

纺织服装

运动鞋服：风景独好，龙头对话

尽享成长与景气的优秀赛道。2018年全球运动鞋服市场超过3300亿美元，中国市场规模约为401亿美元，中国人均运动鞋服消费支出仅28.8美元/人，相较于日本和欧美仍有较大差距。我们预计中国运动鞋服市场未来五年CAGR 9%+，至2023整体规模将突破650亿美元。短期而言，居民参与提高、体育赛事盛行、运动时尚兴起，使得该细分市场正享受着极高景气度。安踏/李宁/耐克/阿迪2018年大中华市场收入增速分为44%/18%/21%/20%，其各自运动时尚品牌FILA/中国李宁/AJ/椰子系列更是大放异彩，且该趋势仍在延续；而下游最大零售商滔搏国际连续三年库存周转保持103天上下，更显示渠道动销极为健康。

全球市场呈现“双超多强”，中国更是“龙头彼此对话”的产业链格局。全球市场上运动鞋服行业总体呈现无国界、双超多强的竞争格局，耐克/阿迪牢牢占据各主要消费市场的前两把交椅（全球CR2为28%）。反观中国市场格局更为集中，2018年耐克/阿迪/安踏/李宁四家公司市占率合计接近70%（VS 2009年45%），且上下游产业链已形成龙头彼此对话的产业链格局。上游申洲国际为全球最大的运动服装制造商（占耐克订单近20%），且逐步与国内龙头品牌展开合作；中游品牌上述四家独大；而下游则是大型专业运动零售商（滔搏/宝胜占中国市场15%/10%左右）和各品牌封闭分销体系并存，上述产业链格局将使市场竞争格局更具长期稳定性。

“持续科技投入&稀缺营销资源”，强者恒强趋势延续。1) **龙头品牌通过持续高研发投入构造产品的科技竞争壁垒。**运动鞋服产品具有专业和科技属性，龙头品牌在科技创新上具备优势，安踏/李宁2018年研发投入分别为6/2亿元，研发费用率在3%左右；2) **笼络全球顶级营销资源和分销体系，将是远期体育鞋服公司参与全球品牌同台竞技的必备要素。**当前市场，龙头公司在规模优势下：掌握核心的营销资源（安踏体育为2022北京冬奥会合作伙伴，签约NBA球星克莱·汤普森，李宁为CBA合作伙伴，签约韦德）、率先进行渠道的零售导向管理。

投资策略：当前运动鞋服行业正处高景气阶段，且未来空间广阔。产业链各环节竞争格局稳定、强者恒强。自上而下看好整条产业链，**核心推荐：**强研发能力、一体化产业链的制造龙头**申洲国际**；产品研发、品牌营销、渠道管控具备明显优势的品牌龙头**安踏体育、李宁**；差异化定位的运动休闲公司**比音勒芬**；建议关注**滔搏国际**（即将上市）。

风险提示：终端销售下滑；海外业务发展不顺；外汇波动造成业绩波动；中美贸易摩擦影响制造企业订单。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
02020	安踏体育	买入	1.53	1.87	2.30	2.73	33	27	22	18
02331	李宁	买入	0.31	0.54	0.61	0.74	58	32	29	23
002832	比音勒芬	买入	0.95	1.32	1.67	2.07	25	18	14	11
02313	申洲国际	买入	3.00	3.50	4.10	4.81	31	26	23	18

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《时尚消费 2019 中期策略：优选赛道，关注经营》
2019-05-13
- 《纺织服装：行业增速平稳，品牌服饰表现分化》
2019-05-08
- 《时尚消费：静水流深》2019-01-08



内容目录

一、全球运动行业成长史.....	4
国际化的运动市场发展稳定.....	4
成长中的中国运动鞋服市场.....	5
二、长期视角：行业空间大、竞争格局稳.....	7
市场空间：中国体育鞋服市场未到天花板.....	7
产业链竞争格局：龙头与龙头的对话.....	9
上游生产商：一体化龙头制造商优势明显.....	10
下游代理商：与品牌商相辅相成.....	12
品牌商：体育无国界，双超多强格局稳定.....	15
三、短期趋势：运动鞋服目前是服饰行业景气度最高子行业.....	17
全产业链表现印证运动鞋服行业高景气度.....	17
运动时尚风潮兴盛.....	19
四、品牌商之间的竞争要素.....	20
产品：高研发投入打造专业性.....	20
品牌：品牌矩阵平台与稀缺营销资源是核心.....	23
渠道：错位布局+零售导向管理为国内龙头战略.....	28
五、投资策略与核心标的.....	31
风险提示.....	34

图表目录

图表 1: 2018 年底世界运动鞋服市场体量及各国市场份额 (亿美元, %)	4
图表 2: 全球运动鞋服行业及耐克、阿迪发展简史	4
图表 3: 世界运动鞋服市场体量 (亿美元, %)	5
图表 4: 各国体育鞋服市场规模增速	5
图表 5: 中国运动鞋服市场及主要品牌主要发展简史	5
图表 6: 回力经典款小白鞋 (复刻版)	6
图表 7: 飞跃鞋	6
图表 8: 本土运动鞋服公司销售网点数变化	7
图表 9: 安踏多品牌矩阵及收入占比 (2018 年底)	7
图表 10: 李宁聚焦主品牌战略	7
图表 11: 中国运动鞋服市场规模及其增长率 (亿美元, %)	8
图表 12: 人均体育消费支出 (美元/人/年)	8
图表 13: 2018 年各国运动鞋服规模与渗透率 (亿美元, %)	8
图表 14: 渗透率的提升将推动运动鞋服市场规模进一步成长	9
图表 15: 运动鞋服产业链：龙头于龙头对话	10
图表 16: 运动鞋价值链拆解	10
图表 17: 主要公司自产比率呈下降趋势	11
图表 18: 申洲国际核心客户变化 (%)	11
图表 19: 申洲国际产品品类构成 (%)	11
图表 20: 裕元集团 2018 年营收拆分	12
图表 21: 安踏体育旗下安踏品牌和 FILA 品牌的零售体系	12

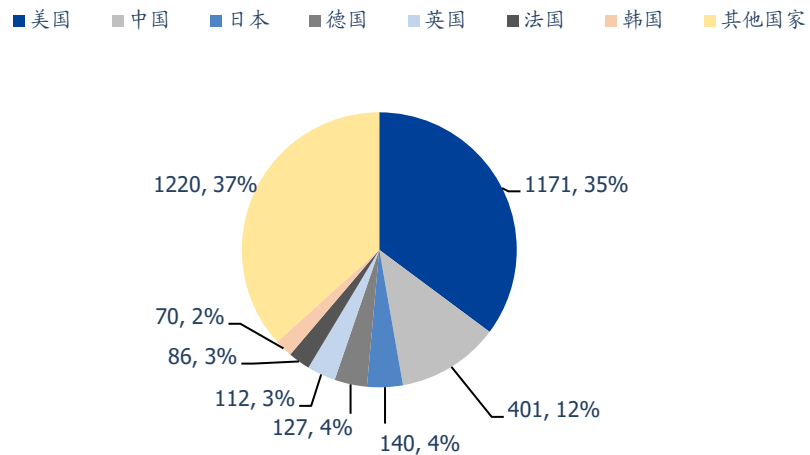
图表 22: 国际品牌主要在华代理商.....	13
图表 23: 滔搏国际合作品牌.....	14
图表 24: yy 胜道: 耐克北京 Kicks Lounge 概念店.....	15
图表 25: yy 胜道: 多品集合店.....	15
图表 26: 2018 年底各国主要运动鞋服公司 (集团层面) 市场份额.....	15
图表 27: 运动鞋服市场高度集中.....	16
图表 28: 2008-2018 年运动鞋服市场份额.....	16
图表 29: 运动鞋服公司营收增速 (%).....	16
图表 30: 运动鞋服公司 2018 年毛利率及净利率 (%).....	16
图表 31: 运动鞋服市场增速明显高于行业 (固定汇率).....	17
图表 32: Nike 大中华区营收增速高于公司整体营收增速 (%).....	17
图表 33: 申洲国际体育业务增速快.....	17
图表 34: 各公司营业收入增速对比.....	18
图表 35: 各品牌终端同店 (流水) 增速, %.....	18
图表 36: 本土运动鞋服公司库存周转天数.....	18
图表 37: 滔搏国际收入及其增速 (百万元, %).....	19
图表 38: 滔搏国际库存周转天数.....	19
图表 39: 安踏集团旗下 FILA 品牌.....	19
图表 40: FILA 品牌收入增速 (亿元, %).....	19
图表 41: Nike Air VaporMax 跑步鞋.....	20
图表 42: Nike 科学实验.....	20
图表 43: 耐克和阿迪达斯的核​​心技术&经典鞋款.....	21
图表 44: 李宁鞋类科技应用.....	21
图表 45: 耐克&安踏定制化服务 (件, %).....	22
图表 46: 安踏、阿迪达斯、耐克产品价格对比.....	23
图表 47: 安踏旗下品牌矩阵.....	24
图表 48: 李宁 young&中国李宁产品.....	24
图表 49: 安踏多品牌管理架构.....	25
图表 50: 运动品牌争夺体育赛事资源.....	26
图表 51: NBA 球星代言运动品牌不完全统计.....	27
图表 52: 安踏体育旗下 KT 系列产品.....	28
图表 53: 李宁韦德之道系列产品.....	28
图表 54: 运动休闲系列携手明星代言.....	28
图表 55: 安踏与耐克店铺数量对比.....	29
图表 56: 主要运动品牌中国大陆店铺数量 (按市占率排名).....	29
图表 57: 常住人口 (外)、安踏 (中)、耐克 (内) 店铺地理分布 (%).....	29
图表 58: 安踏体育渠道情况.....	30
图表 59: 李宁渠道情况.....	30
图表 60: 全网双十一运动户外销售排行榜.....	31
图表 61: 主要品牌电商渗透水平.....	31
图表 62: 公司估值表.....	32
图表 63: 安踏体育盈利预测和估值 (单位: 人民币).....	32
图表 64: 李宁盈利预测和估值 (单位: 人民币).....	33
图表 65: 比音勒芬盈利预测和估值 (单位: 人民币).....	33
图表 66: 申洲国际盈利预测和估值 (单位: 人民币).....	34

一、全球运动行业成长史

国际化的运动市场发展稳定

全球运动鞋服市场是一个价值超过 3300 亿美元的大蛋糕（2018 年欧睿数据），在这个广阔市场中，美国（35%）、中国（12%）、日本（4%）、德国（4%）、英国（3%）市场份额占比超过 60%。

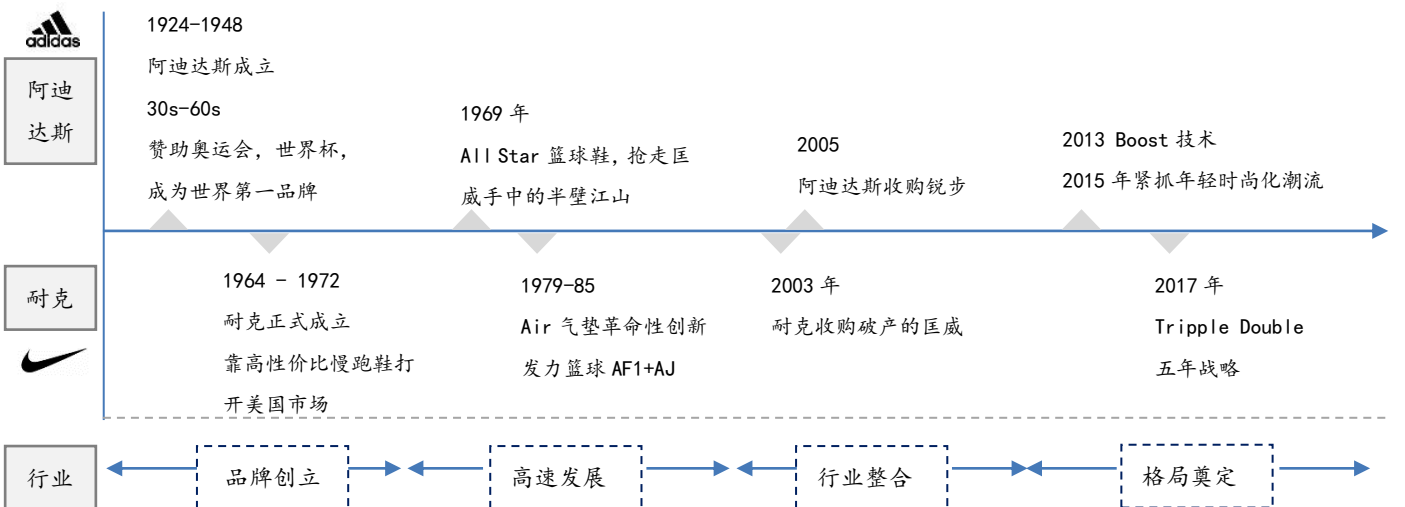
图表 1: 2018 年底世界运动鞋服市场体量及各国市场份额（亿美元，%）



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

回溯运动鞋服行业及龙头耐克、阿迪达斯的发展历程，我们认为全球运动鞋服行业在经过了高速成长阶段进入稳定成熟发展期。1) 运动品牌纷纷创立，行业规模扩大；2) 运动风潮（慢跑、瑜伽、女性运动、冰雪运动等）的轮番兴起推动行业高速发展；3) 行业经过整合，竞争格局逐步稳定。

