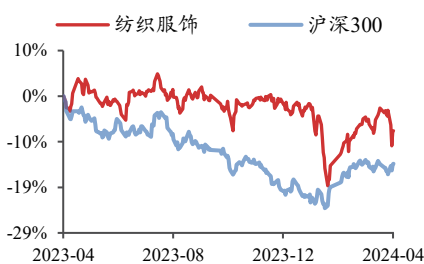


纺织服装

2024年04月18日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《优衣库欧美业绩超预期带动增长，推荐出口和出海优质标的一行业周报》-2024.4.14

《美国经济韧性不减及出口订单改善，推荐出口链及出行链一行业周报》-2024.4.7

《运动户外电商表现亮眼，关注优质代工龙头业绩向上一行业周报》-2024.3.31

运动服饰年报综述:行业稳中有升，挖掘结构性亮点

——行业深度报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

张霜凝（联系人）

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790122070037

● 2023年复盘：行业稳中有升，存在专业品类、细分场景、出海等结构性亮点

功能性鞋服展现韧性：由于消费者在跑步和篮球等运动中的高粘性，叠加2023年杭州亚运会的盛大开幕，以及众多体育巨星恢复访问中国，专业品类表现仍好于整体。
户外从小众向大众发展：户外运动不再仅供户外使用，适合日常通勤、徒步旅行以及正式场合的多功能户外运动服现成为消费者首选，运动品牌公司拓展相应产品。
国内品牌国际化进程加快：安踏体育一方面通过欧文系列精耕细作欧美市场提振品牌知名度，另一方面进一步开拓东南亚市场并于菲律宾、马来西亚等核心商圈继续扩展。结合我们对2024年的行业展望，核心推荐安踏体育、361度，看好安踏品牌明确定位&专业品类发力&渠道优化下店效持续提升，同时FILA在三个顶级策略牵引下保持高质量增长，其他品牌户外风潮下预计保持高增；看好361度随产品矩阵完善&渠道改扩&品牌资源丰富下品牌力逐步提升，估值较低且业绩具有确定性。同时建议关注李宁、特步国际估值底部下边际改善和超跌布局机会。

● 财务及经营指标复盘：收入及盈利稳健，预计2024Q1折扣逐步改善

收入端：2023年国际品牌逐渐复苏，国内品牌稳中有升。Nike FY2024Q1-Q3大中华区收入增长8%，按季看+1%/+25%/+12%/+8%增长；Adidas2023年大中华区收入增长8.2%，按季看-9%/+16%/+6%/+31%增长。国内品牌安踏体育/李宁/特步国际/361度收入同比+16.2%/+7%/+10.9%/+21%，全年流水+高单/+12%/+20%以上/+双位数增长。**毛利率：**在DTC提升或产品结构带动下，各运动品牌毛利率稳中有升，安踏体育/李宁/特步国际/361度毛利率为62.6%/48.4%/42.2%/41.1%，分别+2.4pct/持平/+1.3pct/+0.6pct。**费用端：**自BCI事件后销售费用率呈上升趋势，品牌公司继续加大研发投入，以创新产品和技术满足消费者需求。**盈利端：**安踏体育/李宁/特步国际/361度经营利润率分别为24.6%/12.9%/11%/16.4%，分别+3.7/-6/-0.3/+1pct。**经营指标：**2023Q4加大秋冬存货去库力度导致折扣加深，2023Q4库销比修复至良性水平，预计2024Q1折扣逐步改善。

● 2024年展望：体育大年催化，户外&电商&低线新机遇，期待出海布局加速

(1) 电商增速恢复至与线下趋同：预计2024年各品牌摆脱库存困扰后，在新品推动下电商增速向线下增速趋同，结构上预计直播电商仍然高速发展，目前直播电商已成为FILA扩大品牌覆盖面的重要渠道。根据任拓数据，1+2月大运动电商全域销售增长接近20%。**(2) 体育大年催化品牌心智：**2024年欧洲杯、巴黎奥运会等体育盛事即将举行，预计多重点赛事将推动消费者热情，各品牌公司聚焦优势领域加强品牌曝光和市场推广，同时推出相关新品促进消费；**(3) 户外热潮继续：**随着户外运动种类的丰富，户外运动呈现出更加轻量化、家庭化及社交化的特点，预计2024年户外仍然保持较高增长，根据任拓数据，1+2月大运动电商中户外赛道保持领先，同比增长30%；**(4) 低层级市场量价有望提升；(5) 出海构建全球化品牌：**安踏体育在2023年正式成立东南亚事业部，年底主品牌专卖店220家左右，预计未来5年安踏品牌+Amer有望实现15亿美金流水（约合110亿人民币）。361度截至2023年1260家海外门店，预计2024年出海进入新阶段，独立站以NBA球星相关产品为依托加速探索欧美市场。

● **风险提示：**消费复苏不及预期、新品需求不及预期、渠道改革不及预期。

目录

1、运动板块 2023 年：稳中有升，存结构性亮点.....	3
2、财务指标：2023 年收入保持韧性，盈利能力改善.....	3
3、经营指标：库销比回归良性，预计 2024Q1 折扣逐步改善.....	8
4、线下复盘：2023 年店效提升驱动增长，线下渠道优化延续.....	8
5、线上复盘：2023 年为电商调整年，直播电商表现优秀.....	11
6、投资建议及盈利预测.....	12
7、风险提示.....	13

