



东海证券
DONGHAI SECURITIES

运动服饰：以史为鉴，窥探未来

东海证券研究所 丰毅

日期：2022年4月5日

执业证书编号：S0630522030001

电话：021-20333241

★ 引言



运动品牌无论是国内还是海外往往成为孕育优质投资标的的摇篮。

那么：

★ 国内外运动鞋服在服装各细分行业中往往增速最快、集中度最高、龙头经营规模最大，原因是什么？

★ 运动鞋服龙头壁垒是否真的较高？缘何全球体育史中运动品牌逆袭持续出现？运动鞋服企业核心竞争力是产品？还是营销？还是供应链？

★ 耐克是怎么实现超越的？阿迪是怎么实现重生的？耐克和阿迪的优势分别在哪里？

★ 霍斯特、奈特、斯特拉瑟、德雷福斯、马克帕克等企业管理者，如何评判他们的功过？

★ 中国的本土品牌与海外品牌竞争中处在什么位置？是否仍有投资机会？

本篇报告将为您一一解答。



核心观点

(1) 运动服饰行业好在哪里？

①2014年以来供给侧政策潮和需求侧人均收入拐点推动行业进入高速增长期。②高端运动休闲、高端小众运动服饰、女性运动装等细分行业出现明显竞争空缺。③短期疆棉事件成为较长一段国牌替代周期的开始。④中国体育发展阶段与美国1970年代相似且历史进程加快，下一阶段滑雪、户外等小众领域将先后续崛起。

(2) 运动品牌护城河来自哪里？

①营销：精准营销、曝光需求致营销资源争夺成为龙头竞争的主要发力点。耐克、阿迪业绩与奥运、世界杯周期高度相关。②产品：低SKU及功能性需求导向致产品研发设计成为品牌成功最核心因素。Nike AJ系列产品营收超过所有内资品牌。③营运能力：存货周转、总资产周转并非企业核心壁垒，壁垒来自于盈利能力。④管理者：霍斯特、奈特、马克帕克在体育史贡献较大，优秀管理者往往注重研发、来自内部、具有“运动”基因。

(3) 耐克VS阿迪：超越与重生。

①产品力成为耐克超越阿迪核心因素，营销资源成为阿迪死而复生的关键，运营成熟及研发加速带动耐克在成熟期持续拉开与阿迪差距，盈利提升带动阿迪迎头赶上。②耐克、阿迪分别更注重体育明星和赛事资源及分别在篮球、足球资源优势领先源自两企业发展阶段及地域。③耐克拥有更好的产品力及运营能力，阿迪则拥有较强的赛事营销资源。

(4) 我国运动品牌机会：

经历了2010-2014外资品牌竞争加剧、国内库存危机后，内资品牌产品力、管理效率逐步复苏，在“疆棉”事件催化、海外品牌渠道饱和的情况下，以安踏、李宁为首的本土品牌，业绩、盈利能力加速提升。未来五年，国牌店效、产品单价仍存空间，高端运动休闲、小众运动、女装运动供给仍存缺口，高线城市国牌门店位置仍存较大空间，均为国牌势能持续提升奠定基础；同时，受益行业整体快速成长，优质产能出现紧缺，龙头运动代工厂前景确定性较强。

风险提示：1警惕疫情不确定性带来的风险。2海外品牌对内资品牌营销资源竞争带来的风险。3营销资源声誉、变化对企业业绩影响具有不确定性的风险。

CONTENTS

目录

01

行业逻辑：运动服饰行业好在哪里？

02

龙头之争：耐克阿迪，孰强孰弱？

03

壁垒何在：纵观全球，什么公司能胜出？

04

反观国内：运动品牌是怎样发展起来的？



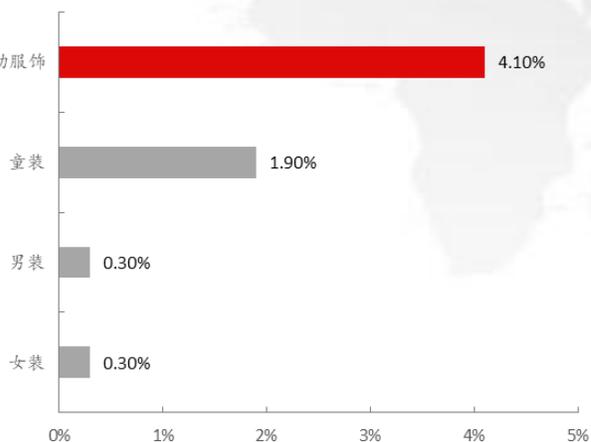
01

行业逻辑：运动服饰行业好在哪里？

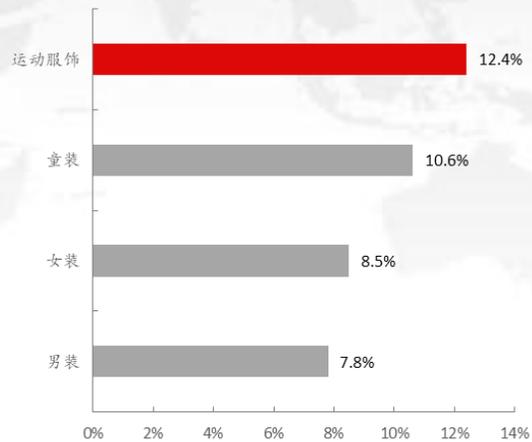
★ 体育行业为中国乃至全球增长最快的服装细分品类之一

历史

全球服装行业
历史 (2014-2019) 复合增速

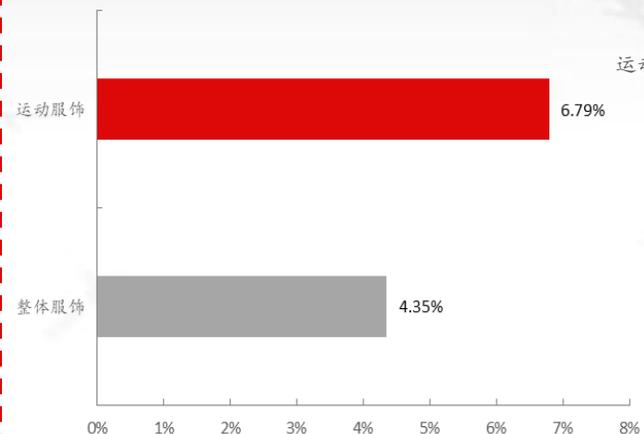


中国服装行业
历史 (2014-2019) 复合增速

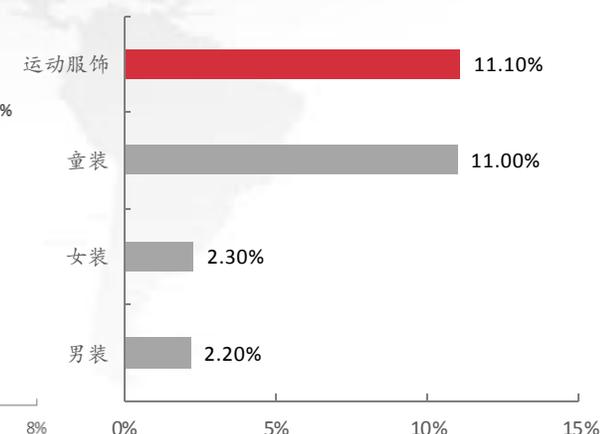


未来

全球服装行业
未来 (2019-2025) 预计复合增速



中国服装行业
未来 (2019-2025) 预计复合增速

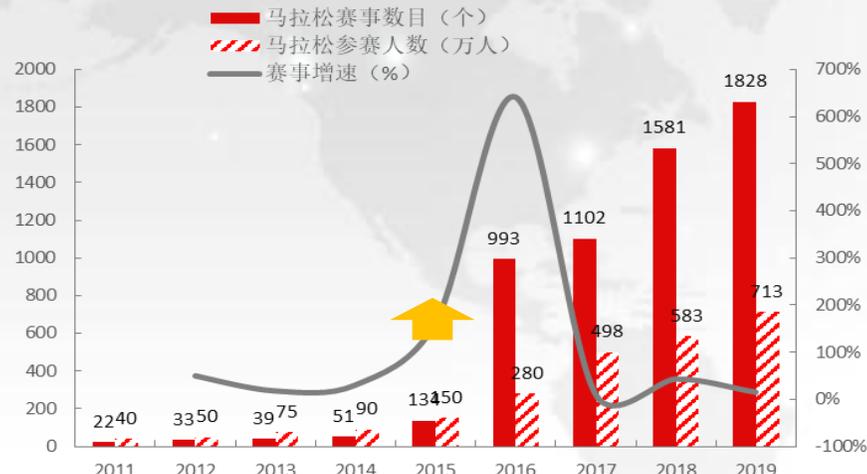


运动渗透率逐步提升

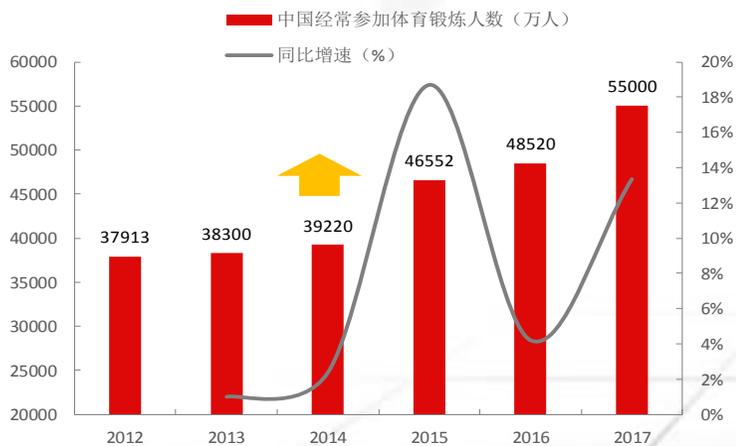
国内运动鞋服零售额及增速



马拉松赛事参赛情况



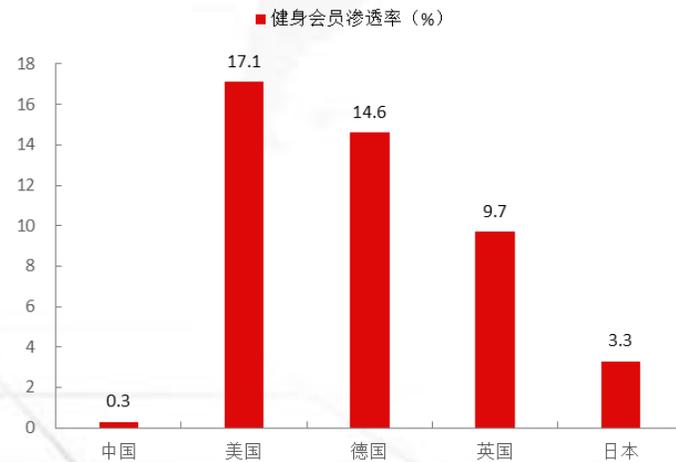
国内经常参加体育锻炼人数



国内健身会员同比增速

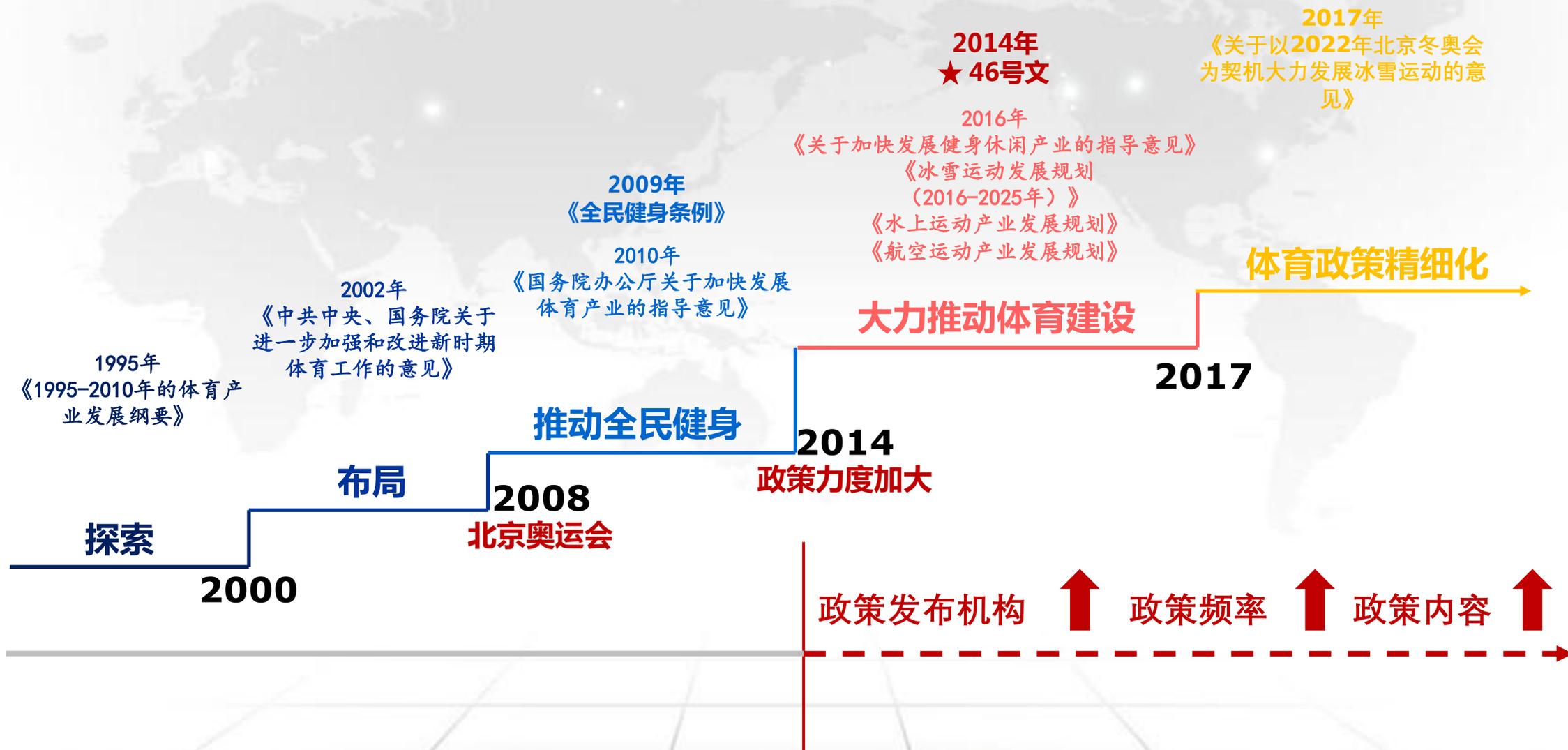


健身会员渗透率



资料来源：智研咨询，中国马拉松协会，中商产业研究院，东海证券研究所

★ 体育政策驱动



★ 体育政策驱动

国家体育产业发展规划

| | 2015 | 2020 | 2025E | 2030E |
|------------------|--------|---------|--------|-------|
| 体育人口 (亿人) | 4 | 4.35 | 5 | 5.3 |
| 五年复合增速 | | 1.69% | 2.82% | 1.17% |
| 体育行业总产值 (万亿元) | 1.7 | 3 (已实现) | 5 | |
| 五年复合增速 | | 12.03% | 10.76% | |
| 人均体育消费增速预计五年复合增速 | | 10.2% | 7.8% | |
| 体育行业GDP占比 | 0.70% | | >2% | |
| 体育服务业占比 | 21.00% | | >30.0% | |
| 人均体育场馆面积 (平方米) | 1.57 | 1.8 | 2 | 2.3 |
| 五年复合增速 | | 2.77% | 2.13% | 2.83% |

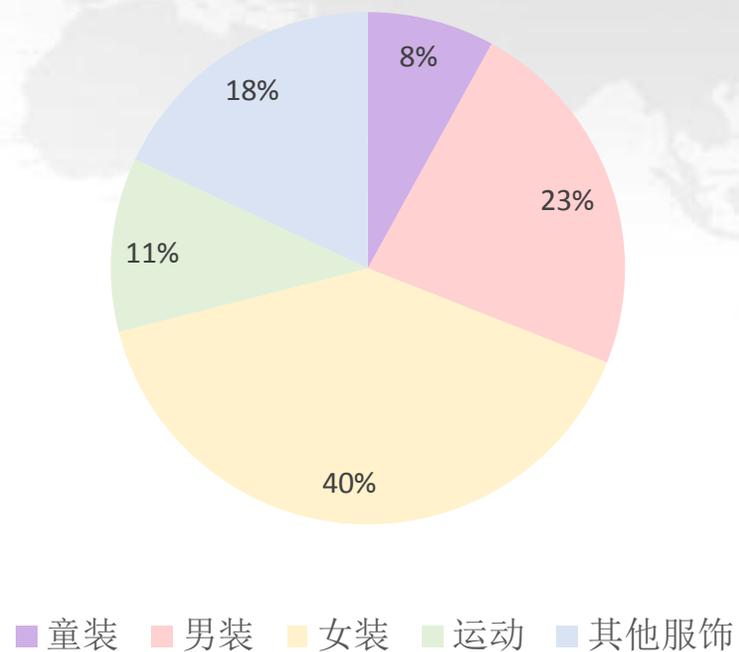
中国冰雪产业发展规划

| | 2017 | 2020E | 2025E |
|--------------------|------|--------|--------|
| 冰雪产业规模 (亿元) | 3976 | 6152 | 10000 |
| 复合增速 (17-20/17-25) | | 15.66% | 10.22% |
| 占体育行业总产值 | | | 20% |