图表 2: 全球运动鞋服行业及耐克、阿迪发展简史

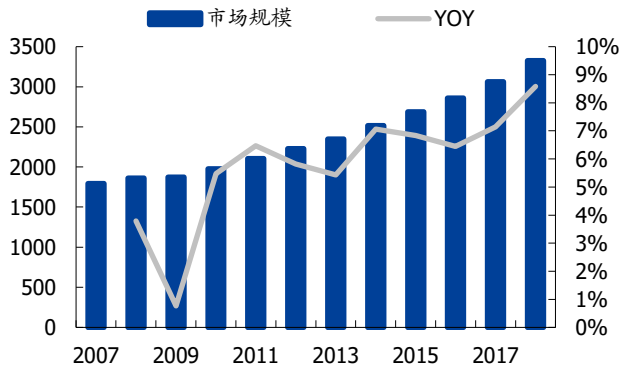


资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

全球市场规模稳定增长，不同国家市场尚处于不通过的发展阶段，2011 年-2018 年全球

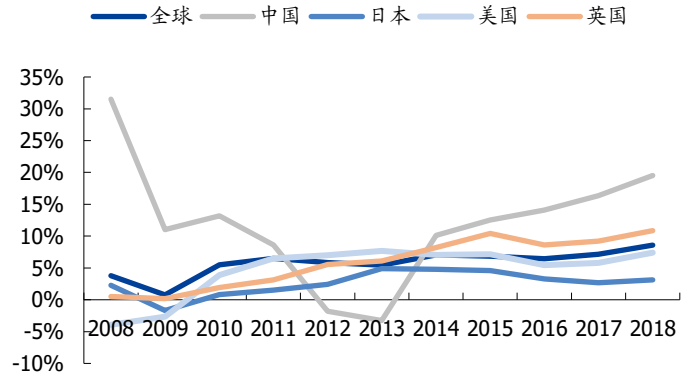
/美国/日本/中国体育市场规模 CAGR 分别为 7%/7%/4%/9%，中国运动鞋服市场仍处于加速发展。

图表 3: 世界运动鞋服市场体量 (亿美元, %)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 4: 各国运动鞋服市场规模增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

成长中的中国运动鞋服市场

中国运动鞋服行业发展分为 4 个阶段。萌芽于 1920s, 此后进入品牌建立的扩张阶段; 在 2008 年北京奥运会结束后, 粗放式扩张带来的渠道库存积压等问题爆发, 行业进入低谷时期, 并在这个阶段行业进行了整合并出现分化; 2012 年至今行业格局奠定, 进入稳健增长阶段。

图表 5: 中国运动鞋服市场及主要品牌主要发展简史



资料来源: 国盛证券研究所绘制

1920s-1980s, 运动鞋业萌芽

我国运动鞋产业的萌芽于19世纪20年代，这一阶段的中国鞋厂过于依附橡胶公司，品牌意识缺失，产品单一，回力和飞跃是其中两个代表品牌。1927年，正泰（上海橡胶六厂）生产出了第一双回力。1935年，回力注册商标，标志着中国第一个民族运动品牌的诞生。飞跃的前身是解放鞋。为了适应部队行军、训练的需求，解放军后勤部委托大孚橡胶厂（上海橡胶一厂）设计出了牢固、耐磨、舒适的军用解放胶鞋。

图表6: 回力经典款小白鞋（复刻版）



资料来源: 回力官网, 国盛证券研究所

图表7: 飞跃鞋



资料来源: 品牌官网, 国盛证券研究所

1980-2004, 海外/本土品牌百花齐放

1979年开始海外体育公司进入国内，发展迅速，本土老品牌逐渐退出历史舞台。1980年，耐克公司在北京设立了第一个NIKE生产联络代表处，阿迪达斯在1997年也登陆中国市场，国际品牌用“装备提供+现金赞助”的方法迅速抢占了我国最顶级的体育赛事资源。此外，一批规模较小的运动品牌选择通过本土代理商的运营模式试水中国市场：其中有New Balance（1989年）、匡威（1992年）、彪马（1999年）、Kappa（2002年）等。而本土老品牌如回力等由于轮胎市场萧条，库存堆压，生产回力求鞋的上海橡胶厂破产清算，重组后的国字号品牌再也无法回到其鼎盛时期的状态，逐渐退出主流舞台。

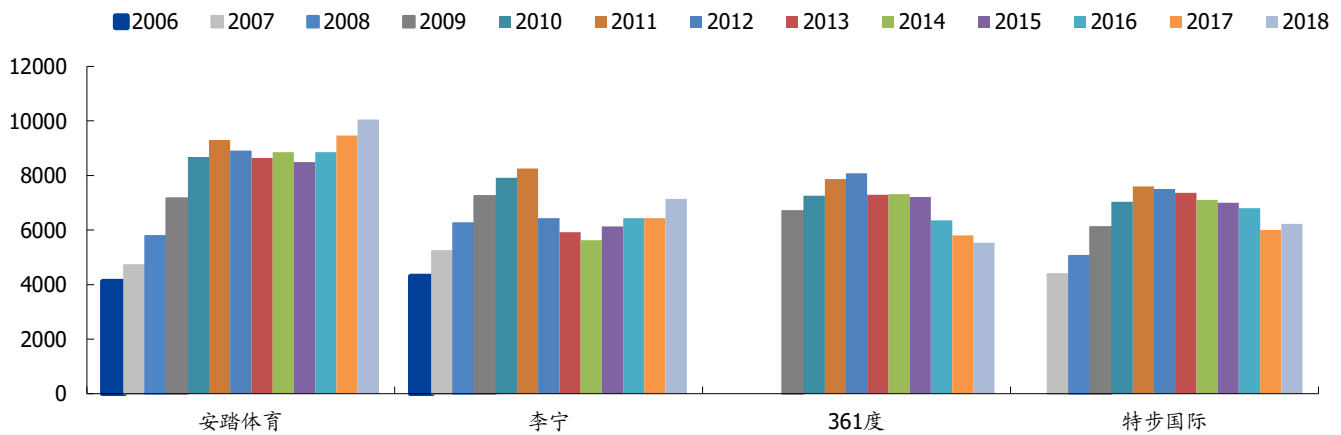
国际品牌的进入孵化了一批代工厂，并逐渐形成了浙江温州、福建莆田&晋江几大鞋都，新兴自主品牌崛起。1989年体操王子李宁退役，依托其优质的品牌形象和政策支持，打造了中国现代第一运动品牌。随后晋江系也逐渐走上了自主品牌的道路，兴起了一大批运动鞋鞋服公司，如安踏（1994）、特步（2001）、361度（2003）、鸿星尔克（2000）、乔丹（2000）等。然而由于本土品牌起步晚，研发意识和实力相对薄弱，产品集中在中低档价位区间。

2004-2012, 奥运时代: 从高歌猛进到行业洗牌

2008年的北京奥运会在中国体育史上具有划时代的意义。而中国本土运动鞋服公司首先获利，纷纷上市：李宁（2004）、安踏（2007）、特步（2008）、361度（2009），匹克（2009）。资本加持下的本土四大品牌发展迅猛，2007-2010四年营收平均复合增速为46%（期初收入加权平均），而同期耐克在亚洲（主要为中国和日本）的复合增速仅为2%。2009年，李宁集团夺得9.8%的市场份额，一度超过阿迪达斯（7.2%），试图追赶国际一线品牌耐克（14.5%）。

该阶段中国品牌的快速发展主要来源于粗放的开店扩张模式，随后进入行业调整阶段。各品牌进行关店调整，并对零售管理进行优化。

图表 8: 本土运动鞋服公司销售网点数变化

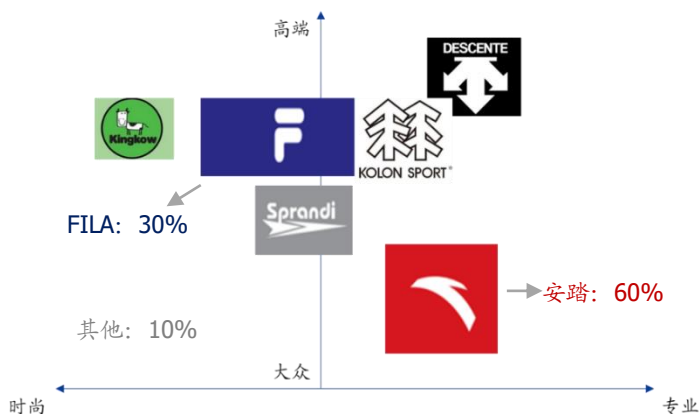


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2012 至今, 洗牌、整合, 格局奠定

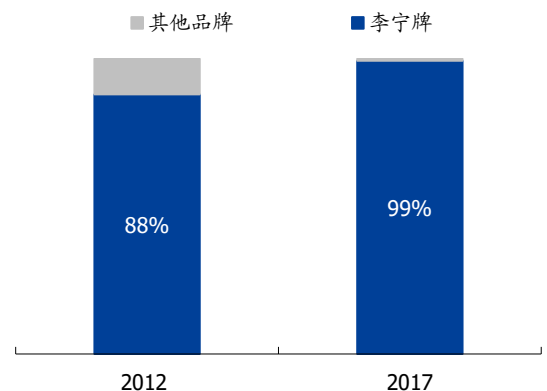
经过 2012 年的阵痛, 中国本土企业积极寻求出路, 将重点放在打造品牌综合实力上。安踏率先复苏, 从“批发转零售”的 3.0 时代成功步入“单聚焦、多品牌、全渠道”的 4.0 时代。而李宁选择聚焦主品牌, 互联网+客户体验的战略, 逐步提升品牌影响力。虽然各品牌采取不同的策略, 但核心都是打造品牌力量, 强化市场话语权。

图表 9: 安踏多品牌矩阵及收入占比 (2018 年底)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 10: 李宁聚焦主品牌战略



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

同时期, 耐克和阿迪达斯继续领跑中国市场, 而 New Balance、斯凯奇、UA、Lululemon 等也在探索可能性。国际上“双超多强”的趋势在中国市场上也得到了具体的体现。

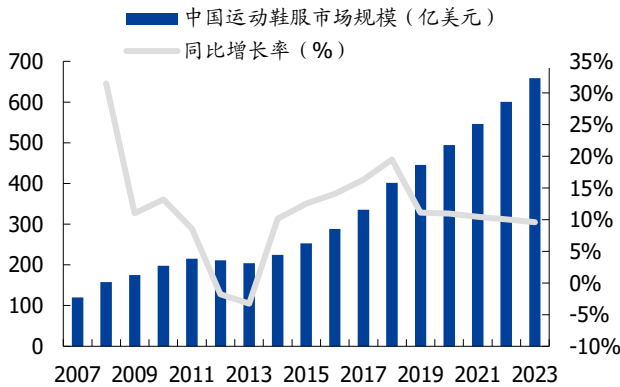
二、长期视角: 行业空间大、竞争格局稳

市场空间: 中国体育鞋服市场未到天花板

体量：中国是世界第二大运动鞋服市场，人均消费仍有提升空间。

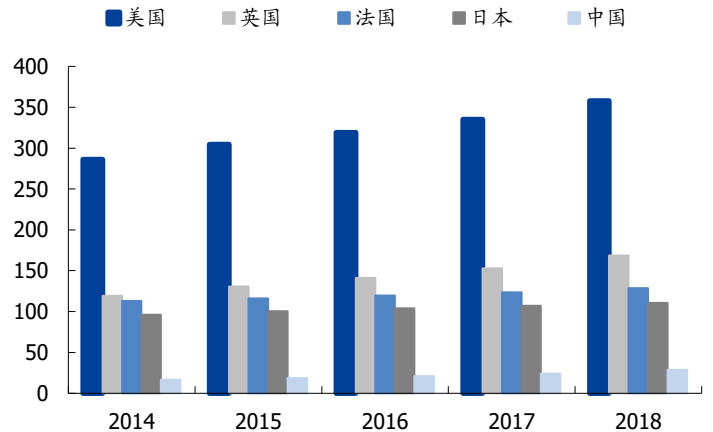
根据Euromonitor统计:2018年中国运动鞋服市场总额约为401亿美元,同比增长19.5%。市场预期这一市场在未来五年将保持9%以上的复合增长率,2023年整体规模将突破650亿美元。当前中国的运动鞋服规模占全球总量的12%,成为继美国后的世界第二大市场。而人均消费支出从2014年16.4美元/人增长至2018年28.8美元/人,相较于日本和欧美国家仍有较大差距。

图表 11: 中国运动鞋服市场规模及其增长率 (亿美元, %)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 12: 人均体育消费支出 (美元/人/年)



资料来源: Euromonitor, 世界银行, 国盛证券研究所

深度：纵向渗透率提高带来运动鞋服行业整体快速成长。

2018年我国整体鞋服市场规模为3771亿美元,因此运动鞋服占我国整体鞋服市场总量的10.6%,对比2014年的水平为7.6%,表明体育运动产品在中国的渗透率正在逐步提升。我们预测短期该渗透率还无法快速达到孕育了耐克的美国市场水平(32.5%),但是有望在接下来几年追赶上日本(17.8%)和欧洲国家(15%左右)。当然渗透率的提升并不是一蹴而就的,而与本土运动品牌的成长密不可分、相辅相成。一个国家运动品牌的成长离不开国民运动意识的加强;而一个逐渐深化的中国体育市场,也会为深耕价值、敢于创新的品牌创造广阔的增长空间。