图表目录

图 1：62.28%的消费者表示运动鞋的功能用途是他们购买运动鞋时最注重的因素.....	3
图 2：2023 年安踏体育规模领先（亿元）.....	4
图 3：2023 年安踏体育、361 度收入提速.....	4
图 4：流水表现：特步及 361 度流水增长领先.....	4
图 5：2023 年安踏体育毛利率行业领先受益于高零售占比.....	5
图 6：2023 年行业毛利率稳中有升.....	5
图 7：2023 年安踏体育销售费用率下降，其他均有提升.....	6
图 8：2023 年特步国际、361 度的 A&P 费用率提升明显.....	6
图 9：2023 年各公司管理费用率基本稳定或小幅下.....	6
图 10：2023 年 361 度研发费用率依旧领先.....	6
图 11：2023 年安踏体育、361 度 OPM 提升明显.....	7
图 12：2023 年 FILA、其他品牌 OPM 提升显著.....	7
图 13：2023 年安踏体育净利率提升显著.....	7
图 14：2023 年各运动公司存货周转天数对比（天）.....	7
图 15：2023 年各运动公司经营性现金流净额对比（亿元）.....	7
图 16：安踏：户外产品应用安踏膜科技、篮球合作欧文.....	9
图 17：安踏：针对跑者水平和价格带重新梳理跑鞋矩阵.....	9
图 18：李宁：篮球跑步百万鞋 IP 销售超 1200 万双.....	10
图 19：特步：160X 持续迭代至 5.0pro、跑步场景更细分.....	10
图 20：361 度：2023 年 BIG3、飞飏、飞燃系列迭代.....	10
表 1：2023Q4 加大去库力度.....	8
表 2：2023Q4 库销比修复至良性水平.....	8
表 3：2023 年店效提升驱动增长，线下渠道优化延续.....	11
表 4：2023 年各品牌公司电商占比略有下降，361 度电商基数较小，仍保持高速增长.....	12
表 5：建议关注滔搏、安踏体育、李宁、特步国际、361 度.....	13

1、运动板块 2023 年：稳中有升，存结构性亮点

2023 年行业稳中有升，存在专业品类、细分场景、出海等结构性亮点。(1) 由于消费者在跑步和篮球等运动中的高粘性，叠加 2023 年杭州亚运会的盛大开幕，以及众多体育巨星（如哈登等）恢复访问中国，专业品类表现仍好于整体。(2) 户外从小众向大众发展，引发户外穿搭热潮。户外运动服不再仅供户外使用，适合日常通勤、徒步旅行以及正式场合的多功能户外运动服现成为消费者首选，运动品牌公司拓展相应产品。(3) 国内品牌国际化进程加快。安踏体育一方面通过欧文系列精耕细作欧美市场提振品牌知名度，另一方面进一步开拓东南亚市场，在新加坡设立首家直营店、泰国设立首家专卖店，并于菲律宾、马来西亚等核心商圈继续扩展。

图1：62.28%的消费者表示运动鞋的功能用途是他们购买运动鞋时最注重的因素



资料来源：艾媒咨询

2、财务指标：2023 年收入保持韧性，盈利能力改善

从收入端看：2023 年国际品牌逐渐复苏，国内品牌存结构性亮点

国外运动品牌在大中华区逐渐复苏。Nike FY2023Q3-FY2024Q2（财报对应 2022.12-2023.11）按季看分别 +1%/+25%/+12%/+8% 增长；Adidas 全年（2023Q1-2023Q4）大中华区收入增长 8.2%，按季看分别为 -9%/+16%/+6%/+37% 增长。

国内品牌表现略有分化，但存结构性亮点。安踏体育/李宁/特步国际/361 度收入同比 +16.2%/+7%/+10.9%/+21%。

安踏体育：2023 年收入 623.6 亿元（同比 +16.2%，下同），主品牌安踏/FILA/其他品牌营收分别为 303.06/251.03/69.47 亿元，同比 +9.3%/+16.6%/+57.7%，主品牌稳健，FILA 增长好于预期，新品牌保持高增的格局。

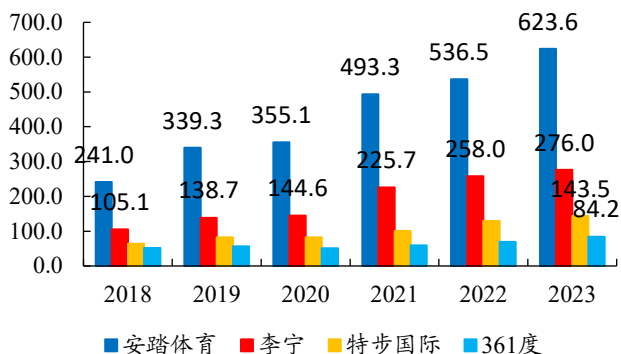
李宁：2023 年公司营收 275.98 亿元(+7%)，主要系直营渠道拉动，直营渠道收入增长 29.2%，占比提升至 25%，控货致电商与批发增速放缓，电商/批发收入分别 +0.7%/+1%，占比分别 -2.7/-1.7pct。

特步国际：2023 年营收 143.5 亿元 (+10.9%)，主品牌特步/时尚运动品牌/专业运动品牌营收分别为 119.5/16/8 亿元，同比 +7.4%/+44.4%/+99%，占比

83.3%/11.2%/5.5%，主品牌 2023 年以清库存为主，新品牌中索康尼快速增长。

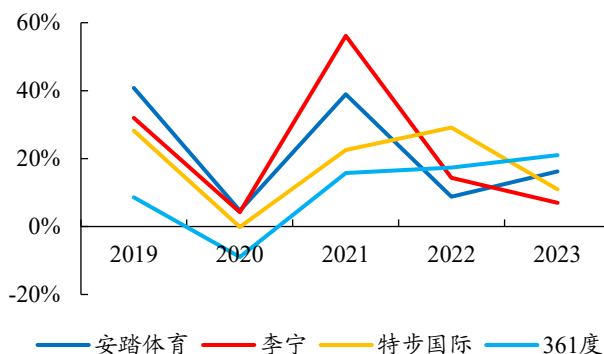
361 度：2023 年营收 84.23 亿元（同比+21%），主要系童装及电商亮眼，童装及电商占比分别+2.5/3.4pct 至 23.2%/27.6%。

