

纺织服装

2019年08月05日

复盘体育发展史：龙头的马太效应

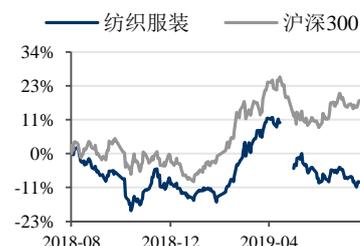
增持（维持）

投资要点

- **体育赛事转播伴随运动品牌兴起，明星资源稀缺使体育龙头强者恒强，已成为稀缺资产。**1) 复盘体育品牌发展史，世界杯、奥运会、以及职业体育联赛的全球转播和普及带动了一大批知名的体育品牌的诞生，体育明星对于功能性为主的体育产品的带动作用非常明显。2) 有限的体育明星资源目前被几家巨头牢牢把持，使得这些巨头能够长期在消费者心中保持强大的影响力。目前的体育品牌大多拥有几十上百年的历史，充分说明该行业龙头地位非常稳固，对明星资源垄断使这些龙头强者恒强。3) 由于体育品牌建立消费者认知的壁垒，有悠久历史的品牌才是真正的稀缺资产。无论是耐克收购 Converse、Umbro，阿迪收购锐步，还是开云收购 Puma，稀缺的品牌资产总会受到资本的青睐。
- **耐克：研发、营销是体育用品成功的最大推动力。**一方面，创始人团队运动员出身，极为重视技术研发，从早期的华夫鞋、阿甘鞋，到缓震科技（气垫、泡棉材料）和鞋面科技（鞋面材料、编织技术）不断突破，铸就了强大的产品护城河。另一方面，将抢占明星资源放在首位。早期签约超过两千名田径选手；此后在篮球市场签下乔丹；中国市场签下刘翔、李娜均是决定耐克发展的重要浅语不断提升品牌影响力。耐克研发和营销完美匹配所构筑的强大壁垒是对其后来居上的最好诠释。
- **阿迪：品牌延展和并购带来的教训和启示。**品牌延展：阿迪曾在 80 年代技术落后时进行时尚化转型失败。此后主品牌重归功能性，同时通过拓展运动传统系列（三叶草）和运动时尚系列等细分时尚品牌，继续时尚化探索。随着主品牌 Primeknit、BOOST 核心技术的出现，以及 Stan Smith、Yeezy 等细分时尚品牌的大火，公司逐步重现生机。并购：06 年收购 Reebok，但由于两者定位相似，较高的标品性使协同效应较低，锐步份额不断萎缩，而在其差异化定位健身市场后盈利增长值得期待。
- **从全球体育品牌发展看中国安踏、李宁的研发、营销、差异化定位扩张。**
研发：18 年安踏/李宁投入 5.9/2.3 亿于技术研发，追求产品功能性的同时不断提升性价比。
营销：安踏通过与奥委会合作、签约以汤普森为代表的 NBA 球星、赛事赞助等方式提升曝光度。李宁签约韦德、赞助 CBA 等，革新后的产品设计更重视故事性，与品牌营销同步，提升话题度。
差异化定位扩张：安踏采取稀缺品牌资产并购战略，其出色的多品牌运作能力使具备优质品牌基因的 FILA 大获全胜，DESCENTE 等构筑的新一代外延品牌矩阵及收购 AMEAS 的国际化战略布局储备将在不同细分赛道继续扩大体育版图。李宁则采取培育时尚化品牌扩张战略，18 年 2 月发布的潮牌中国李宁引发现象级关注，四登国际时装周，话题热度居高不下，品牌矩阵张力十足。
- **投资建议：**从耐克、阿迪的发展史复盘来看，龙头的崛起之路是专注的技术研发、精准的品牌营销和差异化的细分赛道协同发力所共同构筑的。以此推演，中国体育用品行业未来的格局将是安踏、李宁等龙头的马太效应。这些龙头凭借 1) 以功能性为本的扎实研发，2) 签约重要 IP、赛事赞助、明星带货等营销组合拳，3) 探索开辟各自擅长的品牌发展轨迹，无论是安踏收购稀缺品牌资产的外延式发展，还是李宁引领国货潮牌风的中国李宁内生系列，均将成为最有希望走出来的全球体育服饰领域的第三极力量。
- **风险提示：**同店增长不及预期，拓店进展不及预期，安踏多品牌业务未能有效协同的风险，中国李宁发展不及预期

证券分析师 马莉
执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn
证券分析师 陈腾曦
执业证号：S0600517070001
021-60199793
chentx@dwzq.com.cn
证券分析师 林骥川
执业证号：S0600517050003
021-60199793
linjch@dwzq.com.cn
证券分析师 詹陆雨
执业证号：S0600519070002
021-60199793
zhanly@dwzq.com.cn
研究助理 金含
执业证号：S0600119070033
021-60199793
jinh@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1、《纺织服装行业：中国市场仍是国际品牌最强劲增长点》2019-07-29
- 2、《纺织服装行业：消费现韧性，低估值锁定品牌服装下行风险，关注半年报高增长个股》2019-07-22
- 3、《纺织服装行业：成长组表现依旧亮眼，价值组六月基本面情况有所好转》2019-07-14

内容目录

引子	4
1. 复盘全球体育品牌崛起：来自体育明星带动的消费品，资源垄断后龙头优势极强.....	4
1.1. 复盘体育品牌发展史：体育赛事转播将各个品牌带入大众视野	4
1.2. 有限的明星资源垄断，使得体育品牌龙头效应非常明显	5
1.3. 拥有历史底蕴的体育品牌稀缺资产受资本青睐	7
2. 复盘耐克发展史：研发、营销是体育用品成功的最大推动力	8
2.1. 始终秉持功能性至上，技术研发构筑产品护城河	8
2.2. 顶尖球星代言背书，品牌营销投入持续扩大	10
3. 复盘阿迪发展史：品牌延展和并购带来的教训和启示	13
3.1. 品牌革新的坎坷之路：技术逼近后的时尚话语权	13
3.2. 并购锐步失败：体育品牌标品性难以协同，不同细分赛道才可共同成长	15
4. 从全球体育品牌发展看中国品牌	17
4.1. 安踏、李宁持续研发投入，主品牌坚守功能性核心，巩固龙头运动品牌定位	17
4.2. 精准营销提升品牌知名度	19
4.3. 稀缺资产并购及品牌扩张进行差异化定位：推演 FILA、中国李宁的快速崛起	20
4.3.1. 安踏：FILA 大获全胜，稀缺品牌资产储备充足	20
4.3.2. 李宁：中国李宁掀起国货潮牌风，品牌矩阵张力十足	23
5. 投资建议	25
风险提示	25

图表目录

图 1: 全球体育品牌编年史	5
图 2: 海外体育品牌龙头概览 (亿美元)	6
图 3: 美国体育用品行业市占率	7
图 4: 中国体育用品行业市占率	7
图 5: 体育品牌稀缺资产收购事件	7
图 6: 耐克核心技术历史沿革	9
图 7: 耐克产品矩阵	10
图 8: 各品牌最新财年广告营销费用投入	10
图 9: 16 年 NBA 全联盟球员球鞋统计	10
图 10: 18 年世界杯球队品牌赞助统计	11
图 11: 耐克广告营销费用	11
图 12: 耐克营销大事件概览	12
图 13: 耐克历史复盘	13
图 14: 阿迪核心技术概览	14
图 15: 阿迪三大时尚爆款系列	15
图 16: FY1989-2004 锐步营收	16
图 17: FY2006-2018 锐步营收	16
图 18: 锐步转折和调整阶段大事记	16
图 19: 阿迪历史复盘	17
图 20: 各品牌最新财年产品研发投入	17
图 21: 安踏代表性专利技术	18
图 22: 李宁代表性专利技术	18
图 23: 安踏“实力无价”战队各签约 NBA 球星及签名鞋款	19
图 24: 韦德 7 THE LAST DANCE 纪念配色版	20
图 25: 李宁与 EDG 联名产品实现首次电竞跨界	20
图 26: FILA 门店扩张进度	20
图 27: FILA 中国市场市占率稳步提升	20
图 28: 安踏品牌矩阵	22
图 29: AMER SPORTS 旗下品牌矩阵	22
图 30: 李宁 2018 年至今已四次登上国际时装周	23
图 31: 中国李宁代表性零售门店	24

引子

不同于食品饮料和家电等消费品龙头，A股的投资者普遍感觉品牌服饰领域没有好的投资标的（即使出现某一年比较好的收益，后面也会有较大的调整和波动），而港股的安踏体育、李宁在过去一段时间却走出了一波轰轰烈烈的行情，我们如何看服饰领域中体育细分子板块的投资机会，如何看安踏和李宁的运营持续性，是本篇报告主要研究目的。

此篇报告主要分为四部分：

- 1) 从国际上看什么样的背景下产生体育服饰品牌，这些品牌持续性如何，哪些因素形成了这些品牌的护城河；
- 2) 耐克是如何一步步凭借研发、营销形成发展壁垒；
- 3) 阿迪历史上的品牌延展和并购带来的教训和启示；
- 4) 从全球体育品牌发展路径看中国安踏、李宁是否具备同样的成长潜力，推演中国龙头的崛起之路。

1. 复盘全球体育品牌崛起：来自体育明星带动的消费品，资源垄断后龙头优势极强

体育赛事转播伴随运动品牌兴起，明星资源稀缺使体育龙头强者恒强，已成为稀缺资产。1) 复盘体育品牌发展史，世界杯、奥运会、以及职业体育联赛的全球转播和普及带动了一大批知名的体育品牌的诞生，体育明星对于功能性为主的体育产品的带动作用非常明显。2) 有限的体育明星资源目前被几家巨头牢牢把持，使得这些巨头能够长期在消费者心中保持强大的影响力。目前的体育品牌大多拥有几十上百年的历史，充分说明该行业龙头地位非常稳固，对明星资源垄断使这些龙头强者恒强。3) 由于体育品牌建立消费者认知的壁垒，有悠久历史的品牌是真正的稀缺资产。无论是耐克收购Converse、Umbro，阿迪收购锐步，还是开云收购Puma，稀缺的品牌资产总会受到资本的青睐。