图表 13: 2018年各国运动鞋服规模与渗透率 (亿美元, %)

亿美元	美国	日本	德国	英国	中国
运动鞋服规模	1170.5	139.8	127.2	112.0	401.2
总体鞋服规模	3597.2	786.6	805.5	721.3	3770.9
运动类占比%	32.54%	17.77%	15.80%	15.53%	10.64%
品牌孕育 (时间)	耐克 (1964)	亚瑟士 (1949)	阿迪达斯 (1924)	锐步 (1958)	李宁(1989) 安踏(1994)

资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

根据历史运动产品渗透率的变化,我们假设未来五年将保持每年提升0.5PCT,预计2023年将达到11.7%的渗透率,对应我国运动鞋服市场规模将达到662亿美元,和欧睿当前预测值接近。

图表 14: 渗透率的提升将推动运动鞋服市场规模进一步成长

规模(亿美元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
整体鞋服市场	3,134	3,291	3,500	3,771	4,016	4,257	4,513	4,774	5,051
同比变化假设		5.0%	6.4%	7.7%	6.5%	6.0%	6.0%	5.8%	5.8%
运动产品渗透率	8.07%	8.77%	9.60%	10.60%	11.10%	11.60%	12.10%	12.60%	13.10%
渗透率变化假设(%)	0.52%	0.61%	0.54%	1.00%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
理论运动鞋服市场			336	401	446	494	546	602	662
同比变化					11.2%	10.8%	10.6%	10.2%	10.0%

资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所测算

而我们认为推动运动鞋服市场规模增长的因素主要有:

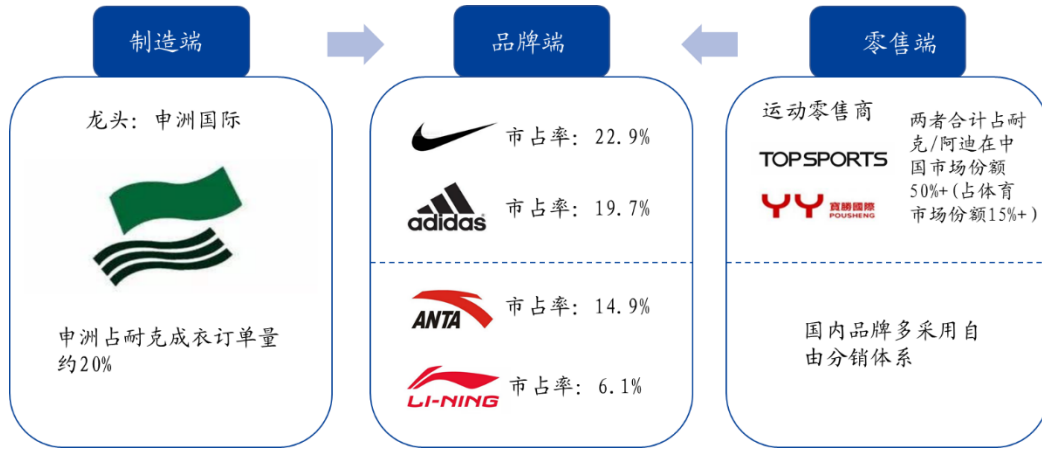
- **国家政策支持。**2016年6月,国务院发布《全民健身计划2016-2020》。《计划》明确,到2020年,群众体育健身意识普遍增强,参加体育锻炼的人数明显增加,每周参加1次及以上体育锻炼的人数将达到7亿(约50%人口),经常参加体育锻炼的人数达到4.35亿(约三分之一人口)。2019年《健康中国行动(2019—2030年)》等相关文件出台,鼓励每周进行3次以上、每次30分钟以上中等强度运动。这是继《全民健身计划2016-2020》、《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》等文件后又一关于健康运动的政策意见。
- **运动理念推广。**健康成为了现在人们新的财富,全民参与健身(快走、慢跑、甚至广场舞等)成为趋势。运动休闲服饰正逐渐演变成一种生活习惯,成为消费者的刚性需求,其消费目标广泛,涵盖各性别、年龄层和收入水平的群体。我们认为,中国本土体育用品公司现阶段的主要矛盾在于产品无法迎合消费者的需求变化(功能性,个性等),未来的优胜品牌需要拥抱消费升级,为消费者提供高价值、深体验。
- **2022年北京冬奥会有望成为冰雪运动发展的重要催化。**2019年3月31日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》,旨在以北京冬奥会为契机,提升我国冰雪运动的普及程度,未来冰雪运动市场有望扩大。

产业链竞争格局: 龙头与龙头的对话

根据我们对体育产业的价值链分析,我们认为龙头与龙头的对话的形势在行业中逐渐明晰,各环节中的头部公司未来将是强者恒强趋势。

- 1) 上游制造端,具备话语权的是拥有一体化生产体系+强大面料研发体系的龙头制造商;
- 2) 中游品牌商端,市场竞争格局向头部集中趋势下,头部品牌商受益明显;
- 3) 下游零售与品牌商相辅相成,一方面品牌商拥有自己相对封闭的销售体系,另一方面行业中孵化出大型运动代理商。

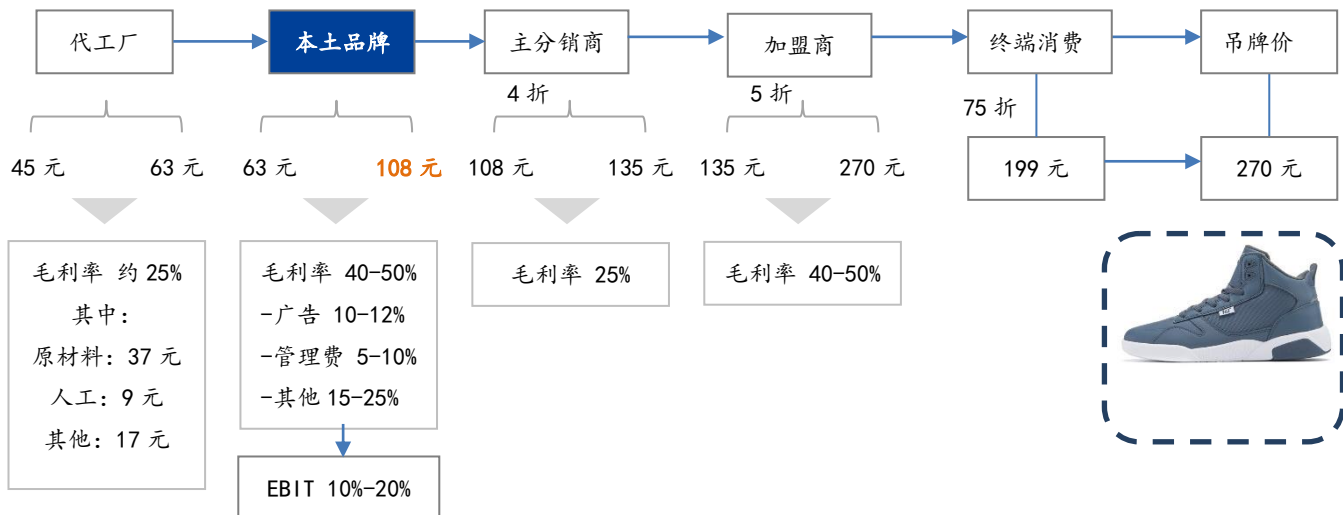
图表 15: 运动鞋服产业链: 龙头与龙头对话



资料来源: Euromonitor, 公司公告, 国盛证券研究所整理

我们根据年报披露数据来对运动产业链条进行拆解, 一双运动鞋平均批发价格 108 元/双, 我们构建了其主流产品的价值链。消费者花 199 元买到的球鞋, 其生产商/品牌商/主分销商/加盟商的成本分别为 45/63/108/135 元。

图表 16: 运动鞋价值链拆解



资料来源: 国盛证券研究所测算

上游生产商: 一体化龙头制造商优势明显

运动鞋服生产具有劳动密集型和低附加值的特征, 加上部分品牌商拥有一定的自有产能, 一体化的优质制造商的话语权较强, 而中小制造商利润受挤压。

- 根据 Wind 数据表明, 2017 年我国平均出口单价为 6.62 美元/双, 约等于 30.6 人民币/双, 成本较低, 因此, 国际公司主要采用 100% 外包的方式。以耐克为例, 截止 2018 年 5 月, 耐克品牌的运动鞋由越南、中国和印尼的代工商生产占比为 47%/26%/21%, 服饰的占比分别为 18%/26%/10%。
- 由于安踏等晋江系公司从代工厂发家, 因而具有优质的自产能力。目前行业具有两

个明显趋势：1) 由于具有较高的科技门槛，因而鞋类产品自产率较高。2) 品牌公司的自产率总体呈下降趋势。但基于自产对于供应链快反的积极作用，我们认为中期内，晋江系公司还将维持目前的自产规模（绝对值保持稳定，比率稳中有降）。

图表 17：主要公司自产比率呈下降趋势

公司	品类	2018		自产率变化 vs 2017 年
		自产率	外包率	
安踏	鞋	33.30%	66.70%	-4.50%
	服饰	13.00%	87.00%	-2.50%
特步	鞋	46.00%	54.00%	-4.00%
	服饰	13.00%	87.00%	-2.00%
361 度	鞋	70.00%	30.00%	0.00%
	服饰	20.00%	80.00%	0.00%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

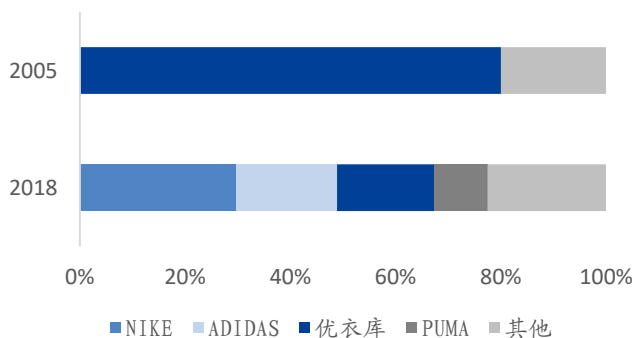
对于上游制造商而言，具备强研发能力、一体化产业链的龙头公司竞争优势明显。品牌商注重产品品质和交期的稳定性同时在国内环境管理日趋严格的背景下，无疑使得龙头制造商更加受益，其中典型的代表制造商为申洲国际。

➤ 一体化制造商申洲国际凭借精准切入运动赛道实现了规模的迅速扩大，跟随运动鞋服的高景气度得到快速发展。申洲国际目前已经成为 Nike、ADIDAS、PUMA、优衣库第一大服饰类供应商，运动品类收入占比接近 70%。

1) 申洲国际具备强研发能力，这使得公司具备锁定优质客户的同时掌握产业链中的高附加值环节进而具备较强的盈利水平。公司通过持续的高资本支出，强化面料研发优势。2013 年以来公司当期资本开支占其净利润比例超过 30%。主要用于投入机器设备，保证充足的生产能力。

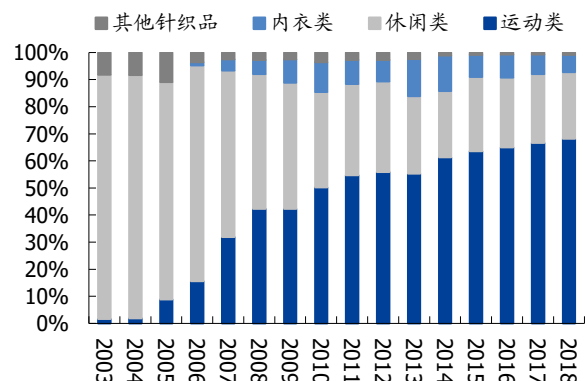
2) 产业链上实现了纵向一体化，同时生产环节从成衣制造 OEM 向 ODM 延伸，为核心客户建立专供设计研发面料以及生产工厂，具备稳定的产品品质和交期能够深度的绑定客户。经过多年积累，公司已建立行业领先的面料研发中心，能及时收集、整理、预判消费流行趋势，以创新产品来迎合消费者，为客户赢得更多市场份额。

图表 18：申洲国际核心客户变化 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 19：申洲国际产品品类构成 (%)

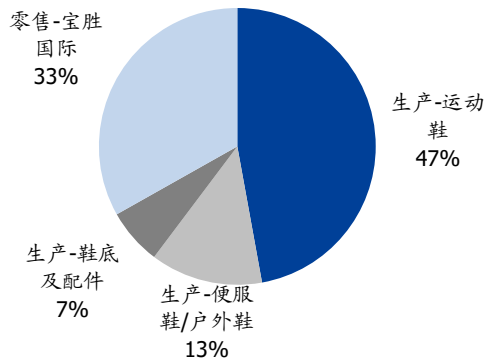


资料来源：Wind，国盛证券研究所

➤ 全球最大运动鞋制造商裕元集团 2018 年营收达到 673 亿元，其中 2/3 来自于

生产运动鞋及其他鞋类产品，1/3 来自于其零售子公司宝胜国际，前五大客户总计占集团销售的 47.86%。

图表 20: 裕元集团 2018 年营收拆分



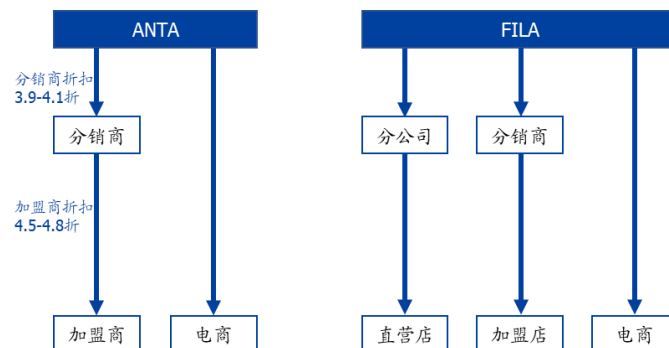
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

