

纺织服饰

运动鞋服：变局中成长

渗透提升、运动风潮、政策支撑背景下，运动鞋服是具备成长性的优质赛道。

1) 短期在疫情反复、基数差异、冬奥会等运动赛事催化等因素的影响下，我们预计 2022 年 H1 行业零售整体呈现波动增长态势。2) 中长期维度来看，国内运动市场（据安踏体育公告数据，2015-2019 年国内运动鞋服市场规模 CAGR 达 13%，未来预计保持双位数增长）仍优于国内服装行业整体、优于全球运动市场，在运动风潮兴盛、国家政策支持下行业具备长期成长性。

运动产业链利润分配：研发、品牌和营销壁垒使制造、品牌龙头共享价值红利。运动鞋服产品专业属性强，产业链格局稳定同时竞争壁垒高，我们判断：1) 产业链的价值重心仍在品牌商、并将进一步倾斜，国产品牌商有超越行业增速的机会。2) 上游品牌商集中化加速，头部制造商壁垒得以深化。2) 渠道商利润空间相对来说被压缩。

1、品牌商：国牌崛起成为明显趋势。国内运动鞋服市场集中度高（据各品牌销售规模我们测算 2020 年 CR5 品牌市占率约 53%，较 2015 年+5PCTs）并在持续上行，同时伴随着民族品牌意识崛起+国产品牌持续进步，后者存在份额提升的机会。1) 当下国产品牌份额加速上升，未来趋势预计延续。据公司公告，2021 年安踏品牌流水增速超过 25%，李宁品牌 Q1-Q3 流水增速分别为 80%/+90%/+40%+，增长态势大幅超越国际品牌在中国市场的表现。2) 品类竞争要素明确并日渐激烈。①产品端：品牌商加大科技研发，同时兼顾时尚设计，进而推动产品价格的提升，目前李宁/安踏分别推出超过 2000/1000 元的鞋品；②营销端：龙头企业掌握核心赛事资源，合作偶像增加曝光。③渠道端：由高速增长迈入高质增长，DTC 渠道和电商渠道成为重要抓手。

2、制造商：格局向上集中，龙头壁垒强化。产业环境改变，对供应链的稳定性、反应速度等提出更高的要求。1) 短期：外部环境仍存不确定性，订单资源倾斜，头部稳定产能胜出，据公司公告，华利集团 2021 年业绩预计增长 40%-55%，我们预计申洲国际 2021/2022 产量增速分别 10%/20%左右。2) 中长期：龙头对话，强者恒强，品牌商精简供应商队伍是行业性趋势，制造龙头持续受益、所占比大客户份额有望提升。

投资建议。1) 在产品为王、国牌崛起的消费大趋势下，国内龙头品牌商有望通过迭代优质产品提升品牌竞争力、带动估值上行，我们推荐核心推荐【李宁】、【安踏体育】、【特步国际】，当前价对应 2022 年估值分别为 36.1/29.0/25.6 倍；2) 制造商头部公司强化研发、生产、客户壁垒，凭借研发、载以产品助推运动鞋服行业下游发展，我们核心推荐【申洲国际】，当前价对应 2022 年 PE 为 29.7 倍；关注【华利集团】，当前价对应 2022 年 PE 为 27.8 倍；关注滔搏，当前价对应 2022 年 PE 为 17.4 倍。

风险提示：新冠疫情超预期；终端消费低迷风险；各公司门店扩张不及预期；新业务开展不顺利等。

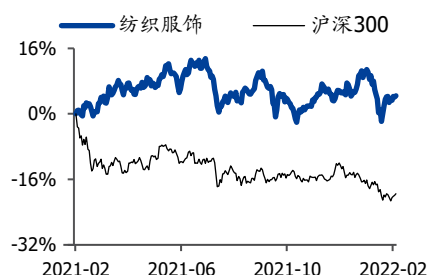
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
02331.HK	李宁	买入	0.65	1.37	1.77	2.27	98.2	46.7	36.1	28.1
02020.HK	安踏体育	买入	1.91	2.87	3.48	4.48	52.7	35.2	29.0	22.5
01368.HK	特步国际	买入	0.20	0.34	0.43	0.51	55.8	32.3	25.6	21.2
02313.HK	申洲国际	买入	3.40	3.13	3.98	4.78	34.9	37.8	29.7	24.7
300979.SZ	华利集团	买入	1.61	2.31	2.92	3.53	50.5	35.1	27.8	23.1
06110.HK	滔搏	买入	0.37	0.45	0.40	0.48	18.8	15.6	17.4	14.6

资料来源：Wind、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

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

执业证书编号：S0680121070015

邮箱：houziye@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服装：周专题：重点公司 2021 全年盈利预测》2022-02-13
- 2、《纺织服装-周专题：北京冬奥开幕，运动龙头曝光增加》2022-02-06
- 3、《行业专题：一文拆解迪阿股份招股说明书》2021-12-08

内容目录

1. 增长趋势：波动与成长并存	6
1.1 短期：影响因素多，波动向上	6
1.2 中长期：消费环境好，运动风潮泛化、细分化	8
1.2.1 运动参与度提升，休闲时尚风流行	11
1.2.2 品类功能细分，冬季运动升温	12
1.2.3 女性运动需求增长，细分市场持续火爆	13
1.2.4 民族品牌意识崛起，国产品牌引领潮流	14
2. 产业链利润分配：制造、品牌龙头共享价值红利	15
2.1 解构服装产业链的利润分配：品牌商优势定位明显	15
2.2 未来趋势：制造与品牌商共享价值红利	18
2.3 横向对比：运动赛道价值分配更加稳定	20
3. 品牌商：产品为王，国牌崛起	22
3.1 历史复盘：“两超”与“两强”的成长道路	22
3.1.1 国际：沉淀产品技术，把握细分领域历史机遇	22
3.1.2 国内：龙头差异化转型	27
3.2 市场格局变化：龙头竞争加剧，国产品牌崛起	33
3.2.1 现状：高集中度与差异化竞争并存	33
3.2.2 未来：竞争加剧，国产龙头份额提升	34
3.3 竞争要素：产品为王，品牌、渠道驱动竞争	36
3.3.1 产品端：龙头企业加大科技投入	36
3.3.2 营销端：顺应流行趋势，加大营销投入	39
3.3.3 渠道端：从高速增长进入高质量增长阶段	43
4. 制造商：壁垒强化，格局集中	46
4.1 制造商的核心竞争力来自哪里？	46
4.1.1 供应链是生存及竞争之本	46
4.1.2 优质客户资源驱动订单需求	51
4.2 竞争格局：集中化趋势加速	52
5. 估值与投资策略	55
6. 风险提示	62

图表目录

图表 1: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司营收及 YOY (亿元, %)	7
图表 2: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司归母净利及 YOY (亿元, %)	7
图表 3: 运动鞋服重点公司各品牌单季度流水增速 (%)	7
图表 4: 安踏北京冬奥会品牌主题快闪体验店图	8
图表 5: 中国市场运动鞋服品类零售额增速表现	8
图表 6: 国内成年人/老年人人均体育消费金额 (元/年)	9
图表 7: 中国服装市场运动鞋服渗透率 (%)	9
图表 8: 国内经常参加体育锻炼的人数占比 (%)	9
图表 9: 2020 年城镇/农村经常参加体育锻炼的人数占比 (%)	9
图表 10: 2021 年中国运动鞋服用户使用场景情况 (%)	10
图表 11: 2021 年中国运动鞋服用户购买频率 (%)	10

图表 12: 2017 年中、美及发达国家体育人口数量占比 (%)	10
图表 13: 2020 年中、美及全球市场运动鞋服渗透率 (%)	10
图表 14: 我国体育相关政策推出	11
图表 15: FILA 品牌店铺/品牌收入变化情况图 (家, 亿元)	11
图表 16: FILA 产品图	11
图表 17: 特步主要在售跑步鞋产品情况	12
图表 18: 迪桑特门店及流水变化情况 (家, 亿元)	13
图表 19: NIKE 男子系列/女子系列增长率变化图 (%)	13
图表 20: Lululemon 营业收入及增长率变化图(亿美元, %)	13
图表 21: 鸿星尔克 X 河南博物馆联名产品图	14
图表 22: 李宁 X 成龙联名功夫系列产品图	14
图表 23: 运动服装产品主要生产及流通环节	15
图表 24: 服装产业链板块盈利质量一览表	16
图表 25: 服装产业链重点公司盈利质量一览表	16
图表 26: 经销渠道与天猫旗舰店渠道价值链 (以 NIKE 品牌产品为例)	17
图表 27: 直营渠道与天猫旗舰店渠道价值链 (以 FILA 品牌产品为例)	18
图表 28: 上游刚性成本难以压缩	18
图表 29: 2010-2020 年棉花价格 (元/吨)	18
图表 30: 运动鞋服头部品牌鞋类价格对比 (元)	19
图表 31: 运动鞋服头部品牌卫衣价格对比 (元)	19
图表 32: 滔搏/宝胜国际门店数量 (个)	20
图表 33: 滔搏门店结构变化 (个)	20
图表 34: 运动鞋服/大众服饰/中高端服饰品牌加价倍率/终端折扣率/经销商拿货折扣示意图 (倍, 折)	21
图表 35: 运动鞋服/大众服饰/中高端服饰利润分配示意图 (%)	22
图表 36: 耐克发展简史图 (百万美元)	23
图表 37: 阿迪达斯发展简史图 (百万美元)	23
图表 38: NIKE 第一款“登月鞋 (Moon shoe)”	24
图表 39: NIKE“Swoosh”logo 的第一版设计	24
图表 40: 1970 年世界杯官方用球“TELSTAR”	25
图表 41: 鲍勃比蒙穿着 Adidas 运动鞋打破世界纪录	25
图表 42: Adidas by Stella McCartney 产品图	25
图表 43: Adidas YEEZY BOOST 350 V2 产品	25
图表 44: Adidas “Own the Game”2025 发展战略	26
图表 45: NIKE 财务战略目标及实际情况	26
图表 46: 安踏发展简史图	27
图表 47: 李宁发展简史图	28
图表 48: 安踏签约孔令辉作为品牌代言人	29
图表 49: 1992-2004 年历届奥运会领奖装备 (由李宁公司设计)	29
图表 50: 李宁 2003-2009 年营收业绩表现 (百万元, %)	29
图表 51: 李宁品牌 2003-2009 年门店数量 (家)	29
图表 52: 安踏体育 2011-2015 年营收/业绩情况图 (亿人民币)	30
图表 53: 李宁 2009-2014 年营收、业绩、毛利率表现 (百万元, %)	30
图表 54: 李宁 2009-2014 年存货余额及周转天数 (百万元, 天)	30
图表 55: 国内市场市占率前 11 名品牌中国际/国内品牌市占率合计 (%)	31
图表 56: 安踏体育品牌矩阵	31
图表 57: Amer 旗下主要品牌	31

图表 58: 李宁 1990 产品图	32
图表 59: 中国李宁首次登陆纽约时装周, 主题“悟道”	32
图表 60: 运动鞋服板块及其他板块收入增速对比 (%)	33
图表 61: 细分运动品牌成长迅速	33
图表 62: 各品牌流水表现	34
图表 63: 国际龙头 FY2025 增长目标 (%)	35
图表 64: 国内品牌流水未来 5 年增长预期 (%)	35
图表 65: Adidas 研发支出费用及占营收比重 (百万欧元)	36
图表 66: Adidas 与 BASF 合作研发 Boost 产品	36
图表 67: 耐克、阿迪达斯运动鞋技术创新	37
图表 68: 安踏体育/李宁/特步国际/361 度研发费用情况 (亿人民币)	37
图表 69: 李宁使用䨻科技的跑鞋和篮球鞋产品 (元)	38
图表 70: 安踏主要在售跑步鞋及篮球鞋产品价格及重要科技情况 (元)	38
图表 71: 运动品牌争夺体育赛事资源 (上)	39
图表 72: 2018 年世界杯参赛国家队球衣赞助商情况 (亿人民币)	40
图表 73: 安踏国旗款产品图	40
图表 74: 运动品牌争夺体育赛事资源 (中)	41
图表 75: 运动品牌争夺体育赛事资源 (下)	42
图表 76: 国内品牌主要明星合作不完全统计	43
图表 77: 2015-2021H1 运动公司渠道数量 (个)	43
图表 78: 2022 年初各品牌门店城市分布数量情况	44
图表 79: 2022 年初各品牌门店城市分布占比情况	44
图表 80: 滔搏渠道结构和个数	44
图表 81: 安踏/李宁/特步电商渠道收入占比情况 (%)	45
图表 82: 运动鞋服公司存货周转天数	45
图表 83: 重点制造公司收入增长与产能扩张图一览	46
图表 84: 申洲国际所研发部分新面料及新产品	47
图表 85: 不同生产模式毛利率比较 (%)	47
图表 86: 运动鞋主要生产流程	47
图表 87: 健盛集团无缝内衣织造设备	48
图表 88: 华利集团部分自动化设备	48
图表 89: 2019 年裕元集团/华利集团/丰泰企业产量及产量分布情况 (万双)	48
图表 90: 中越生产成本对比一览表	49
图表 91: 中越出口关税及所得税汇率对比一览表	49
图表 92: 制造商行业覆盖产业上下游情况	50
图表 93: 传统成衣制造与纵向一体化制造商生产周期对比	50
图表 94: 近期部分绿色环保政策梳理	51
图表 95: 2015-2020 年服饰制造类主要公司毛利率 (%)	52
图表 96: 2015-2020 年服饰制造类主要公司净利率 (%)	52
图表 97: 运动鞋服上下游产业链龙头公司	52
图表 98: 2019 年中国服装出口金额占全球出口市场比例 (%)	53
图表 99: 2000-2019 年中国服装/全球服装出口金额 (亿美元)	53
图表 100: FY2014-FY2021 耐克集团供应商数量 (个)	54
图表 101: 2015-2020 年 PUMA 供应商数量 (家)	54
图表 102: 运动鞋服板块重点公司近 3 年以来市值表现 (亿港元, 截至 2022/02/18)	55

图表 103: 运动鞋服板块重点公司近 3 年以来 PE (TTM) 表现 (截至 2022/02/18)	56
图表 104: 过往 3 年运动鞋服产业链公司 PE (TTM) 估值中枢对比 (倍)	56
图表 105: 近 5 年来安踏体育市盈率变化情况 (TTM, 倍)	57
图表 106: 近 5 年来李宁市盈率变化情况 (TTM, 倍)	57
图表 107: 近 5 年来特步国际市盈率变化情况 (TTM, 倍)	57
图表 108: 近 5 年来申洲国际市盈率变化情况 (TTM, 倍)	57
图表 109: 李宁盈利预测和估值 (单位: 人民币)	58
图表 110: 安踏体育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	59
图表 111: 特步国际盈利预测和估值 (单位: 人民币)	59
图表 112: 申洲国际盈利预测和估值 (单位: 人民币)	60
图表 113: 华利集团盈利预测和估值 (单位: 人民币)	61
图表 114: 滔搏盈利预测和估值 (单位: 人民币)	62

这是我们在继《风景独好，龙头对话》、《景气上行，龙头起舞》后的第三篇运动鞋服深度报告，本次报告重点回答如下几个问题：

- 1、运动鞋服行业短期趋势与中长期的成长方向？
- 2、整体产业链的利润分配趋势发生了什么变化？
- 3、品牌商的竞争要素的变化如何？在竞争加剧的国内市场上，未来国产品牌的竞争优势如何体现？
- 4、运动鞋服制造商的核心竞争力来自哪里，未来竞争趋势如何？

1. 增长趋势：波动与成长并存

中国市场运动鞋服零售市场从 2010 年的库存危机后，各品牌进入调整阶段，2015 年开始明显的复苏。后续 2018-2019 年经历了快速的成长，2020 年疫情对市场带来明显的冲击，而进入 2021 年 H1 由于外部偶发事件的推动，国产品牌进一步迎来抢占市场的契机。对于未来运动鞋服市场的增长趋势判断我们认为：

- 短期由于疫情反复的干扰、基数的波动影响以及运动赛事的推动等多重因素影响，2022 年 H1 行业零售呈现波动增长态势。
- 从中长期维度来看，运动风潮的发展以及细分领域运动的崛起给运动鞋服市场带来持续快速增长的机会。同时民族品牌意识崛起，国产品牌的进步也带来国产品牌份额提升的机会。

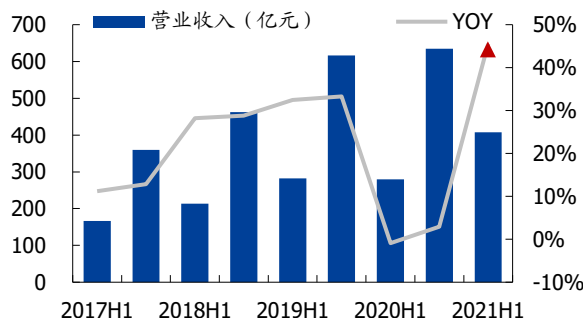
1.1 短期：影响因素多，波动向上

运动鞋服行业销售短期面临的影响因素相对较多，包括疫情的反复干扰、2021 年的基数变化以及运动赛事带来的品牌曝光机会的增加。多重因素下，我们认为短期运动鞋服的终端销售增长呈现波动增长状态，与此同时各品牌营运基础较好，且冬奥会的带动下，冰雪运动也迎来较好的发展时机。

回顾 2021 年，在国内疫情反复的背景下，叠加基数原因，2022 年 H1 运动鞋服零售增长有所波动。

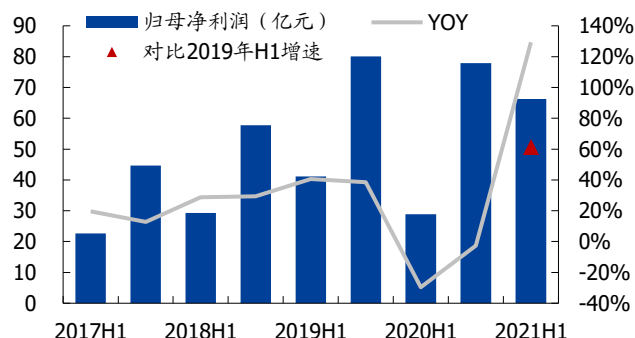
1、运动鞋服板块 2021H1 景气度明显上行，营运优化，业绩靓丽。根据统计局数据，2021 上半年我国限额以上单位服装鞋帽和针纺织品零售额同比 2019 年仅上升 2.7%。然而在整体服装板块中，运动鞋服表现靓丽。1) 2021 年 H1，随着疫情影响的减弱以及终端销售的恢复，多数核心运动鞋服公司收入和业绩无论对比 2020 年同期还是对比 2019 年同期均实现了靓丽的增长。2) 随着收入增长的拉动，终端库存优化，各公司经营活动产生的净现金流对比 2020 年 H1 大幅改善；3) 终端表现恢复及品牌力上行致使各品牌终端折扣明显修复，毛利率、净利率对比同期上行。

图表 1: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司营收及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2017H1-2021H1 运动鞋服公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、2021 年 H2-2022 年 H1 面临基数上升销售增速有所波动，运营健康。Q3 后运动鞋服销售将面临着同期基数的快速上升，同时考虑“新疆棉”事件影响，因此 2022 年 H1 大多数运动品牌面临高基数（尤其是在 Q2 体现更为明显），同时国内疫情反复对线下客流量的影响也会使得流水增长受阻，但是整体营运依然保持健康的状态。根据我们跟踪判断，国内龙头品牌的库销比基本保持在 4-5 的健康水平。

我们认为 **2022 年 H1 运动品牌消费增长会有多波动，公司层面的运营水平差异在行业环境波动的背景下会体现的更加明显，优质公司竞争优势明显。**品牌力持续上行，营运基础较好，增长平稳的龙头品牌销售会持续领跑行业。2021 年 H2 尽管在零售大环境较差、消费情绪悲观的情况下，仍然有部分公司在基数不低的情况下实现了良性的恢复和增长。2021 年 Q4 安踏/特步品牌流水分别实现中双位数/20%-25%的增长，FILA 品牌实现高单位数增长，我们预计李宁品牌 Q4 流水保持 30%左右的速度增长。

图表 3: 运动鞋服重点公司各品牌单季度流水增速 (%)

	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
安踏整体	低单位数下滑	低单位数	低单位数	40%-45%	35%-40%	10%-20%低段	10%-20%中段
安踏大货	低单位数下滑	正	低单位数	35%-40%	35%-40%	低双位数	中单位数
安踏儿童	单位数	低单位数	低单位数	45%-50%	35%-40%	低双位数	中双位数
安踏电商	约 40%	约 50%	正	60%+	40%+	25%-30%	30%-35%
FILA 整体	10%-20%	20%-25%	25%-30%	75%-80%	30%-35%	中单位数	高单位数
FILA CLASSIC	中单数	正	中双位数	80%+	20%+	低单位数	持平
FILA KIDS	约 30%*	约 30%	20%+	1 倍	40%+	低双位数	中双位数
FILA Fusion	约 70%*	约 50%	50%+	1.5 倍	80%+	中双位数	低双位数
FILA 电商	80%+	近 90%	70%+	40%+	40%+	20%-25%	25%~30%
安踏其他	中双位数	50%-55%	55%-60%	115%-120%	70%-75%	35%-40%	30%~35%
迪桑特	50%+	90%+	80%+	1.5 倍	-	近 50%	40%~45%
李宁流水	中单位数下滑	中单位数	10%-20%中段	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段	
李宁线下	低双位数下滑	低单位数下滑	10%-20%低段	80%-90%低段	90%-100%低段	30%-40%高段	
李宁零售	高双位数下滑	持平	中单位数	90%-100%低段	80%-90%高段	30%-40%中段	
李宁批发	低双位数下滑	低单位数下滑	10%-20%低段	80%-90%低段	90%-100%低段	30%-40%高段	
李宁电商	20%-30%中段	40%-50%低段	30%-40%中段	100%	90%-100%高段	50%-60%中段	
特步	低单位数下滑	中单位数	高单位数	约 55%	30%-35%	中双位数	20%-25%
361 度	低双位数下滑	高单位数下滑	低单位数	高双位数	15%-20%	低双位数	高双位数

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

3、聚焦 2022H1，我们认为在北京冬奥会的推动下，大众冰雪运动景气度有望提高。2022年2月4日，北京冬奥会正式拉开帷幕。多个中国品牌通过赞助各国代表队走向国门，其中安踏作为中国代表队的官方赞助商，签约了中国12支中国参赛队。我们判断，冬奥会有望助涨居民对运动鞋服的消费热情，布局相关营销资源的国牌龙头增加品牌曝光机会。除了国产品牌，许多国际知名服饰品牌也将本次冬奥会作为展示设计与科技的顶级秀场。如Lululemon与加拿大奥委会达成合作，为本国冬奥代表团带来了开闭幕式的不同服装设计。DESCENTE作为起源于日本，专注冰雪近70年的高端运动品牌，与世界上许多顶级冰雪强队保持着长期合作，本届北京冬奥会上将有来自瑞士、德国、加拿大、西班牙等多支冰雪国家队身穿DESCENTE出战。

图表4：安踏北京冬奥会品牌主题快闪体验店图

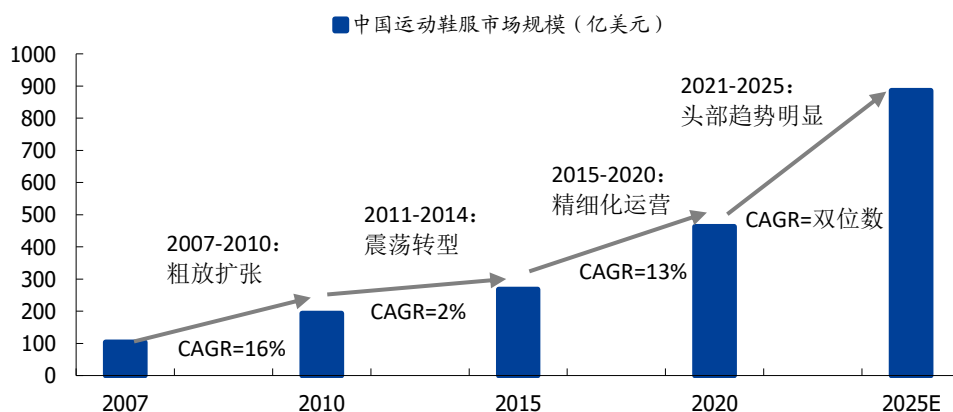


资料来源：安踏官方公众号，国盛证券研究所

1.2 中长期：消费环境好，运动风潮泛化、细分化

根据彭博数据库，当前国内运动鞋服市场规模达3500亿元人民币左右，过去几年增速达双位数，明显高于鞋服行业平均增速。我们复盘过去国内运动鞋服行业的发展：1）受益于2008年北京奥运会的催化作用，运动鞋服行业景气上行，国内市场高速增长。2）后续增速放缓，并于2012-2013年迎来因前期过度扩张带来的行业收缩。3）近年处于快速增长通道。2015年以来运动鞋服行业基本回到健康成长的通道中，2015-2019年国内市场规模CAGR超过13%，由此我们估计2021年国内市场规模在3500亿人民币左右。

图表5：中国市场运动鞋服品类零售额增速表现

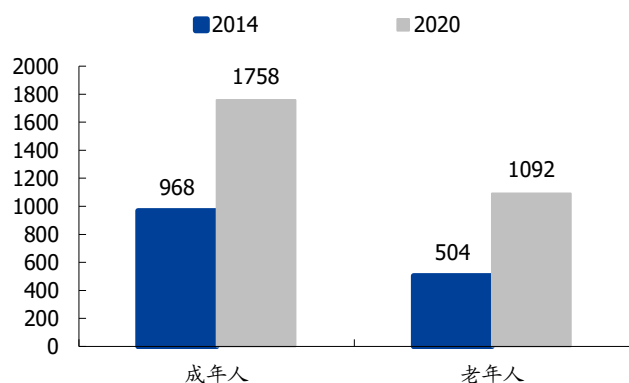


资料来源：安踏体育官网，国盛证券研究所整理

运动鞋服品类渗透率的提升。运动鞋服的渗透率（即某地区运动鞋服市场规模所占服装整体市场规模的比例）迅速提升，使运动鞋服市场得以呈现出快速增长的态势。**渗透率提升背后的原因及动力包括参加运动人数增加、人均体育消费金额提升、运动鞋服穿着场景延伸等。**

