

证券研究报告|行业专题报告

纺织服饰

行业评级 强于大市（维持评级）

2025年03月05日



复盘Nike DTC，看各类服饰品牌渠道变迁方向

证券分析师：

谢丽媛 执业证书编号：S0210524040004

李施璇 执业证书编号：S0210524100001

请务必阅读报告末页的重要声明

DTC，即为品牌绕开第三方批发商、零售商或其他中间商，直接面向消费者推出商品或服务的新的商业模式。其主要优势在于成本、渠道、数据库和时间效率；但与此同时，DTC模式也会导致初期投入高、营销成本高、物流与供应链管理难度加大。通过复盘Nike DTC改革期间的表现，我们发现，**DTC模式成效的分析框架可从成本管理、运营效率、产品研发、规模扩张四个维度进行分析**

透过Nike看海外运动DTC进程，我们发现部分品牌从2019年左右将DTC作为战略重点，并通过弱化线下经销商+强化线上APP及线上线下全域零售的方式（Nike、Adidas）；或品牌成立时间短，在发展早起就引入DTC概念，因此DTC水平较高且发展起来阻力较小（Lululemon 2013年引入DTC概念）。对于这些品牌而言，当前DTC水平较高，且疫情一定程度加速了DTC改革的推进。而以Puma为例的欧洲老牌运动品牌仍将经销作为主要渠道。**财务指标上面，DTC贡献的提升为这些品牌带来毛利率的提升，但由于品牌自身需要承担行业下行库存堆积的压力，因此库存周转反而变慢。**

以Nike为锚映射国内的品牌服饰公司，我们发现当前不同类型的品牌正处在不同的渠道阶段，例如运动服饰中，安踏的DTC（若加上电商）占比达到近90%，而功能性服饰波司登的直营收入占比也达到70%以上。而在A股品牌板块，中高端品牌如比音、歌力思、报喜鸟的直营（包括线下直营+线上）占比都超过了70%。我国不同地区天气气温、收入水平、文化偏好等差异较大，从而加大品牌进行全盘渠道管理的难度。我们通过样本品牌门店数量可以大致得到，**大多数品牌的直营门店管理范围在1000~2000家左右**，若超过该范围，大多数品牌依托于经销商进行下沉、扩张。

投资建议

1) 对于传统品牌而言，DTC渠道的变革同时意味着与传统经销商发生利益冲突，因此在实际推进中存在阻力；另外，由于DTC模式的推进同时意味着更高的前期成本（线上平台搭建、营销成本等），可能对利润率带来压制。但是DTC仍然是重要且先进的商业模式，品牌通过DTC渠道对于消费者洞察、会员服务、品牌力、价格折扣等都有更强的把控，中长期看更加适合品牌力的塑造，品牌力反过来反哺销售的拉动和中长期势能提升。筛选服装品牌标的，建议关注运动&功能型龙头【**安踏体育**】、【**波司登**】，其注重DTC打造并通过强化自身前端产品开发、中端门店运营、与后端供应链形成有效闭环，当前品牌力逐步彰显。

2) 考虑到DTC模式推行的难度，我们发现品牌与零售商的协同角色在当前不断变化的市场环境中也在快速迭代，渠道商承载了更多品牌力的传导而非传统的上架卖货，这样类直营模式在同步DTC的优势同时，亦通过经销商伙伴分担销售环节，从而有效减轻其自身库存风险与管理成本。建议关注【**滔搏**】，该公司作为Nike、Adidas在中国最重要战略合作伙伴之一，其重要性日益凸显。

风险提示

海外消费不及预期；Nike品牌库存压力；竞争加剧

随着大数据科技的发展，DTC模式以其通过大数据直达消费者实现精准营销、高效供应链管理等优势，被越来越多的品牌商关注。但从传统模式转型DTC的过程必然也面临诸多困难。我们将以Nike转型DTC的过程作为案例详细分析转型各方面的成效与阻碍，并延申分析海内外各类品牌服饰的转型进程与必要性。

Nike DTC复盘：DTC是一种弱化第三方零售商、批发商，直接向客户销售产品的方式，由品牌自行积累更多有价值的用户数据，并反哺到产品设计、制作环节，从而真正从消费者的需求出发去推出产品。**Nike作为全球运动用品龙头，从2015年开始提出DTC，并于2017年起先后提出CDO、CDA战略，以加强DTC数字化全域的布局。**但是从财务表现上看，Nike FY24全年收入仅增长0.3%，若不考虑2020年疫情和2009年经济衰退，为Nike 1990年代后期以来最差表现；且从FY23Q4开始，公司的季度同比增速持续放缓，表现弱于其他运动品牌；而DTC业务似乎成为拖累。基于该业务表现，Nike于24年9月宣布更换CEO，由Elloio Hill接替John Donahoe担任集团全球总裁兼首席执行官。**市场将Nike业绩承压主要归因于DTC改革的失败，我们将在第一章搭建DTC成效分析框架，从成本管理、运营效率、产品研发、规模扩张四个维度，分析Nike的DTC改革到底是否有成效，以及其经营恶化的底层原因。**

对比分析海外其他品牌DTC成效：海外多数其他运动品牌样本品牌也在积极DTC改革进程当中，我们将透过对Nike的渠道变革分析，对比分析海外其他品牌DTC的进程与成效。

对标分析国内各类服饰品牌DTC展望：通过复盘海外品牌的DTC情况，我们通过第一章搭建的DTC分析框架对国内服饰品牌渠道阶段进行对标分析，并通过对比不同类型品牌门店保有量、渠道结构等各类指标，来探究不同类型品牌DTC改革的成效与必要性，以及各维度提升潜力。

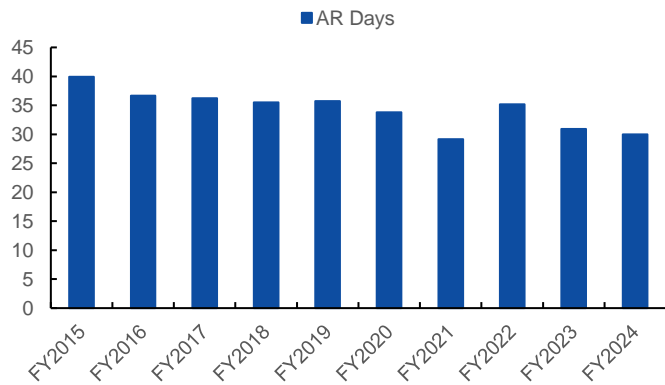
目 录

- **Nike DTC复盘：辩证看DTC改革的成效与得失**
- 透过Nike看海外运动服饰DTC进程
- 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向
- 总结及投资建议
- 风险提示

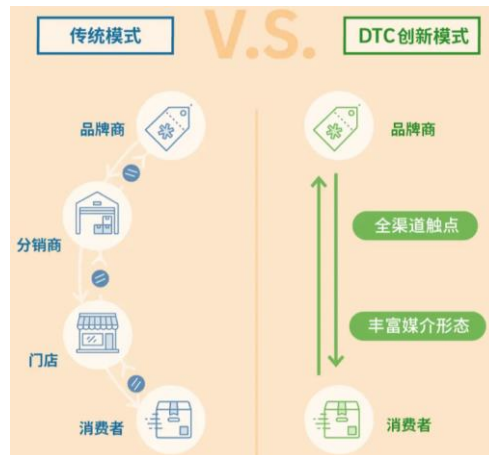
1. Nike DTC复盘：辩证看DTC改革的成效与得失

- Nike作为全球头部运动品牌，在改革之前以批发模式主导，DTC仅占比20%，且过度依赖经销商导致利润承压且存在坏账风险。为进一步提升Nike品牌力，并加强与消费者的连接，Nike启动DTC改革。
- **Nike开启DTC改革，是在流量红利环境下的顺势而为：**
 - **DTC的起始：**早期DTC品牌伴随着互联网和SaaS平台而出现（2000年-2010年），大部分是以垂直电商或是订阅形式销售产品。随着男士西装品牌Bonobos成立，并完成从垂直电商、到DTC品牌、到DNVB品牌（数字原生垂直品牌）的发展，DTC品牌正式开始出现。从早期案例可以发现，**早期DTC品牌大多数诞生于行业巨头垄断、且消费者体验感差的市场，其“弯道超车”得益于其更好（差异化、定制化、平价）的产品以及直面消费者的商业模式，并配合社交媒体完成营销破圈。**
 - **触发DTC改革爆发的外部条件：**2011~17年，欧美DTC品牌进入爆发式增长，大量服装品牌启动DTC战略，包括Lululemon等，主要系：1) 线上流量红利效应，通过线上完成转化的胜率高且时间成本低；2) 消费者消费情绪较高，线下场景的增值服务和体验支撑品牌有更高的溢价空间。

图表：Nike 应收账款周转天数呈现下降趋势



图表：DTC促进全价值链提质增效



1.1 理论基础：DTC模式成效分析框架搭建

为了更清晰地分析Nike的DTC到底是否有成效，以及提升后各品牌之间对标分析的可比性，我们初步搭建DTC模式成效的分析框架。

➢ **DTC (direct to customers)**，即为品牌绕开第三方批发商、零售商或其他中间商，直接面向消费者推出商品或服务的新的商业模式

- DTC作为2010年起快速发展的商业模式，其主要具备更低成本、更高效率、更完备的消费者数据获取等优点，并且由于能够精准快速获取终端数据，还可反哺产品研发，推出精准匹配消费者需求的新品。DTC长期有利于品牌形象的提升与统一，从而利于规模扩张，但中短期角度，不同于传统模式通过代理商能够更快实现扩张，DTC在管理半径和扩张速度方面存在局限性，这也是品牌商权衡DTC改革必要性的一个重要维度。因此我们认为，DTC模式成效的分析框架可从成本管理、运营效率、产品研发、规模扩张四个维度进行分析。
- 基于此框架，我们总结DTC与传统模式的优缺点对比如下：