图2：2023 年安踏体育规模领先（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年安踏体育、361 度收入增长提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

流水端：李宁、特步品牌 2023 年收入慢于流水

安踏体育：安踏 2023 年全年流水高单增长，Q1-Q4 分别为中单/高单/高单/高双增长，呈逐渐上升趋势。FILA 2023 年全年流水高双增长，Q1-Q4 分别为高单/高双/低双/25-30%增长，维持较高增速。其他品牌 2023 年全年流水 60-65%增长，Q1-Q4 分别为 75-80%/70-75%/45-50%/55-60%增长，保持高速增长。

李宁：2023 年全年流水+12%，快于收入增长，Q1-Q4 分别为中单/中双/中单/20-30%低段增长。

特步国际：2023 年全年流水 20%+增长，其中，主品牌流水 20%+增长，快于收入增长，主要系清理库存所致。Q1-Q4 分别为 20%/高双/高双/+30%增长。

361 度：2023Q1-Q4 流水分别为低双/低双/15%/20%增长。分品类看，儿童流水增长 20-25%/20-25%/25-30%/40%，电 A 商流水增长 35%/30%/30%/30%+，儿童与电商表现亮眼。

图4：流水表现：特步及 361 度流水增长领先

收入增速	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
安踏体育	50.5%	29.9%	15.7%	3.0%	13.1%	19.7%						
安踏品牌流水	+40-45%	+35-40%	+10-20%低段	+10-20%中段	+10-20%高段	中单下滑	中单增长	高单下滑	中单增长	高单增长	高单增长	高双增长
FILA 流水	+75-80%	+30-35%	中单增长	高单增长	中单增长	高单下滑	+10-20%低段	-10-20%低段	高单增长	+10-20%高段	+10-20%低段	+25-30%增长
李宁	65.3%	50.0%	22.1%	8.7%	12.4%	1.0%						
主品牌流水	+80-90%高段	+90-100%低段	+40-50%低段	+30-40%低段	+20-30%高段	高单下滑	+10-20%中段	-10-20%低段	中单增长	+10-20%低段	中单增长	+20-30%低段
特步国际	12.3%	31.0%	37.4%	23.3%	15.2%	7.4%						
主品牌流水	+55%	+30-35%	中双增长	+20-25%	+30-35%	中双增长	+20-25%	高单下滑	+20%	高双增长	高双增长	+30%增长
361 度	7.1%	15.1%	8.1%	7.1%	7.4%	23.3%						
主品牌流水	高双增长	+15-20%	低双增长	高双增长	高双增长	低双增长	中双增长	持平	低双增长	低双增长	+15%	+20%增长
滔搏	-1.3%	-19.5%	-15.1%	-15.0%	7.3%							
零售流水			-20-30%低段	-10-20%高段	-20-30%高段	低单下滑	-10-20%高段	-10-20%低段	+20-30%低段	低单下滑	低双增长	
NIKE (大中华区)	42%	9%	1%	-24%	-8%	-20%	-13%	6%	1%	25%	12%	8%
Adidas (大中华区)	156%	-16%	-15%	-24%	-35%	-35%	-27%	-50%	-9%	16%	6%	37%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

从毛利率看：在 DTC 提升或产品结构带动下，各运动品牌毛利率稳中有升

安踏体育：2023 年公司毛利率为 62.6%（同比+2.4pct），其他品牌/FILA/安踏主品牌毛利率分别为 72.9%/69%/54.9%，同比+1.1/+2.6/+1.3pct，FILA 及主品牌毛利率提升主要得益于 FILA 零售折扣改善 2pct、主品牌 DTC 占比提升。

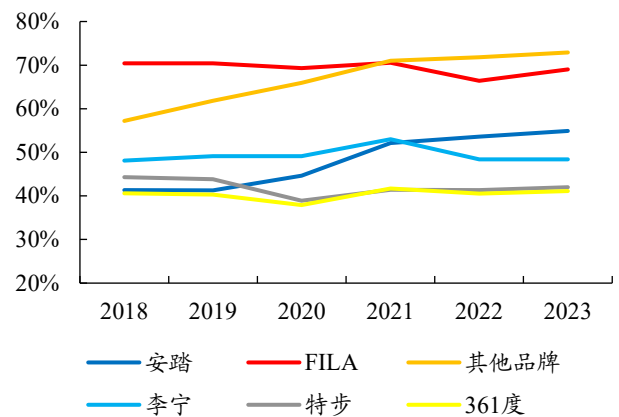
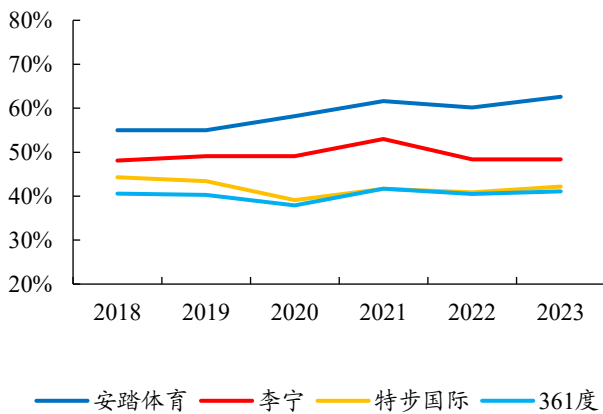
李宁：2023 年公司毛利率 48.4%，同比持平，主要系电商竞争加剧导致线上平均折扣加深中单，使得毛利率下降 0.8pct。