下游代理商: 与品牌商相辅相成

体育鞋服行业中，下游加盟/代理商在零售环节通常扮演重要角色，运动品牌的销售体系中主要有两种形式：1) 国内品牌多发展了自己的零售和加盟体系，首先完成渠道零售导向管理的品牌优势明显；2) 而国际品牌则通常由大代理商服务，具备广泛渠道布局及精细化终端管理能力的大代理商与品牌形成相辅相成的关系。

- 国内品牌销售体系的特点在于一定的封闭性，即门店多为单一品牌门店，加盟商也以独家代理为主。国内品牌的销售体系通常包括线下直营/加盟和电商（多为直营模式）三种模式，随着本土品牌的成长，封闭的销售体系更便于本土品牌对终端的掌控，以安踏、李宁为代表运动公司率先完成了批发模式向零售导向转型后，销售体系更加成熟。（我们会在品牌商竞争要素部分深入探讨）

图表 21: 安踏体育旗下安踏品牌和 FILA 品牌的零售体系



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- 国际品牌在国内通常由大型的零售商进行代理，大型运动零售平台拥有与国际品牌稳定的合作关系和广发的渠道布局而优势明显。为了增加品牌的覆盖率，通常一个国际品牌会和不同的代理商合作。同样的，大型的综合运动平台也会借助其规模优

势，代理多种品牌。

- 我们认为存在两种不同的代理体系的历史根源在于，在行业发展早期，本土品牌议价能力相较于大型运动代理商较弱，选择自己发展销售体系。

对于下游零售公司常见的经营模式利用与品牌商的紧密合作来搭建具备竞争优势的零售平台：1) 品牌合作：与多个国际运动品牌进行紧密合作；2) 渠道布局：拥有覆盖广泛的直营门店网络（包括单一品牌门店和品牌集合店）；3) 零售管理：打造高互动性的消费者社群，增强互动体验。我国的运动零售商中的代表公司主要为滔搏国际及宝胜国际。

图表 22: 国际品牌主要在华代理商

运动平台	公司	营收/毛利率	销售网点数	员工数	代理品牌	注释
滔搏 TopSports	滔搏国际	326 亿元 / 营 (42%)	8343 直	35,000	耐克、阿迪达斯、匡威、锐步、斯凯奇、彪马、哥伦比亚、亚瑟士、鬼冢虎、添柏岚、乐斯菲斯、万斯等	阿迪 No.1/ 耐克 No.2 全球零售合作伙伴, 锐步中国独家零售伙伴
			1080 加盟			
yy 胜道	宝胜国际	227 亿元 / 营 (34%)	5465 直	30,500	耐克、阿迪达斯、匡威、斯凯奇、彪马、亚瑟士等	
			3313 加盟			
锐利 Really	锐利	-	800 直营 200 加盟	5000 +	耐克、阿迪达斯、匡威、锐步、卡帕、万斯、彪马、新百伦、李宁等 30 多个品牌	主营地域为江苏、浙江

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

可以看出，零售商的优势地位按主要建立在 1) 和品牌商的紧密合作关系；2) 广泛的渠道布局及优异的终端的零售管理能力；3) 高水准的渠道营销与客户维护。

- 滔搏国际作为我国最大的运动零售商，早在 20 世纪末就和耐克、阿迪达斯两大国际品牌形成合作，当前两大品牌也为滔搏贡献接近 90% 的收入体量。

图表 23: 滔搏国际合作品牌

品牌名称	LOGO	简介
Nike		Nike公司，正式成立于1972年，总部位于美国俄勒冈州Beaverton，是全球著名的体育用品制造商。
Adidas		Adidas公司，德国运动用品制造商，创办于1949年，是Adidas AG的成员公司。
Puma		Puma是德国运动品牌，创办于1948年，设计提供专业运动装备，产品涉及跑步、足球、高尔夫乃至赛车领域。
Converse		Converse，美国著名帆布鞋品牌，创于1908年，一开始只生产帆布鞋，后来开始涉及网球鞋和篮球鞋。
Timberland		Timberland，全球领先的户外品牌，成立于1918年，公司总部位于美国新罕布什尔州
Vans		Vans是1966年3月16日由保罗·范·多伦创始的原创极限运动潮牌，公司位于美国南加州，以极限运动起家，包括滑板、冲浪、BMX、滑雪等。
The North Face		The North Face，美国著名户外品牌，成立于1966年，是美国上市公司VF集团的重要一员。
Asics		Asics是日本鬼冢八喜郎在1949年创立的跑鞋运动品牌。
Onitsuka Tiger		Onitsuka Tiger是Asics的前身，1977年，鬼冢八喜郎正式组成ASICS公司，使用ASICS商标。
Reebok		Reebok是创办于1895年的美国的著名健身品牌
Skechers		Skechers，始于1992年加州，美国舒适休闲/运动品牌，以男士工装靴起家，已从一个风格单一的小公司发展成为全球最受欢迎鞋类产品的品牌之一。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- 公司多采用直营门店进行布局全国各省，绝大多数门店为单一品牌门店同时辅以少量自有门店品牌“Topsports”和“Foss”，进而打造完善的渠道网络系统。截至FY2019拥有直营渠道8343家，覆盖超过30个省级行政单位，深度布局各线城市，渠道网络铺设完善。
- 在客户维护上，1) 滔搏利用完善的会员计划从产品、服务和活动提高消费者的体验；2) 利用消费者社群成为公司拉近消费者距离，增加消费者粘性。TopFans会员计划于2016年推出，2018年5月进行了调整和重塑。截至FY2019滔搏国际拥有注册会员1420人，购物活跃会员（有效期内消费1次以上）350万人，FY2019会员销售额贡献占比超过50%。

对于品牌商而言，高水准的代理商对于品牌形象的建立也具有重大影响。当前行业线下业态单品牌店与多品牌集合店并存，满足不同消费群体的需求。而品牌商的关注重点也从之前的量（销售网点数量）转向对质（店效、店铺位置、大小、装潢格调等）的追求。

图表 24: yy 胜道: 耐克北京 Kicks Lounge 概念店



资料来源: 北京胜道体育微信公众号, 国盛证券研究所

图表 25: yy 胜道: 多品集合店



资料来源: 北京胜道体育微信公众号, 国盛证券研究所

品牌商: 体育无国界, 双超多强格局稳定

全球运动鞋服行业总体上呈现国界线日益淡化的趋势, 品牌的延伸突破了市场的壁垒, 强大的规模效应使耐克和阿迪达斯牢牢占据主要运动鞋服消费国的前两把交椅。而安德玛 (Under Armour)、威富 (VF Corp, 旗下拥有 The North Face 北面, Timberland 添柏岚, Vans 万斯)、斯凯奇、New Balance 等也积极探索国际化布局。相应地, 各国的本土品牌的市场份额在一定程度上得到了挤压。

图表 26: 2018 年底各国主要运动鞋服公司 (集团层面) 市场份额

排名	世界	%	中国	%	美国	%	日本	%	德国	%	英国	%
1	耐克	16.1	耐克	22.9	耐克	19.4	阿迪达斯	13.6	阿迪达斯	15.7	耐克	19.5
2	阿迪达斯	11.5	阿迪达斯	19.7	阿迪达斯	6.5	耐克	11.3	耐克	9.9	阿迪达斯	14.9
3	威富 VF	3.7	安踏	14.9	威富 VF	4.1	美津浓	10.2	威富 VF	3.3	彪马	2.6
4	安德玛 UA	2.2	李宁	6.1	安德玛 UA	4.1	亚瑟士	7.1	彪马	2.9	威富 VF	2.5
5	斯凯奇	2.1	斯凯奇	5.8	斯凯奇	2.6	迪桑特	3.5	亚瑟士	2.2	斯凯奇	2.1
6	安踏	1.8	特步	4.6	Lululemon	1.9	N. Balance	3	狼爪	1.9	亚瑟士	2
7	彪马	1.8	361 度	3.9	Hanesbrands	1.8	彪马	2.9	迪卡侬	1.2	Pentland	1.6
8	N. Balance	1.4	N. Balance	2.6	哥伦比亚	1.7	安德玛 UA	2.8	Trigema	1.2	迪卡侬	1.1
9	亚瑟士	1.3	乔丹	1.7	N. Balance	1.3	威富 VF	2.4	Lowa	1	Iconix	0.7
10	哥伦比亚	1.1	威富 VF	1.6	彪马	1.2	哥伦比亚	1.6	亚玛芬	0.7	Wolverine	0.6
CR5		35.6		69.4		36.7		45.7		34		41.6
CR10		43.0		83.8		44.6		58.4		40		47.6
其中:			本土	31.2		35		20.8		22.7		1.6
			国际	52.6		9.6		37.6		17.3		46

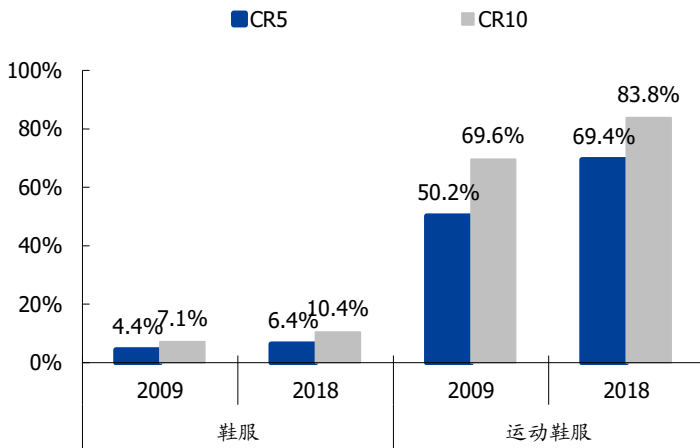
资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所。注: 耐克包含 AJ, 匡威, Hurley, 阿迪达斯包含锐步, 安踏包含 FILA。

中国运动鞋服市场格局呈现出高度集中, 强者更强的趋势。

2009 年中国运动鞋服前五大公司共占有 50% 的市场份额, 大大高于同时期整体鞋服市

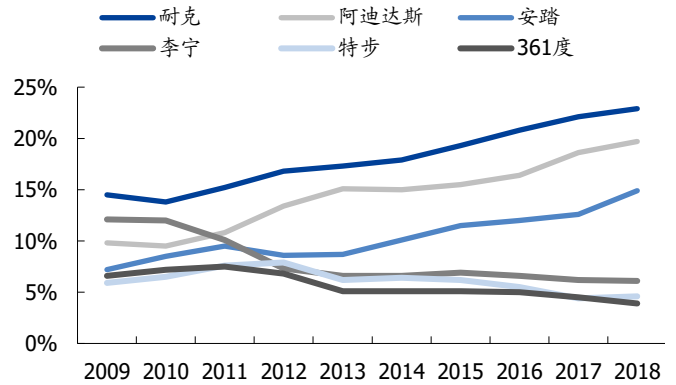
场的4%。2018年，CR5上升到70%，而全行业CR5仅为6.4%，体现了运动鞋服市场高度集中、强者愈强的趋势。前三大集团分别为耐克、阿迪达斯、安踏体育，市占率均呈现上升的趋势，不断挤占中小集团的市场份额。

图表 27: 运动鞋服市场高度集中



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

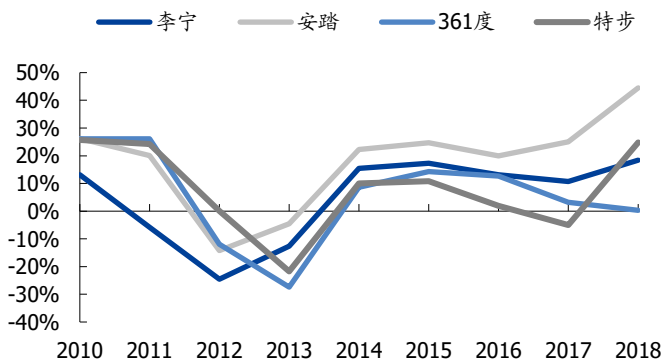
图表 28: 2008-2018 年运动鞋服市场份额



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

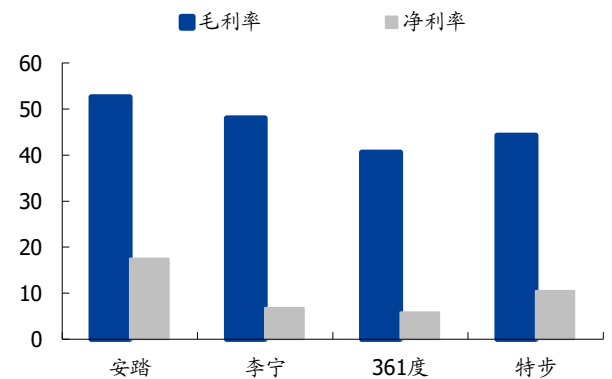
营收增速对比上，安踏体育集团受益于 FILA 的高速增长，增速明显高于其他国内运动鞋服公司，连续三年营收增速超过 20%。

