

# 国潮趋势延续，看好后疫情时代龙头增长韧性

## 核心观点

- **运动服饰行业：服饰行业中最强细分赛道，看好未来 5 年行业成长性。**根据前瞻产业研究院数据，2021 年中国运动服饰市场零售规模为 3,718 亿元，同比增长 19.1%，2019-2021 CAGR 为 7.8%。横向比较来看，从市场成长性和集中度两个维度，运动服饰赛道均保持领先。我们看好行业未来五年的成长性（预计双位数复合增长），主要原因如下：1）相比海外成熟市场，国内市场仍处于初期阶段，未来潜力大；2）政策持续加码，提升运动参与率；3）运动场景细分+延伸。
- **我们认为，行业未来有 3 大核心变化：1）增长路径：从“量”增到“量价”齐增。**从耐克大中华区的年度收入增速拆分可得，FY12 至 FY21，“量”增仍然是公司收入成长的主要驱动力。我们认为，随着消费人群的代际变化，年轻消费者对产品品质的追求明显提升，未来行业增长驱动有望转为“量价”齐增，我们看到众多国内龙头陆续发布提升品牌势能的规划（例如安踏于去年推出主品牌“赢领计划”等），助推行业 ASP 增长趋势。2）**产品品类：看好女性产品潜能和户外品类发展。**女性品类方面，海外龙头品牌已加快布局，国内龙头品牌李宁和安踏也开始发力，例如安踏携手谷爱凌布局女子市场。户外品类方面，随着冬奥会催化+人均收入的提高，优质户外品牌将迎来较快增长。3）**销售渠道：从关注门店数量，到更关注门店运营质量和结构优化。**无论是国内还是海外品牌，中国地区门店数量均趋于稳定。各品牌已经不以净开店作为重点关注指标，而是更加关注门店运营质量和大店比重的提升。从渠道结构上，我们也将密切关注龙头品牌的 DTC 转型（包括耐克、阿迪、安踏等）对公司经营效率的影响。
- **竞争格局：国潮趋势延续，关注 22H2 海外龙头企稳。**受益于新疆棉事件，2021 年国内品牌市占率明显提升，阿迪受损较大，其流失的份额主要被李宁和安踏等本土品牌承接。展望 2022 年，我们认为国内品牌有望延续国产替代进程，市占率继续提升；海外品牌方面，由于 22Q2 的疫情对一二线城市冲击更大，预计海外品牌 22H1 市占率将有所下滑，之后随着疫情好转+供应链恢复，22H2 市占率有望企稳。
- **2022 年投资逻辑：1）基本面：后疫情时代，国内运动龙头表现更具韧性。**根据前瞻产业研究院数据，一方面疫情爆发的 2020 年运动服饰板块同比下滑幅度仅 2.4%，明显小于其他板块；另一方面运动板块在 2021 年的恢复速度最快。结合上市龙头对外指引，尽管有高基数+疫情不确定性等因素，国内头部品牌对 2022 年的销售预期仍然偏谨慎乐观。2）**估值：国内龙头已经回到 2019 年疫情前水平，未来有向上修复空间。**结合自身基本面和行业中长期景气度，目前国内龙头的估值水平存在一定低估。另外相比于海外龙头，国内龙头品牌相对更优秀、更可持续的盈利能力和成长速度都有望在未来获得一定的估值溢价。

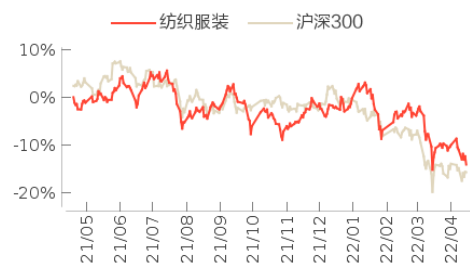
## 投资建议与投资标的

- 我们认为，国内运动服饰行业赛道在未来 5 年内仍将延续高景气，另一方面，虽然短期有疫情扰动，行业也有望保持较好的增长韧性。在国潮深化和本土品牌市占率持续提升的大背景下，看好短期基本面表现强劲、估值有向上修复空间的国内龙头品牌，推荐李宁(02331，买入)、安踏体育(02020，买入)、特步国际(01368，买入)，关注滔搏(06110，增持)。

**风险提示：**疫情波动、经济减速、回收经销商带来的短期业绩波动、原材料成本上涨等

行业评级 **看好（维持）**

国家/地区 中国  
 行业 纺织服装行业  
 报告发布日期 2022 年 04 月 18 日



## 证券分析师

施红梅 021-63325888\*6076  
 shihongmei@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860511010001

赵越峰 021-63325888\*7507  
 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860513060001  
 香港证监会牌照：BPU173

朱炎 021-63325888\*6107  
 zhuyan3@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860521070006

## 相关报告

静待国内疫情拐点，行业仍以结构性机会为主 2022-04-10

3/4 月零售受疫情冲击较大，出口+景气细分赛道仍是主推方向 2022-04-04

一季报继续看好运动服饰与出口制造龙头表现 2022-03-27

## 目录

运动服饰行业：最强服饰赛道，未来 5 年预计实现双位数复合增长.....	5
行业未来核心变化.....	8
增长路径：从“量”增到“量价”齐增 .....	8
产品品类：看好女性产品潜能和户外品类发展 .....	9
销售渠道：从关注门店数量，到更关注运营质量和结构优化.....	10
竞争格局：国潮趋势延续，关注 22H2 海外龙头企稳 .....	12
2022 年全年投资逻辑.....	13
基本面：后疫情时代，国内龙头表现更具韧性 .....	13
估值：国内龙头已回到 2019 年疫情前水平，有向上修复空间 .....	16
相关公司.....	18
李宁.....	18
安踏体育 .....	18
特步国际 .....	19
风险提示.....	20

## 图表目录

图 1: 预计中国运动服饰市场在未来五年仍能保持双位数增长 (亿元) .....	5
图 2: 中国人均运动服饰支出和运动服饰开支占比均处于低位 .....	6
图 3: 美国运动服饰同比增速高于服饰 .....	6
图 4: 德国运动服饰同比增速高于服饰 .....	6
图 5: 耐克北美区服饰收入增速拆分 .....	6
图 6: 耐克北美区鞋履收入增速拆分 .....	6
图 7: 中国运动服饰占整体服饰比重逐年上升 .....	8
图 8: 2021 年中国运动服饰占服饰比重与海外比仍然有差距 .....	8
图 9: 耐克大中华区服饰收入增速拆分 .....	8
图 10: 耐克大中华区鞋履收入增速拆分 .....	8
图 11: 耐克女子系列产品增长更快 .....	10
图 12: 安踏携手谷爱凌布局女子市场 .....	10
图 13: 迪桑特门店数量变化 .....	10
图 14: 始祖鸟于 2020 年底签约刘雯为全球首位代言人 .....	10
图 15: 安踏和 FILA 品牌门店数量趋于稳定 .....	10
图 16: 李宁品牌门店数量趋于稳定, 仅李宁 young 有净增 .....	10
图 17: 滔搏门店数量趋于稳定 .....	11
图 18: 宝胜国际门店数量趋于稳定 .....	11
图 19: 滔搏平均门店面积逐年提升 (平方米) .....	11
图 20: 滔搏门店结构中 150 平方米以上门店逐年提升 .....	11
图 21: 宝胜国际月度销售额 (亿元) .....	12
图 22: 运动板块受 2020 年疫情影响最小, 2021 年后恢复速度最快 .....	14
图 23: 李宁渠道库存维持低位 (月) .....	15
图 24: 李宁渠道库存中以新品为主 .....	15
图 25: 李宁公司存货也主要以新品为主 .....	15
图 26: 李宁现金状况充裕 (百万元) .....	15
图 27: 李宁零售运营能力大幅改善 .....	15
图 28: 李宁商品运营能力规划 .....	15
图 29: 李宁 PE TTM 估值和沪港通持股占比 .....	16
图 30: 安踏估值 TTM 估值和沪港通持股占比 .....	16
图 31: 耐克大中华区 EBIT margin 远高于海外 .....	17
图 32: 阿迪达斯亚太区 EBIT margin 远高于海外 .....	17
图 33: 李宁和安踏净利率近两年高于耐克阿迪 .....	17
图 34: 李宁安踏 2016-2021 净利润复合增速高于耐克阿迪 .....	17