1.1. 复盘体育品牌发展史：体育赛事转播将各个品牌带入大众视野

随着现代奥运会、世界杯、NBA等全球转播，职业体育、大众体育的演变兴起带动着各个体育品牌逐步崛起：

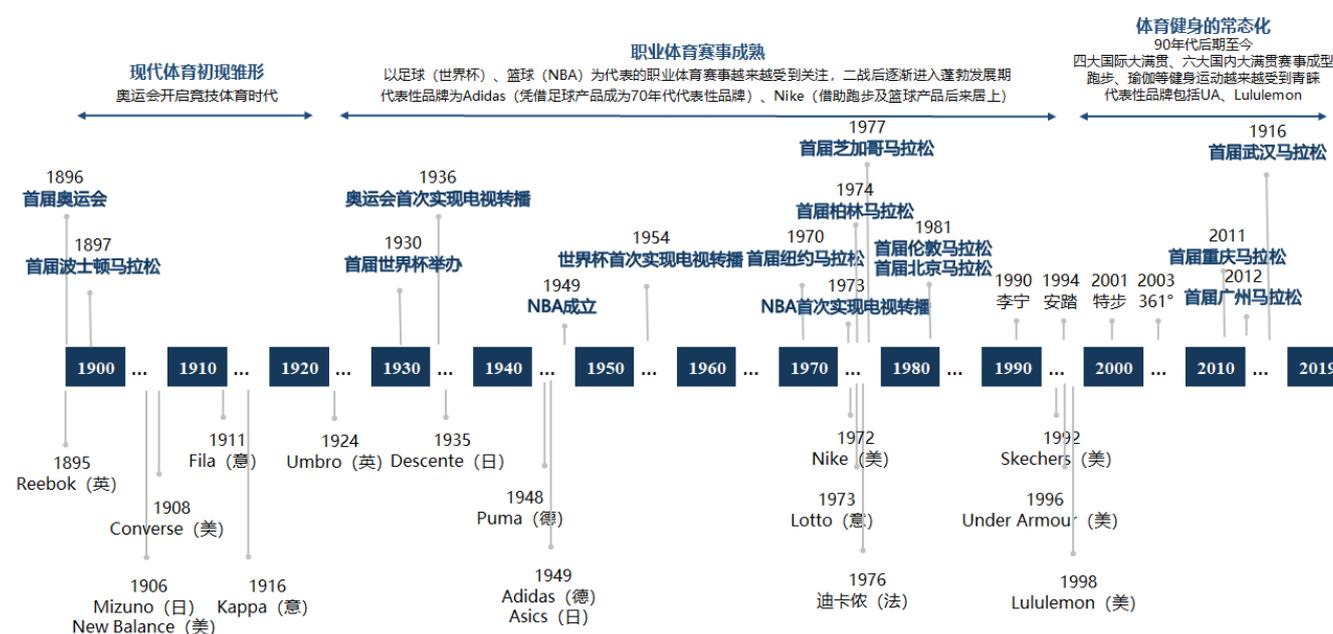
- 1) 1894年国际奥委会正式成立意味着现代竞技体育拉开序幕，1896年首届奥运会启动，其后马拉松赛事也在全球盛行，Reebok、New Balance等跑鞋品牌孕育而生，1936

年奥运会的首次电视转播也为这些品牌创造了发展机遇。

2) 20 世纪后职业体育进入大众视野，1904 年国际足联成立并于 1930 年起举办世界杯，北美四大职业联盟也相继成立（NBA 成立于 1946），随着二战后经济快速复苏，加之电视的普及（世界杯/NBA 分别于 1954/1973 年实现转播）及大众闲暇时间的增加，职业体育进入蓬勃发展期，与之对应的是诞生了阿迪（足球起家，70 年代为世界杯提供比赛用球）、耐克（借助跑鞋和篮球后来居上）等世界级品牌。

3) 90 年代起体育需求逐渐多元化，不再是单纯强调功能性而是演变为生活方式，大众体育随之兴起，UA（主打运动、健身装备）、Lululemon（高端瑜伽服利基市场）风靡盛行。

图 1：全球体育品牌编年史



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

复盘中国的体育品牌发展史，安踏、李宁均成长于中国职业体育发展的最初黄金期。上世纪八九十年代，中国经济迅猛发展，综合国力的提升催生了体育产业的发展机遇。1990 年北京成功举办第十一届亚运会，也为中国首次承办大型国际体育赛事。1991 年正式申奥，其后伴随着中国足球（1994）、篮球（1995）等项目的先后职业化改革，至 2001 年正式取得 08 年北京奥运会举办权。在这最初的黄金十年里，先后诞生了李宁（1990）、安踏（1994）等本土优质品牌。

1.2. 有限的明星资源垄断，使得体育品牌龙头效应非常明显

体育品牌行业格局呈现明显的马太效应，耐克、阿迪始终牢牢占据行业前二，近几年顺应全民健身潮流走红的 UA 不断逼近并一度在美国市场超越阿迪，定位高端瑜伽服

利基市场的 Lululemon 也在大众体育盛行的 21 世纪初快速扩张。

海外大部分体育品牌和时尚潮牌不同，大多拥有几十上百年的历史，这些品牌几乎全部能够穿越历史屹立不倒，充分说明该行业龙头的地位非常稳固。纵观各个品牌的发展历程，体育明星往往起到带动消费的作用（Lululemon 由于运动属性不签约体育明星），而由于专业的明星资源有限且品牌签约通常是 4 年以上的长期合同，因此体育龙头在明星资源垄断下形成强者恒强的竞争格局。

例如以跑鞋起家的 Reebok，19 世纪末 20 世纪初便有诸多赛跑运动员穿着福斯特跑鞋进入赛场，90 年代转向篮球鞋开发，签下著名球星阿伦·艾弗森，并与 NBA 签约 5 年开启 Answers 时代，至 05 年被阿迪收购前占据全球运动品牌第三的位置。

再看阿迪和耐克：阿迪早在 60 年代的奥运会上便有四分之三的田径运动员选择，70 年代的世界杯上超过 80% 的球员穿上了阿迪的足球鞋，其后在足球（梅西、卡卡、托雷斯）、篮球（哈登）、网球（格拉芙、德约科维奇）等领域均签下著名球星作为品牌战略的重要一环。

耐克在 83 年前约有 2000 名田径选手、半数 NBA 球队均与其签约，80 年超越阿迪成为美国运动鞋业内第一，85 年签约乔丹充分发挥明星效应，其后揽下科比、詹姆斯、杜兰特、C 罗等众多球星。

而近年来运动时尚风潮捧红的 UA 通过签约库里，14 年一举超越阿迪成为全美第二大运动品牌。

图 2：海外体育品牌龙头概览（亿美元）

品牌	创立年份	最新财年 年收入	最新财年 净利润	市值	签约体育明星
Reebok	1895	10	1	15	阿伦·艾弗森、杰森特里、贾马尔·克劳福德、埃尔·杰弗森、姚明、约翰·沃尔、吉·格斯、卡西利亚斯、刘易斯·汉密尔顿等
Mizuno	1906	16	0.5	6	胡克、中国乒乓球队、卢克·唐纳德、史黛西·刘易斯等
New Balance	1906				Tom Fleming、孔帕尼、费莱尼、纳瓦斯、拉姆塞、纳斯里等，赞助利物浦、波尔图、塞维利亚、斯托克城等知名球队
Converse	1908	19			Chuck Taylor、Julius Erving、Earvin Johnson、Larry Bird 等
FILA	1911	27	1.2	40	比约·伯格、维拉斯、约翰·麦肯罗、鲍里斯·贝克尔、雷纳德·梅斯纳尔、格兰特·希尔等
Kappa	1916				尤文图斯队、Carl Lewis、Edwin Moses、美国田径队、托蒂、保罗·索萨等
Umbro	1924				1966 年世界杯 16 强中的 15 支球队，迈克尔·欧文、约翰·特里、巴里·弗格森、德科等
DESCENTE	1935	13	1.2	15	张继科、内莉·科达等
Puma	1948	55	2.2	93	贝利、贝克尔、马拉多纳、威廉姆斯等
Adidas	1949	259	20.1	575	托雷斯、马塔、京多安、沃尔科特、哈维、梅西等
Asics	1949	35	0.0	23	格罗索、内斯塔、德约科维奇等
Nike	1972	391	39.3	1301	迈克尔·乔丹、勒布朗·詹姆斯、科比·布莱恩特、凯文·杜兰特、凯