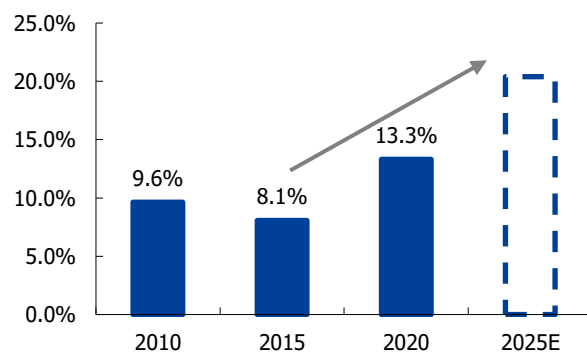
- **我国参加运动的人数在逐年增加。**据国家国民体质监测中心发布的《2020年全民健身活动状况调查公报》，全国经常参加体育锻炼的人数及占比均逐年提升，2020年占比为37.2%（口径为含儿童青少年，比2014年增加了3.3PCTs/比2007年增加9.0PCTs）。其中城乡仍有差距，但差距较之前明显缩小，2020年城镇/乡村居民中经常参加体育锻炼的人占比分别为40.1%/32.7%，我们判断过去乡村居民运动人数的提升更加明显。
- **随着收入水平提升，人均体育消费金额大幅提升。**我国居民可支配收入及生活水平不断提高，同时运动健身的需求在增加，进而带动居民在体育运动上花费的金额大幅增长。据《2020年全民健身活动状况调查公报》数据，2020年成年人/老年人人均体育消费分别为1758/1092元，较2014年增长790/588元，均有明显提升。

图表6：国内成年人/老年人人均体育消费金额（元/年）



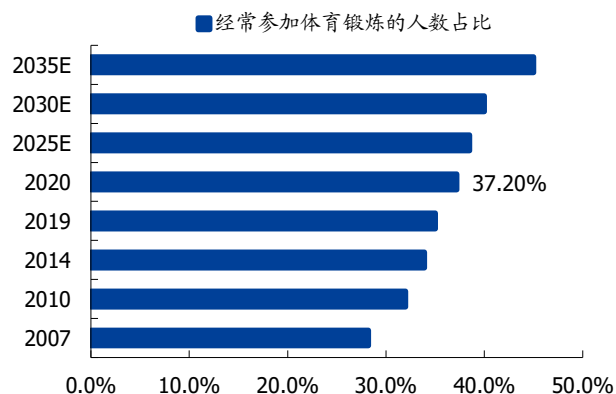
资料来源：国家统计局，国家体育总局，国盛证券研究所

图表7：中国服装市场运动鞋服渗透率（%）



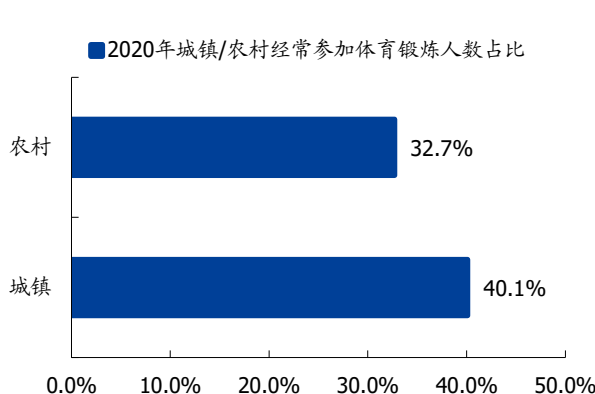
资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表8：国内经常参加体育锻炼的人数占比（%）



资料来源：国家统计局，国家体育总局，国盛证券研究所

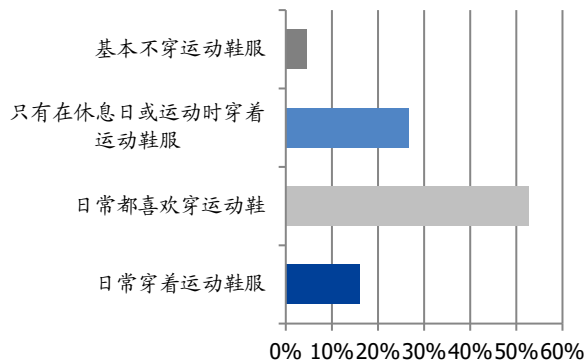
图表9：2020年城镇/农村经常参加体育锻炼的人数占比（%）



资料来源：国家统计局，国家体育总局，国盛证券研究所

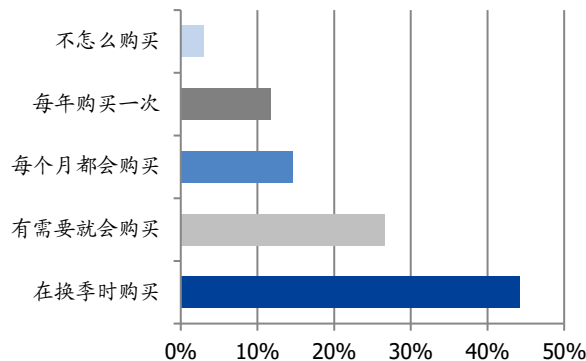
- **运动鞋服使用场景延伸，市场规模迎来扩大机遇。**运动鞋服成为日常穿着的选择之一，我们判断在品类从“运动专用”向“运动休闲”的过渡下，其购买需求、购买频次有望明显提升。据艾媒咨询市场调查数据显示，超50%的消费者表示在日常生活中青睐穿着运动鞋服，并且超40%消费者习惯于在换季时购买运动鞋服。

图表 10: 2021 年中国运动鞋服用户使用场景情况 (%)



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所
注: 样本量: N=708; 调研时间: 2021 年 3 月。

图表 11: 2021 年中国运动鞋服用户购买频率 (%)



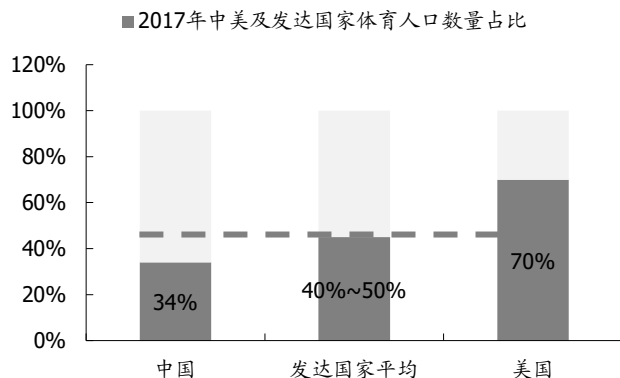
资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所
注: 样本量: N=708; 调研时间: 2021 年 3 月。

展望未来，我国运动鞋服市场预计仍有望快速增长。和发达国家对比，中国在体育人口占比、运动鞋服渗透率上都有较大空间。我们基于渗透率水平的假设对未来的市场规模空间进行估算：

- ①考虑到在全民运动意愿提升、运动时尚风潮兴起、政策频繁出台助力等环境因素下，我们认为国内积极参与运动的人数比例有望继续增加，同时考虑存在的休闲日常场合服装穿着需求，我们综合假设到 2025 年中国运动鞋服渗透率达到 20.4%，即 2020 年全球的平均水平。
- ②过去几年国内服装市场增速基本稳定在中单位数左右，且据国家统计局数据，我国居民在服装上的花费稳步提升，故我们假设国内服装整体市场规模保持 4%左右的发展速度。

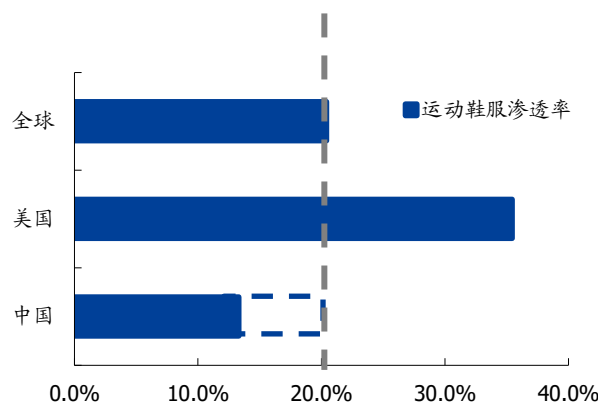
基于此假设我们进行估算并得出判断，中长期来看我国运动鞋服行业仍处于快速成长过程中，2025 市场规模有望达到 5400 亿元左右。

图表 12: 2017 年中、美及发达国家体育人口数量占比 (%)



资料来源: 国家体育总局, 艾媒咨询, 国盛证券研究所

图表 13: 2020 年中、美及全球市场运动鞋服渗透率 (%)



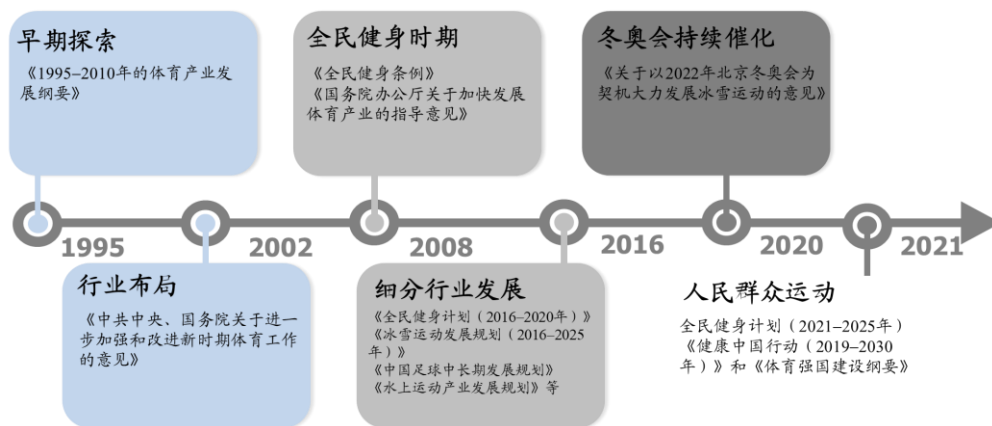
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

我们分析并展望行业内部的一些长期发展趋势，近年来国内运动鞋服市场主要呈现出以下四大变化：

1.2.1 运动参与度提升，休闲时尚风流行

运动全民化的趋势正在快速发展。1) **大众健康意识增强。**随着健康生活方式的推广，消费群体愈发重视体育锻炼。根据中国体育用品业联合会同尼尔森发布的调研报告《2020 年大众健身行为和消费研究报告》显示，超过 80% 的受访者疫情后将增加健身活动相关的消费，86% 的受访者未来愿意花更多的时间和精力在运动锻炼上，92% 的人认为对自身健康的关注是养成运动习惯的首要驱动因素。2) **国内政策导向助力全民运动参与度提升。**2021 年 3 月《十四五规划》出台，首次在五年规划中明确体育强国建设目标，除此之外根据《健康中国行动（2019-2030 年）》和《体育强国建设纲要》计划以及国务院印发《全民健身计划（2021-2025 年）》，明确到 2025 年全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，健身热情进一步提高，各运动项目参与人数持续提升。

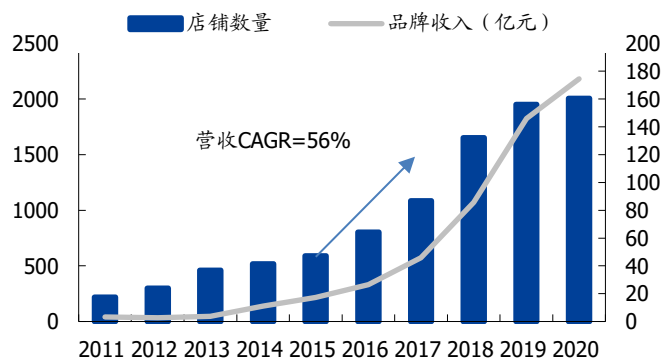
图表 14：我国体育相关政策推出



资料来源：中国政府网，国家体育总局，公开新闻，国盛证券研究所整理

运动休闲风格引领行业风潮。在全民运动趋势的推动下，日常穿着与运动服饰的界限变得越来越模糊，运动休闲风格受到年轻消费者的大力追捧。以 FILA 为例，安踏体育针对中国运动时尚品类服装缺乏的现状，将 FILA 定位为集运动、时尚、休闲于一体的运动品牌。FILA 中国业务通过弱化运动功能、强化营销宣传等方式成功转型，过去十年（2010-2020 年）增速达 56%。

图表 15：FILA 品牌店铺/品牌收入变化情况图（家，亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 16：FILA 产品图



资料来源：官方公众号，国盛证券研究所

1.2.2 品类功能细分，冬季运动升温

各类细分运动兴起加速行业规模扩张。运动参与度的提升使更多消费者开始关注运动产品性能的专业性。在过去，多数消费者往往是“一衣多穿，一鞋多用”，而随着对于运动安全及产品专业性重视程度的提高，消费者对于产品的性能也提出更高的要求。以马拉松为例，新型跑鞋能够通过鞋底夹层嵌入不同材质硬板，改善脚底反馈、增强包裹性并减轻跑鞋重量，提高跑者运动表现。**我们认为对于优质专业性能产品，消费者也愿意付出更高的价格：**如特步为长跑打造的竞训 260 专业训练鞋，吊牌价达到了 699 元，远高于其他普通款跑鞋。

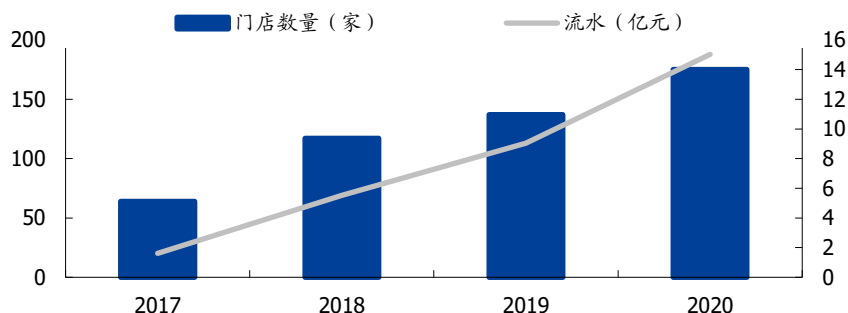
图表 17：特步主要在售跑步鞋产品情况

款式	吊牌价	核心科技
竞速 260	699	动力巢 X 科技 CPU 防滑科技 尼龙势能板
动力巢 PRO	499	动力巢科技 驭光科技 环形 TPU
动力巢 7.0	369	动力巢科技 TPU 板
减震旋八代	439	减震旋 卡门螺旋结构
柔立方科技跑鞋	339	柔立方科技

资料来源：官方公众号，国盛证券研究所

品牌发力冬季运动。1) 体育政策驱动冰雪运动持续发展。随着 2022 年北京冬奥会的临近，国内消费者对于冬季运动的关注度也在不断提高。国务院在 2019 年便出台《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》，驱动行业持续高景气度发展。2) 多个品牌布局滑雪、高山等多个细分冬季运动细分品类：如安踏体育签约自由式滑雪世界冠军谷爱凌为品牌代言人，并通过迪桑特以及合营公司 Amer 旗下 Peak Performance 布局国内市场，其中主打铁人三项及冰雪运动的品牌迪桑特经过三年发展流水突破 10 亿，我们预计在 2021 年有望突破 25 亿流水，成为集团下一增长点。

图表 18: 迪桑特门店及流水变化情况 (家, 亿元)



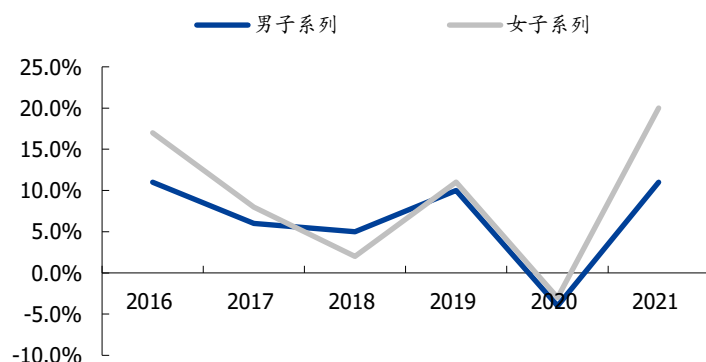
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 流水根据经营情况公告预计

1.2.3 女性运动需求增长, 细分市场持续火爆

女性消费力量在运动鞋服领域的话语权也在不断扩大。随着收入水平与受教育水平提高, 越来越多女性开始通过健身运动提升自身形态及身体素质, 在女性运动风潮的引领下, 女性运动市场规模增长趋势显著。1) 以耐克为例, 过去五年耐克女子产品整体增长速度高于男子产品。在 FY2021 疫情影响逐步退散的情况下, 耐克女子产品实现快速增长, 年收入增长率达到 20%; 高于整体男子产品 11% 的增长率。2) 安踏在制定未来 5 年的发展规划中也提到发力女子运动品类, 开发女子专属商品。要在女性消费者形成安踏品牌的记忆点, 未来 5 年流水规模 200 亿。

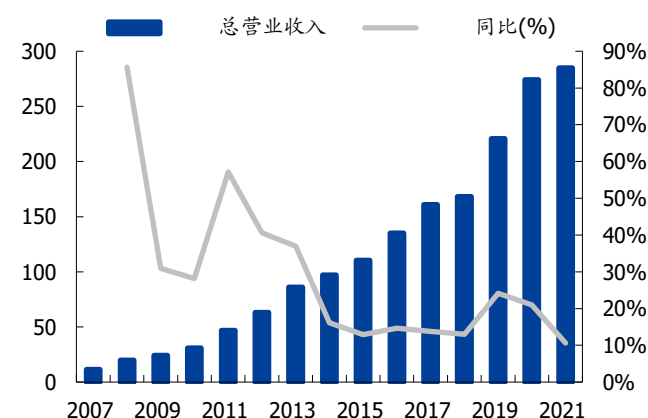
品牌商切入细分市场, 提供更加齐全、领域更加细分的女性运动产品。早在上世纪 80 年代, 锐步便抓住热点推出女子专用运动鞋, 并一度成为第一大运动鞋品牌。与男性运动偏好不同, 女性更偏好瑜伽、慢跑等提升身体形态的运动。在这些运动热点的快速渗透下, 新兴品牌飞速成长。Lululemon 2007 年于纳斯达克上市后, 品牌实现快速增长并在瑜伽赛道中保持领先。而更重要的一点是, Lululemon 除了围绕传统女性运动产品外, 持续拓展室内运动产品, 并能够获得消费者青睐。过去十年内, Lululemon 营收及业绩 CAGR 分别达到 19.8%/16.8%。

图表 19: NIKE 男子系列/女子系列增长率变化图 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: Lululemon 营业收入及增长率变化图(亿美元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2.4 民族品牌意识崛起，国产品牌引领潮流

社会事件激发国货消费热情。随着国家经济社会文化全方位发展，消费者对于中华民族的自豪感也在不断增强。1) 2021 年 4 月在新疆棉事件影响下，国货消费的热情进一步激发，这一趋势在品牌效应显著的运动鞋服行业更为明显。2021Q2 国产运动品牌表现亮眼，终端流水在 2020 年同期基数提升下延续高增长态势。2) 在河南、山西等地洪涝灾害来袭后，国内多家运动企业纷纷伸出援手，捐助大量现金及物资。如鸿星尔克在捐助后受到大量关注并“跨界出圈”，在各平台热度迅速提升，消费者也通过“野性消费”，在线上线下进行疯狂扫货。

中国元素融入设计，国潮引领时尚。1) 我们认为本土文化元素融入设计有助于品牌商强化其民族品牌核心，留存短时间内社会事件带来的“野性流量”。如鸿星尔克在支援河南灾区后，与河南博物院展开合作，在产品中融入历史元素，增强其国货内涵。2) 当前国潮元素成已为品牌商重要发力点：如李宁以“中国李宁”为首打造多条国潮产品线。在打造国潮的过程中，李宁品牌以“中国元素”为出发点，推动“运动潮流”。而安踏体育则借助冬奥会合作伙伴身份，通过联名方式以国旗款产品直击“国潮”兴起的本源。

图表 21: 鸿星尔克 X 河南博物院联名产品图



资料来源：官方公众号，国盛证券研究所

图表 22: 李宁 X 成龙联名功夫系列产品图



资料来源：官方公众号，国盛证券研究所

2. 产业链利润分配：制造、品牌龙头共享价值红利

2.1 解构服装产业链的利润分配：品牌商优势定位明显

我们从公司的层面拆解服装产业链，从上游至下游相应可以分为：①**制造商**：主要负责产品生产，细分又包括上游原材料供应商、中游纺织制造商、下游成衣制造商。②**品牌商**：主要负责品牌运营，根据产品的消费属性不同，可以分为运动鞋服品牌、大众服饰品牌、中高端服饰品牌。③**零售商**：直接面向终端消费者，完成产品销往终端的最后环节。

图表 23：运动服装产品主要生产及流通环节



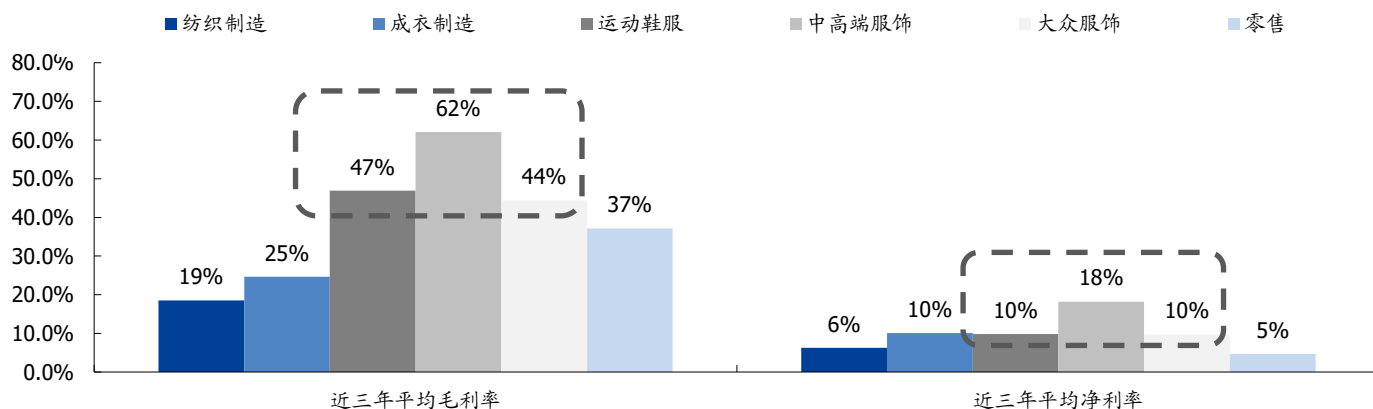
资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

行业的发展和日趋成熟带来了产业链分化，品牌商占了大部分的价值分配。规模、效率、速度等要求业内的公司专注于自身所在的细分产业链板块。品牌商专注于品牌运营，而将产品的生产制造由上游制造商、将销往终端的部分渠道交给加盟商。由此，在生产链条专业分化的过程中形成了较为稳定的利润分配。而在目前产业链价值的分配中：**上游纺织制造工艺成熟、同质化高、利润较薄；中游成衣制造劳动密集、成本加成为主、利润空间有限；而下游品牌商获取了整个产业链中的大部分利润。**

- **制造商**：成衣制造商客户多为品牌商，业内品牌商大多提前下达订单至制造商，后者一般在 3~4 个月左右后交付产品。由于多采用成本加成定价，制造商利润空间相对有限，我们根据样本公司判断运动鞋服制造商毛利率大多在 15%~30%。
- **品牌商**：建设并运营服装品牌，如 NIKE、ADIDAS、安踏体育、李宁等。运动品牌商占据了整个产业链中的主要的利润空间，根据公司公告，其毛利率大多在 50%左右上下/净利率多在 8%~15%。品牌商销售渠道按照模式可以分为两类：1) 直营渠道：产品直接销往消费者。2) 加盟渠道：产品以较低的折扣（我们估算一般约为吊牌价的 4.0~5.5 折）销往分销商/加盟商，再经后者销往终端市场。

- 渠道商：完成产品销往终端的最后环节，直接面向终端消费者，如滔搏、宝胜国际。我们估算其毛利率一般在 40% 左右，净利率相对较低，一般为个位数。

图表 24：服装产业链板块盈利质量一览表



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

注：近三年为 2018-2020 年，滔搏为 FY2019-FY2021。

注：具体样本公司及数据见下图“服装产业链重点公司盈利质量一览表”。

图表 25：服装产业链重点公司盈利质量一览表

行业	近三年 平均毛利率	近三年 平均净利率	代表公司	近三年 平均毛利率	近三年 平均净利率
纺织制造	19%	6%	天虹纺织	15%	4%
			百隆东方	15%	6%
			新野纺织	17%	5%
			鲁泰 A	27%	10%
成衣制造	25%	10%	申洲国际	31%	22%
			盛泰集团	20%	5%
			裕元集团	24%	2%
			丰泰企业	24%	9%
			华利集团	24%	13%
运动鞋服	47%	10%	耐克	44%	10%
			adidas	51%	6%
			安踏体育	55%	17%
			李宁	49%	10%
			特步国际	42%	9%
			361 度	40%	8%
			歌力思	67%	19%
中高端服饰	62%	18%	七匹狼	44%	9%
			九牧王	58%	15%
			比音勒芬	67%	22%
			地素时尚	75%	26%
			太平鸟	53%	7%
大众服饰	44%	10%	森马服饰	41%	8%
			海澜之家	39%	14%
			滔搏	42%	7%
零售	37%	5%	宝胜国际	33%	2%