表 1: 运动赛道在行业增速和市场集中度维度均保持领先 .....	5
表 2: 国家对于运动服饰板块的政策支持 .....	7
表 3: 安踏“赢领计划”聚焦 8 大领域.....	9
表 4: 2021 年受益于新疆棉，国内品牌市占率大幅提升 .....	12
表 5: 国际龙头和国内龙头大中华区收入和零售表现比较 .....	13
表 6: 中国运动服饰市场成长性高于其他国家 .....	16

## 运动服饰行业：最强服饰赛道，未来 5 年预计实现双位数复合增长

**运动服饰行业：服饰行业中最强细分赛道。**根据前瞻产业研究院数据，2021 年中国运动服饰市场零售规模为 3,718 亿元，同比增长 19.1%（有部分 2020 年疫情同期基数较低的因素），2019-2021 CAGR 为 7.8%。从市场成长性和集中度两个维度来看，国内运动服饰赛道均保持领先，具体如下：

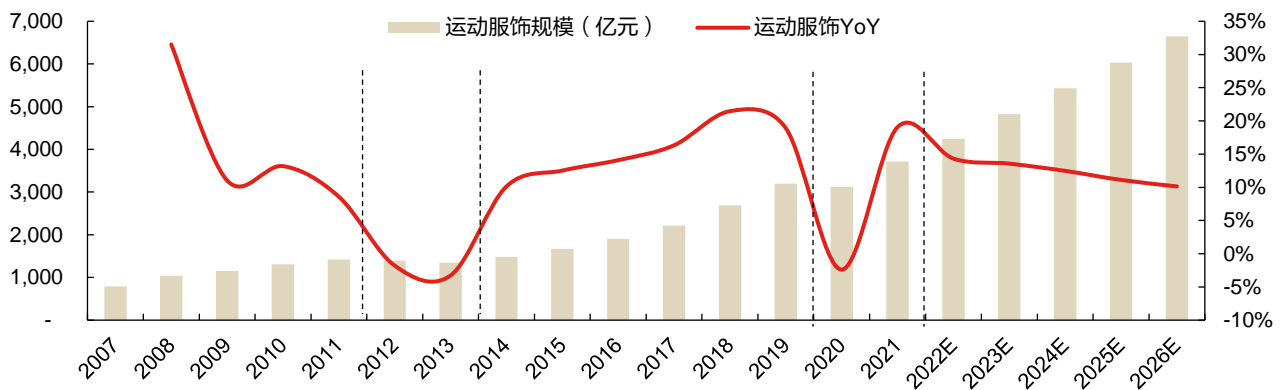
- ◆ **市场成长性：**我们按时间维度划分为疫情前（2013-2019）、疫情中（2019-2021）和疫情后（2021-2026E），每个阶段中运动赛道的增速都保持领先，特别在疫情中阶段，运动赛道展现了更好的增长韧性。
- ◆ **市场集中度：**2021 年运动服饰赛道 CR5 为 58.1%，其中 CR5 分别为耐克、阿迪、安踏、李宁和 FILA 品牌，竞争格局明显优于其他赛道。

表 1：运动赛道在行业增速和市场集中度维度均保持领先

	2013-2019 CAGR	2019-2021 CAGR	2021-2026E CAGR	2021 CR5
运动服饰	15.5%	7.8%	12.3%	58.1%
男装	4.6%	1.9%	3.5%	12.0%
女装	6.2%	2.3%	4.0%	4.9%
童装	12.8%	3.5%	10.2%	12.1%

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 1：预计中国运动服饰市场在未来五年仍能保持双位数增长（亿元）



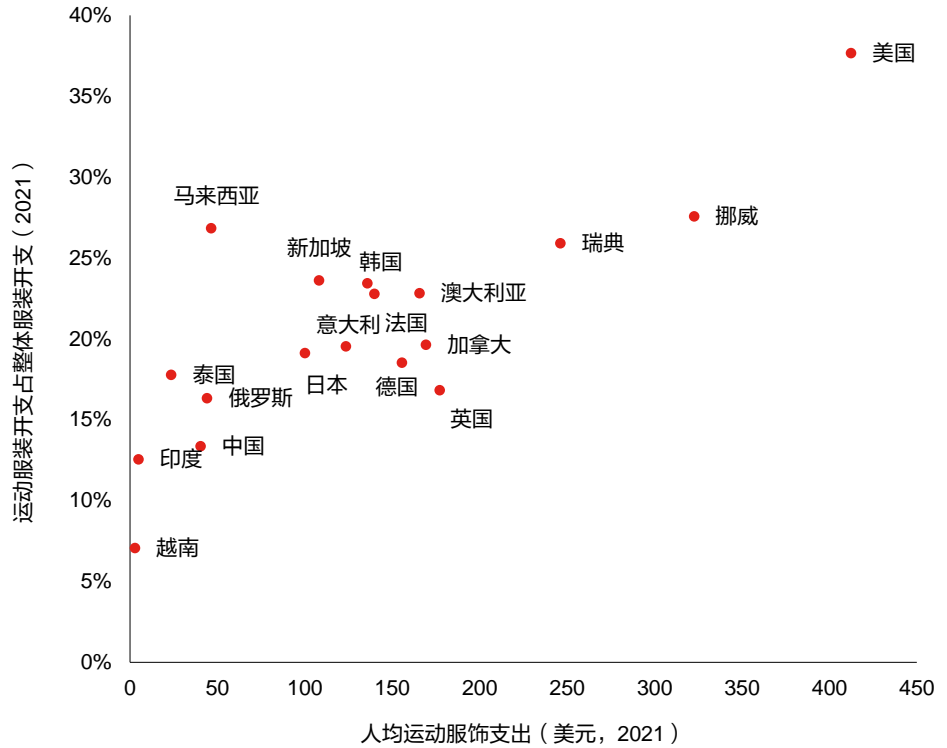
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

我们看好行业未来五年的成长性（预计双位数复合增长），主要有以下原因：

### 1) 相比海外成熟市场，国内市场仍处于发展初期，未来潜力大

根据前瞻产业研究院数据，从 2021 年人均运动服饰支出（横轴）以及运动服饰开支占服饰比重（纵轴）两个维度来分析：中国市场仍然处于发展初级阶段，仅优于印度和越南，与日本、韩国、美国、挪威、瑞典等成熟市场仍然有较大差距。

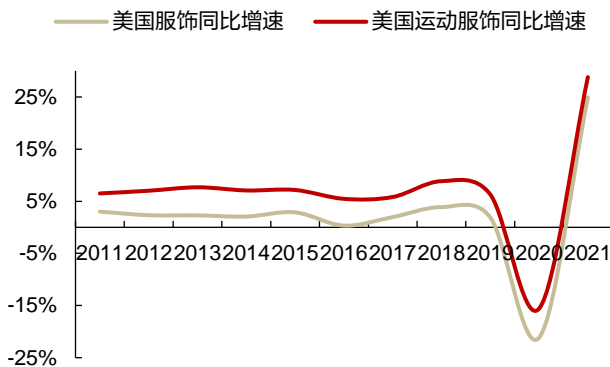
图 2：中国人均运动服饰支出和运动服饰开支占比均处于低位



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

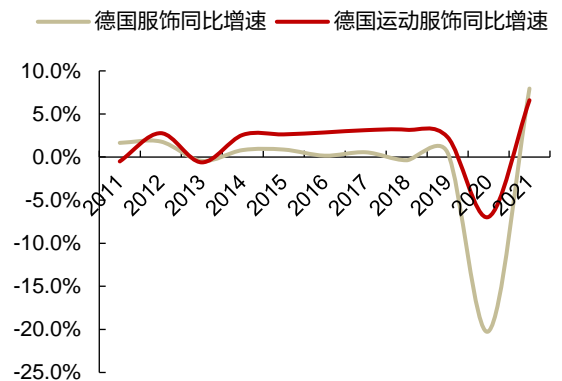
海外成熟市场仍具备较高景气度，侧面证明国内市场未来发展潜力。从两个维度来分析，1) 海外运动服饰市场增速更快，以美国和德国市场为例，运动服饰市场的增速在绝大部分时间都快于整体服饰市场，且在 2020 年疫情期间韧性更强，恢复速度也更快；2) 经过多年的发展，海外运动服饰市场仍处于“量价”齐升阶段。我们以耐克为例，拆分过去几年北美地区的收入增速来看，无论是服饰还是鞋履板块，量增和价增都保持同步，增长健康。

