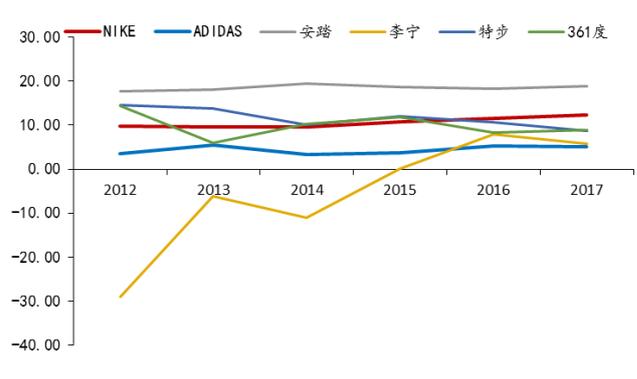
从毛利率绝对值来看，中国动向和 ADIDAS 毛利率较高，安踏体育、李宁、特步国际从 2013 年以来毛利率逐年向上。

净利率龙头品牌提升。NIKE、ADIDAS、安踏体育和李宁净利率从 2012-2017 年趋势向上。从净利率绝对值来看，安踏体育净利率一直保持较高水平，在 18% 左右，李宁和 ADIDAS 净利率 2017 年均 5% 左右，仍有提升空间。

图表 46: 运动鞋服品牌毛利率对比



图表 47: 运动鞋服品牌净利率对比

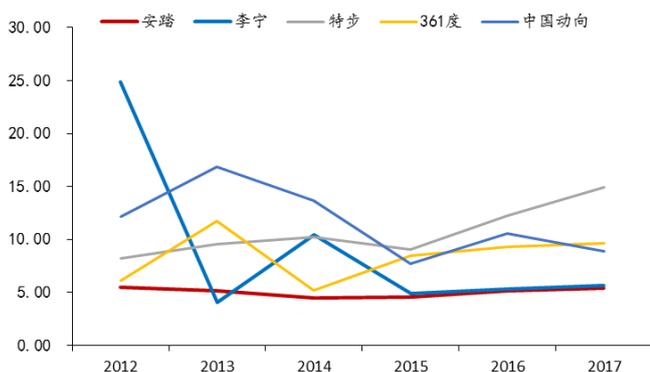


来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

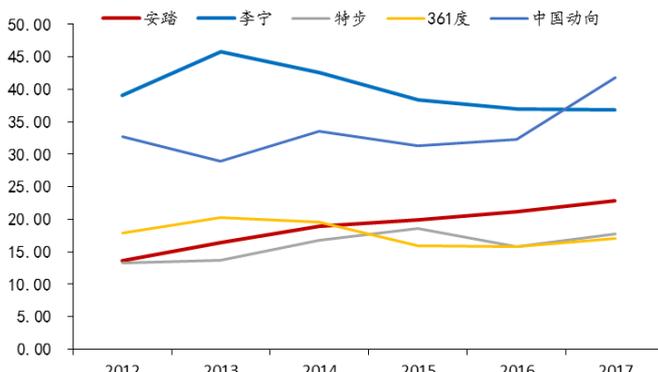
销售费用率行业内差别较大,安踏体育费用率管控较强。2017年管理费用率安踏体育和李宁较低,分别为5.40%和5.64%,特步国际最高,为14.96%。2017年销售费用率各公司差距较大,中国动向和李宁较高,分别为41.76%和36.82%,特步和361度较低,分别为17.788%和17.11%,安踏体育居中为22.82%。

图表 48: 运动鞋服品牌管理费用率对比



来源: wind, 国联证券研究所

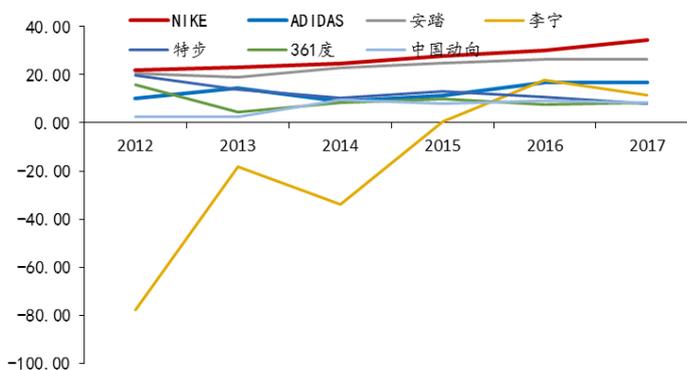
图表 49: 运动鞋服品牌销售费用率对比



来源: wind, 国联证券研究所

ROE对比看,2017年ROE超过20%的有NIKE和安踏体育,分别为34.38%和26.56%,ROE超过10%的是ADIDAS和李宁,分别为16.98%和11.37%。

图表 50: 运动鞋服品牌 ROE 对比



来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

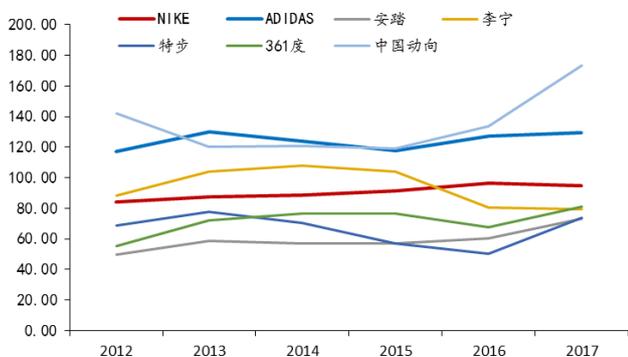
6.3. 安踏体育和李宁的营运能力较优

存货周转天数安踏和李宁优于NIKE和ADIDAS。2017年安踏和李宁的存货周转天数分别为73.48和79.24天,优于NIKE的94.84天和ADIDAS的129.40天。特步国际和361度的存货周转天数也较低,分别为73.87和81.21天,中国动向最高,为173.06天。

