

## 中国运动服饰行业：如何在疲弱的市场需求以及复杂的消费趋势下寻找投资机遇？

在整体经济增速放缓、消费力下降、终端需求减弱的大环境下，中国运动服饰行业的短期消费趋势变得复杂而又微妙。不同区域市场、不同价格带的产品、不同细分赛道所呈现出的消费趋势可能大相径庭。基于我们近期的观察和理解，我们总结了在中国运动服饰行业短期的一些消费趋势，以及潜在受益于这些趋势的玩家。

- 市场需求疲软，但品牌更加聚焦折扣与库存的稳定：**消费力下降对于中国运动服饰消费市场的终端需求带来负面影响，行业整体的终端流水表现较弱。根据我们的调研，各个品牌7月的流水预计维持6月较弱的趋势。然而，我们观察到1H24主要玩家的终端零售折扣同比去年并未大幅加深，反而有小幅的改善。同时，截至1H24末，大部分中国运动服饰玩家的渠道库存相较2023年底都有不同程度的下降。这意味着大部分玩家在较弱的市场环境下依然聚焦折扣的稳定与渠道库存的健康，从而保障稳健的基本面与利润率。
- 性价比对专业运动品类在中低线城市的重要性日渐凸显：**我们认为，性价比、产品力、品牌力是国产运动服饰产品在当前市场环境下取得成功的三大关键要素。尤其在中低线城市，专业运动服饰领域消费降级趋势较为显著。因此，对于产品差异化相对较小、品牌力较为接近的细分专业领域（比如跑步、徒步、健身等赛道），性价比对消费者购买决策的影响力日益凸显。这一趋势利好性价比相对较高的中国专业运动品牌，比如安踏、特步、361度等。这也解释了为什么这些品牌短期的流水表现好于行业平均水平。此外，成功的产品设计和品牌营销（比如安踏欧文篮球鞋以及公司对奥运会的赞助）也将为专业运动产品的销量增加热度。
- 高线城市消费者更青睐细分领域的新锐专业运动国际品牌：**在高线城市，消费降级趋势不明显，但消费力下降导致线下客流与消费频次有所下降，尤其是对Nike、adidas等一线国际品牌。同时，相对于综合性运动品牌（如Nike和adidas），部分高线城市消费者更倾向于选择专业细分领域中相对小众但热度持续上升的新锐国际品牌（比如跑步赛道的亚瑟士与昂跑、户外赛道的Hoka与Solomon、健身赛道的Lululemon等）。
- 运动时尚与专业运动在高线市场的边界正变得模糊：**在高线市场，运动时尚与专业运动之间的界限已日渐模糊，更多人会在运动以外的场景选择穿着较为舒适的专业运动鞋服。因此兼顾功能性与时尚度的高端专业运动品牌（比如Lululemon，亚瑟士，始祖鸟，Descente，Hoka等）成为了很多消费者日常休闲穿着的选择，尤其是户外单品受到了众多中产消费者的欢迎。另一方面，复古的运动时尚流行趋势使adidas三叶草旗下的系列产品（包括Samba和Superstar）在高线市场的年轻消费者中依然受到较大的欢迎。

林闻嘉

 首席消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

 消费分析师  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2024年7月25日


 扫码关注  
浦銀國際研究

- **传统运动时尚品牌有望持续向低线市场渗透：**与专业运动领域看重性价比不同，二三线城市的消费者对于中高档运动时尚品牌的接受度反而在提升。拿 Fila 举例，Fila 的线下门店主要集中在高线市场。今年上半年，Fila 线下门店整体的客流较为疲弱，但通过在新兴电商渠道（主要是抖音直播）上的高速增长，Fila 今年上半年整体流水录得同比高单位数增长。这在一定程度上反映了中低线层级市场的消费者对 Fila 接受度的提升。
- **投资建议：**基于以上趋势性判断，我们认为（1）性价比较高，且短期在品牌和产品营销方面有一定催化效应的国产专业运动服饰品牌（比如安踏）2H24 流水表现有望持续优于行业大势；（2）综合性国际专业运动服饰品牌短期可能继续维持较弱的增长趋势；（3）专业细分赛道的新锐品牌（昂跑，亚瑟士，Lululemon 等）以及户外品牌（Hoka, Descente, 始祖鸟等）有望保持强劲增长势头，并在中国市场抢占综合性国际运动服饰品牌的份额；（4）adidas 的运动休闲系列和 Fila 有望通过向低线市场渗透在 2H24 继续录得增长。
- **投资风险：**行业需求放缓；国产品牌竞争加剧。