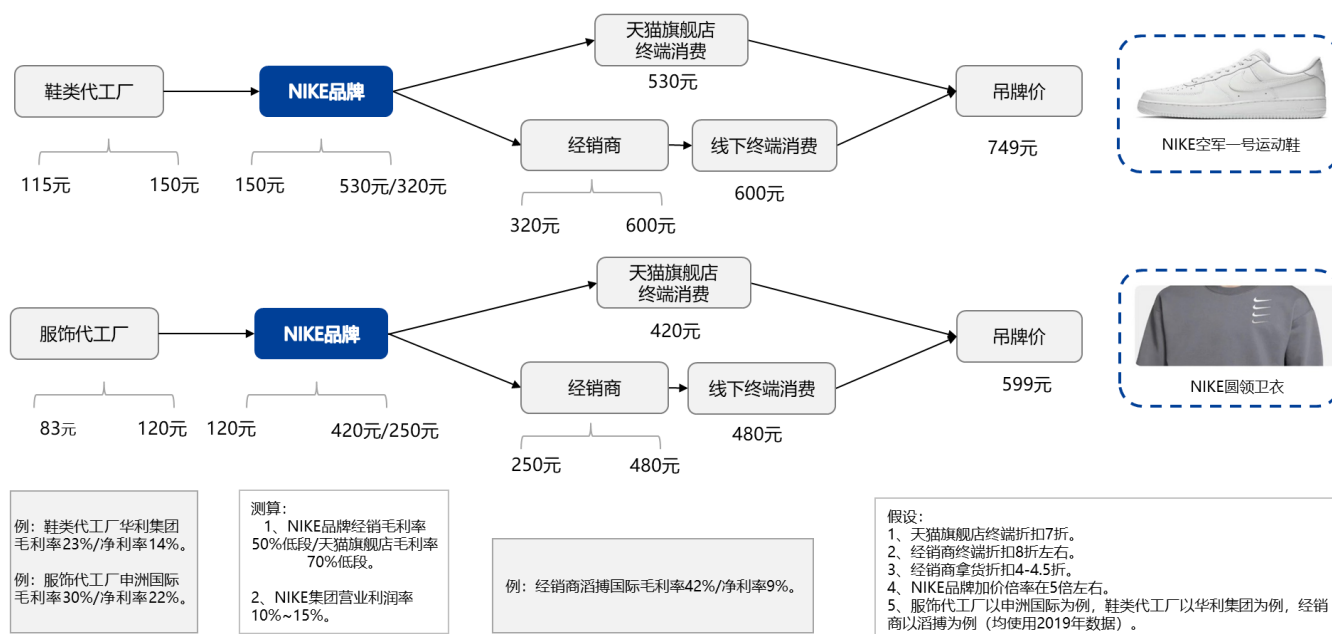
资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

注：近三年为 2018-2020 年，滔搏为 FY2019-FY2021。部分公司因 2020 年数据较为异常而剔除。

我们从产品的价值构成去拆解运动产业链的利润分配：在制造商→品牌商→零售商的产业链条中，估算各个环节利润率分别约 10%/10%~15%/中高单位数——可以看到，品牌商所享有的利润相对丰厚，并且毛利率显著高于上下游。

以 NIKE 品牌（线下经销为主）产品为例：出厂价约为 120 元的运动卫衣，终端销售的价格约 420~480 元不等，其差价用于支付制造商（如申洲国际）、品牌商（NIKE 集团）、零售商（如滔搏和宝胜国际）的利润及费用。NIKE 品牌商中国区域线下以经销渠道为主，线上天猫旗舰店为自营。假设：①天猫旗舰店终端折扣 7 折。②经销商终端折扣 8 折左右。③经销商拿货折扣 4-4.5 折。④NIKE 品牌加价倍率在 5 倍左右。经我们测算得：**NIKE 品牌经销渠道毛利率 50%+ / 天猫旗舰店渠道毛利率高达 70%+，集团营业利润率 10%~15%。**4) 而下游的零售商（以滔搏 FY2019/2020 年数据为例）毛利率为 40% 低段 / 净利率仅中高单位数。

图表 26: 经销渠道与天猫旗舰店渠道价值链（以 NIKE 品牌产品为例）

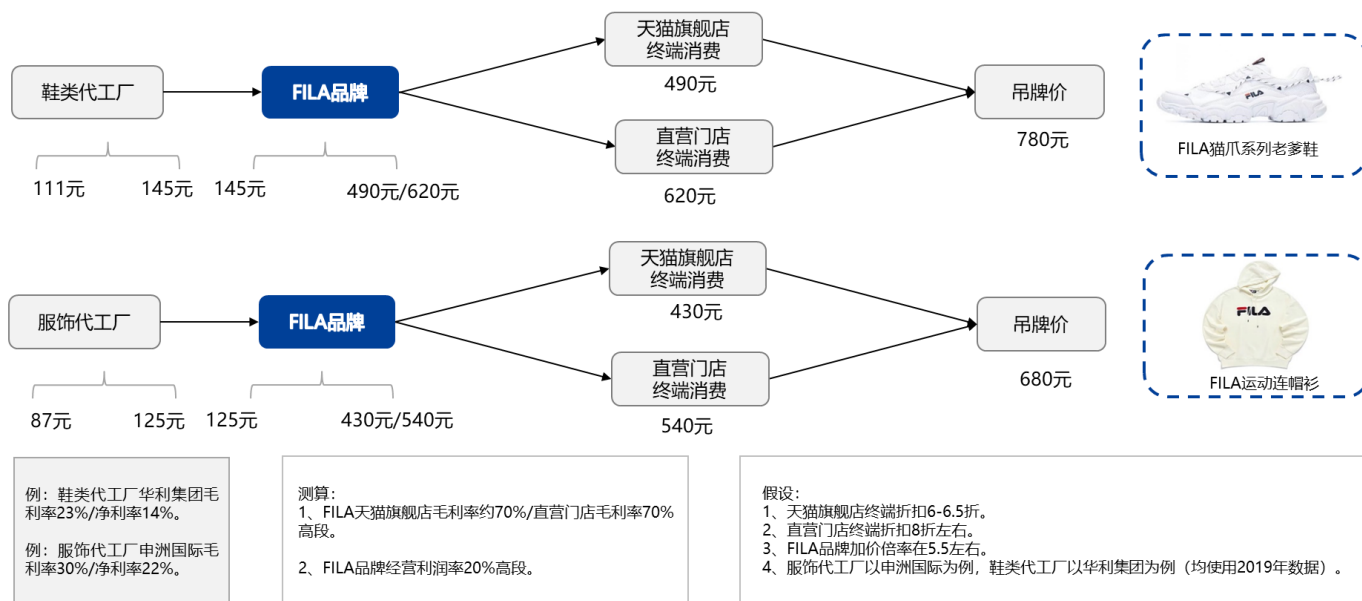


资料来源: 公司公告, Wind, 天猫, 国盛证券研究所测算

1、对于品牌商而言，直营/加盟模式各有利弊，运营水平决定其经营利润率。1) 直营渠道毛利率更高、同时费用支出也更高。相较于加盟渠道而言，直营渠道使得品牌商能够直接与终端消费者产生买卖关系，更高的销售单价带来了高毛利率水平，但同时由于铺设门店、雇佣销售人员等需求，也要承担更高的销售费用率。2) 相对应的是，加盟渠道的轻资产模式，使得品牌商能够快速完成规模扩张。

以 FILA 品牌（线下直营为主）的产品为例，FILA 品牌线下以直营门店为主、线上天猫旗舰店为自营。假设：①天猫旗舰店终端折扣 6-6.5 折；②直营门店终端折扣 8 折左右；③FILA 品牌加价倍率在 5.5 左右。经公司公告及我们测算得：**直营渠道毛利率高达 70% 高段 / 天猫旗舰店毛利率约 70%，FILA 品牌经营利润率约 20% 高段。**

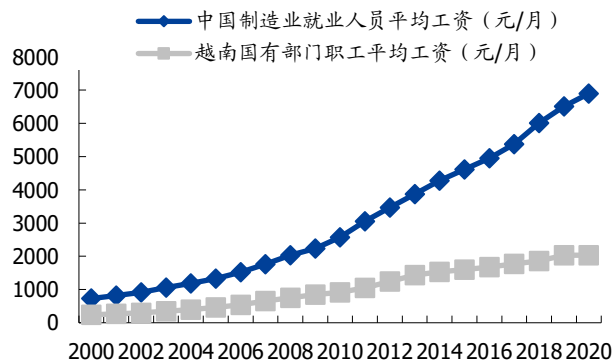
图表 27: 直营渠道与天猫旗舰店渠道价值链 (以 FILA 品牌产品为例)



资料来源: 公司公告, Wind, 天猫, 国盛证券研究所测算

2、对于制造商来说, 其盈利水平较为稳定。 1) 产品的制造成本包括原材料成本、人力成本、固定资产折旧等, 约占制造商收入的 70%~85%, 约占整个产品价值链的 20% 左右。2) 我们判断上游产品的制造成本相对难以压缩: 服饰制造属于劳动密集型产业, 近年来国内及东南亚国家的人力成本呈现逐年提升的态势, 国内制造业人员平均薪资从 2015 年 4610 元/月逐年上涨至 2020 年 6899 元/月, 同期越南国有部门平均薪资从约 1598 元/月上涨至约 2028 元/月。3) 由于成衣制造商多采用成本加成定价, 其毛利率一般相对稳定在 15%~30%。

图表 28: 上游刚性成本难以压缩



资料来源: 国家统计局, 越南统计局, Wind, 国盛证券研究所
注: 越南国有部门职工平均工资数据换算所用汇率为当前汇率, 1 人民币=3580 越南盾

图表 29: 2010-2020 年棉花价格 (元/吨)



资料来源: 国家统计局, 越南统计局, Wind, 国盛证券研究所

2.2 未来趋势: 制造与品牌商共享价值红利

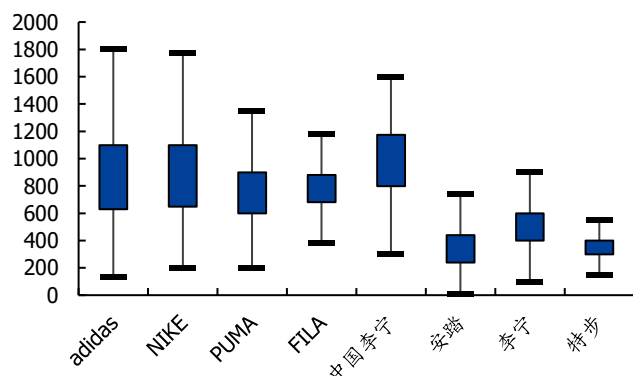
我们判断未来运动鞋服产业链有以下几个发展趋势: **1) 整个产业链的价值重心仍在品牌商、并将进一步倾斜。** 市场需求驱使品牌价值、产品价值的重要性日渐凸显, 产业链重心向品牌商的倾斜有进一步加重的趋势。2) 制造商头部公司凭借研发实力与先进技术, 以产品为载体助推运动鞋服行业下游发展, 得以与品牌商共享产业链利润 3) 随着行业发展阶段发生转变, 渠道商的利润空间相对来说面临被压缩的压力, 优质渠道商和品牌商相辅相成。

1、品牌商：产品迭代，价格提升，放大利润空间。

当前服装步入“产品与品牌为王”的竞争阶段，我们认为近年来下游消费端需求主要呈现的机遇有二：1）理性的“消费升级”：消费群体趋于理性使得产品重新成为竞争聚焦点，同时市场对于高品质、专业化的运动鞋服的需求在提升，这为产品升级提供了需求空间。2）“国牌友好”的消费态度：市场对于国牌的青睐度在提升，优质的国牌通过产品推新及品牌运营等，有望俘获更多消费者的芳心。**需求变迁驱动行业发展，体现在品牌产品端的表现：国产运动鞋服品牌产品附加值与产品溢价的并行。**

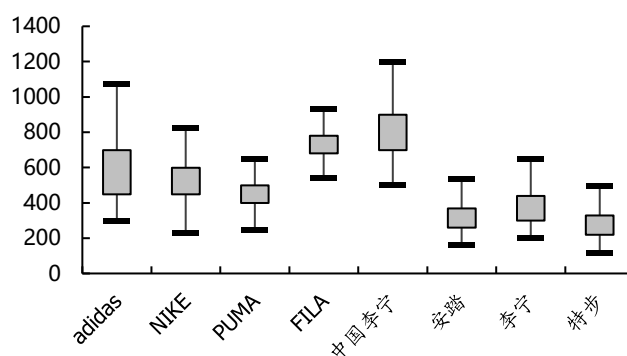
产品迭代，品牌价格提升：优质品牌商以品牌力驱动溢价能力，进而获得更多的利润空间。伴随着设计及研发、生产技术、成本用料升级等，其成本上升的同时其附加值得以进一步提高。1）消费者对运动鞋服产品本身功能属性的关注度在提升，在设计、品质等方面都提出了更高的要求。2）优质运动鞋服品牌积淀研发、创新设计、升级用料，并从前期的“单一注重专业性”，逐渐发展成为当前的“专业性与时尚性并重”的特征。例如：①安踏品牌打造 NBA 球星签名篮球鞋款，推出速度家族（C202 GT、马赫、羚跑）正式入局专业竞速跑鞋市场，同时以国旗款系列拔高品牌形象。②李宁围绕“䨻”、“弜”两大高端科技平台，持续赋能专业产品，并推出中国李宁发力运动时尚市场，提升产品附加值。据我们估算，当前中国李宁产品价格带基本可以对标 NIKE 等国际头部品牌。

图表 30：运动鞋服头部品牌鞋类价格对比（元）



资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所整理，仅供参考

图表 31：运动鞋服头部品牌卫衣价格对比（元）



资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所整理，仅供参考

2、制造商：掌握核心技术、研发实力雄厚的制造商得以共享红利。制造龙头企业在产能扩张的同时，通过自主研发与技术创新反向带动下游产品品质提升，包括研发新面料以持续推出优质产品，进一步提升产业链话语权。如申洲国际与优衣库联合开发 AIRism 面料（具有吸汗速干、接触冷感、延展性佳、舒适轻薄等优势），并围绕该面料推出 T 恤、短裤、连帽开衫、内衣等多款产品，当前 AIRism 系列已经成为优衣库经典产品系列之一。

3、消费环境和消费者的变化驱使运动品牌的诉求和打法发生改变，国内品牌商经由了①渠道粗放扩张、②精细化高质量运营、③DTC 改革等多个环节后，**零售商所享有的利润在被压缩和蚕食，而优质的渠道商依然是稀缺的，能够与品牌商相互依存。**

当前品牌商在国内市场以高线直营+低线加盟的渠道业态为主。1）国内运动鞋服品牌的直营店大多开设于一、二线城市，并通过区域型的加盟商去铺设三、四线城市的销售网络。2）而对于国际运动鞋服品牌商如 Nike、Adidas，由于管理上的限制，其仅于部分一线城市重要区域开设少量的旗舰小店，线下主要的销售交由全国型的大型零售商如中国

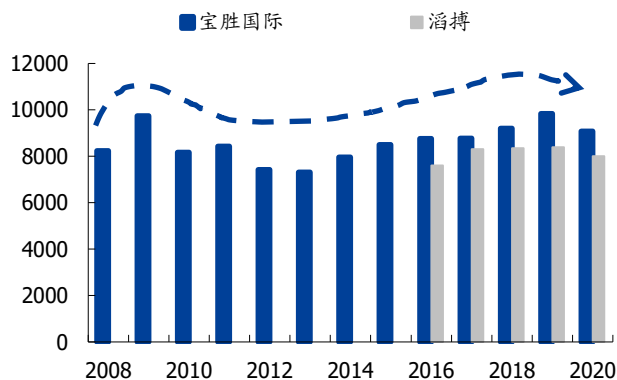
市场的滔搏、宝胜国际等。截至 2020 年末（FY2020/2021）宝胜国际/滔搏线下门店分别 9075/8006 家。

运动鞋服行业发展和竞争的侧重点在不断发生变化，随着品牌的竞争重心逐渐从渠道规模向品牌产品倾斜，渠道商（即零售商）的产业链话语权也在发生转变。近年来运动鞋服行业的演变历程，大致可以分为三个阶段：

- 1) “跑马圈地”式扩张：品牌商借助批发扩张，在这一阶段渠道话语权相对强势。
- 2) “修炼内功”，渠道有所收缩：加盟渠道有所收缩，直营占比适量提升，“开大店”、“关小店”成为行业策略，质量增长优先于数量增长。滔搏 300 平以上大店占比从 FY2017 的 2.6% 提升至 FY2021 的 9.4%。
- 3) 服饰品牌运营思路从“渠道为主”转变为“流量为主”：围绕 DTC 进行全渠道的变革，打造全渠道的零售生态，线上的重要性增加。在这一阶段，零售商的话语权被压缩。

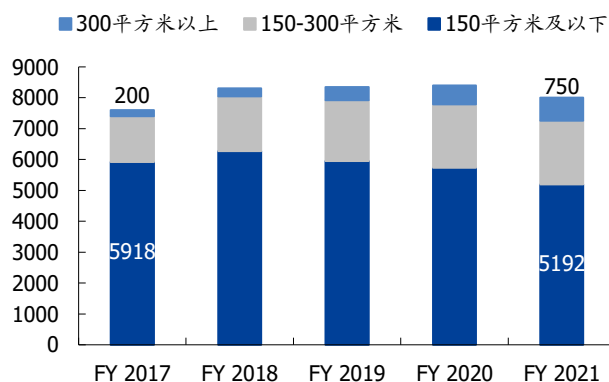
在行业的演变过程中由于门店租金、雇佣销售人员等需耗费较多费用，零售商净利率一般相对较低。宝胜国际近年毛利率保持在 30%~35%/净利率仅低个位数；滔搏近年毛利率 40%~45%/净利率 5~8%。但是从近年来品牌商和渠道商的合作变化我们可以看到，优质的渠道商由于其渠道分布的广阔、数字化工具的使用以及消费者数据的积累，能够给品牌商带来产品更新及营销的建设性建议，因而优质的渠道商对于品牌商（尤其是全球性龙头品牌商）而言，仍然具备重要的战略合作的地位。

图表 32：滔搏/宝胜国际门店数量（个）



资料来源：公司公告，Bloomberg，国盛证券研究所
注：滔搏国际 FY2020/2021 记为 2020 年数据。

图表 33：滔搏门店结构变化（个）



资料来源：公司公告，Bloomberg，国盛证券研究所

2.3 横向对比：运动赛道价值分配更加稳定

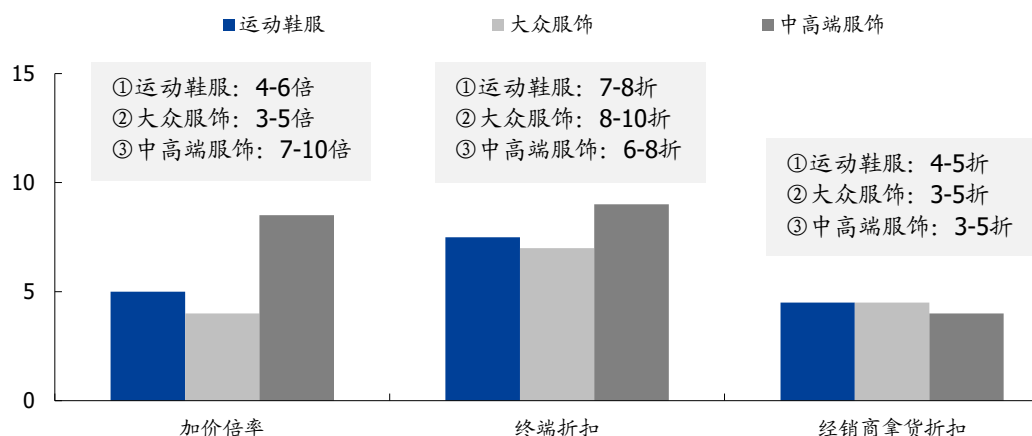
和其他板块对比来看，运动鞋服品类的竞争格局更加稳定，因而价值链的分配也更加稳定。1) 运动鞋服产品价格一般来说介于大众服饰和中高端服饰之间，背后区别主要是加价倍率的不同。2) 运动类制造商话语权相较于普通制造商更强。

品牌商：大众运动鞋服产品价格一般介于大众休闲服饰和中高端品牌之间，价格带宽。

- 1) 从加价倍率来看，我们估算运动板块品牌商的加价倍率一般在 4-6 倍，位于大众服饰（3-5 倍）和中高端服饰之间（7-10 倍）之间，我们估算终端折扣约在 7-8 折左右。
- 2)

而在运动鞋服品牌自身的产品线中，不同的 SKU 之间在科技属性上存在差异，因而同一品类价格带相对休闲服饰品牌来说较宽，例如 NIKE 品牌，天猫旗舰店卫衣类产品价格从 229 到 824 元不等。

图表 34：运动鞋服/大众服饰/中高端服饰品牌加价倍率/终端折扣率/经销商拿货折扣示意图（倍，折）



资料来源：国盛证券研究所测算，仅供参考

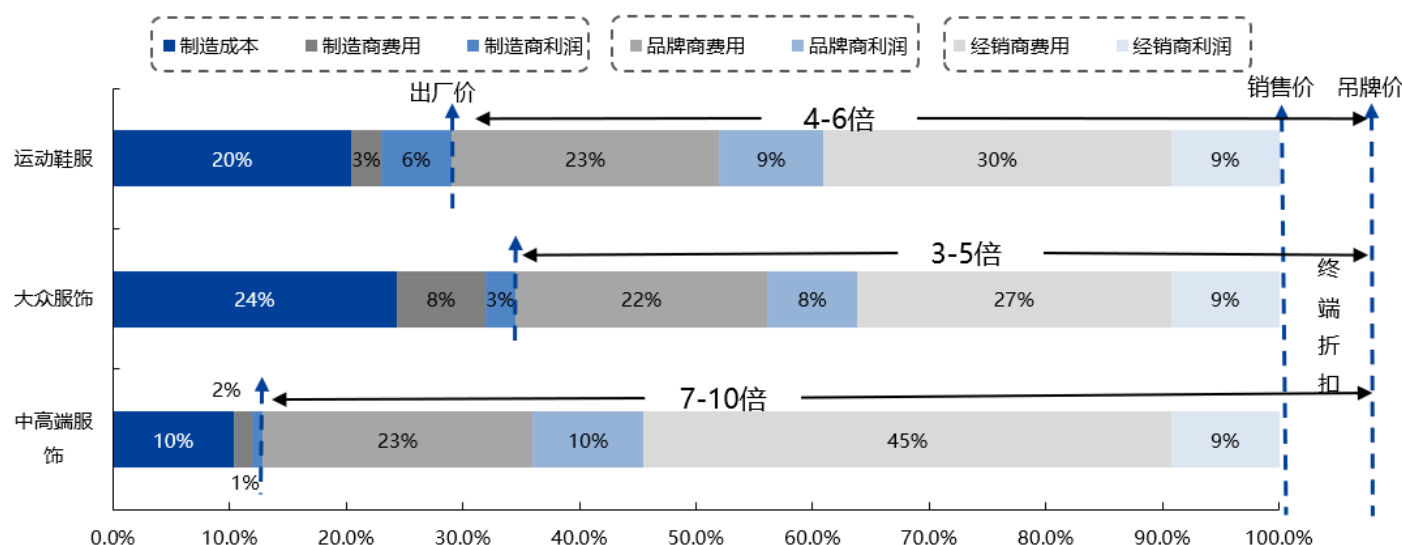
注：加价倍率=吊牌价/出厂价；终端折扣=(成交价/吊牌价)*10；经销商拿货折扣=(经销商拿货价/吊牌价)*10。

注：终端折扣为正价店折扣。以上数据并不代表业内所有公司，仅供参考。

制造商：专业属性强度决定壁垒高度，运动板块的制造商相对来说话语权更强。据我们测算，运动鞋服制造商利润约占全产业链的 6% 左右，高于大众服饰、中高端服饰的低单位数水平。我们判断其背后原因主要在于：

- **运动品类具备较强的专业属性。**运动类产品所要求的专业属性包括服装面料的吸湿排汗、柔软亲肤、速干等特征，以及鞋类鞋底的支撑性、回弹性等。品类较强的专业属性因此决定了制造商更容易形成差异化壁垒，头部的运动鞋服制造商通过面料的研发等方式，以产能赋能下游行业发展、掌握更强的产业链话语权。截止 2020 年末申洲国际已申请专利 536 件，其中涉及新材料面料基地专利为 183 件。
- **市场竞争格局集中、头部制造商规模大，带来效率和议价优势。**运动鞋服上下游产业链集中度高，头部制造商订单规模大，能够有效保证较高的排单及生产效率、并分摊研发等费用投入。

图表 35: 运动鞋服/大众服饰/中高端服饰利润分配示意图 (%)



资料来源: 国盛证券研究所测算, 仅供参考

3. 品牌商: 产品为王, 国牌崛起

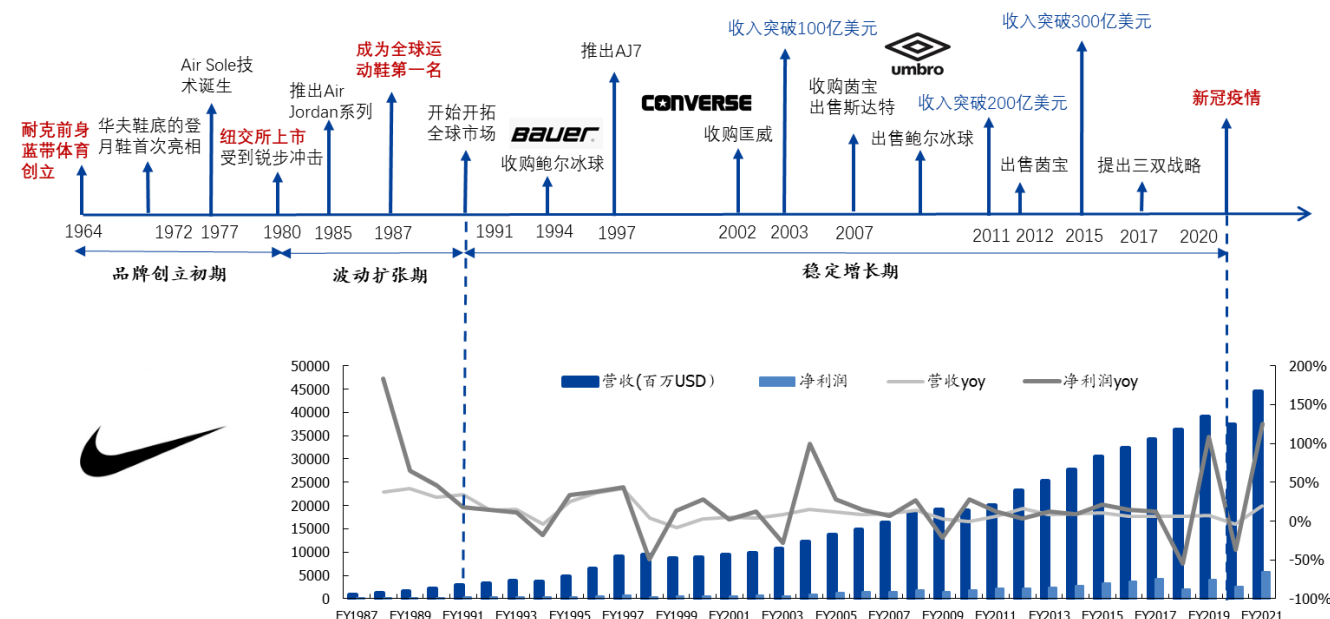
3.1 历史复盘: “两超”与“两强”的成长道路

3.1.1 国际: 沉淀产品技术, 把握细分领域历史机遇

根据彭博所载欧睿数据库统计, 2021 年全球运动市场整体规模已经超过了 3300 亿美元。而在多数国家的运动市场中, 耐克与阿迪达斯占据绝对优势。回溯全球运动鞋服行业及这两大国际龙头企业发展的历程, 我们认为经过数十年的演变, 当前全球运动行业已经从高速成长阶段进入成熟稳定期。

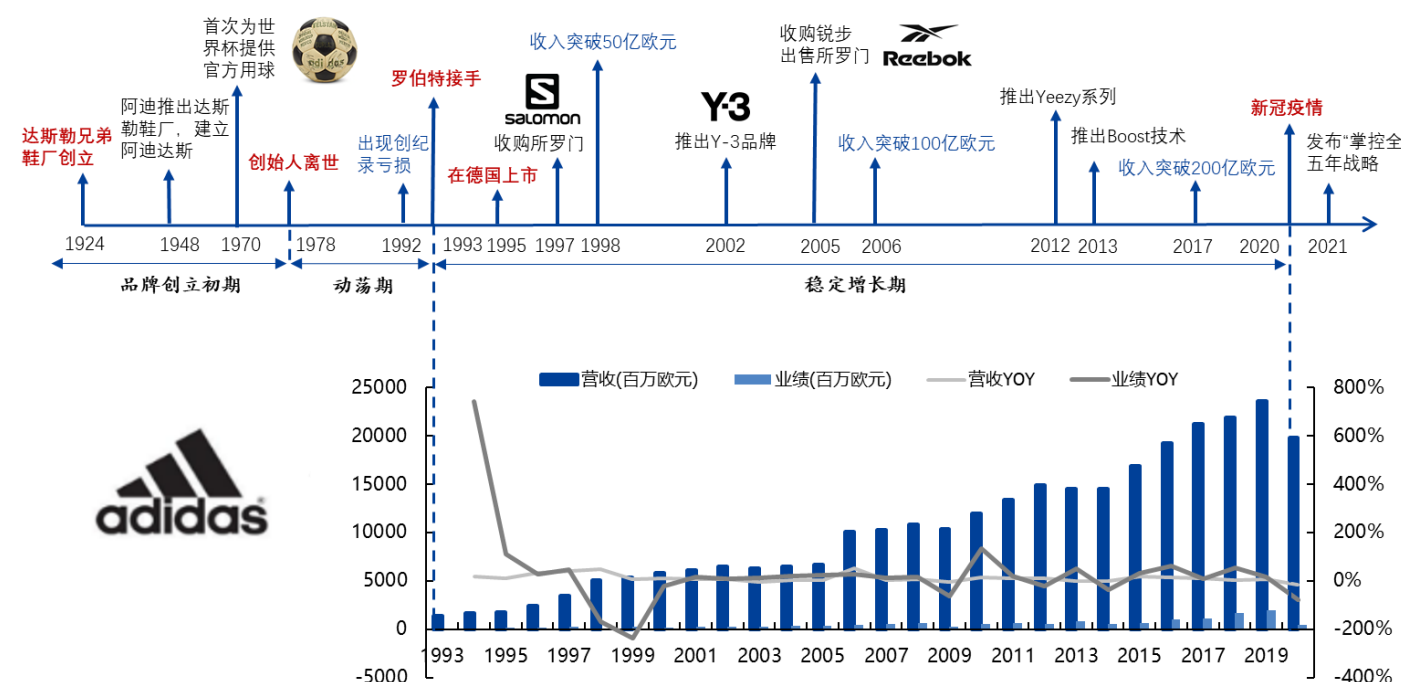
从两大国际龙头品牌的发展历史来看, 我们认为: 1) 产品技术为国际龙头品牌的核心优势, 阿迪达斯与耐克持续的高研发投入推动形成强有力的产品力, 作为核心驱动力贯穿了发展历程。2) 细分领域运动的发展机会的把握成为持续增长的重要因素, 近年来女性运动等领域产品成为品牌重要发力点。3) 消费客群的转变要求龙头公司能够及时作出合理的营销策略, 通过明星代言、跨界合作抓住年轻时尚潮流。4) 在渠道方面, 提升运营质量, 品牌商对直营及电商渠道重视度提升, 积极推动数字化转型, 提高消费者体验。

图表 36: 耐克发展简史图 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 公司官网, Wind, 国盛证券研究所整理绘制

图表 37: 阿迪达斯发展简史图 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 公司官网, Wind, 国盛证券研究所整理绘制

1、品牌创立期：以技术产品打开市场，通过专业化产品奠定品牌早期的地位。

- **Nike** 初创开始以技术创新提升产品性能 1964 年，菲尔·奈特与比尔·鲍尔曼共同创立了耐克的前身——蓝带体育。1971 年，耐克品牌正式诞生，并在随后的芝加哥体育用品展销会首次亮相。耐克自创立开始，便通过不断的技术创新提升产品性能：在 1972 年奥运会田径选拔赛上，华夫鞋底的“登月鞋 (Moon shoe)”首次亮相。

1977 年航空工程师弗兰克·鲁迪研发出 Air Sole 技术并受到 NIKE 的重视,1979 年,第一双使用了 Air Sole 技术的鞋款 NIKE Air Tailwind 诞生(这款鞋同时使用了 12 种创新技术),1982 年,改进后的 Air Sole 技术应用到 Air Force 1 上大获成功,至今 Air Sole 技术仍在不断地变革衍进。

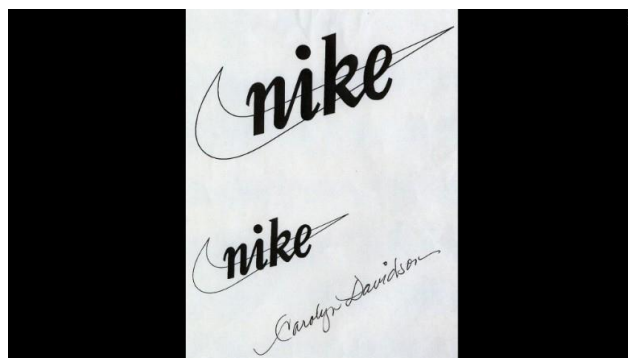
- Adidas 在发展初期经历了奥运后运动热情中消费者对专业产品的认可。在 1896 年第一届奥运会成功举办后,西方国家对于体育运动的热情被重新激发。在 1924 年,阿迪·达斯勒与哥哥鲁道夫·达斯勒一同创立了达斯勒兄弟鞋厂。1936 年,鞋厂力排众议,为黑人运动员杰西·欧文斯提供鞋钉。在欧文斯连夺四枚奥运金牌后,鞋厂开始被各国运动员所熟知,在二战前,达斯勒家族每年销售超过二十万双鞋。

图表 38: NIKE 第一款“登月鞋 (Moon shoe)”



资料来源: CNN, 国盛证券研究所

图表 39: NIKE “Swoosh” logo 的第一版设计



资料来源: CNN, 国盛证券研究所

2、高速发展阶段：细分领域的冲击与机遇把握

80 年代初,耐克在美国市场受到了同样专注于跑鞋运动的品牌锐步的冲击。面对冲击,耐克通过篮球运动与女子运动实现增长。锐步在进入美国市场后,通过积极拓展健身和女性运动领域实现业绩迅速增长,并于 1987 年成为了全球运动鞋品牌第一位。在经历波动后,耐克重新进行品牌识别: 1) 1984 年,耐克发力篮球运动,正式签约篮球运动员迈克尔·乔丹,并在次年推出第一双 Air Jordan。2) 同时,耐克推动女性运动发展,并推出“just do it”广告语激励女性参与运动健身,突破自我,该广告语一经推出立刻获得消费者的共鸣,也帮助耐克迅速提升业绩。

1949-1978 为阿迪达斯的快速增长期。1) 通过与顶尖运动员展开合作,阿迪达斯通过反馈不断改进、提升产品。同时,阿迪达斯在这一阶段逐步确立了其在足球领域的优势。1970 年,阿迪达斯首次为世界杯提供官方用球,其与世界足联的合作也延续至今。2) 除了核心的足球业务,阿迪达斯也尝试进入体操、户外登山等领域,不断延伸拓展业务,成为综合性的体育产品制造商。1972 年慕尼黑奥运会的举办吸引了全球对西德的关注,在这届奥运会上,多达 78% 的奖牌获得者穿着阿迪达斯运动鞋。

图表 40: 1970 年世界杯官方用球 “TELSTAR”



资料来源: Adidas 官网, 国盛证券研究所

图表 41: 鲍勃比蒙穿着 Adidas 运动鞋打破世界纪录



资料来源: Adidas 官网, 国盛证券研究所

3、稳定增长阶段：战略转型与零售转型

1979-1992 在这一时期，由于领导层的不断变化及失败的战略决策，阿迪达斯陷入了困境。1978 年，创始人阿迪·达斯勒的离世标志了阿迪达斯困境的开始。其子霍斯特也在接手公司几年后不幸离世，达斯勒家族也最终于 1990 年出售手中股份。然而，法国商人塔皮的接手也未能改变现状，1992 年，由于无力支付贷款利息，塔皮出售阿迪达斯，同年阿迪达斯出现了创纪录的亏损，公司接近破产。在这一时期的慢跑热潮中，阿迪达斯为了保持其在竞技市场的统治地位，并未大规模进入慢跑市场，其市场份额也逐步被耐克、锐步等品牌蚕食。

后续阿迪达斯通过战略转型，将销售驱动转变为营销驱动，逐渐复苏。1993 年罗伯特接手阿迪达斯后对公司战略进行重塑。2005 年，阿迪达斯以 38 亿美金收购锐步，这也标志着阿迪达斯成为世界上第二大运动鞋制造商，在全球范围内与耐克展开竞争。**持续推动科技创新，并将运动与时尚潮流相结合。**2001 年，阿迪达斯便与日本设计师山本耀司展开合作，并于 2003 年推出 Y-3 品牌。2004 年，阿迪达斯与斯特拉-麦卡特尼合作推出 Adidas by Stella McCartney，该系列延续至今并受到消费者追捧。2014 年，阿迪达斯开始与潮流明星坎耶·维斯特展开合作，推出 Yeezy 系列风靡全球。

图表 42: Adidas by Stella McCartney 产品图



资料来源: Adidas 官网, 国盛证券研究所

图表 43: Adidas YEEZY BOOST 350 V2 产品



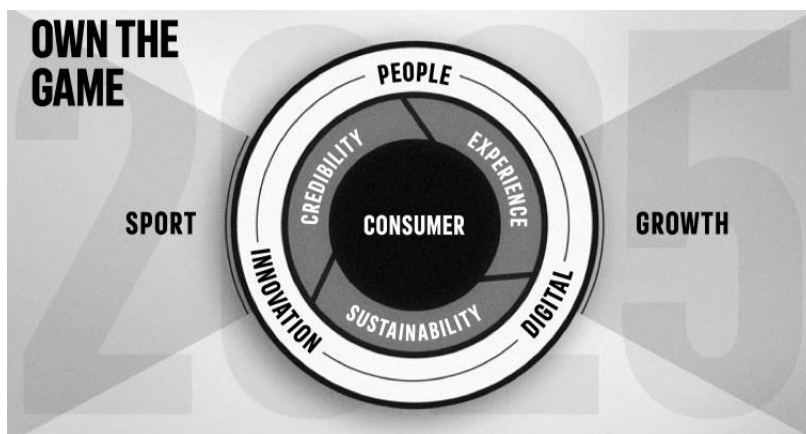
资料来源: Adidas 官网, 国盛证券研究所

4、紧抓核心市场，转入高质量增长阶段

2021 年，阿迪达斯推出新的五年战略目标 “Own the Game”。该战略围绕消费者，聚焦三大重点领域：提升品牌信誉、创造独特的消费者体验以及继续拓展在可持续发展领域的实践。

- **信誉(Credibility):** 不断提升品牌在运动和生活休闲领域的市场地位。到 2025 年，足球、跑步、训练、户外和生活休闲五大品类将占据公司收入增长的 95% 以上。阿迪达斯也将发力女性产品，目标在未来五年实现女性业务净销售额平均每年以中双位数增长。
- **消费者体验(Experience):** 推动直营业务增长。到 2025 年，直营业务将贡献公司净销售额的一半左右，贡献 80% 以上的销售额增长。公司自有电商渠道的净销售额预计将在目前水平上翻一倍，达到 80-90 亿欧元。
- **可持续发展(Sustainability):** 持续推动可持续发展。目前公司约有 60% 的产品采用可持续材料制成，而随着进一步拓展和创新“三环”体系，到 2025 年这一占比提升至 90%。2025 年之前阿迪达斯将使平均每件产品的碳足迹减少 15%。

图表 44: Adidas “Own the Game”2025 发展战略



资料来源: Adidas 官网, 国盛证券研究所

耐克在大本营北美地区面临阿迪达斯的有力冲击，同时海外市场增速有所放缓。面对冲击，耐克在 2017 年提出三双战略 (Triple Double Strategy) 并制定相关财务目标。在疫情影响下，耐克在 2021 财年进一步对财务目标进行调整，计划在未来五年实现收入中单位数-高单位数增长。

图表 45: NIKE 财务战略目标及实际情况

	2017 目标	2018A	2019A	2020A	2021A	2021 目标
收入增长率	高单位数	6.0%	7.5%	-4.4%	19.1%	高单位数-低双位数
毛利率	增长 50 个基点	43.8%	44.7%	43.4%	44.8%	40%高段
EPS 增长率	中双位数	-56.6%	130.5%	-33.9%	99.5%	中-高双位数
资本回报率	达到 30%低段	10.2%	21.5%	12.0%	15.1%	超过 30%低位

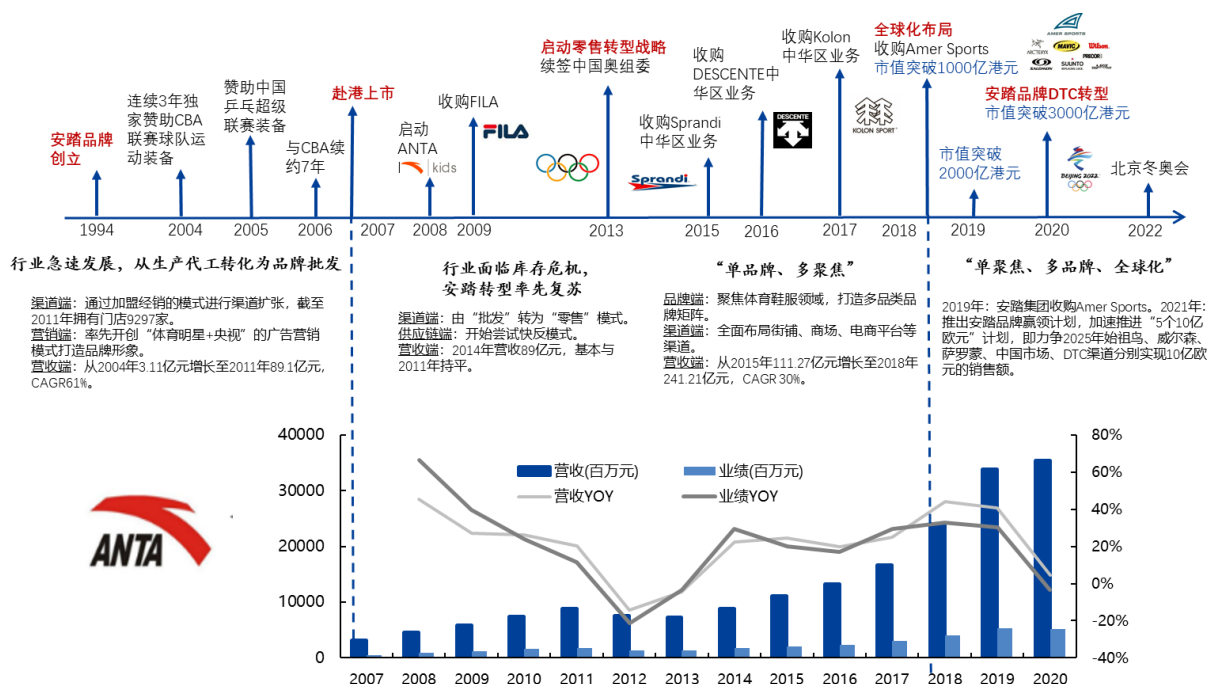
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.1.2 国内：龙头差异化转型

21世纪以来国内运动鞋服行业几经沉浮，目前市场规模约3500亿元，仍在以较快速度增长。1)前文我们说到，运动鞋服国内市场在过去经历了兴起与快速扩张（受益于2008年北京奥运会等的催化作用）、收缩调整（2011-2013年因前期过度扩张带来的行业收缩）、健康增长（2015年以来基本以双位数的CAGR增长）的过程。2)整体来看，我们认为，中长期国内运动市场仍是优于国内服装行业整体、优于全球运动市场、成长性 & 确定性兼具的优质赛道。

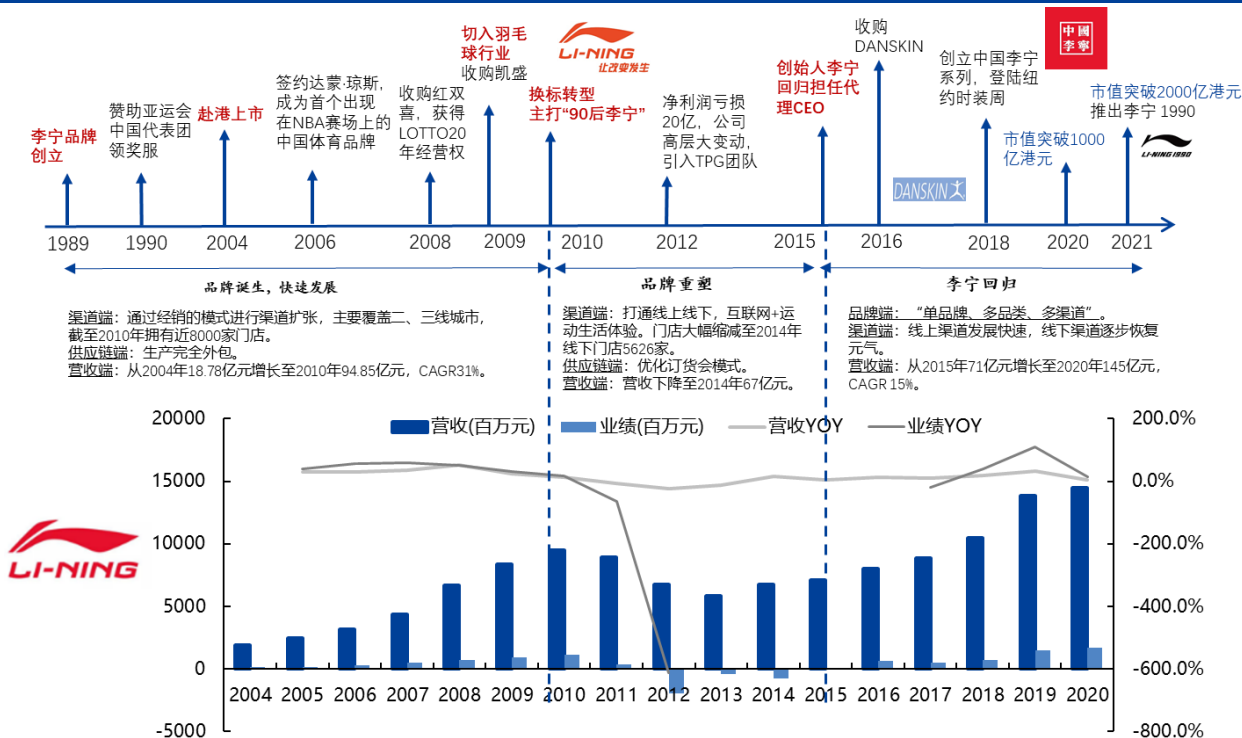
我们以安踏体育、李宁为代表，回顾本土龙头品牌发展历程。伴随着行业的起伏，本土龙头品牌也经历了扩张、收缩、调整、增长的阶段，并在这一步步过程中竞争力逐渐增强。1)在行业发展前期，渠道扩张是提升知名度和话语权的重要方式，专业营销资源的抢占也能为品牌的发展赢得先机。2)而后续随着消费者的关注度逐渐回归运动鞋服的产品本身，设计、研发、技术积淀带来的优质产品成为支撑品牌力的关键。

图表 46：安踏发展简史图



资料来源：公司公告，公司官网，Wind，国盛证券研究所整理绘制

图表 47: 李宁发展简史图



资料来源：公司公告，公司官网，Wind，国盛证券研究所整理绘制

1、20 世纪末-21 世纪初：国内品牌初长成。随着国内服装行业“品牌意识”的萌芽，大约在 20 世纪末、21 世纪初时，李宁、安踏、特步、361 度等运动鞋服本土品牌先后创立并起步。

安踏体育：创于 1991 年，从代工制造到品牌批发。安踏集团成立于 1991 年，最早主要经营代工业务，1999 年从“生产制造”转向“品牌批发”，签约孔令辉作为形象代言人，在国内开创“体育明星+央视”的营销模式。

李宁：携带运动员基因的品牌，1990 年伴随亚运圣火一炮打响。①1988 年著名体操运动员李宁正式从国家体操队退役，次年创立李宁品牌。1990 年，李宁牌运动服伴随亚运圣火传遍全国，品牌正式一炮打响。②在随后的几届奥运会中，李宁品牌为中国代表团提供赞助并设计领奖装备，深化奥运基因。2002 年确立全新的品牌定位，“李宁，一切皆有可能”的口号响彻大江南北。

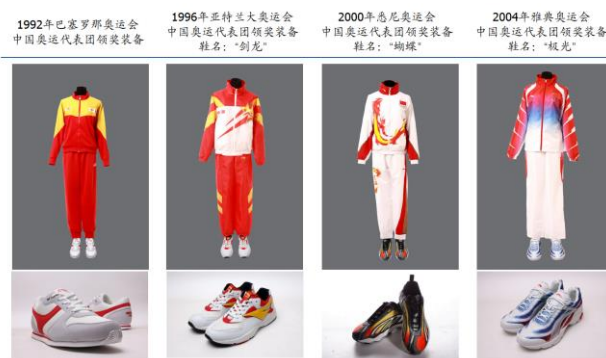
特步国际：2001 年中国申奥成功同年，特步品牌成立。1987 年特步的前身——福建三兴体育用品公司成立，业务外销为主。2001 年公司经营策略逐渐向内销转变，并开始探索培育自主品牌“特步”，邀请谢霆锋出任品牌形象代言人，开启体育用品行业的娱乐营销新时代，奠定公司“时尚运动”品牌的定位。

图表 48: 安踏签约孔令辉作为品牌代言人



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 49: 1992-2004 年历届奥运会领奖装备 (由李宁公司设计)



资料来源: 新浪体育, 国盛证券研究所

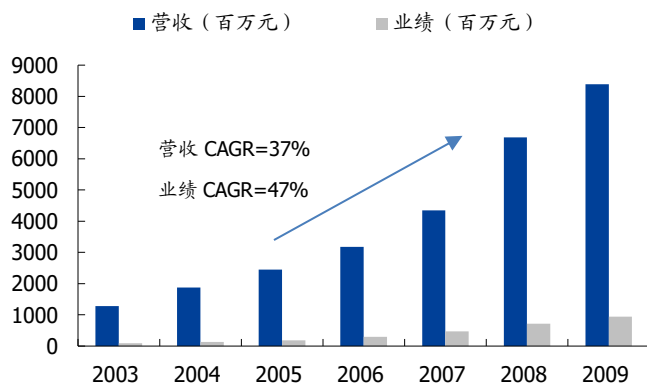
2、2008 北京奥运会催生行业机遇，本土品牌迎来高速扩张时期。2008 年前后，在北京奥运会的催化下，国民运动消费需求高涨驱动行业规模高速增长，市场对本土运动品牌的热情也攀升至新高，在这一阶段，安踏、李宁等本土品牌商迎来发展的黄金阶段。

安踏体育：得益于行业机遇，以加盟模式迅速扩张。①渠道以加盟形式迅速扩张。2008 年趁着经济发展的东风+奥运热潮的蔓延，公司以批发模式下迅速拓展门店，着重在二三线城市渗透。安踏品牌门店数量从 2009 年的 7162 家增长到 2011 年的 9297 家。②业务横向拓展。2008 年公司在安踏旗下开创附属品牌 ANTA KIDS，并收购 FILA 在中华区的商标权和运营业务。③营销端抢占垄断奥运资源，在认识到行业专业资源对于运动鞋服品牌的重要性后，2009 年签约中国奥委会，为后续品牌影响力的发展奠定资源基础。

李宁：2004-2009 年为快速发展期，李宁借助奥运冠军光环与篮球市场的拓展，营收水平迅速提升。与慕尼黑奥运会对于阿迪达斯的影响相似，北京奥运对于李宁品牌的增长具有深厚久远的影响，2008 年李宁先生点燃奥运圣火更是将这一影响作用推至高潮。2003 年末李宁品牌仅有 1985 家，而在 2009 年这一数字已增长到 7249 家。门店的急剧扩张带动公司业务规模扩大，2003-2009 年李宁集团营收/业绩 CAGR 高达 37%/47%。

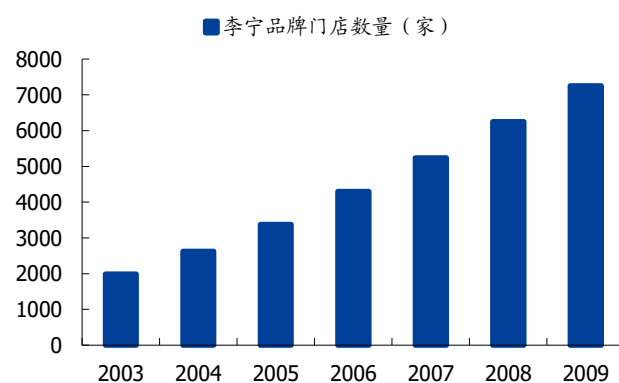
特步国际：2007 年起发力跑步领域，2009-2010 年快速发展。2007 年特步开始携手马拉松赛事资源，逐渐重点发力跑步领域。2008 年特步国际在港交所挂牌上市，在上市之后，公司收入维持高速增长，2008-2012 年以年均 18% 的增速达到 55.5 亿元。

图表 50: 李宁 2003-2009 年营收业绩表现 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 李宁品牌 2003-2009 年门店数量 (家)

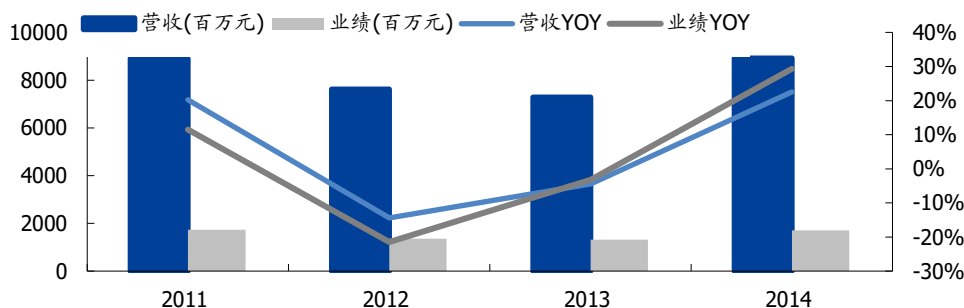


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、2011-2014年：运动品牌的“困局”与“破局”。国内市场收缩，品牌寻求转型契机。这一阶段，国内市场迎来因前期过度扩张带来的大幅收缩，品牌商陷入停滞期，部分龙头企业调整战略，积极寻求破局之道：1) 安踏通过多品牌运营架构、建立零售思维实现业绩恢复与增长，并积极推进国际化进程。2) 李宁经历低谷期，摸索寻求创新升级失败后，后续迎来创始人回归，以单品牌、多品类、多渠道的发展战略推动业务。

安踏体育：改革关键词：“产品大众定位+零售思维导向”。①由于前期门店的盲目扩张及终端经营不善，2011年运动鞋服行业受到沉重打击，行业整体及公司收入/业绩均出现下滑，渠道库存堆积。②面对行业冷冬，安踏从零售终端入手，树立以“零售”为导向的管理标准和运营模式。而在经历本次改革后，安踏集团财务指标快速恢复，实现对同业公司的超越，成为国内运动品牌第一龙头。

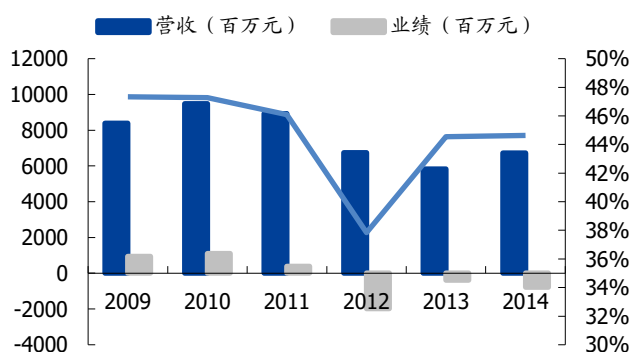
图表 52：安踏体育 2011-2015 年营收/业绩情况图（亿人民币）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

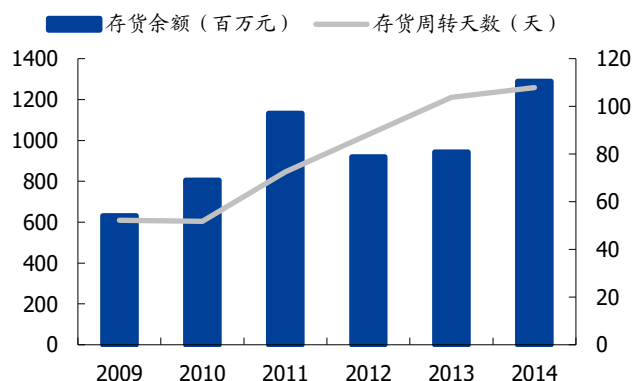
李宁：在低迷中积极探索调整，但其年轻化+定位升级战略并未获得成效。2010年以来，李宁在摸索中寻求品牌定位升级，通过换标转型，主打“90后李宁”。然而，年轻化转型战略并未获得新一代消费者的认可，而与此同时，原先的80后主力消费者又被品牌拒之门外，品牌转型最终失败。2012-2014年在行业整体产能过剩的打击下，公司连续三年出现亏损。

图表 53：李宁 2009-2014 年营收、业绩、毛利率表现（百万元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 54：李宁 2009-2014 年存货余额及周转天数（百万元，天）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

特步国际：伴随着行业整体表现低迷，2013年公司收入大幅下滑（YOY：-22%）。总市值从最高点的162.95亿元（2010-10-22）开始下跌至50亿元，后在50-80亿元的区间内震荡。次年公司着手变革。

4、2014-2018年：国际品牌技术领先，本土品牌沉潜修炼。1）这一时期消费开始升级，而中高端产品多为国际头部品牌如 Nike、Adidas 等，因此，国际品牌凭借更高的品牌力与知名度、多年研发技术积淀，在中国市场的市占率迅速提升。据 Bloomberg 搭载的数据库，我们按照品牌在中国区域销售估算，前国内运动鞋服市场市占率前 11 名品牌中，国际品牌（包括 NIKE、adidas、Skechers、Jordan、Converse、New Balance）合计市占率从 2014 年 34.9% 提升至 2018 年 46.6%。2）国内品牌在这一阶段修炼内功，各品牌市占率出现分化，例如安踏品牌/FILA 品牌分别从 2014 年 6.3%/1.5% 提升至 2020 年 7.2%/6.1%，特步品牌从 6.3% 降至 4.7%。

图表 55：国内市场市占率前 11 名品牌中国际/国内品牌市占率合计（%）

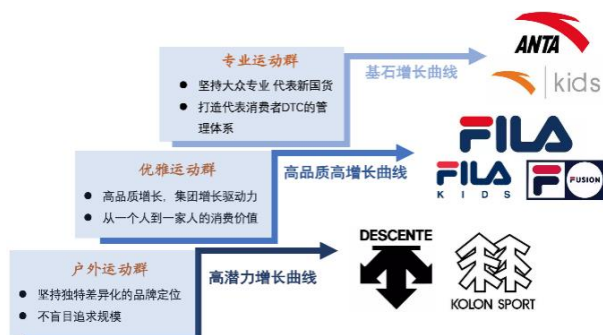


资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

安踏体育：迈入多品牌运营增长期。2014 年至今，公司在“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略方针下实现了持续且高速的业绩增长。①单聚焦：公司聚焦拥有优势的体育鞋服领域；②多品牌：公司打造多品类品牌矩阵；③全渠道：全面布局街铺、商场、百货公司、奥特莱斯及电商平台等渠道。我们认为在这一阶段，安踏的核心竞争优势出现了根本性变化，从过去的“零售管理能力”过渡到“多品牌运营能力”。

- 安踏多品牌战略开始于 2009 年对 FILA 大中华区业务的收购。安踏建立了独立的事业部制度，让 FILA 具备独立的设计、渠道拓展。2015 年起，安踏陆续开始推动与国际品牌的合作，运营 Sprandi、Descente、KINGKOW 与 KOLON 的中国区业务。
- 在多品牌战略实施的同时，推进国际化进程。在 2019 年，安踏集团收购 Amer 集团，进一步拓展全球业务版图，谋求新的盈利增长点。

图表 56：安踏体育品牌矩阵



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 57：Amer 旗下主要品牌



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

李宁：创始人回归，确立新战略，带领李宁品牌快速恢复。2015 年李宁先生重回集团，重启“一切皆有可能”口号。在原有改革措施的基础上，李宁将“创造体验”作为新时期的重要战略核心，以单品牌、多品类、多渠道的发展战略推动业务，通过提升“产品体验、购买体验、运动体验”全方位为消费者打造独特体验价值，建立品牌核心竞争力，同年李宁业绩转正。

特步：启动三年变革，转型零售模式。2015 年后，特步启动三年变革，提出以消费者为核心的“3+”战略，即“产品+”、“体育+”、“互联网+”全面重塑旗下产品、渠道和品牌定位，取得显著成果，实现了从过去粗放式向精细化的转变。**2018 年变革完成集团收入增速重回 20%**

5、2019 年至今：国牌崛起趋势突出，龙头厚积薄发。消费市场对国牌青睐度提升，2021 年新疆棉事件、2022 年冬奥会进一步催化运动鞋服国牌消费热情，与此同时，品牌商积淀的产品研发及设计能力逐渐得以体现，2021 年运动本土品牌普遍取得靓丽增长。

安踏体育：集团化运营路径迈向国际化，主品牌进行 DTC 运营转型。①2020 年安踏主品牌进行 DTC 转型，2021 年公司业绩快速增长，预计全年收入同比增速超过 35%，业绩增速（含 JV 亏损后）超过 45%。③战略升级，全球化布局加速深化。2021 年末安踏发布新十年战略规划，将“单聚焦、多品牌、全渠道”升级为“单聚焦、多品牌、全球化”，规划进一步深度参与全球运动市场竞争，加速推进 5 个 10 亿欧元目标的实现。

李宁：秉持“运动+”理念，重点仍在品牌积淀。李宁在专业运动与时尚运动领域品牌力日益强劲，产品结构丰富并优化，在国潮火热的背景下消费者对其认可度与日俱增。我们预计李宁 2021 全年收入/业绩增长 45%/110%左右。

- **中国李宁系列：**2018 年，李宁结合时尚潮流，瞄准 Z 世代年轻消费者推出了中国李宁系列，并借由国际时尚秀场背书，将秀场背后的时尚潮流属性内化为品牌态度。
- **李宁 1990：**2021 年李宁推出李宁 1990，期望将其打造为独立高端运动时尚品牌，并通过对李宁早期产品进行重塑，拔高品牌调性并丰富产品系列，以触动 70 后、80 后的记忆。

2020 年受疫情影响，公司营收同比持平为 81.72 亿元人民币。集团归母净利润增速整体波动幅度较大，2020 年疫情期间同比下滑近 30%至 5.13 亿元人民币。

图表 58：李宁 1990 产品图



资料来源：官方公众号，国盛证券研究所

图表 59：中国李宁首次登陆纽约时装周，主题“悟道”



资料来源：公司微博，国盛证券研究所

特步国际：2019 年至今迈上多品牌集团化道路，核心竞争力增强。2019 年特步收购（合资）索康尼、迈克、盖世威和帕拉丁，进入多品牌集团化战略发展期。随着核心竞争力上行并逐渐被市场认知，公司市值在最高点（2021 年 7 月）曾达到 400 亿元并创下历史新高。

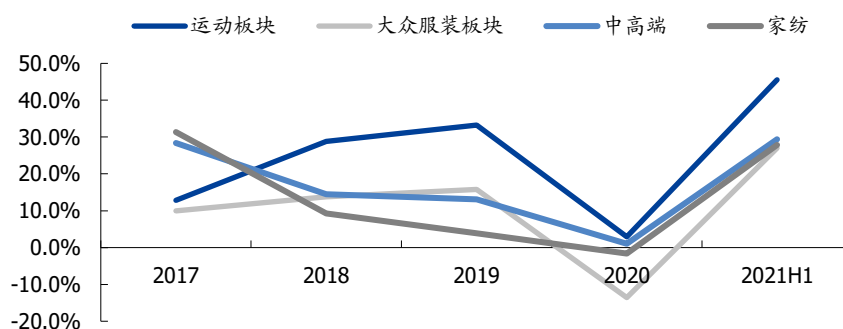
3.2 市场格局变化：龙头竞争加剧，国产品牌崛起

3.2.1 现状：高集中度与差异化竞争并存

正如我们过往的行业报告中所述，我们认为运动鞋服品牌商市场竞争格局经过多年的发展，全球市场整体呈现“双超多强”格局，在竞争格局的演变过程中，我们总结出如下几个特征：

1、运动鞋服品牌商零售增速高，集中度明显高于服饰赛道的其他品类；运动鞋服产品属性专业性相较于一般品类更强：1）运用场景要求产品具备防风、防切割、缓震等专业属性；2）存在技术研发、运动试验数据积累的壁垒。同时，具有稀缺性的运动赛事的营销推广作用有利于强化消费心目中运动鞋服产品的专业性，赛事营销成为龙头品牌的必争资源，进而使得运动鞋服集中度高于其他品类。我们对比上市公司数据可以看出，运动鞋服板块无论是在中国市场还是国际市场，增速高于其他品类服饰增速。根据此前中华全国商业信息中心披露数据，相较于男女装，运动鞋服集中度都相对较高。

图表 60：运动鞋服板块及其他板块收入增速对比（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

2、新兴风潮、细分领域运动兴起的过程中，相关品牌的市占份额提升的较为明显，综合性龙头品牌在这个过程中也会受到一定的冲击。轮番新起的细分运动则使诸如VF Vorp、Under Armer、lululemon等细分品类龙头在运动鞋服市场占领一席之地。据美国户外基金会统计，2017年6岁以上美国人户外跑步/室内健步走/自由重量训练/瑜伽/高尔夫的渗透率分别在18.9%/37.1%/17.5%/9.2%/8.0%，后续还在持续提升。而消费者对运动产品的功能性要求较高，品牌粘性较强，细分品牌易形成壁垒，从而和双巨头分庭抗衡。

图表 61：细分运动品牌成长迅速



资料来源：贝恩咨询，京东数据，安踏公告，国盛证券研究所

3、相较国际市场，由于新兴运动仍在兴起过程中，中国市场的竞争格局更为集中。从中国运动鞋服市场的发展历程来看，考虑到瑜伽、马拉松、冰雪运动等细分领域运动均是在近几年得到快速发展，目前中国市场流水规模较大的品牌大多为综合性品牌，细分品牌尽管增速高，但是整体规模依然相对较小。**市场份额来看**，当前 NIKE 和 Adidas 仍然占据我国运动鞋服市场前两位，据彭博所载的行业数据库、同时我们按照品牌在中国区域销售估算，2020 年 NIKE 市占率 18%，adidas 市占率 15.5%。同时，由于安踏、李宁两大国产品牌规模相对于其他国家市场运动品牌更大，我们认为中国市场的运动品牌集中度更高。

3.2.2 未来：竞争加剧，国产龙头份额提升

我们认为近年来国产品牌份额加速提升，未来龙头品牌在市场份额上的竞争更加激烈。

2021 年，国产品牌流水增速赶超国际龙头品牌增速，份额加速上升。经过前期在研发层面的积淀以及消费者对国产品牌认知的变化，2019-2021 年国内运动龙头品牌的增速较高，尤其是在 2021 年“新疆棉”事件的催化下，国内品牌在中国市场的份额提升速度明显高于国际品牌。2021 年根据公司公告，安踏品牌流水增速超过 25%，李宁品牌 2021 年前三季度流水增速分别为 80%+/90%+/40%+，其增长态势大幅超过国际品牌在中国市场的表现。

图表 62: 各品牌流水表现

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
adidas	-58%	基本持平	-5%	7%	156%	-16%	-15%	-
安踏	20-25%下滑	低单位数下滑	低单位数	低单位数	40%-45%	35%-40%	10%-20%低段	10%-20%中段
FILA	中单位数下滑	10%-20%	20%-25%	25%-30%	75%-80%	30%-35%	中单位数	高单位数
李宁	15%-20%下滑	中单位数下滑	中单位数	10%-20%中段	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段	-
	FY2020Q3	FY2020Q4	FY2021Q1	FY2021Q2	FY2021Q3	FY2021Q4	FY2022Q1	FY2022Q2
	2019/12/01-	2020/03/01-	2020/06/01-	2020/09/01-	2020/12/01-	2021/03/01-	2021/06/01-	2021/09/01-
	2020/02/28	2020/05/31	2020/08/31	2020/11/30	2021/02/29	2021/05/31	2021/08/31	2021/11/30
NIKE	-5%	-3%	6%	24%	51%	17%	11%	-20%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 注: nike 和 adidas 数据为大中华区营收增速

龙头品牌重视中国市场，龙头份额持续提升的同时未来竞争更为激烈。中国市场增长快、潜力大，且细分领域运动兴起过程中孵化出更多的消费群体，因此中国市场也成为各个品牌的必争之地，进而竞争更为激烈。

➤ 国际龙头品牌利用产品创新及 DTC 业务的发展保持中国市场流水的双位数增长。

根据公司公开交流及公告披露，在中国市场 Nike 截至 FY2025 年营业收入 CAGR 目标达到高单到低双位数，归母净利润 CAGR 目标为中高双位数。其中大中华区营收目标为低-中双位数增长，我们预计对应 FY2025 年为 130 亿美元左右（FY2020 大中华区 nike 品牌收入为 89 亿美元）。

Adidas 于 2021 年 3 月提出 own the game 的经营目标，针对 2021-2025 年提出营业收入 CAGR 达到 8%-10%，归母净利润 CAGR 目标为 16%-18%。大中华区营收目标为低双位数增长，我们预计对应 FY2025 年为 90-100 亿欧元左右（FY2020 亚太区 adidas 品牌收入为 63 亿欧元）。

图表 63: 国际龙头 FY2025 增长目标 (%)

NIKE 集团 FY2025 增长目标		Adidas Own the Game 掌控全场 2021-2025 年	
经营指标	最初目标	经营指标	最初目标
	高单到低双位数		8%-10%
2021-2025 营收 CAGR	(大中华低-中双位数, 北美中高单位数, EMEA 高单位数)	2021-2025 营收 CAGR	(大中华低双位数, 北美高单位数, EMEA 高单位数)
资本开支占收入比例	3%	2025 年电商营收	80-90 亿欧元
	40% 高段	2025 年 DTC 占比	50%
2025 年 GPM	(FY2021 年 GPM 为 44.8%)	2025 年 GPM	53%-55% (2015 年 48.3%, 2020 年 49.7%, 2021 年预计 52%)
2025 年 EBIT Margin	高双位数	2025 年 OPM	12%-14% (2015 年 6.5%, 2020 年 3.8%, 2021 年预计 9%-10%)
净利润 CAGR	中高双位数	净利润 CAGR	16%-18%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

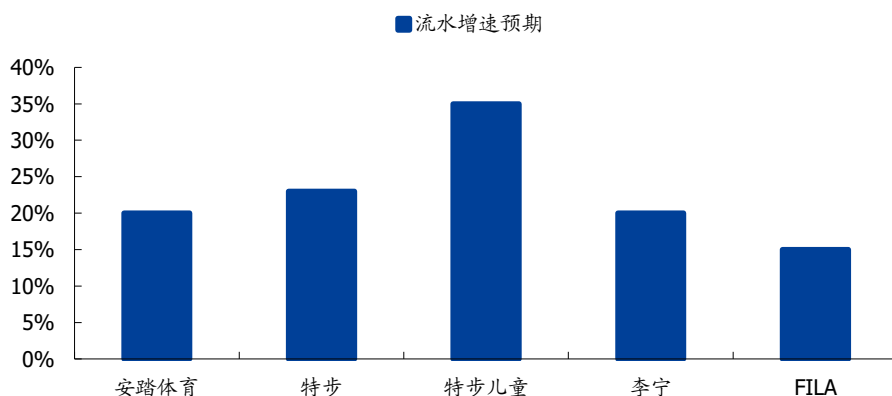
➤ 国内品牌加大研发投入、紧抓大型赛事营销、紧跟市场潮流, 把握快速增长机会。

安踏品牌: 公司计划未来 5 年安踏品牌流水复合增长率达到 18-25%, 市场份额提升 3-5PCTs (流水约 600 亿左右)。FILA 品牌: 我们预计 FILA 品牌 2021 年流水为 250 亿左右, 2025 年流水达到 450-500 亿, CAGR 中双位数。其他品牌: 迪桑特品牌流水达到 50 亿以上, KOLON 品牌快速增长。

我们预计李宁品牌未来 2-3 年流水复合增速 20% 以上 (中国李宁快速增长、李宁电商比例提升、李宁大货线下保持双位数左右增长), 公司 2025 年收入 420-450 亿元, 对应流水 600 亿左右。

特步在未来的五年规划中, 预计主品牌 2025 年收入 200 亿元, 复合增速 23%+, 新品牌 2025 年收入规模 40 亿元, 复合增速 30%+。

图表 64: 国内品牌流水未来 5 年增长预期 (%)



资料来源: 公司官方公众号, 国盛证券研究所 (其中李宁流水预期增长数据根据国盛盈利预测)

综合上述信息我们对未来市场份额变化进行简单测算: 1) 我们根据前文提及的市场增速测算结果, 假设未来 5 年时间运动鞋服品牌复合增速在 10%+, 预计 2025 年中国运动鞋服市场规模大概为 5500 亿元; 2) 假设 Nike 品牌、adidas、安踏、FILA、李宁和特步的未来 4-5 年的流水增长预期分别低双位数/低双位数/高双位数/高双位数/高双位数/20% 左右。我们按照品牌销售规模估算, 2025 年国产品牌安踏/李宁市占率规模在 10% 左右, FILA 和特步的市占份额在 7%-8% 左右, 国际品牌品牌市占率平稳略有提升, 而国产品牌市占率提升速度更高。

3.3 竞争要素：产品为王，品牌、渠道驱动竞争

当前中国运动行业已经从高速扩张期进入成熟稳定期，在当前的社会环境下，我们认为理性消费者愿意为高品质的产品支付溢价，而不是绝对的对国内或国际品牌进行选择。尽管国际品牌在中国市场中依然优势明显，但本土龙头企业通过加大产品、营销投入形成的品牌力受到了越来越多消费者的认可；而通过渠道、库存的进一步优化，我们认为本土龙头企业已经在核心竞争力上形成一定壁垒。

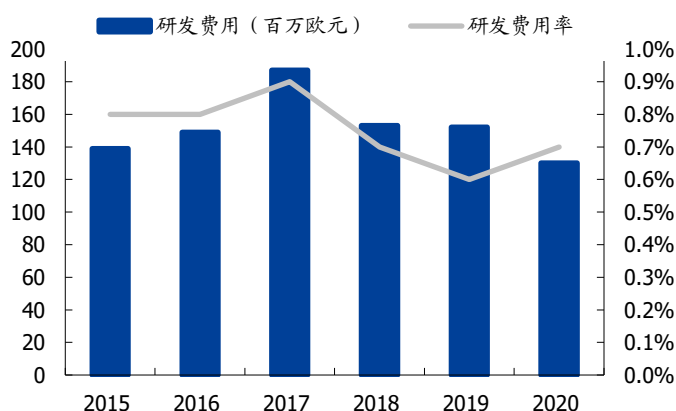
3.3.1 产品端：龙头企业加大科技投入

我们认为专业性是运动鞋服龙头品牌发展的根基，国际品牌在过往经过长期积淀形成了强劲的技术成果，而近几年国产品牌的崛起也是由科技创新迭代引领产品力提升，尤其是龙头品牌的研发实力提升尤为明显。

区别于日常鞋服，运动产品的功能属性更强，对于消费者而言，专业属性产品之间的对比更为直接明显，包括运动鞋的缓震、回弹、重量等因素都会成为消费者选择的重要考量因素。正因为如此，国际龙头企业注重科技创新以保持品牌高专业度。

- 早期国际品牌重视科技创新积累，起步较早。耐克在成立不久便成立研究实验室（Nike Sport Research Lab）以面对 70 年代的跑步潮。研究室聚集生物力学、运动生理学、工业设计学等广泛人才，针对某一特定技术进行长达 18 个月甚至数十年的采集数据及研发。阿迪达斯除了通过自有 Future Team 研发团队外，还与学术机构、专业运动员等进行第三方合作，推进技术创新。
- 国际品牌在核心技术开发和运用上具备长期的积累，不断引领科技创新迭代。从 20 世纪 70 年代开始，nike 引入缓震科技，开发第一款气垫跑鞋，后续一系列国际品牌开启缓震科技开发，adidas 推出 boost 技术，后续 2017 年 nike 推 Zoomx 系列引出碳板跑鞋丰巢。

图表 65: Adidas 研发支出费用及占营收比重（百万欧元）



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 66: Adidas 与 BASF 合作研发 Boost 产品



资料来源: 官网, 国盛证券研究所

图表 67: 耐克、阿迪达斯运动鞋技术创新

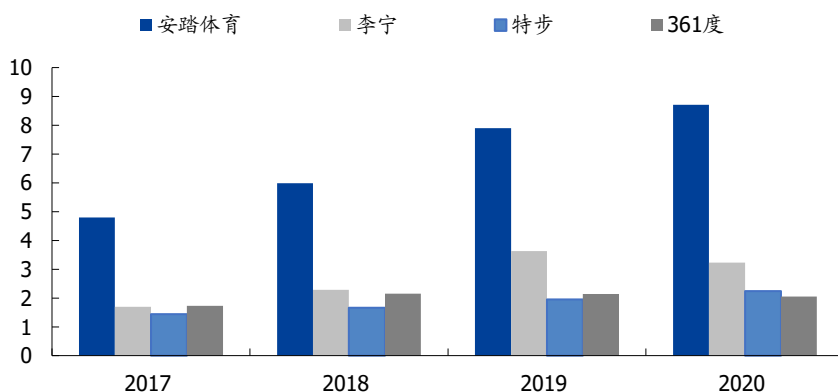


资料来源: 公司官网, 公司官方旗舰店, 国盛证券研究所整理绘制

本土品牌加速科技研发，不断对产品进行创新打磨，产品力提升明显。

国内品牌整体起步较晚，但对于专业性的重视程度也在不断提高。在上世纪 90 年代国际龙头进入中国市场时，安踏、李宁等品牌才刚刚创立。巨大的科技差距使得本土品牌只能在定价方面与海外品牌错位竞争。本土龙头企业加快科技投入，并随着时间沉淀形成一定技术优势。以安踏体育为例，安踏与清华大学等顶级机构展开合作，并在中、美、日、意等地建立五大设计研发中心，并聘请国际专家参与设计研发；2020 年安踏体育研发费用投入达到 8.7 亿元人民币，占总营业收入的 2.4%。

图表 68: 安踏体育/李宁/特步国际/361 度研发费用情况 (亿人民币)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

通过持续的科技研发投入，本土品牌打造出专业产品系列并在顶尖赛场上崭露头角：安踏品牌着力打造 NBA 球星签名鞋款，推出速度家族（C202 GT、马赫、羚跑）正式入局专业竞速跑鞋市场；李宁在长期的积淀中，形成了“驭帅”、“闪击”、“空袭”、“音速”四大团队鞋系列，围绕“李宁䨻”、“李宁弭”两大高端科技平台，搭建出“竞速”、“弹速”、“保护”、“超轻”四大跑步系列；特步 2020 年签约林书豪，初步涉足篮球市场，同时持续更新跑鞋产品 160X 和以及加强马拉松运动的赞助，特步专业跑步的标签已经被无数跑者认证。以 2021 年东京奥运会选拔赛徐州马拉松为例，男子前九名中有七人都

穿着特步 160X 跑鞋。我们认为本土品牌对于中国人脚型的针对性更强，而通过不断的科研投入，本土品牌与国际龙头的技术差距在逐渐缩小。

图表 69: 李宁使用䨻科技的跑鞋和篮球鞋产品（元）

定位	型号	跑鞋	重要科技	型号	篮球鞋	重要科技
高端	飞电 2.0 Elite 2099		中底：䨻科技、全掌异构碳板、全掌䨻 外底：GCU全天候止滑耐磨科技	韦德之道 9 1299+		中底：全掌䨻、全掌Lightfoam、全掌碳板
	绝影 1699		中底：双层䨻科技、䨻科技、双层异构碳板 外底：GCU全天候止滑耐磨科技	驭帅 14䨻版高帮 1299		中底：全掌䨻、全掌Lightfoam、Y字形碳板
	飞电 Challenger 1299		中底：䨻科技、半掌异构碳板、全掌䨻 外底：GCU全天候止滑耐磨科技			
中端	绝影 Essential 899		中底：单层Lightfoam、单层䨻科技、䨻科技	全城 9 839		中底：前掌䨻、全掌李宁云
	飞电 Discovery 799		中底：全掌䨻	驭帅 15䨻版低帮 799		中底：全掌䨻、全掌李宁云
	烈骏 5 699		中底：全掌䨻			
	超轻 18 599		中底：全掌䨻			

资料来源：官方微信小程序，国盛证券研究所绘制

图表 70: 安踏主要在售跑步鞋及篮球鞋产品价格及重要科技情况（元）

定位	型号	跑鞋	重要科技	型号	篮球鞋	重要科技
高端	C202 GT 999		3D 仿生足型碳板 双层氮速科技 透明止滑 CPU	汤普森 KT7 999		氮科技中底材料 异形碳板+尼龙侧墙 智能分子吸震科技
	马赫系列 549		虫洞科技 SPACEFIBER 鞋面 Go Zone 系统	G6 之巅 799-899		3D HUG 稳定支撑模块 中底 ALTI-FLASH 异形碳板
	C37 度 2.0 499		超临界氮气发泡鞋垫 嵌入式 TPU 抗扭片	海沃德 2 代 699		中底 ALTI-FLASH 大 TPU 稳定装置
中端	火箭系列 399-469		虫洞科技 前掌嵌入 TPU	要疯系列 399-649		全掌 A-FLASHEDGE 技术 大面积碳板 鞋身 A-SHOCK Fiber 材料
	创系列 449-469		智能分子吸震科技 A-WEB 鞋面 发泡橡胶大底			
	羚跑系列 469		虫洞科技 Cloud Knit 鞋面 Go Zone 系统			
	氮跑 299-399		Flash lite3.0 中底 Ortholite 鞋垫			

资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所绘制

3.3.2 营销端：顺应流行趋势，加大营销投入

赛事合作增强体育形象塑造，而体育赛事作为营销资源具有明显的稀缺性和排他性，因此掌握核心资源的往往是龙头品牌，而国产品牌近年来更重视核心营销资源的同时增加营销的多样性，助力品牌影响力的扩大。

国际龙头品牌在国际体育赛事合作中占据绝对优势。体育赛事合作与体育明星代言是运动鞋服行业的传统营销模式，奥运会、世界杯等传统赛事成为运动品牌的必争之地。但由于顶级体育明星、赛事资源存在稀缺性和排他性，本土运动鞋服公司难以与海外龙头相抗衡。以 2018 年世界杯为例，耐克与阿迪达斯赞助了 32 支国家队中的 22 支。国际龙头的合作优势其他品牌在短时间内难以抗衡。

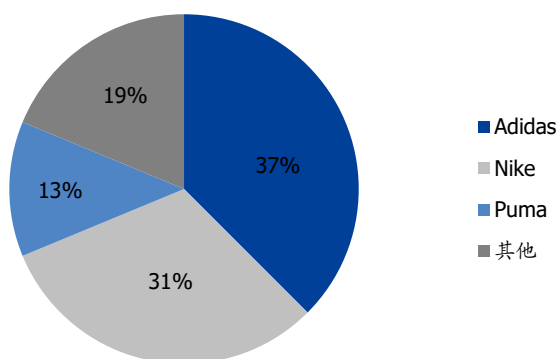
图表 71：运动品牌争夺体育赛事资源（上）

	耐克	阿迪达斯
奥运会	2005 年（目前至 2028 年）成为美国奥委会奥运会和残奥会的官方赞助商 2013 年成为国际奥委会官方赞助商	1984 年（目前至 2024 年）成为英国奥委会合作伙伴 2008 年北京奥运会合作伙伴 1996 年-2020 年为奥运会提供足球比赛赛球
其他国际赛事	1982 年起成为瑞士洛桑田径超级大奖赛赞助商 2014 年亚冠足球联赛赞助商	
	综合	
	单项	
国家级别联赛	篮球 1998 年-2021 年赞助全国高中联赛 2017 年与 NBA 签署球衣合作合同，其标志将会出现在 NBA 的比赛球衣上 2017 年-2027 年与国际篮联 (FIBA) 宣布达成 11 年 (2017-2027) 的合作协议	2006 年-2016 年，成为 NBA 球衣赞助商
足球	2009 年（目前至 2029 年）成为中超联赛的官方战略合作伙伴 1999 年开始为英超联赛官方锦标赛提供球和裁判套件 为加拿大超级联赛、澳大利亚联赛、法国双门轿跑车、俄罗斯超级联赛、韩国 K 联赛等诸多国家的足球联赛提供官方锦标赛球	自 1970 年以来生产欧洲冠军联赛和 FIFA 世界杯比赛中使用的球 为韩国 K 联赛、美国职业足球大联盟等诸多国家级足球联赛提供赞助
其他	2012 年开始赞助 NFL 职业橄榄球大联盟 从 2020 赛季开始成为 MLB（美国职棒大联盟）官方球衣和球鞋赞助商	
国家队	1981 年（目前至 2033 年）开始赞助中国田径队，是耐克在全球范围内赞助的第一支运动队 1996 年（目前至 2028 年）赞助中国男女篮国家队 2015 年与中国足协达成合作意向，成为中国足协中国之队装备赞助商。 2015 年与中国之队签约，签约时间长达 12 年	1980-2014 年作为中国之队赞助商 2005 年成为中国女排和中国男排国家队的赞助商
其他	公司共赞助中国、英国、美国等 32 个国家的足球国家队 目前共赞助艾伦、吴磊等 10 名中国足球国家队运动员 公司共赞助中国、加拿大、美国等 29 个国家的篮球国家队 目前共赞助王新宇、王亚凡等 6 名中国网球运动员	公司共赞助日本、德国等 24 个国家的足球国家队 目前共赞助郝俊民、荣浩等 7 名中国足球国家队运动员 公司共赞助芬兰、波兰等 7 个国家的篮球国家队

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

本土品牌通过本土赛事合作找寻突破口。近几年来，本土品牌也不断加大营销投入塑造整体品牌形象，并通过国内赛事合作找寻赞助机会。而在当前社会环境下，国内品牌在本土市场的合作优势正在逐步扩大：如 1) 安踏体育与奥委会展开合作，成为 2022 年冬奥会官方体育服装合作伙伴。安踏作为 8 届中国奥委会赞助商，将充分利用独有奥运资源，进行营销推广。安踏为中国队打造奥运领奖服，叶锦添作为这次奥运会领奖服的设计师，根据中国运动员的身材比例，使服装与人融合为一体；同时将中国人足够包容、拥有博大胸怀，能与世界共荣，给人无限遐想的精神状态表达出来。2) 持续打造国家队系列、国旗款系列、在一二线主流城市商圈推出“安踏冠军店”巩固并强化消费者认知，拉升品牌调性。2021 年 7 月，第一家冠军体验店在北京开出。；2) 李宁成为中国职业篮球联赛官方赞助商等；3) 特步通过赞助马拉松赛事、运动员等增加品牌曝光度。

图表 72: 2018 年世界杯参赛国家队球衣赞助商情况 (亿人民币)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 73: 安踏国旗款产品图



资料来源: 官方公众号, 国盛证券研究所

图表 74: 运动品牌争夺体育赛事资源 (中)

	安踏	李宁	361 度	特步
奥运会	2009-2024 年中国奥委会合作伙伴	1992-2004 奥运会中国代表团赞助商	2008 年总裁丁伍号作为中国体育品牌的代表成为奥运会火炬手	
	2017-2024 年中国体育代表团官方合作伙伴, 提供奥运领奖服	2007 年签约瑞典奥委会, 为瑞典奥运代表团设计和制作参加北京奥运会的各项装备。	2009 年成功签约马来西亚、朝鲜等 10 国奥林匹克理事会	2008 年成为白俄罗斯的北京奥运会领奖装备赞助商
	2019-2022 年国际奥委会官方体育服装供应商	2007 年签约西班牙奥委会, 为西班牙国家奥运代表队提供相关设备	2016 年夏季奥运会及残奥会的官方合作伙伴	2020 年东京奥运会赞助明星选手陈定、谢震业等
	2022 年北京冬奥会和冬残奥会官方合作伙伴	2008 年李宁点燃北京奥运主火炬 2016 赞助印度代表队	2016 赞助外国代表队	
其他国际赛事			2009 年总裁丁伍号作为第十六届亚运会火炬手	
	2018 年雅加达亚运会中国体育代表团合作伙伴	1990 年“李宁牌”运动服被选为第十一届亚运会圣火传递指定服装、中国国家代表队参加亚运会领奖服及中外记者的指定服装	2009 年成功签约亚奥理事会, 成为亚奥理事会全球官方赞助商	
	2022 杭州亚运会中国体育代表团合作伙伴		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		2006-2013 年职业网球联赛 ATP 合作伙伴	2013-2016 世界冰壶锦标赛指定服装赞助商	
		2009 年冠名赞助苏迪曼杯世界羽毛球混合团体邀请赛	2013-2016 世界武术锦标赛高级合作伙伴	
		2013-2016 世界羽联、苏迪曼杯、汤尤杯官方合作伙伴	2018 年世界男子冰壶锦标赛官方冠名赞助商	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 75: 运动品牌争夺体育赛事资源 (下)

	安踏	李宁	361 度	特步
国家级 别联赛	篮 球 境 内 2004-2012 年 CBA 赞助商 2002-05、09-12CUBA	2010-2013 NBL 赞助商 2012-2027 CBA 赞助商 2005-08、13-17 CUBA 中国初高中篮球联赛	2007 年冠名赞助中国大学生篮球超级联赛 (CUBS) 签约 CBA 球星斯蒂芬·马布里 (2012) 和 吉默·弗雷戴特 (2017)	2019 年签约 CBA 成员林书豪
篮 球 境 外	2014 年-2017 年 NBA 中国官方合作伙伴 签约代言人星巴特尔 (2002)、斯科拉 (2007)、加内特 (2010)、隆多 (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 Damon Jones, 中国品牌 NBA 新秀 2007 年签约雅典奥运会男篮冠军阿根廷 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 2019 年签约新生代球员 RJ 汉普顿、安吉洛·拉塞尔 2020 年签约篮球明星弗雷德·范弗利特、篮球硬汉吉米·巴特勒	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	2006-2011 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	2011-2017 年赞助全 国大学生足球联赛
其 他	2005-2009 年赞助乒乓球联赛 1999 年签约乒乓球世界冠军孔令辉 2011 年签约奥运冠军郭晶晶	2008-2016 中国羽毛球公开赛、大师赛器材赞助商 2010-2013 签约北京奥运会接力冠军鲍威	2009 年签约 “中国乒乓球俱乐部超级联赛”, 成为其冠名赞助商及装备供应商 2010 年成为中国排球联赛独家冠名赞助商	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	2007 年与中国国家羽毛球队缔结 TOP 合作伙伴关系 赞助 国家游泳队 ; 签约孙杨、宁泽涛、叶诗文	2021 年成为 中国霹雳舞国家队 的官方鞋服赞助商
其他		2000 年赞助法国体操协会, 成为“法国体操队唯一比赛及领奖装备 2006 年与国际男子职业网球选手联合会 ATP 在北京正式宣布建立中国官方市场合作伙伴关系 2009 年俄罗斯撑杆跳女王伊辛巴耶娃与李宁签约 2010 年签约“标枪王子”安德烈亚斯-托希尔德森 2015 深圳国际马拉松赛 2020 年正式签约丹麦男双组合阿斯楚普·索伦森、安德斯·斯考劳普 2016 香港全城街马 2013-17 李宁 10KM 路跑联赛	2006-2008 年全面赞助厦门马拉松赛 2008 年签约金门马拉松、郑开国际马拉松 2009 年签约深圳 2011 年世界大学生夏季运动会全球合作伙伴 2017 年签约世界马拉松冠军孙伟伟作为跑步顾问 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

品牌跨界合作新生代年轻偶像。1) 近年来国际品牌除了维持传统营销方式,也不断迎合流行趋势,邀请各界明星进行代言。如阿迪达斯与 Kanye West 联手打造 Yeezy 系列,火爆全球。耐克也曾与王一博、谭松韵等国内明星展开合作。但在一系列社会事件爆发后,国内品牌成为了众多演艺明星的新选择。2) 本土运动品牌也通过跨界明星代言,增强品牌营销,并力图借助“粉丝经济”带动品牌营收:如安踏与王一博、白敬亭等年轻偶像展开合作;李宁签约肖战、华晨宇等;特步携手迪丽热巴力拓“Z 世代”等。我们认为增强与新生代年轻偶像的合作有助于品牌“出圈”增加曝光度,吸引年轻一代消费者。

图表 76: 国内品牌主要明星合作不完全统计

品牌名称	合作明星			
安踏	王一博	白敬亭	关晓彤	陈飞宇
FILA	蔡徐坤	黄景瑜	倪妮	高圆圆
李宁	肖战	华晨宇	钟楚曦	
特步	迪丽热巴	范丞丞	景甜	汪东城

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

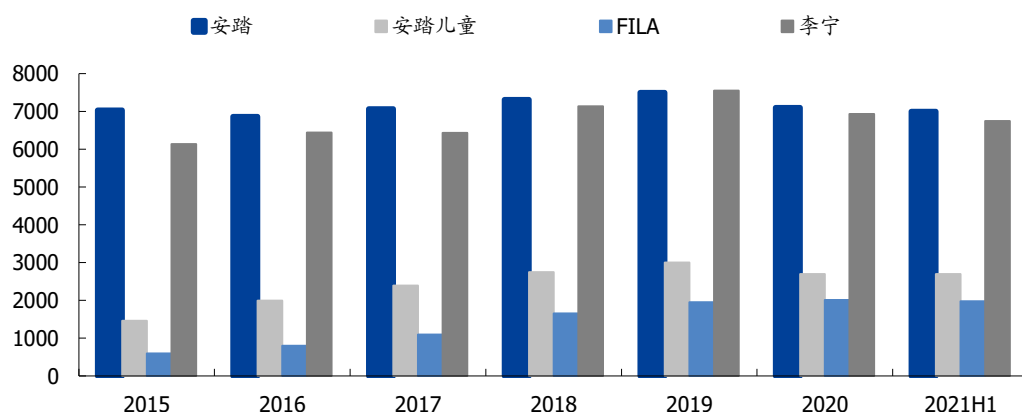
3.3.3 渠道端: 从高速增长进入高质量增长阶段

目前的渠道的发展战略相较于过去,渠道大幅扩张的阶段逐步进入尾声,渠道外延带来的快速成长,经过长期的对渠道运营精耕细作,逐步转入利润率与规模成长的平衡。

对于未来的趋势上: 我们认为龙头品牌渠道运营更倾向于: 1) 渠道质量的提升(包括优质渠道业态的占据)重要性将超过单纯的渠道数量的增长; 2) 随着品牌形象宣传需要、SKU 数量的调整,多数品牌倾向于调整门店,“关小店,开大店”将成为多数龙头品牌的重要渠道调整战略; 3) 注重 DTC 渠道和电商渠道的协同发展,以提升消费体验为目标,围绕消费者需求进行渠道运营。

在疫情反复波动的影响下,大多数品牌对于门店的扩张更为谨慎。根据 2021H1 品牌披露的数据,多数品牌门店数量并无明显上升,收入端的增长更多来源于门店店效的提升。根据公司公告,安踏品牌、李宁品牌 2021 年 H1 门店数量相较于 2021 年初均有所减少,分别为 7000 家左右/6745 个, FILA 品牌门店略有减少到 1979 家。在门店的运营中,龙头品牌经历了前期的零售转型升级,逐步建立起单店运营模型,对不同城市、不同商圈、不同客群的门店进行订货指导,并且加强对经销商的管控进而实现门店效率的提升。

图表 77: 2015-2021H1 运动公司渠道数量(个)

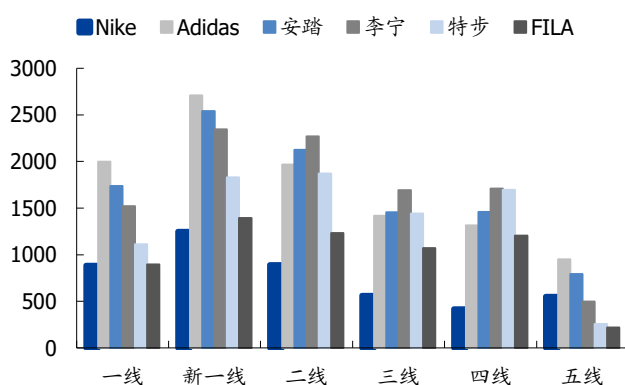


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

渠道布局上,核心城市的门店布局竞争更为激烈。1)过去国际品牌主要分布于高线城市。根据百度地图数据(可能存在不完全统计),2022 年初耐克和阿迪达斯分别有 57%/53% 的店铺分布在一二线城市。2)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 49%/45%,而特步占比进一步下降,约为 41%。

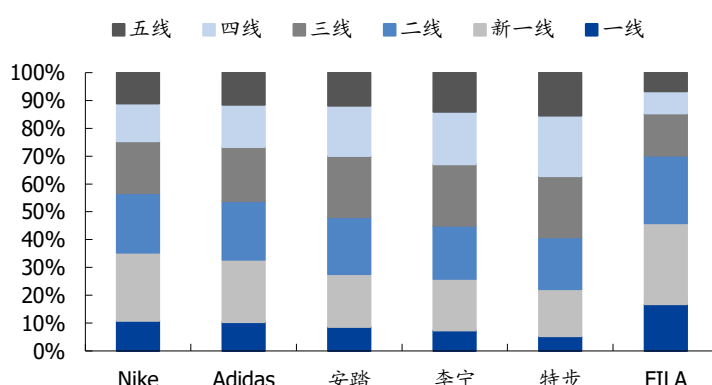
我们判断未来国产及国际品牌对于优质渠道的拓展将更积极,高线城市占比有望提升。未来和国内一二线城市消费水平相对较高,渠道资源优质,国际品牌由于品牌定位等考虑,前期提出重点发展核心城市的战略,国产品牌定位大众,过去主要深耕下线市场,但是我们认为随着品牌力和产品力的提升,未来国产品牌对于核心城市的渠道扩张会更加积极。阿迪达斯管理层指出,虽然中国的四五线城市仍然有着巨大的潜力,但品牌的工作中心将转移到核心城市。耐克在 2017 年 10 月发表的 2018-2011 战略中也表明了未来五年 80% 的增长将来自于 10 个国家的 12 个核心城市城市(包括北京和上海)。

图表 78: 2022 年初各品牌门店城市分布数量情况



资料来源: 百度地图, 国盛证券研究所

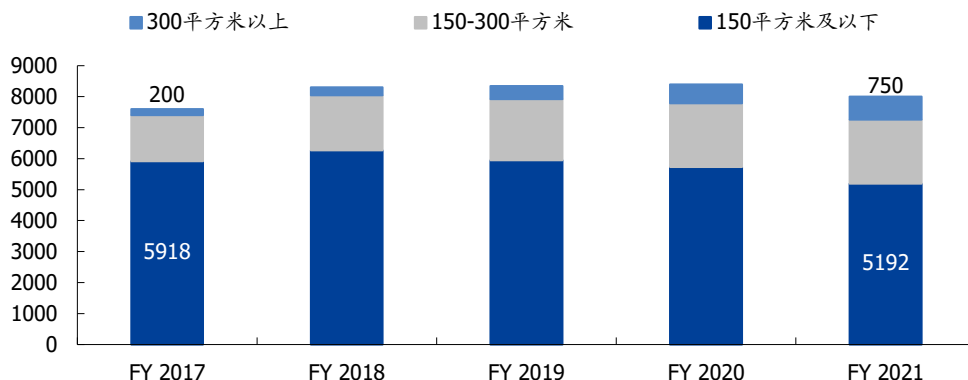
图表 79: 2022 年初各品牌门店城市分布占比情况



资料来源: 百度地图, 国盛证券研究所

坚持“关小店,开大店”,优化渠道结构。经过行业长期的发展,门店不仅是消费场所,更承担着展示品牌形象,增强消费体验等重要功能。因此随着品牌形象提升的需求,产品系列 SKU 的变化以及提升消费者体验感的需求的出现,龙头品牌愿意承担初始成本相对较高的大店,尤其是在一二线城市的重要商圈更是如此。根据公司公告,滔搏 300 平以上大店占比从 FY2017 的 2.6% 提升至 FY2021 的 9.4%。在渠道业态上,人流量下降的街边店逐步减少,购物中心门店数量增加成为重点,而顺应多品牌的协同发展趋势,一场多店、店中店等模式也成为渠道新增门店的重要模式。根据我们跟踪,目前安踏品牌购物中心流水占比不到 30%,李宁占到三分之一左右,而 FILA 品牌目前大多数门店开设在购物中心内。

图表 80: 滔搏渠道结构和个数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

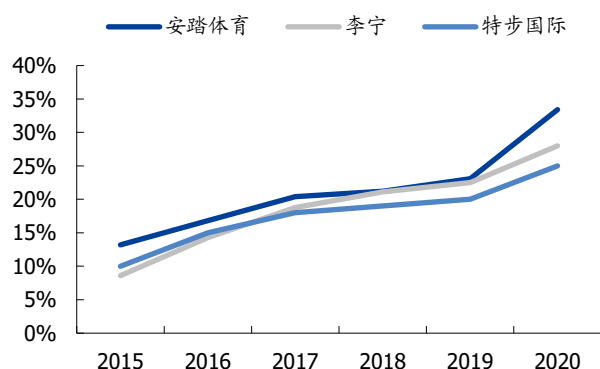
库存周期逐步弱化，品牌直面消费者，重视直营渠道、电商渠道的增长。

重视不同层级城市渠道运营，DTC 成为重要抓手。在市场拓展早期，受益于资金、精力、人力等多种因素的制约，品牌商往往通过发展代理商或者加盟商的方式来拓展市场，尤其是在一些低线城市。优质的加盟商通过多种有效的终端销售策略，将产品快速的推向市场。当细分领域市场竞争日趋饱和，传统的“野蛮跑马圈地式扩张”效率降低。消费者可供选择的品牌与商品越来越多，市场竞争势必会上升到品牌文化与理念的竞争、产品质量与设计的竞争、营销方式与思路的竞争，更符合消费者需求、贴合消费者购物理念的公司将会脱颖而出。随着零售市场的发展，入驻购物中心开始高质量大店成重点，商铺租金更高并且存在商场分成费用，只有资金实力充足的大品牌才有实力入驻，加盟商难以负担，DTC 模式成为重要选择。

- 在直营渠道中，一方面龙头品牌商终端信息管理系统推广使得品牌管理直面消费者需求，对终端消费者画像、消费者行为了解更加透彻，进而能够对应设计、调拨相应的产品进行销售。另一方面强管控下利于统一终端门店形象，一方面直接提升消费者购物体验，另一方面传递品牌文化与产品设计语言。
- 电商业务已经成为品牌商重要发力点，打通线上线下零售体系，提升零售效率。线上渠道不仅承担去化库存的作用，且通过与线下渠道的数据、库存的互动加速了整体存货的周转。根据 2021 年 H1 各公司披露数据，安踏主品牌/李宁品牌电商收入占比均超过 30%，FILA 品牌电商流水占比超过 20%。

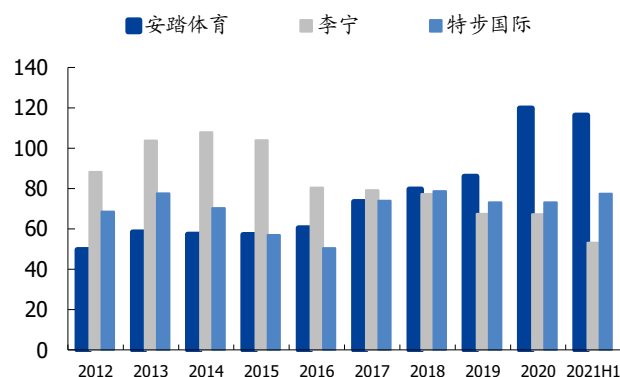
随着渠道效率的提升，行业的库存周期逐步弱化。在经历新冠疫情的冲击下（对比 2010-2012 年运动鞋服行业的低谷阶段），各品牌渠道库存依然保持健康的状态。

图表 81：安踏/李宁/特步电商渠道收入占比情况（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

图表 82：运动鞋服公司存货周转天数



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：安踏体育存货周庄天数上升和直营比例提升相关

4. 制造商：壁垒强化，格局集中

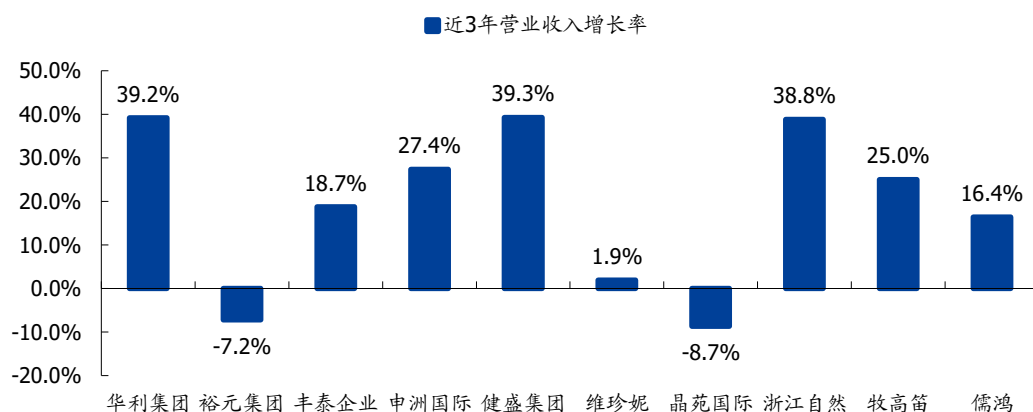
4.1 制造商的核心竞争力来自哪里？

4.1.1 供应链是生存及竞争之本

制造商的竞争核心在于供应链的打造。供应链是制造商生存之本，而在行业变迁的过程中，市场环境发生改变，对供应链的要求也在变动：消费习惯改变，新零售的兴起、个性化需求提升等对于供应链的柔性提出要求；品牌竞争聚焦点回落在产品上，制造商对研发能力的关注度在提升；疫情、政策等外部环境波动，稳定性成为供应链竞争的关键点之一……在新的产业环境下，我们认为优秀的供应链一般要具备以下特征：具备规模性、能够建立差异化壁垒（如产品研发实力、行业核心生产技术的掌握等）、高度的稳定性和反应能力、ESG 等其他优势。

1、规模性是制造商的优势之一，持续扩张的产能带来增长动力。1）首先，规模效应能够为制造商在成本等方面带来多重优势，包括原材料成本控制、生产效率提升、研发投入及产出效果等。2）其次持续扩张的产能意味着业务扩张的可能性。作为制造商，产能扩张规划清晰并有效落实，才能为中长期业务的持续扩张提供坚实基础。

图表 83：重点制造公司收入增长与产能扩张图一览



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2、有差异化才能建立竞争壁垒，主要体现在面料研发、生产效率等方面。服饰制造是传统劳动密集行业，运动鞋服是其中专业属性较强的品类，相对来说企业之间形成的的差异化壁垒更为明显。我们认为服饰制造商的差异优势主要体现在以下几个层面：

- **面料研发实力。**对于运动服饰制造而言，对于面料的自主研发能力及形成的专利壁垒是差异化竞争的重要落脚点之一。例如制衣龙头申洲国际，始终致力于产品和面料创新，能够持续强化产业链话语权，与客户优衣库共同研发功能性面料 Airism，与 NIKE 共同研发轻盈、保暖、透气的 TechFleece 面料以及针织鞋面。截止 2020 年末申洲国际已申请专利 536 件，其中涉及新材料面料基地专利为 183 件。
- **自主设计能力。**一般来说，具备自主设计能力且能够以 ODM 模式生产的制造公司的产业链话语权更强、盈利水平也更高。OEM（Original Equipment Manufacturer）和 ODM（Original Design Manufacturer）是服饰制造行业两种最常见的代工模式，其中 ODM 模式对于制造公司的产品自主设计能力有较高要求，同时带来的盈利质

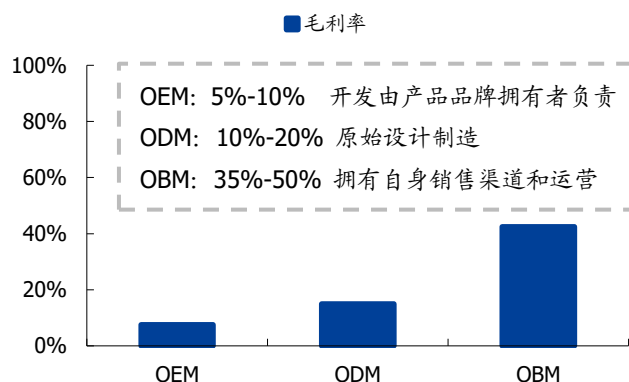
量优势也更加明显。如户外用品制造公司浙江自然，生产产品以充气床垫为主，公司以 ODM 模式为主为客户提供定制化生产，2018~2019 年 ODM 业务毛利率高于 OEM 水平。

图表 84: 申洲国际所研发部分新面料及新产品

序号	面料品类
1	莱卡系列弹性面料
2	超细腈纶及超细涤纶的保暖面料
3	针织仿真面料(如天鹅绒、聚酯纤维、仿羊毛、仿麻及仿皮等)
4	功能性运动面料
5	环保型面料
6	保健型面料
7	利用各种功能性助剂处理的面料

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

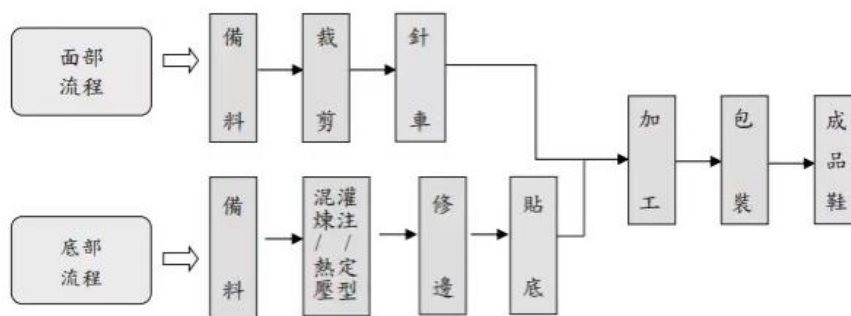
图表 85: 不同生产模式毛利率比较 (%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

- **掌握业内核心生产技术。**对于运动鞋、羽绒服、无缝产品等对于专业程度较高的细分品类，在产品生产层面存在一些技术性要求，对核心生产技术的掌握一定程度上可以形成生产壁垒。1) 例如运动鞋的制造生产工艺包括胶粘、热硫化、注塑等，生产一双运动鞋需要历经裁断、加工、针车、底加、成型等诸多环节，对于生产工人的技术熟练程度有较高要求；2) 再例如无缝产品采用的三维立体一次性成型针织技术，需要配备相对应的专业生产设备、自动化程度高，通过电脑程序修改实现不同品类、规格的产品生产。

图表 86: 运动鞋主要生产流程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **自动化程度相对较高，有望有效提升效率、节约成本。**1) 去人工化浪潮是当下大势所趋，传统的服饰制造行业也在逐渐实现自动化的渗透。高度的自动化水平在能够有效提升生产效率、降低生产成本的同时，也有利于提升产品质量的稳定性。2) 未来方向或是智能化和数字化。

图表 87: 健盛集团无缝内衣织造设备



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 88: 华利集团部分自动化设备

名称	说明	图片
立体平版印刷 3D 打印机	主要用于设计,使用激光能量使液能光敏树脂材料发生聚合反应变硬,由下而上打造出整鞋模型。	
机械手臂上胶系统	主要用于生产。计算机编程控制机械手臂运动轨迹,可进行精准涂布鞋面胶水,有效提升制鞋质量及减少人工。	
镭射激光自动切割机	主要用于生产。计算机排版使用镭射激光自动切割布料外型轮廓。	
卧式橡胶大底射出机	主要用于生产。以射出成型方式取代传统人工热压生产橡胶大底。	

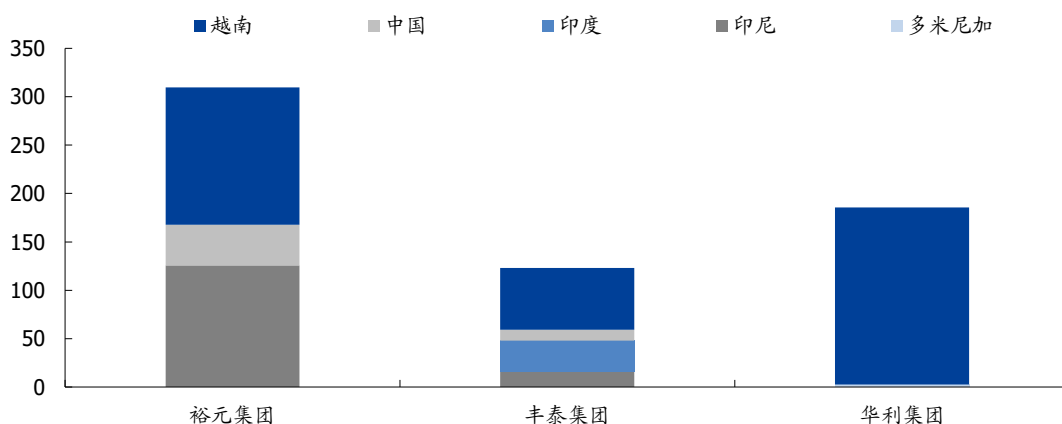
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3、稳定性高、反应速度快。供应链的稳定性包括多方面,一般来说,上下游一体化的产业链可以提高快反速度及供应稳定性,国际化的产能布局也可以一定程度上分散风险。

横向: 国际化产能布局的供应链往往具备更强的稳定性、成本、关税优势。服装制造业迁徙东南亚成趋势。服装制造业属于劳动密集型行业,随着国内人力成本逐年攀升,产业链纷纷寻求多元的落脚地,呈现出向东南亚迁徙的趋势。如 2019 年华利集团超过 90% 的产能位于越南,裕元国际越南/印尼/国内产量占比分别 44%/39%/13%,丰泰企业 56% 的产量来自越南、其他分散于国内/印度/印尼等地区。相较于产能集中于国内而言,东南亚作为产地优点有三:

- **优点一,分散化布局使得产业链的稳定性提升。**1) 一方面,我国是服装出口大国,将部分产能布局海外可以规避部分国际政策风险、有效匹配国际化业务;2) 另一方面,相对分散的产能结构在外部环境冲击下也表现相对更稳健。如 2020 年初国内疫情严重、复工复产受阻,2021 年中期越南陆续有疫情反复、南部制造工厂生产受到限制,在全球各地局部有疫情波动的情况下,“不把鸡蛋放在同一个篮子里”的制造商稳定性更佳。

图表 89: 2019 年裕元集团/华利集团/丰泰企业产量及产量分布情况 (万双)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **优点二，成本低廉，有望形成供应链价格优势。**1) 据中国统计局、越南统计局数据我们估算，当前越南人力成本仅为国内的 1/3，2020 年我国制造业城镇单位就业人员平均工资 6899 元，约为同期越南国企人员平均工资的 3 倍；2) 水电费用均低于国内水平；3) 土地租金普遍低于国内。

图表 90：中越生产成本对比一览表

	中国	越南
月平均工资	6899 元（2020 年制造业城镇单位就业人员平均工资）	2157 元（2020 年国企人员平均工资）
三年工资复合增速	7.16%	4.38%
15-64 岁人口数	77133 万人（2019 年数据）	6711 万人
15-64 岁人口占比	70.64%	68.94%
土地租金	600-800 元/平米	200-300 元/平米；土地租金优惠项目：租用 A 区土地最长减免 15 年；B 区最长减免 11 年。
工业用水	约 3.22 元/吨	约 4.1 元/吨
工业用电	约 0.7 元/度	约 0.5 元/度

资料来源：中国国家统计局，中国商务部，越南国家统计局，Wind，国盛证券研究所

- **优点三，享有关税、所得税等税收优惠。**1) 越南所得税率低于国内水平，同时在 VSIP 工业区的企业享有“四免九减半”的优惠政策；2) 出口各国享受关税优惠，当前国际贸易环境日趋复杂，但近年越南与相关国家大力推进双边，与欧盟、英国签订自由贸易协议，与中、日、韩、澳等国家共同签署了区域全面经济伙伴关系协议，我们认为越南较优的贸易环境能够给公司业务经营带来一定优势。

图表 91：中越出口关税及所得税汇率对比一览表

	中国	越南
出口关税	日本：10.90% 美国：7.50% 欧盟：12%	日本：免征关税 美国：免征关税 欧盟：免征关税
所得税	25%（对小微企业、高新企业有优惠条款，但服装企业一般较难达到标准）	20%（服装、纺织品等制造业工业产品的新投资项目可以受到所得税优惠）优惠。 具体：如特别鼓励投资项目所得税率为 10%，减免期限为 4-15 年；鼓励投资项目所得税率为 15%，减免期限为 2-10 年；所有优惠税率最长不超过 15 年，过优惠期后按普通税率征税；普通投资项目所得税率为 20%，减免期限为 2 年。对于投资额达到 3 亿美元，或年销售额达到 5 亿美元，或提供就业岗位 3000 个以上的企业，越南政府给予所得税“四免九减半”的特殊优惠。

资料来源：中国国家统计局，中国商务部，越南国家统计局，Wind，国盛证券研究所

纵向：一体化的产业链也有助于提高产业链稳定性。纺织服饰产品的制造要历经上下游诸多环节，例如，对棉类服饰产品而言，要经历棉花种植及加工、纺纱、织布、染整、成衣制造（裁剪、缝纫等）等环节，对于鞋类产品而言，上游环节包括织布业、皮革业、塑胶业、橡胶业等细分产业，下游包括鞋类生产制造业。在生产链的建设过程中，部分生产商对于自己所在产业链的资源进行一体化整合、延伸产业链长度，在提升效率及速度的同时，供应稳定性也得到有效提升：

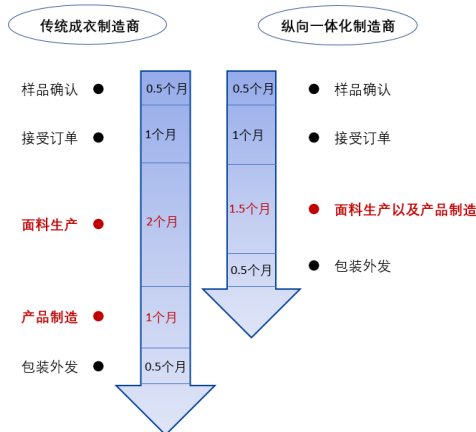
- **减少产业依赖，有助于提高产业链稳定性。**例如棉袜制造龙头健盛集团，在深耕下游成品生产的同时，向上游延伸产业链至辅料、染色等环节，有效提升产业链稳定性：①建立橡筋线、氨纶包覆纱等袜类产品的原辅料生产工厂，协助主业；②建设自有染色工厂，以解决棉袜品类订单染色需求量小、杂的痛点。

图表 92: 制造商行业覆盖产业上下游情况

	棉花种植/加工	纺纱	织布	染整	成衣制造
申洲国际		●	●	●	●
健盛集团			●	●	●
鲁泰A	●	●	●	●	●
联发股份		●	●	●	●
新野纺织	●	●	●		
天虹纺织		●	●	●	●
百隆东方		●			
华孚时尚	●	●			
晶苑国际					●
维珍妮					●

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 93: 传统成衣制造与纵向一体化制造商生产周期对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制，仅供参考

- **能够快速反应订单，达成高效供应。**我们认为一体化产业链能够在节约成本的同时，增强供应链的反应速度。1) 相较于传统成衣制造模式而言，独立的、覆盖上下游的产业链能够有效缩短生产周期（主要体现在面料生产及产品制造阶段，能够减少物料衔接时间等），对于客户的快速订单能够灵活响应并迅速交付；2) 同时一体化生产能够节约一定的物流成本，降低单位固定生产成本，带来盈利质量优势。3) 例如成衣制造龙头申洲国际，产业链覆盖上下游，包括纺织、织布、染整及成衣制造。公司加强供应链的独立化建设，计划将服装制造所有生产工序，从织布、染整、印花、到裁剪与缝制等都集中在同一工业区内，有效增强供给能力，2020 年公司毛利率达到 31%/净利率达到 22%，高于同行业多数企业盈利质量水平。
- **能够更好的支持研发和产品创新。**长产业链、多环节的产品创新往往需要多环节的配合，尤其在前期产量较少的尝试阶段，考虑成本问题，协调多环节进行研发生产配合难度相对较大。具备一体化产业链使得公司在新面料、新产品的研发上更加具备主动性。

4、具备绿色环保等其他优势。

在环境保护、可持续发展方面，品牌商逐渐对供应商提出更多要求，**ESG 优势成为供应链优势之一**。1) ESG 是指一种关注企业环境（Environmental）、社会（Social）、治理（Governance）的评价标准，而非仅关注企业的财务绩效。环境保护等社会责任是一家企业应承担的基本义务，同时也是长远可持续发展的必要条件，这逐渐成为当代消费者的共识之一。2) 当前越来越多的品牌商在 ESG 方面提出了标准、力求打造绿色供应链，例如 NIKE 为供应商设计在减少二氧化碳、废水废料排放方面的环境目标，并作为定期审查评估供应商的标准之一。因此对于服饰制造商而言，环境友好的供应链当前也成为竞争优势之一。

同时，国内政策趋严、供给侧改革推进，环保友好的企业或迎来发展机遇。1) 当前国内环保政策环境趋严。政府持续完善环保方面的法律发挥体系，2021 年以来国务院相继颁布《排污许可管理条例》、《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，呼吁企业健全绿色低碳循环发展的生产体系、流通体系和消费体系，同时加强企业排放的监管与督查力度、推进供给侧改革。2020 年中国在联合国大会上提出“碳达峰”、“碳

中和”目标，并于 2021 年 7 月正式启动全国碳排放权交易市场。2）在政策倾斜下，行业落后产能加速淘汰出清，我们认为申洲国际等环境友好的头部企业，资源优质、优势明显，未来或许能够迎来带来发展机遇。

图表 94：近期部分绿色环保政策梳理

政策文件	日期	发布机构	主要内容
“十四五”规划	2020 年	中共中央	提出低碳转型、改善环境、提升生态稳定性和提升能效等绿色发展方式。在绿色转型方面，提出要支持绿色技术创新，推进清洁生产等。改善环境质量方面，提出开展污染防治行动，重视新污染物治理等；
《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	2021.2	国务院	要健全绿色低碳循环发展的生产体系、流通体系、消费体系，以节能环保、清洁生产、清洁能源等为重点率先突破，做好与农业、制造业、服务业和信息技术的融合发展，全面带动一二三产业和基础设施绿色升级。
《绿色产业指导目录（2019 年版）》	2019.7	发改委等七部委	厘清产业边界，将绿色产业分为节能环保、清洁生产、清洁能源、生态环境产业、基础设施绿色升级和绿色服务 6 大类别，成为各地区、各部门明确绿色产业发展重点、制定绿色产业政策等的官方主要依据。

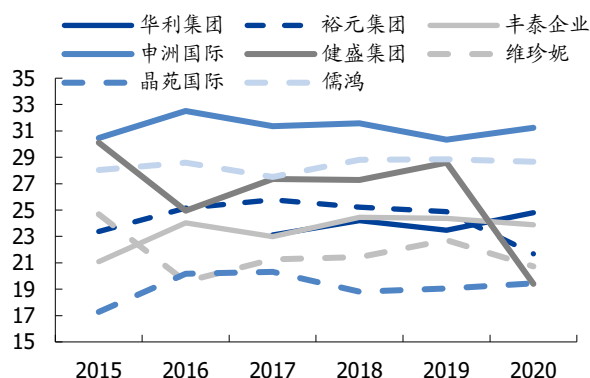
资料来源：中国政府网，公开新闻，国盛证券研究所整理

4.1.2 优质客户资源驱动订单需求

客户资源及结构直接决定供应商订单需求的可持续性和质量水平。优质的客户结构包括客户知名度、客户发展前景、较高的大客户集中度等，这些往往意味着高盈利质量、高增速、可持续的订单。

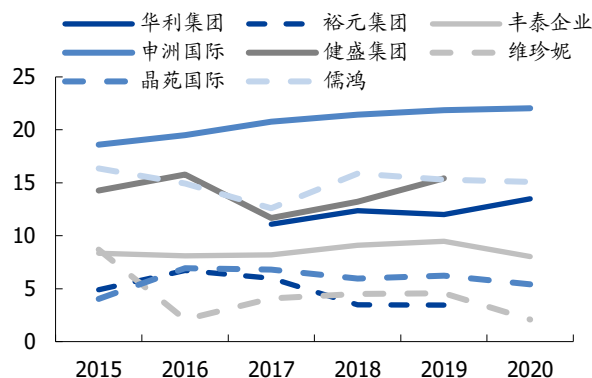
- **头部品牌商业务扩张确定性高、供应商队伍稳定。**全球知名的优质品牌商对于产品品质控制要求较高，倾向于供应商维持长期、深度、稳定的合作关系，同时优质品牌自身业务扩张有望驱动订单的快速增长。
- **较高的集中度或带来规模化订单，对于生产效率有带动作用，进一步提升制造商盈利质量。**例如大客户集中度高的申洲国际、健盛集团等，毛利率水平高于同业的维珍妮、晶苑国际等。一方面，大客户订单体量一般较大，规模效应下有利于制造商效率的提升和成本的节约，例如单个客户配备专用的生产线、以此提升排单效率等；另一方面，其订单质量较高、价格水平良好，能够有效助力盈利质量的提升。

图表 95: 2015-2020 年服饰制造类主要公司毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 96: 2015-2020 年服饰制造类主要公司净利率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

优良的客户资源是建立在坚实的供应链基础上的,二者相互巩固、良性循环。1) 扎实的供应链是制造商吸引优质客户并维持深度合作的根本基础,例如稳定的生产供应能力、出色的订单反应速度、自主研发设计能力、稳定的产品品控等。2) 同时优良的客户资源和稳定深度的合作关系,也有利于制造商完善自身产业链,提高自身供应链效率、研发能力、生产技术水平,以此达成相互促进的正向循环。

4.2 竞争格局: 集中化趋势加速

运动产业链呈现“龙头相互对话”的格局,头部制造商客户资源好,集中化趋势加速。前文我们说到,运动鞋服产业链集中度高,资源聚焦产业链头部公司,下游头部品牌商匹配以申洲国际为代表的上游制造商龙头:从制造商、品牌商、渠道商三个环节来看,各个环节的对接过程中,龙头制造商通常服务的是龙头企业,如申洲国际的主要客户包括 NIKE、Adidas、Puma 等,头部鞋类制造华利股份主要客户包括 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia 等国际知名品牌商。

图表 97: 运动鞋服上下游产业链龙头公司



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所绘制

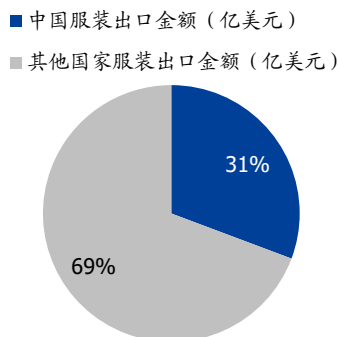
- 以申洲国际、华利集团、丰泰企业为例：①申洲国际：客户质地优秀，2021H1 前四大客户占比达 80%+，公司凭借一体化供应链的稳定、灵活等优势，深化所在重要客户份额，盈利质量处于业内较高水平。②华利集团：客户均为全球头部品牌商、客户集中度高，2021 年前三季度公司前 5 大客户合计占比进一步提升至 93%，其中 Nike/Deckers/UA 等客户订单高速增长，剔除汇率波动增速分别高达约 50%/60%/70%左右，拉动公司业务迅速增长。③丰泰企业：与 Nike 合作已有四十余年之久，合作关系深且稳固，公司近 90%（2020 年：88%）产品销向第一大客户 Nike，多年来业务规模随大客户稳步扩张。

品类特性决定了运动制造的竞争壁垒更加明显，进而决定高集中度的竞争格局。服饰制造是传统劳动密集行业，运动鞋服是服饰中专业属性较强的品类，对于制造商面料研发实力、产品的自主设计能力、核心生产技术的掌握等方面要求更高，因此相对来说头部企业形成的差异化优势及壁垒更为明显，进而在差异分化下逐渐形成强者恒强、集中度更高的竞争格局。

我们判断未来运动制造商的竞争格局有望继续优化，中长期产业链资源进一步向头部倾斜，疫情加速这一进程。在头部制造商优势凸显的同时、尾部落后产能在行业动荡中波动出清，制造商竞争格局集中化趋势加速。

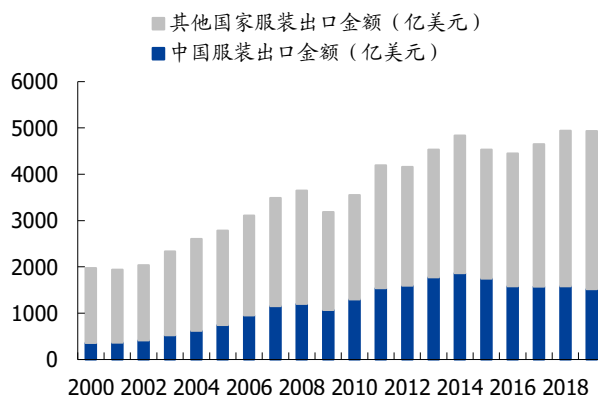
1、短期：外部环境仍然存在不确定性，订单资源倾斜，头部稳定产能胜出，尾部落后产能的波动性更大。1) 我国是纺织出口大国，据世界贸易组织数据，2019 年我国服装出口金额为 1515 亿美元，约占全球出口市场规模的 31%。2) 放眼全球来看，疫情的不确定性持续在对产业链造成挑战：

图表 98：2019 年中国服装出口金额占全球出口市场比例（%）



资料来源：WTO, Wind, 国盛证券研究所

图表 99：2000-2019 年中国服装/全球服装出口金额（亿美元）

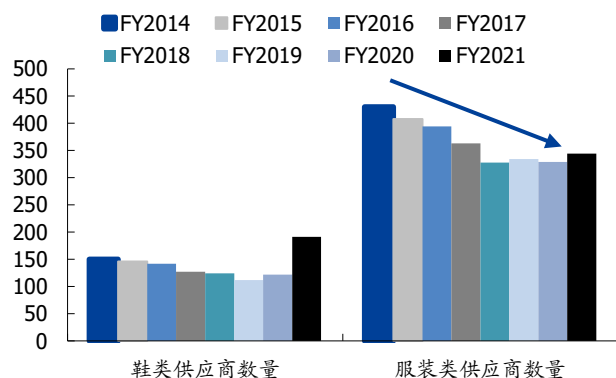


资料来源：WTO, Wind, 国盛证券研究所

- 疫情期初动荡之下尾部产能出清：2020 年初国内暴发新冠疫情，Q2 起国内疫情状况有缓和、企业逐步复工复产，面临疫情外部环境的考验，服饰制造企业表现出现分化，头部制造商较为稳健，后续迅速恢复生产并保障较好的订单节奏，而尾部产能在环境动荡中由于运营的脆弱性被迫出清。
- 后疫情时代，短期全球订单资源向国内倾斜，头部供应商或受益更多：1) 去年 Q2 起全球疫情发酵，迄今为止形势仍然不可轻视，但国内已进入疫情常态化防控稳定时期。疫情形势差异下，我们认为短期全球服装市场的订单需求对于中国稳定供应链的依赖在提升。2) 与此同时，品牌商倾向于寻求更加稳定的供应链，我们认为头部供应商有望通过稳定供应链获取客户信任、并加深中长期合作关系，而尾部落后产能可能短期波动性更大。

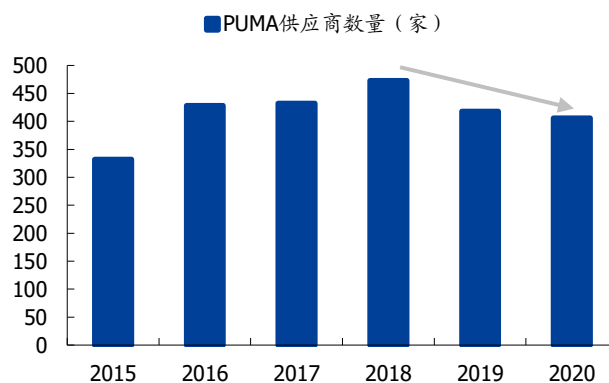
2、中长期来看，头部品牌商精简供应商是行业性趋势，上游制造龙头持续受益。1) 我们认为优化精简供应商是行业方向趋势，因为品牌商对稳定强大的供应链的需求是具备确定性的，而与此同时头部制造商的差异化优势和壁垒在逐步凸显。据公司公告，NIKE 的服装类供应商从 2014 财年 430 家下降到 2021 财年 344 家，PUMA 供应商从 2018 年 473 家下降到 2020 年 406 家。2) 资源向头部集中的趋势，有望使得龙头制造商在产业整合的过程中进一步受益。我们认为在此过程中，以华利集团、申洲国际为代表的优秀头部运动供应商竞争优势突出，有望进一步提升所占优质客户的份额。

图表 100: FY2014-FY2021 耐克集团供应商数量 (个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 101: 2015-2020 年 PUMA 供应商数量 (家)



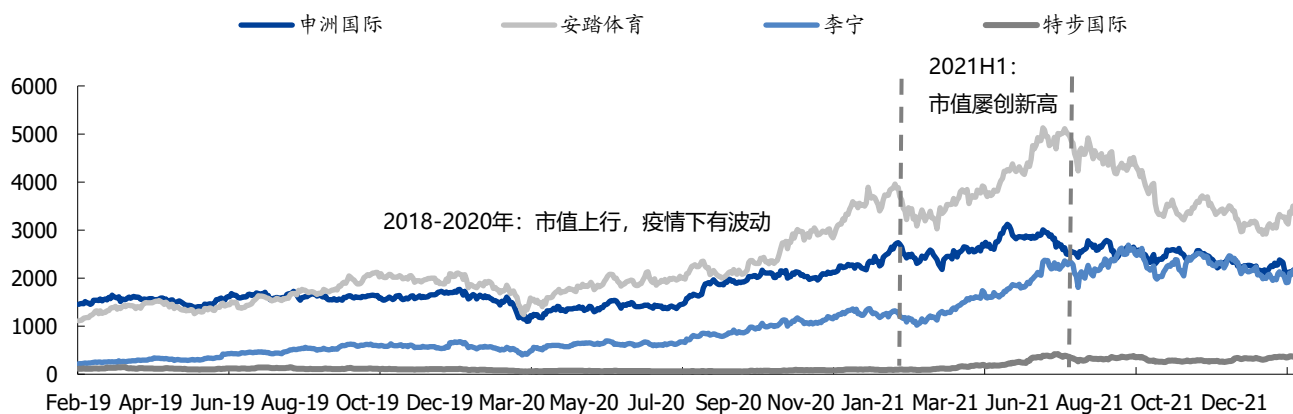
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 估值与投资策略

过去几年里，运动板块几经波动起伏。我们复盘过去几年运动鞋服板块重点公司（安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际）的基本面与估值变化情况，主要可分为三个阶段：

- **2018~2020：赛道强劲，龙头趋强，中枢上行。**1) 过往几年国内运动鞋服市场规模复合增速达双位数，增长强劲。2) 产品为王，龙头核心竞争力增强，带动估值中枢上行。在产品成为竞争中心的消费背景下，运动鞋服产业链价值重心进一步向品牌商倾斜，国内龙头公司通过修炼产品力，营销方面的着力升级，进而带动品牌力。在这一阶段，安踏体育/李宁市值从 1100+/200+亿港元上行至 3600+/1200+亿港元，PE 估值中枢上行至 30+/40+倍。2020 年初受疫情影响市值下跌，后续随终端流水恢复震荡上行。

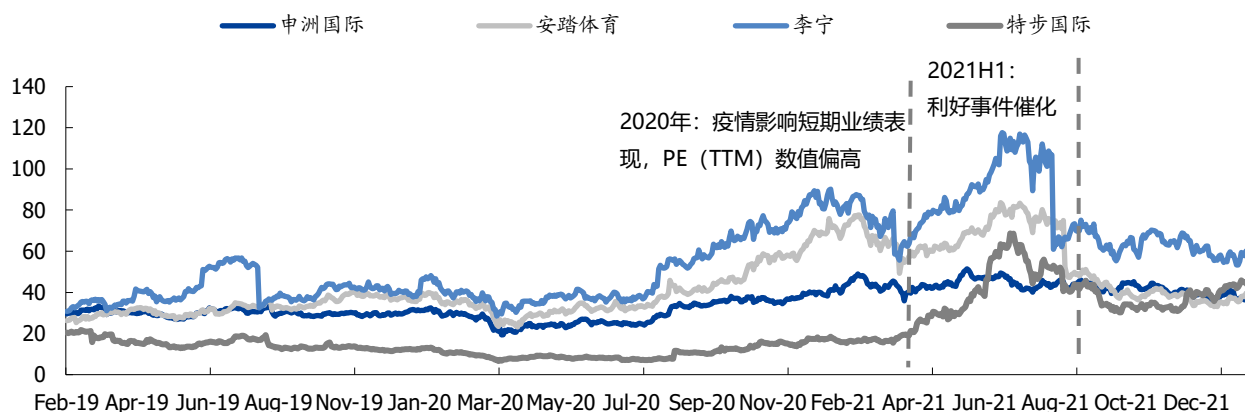
图表 102：运动鞋服板块重点公司近 3 年以来市值表现（亿港元，截至 2022/02/18）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **2021H1：事件催化，流水暴发，拔高板块估值。**1) 事件利好催化驱动板块景气度明显上行。2021Q2 得益于新疆棉事件等催化，民族品牌认可度短期跃升，运动鞋服国牌直接受益、流水及业绩暴发增长。2021H1 安踏集团营收/业绩同比增长 50%/130%+，李宁营收/业绩同比增长 65%/180%+，特步集团营收/业绩同比增长 12%/70%+。2) 基本面超预期驱动市场情绪高涨，重点公司估值屡创新高。在这一阶段，安踏体育、李宁、特步国际等运动鞋服产业链龙头股价屡创新高，总市值最高时点分别破 5100/2600/400 亿港元。

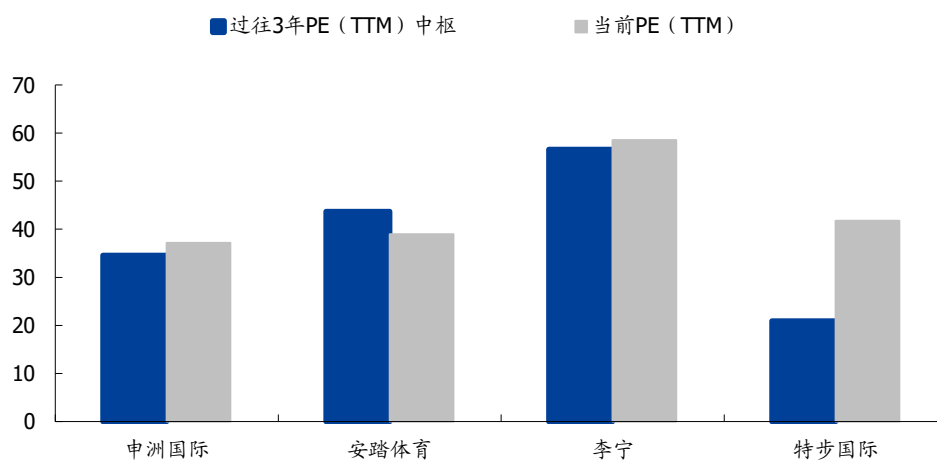
图表 103: 运动鞋服板块重点公司近 3 年以来 PE (TTM) 表现 (截至 2022/02/18)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **2021H2 以来: 高基数下基本面承受增长压力, 市场情绪退却带动估值下跌。**1) 2021 年下半年以来品牌商流水增速环比明显放缓, 主要原因是: ①事件利好对消费的拉动效应边际渐弱②2021Q3-Q4 疫情反复不定、影响终端消费; ③去年同期基数逐渐走高。2) 伴随着基本面增速走弱的是, 运动板块品牌商估值下行, 当前安踏体育/李宁/特步国际/申洲国际 PE (TTM) 分别为 39/58/42/37 倍, 过去 3 年中枢分别为 44/57/21/35 倍。

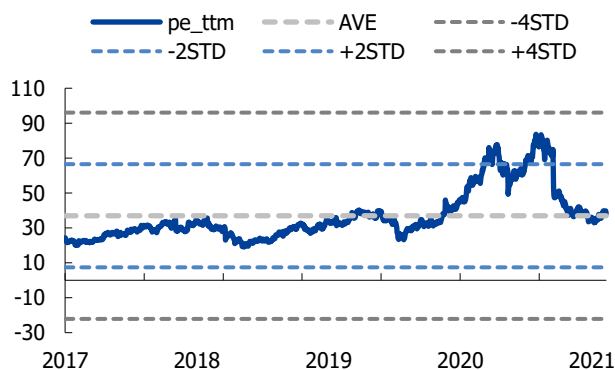
图表 104: 过往 3 年运动鞋服产业链公司 PE (TTM) 估值中枢对比 (倍)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

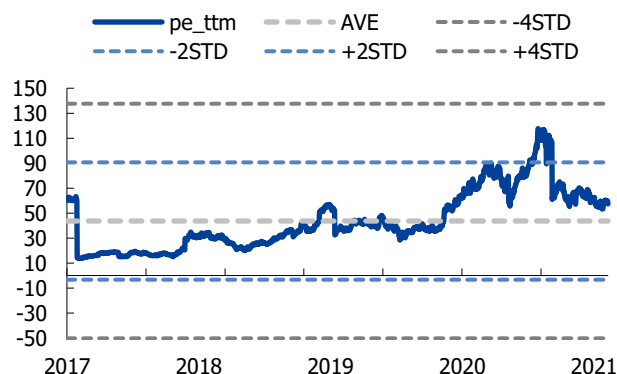
未来展望与投资建议。在当前时点我们观点如下: 1) 短期来看, 2022 上半年在面临高基数压力的同时, 也存在冬奥会促进运动消费热情、零星局部疫情负面影响逐渐减弱等利好因素, 我们判断短期流水可能仍有波动。2) 中长期来看, 运动鞋服依旧是服装板块的优质赛道, 增速快、格局佳, 同时在龙头竞争力不断优化的过程中, 估值中枢有望进一步上行。

图表 105: 近 5 年来安踏体育市盈率变化情况 (TTM, 倍)



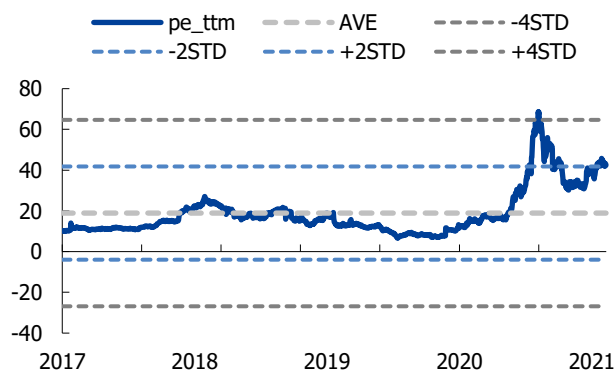
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 106: 近 5 年来李宁市盈率变化情况 (TTM, 倍)



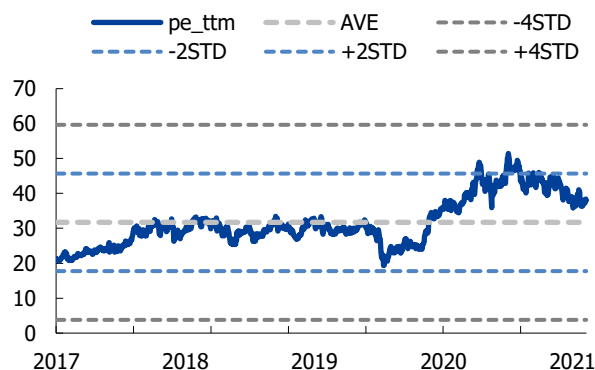
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 107: 近 5 年来特步国际市盈率变化情况 (TTM, 倍)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 108: 近 5 年来申洲国际市盈率变化情况 (TTM, 倍)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们认为在产品成为竞争中心、国牌崛起的消费大趋势下，国内运动鞋服龙头公司有望进一步通过优质产品迭代提升品牌核心竞争力，有望带动估值上行，我们推荐产品力及品牌力日渐增强的龙头【李宁】、【安踏体育】、【特步国际】，当前价对应 2022 年 PE 估值分别为 36.1/29.0/25.6 倍；同时，制造商头部公司凭借研发实力与先进技术，以产品为载体助推运动鞋服行业下游发展，得以与品牌商共享价值红利，考虑估值等因素，我们核心推荐【申洲国际】，当前价对应 2022 年 PE 为 29.7 倍；关注【华利集团】，当前价对应 2022 年 PE 为 27.8 倍。关注【滔搏】，当前价对应 2022 年 PE 为 17.4 倍。我们推荐并提醒的关注的重点公司：

➤ 【李宁】流水保持高增速，渠道扩张蓄势待发

短期流水保持高增速，渠道扩张蓄势待发。品牌影响力提升叠加产品结构持续优化，2021Q3 全渠道流水增长 40%-50% 低段，表现亮眼；折扣水平与 2019 年同期持平，终端运营健康。李宁品牌/李宁 young Q3 门店数量较年初-109/+116 家至 5803/1137 家，对比 H1+99/+96 家，公司逐步进入新的开店轨道。2021Q4 以来我们判断公司终端流水表现延续高增速，同时终端折扣环比 Q3 收窄。

我们预计公司 2021 全年收入/业绩增长 45%/110% 左右。下半年以来在产品力和品牌力的支撑下，终端店效仍保持快速增长，同时我们预计全年李宁品牌门店数量有望实

现净增加，李宁 young 继续扩张，综合来看我们判断公司 2021 全年收入/业绩增长 45%/110% 左右。展望 2022 年，高基数下收入/业绩同比增速预计明显放缓，然而产品力的提升与产品架构的完善持续进行，伴随渠道加速扩张，公司仍有望交出亮眼答卷。

盈利预测与投资建议：基于李宁的品牌积淀和消费者对其高认可度，公司品牌力处于持续提升轨道，长期看好集团销售和盈利能力的提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 35.7/46.2/59.4 亿元，对应 2022 年 PE 为 36.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：局部地区疫情反复影响终端销售；盈利能力提升速度不达预期；管理层变动带来的运营变化。

图表 109：李宁盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,870	14,457	20,918	25,898	32,057
YOY（%）	32.0	4.2	44.7	23.8	23.8
归母净利润（百万元）	1,499	1,698	3,574	4,619	5,937
YOY（%）	109.6	13.3	110.4	29.2	28.5
EPS（元）	0.57	0.65	1.37	1.77	2.27
净资产收益率（%）	21.0	19.5	29.1	27.4	26.0
P/E（倍）	111.3	98.2	27.3	36.1	28.1
P/B（倍）	23.4	19.2	13.6	9.9	7.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

➤ 【安踏体育】Q4 流水环比提速，长期发展清晰

短期流水增速回升，业绩表现亮眼。公司公布 2021 全年流水及盈利预喜，其中安踏品牌/FILA 品牌全年流水同比均增长 25%-30%，单 Q4 分别增长 10%-20% 中段/高单位数，增速均较 Q3 回升。其他品牌流水维持高增长，全年流水同比增长 50%-55%，单 Q4 同比增长 30%-35%。公司预计 2021 全年收入同比增速超过 35%，不含 JV 亏损业绩同比增速超过 35%，含 JV 亏损后业绩同比增速超过 45%，符合市场预期。

- **强研发助推产品升级，“双奥”带动安踏品牌影响力提升。**流水增长来自于品牌持续深化产品研发实力。线下 DTC 转型门店效率提升明显，预计 2022 年仍有少量门店转型。
- **运营稳健，FILA 品牌持续拓展业务。**我们认为 FILA 正在进入高质量发展阶段，立足时尚运动主业，丰富业务维度成为新的增长动力，产品系列拓宽，渠道效率优化。
- **冬季运动与户外露营正当热，其他品牌高速增长。**我们预计 Descente 全年流水同比增速超过 70%。
- **合营集团 Amer 发展战略进一步明晰。**Amer 业绩表现向好，根据公司公告测算 2021 全年合营公司亏损预计不高于 3 亿元，较 2020 年收窄。

盈利预测和投资建议：公司发布全新 10 年战略规划，将“单聚焦、多品牌、全渠道”升级为“单聚焦、多品牌、全球化”。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 77.5/94.0/121.1 亿元，现价对应 2022 年 PE 为 29.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续的范围及时间超过预期；终端需求下滑；多品牌及海外业务开展不顺；人民币汇率变动带来业绩波动。

图表 110: 安踏体育盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	33,928	35,512	47,986	58,208	69,843
YOY (%)	40.8	4.7	35.1	21.3	20.0
归母净利润 (百万元)	5,344	5,162	7,746	9,401	12,113
YOY (%)	30.3	-3.4	50.1	21.4	28.9
EPS (元)	1.98	1.91	2.87	3.48	4.48
净资产收益率 (%)	26.7	21.6	26.9	27.4	29.3
P/E (倍)	51.0	52.7	35.2	29.0	22.5
P/B (倍)	12.9	10.5	8.8	7.4	6.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➤ 【特步国际】品牌升级，流水亮眼，全年业绩表现上佳

公司 2021 年 Q4 流水增长环比提速，全年业绩大幅增长。据公司公告，主品牌特步 2021 年全年流水同比增长超过 30%，其中 Q4 增速为 20%-25%，相比 Q3 增速环比提速，表现优异。全年来看公司归母净利润大幅增长，增速超过 70%。

产品升级带动 ASP 和连带率提升：特步品牌产品升级获得消费者认可。1) 专业产品方面，品牌深耕跑步市场多年，研发实力强劲，优质旗舰跑鞋 160X 系列的高频更新与迭代助推特步在跑步热潮下迅速走红，在此基础上公司持续推出 260 等产品系列，专业产品结构优化带动 ASP 提升。2) 时尚产品方面，2021 年 5 月公司针对旗下中高端潮流产品（例如“少林系列”）推出 XDNA 厂牌吸引时尚消费群体，受益于国潮火热的态势与品牌多样化的推广手段，同步助力品牌增长。

渠道端线下门店调整到位，电商业务流水高增长。经过渠道调整，公司通过开设大店、优质店+调整低效店铺策略同时加强对终端零售运营管理，运营效率持续提升。同时我们预计电商业务快速增长高于线下流水增速。新品牌拓展与培育稳步推进，终端进入开店轨道。2021 年专业运动品牌索康尼和迈乐，时尚运动品牌帕拉丁和盖世威品牌培育稳步推进。

盈利预测和投资建议：我们预计 2021-2023 年归母净利润为 8.85/11.19/13.51 亿元，现价对应 22 年 PE 为 25.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品牌拓展不及预期；全球疫情反复；娱乐营销影响主品牌专业形象。

图表 111: 特步国际盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,183	8,172	10,143	12,493	14,929
YOY (%)	28.2	-0.1	24.1	23.2	19.5
归母净利润 (百万元)	728	513	885	1,119	1,351
YOY (%)	10.8	-29.5	72.6	26.3	20.8
EPS (元)	0.28	0.20	0.34	0.43	0.51
净资产收益率 (%)	10.5	6.9	10.7	11.9	12.5
P/E (倍)	39.3	55.8	32.3	25.6	21.2
P/B (倍)	4.1	3.9	3.5	3.1	2.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➤ **【申洲国际】国内短期扰动，海外情况趋稳，长期壁垒强化**

2022 年在低基数下有望快速增长。1) 东南亚疫情影响 2021 年海外产能利用率，国内疫情 2022 年初亦有波动，我们估算疫情可控下 2021/2022 年公司产量增速分别近 10%/约 20%。2) 外汇波动或带来影响，我们判断 2021 全年汇兑负面影响将较 2021H1 减少。3) 综合来看，我们预计 2021 全年收入稳健增长/业绩承受压力，但 2022 年在低基数下有望快速增长。

产业链竞争力强化，规模扩张，效率提升。分区域来看：我们估算目前面料产能国内贡献约 50%，成衣产能国内贡献近 40%。1) 海外：①海外产能利用率 2021 年陆续受到东南亚各地疫情影响，我们跟踪东南亚防控政策变化判断当前基本恢复，我们判断当前海外大部分工厂已恢复至 95%以上。2) 国内：国内工厂染整、织造技改提升效率，效果突出，我们跟踪并估算当前国内面料产能同比提升 20%左右。

订单需求充沛，深度合作优质客户。我们看好运动赛道中长期景气及对上游订单的驱动，随着品牌商精简供应商、疫情加速尾部产能出清带来格局优化，公司作为上游龙头占据优势。

盈利预测和投资建议：我们预计 2021~2023 年公司归母净利润分别 47.1/59.9/71.9 亿元，现价对应 2022 年 PE 为 29.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外及国内疫情影响时间及范围超预期；产能扩张不及预期风险；大客户订单波动风险；外汇波动风险。

图表 112: 申洲国际盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	22665	23,031	25,316	30,411	35,834
YOY (%)	8.2	1.6	9.9	20.1	17.8
归母净利润 (百万元)	5,095	5,107	4,705	5,986	7,192
YOY (%)	12.2	0.2	-7.9	27.2	20.2
EPS (元)	3.39	3.40	3.13	3.98	4.78
净资产收益率 (%)	19.7	18.6	14.6	15.6	16.0
P/E (倍)	34.9	34.9	37.8	29.7	24.7
P/B (倍)	7.1	6.5	5.6	4.7	4.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➤ **【华利集团】产能放量，订单优化，快速增长正当时**

公司正当快速发展期，产能放量驱动增长。1) 产能放量+优质需求驱动业绩快速增长，运营稳健，受越南疫情影响小。

需求饱满：客户优渥、订单倾斜。1) 长期协作全球运动鞋服头部品牌商，开拓新客户如 On、Asics、New Balance，我们判断未来有望巩固深化合作。2) 优质需求倾斜，带动产品结构优化。疫情冲击全球供应链，我们判断公司凭借高效稳定的供给能力得到客户高度认可及订单倾斜，进而优化产品结构，①我们据公司订单及客户规模估算，公司当前占 Deckers/VF/UA 鞋类采购份额分别约 50%+/50%+/20%+；②我们据各品牌商公告披露的增长预期，估算公司未来与 Nike、Puma 及新客户合作的订单有望高速增长。

产能成长：快速扩张、有效放量。快速扩张，越南、印尼等多地持续规划建设。公司当前正处快速发展期，我们跟踪公司产能投放及放量进度，综合估算 2021 全年产量有望超过 2 亿双 (估算同比增长 25%~30%) /2022 年产量有望继续维持 20%+增速。

盈利预测和投资建议：我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 27.0/34.1/41.1 亿元，增速分别为 43.7%/26.3%/20.7%，当前股价对应 22 年 PE 为 27.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情超预期不利海外订单；产能扩张、产线改造不及预期；大客户订单波动风险；外汇波动风险。

图表 113：华利集团盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,166	13,931	17,579	21,736	25,883
YOY（%）	22.4	-8.1	26.2	23.7	19.1
归母净利润（百万元）	1,821	1,879	2,700	3,410	4,114
YOY（%）	18.9	3.2	43.7	26.3	20.7
EPS（元）	1.56	1.61	2.31	2.92	3.53
净资产收益率（%）	43.7	32.7	32.0	28.8	25.8
P/E（倍）	52.1	50.5	35.1	27.8	23.1
P/B（倍）	22.8	16.5	11.2	8.0	5.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

➤ 【滔搏】疫情侵扰供应链，零售短期面临挑战

滔搏首次发布季度经营公告，FY2022Q3 财季（2021 年 9 至 11 月）公司全渠道终端流水同比下滑 20%-30%低段。

品牌方供应链能力受限，叠加局部地区疫情反复致使公司终端流水承压，库存结构仍然健康。NIKE 品牌大中华区在货币中性基础上营收同比下滑 24%，其供应能力波动对滔搏终端销售造成影响。同时叠加 Q3 财季我国局部地区疫情仍在反复，多因素作用下公司终端流水承压。

电商渠道运营效率持续提升，线下店铺优化+优选策略稳定推进。1）持续优化电商渠道运营能力，根据公司披露双十一期间，公司线上全平台零售额同比增长 20%。2）线下始终贯彻存量店铺优化和新增店铺优选策略，根据公司披露截至 11 月末，直营店铺销售面积同比 FY2021Q3 增长 7%，环比 FY2022Q2 增长 3.9%。

展望 FY2022 全财年，我们预计公司营收/业绩-13%/-10%。Q3 财季公司终端流水表现低迷，Q4 财季以来我们认为品牌方的供应问题继续存在，并且疫情态势仍存在不确定性。滔搏在当下多变的宏观环境和消费态势下秉持开放理念，长期来看我们认为公司仍有望维持稳健增长。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 FY2022-FY2024 归母净利润分别为 24.86/29.71/35.57 亿元，现价对应 FY2022PE 为 17.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续时间超过预期；终端销售放缓；品牌方合作变化带来经营风险。

图表 114: 滔搏盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	33,690	36,009	31,194	37,121	42,310
YOY (%)	3.5	6.9	-13.4	19.0	14.0
归母净利润 (百万元)	2,303	2,770	2,486	2,971	3,557
YOY (%)	4.7	20.3	-10.3	19.5	19.7
EPS (元)	0.37	0.45	0.40	0.48	0.57
净资产收益率 (%)	21.8	28.5	20.4	19.6	19.0
P/E (倍)	18.8	15.6	17.4	14.6	12.2
P/B (倍)	4.1	4.5	3.5	2.9	2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

6. 风险提示

新冠疫情影响超预期。新冠疫情对于行业终端销售有较大影响，倘若其持续时间及影响超过预期，会给业内公司经营带来一定风险。

终端消费低迷风险。消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期，造成公司营业收入及利润增速不及预期。

各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

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：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

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 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com