资料来源：《体育产业发展“十三五”规划》，冰雪运动发展规划(2016-2025年)，东海证券研究所

运动渗透率逐步提升

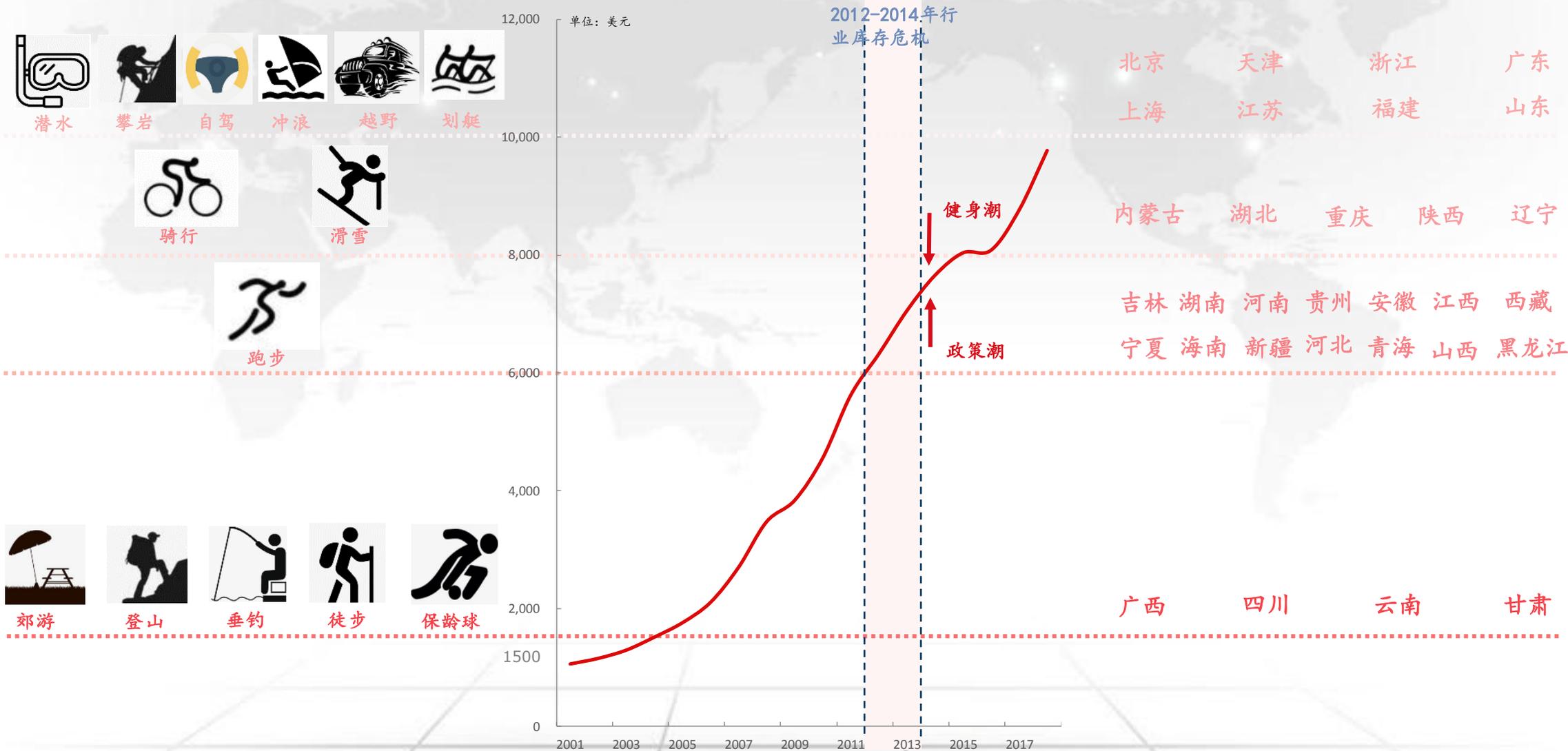
2019服装行业各细分行业占比



世界各国运动服饰占比

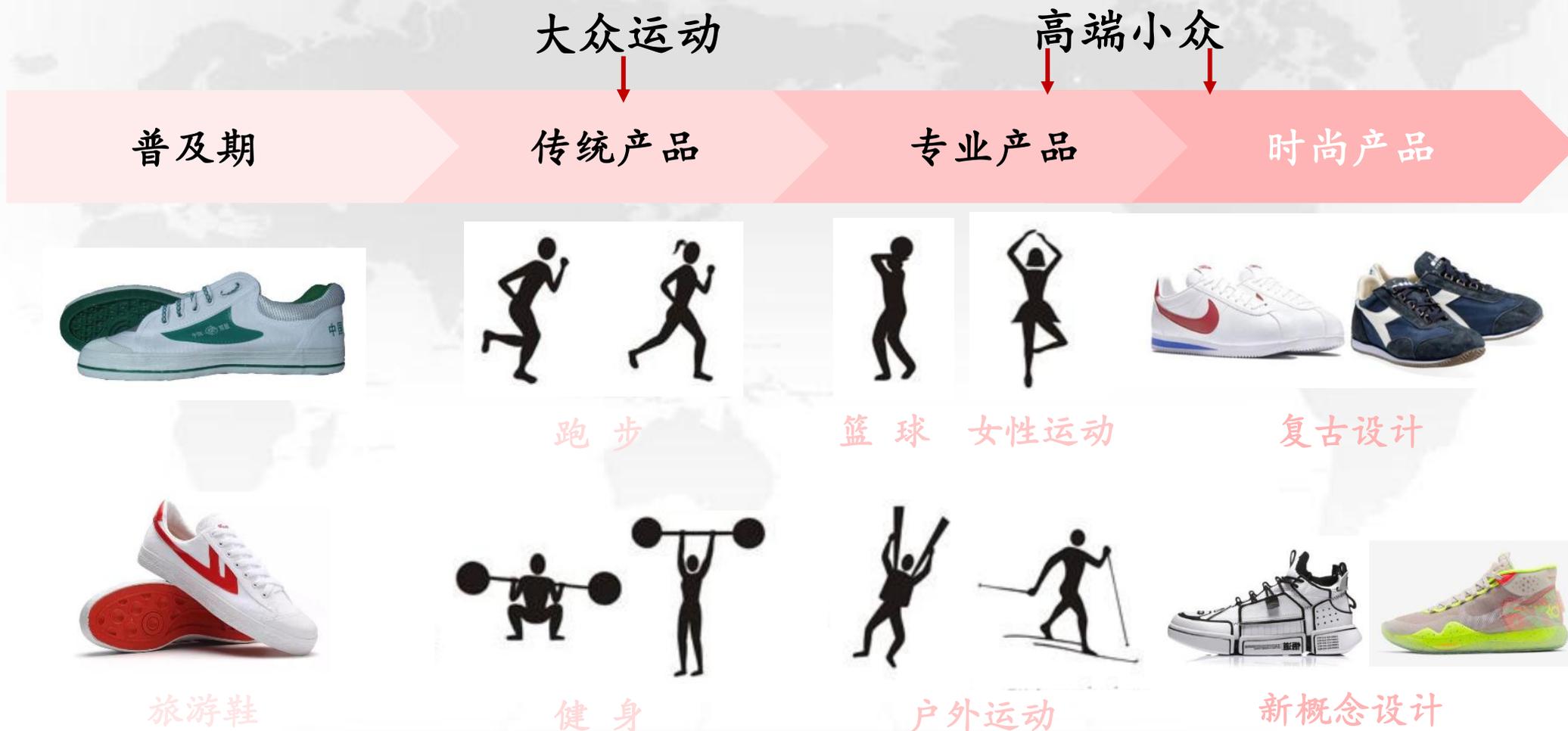


中美体育运动品牌对比：中国在运动鞋服发展现阶段类似于美国1970年-1980年时期

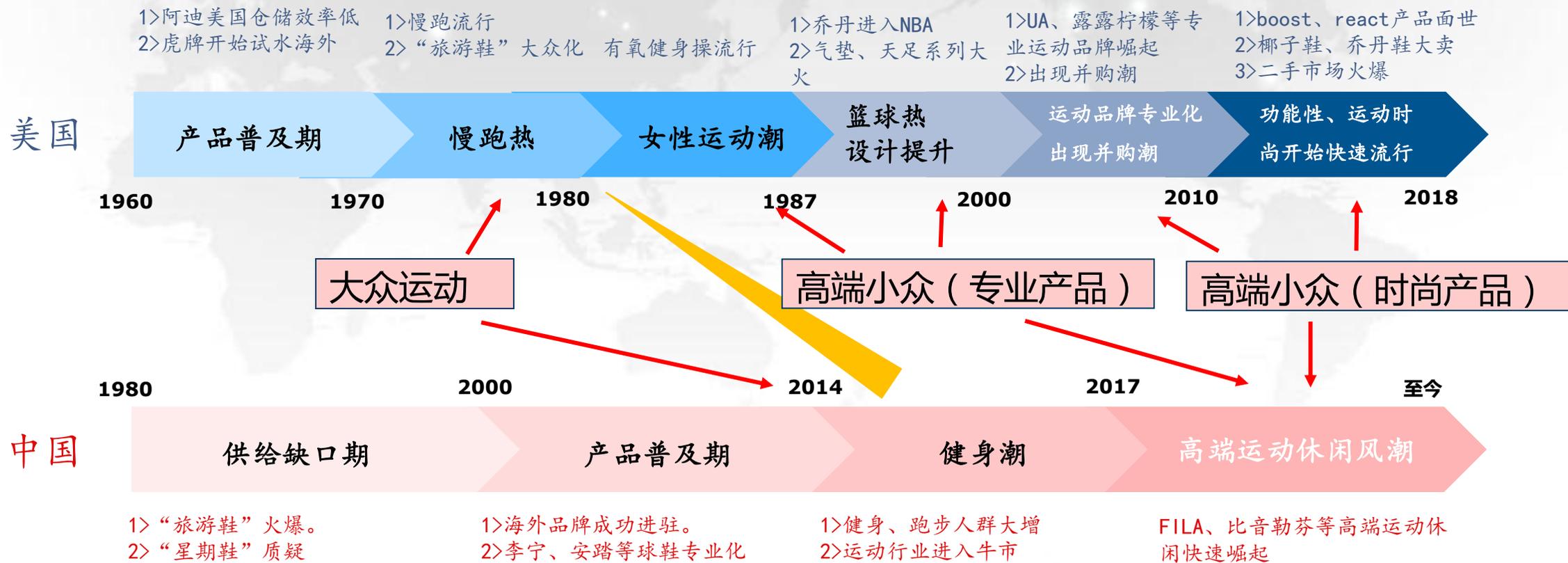


资料来源：智研咨询，东海证券研究所

中美体育运动品牌对比历史：全球化导致历史进程加速



中美体育运动品牌对比历史：中国处在美国1980年以后阶段



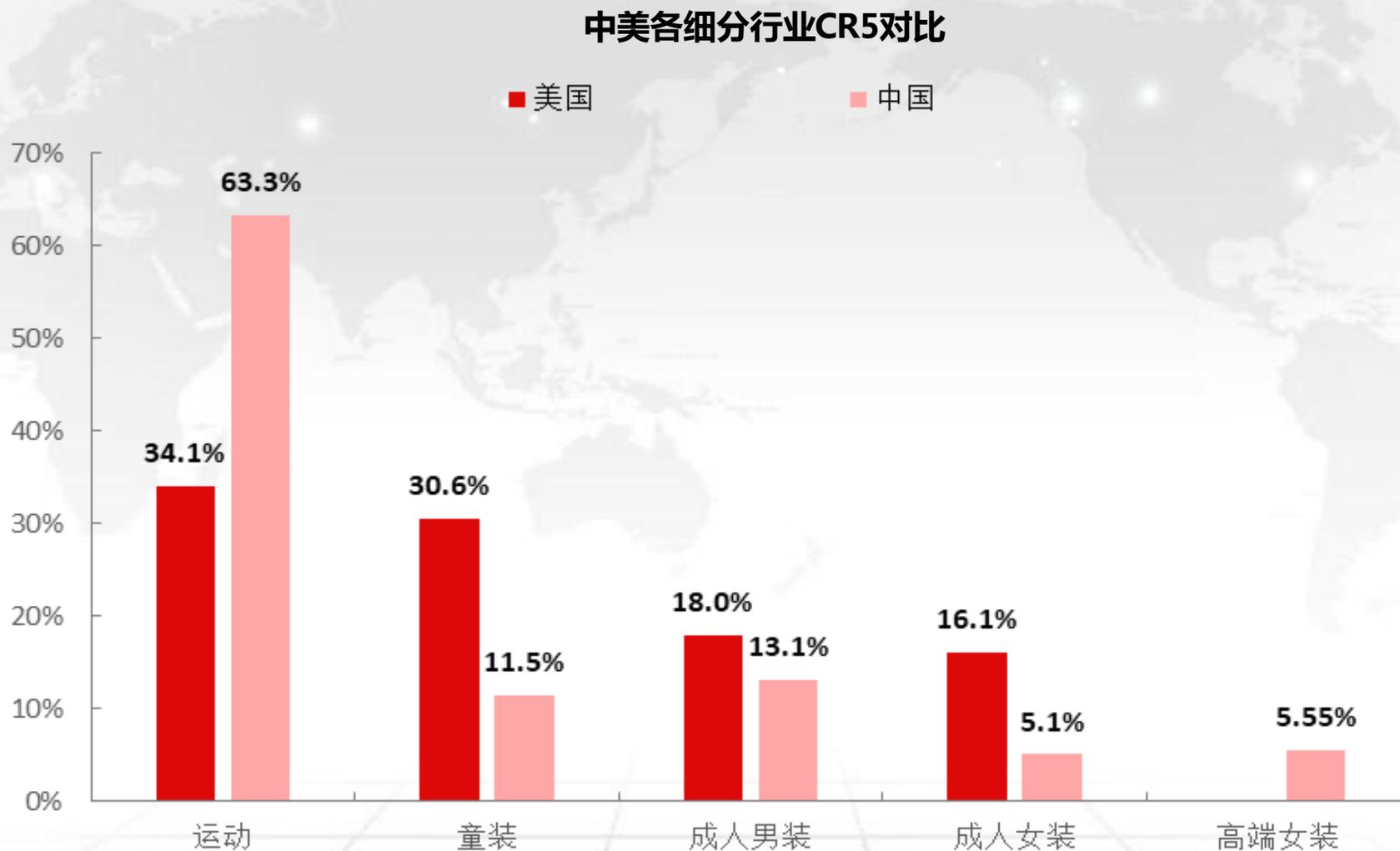
服装行业最大公司在这里

2019年服装、奢侈品行业全球企业排名（亿元）



资料来源：各公司公告，东海证券研究所

集中度最高的细分行业



数据时间：美国——2019年；中国——2019年；中国高端女装——2019年

资料来源：Euromonitor, 东海证券研究所

集中度最高的细分行业

(1) 功能性大于时尚性;

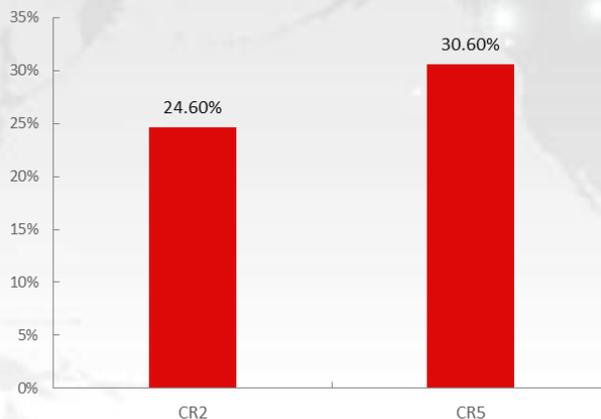
- ① 1956年墨尔本奥运会85%球员穿Adidas
- ② 1964年东京奥运会85%金牌得主穿Adidas
- ③ 1979年75%NBA球员穿Adidas球鞋



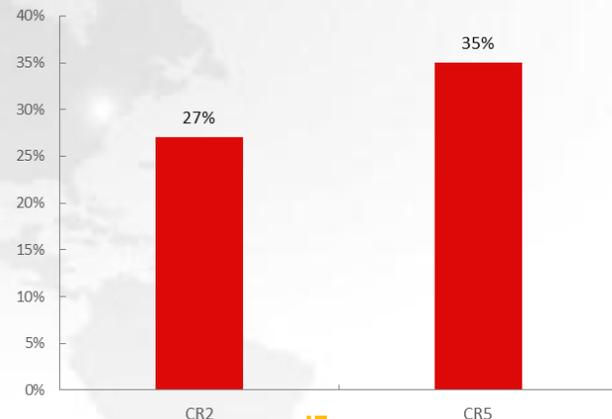
1980年前Adidas全球市占率长期超过50%

1990年美国CR2=50%

2013全球集中度



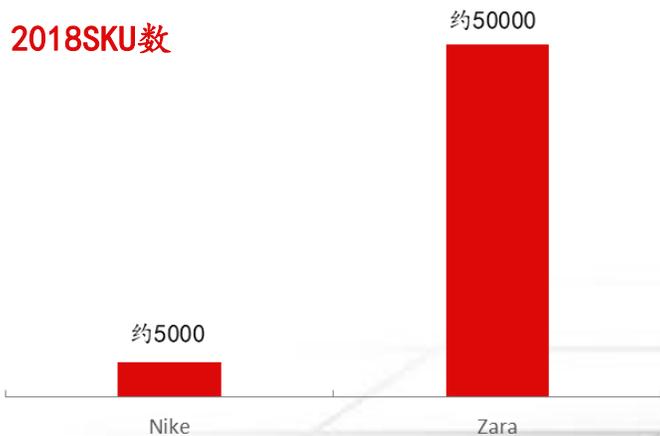
2018全球集中度



(2) SKU低且效率高;

①

2018SKU数



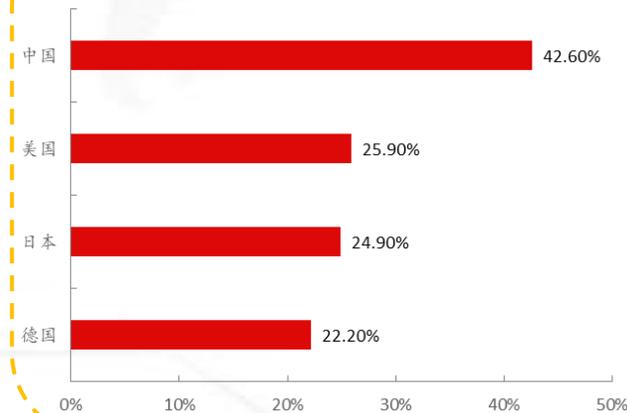
②

1985年乔丹签名鞋 (乔丹签约1年后)

收入1.3亿美元

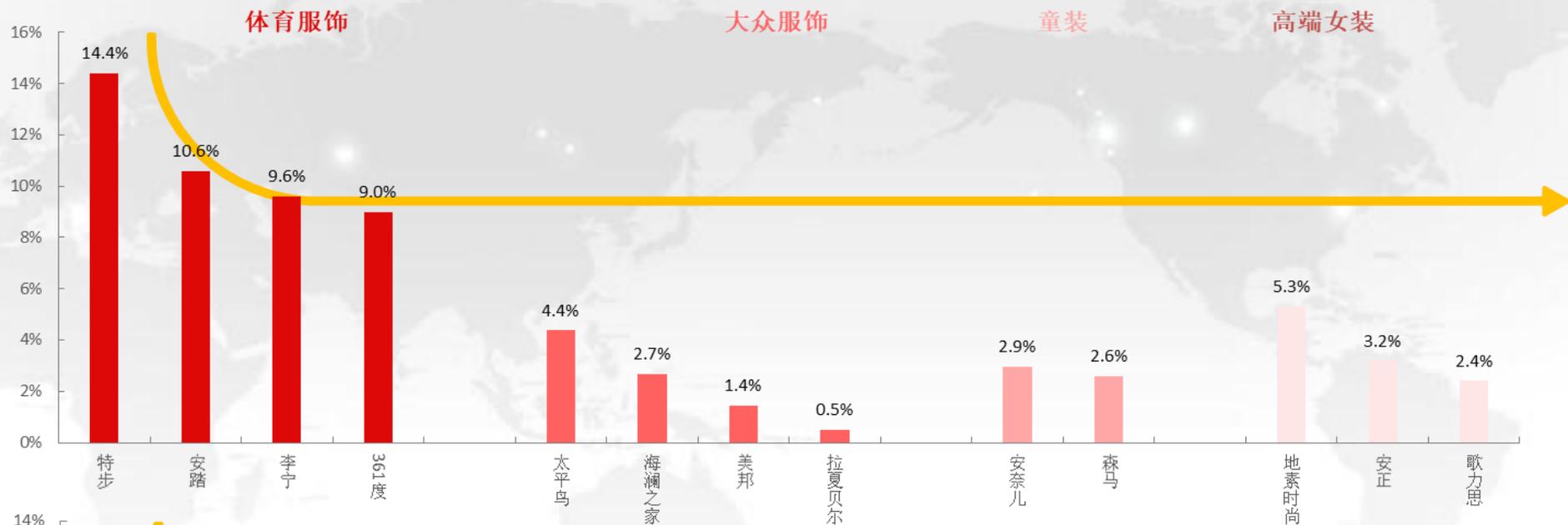
相当于世界第5大品牌营收

2018年各国CR2

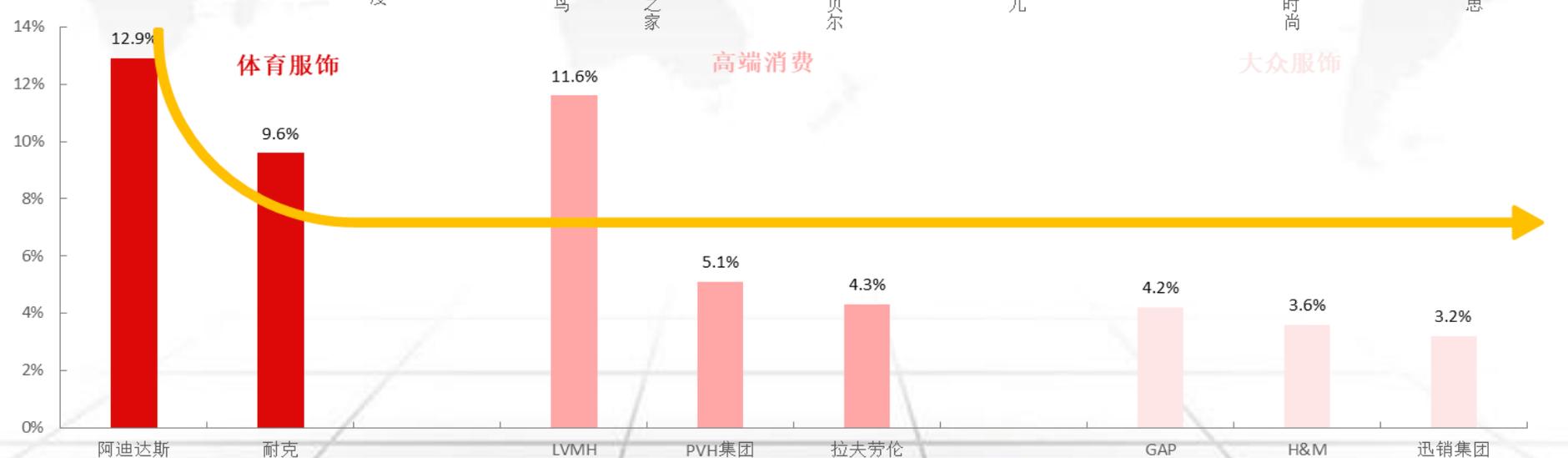


★ 曝光度最高的细分行业

国内服装各业广告宣传费率 (2019)

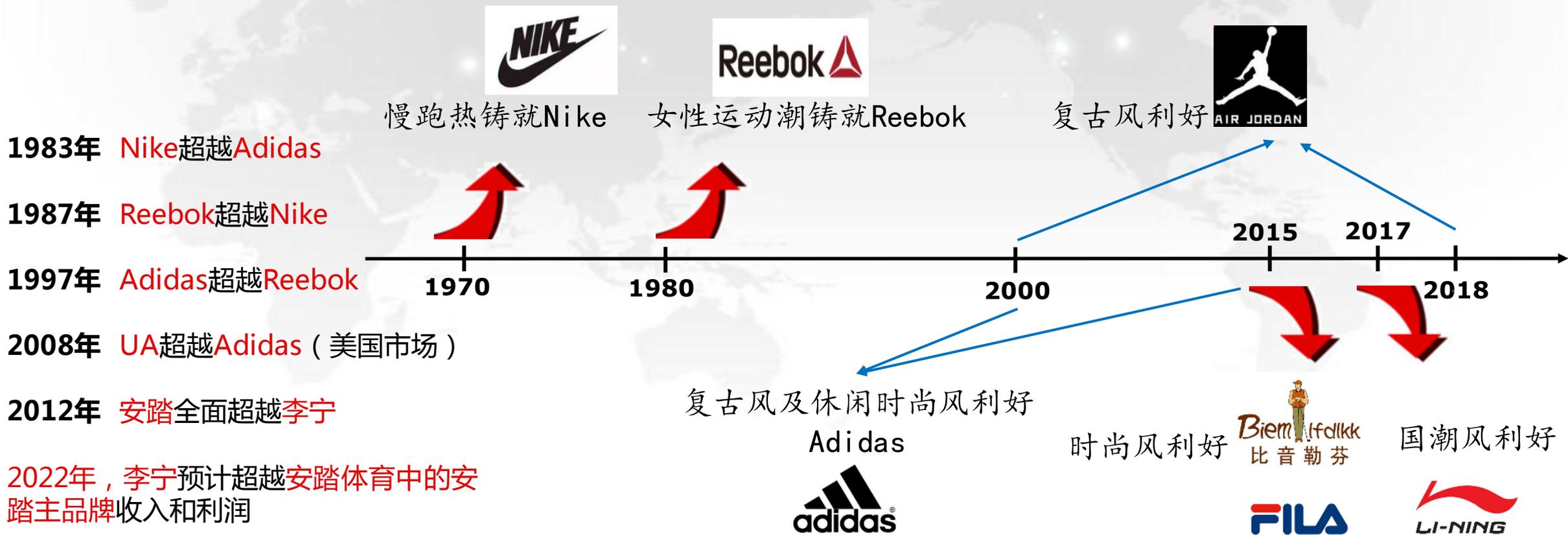


海外服装各业广告宣传费率 (2019)



资料来源：各公司公告，为了可比和去除疫情影响，数据统一为2019年，东海证券研究所

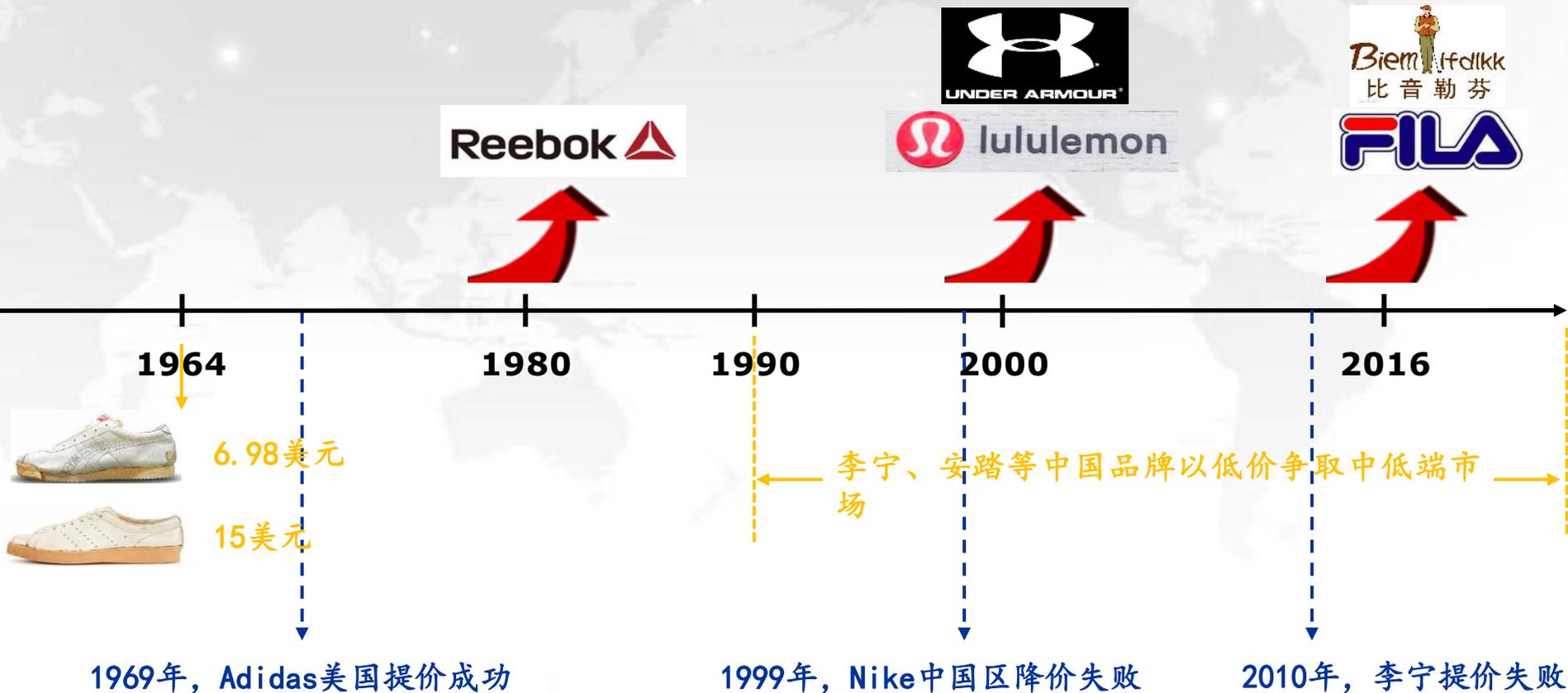
中小企业均有逆袭机会



中小企业均有逆袭机会

竞争空缺因素：

价格因素：





童装行业快速增长利好运动服饰

2019运动品牌的童装副牌往往位列各国童装市占率前列

| 排名 | 中国 | | | 美国 | | | 日本 | | | 英国 | | |
|----|--------------|------|------|-------------------|-------|------|----------|------|------|--------------------------|------|------|
| | 公司 | 市占率 | 业务 | 公司 | 市占率 | 业务 | 公司 | 市占率 | 业务 | 公司 | 市占率 | 业务 |
| 1 | 森马 | 5% | 大众休闲 | Carter's | 11.7% | 童装 | 岛村株式会社 | 8.5% | 大众休闲 | Next | 8.4% | 大众休闲 |
| 2 | 安踏儿童 | 1.2% | 运动鞋服 | Gap | 7.2% | 大众休闲 | 思瓦德控股 | 7.8% | 大众休闲 | Associated British Foods | 4.5% | 大众休闲 |
| 3 | 阿迪达斯集团 | 1.1% | 运动鞋服 | Nike | 4.6% | 运动鞋服 | 迅销公司 | 5.6% | 大众休闲 | Matalan | 2.5% | 大众休闲 |
| 4 | Pepkor | 0.8% | 童装 | Children's Place | 4.1% | 童装 | World集团 | 3.3% | 高端女装 | Mothercare | 2.0% | 童装 |
| 5 | Annil集团 | 0.8% | 童装 | Target | 3.0% | 大众休闲 | 三起商行株式会社 | 2.7% | 童装 | adidas | 1.4% | 运动鞋服 |
| 6 | Fujian Green | 0.8% | 男装 | Fruit of the Loom | 2.0% | 大众休闲 | 美津浓 | 1.2% | 运动鞋服 | H&M | 1.4% | 大众休闲 |
| 7 | E Land Group | 0.7% | 女装 | H&M | 1.7% | 大众休闲 | LVMH集团 | 0.9% | 高端消费 | Newlook | 1.3% | 大众休闲 |
| 8 | 迪士尼 | 0.6% | 大众休闲 | Under Armour | 1.4% | 运动鞋服 | TSL | 0.9% | 大众休闲 | River Island | 1.1% | 大众休闲 |
| 9 | Qibu | 0.6% | 童装 | Hanes-brands | 0.9% | 大众休闲 | Adidas集团 | 0.8% | 运动鞋服 | Inditex | 1.0% | 大众休闲 |
| 10 | 宁波太平鸟 | 0.5% | 大众休闲 | Levi | 0.9% | 大众休闲 | Onward | 0.7% | 时尚女装 | Edinburgh Woollen Mill | 0.8% | 大众休闲 |

★ 总结：高增长，强催化，低壁垒，机会多

主要壁垒为
产品、营销



壁垒有限

机会较多



①渗透率提升时
②流行趋势变化时

健康需求

运动服饰行业

政策驱动

标的较多

- Nike
- Adidas
- LuluLemon
- 安踏
- 李宁
- 特步
-



02

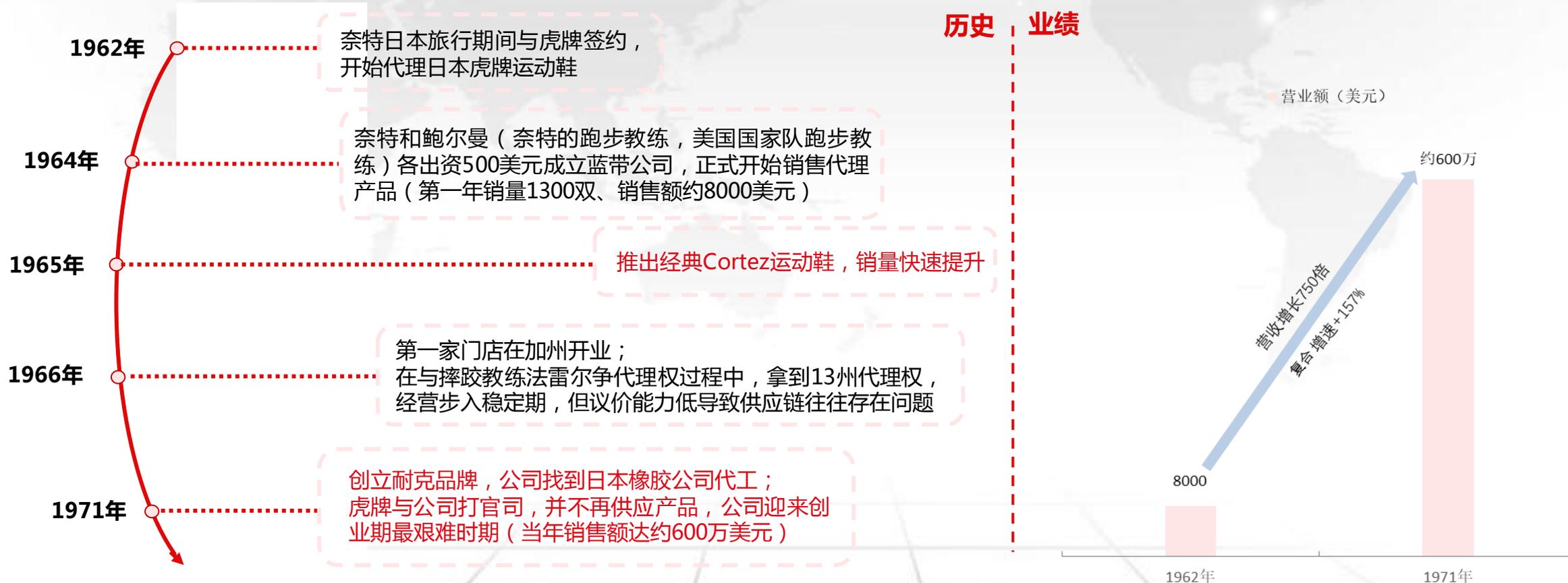
龙头之争：耐克阿迪，孰强孰弱？

★ 耐克历史



★ 耐克历史——积累

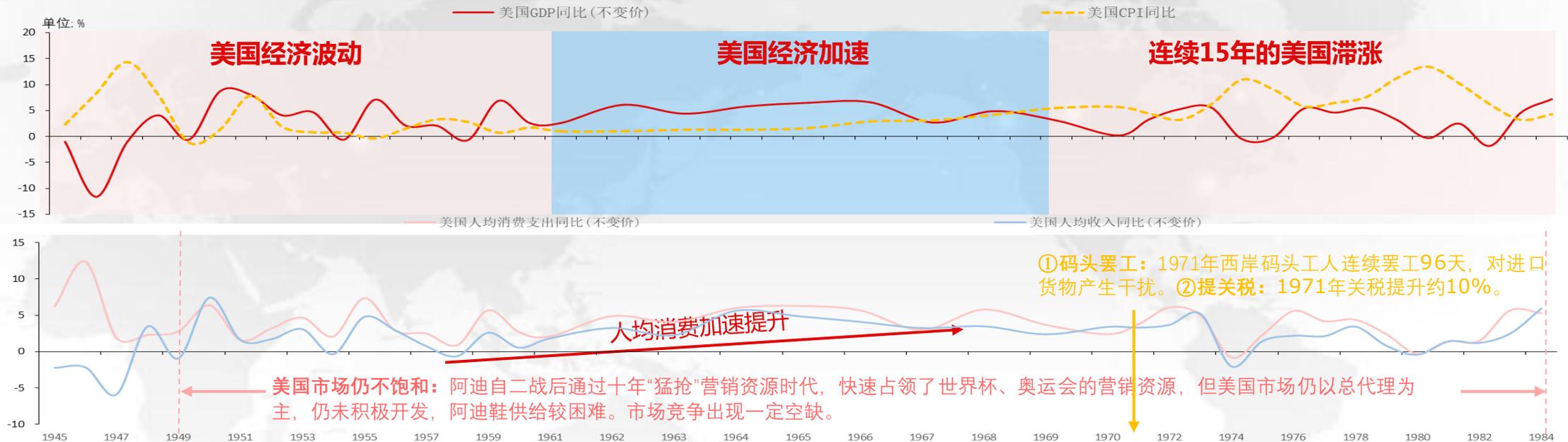
该阶段以1962年代理虎牌运动鞋开始，并在不断的出现问题与解决问题的过程中惊险度过，成为品牌创业前关键的经验积累阶段。“放权”的管理特点带来持续的“外在协助”成为度过风险的最关键因素。