特步国际：2023 年公司毛利率为 42.2% (+1.3pct)，其中主品牌特步毛利率为 42%，同比+0.7pct，时尚运动/专业运动品牌的毛利率分别同比+7.2/-2.7pct 至 44.8%/40.1%，时尚运动毛利率提升显著主要系 DTC 占比提升，专业运动毛利率略有下降主要系批发业务占比提升 2pct 至 13%。预计 2024 年特步品牌电商以销售新品为主，毛利率有所改善。

361 度：2023 年毛利率+0.6pct 至 41.1%。

图5：2023 年安踏体育毛利率行业领先受益于高零售占比

图6：2023 年行业毛利率稳中有升



数据来源：各公司公告，开源证券研究所

数据来源：各公司公告，开源证券研究所

从三费上看：自 BCI 事件后销售费用率呈上升趋势，品牌公司继续加大研发投入，以创新产品和技术满足消费者需求

(1) 销售及 A&P 费用率：安踏体育与李宁销售费用率属于行业较高水平，2023 年形成分化，安踏体育直营占比较高，收入恢复后杠杆效应带动销售费用率下降，特步国际及 361 度仍在大力发展品牌心智期，销售费用率逐年提升。A&P 方面，自 2021 年新疆棉事件催化后国产品牌 A&P 均有不同程度提升，其中安踏体育于 2021 年形成峰值主要系奥运及冬奥预热等营销投入。

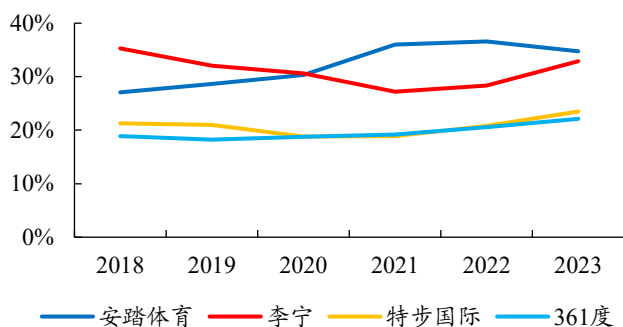
安踏体育：2023 年销售费用率为 34.8% (-1.8pct)，A&P 费用率-2.1pct 至 8.2%，主要系 2023 年大型广告及营销项目相对较少。

李宁：2023 年销售费用率为 32.9% (同比+4.6pct)，A&P 费用率+0.2pct 至 9%。

特步国际：2023 年销售费用率同比+2.7pct 至 23.5%，销售费用增长主要系主品牌在马拉松赛事逐渐恢复并增加对专业运动员的赞助形式，导致集团 A&P 费用率+1.8pct 至 13.7%，其中主品牌 A&P 费用率为 13.1% (+1.1pct)。

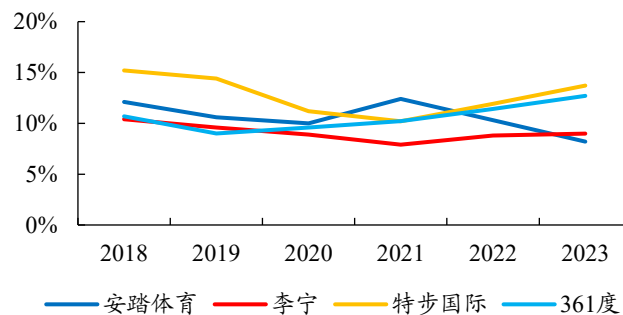
361 度：销售费用率+1.5pct 至 22.1%，A&P 费用率+1.3pct 为 12.7%。

图7: 2023年安踏体育销售费用率下降, 其他均有提升



数据来源: 各公司公告, 开源证券研究所

图8: 2023年特步国际、361度的A&P费用率提升明显

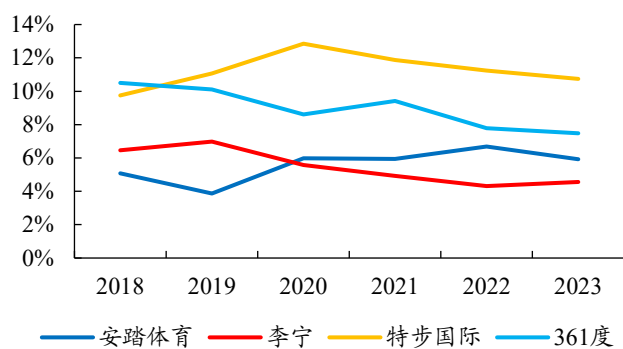


数据来源: 各公司公告, 开源证券研究所

(2) 管理费用率: 2023年各运动公司管理费用率基本稳定或小幅下降, 安踏体育/李宁/特步国际/361度管理费用率分别为 5.9%/4.6%/10.7%/7.5%, 同比 -0.8/+0.2/-0.5/-0.3pct。

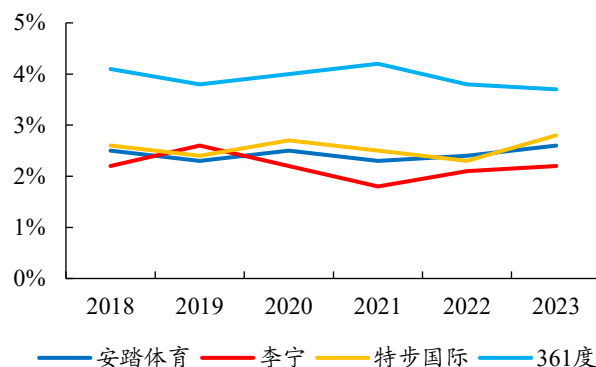
(3) 研发费用率: 2023年安踏体育/李宁/特步国际/361度研发费用率分别为 2.6%/2.2%/2.8%/3.7%, 分别+0.2/+0.1/+0.5/-0.1pct, 361度研发费用率保持领先, 特步国际研发费用率提升较明显, 安踏体育及李宁研发费用率基本稳定。