图 3：美国运动服饰同比增速高于服饰



数据来源：中研网，东方证券研究所

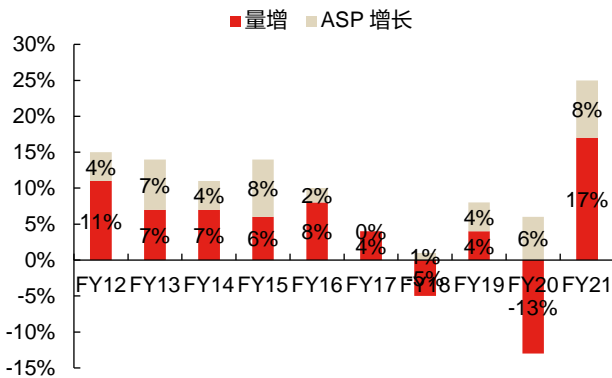
图 4：德国运动服饰同比增速高于服饰



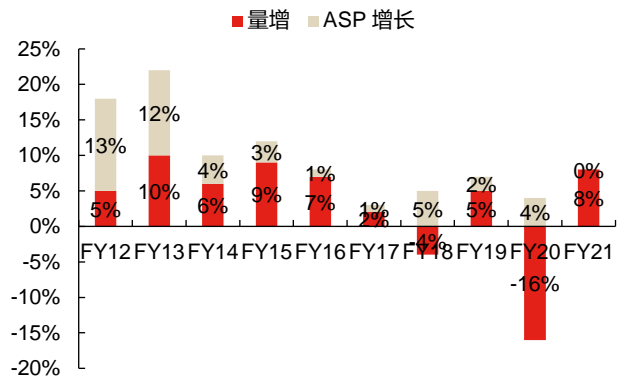
数据来源：中研网，东方证券研究所

图 5：耐克北美区服饰收入增速拆分

图 6：耐克北美区鞋履收入增速拆分



数据来源: wind, 东方证券研究所



数据来源: wind, 东方证券研究所

## 2) 国内政策持续加码，提升国内运动参与率

近年来中国政府密集出台运动相关政策，鼓励居民积极参与户外运动。我们认为，2022 年冬奥会已激发起民众参加户外运动（特别是冰雪运动）的热潮，安踏品牌作为奥运会赞助伙伴，在冬奥期间零售表现优异。从中长期来看，在政策引导下，国内居民的运动参与率有望得到持续提升。

表 2：国家对于运动服饰板块的政策支持

发布日期	政策及内容
2009 年	纪念北京奥运会成功举办，国务院批准从 2009 年起，每年 8 月 8 日为“全民健身日”。
2014 年	《国务院关于加强发展体育产业促进体育消费的若干意见》，到 2025 年基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富， <b>体育产业总规模超过 5 万亿元</b> ，成为推动经济社会持续发展的重要力量。
2016 年	《全民健身计划（2016-2020）》，到 2020 年参加体育锻炼的人数明显增加，每周参加 1 次及以上体育锻炼的人数达到 7 亿，经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿， <b>体育消费总规模达到 1.5 万亿元</b> 。
2016 年	《体育产业发展“十三五”规划》，“十三五”期间，产业总量进一步增长， <b>体育产业总规模超过 3 万亿</b> ，从业人员数超过 600 万人，产业增加值在国内生产总值中的比重达 1.0%等。
2016 年	《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》，到 2025 年，冰雪运动基础更加坚实，普及程度大幅提升，参与冰雪运动的人数稳步增加，直接参加冰雪运动的人数超过 5000 万，并 <b>“带动 3 亿人参与冰雪运动”</b> 。
2019 年	《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》，提出 10 个方面政策举措，强化体育产业要素保障，激发市场活力和消费热情，推动体育产业成为国民经济支柱性产业，让经常参加体育锻炼成为一种生活方式。
2021 年	《全民健身计划（2021-2025）》，深入实施健康中国战略和全民健身国家战略，加快体育强国建设，构建更高水平的全民健身公共服务体系。到 2025 年，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，每千人拥有社会体育指导员 2.16 名， <b>带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元</b> 。
2022 年	3 月 23 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》，主要目标：到 2025 年，更高水平的全民健身公共服务体系基本建立，人均体育场地面积达到 2.6 平方米， <b>经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%。到 2035 年经常参加体育锻炼人数比例达到 45%</b> ，体育健身和运动休闲成为普遍生活方式。

数据来源: 各级政府网站, 东方证券研究所

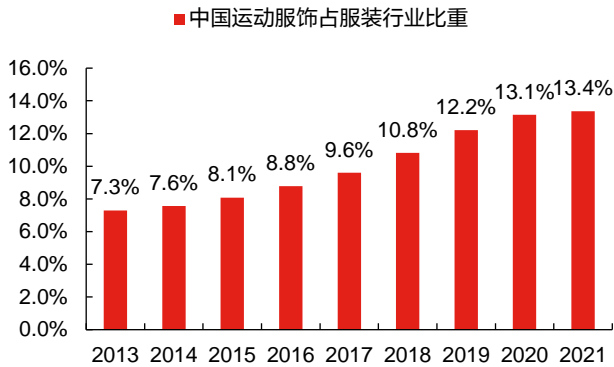
## 3) 运动场景细分+延伸

我们认为，随着国内人均 GDP 的提升，国内居民能够接触到更丰富的体育运动类别，在专业性提升的同时，对细分品类的需求也将更大。另一方面，运动服饰的穿着场景也在不断延伸，更多非

运动场合，包括工作期间也有越来越多的人穿着运动服饰；此外，近两年运动时尚品类的流行（例如中国李宁），也有效提升了运动品牌在年轻人中的渗透率。

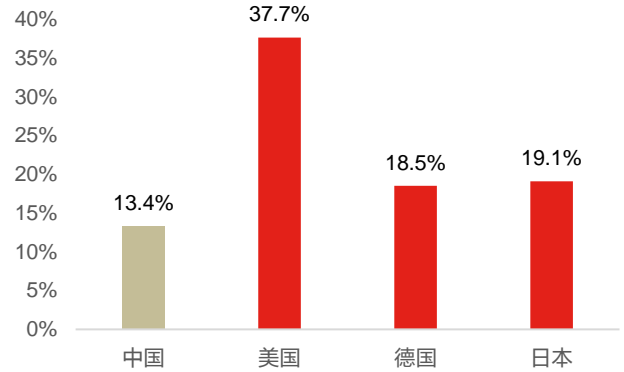
根据前瞻产业研究院数据，中国运动服饰占整体服饰比重逐年上升，已从 2013 年的 7.3% 提升至 2021 年的 13.4%，但与海外成熟市场如美国、德国和日本相比，仍然有较大提升空间。

图 7：中国运动服饰占整体服饰比重逐年上升



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 8：2021 年中国运动服饰占服饰比重与海外比仍然有差距



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

## 行业未来核心变化

### 增长路径：从“量”增到“量价”齐增

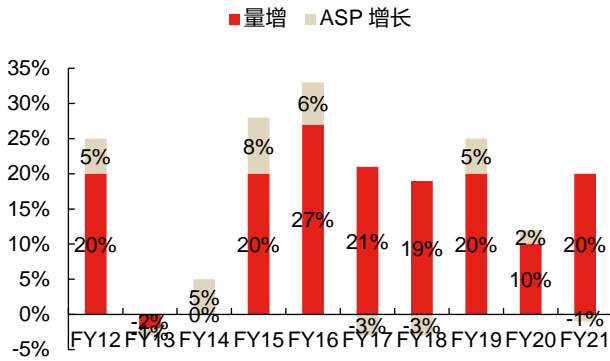
复盘国内市场，我们认为，“量”增是过去几年运动市场主要的增长驱动力，即通过门店的扩张带动销量的增长，满足更多消费者基本的运动需求。我们从耐克大中华区的年度收入增速拆分可得，FY12 至 FY21，“量”增对收入的贡献大幅高于“价”增。

我们认为，随着 90 后、95 后逐步成为消费主力，国内消费者对产品品质的追求明显提升，逐步开始接受高单价、高溢价的产品，比如李宁在 2018 年纽约时装周的曝光后，顺势推出中国李宁产品线，逐步拉升整体 ASP。另一方面，2021 年的新疆棉事件也大幅提升了消费者对于国产品牌的信心，在龙头品牌门店数量普遍相对饱和的背景下，我们认为行业未来增长的驱动力将有所变化，即从过去的“量”增为主转向“量价”齐增。如前所述，在海外成熟市场中，龙头品牌（例如耐克）仍然处于量价齐升的阶段，这也增加了我们对国内市场运动服饰消费升级的信心。