图表：DTC vs 传统渠道模式分析框架

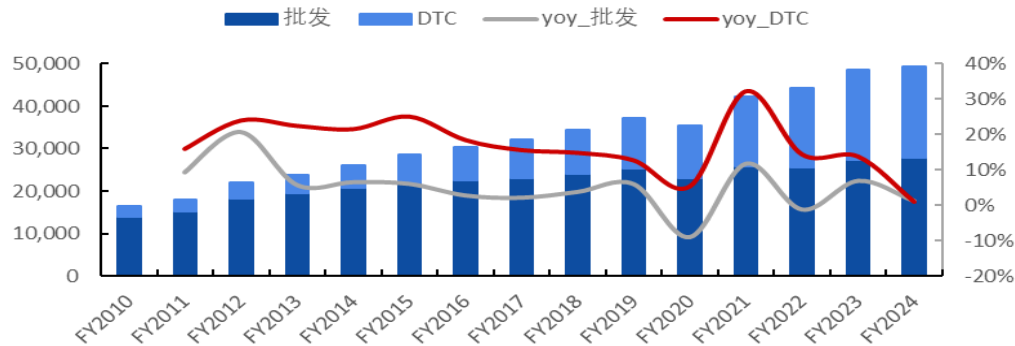
	成本管理			运营效率		产品研发	规模扩张		
	初期投入	运营成本	营销成本	周转效率	库存健康	大数据的广度与速度	品牌形象	扩店速度	开店空间
DTC	需自建电商平台、物流体系及线下渠道，初期投入高	简化供应链环节，节省中间商利润；但需要自己承担配送等费用	新品牌需要大量投流提升品牌声量，且缺少分销渠道支持的品牌获客难度提升	加快货品流转效率，提升周转效率	品牌对库存管控力度更强，通过线上、奥莱等方式消化老品，保证库存健康度	获得第一手产品和用户数据；缩短产品上线链路流程，降低试错风险	品牌门店、营销统一管理，提升品牌形象，打造品牌势能	扩点的速度较慢，门店质量相对更高	自主线下开店，自身渠道管理半径限制开店空间有限
传统模式	与成熟的渠道体系合作，通过批发买断形式，成本低	配送等由渠道商负责，但需要部分让利给渠道商	渠道方配合品牌进行品牌营销宣传，但品牌对渠道控制有限，导致营销方式和质量有所差异	通过分级或扁平化方式向各级经销商发货，且各经销商之间货品流通性较弱	品牌与渠道签订退换货机制，但若品牌对经销商把控弱，可能导致渠道串货、折扣混乱等	获取终端数据能力有限，产品开发环节到销售链条较长，终端反哺到产品研发环节的能力较弱	品牌对于终端管理较弱，提升品牌形象的难度更大	可以依托于渠道商快速开店	依托于渠道商的能力，开店空间更大

1.2 Nike DTC转型的两个阶段

Nike的DTC转型可以分为两个阶段，具体来看：

- **1) CDO战略 (Customer Direct Offense+Triple Double Strategy)**：公司于2017年提出CDO战略，意在通过加强R&D、产品生产效率、消费者连接三个领域；在战略提出以后，Nike通过更强的消费者数据支持、更快的研发速度，叠加供应商更强的自动化生产技术实现生产效率的提升 (Triple Double Strategy) 。
 - ✓ 为实现更强的消费者连接，公司在DTC战略的5年内陆续减少50%经销商，将Macy's、Urban Outfitters、迪拉德百货、Zappos等零售商排除在长期战略合作伙伴名单外，并规划将3万+经销伙伴缩减至40家核心战略合作商。截至2020年Nike上线4个APP打造线上生态。
 - ✓ 战略提出期间，DTC贡献营收从78.6亿美元提升至117.5亿美元，年复合增速14.4%，3年内占比提升5.8Pct；而期间批发业务同比复合增速仅4%，Nike DTC业务为其贡献主要的增长动力。
- **2) CDA战略 (Consumer Direct Acceleration)**：公司于2020年提出CDA战略，在前期DTC基础上与数量更少、更核心经销商共享数字化门店的打造，在所有渠道贯彻Nike自有的战略合作伙伴系统，打造O2O服务以应对消费者变化的需求。
 - ✓ 在该阶段DTC业务营收4年复合增长14.8%至215.2亿元，占比进一步提升至43.6%。

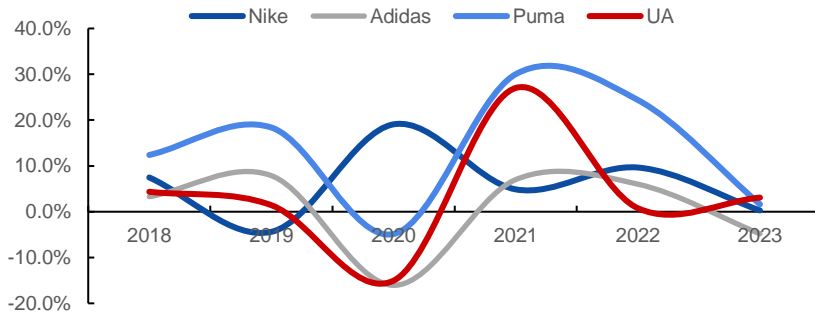
图表：Nike DTC业务收入增速从FY21峰值后逐渐放缓（百万美元，%）



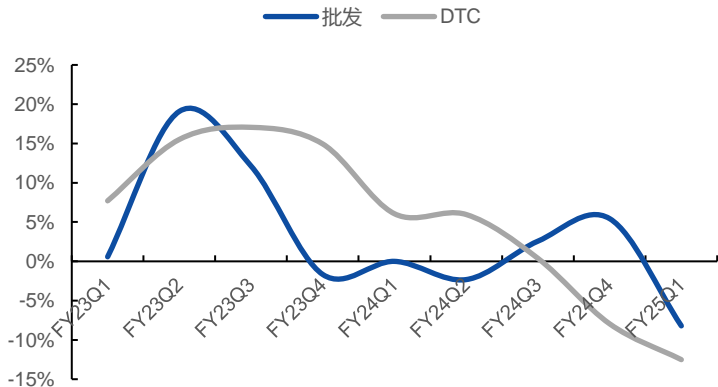
1.3 Nike DTC改革为什么被市场认为是失败的战略?

- 财报表现上反映DTC在终端整体承压背景下对业务拖累明显，且放大经营杠杆影响利润率
- 从业绩层面看：1) Nike DTC营收同比增速连续6个季度环比向下，并于最近2个季度出现同比放缓，降幅高于批发业务。2) 从绝对值看，在FY23需求端保持增长阶段，DTC贡献并未补齐经销下滑带来的影响，而在需求端承压的FY24~25Q1，DTC贡献收入下滑显著拖累到整体。3) 营业利润率呈现下降趋势，或反映DTC占比增加后，持续的数字化投入、线下直营投入加大经营杠杆，导致营业利润率下行。

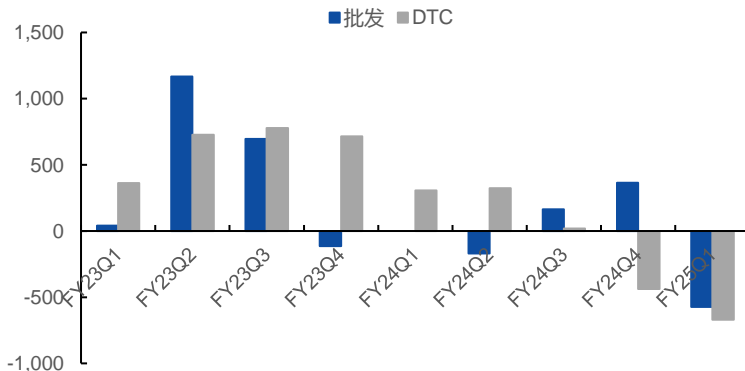
图表：运动品牌年度营收增速 (%)



图表：Nike分季度批发、DTC收入增速 (%)



图表：Nike分季度批发、DTC营收净增 (百万美元)



1.3 Nike DTC改革为什么被市场认为是失败的战略？

- 竞争格局方面，Nike与过去重要经销商合作关系的恶化，或直接导致渠道商减少上架Nike商品，从而与其他竞争品牌合作更加紧密，消费者从线下渠道直接触达Nike产品的场景下降，从而转为消费其他竞品。
- 美国Nike市占率呈下降趋势，新兴品牌抢占份额。2015~24年间，Nike市场份额累计下降4.8Pct至12.5%。从竞对表现看，市占率第二名的Adidas期间份额累计提升1.5Pct至5%，第三名为Lululemon，期间其份额累计提升2.3Pct至3.7%。除了Top3品牌外，一些新兴品牌如On在2019~24年间累计份额提升1.5Pct至1.7%。

图表：美国运动鞋服市场竞争格局变化（%）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
品牌市占率									
Nike	16.8%	15.2%	14.2%	14.2%	14.3%	13.7%	14.0%	13.8%	12.5%
adidas	4.2%	5.2%	5.5%	5.5%	6.1%	5.9%	6.3%	5.1%	5.0%
lululemon	1.5%	1.6%	1.8%	2.1%	2.7%	2.9%	3.5%	3.9%	3.7%
UA	5.4%	4.8%	4.4%	4.2%	3.8%	4.0%	3.7%	3.6%	2.9%
Skechers	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.8%	2.5%	2.7%
New Balance	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	2.0%
Jordan	1.8%	1.8%	1.5%	1.6%	2.1%	2.0%	1.9%	2.0%	1.8%
On				0.2%	0.4%	0.6%	0.9%	1.4%	1.7%
Columbia	1.7%	1.6%	1.8%	1.9%	1.7%	1.8%	1.9%	1.8%	1.5%
Puma			1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	1.9%	1.6%	1.5%
市占率变动									
Nike	-0.5%	-1.6%	-1.0%	0.0%	0.1%	-0.6%	0.3%	-0.2%	-1.3%
adidas	0.7%	1.0%	0.3%	0.0%	0.6%	-0.2%	0.4%	-1.2%	-0.1%
lululemon	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.2%	0.6%	0.4%	-0.2%
UA	0.4%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.7%
Skechers	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.3%	-0.3%	0.2%
New Balance			-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%
Jordan	0.1%	0.0%	-0.3%	0.1%	0.5%	-0.1%	-0.1%	0.1%	-0.2%
On				0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.3%
Columbia	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.3%
Puma				0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	-0.3%	-0.1%

1.4 四个维度，辩证看DTC为Nike带来的机遇与挑战

- **成本管理方面：Nike的DTC策略导致公司增加了线上平台投入和品牌营销推广，而品牌承担更多销售环节，导致其物流成本等也有所增加**
 - 营业利润率呈现下降趋势，或反映DTC占比增加后，持续的数字化投入、线下直营投入加大经营杠杆，导致营业利润率下行。
 - 据CNBC，Nike的DTC策略导致公司处理成本和物流成本提高
 - 23年12月，Nike宣布20亿美元成本节约计划。据Nike CFO，DTC增加零售商运营的“复杂性和低效率”，要逐渐恢复对批发业务的关注。

图表：Nike分季度营业利润率波动向下（%）



1.4 四个维度，辩证看DTC为Nike带来的机遇与挑战

- **运营效率方面：Nike在疫情背景下去库反应更加迅速，反映其销售链路缩短后能够快速反应；但因为直营渠道库存提高，品牌短期处理退货和自有库存难度增加，导致其库存周转率反而有所放缓。**
- 疫情背景下，Nike收入端抗压能力更强，一方面得益于线上DTC部分冲淡线下客流减少的影响。2017~23年，Nike营收复合增速为5.9%，高于UA (2.9%) 和Adidas (0.2%)，弱于Puma (13%)。
- 从库存维度看，DTC带动线上线下平台渠道库存打通，自身渠道体系中存货流动销售效率增加，因此在疫情后行业去库背景下，Nike的库存变动相较于同业更加平稳。
- **直营渠道库存提高，导致效率下降。**据CNBC，Nike的DTC策略增加Nike处理退货和自由库存的难度。

