

## 国际运动服饰行业深度研究报告

# 赛道优质花并蒂，国际启蒙前路明

推荐（维持）

国内港股安踏、李宁股价持续走高，运动服饰细分赛道成为纺织服装行业的强劲板块，系统分析国际运动服饰行业商业逻辑，对研究国内运动服饰行业及龙头企业的发展趋势具有极大借鉴意义。

**行业复盘：盛衰兴亡几度秋，两花并蒂竞争妍。**国际运动服饰行业的发展已逾百年，历经沉浮角逐出耐克和阿迪达斯两大龙头，根据行业的不同生命周期及龙头企业的发展特点，行业发展历程可分为四个阶段。**1) 20 世纪初-1960s:** 行业随着奥运会的兴起初步发展，品牌和生产驱动下，阿迪达斯凭借先发优势和高端专业定位抢占行业龙头；**2) 1960s-1990s:** 体育服饰随着慢跑、户外运动等风潮渗入大众生活，产品功能性和营销资源稀缺性成为行业竞争壁垒。耐克和锐步跑鞋起家，并深耕研发加码营销实现快速发展，阿迪定位有遗憾失龙头地位；**3) 1990s-2010s:** 行业竞争加剧增速放缓，进入整合阶段，耐克和阿迪达斯收购了一系列品牌打造多元化矩阵，并积极进军国际市场突破收入瓶颈。后续因定位运营不当等原因陆续剥离品牌；**4) 2010s-至今:** 行业发展成熟稳定，集中度稳步提升。头部企业耐克、阿迪达斯强化功能性等壁垒，转型时尚再迎新机，通过供应链升级支撑渠道进一步扩张下沉，渠道精细化运营和电商成为发展看点。细分赛道黑马频出，潜力较大。**通过复盘，我们认为时代背景推动行业发展，能准确把握行业机遇并深耕核心因素的企业将赢得发展先机；国际化和多元化是成熟服饰企业突破营收瓶颈的主要途径，供应链是保障，品牌收购应注意定位与后期运营。**

**龙头对比：壁垒深深迎新机，双龙起舞弄潮流。**耐克和阿迪达斯长期占位服饰行业龙头地位，在产业链、产品、品牌营销等方面具备核心优势，并不断创新引领行业发展。**1) 产业链:** 耐克和阿迪达斯顺应全球产能转移趋势，产能布局亚洲有效控制成本，并在上下游精简供应商和零售商数量，与中洲国际、滔搏国际等优质企业强强联合。同时，耐克和阿迪达斯的渠道已遍布全球，数字化新零售的精细化运营和电商的发展成为渠道发展重点；**2) 产品端:** 二者不断强化产品功能性竞争壁垒，阿迪达斯率先转型时尚成功实现二次发展；**3) 品牌营销:** 经过前期整合，目前二者均聚焦主品牌，深耕赛事和体育明星的专业营销，并通过 IP 联名、限售、新媒体营销等方式持续拉升品牌力，扩大品牌辐射范围。**龙头企业耐克和阿迪达斯在持续强化核心优势的同时，把握行业发展趋势积极突破创新，转型时尚引领潮流，数字化精细化运营渠道和电商再迎先机。**

**前景展望：危中寻机待花明，百花争艳春常在。**运动服饰行业因产品功能性、顶级营销资源稀缺性、上下游龙头合作强化等行业壁垒格局稳中向好。疫情短期内对行业冲击较大，但伴随而来的是大众健康意识的强化，体育运动对大众生活的深入渗透和电商渠道的快速建设，行业后续有望迎来恢复性反转性发展。**企业层面，**未来头部品牌耐克和阿迪达斯供应链持续提效，有望在此支持下实现渠道进一步扩张下沉和精细化运营，电商发展潜力强劲，耐克阿迪稳健发展可期。定位瑜伽服饰的露露柠檬等小众细分领域品牌有望通过差异化定位快速发展，应关注细分领域品牌定位的赛道前景。

**赛道优质花并蒂，国际启蒙前路明。**通过复盘国际运动服饰行业的发展历程和对比龙头企业的核心优势，我们认为运动服饰行业是高壁垒、稳扩容的优质赛道，头部品牌优势突出，小众细分领域潜力较强。对标国际运动服饰市场，国内运动服饰行业发展势头强劲，头部品牌安踏和李宁已掌握产品功能性、稀缺营销资源等竞争优势，并分别通过打造品牌矩阵和引领国潮赢得二次发展；二线品牌特步、361 度发展势头良好；比音勒芬定位高尔夫服饰细分赛道，成长性、盈利性突出，并通过场景多元化稳步推进渠道扩充。看好国内运动服饰行业快速发展态势以及安踏、李宁、特步、361 度、比音勒芬等企业发展前景。

**风险提示:** 国内外疫情影响大幅冲击终端销售；渠道拓展及同店销售不及预期。

### 华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	84	2.19
总市值(亿元)	3,853.84	0.59
流通市值(亿元)	3,147.47	0.66

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-6.53	-5.4	-17.49
相对表现	-11.9	-3.75	-17.47



### 相关研究报告

《纺织服装行业周报（2018.05.14-2018.05.20）》

2018-05-23

《羽绒服行业深度研究报告：鸿雁翩翩时尚启蒙，国潮崛起前路迢迢》

2020-02-18

## 投资主题

### 报告亮点

- 1) **深度复盘国际运动服饰发展历程，以史为镜分析未来趋势及核心驱动因素，为国内企业的发展提供经验并规避经营风险。**报告从国际运动服饰细分行业各阶段的发展背景、竞争格局、核心驱动因素及龙头的具体策略等方面深度复盘，研究品牌兴衰的内外因素，深入分析国际成熟企业在品牌矩阵打造、国际化等方面的发展路径及规律。我们认为，外因是机遇，能把握机遇并深耕核心因素的企业将赢得发展先机。对标耐克阿迪的品牌收购和国际化路径，国内企业应注意品牌矩阵打造的前期定位和后续运营，高效供应链是渠道扩张的保障，未来关注渠道精细化运营和电商发展。
- 2) **深度对比龙头企业耐克和阿迪达斯的核心优势，通过标杆企业经典模式为国内龙头企业提供参照范例。**报告从产能布局、渠道管理和扩张、产品的功能性时尚性以及品牌营销等方面深度对比耐克和阿迪达斯经营模式，二者均进行产能转移、实现产业链上下游强强合作、推进国际化、深耕研发、聚焦主线品牌并掌握顶级营销资源。但细微之处又存在差异，耐克技术为王，注重数字化运营和店效提升；阿迪达斯为时尚转型先驱，再度赢得快速发展。二者在不断强化核心优势壁垒的同时，把握行业发展趋势积极突破创新，引领行业潮流。

### 投资逻辑

通过纵向复盘国际运动服饰行业的发展历程，我们认为行业处于高壁垒、稳扩容的优质赛道，头部品牌优势突出，小众细分领域潜力较强。通过深度对比龙头企业耐克和阿迪达斯，发现龙头企业在产品功能性、营销资源、产业链等方面的核心优势不断强化，并积极创新突破引领行业发展。对标欧美成熟市场，我们认为国内运动服饰行业发展势头强劲，头部品牌安踏和李宁已掌握产品功能性等竞争优势，并分别通过打造品牌矩阵和引领国潮赢得二次发展；二线品牌特步、361度发展势头良好；比音勒芬定位高尔夫服饰细分赛道，成长性、盈利性突出，看好国内运动服饰市场快速发展态势以及安踏、李宁、特步、361度、比音勒芬等企业发展前景。

# 目 录

一、行业复盘：盛衰兴亡几度秋，两花并蒂竞争妍.....	7
（一）20 世纪初-1960s：品牌初创焕新芽，生产为王筑根基 .....	7
（二）1960s-1990s：一夜春风枝叶茂，产品&营销筑壁垒.....	9
（三）1990s-2010s：行业整合浪淘沙，全球扩张破瓶颈.....	12
1、1990-2008：增速承压竞争加剧，品牌收购&国际化寻突破.....	12
2、2009-2016：断舍离聚焦主线，布电商去化库存.....	14
（四）2010s-至今：转型提效稳前行，细分赛道出黑马 .....	16
（五）复盘总结：以史为镜知兴替，内外兼顾占先机.....	19
二、龙头对比：壁垒深深迎新机，双龙起舞弄潮流.....	19
（一）产业链：深耕渠道广辐射，珠联璧合基业青 .....	19
1、上游生产端：产能转移轻装行，聚焦头部长合作 .....	19
2、下游渠道市场：牵手头部拓市场，线上线下齐发力 .....	22
（二）产品端：塑功能壁垒强化，转时尚二次发展 .....	26
（三）品牌营销：资源在握占鳌头，策略成熟信手来 .....	29
三、前景展望：危中寻机待花明，百花争艳春常在.....	34
（一）短期：疫情冲击暂承压，化危为机待花明 .....	34
（二）中长期：优质赛道风光好，群星璀璨不夜天 .....	34
1、行业趋势：优质赛道风光好，规模&集中度稳提升 .....	34
2、耐克：“三个双倍”再提效，电商&直营双驱动 .....	36
3、阿迪达斯：时尚先驱二度春，渠道增量犹可期.....	37
4、细分赛道企业：细分赛道潜力大，万紫千红竞争妍 .....	37
四、赛道优质花并蒂，国际启蒙前路明.....	38
五、风险提示.....	38

# 图表目录

图表 1	国际运动鞋服行业发展历程图 .....	7
图表 2	国际运动品牌的创立 .....	7
图表 3	运动品牌成立梳理 .....	8
图表 4	美国个人可支配收入（亿美元，%） .....	8
图表 5	不同品牌专注不同细分鞋类 .....	8
图表 6	阿迪达斯提供世界杯每届的官方用球 .....	9
图表 7	阿迪达斯的足球鞋 1954 年世界杯一战成名 .....	9
图表 8	美国服装行业增加值不断上升（亿美元，%） .....	9
图表 9	体育运动品类多样化发展 .....	9
图表 10	锐步推出的健身操运动鞋 .....	10
图表 11	1970s 美国兴起的慢跑风潮 .....	10
图表 12	耐克、锐步的科技性跑鞋 .....	11
图表 13	阿迪达斯与耐克市占率变化对比（%） .....	11
图表 14	阿迪达斯和耐克营销策略对比 .....	11
图表 15	耐克与当时年轻新秀运动员乔丹签约合作 .....	11
图表 16	耐克的销售费用连年提升（百万美元，%） .....	12
图表 17	锐步与女星和名模的推广合作 .....	12
图表 18	全球运动服饰行业规模稳步提升（亿美元，%） .....	12
图表 19	耐克成本收入比例不断降低（亿美元，%） .....	12
图表 20	阿迪达斯的品牌扩充历程 .....	13
图表 21	阿迪达斯的品牌扩充历程 .....	13
图表 22	耐克营收水平稳步提高（亿美元，%） .....	13
图表 23	阿迪形成品牌矩阵营收快速上升（亿美元，%） .....	13
图表 24	耐克国际分支机构、子公司分布 .....	14
图表 25	阿迪达斯 2008 财年收入区域划分 .....	14
图表 26	美国服装行业增加值负增长（亿美元，%） .....	14
图表 27	全球运动鞋服市场规模（亿美元，%） .....	14
图表 28	耐克和阿迪达斯品牌剥离过程 .....	15
图表 29	耐克品牌调整后形成的品牌矩阵 .....	15
图表 30	耐克、阿迪达斯存货周转天数对比（天） .....	15
图表 31	FY2012-FY2014 耐克新增工厂店（家） .....	15
图表 32	阿迪达斯线上收入占比不断提高 .....	16
图表 33	打通线上与线下：Nike 第一家全新零售概念店 .....	16



图表 34	全球运动鞋服市场规模良性增长（亿美元，%）	16
图表 35	行业集中度提升（%）	16
图表 36	头部品牌营收不断增加（亿美元，%）	17
图表 37	耐克研发运动实验室	17
图表 38	耐克、阿迪达斯存货周转率（%）	17
图表 39	NIKE+页面展示	17
图表 40	耐克阿迪线上收入占比（%）	18
图表 41	阿迪达斯官方 APP 和线下概念体验店	18
图表 42	细分赛道不断崛起的黑马品牌	18
图表 43	黑马品牌的营收高速增长（亿元，%）	18
图表 44	纺织业供给端中国大陆位置的变迁	20
图表 45	耐克 2019 财年鞋类产能布局（%）	20
图表 46	耐克 2019 财年服饰类产能布局（%）	20
图表 47	阿迪达斯 2019 财年各品类产能布局（%）	21
图表 48	耐克供应商数量（家）	21
图表 49	阿迪达斯供应商数量（家）	21
图表 50	申洲国际前四大客户占比（%）	22
图表 51	申洲国际按品类收入构成（%）	22
图表 52	裕元集团研发费用占营业收入比重（%）	22
图表 53	裕元集团收入构成（%）	22
图表 54	直营店面分布情况	23
图表 55	品牌类别收入情况（%）	23
图表 56	耐克主品牌分渠道收入及增速（亿美元，%）	23
图表 57	耐克主品牌渠道收入占比（%）	23
图表 58	耐克直营店铺数量（家）	24
图表 59	阿迪达斯直营门店数量（家）	24
图表 60	耐克每年新增工厂店数量及增速（家，%）	24
图表 61	阿迪达斯、耐克营收不断上升（亿美元，%）	24
图表 62	耐克电商渠道收入（亿美元，%）	25
图表 63	阿迪达斯电商渠道收入（亿欧元，%）	25
图表 64	耐克各地区收入构成情况（%）	25
图表 65	耐克部分地区收入增长速度（%）	25
图表 66	阿迪达斯地区收入构成（%）	26
图表 67	FY2019 阿迪达斯各地区收入增速对比（%）	26

图表 68	耐克主要技术及优势 .....	26
图表 69	阿迪达斯主要技术及优势 .....	27
图表 70	阿迪达斯时尚化转型后推出的爆款产品 .....	28
图表 71	阿迪达斯时尚化转型后营收回升（亿美元，%） .....	28
图表 72	耐克推出的联名产品及联名明星 .....	28
图表 73	耐克各类产品收入占比（%） .....	29
图表 74	阿迪达斯各类产品收入占比（%） .....	29
图表 75	耐克&阿迪达斯产品品类布局对比 .....	29
图表 76	各运动品牌价格对比 .....	29
图表 77	耐克分品牌营收及增速（亿美元，%） .....	30
图表 78	阿迪达斯分品牌营收及增速（亿欧元，%） .....	30
图表 79	耐克分品牌营收占比（%） .....	30
图表 80	阿迪达斯分品牌营收占比（%） .....	30
图表 81	耐克营销费收入及占比（亿美元，%） .....	31
图表 82	阿迪达斯营销费用收入及占比（亿欧元，%） .....	31
图表 83	耐克与阿迪近年主要赞助赛事及球队 .....	31
图表 84	中国市场各体育品牌百度搜索指数 .....	32
图表 85	耐克、阿迪达斯签约主要明星 .....	32
图表 86	沉浸式门店示例 .....	33
图表 87	情感营销广告宣传片 .....	33
图表 88	耐克新媒体社交营销 .....	34
图表 89	阿迪达斯新媒体社交营销 .....	34
图表 90	国际运动服饰市场规模及增速（亿美元，%） .....	35
图表 91	中国运动服饰市场规模及增速（亿元，%） .....	35
图表 92	全球体育运动参与人数年增长率（%） .....	35
图表 93	全球各运动细分市场规规模增速比较（%） .....	35
图表 94	行业 CR5 和 CR2（%） .....	36
图表 95	行业各类型品牌发展方向 .....	36
图表 96	耐克上海 001 体验店 .....	36
图表 97	耐克官方微信小程序 .....	36
图表 98	阿迪立新策略示例 .....	37
图表 99	阿迪达斯 app .....	37
图表 100	小众品牌的营收规模对比（亿元） .....	38
图表 101	小众品牌的营收增速对比（%） .....	38

## 一、行业复盘：盛衰兴亡几度秋，两花并蒂竞争妍

国际运动服饰行业的发展已逾百年，历经沉浮角逐出耐克和阿迪达斯两大龙头，根据行业的不同生命周期及龙头企业的发展特点，行业发展历程可分为四个阶段。1) **20 世纪初-1960s**: 行业随着奥运会的兴起初步发展，品牌和生产驱动力驱动下，阿迪达斯凭借先发优势和高端专业定位抢占行业龙头；2) **1960s-1990s**: 体育服饰随着慢跑、户外运动等风潮渗入大众生活，产品功能性和营销资源稀缺性成为行业竞争壁垒。耐克和锐步跑鞋起家，并深耕研发加码营销实现快速发展，阿迪定位有憾憾失龙头地位；3) **1990s-2010s**: 行业竞争加剧增速放缓，进入整合阶段，耐克和阿迪达斯收购了一系列品牌打造多元化矩阵，并积极进军国际市场突破收入瓶颈。后续因定位运营不当等原因陆续剥离品牌；4) **2010s-至今**: 行业发展成熟稳定，集中度稳步提升。头部企业耐克、阿迪达斯强化功能性等壁垒，转型时尚再迎新机，通过供应链升级支撑渠道进一步扩张下沉，渠道精细化运营和电商成为发展看点。细分赛道黑马频出，潜力较大。通过复盘，我们认为时代背景催动行业发展，能准确把握行业机遇并深耕核心因素的企业将赢得发展先机；国际化和多元化是成熟服饰企业突破营收瓶颈的主要途径，供应链是保障，品牌收购应注意定位与后期运营。

图表 1 国际运动鞋服行业发展历程图

行业发展阶段	初创期	快速发展期	行业整合期	成熟期
行业背景格局	赛事兴起初发展；专业人士为主；品牌生产驱动；阿迪达斯为龙头	慢跑健身热潮兴起；普通人士参与；科技&营销驱动；耐克超越阿迪，锐步快速发展	竞争加剧行业整合；品牌收购调整&国际化成为趋势；耐克阿迪规模扩张，优势明显	行业成熟；龙头优势强化寻求突破二次发展；小众兴起；耐克稳健，阿迪转时尚快速发展
耐克	早期代工起步，1972 年建立自有品牌从跑鞋起家，将科技融入设计	借助慢跑风潮，重技术研发塑造壁垒；眼光独到签约乔丹，自下而上营销超越阿迪	陆续收购休闲、冰球、冲浪等品牌，后续逐渐剥离；推进国际化；产品全品类发展	“三个双倍”策略；数字化转型供应链提效；直营店提升；试水时尚化；电商
阿迪达斯	1948 年建立自有品牌，专做训练鞋，定位高端专业化，成为龙头	过早转型时尚不合时宜；忽视产品功能性建设；憾失龙头地位	陆续收购高尔夫品牌，后续逐渐剥离，收购锐步；推进国际化；产品全品类发展	2014 年转型时尚化，营收恢复双位数增长；产品功能性提升紧追耐克；渠道下沉
时间	20 世纪初	1960s	1990s	2010s 2014-2016s

资料来源：华创证券整理

### (一) 20 世纪初-1960s: 品牌初创焕新芽，生产为王筑根基

体育赛事逐渐兴起提供机遇，品牌群相继成立，运动服饰行业初具规模。20 世纪初欧美市场因大工业生产引起的文明公害在英国和欧美大陆相继出现，健康和体育运动获得关注，商业性体育赛事开始兴起，推动运动服饰行业初步发展，主要客户群体为专业运动员及少部分高端人士。同时，二战结束后全球经济快速复苏，恢复最快的美国市场人均可支配收入迅速提升，轻工制造业发展形势向好。1896 年首届奥运会的启动拉开了现代竞技体育的帷幕，1936 年奥运会首次在电视上转播，商业性体育赛事兴起，马拉松赛事也逐渐在全球盛行。在此时代及行业机遇下，各国涌现了一批专门制作运动鞋的企业和品牌，在款式、用材和功能上具有独特的风格，如德国的阿迪达斯 (ADIDAS)、彪马 (PUMA)，英国的锐步 (REEBOK)，以及后来崛起的美国耐克 (NIKE) 等，形成以鞋类为主品类、多品牌发展的格局。其中阿迪达斯定位高端专业，足球起家成为龙头之一。时代背景催生行业需求，运动品牌群的初步成立奠定了国际运动服饰市场的发展基调，运动服饰板块获得初步发展。