# 中国运动服饰行业：如何在疲弱的市场需求以及复杂的消费趋势下寻找投资机遇？

在整体经济增速放缓、消费力下降、终端需求减弱的大环境下，中国运动服饰行业的短期消费趋势变得复杂而又微妙。不同区域市场、不同价格带的产品、不同细分赛道所呈现出的消费趋势可能大相径庭。基于我们近期的观察和理解，我们总结了在中国运动服饰行业短期的一些消费趋势，以及潜在受益于这些趋势的玩家。

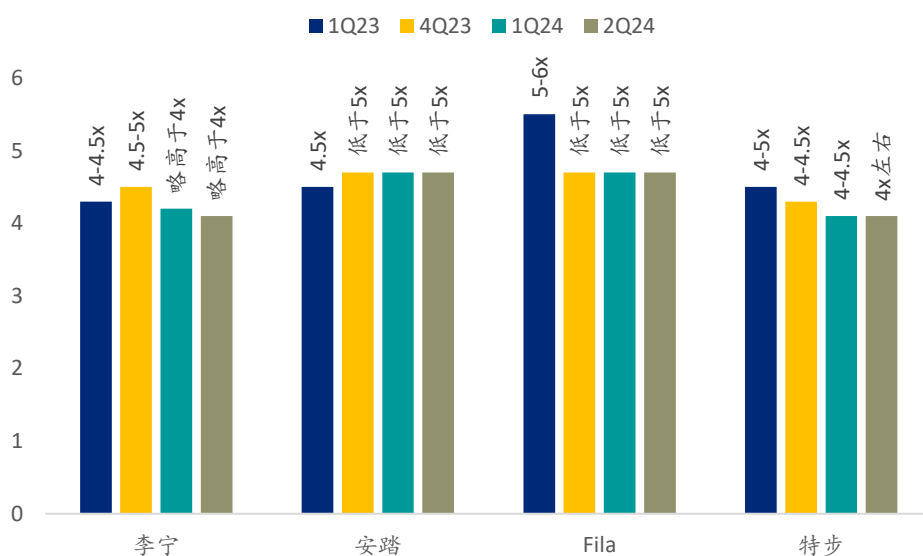
## 市场需求疲软，但品牌更加聚焦折扣与库存的稳定

消费力下降对于中国运动服饰消费市场的终端需求无疑带来负面影响，行业整体的终端流水表现较弱。根据我们的调研，各个品牌7月的流水预计维持6月较弱的趋势。

然而，我们观察到 1H24 主要玩家的终端零售折扣同比去年并未大幅加深，反而有小幅的改善。同时，截至 1H24 末，大部分中国运动服饰玩家的渠道库存相较 2023 年底都保持稳定或有不同程度的下降。这意味着大部分玩家在较弱的市场环境下依然聚焦折扣的稳定与渠道库存的健康，从而保障稳健的基本面与利润率。

因此，我们认为即使在需求疲弱的大趋势下，市场暂时也无需过于担忧价格战对品牌力造成的伤害和给渠道库存带来的风险。

图表 1：各品牌渠道库销比



资料来源：浦银国际估算

## 性价比对专业运动品类在中低线市场的重要性日渐凸显

我们认为，性价比、产品力、品牌力是国产运动服饰产品在当前市场环境下取得成功的三大关键要素。而在消费力不足的大环境下，性价比受到的关注度便大幅提升。

尤其在中低线城市，专业运动服饰领域消费降级趋势较为显著。因此，对于产品差异化相对较小、品牌力较为接近的细分专业领域（比如跑步、徒步、健身等赛道），性价比对消费者购买决策的影响力日益凸显。