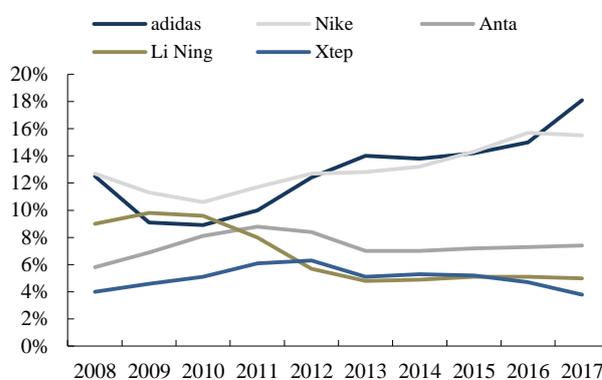
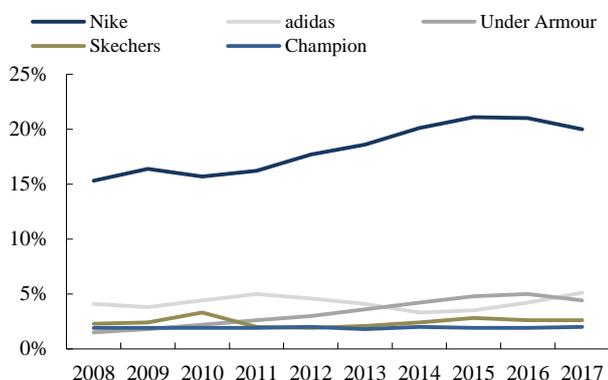
					里 欧文等
Lotto	1973				迪诺 佐夫、贝克尔、斯齐亚沃尼等
迪卡侬	1976				
Skechers	1992	46	3	46	美国 NFL 超级碗, DannyWoodhead、Meb Keflezighi、李小鹏等
Under Armour	1996	52	1.3	94	斯蒂芬·库里、布兰登·詹宁斯、格雷维斯·瓦斯奎兹等
Lululemon	1998	33	4.8	226	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

由于全球体育明星资源大多被耐克、阿迪垄断，与之对应的是两大巨头常年占据行业前二，龙头效应明显。17 年耐克在美市占率超过 20%，在具有增长潜力的中国市场两大巨头也牢牢占据前两位，阿迪稍领先耐克 2.6pct。

图 3：美国体育用品行业市占率 (%)

图 4：中国体育用品行业市占率 (%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 拥有历史底蕴的体育品牌稀缺资产受资本青睐

体育品牌通常需要消费者建立认知壁垒、培养品牌意识，而有悠久历史底蕴的品牌成为真正的稀缺资产。随着品牌公司内生发展不断壮大，外延并购成为 2000 年以来的重要扩张的路径。

耐克 03 年收购 Converse 并转型定位休闲时尚品牌，08 年收购 Umbro 拓展足球领域资源（12 年售出）。阿迪 06 年收购占据全球运动品牌第三的锐步以抗衡耐克，后由于协同战略失败转型锐步定位健身赛道。开云 07 年收购 Puma，14 年蕾哈娜的加盟带动品牌强势复苏。安踏也先后收下拥有优质品牌基因的 FILA、DESCENTE。这些穿越历史的稀缺品牌资产总会受到资本的青睐。

图 5：体育品牌稀缺资产收购事件

品牌	收购方	收购时间	对价	说明
Converse	Nike	2003	3.05 亿美元	
Reebok	Adidas	2006	38 亿美元	
Kappa	中国动向	2006	3500 万美元	买断 Kappa 在中国大陆及澳门地区的品牌所有权和永久经营权

Puma	开云	2007	53 亿欧元	18 年剥离 Puma，将大部分股权分拆给公司股东，保留 16% 股权
Umbro	Nike	2008	2.85 亿英镑	2012 年以 2.25 亿美元出售给 Iconix Brand Group
Lotto	李宁	2008	非收购, 合作关系	乐途授予李宁体育 Lotto 商标在中国的独家特许权, 特许权有效期从 2008 年 7 月 31 日至 2028 年 12 月 31 日止
FILA	安踏	2009	6 亿港元	07 年百丽国际以 4800 万美元收购 FILA 在中国大陆及香港澳门的商标权, 09 年将 Full Prospect 85% 股权及 Fila Marketing 100% 股权以 6 亿港元出售给安踏
DESCENTE	安踏	2016	1.5 亿人民币	与迪桑特日本子公司 Descente Global Retail Limited、ITOCHU Corporation 子公司伊藤忠成立合资公司, 安踏持股 60%, 在中国 (不包括香港及澳门) 独家经营及从事带有 Descente 商标的所有类别产品的设计、销售及分销业务

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 复盘耐克发展史：研发、营销是体育用品成功的最大推动力

从耐克历史发展来看，研发、营销是体育用品成功的最大推动力。一方面，创始人团队运动员出身，极为重视技术研发，从早期的华夫鞋、阿甘鞋，到缓震科技（气垫、泡棉材料）和鞋面科技（鞋面材料、编织技术）不断突破，铸就了强大的产品护城河。另一方面，将抢占明星资源放在首位。早期签约超过两千名田径选手；此后在篮球市场签下乔丹；中国市场签下刘翔、李娜均是决定耐克发展的重要浅语不断提升品牌影响力。耐克研发和营销完美匹配所构筑的强大壁垒是对其后来居上的最好诠释。

2.1. 始终秉持功能性至上，技术研发构筑产品护城河

创始人团队均是运动员出身，以让全美最好的运动员穿上耐克鞋作为最初的品牌愿景。1964 年菲尔·奈特（大学田径队成员）联合教练比尔·鲍尔曼创业，后者负责产品研发，70 年代初把握美国兴起的慢跑热，推出的阿甘鞋、华夫鞋带领成立仅 8 年的耐克迅速成为全美第一运动鞋品牌。现任 CEO 帕克同样为设计研发出身，其与 Tinker Hatfield、藤原浩组成的“HTM”被誉为 Nike “抢钱三人组”，管理层对于研发的重视不断驱动着耐克前行。

强大的研发资金投入：耐克优渥的运动研究实验室“INNOVATION KITCHEN”于 1980 年成立，位于俄勒冈州比佛顿市米亚·哈姆大厦，占地面积 1161.25 平方。耐克近年来研发投入持续，相较同行保持领先的技术优势。

纵观耐克的研发技术史，核心突破点主要分为两大类：缓震科技（气垫、SHOX、泡棉材料）和鞋面科技（鞋面材料、编织技术）。

1) 缓震科技：从气垫到泡棉

耐克最早的研发聚焦气垫技术，1977 年航太工程师 Frank Rudy 带着使用空气缓冲的想法加盟耐克，79 年史上第一双气垫慢跑鞋 TailWind 问世，82 年第一双气垫篮球鞋

Air Force 1 更是掀起热潮，从 87 年的 Air Max 1 开始大胆进行可视化创新。气垫技术成为改变耐克命运的关键研发，90 年代后相继开发 Zoom Air、Max Air 360 等技术持续巩固龙头优势。**2000 年开发的 SHOX 提高反弹效果及反应速度，并延伸 Air SHOX。21 世纪起耐克在泡棉材料上多次创新，Lunar、React、ZoomX 不断提升轻质、能量反馈、回弹等性能。**

2) 鞋面科技：近十年突破多项王牌技术

材料方面，11 年的 Hyperfuse 引领“塑料鞋”风潮，12 年在 Kobe 8 System 上问世的工程网面迅速应用至各类鞋款。**编织技术方面**，Flywire (08)、Flyknit (12)、Flyweave (15) 不断挑战最轻质、最牢固的设计。

图 6：耐克核心技术历史沿革

分类	时间	技术	介绍
缓震技术			
气垫	1979	Nike Air 内置气垫	气垫底非常耐用，功能多样，价格适中
	1987	可视气垫	
	1993	后跟大开窗气垫	
	1995	前掌可视气垫	
	1996	Zoom Air 冲击气垫	冲击气垫缓冲横断面低，具有良好的弹性及反应速度
	1997	全掌可视气垫	
	1999	Tuned Air 可调节气垫	最大的空气容量，并可针对不同的顾客群体进行调整
	2003	Max Air 大气垫	压力分布到更大的面积上，容积大所以缓震性更强，是形体高大者的理想选择
	2006	Max Air 360/180	具有极佳的缓冲、保护性能和舒适度，没有采用泡沫材料，不易老化
	2007	Ramp air	气囊中的气压等同于外界大气压强，可以使运动员在活动时保持柔软、稳定的缓冲和舒适的触感
SHOX	2000	SHOX	超强的反弹效果，灵敏的反应速度
	2008	Air SHOX	可提供卓越的地面冲击力和平稳过渡，更轻，更柔软舒适
泡棉材料	2008	Lunar	一种美国宇航局研制的新型泡沫材料，比 Phylon 轻 30%，超轻、柔软有弹性
	2017	React	对标阿迪 Boost，比 Lunar 增加 13% 的能量反馈和回弹
	2017	ZoomX	Nike 迄今为止最为轻质的材料缓震科技，只有传统发泡缓震材质重量的 1/3，能量回馈 85%（阿迪 Boost 为 70%），搭配全掌碳板将能量损耗降到最低
鞋面技术			
鞋面材料	1996	Foam	质地柔软坚韧，达到软与硬的最佳平衡，结合皮革与橡胶两者特点
	2011	Hyperfuse	将皮革、网眼和 TPU 三种传统鞋面材料以热熔技术完美融合，达到无可匹敌的轻质、强韧、透气和保护的效果，引领 Nike“塑料鞋”风潮，延伸 Megafuse
	2012	Engineered Mesh	90% 网眼材质最大化轻质感，同时保证全方位透气性以及延展性，覆盖于鞋头以及侧身的合成织物加强支撑性
编织技术	2008	Flywire	鞋面厚度不到 1 毫米，而且只依靠细线支撑，一种追求超轻量化并且坚固耐用的鞋面支撑技术
	2012	Flyknit	用细小纤维根据不同运动类型，编制厚度不同的鞋面，减轻鞋子重量，并增强韧性，延伸 Dynamic Flywire
	2015	Flyweave	使足部的自然律动达到最大化，改变制鞋技术几个世纪以来切割与缝制的方式

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

耐克的研发技术铸就了强大的产品护城河。耐克的研发基于人体工程学、仿生学等领域，根据不同脚型、体重、跑速、训练计划、性别、技术水平设计产品，始终秉持功能性至上，借助业内领先的技术不断贴合消费者需求，甚至改善运动员竞技水平。