图表 2 国际运动品牌的创立

品牌	成立时间	成立背景及定位	初步发展
锐步 (REEBOK)	1895 年	诞生第一双钉鞋“福斯特跑鞋”；为优秀运动员提供运动鞋	扩展至体育运动的其他领域
新百伦 (NEW)	1906 年	为脚型特殊群体生产脚弓支撑器；定位专业跑步者和田径队	致力于制鞋工艺的提升

品牌	成立时间	成立背景及定位	初步发展
BALANCE)			
匡威 (CONVERSE)	1908 年	专业制造篮球鞋, 后推出帆布鞋; 帆布鞋具有美国文化象征	签约运动员扩大市场
阿迪达斯 (ADIDAS)	1948 年	作坊式企业, 由制鞋厂开始研发; 训练用专业运动鞋	研发和市场扩张, 成为龙头
彪马 (PUMA)	1948 年	德国小鞋厂, 品类多样化发展; 定位潮流年轻化	运动/休闲/时尚一体; 多品类
耐克 (NIKE)	1972 年	为制鞋工厂为泰格尔跑鞋生产鞋底, 后建立品牌从跑鞋起家	发展为蓝带体育用品公司, 把科技融入设计
迪卡侬 (DECATHLON)	1976 年	法国里尔附近村庄的运动用品店, 提供运动服饰、装备及创意类运动产品	提供连锁运动用品经营以至体育全产业链的支持

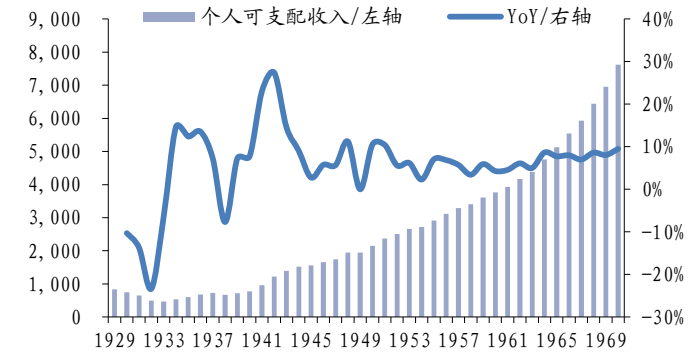
资料来源: 各品牌官网、华创证券

图表 3 运动品牌成立梳理



资料来源: 各品牌官网、华创证券

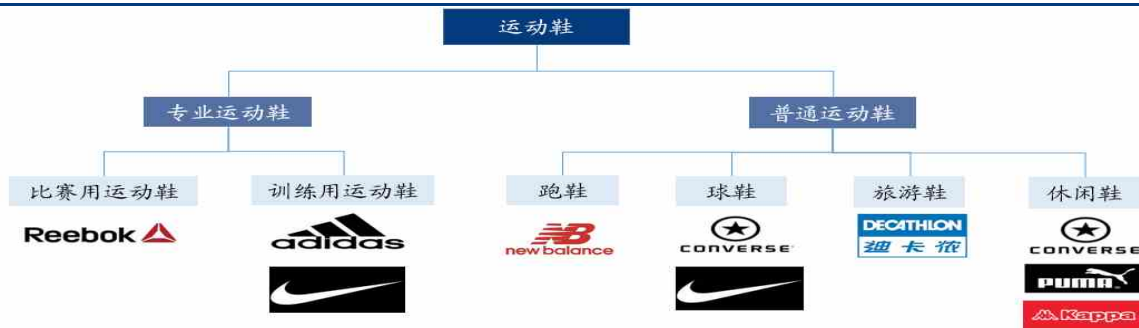
图表 4 美国个人可支配收入 (亿美元, %)



资料来源: wind、华创证券

**品牌意识初崛起, 生产为王筑根基。**各运动品牌在成立初期前身多为生产商, 品牌意识和品牌特色尚不明确, 主要深耕擅长的生产端, 生产优质的产品不断拓展市场, 提升公司形象。**生产品类方面,**行业发展初期主要满足专业运动员及少数注重运动的高端人士服饰需求, 鞋类产品作为运动中所需功能性最强的品类获得快速发展, 这一时期主要流行的为冷粘法生产的各种训练运动鞋, 包括各种旅游鞋、休闲运动鞋和用于竞技比赛的各种专业运动鞋等。**生产工艺方面,**各品牌大胆应用新材料, 如尼龙棒材、聚氨酯 (PU) 底材等, 与此同时不断推出复合底等新结构, 为运动鞋的轻量化和减震、弹跳等特性奠定了基础。

图表 5 不同品牌专注不同细分鞋类



资料来源: 各品牌官网、华创证券

以阿迪达斯为例, 阿迪足球事业起家, 培育品牌+深耕生产定位高端专业化抢占龙头。阿迪达斯 1920 年在德国开始生产鞋类产品, 1948 年品牌正式注册成立, 品牌初创时期定位高端专业化运动鞋, 主打足球专业化产品。1954 年, 阿迪达斯足球鞋亮相瑞士世界杯, 随着德国的夺冠一举成名。从当时全球首创的旋转嵌入式鞋钉开始, 阿迪达斯根



据足球赛事特点不断优化设计研发，以“给予运动员们最好的”为目标，通过足球赛事合作打开知名度，占据足球产品乃至全部体育产品的世界龙头地位。**赛事合作上**，自 1970 年起，阿迪达斯与国际足联达成合作，成为其长期合作伙伴。自此阿迪达斯成为了世界杯的唯一运动品牌合作伙伴并延续至今，并为 1970 年起的每一届世界杯提供官方用球；阿迪达斯也与欧足联达成合作关系，成为其旗下欧洲杯，欧冠，欧联杯的唯一运动品牌合作伙伴。**品牌影响方面**，20 世纪 60-80 年代，80%以上的足球球星都会选择阿迪达斯的战靴来征战比赛，像贝肯鲍尔，盖德穆勒，普拉蒂尼，克林斯曼等，几乎所有球星都是阿迪达斯的忠实消费者；阿迪达斯几乎占领了那个时代的绝大部分足球装备市场，运动鞋市占率在 80 年代高达 70%。通过高端专业化战略，阿迪达斯成为运动鞋服行业名副其实的龙头。

图表 6 阿迪达斯提供世界杯每届的官方用球



资料来源：搜狐公众号“首都体育学院”

图表 7 阿迪达斯的足球鞋 1954 年世界杯一战成名

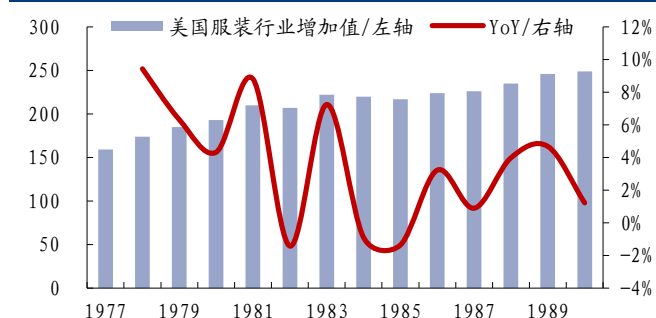


资料来源：搜狐网

## （二）1960s-1990s：一夜春风枝叶茂，产品&营销筑壁垒

专业赛事掀起慢跑、户外等风潮，体育运动全民化、需求多样化促进行业高速发展。随着奥运会知名度的提升和马拉松赛事的兴起，20 世纪 70 年代初期，多名美国运动员在跑步项目中取得优异成绩，慢跑运动风靡欧美大陆，掀起了慢跑有氧运动的风潮。同时，国际足联举办世界杯和北美四大职业联盟相继成立，职业运动进入蓬勃发展期，进一步刺激了体育运动全民化的发展。1980 年冬奥会的成功举办促进了冰雪运动的发展，户外运动也开始兴起。在赛事引领、媒体宣传等因素影响下，体育运动由专业竞技向普通大众的转型，体育人群扩大，体育运动的需求也不断多元化，由早前的慢跑有氧运动、足球、篮球等大众运动逐渐扩展为户外滑雪、越野、潜水以及专业健身和瑜伽等类型。与此同时，服装行业在这一阶段迅速崛起，行业增加值不断上升，**大众运动广度的扩展和深度的延伸进一步推动了运动鞋服市场的发展**，行业内各品牌趁势而起，瞄准不同市场抢夺市场红利。该阶段市场参与者增多，耐克和锐步迅速崛起，体育服饰市场形成阿迪、耐克、锐步三大头部品牌：耐克借势慢跑风潮，专业+性价比+运动员合作实现反超；锐步精准把握健美操细分领域，一度超越耐克称霸行业；阿迪达斯固守高端专业体育市场，被耐克、锐步赶超。

图表 8 美国服装行业增加值不断上升（亿美元，%）



资料来源：wind、华创证券

图表 9 体育运动品类多样化发展



资料来源：新浪网、华创证券

在专业赛事蓬勃发展、运动受众群体扩宽、美国服装行业景气等多重因素下，运动服饰板块消费群体扩大，消费需求多元，行业规模快速提升，能把握行业发展机遇、构筑并强化产品功能性、提升品牌知名度的企业将赢得竞争优势，获得快速发展。以耐克为例，耐克借势慢跑风潮，凭借产品功能性及性价比优势和运动明星培养营销迅速崛起，于 1980 年反超阿迪达斯成为行业龙头，为品牌后续发展奠定了良好的基础。

**驱动因素一：精准锁定行业趋势，把握机遇趋势而起。**行业风潮催生消费需求，精准把握行业动向的企业方可赢得发展先机，获得快速发展的同时推动行业快速增长。**1) 耐克：借势慢跑风潮反超阿迪。**耐克创始人比尔·鲍尔曼积极向公众输出慢跑有益健康的观点，与田径运动员合作，邀请其穿着耐克跑鞋参加比赛，提高品牌知名度和影响力。**2) 锐步：精准把握健美操细分领域，一度超越耐克称霸行业。**20 世纪 80 年代中期后，慢跑风潮逐渐平息，全美健身潮流兴起，女性有氧健美操开始盛行，但市场上的运动鞋并没有专门为女生而设计的鞋款。创立于 1985 年的锐步针对这一市场空白，率先瞄准这一人群，于 1982 年推出旗下第一双女子健康操运动鞋 Freestyle。锐步精准把握住了运动服饰休闲化和健身运动发展的趋势，通过潮流鞋款的风靡，进入美国市场短短五年营收增长 300 倍达到 9 亿美元，市占率超过行业龙头耐克，成为当时美国运动鞋头号大公司。**3) 阿迪达斯：固守高端专业化定位增速放缓。**该阶段全民运动趋势愈发明朗，大众需求不断增长，市场主需求剧烈变化的形势下，阿迪达斯依然固守高端专业体育市场，因转型时尚化过早不符行业趋势折戟，一度被竞争对手超越。

图表 10 锐步推出的健身操运动鞋



资料来源：搜狐公众号“BEESIDE”

图表 11 1970s 美国兴起的慢跑风潮

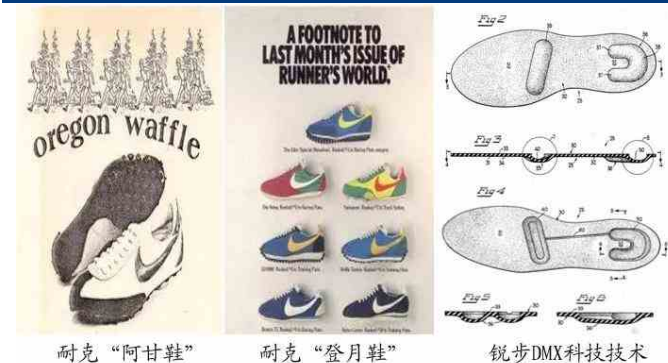


资料来源：新浪体育

**驱动因素二：深耕研发构筑竞争壁垒，功能性硬核产品拓展市场。**产品是品牌培育、市场拓展的基石。相比其他服饰消费场景，运动更偏专业化。随着全球经济的迅速崛起和运动参与度的深入，大众市场对运动产品功能性需求也与日俱增，产品功能性逐渐成为各企业的核心竞争优势之一，并因技术的专业性和稀缺性成为行业竞争壁垒，深耕研发、产品功能性突出的企业将赢得快速发展。20 世纪 80 年代，各品牌不断强化高新技术的应用，通过计算机辅助设计（CAD）设计新品种，把生物力学等学科相关内容融入设计。各运动鞋制造商巨头纷纷创建生物力学实验室，配置模拟各种运动的检测数据，紧随风向标的耐克和锐步取得了巨大突破。**1) 耐克锐步深耕研发，在跑鞋领域打响知名度快速发展。**耐克、锐步注重研发，其跑鞋的功能性优势突出。耐克先后推出科技性跑鞋阿甘鞋和登月鞋，阿甘鞋一度成为“美国最受欢迎的长跑训练鞋”，市场份额不断增加，营收不断攀升。**2) 阿迪达斯忽视研发，过早进行时尚化转型折戟。**阿迪达斯以高端专业性起家，但在这一阶段过早地进行时尚化转型，忽视运动产品的功能性建设，技术落后于竞争者，产品的设计和质量均落后于耐克。品牌战略的方向性错误使阿迪市场份额遭到挤压，1992 年阿迪在北美市场的市占率下降至 3%，德国市场占有率也降至 34%，整体亏损不断扩大，一度濒临破产。

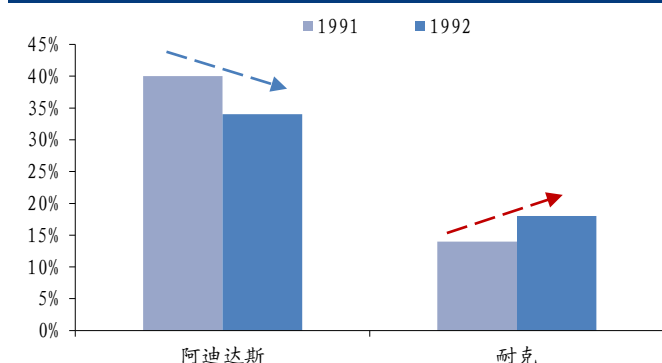


图表 12 耐克、锐步的科技性跑鞋



资料来源: FashionPlus 公众号、“什么值得买”网站、华创证券

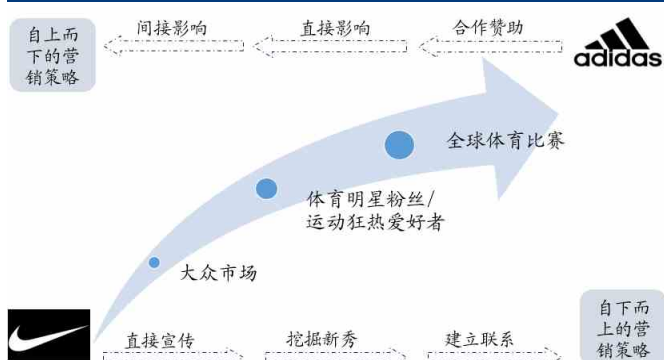
图表 13 阿迪达斯与耐克市占率变化对比 (%)



资料来源: 互动百科、华创证券

**驱动因素三：发力营销培育品牌，拓宽辐射半径快速增长。**随着消费群体的扩大以及竞争者的增多，品牌力的重要性逐渐凸显。各品牌在该时期加大营销投入，通过赛事赞助、明星营销和情感营销等方式加注品牌增长动力，推动行业的高速发展，但各个品牌的营销策略和发力点各有异同。**1) 阿迪达斯：掌握顶级资源，自上而下辐射：**阿迪凭借早期优势掌握顶级营销资源，通过赞助全球体育赛事和签约知名体育明星，充分利用运动员的成功和赛场内外的楷模表现拉升品牌力。**2) 耐克：眼光独到挖掘潜力股，自下而上成功赶超：**在通过慢跑风潮快速发展的同时，耐克以独到的眼光挖掘潜力选手，签约明星和球队新秀进而扩大品牌影响力。耐克 1984 年以 5 年 250 万美元的价格签约体育新秀乔丹，后续乔丹在赛场上塑造了全所未有的辉煌，“Air Jordan”的品牌名横空出世，成立专门的生产线，Air Jordan 也在球鞋界成为了精神图腾和文化霸主，促成了耐克 2 个月 7000 万美元的销售额，耐克彻底翻身成为行业的领先者。**3) 锐步：瞄准细分市场精准营销：**锐步一方面通过与零售商合作开展规模促销，另一方面与明星合作签约的美国女星 Jane Fonda、名模 Cybill Shepherd 在 1985 年艾美奖颁奖典礼上脚 Freestyle 走红毯，通过明星效应使品牌站在潮流的最前端。锐步精准把握住行业趋势，并通过与该领域的领军人物合作宣传，进入美国市场短短五年营收增长 300 倍达到 9 亿美元，市占率超过行业龙头耐克。该阶段各品牌发力营销迅速打开市场，推动行业各品牌趋势蓝海格局进一步发展，行业规模快速扩大。

图表 14 阿迪达斯和耐克营销策略对比



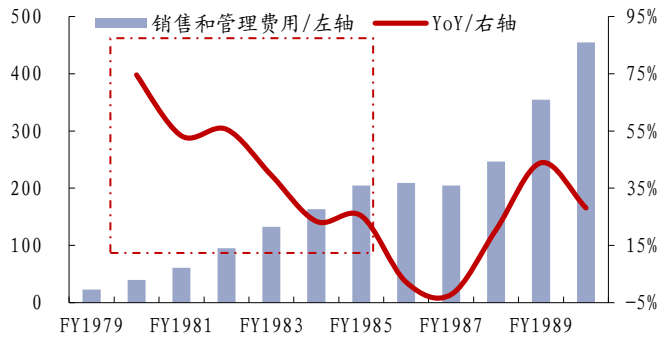
资料来源: 公司官网、华创证券

图表 15 耐克与当时年轻新秀运动员乔丹签约合作



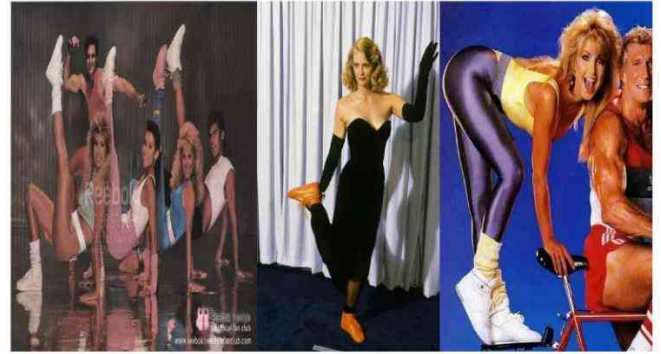
资料来源: 搜狐公众号“大西体育”、华创证券

图表 16 耐克的销售费用连年提升（百万美元，%）



资料来源：公司年报、华创证券

图表 17 锐步与女星和名模的推广合作



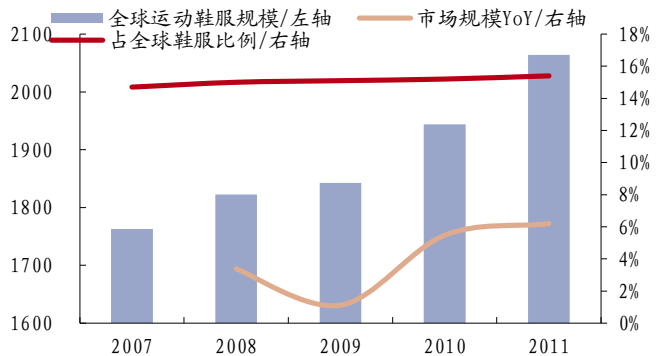
资料来源：搜狐公众号“BEESIDE”、华创证券

### （三）1990s-2010s：行业整合浪淘沙，全球扩张破瓶颈

#### 1、1990-2008：增速承压竞争加剧，品牌收购&国际化寻突破

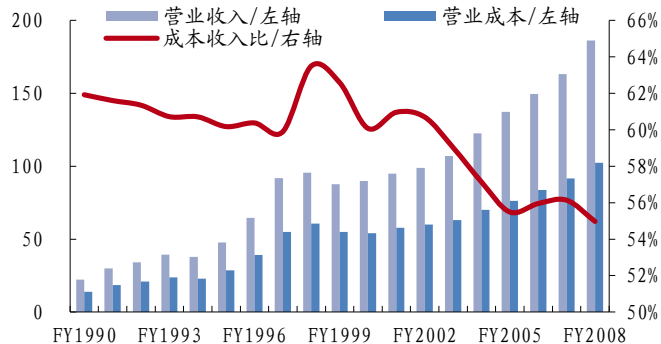
**行业竞争加剧，市场增速回落，品牌收购整合。**60-80 年代各运动品牌抓住时代机遇，强化产品功能性属性、发力营销迅速发展，市场参与者不断增多，竞争激烈，行业增速回落，头部品牌通过收购及自我培育的方式打造品牌矩阵，扩大市场份额，通过规模效应控制成本。不同品牌之间的产品具有差异化，受众群体也各有不同，运动品牌通过收购实现产品互补，推动市场份额的提升。与此同时，行业内各公司纷纷转移产能至亚洲国家，进一步降低产品生产成本。由于成本和品牌竞争力两方面的驱动因素，运动鞋服企业不断进行市场整合，行业规模稳步提升，由 2007 年 1762.7 亿美元增加 59.7 亿美元至 2011 年 2064.2 亿美元，复合增长率为 4.03%。企业营收水平大幅提升，耐克 1990-2008 年收入复合增长率高达 12.50%；收购形成的规模效应以及产能转移成效明显，成本收入比由 1990 财年 61.92% 下降至 54.97%。