图表：Nike分季度库存周转率有所放缓 (%)



图表：Nike库存同比变动相较于同业更加平稳 (%)

	存货增速										
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Nike	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%
Adidas	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%	-6.7%
Lululemon	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	24%	13.6%	-4.5%	-8.6%	-15.0%	14.0%	
Puma	32.2%	42.9%	72.3%	50.4%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%	0.0%	-8.6%	-3.4%
Deckers	82.2%	83.4%	45.4%	31.4%	5.1%	-11.8%	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%
On		47.6%	80.6%	194.8%	0.0%	0.0%	0.0%	-9.9%	0.0%	-7.9%	-17.8%
优衣库	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%	-7.5%	-14.8%	0.0%	4.5%	5.6%

1.4 四个维度，辩证看DTC为Nike带来的机遇与挑战

➤ 产品研发方面：多年缺乏创新，鞋类为Nike重要销售品类，但近年来竞争持续加剧

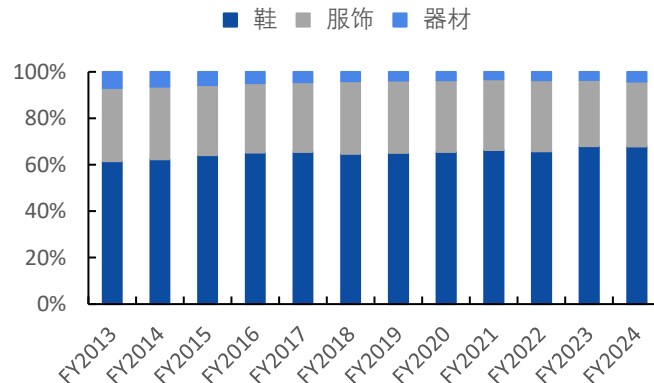
- 鞋类产品为Nike产品矩阵中最重要的品类，其收入占比从FY07年开始就达到60%，并持续提升至FY24的68%；其占比高于同为综合运动品牌的Adidas（鞋类占比57%）、Puma（53%）、UA（25%）。而从2017~2023年增速来看，Nike鞋类的收入表现不算出色，复合增速7%，
- 科技创新乏力：**1979年Nike推出第一款气垫跑鞋Air TailWind，采用突破性结构缓震科技（气垫科技），将空气注入薄膜使鞋底具有缓震性能；之后Nike多次迭代独家气垫科技。2017年Nike推出Pebax材料发泡而成的ZoomX泡棉材料，引领厚底碳板跑鞋。而在前CEO多纳霍在任期间，其少数新产品是Nike今年3月发布的Nike Air MaxDn，其关键技术“Dynamic Air”依然是基于以前Air技术的鞋底缓震系统。

图表：Nike鞋类产品增速弱于同业（%）

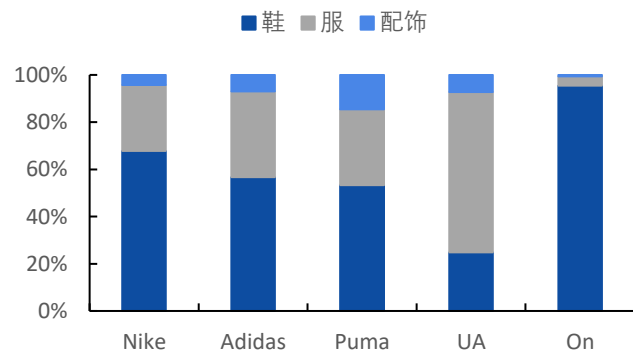
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nike	5.6%	8.8%	-3.8%	20.2%	4.0%	13.7%	0.9%
Adidas	22.7%	2.9%	5.8%	-25.1%	11.9%	8.4%	-1.2%
Puma	21.4%	10.7%	16.8%	-7.2%	33.6%	36.5%	6.2%
UA	53.1%	2.4%	2.2%	-14.0%	35.3%	-1.0%	16.3%
On	-	-		59.2%	70.4%	68.7%	46.6%
Hoka	-	-	45.4%	58.0%	62.0%	56.1%	58.5%

*图表中Nike、Adidas、Puma和UA选取鞋类收入增速，On和Hoka鞋类占比高，直接选取品牌增速

图表：Nike品牌中鞋类销售占比提升至近70%（%）



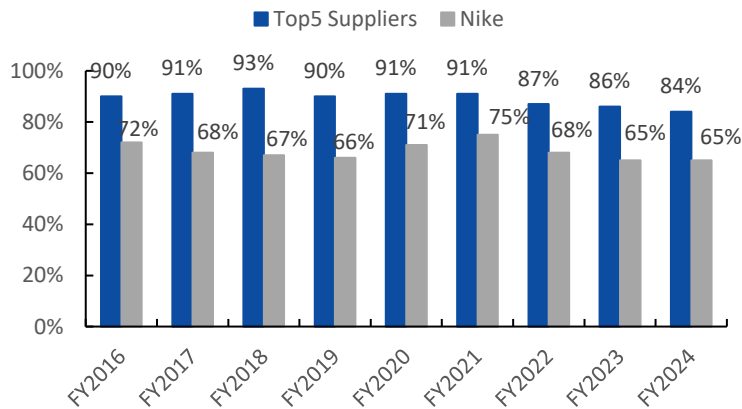
图表：Nike业务对鞋依赖高（%）



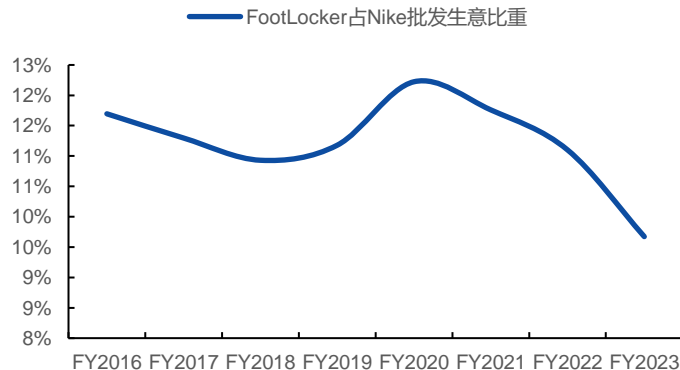
1.4 四个维度，辩证看DTC为Nike带来的机遇与挑战

- **规模扩张方面：Nike与过去重要经销商合作关系的恶化，或直接导致渠道商减少上架Nike商品，从而与其他竞争品牌合作更加紧密，消费者从线下渠道直接触达Nike产品的场景下降**
- **Nike大力发展DTC可能会与过去长期合作经销商关系恶化：**在DTC无中间商模式下，品牌与消费者直接建立联系，且在将更多资源加注DTC渠道后，部分尖货优先在DTC渠道首发，从而影响经销商的销售。
- ✓ 以Footlocker为例，Nike品牌销售收入占比在FY17~19、FY21~24两个阶段出现下降，趋势与Nike DTC战略发布节点相同；经测算，Footlocker占Nike批发生意的比重也有所下降，尤其在FY20~23年间预计下滑2.6Pct。

图表：Nike占Footlocker营收比重在两次发布DTC战略后均有下滑（%）



图表：Footlocker占Nike批发比重下降（%）



*注：此图数据为根据Nike、Footlocker财报的预测数据，并非财报直接披露

1.4 四个维度，辩证看DTC为Nike带来的机遇与挑战

- **规模扩张：Nike与核心战略伙伴进行新模式的探索，DTC成功跑通后作为杠杆撬动传统经销商体系，在不断变化的消费业态下形成新的协同和供需关系**
- **Step1: 打造线上+线下DTC“样板间”**：以大中华区为例，1) 线上，打造DTC数字化商城，建立5个自营触点，耐克 App、耐克.com、SNKRS App、耐克微信小程序、NTC微信小程序；
- **2) 线下，零售门店数字化创新，打造五种概念店（耐克 Live、耐克 House of Innovation、耐克 Rise、耐克 Style、耐克 Unite）**
- 2018年首家Nike Live全新零售概念门店开业，为Nike Plus会员提供各项增值服务，包括：a. curb service，即消费者向门店发送文本信息进行选购、退货；b. Retail Home，app上选择商品并在门店试穿购买；c. Nike Scan，在一定范围内激活即可灵活选择在线或线下购买等。

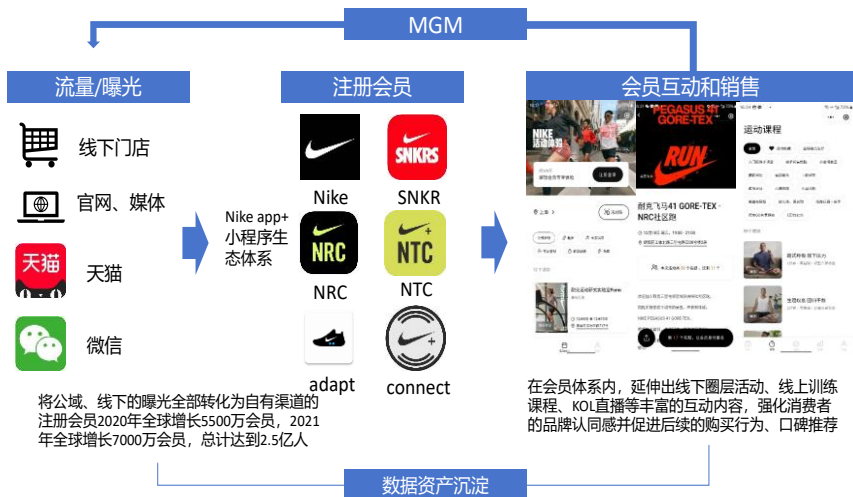
图表：Nike新门店定型类别及特点

新门店类型	新店型特征
HOI概念店	“house of Innovation”为Nike旗下最高级别零售店，以直营为主，如上海001门店
RISE概念店	定位城市，店内有当季最新、最流行产品；22年初与滔搏在北京开出国内第二家Rise店，这也是Nike与战略合作伙伴首次合作推出概念零售店
Live邻里店	旨在成为“消费者邻近社区数字服务中心”
Unite优选体验店	面相当地社区，价格亲民，渗透范围最广

1.4 四个维度，辩证看DTC为Nike带来的机遇与挑战

- **规模扩张：Nike与核心战略伙伴进行新模式的探索，DTC成功跑通后作为杠杆撬动传统经销商体系，在不断变化的消费业态下形成新的协同和供需关系**
- **Step1：打造线上+线下DTC“样板间”：以大中华区为例，1) 线上，打造DTC数字化商城，建立5个自营触点，耐克 App、耐克.com、SNKRS App、耐克微信小程序、NTC微信小程序；2) 线下，零售门店数字化创新，打造五种概念店（耐克 Live、耐克 House of Innovation、耐克 Rise、耐克 Style、耐克 Unite）**
- 各流量平台全渠道布局，并引流至Nike自身的生态体系，转化为自有渠道注册会员，并通过线下活动、KOL直播等强化品牌认同，加强品牌与消费者之前的粘性。据增长黑盒公众号2024年6月发布，Nike注册会员目前贡献营收的23%，会员池的搭建和维护为长期品牌成长增加动能。