耐克历史——积累

背景

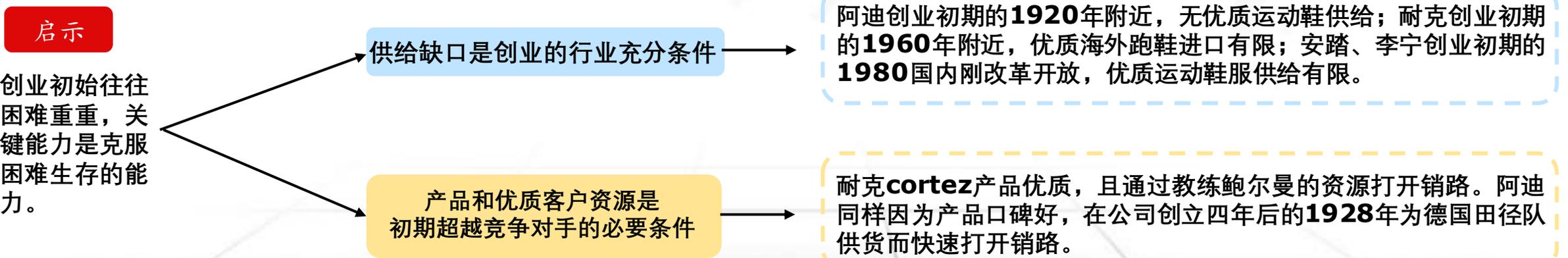
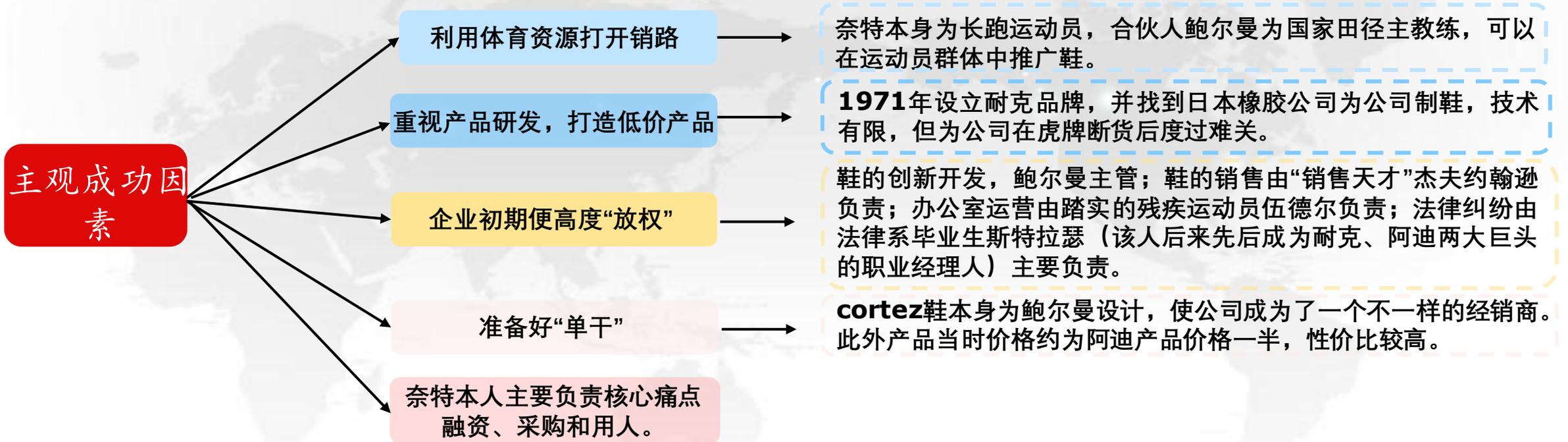


公司所处阶段特点——困难重重

- 融资难** → 开始融资主要靠俄勒冈第一银行, 贷款有限, 通过**1970**附近的日商岩井长期贷款及发行私人债券解决**10年**融资难的根本问题。
- 供应链跟不上** → 代理后很快出现买断货, 供应速度跟不上, 与公司对虎牌议价能力有关, 供应受虎牌所控制。
- 与经销商产生纠纷** → 与虎牌第一个经销商产生供应纠纷, 依靠优秀业绩、合伙人个人地位抢到更优优势的代理权。
- 与供应商产生纠纷** → 议价能力不对等, 导致业绩受供应商供货节奏影响很大, 此外供应商仍望以强硬的方式收购公司, 最后发生纠纷后快速断货, 成为对公司持续性影响最大因素。

资料来源: 《品牌与科技》, 《鞋狗》, 《一个品牌的诞生》, Nike官网、年报, 东海证券研究所

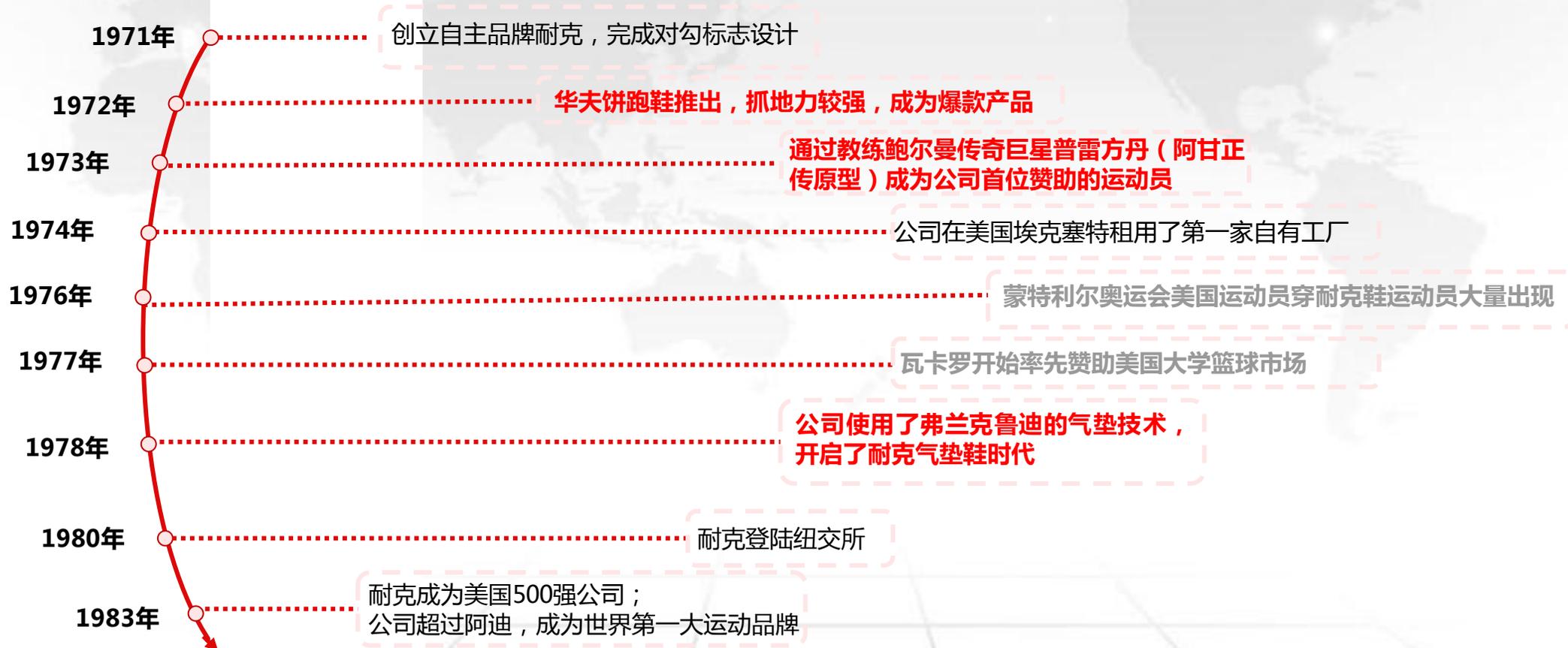
★ 耐克历史——积累



资料来源：《品牌与科技》，《鞋狗》，《一个品牌的诞生》，Nike官网、年报，东海证券研究所

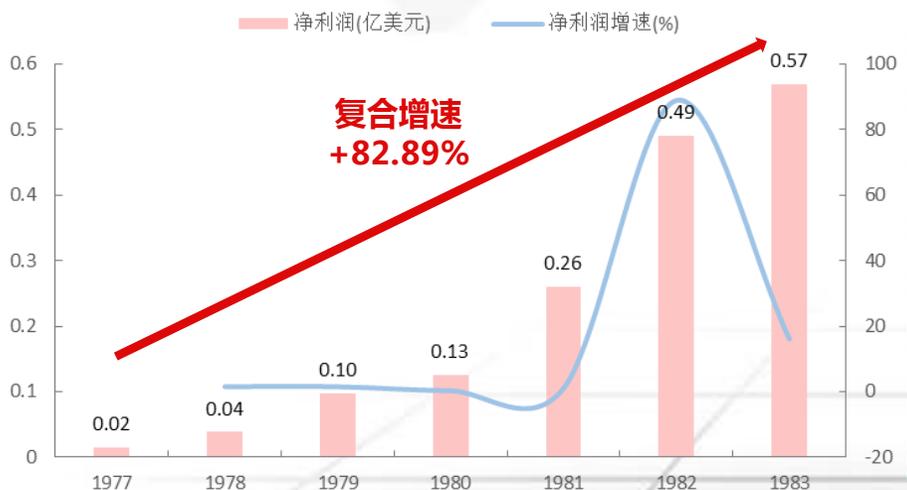
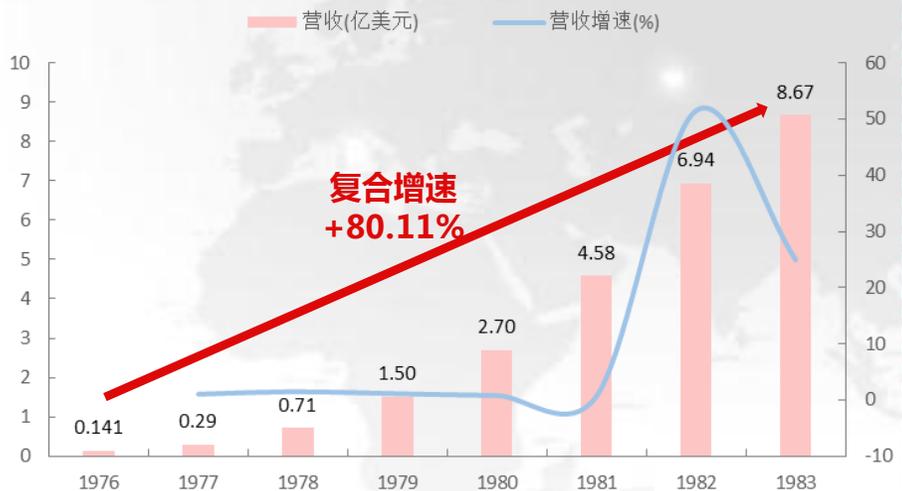
★ 耐克历史——发挥

该阶段从代理到自主品牌转型开始，通过9年左右的经营经验积累，客户资源、营销经验、团队搭建较为成熟，进入“发挥”阶段，顺利进入约10年高速成长期，并顺利完成对阿迪的超越。

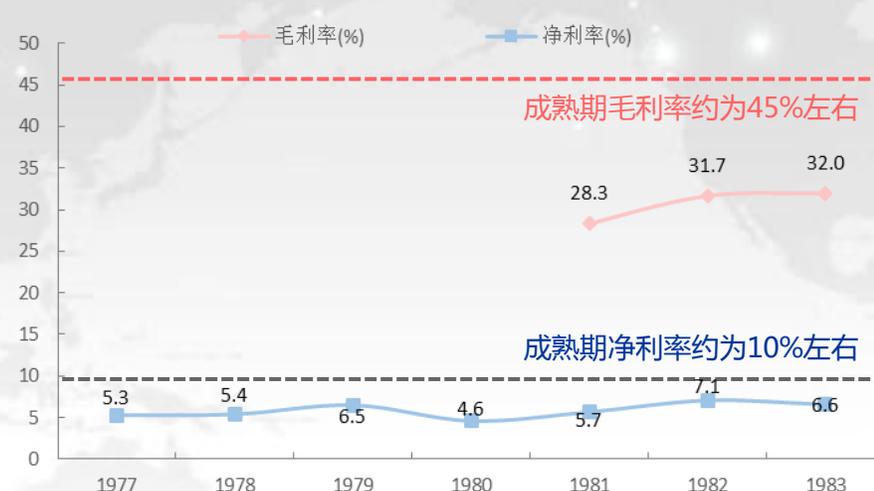


耐克历史——发挥

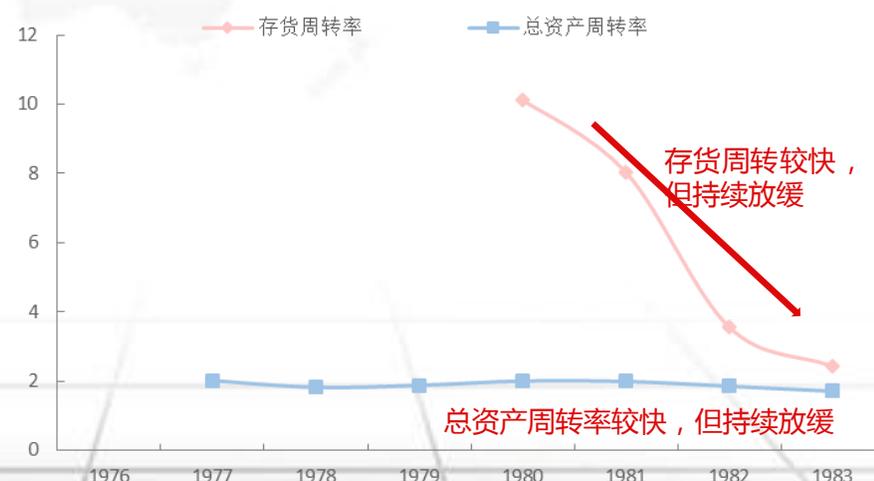
① 经营规模高成长



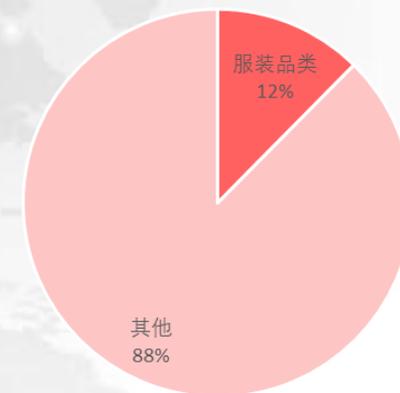
② 盈利能力较低



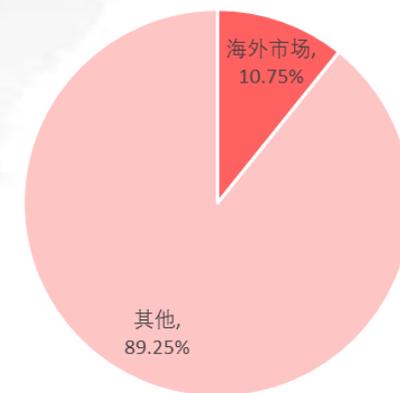
③ 运营能力较弱



④ 营收结构不成熟



1983年服装品类营收占比较低



1983年海外市场营收占比较低

★ 耐克历史——发挥

背景



公司所处阶段特点——机会较多

慢跑热兴起

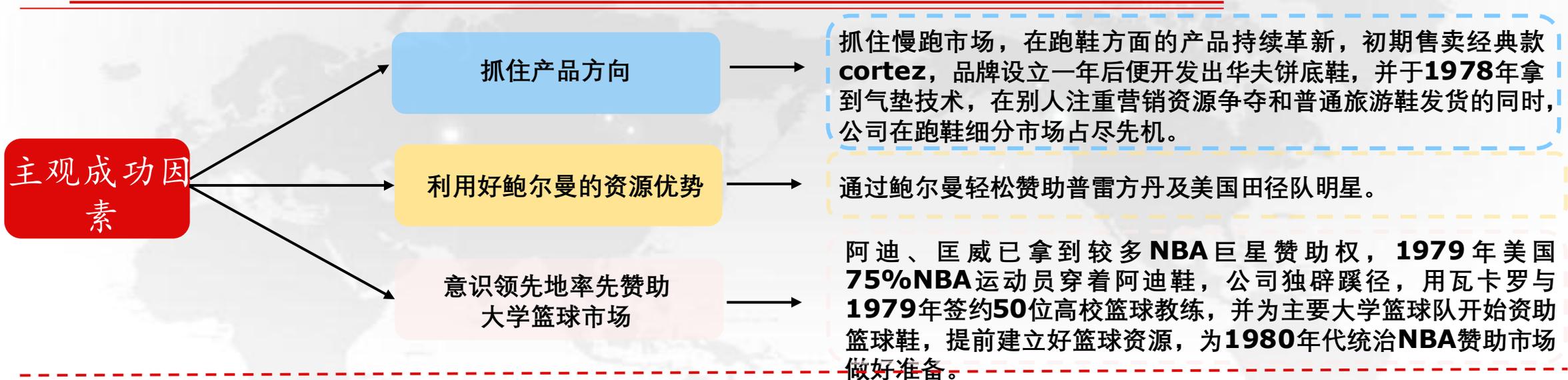
公司通过卖虎牌获得大量渠道商资源

耐克品牌初期销售主要通过之前的渠道商资源。

气垫技术找上门来

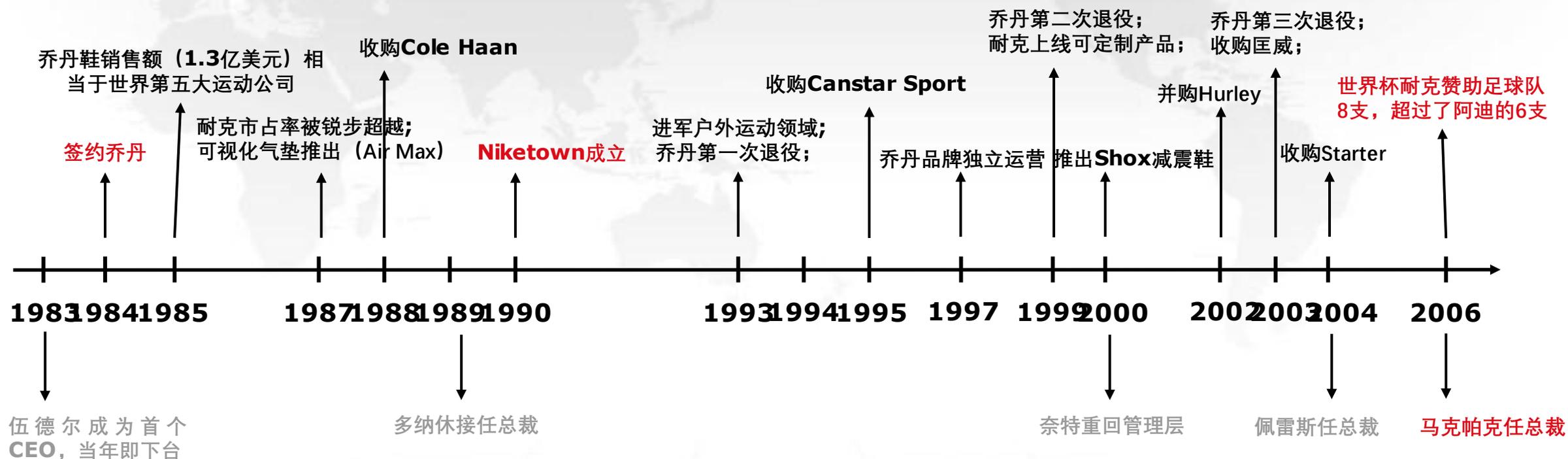
1978年弗兰克鲁迪发明气垫技术后在被阿迪拒绝后，得到耐克的青睐。

★ 耐克历史——发挥



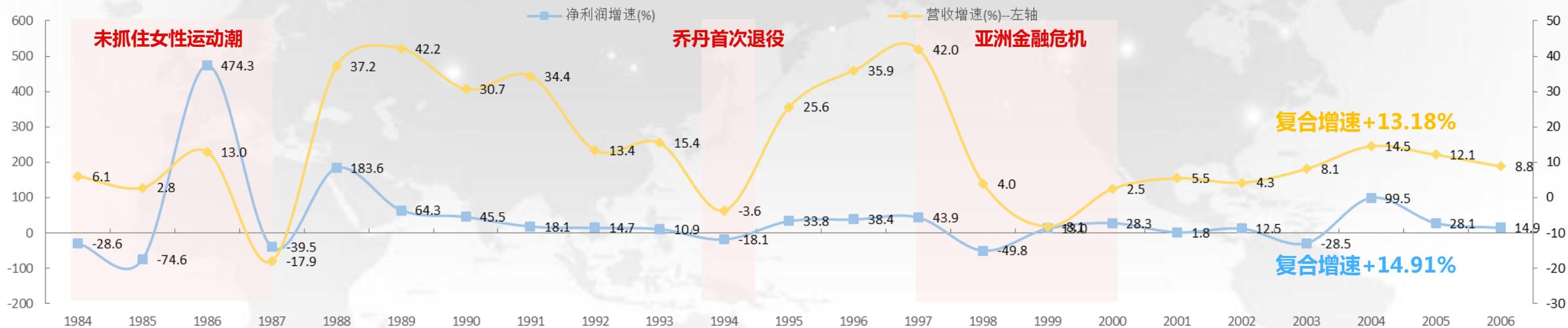
★ 耐克历史——破局

该阶段历史时间较长，该阶段先后克服了3种不同类型的挫折。最终在管理人员稳定、海外收入快速增长的背景下，明确了市场的领导地位。

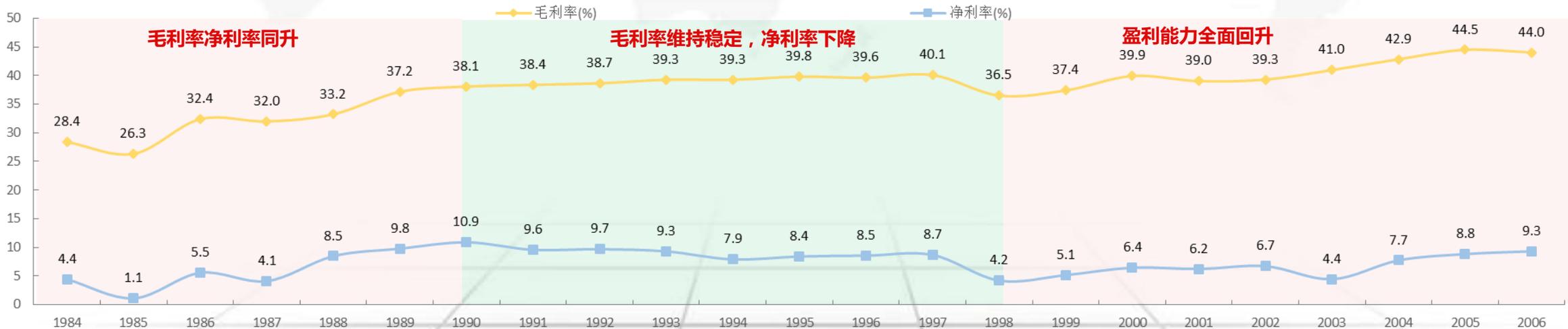


耐克历史——破局

① 经营规模维持高增长，但波动较大



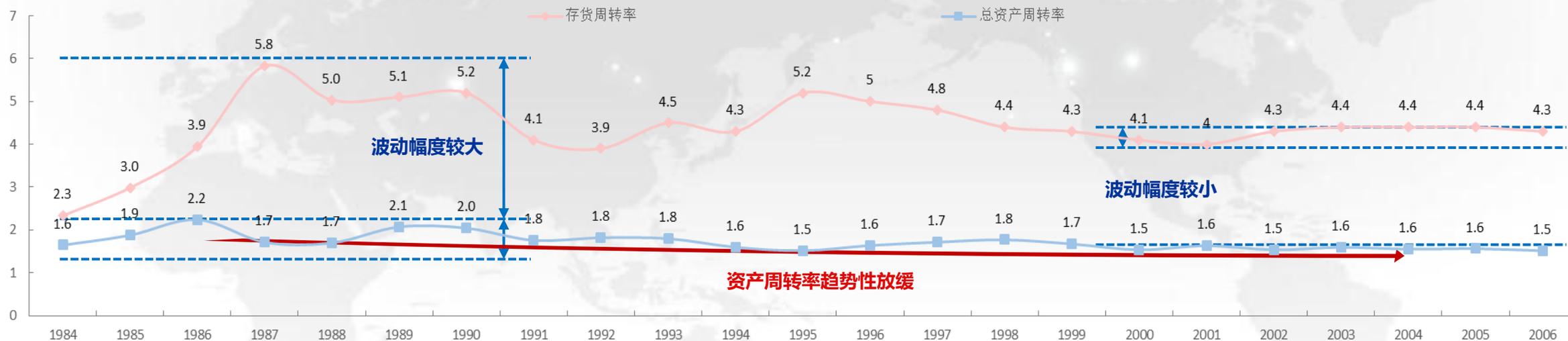
② 盈利能力成熟化



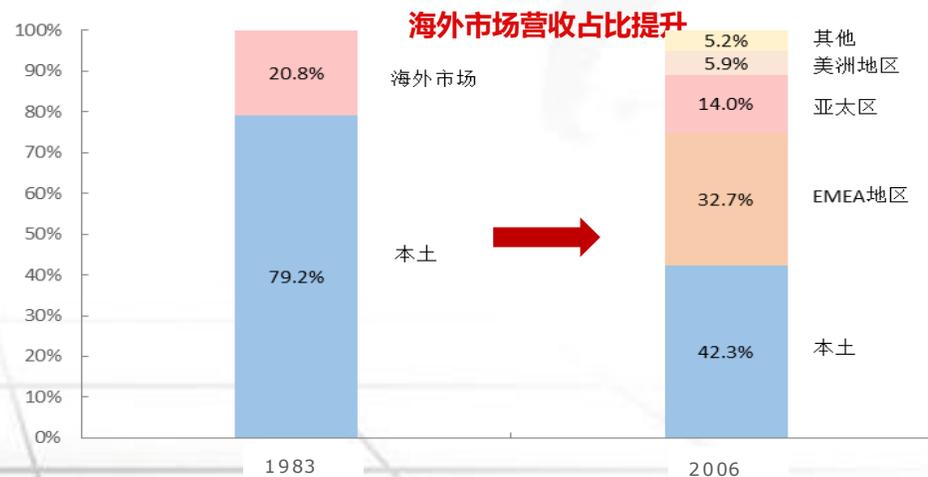
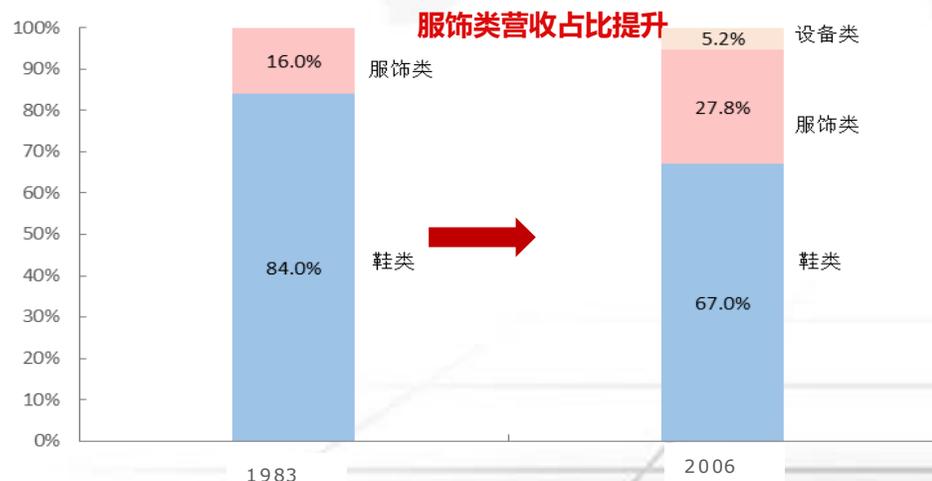
资料来源：Bloomberg, Nike官网、年报，东海证券研究所