图表 18 全球运动服饰行业规模稳步提升（亿美元，%）



资料来源：立鼎产业研究网《全球及中国运动鞋服市场现状及市场规模分析》、华创证券

图表 19 耐克成本收入比例不断降低（亿美元，%）



资料来源：公司年报、华创证券

**横向收购扩张，全品类发展构建品牌矩阵。**行业内品牌不断增加，竞争加剧，行业内头部品牌通过横向收购或者培育新生子品牌，打造多系列的矩阵品牌扩充市场，提高市场份额占比，推动运动鞋服市场集中度的提高。企业打造品牌矩阵过程中，享受了品牌矩阵带来的短期福利：耐克 1990-2008 财年收入由 1990 财年 22.35 亿美元上升至 2008 财年 186.27 亿美元，复合增长率高达 12.50%；阿迪达斯在品牌矩阵完善后，营收实现暂时性迅猛增长，2008 财年轻收增速高达 13.4%。

**1) 耐克：**1984 年耐克提出高尔夫营运计划，开发首款 Nike 高尔夫球鞋系列。通过签约高尔夫运动员和高尔夫团队



迅速发展；公司于1988年收购休闲服饰品牌 Cole Haan，1994年收购冰球品牌 Canstar，2002年收购冲浪体育用品品牌 Hurley，2003年以3.05亿美元的价格收购匡威，填补了其中档运动鞋和休闲鞋市场上的空白；耐克与篮球巨星迈克尔·乔丹签约并开发定位于高档篮球鞋的品牌“飞人乔丹”；2003年签约NBA的高中生球星勒布朗·詹姆斯，为其度身定做了新的子品牌 LBJ；旗下还专门出品复古运动鞋的子品牌“LE”和“SB”等。2008年收购英国具有78年历史的著名足球品牌 Umbro，通过收购不断扩充产品品类，进一步奠定其龙头地位。

**2) 阿迪达斯：**于1991年推出新商标“EQUIPMENT”，生产着重性能表现和功能的鞋类和运动服，为游泳、田径、自行车、击剑、举重和摔跤这六项体育活动开发出革命性产品；1997年成立高尔夫系列，统称为 TaylorMade-adidas Golf，先后收购发展 Taylormade、AdamsGolf（渠道以高尔夫球俱乐部为主）和 Ashworth 这三个以高尔夫球具为主的 品牌，还有以鞋服业务为主的 AdidasGolf 的 4 个品牌，不断进行品类扩充；2006 年秉持品牌组合战略，以 38 亿美元收购美国第二大体育用品生产商锐步的全部股份，进一步追赶行业龙头品牌耐克。通过内扩和外延两种方式，阿迪达斯打造了阿迪生活、阿迪达斯三叶草和 NEO 这三个子品牌的定位，产品质量、产品版型以及价位各有千秋的品牌矩阵实现品类扩充。

图表 20 阿迪达斯的品牌扩充历程



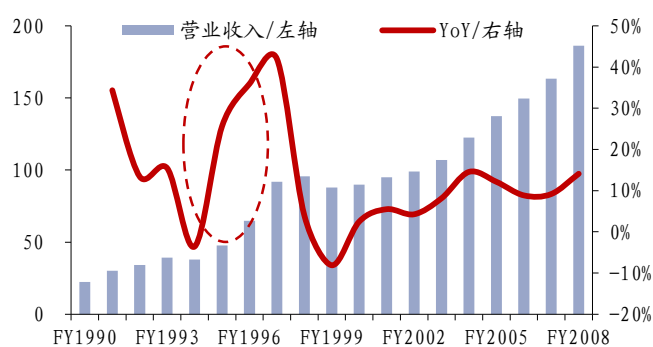
资料来源：公司官网、华创证券

图表 21 阿迪达斯的品牌扩充历程



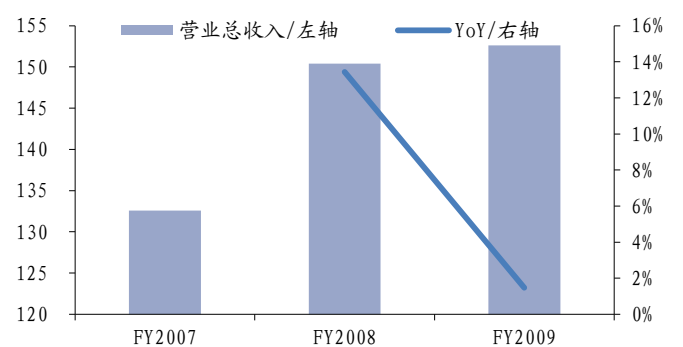
资料来源：公司官网、华创证券

图表 22 耐克营收水平稳步提高（亿美元，%）



资料来源：公司年报、华创证券

图表 23 阿迪形成品牌矩阵营收快速上升（亿美元，%）



资料来源：公司年报、华创证券

**积极布局海外市场，市场规模进一步提升。**行业品牌经过初创期的摸索、蓝海市场的高速发展两个阶段后，在整合阶段积极布局海外，通过海外市场实现扩张，市场规模进一步提升。**1) 耐克：**耐克创立初期就积极探索布局海外，耐克欧洲市场品牌建设的过程，就是其成长为全球第一运动品牌的过程。公司从1981年于阿姆斯特丹建立起欧洲第一家球鞋专卖店开始，耐克开始走出美国，布局海外。通过人才战略在各国寻求专业的经理人，准确把握品牌中可以本土化的元素。截至2008年，耐克扩展海外布局至英国、德国、亚洲等区域，与当地本土品牌直面竞争，通过品牌优势进行全球化布局。截至2007年，海外市场收入占比超越北美地区，高达65.76%。**2) 阿迪达斯：**阿迪达斯利

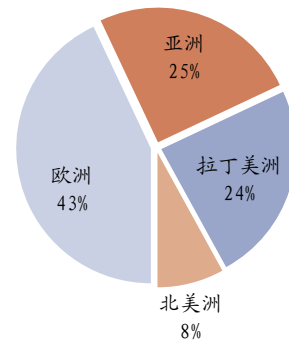
用其头部身份，在各个体育领域寻找全球品牌推广伙伴，采取多品牌国际化策略开扩海外市场。2005 年后海外地区收入占比首次超越西欧，2007 年亚洲地区销售收入占比高达 22%。2008 年亚洲和北美收入增速高达 18%/36%。

图表 24 耐克国际分支机构、子公司分布



资料来源：公司年报、华创证券

图表 25 阿迪达斯 2008 财年收入区域划分

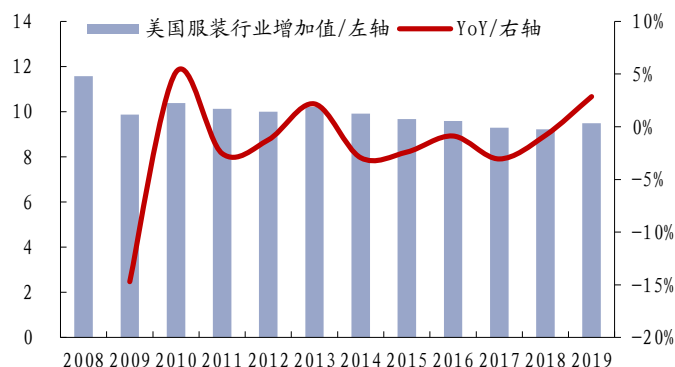


资料来源：公司年报、华创证券

## 2、2009-2016: 断舍离聚焦主线，布电商去化库存

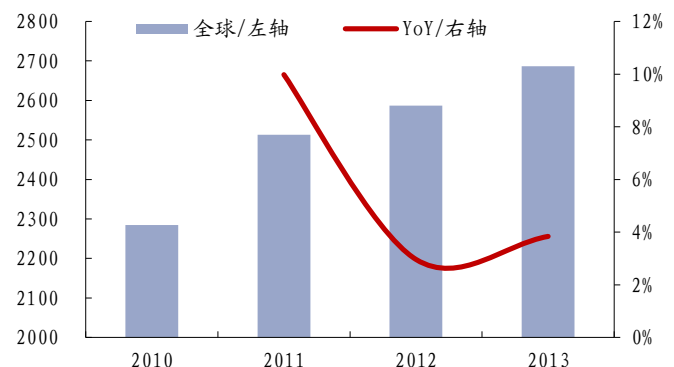
**服装业增速放缓，野蛮扩张亟需调整。**2008 年以后，服装业趋于饱和，行业增速逐渐放缓，美国服装行业增长值 2008 年后出现负增长，运动鞋服市场也出现增速疲软的现象，2011-2013 年市场规模增速从 9.98% 断崖式下降至 3.84%。加之快时尚品牌迅速崛起，渠道迅速铺张和“快反”模式的供应链优势，不断挤压运动市场份额，运动鞋服行业的发展受到威胁。运动行业内各公司由于前期的野蛮扩张，收购了一些与公司发展不相符的品牌，在管理上难以统一，加之各公司品牌矩阵管理处于摸索提升阶段，对收购的品牌管理不足，子品牌增收不增利的现象频频出现。在中国市场上，行业内龙头品牌竞相“押宝”奥运营销，认为 2008 年奥运会后销量保持高速增长，进行大量备货，然而由于中国经济放缓和消费者品位的改变，销量不及预期，库存高企问题严峻。因此行业内各品牌积极进行调整，通过剥离经营不善的子品牌聚焦主品牌，寻找增长点；优化渠道和布局电商，大力解决库存问题。

图表 26 美国服装行业增加值负增长（亿美元，%）



资料来源：公司年报、华创证券

图表 27 全球运动鞋服市场规模（亿美元，%）



资料来源：Euromonitor、华创证券

**头部品牌收购成效不及预期，战略调整剥离品牌。**头部品牌耐克和阿迪达斯在高速品牌收购扩张后，运营上没有跟上扩张的步伐，部分收购的品牌没有很好融入头部品牌的体系中，失去了品牌原有的活力，收购后的运营成效不及预期。这一阶段体育运动品行业整体业绩不佳，行业龙头根据企业战略调整品牌，进行了大刀阔斧的品牌剥离。**1) 耐克：**2012 年，耐克以 2.25 亿美元出售旗下品牌 Umbro 后，又将旗下鞋包品牌 Cole Haan 以 5 亿美元出售给私募股权基金公司安佰深，从而更好关注重点品牌耐克、乔丹（Jordan）、匡威（Converse）和赫利（Hurley）。**2) 阿迪达**

斯：2013 年公司做出战略调整，宣布停售旗下高端品牌 SLVR，停止该领域的探索。由于子品牌不能融入阿迪品牌体系，公司于 2015 年正式将乐步（Rockport）出售给由波士顿投资公司联合组成的新控股公司。2016 年，阿迪达斯宣布出售旗下高尔夫业务，包括旗下泰勒梅高尔夫（1997 年收购萨洛蒙公司时一并购入）、亚当斯高尔夫（2013 年购入）以及阿什沃思高尔夫（2008 年购入）三个品牌。行业头部品牌通过出售旗下的品牌削减成本，从而更好专注于核心品牌的发展，把握具有高潜在增速机遇的业务。

图表 28 耐克和阿迪达斯品牌剥离过程

公司	年份	剥离品牌	剥离品牌方向
耐克	2012	Umbro	足球品牌
		Cole Haan	鞋包品牌
阿迪达斯	2013	SLVR	高端运动品牌
	2015	Rockport	舒适鞋品牌
	2016	TaylorMade、AdamsGolf 和 Ashworth	高尔夫业务

资料来源：公司官网、搜狐网、华创证券

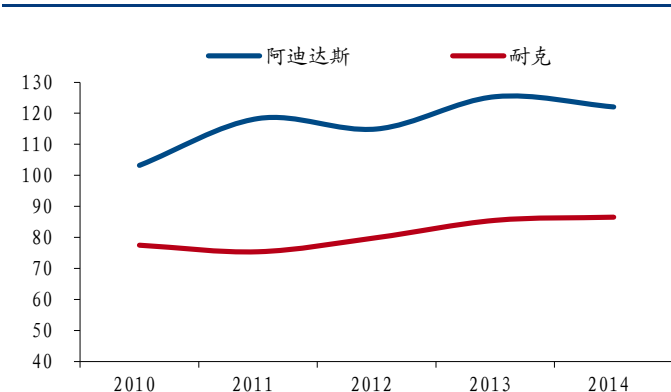
图表 29 耐克品牌调整后形成的品牌矩阵

品牌矩阵	定位	面向市场	主营产品
耐克NIKE	大众运动品牌	大众群体	运动鞋服、体育用品、配件和服务
乔丹Jordan	高端篮球品牌	篮球爱好者	篮球鞋服和配件
匡威Converse	休闲品牌	年轻大众群体	休闲运动鞋和服饰
赫利Hurley	专业鞋类、服装品牌	户外运动爱好者	体育比赛和青年鞋类、服装品牌

资料来源：公司官网、华创证券

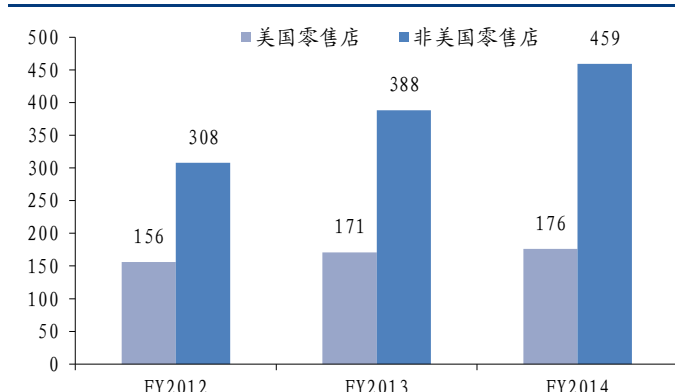
**海外扩张受限，优化渠道去库存。**由于激进的营销策略与渠道的迅速扩张，加之海外扩张空间不断减少收缩，以及对大中华市场趋势的误判，阿迪达斯和耐克 2011 财年起，存货周转率不断降低，存货问题高起。面对存货问题，公司深耕渠道端致力去库存。**1）阿迪达斯：**公司对渠道进行优化，代理商方面小经销商慢慢退出，渠道向大代理商集中，提高渠道效率；渠道类型上以工厂店的形式大力开拓直营店。阿迪达斯在 2013 财年新开了 294 家门店，其中有 250 家自营店面，零售部门还经营着 851 个工厂网点。与此同时，增设折扣店数量清理库存；渠道门店优化上，公司为门店推出新的店面蓝图，通过改善门店布局和运动数字化提升门店形象，旨在说服用户在门店停留更长时间。**2）耐克：**面对高企的库存问题，首先整合渠道，开始“抓大放小”，将渠道逐渐集中在大代理商手中，其次大力开拓耐克品牌工厂店，意在解决库存积压问题。与此同时，行业加码布局电商。行业内各品牌先后入驻大电商平台，同时借助数字化升级开展新零售，行业内各大品牌电商收入占比不断提高。

图表 30 耐克、阿迪达斯存货周转天数对比（天）



资料来源：wind、华创证券。注：由于会计期不一致，FY2019 数据耐克为 2019 年 6 月 30 日数据，阿迪为 12 月 31 日数据。

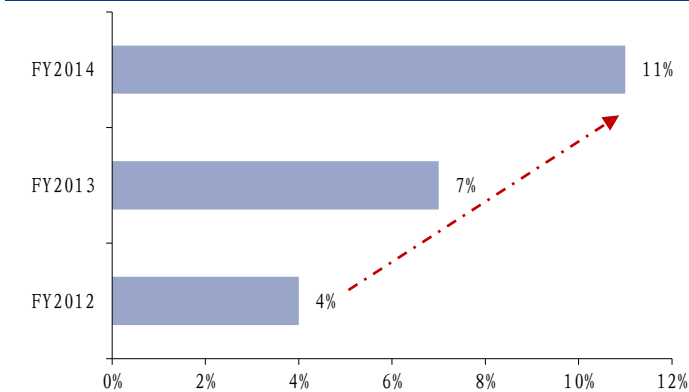
图表 31 FY2012-FY2014 耐克新增工厂店（家）



资料来源：公司年报、华创证券



图表 32 阿迪达斯线上收入占比不断提高



资料来源：公司年报、华创证券

图表 33 打通线上与线下: Nike 第一家全新零售概念店

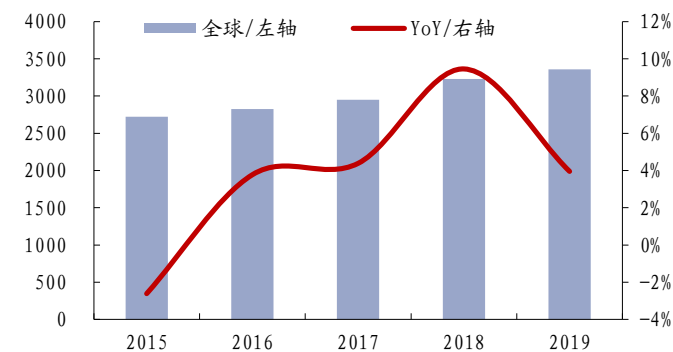


资料来源：华丽志 Luxeco、华创证券

#### (四) 2010s-至今：转型提效稳前行，细分赛道出黑马

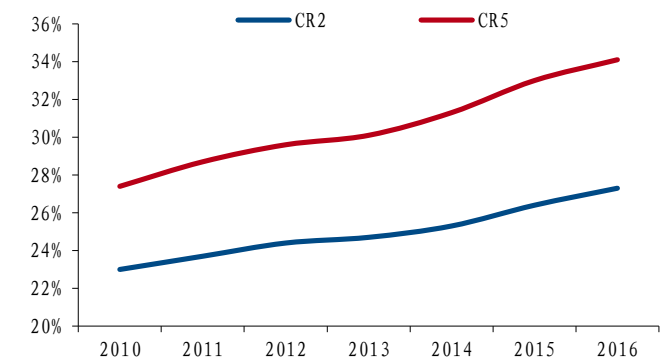
行业重回良性增长，品牌专注提升核心竞争力。经历高速发展和调整期后，行业经过探索、试错和调整，市场规模增长重回良性，2016-2019 年市场规模由 2826 亿美元增长至 3356 亿美元，复合增长率为 5.90%。与此同时，经历了侧重专业性、科技性和营销为王的发展阶段后，各公司强化核心竞争力进而强化竞争壁垒。因此行业内通过研发、营销和生产多点发力，并积极创新向时尚化转型，助推行业的二次发展，头部品牌优势壁垒明显，市占率不断提升，行业集中度明显提高，CR5 由 2010 年 27.4% 上升至 37.1%。

图表 34 全球运动鞋服市场规模良性增长(亿美元, %)



资料来源：Euromonitor、华创证券

图表 35 行业集中度提升 (%)