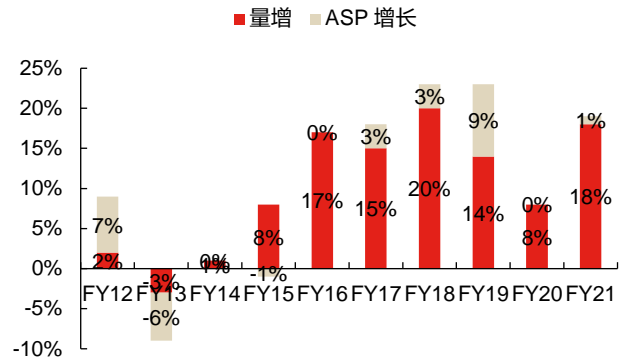
图 9：耐克大中华区服饰收入增速拆分

图 10：耐克大中华区鞋履收入增速拆分





数据来源: wind, 东方证券研究所



数据来源: wind, 东方证券研究所

我们看到众多国内龙头品牌陆续发布提升品牌势能的规划，助推 ASP 增长趋势。我们以安踏为例，安踏于 2021 年 6 月推出“赢领计划”聚焦 8 大领域，并提出 5 年战略目标，具体包括：

- ◆ **规模领先：**1) 目标流水复合增长率 18%-25%；2) 市场份额提升 3-5 个百分点。
- ◆ **高质量增长：**1) 加强 1-3 线城市渠道布局，预计到 2025 年贡献 50%以上的收入；2) 加强购物中心布局，门店数量预计翻倍；3) 提升线上占比至 40%，未来 5 年线上复合增速为 30% 以上。

安踏品牌未来在巩固大众市场领先地位的同时，也将通过丰富产品组合来抓住中高端市场机会，预计中高端产品对收入贡献将从目前的 10%+提升至 40%。

表 3：安踏“赢领计划”聚焦 8 大领域

专业为本		品牌向上	
1	持续为中国国家队打造比赛装备	4	聚焦双奥战役
2	整合全球顶级运动科技研发力量	5	赢领 Z 世代
3	核心品类突破：跑步、篮球、女子	6	加速 DTC 升级和数字化变革
		7	巩固安踏儿童市场领导地位
		8	推动可持续发展及体育公益

数据来源：公司公告，东方证券研究所

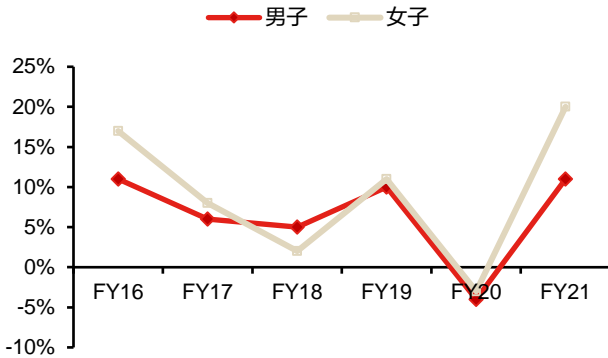
## 产品品类：看好女性产品潜能和户外品类发展

展望 2022 年，结合头部龙头品牌未来规划，我们看好女性产品和户外品类发展。

**女性产品：**我们认为，随着现代女性独立意识、经济水平的提升，以及对于健康美的天然追求，未来将不断提升在运动鞋服领域的话语权，影响产品的设计风向。除了露露柠檬这样以女性产品起家的公司之外，其他各大国际龙头近年已经开始加快布局，包括：1) 耐克：FY16-21，女子系列产品增速在大多数年份均高于男子系列产品，FY21 女子产品同比增长 20%，大幅高于男子产品的 11%。2) 阿迪达斯：2021 年发布“掌控全场”战略中明确提出要吸引更多女性消费群体，目标在 2021-2025 年女性品类复合增速达到中双；**本土品牌李宁安踏也开始强化布局：**1) 李宁：2021 年 10 月底宣布配售 1.2 亿股股份，筹资 105 亿港元，加强女性品类的布局也是方向之一，

2) 安踏：2021 年 7 月发布的品牌重塑计划也将女子作为核心的突破品类，打造“科技+颜值”的新运动美学女子品类，并且携手品牌代言人谷爱凌全力布局女子市场。

图 11：耐克女子系列产品增长更快



数据来源：公司年报，东方证券研究所

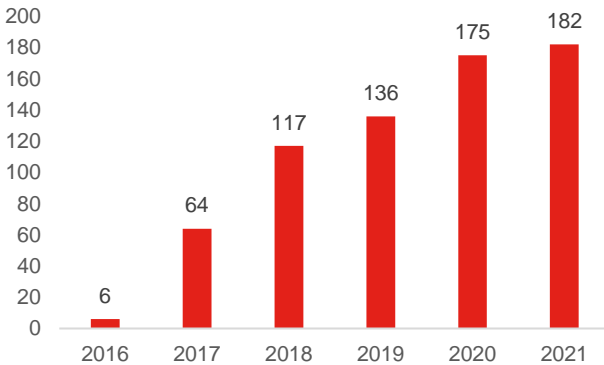
图 12：安踏携手谷爱凌布局女子市场



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**户外品类：**我们认为，户外品类在 2022 年起有望实现更快速增长，主要原因包括：1) 2022 年北京冬奥会的催化；2) 近年来政府多次出台的支持户外行业发展的政策；3) 依照欧美经验，随着人均收入水平的提高，消费者对于户外运动需求将大幅提升。安踏集团旗下户外品牌迪桑特近年来表现亮眼，截至 2021 年底门店数为 182 家；始祖鸟在被安踏收购之后，通过签约首位女性代言人、渠道和产品结构调整等方式，打造更多“亿元店”，预期 2022 年会有更好的表现。

图 13：迪桑特门店数量变化



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 14：始祖鸟于 2020 年底签约刘雯为全球首位代言人



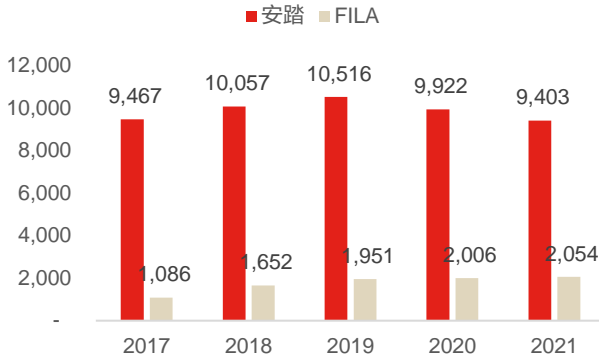
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 销售渠道：从关注门店数量，到更关注运营质量和结构优化

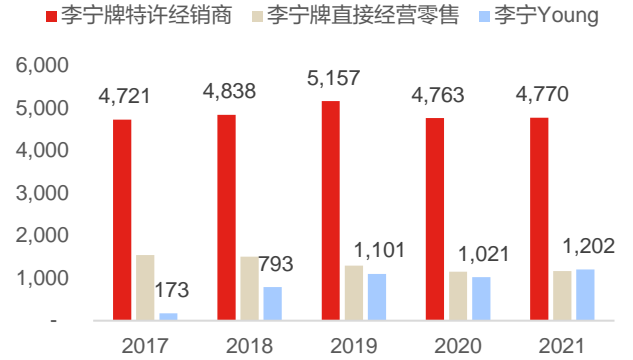
无论是国内还是海外品牌，中国地区门店数量均趋于稳定。通过汇总国内龙头李宁、安踏，以及滔搏和宝胜国际（耐克阿迪的主要经销商）的线下门店数据，我们发现近几年各品牌线下门店数量趋于平稳。受疫情影响，2020 年后甚至出现了净关店现象。

图 15：安踏和 FILA 品牌门店数量趋于稳定

图 16：李宁品牌门店数量趋于稳定，仅李宁 young 有净增

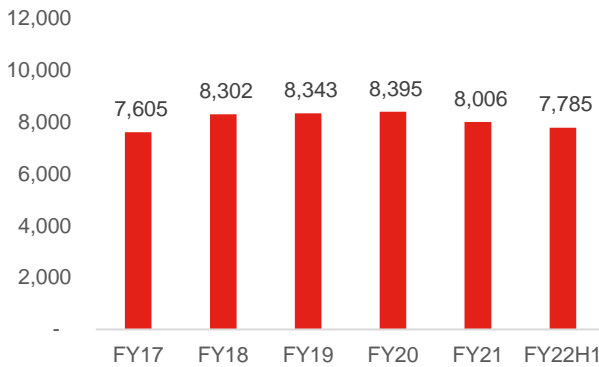


数据来源: wind, 东方证券研究所



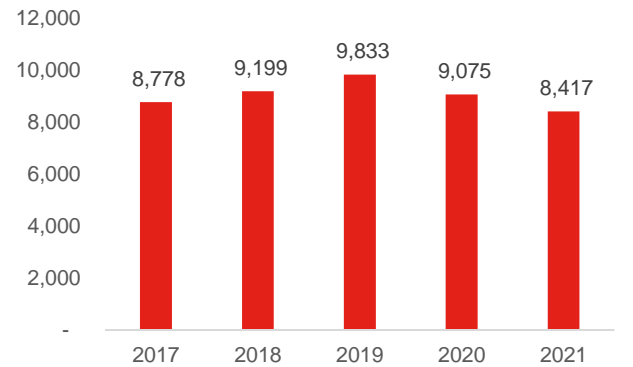
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 17: 滔搏门店数量趋于稳定