图表：Nike会员体系案例



图表：Nike数字化业务转型过程

步骤	特征	描述
1	建立各个渠道的数字商城	建立DTC的根据地：官网-APP-小程序-天猫，以天猫为主作为线上起步。
2	在各个渠道进行会员拉新	·2017-2020建立会员体系NIKE club, Nike +; 提供会员增值服务, NTC、NRC在前期的主要作用是招募会员，从线上公域、线下门店进行注册引流
3	加强数据应用的基础设施	·成立近百人数据团队，负责数据治理收集、算法的应用，最后再反哺到不同的业务场景里。 ·尝试将天猫会员数据与自有会员数据打通
4	建立完整的消费者画像，拓展数据应用	·构建内部的Martech体系 ·CRM(客户管理):多维度的消费者画像，包括消费数据、行为数据、浏览数据，覆盖天猫和其它渠道
5	omni-channel扩大规模	·随着线上引流成本越来越贵，进一步拓展了线下门店作为引流入口，沉淀更多会员 ·利用SNKS APP,通过在线上线下门店发售限量球鞋，吸引球鞋粉
6	多元化推送触达会员，提高会员粘度	·依照产品的属性去做延伸，实现线上线下的体验互通。比如：借助数据圈选并通过系统进行会员推送，引流会员到线下参加附近门店周六早上安排的跑团

1.4 四个维度，辩证看DTC为Nike带来的机遇与挑战

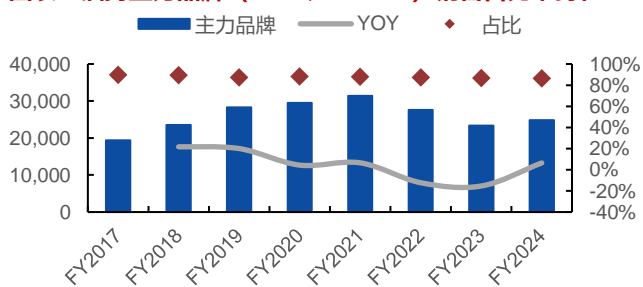
- **规模扩张：Nike与核心战略伙伴进行新模式的探索，DTC成功跑通后作为杠杆撬动传统经销商体系，在不断变化的消费业态下形成新的协同和供需关系**
- **Step2：以滔搏为例——改变与经销商固化的出货销售关系，筛选有实力的战略合作伙伴，将成功经验向经销商复制**
- 经销商重点合作门店的门店规格与DTC一致，Nike通过DTC打样，将自身的零售、数字化建设能力全面赋能经销商，帮助合作伙伴完成数字化转型，建立线上线下融合新零售方式，例如门店创新、会员导入、运营赋能等。

图表：Nike与核心经销商关系不断深化

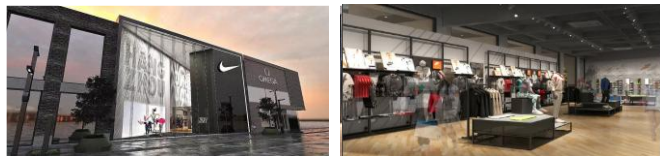
时间	CDA改革策略下Nike与核心经销商合作深化
FY22Q1	从会员驱动打造个性化与本地化，并且和重要经销伙伴打造数字化整合新模式；与经销伙伴共同提升消费者体验
FY22Q2	与DSG建立战略合作伙伴关系，实现会员连接新模式；该合作在品牌与零售商在货品物流、消费者体验和连接创立新模式，消费者可以在合作门店解锁独家优惠、产品及体验，这将反过来提升进店转化，增强消费者粘性
FY22Q3	合作新模式延伸至包括滔搏、宝胜在内的其他零售商，与重要合作伙伴共享消费者数据和库存，以更好提供Nike服务的速度和品质
FY23Q1	合作模式延伸至欧洲Zalando、JD Sports；在峰会上与全球24个核心零售商强化合作；新产品流量集中在战略合作伙伴和Nike Direct上，使用工厂店和其他经销渠道消化库存
FY23Q3	通过直营和经销合作伙伴拥有1.5亿活跃会员，与经销伙伴共享会员数据与资源
FY23Q4	与核心合作伙伴保持双位数增长和强库存管理；重新启动与Foot Locker的合作
FY24Q3	基于CDA战略做出调整，其中包括与经销商强化关系合作
FY25Q1	与合作伙伴共创多元化终端零售环境，例如与DSG合作推出女子健身概念，与Footlocker推出“home Court”新店型，提供多元品牌篮球空间

资料来源：Nike季度 Transcript，滔搏公司公告，Bloomberg，滔搏湖滨银泰in77 KICKS LOUNG，体育产业生态圈，华福证券研究所

图表：滔搏主力品牌（Nike、Adidas）销售占比维持在85%以上（百万元，%）



图表：滔搏代理的部分Nike Beacon1200门店



2022年1月浙江首家Nike Beacon 1200门店开业

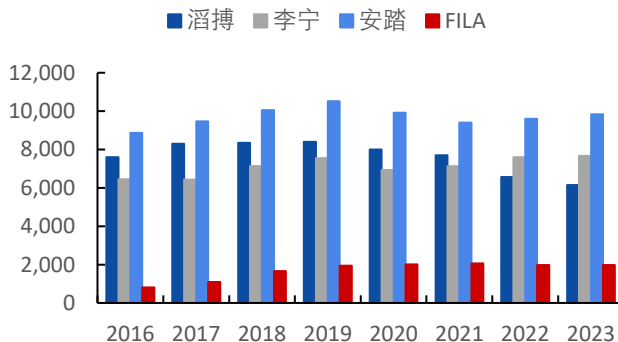


2022年3月号称亚洲最大的耐克Beacon1200店于北京王府井开业

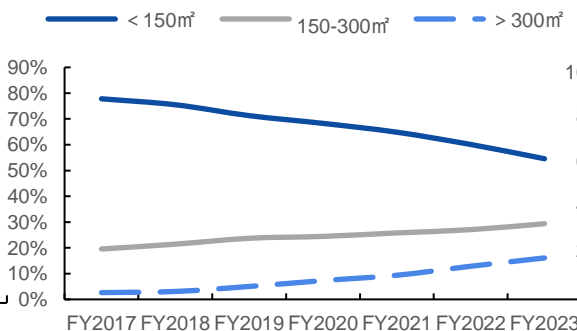
1.4 四个维度，辩证看DTC为Nike带来的机遇与挑战

- **规模扩张：Nike与核心战略伙伴进行新模式的探索，DTC成功跑通后作为杠杆撬动传统经销商体系，在不断变化的消费业态下形成新的协同和供需关系**
- **Step2：以滔搏为例——改变与经销商固化的出货销售关系，筛选有实力的战略合作伙伴，将成功经验向经销商复制**
 - 截至2024年2月，滔搏门店保有量6144家店，2020年2月起即保持每年净关店趋势，新零售业态下，运动线下渠道已经从“跑马圈地”的量增过渡到单店提质增效阶段，而开大店、开好店、促进进店客流转化与连带提升为重点方向。滔搏作为Nike重要的战略伙伴，门店保有量下降，但150~300m²、300m²以上店铺占比在6年内（FY17~23）分别提升9.8Pct、13.5Pct至29.4%、16.1%，大店占比有显著提升，其中不乏品牌高规格门店（如Nike北京Rise店等）。
 - 在数字化建设上，Nike为经销商提供技术支持，协助经销商搭建小程序商城和会员体系导入。据滔搏财报中披露，截至24年8月滔搏累计用户数（会员+潜在会员）达到7630万人，会员贡献93.4%的营收，会员转化强，反过来对品牌进行赋能。

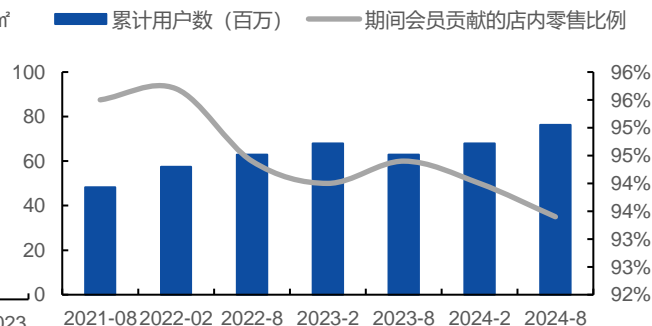
图表：滔搏门店保有量下降（家）



图表：滔搏150m²以上大店占比提高（%）



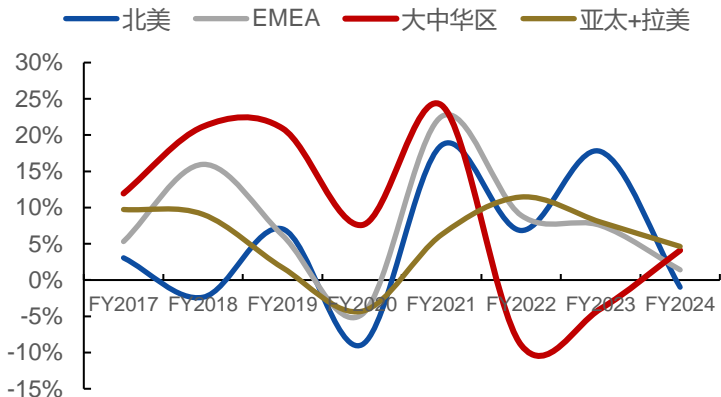
图表：滔搏会员贡献占比维持高位（百万人，%）



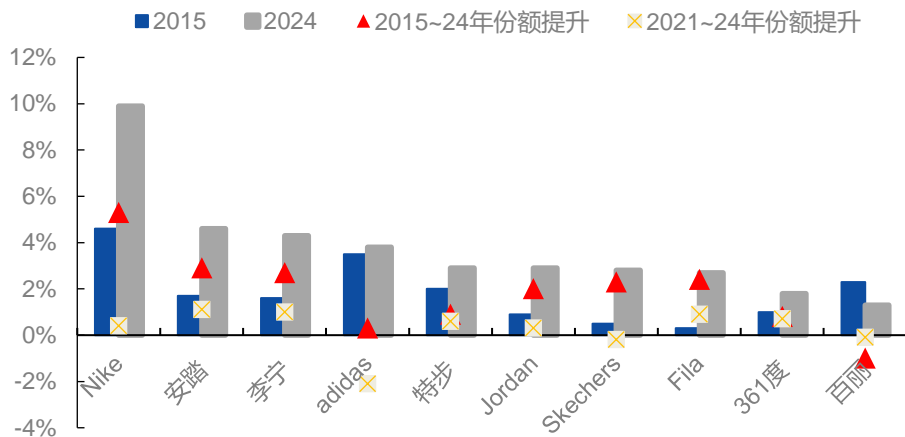
1.5 额外变量：其他导致Nike经营承压的因素

- **大中华区增速放缓：大中华区曾经为重要的增长引擎，增长红利逐渐消退后，先后经历BCI事件、国产品牌崛起、户外运动兴起带来的竞争格局变化，增长受限。**
- FY2016~21年Nike总营收复合增长6.6%，分地区大中华区/EMEA/亚太+拉美/北美分别+17%/+9%/+4%/+3%，大中华区为该阶段重要增长引擎；FY21~24大中华区增速显著放缓，期间复合下滑3%，弱于整体营收（+4.9%）。
- BCI事件、国产崛起导致国产发生重要变化，Nike在华份额在2021年后提升不再明显。