图表 29: 运动鞋服公司营收增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 30: 运动鞋服公司 2018 年毛利率及净利率 (%)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

我国运动鞋服市场格局还体现出不同于其他国家的特点在于：**CR5 (69%)** 远高于世界平均水平 (**36%**)。我们认为原因在于：

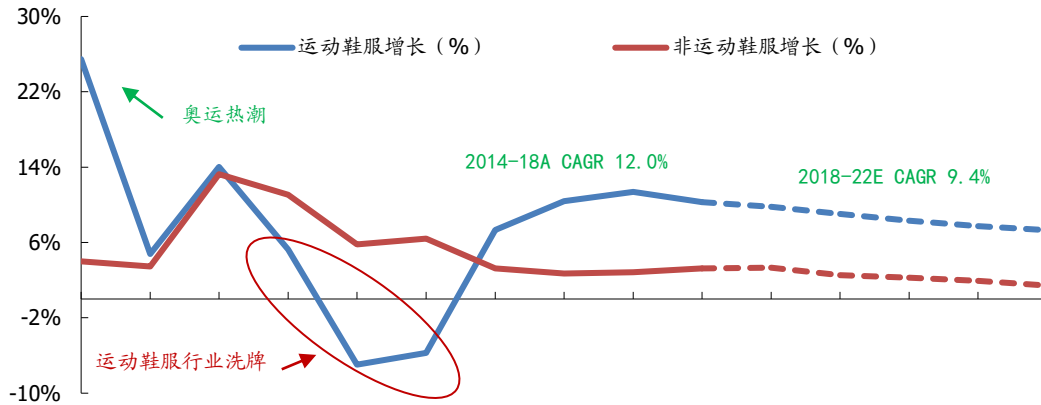
1) 当前实现真正意义上的全球化运营的运动鞋服公司为耐克和阿迪达斯，其他品牌难以形成跨国运营的能力，更多的是在细分领域上拓展发力。耐克、阿迪达斯两大品牌在各国市场的份额是整个运动鞋服行业竞争格局稳定的重要原因。CR5 的差异在于各国市场中本土品牌的发展情况，当前中国的运动鞋服市场所处的发展仍处于快速发展阶段（相较于成熟市场），细分领域品牌尚未发展壮大，竞争格局尚未进入稳态平衡。

2) 国内消费市场广阔同时我国由于各地区间经济差异发展较大，消费处于割裂状态。在这样的消费市场背景下，孕育了足够大的大众消费市场和中高端消费市场来孵化相应定位的品牌。

三、短期趋势：运动鞋服目前是服饰行业景气度最高子行业

北京奥运热潮退却之后，运动鞋服市场在 2011-2013 年度经历了一次大的洗牌，使体育公司从粗放型的开店扩张转为理性的发展。经过渠道调整和库存改善之后，运动鞋服迅速提振，2014-2018 年度，运动鞋服市场平均复合增速为 12%，远远高于整体鞋服市场 5% 左右的水平。

图表 31: 运动鞋服市场增速明显高于行业 (固定汇率)

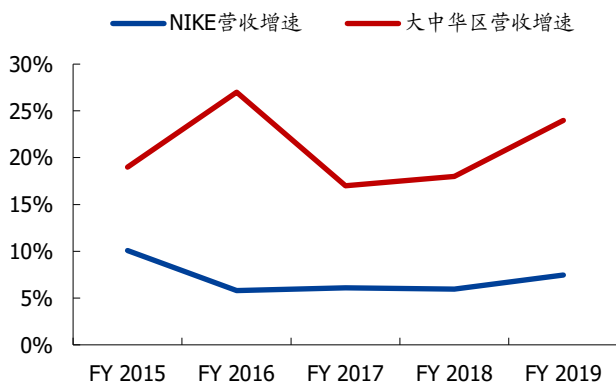


资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

全产业链表现印证运动鞋服行业高景气度

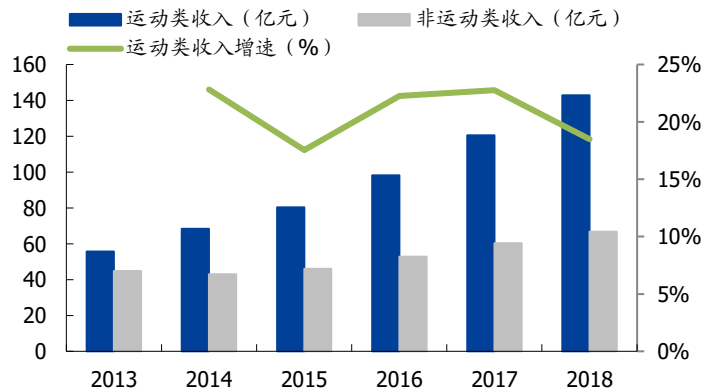
- 上游制造商: 核心制造商运动服饰类订单的快速增长主要来自于下游需求旺盛。以申洲国际为例, 体育核心客户 (NIKE、ADIDAS 等) 在大中华地区销售 (同比增速超过 20%) 较好带动订单增加, 公司运动类产品收入增速高于非运动品类收入增速。

图表 32: Nike 大中华区营收增速高于公司整体营收增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

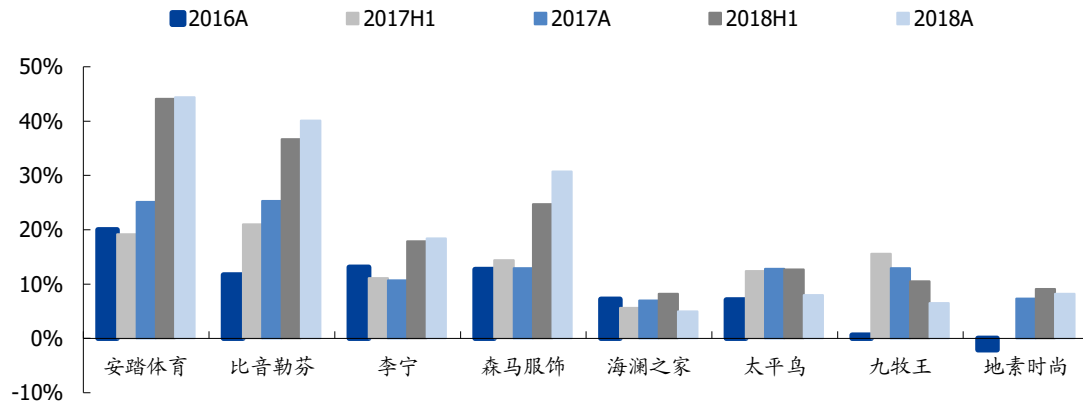
图表 33: 申洲国际体育业务增速快



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **中游品牌商：从运动鞋服公司的经营表现来看，运动鞋服公司收入增速高于其他子行业收入增速。**同时，根据我们的跟踪显示，龙头公司的终端表现优于行业平均水平，安踏体育、李宁等公司终端销售增速较高。

图表 34: 各公司营业收入增速对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

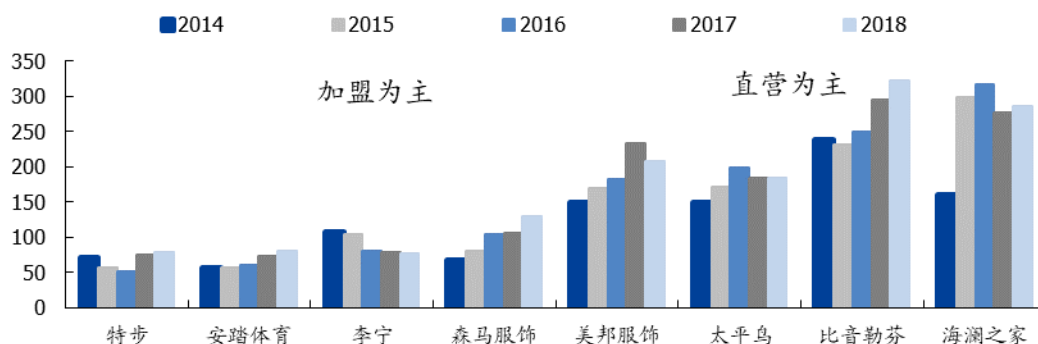
图表 35: 各品牌终端同店(流水)增速, %

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
安踏	20%~25%	低双位数	低双位数	中双位数	低双位数	低双位数
FILA	80%~85%	90%~95%	90%~95%	85%~90%	70%+	50%+
李宁	低双位数	高单位数	低双位数	低双位数	中双位数	中双位数
特步	低双位数	中双位数	中双位数	中双位数	低双位数	中双位数

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 安踏及 FILA 品牌为流水增速, 其余为同店增速

从库存表现来看, 体育行业整体存货周转处于健康状态, 各运动鞋服公司库存周转天数基本控制在 100 天以内。

图表 36: 本土运动鞋服公司库存周转天数

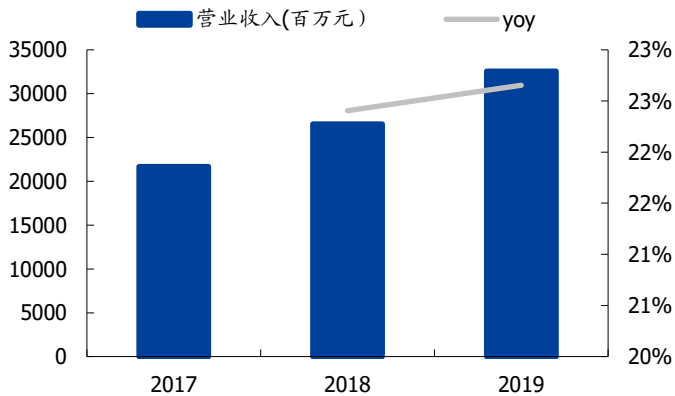


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **下游零售商：终端销售增速快，渠道库存健康。**以滔搏国际为代表的下游零售商运

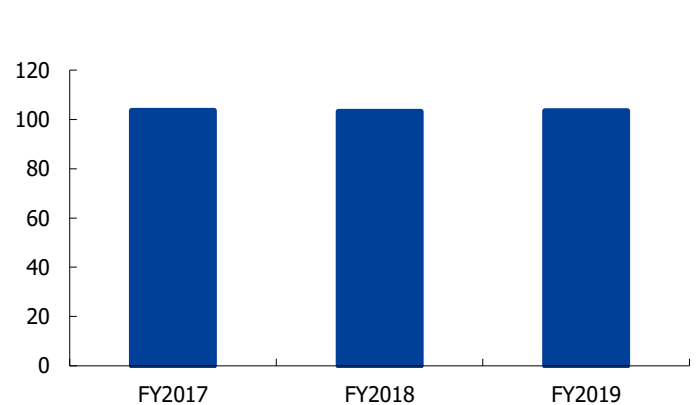
运动鞋代理商，FY2017-2019 营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 22%/22%，其中 FY2019 实现收入 325.6 亿元，同增 23%。存货周转健康。FY2017-FY2019 存货周转天数保持在 103 天左右，渠道库存周转处于健康状态。

图表 37: 滔搏国际收入及其增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 滔搏国际库存周转天数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

运动时尚风潮兴盛

在运动产业链整体高景气度的表现下，运动时尚风潮的兴起给予众多新兴品牌崛起发展的机会。运动时尚服饰巧妙的将运动服饰的专业度与时装的潮流时尚融为一体，在舒适度的基础上融合个性化的时尚需求，引起了消费者的关注。运动时尚风潮兴起成为当前市场的重要趋势，也成为各个品牌商的必争之地。

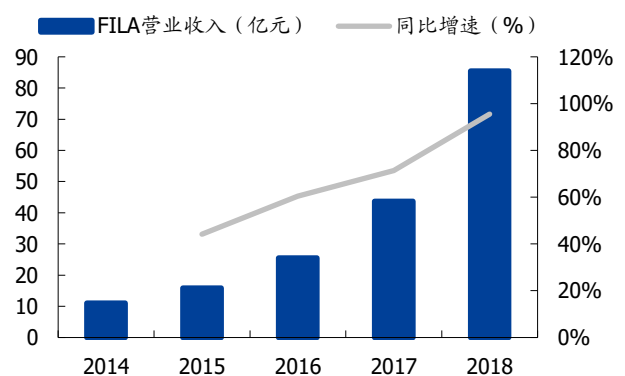
- 国际品牌上如 adidas 推出了 Adidas style，以青春活力、乐观向上为定位，主打运动休闲系列；国内安踏集团旗下 FILA 品牌（于 2009 年收购），从增速表现上看，FILA 品牌 2014 年-2018 年流水增速 CARG 达到 70% 远高于行业平均增速水平。李宁集团于 2018 年推出主打国潮的“中国李宁”系列，连续登上纽约时装周和巴黎时装周，为李宁主品牌吸引大量的年轻消费者群体。