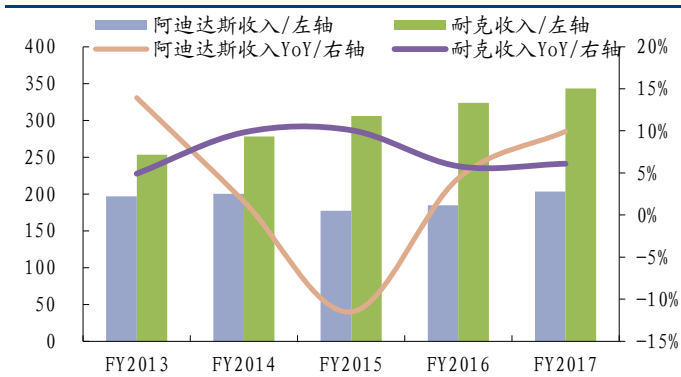


资料来源：Euromonitor、华创证券

**头部品牌二次发展，多点发力强化行业主赛道优势壁垒。**行业经历品牌初创期、高速发展期和品牌整合期后，耐克和阿迪达斯确立了行业龙头地位。二者之间的竞争也愈演愈烈，竞争中阿迪和耐克通过研发、营销和生产的多点发力，形成品牌的二次发展，在专业功能性、营销和性价比方面的优势更加突出，运动鞋服的主赛道进入壁垒越来越高。**研发方面**，耐克在已有的体系化研发上，继续强调专业运动领域创新研发，创造出多项具有里程碑意义的创新技术，加速推出具有新型科技的产品；阿迪达斯重回创立初期“功能第一”的发展基调，依靠 Boost 中底缓震技术助力扭转颓势，与 Nike 形成有效对抗。**营销方面**，阿迪达斯和耐克的营销策略相互渗透，继续通过赞助大型赛事和签约体育明星等形式进行品牌营销。由于头部品牌实力雄厚，对赛事和体育明星资源几乎形成了垄断，进一步提升了龙头品牌的优势壁垒。**生产方面**，头部品牌一方面通过在亚洲地区开厂转移产能降低成本，市场竞争优势更加突出。头部品牌阿迪和耐克通过研发、营销和生产强化竞争壁垒，并主动转型时尚、精细化运营线下渠道和电商赢得二次发展。



图表 36 头部品牌营收不断增加（亿美元，%）



资料来源：各公司年报、华创证券。注：由于会计期不一致，FY2019 数据耐克为 2019 年 6 月 30 日数据，阿迪为 12 月 31 日数据。

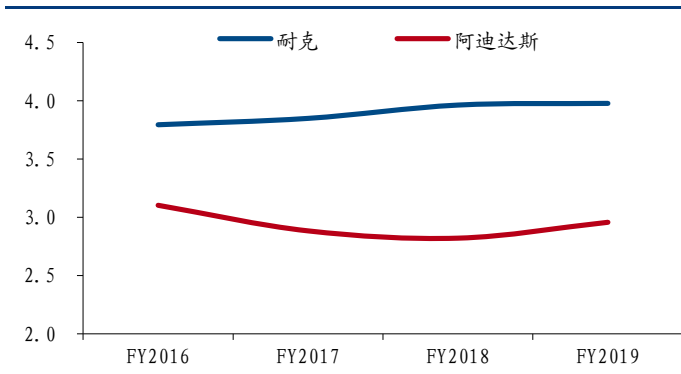
图表 37 耐克研发运动实验室



资料来源：SOCCER 中文站、华创证券

**供应链优化为渠道扩张筑基。**目前国际运动服饰市场已发展成熟，对于头部企业而言，通过渠道进一步下沉和扩张实现国际化是企业增收的主要路径。国际化和庞大的渠道体系需要持续优化的高效供应链和先进管理模式为支持。该阶段头部品牌耐克和阿迪均借鉴国际快时尚品牌优化供应链，耐克和阿迪达斯存货周转率稳中有升。**以耐克为例，耐克完善信息化布局，NIKE+技术引领潮流。**Nike+是耐克的数字化平台，始于 2006 年的 NIKE+iPod 设备，通过该平台，搭配放入传感器的鞋，即可统计距离、热量消耗值等运动数据。目前 NIKE+是一个集运动数据统计 app、会员福利、教练指导、电商等多功能为一体的多功能电子平台，NIKE+ Running 可以记录跑步时间、能量消耗等运动数据，NIKE+ Training 可以学习健身课程，消费者同时可以通过 NIKE+线上购买耐克鞋服，及时获取新品信息、优惠信息和门店信息。耐克通过信息化平台建设，可以及时向消费者提供所需要的运动数据、运动课程、优惠情况等信息，利用解决消费者需求的手段，增强用户粘性，进而提高品牌忠诚度。同时耐克也可以借助消费者的运动数据和使用情况，对用户画像、消费偏好、消费需求进行大数据分析，实现广告精准推送，最大程度提高转化率。

图表 38 耐克、阿迪达斯存货周转率 (%)



资料来源：wind、华创证券。注：由于会计期不一致，FY2019 数据耐克为 2019 年 6 月 30 日数据，阿迪为 12 月 31 日数据。

图表 39 NIKE+页面展示

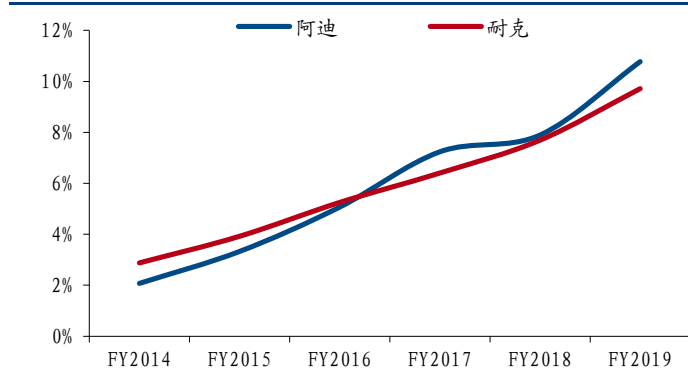


资料来源：驰成健身网、应用宝、耐克官网、华创证券

**线下渠道数字化布局新零售趋于精细，电商兴起成为增长新引擎。**随着线下渠道的日益饱和，以及电商的大力推进，运动鞋服行业也紧跟潮流，于 2012 年起开始积极布局电商。2016 年，中国提出“新零售”概念，电商“脱虚向实”的迹象开始显现，行业内各品牌又紧随其后，结合数字化运营的优势，将线上流量向自主 APP 转移，建立大数据库，深度挖掘最核心用户及需求，为日后进行产品开发、产品投放、精准营销进行数据积累，推进电商“新零售”的全新布局。**1) 阿迪达斯：**公司关闭部分零售店全力发展电商经济，以阿迪达斯网站作为其最重要的商店。同时进行全面的新零售数字化升级，利用全渠道，智慧门店，导购及门店数字化等新零售场景，打通线上线下库存，提升零售效率。阿迪 2017 年电商业务销售猛涨 57% 达 15 亿欧元，占总收入的 7%。**2) 耐克：**耐克 2015 年提出 DTC (Direct

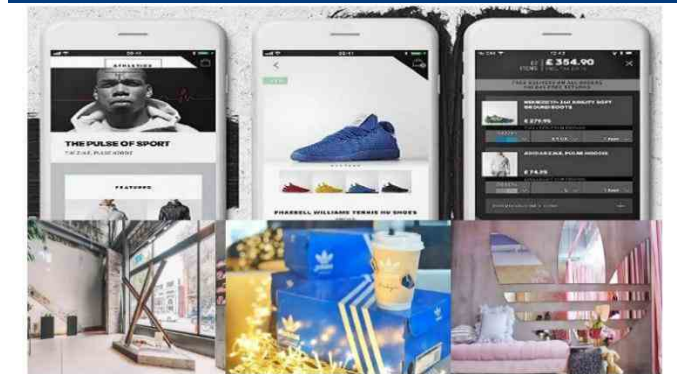
to Consumer) 发展战略, 并为此专门成立 Nike Direct 部门, 负责整合耐克的 DTC 业务, 包括: 耐克官方网站、直营零售店以及所有的数字创新应用, 如移动端 App, 线上小程序等。并通过“Nike Live”推出新零售概念, 通过个性化的服务和体验吸引线上消费者更多参与线下购物。2019 财年电商收入相比 2016 财年翻一倍, 电商收入占比增长至 9.72%。随着行业内品牌持续深化电商布局, 并尝试“新零售”概念, 电商+新零售将驱动店效提升, 成为行业的增长新引擎。

图表 40 耐克阿迪线上收入占比 (%)



资料来源: 公司年报、华创证券。注: 由于会计期不一致, FY2019 数据耐克为 2019 年 6 月 30 日数据, 阿迪为 12 月 31 日数据。

图表 41 阿迪达斯官方 APP 和线下概念体验店



资料来源: 公众号“零售氦星球”、华创证券

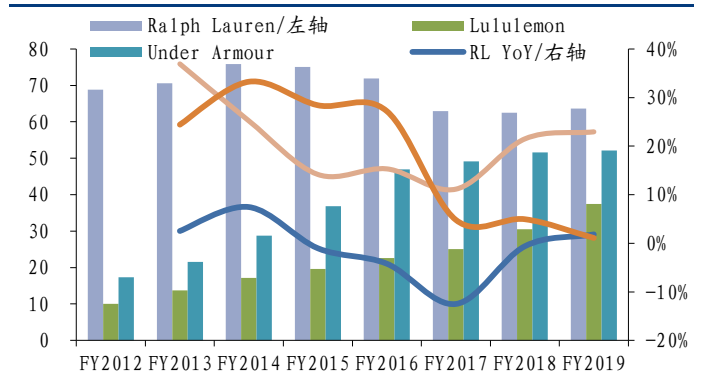
**细分赛道另辟蹊径, 小众领域黑马频出。**在主赛道竞争愈发激烈、龙头垄断优势不断提升的行业背景下, 新进入的小品牌定位具有潜力的细分赛道, 利用细分领域的空白市场由小做大差异化崛起。**1) Lululemon:** 1998 年创始人 Chip Wilson 敏锐地感知到市场的变化和瑜伽训练者的潜在需求, 决定亲自设计并制作瑜伽服。该品牌以生产女性瑜伽服起家, 不断完善产品品类, 正释放着巨大的市场势能, 2019 年在纳斯达克已拥有近 180 亿美金市值。**2) Under Armour:** 1995 年, 创始人 Kevin Plank 找到一种轻盈、速干的材质制作比赛服, 而后看准商机以高性能紧身运动衣迅速崛起, 2006-2016 年公司快速成长, 收入增长约十倍。**3) Ralph Lauren:** 品牌创立于 1967 年, 以运动风格的马球服 POLO 衫起家并进行多品类延伸, 定位中高端服饰, 2017 财年实现收入 388.75 亿元, 成长为美国轻奢时尚行业巨头。**4) New Balance:** 1906 年, 品牌以生产脚弓支撑器起家, 后专注跑步鞋研发制造, 深耕跑鞋领域, 作为一个主要专注于跑步运动的品牌, 深受众多成功知名企业家以及政坛人物的钟爱, 在美国及许多国家被誉为“跑鞋之王”。当运动主赛道产品大众化, 难以匹配越来越细分的运动市场, 未被发现和开拓的细分运动服市场具有强大的潜力, 新生品牌借助细分优质赛道迅速崛起, 赛道不断细分成为行业发展趋势。

图表 42 细分赛道不断崛起的黑马品牌



资料来源: 各品牌官网、华创证券

图表 43 黑马品牌的营收高速增长 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券



### （五）复盘总结：以史为镜知兴替，内外兼顾占先机

通过对国际运动服饰行业各阶段的发展背景、竞争格局、核心驱动因素及龙头的具体策略等方面进行深度复盘，我们认为：

- 1）时代背景催动行业发展，能准确把握行业机遇并深耕核心因素的企业将赢得发展先机。**细数各阶段的龙头品牌，可以发现这些品牌均趁势时代背景迅速崛起。阿迪初创期瞄准专业功能性成为行业龙头，耐克趁势慢跑风潮凭借产品功能性优势和营销逆袭反超阿迪，锐步借健美操风潮推出的专用鞋风靡全球，阿迪过早时尚转型忽视研发憾失龙头地位。
- 2）国际化是成熟服饰企业突破营收瓶颈的优选道路。**随着竞争加剧市场饱和，通过国际化道路可以打开新的渠道，扩大企业增长空间。产业链上游的产能转移可有效降低产品成本，下游与国际优质加盟商合作可快速拓展市场。需注意根据各国国情调整经营策略和产品特色。耐克和阿迪达斯纷纷顺应国际产能转移趋势布局东南亚，并与滔搏国际等优质加盟商合作拓展市场，目前中国市场均为二者营收创造较大贡献。
- 3）品牌收购需谨慎，差异化定位和运营水平决定品牌矩阵成败。**服装行业在渠道和营销不能有力扩大市场时，往往通过品牌矩阵和品类多元化突破增长瓶颈。通过对运动鞋服行业收购和剥离的梳理，认为品牌矩阵能否打造成功，关键要看前期差异化定位和后续管理运营。阿迪达斯收购锐步后，因定位冲突和后期管理不足，锐步屡失营销资源，逐渐丧失竞争力。同时，因前期的仓促收购，阿迪达斯陆续剥离了收购的系列高尔夫品牌，造成资源浪费。
- 4）创新是企业基业长青的关键。**企业在强化核心优势的同时，需把握行业趋势不断创新。耐克和阿迪达斯在相互竞争的过程中不断创新，耐克不断取得技术突破，通过数字化和沉浸式门店等精耕渠道；阿迪达斯率先转型时尚引领潮流。

## 二、龙头对比：壁垒深深迎新机，双龙起舞弄潮流

耐克和阿迪达斯长期占位服饰行业龙头地位，在产业链、产品、品牌营销等方面具备核心优势，并不断创新引领行业发展。**1）产业链：**耐克和阿迪达斯顺应全球产能转移趋势，产能布局亚洲有效控制成本，并在上下游精简供应商和零售商数量，与申洲国际、滔搏国际等优质企业强强联合。同时，耐克和阿迪达斯的渠道已遍布全球，数字化新零售的精细化运营和电商的发展成为渠道发展重点；**2）产品端：**二者不断强化产品功能性竞争壁垒，阿迪达斯率先转型时尚成功实现二次发展；**3）品牌营销：**经过前期整合，目前二者均聚焦主品牌，深耕赛事和体育明星的专业营销，并通过 IP 联名、限售、新媒体营销等方式持续拉升品牌力，扩大品牌辐射范围。**龙头企业耐克和阿迪达斯在持续强化核心优势的同时，把握行业发展趋势积极突破创新，转型时尚引领潮流，数字化精细化运营渠道和电商再迎先机。**

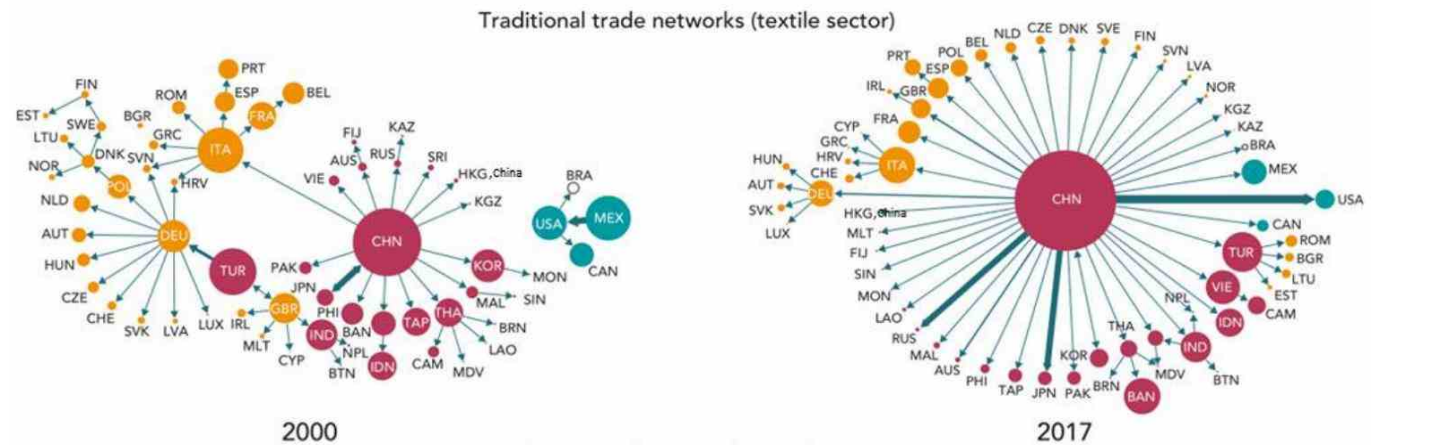
### （一）产业链：深耕渠道广辐射，珠联璧合基业青

#### 1、上游生产端：产能转移轻装行，聚焦头部长合作

**顺应纺织业全球产能转移趋势，产能集中布局亚洲、转移东南亚有效控制成本。**纺织业产能自 20 世纪初开始从欧洲转移，先后转向美国、日本、亚洲四小龙、中国以及东南亚。目前，中国大陆为绝对的全球供给中心，在国内人工成本提升以及中美贸易战的影响下，纺织业产能逐渐向东南亚倾斜。耐克和阿迪达斯代工厂的发展与转移顺应这一趋势，有效控制成本。**1）耐克：轻资产运营下产能全部外包。**国际运动品牌中，耐克最早布局中国及东南亚。耐克代工起步，自创立起产品完全交由代工厂生产，目前产能主要集中在亚洲地区，并率先向东南亚转移。2010 年耐克鞋类越南产能实现 37%，超越中国排名世界第一；服饰产能方面，耐克中国产能占比 27% 依然占据世界第一，越南和泰国紧随其后，分别占据 22% 和 10%，东南亚产能已超越中国；**2）阿迪达斯：几乎 100% 产能外包，保有部分欧**

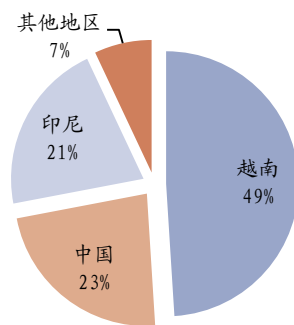
洲自产。阿迪达斯仅保留小部分欧洲产能，大部分产能布局亚洲。2019 年阿迪达斯鞋类产能 98% 来自亚洲，其中越南产能占比 43% 位居第一，其次为印度尼西亚和中国（28%/16%）；服饰产能 91% 来自亚洲地区，柬埔寨的服饰产能占比 23% 位居第一，其次为中国和越南（均占 19%）；配件产能中 81% 位于亚洲地区，中国产能占比 37% 位居第一，其次是巴基斯坦和土耳其（22%/18%）。

图表 44 纺织业供给端中国大陆位置的变迁



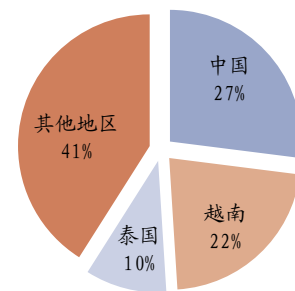
资料来源: Xin Li, Bo Meng, and Zhi Wang, "present patterns of global production and GVC participation", in World Bank and WTO, Global Value Chain Development Report 2019、华创证券

图表 45 耐克 2019 财年鞋类产能布局 (%)



资料来源: 公司财报、华创证券

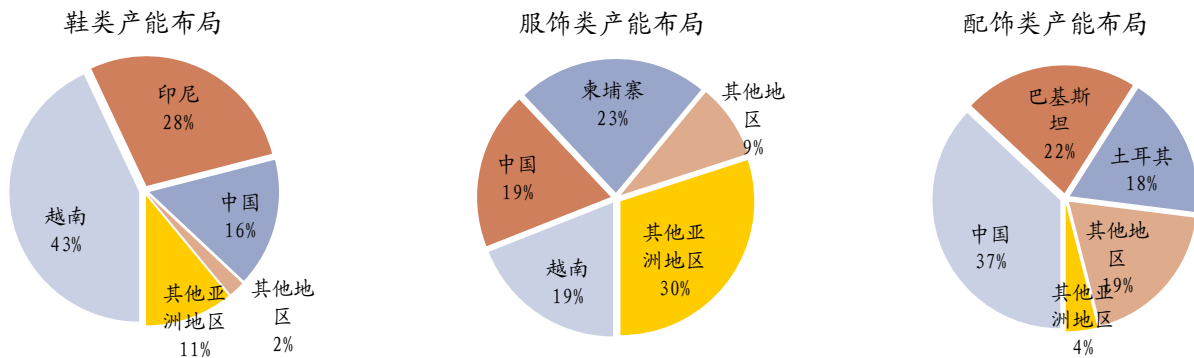
图表 46 耐克 2019 财年服饰类产能布局 (%)