图表：Nike在各地区收入增速（%）



图表：2015~24年Nike在华份额显著提升，但2021年后已相对稳定（%）



图表：Nike在华份额提升主要集中在2021年以前（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nike	4.6%	5.8%	7.0%	8.3%	9.4%	10.3%	9.5%	9.9%	10.0%	9.9%
安踏	1.7%	1.9%	2.2%	2.5%	2.9%	2.9%	3.5%	4.2%	4.3%	4.6%
李宁	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.3%	2.4%	3.3%	4.5%	4.4%	4.3%
adidas	3.5%	4.3%	5.4%	6.5%	7.1%	6.4%	5.9%	4.1%	3.9%	3.8%
特步	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%	2.3%	2.9%	2.8%	2.9%
Jordan	0.9%	1.2%	1.3%	1.6%	2.3%	2.7%	2.6%	3.0%	3.1%	2.9%
Skechers	0.5%	0.9%	1.4%	1.9%	2.3%	2.7%	3.0%	2.7%	2.8%	2.8%
Fila	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%	2.2%	2.4%	2.7%

1.6 总结：环境扰动下管理成本&难度加深，但新经销业态带来积极成效

通过复盘Nike DTC改革期间的表现，我们发现：

- 1) 成本管理方面：**Nike的DTC策略导致公司增加了初期线上平台投入和品牌营销推广，而品牌承担更多销售环节，导致其物流成本等也有所增加。我们认为大部分销售平台的搭建费用集中在改革初期，流量产生正向效应后将摊薄；而营销费用与自身品牌力和营销投流能力高度相关，高营销费用拉动下的销售在经济下行期可持续性有限。
- 2) 运营效率方面：**Nike在疫情背景下去库反应更加迅速，反应其销售链路缩短后能够快速反应；但因为直营渠道库存提高，品牌短期处理退货和自有库存难度增加，导致其库存周转率反而有所放缓。因此，我们判定在理想状态下DTC模式对于全盘库存管理有积极作用，但对于尚未搭建完整供应链及强大库存管理体系的品牌，可能会大大增加其库存管理的难度系数。
- 3) 产品研发方面：**多年缺乏创新，鞋类为Nike重要销售品类，但近年来行业缺少颠覆性科技变革，而竞争持续加剧，细分赛道新兴品牌加速蚕食传统运动品牌份额；DTC改革通过缩短销售链路、直面消费者数据反哺产品侧，但Nike反其道行之，弱化功能性产品迭代导致份额受到压制。
- 4) 规模扩张方面：**Nike与过去重要经销商合作关系的恶化，或直接导致渠道商减少上架Nike商品，从而与其他竞争品牌合作更加紧密，消费者从线下渠道直接触达Nike产品的场景下降。但随着接下来Nike与核心战略伙伴进行新模式的探索，DTC成功跑通后作为杠杆撬动传统经销商体系，在不断变化的消费业态下形成新的协同和供需关系。

目 录

- Nike DTC复盘：辩证看DTC改革的成效与得失
- 透过Nike看海外运动服饰DTC进程
- 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向
- 总结及投资建议
- 风险提示

2 透过Nike看海外运动服饰DTC进程

- 观察部分运动户外集团DTC进程，基于其品牌创始时间、全球化程度、品类等因素的不同，DTC程度有所差异，其DTC发展水平大致分为三类：
 - ✓ **1) 21vs19年占比变动 > 5Pct且23vs19占比变动 > 21vs19**：部分品牌从2019年左右将DTC作为战略重点，并通过弱化线下经销商+强化线上APP及线上线下全域零售的方式（Nike、Adidas）；或品牌成立时间短，在发展早起就引入DTC概念，因此DTC水平较高且发展起来阻力较小（Lululemon 2009年建立自营电商平台，并于2016年开启数字化零售生态）。对于这些品牌而言，当前DTC水平较高，且疫情一定程度加速了DTC改革的推进。
 - ✓ **2) 21vs19年占比变动 > 5Pct但23vs19占比变动 ≤ 21vs19**：部分品牌在疫情前本身DTC化程度不低，因为疫情更加依赖DTC渠道（尤其线上），线下常态化后占比并未明显继续提升，例如Deckers、Columbia、On。以Deckers为例，作为多品牌户外集团，其早期以批发鞋类生意为主，2016年Dave Powers升任CEO后即加强DTC业务，叠加Hoka品牌强劲发展，2023年其DTC收入贡献已提升至40%，且截至23年3月集团电商网站向全球59个国家开放，拥有149家零售门店。
 - ✓ **3) DTC占比较低且变动不明显**：Puma。作为欧洲老牌综合运动品牌代表，创立于1948年的Puma在前期扩张阶段即通过分销模式，例如欧洲最大的体育零售商之一Intersport即为Puma的重要分销商，截至2023年Intersport零售额达到137亿欧元，在42个国家拥有超过5300+家门店。而针对Puma基于DTC渠道的推进主要以线上为主，线下仍然高度依赖核心经销伙伴。

图表：不同类别品牌服饰DTC渠道收入占比 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2021vs2019	2023vs2019
Nike	28.2%	30.3%	31.6%	34.8%	38.7%	42.2%	43.7%	43.7%	7.4%	8.8%
Adidas	25.9%	28.1%	29.6%	33.1%	37.6%	38.5%	39.3%	40.5%	5.4%	7.5%
Lululemon	19.3%	21.8%	26.1%	28.6%	51.9%	44.4%	45.6%	44.8%	15.8%	16.2%
Puma		23.2%	24.3%	25.4%	27.2%	25.3%	23.1%	24.8%	0.0%	-0.6%
On				24.9%	37.7%	38.1%	36.4%	37.5%	13.2%	12.6%
Deckers		37.2%	37.6%	35.4%	34.6%	41.9%	38.5%	40.4%	6.5%	5.0%
VF				41.6%	44.8%	45.9%	45.3%	47.8%	4.3%	6.2%
Columbia			42.5%	41.4%	43.9%	46.9%	46.1%	46.3%	5.5%	4.9%

2 透过Nike看海外运动服饰DTC进程

由于海外品牌在DTC改革进程中存在疫情因素扰动，且其库存健康度与品牌本身调性、生命周期所处位置高度相关，利润率和库存情况不完全反映渠道改革效果。但分析2019~23年间指标变化及DTC占比变动，我们仍能发现以下规律

- **成本管理方面：** DTC模式通过简化供应链环节简化中间商环节，渠道利润回到企业分配，减少中间环节的利润流失，从而带来**利润率**的提升
- **DTC占比提升或促进毛利率改善**，例如2019~23年间占比提升靠前品牌Lululemon (DTC占比提升16.2Pct，下同)、On (+12.6Pct)、VF (+6.2Pct) 的毛利率提升幅度为Top3 (Lululemon/On/VF毛利率分别提升2.4/6.0/1.6Pct)；
- **运营效率方面：** 因DTC模式下品牌掌握第一手用户消费数据，反哺上游产品开发环节，通过小规模上线获取反馈以及时调整营销&定价策略，且通过直营化渠道优势打通库存壁垒，实现线上线下各渠道快速调配，库存管理效率提升带来**库存周转天数**改善。
- 疫情扰动导致终端消费者变化预测难度更高，**DTC占比高的品牌需要自己承担行业下行期间库存堆积的压力，因此库存周转反而更慢**，在统计品牌中，仅Puma (DTC占比下降)和Deckers (DTC占比提升幅度仅5Pct)在2019~2023年间库存周转天数出现下降。

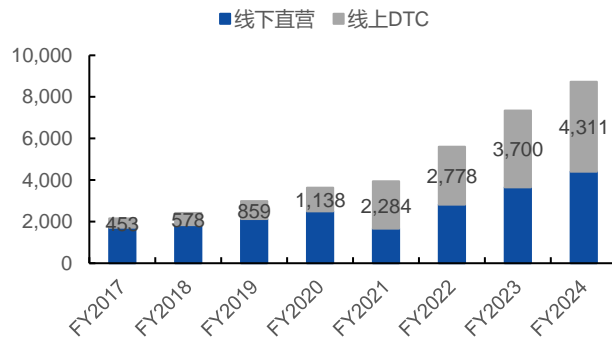
图表：海外运动户外品牌利润率、库存周转指标对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023年 DTC收入占比
毛利率 (%)									
Nike	44.6%	43.8%	44.7%	43.4%	44.8%	46.0%	43.5%	44.6%	43.7%
Adidas	48.6%	50.4%	51.9%	52.0%	49.7%	50.7%	47.3%	47.5%	40.5%
Lululemon	51.2%	53.1%	55.2%	55.9%	56.0%	57.7%	55.4%	58.3%	44.8%
Puma	45.7%	47.3%	48.4%	44.8%	47.0%	47.9%	46.1%	46.3%	24.8%
On				53.6%	54.3%	59.4%	56.0%	59.6%	37.5%
Deckers		46.7%	49.0%	51.5%	51.8%	54.0%	51.0%	50.3%	40.4%
VF	48.6%	50.5%	50.7%	51.0%	55.5%	53.3%	54.8%	52.6%	47.8%
Columbia	46.7%	47.0%	49.5%	49.8%	48.9%	51.6%	49.4%	49.6%	46.3%
经营利润率 (%)									
Nike	13.8%	12.2%	12.2%	8.3%	15.6%	14.3%	11.5%	12.3%	43.7%
Adidas	7.7%	9.8%	10.8%	11.3%	4.1%	9.4%	3.0%	1.3%	40.5%
Lululemon	18.0%	17.2%	21.5%	22.3%	18.6%	21.3%	16.4%	22.2%	44.8%
Puma	3.5%	5.9%	7.3%	8.0%	4.0%	8.2%	7.6%	7.2%	24.8%
On				2.1%	-4.0%	-19.5%	7.0%	10.1%	37.5%
Deckers	9.3%	12.4%	16.2%	15.9%	19.8%	17.9%	18.0%	21.6%	40.4%
VF	12.4%	12.7%	12.4%	11.6%	8.8%	6.6%	13.8%	2.8%	47.8%
Columbia	10.8%	10.7%	12.5%	13.0%	5.5%	14.4%	11.3%	8.9%	46.3%
库存周转天数 (天)									
Nike	96	95	92	92	112	106	110	106	43.7%
Adidas	127	129	123	121	168	147	154	170	40.5%
Lululemon	92	90	90	95	108	110	120	124	44.8%
Puma	134	130	139	144	150	154	180	143	24.8%
On				131	194	166	269	180	37.5%
Deckers	114	112	108	105	92	93	105	97	40.4%
VF	99	97	121	119	96	100	84	122	47.8%
Columbia	137	130	125	133	164	143	172	182	46.3%