图 7：耐克产品矩阵

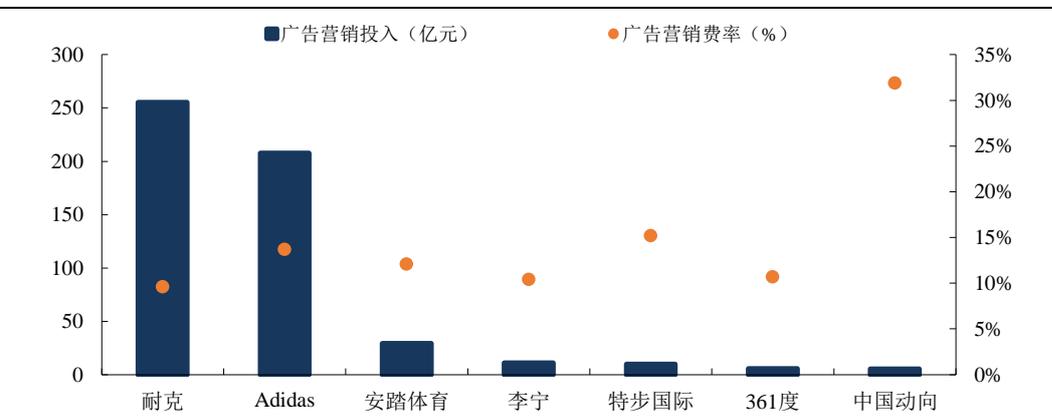


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2. 顶尖球星代言背书，品牌营销投入持续扩大

耐克不断加大广告营销费用，FY19 投入 37.5 亿美元，费率占比稳定在 10%。从营销策略上来看，一方面通过创意广告传播品牌理念，1988 年的“Just Do It”标语深入人心。另一方面通过赛事赞助及顶尖运动员代言背书带动产品销量不断提升。

图 8：各品牌最新财年广告营销费用投入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

篮球市场：85 年签下乔丹是改变耐克命运的关键签约，当时耐克正处于被 Reebok 狙击反超阶段，但凭借乔丹的带货能力快速走出困境，耐克也从中发现明星效应的优势。根据雅虎体育 16 年统计，NBA 全联盟 448 名在册球员中有 305 人穿耐克球鞋，29 人代言 Jordan 品牌，两者合计占比约 75%，其中包括科比、詹姆斯、安东尼、杜兰特、欧文等众多大牌球星，并通过发布签名球鞋系列吸引无数粉丝抢购。15 年耐克以 8 年 10 亿美元从阿迪手中抢过 NBA 官方球衣赞助，17-18 赛季正式开启耐克时代。

图 9：16 年 NBA 全联盟球员球鞋统计

品牌	球员数量	品牌	球员数量
Nike	305	Li-ning	6
Adidas	70	Anta	5
Jordan	29	Reebok	2
Under Armour	17	Brandblack	2
Peak	11	AND	1

数据来源：雅虎体育，东吴证券研究所

足球市场：95年耐克通过赞助巴西国家足球队正式切入足球领域，其后赞助巴萨、曼联、曼城等诸多顶级俱乐部。18年世界杯阿迪赞助12队（德国、西班牙、阿根廷、比利时等），耐克赞助10队（英格兰、巴西、葡萄牙、法国等），囊括C罗、内马尔等顶级球星，在足球战场上已近乎追平具有先发优势的阿迪。

图 10：18 年世界杯球队品牌赞助统计

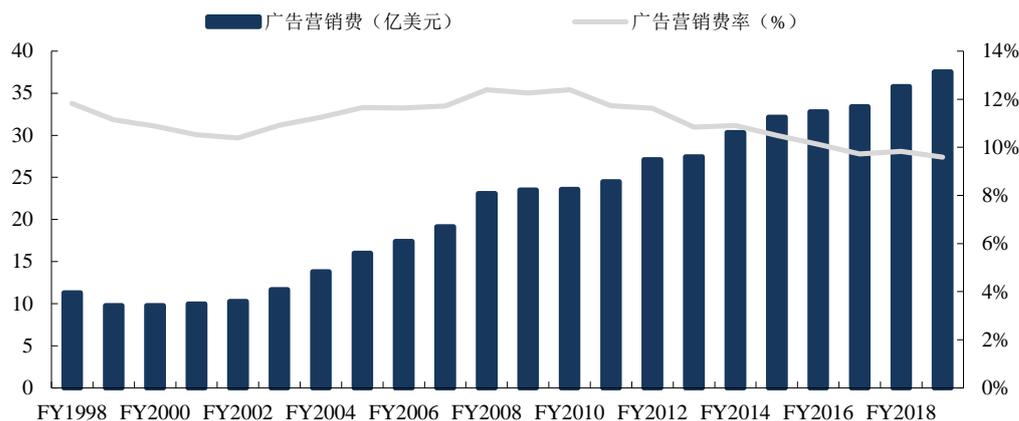
品牌	球队数量	球队
Adidas	12	德国、比利时、阿根廷、西班牙、墨西哥、哥伦比亚、瑞典、伊朗、俄罗斯、日本、埃及、摩洛哥
Nike	10	巴西、葡萄牙、法国、波兰、英格兰、克罗地亚、尼日利亚、澳大利亚、韩国、沙特
New Balance	2	哥斯达黎加、巴拿马
Puma	2	瑞士、乌拉圭
Umbro	2	秘鲁、塞尔维亚
errea	1	冰岛
Uhlsport	1	突尼斯
Roma	1	塞内加尔
hummel	1	丹麦

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

网球市场：早在 78 年便签下开辟网坛一代王朝的麦肯罗，其后将阿加西、费德勒、纳达尔等球王均拉入阵营。

中国市场：2002 年以每年 50 万美元签下刘翔，04 年雅典奥运刘翔夺冠后助力耐克迅速打开中国市场，08/12 年奥运刘翔虽然退赛，但耐克凭借出色的广告文案提升品牌好感度。另一位中国体坛巨星李娜更是早在 97 年便得到耐克赞助前往美国训练，11/14 年先后拿下法网/澳网后，耐克品牌影响力在中国不断提升。

图 11：耐克广告营销费用



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 耐克营销大事件概览

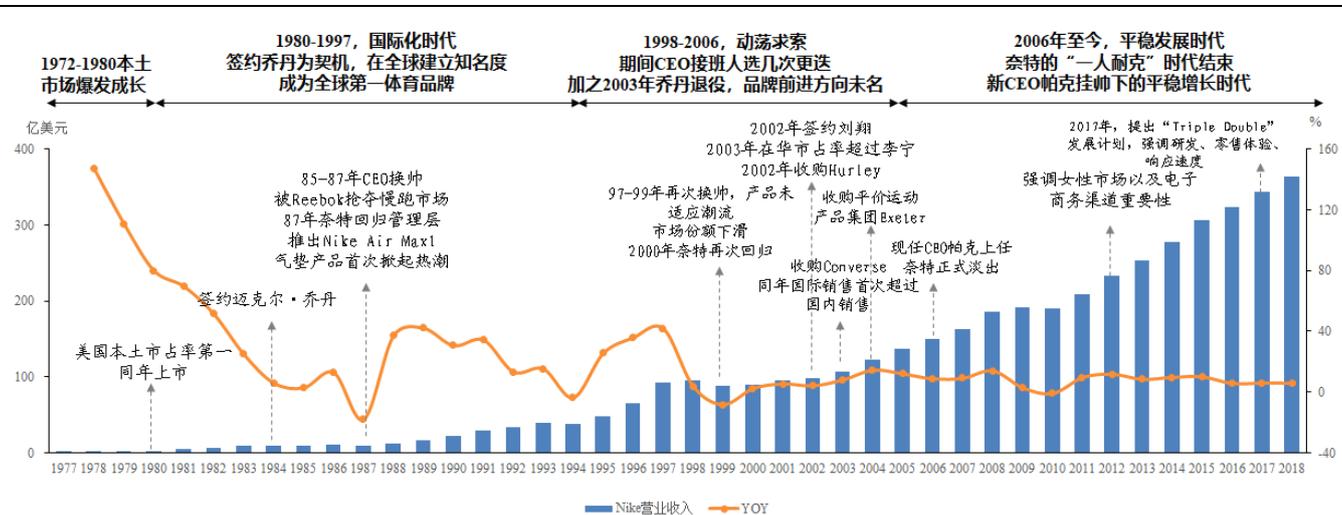
时间	球星	项目	介绍
1973	史蒂夫·普利方坦	田径	美国历史上最著名的长跑运动员，曾创下从 2000 米到 10000 米间全部七项美国长跑纪录，耐克第一位签约运动员
1978	约翰·麦肯罗	网球	1980 年登顶网坛开辟一代王朝，1986 年耐克开始生产麦肯罗网球服装产品
1982	“旧六人”	篮球	“旧六人”摩西·马龙、迈克尔·库帕、贾马尔·威尔克斯、博比·琼斯、米切尔·汤普森、卡尔文·奈特代言 Air Force 1，一举击败当时 NBA 球鞋霸主 Converse
1985	乔丹	篮球	5 年 250 万美元，新秀赛季展现超高天赋，AJ1 火遍全美，退役后签下终身合同
1988			Just Do It
1990	安德烈·阿加西	网球	首次穿耐克球鞋商场，Nike Air Tech Trainer 2
1991	大卫·罗宾逊	篮球	签名鞋 Air Command Force
1993	查尔斯·巴克利	篮球	签名鞋 Air Force Max CB
1994	费德勒	网球	合作 24 年
1995	巴西国家足球队	足球	10 年 2~4 亿美元，正式进入足球行业
1996	泰戈尔·伍兹	高尔夫	5 年 1.25 亿美元
1997	李娜	网球	赞助 15 岁的李娜在美国接受训练，11/14 年先后拿下法网/澳网，17 年发布专属系列
1995	便士·哈达威	篮球	签名鞋 Air Penny 1，纳入 Uptempo 系列
1996	贾森·基德	篮球	签名鞋 Zoom Flight 5
1997	斯科蒂·皮蓬	篮球	签名鞋 Air Pippen 1
1998	巴萨	足球	16 年再次续约 10 年，每年 1 亿欧元的赞助金额
1998	加里·佩顿	篮球	签名鞋 Zoom Flight 98
2000	文斯·卡特	篮球	SHOX BB4
2002	刘翔	田径	每年 50 万美元，04 雅典奥运夺冠，08/12 奥运退赛耐克文案提升品牌好感度
2003	科比	篮球	5 年 4500 万美元签下当红巨星科比，后续 3 年 4200 万，每年 1500 万直至退役；06 年推出第一款签名鞋
2003	詹姆斯	篮球	7 年 9000 万签下新秀状元詹姆斯，推出签名鞋 Nike Air Zoom Generation，15 年签订 10 亿美元终身合同
2003	卡梅隆·安东尼	篮球	乔丹品牌签下新秀安东尼，04 年发布 Jordan Carmelo 1.5 开启 Melo 系列
2003	鲁尼	足球	02 年 Umbro（后被耐克收购），03 年耐克抢下 17 岁的鲁尼，同年打入国家队生涯首球
2007	杜兰特	篮球	7 年 6000 万签下新秀状元杜兰特，14 年续签 10 年 2.85 亿；08 年推出签名鞋