资料来源: 公司财报、华创证券



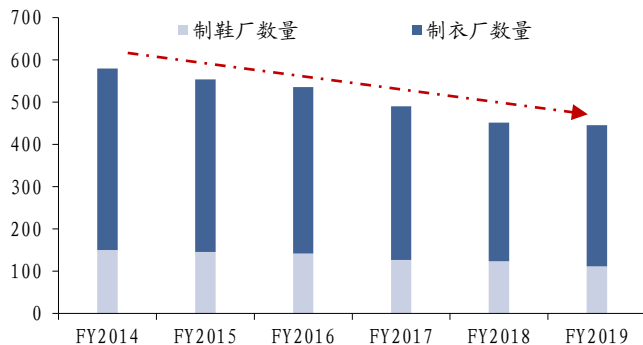
图表 47 阿迪达斯 2019 财年各品类产能布局 (%)



资料来源：公司财报、华创证券

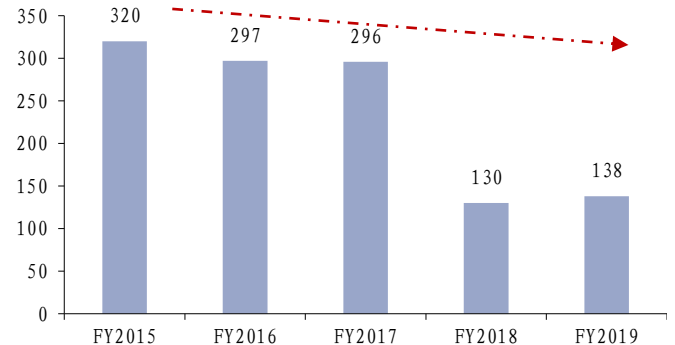
**精简供应商数量，订单向头部供应商集中，进一步控制成本并保障产品品质。**为控制成本并提高质量，耐克和阿迪达斯两大巨头开始精简供应商数量，加强与头部供应商的合作，订单逐步向头部供应商集中。耐克的供应商数量由 580 家（2014 年）降至 446 家（2019 年），其中鞋类供应商从 150 家降至 112 家，服饰供应商从 430 家降至 334 家。前五大服装服饰供应商的产量比例从 2015 年起稳步上升，2019 年达 49%。阿迪达斯同样也采取削减供应商数量，提高关键战略合作伙伴的数量的策略。2015 年起，阿迪达斯的供应商数量逐年下降，从 320 家（2015 年）降至 138 家（2019 年），其中 2018 年供应商数量大规模减少 150 家以上。与此相对应，关键战略合作伙伴数量 26 家（2015 年）上升至 45 家（2019 年）。从供应商数量来看，阿迪达斯供应商数量更为精简，可以推测阿迪达斯的生产成本更低，但相应阿迪达斯对供应商的控制权相对较弱，面临更大的供应商毁约风险。

图表 48 耐克供应商数量 (家)



资料来源：公司财报、华创证券

图表 49 阿迪达斯供应商数量 (家)



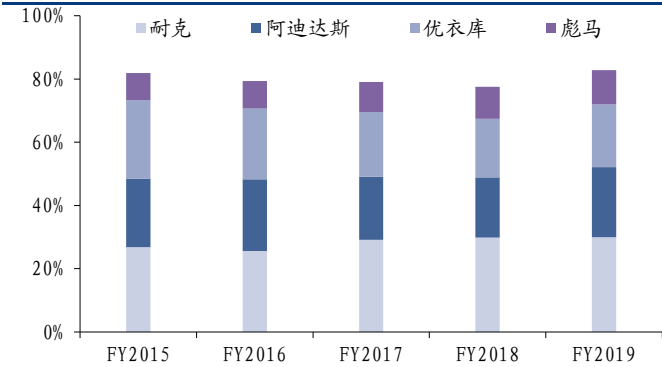
资料来源：公司财报、华创证券

阿迪耐克精选资金、技术、产能产量等方面优势明显的优质供应商，达成长期合作，共享技术，从而确保业务的稳定、产品的质量、运营的效率，实现头部对头部的强强联合，打造双赢局面拓展世界市场。以申洲国际和裕元集团为例，二者均属纺织服装行业上游头部供应商，研发创新能力、生产工艺、运营模式等优势明显，与国际服饰品牌达成长期深度合作。

**申洲国际是中国最大的纵向一体化针织制造商，头部优势明显。**1) **创新研发能力构筑技术壁垒。**申洲国际不断创新强化研发能力，已开发出超细腈纶及超细涤纶的保暖面料等新型面料，较强的创新能力和研发能力不断实现技术突破，进而构筑技术壁垒；2) **生产工艺持续优化，提升效率保障品质。**申洲国际利用先进的自动化设备替代人工，既能提高生产效率缩短交货期，又能使产品质量更加稳定。未来申洲集团将继续推进自动化应用，推进智慧工厂建设，实现数据及时交换，降低人才需求压力。目前，申洲国际凭借纵向一体化模式，从接单到交付仅需 15 天，海外工厂交付期也在 35-45 天以内，运营高效；3) **合作不断加深降低风险，形成默契。**申洲国际与海外运动服品牌合作不断加深，公司前四大客户的比例长期保持在 80% 以上。随着海外运动服订单向头部供应商集中，运动类服饰订单数不

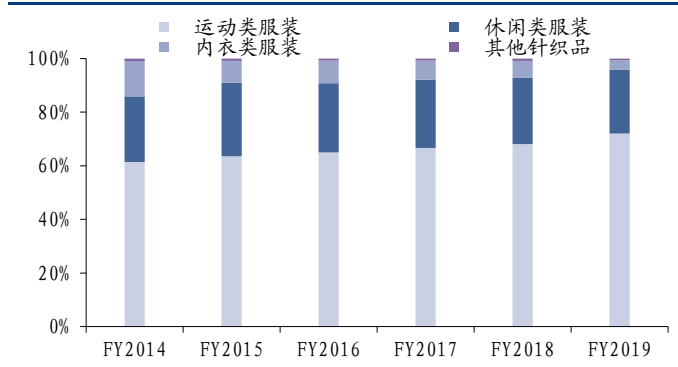
断增多，申洲国际收入不断增长。2019 财年申洲国际收入 226.65 亿元，同增 8%。在申洲国际的收入构成中，运动类服装占比较大，且比例不断提升，2019 财年运动类服装比例达到 72.01%。

图表 50 申洲国际前四大客户占比 (%)



资料来源：公司年报，华创证券

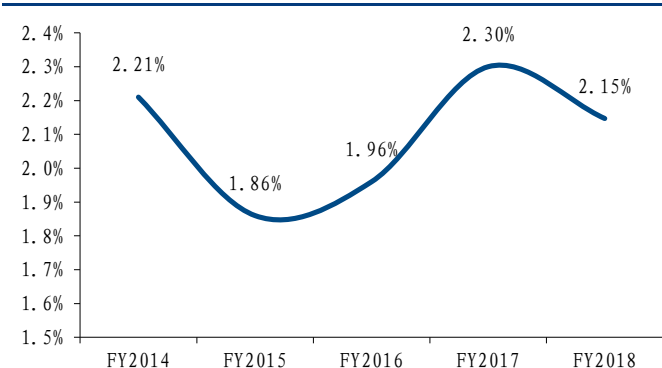
图表 51 申洲国际按品类收入构成 (%)



资料来源：公司年报，华创证券

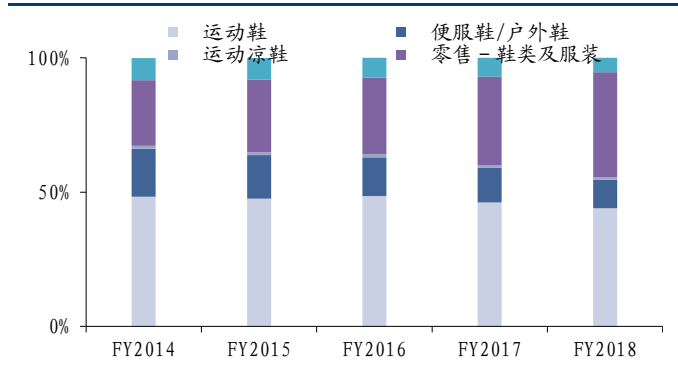
裕元集团保持稳定研发投入，重视品牌客户并不断提升生产能力。裕元集团重视研发，长期保持较高的研发投入，同时非常重视与品牌客户的关系，为每一个拥有开发团队的客户配备独立的产品研发中心，配合其产品开发工作。2018 财年裕元集团在产品开发方面投入 2.06 亿美元，主要投资于打样、高科技及数位开发以提高生产效率的项目。此外，裕元集团努力提高生产效率，缩短生产周期，开发新技术，从而提高鞋的质量。裕元集团收入构成中运动鞋占比较大，2018 年实现总产量 326 万双，同增 0.4%，鞋类收入占比 44%。

图表 52 裕元集团研发费用占营业收入比重 (%)



资料来源：公司年报，华创证券

图表 53 裕元集团收入构成 (%)



资料来源：公司年报，华创证券

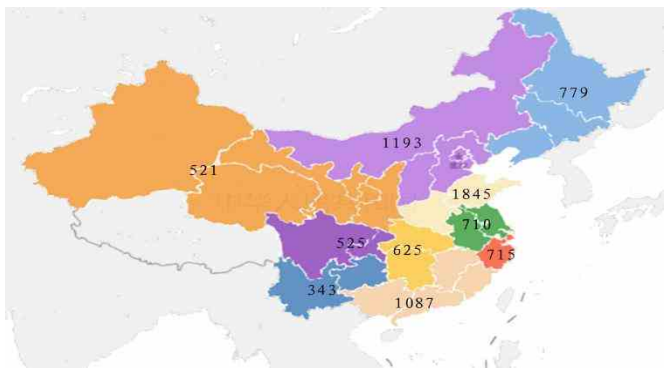
## 2、下游渠道市场：牵手头部拓市场，线上线下齐发力

### 2.1 合作头部经销商，抢占先机聚焦优质资源

与实力强劲的经销商合作，是耐克和阿迪达斯获得先机抢占市场的重要手段。实力强劲的经销商稳定性较好，具有地缘优势，能够与各个渠道建立长期稳定的关系，同时拥有丰富的人脉资源，能够充分整合资源，开拓市场空间，最重要的是，经销商的收入来源于品牌经营，这激励经销商加大投入，实现品牌形象提升。耐克和阿迪达斯在中国的经销商主要有滔搏国际、宝胜国际等。以滔搏国际为例，滔搏国际是中国最大的运动鞋服零售商，其在 2018 年占据中国运动鞋市场 15.9% 的份额，居行业第一，宝胜国际紧随其后，市占率为 11.6%。截至 2019 年 2 月 28 日，滔搏国际在中国拥有 8343 家直营店，1880 家加盟店。滔搏国际已与耐克合作长达 20 年，为耐克全球第二大零售合作伙伴及客户；与阿迪达斯合作长达 15 年，是其全球最大的合作伙伴及客户。虽然滔搏的合作品牌也包括彪马、富威集团品牌、斯凯奇、鬼冢虎、锐步、匡威、亚瑟士等，然而其营收主要依靠耐克、阿迪达斯两大主力品牌。滔搏国际

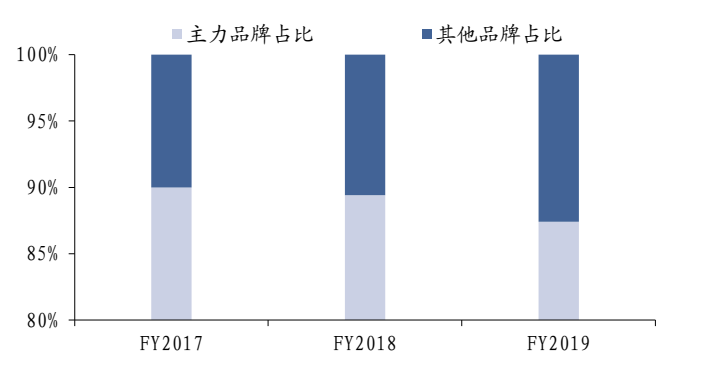
在 2017 财年、2018 财年和 2019 财年中，主力品牌的营收占比分别为 90%、89.4%、87.4%。

图表 54 直营店面分布情况



资料来源：招股说明书、华创证券

图表 55 品牌类别收入情况 (%)

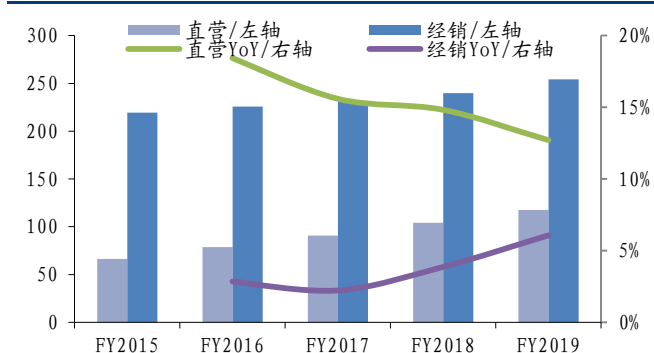


资料来源：招股说明书、华创证券

## 2.2 渠道：线下精细化运营提升店效，线上布局快速发展

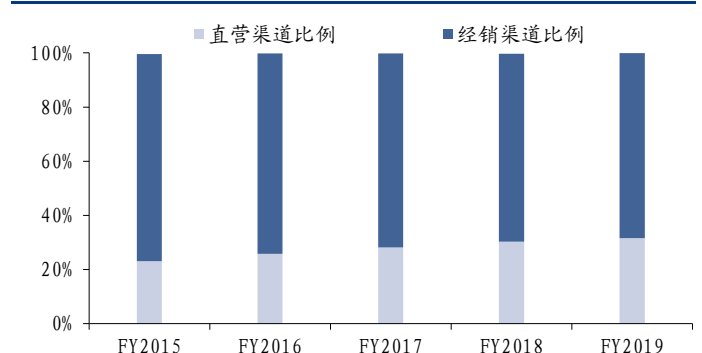
**线下门店整合优化，直营渠道加码提效。1) 耐克削减零售商合作数量，直营占比迅速提升。**耐克经销渠道收入保持在 65% 以上，但近年来耐克进行经销渠道整合，不断减少经销零售商数量，在全球范围内精选优质供应商并共享资源、数据，建立战略合作关系，经销渠道收入占比从 2015 年的 76.49% 降至 2019 年的 68.31%。直营渠道对终端有较强的控制力，并且能够对市场快速做出反应，因此耐克的直营渠道不断扩张，直营门店从 2014 年的 858 家增加至 2019 年的 1152 家，直营收入近年来增速均保持两位数以上的增长，高于经销渠道，耐克主品牌的直营收入占比由 2015 年的 23.11% 提升至 2019 年的 31.58%；**2) 阿迪达斯自有零售店规模较大，概念店工厂店增设树立标杆。**2019 财年阿迪达斯拥有 2500 多家自有零售店、15000 多家单品牌加盟店和 150000 多家批发门店。此前阿迪达斯为提高单店盈利能力，开始关闭运营不佳的零售店，精简零售店数量，从 2014 年的 2913 家削减至 2018 年的 2300 多家。但在 2019 年，阿迪达斯自有零售店数量再度增加至 2500 多家，这是由于 2019 年阿迪达斯加强了在重点城市和重点贸易区的零售业务，比如在巴黎香榭丽舍和伦敦牛津街开设了旗舰店，标杆效应明显。

图表 56 耐克主品牌分渠道收入及增速 (亿美元, %)



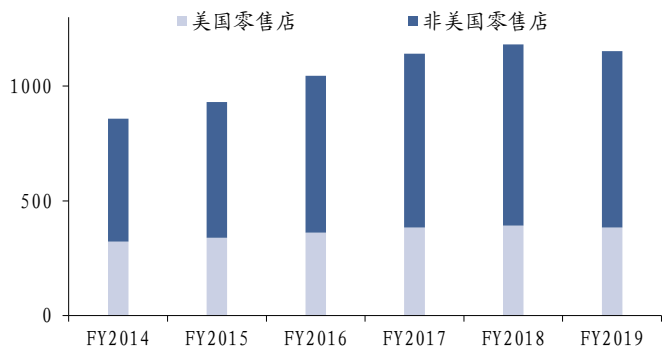
资料来源：公司年报、华创证券

图表 57 耐克主品牌渠道收入占比 (%)



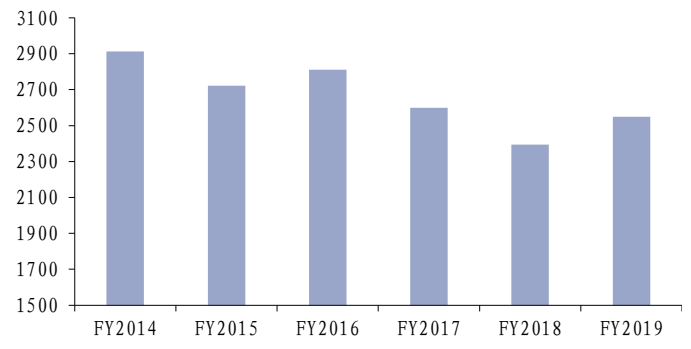
资料来源：公司年报、华创证券

图表 58 耐克直营店铺数量（家）



资料来源：公司年报，华创证券

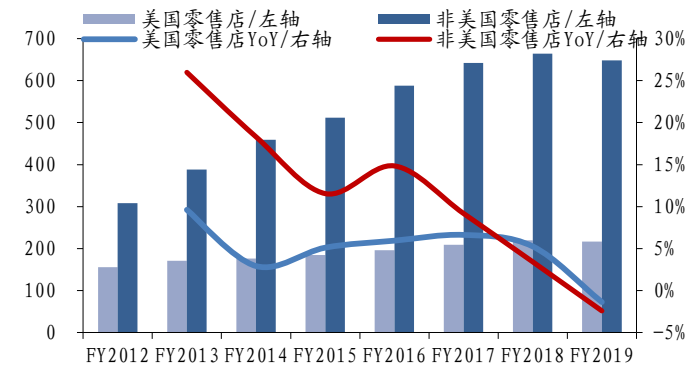
图表 59 阿迪达斯直营门店数量（家）



资料来源：公司年报，华创证券。注：FY2017-2019 数据为约数。

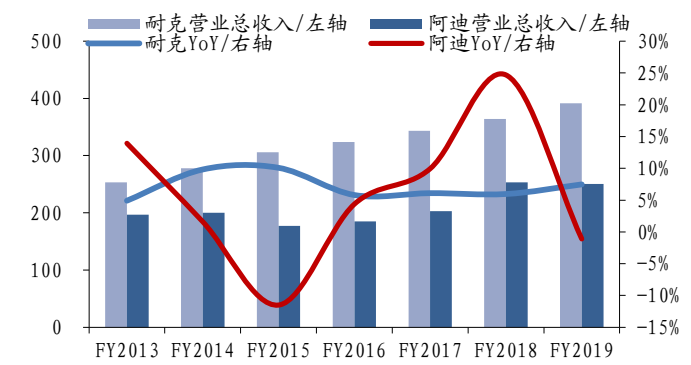
**供应链提效助推渠道下沉，市场拓展仍有增量。**目前国际龙头企业的渠道总量和市场分布已发展至较大规模，进一步渠道下沉扩张和市场拓展在不断提升的供应链效率和不断优化的管理模式下得以实现。**1) 阿迪达斯：**阿迪达斯率已提前开始变革，加大对经销商的支持力度，布局三四线城市和人口体量小的城市，同时大力铺设工厂折扣店，深度挖掘渠道，使其具有深厚根基。截至 2016 财年，阿迪达斯已开设 902 家工厂店。**2) 耐克：**与阿迪达斯一样，耐克的渠道调整也以拓展低端渠道为特征，具体措施包括增加折扣率、减少期货订单。每年新增耐克工厂店数量高速攀升，FY2012-FY2019 累计新增耐克工厂店 5739 家。耐克的工厂店折扣力度较大，一般冬装的折扣在 3.5 折左右，春秋的折扣在 4 折左右，夏季的折扣在 3 折左右，打折后的低价利好“去库存”。行业内品牌整体渠道下沉不仅有力地缓解了服装行业的库存问题，同时开拓新客群，拓展新市场，阿迪达斯和耐克营收不断增长，由 FY2013 的 196.95/253.13 亿美元增长至 FY2019 的 391.17/250.57 亿美元，环比增长率高达 7.52%/4.10%。从两方面看，渠道下沉使行业市场未来增量可期。

图表 60 耐克每年新增工厂店数量及增速（家，%）



资料来源：公司年报，华创证券

图表 61 阿迪达斯、耐克营收不断上升（亿美元，%）

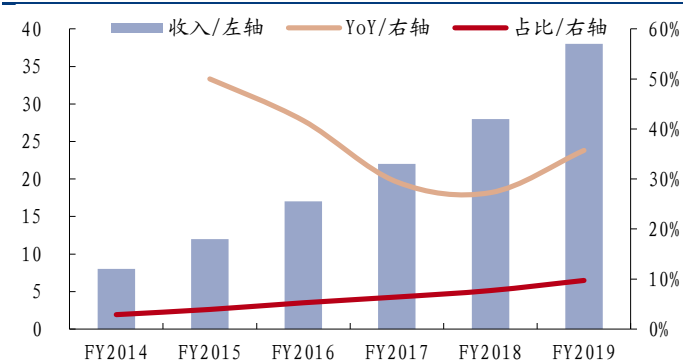


资料来源：wind，华创证券。注：由于会计期不一致，FY2019 数据耐克为 2019 年 6 月 30 日数据，阿迪为 12 月 31 日数据。

**电商渠道快速发展，或成营收新型驱动点。**耐克大力铺设电商平台，核心平台主要包括耐克官网和 Nike App。虽然耐克为了提高品牌控制权，2019 年宣布退出亚马逊，但其在大中华区搭建的天猫官方旗舰店、微信小程序以及刚进驻中国市场的 Nike App 有力的促进了耐克电商收入的提高。耐克电商渠道收入由 2014 财年约 8 亿美元，增长至 2019 财年约 38 亿美元，近五年的增长速度均在 25% 以上，2015 财年实现 50% 左右的增长。追随耐克的脚步，阿迪达斯在 2017 年推出了自己的购物应用 Adidas App，同时阿迪达斯也与众多平台合作，包括美国平台亚马逊、德国平台 Zalando 及中国平台淘宝等。为了提高数字化运营效果，阿迪达斯开始逐渐减少门店投放数量，并且提高电商建设投入，因此阿迪达斯电商渠道收入增速更高，近五年来保持在 35% 左右，2016 财年和 2017 财年增长速度超过 50%，电商渠道收入由 2014 财年的 4 亿欧元增长至 2019 财年的 27 亿欧元，有望在 2020 财年电商渠道实现 40 亿欧元收入。

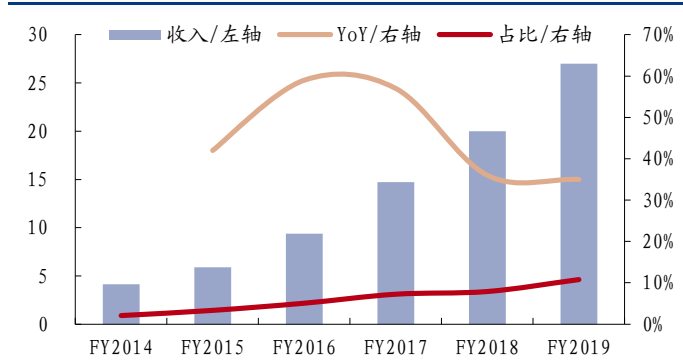


图表 62 耐克电商渠道收入（亿美元，%）



资料来源：公司年报，华创证券

图表 63 阿迪达斯电商渠道收入（亿欧元，%）

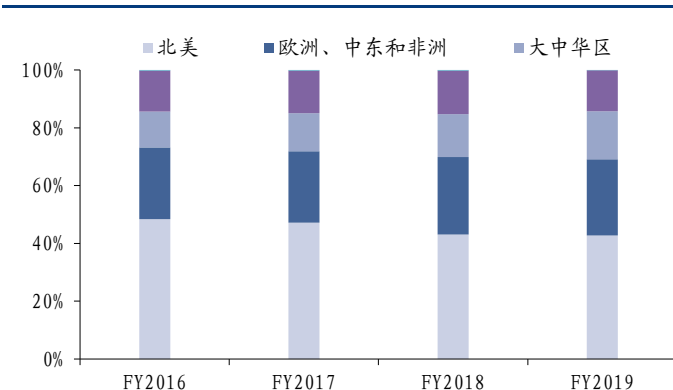


资料来源：公司年报，华创证券

## 2.3 市场：国际化稳步推进，亚太市场发展强劲

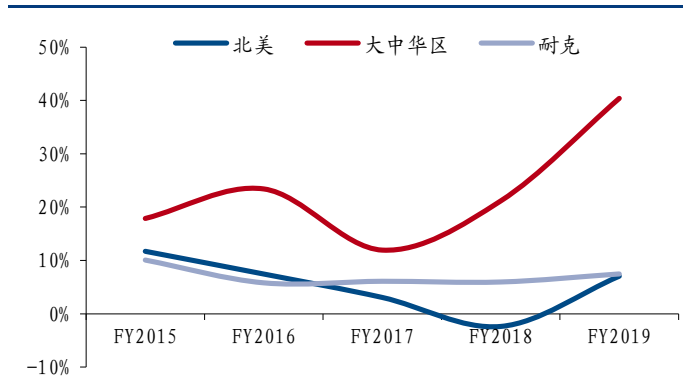
**耐克：**北美市场仍是耐克最大市场，大中华区潜力较大。耐克收入仍以北美市场为主，且耐克在北美市场处于毫无争议的领先地位，根据 2017 年德意志银行的调查数据显示，耐克在球鞋领域的销售占有 55% 左右的市场份额，耐克对美国市场有更深刻的认识，坚持走顶级资源战略并且重金投入美国大学体育来获得年轻人的青睐，因此耐克北美市场第一的体育地位依然稳固，北美市场依然给耐克带来最大收入。2019 财年北美地区收入为 159.02%，占比 42.73%。但欧美市场已发展至成熟阶段，北美地区收入增速低于 10%，2018 财年一度出现负增长，收入占比呈现下降趋势。而大中华区收入增长势头强劲。收入增速明显高于耐克整体水平，2017 财年以来增长速度提升明显，2019 财年增速高达 40.40%，收入占比稳步提升，从 2016 财年的 12.41% 上升至 2019 财年的 16.68%。

图表 64 耐克各地区收入构成情况（%）



资料来源：公司年报，华创证券

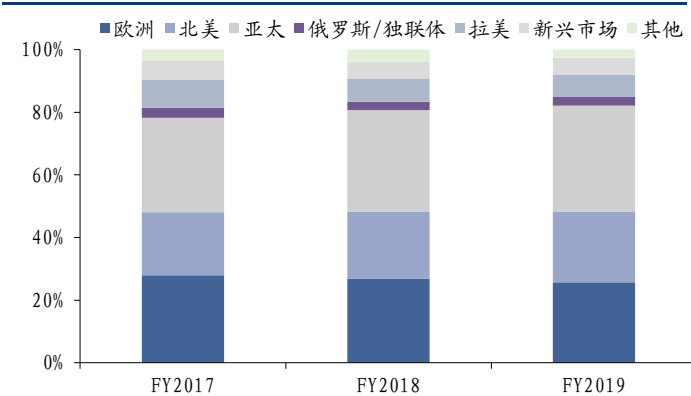
图表 65 耐克部分地区收入增长速度（%）



资料来源：公司年报，华创证券

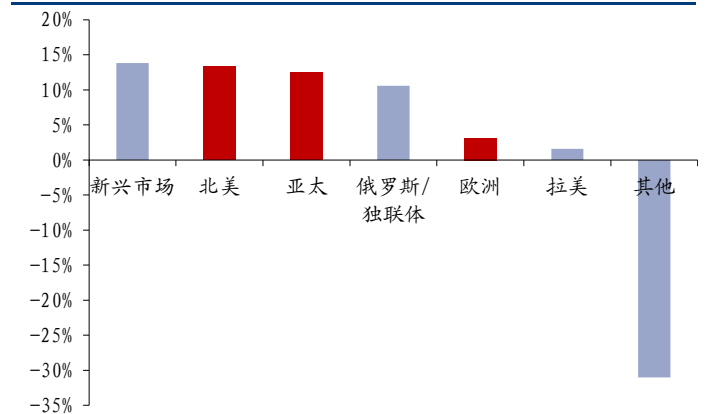
**阿迪达斯：**亚太、欧洲、北美三分天下，亚太发展势头强劲。2019 年上半年，阿迪达斯的鞋类和服装供应量受到限制，北美市场收到严重影响，增长速度放缓，收入占比有所下滑。而阿迪达斯在欧洲市场过于依赖时尚运动鞋如 Stan Smith 等短期流行趋势，专业运动装备欠佳，市场增速放缓，需要重振运动专业品类。而在亚太市场，电商渠道延伸和消费能力逐步增强的原因使得亚太市场迅速崛起成为阿迪达斯收入第一大市场。2019 财年阿迪达斯亚太、欧洲、北美收入排名前三，占比分别为 33.97%/25.68%/22.47%，三大市场占比合计 78.28%。2017 财年欧洲市场收入占比 27.96%，亚太市场 30.18%，亚太市场已经超过欧洲市场成为阿迪达斯第一大市场。从三大主要市场增速来看，北美、亚太增速明显，欧洲市场及其他市场增长乏力。近三年北美和亚太市场收入保持 10% 左右的增速连续三年稳步增长，欧洲市场增速低于 5%。

图表 66 阿迪达斯地区收入构成 (%)



资料来源：公司年报、华创证券

图表 67 FY2019 阿迪达斯各地区收入增速对比 (%)



资料来源：公司年报、华创证券

## (二) 产品端：塑功能壁垒强化，转时尚二次发展

### 1、科技功能性构筑产品壁垒，强研发推动迭代升级

产品的功能性是运动服饰行业壁垒之一，龙头耐克和阿迪达斯长期注重研发创新，形成深厚的技术积淀和行业壁垒，满足专业运动员及日常大众运动的各种需求。在产品功能性方面，耐克行业领先技术为王，阿迪不断提升抗衡耐克。

**耐克技术为王，迎合专业运动人士需求，产品功能性行业领先。**耐克在产品科技功能性方面领先行业，并持续关注创新并重视研发部门，研发周期长，投入多。耐克成立之初就成立研究实验室，聚集生物力学、化学、运动生理学等诸多领域的专业人才，通过量化分析运动员的运动行为和运动环境，研发并提升产品科技功能属性。运动实验室内的任何一项开发，均须提前 18 个月甚至数十年。凭借强大的研发团队和巨大的研发资金投入，2016 年耐克在美国取得 5060 项专利，在全球取得和申请的专利数超过 19500 件。在面料技术、鞋面技术、减震技术等方面均形成强大的技术积累和突破，全面提升产品舒适度、减震效果以及帮助运动员发挥最佳状态，从而形成企业的核心优势和竞争壁垒。

图表 68 耐克主要技术及优势

技术类型	核心技术	技术优势
面料技术	Dri-Fit	Dri-Fit 由 Nike 独家开发，Dri-Fit 超细纤维可使水分通过虹吸作用沿纤维传至衣服表面迅速蒸发，保持凉爽舒适
	Flywire	Flywire 追求超轻量化并且坚固耐用，鞋面厚度不到 1 毫米，鞋款重量大幅度减轻，但本身性能不会改变
鞋面技术	Flyknit	Flyknit 仅用一根线编织鞋面，减少了原材料的耗损和摩擦，支撑效果提升
	Flyweave	Flyweave 技术通过经纬线交织连接每一股纱线，可将鞋类结构的强度及运动中的特定动作的精准度达到最大化
泡棉减震技术	Lunar	Lunar Foam 是一款泡沫中底减震技术，太空泡棉的运用使得鞋子变得更加轻盈
	ZoomX	ZoomX 的泡棉材质是传统泡棉材质重量的三分之一，反馈性和回弹效果更加优秀，跑者的运动损耗也更低
	Free	外底采用激光切割的弯曲凹槽设计，泡棉更富弹性，拥有赤足般贴合感
	React	比 Lunar 增加 13% 的能量反馈和回弹
气垫减震技术	Air Sole	AIR SOLE 在缓震能力、稳定性和反应速度等方面表现较为均衡，适用范围广，在多种运动鞋上沿用至今
	Air Max	气垫容量最大，缓震性更强
	Zoom Air	Zoom 容纳了无数细密尼龙纤维的小块，缓震能力极强。Zoom 技术能带来高弹性，高反馈性和轻量的启动性

资料来源：公司年报、搜狐网、公开资料搜集、华创证券

**阿迪达斯研发加码开启逆袭之路。**自 80 年代陷入经营危机以来，阿迪达斯不断寻求突破，追加研发投入，2017 年阿迪达斯研发投入达到 1.87 亿欧元的峰值，收入占比 0.9%。2012 年，阿迪达斯与全球化学产业巨头德国巴斯夫

化学公司合作研发出的 Boost 技术，使阿迪达斯扭转局面，开始在功能性上与耐克相抗衡。阿迪鞋类产品的核心技术主要有在减震技术和鞋面技术两方面。Boost 采用 TPU 发泡技术，鞋类产品重量更轻，更软，弹缓震效果更明显，是顶级中底技术。鞋面技术方面，Primeknit 运用数学电脑控制编织而成，能够根据球鞋每个部位调整编织密度及走向，从而让鞋子更轻质、合脚、耐用，该技术已用于 Stan Smith 小白鞋、Yeezy、NMD 三大爆款。2017 年阿迪达斯走在运动鞋 3D 打印技术的前沿，推出 Futurecraft 4D 技术，通过数字光学合成技术制成树脂中底，带来更加柔软舒适的穿着体验，缩短制成所需的时间与成本。

**图表 69 阿迪达斯主要技术及优势**

技术类型	核心技术	技术优势
鞋面技术	Primeknit	运用数学电脑控制编织而成的一片式鞋面技术，可根据球鞋每个部位调整编织密度和走向，使鞋子更加轻质、合脚、耐用
	adiPRENE	密集一致的 EVA 材料，放置在脚后跟受冲击的区域，能够吸收冲击、更好地分散压力
	adiPRENE+	采用与可见泡沫材料相同材质，作为垫片放置在传统中底的脚前掌处，具有避震缓冲作用和反弹作用
	a3	在 TPU 托盘上由独立压模组件构成的能量转换系统，将运动中的多余能量合理分配，可在整个跨步过程中起到缓冲、导向和推进的作用
鞋底技术	A3 structure	与传统缓冲系统相比，结构性中底组件能够提供更稳定、更长久的缓冲和支撑作用
	机械 Bounce	优化了 A3 STRUCTURE 的构造，鞋款整体性更好
	bounce	采用的传统发泡 EVA 材料，弹性、稳定性更好，更适合用于专业运动鞋
	boost	采用 TPU 发泡技术，缓震效果明显
	Futurecraft 4D	通过数字光学合成技术制成树脂中底，带来更加柔软舒适的穿着体验，缩短制成所需的时间与成本

资料来源：公司官网、新新球鞋网、华创证券

## 2、转型时尚寻求突破，打造爆款再拓市场

耐克和阿迪达斯在不断提升产品功能性的同时，开始多次尝试时尚化转型打开新局面，丰富产品消费场景和使用属性，不断提升产品时尚度。二者借助联名+限量的模式，增加品牌的曝光度，大规模流量引入提高产品的附加属性，有助于提高店铺的整体销量和产品价格。由于同时具有“联名”和“限售”两种特征，产品投资属性有所增强，限量联名款所带来的投机动机也是提高品牌销量的原因之一。2014 年起，阿迪达斯在时尚性转型方面走在市场前列，耐克紧随其后开始为产品附加时尚因素。

**阿迪达斯率先进行时尚性转型，与众多 IP 联名打造爆款重启增长趋势。**2014 年阿迪达斯再次尝试时尚化转型，借助联名、限售、明星达人推广等方式成功打造出小白鞋、椰子鞋等爆款产品，通过时尚性转型成功走出经营困境，营收恢复良性，市占率不断提升。阿迪与 Kanye West 合作推出联名款椰子鞋，明确强化功能、注重时尚的市场定位。同时，椰子鞋的投资价值带来的炒鞋热也让很多潮人和投机者趋之若鹜。以 Yeezy 350 V2 Zebra 为例，这款鞋的发售价仅 1899 元，但市场上的炒卖价达到 10999 元，升值约 5.8 倍。椰子鞋的时尚度和投资价值为阿迪达斯的收入做出较大贡献，并为时尚化路线树立成功标杆。阿迪达斯实现 2016 年以来连续三年复合增长率超过 10%。此外，阿迪达斯与众多大 IP 联名，与电视剧《权力的游戏》、超人气游戏《宝可梦》、《王者荣耀》、动漫《足球小将》等知名 IP 进行联名。

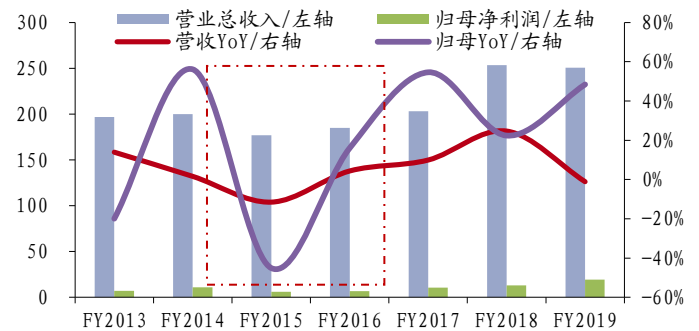


图表 70 阿迪达斯时尚化转型后推出的爆款产品



资料来源：搜狐网、名鞋库、游戏吧网、华创证券

图表 71 阿迪达斯时尚化转型后营收回升(亿美元, %)



资料来源：公司财报、华创证券

耐克紧随阿迪推出各种联名款，与国际名牌、潮牌、明星联名加速时尚化道路发展。1) 与国际时尚奢侈名牌联名：耐克紧随阿迪与大品牌联名，与 Dior 联名推出的产品将在 2020 年 6 月全球限量发售 1000 双，发售价格高达 \$2000 美元，与时尚奢侈品牌的合作有望大幅提升耐克的附加品牌价值；2) 与潮牌联名：公司与 OFF-WHITE 联名推出 The Ten，The Ten 独特的设计掀起了球鞋圈的解构风潮，解构主义成为最流行的时尚元素，双方的联名球鞋成为最人气最高的球鞋之一。此后耐克陆续推出 OFF-WHITE、Air Jordan 等产品，一经发售人气和价值直线提升；3) 与明星联名：Travis Scott 在格莱美表演时突击发售 TRAVIS SCOTT x AIR JORDAN 1，稀有的发售量和倒 swoosh logo 设计，使得这双鞋的价格直接破万，双倒钩 AJ1 的市场效应媲美充满解构元素的 The Ten 爆款。此外，权志龙个人品牌 PEACEMINUSONE 与 NIKE 合作推出联名款发售 9500 双，仅花 0.06 秒的时间就全部售空，销售额瞬间达到了 1300 万，取得聚焦潮人关注度和获得粉丝流量双重效应。

图表 72 耐克推出的联名产品及联名明星

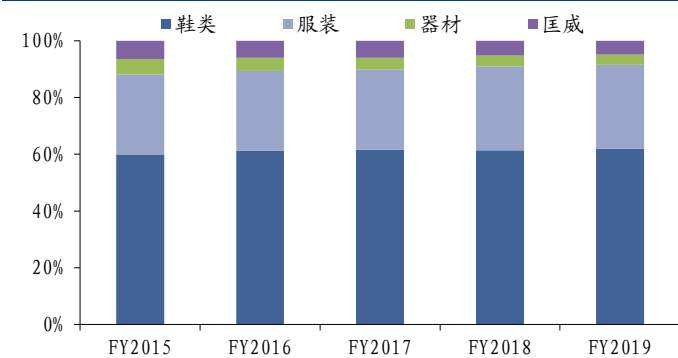


资料来源：腾讯网、搜狐网、华创证券

### 3、全品类布局广辐射，价格领先凸显龙头地位

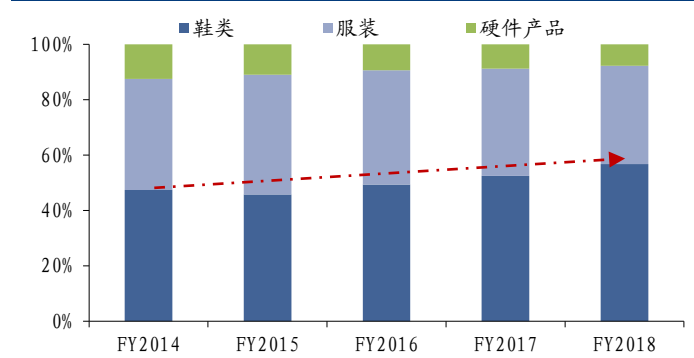
产品全品类布局全面覆盖消费需求，价格领先凸显龙头地位。耐克和阿迪达斯两大巨头均从运动鞋起家，目前产品已全面覆盖运动服饰及帽子等配饰品类，均已实现全品类布局，满足消费者运动场景下各种消费需求。二者收入中运动鞋占比最高，耐克鞋类占比长期维持 60% 左右，阿迪达斯运动鞋占比稳步提升，2018 财年鞋类占比接近 60%。二者通过不断提高鞋服产品功能性打造行业壁垒，同时利用时尚性强化壁垒并且形成产品差异化，赋予产品设计感和附加投资价值，提高产品销量和价格，使其在竞争激烈的运动鞋服市场上占据龙头地位。通过与其他海外运动品牌对比，耐克和阿迪达斯定价高于其他运动品牌，耐克的价格略高于阿迪达斯，符合耐克科技创新定位、功能性优势突出的产品特点。

图表 73 耐克各类产品收入占比 (%)



资料来源：公司财报、华创证券

图表 74 阿迪达斯各类产品收入占比 (%)



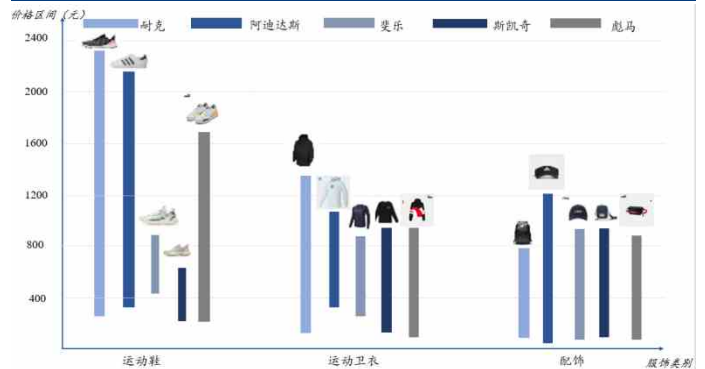
资料来源：公司财报、华创证券

图表 75 耐克&阿迪达斯产品品类布局对比



资料来源：天猫旗舰店、华创证券

图表 76 各运动品牌价格对比



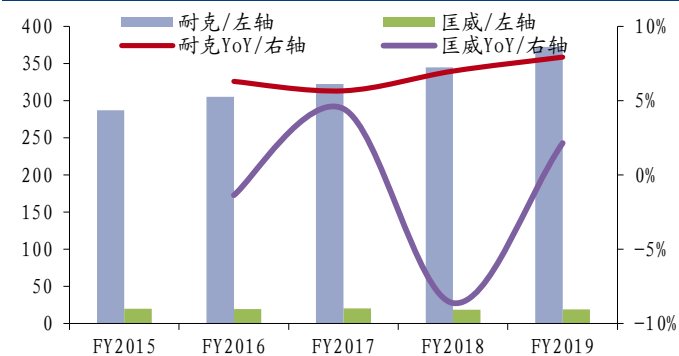
资料来源：天猫旗舰店、华创证券

### (三) 品牌营销：资源在握占鳌头，策略成熟信手来

#### 1、品牌构建：断舍离聚焦主线，主品牌稳健发展

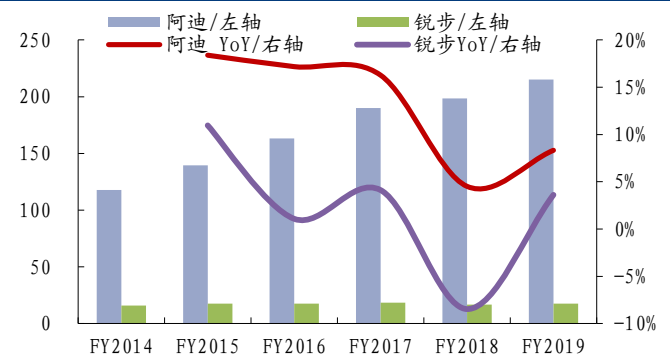
回归聚焦主品牌，主品牌营收占比均保持 90%以上的绝对地位。1) 耐克主品牌营收增长稳健，占比高于 90%并小幅提升。耐克目前旗下主要有两个品牌，随着定位冲浪的 Hurley 等品牌的陆续剥离，主品牌耐克近 5 年以 5.33% 的复合增速保持稳步增长，品牌收入占比不断提升，2019 财年达到最高值 95.15%。副品牌匡威规模较小，收入较低且出现两年负增长，增速波动明显；2) 阿迪达斯主品牌聚焦程度明显，时尚化转型后快速增长。旗下品牌主要有阿迪达斯和锐步，主品牌阿迪达斯自 2014 年开启时尚化转型后快速增长，5 年复合增速为 9.06%，营收占比由 2015 年的 82.4% 提升至 2019 年的 91.0%。为形成差异化布局，原以跑鞋闻名的锐步转攻健身领域，目前仍处于调整阶段，营收占比不断下降。其他品牌份额减大幅度更加明显，营收占比从 2014 年的 8.13% 降至 2019 年的 1.64%，主品牌聚焦程度提升明显。

图表 77 耐克分品牌营收及增速（亿美元，%）



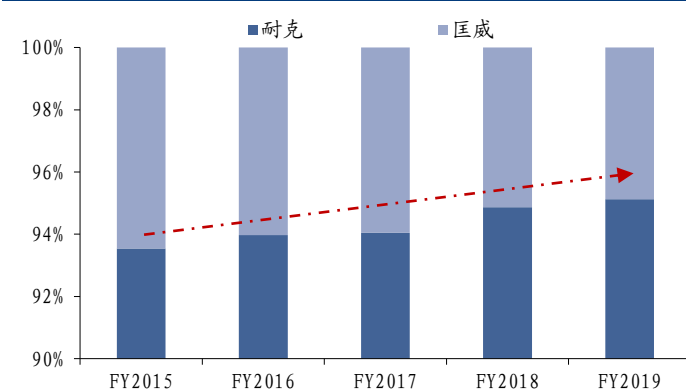
资料来源：公司年报，华创证券

图表 78 阿迪达斯分品牌营收及增速（亿欧元，%）



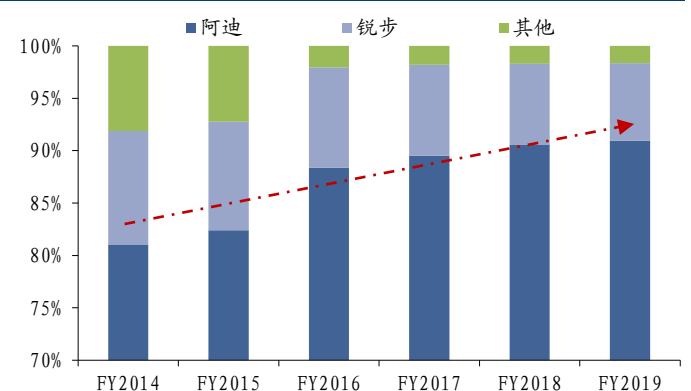
资料来源：公司年报，华创证券

图表 79 耐克分品牌营收占比 (%)



资料来源：公司年报，华创证券

图表 80 阿迪达斯分品牌营收占比 (%)



资料来源：公司年报，华创证券

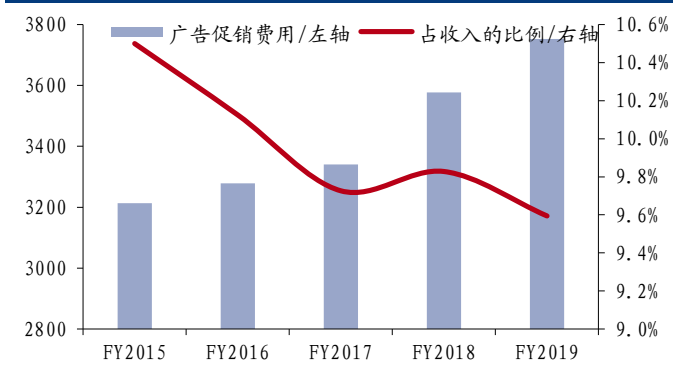
## 2、营销：掌握头部资源，马太效应持续

### 2.1 重营销大比例投入，聚焦顶级资源拉升品牌

作为国际化运动服饰龙头企业，阿迪达斯和耐克重视品牌营销，均掌握世界顶级营销资源，常年赞助各项顶级赛事，并与知名体育明星合作，在世界范围内全面提升品牌力。阿迪达斯时尚化转型以来，注重品牌营销，虽然在营销投入方面耐克广告营销费用总体高于阿迪达斯，但其收入占比高于耐克。除维持常年所需的体育赛事赞助及顶级明星合作外，二者均注重新媒体、社交等营销方式，紧随潮流开始关注私域流量，品牌影响范围持续扩大，品牌力不断拉升。

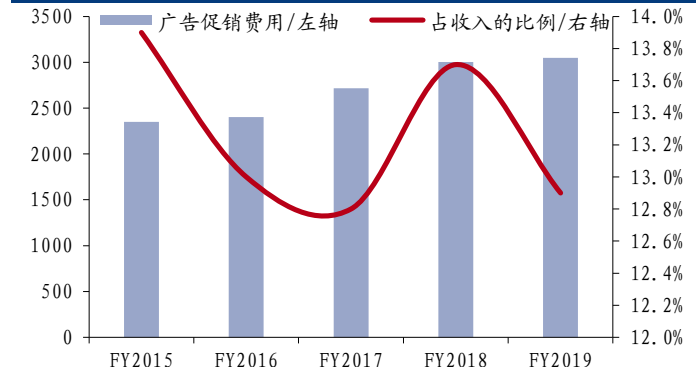


图表 81 耐克营销费收入及占比（亿美元，%）



资料来源：公司年报，华创证券

图表 82 阿迪达斯营销费用收入及占比（亿欧元，%）





资料来源：公司年报，华创证券

## 2.2 掌握顶级稀缺资源，彰显品牌专业调性

两大巨头发力营销，赞助赛事、签约顶级体育明星瓜分顶级体育营销稀缺资源。基于运动服饰这一特殊的消费场景及对功能性高诉求的产品属性，体育赛事和顶级体育明星是方向标，二者所需投入较大且资源稀缺。耐克和阿迪达斯牢固把握顶级体育营销资源，持续提升品牌曝光度，同时具有提高购买转化率、聚焦顶级体育明星能粉丝效应的效果。耐克主要签约体育明星，阿迪达斯娱乐体育明星两者兼顾，与耐克功能性突出、阿迪达斯时尚先驱的产品力特点相适应。

1) 体育赛事赞助方面，掌握顶级赛事资源，耐克眼光独到略占上风。耐克赞助了 NBA、NFL、MLB 三大国际性赛事，而阿迪达斯仅赞助国际足联，耐克相对占上风。从 2018 年世界杯赞助情况来看，耐克赞助的球队数量为 10 支，数量略少于阿迪达斯，但耐克赞助的法国队获得世界杯冠军，金球奖、金靴奖和最佳新人全是耐克旗下球员，而阿迪达斯赞助的高人气王牌球队——德国、阿根廷、意大利全部出局。2012 年伦敦奥运会和 2016 年里约奥运会中，耐克分别为三级赞助商和四级赞助商，但通过“活出你的伟大”等系列奥运广告影响力反超作为奥运会官方合作伙伴的阿迪达斯，根据。搜索指数，2012 年和 2016 年两次奥运会前后，中国市场中耐克百度搜索指数远高于其他品牌。

图表 83 耐克与阿迪近年主要赞助赛事及球队

品牌	赛事	赞助球队
 耐克	2018 年世界杯	英格兰（四强）、波兰、法国（冠军）、葡萄牙（十六强）、克罗地亚（冠军）、巴西（八强）、韩国、沙特、尼日利亚、澳大利亚
	2018-2019 赛季英超	切尔西（第 3）、热刺（第 4）、曼城（第 6）、布莱顿（第 17）
	2018-2019 赛季西甲	巴塞罗那（第 1）、塞维利亚（第 3）、马德里竞技（第 6）
	2018-2019 赛季德甲	莱比锡红牛（第 3）、沃尔夫斯堡（第 7）、法兰克福（第 12）、柏林赫塔（第 13）、奥格斯堡（第 14）
	2018-2019 赛季意甲	国际米兰（第 5）、罗马（第 6）
	NBA/ NFL/ MLB	-
 阿迪达斯	世界杯	比利时（季军）、瑞典（八强）、俄罗斯（十六强）、西班牙（十六强）、阿根廷（十六强）、哥伦比亚（十六强）、墨西哥（十六强）、伊朗、日本（十六强）、埃及、摩洛哥、德国
	国际足联	-
	2018-2019 赛季英超	曼联（第 6）、狼队（第 7）、莱斯特城（第 9）、卡迪夫城（第 18）、富勒姆（第 19）
	2018-2019 赛季西甲	皇家马德里（第 2）、瓦伦西亚（第 7）、塞尔塔（第 17）

2018-2019 赛季德甲 拜仁慕尼黑（第 1）

2018-2019 赛季意甲 尤文图斯（第 1）

资料来源：搜狐网、新浪网、网易网、华创证券

图表 84 中国市场各体育品牌百度搜索指数



资料来源：百度搜索指数，华创证券。注：百度搜索指数以网民搜索量为数据基础，以关键词为统计对象，计算搜索频次加权。

2) 顶级体育明星签约方面，耐克主要签约体育明星，阿迪达斯娱乐体育明星两者兼顾。耐克功能性更突出，倾向于满足专业运动员和运动人士的需求，故明星签约方面以体育明星为主，遍布篮球、足球、网球等多个运动细分领域，品牌专业化形象凸显。近年，耐克也逐步拓展营销方式，开始与白敬亭、王一博等流量明星进行商务推广，希望通过明星带货的方式提高销量。阿迪达斯的产品风格更偏时尚，倾向于打造具有品牌溢价和明星效应的爆款产品。阿迪的产品 Stan Smith 通过向明星提供定制款的方式获得明星在社交媒体上的宣传，从而对消费者产生影响力，实现 Stan Smith 的引爆式流行。之后在 NMD 的营销中，伴随着陈奕迅、吴亦凡等明星出现在各大秀场，迅速且成功的吸引公众的眼球。

图表 85 耐克、阿迪达斯签约主要明星

品牌	领域	签约明星
耐克	篮球	迈克尔·乔丹、斯科蒂·皮蓬、安芬尼·哈达威、卡梅隆·安东尼、克里·保罗、勒布朗·詹姆斯、科比·布莱恩特、德克·诺维茨基、凯文·杜兰特、斯塔德迈尔、摩西·马龙、迈克尔·库帕、阿马雷·斯塔德迈尔、易建联、凯里·欧文、保罗·乔治等
	足球	c 罗、内马尔、鲁尼、皮克、伊涅斯塔、拉莫斯、普约尔、布斯克茨、佩德罗、布拉什奇科夫斯基、查理·戴维斯、苏亚佐、朴智星、奇诚庸、李青龙、李荣杓、查巴拉拉、库内、科伦、阿德里亚诺、皮尔洛、罗纳尔多、菲戈、范尼斯特鲁伊、卡洛斯、戴维斯、德尼尔森、马特拉奇、阿奎拉尼、加图索、斯内德、克洛泽、沃尔科特、埃尔克林、穆里奇等
	网球	纳达尔、莎拉波娃、阿加西、李娜等
	其他	泰格·伍兹、刘翔等
	娱乐明星/中国	开始尝试与白敬亭、王一博等流量明星合作
阿迪达斯	篮球	麦迪、阿里瑞斯、凯文·加内特、比卢普斯、蒂姆·邓肯、约什·史密斯、德怀特·霍华德、吉尔伯特·阿里瑞斯、特雷西·麦克格雷迪、达米恩·利拉德、德里克·罗斯、詹姆斯·哈登、克里斯塔普斯·波尔津吉斯等
	足球	贝克汉姆、兰帕德、杰拉德、阿什利·科尔、莱德利·金、加里·内维尔、迪福、巴拉克、波多尔斯基、卡恩、弗林斯、阿萨莫阿、拉姆、代斯勒、贝肯鲍尔、鲁梅尼格、克林斯曼、埃芬博格、布雷默、沃勒尔等
	其他	斯坦利·史密斯、穆雷、泰森盖伊、谢震业等

娱乐明星：郑恺、郭采洁、Angelababy、彭于晏、陈奕迅、范冰冰、吴亦凡、鹿晗、张钧甯、刘亦菲、陈伟霆、迪丽热巴、邓伦、  
星/中国：易烊千玺、杨幂、陈奕迅、姚晨、奚梦瑶、昆凌等

资料来源：搜狐网、东方体育、华创证券

## 2.3 营销策略成熟且不断创新，紧随趋势持续拉升品牌力

**营销策略成熟且不断创新，持续拉升品牌力。**1) **“联名+限购”打造爆款产品抬升品牌调性。**阿迪和耐克均通过与潮牌、大牌、明星甚至热门 IP 等跨界合作、高价限售的方式打造爆款产品，同时限购策略营造稀缺感，赋予品牌投资价值。“联名+限购”的模式下双倍引流，增加品牌曝光度并获得品牌溢价；2) **场景化营销策略刺激消费者需求。**二者均打造沉浸式门店，将销售场景与生活场景紧密联系，使消费者产生强烈的代入感。2018 年耐克全球首家沉浸式体验店于上海开业，引领体育零售创新发展。阿迪达斯于 1 个月后成立亚太区最大的品牌中心旗舰店，延续“体育场”设计概念，利用黑科技，真实模拟篮球、足球、健身三种不同场景，专注打造沉浸式购物体验；3) **本地化营销拉近与消费者的距离。**以中国市场为例，耐克自进入中国市场以来就积极赞助中国赛事，目前已拥有中国足协赞助权，同时也赞助了上海马拉松、英雄联盟赛事 LPL 等。2008 年阿迪达斯成为北京奥运会合作伙伴，2018 年首次以顶级合作伙伴的身份参与广马，截至 2019 年已连续十年赞助北京马拉松。二者对中国赛事的赞助提高了品牌的知名度，也拉近了其与中国消费者的距离；4) **情感营销引起消费者共鸣。**二者精心打造走心广告宣传片，与消费者情感的连接。耐克的“跑了就懂”系列广告传达着运动很酷的信号，让跑步爱好者产生强烈的认同感。阿迪达斯的“这就是我”广告强调自我，引发年轻人对自我的关注。2008 年刘翔因伤退赛，耐克在各大报纸媒体的头版刊登新的广告，“爱比赛、爱拼上所有的尊严、爱把它再赢回来、爱付出一切、爱荣耀、爱挫折、爱运动、即使它伤了你的心”的广告词，与中国消费者产生共鸣，让消费者重新认识 NIKE。

图表 86 沉浸式门店示例



资料来源：懒熊体育、搜狐网、华创证券

图表 87 情感营销广告宣传片



资料来源：数英网、搜狐网、中国广告、华创证券

**紧随潮流创新营销手段，互联网新媒体助力拓宽辐射半径。**随着网络用户数量和人均上网时间的不断增长，互联网覆盖人群范围持续扩大，且多以更加关注体育服饰的年轻群体为主。而新型社交媒体与消费者的交流更加直接，对事件的反应更加迅速，因此互联网新媒体营销作用越发重要。耐克阿迪紧随时代趋势进行布局。2019 年 Nike Joyride 新鞋上市时，耐克以小红书为主要阵地进行营销，由周洁琼、沈月率先发布明星笔记，引出话题“#跑出点乐子”，随后多名 KOL 迅速跟进互动响应，此次营销在明星和 KOL 双重加持下实现了广泛的话题传播。阿迪达斯曾在全球官方社交网站发布詹姆斯·哈登、加雷斯·贝尔等人的“专注”短视频，并发布“#FIND FOCUS”或“我是专注”的话题，全球各地几千名运动员加入话题讨论，在 Instagram、Twitter、Facebook 和微博等主要社交平台掀起狂潮。



图表 88 耐克新媒体社交营销



资料来源：小红书、微博、华创证券

图表 89 阿迪达斯新媒体社交营销



资料来源：微博、华创证券

### 三、前景展望：危中寻机待花明，百花争艳春常在

运动服饰行业因产品功能性、顶级营销资源稀缺性、上下游龙头合作强化等行业壁垒格局稳中向好。疫情在全球的蔓延短期内对行业冲击较大，但伴随而来的是大众健康意识的强化以及后续恢复反转性的快速发展，加速体育运动在大众生活的深入渗透和电商渠道的发展，行业规模有望稳步扩张。高壁垒、稳扩容塑造运动服饰细分板块优质赛道属性。**企业层面**，未来头部品牌耐克和阿迪有望通过供应链提效持续扩张深耕渠道，电商发展潜力强劲，二者稳健发展可期。定位瑜伽服饰的露露柠檬等小众细分领域的企业有望通过差异化定位快速发展，应关注该类企业定位的赛道前景。

#### （一）短期：疫情冲击暂承压，化危为机待花明

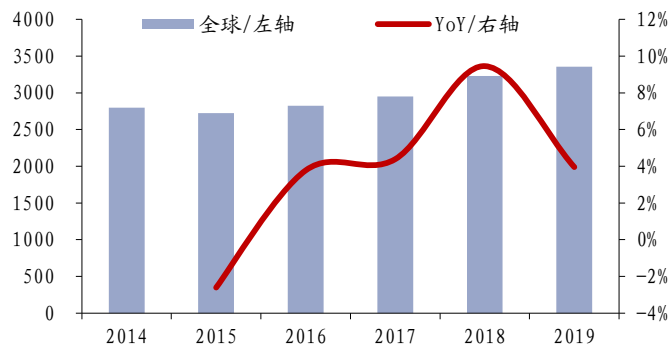
2020 年以来，新冠疫情先后在国内及海外各国爆发，严重影响到公司复工及线下门店开业情况。各国陆续开始鼓励居民居家隔离，居民日常运动等活动受到影响，体育服饰终端需求缩减，对体育服饰细分市场影响较大，一季度纺织服装行业公司营收普遍下滑。在此期间，各大企业纷纷积极应对，一方面缩减门店规模与打折促销消化库存，另一方面转战线上渠道，弥补部分疫情损失，无形中加速电商渠道发展。与此同时，疫情强化了消费者的健康意识，有望加速体育运动在国际范围内渗透率的提升，加速全民运动趋势发展。疫情结束后紧随而至的东京奥运会及中国冬奥会有望刺激体育服饰的需求，结合 2003 年非典时期的经验来看，疫情结束后与户外运动紧密相关的体育服饰行业可能迎来恢复性、反弹式的快速增长，体育服饰行业未来增量可期。

#### （二）中长期：优质赛道风光好，群星璀璨不夜天

##### 1、行业趋势：优质赛道风光好，规模&集中度稳提升

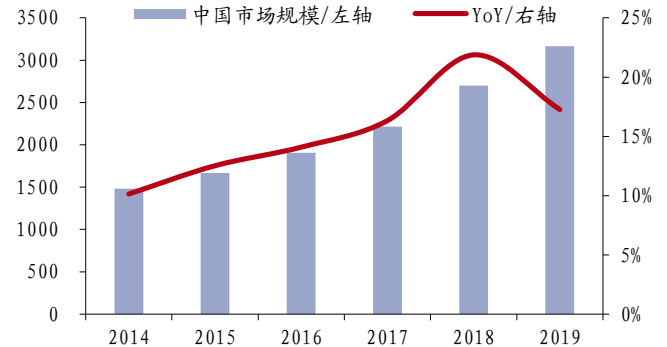
行业稳健扩张可期，中国市场前景向好。目前行业整体处于成熟期，2016 年以来运动健身大众化趋势不断深化，运动多元化走势明显，专业的运动装备受到追捧。这一背景下，头部品牌通过全品类延伸和科技创新保持其优势，渗透市场提高市占率，小品牌锁定高潜力细分赛道以差异化进入市场，深耕专一领域黑马频出。随着龙头品牌供应链提效、渠道市场拓展下沉，以及瑜伽等小众运动的发展流行，体育服饰消费群体有望继续扩充，行业规模有望保持稳健增长。相比欧美成熟市场，中国运动服饰市场仍保持快速发展，行业规模由 2014 年的 1483.4 亿元扩张到 2019 年的 3166.0 亿元，五年复合增速为 16.38%，随着运动的普及，行业规模有望持续扩容，国际头部品牌阿迪和耐克均加大对中国市场的布局，国内服饰头部品牌安踏和李宁、二线品牌 361 度和特步发展前景向好。

图表 90 国际运动服饰市场规模及增速（亿美元，%）



资料来源：Euromonitor、华创证券

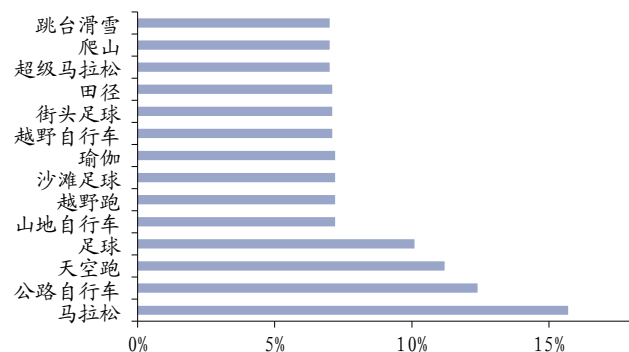
图表 91 中国运动服饰市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：Euromonitor、华创证券

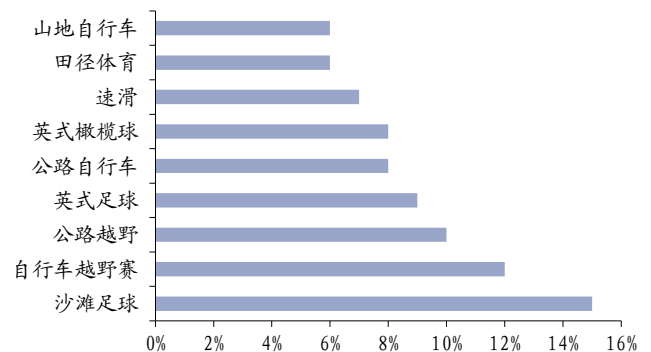
**运动消费不断细分，差异化小众品牌有望成为新增长点。**全民运动已经成为一种主流生活方式，随着健康消费的不断升级，小众运动项目快速崛起，运动服饰也不断细分，需求呈多样化发展。小众品牌利用其差异化定位进入市场，抓住市场空白，充分挖掘消费新需求，为行业发展寻找新的增长点。2019 年马拉松、公路自行车、瑜伽、爬山等运动项目全球参与人数均保持 7% 以上增长，沙滩足球等细分领域行业规模增速保持两位数以上，细分体育服饰赛道发展机会和潜力较大。运动鞋服细分赛道数量多且增长空间大，我们相信细分运动服市场具有强大的潜力，会成为行业进一步发展的助推器。

图表 92 全球体育运动参与人数年增长率（%）



资料来源：“皇家马德里”网页、华创证券

图表 93 全球各运动细分市场增速比较（%）

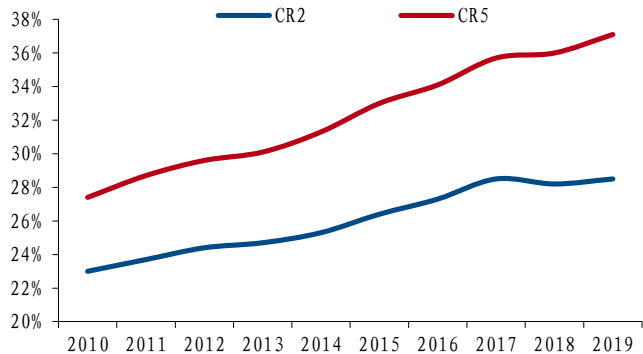


资料来源：虎扑社区“博尔特的跑鞋”网页、华创证券

**龙头优势持续强化，行业集中度稳步提升。**运动服饰市场因头部企业发展成熟、产品功能性突出以及营销资源稀缺性等多重壁垒因素，行业集中度较高，行业竞争格局趋于稳定，阿迪达斯和耐克遥遥领先。2019 年国际运动服饰市场行业 CR2 为 28%，CR5 为 37.1%。随着龙头企业不断强化产品功能性、营销资源等优势壁垒，并积极转型、提效运营，行业集中度稳步提升，近 10 年来，行业 CR2 提升 5.5pcts，CR5 提升 9.7pcts，未来龙头企业有望通过渠道下沉扩大辐射面积、渠道精细化管理提升店效，行业集中度有望进一步提升，看好龙头企业稳健发展。对标国际市场，国内运动服饰龙头亦具备科技功能性、营销资源稀缺等核心优势，有望借助国内体育服饰快速发展趋势提升市占率，进而带动行业集中度稳步提升。

未来行业内各企业发展方向为：头部企业巩固核心优势，在不断提效的供应链优势下铺设渠道，关注渠道下沉带来的空白市场增量以及渠道精细化、数字化运营下带来的店效提升效果，关注电商渠道布局情况；细分赛道黑马企业关注定位细分赛道发展潜力以及企业差异多元化的扩充。

图表 94 行业 CR5 和 CR2 (%)



资料来源: Euromonitor、华创证券

图表 95 行业各类型品牌发展方向



资料来源: 公司官网、华创证券

## 2、耐克：“三个双倍”再提效，电商&直营双驱动

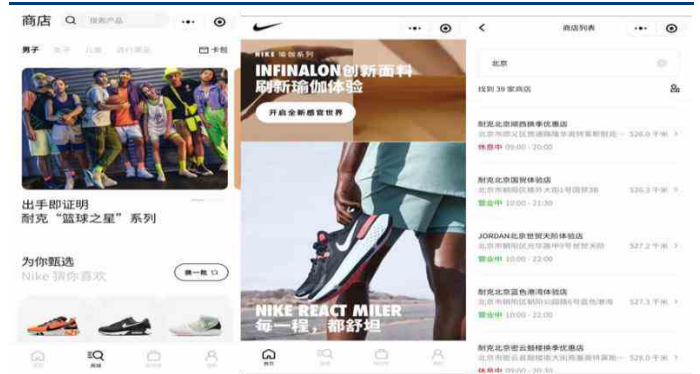
“三个双倍”全面提效，深度洞察消费需求，直营&电商或成营收新型助推器。耐克提出贴近消费者 (Consumer Direct Offence) 发展战略，在深度洞察消费需求的基础上，通过数字化全面提升供应链效率，线下通过直营店的精细化运营提升店效，线上电商发展趋势向好，未来保持稳健增长可期。耐克借助数字技术的力量，在重点城市用更为强大的方式将耐克品牌与消费者联系在一起。为贴近消费者，耐克重点关注三个双倍 (Triple Double) 战略提出的三个具体业务。1) 双倍创新：加快创新速度和产品开发过程，重视风格和款式，为消费者提供更优的选择。2) 双倍速度：重点聚焦 10 个国家的 12 个关键城市，并对这些城市加大数字化布局，并且通过快车道计划 (Express Lane) 计划，大力提升供应链端到端的数字化能力，有助于耐克实时抓住趋势，提升全价销售的产品比例，将产品的研发周期减少一半，更好地管理设计、生产和交付，以此来迎合市场多变的需求。比如，耐克的复古跑鞋 Presto MidUtility、Flyknit Racer、Lunar Charge 只用了四分之一的时间就投入了市场。3) 双倍联系：耐克布局 O2O 经营模式，打造更加立体的零售模式，直营渠道的建设是双倍联系战略中的重要组成，直营门店数量不断增多的同时，耐克将部分直营门店设计成具有互动感的沉浸式体验店，打造全新的 Nike Direct 用户体验，将 Nike+ 融入到消费者生活中，Nike+ 还提供会员项目，其为会员提供包括独家商品和定制推荐等更多福利。同时，耐克还与一系列电商平台达成合作，比如耐克在中国已经入驻天猫商城，在德国入驻最大的电商平台 Zalando 等。耐克的官方微信小程序能够提供产品的购买渠道，同时能够让消费者随时查看附近门店库存情况，打通了线上线下两种营销渠道，实现了门店+电商的全渠道销售。耐克的电商渠道销售成为耐克直营收入增长的重要推动力，其中以手机端销售和 App 销售的贡献最大，未来稳健增长可期。

图表 96 耐克上海 001 体验店



资料来源: 搜狐网

图表 97 耐克官方微信小程序



资料来源: 官方微信小程序



### 3、阿迪达斯：时尚先驱二度春，渠道增量犹可期

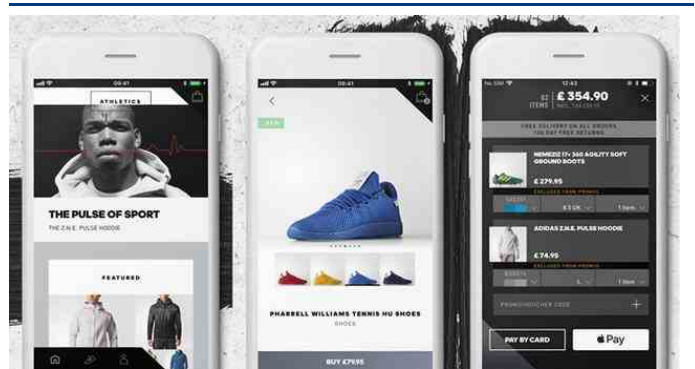
**立新（Creating the new）**策略关注供应链数字化提效和高端门店建设，品牌力的拉伸有望助力渠道下沉顺利推进，**电商发展趋势向好**。为了紧跟市场变化把握时尚化发展趋势，阿迪达斯 2016 年推出了满足消费者需求的五年全新策略 Creating the new，以消费者为中心，围绕三个战略（核心城市、速度、资源开放）加强对消费者的关注。**1）速度：**2019 年阿迪达斯通过快速创建（fast creation）和快速补充（fast replenishment）的策略，缩短了交货期，快速工厂技术（Speedfactory）运用到亚洲供应商处，后续可能转移到全球供应链提效。**2）聚焦核心城市打造高端门店，数字化沉浸式门店有望创收。**阿迪达斯聚焦伦敦、洛杉矶、纽约、巴黎、上海和东京这全球六个特大城市，在重点城市开展全球活动发布和独家收藏，在纽约推出 Futurecraft Loop，在巴黎与电子游戏竞技团队 Vitality 合作，2019 年在牛津街开设了最具数字化的阿迪达斯品牌旗舰店，为消费者提供优质的沉浸式体验。**3）资源开放：**该策略主要通过学习、分享和合作拉伸品牌的辐射面积，首先强化与运动员的合作，建立包括普通运动员在内的运动员社区，2019 年“阿迪达斯跑步者”基层活动管理社区的投资覆盖了全球 30 多个国家的 60 多个城市。同时，阿迪达斯为了扩大在电子游戏世界的影响力，还与游戏忍者（Ninja）进行合作。2019 年，阿迪达斯继续与 Kanye West、Pharrell Williams、Yohji Yamamoto、Stella McCartney、Raf Simons 和 Alexander Wang 等开展合作。**渠道下沉和电商成为未来营收驱动因素。**目前阿迪渠道主要分布在全球较大的城市，对于中国这一潜力市场，阿迪将在供应链提效的基础上推进渠道下沉，通过填补空白市场实现增量。电商方面，2019 年 Adidas app 已经覆盖了 30 多个国家，消费者通过该应用可购买独家产品并且进行订单追踪。此外 B2B 订单平台 Click 的开发，实现了与批发客户的有效互动。近年电商渠道发展态势良好，为公司营收注入活力。

图表 98 阿迪立新策略示例



资料来源：凤凰网、搜狐网、华创证券

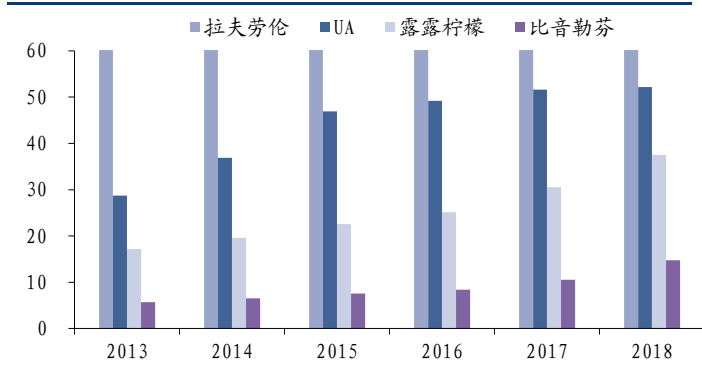
图表 99 阿迪达斯 app



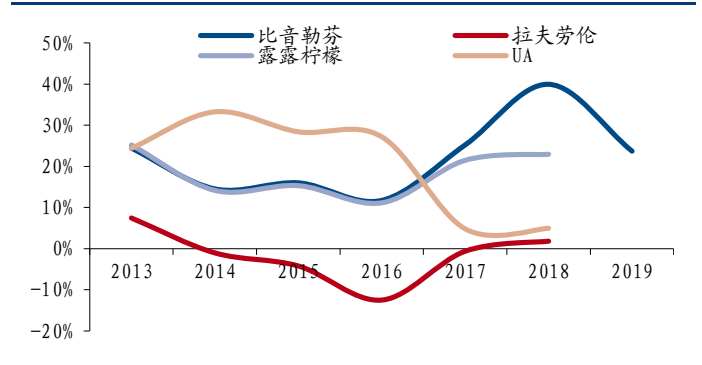
资料来源：懒熊体育

### 4、细分赛道企业：细分赛道潜力大，万紫千红竞争妍

**Lululemon：**2019 财年营收 32.9 亿美元，同增 87%，全球共有门店 440 家，遍布美国、加拿大和亚太等多个地区，随着渠道扩展和品类延伸，释放着巨大的市场势能；**Under Armour：**以高性能紧身运动衣迅速崛起，2006-2016 年，公司收入从 2006 财年 4.3 亿元增长至 2016 财年 48.3 亿元，十年复合增速达 27.3%；净利润从 3900 万元增长至 16 年 2.6 亿元，十年复合增速达 20.8%。随着健身人群提升，品牌凭借其高科技性能，有望进一步渗透至其他目标消费群体，凭借产品专业性建立的品牌壁垒，未来增长可期；**比音勒芬：**对标马球起家的拉夫劳伦的发展规模，比音勒芬卡位高尔夫服饰细分赛道，聚焦高端客群，成为中国高尔夫服饰第一股。目前公司渠道门店数量 833 家，仍有约一倍的扩展空间，未来有望通过渠道扩充和场景多元化保持高盈利高成长的发展优势。**小众品牌可细分发展方向多样化，细分赛道规模高速发展，增长点可持续发力。**

**图表 100 小众品牌的营收规模对比（亿元）**


资料来源：wind、华创证券

**图表 101 小众品牌的营收增速对比（%）**


资料来源：wind、华创证券

#### 四、赛道优质花并蒂，国际启蒙前路明

通过复盘国际运动服饰行业的发展历程和对比龙头企业的核心优势，我们认为运动服饰行业是高壁垒、稳扩容的优质赛道，头部品牌优势突出，小众细分领域潜力较强。对标国际运动服饰市场，国内运动服饰行业发展势头强劲，头部品牌安踏和李宁已掌握产品功能性、稀缺营销资源等竞争优势，并通过打造品牌矩阵和引领国潮赢得二次发展；二线品牌特步、361 度发展势头良好；比音勒芬定位高尔夫服饰细分赛道，成长性、盈利性突出，并通过场景多元化稳步推进渠道扩充。看好国内运动服饰行业快速发展态势以及安踏、李宁、特步、361 度、比音勒芬等企业发展前景。

#### 五、风险提示

国内外疫情影响大幅冲击终端销售；渠道拓展及同店销售不及预期。

## 轻工纺服组团介绍

### 组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

### 研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500