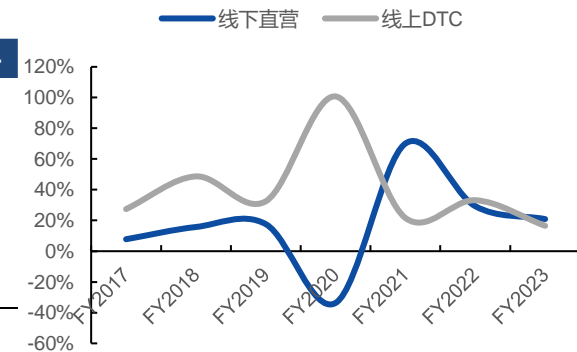
2.1 Lululemon: 运动DTC的先进生, 全域数字化赋能

- **Lululemon作为细分类目运动品牌, 其DTC策略通过全域流量打通建立比行业更加精细化的用户模型, 以此迭代产品、渠道和用户体验, 并最终反馈到消费者的LTV**
 - **规模扩张方面:** Lululemon围绕消费者需求痛点, 在渠道上采用线上线下全渠道DTC模式, 线上强化自营电商平台, 线下注重直营门店扩张; 并基于其明确的品牌形象和客位定位, 依托于全域各渠道反馈不断优化、迭代提升用户体验。据Bloomberg, Lululemon FY17~24 线下直营、线上DTC收入分别取得14.6%、38%的复合增速, 线上销售场景快速扩容。2019年Lululemon发布“Power of Three”战略, 具体在产品创新、全方位顾客体验以及市场规划方面做出具体规划; 其中为促进全渠道顾客体验升级, Lululemon规划打通线上线下销售。在提前达成目标后, Lululemon进一步提出“Power of Three x2”战略, 计划2026年营收相较2021年提升1倍至125亿美元。
 - **产品研发方面: 数字化赋能, 加码打造全方位DTC闭环。** 2016年Lululemon和AgilOne (客户数据平台) 合作打造联通线上线下数据的CRM系统, 汇集不同渠道的数据, 并基于全域数据打造精细化用户画像, 且画像内容并非局限于用户购买偏好和交易历史,

图表: Lululemon线上DTC营收贡献近50% (%)



图表: Lululemon直营和线上DTC收入同比增速 (%)



图表: Lululemon在重点国家门店扩张进度 (家)

	FY16/17	FY17/18	FY18/19	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24
美国	245	270	285	305	315	324	350	367
加拿大	51	57	64	63	62	63	69	71
中国大陆	3	15	22	38	55	86	99	127
日本	0	2	5	7	6	6	7	8
韩国	2	3	4	5	7	12	16	19
澳大利亚	27	28	29	31	31	31	32	33

2.2 On: 新锐的专业运动品牌，通过DTC破局

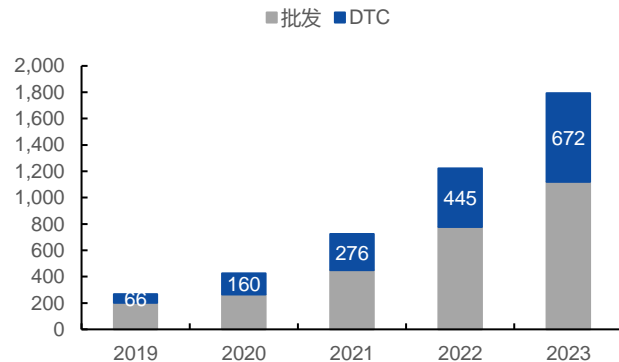
- **新锐品牌On实现DTC创新，依托于产品科技、社媒强化品牌心智以及线上线下直营渠道布局强化客群维护，店中店分销方式在全球扩张。**
- **规模扩张：** On于2010年在瑞士成立，2012年品牌即开始布局其自营电商平台，并于2013~18年先后进入美国、日本、中国和巴西市场。由于品牌不断加大科技创新并强化其专业功能的属性，且通过费德勒加入的名人效应放大了品牌原生的运动基因和故事性，品牌开设自营门店打造到点数字化购物体验，并推出On Run Club社区承载私域运营，On是近年来通过DTC快速扩容的新锐运动品牌典范。
- **产品研发：** 一方面On的电商布局使得其增加用户触达规模达到60+个国家，另一方面公司于2019年开始开设直营店，首家旗舰店位于纽约，店中的Magic Wall搭载的跑步数据分析装置OnScan可以分析用户跑步姿态，以快速锁定合适鞋款。线下自营渠道的布局，成为On持续优化用户购物体验，加强客群维系，推动口碑转化的重要策略。
- 而考虑到品牌仍然处于成长期，借助分销渠道网络加速触达消费者同样重要。On主要通过店中店的分销合作模式。

图表：On依托于线上线下DTC强化消费者体验，通过店中店分销方式实现更快速扩张

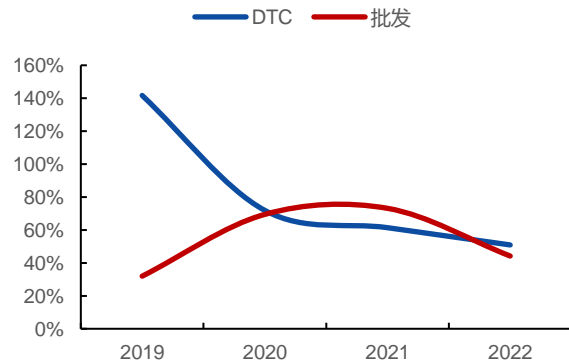


资料来源：On公司公告，Bloomberg，RunWise创新咨询，华福证券研究所

图表：2020年以来On的DTC占比维持在较高水平（%）



图表：On的DTC业务增速略有放缓但仍维持高速增长，与批发增速接近（%）



2.3 Adidas: 转为零售导向, 与经销商协同共创

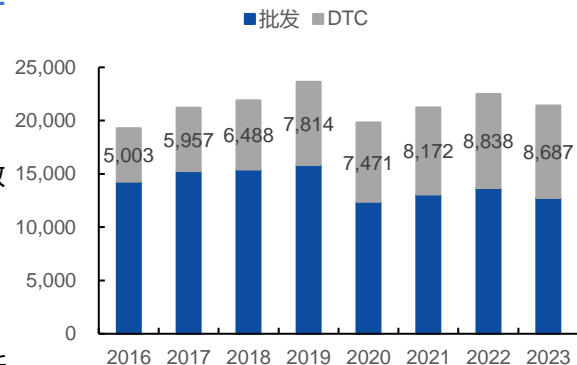
➤ 2021年Adidas DTC战略重要性阶段性提升, 意图弱化渠道概念, 通过统一的数字会员体系扩大终端触点, 并强化全链路的数字化建设。而在2023年财报中, Adidas强调将从DTC为先的模式调整为“零售导向”, 与经销商协同共创。

- 2021年Adidas启动2021~2025 “Own The Game” 五年战略, 针对DTC变革提出: **1) 模糊渠道界限**, 以电商和自有零售为主导, 并通过数字化打通自有和合作渠道; Adidas计划其DTC业务将在2025年贡献集团50%左右营收, 带来80%+增长, 且预计电商营业额较2021年翻倍至80-90亿欧元。**2) 建立新会员体系**, 计划于2025年会员数达到5亿; **3) 到2025年投入10亿欧元+于数字化转型**, 将价值链核心程序数字化, 预计战略发布当年将招聘1000+数字化人员, 并将投入新的ERP系统。
- 2020~2023 Adidas的DTC业务收入实现5.2%复合增长, 快于批发 (1.0%), 且期间DTC占比提升2.9Pct至41% (电商/直营分占20%/21%); 其中在2023年报中, Adidas将DTC为先模式调整为“零售导向”、经销与DTC协同发展。
- 规模扩张: Adidas与核心的经销伙伴合作深化, 并进行新业态的尝试与探索。**2022年滔搏和Adidas创新性启动SFS库存共享项目, 实现滔搏库存与Adidas线上自营渠道的有效联动, 提升货品周转效率。据新浪财经, 2024年Adidas在华290+个城市新增门店近400家, 门店类型以金字塔式分布: 1) Top为品牌中心店, 主要分布在一二线城市, 负责打造样板间及塑造品牌形象; 2) 品牌直营的工厂店负责托底与动态调节渠道库存; 3) 其他类型门店由经销商合作完成, 例如Adidas与滔搏打造高端Halo概念店与FoS (Future of Style) 店, Adidas亦与海澜之家在三~五线城市打造FCC概念店, 提供高质性价比产品。

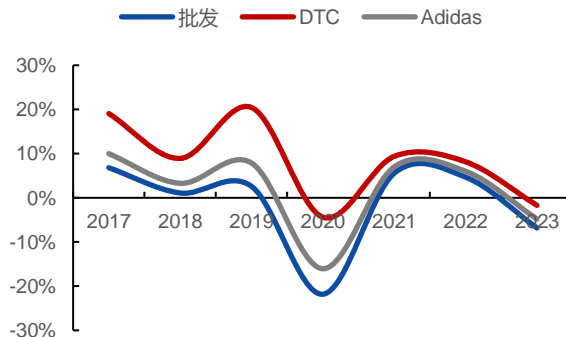
图表: Adidas为提升消费者体验规划重构线下渠道

零售渠道	光环店	作为品牌传达会员体验和品牌形象的媒介, 光环店预计将会翻倍
	概念店	聚焦在更大、更好的门店
	工厂店	计划进一步增加工厂店, 以更好清理品牌过剩库存
批发渠道		重点与核心战略伙伴联结, 为80%以上的客户提供数字化自助服务工具, 帮助他们快速出货; 帮助经销商扩大规模, 并优化库存水平

图表: Adidas分业务收入 (百万欧元)