图9: 2023年各公司管理费用率基本稳定或小幅下降



数据来源: 各公司公告, 开源证券研究所

图10: 2023年361度研发费用率依旧领先

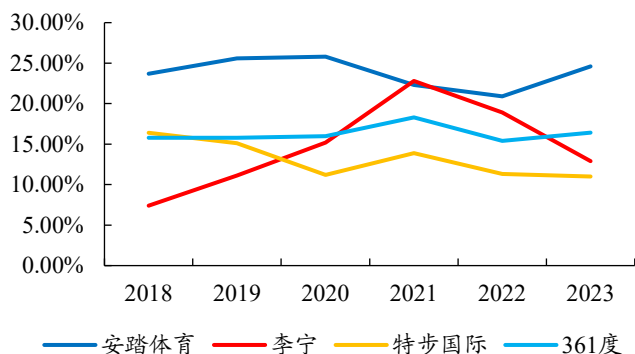


数据来源: 各公司公告, 开源证券研究所

从盈利能力看: 安踏体育 FILA 及其他品牌 OPM 亮眼, 行业净利率稳中有升

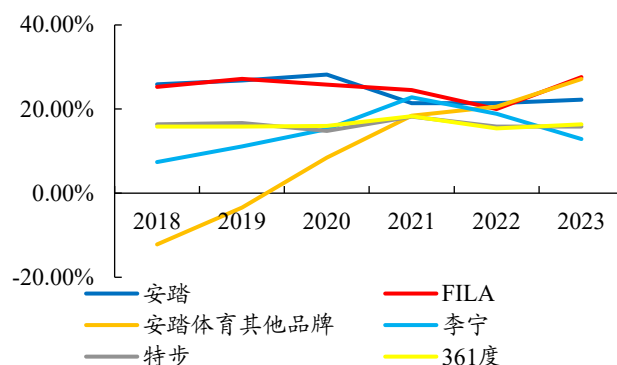
OPM: 2023年安踏体育/李宁/特步国际/361度经营利润率分别为 24.6%/12.9%/11%/16.4%, 分别+3.7/-6/-0.3/+1pct。从细分品牌来看, 安踏主品牌/FILA/安踏体育其他品牌的经营利润率为 22.2%/27.6%/27.1%, 同比+0.8/+7.6/+6.6pct, 特步主品牌为 15.8%, 同比持平, 高于集团经营利润率。

图11: 2023年安踏体育、361度 OPM 提升明显



数据来源: 各公司公告, 开源证券研究所

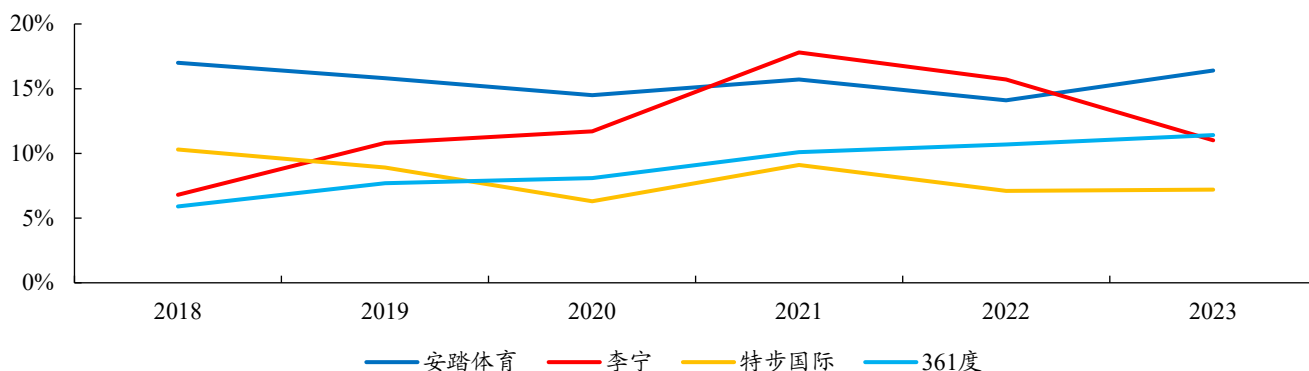
图12: 2023年安踏体育 FILA、其他品牌 OPM 提升显著



数据来源: 各公司公告, 开源证券研究所

净利率: 2023年安踏体育/李宁/特步国际/361度净利率分别为16.4%/11%/7.2%/11.4%, 同比+2.3/-4.7/+0.1/+0.7pct。其中特步主品牌净利率为12.4% (同比+0.3pct), 高于集团净利率。

图13: 2023年安踏体育净利率提升显著



数据来源: Wind、开源证券研究所

从营运能力上看: 存货周转天数较为稳定, 现金充沛

2023年安踏体育/李宁/特步国际/361度存货周转天数分别为123/63/90/93天, 同比-15/+5/0/+2天。2023年安踏体育/李宁/特步国际/361度经营性现金流净额分别为196.34/31.87/12.55/4.08亿元, 较2022年底+74.9/-7.3/+6.8/+0.3亿元。

图14: 2023年各运动公司存货周转天数对比(天)