这一趋势利好性价比相对较高的中国专业运动品牌，比如安踏、特步、361度等。这也解释了为什么这些品牌短期的流水表现好于行业平均水平。

图表 2：主要运动服饰品牌 2Q22-2Q24 零售流水表现

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
李宁	▼下降 高单位数	▲增长 10-20% 中段	▼下降 10-20% 低段	▲增长 中单位数	▲增长 10-20% 中段	▲增长 中单位数	▲增长 10-20% 低段	▲增长 低单位数	▲增长 低单位数
安踏品牌	▼下降 中单位数	▲增长 中单位数	▼下降 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▼下降 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数
Fila	▼下降 高单位数	▲增长 低双位数	▼下降 10-20% 低段	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段	▼下降 10-20% 低段	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数
特步	▲增长 10-20% 中段	▲增长 20%-25%	▼下降 高单位数	▲增长 约 20%	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%高段	▲增长 高于 30%	▲增长 高单位数	▲增长 10%
361 度	▲增长 10-20% 低段	▲增长 10-20% 中段	—持平	▲增长 10-20% 低段	▲增长 10-20% 低段	▲增长 15%	▲增长 >20%	▲增长 10-20% 高段	▲增长 10%

资料来源：公司数据、浦银国际

此外，成功的产品设计和品牌营销也将为专业运动产品的销量增加热度。由于众多国产运动服饰品牌短期在产品的设计方面很难拉开差距并形成明显的竞争优势，因此成功的营销策略对专业运动产品的销量就会产生较大的促进作用。

展望下半年，我们认为在国产的专业运动品牌中，安踏有望凭借欧文篮球鞋的发售以及对奥运会的赞助提升其产品的影响力，从而录得相对较强的销售表现。

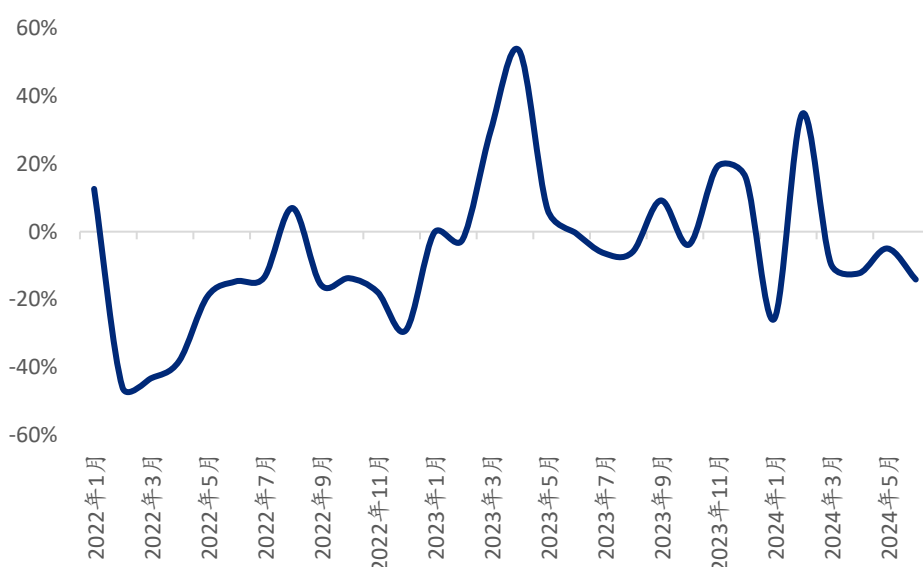
## 高线城市消费者更青睐细分领域的新锐专业运动国际品牌

在高线城市，消费者对于专业运动产品消费降级的趋势并不明显。我们并不认为高线城市的消费者会由于消费力的下降而从国际品牌转向国产运动品牌。但消费力下降可能导致线下客流与消费频次有所下降，尤其是对 Nike、adidas 等一线国际品牌。

而且，基于对产品和品牌调性的追求，相对于综合性运动品牌（如 Nike 和 adidas），部分高线城市消费者更倾向于选择专业细分领域中相对小众但热度持续上升的新锐国际品牌（比如跑步赛道的亚瑟士与昂跑、户外赛道的 Hoka 与 Solomon、健身赛道的 Lululemon 等）。这一趋势可能对 Nike 与 adidas 这样的国际运动服饰巨头在高线市场的市场份额带来一定的压力。

因此，我们认为，对于滔搏和宝胜等国际服饰品牌零售商而言，通过在零售端加强与细分赛道新锐品牌的合作，来对冲 Nike 与 adidas 销售下滑带来的负面影响，减小对 Nike 与 adidas 的依赖，是公司未来重要的发展战略方向。

图表 3：宝胜国际月度收入同比变化



资料来源：公司数据、浦银国际



## 运动时尚与专业运动在高线市场的边界正变得模糊

根据欧美市场的运动服饰发展趋势，随着经济的发展，运动行业消费趋势将从单纯注重细分领域的功能性，过渡到功能性与时尚性的融合，运动时尚与专业运动之间的界限将变得日渐模糊。

我们在中国的高线市场也观察到了同样的趋势。在中国高线城市，更多消费者会将功能性运动服饰融入到日常的穿搭中，更多人会在运动以外的场景选择穿着较为舒适且具有时尚性的专业运动鞋服。

因此，兼顾功能性与时尚度的高端专业运动品牌（比如 Lululemon，亚瑟士，始祖鸟，Descente，Hoka 等）成为了很多消费者日常休闲穿着的选择，尤其是户外单品受到了众多中产消费者的欢迎。另外，复古的运动时尚流行趋势使 adidas 三叶草旗下的系列产品（包括 Samba 和 Superstar）在高线市场的年轻消费者中依然受到较大的欢迎。

## 传统运动时尚品牌有望持续向低线市场渗透

与专业运动领域看重性价比不同，二三线城市的消费者对于中高档运动时尚品牌的接受度反而在提升。

拿 Fila 举例，Fila 的线下门店主要集中在高线市场。今年上半年，Fila 线下门店整体的客流较为疲弱，但通过在新兴电商渠道（主要是抖音直播）上的高速增长，Fila 今年上半年整体流水录得同比高单位数增长。这在一定程度上反映了中低线层级市场的消费者对 Fila 接受度的提升。

## 投资建议

基于以上对中国运动服饰行业的趋势性判断，我们认为：

（1）性价比较高，且短期在品牌和产品营销方面有一定催化效应的国产专业运动服饰品牌（比如安踏）2H24 流水表现有望持续优于行业大势；

（2）综合性国际专业运动服饰品牌短期可能继续维持较弱的增长趋势；

（3）专业细分赛道的新锐品牌（昂跑，亚瑟士，Lululemon 等）以及户外品牌（Hoka，Descente，始祖鸟等）有望保持强劲增长势头，并在中国市场抢占综合性国际运动服饰品牌的份额；

（4）adidas 的运动休闲系列和 Fila 有望通过向低线市场渗透在 2H24 继续录得增长。

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	14.5	持有	23.0	2024年4月30日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	70.0	买入	101.0	2024年3月27日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2024年3月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.6	买入	7.0	2024年5月23日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.8	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	49.9	2024年4月30日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	231.0	买入	389.3	2024年4月30日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	12.6	持有	22.5	2024年5月16日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.8	买入	20.8	2024年5月21日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	15.9	买入	26.7	2024年5月21日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.8	买入	6.8	2024年3月25日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.4	买入	26.3	2024年5月7日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	25.3	买入	43.2	2024年6月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.3	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.5	买入	14.0	2024年5月8日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	47.7	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	65.7	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.3	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	25.1	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	13.9	买入	21.1	2024年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.9	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.5	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.9	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.1	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.6	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.5	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	40.4	买入	51.3	2024年7月23日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	88.2	买入	129.1	2024年4月21日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	39.6	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	58.3	持有	58.5	2024年4月30日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	44.8	持有	60.6	2024年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	16.8	买入	22.8	2024年7月8日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	23.8	买入	31.2	2024年7月8日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	30.6	买入	40.5	2024年7月8日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	22.4	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	11.9	持有	14.0	2024年7月8日	酒店

注: 截至 2024 年 7 月 24 日收盘价。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。



## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: www.spdbi.com  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