2009	C 罗	足球	5 年 600 万英镑，16 年签订 10 亿美元终身合同
2011	内马尔	足球	10 年合约，耐克可选择续约 2 年
2011	凯里 欧文	篮球	每年 800 万；14 年发布首双签名鞋 KYRIE1
2017	保罗 乔治	篮球	签名鞋 Nike PG 1

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

耐克何以超越阿迪？ 70 年代把握慢跑热推出阿甘鞋、华夫鞋，商业敏感度与前瞻性更胜一筹；80 年代竞争加剧，受到 Reebok 冲击，但凭借明星策略（签约乔丹）占据先机，更是借助扎实深厚的研发功底（气垫技术+鞋面升级）甩开差距。如果说耐克的生 产策略（外包亚洲国家获得廉价劳动力）和销售策略（期货下单缩短存货周转）具有一定的可复制性，那么研发和营销完美匹配所构筑的强大壁垒则是对其后来居上的最好诠释。

图 13：耐克历史复盘



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 复盘阿迪发展史：品牌延展和并购带来的教训和启示

阿迪曾尝试品牌延展和并购的扩张路径：1) 品牌延展：阿迪曾在 80 年代技术落后时进行时尚化转型失败。此后主品牌重归功能性，同时通过拓展运动传统系列（三叶草）和运动时尚系列等细分时尚品牌，继续时尚化探索。随着主品牌 Primeknit、BOOST 核心技术的出现，以及 Stan Smith、Yeezy 等细分时尚品牌的大火，公司逐步重现生机。2) 并购：06 年收购 Reebok，但由于两者定位相似，较高的标品性使协同效应较低，锐步份额不断萎缩，而在其差异化定位健身市场后盈利增长值得期待。

3.1. 品牌革新的坎坷之路：技术追近后的时尚话语权

80 年代前的阿迪在体育用品行业占据绝对的优势，“功能第一”是公司的主旋律，“给予运动员们最好的”是公司的口号，运动鞋市占率一度达到 70%。然而，80 年代

起阿迪陷入危机: 1) 1978 年创始人去世, 高管层的频繁更替导致市场份额一直下滑; 2) 把握 70 年代慢跑热的耐克迅速崛起, 在美国市场上对阿迪构成挑战, 同时锐步也在不断抢占市场份额; 3) 竞争对手的重压下试图切入休闲风, 但多元化战略导致发展方向混乱, 品牌定位不清晰, 创新没有重点, 产品设计和质量恶化; 4) 营销模式依旧处于 70 年代风格保守落后。至 1992 年, 阿迪在美国市场上的市占率滑落至 3%, 德国市场也降至 34%, 整体亏损创下新高, 公司濒临破产。

重回“功能第一”的基调, 技术研发逐步跟进。 93 年罗伯特·路易斯·德瑞弗斯接手阿迪, 通过改组管理层, 将生产环节转移到亚洲以降低成本, 砍掉大量与运动不相关的产品线, 重塑阿迪达斯运动专业的品牌形象, 成功扭亏为盈, 超过锐步成为美国市场上份额第二的运动鞋品牌。01 年赫伯特·海纳上位, 中底技术不断逼近耐克, 03 年推出的 a3 升级换代至定位中端市场的 Bounce, 12 年与化工巨头巴斯夫合作的 Boost 应用于跑鞋领域扳回一城。

图 14: 阿迪核心技术概览

时间	技术	介绍
1989	Torsion System	中底抗扭转系统, 采用 TPU 热塑材料制成, 能够在提高前后脚掌灵活性的同时让双脚始终处在合理的运动范围内, 增加双脚的抗扭转性
90 年代	adiPRENE	一种吸震性能极佳的材料, 用于在脚后跟受到冲击时提供缓冲和保护作用
	adiPRENE+	一种具有极强回弹力的材料, 用于为前脚掌提供缓冲, 并使脚尖迅速、灵活地离开地面
2003	a3	结构减震科技的不同进化版本, a3 是用 pu 发泡材料做的机械结构, 但耐久度是软肋, 于是发展出
	a3 Structure	用 tpu 材料做成的 a3 Structure, 而机械 BOUNCE 是在 a3 Structure 的基础上, 进一步优化物理构造
	机械 BOUNCE	在提供缓冲保护的同时, 最大限度将每次蹬踏的能量转化为帮助移动的动力。其特点很像 boost 科技, 可以看成 boost 的穷人版
	发泡 Bounce	在 boost 出现之前用在高端跑鞋或篮球鞋领域, 但工艺比较复杂, 成本较高, 现在很少有搭载此技术的鞋子
	Formotion	作为阿迪目前的拳头科技, 材料减震的巅峰, 凭借其近年来的强势表现, 阿迪一举扭转在跑鞋领域被耐克压着打的局面
2012	Boost 技术	每根纱线都由高精涂层覆盖, 确保在最恶劣的条件下依然可以保持良好的防水性能, 不同部位的特殊构造使得单层鞋面也可以满足多种性能需求, 一体化针织鞋面在制造过程中不浪费任何材料
2012	Primeknit 鞋面	

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

02 年起阿迪划分三大产品系列: 运动表现系列 performance (三条纹), 运动传统系列 originals (三叶草) 和运动时尚系列 style (圆球型 LOGO), 率先在运动时尚领域发力。如今 Stan Smith 小白鞋、Yeezy、NMD 三大爆款系列风靡全球, 其成功的背后是将科技含量融入时尚元素中并借助出色的营销把控全场。

1) **核心技术:** 三大爆款系列均搭载阿迪核心的 Primeknit + BOOST 技术, 在追求产品颜值的同时升级产品性能和透气舒适性。

2) **营销控场:** 明星效应+饥饿营销+限量发售+个性化定制。

Stan Smith 系列: 阿迪史上第一款签名运动鞋, 以 1970 年赢得两次大满贯的网球

明星 Stan Smith 命名，12 年停止供货清空市场，14 年 9 月时装周复出；明星炒作营销，Ellen DeGeneres、Marc Jacobs、贝克汉姆、刘雯等纷纷为小白鞋站台引爆销售；其后推出“Stan Yourself”活动，买家实现个性化定制。

Yeezy 系列：13 年与耐克分手的 Kanye West 转投阿迪，15 年 9 月合作系列 Yeezy Boost 首次发布，借助 Kanye West 超强的人气和出色的营销能力，瞬间火爆全网，限量发售 9000 双 350 美元的椰子鞋几分钟内就被抢购一空，平均转售价格高达 1500 美元。

NMD 系列：16 年正式发布，一改以往黑白灰的主流配色，注入更加鲜活的色彩呈现跃动的时尚气息，经过前期各大明星的曝光预热，发售首日全球销量超过 40 万双并引发加价抢购。

图 15：阿迪三大时尚爆款系列



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

回顾阿迪的时尚化之路，启示颇多：首先，作为体育品牌，其产品核心是功能性及技术的更迭，这也是为什么阿迪在 80 年代技术落后、慌乱转型失败的原因，而重归功能性运动品后重焕升级，说明消费者对于运动品牌有着清晰的心理认知。其次，营销策略十分关键，三大时尚爆款系列凭借明星效应、饥饿营销、限量发售、个性化定制等营销组合拳迅速走红。

3.2. 并购锐步失败：体育品牌标品性难以协同，不同细分赛道才可共同成长

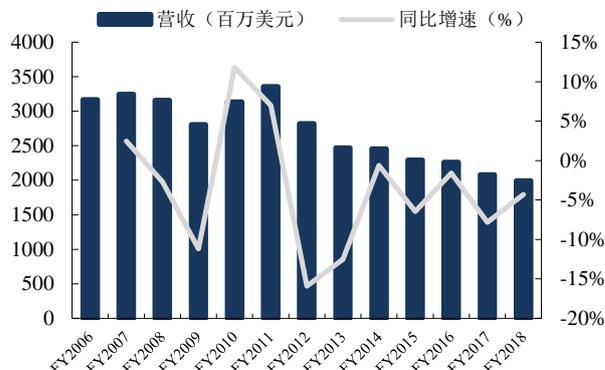
Reebok 历史悠久，曾是耐克、阿迪劲敌。1895 年约瑟夫·福斯特创造出世界上第一双带钉鞋“福斯特跑鞋”，引起很大轰动，开始为那些顶级专业运动员制造合适的运动鞋，这便是锐步的起源。79 年拓展北美疆土，92 年结合前期开发的 PUMP 技术，充气篮球球鞋大受欢迎，96 年签下著名篮球新星艾弗森，篮球业务开始崛起。随后更是拿下三大联盟赞助（00 年 NFL、01 年 NBA、04 年收购 CCM 从而拿下 NHL），03 年签下姚明打开中国市场。至 05 年被阿迪收购前占据全球运动品牌第三的位置。

被阿迪收购后定位尴尬，失去顶级体育赞助资源，市场份额不断缩小。06 年阿迪以 38 亿美元收购锐步，但并表后锐步的营收逐年下滑，在美国的市场份额从十年前的 8% 下降到 2%，原因在于：1) 品牌定位模糊，锐步和主品牌阿迪在产品线和定位都很

相近，难以形成差异化协同；2) 失去体育赞助资源，阿迪在收购一结束就挤走独占 NBA 市场的锐步，和联盟签署长达 11 年的合同，10 年随着市场份额的缩小，锐步也没能保住 NFL 合同，后者和耐克续签。

图 16: FY1989-2004 锐步营收

图 17: FY2006-2018 锐步营收



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

转折和调整：重新定位健身市场，发力北美和中国。10 年锐步开始重新定位健身和训练，与阿迪的差异化定位也使其有了更大的市场开拓空间。通过先后签约健身品牌 CrossFit、Les Mills，启动全新品牌标识 Reebok Delta，开展 Be More Human 大型品牌活动等方式，锐步止住了下滑颓势。16 年阿迪新任 CEO 罗思德上任后给出锐步未来四年内的发展方向，17 年启动中国市场计划，将大中华区作为未来的发力重点。

图 18: 锐步转折和调整阶段大事记

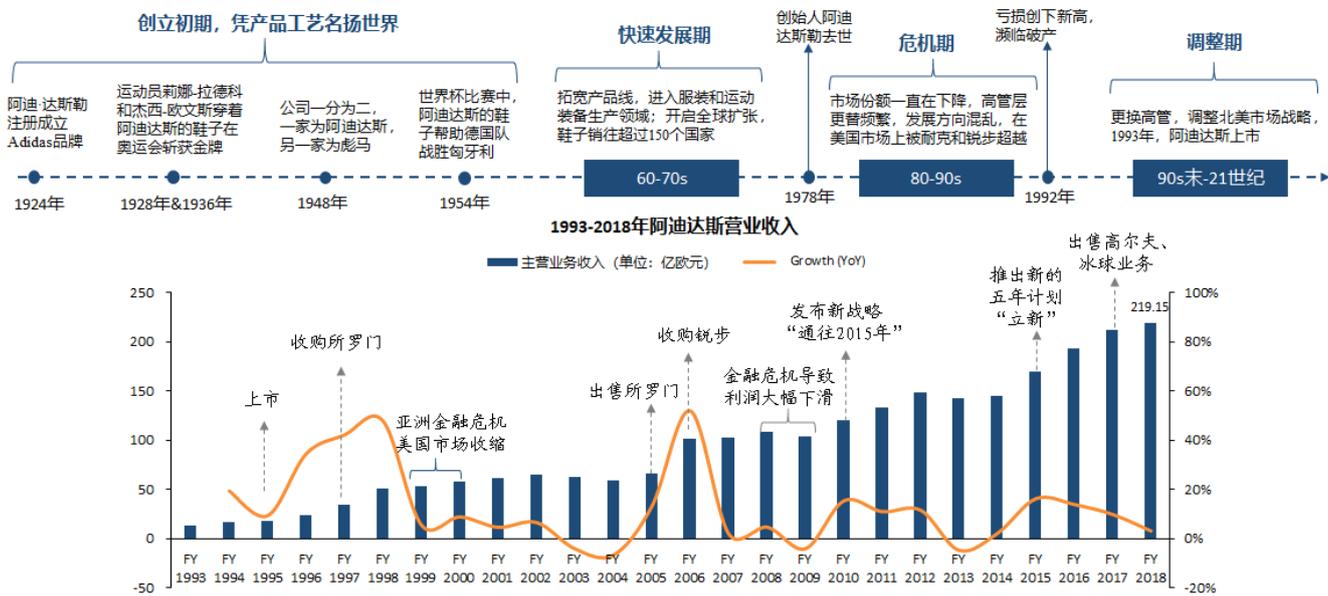
时间	事件
2010	在时任锐步 CMO、现任全球总裁 Matthew 的主导下，锐步与加州综合健身馆品牌 CrossFit（拥有超过 1 万门店）签定为期 10 年的合作协议，并冠名 CrossFit 每年一度的世锦赛
2013	与更大的新西兰健身品牌 Les Mills 签订合作协议
2013	成为 Spartan Race 的冠名赞助商及独家装备合作伙伴，2015 年已经有 150 万人次参与比赛，具有庞大的基础人群，并在 2016 年将这项全球顶级障碍跑赛事首次带进中国，引爆热潮
2014	启动全新的品牌标识 Reebok Delta，代表 mental、physical 和 social，寓意强大的精神、健壮的肉体和人与人之间的交流，与健身训练理念契合
2015	锐步开展主题为 Be More Human 的品牌活动，这也是其被阿迪达斯收购以来最大规模的品牌活动
2016.10	阿迪新任 CEO 罗思德上任，他表示已经对 Reebok 进行了详细的规划，给出了品牌未来四年内的发展方向，要求锐步必须重新实现盈利
2017	启动中国市场计划，计划 2017-2020 年间要在中国开设 500 家“Fithub 健身汇”门店，先后签约王德顺、袁姗姗和吴磊成为其大中华区品牌代言人，还为“Be More Human”这句口号推出了中文版：“炼出至我”
2018.1	在北京的三里屯举办了艾弗森中国行活动，推出经典鞋款 Answer IV 的复刻
2018.2	签约宋茜成为 Reebok Classic（锐步经典）大中华区代言人
2018.7	锐步亚太首家旗舰店在上海正式开幕

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从阿迪并购锐步失败来看，体育品牌具有较高的标品性，同样定位的品牌并购最终会互相吞噬资源，协同效应较低。阿迪和锐步花了近 5 年的时间意识到这一点，从而选

择转型锐步，在不同的细分赛道各自发力，随着锐步市场定位的清晰化及差异化，未来实现盈利增长值得期待。

图 19：阿迪历史复盘



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

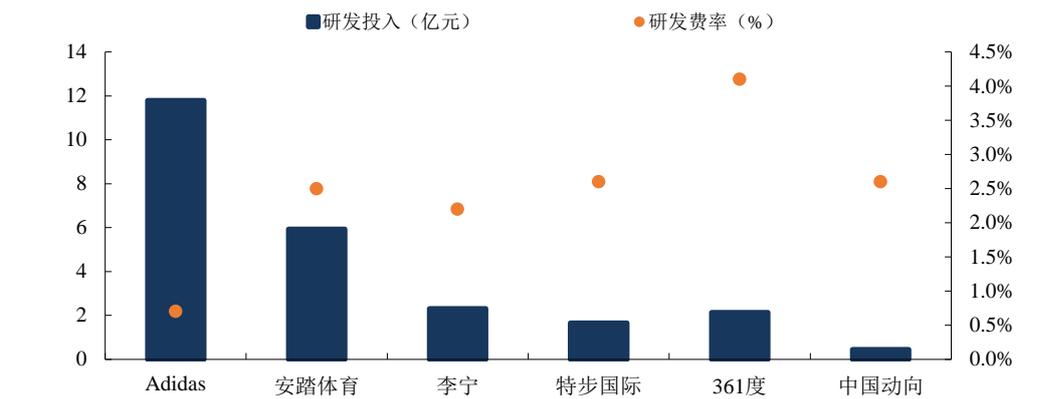
4. 从全球体育品牌发展看中国品牌

从耐克、阿迪的发展史复盘来看，体育用品巨头的诞生往往需要专注的技术研发、精准的品牌营销和旗下产品的差异化定位。而目前中国品牌中安踏、李宁正在这三点上不断发力，是最有希望走出来的第三极力量。

4.1. 安踏、李宁持续研发投入，主品牌坚守功能性核心，巩固龙头运动品牌定位

安踏持续技术开发，旨在提供具有功能性及高性价比的运动产品。2005年斥资3000万成立行业首个运动科学实验室，相继建立篮、排、网、乒、马拉松等赛事运动员脚型数据库，结合专业运动技术特征以及场地特点，专项开发不同运动项目产品。目前在全球拥有美国、日本、韩国、香港和中国大陆五大研发设计中心，引进大量国际化背景的研发设计人才，18年研发投入达到5.93亿，为国内体育龙头之最，拥有超过1000项专利技术注册在册（包括在审部分），与同业显著拉开差距。同时，安踏根据零售结果反推上新，针对终端反馈良好的产品做延伸开发设计，如KT系列，大受欢迎。

图 20：各品牌最新财年产品研发投入



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 21：安踏代表性专利技术

	透气舒适技术	保暖科技	防水技术	防菌技术
服装科技	有机棉、智能窗、冰感科技、吸汗速干科技、冰肤 3 科技、抗静电科技	远红外保暖科技、发热保暖科技、反射保暖科技、绿色保暖科技、中空保暖科技、轻型保暖科技	雨翼科技、防水透湿科技、防泼水科技、卓越防水透湿科技	能量盾、抗菌科技
	大底技术	回弹缓震技术	包裹支撑技术	鞋面技术
鞋类科技	耐磨橡胶、止滑橡胶、户外灵爪科技	闪能科技、动态网科技、弹力胶、芯技术、动力泡棉、柔软柱、双承科技	动态索科技、能量环、趾头保护功能、足弓支撑稳定技术、弹力足弓、防侧拐装置、侧面爪式抱紧系统、五驱掌控科技、适足科技、易弯折功能、易扭转技术	凌线科技、呼吸网、高效透气设计、光科技

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

李宁同样以功能性为本，15 年起聚焦核心品类开发。2015 年李宁担任公司代理行政总裁开始主导公司的改革，在产品端更集中于篮球、跑步、综训、运动时尚等核心品类的开发。在整个公司压缩费用、提升效率的背景下并未吝惜研发投入，从 15 年的 1.3 亿元增加至 18 年的 2.3 亿元，李宁弧、李宁云为代表的中底技术持续提升产品穿着体验。

图 22：李宁代表性专利技术

类别	名称	功能
鞋面科技	water shell	防水材质
	cool shell	解决运动中脚部温度升高，全面透气降温
	warm shell	特殊保暖材料，用作冬季鞋品鞋面
	flex shell	邦面灵活技术，增加鞋面与脚部协调性
中底科技	李宁弦弓	弧形减震结构，通过上方类拱形结构为弓，下方连接弓两端装置为弦，弦弓受压后上方弓结构产生形变缓震
	李宁弧	一体成型技术制造而成，全掌包含多个中空结构单元排列组合，受压后产生形变减震
	李宁环弓	量环装，内部采用减震材料，外部使用橡胶进行十字包裹

	李宁云	全掌中庭使用高分子材料，利于缓震回弹
	ice loc	冰面止滑，针对潮湿和低温环境
大底科技	multi-acce-lerate	橡胶大底上设置多个减震控制单元，每个单元为中空柱体结构，利于减震，同时表面具有一定倾斜角度，多向止滑

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.2. 精准营销提升品牌知名度

体育服饰领域相对标品性决定了高品牌知名度、强有力的广告宣传对于销售的重要性。

安踏 18 年广告宣传支出规模已达到 29.16 亿元，该等费用主要投向了：1) 与奥委会战略合作打造国民度 (2009 年开始，2018 年续签 8 年合作合同)；2) 签约重要 IP (以汤普森为代表的 NBA 明星) 推出明星产品；3) 各类赛事赞助 (官方&街头赛事) 提升曝光度。

图 23：安踏“实力无价”战队各签约 NBA 球星及签名鞋款

	Luis Scola 路易斯·斯科拉	Kevin Garnett 凯文·加内特	Rajon Rondo 拉简·朗多	Chandler Parsons 钱德勒·帕森斯	Klay Thompson 克莱·汤普森	Gordon Hayward 戈登·海沃德
明星球员						
球队	休斯顿火箭队 大前锋	明尼苏达森林狼队 大前锋	洛杉矶湖人队 控卫	孟菲斯灰熊队 小前锋	金州勇士队 得分后卫	波士顿凯尔特人队 小前锋
合作情况	07 年签约，合约已结束 7 年合作中共推出四代斯科拉系列球鞋	10 年签约，合约已结束 2010 年推出 KG I 2011 年推出 KG II 2012 年推出 KG III 2013 年推出 KG IV 2015 年推出 KG V	2013 年签约 2013 年推出 RR1 截至 2017 年已推出 RR5	14 年签约，合约已结束 共推出 CP1、CP2 两代战靴	2015 年签约；2017 年续签 10 年合同 2015 年推出 KT1 2016 年推出 KT2 2017 年推出 KT3 2018 年 9 月推出 KT4	2018 年签定 4 年合约 签名鞋预计 2019 年秋季推出

数据来源：虎扑，搜狐网，百度百科，东吴证券研究所

再看李宁，更专注、有的放矢的品牌营销投入：15 年以来李宁的品牌营销一直强调转化效用，费用始终维持在 9-11 亿，削减羽毛球等非核心品类赞助，在核心品类资源上集中进行有层次的投入，以篮球为例：1) 18 年与韦德正式续约，每年举办韦德中国行活动与球迷互动；2) 包揽 CBA、CUBA 等国内最顶级赛事赞助；3) 举办草根篮球赛事“一战成名”、“李宁 3+1 冬季篮球联赛”树立产品体验口碑。

同时李宁重视故事性、主题性产品策划，提升话题度，产品设计与品牌营销同步契合。例如韦德之道系列篮球鞋、与中国有嘻哈冠军 GAI 联名鞋款“GAI 适无双”、与电

竞名门 EDG 发售联名鞋服、区域性文化系列产品“少不入川”、“长安少年”以及最为成功的 4 度走上国际时装周的中国李宁系列，吸引年轻消费者的持续关注，并借助蔡依林、周渝民等大牌明星带货，全面打造李宁产品的潮酷印象。

图 24：韦德 7 THE LAST DANCE 纪念配色版



数据来源：公司官方微博，东吴证券研究所

图 25：李宁与 EDG 联名产品实现首次电竞跨界



数据来源：EDG 官方微博，东吴证券研究所

4.3. 稀缺资产并购及品牌扩张进行差异化定位：推演 FILA、中国李宁的快速崛起

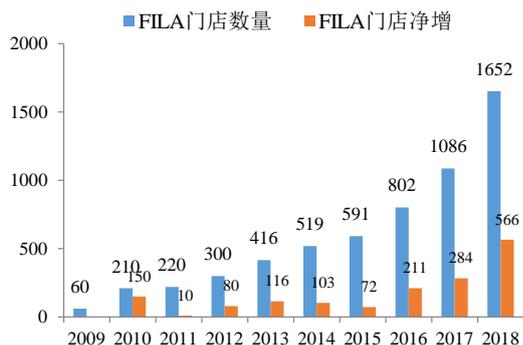
阿迪运用过两种不同的战略进行规模扩张：一方面，阿迪曾想通过收购行业第三锐步与耐克一较高低，然而两个品牌的相似定位难以发挥协同效应，结局差强人意，不得不通过转型锐步赢得转机；另一方面，阿迪通过自身品牌扩张率先发力运动时尚领域，如今三叶草潮牌实力不容小觑。再看中国品牌，安踏、李宁正是分别运用这两种战略实现各自的突破，无论是安踏的稀缺资产并购，还是李宁的时尚化品牌扩张，都将成为各自不断进击前行的有力武器。

4.3.1. 安踏：FILA 大获全胜，稀缺品牌资产储备充足

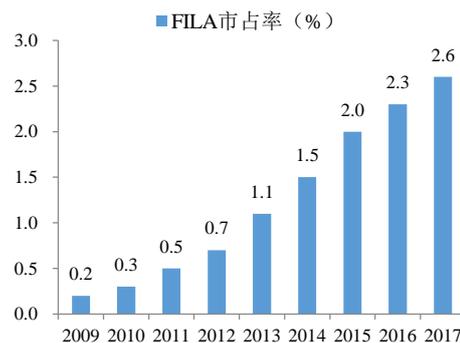
2009-2014-2018 FILA 的蛰伏崛起:1) 09 年安踏从百丽手中接过收入体量约 7700 万元、亏损超 3900 万的 FILA 大中华区业务(6 亿港币收购 Full Prospect 85% 股权及 Fila Marketing 100% 股权)。2) 经过 4 年的市场风格摸索，14 年 FILA 实现首次盈利。3) 15 年起迅速爆发，加速增长：16/17/18 年收入增速超过 50%/50%/80%，18 年零售/报表收入规模达到 105/84 亿元，门店数量 1652 家，17/18 年报表收入增速超过 50%/90%。同时 15 年推出的 FILA KIDS、17 年推出的潮牌 FUSION 作为未来储备。

图 26：FILA 门店扩张进度

图 27：FILA 中国市场市占率稳步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

安踏是如何让百丽运作两年依旧水土不服的 FILA 重换新生的？

1) 产品：重新瞄准运动时尚，不断产生具有新鲜感及话题性的设计。一方面，通过提供丰富的产品系列，广泛覆盖目标消费者各类场景需求，如 FILA CLASSIC 先后发布 FILA RED（专业运动系列）、FILA WHITE（生活休闲系列）、FILA ORIGINALE（复古潮流系列）、FILA BLUE（针对 34-35 岁高端消费群体系列）。另一方面，品牌及设计师联名爆款不断，持续带来新鲜感，不断强化 FILA 作为运动时尚先锋的品牌印象。

2) 营销：代言人及赞助保持话题性及曝光度。FILA 代言人包括舒淇、李敏镐、美国队长 Chris Evan、高圆圆、陈坤、王源等，重视代言人在国内年轻人群体中的话题性及认知度。同时，通过服装赞助增加品牌在媒体上的曝光频率，如《爸爸去哪儿》、《放开我北鼻》中多位明星及素人家庭萌娃的出镜服装。此外，18 年 FILA 首登米兰时装周，唤醒人们对其悠久历史底蕴和意大利品牌基因的认知，不断巩固“高端运动时尚领军者”的品牌印象。

3) 渠道：3 年直营改革，扁平化管理，加强零售灵活响应，零售能力持续提升。11 年起 FILA 利用 3 年时间从经销商手中收回大部分门店并改为直营管理，占比已超过 80%，从而实现从总部到零售端的扁平化管理。库存管控方面，除加强零售外，积极通过快反（期货 80%+快反 20%，快反目标时间 30 天）、周转仓设置（全国除总仓外设有 8 个中转仓供门店调货及回拨）等方式改善库存比。

安踏收购 FILA 的大获全胜，是 FILA 自身浓厚的历史底蕴及意大利优质品牌基因，加上安踏在产品、营销、渠道等一系列有针对性的有效运作的成果。

海外体育品牌随着体育运动行业的演变发展而诞生，有悠久历史的品牌是真正的稀缺资产，也是在各条细分运动赛道上实现外延扩张的优质并购机会。无论是耐克收购 Converse、Umbro，阿迪收购锐步，还是开云收购 Puma，稀缺的品牌资产总会受到资本的青睐。

而在诸多并购中安踏的多品牌运作能力尤为凸显，FILA 之后是 DESCENTE、KOLON、KINGKOW、SPRANDI 构筑的新一代外延品牌矩阵，收购 AMEAS（拥有 Salomon、始祖鸟、Wilson 等十余个高端运动鞋服及器材品牌）的国际化战略布局储备。

我们认为，安踏收购的这些品牌均具备优质的品牌基因且处于差异化的细分赛道，而 FILA 的运作经验有望被快速复制，不断扩张体育版图。

图 28：安踏品牌矩阵

LOGO					
品牌简介	安踏大货 1991 年	安踏儿童 2008 年创立	FILA CLASSIC 经典运动时尚 2019 年从百丽收购 中国区运营权	FILA KIDS 3-12 岁儿童品牌 2015 年创立	FILA FUSION 潮牌系列 2017/06 创立
2018 年报表收入 体量 (亿元)	116 亿元	29 亿元		三品牌合计 84 亿元	
2018 年门店数量	7300+	2700+	1200+	300+	100 左右

LOGO					
品牌简介	DESCENTE 日本高端专业运动 装备 2016/04 安踏成立 合资公司独家运营 其中国业务	KOLON 韩国中高端户外品 牌 2017/10 安踏成立 合资公司运营其大 中华区业务	KINGKOW 港资中高端休闲童 装品牌 2017/10 安踏全资 收购	SPRANDI 英国中端健步鞋品 牌 2015/12 收购中国 区运营权	AntapluS 时尚运动品牌 2018/08 推出
2018 年报表收入 体量 (亿元)			五品牌合计约 12 亿元		
2018 年门店数量	117	181	77	104	1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 29：AMER SPORTS 旗下品牌矩阵

品牌标志	加入时间	收购对价	运动范围	产品定位
	1989 年	2 亿美元	网球、棒球、美式足球、 高尔夫球、篮球	世界领先的球类运动设备制造商
	1994 年 11 月	66.8 百万欧元	滑雪	全球最先进的滑雪装备，包括高山滑雪板、越野板和单板等全线产品
	1999 年	—	—	户外和潜水设备制造商
	2002 年	1.8 亿欧元	健身	健身器材供应商
	2005 年	合计 4.85 亿欧元	跑步、徒步旅行、登山、 冒险赛、滑雪	冬季户外运动品牌
	2005 年	合计 4.86 亿欧元	登山、户外	户外服装、背包和攀登护具
	2005 年	合计 4.87 亿欧元	自行车	专业生产自行车轮组、骑行鞋、服装、头盔等配件
	2000 年	被 Wilson 收购	棒球、垒球	棒球和垒球球棒知名制造商
	2015 年 3 月	被 Wilson 收购， 7000 万美元	棒球	棒球球棒、木质纪念品球棒，以及棒球手套和装备包

	2015 年	——	健身、自行车	运动和健身应用，用于跑步、骑自行车和日常训练
	2016 年	5000 万美金	自行车	手工碳纤维自行车轮辋和部件制造商
	2017 年	410 万美金	滑雪	专业滑雪品牌
PeakPerformance	2018 年 5 月	2.25 亿欧元	——	北欧运动时尚品牌

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3.2. 李宁：中国李宁掀起国货潮牌风，品牌矩阵张力十足

09 年后服装行业整体陷入萧条，李宁也遭遇同店下滑、渠道库存高企、收入利润增长承压的困境。12 年起通过“渠道复兴计划”断尾求生为其后的革新打下扎实的基础。15 年李宁正式回归主导品牌复兴，成效显著，保持着线下稳健、线上迅猛的同店和零售增长，划分李宁大货、中国李宁、李宁 YOUNG 三大系列协同发力。

1) 李宁大货：通过持续的研发投入、设计风格的改进（更注重故事性和话题度）、专注的品牌营销、渠道升级、供应链整合等方式，同时开发电商独立产品线“溯”系列提高线上销售占比，李宁主品牌 18 年零售规模在 160-170 亿之间，市占率在 5%-6% 之间，报表收入 103 亿占比 97%。作为本土代表性的体育品牌未来有望进一步凭借产品力及品牌力争取提升在中高端运动品牌中的市占率。

2) 中国李宁：18 年 2 月发布引发现象级关注

产品设计彰显潮流精髓，时尚感升级。服装方面：1) 启用高辨识度的方形字格 LOGO；2) 版型上复刻 90 年代运动套装，色彩运用上张扬大胆；3) 基础款卫衣、T 恤则创意性的结合虎、鹤、祥云、山水等中华文化元素或李宁作为传奇运动员自身 IP 相关图文进行开发。鞋品方面：发布包括蝴蝶、悟道、重燃、烈骏、盘古等多个新系列篮球/综训/休闲鞋产品，配色大胆、版型辨识度高。

18 年至今已四次登上国际时装周，话题热度居高不下。中国李宁系列产品在 18 年 2 月纽约时装周首次亮相，引起大众对李宁品牌的空前关注，相关微博话题浏览量超过 7800 万次，有超过 6834 篇文章发布，微信文章中超过 10 万次浏览的篇数达到 19 篇。其后又三次独立登上巴黎及纽约时装周，并与红旗汽车、人民日报等展开联名，话题不断。

同时，明星效应再次引爆时尚潮流。借助艺人街拍、时尚活动露出、KOL 推广等方式拉近与年轻人距离，蔡依林、周渝民、黄景瑜、陈乔恩、张韶涵、戚薇、李晨、魏大勋、许魏洲、秦岚、吴谨言、王子异、阿云嘎、蔡程昱等各领域艺人都曾在公开或私下场合带货，侧面加深品牌年轻、潮流印象。

图 30：李宁 2018 年至今已四次登上国际时装周

2018 纽约时装周

2018 巴黎时装周

2019 纽约时装周

2019 巴黎时装周

18/02

18/06

19/02

19/06



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

零售表现方面，由于前期造势充分、产品吸引力强，中国李宁系列截至 2018 年末合计销售成衣 550 万件，鞋品 5 万双以上，新品 6 个月售罄率 70% 以上；已开出门店 23 家，月店效平均 60-80 万，个别门店如深圳万象城及上海来福士店，月平均流水可达到 100 万元。19 年目标中国李宁系列门店数量拓展至 100 家，并通过考量全年经营成果及经销商盈利情况决定未来开店进度。

图 31：中国李宁代表性零售门店

优秀门店代表	开业时间	面积	2018 年平均月流水	估算平效
杭州湖滨银泰店	2018 年 8 月	135 m ²	90 万元	8.0 万/年
深圳南山万象城店	2018 年 11 月	180 m ²	100 万元	6.7 万/年
上海来福士店	2018 年 12 月	157 m ²	100 万元	7.6 万/年

数据来源：公司公开 IR 资料，东吴证券研究所

3) 李宁 YOUNG：2016 年正式成立童装事业部，17H2 推出李宁 YOUNG 品牌开展业务，18 年发展元年，真正由公司操盘的商品在 18Q1 正式开始销售、供应链基本理顺、渠道也全部收归自身统一管理，单店盈利表现健康，对集团的报表收入贡献比重也达到了 2%+（绝对值在 2 亿人民币以上）。

从李宁的品牌扩张来看，在保证主品牌稳健增长的基础上，着力开发潮牌中国李宁系列，通过年轻时尚的设计风格、精准高效的品牌营销，不断提高话题热度，加深“国货潮牌”的印象，同时中国李宁系列的大热也间接为主品牌引流，品牌矩阵协同发力，张力十足。从阿迪潮牌三叶草的成功也可翘盼中国李宁发挥品牌势能，持续引领运动时尚潮流。

5. 投资建议

从耐克、阿迪的发展史复盘来看，体育用品巨头的诞生往往需要专注的技术研发、精准的品牌营销和旗下产品的差异化定位。而目前中国品牌中安踏、李宁正在这三点上不断发力，以功能性为本，通过签约重要 IP、赛事赞助、明星带货等营销方式提升品牌影响力，且两者均探索开辟了各自擅长的品牌发展轨迹，无论是安踏收购稀缺品牌资产的外延式发展，还是李宁引领国货潮牌风的中国李宁内生系列，均将带领两大中国龙头成为最有希望走出来的体育服饰领域的第三极力量。

安踏体育：从 12 年领先全行业完成零售改革，到 FILA 的逆势高增成为集团新增长极，再到启动国际化收购，安踏作为体育行业龙头展现出的前瞻性及行动力有目共睹，继续看好公司在运动服饰赛道的领先地位，预计 19/20/21 年归母净利润同增 28%/21%/17% 至 52.5/63.3/74.1 亿元，对应 PE 26/21/18X，维持“买入”评级。

李宁：自李宁 15 年回归主导品牌复兴，主力李宁大货不断增强产品竞争力及零售管理能力，18 年上线中国李宁掀起国货潮牌风，具备极强的增长潜力，继续看好李宁的产品矩阵，预计 19/20/21 年归母净利润同增 78%/13%/21% 至 12.7/14.4/17.4 亿元，对应 PE 30/26/22X，考虑到与港股同业相比较，当前估值较充分反映成长性，维持“增持”评级。

风险提示

1、同店增长不及预期：若由于宏观经济增长放缓、消费环境遇冷，安踏、李宁各品牌同店增长可能难以实现预期目标。

2、拓店进展不及预期：安踏旗下 ANTA KIDS、FILA、FILA KIDS、DESCENTE 及李宁旗下李宁大货、中国李宁、李宁 YOUNG 等品牌皆有积极拓店计划，若零售环境不理想，可能带来公司更审慎的拓店行动，从而导致门店拓展进度不及预期。

3、安踏多品牌业务未能有效协同的风险：安踏旗下 DESCENTE、Sprandi、KOLON、KINGKOW 等品牌仍处于磨合培育阶段，运营多个领域的多个子品牌或对公司管理团队能力带来挑战，若培育进展未及预期可能带来意外亏损。

4、中国李宁发展不及预期：中国李宁作为运动时尚系列，对捕捉时尚潮流及目标消费者需求要求较高，需要持续通过新设计元素/新联名/新营销保持话题性，对运营团队提出较高要求。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