图表 39: 安踏集团旗下 FILA 品牌



资料来源: FILA 官网, 国盛证券研究所

图表 40: FILA 品牌收入增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

- **运动时尚兴起的原因我们认为在于：**1) 消费属性变化：对于大众消费者惹眼体育运动逐渐成为一种流行的生活方式，所存在的场景不仅仅在于专业场所，运动时尚品牌能够满足消费者在不同场景下的需求。2) 随着 95 后逐步成为新生代消费者，追求个性化和舒适度成为重要的消费需求，更加注重运动服饰的设计风格 and 色彩运用等时尚元素。

四、品牌商之间的竞争要素

产品：高研发投入打造专业性

龙头公司的持续的高研发投入及成为了支撑科技创新的核心基础，而科技创新正式产品的主要竞争力所在。由于运动鞋服行业产品具有高专业度、强功能属性，产品科技对专业属性和产品差异化形成强有力支撑，科技是运动产品的主要卖点与竞争力同时科技创新能够满足客户差异化需求。

运动产品的主要属性是功能性，帮助运动者保护身体部位、优化运动体验、提升比赛成绩。比如篮球对抗性强，弹跳、骤停、急转都对鞋子的性能提出了严格的要求：缓震、抗扭、抓地力、防侧翻、鞋面支撑、鞋面包裹、透气性、重量、耐久度以及设计。

- 耐克、阿迪达斯早在上个世纪开始探索产品科技，成立科学实验室，并陆续推出系列专利和产品。

图表 41: Nike Air VaporMax 跑步鞋



资料来源：NIKE 天猫旗舰店，国盛证券研究所

图表 42: Nike 科学实验



资料来源：NIKE 官网，国盛证券研究所

图表 43: 耐克和阿迪达斯的专利技术&经典鞋款

技术	年份	公司	子技术	专利	描述
材料技术	1979	耐克	气垫	Air Sole	首次将气垫运用到跑鞋上
	1987	耐克		Air Max	首创可视化气垫，分区增加空气量
	1995	耐克		Air Zoom	在超薄气垫（4-8mm）中加入尼龙纤维支撑，增强回弹反馈
	2013	阿迪达斯	泡棉	Boost	德国巴斯夫技术，将 TPU 高压发泡处理，比传统 EVA 减震更好
	2017	耐克		React	多材料复合泡棉，兼顾柔软、回弹、耐久、轻盈
面料技术	2008	耐克	飞线	Flywire	轻量化编织鞋面
	2012	耐克		Flyknit	改良 Flywire，包覆性更佳，让鞋子成为第二层皮肤
	2012	阿迪达斯		Primeknit	编织鞋面
经典鞋款	1979	耐克		Nike Thaiwind	第一双气垫跑鞋
	1982	耐克		Air Force 1	第一款气垫篮球鞋 + 真皮鞋面
	1985	耐克		Air Jordan 1	把 Air 气垫加载到飞人乔丹系列中
	2015	阿迪达斯		UltraBoost	史上最强跑鞋，加载最新科技：Boost 底 + Primeknit 鞋面

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

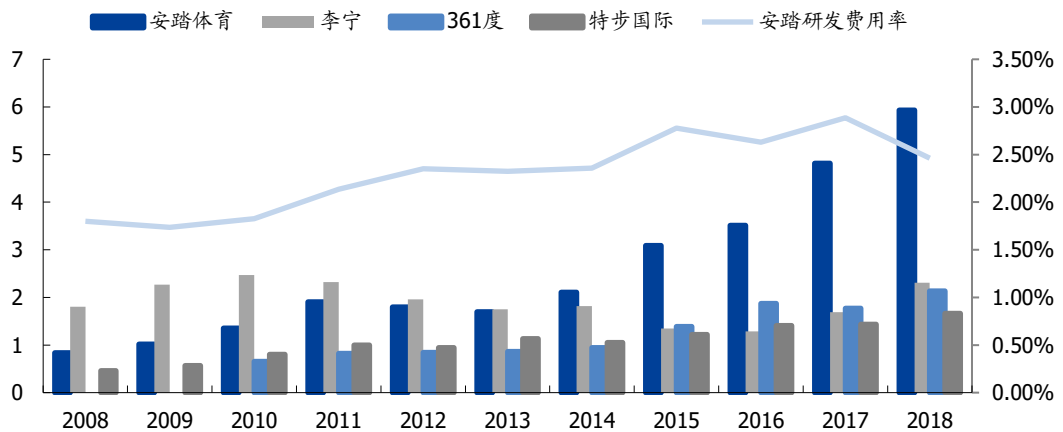
- 李宁在 1998 年就建立了中国第一家服装与鞋产品设计开发中心，率先成为自主开发的中国体育用品公司。安踏从 2015 年开始加速研发投入，至今已经拥有 A-Jelly、A-Loop、A-Strata 及 A-Web 等自主科技。此外，安踏还发布了首个跑鞋专用的科技 A-Livefoam，大大提升了跑鞋的性能。2018 年，安踏在研发上投入了 5.9 亿，占营收的 2.5%，领先于其他国内品牌公司。

图表 44: 李宁鞋类科技应用

产品	
篮球鞋 - 驭帅	 <p>双层密度李宁云：支撑+减震，提升运动表现 一体织高帮设计改善减震和透气性能，适合专业篮球比赛 DRIVE FOAM/发泡高弹，相比传统 EVA 能更长时间提供能量</p>
跑鞋 - 超轻十五代	 <p>李宁云 lite 减震科技是自主研发的轻量中底材料配方，比李宁云轻 30%，回弹效果比 FoamEVA lite 提升 25% 3M 反光技术保证夜跑安全性 鞋口袜套设计，舒适贴合，顺应时尚潮流趋势</p>

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 45: 运动鞋服公司研发费用情况 (亿元, %)

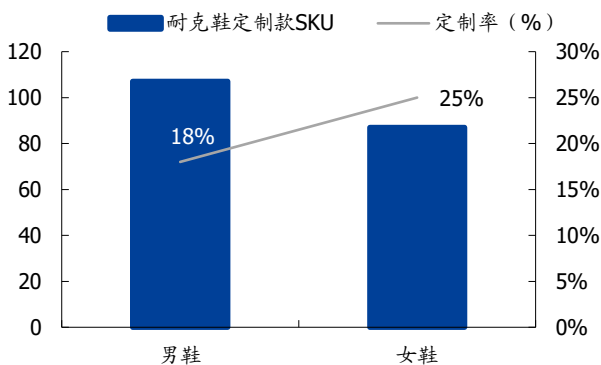


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

定制化服务, 增强顾客对产品设计的参与度。科技创新的发展有力地支持了规模化定制的实现:通过技术创新降低定制化成本(生产成本、时间成本等)。

- 耐克自 2012 年开始推出定制化鞋类 NIKEiD: 在中国推出可定制化的 107 款男鞋和 87 款女鞋, 分别占男女鞋总 SKU 的 18%和 25%。顾客可以免费在超过 10 种选项中彰显自己的个性, 包括: 鞋面、鞋底、中底、绑带、里衬、鞋舌、后跟 TPU、Logo 等, 送货时间 3-4 周(普通款为当日/次日达)。
- 2017 年 3 月, 安踏也正式上线定制业务 AntaUni, 截止 2018 年 11 月, 开放 4 款球鞋(定价在 449-649 之间): 最经典的汤普森 KT2/KT3 篮球鞋和男/女能量环跑鞋。定制费为 50 元/双(目前限时免费)。送货时间为 4-6 周(对比安踏快反最短周期为 10 天)。

图表 46: 耐克&安踏定制化服务 (件, %)









	NIKEiD	AntaUni
推出时间	2012 年	2017 年
鞋款数	194	4
选项*颜色	11*10	9*9
定制费	免费	50 元/双
送货时间	3-4 周	4-6 周
退换政策	免费退换	不支持退货

资料来源: 耐克 & 安踏中国官网, 国盛证券研究所

产品定位上: 国际品牌与国内品牌形成错位竞争。

中国现阶段的高端运动鞋服市场主要由欧美老牌公司占据, 受本土品牌的热销产品大多定位大众, 走高性价比路线, 与国际品牌形成差异定位。

图表 47: 安踏、阿迪达斯、耐克产品价格对比

 Air系列跑步鞋 吊牌价: 1200-1600	 UltraBOOST Parley 跑步鞋 吊牌价: 1499	 男子跑步鞋 吊牌价: 699
 全长拉链开襟连帽衫 吊牌价: 899	 连帽外套 吊牌价: 899	 男子连帽衫 吊牌价: 369
Nike	adidas	ANTA

资料来源: 各品牌官方商城, 国盛证券研究所

品牌: 品牌矩阵平台与稀缺营销资源是核心

品牌矩阵: 平台化管理, 培育多个增长点

在品牌运营上, 我们认为对于国内运动公司而言, 强势完善的品牌矩阵是其持续增长的重要动力。然而, 拥有多个品牌(系列)产品仅是表面的竞争力, 深层次竞争优势在于能够搭建可供多个品牌增长的平台体系, 这要求企业的管理模式能够与业务相匹配。

在过去发展中, 国内品牌逐渐搭建起 1) 童装品牌, 以此来覆盖更广阔的年龄层; 2) 运动时尚品牌(系列), 满足消费者的专业和时尚需求。

- 安踏体育目前已经形成多年龄段、涵盖大众/高端目标人群的品牌矩阵。自 2009 年以来, 公司收购中高端时尚运动品牌 FILA (意大利) 开始, 逐步将 DESCENTE (日本)、KOLON (韩国)、Sprandi (英国)、Kingkow 等品牌纳入麾下, 2018 年 9 月公司公告收购 Amer sports(旗下拥有多个在细分领域享有极高声誉的品牌)。从覆盖的年龄层上看, 公司旗下品牌实现了从儿童到成人的年龄层全覆盖。从产品定位上来说公司各品牌实现了从大众到高端的全方位人群覆盖, 从产品风格上来说, 旗下品牌也完成了从时尚到专业品类的覆盖。

图表 48: 安踏旗下品牌矩阵



资料来源: 懒熊体育, 国盛证券研究所

- 李宁虽然奉行“单品牌”战略，但在李宁品牌下公司孵化了李宁 YOUNG 童装品牌以及主打运动时尚的潮流系列“中国李宁”，以此来孵化新的增长点。

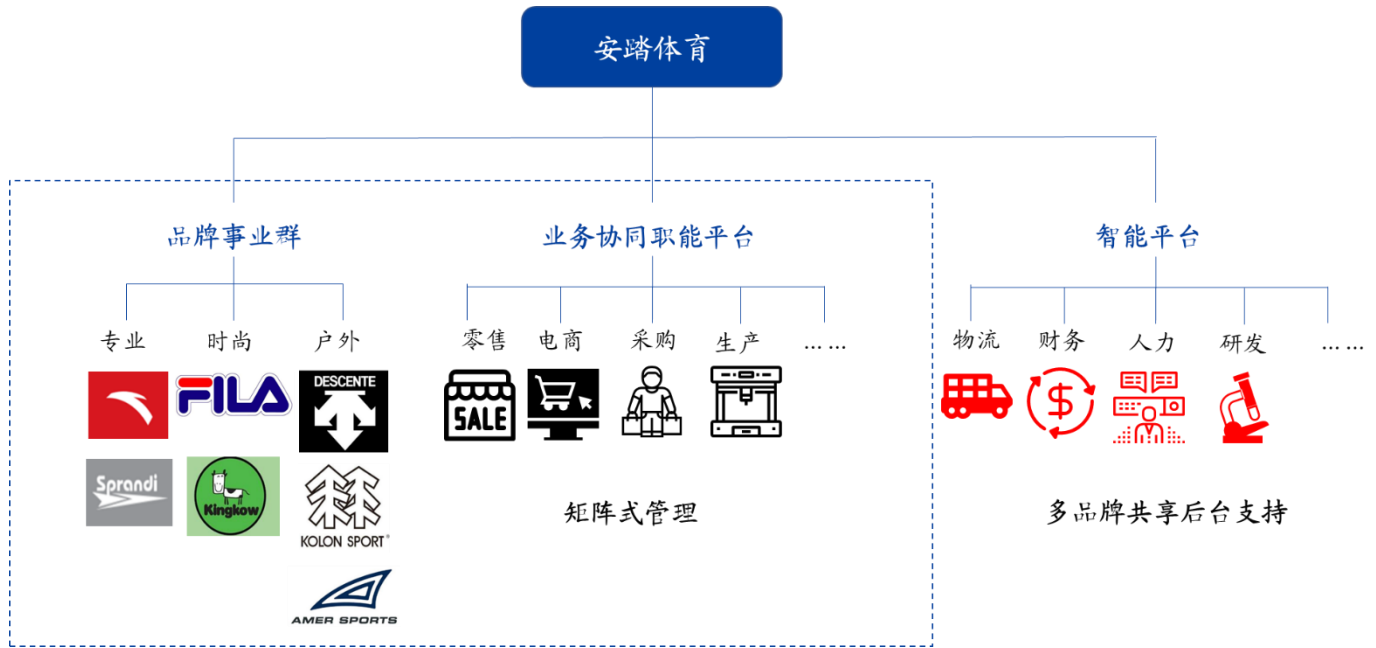
图表 49: 李宁 young&中国李宁产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

平台化的管理是公司成为足以孕育多品牌的龙头的重要因素。以安踏体育为例，公司管理架构划分为三大平台（品牌业务平台、业务协同平台和智能支持平台），形成品牌运营与职能支持的网格化管理架构。在这个架构下，各个品牌拥有独立成长的空间，同时又拥有多品牌协同成长的动力。