图表: Adidas DTC收入占比提升至40%



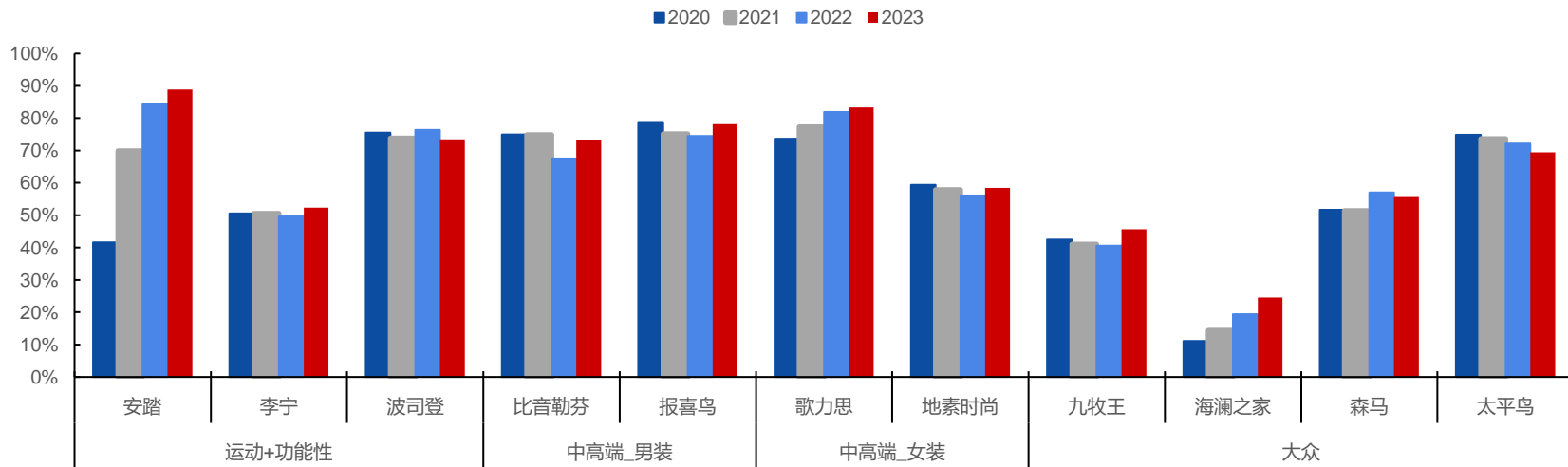
目 录

- Nike DTC复盘：辩证看DTC改革的成效与得失
- 透过Nike看海外运动服饰DTC进程
- 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向
- 总结及投资建议
- 风险提示

3. 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向

- 从我们摘取的公司表现来看，直营化程度：中高端男女装≥运动+功能性>大众。
- 按照疫情前后变化趋势可以分为4类：1) 每年线下直营+线上贡献持续提升（安踏、歌力思、海澜）；2) 2020~2022有波动，但2023年线下直营+线上贡献高于几年均值（李宁、比音勒芬、报喜鸟、森马服饰）；3) 趋势相对平稳（地素、波司登）；4) 线上+线下直营贡献下降（太平鸟）。
- 考虑到2020~22年线下客流承压背景下，线上销售贡献整体提升；进入2023年以后线下承载更多销售场景。剔除线上波动，我们认为直营占比变动亦与品牌管理半径、经销商话语权、品牌形象塑造、核心客群定位等有关。但从不同品类的直营占比看有一定共性，中高端直营化程度相对更高，我们预计主要系门店集中高线城市、以及直营下更强的品牌形象维护；运动中有分化，安踏的电商+DTC化比例显著提升，而波司登的直营占比始终维持在较高水平；大众品牌门店更为下沉，品牌自身渠道管理半径有限，经销商承担更多开店成本。

图表：不同类别品牌服饰线下直营+线上占比（%）



3. 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向

➤ 规模扩张方面：

- 考虑到运动&功能性品牌所处行业具备一定功能性壁垒，龙头品牌在产品、营销资源等方面优势更为显著，因此品牌的渠道话语权更强，其直营化程度基于品牌自身长期发展战略会有分化。
- 对于男女装而言，根据样本划分，中高端品牌拥有以下特征：**1) 门店总数在2000家以下；2) 门店高线城市占比更高；3) 线下直营贡献更高，而线上占比较低。**
- 我们预计中高端以上共性可以归因为两点：
 - **1) 中高端品牌更加注重品质与优质的导购服务能力，因此更加依托于线下场景，而直营店由品牌统一进行管理运营，更加保证服务的品质；**
 - **2) 中高端品牌多集中在高线城市，且门店总数不超过2000家，与品牌自身渠道管理半径相契合。**

图表：不同类别品牌服饰各类型门店数（家）

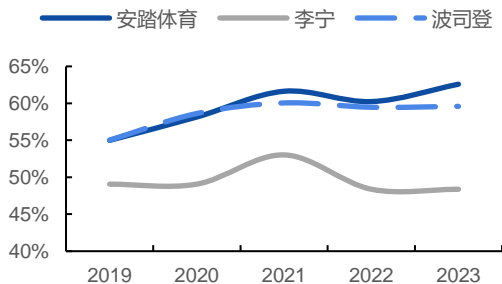
品牌类型	品牌/公司	门店类型	2020	2021	2022	2023
运动&功能性	安踏品牌 (成人+儿童)	合计	9922	9403	9603	9831
		DTC (直营)	2100	3120	3651	3564
		DTC (加盟)	1400	2880	3549	4036
		批发	6422	3403	2403	2231
	李宁大货	合计	5912	5935	6295	6240
		自营	1149	1165	1430	1498
		批发	4763	4770	4865	4742
		合计	4150	3809	3423	3217
	波司登品牌	自营	1807	1726	1399	1136
		经销	2343	2083	2024	2081

品牌类型	品牌/公司	门店类型	2020	2021	2022	2023
中高端	比音勒芬	合计	979	1100	1191	1255
		直营	486	532	579	607
		加盟	493	568	612	648
	歌力思	合计	550	550	613	635
		直营	312	380	460	487
		经销	238	170	153	148
	地素时尚	合计	1154	1199	1123	1037
		直营	371	354	312	276
		经销	783	845	811	761
	报喜鸟 (报喜鸟+哈吉斯)	合计	1172	1197	1221	1274
		直营	518	530	534	559
		经销	654	667	687	715
大众	九牧王	合计	2748	2695	2444	2386
		直营	958	908	745	791
		经销	1790	1787	1699	1595
	海澜之家	合计	7381	7652	8219	6877
		直营	805	1115	1578	1683
		经销	6576	6537	6641	5194
森马	合计	8725	8567	8140	7937	
	直营	681	781	723	681	
	加盟	7693	7412	7336	7164	
	联营	351	374	81	92	
太平鸟	合计	4616	5214	4671	3731	
	直营	1554	1616	1427	1175	
	经销	3062	3598	3244	2556	

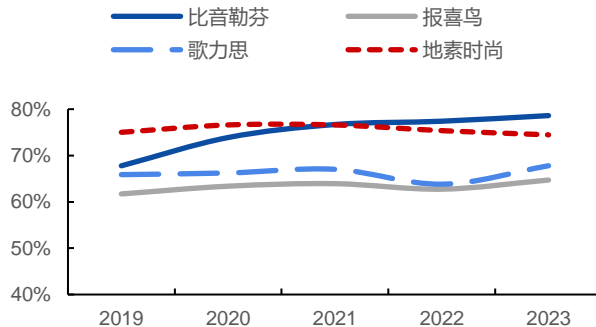
3. 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向

➢ **成本管理方面：**直营占比高直观带来相对更高的毛利率，而中高端凭借更高的定价倍率在行业中毛利率领先；但净利率更多是渠道综合管理、营销方式、以及运营效率管理下的综合体现，高直营率并非反映更高的净利率水平。

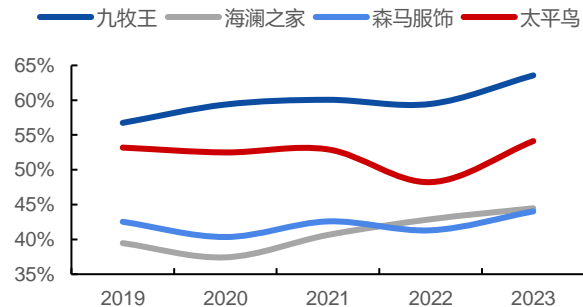
运动+功能性



中高端男女装

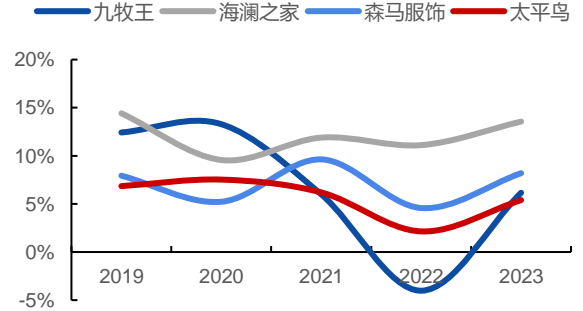
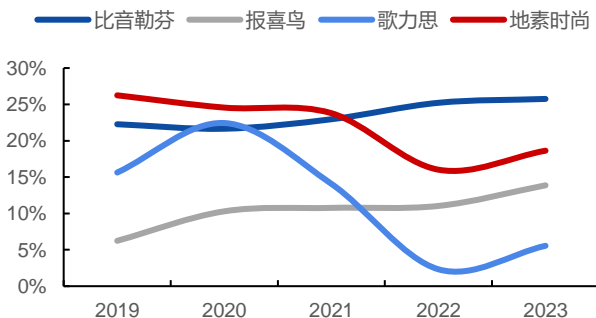
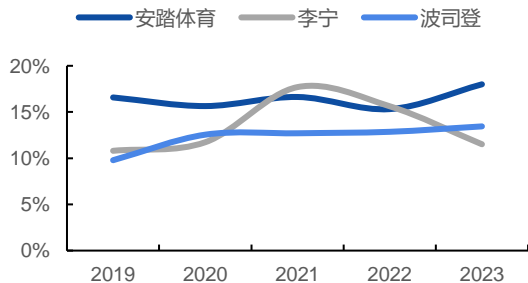


大众



毛利率

净利率



3. 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向

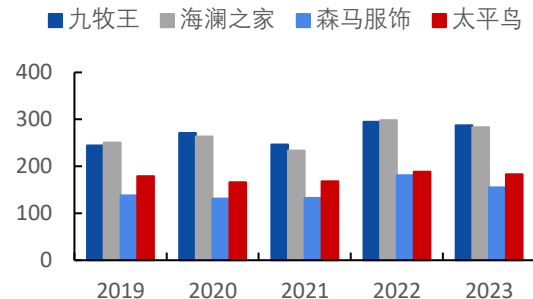
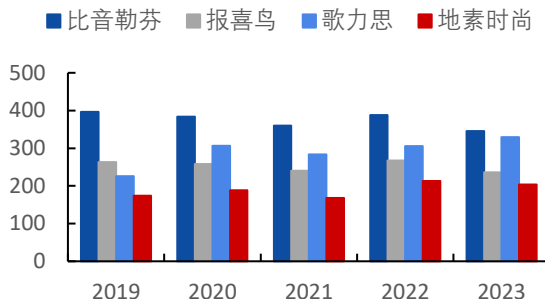
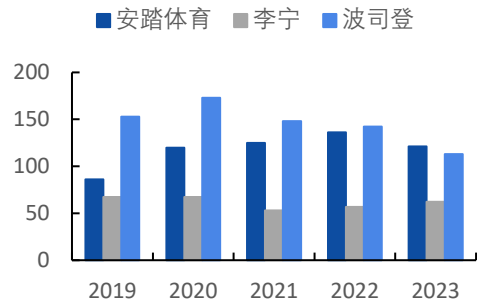
➤ **运营效率方面：**直营占比不直接体现库存周转快慢，与品牌类别（如男装SKU较少、款式迭代较慢）、公司自身库存处理能力（奥莱或电商等完备的销库存渠道）、计提方式（老货计提比重）等有关；而直营占比的提升以及疫情窗口后阶段，普遍带动应收账款周转的改善。