数据来源: wind, 东方证券研究所

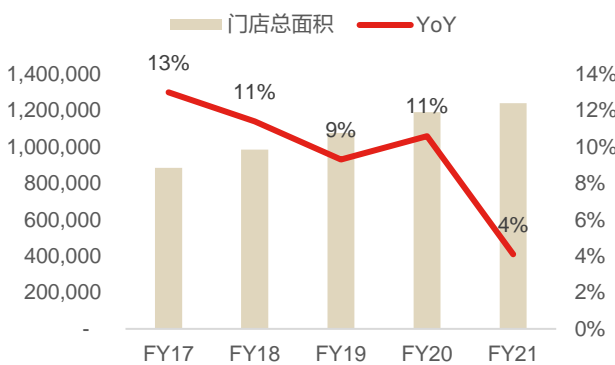
图 18: 宝胜国际门店数量趋于稳定



数据来源: wind, 东方证券研究所

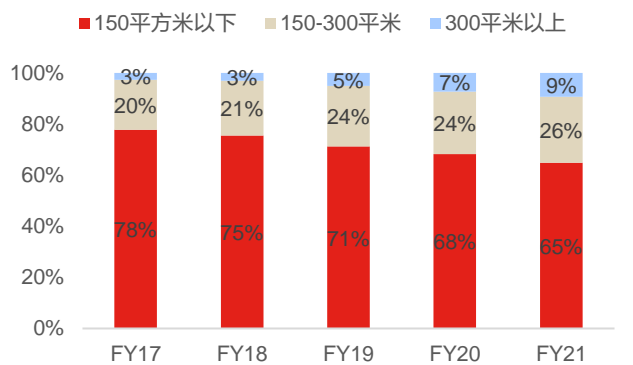
展望未来，各龙头品牌不以净开店作为重点关注指标，而是更加关注门店运营质量、盈利能力和结构优化（提升大店比重）。以滔搏为例，在 FY20 后门店数量下降的背景下，门店面积在 FY20 和 FY21 分别同比增长 11% 和 4%，从门店结构来看，150 平方米以上的门店数量占比逐年提升，从 FY17 的 23% 提升至 FY21 的 35%。国内品牌李宁、安踏、特步也将开大店作为未来几年的运营重点。从渠道结构上，我们也将密切关注龙头品牌的 DTC 转型（包括耐克、阿迪、安踏等）对公司经营效率的影响。

图 19: 滔搏平均门店面积逐年提升 (平方米)



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 20: 滔搏门店结构中 150 平方米以上门店逐年提升



数据来源: wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 竞争格局：国潮趋势延续，关注 22H2 海外龙头企稳

受益于新疆棉事件，2021 年国内品牌市占率明显提升，海外品牌中阿迪受损较大。根据中研网数据，2021 年，国内头部品牌安踏、李宁、FILA 品牌市占率分别提升 0.7、1.4 和 0.3 pct，李宁作为国潮品牌代表，市占率提升幅度最大，2021 年下半年公司顺势推出 LI-NING 1990 新品牌，相比中国李宁，定位人群更成熟、产品更偏向生活时尚，通过品牌裂变手段进一步打开成长天花板。

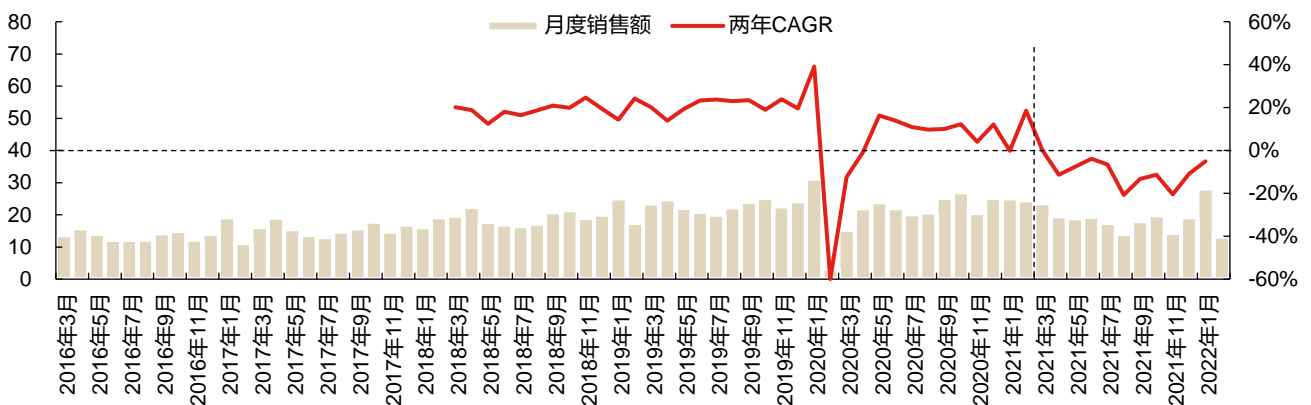
另一方面，耐克阿迪市占率有所下滑，分别下滑 0.9 和 2.5 pct，其中阿迪受损较大，我们认为其流失的市场份额主要被李宁和安踏等本土品牌承接。从宝胜国际（耐克阿迪中国经销商）的月度销售额趋势可得，自 2021 年 3 月的新疆棉事件后，两年的 CAGR 持续低于 0，侧面证明阿迪 2021 年在国内市场表现低迷。

表 4：2021 年受益于新疆棉，国内品牌市占率大幅提升

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021 同比增加
耐克	14.3%	15.5%	16.9%	18.1%	18.7%	18.8%	20.0%	19.1%	-0.9%
阿迪	14.8%	15.3%	16.1%	18.3%	19.2%	18.8%	17.1%	14.6%	-2.5%
安踏	7.0%	7.8%	8.1%	8.4%	9.0%	9.1%	8.6%	9.3%	0.7%
李宁	6.6%	6.9%	6.6%	6.2%	6.0%	6.5%	6.8%	8.2%	1.4%
FILA	1.6%	2.1%	2.3%	2.6%	3.8%	5.5%	6.6%	6.9%	0.3%
斯凯奇	0.6%	1.8%	3.0%	3.9%	4.9%	5.3%	5.9%	6.6%	0.7%
特步	6.4%	6.2%	5.5%	4.4%	4.5%	4.8%	4.5%	4.4%	-0.1%
合计	51.3%	55.6%	58.5%	61.9%	66.1%	68.8%	69.5%	69.1%	-0.4%

数据来源：中研网，东方证券研究所

图 21：宝胜国际月度销售额（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

我们统计了市场上主流的龙头品牌的分季度增长情况（受制于数据的可得性，海外品牌和国内品牌分别采用收入和流水口径），并重点关注 2021 vs 2019 年的同比增长数据，结论如下：1）国内品牌的流水数据均大幅超越 2019 年水平，其中 21Q2 受益于新疆棉事件，龙头品牌增长幅度较大；2）海外品牌 21Q1 收入表现较好，其中耐克大中华区对比 19Q1 有 36% 的增长，而 21Q2 后收入增速均出现大幅下滑，与上文的市占率变化趋势相一致。

**我们对国内和海外品牌的市占率变化判断如下：**

- ◆ **国内品牌：**考虑到 22Q1 国内品牌较为强劲的流水表现、以及坚实的基本面支撑（下文详细阐述），叠加宝胜国际22Q1疲弱的收入表现（22Q1同比下滑25%，对比19Q1下滑17%），我们认为国内品牌有望延续国产替代进程，市占率继续提升。
- ◆ **海外品牌：**由于 22Q2 的疫情对一二线冲击更大，我们预计海外品牌 22H1 市占率将有所下滑，而 22H2 有望企稳，原因如下：1）疫情好转后，海外品牌业绩弹性更大；2）海外供应链和物流将逐步恢复，新产品发售节奏趋于正常。

**表 5：国际龙头和国内龙头大中华区收入和零售表现比较**

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
	vs 2020				vs 2019				vs 2021
<b>国际龙头（收入口径）</b>									
耐克大中华区	42%	9%	1%	-24%	36%	10%	9%	-10%	
阿迪大中华区	156%	-16%	-15%	-24%	8%	-16%	-19%	-19%	
PUMA 亚太区	29%	30%	2%	-5%	13%	11%	0%	6%	
宝胜国际	48%	-15%	-25%	-27%	11%	-15%	-25%	-26%	-25%
<b>国内龙头（流水口径）</b>									
李宁	85-90%	90-95%	40-45%	30-35%	中 50%	80-85%	45-50%	50-55%	
线下零售	90-95%	85-90%	中 30%	25-30%	中 20%	60-65%	中 30%	30-35%	
线下批发	80-85%	90-95%	35-40%	25-30%	50%	75-80%	30-35%	40-45%	
线上	100%+	95-100%	中 50%	40-45%	中 120%	150-155%	120-125%	90-95%	60%+
安踏体育									
安踏品牌	40-45%	35-40%	10-15%	中双	10-15%	30-35%	中双	15-20%	15-20%
FILA 品牌	75-80%	30-35%	中单	高单	65-70%	45-50%	25-30%	35-40%	中单
其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	100-105%	115-120%	105-110%	105-110%	40-50%
特步国际	55%	30-35%	中双	20-25%	20-25%	25-30%	20-25%	30-35%	30-35%

数据来源：wind，东方证券研究所

## 2022 年全年投资逻辑

### 基本面：后疫情时代，国内龙头表现更具韧性

从 Q1 表现来看，1-2 月受益于冷冬+基数，零售表现亮眼，3 月后半月起零售开始受到疫情冲击：

- ◆ 李宁：1-2 月，李宁线下流水实现 35-40%增长，线上实现超过 60%增长，3 月上半月维持增长势头，但疫情爆发后，线下零售增速迅速下降至双位数，线上仍维持 60%+增长。
- ◆ 安踏：公司 4 月 14 日发布公告，22Q1 安踏品牌实现 10-20%高段增长，FILA 品牌实现中单位数正增长。拆分来看，1-2 月，安踏品牌流水增速超 20%，FILA 实现约中双位数增长，3 月受疫情影响，安踏和 FILA 流水增长为负。

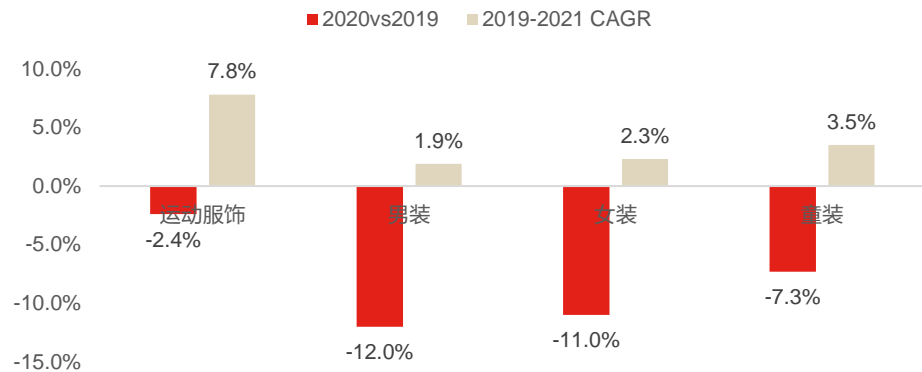
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- ◆ 特步国际：公司4月7日发布公告，22Q1 特步主品牌零售增长30-35%，折扣水平约75折，存货周转约4个月。拆分来看，1-2月零售增长超过35%，3月上半月维持增长势头，仍然有超过30%增长，但疫情爆发后，3月下半月零售增速迅速下降至双位数。

进入到3月底到4月，疫情影响将进一步加剧。首先线下零售将受到直接冲击，考虑到疫情发生的地点，我们判断高线城市受到的影响大于低线城市，国际品牌受到的冲击比国内品牌将更大（国际品牌在一二线城市门店布局更多）。此外，在2020年疫情中发挥重要作用的电商，受制于当下物流时效性，线上电商的销售成交与购物体验均有一定的折扣。

但我们认为，运动板块相比于其他服饰板块韧性更强，回顾2020年疫情，根据前瞻产业研究院数据，受疫情影响，运动服饰板块2020年同比下滑幅度仅2.4%，大幅小于其他板块，但2021年恢复速度最快，2019-2021 CAGR为7.8%。

图 22：运动板块受 2020 年疫情影响最小，2021 年后恢复速度最快



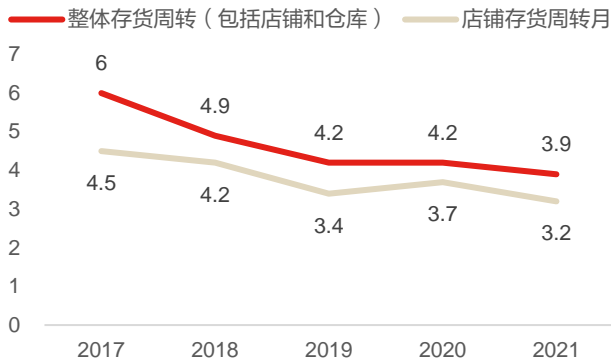
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

结合龙头上市公司对外指引的情况来看，尽管有高基数+疫情不确定性等因素，国内头部品牌对2022年的销售预期仍偏谨慎乐观（结合4月上海疫情状况，实际表现可能低于预期，但预计仍强于其他品类）：

- ◆ 李宁（3月18日）：22Q2收入预计中单位数增长，维持全年收入指引高双到低20%增长。
- ◆ 安踏（4月14日）：4月至今零售流水表现与3月底类似，安踏主品牌全年争取实现18-25%的原指引，由于FILA门店主要布局在一二线城市，受疫情冲击较大，全年指引预计小幅下调（我们推断将从15-20%下调至10%-15%）。
- ◆ 特步（4月7日）：如果疫情在4月控制住+五一线下客流恢复，公司预期22Q2零售流水增速达15-20%。目前疫情对公司销售区域的影响超过10%，其中上海+吉林小于3%，公司深耕的低线城市门店受疫情影响较小。公司全年指引维持不变，2022年全年收入增速为25%-30%，特步主品牌预计开店200-300家，其中超过50%的店铺将开在高线城市（主要是二线城市）。

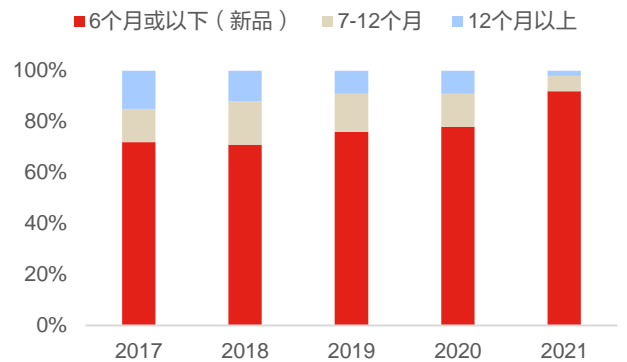
我们认为，坚实的基本面是支撑22年运动龙头表现的重要前提。我们以李宁为例，截至2021年底，公司渠道库存维持低位，整体存货周转和店铺存货周转分别为3.9和3.2个月，同比下降0.3和0.5个月，库存结构也较为健康，新品占比创新高。现金方面高达185亿，足够支撑公司未来新品类发展和投资。此外，在软实力方面，公司的零售能力、商品运营能力以及供应链能力等方面均已形成了较为成熟的打法。

图 23: 李宁渠道库存维持低位 (月)



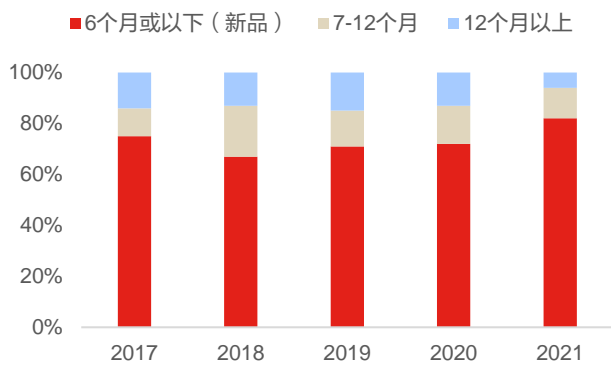
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 24: 李宁渠道库存中以新品为主



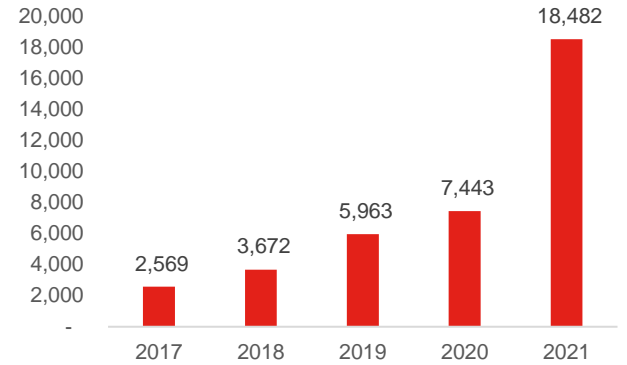
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 25: 李宁公司存货也主要以新品为主



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 26: 李宁现金状况充裕 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 27: 李宁零售运营能力大幅改善

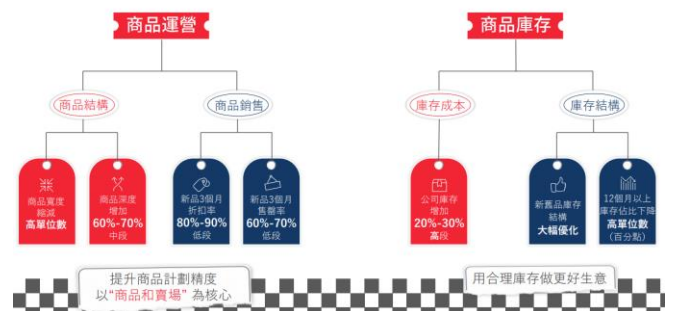
零售运营: 打造高效大店矩阵, 全面提升店效表现



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 28: 李宁商品运营能力规划

商品运营: 强化商品运营管理, 完善商品计划体系



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

## 估值：国内龙头已回到 2019 年疫情前水平，有向上修复空间

截至 2022 年 4 月 13 日，根据 wind 数据，李宁和安踏的 PE TTM 估值分别为 32X 和 26X，基本回到疫情前水平，从沪港通持股占比情况来看，李宁已恢复至 2021 年中旬最高水平，安踏距去年最高点仍然有距离。我们认为，结合基本面和行业中长期景气度，目前国内龙头的估值水平存在一定低估，原因如下：1) 行业经历 2021 年新疆棉事件，国产替代趋势加速并仍能延续；2) 如前文所述，就算 2022 年有疫情+高基数影响，运动板块基本面仍然相对强劲。

图 29：李宁 PE TTM 估值和沪港通持股占比



数据来源：wind，东方证券研究所

图 30：安踏估值 TTM 估值和沪港通持股占比



数据来源：wind，东方证券研究所

另一方面，参考耐克和阿迪的估值，PE TTM 分别为 33X 和 23X（截至 4 月 13 日），与李宁和安踏估值水平类似，我们认为，相比于海外龙头，国内市场品牌龙头未来应享有更高估值溢价，原因如下：

### 1) 国内市场具备更好的成长性和竞争格局

根据前瞻产业研究院数据，中国运动服饰市场在疫情前（2013-2019）、疫情中（2019-2021）和疫情后（2021-2026E）的复合增速分别为 15.5%、7.8% 和 12.3%，高于美国、德国和日本等成熟市场，同时也远高于全球市场；另外，中国服饰市场的 CR5 也较高，竞争格局更好。

表 6：中国运动服饰市场成长性高于其他国家

	2013-2019 CAGR	2019-2021 CAGR	2021-2026E CAGR	2021 CR5
中国	15.5%	7.8%	12.3%	58.1%
美国	6.8%	4.3%	6.8%	31.8%
德国	2.8%	-0.4%	3.3%	29.5%
日本	3.4%	-7.2%	3.9%	43.6%
全球	4.3%	2.5%	7.5%	32.0%

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

### 2) 国内龙头相比海外龙头具有更好的盈利能力和成长性

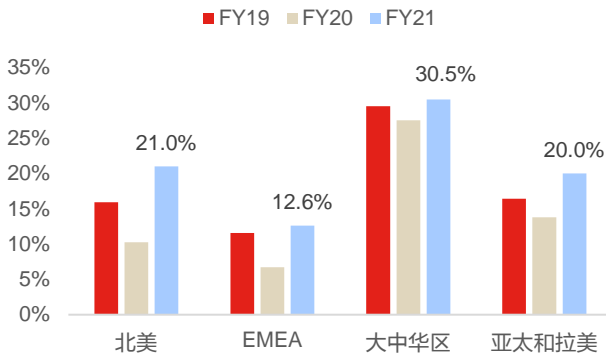
从海外龙头来盈利拆分来看，国内市场 EBIT 远高于海外。我们以耐克和阿迪为例，若按营业收入平均分摊总部费用，FY19-21 年耐克大中华区 EBIT margin 约为 30% 左右，大幅高于其他地区。2018-2019 年阿迪亚太区 EBIT margin 超过 20%（主要由大中华区贡献）。

另外，从整体财务报表看，国内龙头的盈利复合增速、净利率等方面均明显高于海外龙头，表明国内品牌正充分享受国内市场的增长红利。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

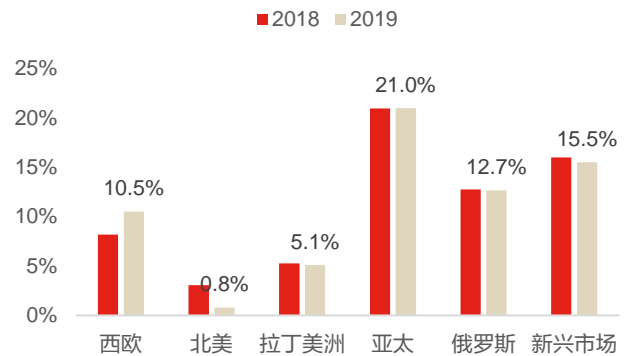


图 31：耐克大中华区 EBIT margin 远高于海外



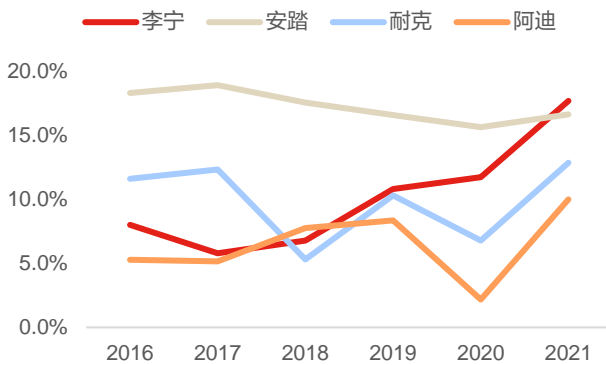
数据来源：wind，东方证券研究所

图 32：阿迪达斯亚太区 EBIT margin 远高于海外



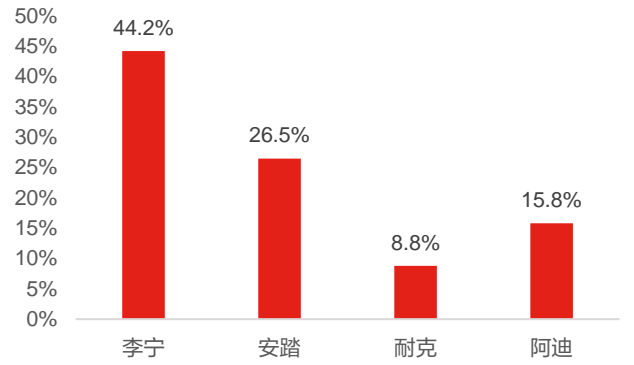
数据来源：wind，东方证券研究所

图 33：李宁和安踏净利率近两年高于耐克阿迪



数据来源：wind，东方证券研究所，注：耐克为财年数据

图 34：李宁安踏 2016-2021 净利润复合增速高于耐克阿迪



数据来源：wind，东方证券研究所，注：耐克为财年数据

尽管海外龙头的成长性和盈利能力不如国内龙头，但估值却与国内龙头基本持平，我们认为主要原因在于市场更认可海外龙头更强的品牌力带来的盈利稳定性。展望未来，结合中国市场更高的成长性+本土品牌势能持续向上+市占率的持续提升，我们认为国内龙头的估值水平有提升空间，有望能更好地与公司未来成长性相匹配。

## 相关公司

### 李宁

我们认为，李宁是国内运动赛道中基本面和品牌势能最为强劲的标的，充分受益于近年来的国潮趋势。从 2021 年报来看，公司实现营业收入 225.7 亿，同比增长 56%，实现净利润 40.1 亿，同比增长 136%，实现净利率 17.7%，同比提升 6 pct，大超预期。

**高增长的背后，经营质量扎实，各指标向好。** 1) 毛利率：同比提升 3.9 pct 至 53%，主要由终端零售折扣优化驱动，其中电商和直营毛利率分别贡献 2 和 0.9 pct。2) 费用率：销售和管理费用率同比改善 3.4 pct 和 0.6 pct，主要由收入高增带来的经营杠杆以及内生效率提升驱动。3) 经营现金流：同比提升 136% 至 65.3 亿。4) 渠道库存：整体存货周转（包括店铺及仓库）和店铺存货分别为 3.9 月和 3.2 月，同比减少 0.3 月和 0.5 月，库龄结构来看，6 个月及以下新品占比为 92%，大幅提升 14 pct。5) 新品销售：线下零售流水实现 60-70% 高段增长，其中新品流水占比提升 7 pct，终端零售折扣改善超 3.5 pct，售罄率方面，6 个月改善 14 pct，4 个月改善 13 pct。

**2021 年的超预期表现固然有新疆棉的特殊事件的影响，但我们也看到公司在此期间品牌势能、产品开发和运营效率的明显提升，我们判断未来公司高成长性有望延续。** 以终端零售和运营效率为例，近两年公司持续强调打造“肌肉型企业”，目前已初见成效：1、线下：公司首先通过直营高效店矩阵的建设，进而实现批零店效的全面升级，最终实现全通路盈利能力的提升，我们认为公司已形成较为系统、可执行的方法论，管理层不单纯追求门店数量的扩张，更聚焦线下长期可持续发展。2、线上：建立了电商与线下业务的跨职能沟通机制，强化全渠道整合协同。

展望 2022 年，1-2 月公司零售表现依然强劲，线下流水增长超 30%+，线上更是有 60% 以上增长。22Q2 虽然有去年同期高基数影响（新疆棉事件），但公司仍预期 Q2 实现中单位数增长。2022 年公司业绩指引为：1、收入预期增长高双到低 20%；2、净利率维持高双位数，考虑到 2021 年超预期的业绩表现以及公司一向保守的预期管理，我们对公司全年表现保持乐观。

我们维持对公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.86 元、2.28 元和 2.81 元的预测，维持公司“买入”评级。

### 安踏体育

安踏体育是国内最大的运动服饰集团，具备卓越的多品牌零售运营能力。2022 年 1 季度，安踏品牌实现 10-20% 高段增长，FILA 品牌实现中单位数正增长，其他品牌实现 40-50% 的正增长。

**安踏品牌：冬奥+冷冬催化 1-2 月流水增长，库存水平健康。** 1) 分月来看：1-2 月实现 20%+ 流水增长，受冬奥和冷冬催化，表现优异；3 月受疫情影响地区线下流水下滑 30-40%，全国线下流水下滑中单位数。2) 分品牌来看：安踏大货流水实现中双增长，儿童增长 20-25%。3) 库存健康，库销比维持在 5，DTC 进展有序。4) 零售折扣为 73 折，同比持平，并未受疫情影响降低折扣。

**FILA 品牌：3 月疫情冲击较大，关注后续季度复苏情况。** 1) 分月来看：1-2 月实现 15% 左右增长，3 月受疫情影响地区流水下滑 30-40%，全国线下滑 20%，主要系 FILA 品牌门店集中在一二线城市，且以直营为主，因此受疫情冲击较大。2) 分品牌来看：FILA 潮牌实现 20%+ 增长，

FILA 儿童实现中双增长。3) 库销比在 6-7, 同比和环比均有所增加。4) 零售折扣维持 75 折, 正价商品为 85 折, 但管理层预计后续季度折扣有下行的压力。

其他品牌: 1) 分月来看: 迪桑特和可隆 1-2 月实现 60%+流水增长, 3 月受疫情影响流水实现负增长, 原因与 FILA 品牌类似。2) 库销比同比有所增加, 主要系 3 月流水情况+关店数量增加所致, 公司采取精准管控, 库存压力预计不大。3) 零售折扣维持在之前水平, 迪桑特 9 折, 可隆 7-8 折。

受疫情影响, 公司旗下品牌线下流水面临压力, 特别是 FILA 品牌(全直营+一二线城市的布局模式)受到的冲击较大, 单月看 4 月压力更大于 3 月。但我们认为疫情终将过去, 公司主品牌品牌力稳定提升+多品牌矩阵的运营模式, 能有效覆盖各层次的人群, 在后疫情时代能更好地抓住细分市场机会; 同时公司采取积极的动态管理方式, 有效提升旗下各品牌的增长稳定性和韧性, 坚定看好公司中长期发展!

我们维持对公司 2022-2024 年每股收益分别为 3.08、3.98 和 5.22 元的预测, 维持“买入”评级。

## 特步国际

特步国际是国内跑步细分领域的龙头, 定位大众运动市场, 多品牌矩阵也在逐步完善中。2022 年 1 季度, 特步主品牌零售额同比增长 30-35%, 环比有所提速。零售折扣约七五折, 库存周转约 4 个月。

从 2021 年报来看, 公司实现营业收入 100.13 亿, 同比增长 22.5%, 实现归母净利润 9.08 亿, 同比增长 77.1%, 末期每股股息 13.5 港仙, 派息比例 60%。拆分来看, 大众运动、时尚运动和专业运动分别实现收入 88.4 亿、9.7 亿和 2 亿, 同比增长 25%、-3%和 180%。

**大众运动(特步): 21H2 逆势开店, 品牌势能持续提升。**1、渠道: 线下来看, 截至 21 年底门店数量为 6,151 家, 全年净增 130 家, 其中 21H2 净增 136 家, 在下半年消费疲软的背景下, 公司逆势新增门店, 表明主品牌势能持续提升。线上来看, 电商收入占比 30%+, 同比提升明显(2020 年约 25%)。2、产品: 21 年 3 月推出的 160X 系列广受认可, 在国内获得《跑者世界》颁发的多项大奖。21 年 10 月亮相的特步 260 打破了专业跑鞋的销售记录, 24 小时内卖出 5,000 双+。21 年 12 月推出特步 100 系列, 助力青少年广泛参与校园体育活动。

**时尚运动(盖世威+帕拉丁): 优化调整线下渠道, 有望开设更多标志性和形象店铺。**1、盖世威: 2022 年 1 月天猫旗舰店和线下店铺首次在国内亮相。截至 21 年底亚太区共有 44 家自营店, 2022H1 预计在各大省会城市试运营 200 平米的大店, 若运营调整顺利(包括店内陈列、产品组合及设计), 下半年将在高线城市开设更多标志性店铺。2、帕拉丁: 截至 21 年底亚太区共有 57 家自营店, 其中 25 家位于中国内地, 2022 年更多形象店将陆续推出, 通过调整产品组合和设计提升店效。

**专业运动(索康尼+迈乐): 加速高线城市开店, 增加服装和本土化产品供应。**截止 2021 年底, 索康尼和迈乐在中国内地分别有 44 家和 6 家直营店, 线上渠道方面, 在新兴电商平台(如得物 APP)等带动下, 索康尼和迈乐线上 GMV 同比增长 140%和 138%。

公司于 2021 年订立 5 年规划, 到 2025 年特步主品牌收入目标 200 亿元(2021-2025 年 CAGR 23%), 新品牌收入目标 40 亿元(2021-2025 年 CAGR 36%), 公司对未来发展充满信心, 近

期港股受流动性影响，股价大幅调整，我们认为已进入明显价值投资区间，看好中短期估值修复弹性。

我们维持对公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.45 元、0.57 元和 0.71 元的预测，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 1) 疫情反复波动

2022 年 3 月开始的国内疫情，对品牌线下零售带来较大冲击，若疫情得不到有效控制或未来中长期反复，将对公司业绩造成较大影响。

### 2) 经济减速

经济减速将直接影响消费者对大众消费产品的消费意愿，特别对低线城市造成的冲击更大，与国内运动品牌龙头的核心消费人群有较高重合度。

### 3) 回收经销商带来的短期业绩波动

安踏在 2020 年提出了回收经销商门店的 DTC 规划，如果经销商门店整合不顺利，将造成额外成本和开支，从而对公司盈利能力产生影响。

### 4) 原材料成本上涨等

运动服饰品牌的营业成本拆分中，原材料成本占据大头，若原材料成本上涨过快，将对公司毛利率和盈利能力造成影响。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)