图表 50: 安踏多品牌管理架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

品牌营销: 龙头公司掌握稀缺营销资源

赛事赞助与体育明星代言对运动品牌而言至关重要, 大型运动赛事和体育明星相较于时装营销资源更为稀缺, 而稀缺的营销资源往往掌握在龙头公司手中。

从历史经验来看, 在体育赛事中曝光对运动品牌的形象塑造是至关重要的, 而大型的体育赛事、国家队资源总是由具备质量保证和搞专业度的龙头品牌掌握。不同于其他产业的合作伙伴(如食品行业)以资金赞助为主, 运动品牌的赞助商直接提供运动员的比赛服和领奖装备, 所以其曝光度一定程度上直接体现了品牌的专业性和业界的认可度, 因此获取体育赛事的赞助资源的能力成为运动品牌销售表现的决定性因素之一。

图表 51: 运动品牌争夺体育赛事资源

	安踏	李宁	361度	特步
奥运会	2009-2024 年中国奥委会合作伙伴 2017-2024 年中国体育代表团官方合作伙伴, 提供奥运领奖服	1992-2004 奥运会中国代表团赞助商 2008 年李宁点燃北京奥运主火炬 2016 赞助印度代表队	2016 年奥运会官方供应商, 为行政人员等提供服装 2016 赞助外国代表队	
其他国际赛事	综合 2018 年亚运会代中国代表队赞助商	1990 年北京亚运会中国体育代表团制定领奖服, 一炮打响李宁品牌	2010-14 亚运会赞助商; 2018 亚运会高级合作伙伴, 亚洲九国官方赞助商	
	单项	2006-13 年职业网球联赛 ATP 合作伙伴 2013-16 世界羽联、苏迪曼杯、汤尤杯官方合作伙伴	2013-16 世界冰壶竞标赛指定服装赞助商 2013-16 世界武术锦标赛高级合作伙伴	
国家级别联赛	篮球 境内 2004-2012 年 CBA 赞助商 2002-05、09-12 CUBA	2010-13 NBL 赞助商 2013-20 CBA 赞助商 2005-08、13-17 CUBA 中国初高中篮球联赛	签约 CBA 球星斯蒂芬·马里布 (2012) 和 吉默·弗雷戴特 (2017)	
	篮球 境外 2014 年-2017 年 NBA 中国官方合作伙伴 签约代言人斯科拉 (2007)、加内特 (2010)、朗多 (2013)、帕森斯 (2014); 大热球星 克莱·汤普森 (2015)	2005 成为 NBA 中国官方合作伙伴 2006 年签约达蒙 Damon Jones, 中国品牌 NBA 首秀 2012 年签约 NBA 巨星 韦德 , 推出韦德之道系列 2017 年签约麦科勒姆	赞助 NBA 火箭队/热火队/马刺队及 8 名球员; 斯蒂芬·马布里 、凯文·乐福 赞助国际篮联、国家篮球协会	
	足球 2015 年签约中国国足队长郑智	2006-11 中国大学生校园足球联赛 CUFL 2017 签约退役国足李铁	2015 年签约中国国足前锋杨旭	
	其他 2005-2009 年赞助乒乓球联赛	2008-2016 中国羽毛球公开赛、大师赛器材赞助商		2005-13 三届全运会官方赞助商 2017 年全运会多省代表团赞助商
国家队	赞助 体操、蹦床、举重、摔跤、柔道、拳击、跆拳道等 24 个国家队	赞助 乒乓球、跳水、羽毛球、射击"金牌队" 1990-2014 国家体操队	赞助 国家游泳队 ; 签约孙杨、宁泽涛、叶诗文	
其他		2015 深圳国际马拉松赛 2016 香港全城街马 2013-17 李宁 10KM 路跑联赛 2010-13 签约北京奥运会接力冠军鲍威尔	2018 年与中国最顶级的电竞团队之一 QG 俱乐部达成合作 2014-18 金门马拉松指定运动服赞助商	2016-2018 中国马拉松合作伙伴 中国赞助马拉松最多的体育品牌 2012 年签约世界短跑冠军加特林

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

篮球作为重要的运动领域, 篮球明星成为各家公司必争的营销资源, 而耐克、阿迪达斯

的篮球系列代言人中占掉 NBA 明星球员的大部分，凸显其品牌话语权，相较之下国内品牌仅有龙头公司获取了 NBA 球星资源。

- **篮球明星资源的重要性在于：**1) 综合性运动会虽然民众基础强大，但四年才举办一次，且大部分体育项目的民众参与度较低；2) 篮球运动在年轻人中的普及度广，有助于培养新的消费群体；3) 篮球运动对抗性强，对应的产品科技含量高，因而品牌拥有更高的定价权，有助于提升其他品类产品的溢价；4) 球鞋，尤其是篮球鞋已经形成自己的 Sneakerhead 街头文化，被视为凸显个性，展现自己生活方式的最佳选择。
- **国际品牌（尤其是耐克）在 NBA 球星资源商具备绝对优势。**耐克重要的 NBA 球星代言人包括乔丹、詹姆斯、乔丹、欧文等著名球星，过去耐克正是因为乔丹的代言二声名鹊起，2019 年 7 月状元锡安签约耐克旗下的系列品牌 Air Jordan；过去阿迪达斯的代言从过去“五虎”代言（麦迪、加内特、邓肯、阿里纳斯、比卢普斯），到现在的哈登、林书豪、利拉德、威金斯、罗斯。

图表 52：NBA 球星代言运动品牌不完全统计

品牌名称	代言人
耐克	迈克尔·乔丹、斯科蒂·皮蓬、安芬尼·哈达威、卡梅隆·安东尼、勒布朗·詹姆斯、科比·布莱恩特、德克·诺维茨基、凯文·杜兰特、斯塔德迈尔、摩西·马龙、迈克尔·库帕、贾马尔·威尔克斯、博比·琼斯、杰拉德华莱士、米切尔·汤普、卡尔文·奈特、迈克·毕比、雷·阿伦、乔·史密斯、两个霍华德（juwan howard 和 josh howard）、文斯·卡特、布雷克·格里芬、阿马雷·斯塔德迈尔、易建联、保罗·皮尔斯、乔·约翰逊、凯里·欧文
耐克旗下 AJ	布雷克·格里芬、拉塞尔·维斯布鲁克、克里斯保罗等
阿迪达斯	詹姆斯·哈登、德里克·罗斯、安托万·贾米森、昌西·比卢普斯、里基·卢比奥、达米安·利拉德、林书豪、特雷西·麦克格雷迪、蒂姆·邓肯、布兰登·英格拉姆、杰伦·布朗、德拉甘·本德尔、克里斯·邓恩、贾马尔·穆雷
安踏	克莱·汤普森、戈登·海沃德
李宁	德怀恩·韦德
安德玛	斯蒂芬·库里

资料来源：各品牌官网，搜狐新闻，懒熊体育，国盛证券研究所

- **国内品牌仅有龙头公司获取了 NBA 球星资源。**安踏从 2015 年起成为 NBA 中国合作伙伴（非排他性），并签约克莱·汤普森，推出签名球鞋。李宁在 2012 年 11 月，获得中国职业篮球比赛（CBA）的合作伙伴资格，合约持续到 2020 年。同年，李宁在公司低谷中高价签下 NBA 热火队得分后卫德怀恩·韦德，推出韦德之道系列，以打造最高水平的篮球鞋为目标，至今已经推出第七代。

图表 53: 安踏体育旗下KT系列产品



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 李宁韦德之道系列产品



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

时尚明星代言潮流化、年轻化运动时尚品牌。区别于主品牌的专业化定位, 运动休闲极大程度地拥抱时尚, 因而皆启用了一批潮流明星作为代言人, 从而和品牌的时尚&年轻的定位相契合。

图表 55: 运动休闲系列携手明星代言

运动休闲系列	母公司	代言
AdidasOriginals	阿迪达斯	Angelababy、鹿晗(90s)、陈奕迅、杨幂、吴亦凡(90s)
AdidasNeo	阿迪达斯	易烊千玺(00s)、迪丽热巴(90s)、郑恺、郭采洁
-	锐步	陈伟霆、袁姗姗(马甲线女王)
-	彪马	刘雯、古力娜扎
-	斯凯奇	《偶像练习生》(偶像男团真人秀)
-	New Balance	吴磊(00后)、黄子韬(90后)
FILA	安踏	王源(00后)、陈坤、高圆圆
DESCENTE	安踏	吴彦祖

资料来源: 各品牌官网、国盛证券研究所

渠道: 错位布局+零售导向管理为国内龙头战略

渠道布局和终端管控对于品牌商而言直接关系到其商品的顺利出售, 我们研究发现: **1)** 当前国内大众品牌龙头公司渠道布局广, 同时与国际品牌形成错位竞争; **2)** 在终端管控上, 龙头公司最早从批发模式向零售管理转型, 表现更佳。

渠道布局: 大众品牌注重低线城市布局, 国际高端品牌坚守一二线核心城市

运动鞋服市场直面大众, 所以零售网点的铺设一直是兵家必争之地。我们根据观察到, 当前体育鞋服各品牌渠道布局形成错位竞争。

从省份来看，以安踏为例，店铺分布主要和经济发展水平与人口密度相吻合，店铺数量最密集的地区为广东、江苏、山东、浙江。在 22 个省、自治区和直辖市中（大陆共 31 个），安踏在店铺在绝对数量上超过了耐克。

图表 56: 安踏与耐克店铺数量对比

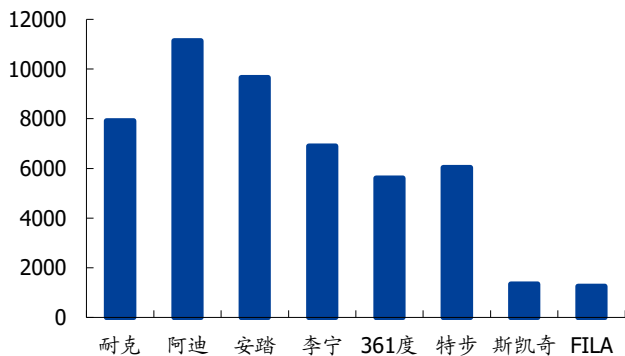


资料来源: 百度地图, 国盛证券研究所整理

虽然耐克和阿迪达斯近年来通过加盟商践行渠道下沉的策略，但 65% 的店铺仍旧分布在一二线城市。本土品牌依靠高性价比的优势，重点渗透低线城市，安踏和李宁的一二线城市店铺数量约为 53%，而 361 度和特步占比进一步下降，约为 45%。拥有中国 68% 人口的三四线城市将持续为中国本土品牌提供广阔的发展空间。

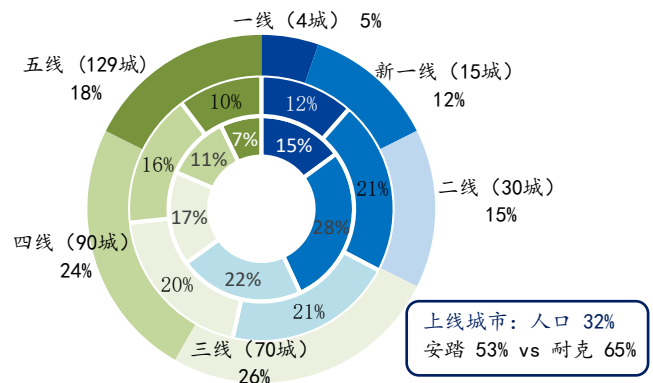
国际一线品牌也放出信号，聚焦核心城市。阿迪达斯管理层指出，虽然中国的四五线城市仍然有着巨大的潜力，但品牌的工作中心将转移到核心城市。耐克在 2017 年 10 月发表的 2018-2011 战略中也表明了未来五年 80% 的增长将来自于 10 个国家的 12 个核心城市城市（包括北京和上海）。国际一线品牌未来将着力提升消费者体验（质），而非人口覆盖的广度（量）。我们认为一线品牌在低线城市的渗透率将稳中有降，这将进一步为中国本土品牌维持并扩大低线城市的市场份额起到积极影响。

图表 57: 主要运动品牌中国大陆店铺数量 (按市占率排名)



资料来源: 公司公告 (本土), 百度地图 (国际), 国盛证券研究所

图表 58: 常住人口 (外)、安踏 (中)、耐克 (内) 店铺地理分布 (%)



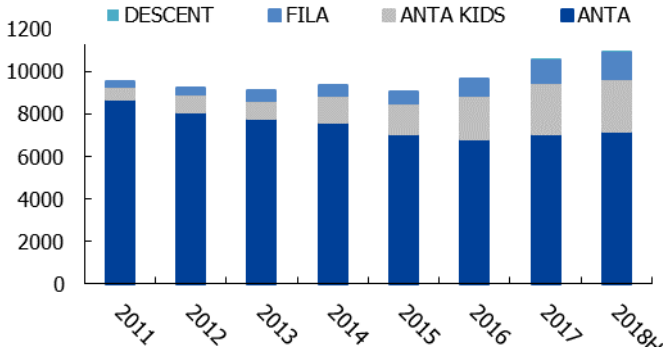
资料来源: 百度地图, 国盛证券研究所

渠道业态: 多元化发展, 线上线下一体化

我国本土品牌普遍采用“全分销”模式, 或“经销为主+增加直营”的业务模式。经过

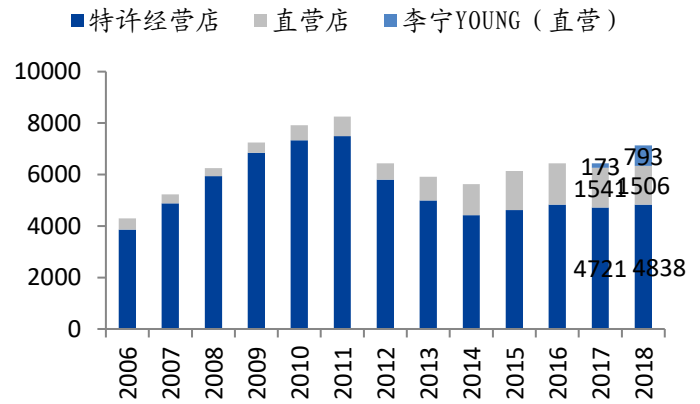
了 2012 年前粗放式开店，现阶段渠道模式已经改变：1) 批发转零售（大规模推广）。品牌方鼓励分销商从批发模式转向零售，通过系统的员工培养、规范的销售网点形象，精确对接消费者。2) 分销转直营（小范围实践）。虽然安踏主品牌保留加盟的营销方式，旗下的 FILA 于 2012 年重塑开始就采取了直营为主的经营方式。

图表 59：安踏体育渠道情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 60：李宁渠道情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

渠道管理：精耕细作，提升消费者体验。2008 年后运动鞋服行业进入低谷，此后安踏体育、李宁等公司均进行零售改革，加强对渠道的管控。以安踏为例：

- 公司主品牌由批发转向零售模式，建立零售导向思维和考核系统，使得零售阶段更加贴近消费者需求。1) 订货阶段，公司在销售数据分享和分析的基础上，对经销商进行精准订货指导，有助于管理终端产品陈列和库存控制的同时使得商品规划和生产更加高效。2) 加强对店铺陈设、销售策略和销售人员的管控。
- 就订货的精准指导而言：公司根据店铺所处城市、所处商圈、以及店铺的店效和面积等维度对 7000 多个店铺进行分级。订货中针对不同级别的店铺会有对应的商品组合推荐，每个经销商在该商品组合的基础上进行小部分的调整（占比 20%左右）。在推送商品组合的同时公司还模拟了这批货在店铺

电商：渗透率高，且增速高，电商渠道成为重要增长引擎。全网双十一数据显示，电商平台和线下基本呈现相同趋势，国际一线品牌牢牢占据头部。而安踏和李宁紧随其后，涨势乐观，安踏旗下 FILA 增长迅速，登上 2018 年天猫运动户外排行榜 No.5（2017 年未上榜）。

图表 61: 全网双十一运动户外销售排行榜

	2018 天猫排名		2017 天猫排名
耐克	1		1
阿迪达斯	2		2
安踏	3		3
李宁	4	↑	5
FILA	5	↑	-
彪马	6	↑	7
NewBalance	7	↓	4
斯凯奇	8	↓	6
匡威	9	↑	-
特步	10	↓	8
UA	-	↓	9
骆驼	-	↓	10
361 度	-	↓	-
鸿星尔克		↓	

资料来源: 阿里旗下天下网商, 品牌官方微博, 微信, 国盛证券研究所

- 李宁集团自 2008 年开始部署电子商务, 包括李宁官方商城 (2010 启动) 和淘宝、京东、苏宁易购等第三方电商平台的旗舰店。电商已经由打折处理老旧库存的手段转变成李宁的主要销售途径之一。2018 年, 电商渠道对总销售额的贡献突破了 20%。
- 安踏在电商环节起步较晚, 目前电商占集团整体营收的 10% 左右。年报显示, 安踏仅允许获授权的第三方零售商在线上销售产品。
- 特步电商贡献率超过 20%。驱动因素为: 1) 特步电商平台中一半的产品为“线上特供款”, 具有生产速度快、供应链灵活、周转迅速的优势。部分线上受欢迎的特供产品随后将会在实体店出售; 2) 对另外一半线上线下共享产品推行 O2O (online to offline), 线上线下存货共享, 产品/发布时间/定价/促销政策同步。

图表 62: 主要品牌电商渗透水平

	耐克	阿迪达斯	安踏	李宁	特步	361 度
电商贡献率 (合并报表)	约 15%	约 13%	>10%	18.8%	>20%	7.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

五、投资策略与核心标的

投资策略

当前运动鞋服行业正处高景气阶段, 且未来空间广阔。产业链各环节竞争格局稳定、强者恒强。自上而下看好整条产业链, **核心推荐**: 强研发能力、一体化产业链的制造龙头**申洲国际**; 产品研发、品牌营销、渠道管控具备明显优势的品牌龙头**安踏体育**、**李宁**; 差异化定位的运动休闲公司**比音勒芬**; 建议关注有望即将在香港上市的国内最大运动零售商**滔搏国际**。

图表 63: 公司估值表 (2019年8月15日)

	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿港元)	评级	
		18 (A)	19 (E)	20 (E)	18 (A)	19 (E)	20 (E)			
运动 安踏体育	57.95	1.53	1.87	2.3	33	27	22	1,565.37	买入	
鞋服 李宁	20.35	0.31	0.54	0.61	53	30	27	469.44	买入	
	比音勒芬	23.95	0.95	1.32	1.67	25	18	14	73.83	买入
制造 申洲国际	105.30	3.00	3.50	4.10	31	27	23	1,582.89	买入	

资料来源: wind, 国盛证券研究所 安踏体育、李宁、申洲国际市值单位为亿港元 (港币兑人民币汇率为 0.88)

核心标的

安踏体育: 集团流水表现强劲, 国际化道路推进

安踏体育作为国内龙头竞争优势明显, 国际化集团管理顺利开展。公司核心竞争优势在于“单聚焦、多品牌、全渠道”战略下打造持续接替增长的品牌矩阵、持续研发投入带来产品创新、核心营销资源打造品牌效应。19H1 公司整体收入预计实现超过 35% 增长, 经营利润增速超过 50%, 净利润增速超过 25%。

AmerSports 集团有望给安踏集团 2019 年业绩带来微增。目前, Amer 新董事会成立 (7 个席位中安踏占 4 位), 对 Amer 未来 5 年业务发展进行规划, 加强打造始祖鸟、所罗门品牌在中国市场的发展, 强化运动细分领域顶级品牌, 未来整合后的 Amer 集团有望给安踏持续贡献利润。

我们预计公司 2019-2021 年净利润为 51.2/62.9/76.2 亿元 (未含 Amer 并购), 现价 54.15 港币, 对应 19 年 PE26 倍, 维持“买入”评级。

图表 64: 安踏体育盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,692	24,100	30,438	36,556	43,137
增长率 yoy%	25.1	44.4	26.3	20.1	18.0
净利润 (百万元)	3,088	4,103	5,017	6,183	7,381
增长率 yoy%	29.4	32.9	22.3	23.3	19.4
EPS (摊薄/元)	1.15	1.53	1.87	2.30	2.75
净资产收益率 (%)	22.0	25.6	27.4	29.2	30.1
P/E (倍)	44.1	33.2	27.1	22.0	18.4
P/B (倍)	9.5	8.2	7.2	6.2	5.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

李宁: 涅槃与成长

创始人李宁回归, 以其本人为核心, 重新梳理管理架构, 提出“单品牌, 多品类, 多渠道”的经营策略。在核心品牌下拓展“李宁 young”和“中国李宁”副牌, 019H1 公司实现收入/归母净利润 62.55/7.95 亿元, 同比增速分别为 33%/196%。一次性非经营性利润 (主要来自投资收益) 贡献 2.35 亿增量, 扣非净利润同增 109% 至 5.6 亿元。

公司卡位优质赛道, 作为知名国民品牌, 享有高于行业平均增速的终端流水增长。我们估计公司 2019 年新增渠道数量有望超过 200 家, 同店增速保持双位数增长; 随着毛利

率的提升及终端控费效用的体现，净利率水平有望实现 3PCTs 以上提升。

2019-2021 年净利润预测至 12.5/14.3/17.0 亿元，增速 75.5%/13.6%/17.0%，现市值 401 亿港元，对应 19 年 PE 为 27 倍（其中 2019 年经营性净利润 10.5 亿元，对应 19 年 PE33 倍）。

图表 65: 李宁盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,874	10,511	13,073	15,526	18,353
增长率 yoy%	10.7	18.4	24.4	18.8	18.2
净利润 (百万元)	515.	715	1,255	1,430	1,684
增长率 yoy%	-19.9	38.8	75.5	13.9	17.8
EPS (摊薄/元)	0.22	0.31	0.54	0.61	0.72
净资产收益率 (%)	10.2	12.3	17.7	16.8	16.5
P/E (倍)	73.7	53.1	30.2	26.5	22.5
P/B (倍)	7.5	6.5	5.4	4.5	3.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

比音勒芬: 运动休闲市场高成长标的

公司差异化定位“运动时尚”细分市场，恰遇高景气机遇，终端表现持续靓丽。我们预计 19H1 收入增速 25% 左右（同店 15%+），业绩增速超过 50%。

在营收/业绩高增速的背后，存货健康与否关注度颇高，2018 年公司存货 6.22 亿元，同比提升 78.4%。库存主要为 1 年以内存货（占比 76.6%，略有下降）。我们认为充分备货是终端销售高增长的必要条件。此外(1)公司对于加盟商采取积极换货政策，以改善加盟商周转，(2)以 10:1 的比例布局奥莱店铺近两年亦有很好景气，均对其存货压力及风险予以释放。

公司的持续性与外延性均具备增长空间。持续性：产品“三高一新”+渠道“调位置扩面积”+店员多资深销售，保障公司终端销售持续高增长。外延性：主品牌远未到开店天花板；拓展新品牌威尼斯，定位旅游细分市场。

我们预计 2019/2020/2021 年公司净利润 4.08/5.16/6.38 亿元，对应 2019 年 PE 20 倍，维持“买入”评级。

图表 66: 比音勒芬盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1054	1,476	1,884	2,370	2,852
增长率 yoy%	25.2	40.0	27.7	25.8	20.3
净利润 (百万元)	180.2	292	407	516	637
增长率 yoy%	35.9	62.2	39.1	27.0	23.4
EPS (摊薄/元)	0.58	0.95	1.32	1.67	2.07
净资产收益率 (%)	12.5	17.9	20.0	20.2	20.0
P/E (倍)	41.0	25.3	18.2	14.3	11.6
P/B (倍)	5.12	4.53	3.63	2.89	2.31

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

申洲国际：一体化针织制造商

公司是全球最大纵向一体化成衣制造商，NIKE、ADIDAS、优衣库、PUMA 的核心供应商。在全球设有 5 大生产基地、3 大销售中心，2018 年产量约 4 亿件，未来随着越南/柬埔寨产能扩充，国内工厂自动化提升，建设完毕后(预计 2021 年)产量有望扩张 40% 左右。

强研发+综合生产实力铸就制造龙头地位。(1)重视面料创新研发，与优衣库/NIKE 等共同研发新型面料；(2)对设备投入高，打造模块化生产方式提高效率；(3)重视员工福利与人才管理，员工稳定性高。

三大前瞻布局构建护城河：(1)产业链纵向一体化布局，保证质量与交期，行业领先；(2)率先在东南亚布局产能，惠享贸易政策，吸引海外龙头客户；(3)迎合市场发展趋势，主动调整产品/客户结构，切入优质体育赛道。

预计公司 FY2019~FY2021 年净利润分别为 52.59/61.38/72.30 亿元，对应 EPS 3.5/4.1/4.8 元，对应 2019 年 PE 24 倍，维持“买入”评级。

图表 67：申洲国际盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	18085	20,950	23,560	27,154	31,421
增长率 yoy%	19.8	15.8	12.5	15.3	15.7
净利润（百万元）	3762.7	4,540	5,255	6,133	7,224
增长率 yoy%	27.7	20.7	15.7	16.7	17.8
EPS（摊薄/元）	2.5	3.0	3.5	4.1	4.8
净资产收益率（%）	19.0	20.0	18.9	18.1	17.6
P/E（倍）	34.0	28.2	24.4	20.9	17.7
P/B（倍）	6.5	5.7	4.6	3.8	3.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

风险提示

终端销售下滑。 体育鞋服行业消费受到宏观经济影响，当宏观经济增长放缓时，人均消费支出随之下降，运动鞋服具备可选消费品属性其终端销售情况会随之下降。在不景气的消费环境下，各品牌商的开店计划会较为谨慎，造成门店扩张不及预期的情况。

海外业务发展不顺。 部分体育品牌公司存在海外门店，安踏体育 Amer 的收购事项仍在进行当中，对外贸易政策、关税政策等均会对海外业务的开展带来影响，政策的变化有可能给海外业务造成负面影响。

外汇波动造成业绩波动。 各品牌公司有一定外销业务，外汇变化造成业务收入波动进而对业绩产生影响。

中美贸易摩擦影响制造企业订单。 对于部分制造公司来说，由于产能供部分美国品牌使用，所以中美贸易摩擦有可能会对订单的稳定性带来一定的影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com