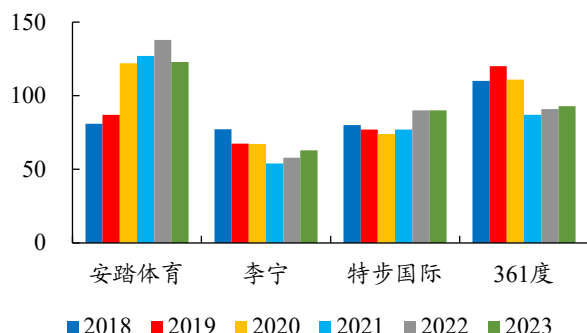
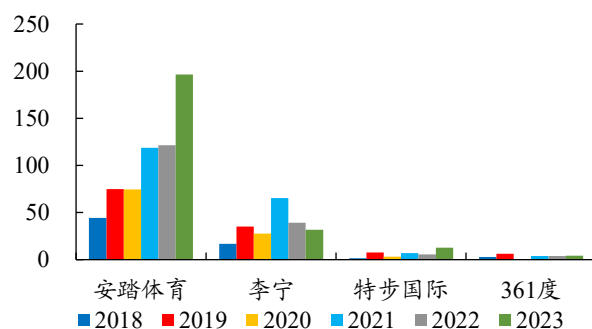


图15: 2023年各运动公司经营性现金流净额对比(亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

3、经营指标: 库销比回归良性, 预计 2024Q1 折扣逐步改善

2023Q4 加大秋冬存货去库力度导致加深, 预计 2024Q1 折扣逐步改善: 2023Q4 行业折扣有环比加深但同比改善趋势, 361 度同比环比均有改善。全年安踏折扣同比略有加深、李宁折扣略有改善、FILA 折扣改善 2cpt。2024Q1 逐步改善, 预计 361 度截至 3 月中旬综合折扣 7.3、特步预计 Q1 折扣 7-7.5。

表1: 2023Q4 加大去库力度

折扣	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
安踏	基本持平 (21Q4 位 7.4)	7.2 (22Q1 为 7.3)	预计 7.2-7.5	7.2, 环比稳定, 同比加深	环比加深, 同比加深但加深幅度收窄
FILA	正价 8-8.6	正价 8.6	同比环比改善	7.6, 环比持平, 同比改善	环比加深, 同比改善且改善幅度扩大
李宁	6.5 左右	6.5-7 (加深中单)	7	线下折扣同比改善低单, 线上折扣同比有压力	线下折扣同比改善低单, 其中直营同比改善中单
特步	7	7-7.5 (22Q1 为 7.5)	7.5	7-7.5 折	7, 环比加深, 同比持平
361 度	7	7-7.2	7-7.1 (改善 5pct)	7	7.1-7.2, 环比同比改善

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

折扣加大后 2023Q4 库销比修复至良性水平: 各品牌库销比至 2023 年底均已修复至健康水平。由于消费需求疲软, 2023Q3 为安踏/FILA/李宁/特步品牌库销比峰值, 361 度库销比逐季改善。

表2: 2023Q4 库销比修复至良性水平

库销比	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
安踏	>5	<5	<5	<5	<5
FILA	7	<5	<5	5	<5
李宁	4.2	4-4.5	3.8	5	3.6
特步	5	<5	<5	4.5-5	4-4.5
361 度	5.5	~5	5 左右	5 以下	4.5-5

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

4、线下复盘: 2023 年店效提升驱动增长, 线下渠道优化延续

(1) 开店: 继续优化门店位置结构、扩大面积、升级店铺形象

成人: 2023 年李宁调整批发门店, 其他品牌均净开, 2024 年预计各品牌均净开。 安踏/特步/李宁/361°/FILA 大货门店分别为 7053/6571/6240/5734/1100, 安踏/361°/特步/李宁分别+129/+258/-55/+254, 其中仅李宁净闭店, 主要系加盟净闭 123 家、直营净开 68 家, 对应增速+2%/+4%/-1%/+4%。预计 2024 年各品牌均为净开趋势, 安踏成人拓店 47-147 家至 7100-7200 家、特步成人拓店 100-200 家、李宁直营净关 20+/批发净开 100+, 361° 净开 100-200 家。

童装: 2023 年各品牌童装均净开, 拓店速度快于成人, 2024 年扩张步伐延续。 安踏/361°/特步/李宁/FILA 门店分别为 2778/2545/1703/1428/570, 安踏/361°/特步/

李宁分别+99/+257/+183/+120，对应增速+5%/+10%/+11%/+8%，预计2024年安踏儿童拓店22-122家至2800-2900，361°净开100-200家、特步儿童拓店50-100家、李宁Young拓店150家。

新品牌：2023年特步国际旗下新品牌快速开店。迪桑特/可隆/索康尼/迈乐/K-swiss/帕拉丁门店分别为187/164/110/4/101/94家，分别-4/+3/+41/+0/+29/+38，对应增速-2%/+2%/+37%/+0%/+29%/+40%，预计2024年S&M、K&P将在中国内地开设30-50、30-40家直营店，迪桑特净开33-43家至220-230，可隆净开16-26家至180-190家。

(2) 店效：明确定位&专业品类发力，叠加渠道优化，店效提升

安踏：大众定位、专业突破、品牌向上提升店效，2024年预计店效增长延续。2023年主品牌签约凯里欧文、埃塞尔比亚长跑运动员肯纳尼萨·贝克勒，叠加商品及渠道矩阵完善，安踏成人及安踏儿童店效均有10%+提升，预计2024年店效有望持续提升：①篮球、跑步品类继续发力；②利用差异化店铺形象匹配不同商圈，聚焦提升DTC门店效率、产品效率及盈利能力；③冠军店核心商圈店效为主品牌的2倍，在奥运推广的促进下，冠军门店数量提升。