应收账款周转天数NIKE和ADIDAS最短,安踏体育和李宁优于国内其他品牌。

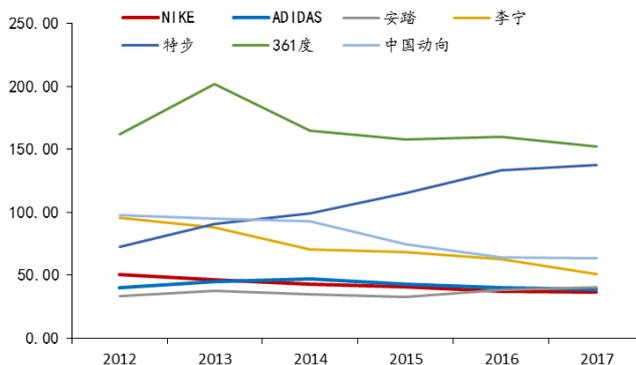
2017 年 NIKE 和 ADIDAS 应收账款周转天数分别为 36.76 和 38.84 天，安踏体育和李宁分别为 40.49 和 50.88 天，特步、361 度和中国动向较长，分别为 137.63、152.54 和 63.59 天。

图表 51: 运动鞋服品牌存货周转天数对比



来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

图表 52: 运动鞋服品牌应收账款周转天数对比



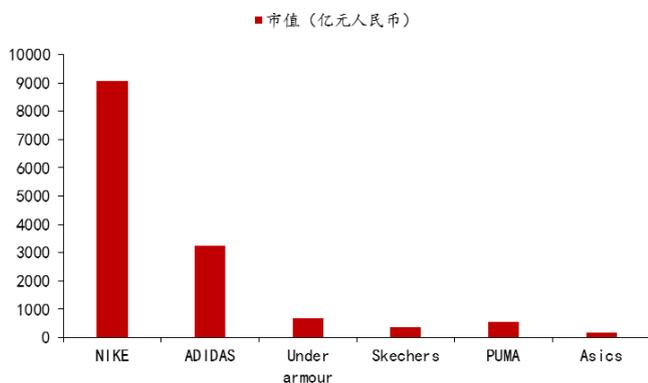
来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

7. 投资机会

从全球市场来看，运动鞋服行业是能够诞生大公司的。当前国内运动鞋服公司的市值与国外公司相比仍存在较大的差距，这也是国内公司的成长空间。NIKE 和 ADIDAS 的市值分别在 9000 亿和 3000 亿人民币以上。

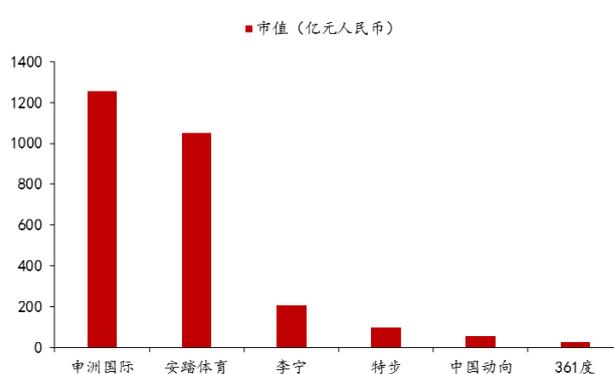
国内运动鞋服行业中，市值最大的是申洲国际，其次是安踏体育，李宁、特步国际、中国动向和 361 度的市值相对仍比较低。申洲国际的主要客户包括运动品牌的 NIKE、ADIDAS、PUMA、安踏等，其业绩和市值的增长与国内外运动鞋服龙头公司相关度高，目前市值达到 1300 亿人民币，安踏体育的市值也达到 1000 亿人民币。李宁目前的市值在 200 亿人民币左右，特步国际、中国动向和 361 度均在 200 亿市值以下。

图表 53: 国外运动鞋服公司市值



来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

图表 54: 国内运动鞋服公司市值



来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

从估值来看，全球运动鞋服龙头公司 NIKE 和 ADIDAS 未来 12 个月的预测 PE 均在 25x-30x 之间，国内运动鞋服龙头公司安踏体育、李宁和申洲国际的未来 12 个月的预测 PE 在 20x-25x 之间，我们认为国内运动鞋服公司的估值处于较为合理的估值水

平。

图表 55: 运动鞋服公司估值对比

公司	预测 PE
NIKE	29.74
ADIDAS	26.10
Under armour	66.14
Skechers	15.63
PUMA	30.21
Asics	39.38
安踏体育	21.34
李宁	22.95
申洲国际	23.38

来源: Bloomberg, wind, 国联证券研究所

考虑到运动鞋服行业在纺织服装行业中具备行业集中度高, 竞争格局清晰, 相对标准化, 适合跨区域及线上销售, 科技含量高以及成长性佳的特点, 随着行业逐步成熟, 龙头公司更加受益, 与国外龙头公司相比, 国内龙头公司的市值仍有较大提升空间, 建议关注国内运动鞋服龙头公司李宁 (2331.HK)、安踏体育 (2020.HK) 和申洲国际 (2313.HK)。

8. 风险提示

- 1) 宏观经济波动导致消费需求疲软的风险;
- 2) 行业竞争加剧的风险;
- 3) 新品牌拓展不及预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810