耐克历史——破局

③ 运营成熟化



④ 营收结构成熟化



资料来源: Bloomberg, Nike官网、年报, 东海证券研究所

★ 耐克历史——破局

背景



公司所处阶段特点——应对各类挫折

错失流行趋势

1987年锐步通过女性运动产品快速获得市场份额。

管理迭代挫折

1984年起先后出现用人不准确导致业绩波动。

血汗工厂名誉挫折

1997年亚洲金融危机期间，因工资较低、工作量较大，迎“血汗工厂”名誉挫折。

营销资源竞争挫折

1993阿迪恢复以来，耐克发现海外市场阿迪赛事资源较难撼动，费率持续提升。

★ 耐克历史——破局

主观成功因素

发展海外市场

1980年正式成立国际公司，2003年海外收入超过本土，成为增长主要来源。

培养优秀接班人

公司职业经理人迭代期间，多位负责人管理出现问题，但在2000以后公司开始培养马克帕克和查理丹森任联合CEO，最终选取产品设计出身以及毕业以来一直在耐克工作的马克帕克担任该职位。

社会责任改革

1997 开始 使用 **SHAPE (Safety\Health\Attitude\People\Environment)** 规范签约工厂、2001年开始成立企业社会责任部门（该部门向CEO直接汇报）、2004开始出具企业社会责任报告。

加大特色营销

一方面，开拓独有营销资源，包括知名篮球明星挖掘、本土赛事资源控制，另一方面，通过伏击营销、含故事性的广告营销，提升企业的品牌认知度。

启示

直面管理层更迭

目前安踏完成管理层更迭，李宁仍处更迭期。

发展海外市场

中国仍处开发海外市场初期。

通过特色营销与龙头竞争

安踏已拿到众多国家队体育资源，同时已赞助2022年北京冬奥会，李宁牢牢掌握CBA资源。

★ 耐克历史——引领

在完成管理层更迭后，耐克成为体育用品行业最大公司，在运营管理能力本身领先的情况下，公司在营销资源、尤其是篮球领域营销资源具有明显优势，2006年至今未出现过较大业绩波动，持续增长。



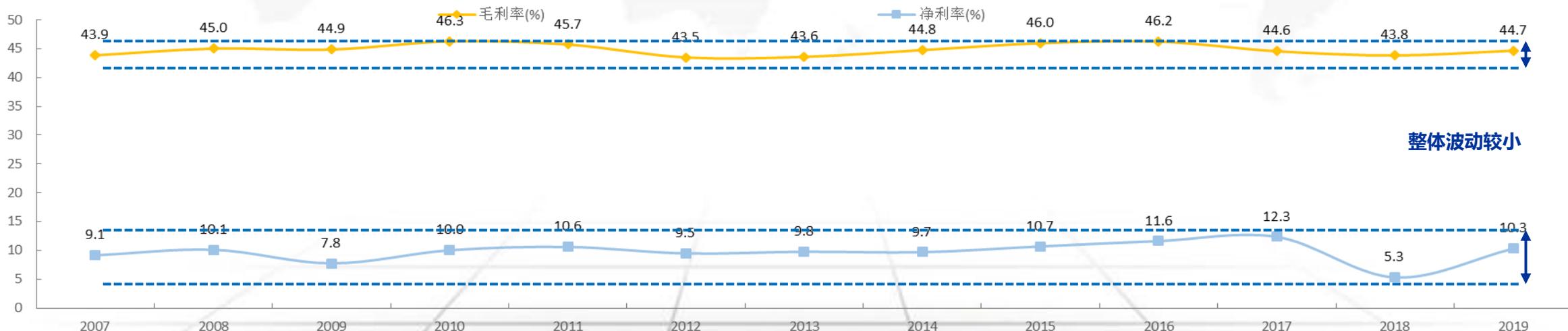


耐克历史——引领

① 经营成长高度稳定



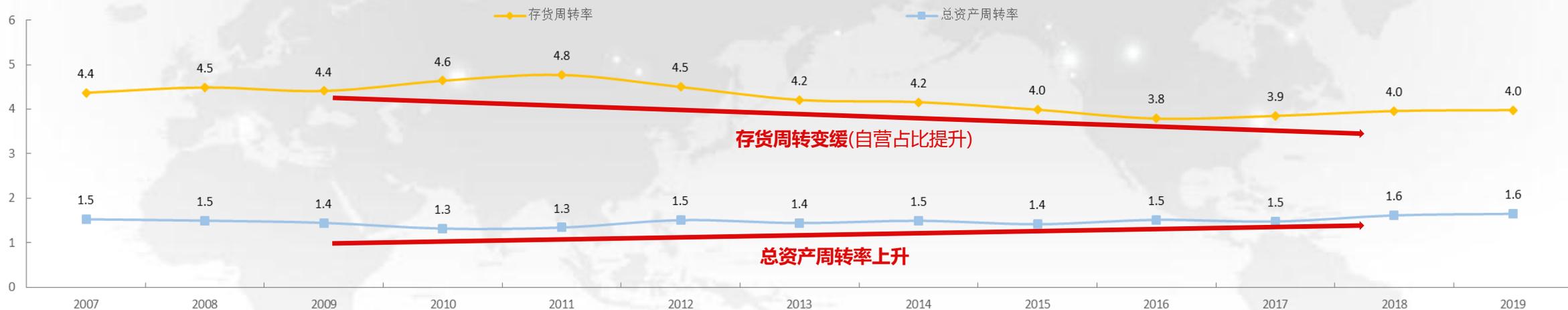
② 盈利能力高度稳定



资料来源：《品牌与科技》，《鞋狗》，《一个品牌的诞生》，Nike官网、年报，东海证券研究所

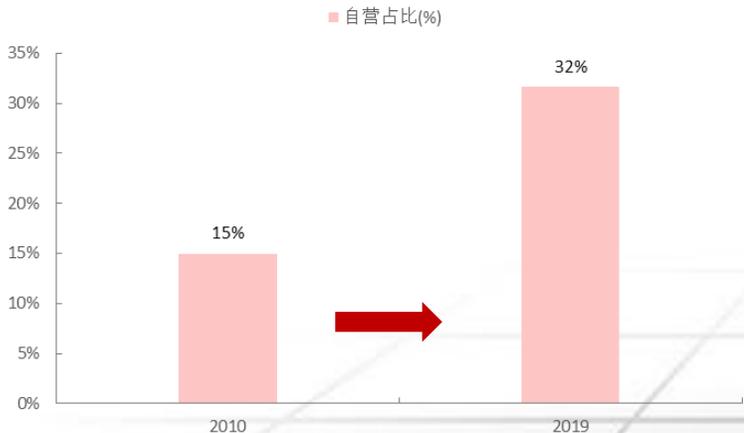
耐克历史——引领

③ 运营升华

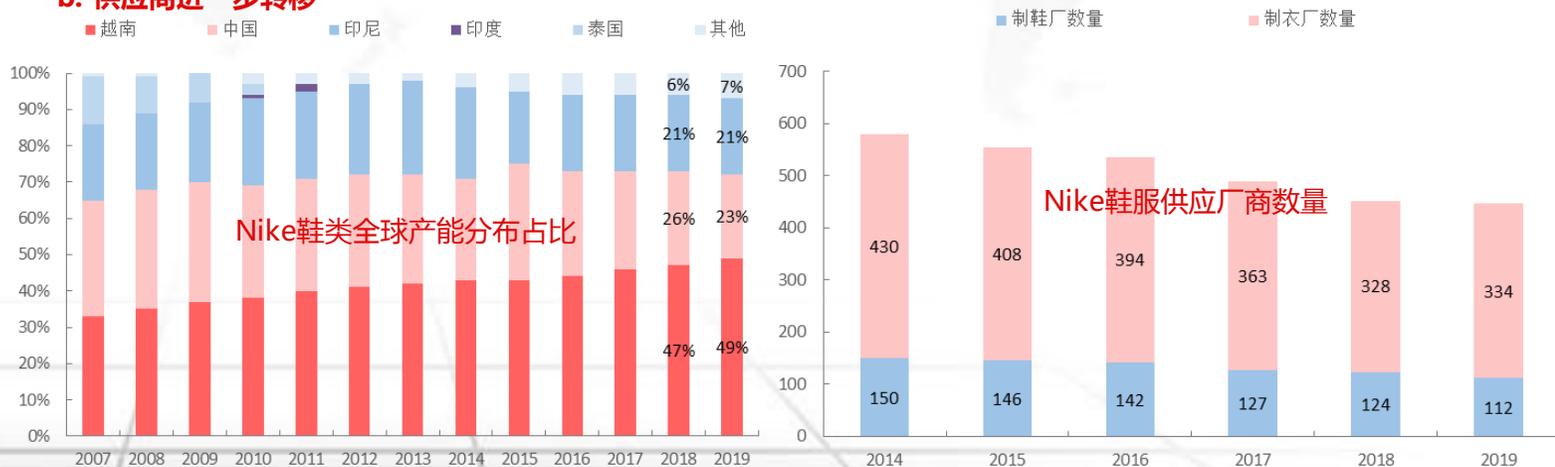


④ 新变化

a. 自营占比提升

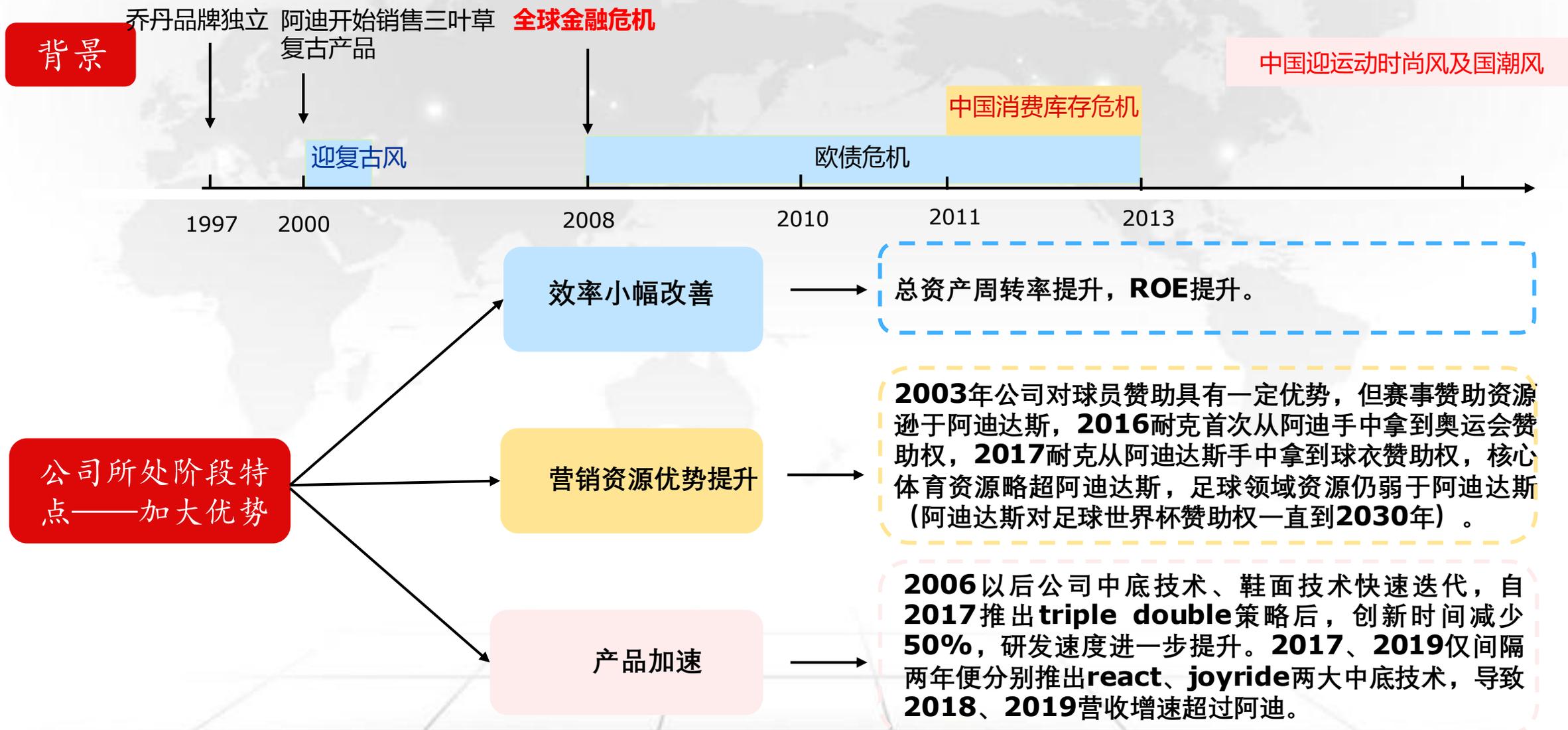


b. 供应商进一步转移



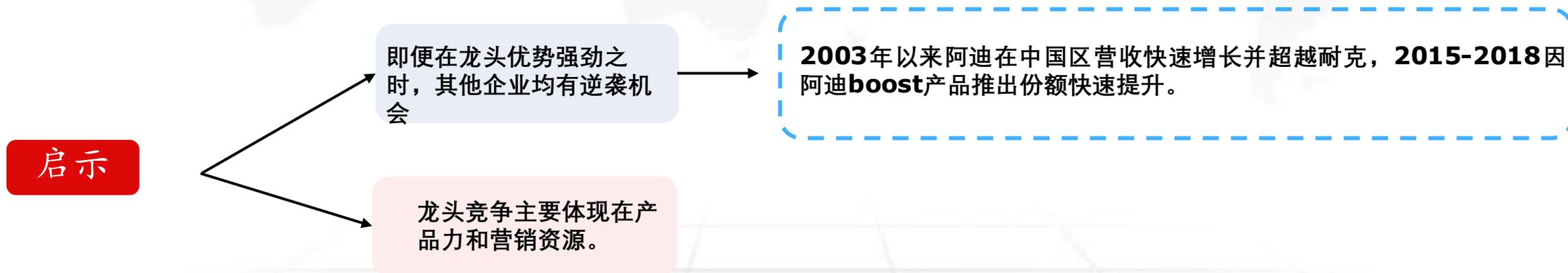
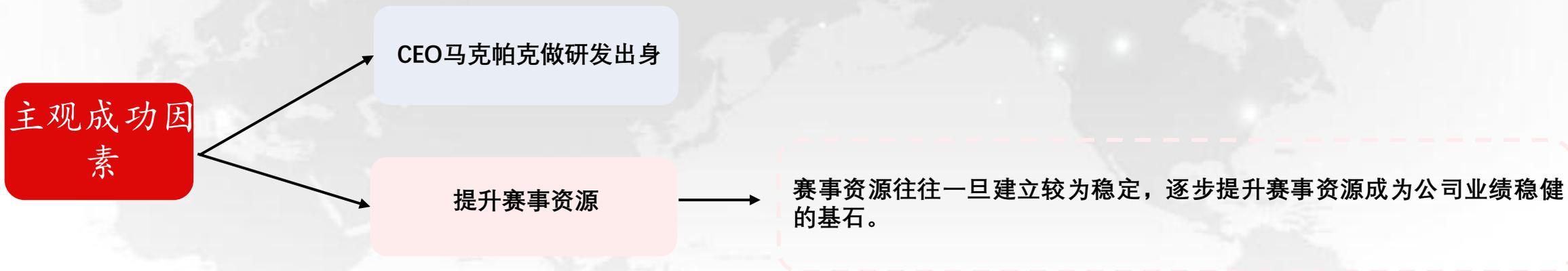
资料来源：《品牌与科技》，《鞋狗》，《一个品牌的诞生》，Nike官网、年报，东海证券研究所

★ 耐克历史——引领



资料来源：《品牌与科技》，《鞋狗》，《一个品牌的诞生》，Nike官网、年报，东海证券研究所

★ 耐克历史——引领



★ 阿迪达斯历史



★ 阿迪达斯历史——生存

一战后，在较差的经济环境中困难重重，公司通过提升制鞋工艺并与运动员建立起较强联系成为公司成功核心。但家族的纷争不仅影响这个阶段，也成为了1990年以前整个阿迪发展的基础背景。



★ 阿迪达斯历史——生存

背景



启示

通过精研制鞋从小作坊中突出重围



阿迪本身热爱制鞋，同时在制鞋较为成功后，仍参与学习，快速提升制鞋工艺，制鞋名声远扬德国。

通过结交运动员成功打开销路



给德国田径总教练韦尔茨送鞋，提升合作，随后阿迪本人虽然较为木讷，但成为韦尔茨一生好友；在**1936年柏林奥运会**一天四破记录的杰西欧文斯也是阿迪毕生好友。



阿迪达斯历史——营销爆发

在阿迪分家后，阿迪和彪马成为市场上主要的两大体育用品商，这段时期，阿迪因产品本身优于彪马，同时阿迪儿子霍斯特，营销力度大幅增加，企业影响力迅速提升。

1954年以前：因二战原因，不少国家不允许穿德国品牌。

1954年

瑞士世界杯（阿迪胜）：阿迪拿到德国国家队订单。鲁道夫因傲慢失去供应商资格。同时德国爆冷拿到冠军，阿迪影响力提升。

1956年

墨尔本奥运会（阿迪胜）：海关对所有运动鞋进口均不放行，霍斯特（阿迪之子）通过找到运动员给当局写信的方式率先进入墨尔本，快速拿下大部分订单，阿尔闵（鲁道夫之子）则因扣压产品贻误商机。当年85%运动员穿着阿迪，这些运动员打破33项世界纪录，获得72枚金牌。

1960年

罗马奥运会（彪马阿迪战平）：短跑巨星阿明哈里第一次提到赞助概念，向阿迪提出丰厚薪水及1万双运动鞋报酬，被阿迪战平，彪马成为其赞助商，并支付部分运动员薪水。

1964年

东京奥运会（阿迪胜）：阿迪、彪马主动赞助所有运动员，出现运动员排队领赞助费现象。最终85%金牌得主被阿迪赞助。（该年之后在体育用品赞助资源方面，阿迪往往占据市场80%或以上。）拳王阿里（阿迪胜）：因其要求苛刻，多数品牌生产要求均不达标，阿迪派销售代表，并在一天之内生产处对方要求的黑色流苏鞋，一举拿下阿里赞助。

1968年

墨西哥城奥运会（阿迪胜）：为避免供应链问题，阿迪开赛前提前设立墨西哥城工厂，从供应端拿到大多数赞助权并可在当地直接销售，此外当年赞助福斯伯里，是背越式跳高发明者。

1970年

墨西哥世界杯（彪马胜）：因彪马雇佣亨宁森，通过个人能力导致多数球员及巴西队均为拿到彪马赞助。此后，为了能够拿下世界杯资源，阿迪开始生产足球，从1970年开始成为各界世界杯足球的供应商，同时也因此，在世界杯赛事可以赞助后，一直牢牢把握赞助权，目前阿迪拿到的世界杯赞助权一直到2030年。

1972年

慕尼黑奥运会（阿迪胜）：阿迪开始赞助奥委会官员，1490官员中1164位穿着阿迪达斯。（当年第一次使用三叶草图案，因为奥运会禁止使用品牌名称在服装、鞋）

1974年

换届选举中赞助若昂拿到国际足联主席，随后在足球市场赞助权方面拥有绝对优势。

1976年

蒙特利尔奥运会，通过运用克里斯蒂安雅恩内特，成为体育鞋服官方唯一合作伙伴。

资料来源：《没有不可能》，《对决运动用品市场》，东海证券研究所

★ 阿迪达斯历史——营销爆发

核心产品历史



1969

通过开发Super Star篮球鞋霍斯特亲自经营美国市场（产品价格为当时匡威篮球鞋两倍，产品用皮制作，与匡威帆布鞋不同）



1970

通过开发足球产品，拿下世界杯足球供应商。NBA球员70%穿阿迪鞋。



1971

首次开发Stan Smith签名鞋，是历史上第一个签名运动鞋，名气远超Stan Smith本人。Stan Smith抽成3%，十年内收入约2000万美元。（1976年耐克营收才800万美元，美国地区市占率第一。）



1972

开发Arena泳装产品。



1974

开发运动服产品。

公司变化

1950年
霍斯特正式上岗
主管营销。

1956年
法国阿尔萨斯分部成立，
增加新的产能，霍斯特主
要负责分部运营。

1978年
阿迪达斯勒去世
妻子克特任董事长。



阿迪达斯历史——营销爆发

销售给运动员

1928

赞助运动员

1960

赞助球队、官员

1970

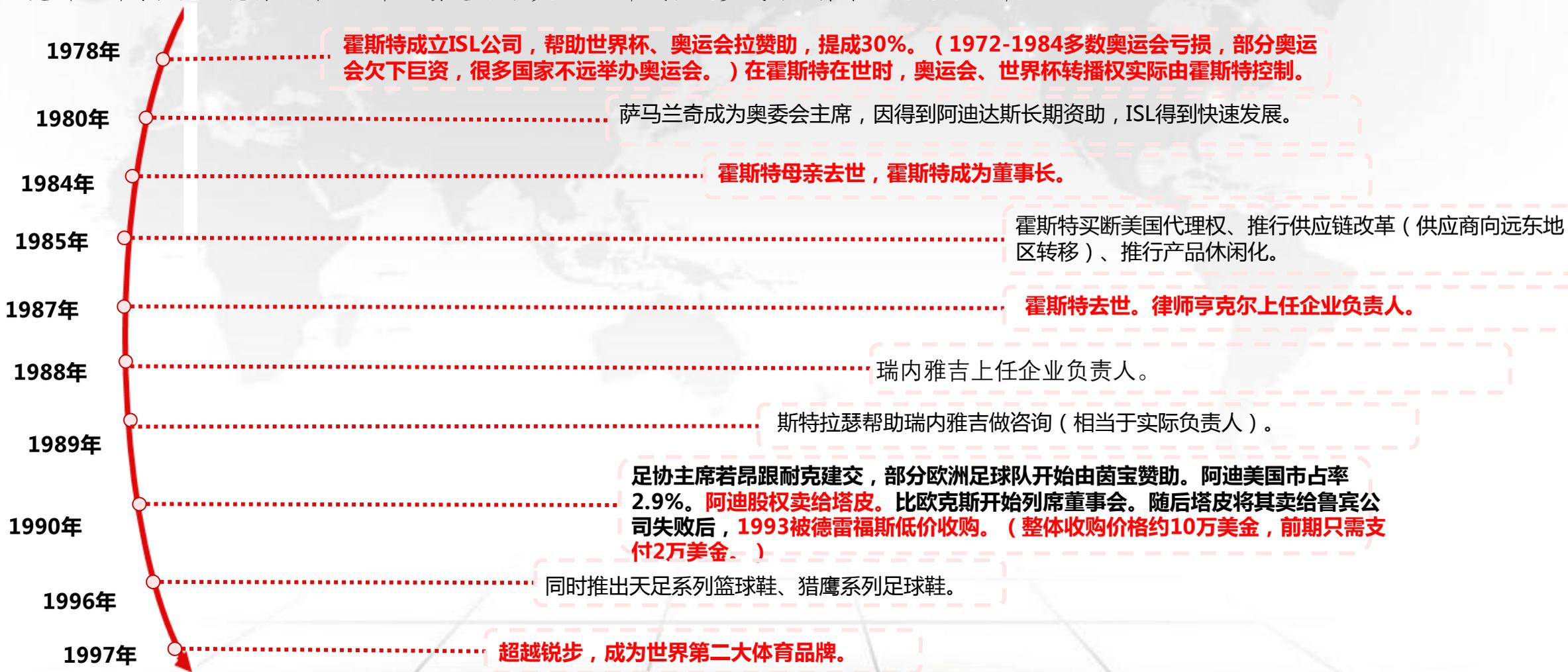
赞助赛事

1976



阿迪达斯历史——挫折和重生

在1978年阿迪达斯勒去世后，公司进入内部斗争阶段，并在1987年霍斯特去世后，迅速亏损后变卖，其中1992年亏损达1亿美金，先后因比欧克斯、斯特拉瑟、德雷福斯的改革业绩走出阴影。1992年战胜锐步成为世界第二大运动品牌。



★ 阿迪达斯历史——挫折和重生

全部资金来自里昂银行



★ 阿迪达斯历史——挫折和重生

挫折因素

法国分部、德国总部形成竞争关系，低价竞争经销商；上演“谍战”，内部员工携带窃听器，如果德国出产一款新产品，法国分部可能提前生产出来售卖；法国分部业务受到严格监视，成立的Arena品牌、ISL公司均为秘密进行，以免受到德国总部影响。

霍斯特主管营销期间，招待铺张浪费，费用较高；塔皮收购阿迪后，为自己在法国建立豪华办公地点。

内斗激烈

供应链效率低下

铺张浪费

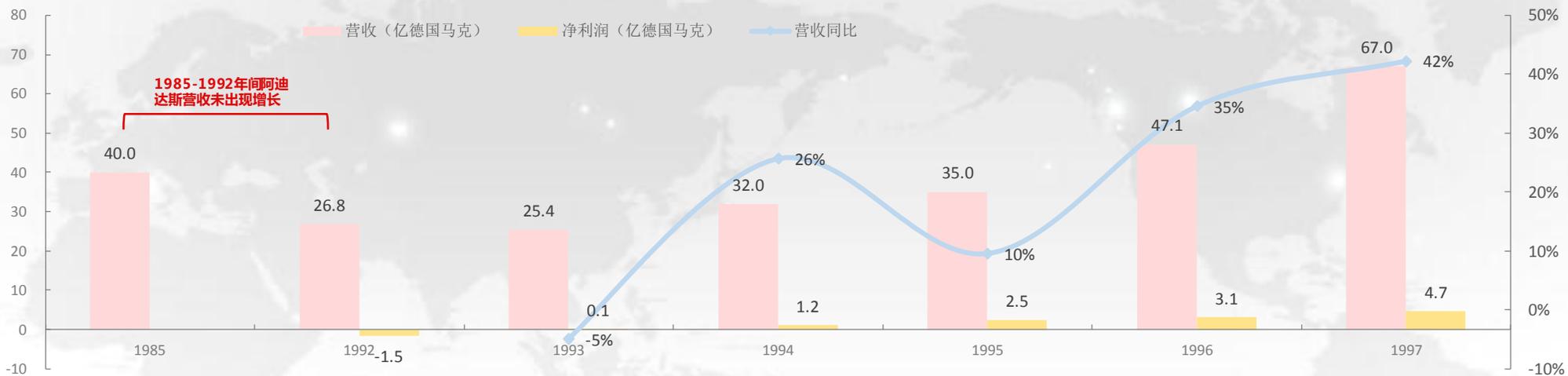
用人不合理

产品从下订单到到门店需要1.5年时间；仓储、生产主要在德、法完成，成本高、且全球供应效率低下，毛利率较耐克低10pct以上；德国总部管理人员和其他人员隔离办公，管理层次较多不够扁平，很多业务由于德国总部办事效率低下而延误。

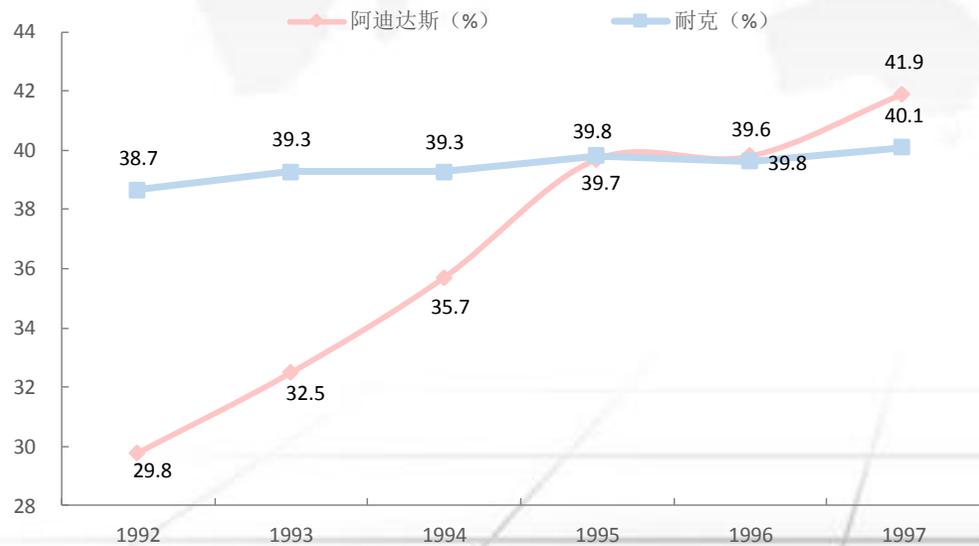
霍斯特死后，第一个CEO为不懂营销的阿迪家族私人律师；卖给塔皮后，塔皮不懂经营。



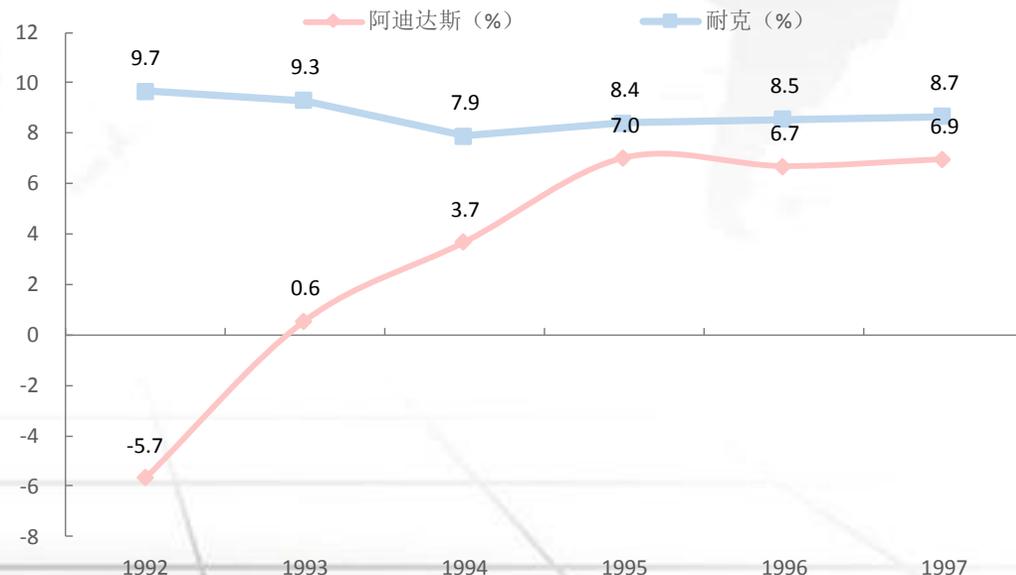
阿迪达斯历史——挫折和重生



阿迪达斯、耐克毛利率比较



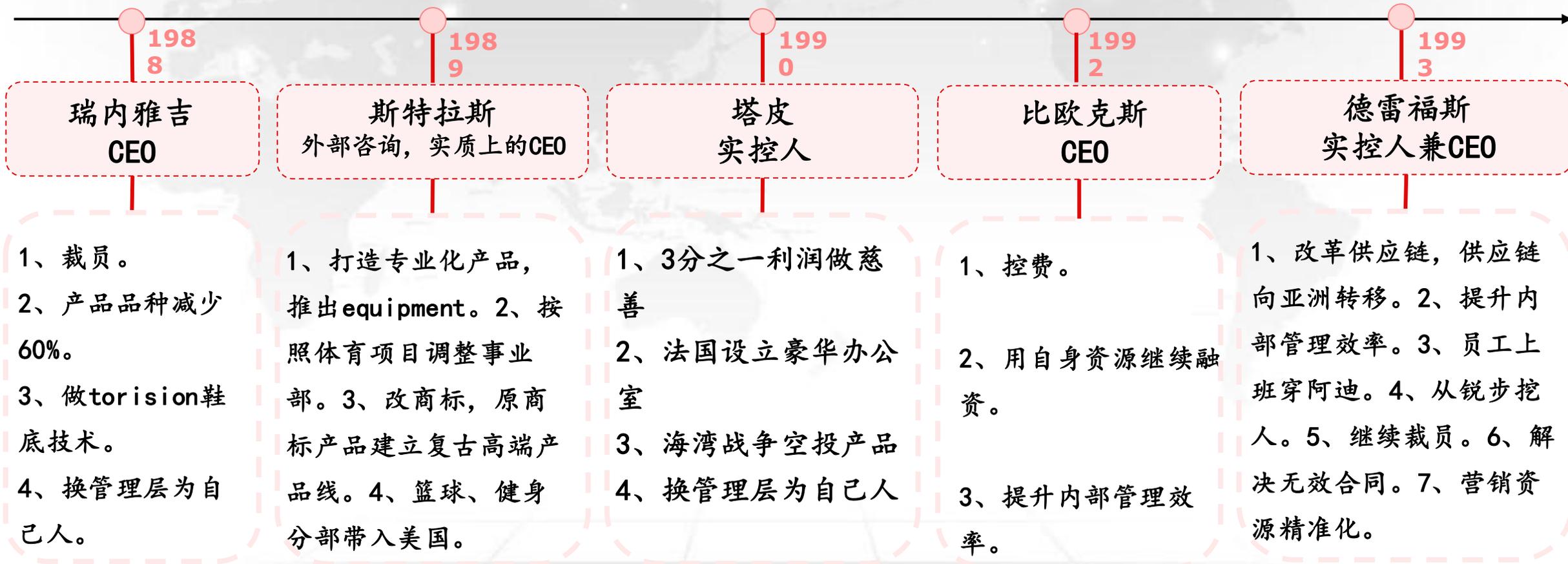
阿迪达斯、耐克净利率比较



资料来源: Bloomberg, 公司年报, 东海证券研究所

★ 阿迪达斯历史——挫折和重生

五年改革（1988-1992）



★ 阿迪达斯历史——挫折和重生

重生因素

瑞内雅吉上任后，快速减费减员，减少亏损，出售Pony、乐卡克等品牌。

生产成本快速下降。

只选取核心资源，放弃不重要的营销资源。

将篮球、健身分部带至美国，并在耐克对岸设立美国总部。

减费、减员
卖资产

工厂迅速转移至
亚洲

精准营销

扎根美国市场

稳定融资

管理改革

产品专业化

通过产品力提
升乘胜追击

在1987-1992期间公司业绩较差期间，通过投资银行家比欧克斯稳定公司融资，杜绝破产的可能。

管理扁平化，减少不必要流程，按照不同体育品类设置事业部制。

提升产品功能标签属性，推出Equipment系列。

在逐步复苏后，通过天足、predator继续提升产品力。



阿迪达斯历史——挫折和重生

阿迪达斯五年改革 (1988-1992)

减费、减员、卖资产

稳定融资

工厂迅速转移至亚洲

管理改革

精准营销

产品专业化

扎根美国市场

通过产品力提升乘胜追击

李宁五年改革 (2010-2014)

产品降价

关闭门店

控费

首次增加长期借款

营销资源精准化

按体育品类设立五大部门

供应链改革：通过提升直营、集中供应商、提升快反，提升供应链效率

产品改革：在业绩复苏后，提升产品功能属性（李宁云等），2017后逐步提升产品时尚属性（通过中国李宁时尚店）

★ 阿迪达斯历史——重振雄风

在本身拥有较强赛事营销资源的背景下，公司从1997年起逐步加大对海外尤其是亚洲的投入，并快速提升产品力，业绩持续增长，2019中国市占率位于第一位。



资料来源：《没有不可能》，《对决运动用品市场》，东海证券研究所



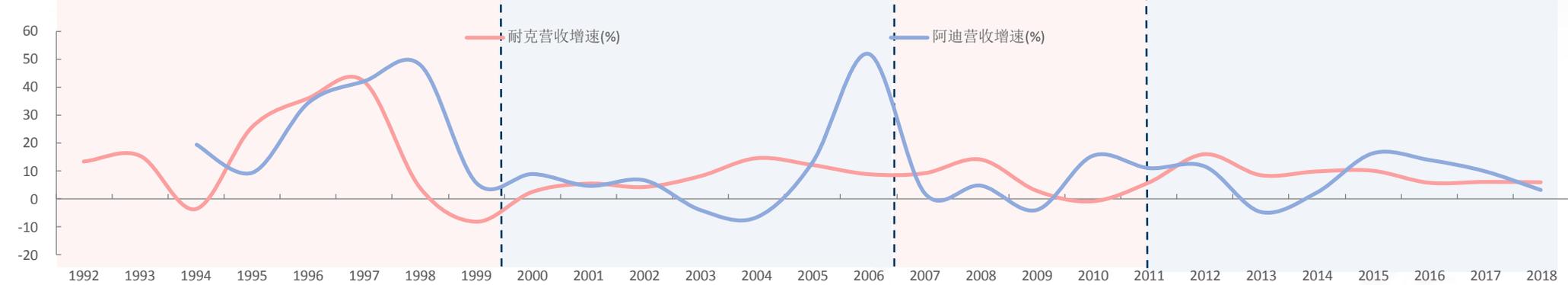
阿迪达斯与耐克历史业绩对比

阿迪达斯营收占耐克比重



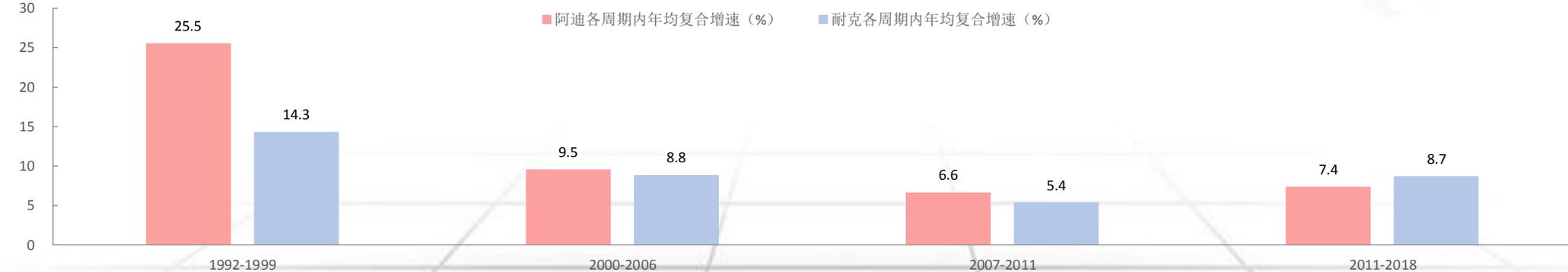
阿迪营收占耐克比重以5-7年为周期

阿迪达斯 耐克营收增速



2011年以后耐克营收增速超过阿迪达斯

阿迪达斯 耐克营收周期内年均复合增速



注：因耐克年报特殊时间原因，2011-2018年复合增速中耐克多计算2019财年的数据

资料来源：Bloomberg，公司年报，东海证券研究所

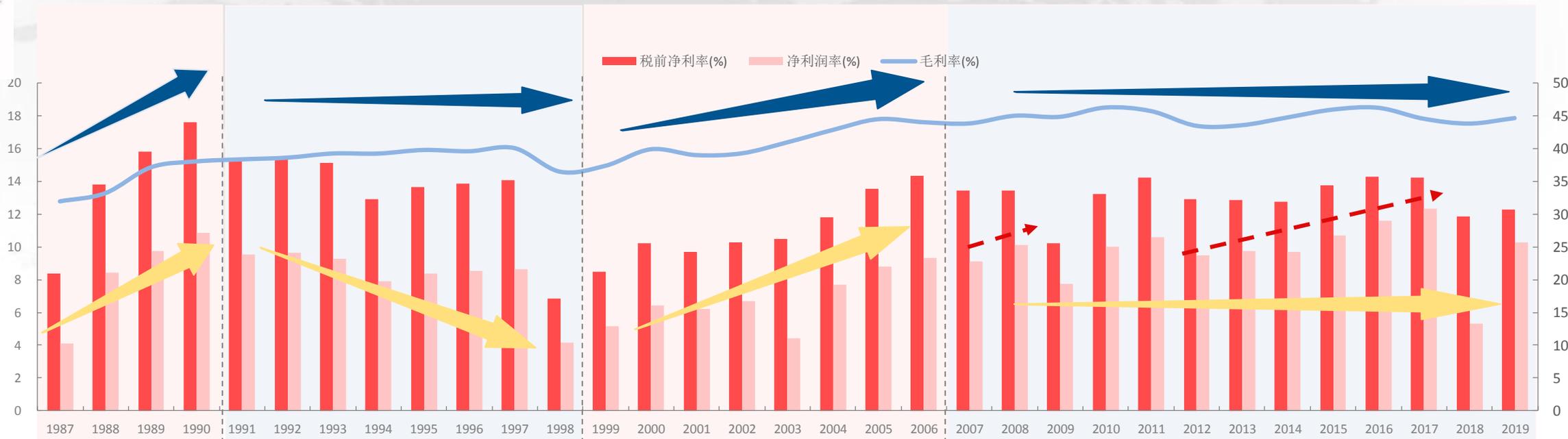
★ 阿迪达斯与耐克历史业绩对比——毛利率、净利率变动周期



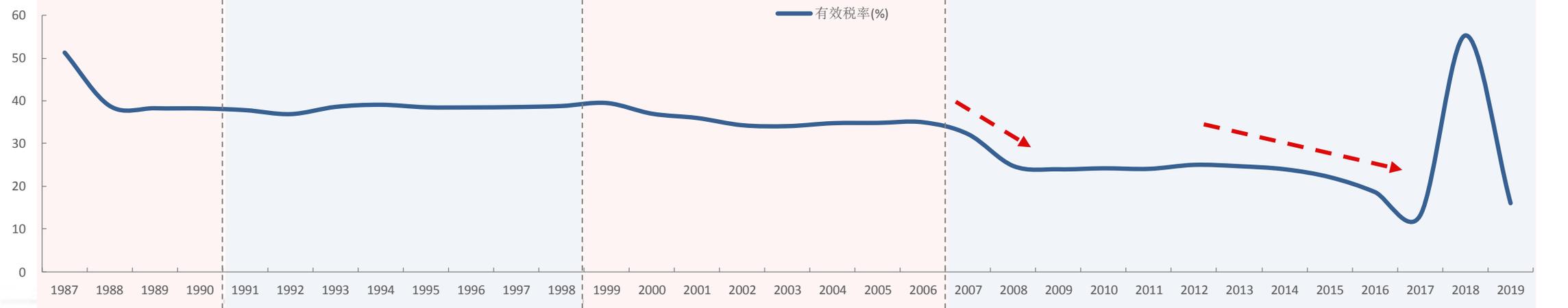
阿迪达斯与耐克历史业绩对比——毛利率、净利率变动周期



耐克历年毛利率、税前净利率趋势



耐克历年有效税率趋势



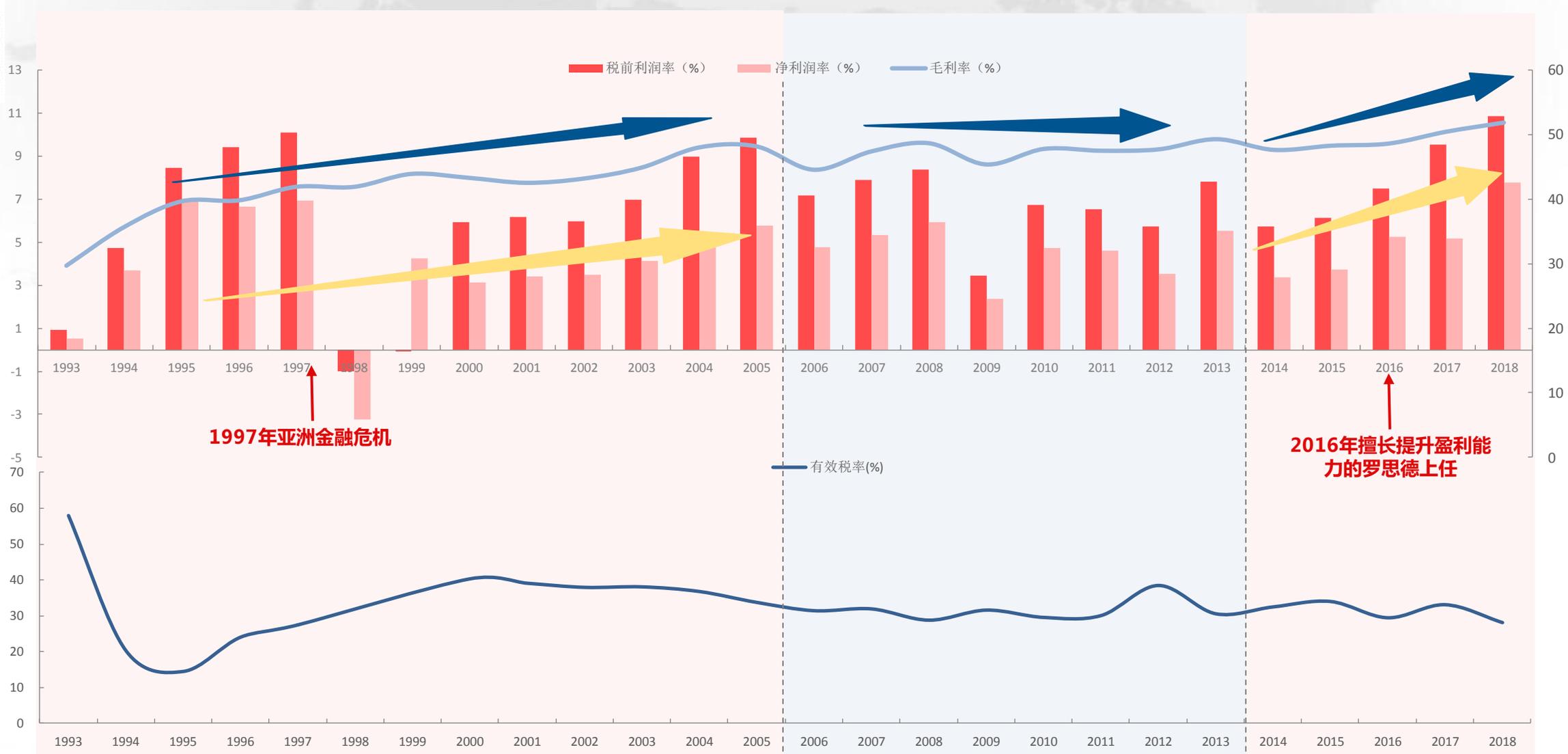
资料来源: Bloomberg, 公司年报, 东海证券研究所

阿迪达斯与耐克历史业绩对比——毛利率、净利率变动周期



阿迪历年毛利率
税前净利率
净

阿迪达斯历年有效税率趋势



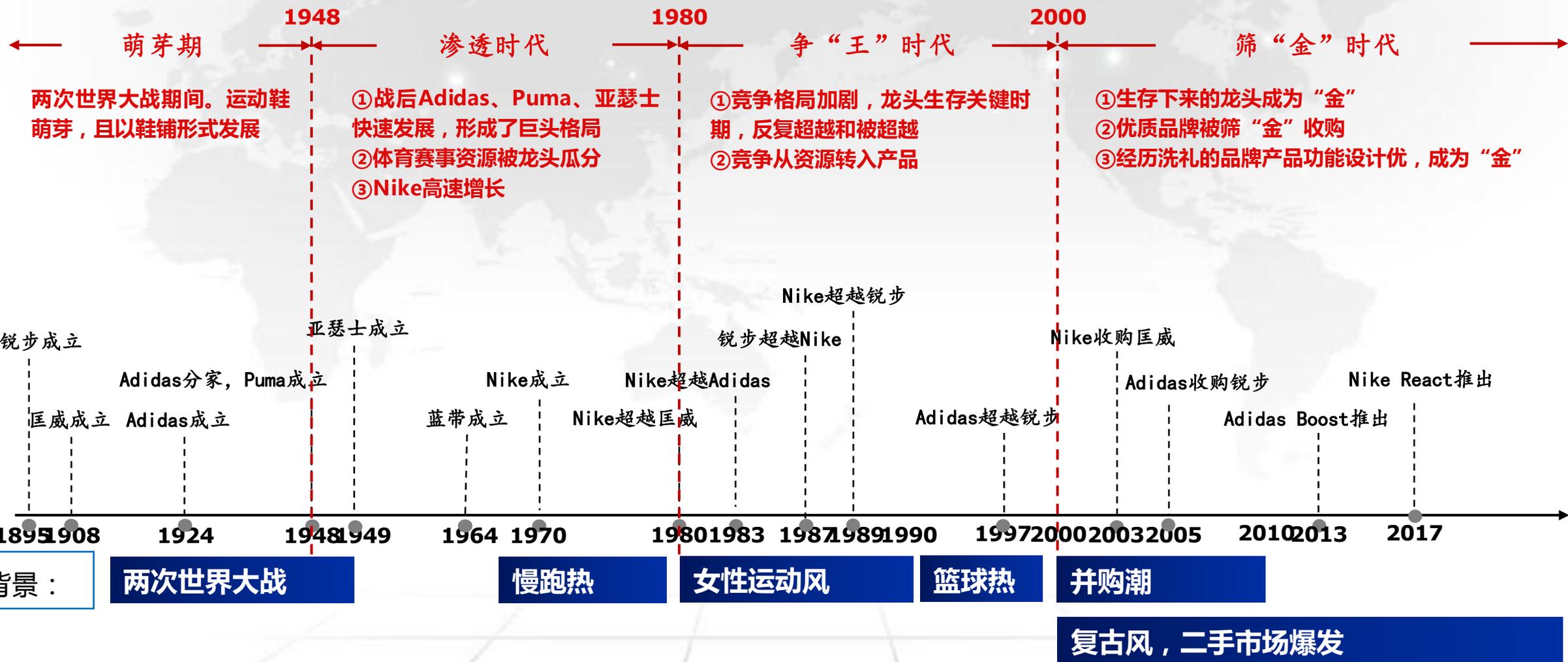
资料来源: Bloomberg, 公司年报, 东海证券研究所



03

壁垒何在：纵观全球，什么公司能胜出？

全球运动品牌发展史



资料来源：《品牌与科技》、《鞋狗》、《一个品牌的诞生》、《没有不可能》、《对决运动用品市场》，东海证券研究所

全球运动品牌发展史

运动品牌开始
出现全球化

龙头品牌

其他核心品牌



★ 战略分析：以史为鉴，什么样的公司能够胜出？

- ★ **营销强：是品牌成功的充分条件**
- ★ **产品优：是品牌成功的充分条件**
- ★ **用人准：是品牌成功的必要条件**
- ★ **管理效率：是企业变革关键**

1

营销强是品牌成功的充分条件

原因

曝光需要

精准营销

偶像作用



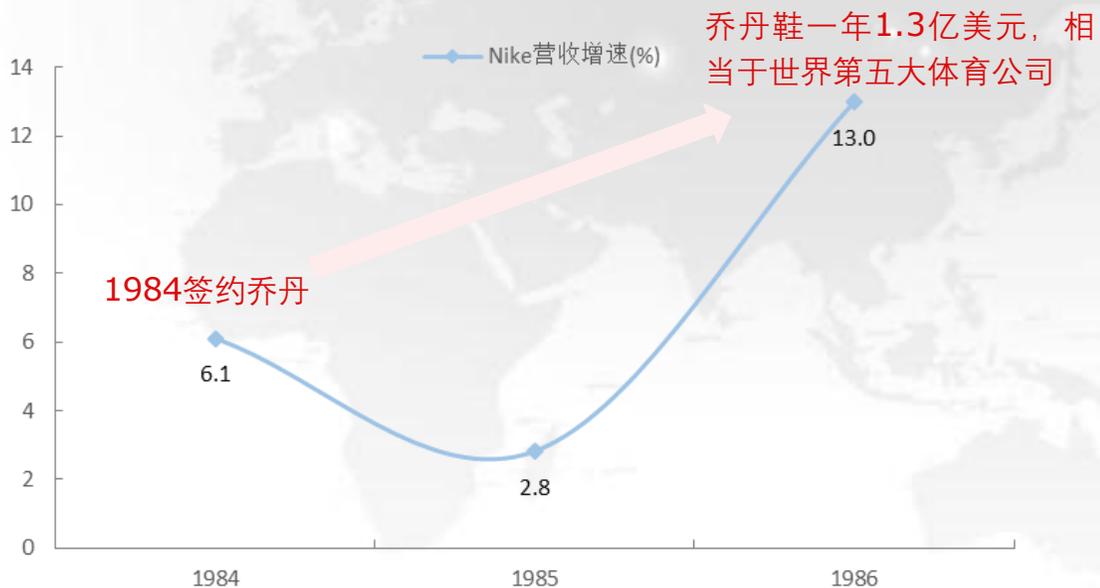
结果

体育品牌营销费率高

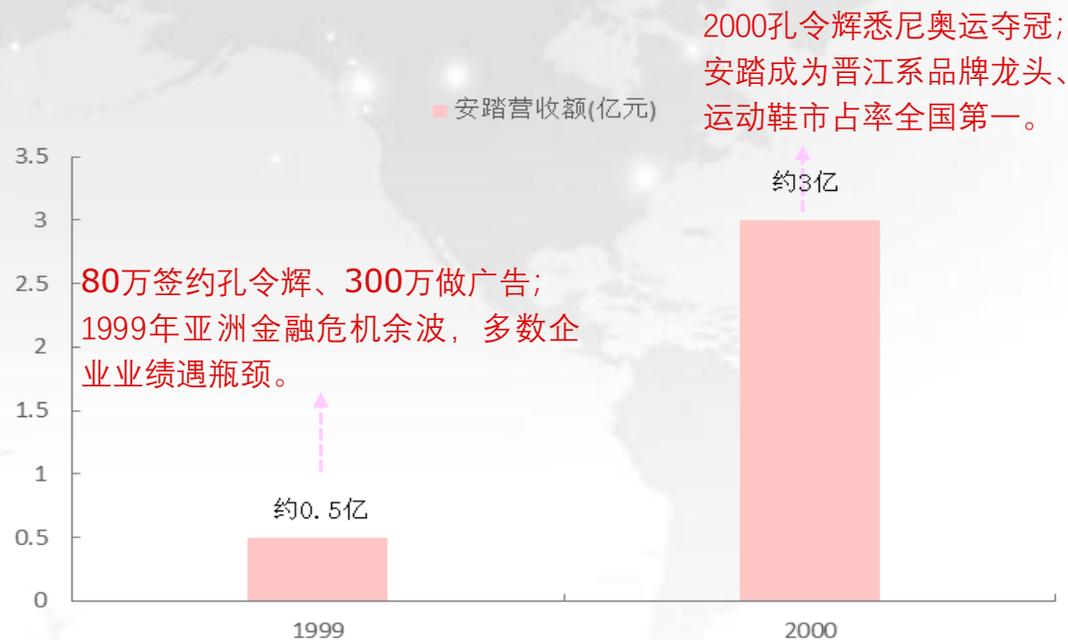
龙头企业集中度高
且容易产生大企业

1 营销强是品牌成功的充分条件

③ Nike: 1984签约乔丹, 1984-1986营收增速提升。



④ 安踏: 签约孔令辉做电视广告后安踏营收增长超过6倍。

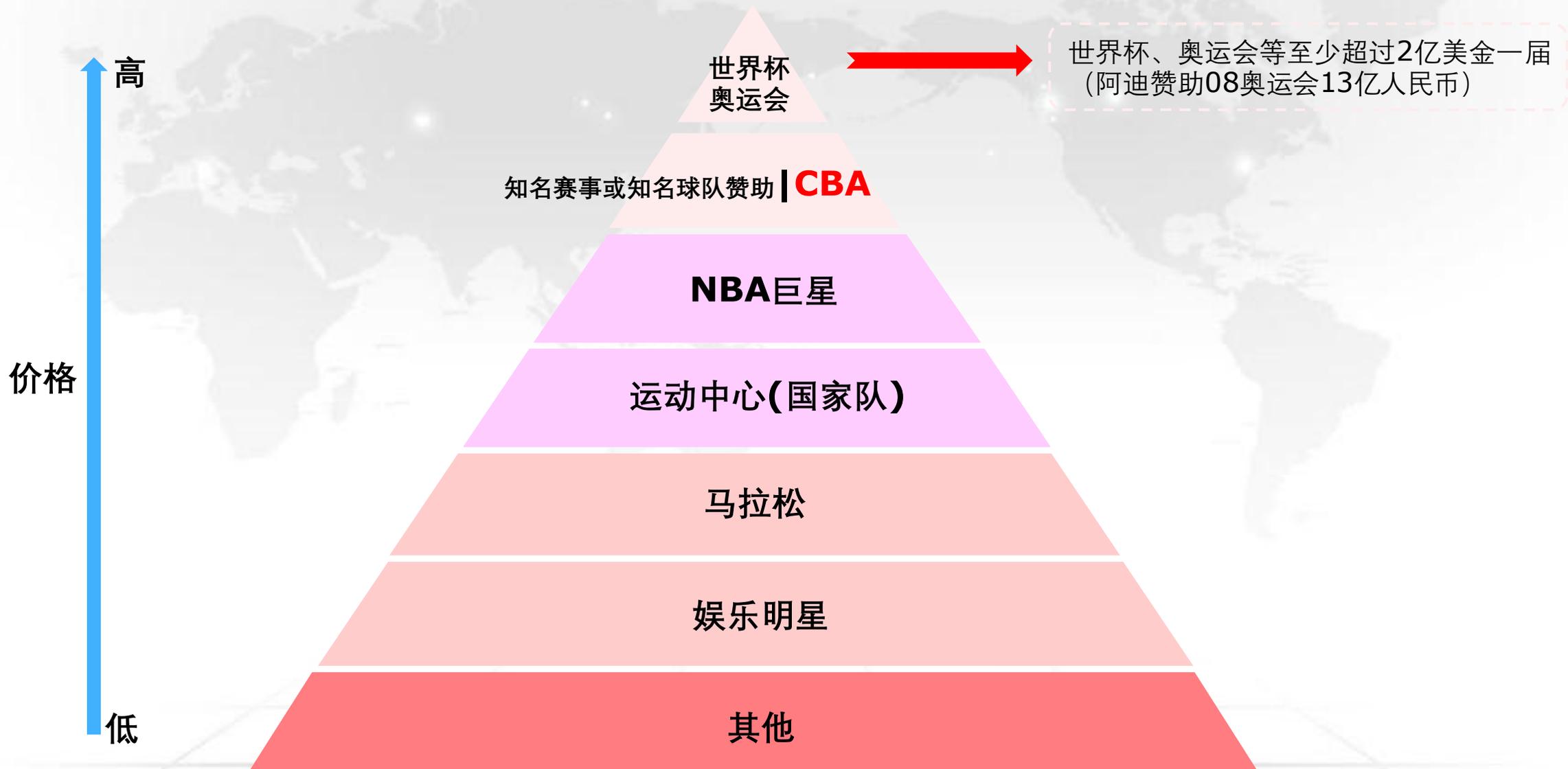


⑤ CBA资源营销



资料来源: 公司年报、官网, 《品牌与科技》, 《鞋狗》, 《一个品牌的诞生》, 东海证券研究所

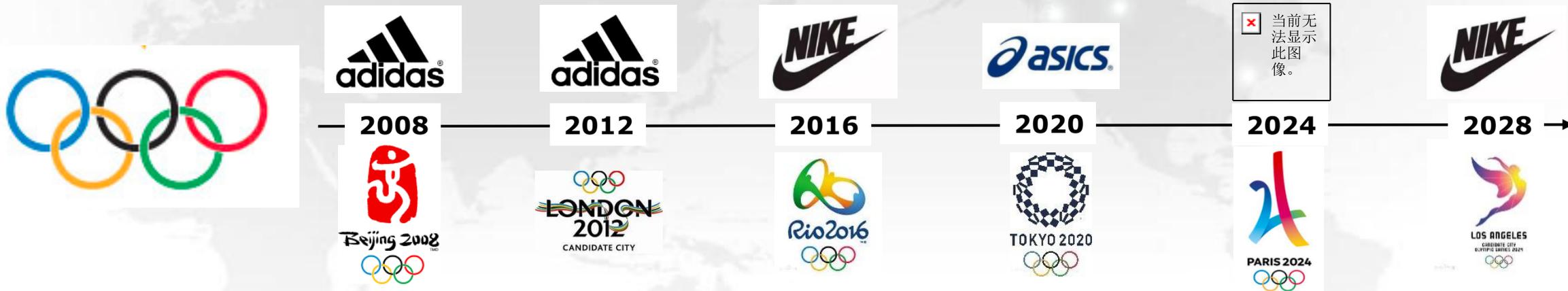
1 营销强是品牌成功的充分条件



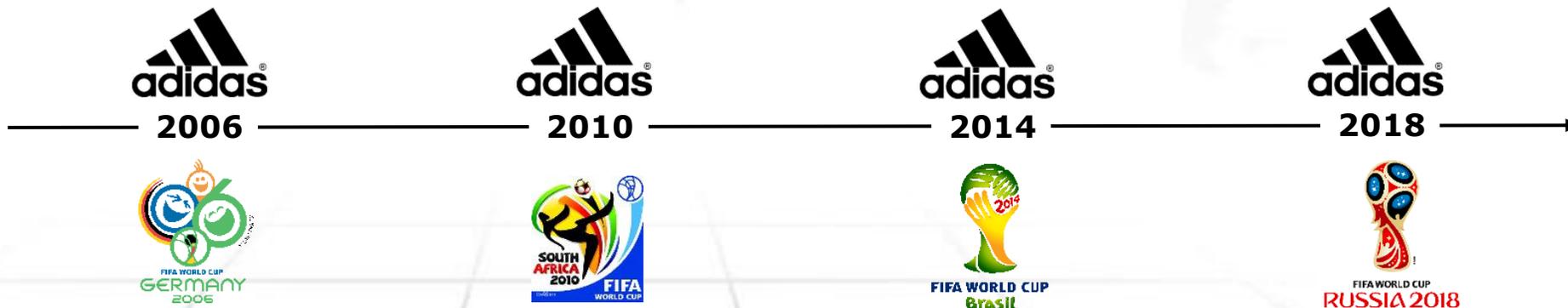
1 营销强是品牌成功的充分条件

① 核心赛事：Adidas、Nike平分秋色

12年以前奥运会官方赞助商主要为Adidas；12年以后，Nike开始赞助部分奥运会



Adidas与世界杯签约至2030年



1 营销强是品牌成功的充分条件

② 足球资源：Adidas略领先于Nike

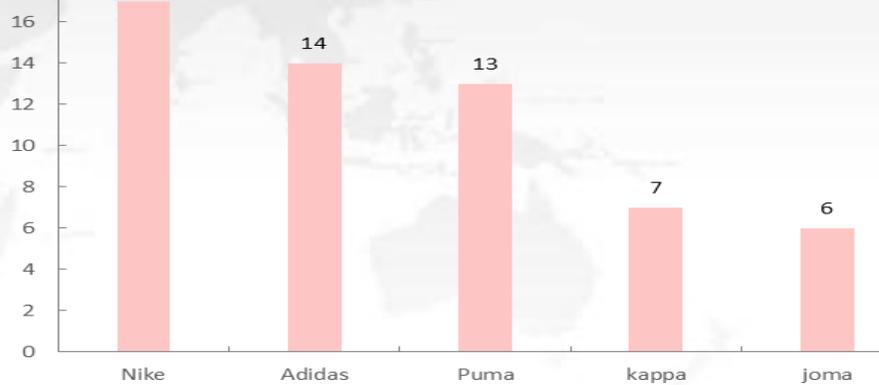
Nike、Adidas2018年世界杯赞助球队

| 品牌 | 赞助球队 |
|--------|---|
| Nike | 阿根廷、比利时、哥伦比亚、埃及、德国、伊朗、日本、墨西哥、摩纳哥、俄罗斯、西班牙、瑞典 |
| Adidas | 澳大利亚、巴西、克罗地亚、英国、法国、尼日利亚、波兰、葡萄牙、沙特阿拉伯、韩国 |

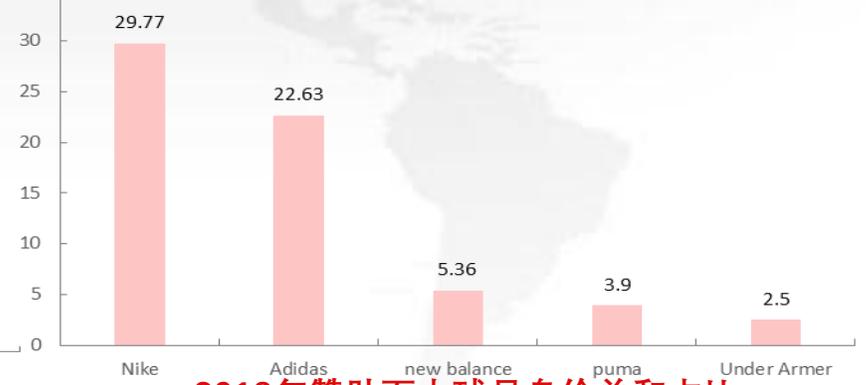
2018年欧冠八强赞助商

| 球队 | 赞助商 |
|------|-------------|
| 巴萨 | Nike |
| 罗马 | Nike |
| 曼城 | Nike |
| 拜仁 | Adidas |
| 尤文 | Adidas |
| 皇马 | Adidas |
| 利物浦 | New Balance |
| 塞维利亚 | New Balance |

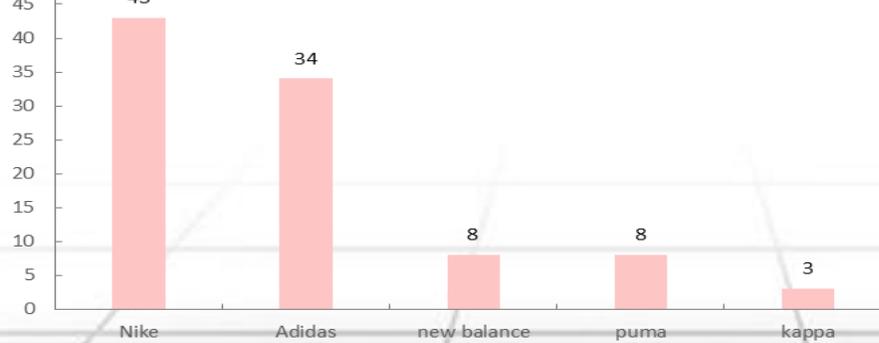
2018年五大联赛赞助球队数前五大品牌



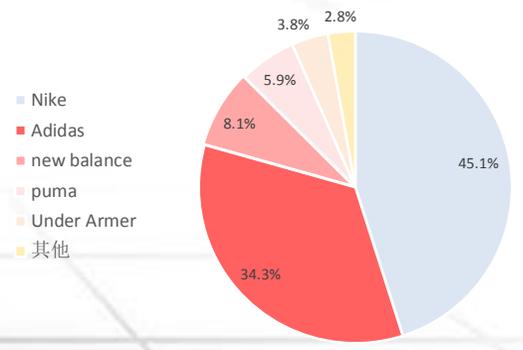
2018年赞助百大球员身价总和前五大品牌(亿欧元)



2018年赞助百大球员数量前五大品牌



2018年赞助百大球员身价总和占比



资料来源：公司官网，新浪体育，东海证券研究所

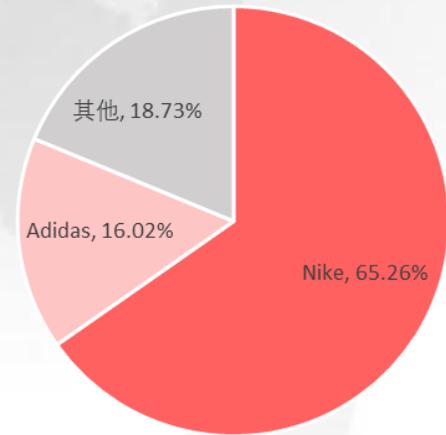
1 营销强是品牌成功的充分条件

③ 篮球资源：耐克明显领先于阿迪

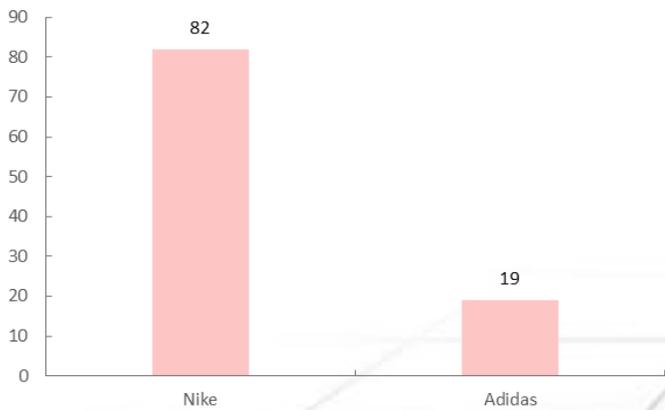
17年以前NBA服装赞助商为Adidas, 17年以后为Nike



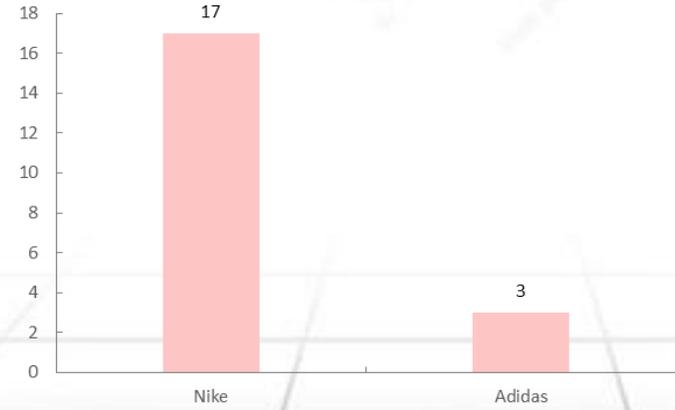
2019年Adidas、Nike赞助全明星球员身价总和占比



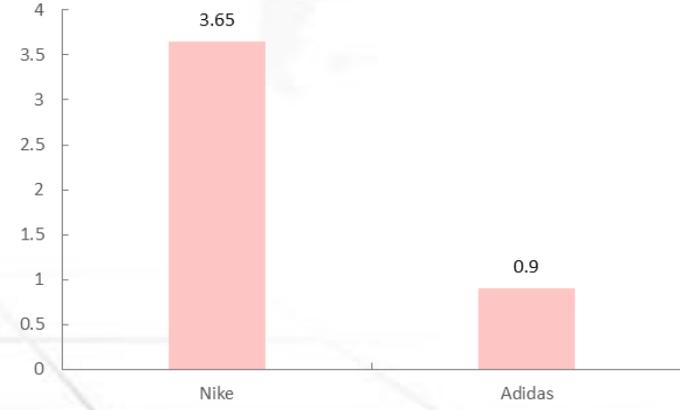
2019年Adidas、Nike赞助主力球员数量



2019年Adidas、Nike赞助全明星球员数量



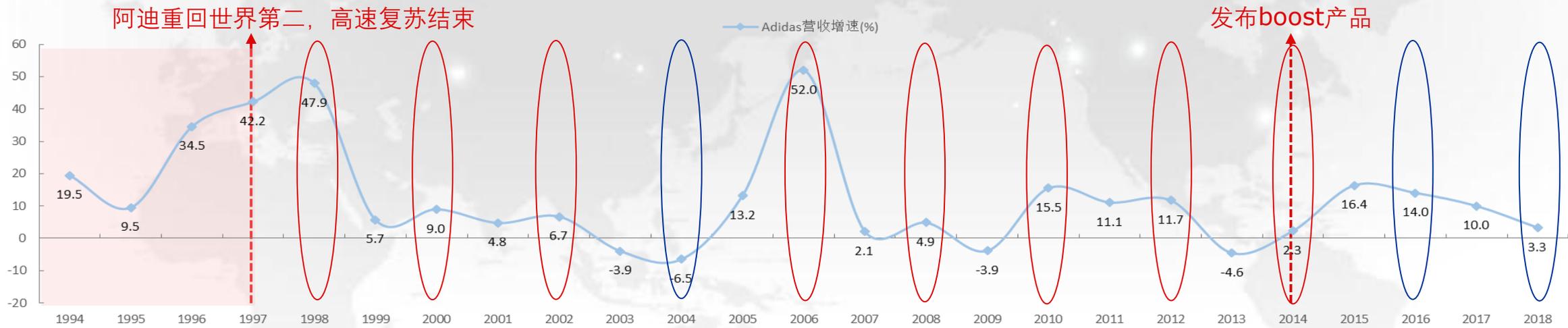
2019年Adidas、Nike赞助全明星球员身价总和(亿美元)



1

营销强是品牌成功的充分条件

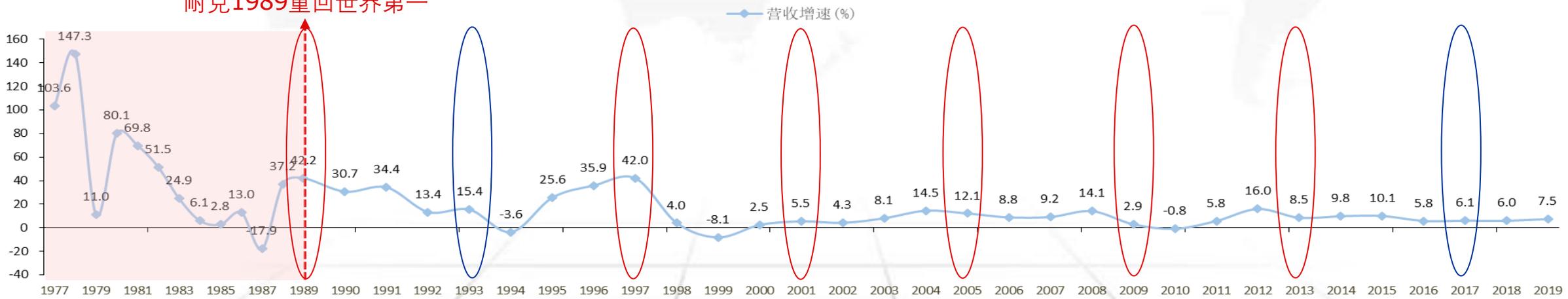
① Adidas: 1997以来11个奥运、世界杯营销周期中，8个赛事当年营收增速好于前一年，大概率好于前后两年。



② Nike: 1989年以来，8个奥运周期中，6个当年所在的2个财务年度营收增速超过之前两年。

耐克1989重回世界第一

注: Nike财务年度为前一年6月至当年5月31日



注: 阿迪红圈代表奥运年、世界杯年营收增速高于前一年，蓝圈不符合规律；耐克（某年营收截止当年5月31日）红圈代表当年或下一年在奥运周期（奥运年及前三年）中营收增速最高，蓝圈不符合规律。

资料来源: Bloomberg, 公司年报, 东海证券研究所

1

营销强是品牌成功的充分条件

南非世界杯耐克伏击营销

方法：1. 签约鲁尼、C罗等大牌球星；2. 赞助9支球队；3. 在南非成立足球训练中心；4. 每晚在南非约翰内斯堡生命中心播放球迷100条祝福语

结果：70%受访者认为赛事赞助商是耐克，当年营收增速转正，第二年超过15%。

赛事营销

李宁伏击营销

方法：1. 2007开始一直赞助体育频道出境服；2. 李宁火炬手；3. 赞助中国跳水队、射击队、体操队、乒乓球队、西班牙男篮、苏丹国家田径队

结果：结果37.4%中国受访者认为奥运赞助商是李宁，22.8%认为是阿迪。李宁当年营收增速54%，为上市以来最高。

伏击营销

明星赞助

独有资源

1 营销强是品牌成功的充分条件

④ 中国：安踏资源全面，李宁资源精准

各品牌赞助资源比较

| 品牌 | 安踏 | 李宁 | 特步国际 | 361度 |
|----------|--|--|---------------------|---|
| 奥委会 | 2022冬奥会 | NA | NA | 雅加达亚运会高级合作(已结束) |
| CBA | NA | 官方合作伙伴 | 林书豪 | NA |
| NBA巨星 | 汤普森(2015-2027。2017前约300万美金一年，之后800万+美金一年)、海沃德(2017-2022到期。约200万美金一年) | 韦德(2012-2022但明年退役，10年1亿美金合同加股权，后续终身约) 麦科勒姆(2017-2021) | NA | NA |
| 国家队 | 24个国家队 | 羽毛球、跳水、射击、乒乓球 | | 游泳队、ONEWAY签约多家雪上集训队； 国家体育总局备战2022北京冬奥训练成都马拉松至尊合作伙伴(至2019)、 2019日本世界遗产姬路城马拉松、 2019哈斯帕汉堡马拉松等 |
| 马拉松 | 昆明马拉松等 | 青岛马拉松、贵阳马拉松等 | 2019上半年21场，下半年预计26场 | 任嘉伦、谭维维等 |
| 娱乐明星 | 黄景瑜、马思纯、张悦轩、木村光希等 | 华晨宇、肖战等 | 乐华七子、景甜、谢霆锋、汪东城等 | 阿什顿·伊顿、布瑞安妮·伊顿等 |
| 其他重要体育明星 | 张继科、刘诗雯、邹市明等 | 谌龙、石宇奇、郑思维等 | 许周政、林书豪、谢震业、陈定等 | 合作推广《穿越火线》及CFPL电竞赛事 |
| 其他 | NBA中国市场合作伙伴等 | CUBA、WCBA等 | 这！就是街舞；明日之子等 | |

2 产品优是品牌成功的充分条件

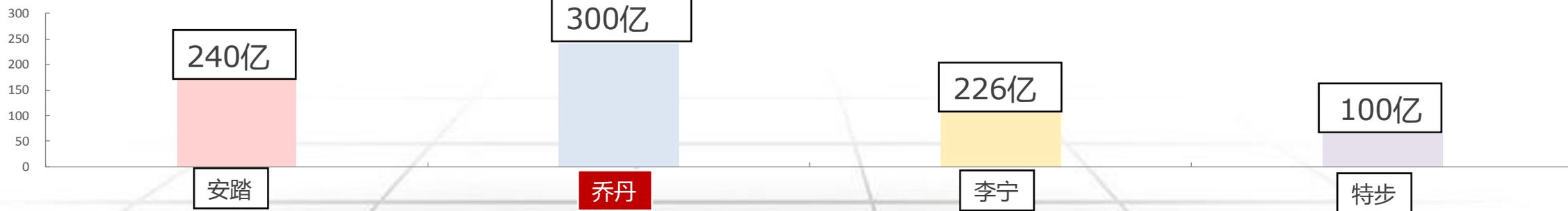


资料来源：《品牌与科技》、《鞋狗》、《一个品牌的诞生》、《没有不可能》、《对决运动用品市场》，东海证券研究所

2 产品优是品牌成功的充分条件

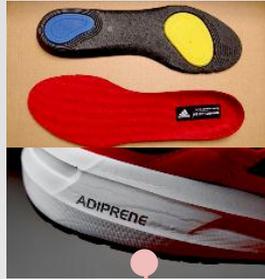


2021年/FY2021
营收对比
(亿元)

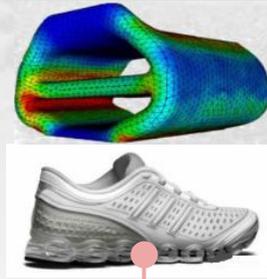


资料来源：公司公告、年报，东海证券研究所

2 产品优是品牌成功的充分条件



Adiprene, adiprene+
1995-2000之间



Bounce
2007



Boost
2014

1979

Air



1987

Air max



1995

Zoom Air



2000

Shox



2008

Lunarlite



2014

lunarlon



2017

React



2019

Joyride



资料来源：《品牌与科技》、《鞋狗》、《一个品牌的诞生》、《没有不可能》、《对决运动用品市场》，东海证券研究所

2 产品优是品牌成功的充分条件

气垫鞋发展史



2 产品优是品牌成功的充分条件



VS



VS



Bounce

lunar

boost

react

弹



轻



稳



外观



2 产品优是品牌成功的充分条件

运动鞋服科技攻坚核心

服装

1、防水、透气、保暖、弹性、其他

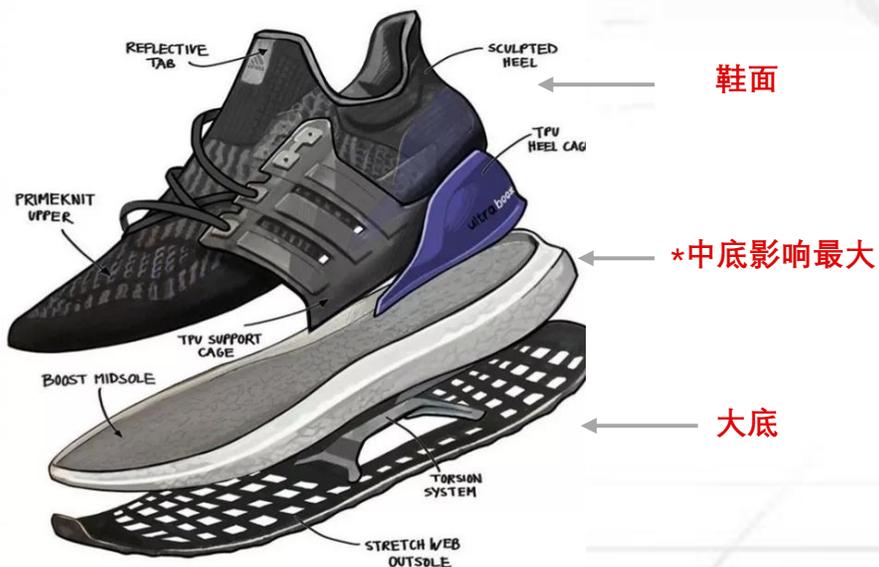
2、美：科技性边际效应弱（除特殊服装）

鞋

1、弹性、2、软、3、轻、4、稳定、5、透气，其他

2、美：科技边际效应强于服装

运动鞋科技结构拆分



比喻

蔬菜、肉等食材

+

盐、酱油等调料

→

高温烹饪

→

热菜

原材料

添加剂

TPU

物理添加剂
(弹性、耐磨、软硬)

+

OR

化学添加剂
(防水、隔热、抗氧化)

+

EVA

发泡剂

= 半成品
(液态)

倒入模具加热

→

中底
(制成品)

中底合成技术拆解

科技壁垒逻辑

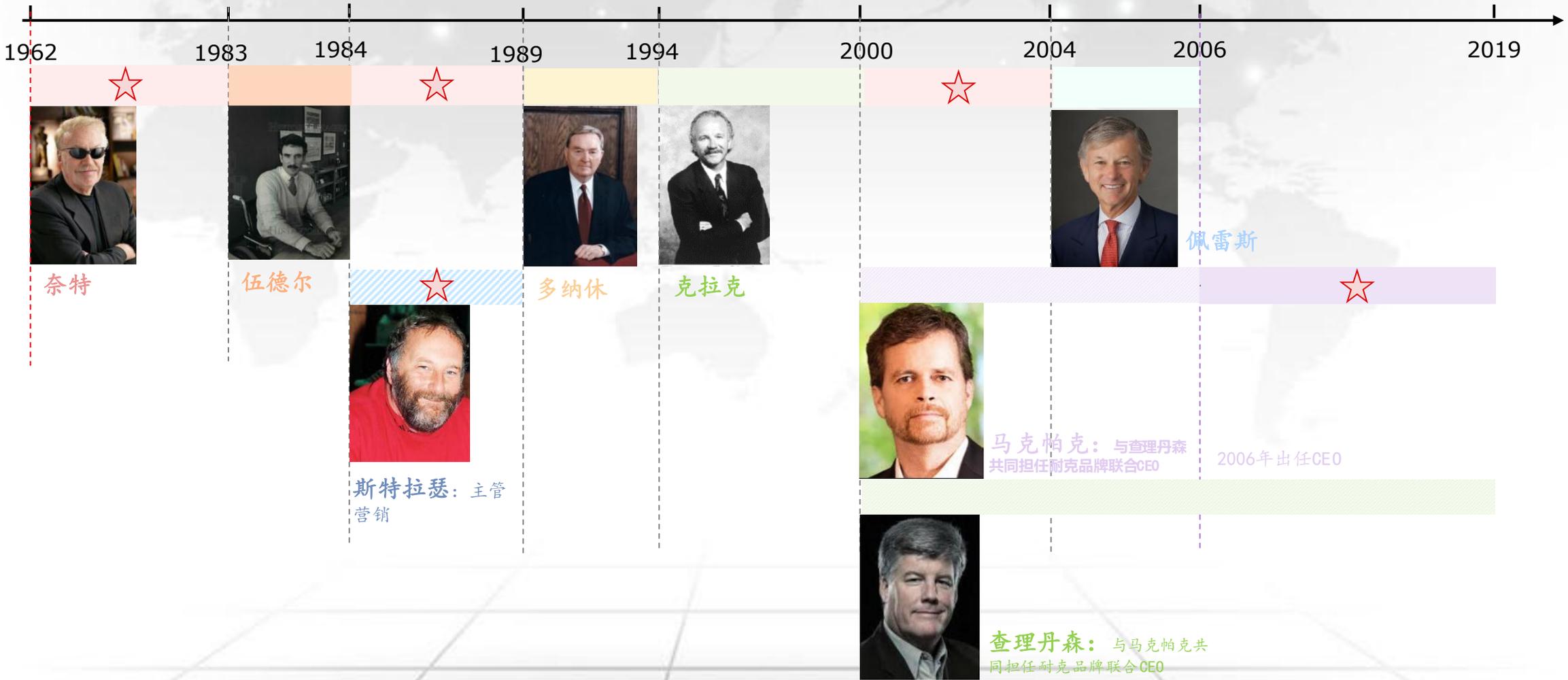
1、材料价格低
TPU: 约2.3万元/吨
EVA: 约1.3万元/吨

2、配方总能找到
通过合作化工公司一样可以拿到

3

用人准是品牌成功的必要条件

耐克实际企业管理负责人

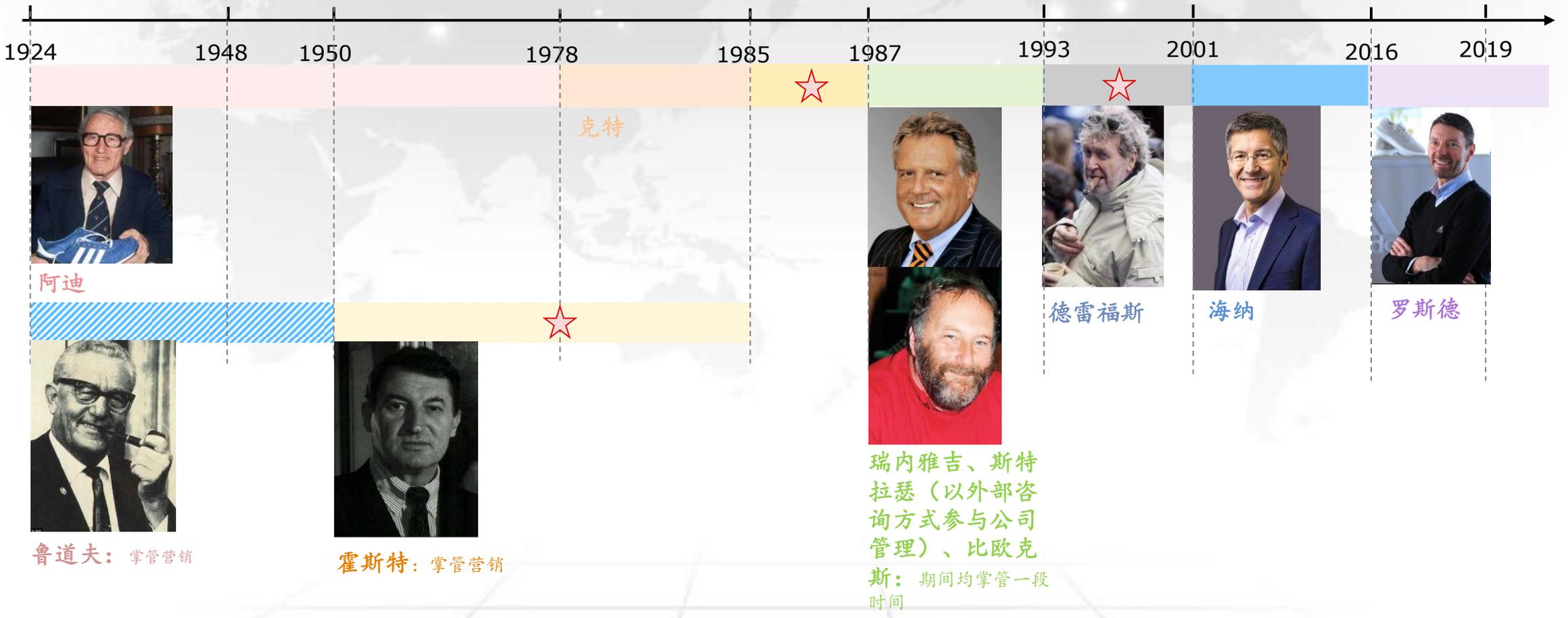


资料来源: 《品牌与科技》、《鞋狗》、《一个品牌的诞生》, 东海证券研究所

3

用人准是品牌成功的必要条件

阿迪实际企业管理负责人



资料来源：《没有不可能》，《对决运动用品市场》，东海证券研究所

3

用人准是品牌成功的必要条件

伍德尔失败原因

(1) 大力制度改革而忽视女性运动潮。(长期负责内部运营) (2) 奈特父亲去世急于更换管理者。
(3) 引进新人不力。

斯特拉瑟成功原因

(1) 发掘乔丹、杰克逊，并大力推广。(2) Air Max系列产品成功推广。(3) 进入女性运动领域，用娱乐营销方式营销快速占领市场。(4) 故事营销较为成功。(5) 与奈特意见不合。

多纳休下台原因

(1) 大力制度改革，制度变得更加耗时。管理效率低下。(2) 忽视欧洲、日本等市场的发展。

克拉克下台原因

本人管理得当，善于用人，善于营销，但基于97金融危机、血汗工厂事件、阿迪快速复苏等因素，任职后期业绩放缓，奈特决心回归管理层。

佩雷斯下台原因

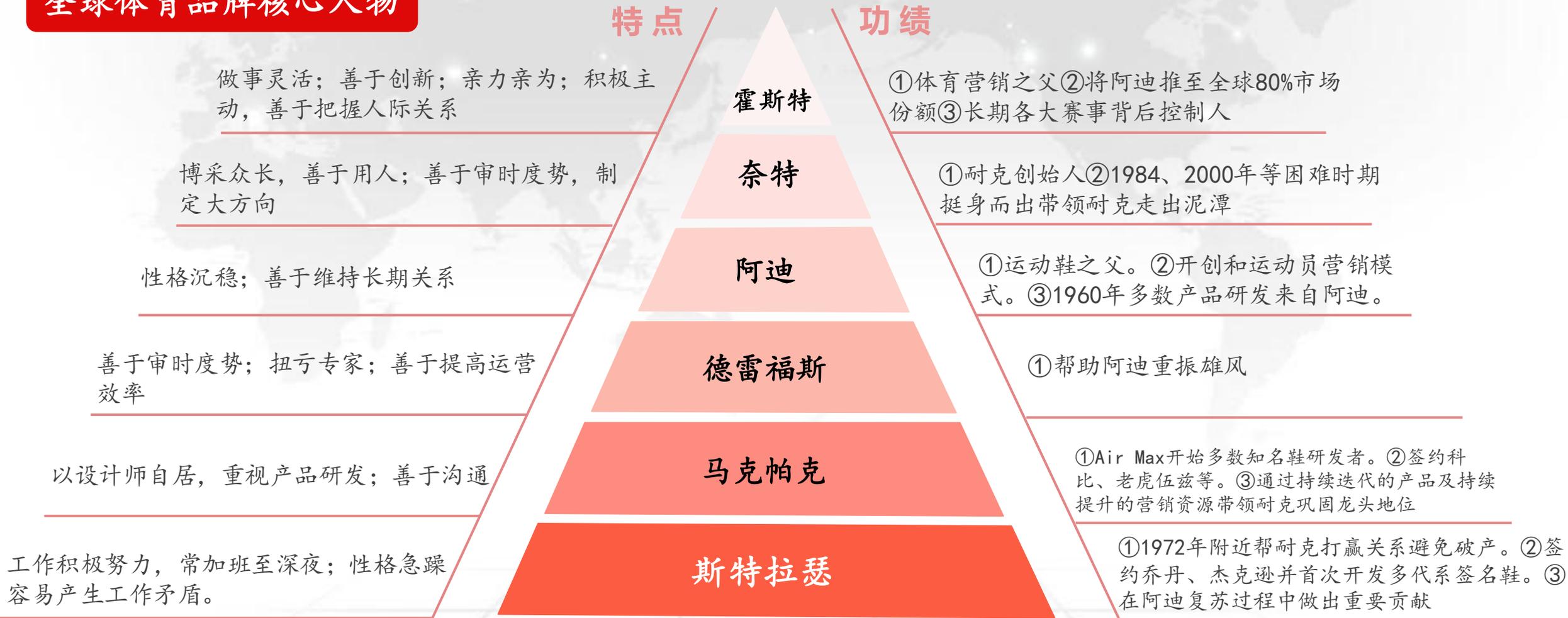
(1) 运动品牌经验较少。(2) 性格内向，无法融入和指挥管理层。

马克帕克成功原因

(1) 应届入职耐克，拥有27年耐克从业经验。(2) 产品设计出身，Air Max的主设计师，同时拥有签约科比、伍兹营销经验(同时拥有产品、营销经验。)(3) 矩阵式改革成功，地区扩展为北美、西欧、中东欧、大中华区、日本、新兴市场6个中心，产品扩展到跑步、足球、篮球、男子训练、女子训练、极限运动、运动服装7个中心。(4) 推动新营销模式，推动Nike ID和Nike+Ipod发展。(5) 2016推出Triple Double策略后，React和Joyride两年内快速推出，并实现业绩领跑行业。

3 用人准是品牌成功的必要条件

全球体育品牌核心人物



资料来源：《品牌与科技》、《鞋狗》、《一个品牌的诞生》，《没有不可能》，《对决运动用品市场》，东海证券研究所

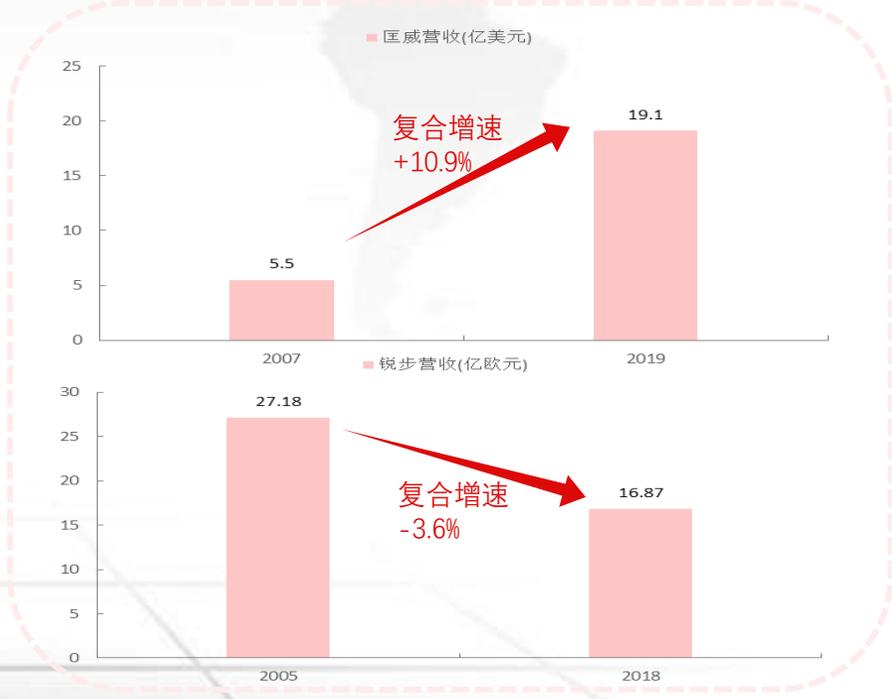
3 用人准是品牌成功的必要条件

体育品牌核心人物共性

| | 奈特 | 鲍尔曼 | 阿迪 | 鲁道夫 | 霍斯特 | 马克帕克 | 海纳 | 李宁 | 丁世忠 | 陈义红 | 郑捷 |
|------|-------|-----------------|---------|-----|-------|------------|-------|-------|-----|------------|----|
| 运动员 | 长跑运动员 | 美国田径国家队总教练 | 热爱篮球、标枪 | | 标枪运动员 | 热爱跑步 | 足球运动员 | 体操运动员 | | | |
| 研发相关 | | cortez、华夫饼鞋的研发者 | 阿迪鞋原设计师 | | | air max创始人 | | | | 帮助建立佛山研发中心 | |
| 销售出身 | | 帮助搭建初期田径明星营销资源 | | ☆ | ☆ | | ☆ | | ☆ | ☆ | ☆ |

4

管理效率，是企业变革关键



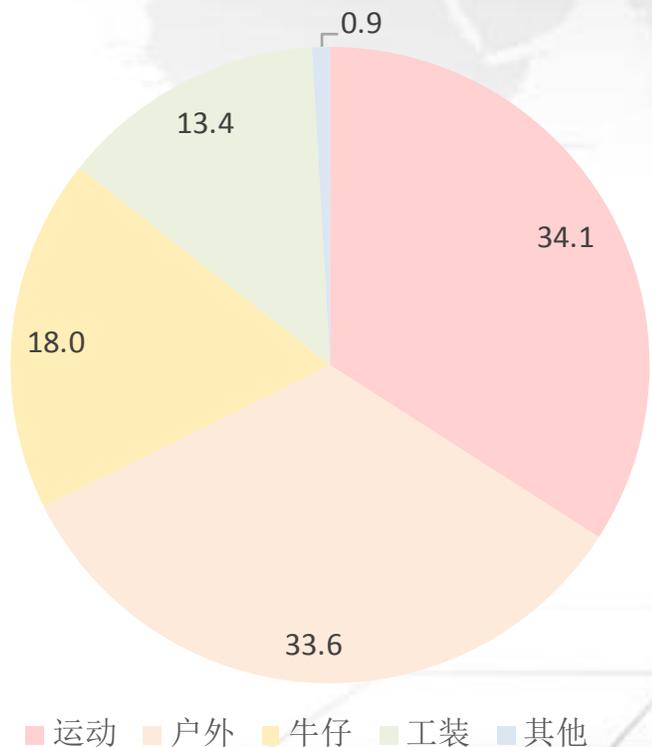
资料来源：各公司官网、年报，《品牌与科技》、《鞋狗》、《一个品牌的诞生》，《没有不可能》，《对决运动用品市场》，《转身奇才》，《永不止步》，东海证券研究所

4

管理效率，是企业变革关键



VF集团2019财年各品类营收占比 (%)



| 分类 | 品牌 | 主要产品 |
|----|----------------|------------------------|
| 户外 | The North Face | 户外服饰、鞋品、设备、配饰 |
| | Timberland | 户外休闲风鞋服、饰品 |
| | Icebreaker | 高品质服饰 (自然、环保、可回收材质) |
| | Smartwool | 美利奴羊毛和其他天然纤维为基础的服装和 饰品 |
| | Altra | 鞋品 |
| 运动 | Vans | 年轻风运动鞋服、饰品 |
| | Kipling | 手袋、行李箱、背包、手提包、饰品 |
| | Napapihri | 优质户外鞋服配饰 |
| | Eastpak | 手提袋、行李箱 |
| | Jansport | 手提袋、行李箱 |
| 工装 | Reef | 冲浪风格的服装, 鞋类, 配饰 |
| | Eagle Creek | 手提袋、行李箱, 旅行配饰 |
| | Dickies | 工装鞋服 |

| | | |
|-----------------|---------------|-------------------|
| Red Kap | 职业服 | |
| Bulwark | 保护性职业服 | |
| Timerland Pro | 保护性工作鞋及日常服装 | |
| VF Solutions | 商务及政府机构工作服 | |
| Wrangler RIGGS | 工作服饰品 | |
| Walls | 户外工作及运动饰品 | |
| Yerra | 保护性工作鞋 | |
| Workrite | 保护性工作服 | |
| Kodiak | 保护性工作鞋及日常服装 | |
| Horace Small | 工作服 | |
| 牛仔 | Wrangler | 牛仔布, 休闲服饰, 鞋类, 配饰 |
| Lee | 牛仔布, 休闲服饰 | |
| Lee Riders | 牛仔布, 休闲服饰 | |
| Rock&Repub ilic | 牛仔布, 休闲服饰, 饰品 | |

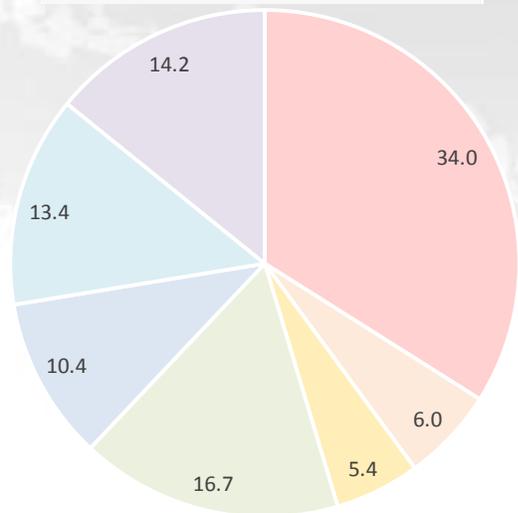
资料来源: Bloomberg, 公司年报, 东海证券研究所

4

管理效率，是企业变革关键



Amer集团各品牌营收占比



- Salomon&Arc'teryx
- Suunto
- Peak Performance
- Salomon Winter Sports Equipment、Atomic and Armada等冬季运动设备
- Wilson等个人球类品牌
- Wilson、DeMarini, Louisville Slugger and EvoShield团体球类品牌
- Precor, Queenax健身品牌

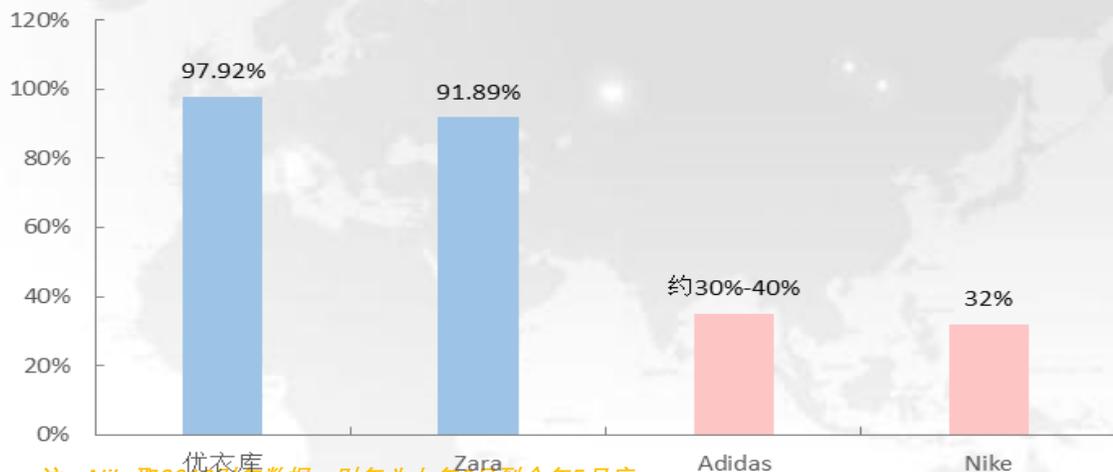
| 分类 | 品牌 | 主营产品 |
|------|--------------------|-------------|
| 户外 | Salomon | 户外鞋服、冬季运动设备 |
| | Arc'teryx | 户外鞋服 |
| | Peak Performance | 户外服饰 |
| | Atomic | 冬季运动设备 |
| | Armada | 冬季运动设备 |
| | Suunto | 运动器械 |
| 球类运动 | Wilson | 个人球类运动 |
| | DeMarini | 团队球类运动 |
| | Louisville Slugger | 团队球类运动 |
| | EvoShield | 团队球类运动 |
| 健身 | Precor | 健身设备 |
| | Queenax | 健身设备 |

资料来源：公司年报，东海证券研究所

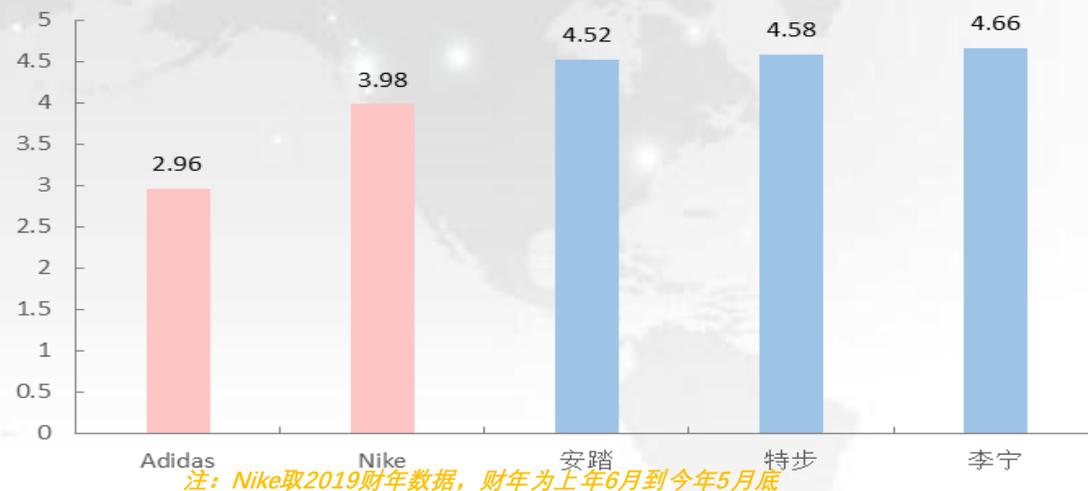
4

管理效率，是企业变革关键

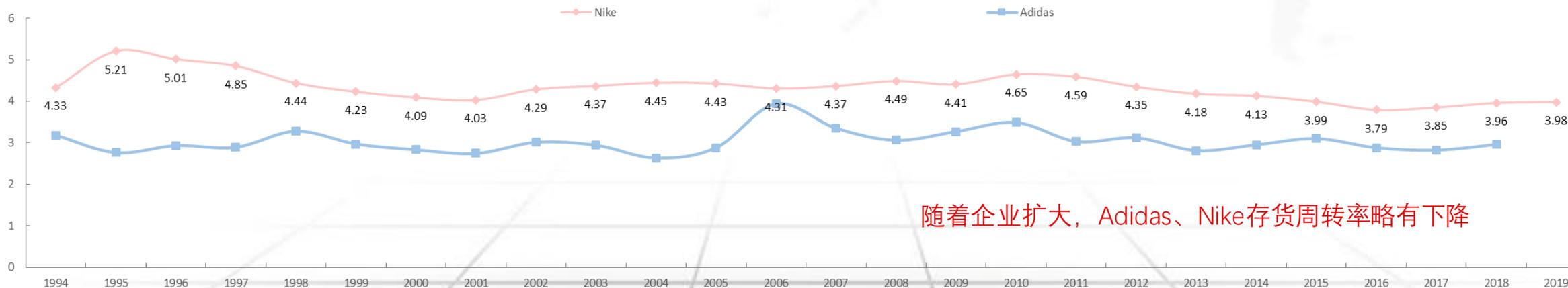
2018年快消体育品牌直营占比对比



2018年各体育品牌存货周转率对比



Nike、Adidas历年存货周转率



随着企业扩大, Adidas、Nike存货周转率略有下降



04

反观国内：运动品牌是怎样发展起来的？

1 内资品牌历史——萌芽



1 内资品牌历史——萌芽

行业

1978年 改革开放

1980年 双星进军鞋业，耐克设立生产联络代表处

1983年 耐克泉州开鞋厂。

1987年 丁水波成立三兴鞋厂，售卖拖鞋。

1988年 耐克鞋厂搬去莆田

1989年 匹克收购耐克废工厂开业。

1981年 丁世忠父亲合伙开鞋厂

1987年 丁世忠北京卖鞋

1990年 丁世忠父亲自立门户开鞋厂。

1989年 在健力宝公司筹办运动服装厂

1990年 低价拿到亚运会火炬手赞助，第一年销售收入达**1500万**。

安踏

李宁

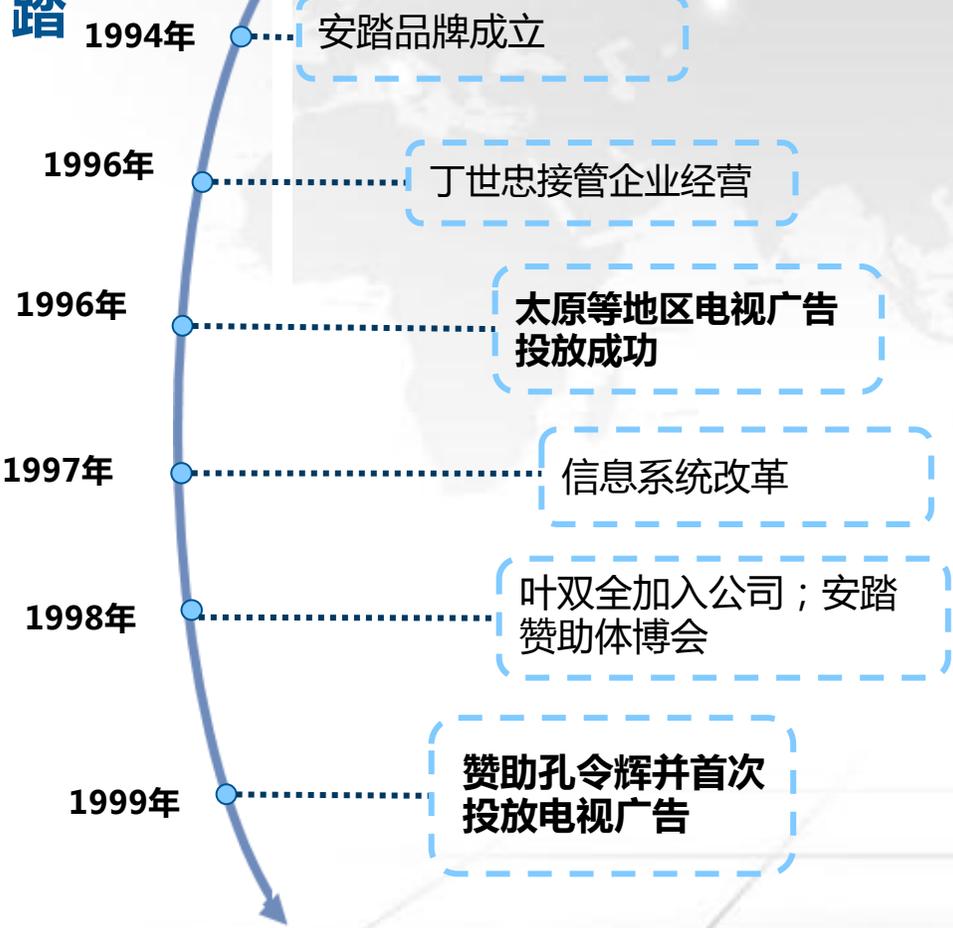
1 内资品牌历史——萌芽

行业特征：（1）耐克成为中国体育品牌启蒙；（2）经营模式探索期；（3）国企占据龙头位置。



内资品牌历史——探索期

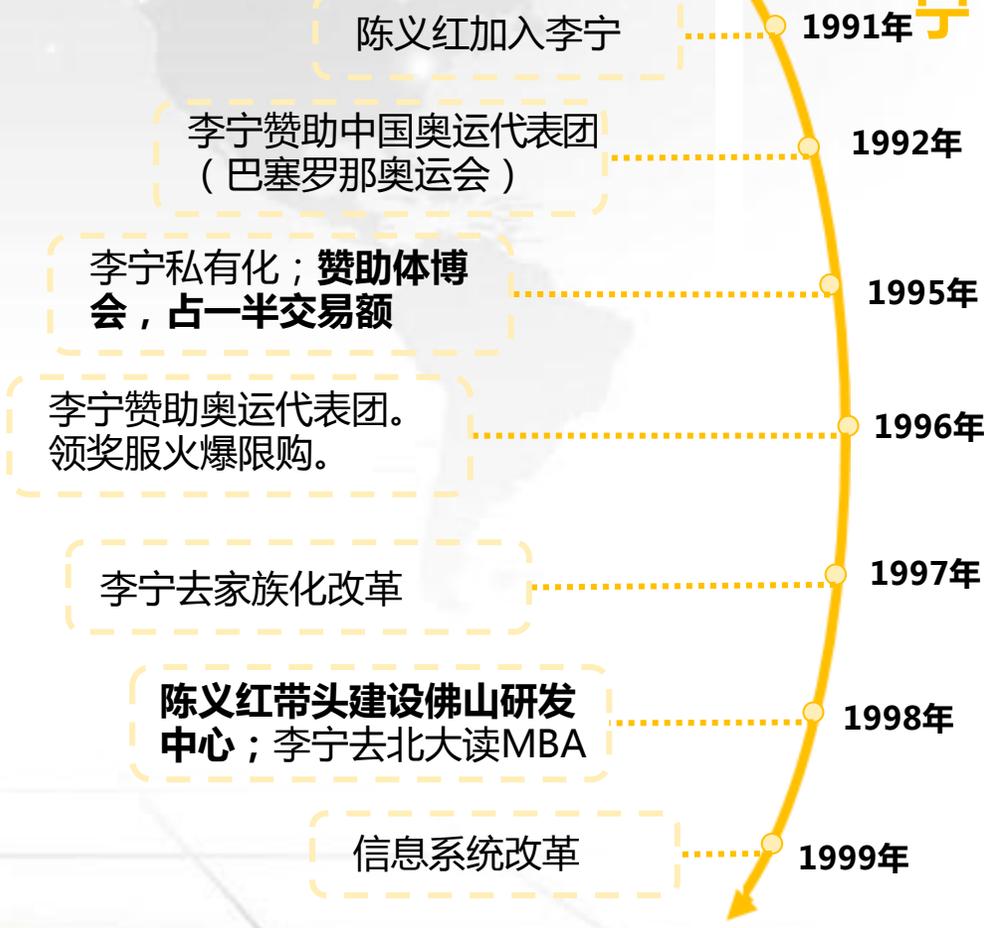
安踏



行业



李宁



资料来源：《转身奇才》，《永不止步》，公司官网，东海证券研究所

2

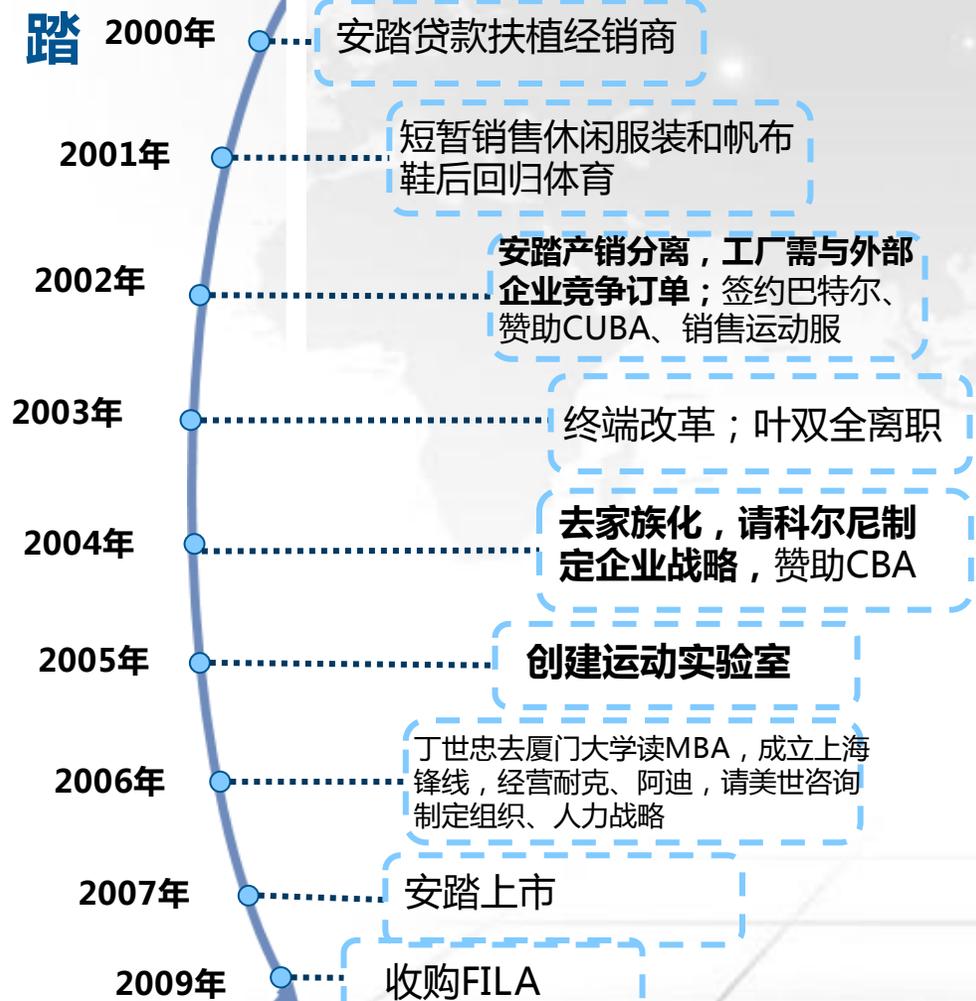
内资品牌历史——探索期

行业特征：（1）李宁因资源优势强，一马当先。（2）安踏因优秀营销策略及渠道管理能力，后来居上。（3）内资民企百花齐放

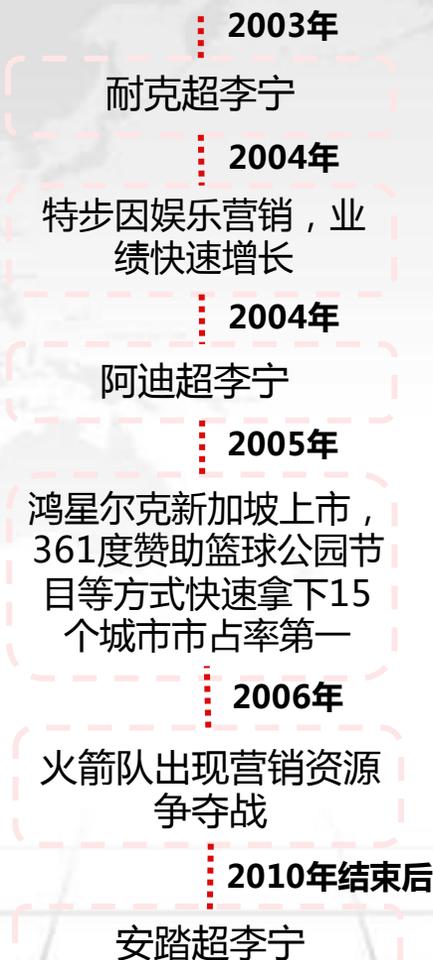


资料来源：《转身奇才》，《永不止步》，公司官网，东海证券研究所

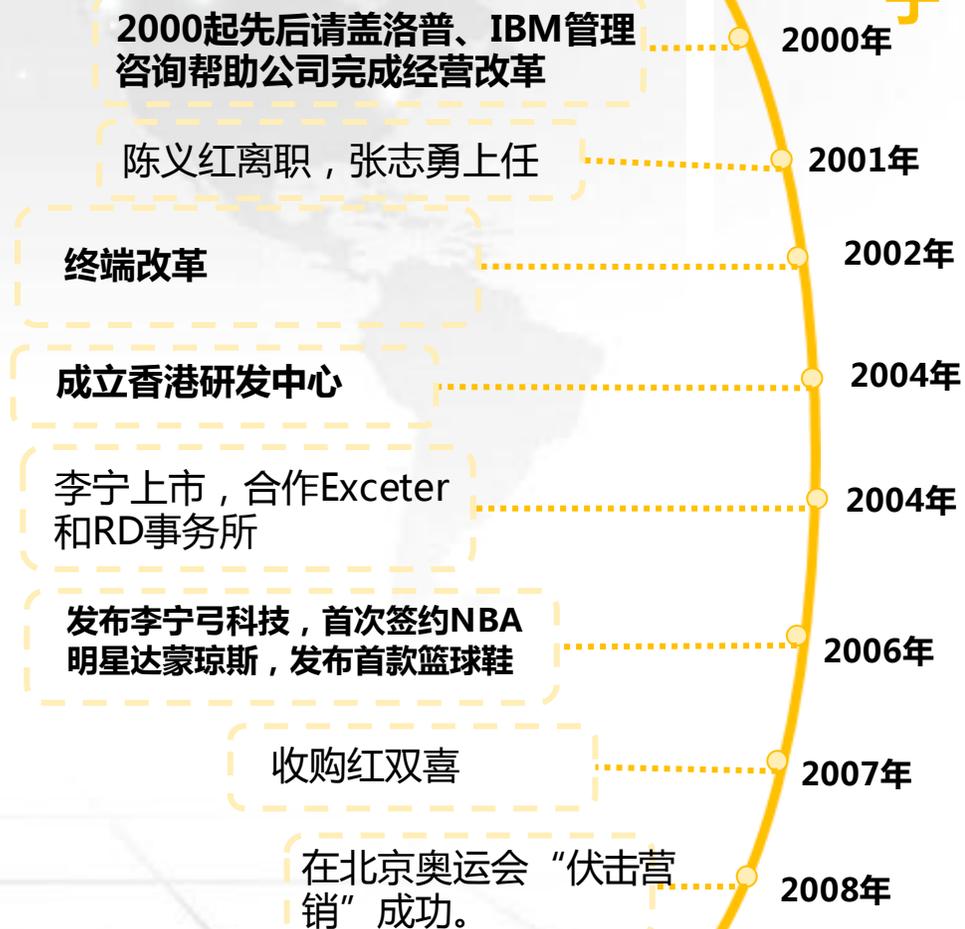
安踏



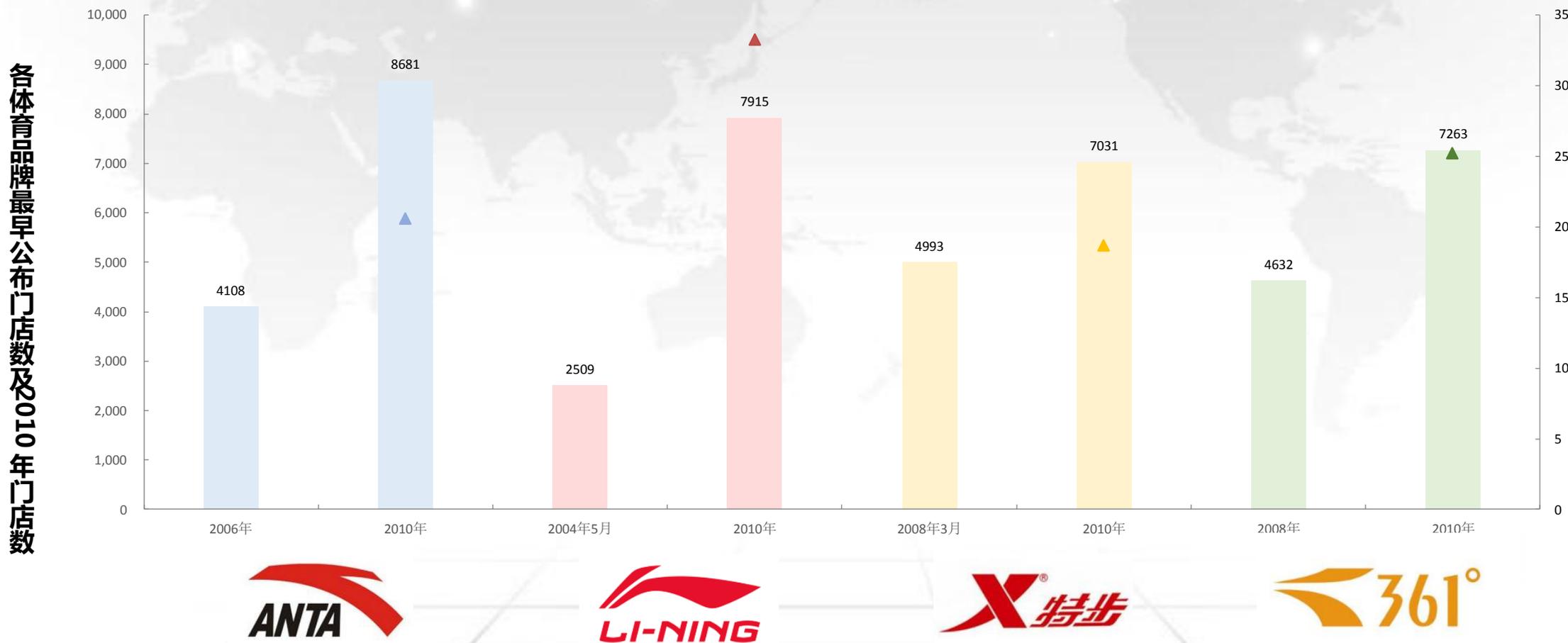
行业



李宁



行业特征：（1）多数品牌完成国内网点布局。（2）营销资源争夺激烈，主要在体育明星端。（3）李宁产品力领先，安踏渠道及营销领先。（4）分层竞争。



3

内资品牌历史——群雄逐鹿期

行业特征：（1）多数品牌完成国内网点布局。（2）营销资源争夺激烈，主要在体育明星端。（3）李宁产品力领先，安踏渠道及营销领先。（4）分层竞争。



姚明 麦迪 斯科拉 弗朗西斯 巴蒂尔 邦奇维尔斯 教练阿德尔曼 海耶斯



火箭队老板2007年投资安踏股权

资料来源：《转身奇才》，《永不止步》，公司官网，东海证券研究所

内资品牌历史——群雄逐鹿期

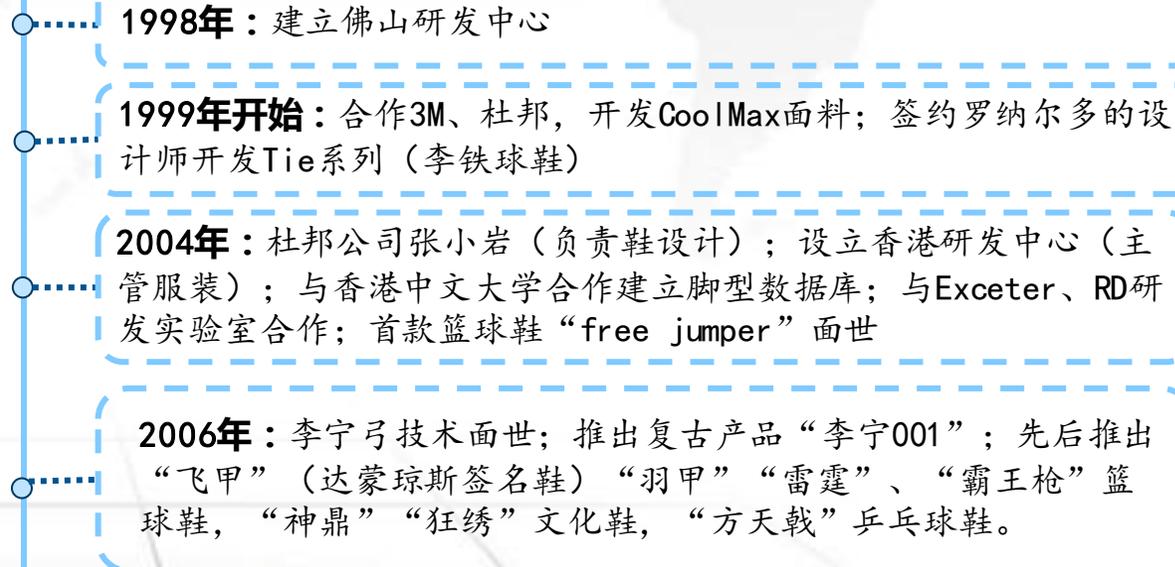
行业特征：（1）多数品牌完成国内网点布局。（2）营销资源争夺激烈，主要在体育明星端。（3）李宁产品力领先，安踏渠道及营销领先。（4）分层竞争。

| | 去家族化改革 | 信息系统改革 | 咨询公司制定战略 | 上市 | 成立研发实验室 | 脚型库 |
|----|--------|--------|----------|------|------------|------|
| 李宁 | 1997 | 1999 | 2000 | 2004 | 1998, 2004 | 2004 |
| 安踏 | 2004 | 1997 | 2004 | 2007 | 2005 | 2005 |

2000年附近开始安踏公司全面改革



2000年附近开始李宁产品及研发的改革



内资品牌历史——群雄逐鹿期

行业特征：（1）多数品牌完成国内网点布局。（2）营销资源争夺激烈，主要在体育明星端。（3）李宁产品力领先，安踏渠道及营销领先。（4）分层竞争。



飞甲
(达蒙琼斯签名鞋)



羽甲



霸王枪



鹰爪



霸鼎



狂绣



钟馗

从成立之初便具有明显国潮概念



因价格较高，对内
资品牌影响不大

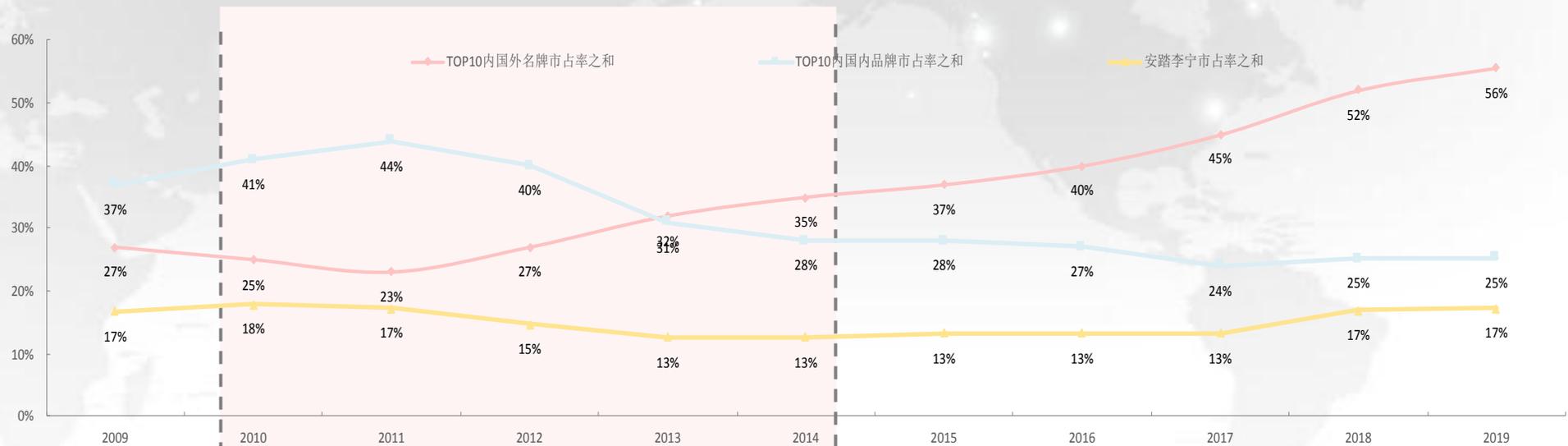


其他国内运动品牌

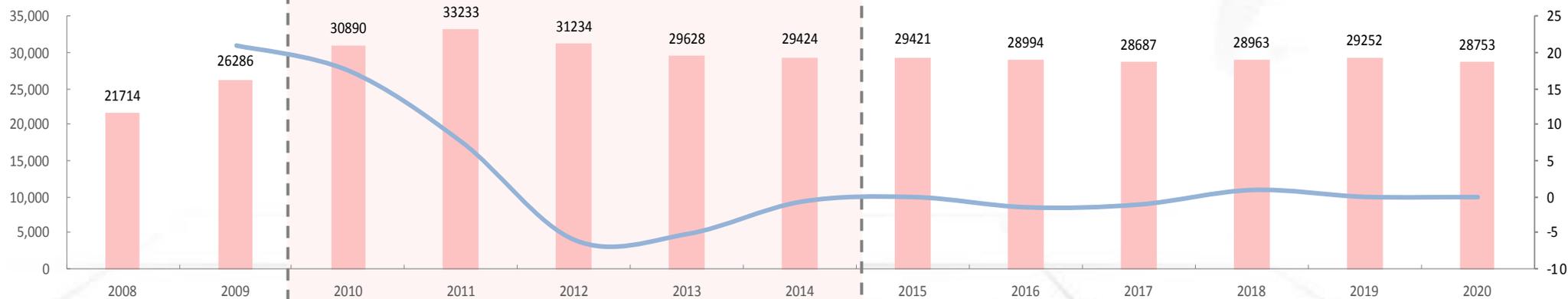
内资品牌历史——变革期

行业特征：（1）“雨过”：库存危机洗礼，格局变化。（2）天晴：行业增长提速。（3）较海外品牌差距有限。

历年市占率前十品牌中国内 国外



历年内资第一梯队体育品牌门店数 及增速



国内体育行业库存危机

4

内资品牌历史——变革期

行业特征：（1）“雨过”：库存危机洗礼，格局变化。（2）天晴：行业增长提速。（3）较海外品牌差距有限。



投资建议

- 从行业经历了2010-2014外资品牌竞争加剧、国内库存危机后，内资品牌产品力、管理效率逐步复苏，在“疆棉”事件催化、海外品牌渠道饱和的情况下，以安踏、李宁为首的本土品牌，业绩、盈利能力加速提升。未来五年，国牌店效、产品单价仍存空间，高端运动休闲、小众运动、女装运动供给仍存缺口，高线城市国牌门店位置仍存较大空间，均为国牌势能持续提升奠定基础；同时，受益行业整体快速成长，优质产能出现紧缺，龙头运动代工厂前景确定性较强。
- 风险提示：1警惕疫情不确定性带来的风险。2海外品牌对内资品牌营销资源竞争带来的风险。3营销资源声誉、变化对企业业绩影响具有不确定性的风险。

盈利预测

| 证券简称 | 总市值 (港币/人民币, 亿) | 营收增速 | | | 归母净利润增速 | | | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | |
|------|--------------------|-------------|-----------|-----------|---------|-------|-------|------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | | 2021 A/E | 2022 E | 2023 E | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E | 2021 A | 2022E | 2023E |
| 安踏体育 | 2663 | 39% | 20% | 20% | 50% | 21% | 24% | 77 | 93 | 116 | 28 | 23 | 19 |
| 李宁 | 1757 | 56% | 20% | 21% | 136% | 19% | 25% | 40 | 48 | 59 | 36 | 30 | 24 |
| 申洲国际 | 1657 | 4% | 18% | 17% | -34% | 51% | 27% | 34 | 51 | 65 | 40 | 26 | 20 |
| 特步国际 | 329 | 23% | 27% | 23% | 77% | 29% | 27% | 9 | 12 | 15 | 29 | 22 | 18 |
| 比音勒芬 | 136 | 5% | 22% | 20% | 23% | 27% | 24% | 6.1 | 7.8 | 9.6 | 22 | 17 | 14 |

资料来源：东海证券研究所，wind一致预期
说明：比音勒芬市值单位为人民币其余为港币。

附注：

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。



THANKS

感谢您的聆听！

本资料仅供参考，不构成投资建议