FILA：店效恢复至疫情前水平，领先其他同等规模品牌。2023年店效恢复至100万元左右，受益于品牌向上&门店优化&经营杠杆效应下租售比和人均提升。**品牌方面**，推出“灯塔计划”以品牌资源立住品牌心智，包括三大“菁英运动”（网球、高尔夫、跑步）和四大引领（引领艺术与运动结合、引领顶级渠道、代言人引领、鞋品创新引领）。2023年在高尔夫、网球、时尚运动的品牌心智达到历史新高，鞋流水突破100亿，从32%提升4pct到36%。预计2024年店效稳中有升，高质量增长。

图16：安踏：户外产品应用安踏膜科技、篮球合作欧文



资料来源：安踏天猫官方旗舰店、开源证券研究所

图17：安踏：针对跑者水平和价格带重新梳理跑鞋矩阵



资料来源：懒熊体育

李宁：商品运营为抓手，渠道扩展与单店店效同步提升。商品运营能力优秀，2023年篮球跑步百万IP共销售超1200万双，其中跑鞋（超轻20、赤兔6、赤兔6 pro、飞电3 challenger）共卖超900万双。截止2023年底，公司高层级市场渠道布局的三年目标，聚焦全国核心城市、核心商圈、核心商业首选核心位置，核心商铺进入率接近90%，同时提升开改店铺中九代店占比，店铺总面积增加中单位数，平均月店效同比增长高单位数。

图18: 李宁: 篮球跑步百万鞋 IP 销售超 1200 万双



资料来源: 李宁天猫旗舰店、开源证券研究所

特步: 跑步产品持续受到消费者欢迎, 驱动同店增长。2023 年在产品创新迭代确保性能提升、产品线拓展以专业影响大众、跑步俱乐部增加消费者黏性, 特步跑鞋持续得到跑者认可, 2023 年专业跑鞋中精英系列跑鞋增长 50%+。此外, 渠道上扩大内部面积、升级店铺形象促进店效提升, 截至 2023 年成人店铺数量中 9 代店占比为 60%+。预计 2024 年 ASP 持平, 通过产品组合驱动店效提升。

361 度: 跑步、篮球产品竞争力提升&渠道结构优化带动店效提升。公司产品端构建跑步、篮球等专业产品矩阵并不断创新, 营销端品牌资源不断丰富, 签约 NBA 球星尼古拉·约基奇、波普, 渠道端开大店开好店, 9 代店占比提升至 64.5%, 通过充分展示产品&优化购物体验, 带动店效提升。2023 年篮球鞋销售 30 多万双, 跑鞋销售 100 多万双, 篮球收入增长 40%+、跑步收入增长 20%+、运动生活收入增长 20%+。预计 2024 年以店效为核心, 专业品类持续发力, 店效仍有较大提升空间。

图19: 特步: 160X 持续迭代至 5.0pro、跑步场景更细分



资料来源: 特步国际公司公告

图20: 361 度: 2023 年 BIG3、飞飙、飞燃系列迭代



资料来源: 361 度公司公告

表3: 2023 年店效提升驱动增长, 线下渠道优化延续

库销比		2022	2023
安踏成人	店数	6924	7053 (+129)
	店效	大货 25 万元	大货 28-29 万元, 同比+10%
安踏儿童	店数	2679	2778 (+99)
	店效	儿童 16 万元	儿童 17~18 万元, 同比+10%
FILA	店数	1984	1972, 大货 1100 左右、儿童 570 左右、Fusion200 左右
	店效	大货店效<100 万元	大货店效>100 万元
迪桑特	店数	191	187 (-4)
	店效	120 万元	店效接近 200 万元
可隆	店数	161	164 (+3)
	店效	60 万元	店效接近 100 万元
李宁	店数	成人店数 6295、童装店数 1308	成人店数 6240 (-55)、童装店数 1428 (+120)
	店效	大货店效约 30 万元、儿童店效 12 万元	大货店效 33 万元 (+高单)、儿童店效 15 万元 (+20-30%中段)
	面积	大货单店面积超 230 m ²	大货单店面积+中单至 245 m ² 、童装单店面积 120-130 m ²
特步	店数	成人国内 6313、儿童国内 1520	成人国内 6571 (+258)、儿童国内 1703
	店效	-	成人 19-20 万元、儿童 11-12 万元
361° 成人	店数	成人国内 5480、儿童国内 2288	成人国内 5734 (+254)、儿童国内 2545 (+257)
	店效	大装店效 16~17 万元、儿童 8~9 万元	大装店效 16~21 万元、儿童 8~11 万元
	面积	大装单店面积 129、童装单店面积 92	大装单店面积 138、童装单店面积 103

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

5、线上复盘: 2023 年为电商调整年, 直播电商表现优秀

2023 年由于疫情之后消费者行为开始向线下切换, 同时线上电商平台竞争愈发激烈, 因此出现各品牌公司电商渠道增速慢于线下的趋势。但行业整体看, 大运动电商渠道规模稳中有升, 并存在结构性亮点: (1) 根据任拓数据, 大运动电商行业总销额超过 2300 亿元 (+10%), 其中户外品类电商实现体量增速双高, 23 年电商销售额近 700 亿 (+30%)。 (2) 直播电商仍然高速发展, FILA 通过直播电商扩大品牌覆盖面, 电商占比 30%+ 的背景下, 全年 FILA 电商流水中双增长。

安踏体育: 2023 年公司电商渠道收入 205 亿元 (+11%), 占比 32.8% (-1.5pct)。其中, FILA 直播电商表现出色, 覆盖更多下沉市场, 全年电商流水中双增长。预计 2024 年公司将利用数字化、AI 等工具带来业务价值, 降本增效。