运动+功能性

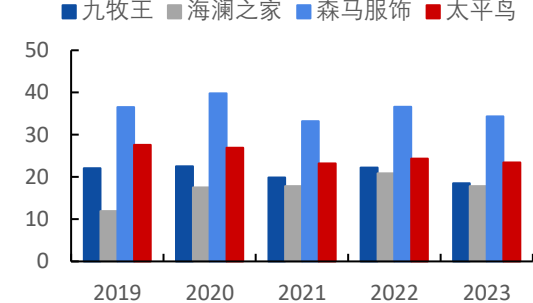
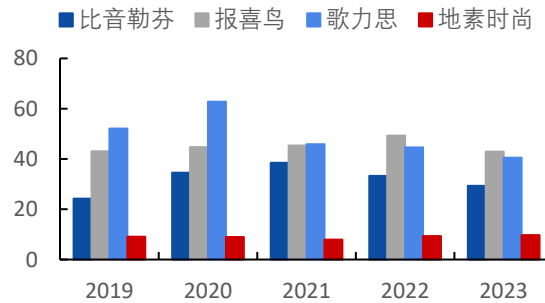
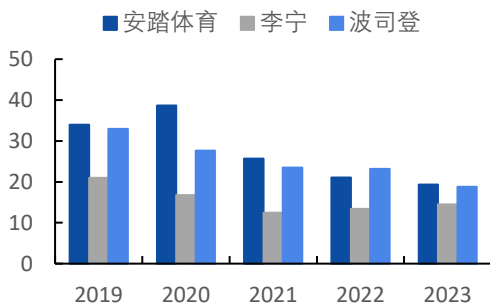
中高端男女装

大众

库存周转天数 (天)



应收账款周转天数 (天)



3. 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向

层层分销的渠道管理模式往往意味着压货严重、周转周期长。在经历2010的行业库存危机后，安踏于2013年提出向品牌零售模式转型，通过砍单、打折等方式度过危机。经过几年时间的摸索实践，从2020年开始，安踏集团开始积极推动DTC转型。

我们同样采用DTC的四个优势来检验安踏采取DTC以后的成效：

- **规模扩张方面：**2020年，安踏优先收购11家经销商，涉及11个省市的3500家门店。安踏快速收编其中60%的门店，并转由安踏集团直营管理；未收编的门店则通过加盟公司的形式按照零售DTC标准持续运营，与已收编的门店的二级经销商进行货物对接，从而保证零售门店标准的一致性和消费者触达高效性。
- **成本管理方面：**在DTC模式助力下2019~23年“安踏”品牌毛利率从41%持续提升至55%；但运营成本的提升亦导致期间费用增加，“安踏”品牌的经营利润率从2019年的27%下降至2023年的22%。
- **运营效率方面：**DTC模式对自营的投入和管理要求较高，导致安踏集团整体的存货周转天数从2019年的87天大幅提升至2023年的123天。
- **产品研发方面：**获取全面终端用户数据后，打造差异化货盘，并升级产品结构，以终端需求导向进行产品开发。

Nike品牌分渠道收入及占比 (%)

	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
Nike品牌	32,233	34,485	37,218	35,568	42,293	44,436	48,763	49,322
yoy		7.0%	7.9%	-4.4%	18.9%	5.1%	9.7%	1.1%
DTC	9,082	10,428	11,753	12,382	16,370	18,726	21,308	21,519
yoy		14.8%	12.7%	5.4%	32.2%	14.4%	13.8%	1.0%
占比	28%	30%	32%	35%	39%	42%	44%	44%
批发	23,078	23,969	25,423	23,156	25,898	25,608	27,397	27,758
yoy		3.9%	6.1%	-8.9%	11.8%	-1.1%	7.0%	1.3%
占比	72%	70%	68%	65%	61%	58%	56%	56%

安踏品牌分渠道收入及占比 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
安踏品牌	7954	8897	14327	17450	15749	24012	27723	30306
yoy		11.9%	61.0%	21.8%	-9.7%	52.5%	15.5%	9.3%
DTC					1463	8554	13687	17005
yoy						484.7%	60.0%	24.2%
占比					9%	36%	49%	56%
批发及其他	5966	6584	10315	12215	9198	7237	4359	3370
yoy		10.4%	56.7%	18.4%	-24.7%	-21.3%	-39.8%	-22.7%
占比	75%	74%	72%	70%	58%	30%	16%	11%
电子商贸	1989	2313	4012	5235	5088	8221	9677	9931
yoy		16.3%	73.4%	30.5%	-2.8%	61.6%	17.7%	2.6%
占比	25%	26%	28%	30%	32%	34%	35%	33%

目 录

- Nike DTC复盘：辩证看DTC改革的成效与得失
- 透过Nike看海外运动服饰DTC进程
- 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向
- **总结及投资建议**
- 风险提示

4. 总结与投资建议

DTC，即为品牌绕开第三方批发商、零售商或其他中间商，直接面向消费者推出商品或服务的新的商业模式。其主要优势在于成本、渠道、数据库和时间效率；但与此同时，DTC模式也会导致初期投入高、营销成本高、物流与供应链管理难度加大。通过复盘Nike DTC改革期间的表现，我们发现：

- 1) 成本管理方面：Nike的DTC策略导致公司增加了初期线上平台投入和品牌营销推广，而品牌承担更多销售环节，导致其物流成本等也有所增加。我们认为大部分销售平台的搭建费用集中在改革初期，流量产生正向效应后将摊薄；而营销费用与自身品牌力和营销投流能力高度相关，高营销费用拉动下的销售在经济下行期可持续性有限。
- 2) 运营效率方面：Nike在疫情背景下去库反应更加迅速，反映其销售链路缩短后能够快速反应；但因为直营渠道库存提高，品牌短期处理退货和自有库存难度增加，导致其库存周转率反而有所放缓。因此，我们判定在理想状态下DTC模式对于全盘库存管理有积极作用，但对于尚未搭建完整供应链及强大库存管理体系的品牌，可能会大大增加其库存管理的难度系数。
- 3) 产品研发方面：多年缺乏创新，鞋类为Nike重要销售品类，但近年来行业缺少颠覆性科技变革，而竞争持续加剧，细分赛道新兴品牌加速蚕食传统运动品牌份额；DTC改革通过缩短销售链路、直面消费者数据反哺产品侧，但Nike反其道行之，弱化功能性产品迭代导致份额受到压制。
- 4) 规模扩张方面：Nike与过去重要经销商合作关系的恶化，或直接导致渠道商减少上架Nike商品，从而与其他竞争品牌合作更加紧密，消费者从线下渠道直接触达Nike产品的场景下降。但随着接下来Nike与核心战略伙伴进行新模式的探索，DTC成功跑通后作为杠杆撬动传统经销商体系，在不断变化的消费业态下形成新的协同和供需关系。

透过Nike看海外运动DTC进程，我们发现部分品牌从2019年左右将DTC作为战略重点，并通过弱化线下经销商+强化线上APP及线上线下全域零售的方式（Nike、Adidas）；或品牌成立时间短，在发展早起就引入DTC概念，因此DTC水平较高且发展起来阻力较小（Lululemon2013年引入DTC概念）。对于这些品牌而言，当前DTC水平较高，且疫情一定程度加速了DTC改革的推进。而以Puma为例的欧洲老牌运动品牌仍将经销作为主要渠道。**财务指标上面，DTC贡献的提升为这些品牌带来毛利率的提升，但由于品牌自身需要承担行业下行库存堆积的压力，因此库存周转反而变慢。**

以Nike为锚映射国内的服饰品牌公司，我们发现当前不同类型的品牌正处在不同的渠道阶段，例如运动服饰中，2023年安踏的DTC（若加上电商）占比达到近90%，而功能性服饰波司登的直营收入占比也达到70%以上。而在A股品牌板块，中高端品牌如比音、歌力思、报喜鸟的直营（包括线下直营+线上）占比都超过了70%。我国不同地区天气气温、收入水平、文化偏好等差异较大，从而加大品牌进行全盘渠道管理的难度。我们通过样本品牌门店数量可以大致得到，大多数品牌的直营门店管理范围在1000~2000家左右，若超过该范围，大多数品牌依托于经销商进行下沉、扩张。

根据以上，我们认为：

1) 对于传统品牌而言，DTC渠道的变革同时意味着与传统经销商发生利益冲突，因此在实际推进中存在阻力；另外，由于DTC模式的推进同时意味着更高的前期成本（线上平台搭建、营销成本等），可能对利润率带来压制。但是DTC仍然是重要且先进的商业模式，品牌通过DTC渠道对于消费者洞察、会员服务、品牌力、价格折扣等都有更强的把控，中长期看更加适合品牌力的塑造，品牌力反过来反哺销售的拉动和中长期势能提升。筛选服装品牌标的，建议关注运动&功能型龙头【**安踏体育**】、【**波司登**】，其注重DTC打造并通过强化自身前端产品开发、中端门店运营、与后端供应链形成有效闭环，当前品牌力逐步彰显。

2) 考虑到DTC模式推行的难度，我们发现品牌与零售商的协同角色在当前不断变化的市场环境中也在快速迭代，渠道商承载了更多品牌力的传导而非传统的上架卖货，这样类直营模式在同步DTC的优势同时，亦通过经销商伙伴分担销售环节，从而有效减轻其自身库存风险与管理成本。建议关注【**滔搏**】，该公司作为Nike、Adidas在中国最重要战略合作伙伴之一，其重要性日益凸显。

目 录

- Nike DTC复盘：辩证看DTC改革的成效与得失
- 透过Nike看海外运动服饰DTC进程
- 行业启示：如何看待疫情以来国内服饰渠道变革方向
- 总结及投资建议
- 风险提示

- **海外消费不及预期：**受到全球经济增速普遍放缓，国际贸易摩擦等因素影响，消费者的消费信心和支出意愿受到影响。若后续海外环境持续恶化，将导致消费者消费意愿继续承压。
- **Nike品牌库存压力：**疫情后随着Nike品牌渠道、产品调整不及预期，叠加海外运动市场增速放缓，Nike品牌面临较大库存压力。当前品牌正在积极清理库存，若品牌库存清理进度不及预期，将影响品牌的利润率水平和库存健康度。
- **竞争加剧：**近年来更多新兴小众运动品牌入局，且保持较快的规模增长。随着运动行业竞争加剧，且消费者需求逐渐更加细分化，可能对传统运动用品品牌带来冲击。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

