

国牌崛起，从产业链看运动服饰行业的投资机会

——国际对比系列报告之二

2019年10月24日

看好/维持

纺织服装 | 行业报告

研究员	刘畅	电话：010-66554032	邮箱：liuchang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
研究助理	刘田田	电话：010-66554038	邮箱：liutt@dxzq.net.cn	
研究助理	汪玲	电话：010-66554061	邮箱：wangling_yjs@dxzq.net.cn	

投资摘要：

国内运动服饰相比海外市场行业起步较晚，发展过程曲折，大致经历了四个阶段：初始崛起阶段（1983-2000），高速发展阶段（2001-2011），危机调整阶段（2012-2014）和优化升级阶段（2015-2018）。库存危机后，中国运动服饰市场规模恢复增长，且增长率不断提高。我国运动服饰行业规模在2012-2013年连续两年收缩后恢复了增长，且增速不断攀升，2018年行业规模超过400亿美元，同比增速达19.52%。与其他国家相比，我国运动服饰市场规模增速更高。2008-2018十年间，我国运动服饰市场规模复合增速达9.8%，同期英国为6.4%，美国为5.5%，日本为2.6%，德国为2.2%。**预计未来五年我国市场规模将保持10%以上的景气增长，2023年将达到658亿美元市场规模。**

三大因素驱动行业发展，消费人群上升和穿着场景拓宽带来量的提升，消费升级带来价的增长，整个运动行业量价齐升，增长动力足。1) 随着全民健康意识的增强，及国家政策的引导下运动人群上升，带动需求运动鞋服增长。2) 穿着场景延伸，打开增量市场，运动鞋服的人均年消费额占各类鞋服的人均年消费额的比重稳步上升。3) 行业消费升级，拉动价格提升。

行业集中度高，头部企业优势突出。我国运动服饰行业集中度不断提升，且明显高于美日。2010-2017年，中国运动服饰CR5由44.7%升至57.3%，较库存危机后2014年提升了10.2个百分点。与美日相比，中国运动服饰行业集中度明显更高。格局变化上，耐克阿迪保持绝对领先优势，国内头部品牌呈追赶之势。

渠道、产品、品牌三维升级，成就优秀品牌，国产品牌聚焦优势品类踊跃追赶。综合考虑品牌定位、市占率等因素，将品牌分为高端、中高端、中端和低端四类。无论是高端品牌，还是低端品牌，都可以从渠道、产品和品牌三个维度升级突破，侧重点不同。低端品牌由于基础较弱，重心在渠道升级；中端品牌渠道效率与低端品牌相比，已显著提高，重心在产品升级；中高端及高端品牌在渠道、产品方面已处于行业前列，重心在品牌升级。具体到每个维度，不同层级品牌有不同任务。

优秀的运动服饰品牌，其持续创新和优秀的产品都离不开后端的出色供应商和制造商。申洲国际及裕元集团分别为全球最大的运动服饰制造商和运动鞋制造商，以两家企业为代表的龙头制造企业通过优秀的研发能力和先进的制造水平为品牌企业提供有力支持。从下游分销看，滔搏和宝胜是国际两大运动品牌在中国的主要分销商，能充分享受品牌发展的红利。

推荐标的：

李宁 (2331.HK)：盈利能力改善空间大，品牌力持续提升。

安踏体育 (2020.HK)：零售改革先驱，合理品牌矩阵保证增长动力足。

申洲国际 (2313.HK)：垂直一体化能力持续提升，业绩稳健增长。

风险提示：宏观经济压力下服装行业继续承压，行业竞争加剧。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
李宁	0.29	0.56	0.77	1.06	22.55	41.22	30.05	22.60	8.14	强烈推荐
安踏体育	1.53	1.9	2.25	2.29	21.53	26.54	22.41	22.02	9.24	强烈推荐
申洲国际	3.02	3.44	4.10	4.94	25.74	28.81	24.18	20.08	5.97	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 行业历史梳理：曲折发展，迎来新生	6
1.1 行业历经四大发展阶段，目前处于升级优化期	6
1.1.1 初始崛起阶段（1983-2000）：大量品牌涌现，运动服饰行业呈繁荣之态	6
1.1.2 高速发展阶段（2001-2011）：奥运带动行业高速发展，国内品牌进入资本市场	6
1.1.3 危机调整阶段（2012-2014）：库存危机爆发，品牌之路遇阻	7
1.1.4 优化升级阶段（2015至今）：渠道、产品优化升级，品牌升级之路任重道远。	7
2. 三大因素驱动行业持续景气，格局更趋集中	8
2.1 运动服饰持续高增长，前景广阔	8
2.2 三大因素驱动行业发展，量价齐升	8
2.2.1 消费人群上升，带动需求增长	9
2.2.2 穿着场景延伸，打开增量市场	9
2.2.3 行业消费升级，拉动价格提升	10
2.2.4 渠道、品牌优化，库存周期不再重现	11
2.3 行业集中度高，头部企业优势突出	11
2.3.1 行业集中度不断提升，高于美日	12
2.3.2 头部企业优势突出，差异化特征明显	13
3. 渠道、产品、品牌三维升级，成就优秀品牌	14
3.1 从优化渠道结构到“类直营”，渠道升级效率为先	15
3.1.1 聚焦渠道效率，优化渠道结构	15
3.1.2 强化渠道管理，向“类直营”发展	17
3.2 强化科技与时尚属性，运动鞋服产品“轻奢化”	19
3.2.1 技术升级，强化产品科技属性	21
3.2.2 设计增强，提升产品时尚属性	22
3.3 新型营销打造品牌文化，品牌溢价提升	24
3.3.1 新兴营销取代传统营销，成为品牌溢价的直接驱动力	25
3.3.2 品牌文化支撑品牌溢价，为品牌长远发展护航	26
4. 背靠优秀品牌，制造与分销跑出隐形冠军	27
4.1 出色的研发及生产能力造就优秀制造公司	27
4.1.1 申洲国际：全球最大针织一体化制造商，前景稳健	28
4.1.2 裕元集团：增速放缓明显，盈利能力亦待提升	30
4.2 优秀经销商：零售商向体育平台进阶是长远之路	30
4.2.1 短期：大店化、数字化，全面提升零售管理能力	31
4.2.2 长期：以消费者为核心的运动零售及服务平台	32
5. 投资建议	33
5.1 李宁（2331.HK）：盈利能力改善空间大，品牌力持续提升	33
5.2 安踏体育（2020.HK）：零售改革先驱，品牌矩阵合理增长动力足	33
5.3 申洲国际（2313.HK）：垂直一体化能力持续提升，业绩稳健增长	34
6. 风险提示	34
相关报告汇总	35

表目录

表格 1: 中国运动服饰行业发展历程.....	6
表格 2: 知名运动品牌差异化特征.....	13
表格 3: 国内主要品牌线上占比变化.....	17
表格 4: 主要运动品牌的研发投入和鞋服占比.....	20
表格 5: 主要运动品牌的技术水平.....	21
表格 6: 运动鞋减震技术.....	21
表格 7: Lululemon、Under Armour 面料科技含量高.....	22
表格 8: 主要运动品牌的营销投入.....	24
表格 9: 运动品牌营销方式一览.....	25
表格 10: 运动品牌门店情况一览.....	31

图目录

图 1: 运动服饰产业链各环节发展方向不同.....	5
图 2: 运动品牌纷纷登陆资本市场.....	7
图 3: 2011-2014 年国内运动品牌渠道数量普遍减少.....	7
图 4: 2011-2018 年中国运动服饰市场规模及增长情况.....	7
图 5: 2015 年后安踏的渠道数量率先恢复增长.....	8
图 6: 国内品牌研发费率普遍提升.....	8
图 7: 中国运动服饰市场规模预期持续增长.....	8
图 8: 2018-2023 年运动服饰行业复合增速预期表现抢眼.....	8
图 9: 三大因素驱动行业景气.....	9
图 10: 中国健身运动产业发展目标.....	9
图 11: 2011-2018 年中国马拉松、健身房参加人数.....	9
图 12: 运动服饰多场景应用，运动时尚风受追捧.....	10
图 13: 中国运动服饰在整体服饰中占比不断提升.....	10
图 14: 各国运动服饰行业 2018 年渗透率对比.....	10
图 15: 不同层级运动品牌的市占率变化 (%).....	11
图 16: 各品牌三季度线上价格明显提升.....	11
图 17: 中国运动服饰行业 CR5 提升，且高于日美.....	12
图 18: Nike、Adidas 在中国市场的市占率变化 (%).....	错误!未定义书签。
图 19: 国内品牌在中国市场的市占率变化 (%).....	错误!未定义书签。
图 20: 耐克、阿迪依靠技术和营销建立了绝对的领先地位.....	13
图 21: 其他运动品牌差异化定位.....	13
图 22: 三维升级模型，不同层级品牌各有侧重.....	14
图 23: 三维升级模型之渠道升级.....	15
图 24: 2014-2018 年 Nike 直营收入占比逐渐提升.....	16
图 25: 2009-2013 年 Adidas 各渠道收入占比.....	16
图 26: 安踏体育前五大客户占比较小且在下降.....	16
图 27: 李宁各渠道收入占比.....	16

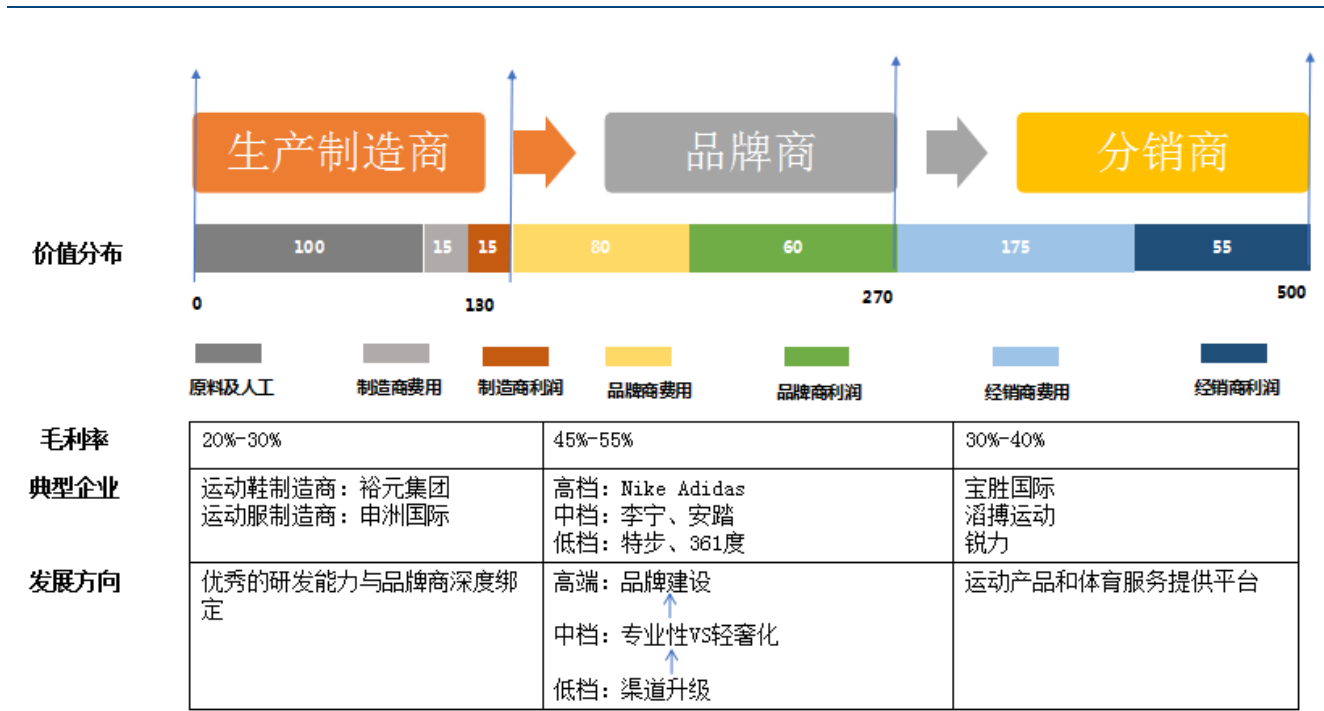
图 28: 安踏主品牌和李宁品牌的店面数恢复正增长	17
图 29: 李宁单店对上市公司的收入贡献 (单位: 万元/年)	17
图 30: 宝胜国际旗下的胜道体育	18
图 31: 百丽国际旗下的滔搏运动	18
图 32: 安踏经销商改革为扁平化零售管理模式	18
图 33: 安踏及安踏儿童门店数先降后升	18
图 34: 安踏门店多元化提高渠道效率	19
图 35: 李宁品牌的门店分类	19
图 36: 完善电商平台建设, 形成产品预热-销售-补货-折扣的销售闭环	19
图 37: 阿里平台各运动品牌 30 天内平均成交价格	20
图 38: 三维升级模型之产品升级	20
图 39: Adidas 2015 年推出椰子鞋后收入增速超越 NIKE	23
图 40: 李宁 2018 年时装周推动业绩大涨	23
图 41: 2014-2019 财年 Nike 女子类业务增速 (百万美元)	23
图 42: 女子训练品类下滑使 Nike 女性业务增速放缓	23
图 43: 安踏形成专业运动为主, 时尚为辅的品牌布局	23
图 44: 中国李宁系列推出以后, 李宁零售流水拉升	23
图 45: 国潮兴起, 服装品牌关键词变更	24
图 46: Z 世代三大消费动机: “为社交、为人设、为悦己”	24
图 47: 三维升级模型之品牌升级	25
图 48: 2018 年各运动品牌广告费用率	26
图 49: 主要品牌 2018 年百度搜索指数	26
图 50: 运动服饰主要制造商和主要分销商的收入、利润规模	27
图 51: 纺织制造行业整合升级, 智能化、服务化、绿色化是方向	28
图 52: 申洲国际在产业链上的位置	28
图 53: 申洲国际 2018 年客户结构	28
图 54: 服装产业链各环节企业毛利率、净利率水平比较	29
图 55: 申洲国际面料及技改新增专利	29
图 56: 裕元集团的生产制造业务增速缓慢, 零售业务增速较好	30
图 57: 裕元集团的鞋生产量近年来增速缓慢	30
图 58: 裕元集团与申洲国际在盈利能力上有较大差距	30
图 59: 申洲国际与裕元集团市值差距拉大	30
图 60: 宝胜与滔搏近三年收入及增速	31
图 61: 宝胜与滔搏近三年渠道数量	31
图 62: 宝胜与滔搏近三年毛利率水平比较	32
图 63: 宝胜与滔搏近三年净利率水平	32
图 64: 滔搏运动致力于打造以消费者为核心的运动零售及服务平台	32

研究背景和研究创新

我国运动服饰近几年受益于产业国家的持续利好政策以及运动产品本身的升级换代，介于即将举办的 2020 年东京奥运会、2022 年北京冬奥会，未来三年体育板块的增长仍会维持强劲。

体育运动服饰有别于其他品类的服饰，运动服饰具备极强的功能性，使得其整个产业链包括上游制造、中游品牌、下游分销有明确的分工，且与其他服装的产业链形成区隔。本文我们将从产业链的角度去梳理运动服饰景气带来的投资机会，这也是本文最大的创新之处。

图 1：运动服饰产业链各环节发展方向不同



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

投资观点

运动品牌：运动品牌是全产业链的核心部分，直接推动运动鞋服行业的发展，也是行业发展最受益的环节。未来运动行业受益于政策、体育赛事和产品升级的推动持续景气，运动品牌公司也沿着渠道→产品→品牌的路径进行升级，高端品牌持续进行品牌建设保持领先地位，中端品牌或通过产品轻奢化或通过产品专业化的提升拓宽市场，低端品牌目前须先完成传统渠道向现代渠道的升级。经过三重升级，前十大品牌的市场份额优势扩大，行业的分化也越发明显。

生产制造商：成功运动品牌其产品的杰出功能性、稳定质量及持续创新都离不开后端的出色供应商。龙头企业通过行业领先的技术研发及产品制造水平为前端品牌企业提供有力支持。通过技术优势摆脱劳动力密集型产业的固有模式，才能带来优秀的盈利能力和稳健的业绩。

渠道分销商：搭建以消费者为核心的运动零售和体育服务平台是运动品牌分销商的主要经营模式。他们通过渠道建立规模优势也在产业链中争得了话语权。运动分销商拥有覆盖广泛的直营和加盟门店网络，是运动品牌渠道下沉的利器。为了实现长远发展，运动分销商除了承担零售功能，渠道还需承担运动服务提供和运动赛事承接职能，真正成为一个以运动为内容的社交分享平台。

1. 行业历史梳理：曲折发展，迎来新生

1.1 行业历经四大发展阶段，目前处于升级优化期

国内运动服饰企业大体可以分为两类，“晋江系”和“非晋江系”，前者包括安踏、特步、361度、乔丹、鸿星尔克、匹克等品牌，后者单指李宁。相比海外市场，国内运动服饰行业起步较晚，发展过程曲折，大致经历了四个阶段，初始崛起阶段（1983-2000），高速发展阶段（2001-2011），危机调整阶段（2012-2014）和优化升级阶段（2015-2018）。

表格 1：中国运动服饰行业发展历程

发展阶段	1983-2000 初始崛起阶段	2001-2011 高速发展阶段	2012-2014 危机调整阶段	2015 至今 升级优化阶段
阶段特点	晋江企业涌现，大量国产运动品牌创立	奥运前后达到发展巅峰，国内品牌一度占据优势地位	库存危机爆发，国产品牌升级之路遇阻，企业分化严重	渠道升级，完善销售布局；产品升级，提高产品竞争力；品牌升级，任重道远
代表企业	安踏、匹克、喜得龙、金莱克、露友等	李宁、安踏、361度、贵人鸟、德尔惠等	安踏零售思维率先走出危机，超越李宁	安踏、李宁成为行业领先企业，特步、361° 随后
国外企业发展阶段	专注技术投入，开始全球化布局	通过外延扩张和内生孵化构建多品牌矩阵	优化品牌矩阵、聚焦高潜力增长新领域	完善全球布局，注重产品时尚和营销

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

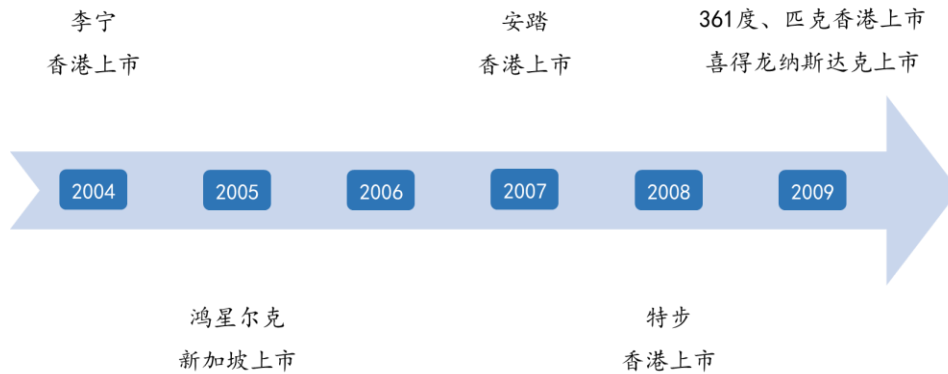
1.1.1 初始崛起阶段（1983-2000）：大量品牌涌现，运动服饰行业呈繁荣之态

20 世纪 80 年代，晋江鞋企造出了第一批运动鞋，鞋企以产品为重，没有自身的品牌。直至 1991 年，丰登鞋厂改名“匹克”，机缘之下成为八一男篮的赞助商，助力八一夺得年度冠军，打响了品牌名号，国产运动品牌开始如雨后春笋般出现涌现。同时期李宁在北京创建李宁品牌，运动服饰制造业开始呈现繁荣之态。

1.1.2 高速发展阶段（2001-2011）：奥运带动行业高速发展，国内品牌进入资本市场

进入新世纪，得益于中国申奥成功的巨大影响，中国运动服饰行业迎来高速发展时期。国产品牌开始追求国际化，纷纷更换品牌 logo，寻求明星代言，投放广告，并在大小城市进行渠道布局，并进军资本市场。国产品牌一度超越中国市场的耐克和阿迪，占据优势地位。

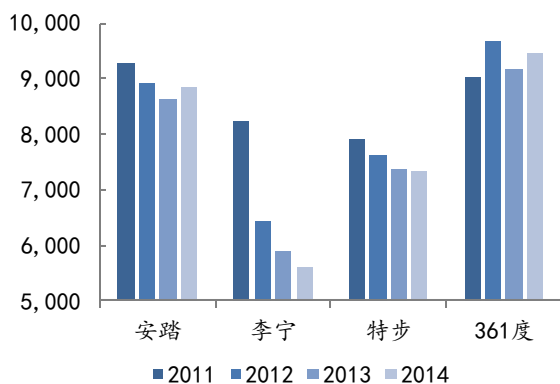
这一时期，李宁占据国内运动品牌的第一宝座，但李宁之下，几乎全部都是晋江品牌。2004 年李宁在中国香港成功上市，随后其他品牌也纷纷谋求上市。2005 年鸿星尔克在新加坡上市，2007 年安踏在香港上市，2008 年特步在香港上市，2009 年 361 度、匹克在香港上市，喜得龙在美国纳斯达克上市，晋江品牌接连登陆资本市场，挟行业景气之风高速发展。但繁荣背后隐藏着危机，国内运动品牌看似百花齐放，实则同质化竞争严重，产品、营销趋同，无论哪一个品牌都无法断言，自己已经将其他品牌抛在后面。

图 2：运动品牌纷纷登陆资本市场


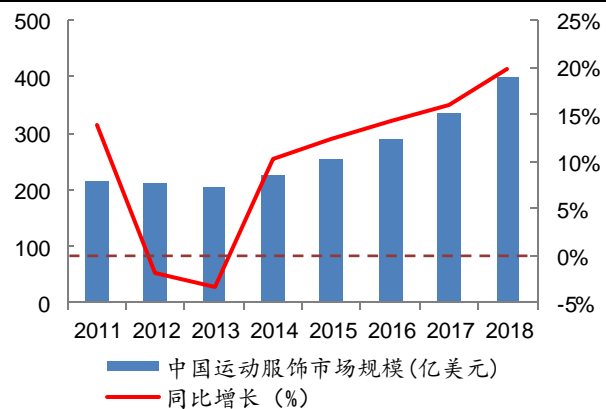
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

1.1.3 危机调整阶段（2012-2014）：库存危机爆发，品牌之路受阻

2008 年奥运热后，国内品牌爆发库存危机的原因主要有两点：一是同质化竞争，国内品牌集中在中低端市场，产品没有差异性，只能以价格取胜；二是批发为主的渠道模式，提前半年开订货会，对市场过热的预期导致库存慢慢积压，却难以调整。危机爆发后，国内品牌开始以极低的折扣清除库存并开始进行渠道变革，其中安踏渠道调整速度最快，率先走出危机，反超李宁成为国产品牌第一；李宁通过折扣店消耗库存，同时斥资 18 亿元回购经销商库存；特步直到 2017 年末宣布库存基本清理完毕，最后一部分以 1.5 亿人民币回购；更多品牌默默淡出了消费者的视线。此次库存危机严重打击了国产品牌的升级之路，国内品牌不仅丧失了中端市场的优势，更难以在高端市场与 Nike、Adidas 抗衡。

图 3：2011-2014 年国内运动品牌渠道数量普遍减少


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

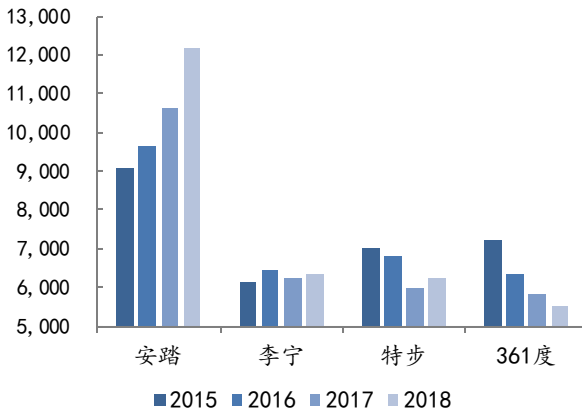
图 4：2011-2018 年中国运动服饰市场规模及增长情况


资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

1.1.4 优化升级阶段（2015 至今）：渠道、产品优化升级，品牌升级之路任重道远。

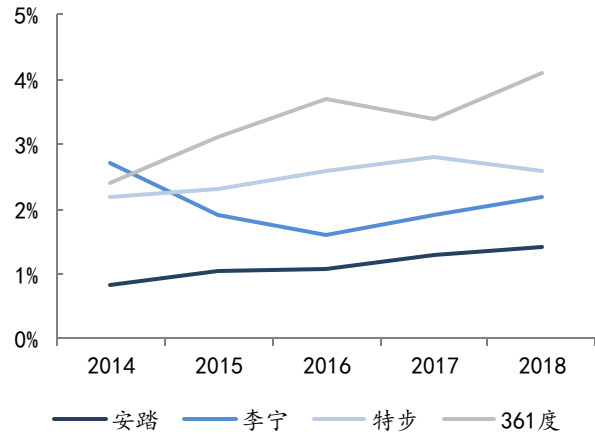
我国运动行业规模在 2012-2013 年的收缩之后恢复了增长，2018 年增速达 20%，增长显著。运动服饰作为服装里的优质赛道，规模占比不断提升，给品牌发展提供了土壤。虽然大量的国产运动品牌在库存危机中湮灭，但大浪淘沙之后，安踏、李宁、特步、361 度等品牌脱颖而出，进入下一阶段的发展。其中安踏、李宁近几年通过渠道、产品的升级，确立了国内领先品牌的地位，但与 Nike、Adidas 等国外头部品牌相比仍然有差距，品牌升级之路任重道远。

图 5：2015 年后安踏的渠道数量率先恢复增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：国内品牌研发费率普遍提升



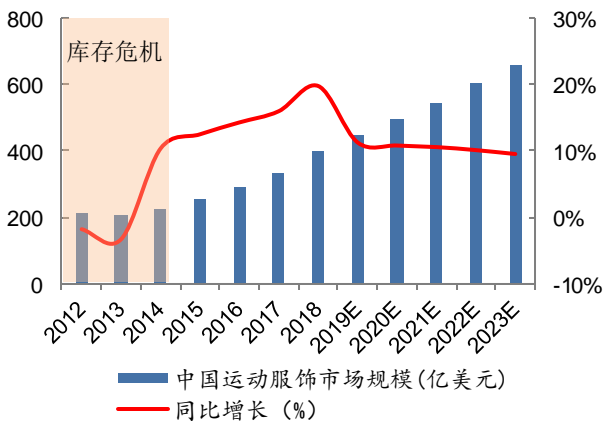
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 三大因素驱动行业持续景气，格局更趋集中

2.1 运动服饰持续高增长，前景广阔

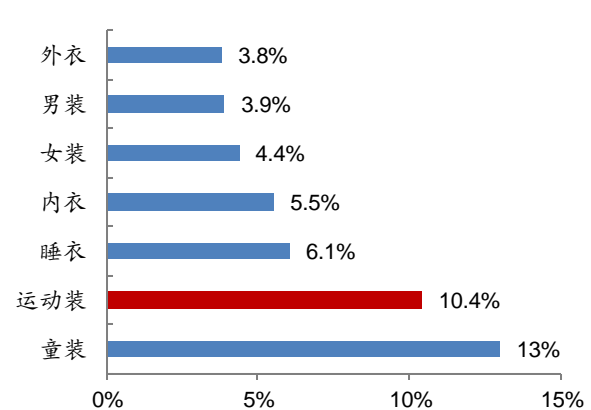
库存危机后，中国运动服饰市场规模恢复增长，且增速不断提升。在 2012-2013 年连续两年收缩后，我国运动服饰行业规模恢复了增长，至 2018 年超过 400 亿美元，同比增速高达 19.52%。与其他国家相比，我国运动服饰市场规模增速更高：2008-2018 十年间，我国运动服饰市场规模复合增速达 9.8%，同期英国为 6.4%，美国为 5.5%，日本为 2.6%，德国为 2.2%。预计未来五年我国市场规模将保持 10% 左右的稳定增长，2023 年将达到 658 亿美元。

图 7：中国运动服饰市场规模预期持续增长



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 8：2018-2023 年运动服饰行业复合增速预期表现抢眼



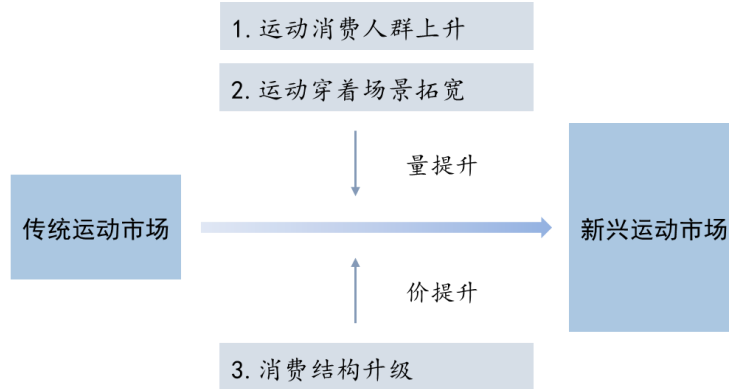
资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

2.2 三大因素驱动行业发展，量价齐升

三大因素驱动行业发展，运动人群上升和穿着场景拓宽带来量的提升，消费升级带来价的增长，整个运动行

业量价齐升，增长动力足。

图 9：三大因素驱动行业景气



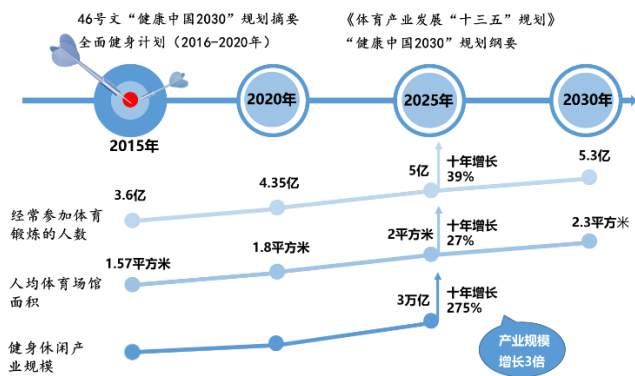
资料来源：东兴证券研究所

2.2.1 消费人群上升，带动需求增长

随着全民健康意识的增强，加之国家政策的引导，越来越多的人加入体育锻炼行列。专业运动人数提升，2011-2018 年马拉松参加人数由 40 万增至 583 万，2018 年增速为 17%；日常运动健身人群增加，2018 年健身房健身人数达 1830 万人，健身软件 Keep 累计突破 1.6 亿人次。运动人群的上升，直接带动运动服饰需求的增长。

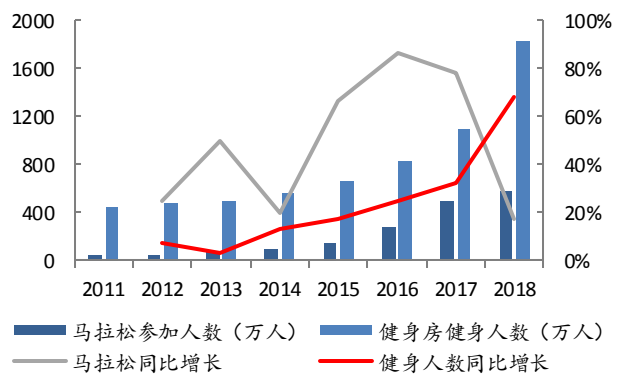
根据国家体育总局的统计，我国目前的体育人口（经常参加体育锻炼的人数）目前约 4.3 亿人，渗透率略超 30%，而在发达国家这一数字接近 50%。就整个体育产业规模看，我国体育产业在 GDP 的占比约为 1.9%，根据国家规划目标是将其提升至 3%。我国的运动人群和体育产业的规模都有很大的上升潜力。

图 10：中国健身运动产业发展目标



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

图 11：2011-2018 年中国马拉松、健身房参加人数



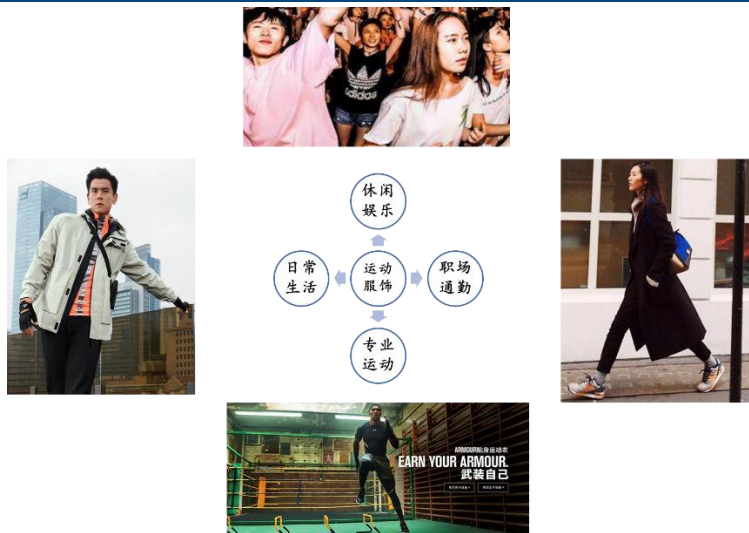
资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

2.2.2 穿着场景延伸，打开增量市场

运动服饰穿着场景延伸，打开了市场增量空间。消费者在选择运动服饰时，不再只考虑专业性需求，而是更加注重服饰的设计美感与时尚成分。据消费市场数据，到 2020 年，全球运动时尚市场价值将达到 2290 亿英镑，而运动休闲风 (Athleisure Trend) 作为一个全新的单词也已被收入词典。根据前瞻产业院的数据，我国 2017 年运动时尚服饰销量达 520.06 亿元，同比增长 8.50%；运动时尚鞋类销量 636.28 亿元，同比增长

14.30%，运动时尚市场增长空间广阔。

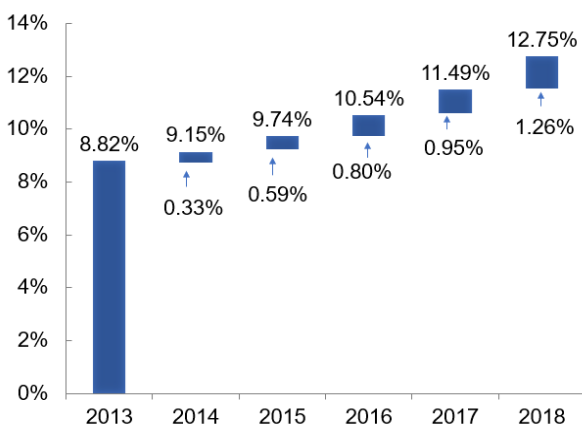
图 12：运动服饰多场景应用，运动时尚风受追捧



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

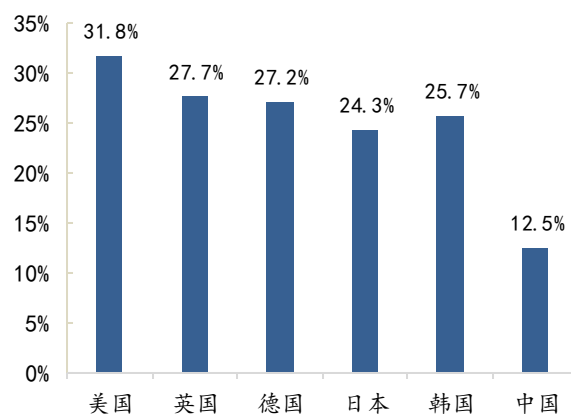
运动服饰在整体服饰市场占比不断提升，行业规模预期增速表现抢眼。2013-2018 年运动服饰在整体服饰中的占比持续上升，2018 年达 12.75%。随着人均收入水平的提高，人们穿衣更注重舒适性，因此运动服饰渗透率的提升成为必然趋势，在美国运动服饰的渗透率达到了 31.80%，日韩分别达到了 24.3%和 25.7%。

图 13：中国运动服饰在整体服饰中占比不断提升



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

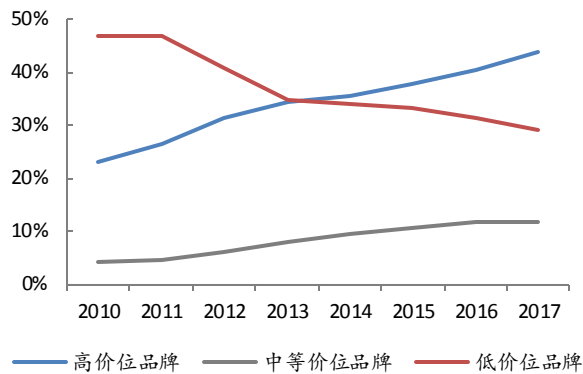
图 14：各国运动鞋服人均年消费额占各类鞋服人均年消费额的比重（2018 年）



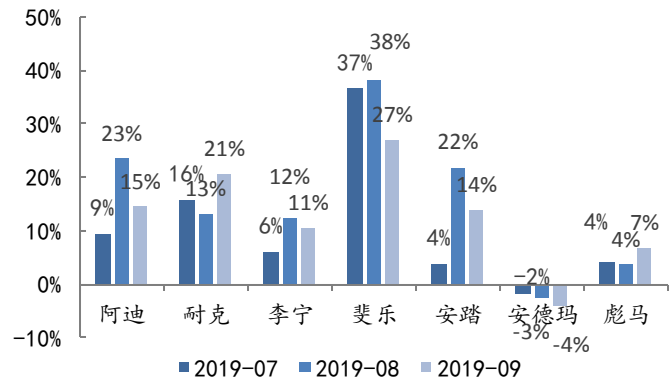
资料来源：滔搏全球发售公告，东兴证券研究所

2.2.3 行业消费升级，拉动价格提升

我们选取中国市场市占率前 29 大运动品牌，以每个品牌淘宝搜索价格为样本，样本容量 10208，计算品牌商品价格均值。根据价格均值将运动品牌划分为三个档次，高价位、中等价位和低价位，计算每个档次的市占率变化情况。可以看出从 2010 年到 2017 年，低价位品牌的市占率逐渐被其他品牌侵占。从品牌来看，主要品牌的线上价格也明显提升。行业消费升级趋势显著，价格提升将推动市场规模进一步扩大。

图 15：不同层级运动品牌的市占率变化（%）


资料来源：Euromonitor，淘宝，东兴证券研究所

图 16：各品牌三季度线上价格明显提升


资料来源：淘宝，东兴证券研究所

2.2.4 渠道、品牌优化，库存周期不再重现

回顾中国运动服饰品牌发展史，在经历了北京奥运会黄金发展期后，品牌进入库存危机阶段，当下处于优化调整后的新时期。我们认为运动行业此轮发展有别于 2008 年前后，运动服饰行业不仅具有广阔的增长空间，运动品牌也经历了成长，保证了行业增长稳定可持续。

1、2008 年前后：同质化竞争严重，库存高企

2008 年奥运会前后，国产品牌发展达到巅峰，但繁荣背后暗含隐忧。国内龙头运动品牌扩张迅速但缺乏现代化的管理制度，产品模仿跟风严重，造成品牌同质化竞争，缺乏核心竞争力。

- **库存危机打击严重。**基于对运动市场的乐观预期，2008 年后国内品牌加快了扩张的步伐，但由于品牌意识薄弱，企业均集中在中低端市场竞争，同质化严重。运动品牌的销售方式仍分销商为主导，品牌没有对渠道的了解可掌控，对市场变化难以快速反应。
- **品牌升级之路受阻。**危机爆发后，国产运动品牌都选择了以折扣的方式清理库存，从此丧失了品牌所处的中端市场地位，同时频繁的打折将国内品牌拉入低端品牌的境地，进一步打击了品牌形象。

2、2019 年后：渠道优化，品牌定位清晰

经历库存危机后，幸存的国产品牌安踏、李宁、特步、361 度，在渠道、品牌方面进行了优化，其中安踏、李宁表现突出。面临新的发展机遇，国内品牌具备了可持续增长的实力。

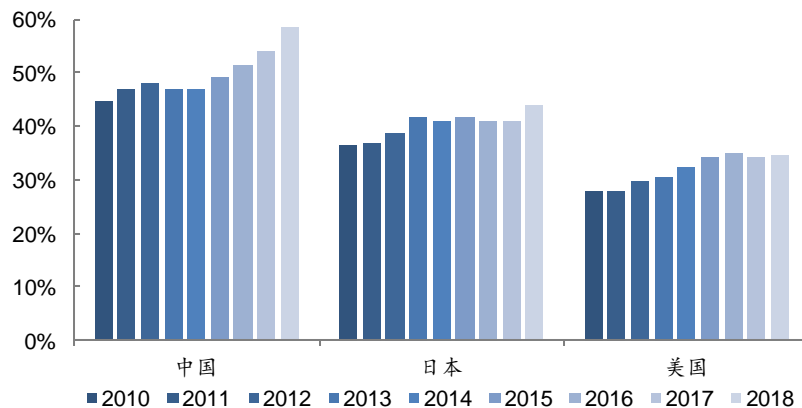
- **优化渠道结构，提高渠道效率。**为了改善渠道，国产品牌采取了一系列措施，减少分销层级、加强分销商管理、布局线上电商等，建立线上线下一体化运营模式。安踏率先实施零售导向的发展模式，将原本复杂的经销商、加盟商制度简化，设立销售经营部管理大区，使得门店管理扁平化，终端零售大幅提升。李宁通过渠道管理，显著提升了运营能力，存货周转速度更快、新品率更高为引领市场潮流提供可能。
- **明确品牌定位，加码运动时尚。**国内品牌经历危机后，纷纷调整策略，明确了品牌的定位。安踏主品牌定位极致性价比的专业运动装备，收购品牌 FILA 精准定位高端运动时尚；李宁主品牌面向专业运动，中国李宁系列则进军高端时尚领域，引领国潮风；特步、361 度也纷纷重塑品牌形象，朝年轻化、时尚化发展。

2.3 行业集中度高，头部企业优势突出

2.3.1 行业集中度不断提升，高于美日

我国运动服饰行业集中度不断提升。由于运动鞋服带有明显的功能属性，品牌力对于行业竞争尤为重要。2010-2017年，中国运动服饰CR5由44.7%升至57.3%，较库存危机后2014年提升了10.2个百分点。与美日相比，中国运动服饰行业集中度明显更高，2015-2017年美国运动服饰CR5稳定在41%左右，日本运动服饰CR5稳定在34.5%左右。

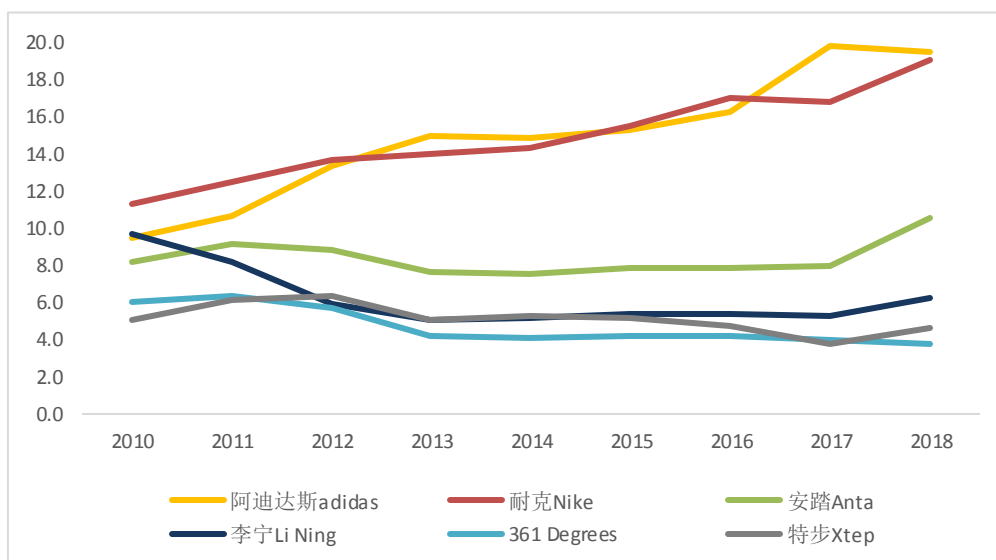
图 17：中国运动服饰行业 CR5 提升，且高于日美



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

耐克阿迪保持绝对优势，国内品牌呈追赶之势。从品牌来看，中日美市场前两名均为耐克和阿迪达斯，三至五名多为国内本土企业。2010-2017年，Nike、Adidas 在中国市场的市占率提升明显由 20.8% 升至 36.6%；国内品牌安踏、李宁、特步、361 度等的市占率自库存危机后市占率有下滑，但近两年安踏、李宁国产双龙头呈追赶之势；FILA 呈快速发展之势，市占率由 0.3% 提升至 2.6%；而部分竞争力不强的品牌趋于消逝，如喜得龙、Kappa。

图 18：中国市场运动品牌 top6 市占率变化

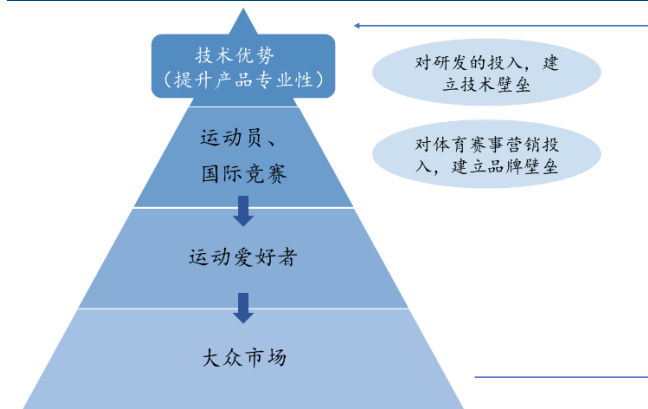


资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

2.3.2 头部企业优势突出，差异化特征明显

耐克阿迪依靠技术与营销建立绝对优势。耐克、阿迪成立时间较早，持续的研发积累，使产品的科技含量更高，在篮球、足球等传统运动领域，技术优势绝对领先其他品牌。同时，耐克和阿迪占据着全球最好的营销资源，无论是体育赛事赞助、明星代言等传统营销方式，还是饥饿营销、社群营销、跨界营销等新兴营销方式。耐克、阿迪通过技术优势打造产品竞争力，营销进一步放大优势，建立品牌壁垒，市场地位始终处于全球前二。

图 19：耐克、阿迪依靠技术和营销建立了绝对的领先地位 图 20：其他运动品牌差异化定位



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所



资料来源：东兴证券研究所

其他品牌定位差异化，定向突破打开市场。在 Nike、Adidas 占据市场前二的情况下，其他品牌通过在价格区间、专业性、时尚度等方面的差异，定向突破打开市场。如 Puma 加码运动时尚，以明星联名恢复热度，打开女性时尚休闲市场；黑马品牌 Lululemon 专注瑜伽细分领域，成为加拿大第一专业运动品牌。年轻品牌 Under Armour 聚焦功能性运动服饰，成为训练紧身衣的代名词。

相比之下，国内头部品牌安踏、李宁定位于中低端市场，特步、361 度定位于低端市场，性价比仍是产品的主要竞争力；FILA、中国李宁以运动时尚为突破口，面向中高端市场；细分赛道代表比音勒芬专注高端运动休闲服饰，经营壁垒清晰。在未来行业高端化、细分化和品牌化的趋势下，企业差异性将越发明显。

表格 2：知名运动品牌差异化特征

品牌	产品定位	渠道结构	品牌营销	主要业绩驱动因素
	科技为先、创新驱动	代销 60%+，直营比重不断上升	创意广告、赛事营销、社媒互动	北美收入占比超四成，海外业务增长速度超本土，电商业务提速发展
	时尚化、新技术应用	经销店为主，占比 60% 以上	饥饿营销、明星同款、个性化定制	主品牌营收占比 90%+ 且增速抢眼，欧美亚营收三足鼎立，大中华区和北美业务增速明显
	细分、专业性运动服饰	以完全批发方式销售	明星代言、kol 渠道合作、广告借势	2018 年服装品类收入占比 66.7%，鞋类占比 20.5%；北美地区收入占比超过 71.9%
	时尚潮流运动服饰	分销收入占比 80% 左右	跨界联名、社群营销、明星带货	2019 二季度全球销售额同比增长 16.9%，亚太市场二季度销售额同比增长 23.0%
	时尚休闲运动服饰	分销收入占比 70% 左右	明星引流、专业体育布局、超级大店	2018 年北美市场占比 49.5%，中国内地零售额同比高速增长 36%
	中高端运动时尚服饰	分销收入占比 80% 左右	奢侈品联名、明星代言	2018 年销售额同比增长 31.6%，亚洲市场是主要来源

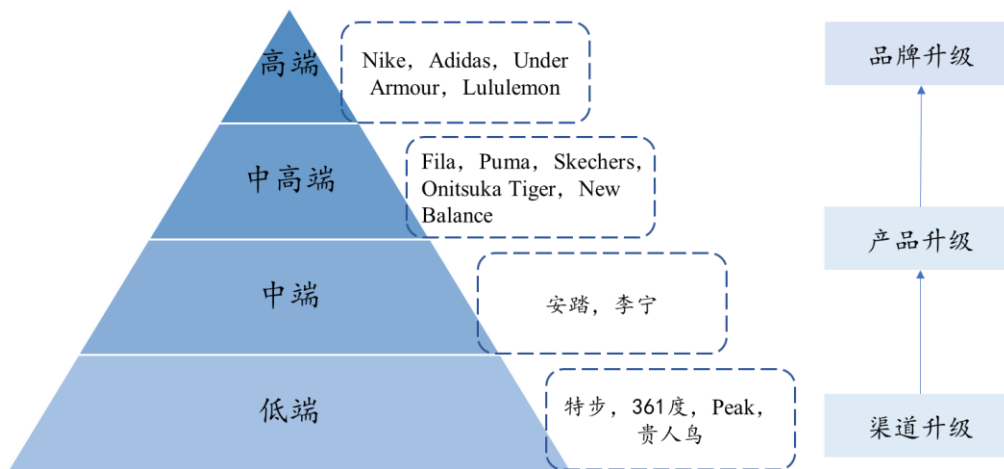
	高端功能性服饰	自营零售为主，电商比例不断提升	线下体验、KOL引流、社群营销	美国地区营收占比超 70%；亚太地区增长最快，保持 20% 以上水平，直营门店收入占比 64.7%
	多品牌战略扩张	安踏经销，FILA 直营零售为主	明星代言、文化营销、时装周	零售导向模式下，主品牌安踏稳定增长，FILA 高速增长，其他品牌培育中
	单品牌、多品类、多渠道	经销店为主，约占门店 76%	赛事赞助、线下活动、国潮时装周	李宁主品牌占总营收 99%，成为业绩增长主要驱动因素，电商销售额不断提升
	高尔夫休闲细分赛道	直营加盟店各占一半左右	赛事赞助、明星代言	2018 年直营(联营+非联营)收入占总收入 75.47%，贡献主要业绩增长
	中低端运动鞋服市场	经销经营为主、直营为辅	明星代言、赛事赞助	2018 年 82.7% 收益由主品牌贡献，实施品牌重塑策略
	功能性体育产品	直营店占店铺总数约 60%	节目植入、马拉松赛事赞助	产品创新和零售网络建设驱动业绩增长，电商收入贡献持续超过 20%

资料来源：公司公告，官方网站，东兴证券研究所

3. 渠道、产品、品牌三维升级，成就优秀品牌

运动品牌在发展过程中，逐渐分化，升级方向亦不同。综合考虑品牌定位、市占率等因素，将品牌分为高端、中高端、中端和低端四类。无论是高端品牌，还是低端品牌，都可以从渠道、产品和品牌三个维度升级突破，侧重点不同。低端品牌由于实力较弱，重心在渠道升级；中端品牌渠道效率与低端品牌相比，已显著提高，重心在产品升级；中高端及高端品牌在渠道、产品方面已处于行业前列，重心在品牌升级。具体到每个维度，不同层级品牌有不同任务。

图 21：三维升级模型，不同层级品牌各有侧重



资料来源：东兴证券研究所

渠道升级：运动品牌的渠道可分为线下批发、零售和线上电商。渠道升级的首先要完成渠道结构的合理安排，即权衡成本与收益布局各渠道占比。随着品牌实力的提升，品牌需要强化渠道管理，提高运营效率。最终渠道结构发展为“类直营”方式，但品牌对每种渠道的管理效果都像直营店一样高效。

产品升级：运动服饰不同于其他服饰行业，用户群体包括专业运动员、业余运动爱好者和休闲服饰需求者，

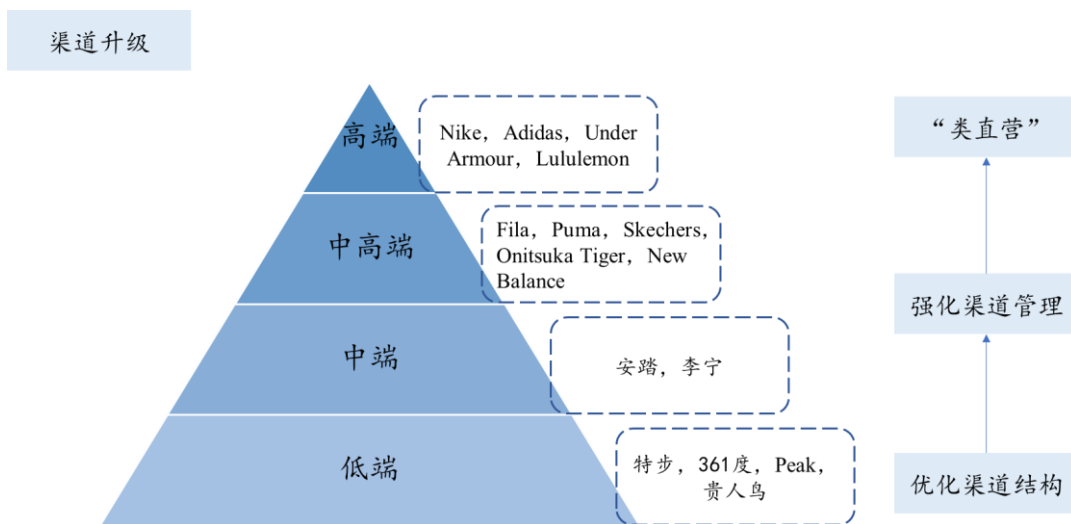
这导致运动服饰具备科技性和时尚性双重属性，各品牌为满足不同客户群体的需求，形成不同的品牌定位。在此基础上，一部分品牌选择强化科技属性，提高产品的科技含量，如 Under Armour；一部分品牌选择加强时尚属性，提升产品的时尚感，如 PUMA。高端品牌的产品在提升过程中，逐渐向轻奢化发展。

品牌升级：运动服饰品类特点使得头部企业优势突出，企业能产生品牌力；随着品牌力的提升，头部企业优势再次加强，反过来又提升品牌的市占率。品牌营销是品牌溢价的直接驱动力，营销产生的品牌文化，为品牌溢价提供内生动力。品牌营销包括传统营销和新兴营销，目前新兴营销对品牌力的作用越来越大。

3.1 从优化渠道结构到“类直营”，渠道升级效率为先

衡量成本收益，优化渠道结构。不同品牌的产品定位不同，渠道布局也有所不同。其中，经销商开店成本较低，但品牌对渠道的管控力不强，经营效率有待提高；直营店开店成本和经营效率都更高，是品牌旗舰店、体验店采取的主要方式；电商作为新零售模式，量价提升空间大，随着数字化战略高速普及，电商对直营门店的强大赋能作用日渐凸显，是当前各层级运动品牌均可布局的渠道。

图 22：三维升级模型之渠道升级

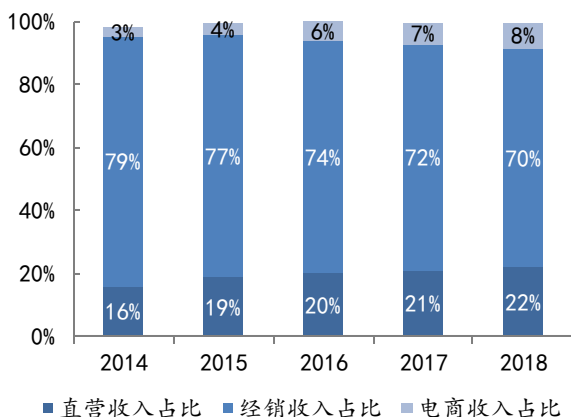


资料来源：东兴证券研究所

3.1.1 聚焦渠道效率，优化渠道结构

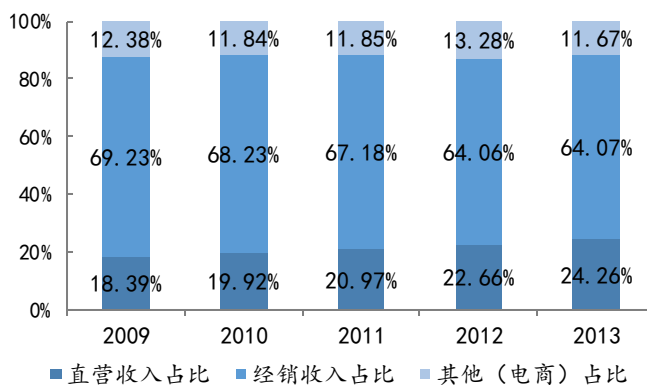
国际品牌：大经销商模式具备规模效应，提升直营占比成主要布局方向。品牌发展初期，为尽快扩张市场，运动品牌通常采用经销商的销售模式，Nike、Adidas 的经销商滔博运动和宝胜国际成功帮助品牌下沉到三四线市场。但随着品牌实力增强，运动品牌在一二线的渠道逐渐向直营转移，Nike、Adidas 近年来直营收入占比稳步提高，提升门店形象和店效的直营店为品牌提供更高的附加价值。对于中高端新兴品牌，直营是主要的布局渠道，Under Armour、Lululemon 直营收入占比分别为 63.46%、65.0%，FILA 采取全部直营的方式。

图 23：2014-2018 年 Nike 直营收入占比逐渐提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

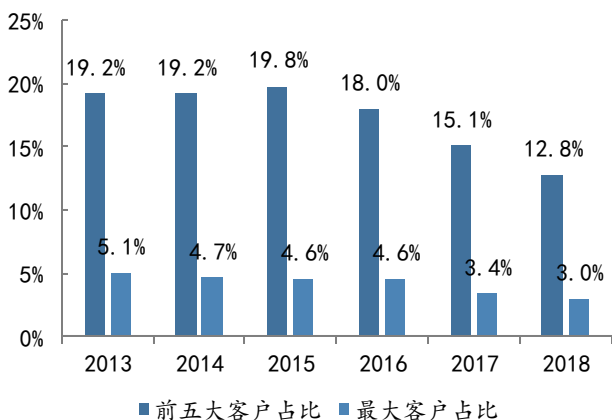
图 24：2009-2013 年 Adidas 各渠道收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

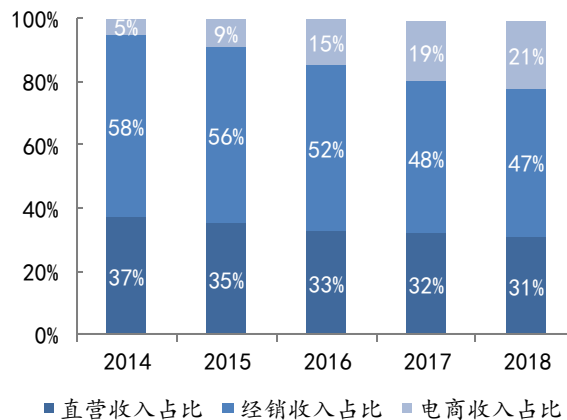
国内品牌：经销为主，直营为辅，零售导向提升终端营运能力。国内品牌普遍采取经销为主，直营为辅的销售方式，经销商与 Nike、Adidas 相比，较为分散。以安踏为例，安踏前五大经销商占公司收入比重已经下降到 12.8%。李宁近几年经销商收入占比亦呈下降趋势，目前策略以效率为先而非追求直营占比的提高。

图 25：安踏体育前五大客户占比较小且在下降



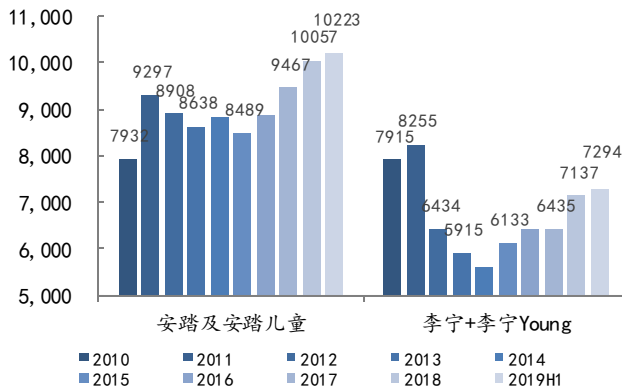
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 26：李宁各渠道收入占比

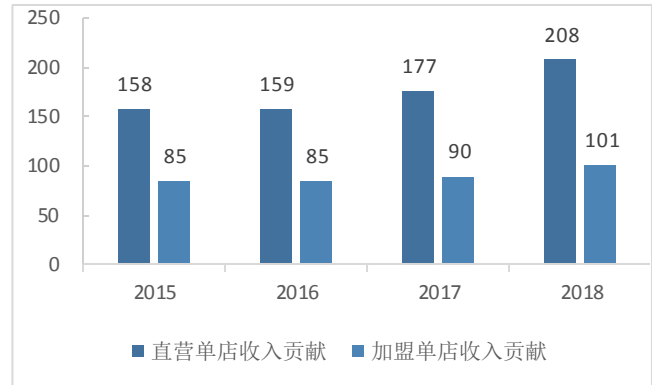


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

为优化渠道结构，品牌普遍从三个方向发力：①提高对经销商的管控力。安踏在行业内最早实行“全方位零售导向”，从原有的多层级分销模式转化扁平化模式，以信息化手段及时监控经销商销售表现及库存，提高终端反应能力，此后李宁、特步亦在渠道建设方面朝此发展。②开店更注重质量。李宁 2016 年就开始缩减门店数量，开大店关小店，致力于提升店效；安踏未来十年将以购物中心为最主要渠道，街铺从小而杂向大而精转型。③加快布局电商零售。李宁、特步率先抓住电商契机，2018 年收入占比已达 20%+；安踏提出未来一到三年电商收入占比由 2015 年的近 10% 升至 20% 的目标。

图 27：安踏主品牌和李宁品牌的店面数恢复正增长


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 28：李宁单店对上市公司的收入贡献（单位：万元/年）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表格 3：国内主要品牌线上占比变化

年份	李宁	特步	361 度
2014	4.9%	单位数	-
2015	8.6%	低双位数	-
2016	14.3%	高百分之十几	1.4%
2017	18.8%	20%+	7.7%
2018	21.1%	20%+	14.3%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：李宁 2014 年将线上渠道调整为直营，361 度 2016 年 8 月 30 日将电商业务由分销转为自营。

3.1.2 强化渠道管理，向“类直营”发展

针对不同渠道差异化管理，品牌销售向“类直营”发展。经销渠道上，品牌向零售管理模式转型，与经销商长期稳定合作，提高经销渠道的效率；直营渠道上，品牌通过门店多元化来提高零售运营能力，智慧零售是未来发展的方向，是店面升级、提高零售效率的关键；电商渠道建立“预热-销售-补货-折扣”的销售闭环，结合大数据完善用户画像，提高营销和销售的精准度。

(1) 经销商：向零售管理模式转型，谋求长期稳定合作

目前经销商仍然是运动品牌最重要的销售渠道，国外品牌已形成稳定且具规模的经销商，经销商本身具备管理能力。Nike 和 Adidas 两大品牌在中国的经销商为宝胜国际和滔搏运动，贡献品牌中国区营收 50% 以上。宝胜和滔搏在与运动品牌合作之前，已具备强大的销售网络和良好的渠道管理能力，与 Nike、Adidas 强强联合，帮助两大高端品牌下沉到三四线城市，实现了线下渠道的全覆盖。

图 29：宝胜国际旗下的胜道体育



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

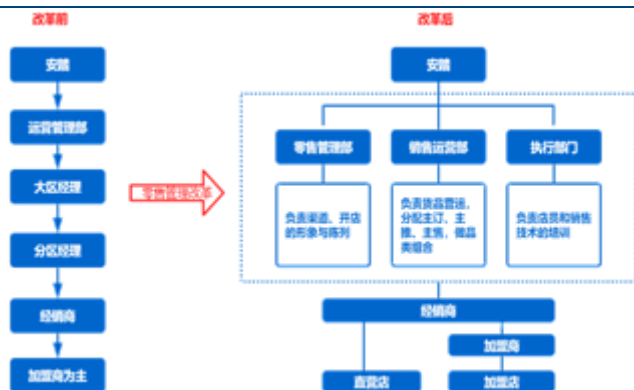
图 30：百丽国际旗下的滔搏运动



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

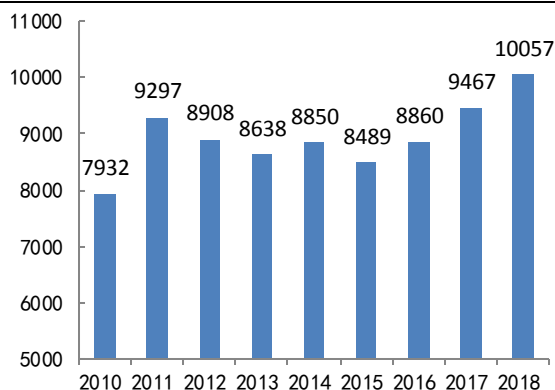
国内品牌经销商小而多，向零售管理模式转型。国内品牌的经销商规模小、数量多。库存危机后，品牌逐渐加强对经销商的管理。安踏率先采取零售管理，将原有的多层级分销模式转化为扁平化模式，取消大区、分区经理，设立零售管理部、销售运营部、执行部门，对经销商直接进行管理，包括订货、店面运营、库存管理、店员培训等多个方面。同时，品牌开店更加注重质量，而不是数量本身。

图 31：安踏经销商改革为扁平化零售管理模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 32：安踏及安踏儿童门店数先降后升

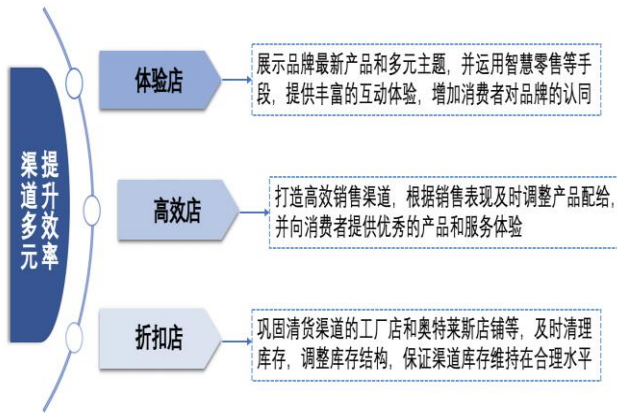


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

(2) 直营店：门店多元化，增强零售运营能力

直营店是运动品牌效率最高的销售渠道，且直营收入的占比逐年提升，品牌通过门店多元化来提高零售运营能力。根据市场需求，品牌开设多元化的门店，从体验店、高效店、折扣店等全方位进行渠道布局。体验店的主要目的是打造品牌形象，增强品牌力和消费者粘性。高效店的主要目的是提高销售收入，对门店的位置、大小、产品配给等要求较高。折扣店的主要目的是在不伤害品牌力的前提下消化库存，通过工厂店和奥特莱斯店，及时清理库存。通过多元渠道布局，品牌对不同层级的市场进行有效覆盖，针对不同市场差异化布局，最大化地发挥直营店的作用。

图 33：安踏门店多元化提高渠道效率



资料来源：，东兴证券研究所

图 34：李宁品牌的门店分类

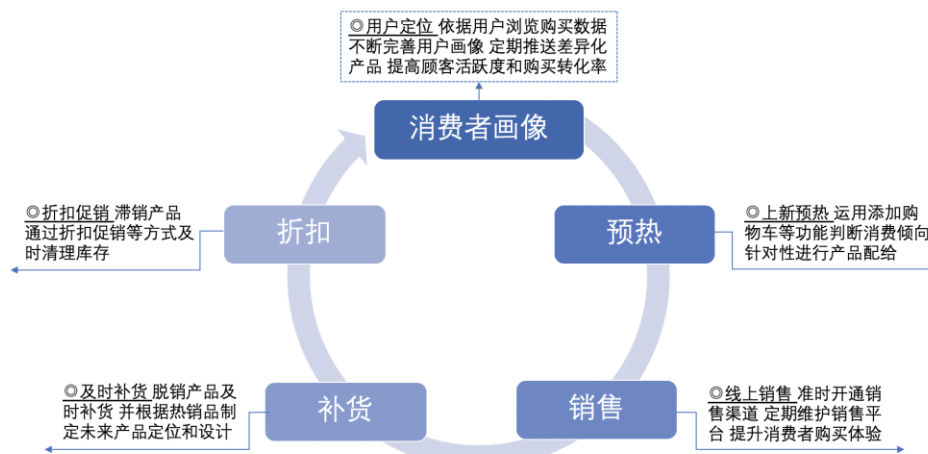


资料来源：李宁业绩公告，东兴证券研究所

(3) 电商：发力数字电商，建立线上销售闭环

电商已成为运动品牌销售增长最快的渠道，重要性日益突出。品牌通过电商平台建设，形成“预热-销售-补货-折扣”的销售闭环，电商不再仅仅是消化库存的渠道，而是品牌销售增长最重要的驱动力。预热环节可通过产品加入购物车的数量判断消费者的偏好，有针对性地生产和配给产品；销售环节加快产品调拨速度，提升消费者购买体验；补货环节升级库存调拨平台，即使补货脱销产品；折扣环节对滞销商品进行促销，清理库存。基于上一轮的销售数据，品牌可根据热销产品和滞销产品的特征，设计下一轮的产品；同时依据消费者浏览购买的数据形成消费者画像，可同时应用于线上线下渠道，提高客户活跃度和购买转化率。

图 35：完善电商平台建设，形成产品预热-销售-补货-折扣的销售闭环



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

3.2 强化科技与时尚属性，运动鞋服产品“轻奢化”

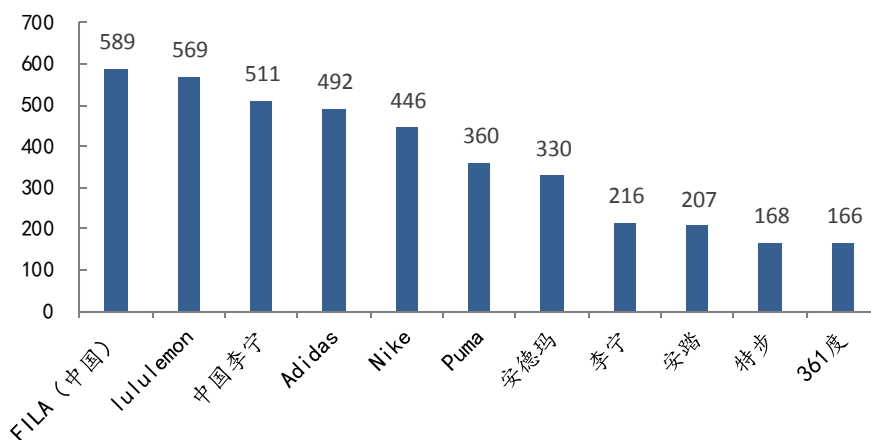
运动服饰不同于其他服饰行业，用户群体包括专业运动员、业余运动爱好者和休闲服饰需求者，这导致运动服饰具备科技性和时尚性双重属性，各品牌为满足不同客户群体的需求，形成不同的品牌定位。

表格 4：主要运动品牌的研发投入和鞋服占比

	Adidas	Puma	Asics	安踏	李宁	特步	361度
研发费(亿元)	12.02	4.30	2.80	5.98	2.30	1.66	2.14
研发费率	0.70%	1.20%	1.20%	2.48%	2.18%	2.60%	4.10%
服装收入占比	37.52%	36.30%	11.69%	61.03%	50.58%	36.50%	38.50%
鞋类收入占比	58.33%	47.00%	83.33%	35.85%	43.78%	61.50%	42.70%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

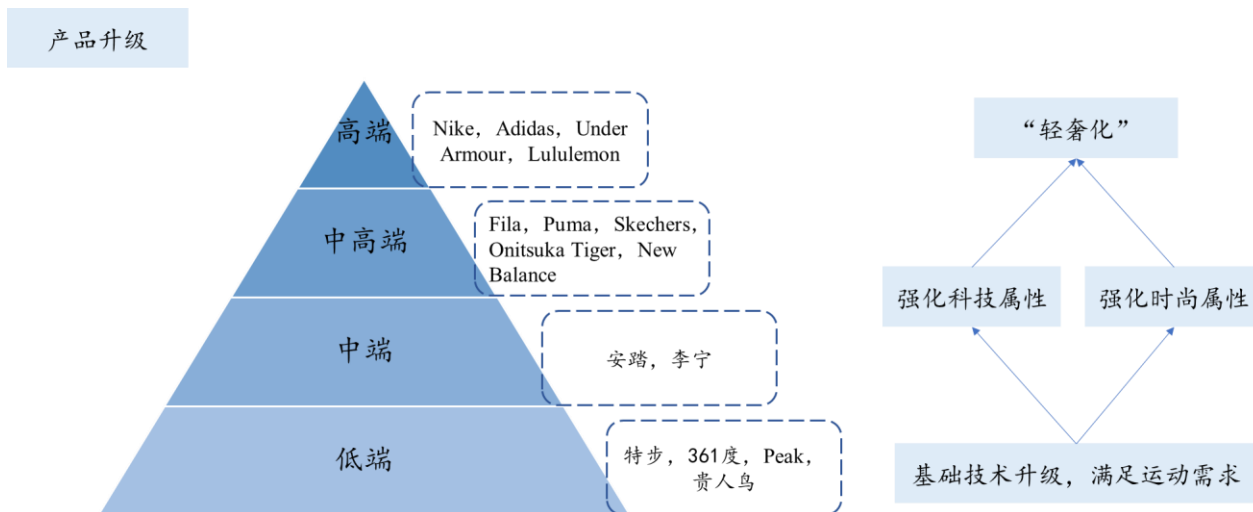
图 36：网上平台各运动品牌 30 天内平均成交价格（2019 年 9 月数据）



资料来源：阿里平台数据，东兴证券研究所

但无论哪个层级的品牌，在提高产品的竞争力时，都需要提升其科技属性，这是运动鞋服的基础要求。在此基础上，一部分品牌选择强化科技属性，提高产品的科技含量，如安德玛；一部分品牌选择加强时尚属性，提升产品的时尚感，如彪马。高端品牌的产品在提升过程中，逐渐向轻奢化发展。

图 37：三维升级模型之产品升级



资料来源：东兴证券研究所

3.2.1 技术升级，强化产品科技属性

运动鞋服对专业性、功能性的要求高，体现在以下三个方面：**舒适性**：运动服饰要具备较好的透气性、散热性和导湿性；运动鞋柔软而富有弹性的，透气适脚，有缓冲作用；**功能性**：运动服饰具备良好的伸缩性，满足运动时拉伸的需求，一些特殊运动项目的服装还需有防护性能，如保暖、防水、耐晒等；运动鞋具有良好的吸震、扭转、止滑、反弹效果；**耐久性**：由于外在环境和消费者使用，运动鞋服的功能性会受水洗、尘埃、温度变化，紫外线辐射等因素的影响，性能下降，这就要求运动鞋服在使用中具备一定的耐磨、耐久性。

1、运动鞋的技术升级

体育运动巨头具备先发优势，国内品牌专注擅长领域。运动鞋的技术体现在鞋面、鞋底两个方面，鞋面要具备支撑力和耐磨性，将足部稳固固定在鞋底上；鞋底要具备缓震性、回弹性和扭转性，其中鞋底是运动鞋技术的核心。国外运动品牌起步较早，在长期发展中积累了先发优势，掌握行业中的领先技术。**国内品牌在传统运动项目上，与国际品牌仍有差距，因此将研发专注于自己较为擅长的核心品类。**李宁和安踏均战略性放弃足球鞋，专攻跑步、篮球等领域的技术研发。

表格 5：主要运动品牌的技术水平

分类	品牌	领域	技术特点
欧美品牌	Nike	跑步、篮球、足球、综训	研发中心支持，系统化技术创新，处于行业领先地位
	Adidas	跑步、篮球、足球、综训	保障研发投入，技术层面迎头赶上，位居行业第二
	New Balance	跑步、休闲	独家研发的吸震垫技术，多高度多宽度鞋型，为跑步而生
日本品牌	亚瑟士	跑步、网球、排球、训练	亚洲跑鞋之王，GEL 缓震技术迭代更新 25 代
	美津浓	跑步、足球、训练	始于棒球服饰，精于跑步鞋与足球鞋
国内品牌	安踏	跑步、篮球、运动生活、综训	李宁具备一定的技术底蕴，其他品牌近几年开始注重自主研发，逐步增加研发投入以提升产品的科技水平。但国内运动品牌的科技实力距世界水平仍有较大差距
	李宁	跑步、训练、篮球、运动时尚	
	特步	跑步、综训、运动生活	
	361 度	跑步、篮球、生活、综训	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

技术创新永无止境，独家技术形成品牌竞争力。体育运动巨头 Nike 于 1980 年设立全球首家运动研究实验室，开始系统化的技术升级之路，其气垫减震技术始终处于行业领先地位。Adidas 过去在技术创新上一直被 Nike 压制，直至 2013 年中底缓震技术 Boost 的研发问世，Adidas 终于实现了技术层面的迎头赶上。**国内品牌起步较晚，过去同质化竞争，技术投入不多，近年来开始注重自主研发，李宁、安踏处于国内领先水平，昭示着国内品牌走出模仿创新模式，自主研发掌握核心技术。**各品牌在发展过程中逐渐形成独家的成熟减震技术，减震技术在一定程度上也成了品牌的文化符号。

表格 6：运动鞋减震技术

名称	原理	代表品牌
气垫减震	利用气垫达到减震效果	Nike 气垫减震技术 特步减震旋科技
材料减震	依靠特殊材料吸收能量，达到减震的效果	Adidas Boost 减震材料 亚瑟士 GEL 减震凝胶 361 度 Quick form 技术
机械结构减震	依靠机械结构达到减震效果	New Balance 脚弓支撑器 “李宁云”减震技术

安踏 A-form 足弓减震技术

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、运动服饰的技术升级

体育运动巨头的技术研发集中在运动鞋领域，新兴品牌可在服饰领域找到市场空白，开辟细分市场。Nike、Adidas 两大巨头虽然产品线长、覆盖范围广，但核心仍聚焦于跑步、综训、篮球及足球四大品类，运动服满足基本的功能性、耐久性要求，在舒适性方面却表现欠佳，尤其是对贴身度要求高的紧身衣、瑜伽服等。Lululemon、Under Armour 发现这一市场空白，以瑜伽服、紧身衣进入市场，迅速跻身运动品牌前列。

科技注入纺织面料，持续研发巩固市场。对于贴身类运动服饰，面料的功能和舒适性至关重要。Lululemon 产品克服了传统瑜伽服闷热、紧绷的痛点，改良为速干排汗、触感轻柔、凉爽、高弹力、四向拉伸的优势，受到广大消费者好评。lululemon 为了通过技术研发建立自己的竞争优势，拥有名为 Whitespace 的研发中心，专门负责研发新面料。Under Armour 一直以来坚持科技公司的定位，而不仅仅是一家运动服生产商，公司创新实验室内设有拉伸和压缩材料、步态分析系统、干洗系统、3D 打印机和激光切割机等。Lululemon 和 Under Armour 将科技注入纺织面料，打开了细分市场，市场占有率一度超越 Puma、Skecher 等传统运动品牌。

表格 7：Lululemon、Under Armour 面料科技含量高

品牌	面料	科技含量	特点	主要产品
Lululemon	LUON 系列	拥有独特横截面结构的聚酯纤维和柔软舒适的特殊工艺尼龙	招牌面料，吸湿排汗，触感柔软	瑜伽系列，经典长裤和经典 bra
	SILVERSCENT 系列	添加 X-STATIC 银光纤，阻止细菌的生长	抑菌，防臭	跑步系列短袖
	Meshes and Liners 系列	添加来自甲壳纲动物的 Chitosan，提供持久的抗菌效果	轻，有弹力，比传统的网质面料提供更好的覆盖	主要用于跑步系列
	VITASEA	海藻类植物提取的纱线	柔软，洗后不变形	T 恤衫及其他轻薄衣物
	Sweater Knit	竹子和开司米混纺	轻、透气、柔软	瑜伽服
Under Armour	HeatGear 系列	强力伸缩型、排潮面料	四维弹力，排汗透气，抑菌	适用于气候条件高于 24°C 的运动
	ColdGear 系列	矿物成分面料捕捉热量，Celliant 纺织技术	轻盈，吸收紫外线	适用于气候条件低于 12°C 或极度严寒下的运动
	FootWear 系列	弹性底盘科技，四维气垫	轻盈弹性，支撑力保护	跑鞋、篮球鞋

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

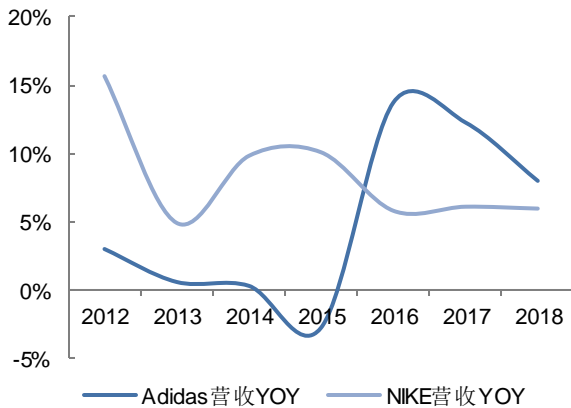
国内运动品牌在细分市场的探索还处于滞后阶段。国内运动行业细分赛道的企业在数量和规模上都远落后于国外企业。国产品牌主要集中在传统运动领域，以安踏、李宁、特步、361 度为主要代表。细分领域的代表企业比音勒芬定位于高尔夫运动与时尚休闲生活，产品具备高品质、高科技和创新精神，具备较好的成长性。

3.2.2 设计增强，提升产品时尚属性

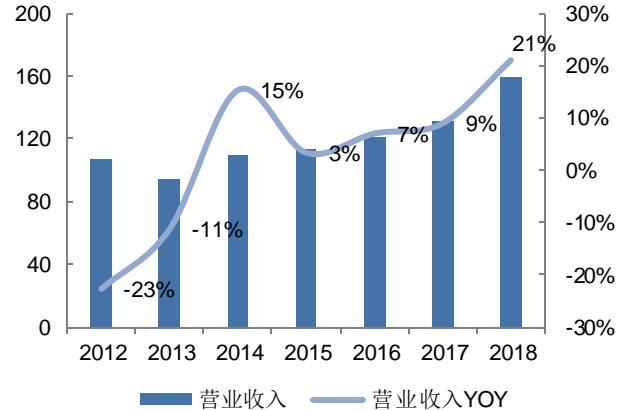
时尚化无疑是近年来运动行业最显著的趋势，也是未来运动市场的重要增长点。运动与时尚的结合，打开了市场的增量空间，各品牌也从中受益。时尚化最大的受益者 Puma 在 Rihanna 加入前，曾一度遭遇业绩低谷。Adidas 近几年的高增长与其时尚化策略紧密相关，从 Stan Smith 小白鞋到 Kanye West 的椰子鞋，Adidas 将时尚与营销的组合运用的炉火纯青。国内品牌中，李宁通过时装周走秀，将品牌形象与时尚捆绑，重塑年轻时尚化的运动品牌形象。安踏旗下的 FILA 借势复古运动和时尚风潮，去年在中国的增速达到 80% 以上，成为安踏业绩最大的增长引擎。品牌设计的大胆转变让他们拿到了通往下一个竞争周期的关键筹码，一是女性

运动服饰，二是时尚话语权，三是国潮风的兴起。

图 38：Adidas 2015 年推出椰子鞋后收入增速超越 NIKE **图 39：李宁 2018 年时装周推动业绩大涨**



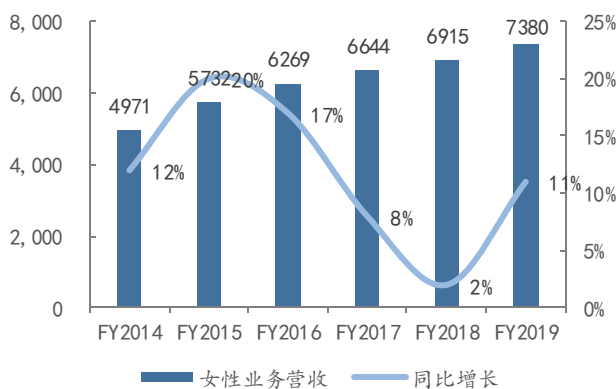
资料来源：公司公告，东兴证券研究所



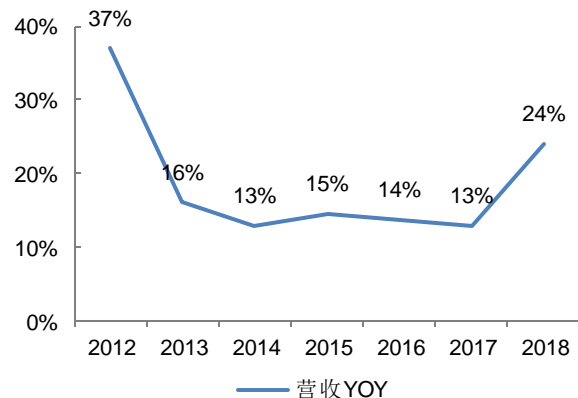
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

女性运动服饰是未来运动市场增长最强劲的力量，从总量、运动服、运动鞋和运动装备四个方面影响市场。据市场调研公司 NPD 的数据显示，2018 年女性消费占美国运动服饰销售总额的 62%，已超越男性消费力量。运动服上，女性消费者的加入，使得时尚属性较强的品牌，服装占比逐渐提升。运动鞋上，Quest Mobile 最新数据显示，随着运动与时尚结合越发紧密，女性消费者逐渐进入男性主导的球鞋市场，运动时尚消费人群与健身人群中的女性消费者也于今年首次超过男性。运动装备上，2018 年女性和男性人均消费分别为 188 美元和 178 美元。女性运动服饰从多个维度改变了市场的增长逻辑，是各品牌下一轮竞争的必争之地。

图 40：2014-2019 财年 Nike 女子类业务增速（百万美元） **图 41：女子训练品类下滑使 Nike 女性业务增速放缓**



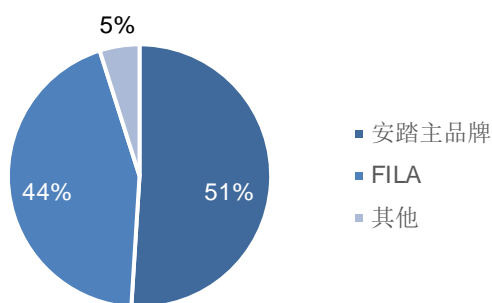
资料来源：公司公告，东兴证券研究所



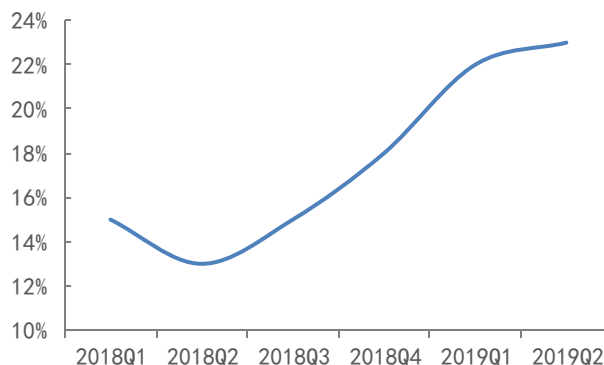
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

时尚话语权打开运动市场增量空间。时尚线和专业线并行，打开的是运动市场的增量空间。Puma 依靠时尚化翻身后，做出重返篮球市场、巩固田径、综训和足球市场的重大策略，2018 年鞋履品类中跑鞋成为销售增长最强劲类别。Adidas 依旧强调运动业务是品牌的核心。国内品牌安踏、李宁在坚持专业运动的基础上，单独成立时尚品牌事业群和时尚线，依靠时尚业务的发展反哺主品牌。拥有时尚话语权的品牌在未来几年将分割运动休闲这一增量市场，获得的业绩表现和充足现金流，又为品牌的专业性探索提供支持，时尚线和专业线协同并进。

图 42：安踏形成专业运动为主，时尚为辅的品牌布局 **图 43：中国李宁系列推出以后，李宁零售流水拉升**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

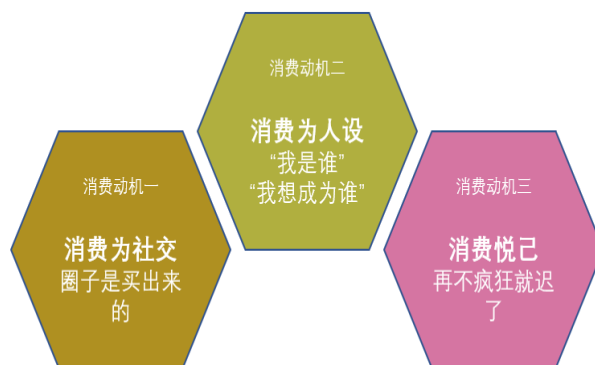
借国潮东风，国内运动品牌有望收复市占率。2018 年国潮元年，李宁以“悟道”为主题，运用传统苏绣的工艺手法和“红黄配”的中国元素，打造出极具潮牌气质的产品系列，成为国潮的优质代表。随着 90 后、95 后成为消费主力，他们对于新事物的认知、尝试以及对自我的标榜相较于 70 后、80 后更为强烈，这促使他们在选择产品时更关注产品的设计主张和风格。国内品牌借国潮的东风，发展运动休闲市场，有望收复库存危机期间失去的市占率。

图 44：国潮兴起，服装品牌关键词变更



资料来源：《百度国潮骄傲大数据》，东兴证券研究所

图 45：Z 世代三大消费动机：“为社交、为人设、为悦己”



资料来源：《Z 世代消费力白皮书》，东兴证券研究所

3.3 新型营销打造品牌文化，品牌溢价提升

运动服饰头部企业通过营销资源优势，建立营销壁垒，强化优势。运动服饰行业集中度高，头部企业优势突出，企业能产生品牌力；随着品牌力的提升，头部企业优势再次加强，反过来又提升品牌的市占率。

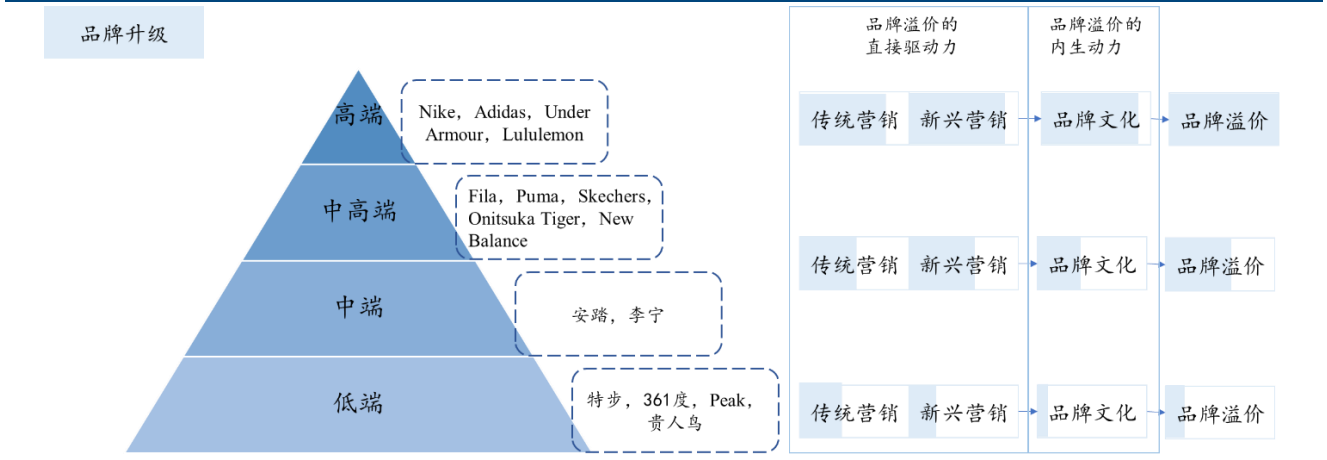
表格 8：主要运动品牌的营销投入

	Nike	Adidas	UA	Lululemon	Skechers	安踏	李宁	特步	361 度
广告费(亿元)	259	228	37	24	19	29	11	10	6
广告费率	9.59%	13.23%	10.47%	10.80%	6.00%	12.10%	10.40%	15.20%	10.70%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

品牌营销是品牌溢价的直接驱动力。营销产生的品牌文化，为品牌溢价提供内生动力。品牌营销包括传统营销和新兴营销，是品牌升级的最低要求。随着品牌所属层级的提高，营销投入的越多，且新兴营销的占比越大。高端品牌在营销基础上形成品牌文化，为品牌溢价的提升提供源源不断的动力。

图 46：三维升级模型之品牌升级



资料来源：东兴证券研究所

3.3.1 新兴营销取代传统营销，成为品牌溢价的直接驱动力

行业传统高端品牌营销资源领先，营销方式趋同。在运动品牌的发展过程中，赞助赛事、签约明星等传统营销方式已然成为品牌塑造不可少的部分。从营销布局横向比较看，高端品牌的营销优势显著。Nike、Adidas 利用国际品牌优势大量签约 NBA 球星及知名体育明星，营销投入力度大，国际影响力不断提高；国内品牌中，安踏、李宁掌握了国内赛事赞助的顶级资源，特步、361 度专注单品类营销，并着力通过国内娱乐明星提高知名度。

表格 9：运动品牌营销方式一览

	营销方式升级		品牌文化建设		品牌影响力比较		
	传统营销	新兴营销	文化内涵	文化营销	品牌溢价	鞋服影响力排名	
Nike	篮球 NBA、足球、网球、高尔夫、田径品类代言；娱乐明星代言	饥饿、社群、跨界营销	Just do it (创新、拼搏、的品牌精神)	携手 NBA，情感营销	高	1	1
Adidas	篮球 NBA、足球品类代言；娱乐明星代言	饥饿、社群、跨界营销	Impossible is nothing (没有不可能)	女性细分市场“姐妹营销”	高	2	3
lululemon	---	社群营销	瑜伽文化 (快乐、友谊和运动精神)	专注瑜伽的口碑营销	中	---	---
安踏	篮球 NBA、水上运动、冬季运动、跆拳道、体操品类代言；奥运赞助、赛事赞助；娱乐明星代言	跨界营销	---	---	低	3	5
FILA	娱乐明星代言	跨界营销	---	时尚风潮	高	5	4

李宁	篮球 CBA、羽毛球、跑步、综训、运动时尚品类代言；马拉松赞助	饥饿、跨界营销	国潮文化	“民族品牌”情感营销	中	4	2
特步	马拉松赛事赞助；娱乐明星	社群营销	---	---	低	6	7
361度	体育、娱乐明星代言	饥饿营销	---	---	低	7	6

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

运动品牌加速新兴营销布局，直接驱动品牌溢价提升。随着运动鞋服营销的同质化，中高端运动品牌不再局限于传统营销方式，社交媒体、饥饿营销、跨界营销、社群营销等新兴营销模式被广泛应用。**新兴营销成为国内品牌突围的最佳选择。**

- **社交媒体：**社交媒体为品牌造势，网红效应凸显。2014年 Rihanna 加入 Puma，直接改变了 Puma 的基因调性，不仅让 Puma 业绩翻身，还拿到了通往下一轮竞争的关键筹码。
- **饥饿营销：**顺应青年个性需求，限量版鞋服热度大。Adidas 作为率先使用饥饿营销的品牌，凭借椰子鞋的大卖实现了业绩大幅增长，市场占有率逐步提升。
- **跨界营销：**联名 IP 跨界合作，单品+爆款，实现“1+1>2”品牌双赢。运动品牌常见的跨界方法有：①与 IP 合作设计定制款产品。②事件营销活动。Adidas 在 2015 年纽约时装周上，联名饶舌歌手 Kanye 发布 Yeezy 运动鞋系列，单品+爆款使得 Adidas 获得四余倍的品牌溢价。③资源技术合作，耐克与苹果联合推出的 nike+手表，提升了品牌调性。
- **社群营销：**高端品牌圈层文化巩固消费粘性，收获忠实顾客群。运动品牌利用移动互联网工具，将具有共同价值观和亚文化的群体，基于情感共识聚集到一起，形成由品牌主导的用户商业形态，从而降低营销成本，巩固客户粘性。

3.3.2 品牌文化支撑品牌溢价，为品牌长远发展护航

致力于建立品牌文化内涵的营销，效率更高。传统营销、新兴营销等营销方式是短期刺激销售的手段，以此为载体的文化建设才是品牌营销的核心所在。**Nike 情感营销贯穿始终，品牌文化深入人心。Adidas 在女性细分市场进行文化营销，效果显著。**横向比较来看，以安德玛、Lululemon 为代表的国外后起之秀，其广告宣传费的利用效率更高，主要原因在于国外企业赋予品牌的文化价值更高。安德玛自成立起就强调其专业运动的特性，其运动功能性深入人心。Lululemon 依靠瑜伽文化和瑜伽社群积累了庞大的粉丝群体，对顾客形成了情感粘黏，由此形成的文化内涵有效提高了客户粘性，从而提升品牌溢价。

图 47：2018 年各运动品牌广告费用率

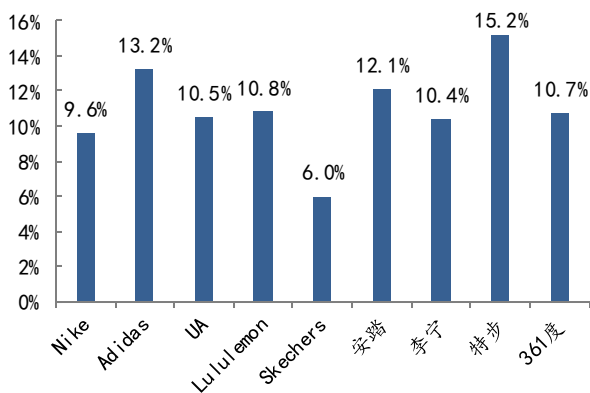


图 48：主要品牌 2018 年百度搜索指数

品牌	搜索指数日均值	同比	环比
Adidas	10319	5%	5%
Nike	9755	3%	3%
李宁	6176	32%	32%
FILA	3874	97%	97%
Under Armour	3635	-17%	-17%
安踏	3503	-4%	-4%
Skecher	2980	1%	1%
lululemon	823	22%	22%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：百度指数，东兴证券研究所

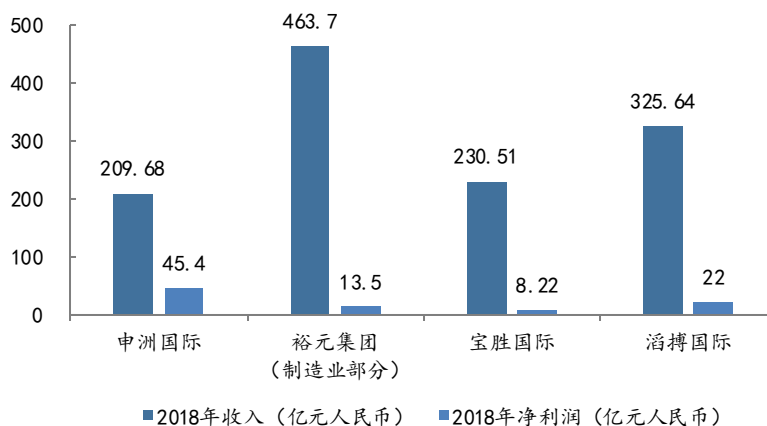
溢价竞争成为品牌核心，文化升级是全行业转型的主路径。国际品牌在发展过程中，不断向消费者传递品牌文化意识，形成了规模化的品牌社群和高度响应的品牌号召力。放眼未来，在市场逐渐集中的趋势下，不管是在国际还是国内，品牌间的竞争将逐渐成为消费粘性、品牌溢价的竞争，而国内多数品牌还未形成个性化、传播性的文化内涵。

- **李宁：新兴营销助力品牌复活，产品热度有望持续。**李宁作为国内品牌升级改革的先行者，重树民族品牌定位，在国潮中大放异彩。抓住年轻潮流，利用“时尚+饥饿营销”策略打造爆款产品，李宁实现了产品热度的提升。但考虑到新兴营销的快闪性，维持市场热度、将单一产品热度向整体品牌热度过渡才是品牌升级的关键。
- **安踏：安踏主品牌定位极致性价比，传统营销保持持久曝光率。**安踏产品定位于极致性价比，品牌营销更多地是为了保持品牌的持久曝光率，打造国内第一运动品牌的形象。公司在传统营销方式上实现了全面布局，包括奥运赛事赞助、运动员代言、娱乐明星代言等。**FILA 运用新兴营销，品牌溢价带来提升空间。**2009 年安踏获得 FILA 大中华区经营权后，将 FILA 定位为中高端运动时尚品牌，通过明星代言、综艺植入等增加曝光度，在高端运动休闲占据优势地位，业绩一路高歌。

4. 背靠优秀品牌，制造与分销跑出隐形冠军

从上游制造看，优秀的运动服饰品牌，其持续创新和优秀的产品都离不开后端的出色供应商和制造商。从下游分销看，运动品牌的销售渠道仍以经销商为主，因此品牌的成功也离不开优秀的分销商。申洲国际(2313.HK)和裕元集团(0551.HK)为国内优秀的纺织制造龙头公司，申洲国际在运动针织服装位居领域全球第一，裕元在运动鞋领域位居全球第一。宝胜国际(3813.HK)和滔搏运动(赴港上市中)是 Nike 和 Adidas 两大品牌在国内的前两大经销商，承接了两大品牌在国内 50% 以上的分销份额。申洲和裕元通过优秀的生产制造能力，宝胜与滔搏通过优秀的渠道管理能力，与优秀品牌深度合作，成长为运动产业链条上的优秀企业。

图 49：运动服饰主要制造商和主要分销商的收入、利润规模



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

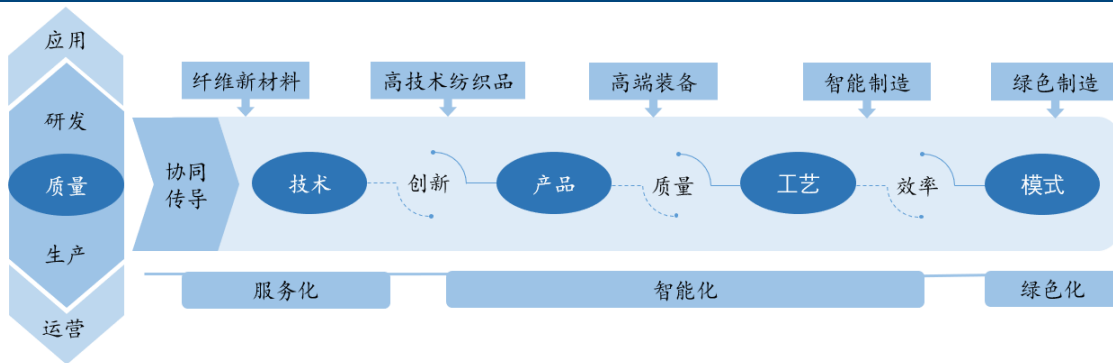
4.1 出色的研发及生产能力造就优秀制造公司

优秀制造与优秀品牌相互成就。横向看其他领域，苹果与鸿海精密（富士康的母公司）、奔驰宝马等汽车品

牌与福耀玻璃，都是品牌与制造共同成长的良好典范。在运动服饰领域，NIKE、Adidas 等头部品牌其产品拥有优秀的功能性和耐久性，产品的优秀品质与上游的面料厂家和服装制造厂商密不可分。其中，申洲国际及裕元集团作为我国代表性体育服饰制造厂商，申洲国际出色的面料开发能力使其与全球各大服装零售品牌建立了深厚的战略合作，不断地为优秀产品研发生面料。

纺织制造行业走向整合，头部企业优势明显。中国纺织制造自 90 年承接全球的产业转移，发展至今亦面临新的挑战。在成本要素价格上升、贸易环境不确定性增加的背景下，大企业在研发、质量、交期、环保等各方面都具备优势，能与品牌商进行更长远合作，实现可持续发展。在此背景下，申洲等优秀制造企业也通过规模优势，不断升级自己的研发和制造实力。

图 50：纺织制造行业整合升级，智能化、服务化、绿色化是方向



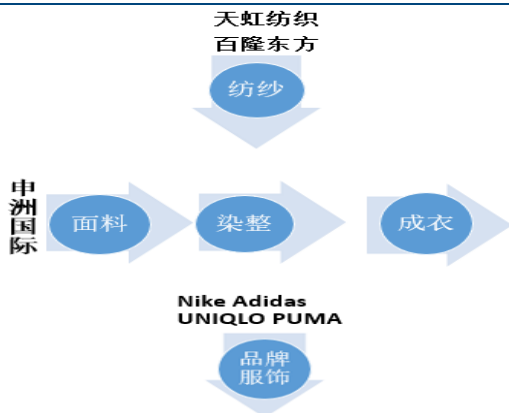
资料来源：中国纺织工业联合会，东兴证券研究所

4.1.1 申洲国际：全球最大针织一体化制造商，前景稳健

(1) 一体化制造：制造商与品牌商共赢

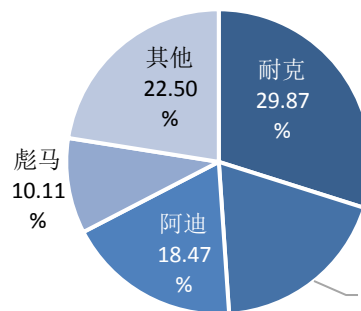
申洲国际由服装加工厂逐步发展为集一家集织布、染整、印绣花、裁剪与缝制四个完整的工序于一体的企业，主要针织生产逐渐由针织休闲服装转至运动服装，2005 年随着运动服装的产销量大幅提升，公司发展步入快车道。公司在成衣环节是 OEM 模式，面料环节是 ODM 模式。根据客户的设计和功能性要求研发相应面料，并根据客户设计制造成成衣。公司生产的面料全部为内部使用。凭借面料研发技术和优秀的生产组织能力，赢得国际客户的认可，公司于 2005 年和 2007 年设立耐克和阿迪的专用工厂，目前主要客户发展为包括 NIKE、UNIQLO、ADIDAS 及 PUMA 等，前四大客户收入占比接近 80%。

图 51：申洲国际在产业链上的位置



资料来源：东兴证券研究所

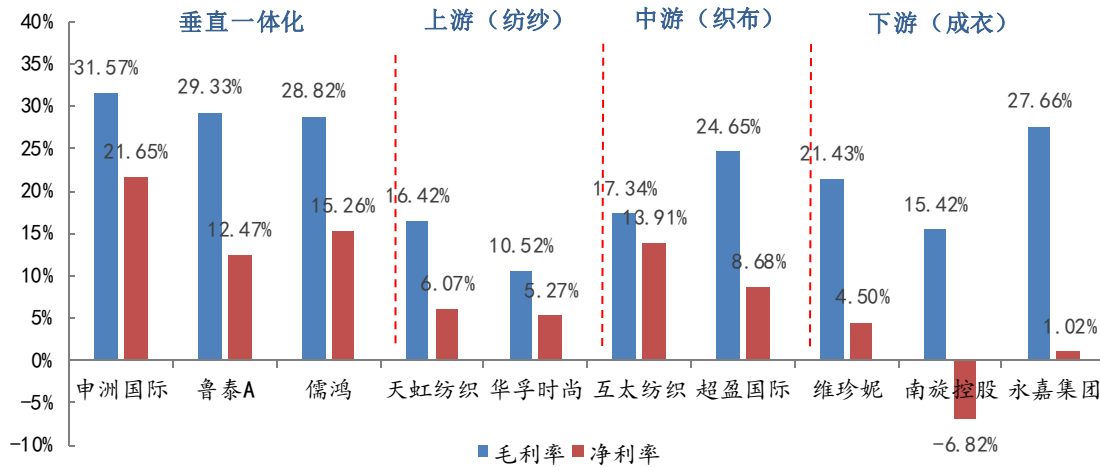
图 52：申洲国际 2018 年客户结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

垂直一体化实现上下游共赢。公司创立之初形式纺织服装品和面料产品制造，2003 年能拓展服装印花供需，2005 年扩充染整业务，在国内形成完整的纵向一体化体系。对于品牌公司来说，垂直一体化提高了品牌商采购的效率，降低了采购成本，提高了供应链快速反应的能力。对于垂直一体化公司来说，全产业链布局节约生产成本，赚取产业链上的更多利润。所以垂直一体化对供应商和品牌商是 win-win 局面。

图 53：服装产业链各环节企业毛利率、净利率水平比较



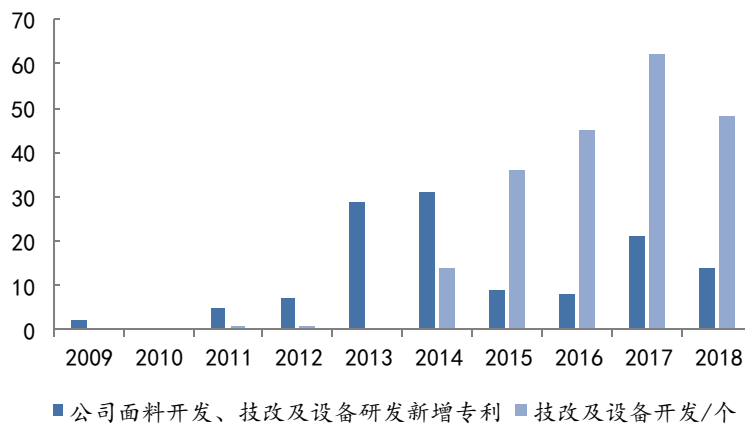
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

(2) 优秀的研发能力与生产组织能力，与品牌商形成协同

申洲针织建有国内一流的面料及服装实验室，拥有一支强大的面料研发团队。申洲国际特有的面料研发及生产工艺是其能够与各大国际品牌保持长期合作关系的关键。面料是申洲区别于普通 OEM 工厂的重要原因，其在自主研发制造面料上的能力领先行业。公司生产的面料 100% 为公司内部使用，其自主研发的各种先进的保暖内衣面料以及运动鞋类面料均为各大品牌的各种功能性爆款使用，使得申洲的市场份额不断提升。

除了面料研发方面积累的實力，对于品牌商来说，高标准的生产工艺和稳定的质量也同样不可或缺。申洲国际长期积累了整合工业园能力，并十年如一日持续在生产方面进行巨额投资，保证生产质量同时持续保持拥有生产最新产品的能力。

图 54：申洲国际面料及技改新增专利

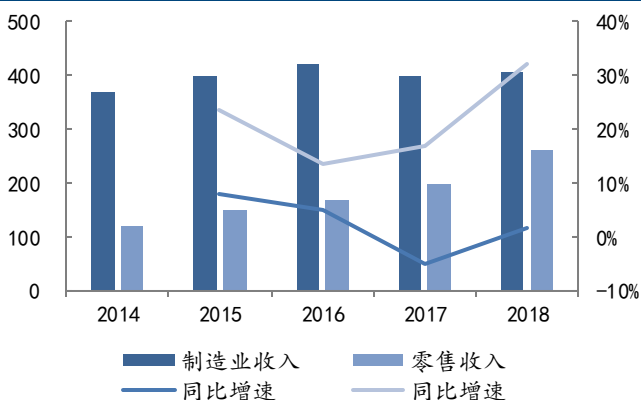


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

4.1.2 裕元集团：增速放缓明显，盈利能力亦待提升

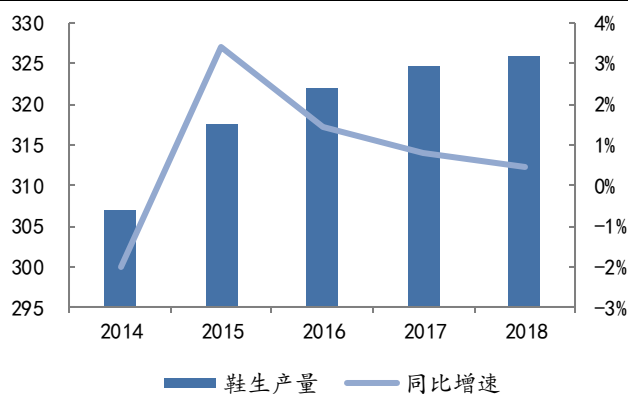
裕元集团是全球最大的运动鞋类制造商，2018年生产鞋的量为3.26亿双，其中运动鞋占鞋类的收入占79.2%，是表现最好的品类。公司主要客户包括Nike, Adidas等。同时，集团控股子公司宝胜国际从事体育鞋服的批发零售业务，是Nike、Adidas在国内最大的经销商之一。倘若考虑集团的综合营业收入，2018年制造业务的营业收入为58.82亿美元，占到集团收入的60.66%；零售业务收入27.75亿美元，占到集团收入的39.34%。公司的生产制造业务近几年面临诸多挑战，产能和收入增速都明显放缓。

图 55：裕元集团的生产制造业务增速缓慢



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

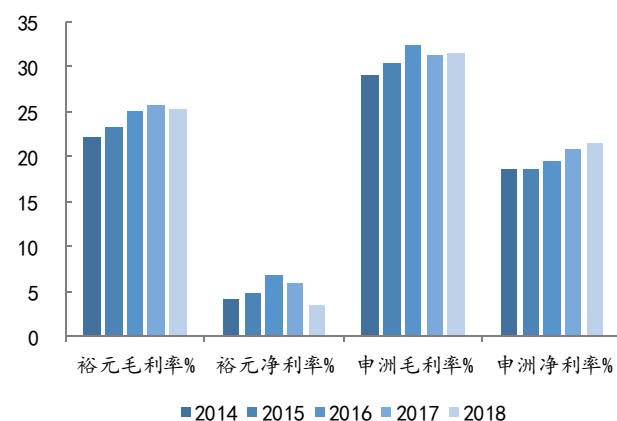
图 56：裕元集团的鞋生产量近年来增速缓慢



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

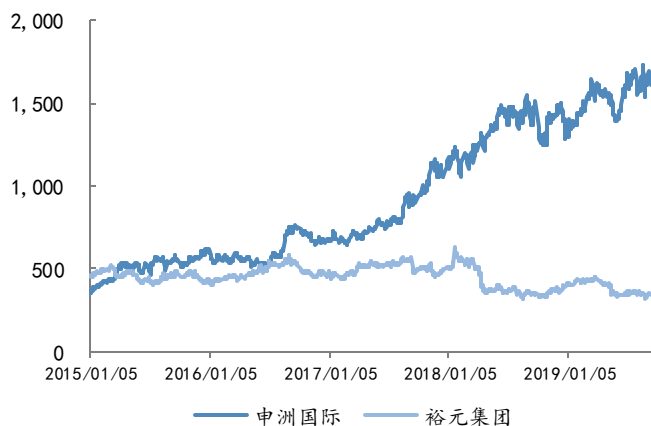
运动鞋品类难在制造商层面实现积累技术。如前文所述，运动服装的核心技术在面料技术，而运动鞋的核心技术在鞋底的缓震技术。Nike和Adidas的技术领先亦主要体现在鞋底技术方面，其研发实力保证了其通过不断的技术革新，持续推出新的产品。作为运动代工厂，较难在技术层面与品牌商形成联动。产品核心技术的缺失，使得运动鞋代工厂的盈利空间较为有限。

图 57：裕元集团与申洲国际在盈利能力上有较大差距



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 58：申洲国际与裕元集团市值差距拉大



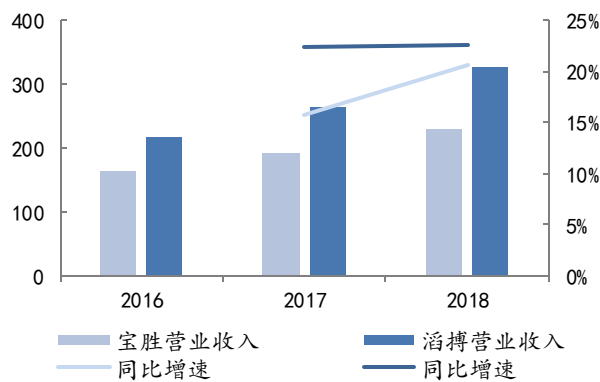
资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.2 优秀经销商：零售商向体育平台进阶是长远之路

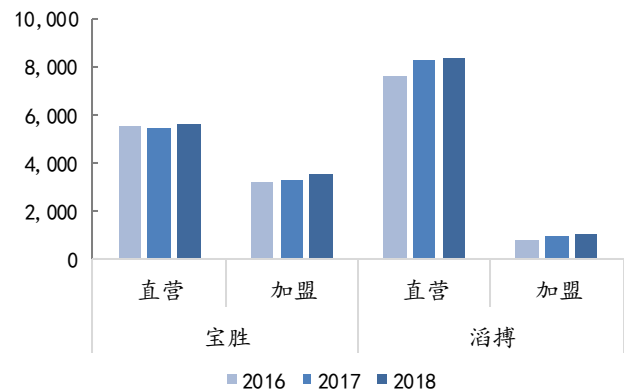
国际运动品牌，依靠强势经销商实现下沉扩张。根据弗若斯特沙利文的数据，二零一八年，国际主力运动品牌在中国的零售等效销售额约70%来自批发渠道，其余部分则来自其各自的线下自营门店及线上渠道。在建

立分销渠道及触及中国各线城市消费者方面，拥有多年行业经验的地方零售合作伙伴对全球运动品牌具有重要的战略意义。耐克和阿迪达斯两大国际巨头在中国最大的经销商是宝胜国际和滔搏运动两家企业。宝胜国际营收 80%以上来自两大主力品牌，根据滔搏国际发布的招股说明书其两大主力品牌货品销售分别占销售货品收入总额的 87.4%。

享受品牌发展红利，经销商有序进行渠道扩张。近年来受益于运动服饰行业的景气发展，尤其是国际品牌在国内的蓬勃发展，两大运动类经销商也得以实现规模的扩张。到 2018 年末宝胜国际在全国共拥有 9199 家零售门店，2019 年 2 月末为止滔搏在全国共拥有 9423 家零售门店。过去三年宝胜和滔搏的收入复合增速分别为 18.17%和 22.53%。

图 59：宝胜与滔搏近三年收入及增速


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 60：宝胜与滔搏近三年渠道数量


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2.1 短期：大店化、数字化，全面提升零售管理能力

全国零售商通常已积累高水平的运营、营销、财务及技术资源，且较区域零售商而言，其全国化的布局与运动品牌合作伙伴在战略合作上更加紧密。但是在零售业态变迁和消费者行为的更加多样化，零售商也面临新的挑战。通过大店化和数字化方式，是应对目前零售挑战的重要解决方式。

大店化。大面积门店在持续改变线下营销网络的生态系统。大店可以给顾客提供更加完整独特的产品集合和定制化服务，提升消费者忠诚度，从而提升门店转化率。根据滔搏公布的经营数据，公司 2017-2019 财年门店面积分别增长 13%、11.4%、9.3%。150 平方米以上的门店数量占比从 2017 财年的 22.2%到 2019 财年提升至 30.3%。

数字化。通过数字化转型升级商品、门店管理进而提升零售效率。数字化需从员工/门店/商品管理等方面推进整个产业链的转型。门店端的数字化升级，可以明晰消费者画像，对消费者数据进行详尽分析进而实现商品管理优化。

表格 10：运动品牌门店情况一览

门店规模	FY2017		FY2018		FY2019	
	门店数量	所占百分比	门店数量	所占百分比	门店数量	所占百分比
150 平方米或以下	5918	77.8%	6268	75.5%	5947	71.3%
150-300 平方米	1487	19.6%	1779	21.4%	1978	23.7%
300 平方米以上	200	2.6%	255	3.1%	418	5%
总计	7605	100%	8302	100%	8343	100%

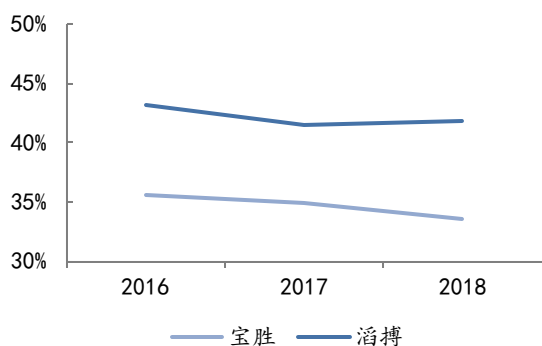
销售面积增长率	13.00%	11.40%	9.30%
---------	--------	--------	-------

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

4.2.2 长期：以消费者为核心的运动零售及服务平台

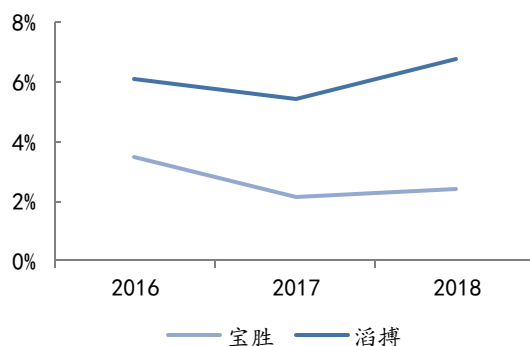
经销商的收入来自于国际品牌在中国的顺利发展，而盈利空间则取决于与品牌商的议价空间和终端折扣的控制情况。未来，随着品牌商的零售能力越来越强，经销商和收入和利润空间都可能会面临被压缩的风险。毛利率方面，滔搏因直营渠道占比更高毛利率高于宝胜；净利率方面，滔搏略高于宝胜，但两者整体净利率处于较低水平。未来随着品牌商零售管理能力的积累和渠道业态的持续变化，渠道商面临的挑战也越来越激烈，公司的转型也成为必然趋势。

图 61：宝胜与滔搏近三年毛利率水平比较



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

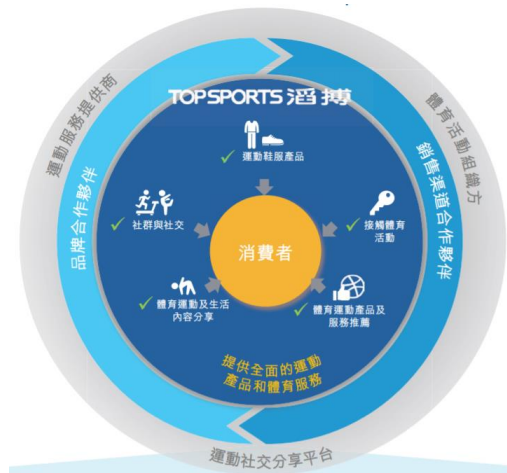
图 62：宝胜与滔搏近三年净利率水平



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

对于经销商自身，不断扩大的会员基础，是作为运动经销商成功的重要原因。充分利用会员资源，打造高互动性的消费者社群，从一个单纯的零售商尽快转型为一个零售及服务平台对运动经销商来说，至关重要。滔搏致力于成为一个

图 63：滔搏运动致力于打造以消费者为核心的运动零售及服务平台



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

5. 投资建议

5.1 李宁 (2331.HK): 盈利能力改善空间大, 品牌力持续提升

重树民族品牌定位, 业绩复苏势头强劲。1) 得益于营销方式、渠道的改革, 公司 2014 年营收开始恢复增长, 近五年 CAGR 达 11.8%, 2018 年净利润同比增长 40%, 盈利能力持续提升。2) 公司重新明确了民族品牌的定位, 致力于打造国民品牌, 建立具备自身特色的品牌文化, “国潮”之风使公司名声大噪, 未来随着品牌影响力的持续提升, 公司业绩预计将保持 10% 的复合增速增长。

捕捉时尚元素, 强化营销布局, 品牌逐步向高端化转型升级。公司近年来着力布局运动时尚, 紧抓年轻一代消费者需求, 推出时装周系列、联名系列, 将专业运动与时尚结合, 改善品牌形象。同时, 公司借鉴国际品牌营销策略, 利用直播、产品故事、传统文化进行情感营销, 通过时装周事件、热点话题产品、电商专供款等饥饿营销方式来创造品牌热度, 提升品牌溢价。产品升级、营销策略的双重作用促使品牌影响力提高, 品牌逐步向高端市场迈进。

多渠道战略实现线上线下联动, 运营能力有所改善。公司延续了直营+经销的模式, 为提高店效实行“开大店关小店”的策略, 新增店方面重点开 400 平米以上的体验店, 并同时开设高效大店、品类店, 提升店铺质量。通过在核心商圈开设大型体验店的方式, 为顾客提供高端品牌服务的同时, 更有助于梳理优质的品牌形象。在经销商管理方面, 实行有指导的订货并实时监测店面库存情况, 店面的运营效率得到有效改善。2018 年公司主品牌门店数 6344 家, 包括 1506 家直营店和 4838 家经销店, 并且店效均有大幅提高。此外, 公司积极布局线上渠道, 电商收入近五年 CAGR 达 53%。

预计公司 2019-2021 年实现营业收入 139.48、179.35、220.7 亿元, 归母净利润分别为 14.58、19.06、28.13 亿元, 对应 PE 分别为 39.14X、29.28X、20.28X。运动服饰景气度高, 行业空间足, 李宁通过近几年产品和管理的双升级目前实现收入和盈利能力的双升, 我们对其在运动服饰行业的发展长期看好, 维持“强烈推荐”评级。

5.2 安踏体育 (2020.HK): 零售改革先驱, 品牌矩阵合理增长动力足

多品牌矩阵布局完善, 业绩有望持续高增。公司提出“单聚焦、多品牌”战略, 继续聚焦运动服饰市场, 并在安踏主品牌的基础上拓展品牌矩阵, 至今拥有 13 个运动子品牌, 产品涵盖大众(安踏、安踏 KIDS、Sprandi、NBA)、中高端(Fila、Kolon、Kingkow、Antaplus)、高端(Descente)等品牌, 覆盖综训、跑步、滑雪等 8 大领域, 形成较为完整的价格梯队, 并完善了从成人到儿童、从专业运动到时尚运动的多元布局。目前, 安踏主品牌和 Fila 贡献了主要的营业收入, Fila 得益于在中高端市场运动时尚领域的深耕, 避免了 Nike、Adidas 的正面竞争, 实现业绩爆发式增长, 随着 Fila 渠道扩张和店效提升, 未来有望保持 50% 以上的复合增速。其余子品牌中, Descente 多年培育已初见成效, 2019 年有望实现盈亏平衡。当前公司市占率位居国产品牌第一, 业绩增长亮眼, 近 5 年 CAGR 达到 22%, 并有望持续高增。

渠道管理持续优化, 运营效率行业领先。1) 公司率先开展渠道改革, 取消中间区域层级分销渠道, 直接参与终端门店的引导管控, 实现扁平化管理, 并引进 ERP 系统实时监测终端销售表现, 运营效率得以大幅提升, 库存控制良好, 库销比处于国内品牌领先水平。2) 公司实行“全渠道”战略, 积极布局线上线下渠道, 2018 年安踏主品牌门店达 9700 家, Fila 门店达 1400 家, 渠道数量遥遥领先。同时, 公司积极布局线上电商局, 提高电商收入占比, 预计未来电商将成为公司主要销售渠道之一。

加快研发创新, 产品升级有望提高公司核心竞争力。安踏保持着研发高投入, 近年来持续加码技术创新, 在美国、日本、韩国及国内多地成立研发中心, 引入 Adidas 高级设计总监实现自主设计, 产品在原创性和专业性上的升级将为公司提供持续的业绩增长动力。

因公司多品牌战略的整合效果超预期，上调对公司的盈利预测。预计公司 2019-2021 年实现营业收入 308.24、381.11、452.26 亿元，归母净利润分别为 56.29、72.18、86.71 亿元，对应 PE 分别为 31.02X、24.88X、19.89X。维持“强烈推荐”评级。

5.3 申洲国际（2313.HK）：垂直一体化能力持续提升，业绩稳健增长

制造业务收入受到运动行业景气推动维持良好增速。公司的主要业务分品类看，运动类产品占销售额比重较大接近 72%，营收同比增长 18.6%，是公司主要的增长引擎。头部运动服饰品牌近两年在大中华区均有均有靓丽表现，2020 东京奥运会、2022 北京奥运会将使得行业有持续景气，公司主要客户订单将继续饱满。公司预计零售业务的主动萎缩计划将于年底完成，对收入和业绩的拖累将消除，公司的资源分配也将得到进一步优化。

公司具备优秀的研发能力和生产制造能力。申洲的面料&成衣一体化生产能力保证了与品牌商的紧密合作，一体化提供更快的交货周期和更低成本，对制造商亦可以留存更多利润。申洲与品牌商能形成研发协同，加深合作关系。在生产制造方面，申洲的技术改造能力使得其在传统制造行业，以效率突围，引领行业产业升级方向。

产能扩张好于预期，垂直一体化体系加强。国内成衣工厂通过技术改造效率提升，海外越南、柬埔寨工厂效率提升和新工厂建设顺利进行，国内国外两个垂直一体化能力加强。短期看，越南新工厂目前已招聘部分工人，2019 年下半年正式投产；中长期，柬埔寨新工厂已基本建好，2020 和 2021 年将逐步贡献产能。产能建设完毕后，面料和成衣配套生产能力将有加强，随着精益管理的深化和自动化的推广，海外工厂的生产效率将持续提升。

预计公司 2019-2021 年实现营业收入 237.32、283.88、342.96 亿元，归母净利润分别为 51.70、61.61、74.21 亿元，对应 PE 分别为 28.81、24.18、20.08X。维持“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

宏观经济压力下服装行业继续承压，行业竞争加剧。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	服装产业：设计师品牌引领个性化消费新时代	2019-5-30
行业	行业周报：内需零售疲软、外贸风险升级，关注行业压力下的马太效应	2019-5-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理：刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构，覆盖大消费行业研究，2019年1月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

研究助理：汪玲

中国人民大学金融硕士，2019年7月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。