李宁: 2023 年电商渠道收入为 75.3 亿元 (+0.7%), 占比 29% (-2pct), 电商流水提升低单位数。但由于促销竞争加剧、折扣加深, 李宁电商同店销售下降高单位数, 毛利率下降 0.8pct, 收入微增但未达预期。预计 2024 年李宁将通过体系化营销提升电商进店客流, 维持跑步、篮球等优势品类, 培养户外、女子等新品类, 抓住新赛道发展机会等措施促进电商渠道发展。

特步国际: 2023 年电商渠道收入下降, 主要系品牌升级优化部分 100 元左右低价位产品且双十一退货率高于预期。2024 年电商将补充低价位产品作为新品销售, 预计成为收入增长的驱动力。此外, 由于 2023 年是以清库存为主要目标, 2024 年新品销售有望带动盈利能力改善。

361 度: 2023 年公司电商渠道表现亮眼, 收入 23.26 亿元 (+38%), 占比 27.6%

(+3.4pct)，2023Q4 电商销售流水保持在 30%+。361 度大力投入电商渠道，线上销售开支为 3.96 亿元 (+33.6%)，主要系电商平台服务开支增加 2.13 亿、公司营运电商业务开支增加 1.84 亿所致；预计 2024 年公司将继续推行线上线下两盘货的独特经营策略，通过发挥线上专供品优势(目前全渠道零售中线上专供品占比已达 87.3%)，以商品的差异化巩固电商业务优势。

表4: 2023 年各品牌公司电商占比略有下降，361 度电商基数较小，仍保持高速增长

公司	电商规模	电商占比	电商发展
安踏体育	205 亿元 (+11%)	32.8% (-1.5pct)	利用数字化、AI 等工具带来业务价值，降本增效
李宁	75.3 亿元 (+0.7%)	29% (-2pct)	体系化营销、维持优势品类、培养新品类、抓住新赛道发展机会
特步国际	/	/	从清库存转向补充低价产品作为新品销售
361 度	23.26 亿元 (+38%)	27.6% (+3.4pct)	发挥线上专供品优势，以商品的差异化，巩固电商业务优势

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

6、投资建议及盈利预测

展望 2024 年，我们预计行业增长驱动力为以下 5 个方面：

(1) 电商改善，增速恢复至与线下趋同：2023 年电商短暂受消费行为转变而增速明显慢于线下，预计 2024 年，各品牌摆脱库存困扰后，在新品推动下，电商增速有所恢复，线上和线下增速趋同。此外，直播电商仍然高速发展，FILA 自 2020 年成立独立抖音事业部后，使其成为实体店之外的差异化重要渠道，扩大品牌覆盖面，预计 2024 年各品牌继续发力直播电商。根据任拓数据，1 和 2 月合计大运动电商全域销售增长接近 20%。

(2) 体育大年催化品牌心智：2024 年欧洲杯、巴黎奥运会等体育盛事即将举行，根据艺恩数据，2023 年消费者体育赛事兴趣偏好度前三为足球、篮球、马拉松。预计多重点赛事将推动消费者热情，各品牌公司聚焦优势领域进一步加强品牌曝光和市场推广，同时推出巴黎奥运会相关新品促进消费。

(3) 户外热潮持续：随着户外运动种类的丰富，户外运动逐渐脱离原有的硬核小众概念，呈现出更加轻量化、家庭化及社交化的特点，2024 年预计户外仍然保持较高增长。根据任拓数据，1+2 月大运动电商中户外赛道保持领先，同比增长 30%，快于行业整体。

(4) 低层级市场量价有望提升：在消费者拥有慢生活节奏和更多休闲时间的背景下，随着体育活动普及和体育场馆的增设，越来越多的低层城市消费者有望养成参加体育运动的习惯。同时，低层级市场国际品牌渗透率仍然较低，细分需求和性价比方面仍然存在机会，因此可以通过合适的产品结构实现量价提升。

(5) 出海构建全球化品牌：安踏体育在 2023 年正式成立东南亚事业部，未来以自营为主，定下未来 5 年安踏品牌+Amer15 亿美金流水的经营目标(约合 110 亿人民币)，2023 年底专卖店数量 220 家左右。李宁 2022 年香港门店开业，目前已启动海外业务的拓展。特步主品牌在东南亚和印度开设了近 100 家店，正在逐渐加大海外布局。361 度出海进入新阶段，凭借篮球、跑步产品出圈，在 NBA 球星加持下，加速探索海外市场，海外渠道包括分销、独立站，Shopee/Lazada，独立站以明星代言人产品矩阵为依托面向欧美市场。

表5: 建议关注滔搏、安踏体育、李宁、特步国际、361度

公司名称	PE			净利润 (亿元)			净利润增长率 (%)			总市值 (亿元)	评级	
	2023A/E	2024E	2025E	2022A	2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E			2025E
滔搏	13.3	11.6	10.3	18.4	22.0	25.3	28.7	20.0	15.0	13.1	294.2	买入
安踏体育	21.3	16.2	16.0	75.9	102.4	134.3	136.6	34.9	31.2	1.7	2182.7	买入
李宁	12.7	12.1	10.5	40.6	31.9	33.4	38.4	-21.6	4.8	15.0	404.2	买入
特步国际	10.4	9.3	8.0	9.2	10.3	11.5	13.4	11.8	11.3	17.1	106.9	买入
361度	8.7	7.4	6.2	7.5	9.6	11.4	13.5	28.7	18.3	19.1	83.6	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所, 注: 收盘价截至 2024 年 4 月 8 日, 汇率为 1 人民币=0.91 港币

7、风险提示

消费复苏不及预期、新品需求不及预期、渠道改革不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的境内投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn