

## 国内运动服饰行业深度研究报告

# 多元对比以观前路，黄金赛道持续坚挺

推荐（维持）

- 上篇报告我们深入分析国际运动服饰行业的发展历程和龙头企业的商业模式，本篇报告我们对标国际运动服饰行业及龙头公司，探索国内运动鞋服行业发展逻辑，重点研究国内运动服饰行业特征及行业中游龙头品牌商的发展模式。我们认为运动服饰为服装行业优质赛道，龙头品牌安踏和李宁持续向好，特步等二线品牌差异化定位赢得发展机遇。
- 行业趋势：优质赛道向阳生，巨头扬帆正当时。**通过与国际运动服饰行业发展历程的对比复盘，我们认为国内运动服饰行业趋于成熟，渗透率和人均消费持续提升下行业发展增速较快，空间较大。通过对行业的深度解析和与国内各服装细分赛道龙头的对比，我们认为运动服饰行业定位优势突出，产品的普适性高，面向客群基数大，单品牌天花板较高。相比其他服饰细分赛道，运动服饰行业壁垒深且不断强化，在产品功能性、营销资源稀缺性和规模效应上均形成壁垒，龙头企业强者愈强，中小品牌主要通过差异化定位谋求发展。因此行业格局稳定，集中度持续提升，显著高于世界水平。从各服装细分赛道龙头企业经营数据来看，运动服饰龙头安踏和李宁在营收规模、成长性、盈利水平、营运水平以及回报率等各方面表现优异。因此，运动服饰行业赛道优质，多重行业壁垒利好龙头企业发展，差异化竞争格局下当前高景气度有望维持。
- 发展模式：对标龙头师长技，继往开来前路明。**国内企业积极学习借鉴国际运动服饰龙头品牌耐克和阿迪达斯发展模式，掌握其核心优势并不断深化；同时结合国内市场行情和自身特点发展出国内市场的特色化道路。**1）学习借鉴的经典模式方面：**国内头部企业持续提升产品功能性和营销资源壁垒，重视电商发展和供应链建设。产品上，各品牌加强研发投入、设立研发中心提高产品功能性，同时紧随趋势通过IP联名、时装周等方式赋予产品时尚属性。品牌营销方面，各企业通过体育赛事和体育明星等稀缺营销资源强化专业形象，并结合娱乐明星、综艺赞助、新媒体传播等多元营销方法，全方位捕获流量；**2）特色化发展路径方面：**与国际龙头聚焦核心品牌、核心城市的策略不同，国内运动服饰品牌定价相对亲民，以性价比优势实现渠道充分下沉，并通过打造品牌矩阵、借势国潮深耕品牌、渠道精细化等方式实现多元特色化发展模式。渠道及上游合作方面，国际品牌主要通过上下游龙头合作实现中国市场的快速扩张，生产几乎全部外包成本较低的中国和东南亚，下游经销渠道依赖合作商滔博、宝胜等。国内企业因本土优势和地缘优势，生产为半自产半外包的形式，下游渠道通过与经销商全方位合作进行精细化管理，提升店效驱动营收。
- 前景向好：天高云阔基业青，各擅胜场竞争妍。**疫情期间各运动品牌积极应对，布局新零售、直播电商等降低受损程度，电商直播业态加快成熟，同时行业持续整合，疫情过后健康意识有望强化，行业需求反弹可期。中长期来看，运动服饰行业获得政策支持发展逻辑不改，人均花费和渗透率有望持续提升，行业规模有望持续扩大，且距天花板尚远。行业格局向好的趋势下，各企业发展前景可期。安踏体育规模优势突出，多品牌全球化横向扩张，主品牌渠道店效、斐乐放量、海外拓展或为营收增长点；李宁深耕主品牌借力国潮引领方向，大店策略运营向好；特步国际跑步领域做专做强，品牌矩阵&海外扩张试水探寻增长点；361度紧随头部企业布局；比音勒芬差异化定位高尔夫服饰细分赛道，多元渠道多元场景扩充赛道，高盈利高成长为隐形冠军。
- 多元对比以观前路，黄金赛道持续坚挺。**对标国际运动服饰行业及龙头企业，我们认为运动服饰具备增速快、空间大、客群基数大、壁垒深等诸多优势，龙头企业格局向好。国内运动服饰品牌借鉴国际龙头发展模式，深化产品和品牌核心优势，并结合自身特点，探索出打造品牌矩阵、借力国潮深耕、渠道精细化管理等多元发展路径。我们看好运动服饰行业长期发展潜力，一线品牌安踏、李宁格局利好；二线品牌特步等深耕细分领域，差异化定位实现营收突破。
- 风险提示：**疫情影响大幅冲击终端销售；线下渠道店效提升不及预期；新品牌培育及海外扩张等战略不及预期。

### 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

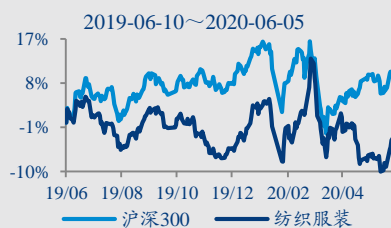
电话：010-63215669  
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	84	2.18
总市值(亿元)	4,009.78	0.59
流通市值(亿元)	3,296.36	0.66

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	3.9	2.02	-5.2
相对表现	1.63	-1.12	-16.44



### 相关研究报告

《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

《【华创轻工纺服】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》

2020-05-06

## 投资主题

### 报告亮点

- 1) **对比国际运动服饰行业及国内其他细分服饰行业的发展情况，深入分析国内运动服饰行业赛道优势。**行业层面，我们进行全面而深入对比分析，通过与相对成熟的国际运动服饰行业发展历程对比，我们认为国内运动服饰虽起步晚，但发展势头强劲，发展空间较大。对比国内其他细分服饰行业的发展情况，我们认为运动服饰行业具有客群基数大、壁垒深、竞争格局差异化等特点，运动服饰龙头品牌各项财务指标表现优秀，为服装行业优质赛道。
- 2) **对比国际龙头企业耐克和阿迪达斯的发展模式，深入分析国内头部企业发展特点及优势。**企业层面，在生产、产品、品牌、渠道市场以及供应链等方面，我们将国际龙头品牌耐克和阿迪达斯与国内一线品牌安踏、李宁、特步、361度进行深度对比分析，认为国内品牌在学习借鉴国际龙头核心优势的基础上，能结合国内市场及自身优势开拓多元特色化发展路径，差异化竞争下各企业前景向好。

### 投资逻辑

本篇报告全方位对标国际运动服饰行业及龙头企业发展路径，研究国内运动服饰行业特征及龙头企业发展模式。行业层面，国内运动服饰发展空间大，相比其他服装细分赛道具备客群基数大、壁垒深等诸多优势，龙头企业格局向好。疫情催化电商直播业态成熟，加速行业整合，强化健康意识，中长期在政策支持下发展逻辑不改。企业层面，在学习借鉴并积极创新的模式下，各企业发展路径既把握核心，又独具特色，发展前景向好。因此我们看好运动服饰行业高景气度的延续性，看好安踏、李宁、特步、361度、比音勒芬等国内运动服饰企业的多元特色化发展路径。

# 目录

一、行业趋势：优质赛道好光景，巨头扬帆正当时 .....	7
（一）发展历程对比：对标国际以观兴替，国内发展方兴日盛 .....	7
（二）细分赛道对比：多重优势筑壁垒，锋芒已露出巨头 .....	9
二、发展模式：对标龙头师长技，继往开来前路明 .....	14
（一）行业经典模式：对标龙头师长技，木之长者固其根 .....	15
1、产品端：技术迭代深化壁垒，年轻潮流时尚赋能 .....	15
2、品牌营销：专业&多元齐发力，追随龙头塑品牌 .....	18
3、供应链：双管齐下持续优化，护航品牌规模经营 .....	20
（二）多元特色化道路：因地制宜寻突破，继往开来前路明 .....	21
1、构建品牌矩阵：全覆盖横向扩张，安踏首行领风骚 .....	21
2、借势国潮：国潮风起迎春到，李宁借力引潮流 .....	24
3、渠道端：深耕渠道提店效，电商势乘东风起 .....	26
三、前景向好：天高云阔基业青，各擅胜场竞争妍 .....	29
（一）行业趋势：危中存机待花明，天高云阔基业青 .....	30
（二）公司层面：各擅胜场竞争妍，万紫千红总是春 .....	32
四、多元对比以观前路，黄金赛道持续坚挺 .....	35
五、风险提示 .....	35

# 图表目录

图表 1	国内外运动服饰行业发展历程对比 .....	8
图表 2	运动鞋服市场规模及增速对比（亿美元，%） .....	8
图表 3	不同市场人均运动服饰花费对比（美元） .....	8
图表 4	中国运动服人均花费情况（美元，%） .....	9
图表 5	中国运动鞋服渗透率（%） .....	9
图表 6	各细分市场复合增速对比（%） .....	9
图表 7	中国运动服饰占整体服饰比重情况（%） .....	9
图表 8	运动鞋服满足全年龄段、多场景需求 .....	10
图表 9	中国经常参加体育锻炼人数及增速（亿人，%） .....	10
图表 10	国内市场行业 CR5 和 CR10 稳步提升（%） .....	10
图表 11	国内与国际运动市场 CR5 对比（%） .....	10
图表 12	运动服饰研发费用率较高（%） .....	11
图表 13	运动鞋服行业销售费用率处于高位（%） .....	11
图表 14	行业销售费用支出逐年增加（亿元，%） .....	11
图表 15	行业龙头品牌供应商集中度下降（%） .....	11
图表 16	体育明星效应 .....	12
图表 17	国内运动服饰行业格局 .....	12
图表 18	国内运动鞋服行业各企业市占率（%） .....	13
图表 19	2019 年不同品牌市占率变化情况对比（%） .....	13
图表 20	营收规模对比（亿元） .....	13
图表 21	营收增速对比（%） .....	13
图表 22	毛利率对比（%） .....	14
图表 23	存货周转率对比（%） .....	14
图表 24	ROE 对比分析 .....	14
图表 25	国内外运动服饰龙头企业发展模式对比 .....	15
图表 26	各品牌研发费用率（%） .....	15
图表 27	各品牌建立生物力学实验室和研究所 .....	15
图表 28	各品牌按品类营收占比（%） .....	16
图表 29	国内运动品牌主要鞋类科技成果 .....	16
图表 30	国内运动品牌主要服装科技成果 .....	17
图表 31	国内运动品牌合作联名案例 .....	18
图表 32	国内运动品牌专业营销资源 .....	18
图表 33	各品牌多元营销方式对比 .....	19

图表 34	各品牌供应链优化措施对比	20
图表 35	安踏供应链模式	21
图表 36	品牌商总资产周转率提升（%）	21
图表 37	安踏品牌矩阵	22
图表 38	特步品牌矩阵	22
图表 39	安踏品牌矩阵形成过程	22
图表 40	FILA 收入快速提升（亿元，%）	23
图表 41	FILA 门店数量快速扩张（家，%）	23
图表 42	FILA 产品介绍	23
图表 43	FILA 营收占比快速提升（亿元，%）	23
图表 44	特步旗下产品介绍	24
图表 45	特步各品牌营收占比及毛利率（%）	24
图表 46	特步品牌矩阵发展情况	24
图表 47	各行业新老品牌在国潮中受益	25
图表 48	运动国潮引领品牌	25
图表 49	各品牌产品价格对比	25
图表 50	李宁参加时装周	26
图表 51	李宁营收快速增长（百万元，%）	26
图表 52	主要运动品牌布局国潮产品示例	26
图表 53	体育服饰终端门店数行业领先（家）	27
图表 54	国内体育服饰门店数量增速放缓（%）	27
图表 55	国内运动品牌店铺数量变化（家）	27
图表 56	各企业平均店效提升（万元）	27
图表 57	安踏渠道模式趋于扁平精细化	28
图表 58	安踏历代门店升级图	28
图表 59	李宁渠道结构占比（%）	28
图表 60	李宁店效提升（万元）	28
图表 61	特步国际化运动风格门店	29
图表 62	361 度门店分布（%）	29
图表 63	2019 年各品牌线上占比（%）	29
图表 64	各运动品牌线上专供品示例	29
图表 65	疫情期间主要运动服饰企业应对措施对比	30
图表 66	直播电商兴起	31
图表 67	疫情期间居民对运动的关注度上升	31



图表 68	中国经常参加体育锻炼人数（亿人） .....	31
图表 69	国家体育产业规模、增加值及增速（万亿，%） .....	31
图表 70	相关政策支持体育事业发展 .....	31
图表 71	中国运动服饰需求量（万套） .....	32
图表 72	中国运动服饰行业规模预计（美元，%） .....	32
图表 73	安踏发展模式及增长点 .....	33
图表 74	李宁营业收入及增速（亿元，%） .....	33
图表 75	李宁店效（万元/家） .....	33
图表 76	特步营收&归母净利润及增速（亿元，%） .....	34
图表 77	特步专业跑鞋与普通跑鞋价格对比 .....	34
图表 78	361 度童装&电商营收及增速（百万元，%） .....	34
图表 79	361 度海外营收及增速（百万元，%） .....	34
图表 80	比音勒芬营收&归母净利润及增速（亿元，%） .....	35
图表 81	比音勒芬毛利率&净利率水平（%） .....	35

上篇报告我们深入分析国际运动服饰行业的发展历程和龙头企业的商业模式，我们认为：

1) 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。

2) 企业层面，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。

本篇报告我们对标国际运动服饰行业及龙头公司，探索国内运动鞋服行业发展逻辑，重点研究国内运动服饰行业特征及行业中游龙头品牌商的发展模式。我们认为运动服饰为服装行业优质赛道，龙头品牌安踏和李宁持续向好，特步等二线品牌有望通过差异化定位赢得发展机遇。

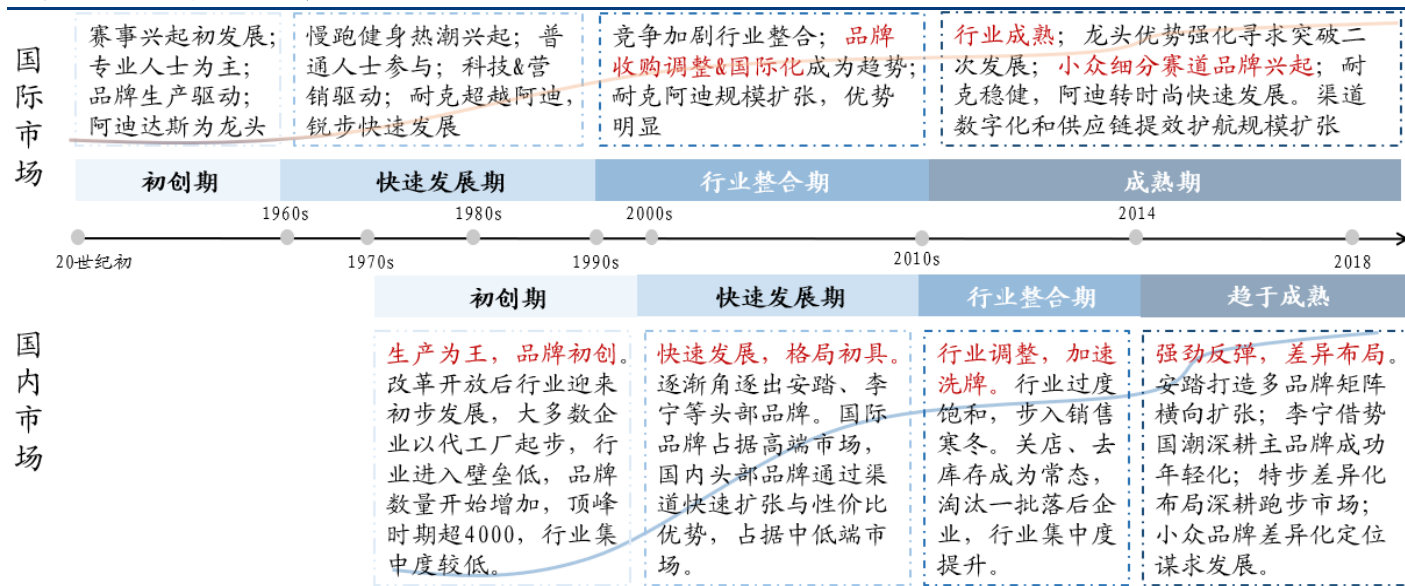
## 一、行业趋势：优质赛道好光景，巨头扬帆正当时

通过与国际运动服饰行业发展历程的对比复盘，我们认为国内运动服饰行业趋于成熟，渗透率和人均消费持续提升下行业发展增速较快，空间较大。通过对行业的深度解析和与国内各服装细分赛道龙头的对比，我们认为运动服饰行业定位优势突出，产品的普适性高，面向客群基数大，单品牌天花板较高。相比其他服饰细分赛道，运动服饰行业壁垒深且不断强化，在产品功能性、营销资源稀缺性和规模效应上均形成壁垒，龙头企业强者愈强，中小品牌主要通过差异化定位谋求发展。因此行业格局稳定，集中度持续提升，显著高于世界水平。从各服装细分赛道龙头企业经营数据来看，运动服饰龙头安踏和李宁在营收规模、成长性、盈利水平、营运水平以及回报率等各方面表现优异。因此，运动服饰行业赛道优质，多重行业壁垒利好龙头企业发展，差异化竞争格局下当前高景气度有望维持。

### （一）发展历程对比：对标国际以观兴替，国内发展方兴日盛

**国内发展方兴日盛，头部品牌地位稳健。**中国的运动服饰行业起步于 1978 年，经过初步发展、高速成长，调整和整合升级多个阶段的发展，目前形成了以李宁、安踏、特步和 361 度为头部，多品牌发展的竞争格局。**1) 1970s-2000s: 生产为王，品牌初创。**改革开放后国内运动服饰行业获得初步发展，相对于国际运动服饰行业起步比较晚。大多企业从代工厂起步，行业进入壁垒较低。因此 90 年代国内开始出现大量的运动品牌，顶峰时期品牌数量超过 4000 家，行业集中度较低；**2) 2000s-2010s: 快速发展，格局初具。**该阶段国际品牌在尝试品牌矩阵受阻后开始聚焦主品牌，入驻中国市场后定位高端市场引领行业发展。国内运动服饰行业快速发展，并逐渐角逐出安踏、李宁、特步、361 度、匹克等几大头部品牌，头部企业以性价比优势和经销渠道的快速扩充抢占中低端市场份额，渠道充分覆盖下沉，2008 年北京奥运会前后国内运动服饰行业的情绪高涨。但随之而来的金融危机、过多品牌进入导致行业饱和，行业开始初步整合；**3) 2010s-2014: 行业调整，加速洗牌。**该阶段行业过于饱和，2012 年步入寒冬，各企业大范围关闭门店、去库存成为常态。经营不善、定位重叠的中小企业退出市场，行业集中度提升明显；**4) 2015 年至今：强劲反弹，差异化布局。**国际品牌通过转型时尚、深耕产品功能性和大数据提效等率先调整走出困境，国内龙头品牌紧随其后通过打造品牌矩阵、借势国潮、差异化定位等多元方式快速发展，龙头企业核心优势持续强化，大店策略和精细化管理成为下游渠道发展趋势，供应链持续提效护航龙头规模扩张，行业强劲反弹，格局持续分化。

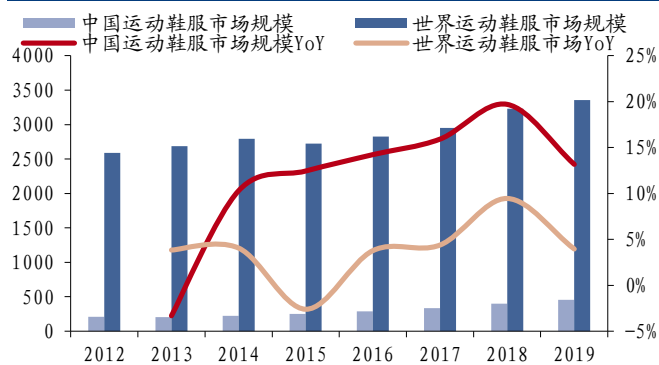
图表 1 国内外运动服饰行业发展历程对比



资料来源：华创证券整理

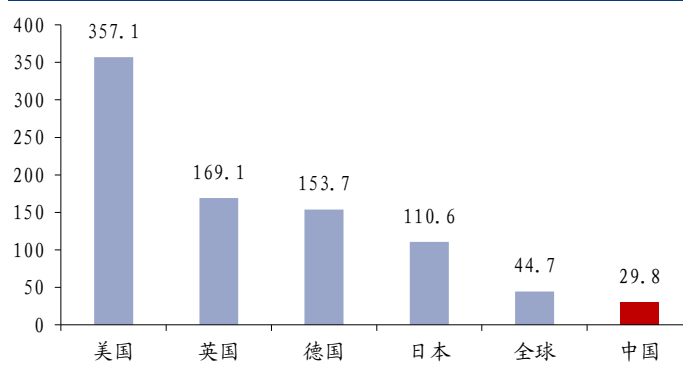
国内运动服饰行业增速可观，人均花费和渗透率提升下空间仍然可期。近五年来，国内运动鞋服行业规模保持双位数增长，2019 年增速达 13.2%，高于世界运动鞋服行业规模增速 4%。运动鞋服渗透率增长与此对应，我国运动鞋服渗透率在 2007 年时仅有 8%，随着居民健康意识不断强化及锻炼人数的增多，运动鞋服需求不断提升，同时运动细分领域在国内的发展也推动着运动鞋服行业的发展，因此，运动鞋服渗透率总体呈上升趋势，2019 年渗透率提升至 12%。对标海外成熟市场，我国人均运动服饰消费和渗透率仍然较低，人均消费约为美国市场的 1/12，低于全球人均 44.7 美元，渗透率亦未达到世界平均水平（19%）。随着我国体育产业的不断发展，人均消费和渗透率有望持续提升，且提升空间较大，国内运动服饰行业发展有望保持快速发展，行业提升空间较大。

图表 2 运动鞋服市场规模及增速对比（亿美元，%）



资料来源：Euromonitor、前瞻产业研究院《2018 年中国运动服饰行业市场现状与发展前景分析 中国运动服饰市场潜力无限》、华创证券

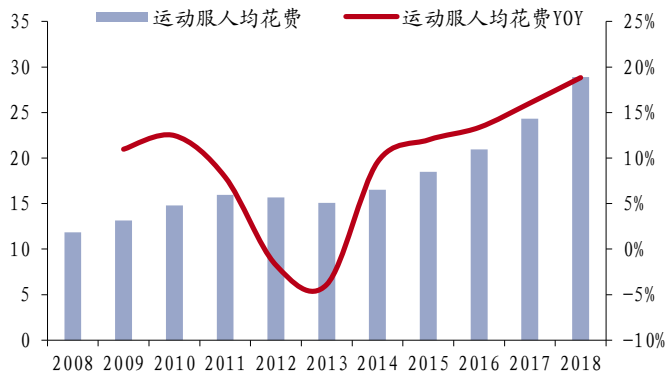
图表 3 不同市场人均运动服饰花费对比（美元）



资料来源：前瞻产业研究院《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》、华创证券

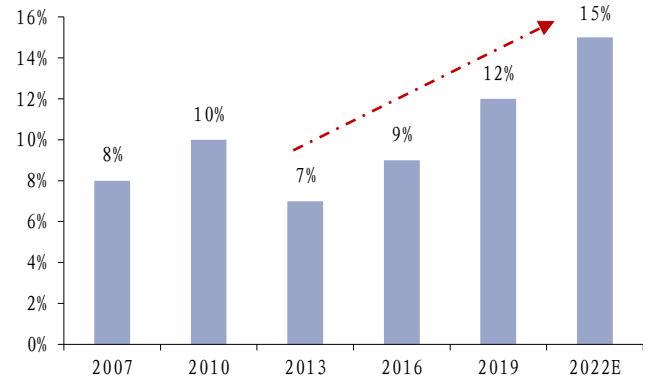


图表 4 中国运动服人均花费情况（美元，%）



资料来源：前瞻产业研究院《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》、华创证券

图表 5 中国运动鞋服渗透率（%）



资料来源：中国产业信息网《2020 年中国运动鞋服行业发展格局及趋势分析：优质龙头发展共同点》、华创证券

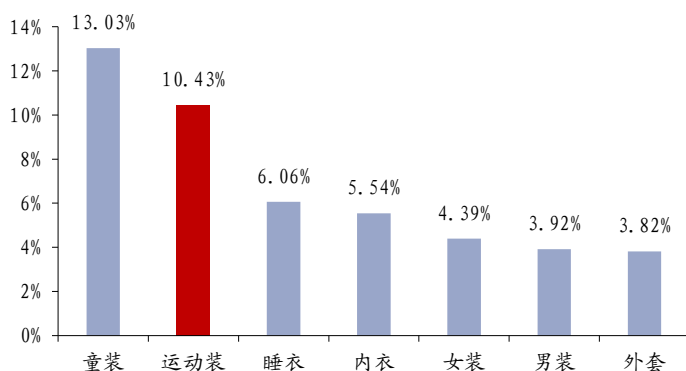
通过与国际运动服饰行业发展历程的对比复盘，我们认为国内运动服饰行业趋于成熟，龙头企业积极对标国际名牌深耕核心因素，并发展出具有特色的多元发展路线，品牌矩阵打造、借势国潮深耕品牌、差异化定位、深耕渠道等或为行业增长点，行业发展空间可期，增速有望持续良好。

## （二）细分赛道对比：多重优势筑壁垒，锋芒已露出巨头

对比国内其他细分服饰行业的发展情况，我们认为运动服饰行业具有客群基数大、壁垒深、竞争格局差异化等特点，运动服饰龙头品牌各项财务指标表现优秀，为服装行业优质赛道。

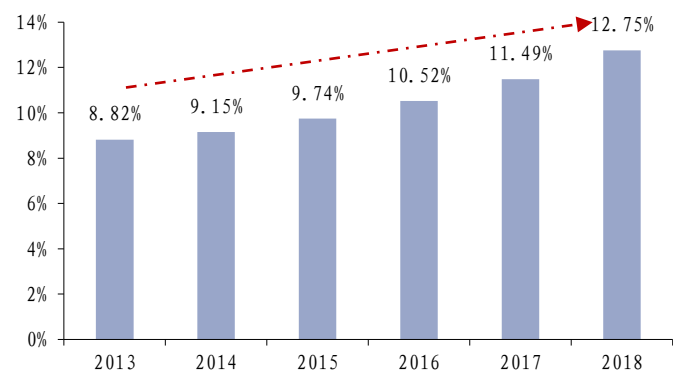
全民运动兴起，运动服饰行业定位优势突出，增速高于其他赛道，服装市场份额稳步提升。国内运动服饰行业在 2013 年调整之后强劲反弹，在健康意识强化、全民健身潮流兴起、政策支持以及消费升级等多重利好因素下，运动服饰行业近年来增速亮眼，在整体服饰市场中的占比稳步提升。根据《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》，运动服饰行业增速高于 10%，占整体服饰的比重稳步提升。疫情过后健康意识有望强化，行业需求或将引来反弹，运动服饰为服装市场优质投资赛道。

图表 6 各细分市场复合增速对比（%）



资料来源：前瞻产业研究院《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》、华创证券

图表 7 中国运动服饰占整体服饰比重情况（%）



资料来源：前瞻产业研究院《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》、华创证券

运动服饰行业产品普适性高，大基数客户群体助力单品牌做大做强。相比时装，运动鞋服行业产品不赋予产品特有的身份归属和风格编码，款式、色彩搭配和时尚元素为辅助作用，运动消费场景下产品损耗和更换比例高于其他服

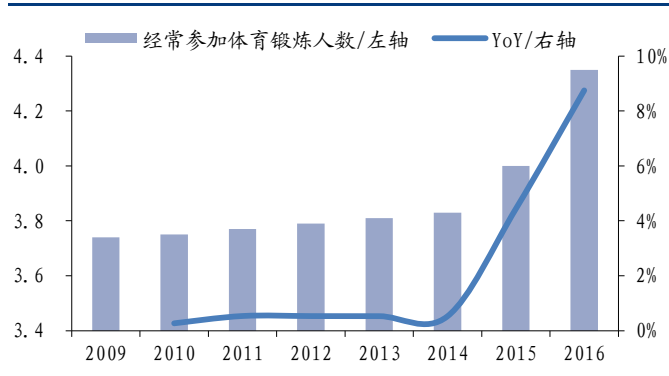
装产品，产品技术和性能的快速提升促进产品更新迭代，叠加头部品牌效应，产品复购率较高。同时，运动鞋服适应场景多样化，可满足竞技运动、日常运动、日常休闲、时尚休闲和度假旅游等多个场景需求。在运动休闲的新趋势下，运动服饰凭借较高的舒适性进入日常生活。因此，运动鞋服行业突破了其他赛道单品牌性别、年龄、风格、消费场景的限制，客户群体基数较大。2014 年国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，正式把全民健身上升为国家战略，我国经常参加体育锻炼人数迅速提升，2015/2016 年同期增长率高达 4.44%/8.75%。2009-2016 年，我国经常参加体育锻炼人数由 3.7 亿增长至 4.4 亿，复合增长率为 2.18%。全民运动的观念将进一步提升运动鞋服行业的潜在客群人数。由于运动鞋服行业产品具有高普适性，受性别、年龄、场景的限制较小，单品品牌天花板较高。叠加运动潮流的兴起，我国客户基础持续扩大，运动品牌规模持续扩张可期。

图表 8 运动鞋服满足全年龄段、多场景需求



资料来源：微信公众号“峰瑞资本”、腾讯新闻、华创证券

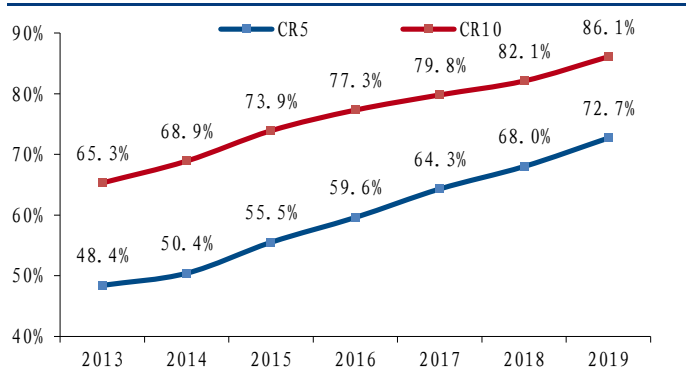
图表 9 中国经常参加体育锻炼人数及增速（亿人，%）



资料来源：中国产业信息网：《2017 年中国经常参加体育锻炼的人数变化及各年龄组人群参加体育锻炼的人数占比分析》、华创证券

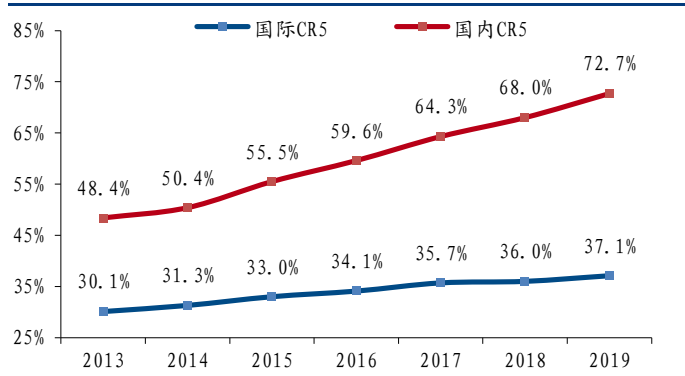
多重行业壁垒不断深化，高集中度下大市值诞生大市值公司。运动服饰行业因产品的功能属性和营销资源的稀缺属性使得行业壁垒较高，集中度持续提升。随着各品牌的竞争和行业洗牌，头部品牌不断加深壁垒，规模稳步扩大。目前，运动服饰行业上中下游均已形成优质龙头，国际龙头品牌与国内上下游龙头生产商和渠道商合作构筑壁垒，本土品牌以地缘优势和本土优势迅速壮大，规模效应凸显。行业壁垒多重且不断深化，利好龙头企业，产生大市值公司。2013 年以来，国内运动服饰市场集中度提升明显，CR5 和 CR10 分别提升 24.3pcts/20.8pcts 至 72.7%/86.1%。对标国际市场，国内运动服饰行业集中度更高，且提升幅度更大。

图表 10 国内市场行业 CR5 和 CR10 稳步提升 (%)



资料来源：Euromonitor、华创证券

图表 11 国内与国际运动市场 CR5 对比 (%)



资料来源：Euromonitor、华创证券

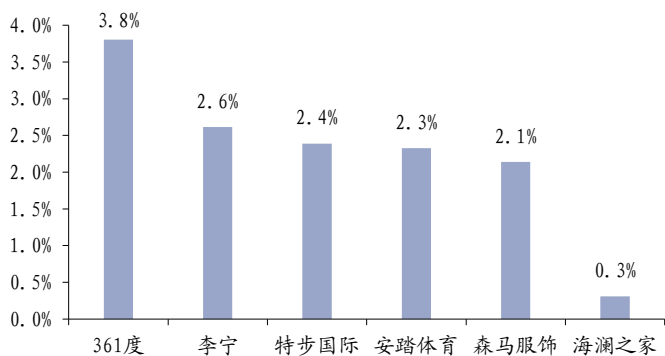
1) 壁垒一：技术驱动产品升级，形成产品功能性壁垒。运动鞋服行业产品有专业功能属性，同时具备休闲性和舒适性，产品设计和专业技术形成产品的核心壁垒，头部品牌产品科技含量、性价比、时尚潮流性等优势突出。随着全民运动深度和广度的延伸以及消费市场的升级，消费者对产品的专业性和功能性的要求也更高。国内头部运动服饰

品牌加大研发，有意识地建立生物力学实验室或研究所等高科技研发中心或部门，将新材料、新工艺不断引进运动鞋服制造中，加快提升科技实力，不断提升产品功能性，构建产品功能性壁垒。

**2) 壁垒二：营销资源稀缺，集中头部提高壁垒。**以奥运会为代表的顶级体育赛事是运动的风向标，表现出色的专业运动员极受体育爱好者的追捧，粉丝效应凸显。而体育赛事和顶级体育明星所需投入较大且资源稀缺。国内行业头部品牌凭借雄厚的资金实力牢固把握国内顶级体育营销资源，加大资金支持力度，销售费用支出持续攀升，安踏体育销售费用 2014-2018 财年复合增长率高达 41.78%，整个行业销售费用率处于服装行业高位。新进入品牌资金不及头部品牌，营销资源难以抗衡龙头，行业通过掠夺稀缺营销资源进一步提高进入壁垒。

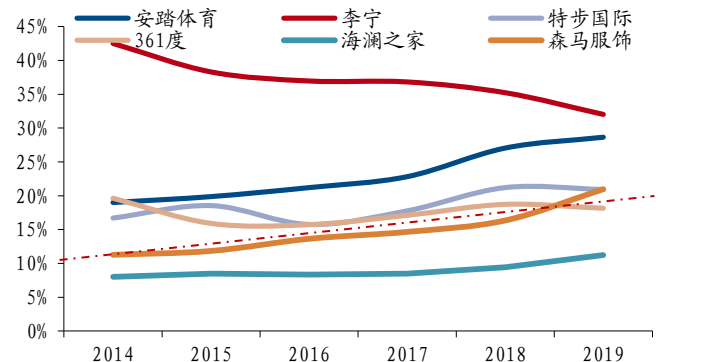
**3) 壁垒三：产业链各环节均已形成龙头，头部品牌合作且话语权高，规模效应凸显构建行业壁垒。**与女装、休闲装等细分赛道的分散化格局不同，运动服饰行业上中下游均已形成龙头，且头部品牌龙头地位持续深化。行业上游生产制造端中洲国际和裕元集团领先，中游品牌商国际品牌阿迪达斯和耐克领先，本土一线品牌安踏、李宁规模稳步提升，二线品牌特步、361 度发展势头良好；下游渠道商滔搏国际龙头地位稳定。目前，国际品牌上下游龙头达成深度合作，龙头携手构建壁垒。与之不同，我国为世界纺织制造中心，毗邻东南亚，国内品牌选择部分外包生产。为了保证差异化产品的生产，公司降低供应商集中度，安踏前五大供应商采购额占比由 FY2015 的 21.6% 下降 7.9pcts 至 FY2019 的 13.7%，以达到不同品类产品匹配相应优质供应商的目标。下游渠道方面，因国内品牌具备本土化优势主要采取区域经销的模式，前期凭借经销渠道快速扩充门店抢占市场，形成规模效应。目前渠道趋于精细化管理，打通数字化运营，专注提升店效。行业内龙头资源优势从品牌端延伸至产业链上下游，国际品牌与上下游龙头携手构筑壁垒，国内品牌凭借本土优势和地缘优势规模迅速扩大形成规模优势，加深行业壁垒。

图表 12 运动服饰研发费用率较高 (%)



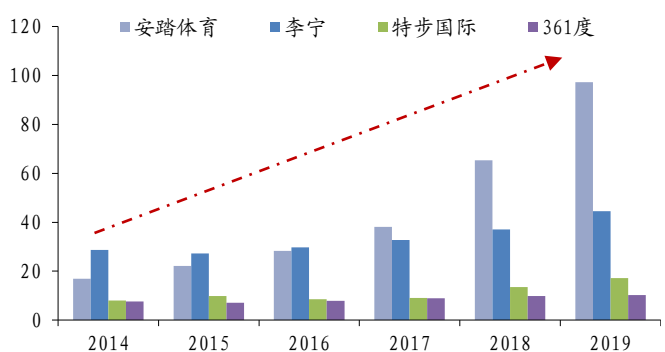
资料来源: wind、华创证券

图表 13 运动鞋服行业销售费用率处于高位 (%)



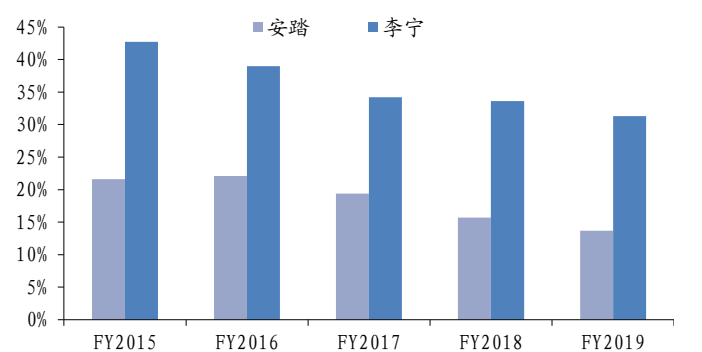
资料来源: wind、华创证券

图表 14 行业销售费用支出逐年增加 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 15 行业龙头品牌供应商集中度下降 (%)



资料来源: wind、华创证券



图表 16 体育明星效应

体育明星	微博粉丝数	直播带货成绩
张继科	1054 万	在湖北爱心助农直播中，与韩乔生、潘晓婷等带动观看量超 1900 万人次,总互动达 132 万人次；做客张沫凡直播间，开播不到 2 分钟，人气突破 10w+，最终销售额达到 1600 万
吴敏霞	246 万	与李佳琦组成“霞琦灵光”组合，吸引了超过 1000 万人在线观看直播
中国女排	427 万	双十一直播预热直播中，带动超 200 万观看量
马布里	506 万	在拼多多上线个人网店“马教练运动户外旗舰店”，直播 1 个小时，有超过两万名球迷在线观看，拼单数量达到了 158 件，全天订单数为日常订单的 140%

资料来源：网易体育、微博、凤凰网、华创证券

行业参与者众多，实现价格带、消费场景的多元覆盖。运动服饰细分赛道整体景气，行业参与者众多，目前已形成价格带和产品场景的全面覆盖。从价格带来看，国际品牌占位高端价格带，引领行业发展，本土企业安踏、特步构建品牌矩阵，重点填补高端市场空白，安踏旗下的斐乐发展势头强劲，树立业内品牌培育标杆。国内品牌大多价格亲民，产品性价比优势突出，占位大众消费者心智。从产品应用场景来看，功能性和时尚休闲性是主要消费场景，国内外头部品牌实力雄厚，掌握技术研发优势，产品功能性突出。中小品牌主打时尚休闲属性或差异细分定位谋求发展，同时拓宽运动服饰消费场景，扩大消费者覆盖面。

图表 17 国内运动服饰行业格局

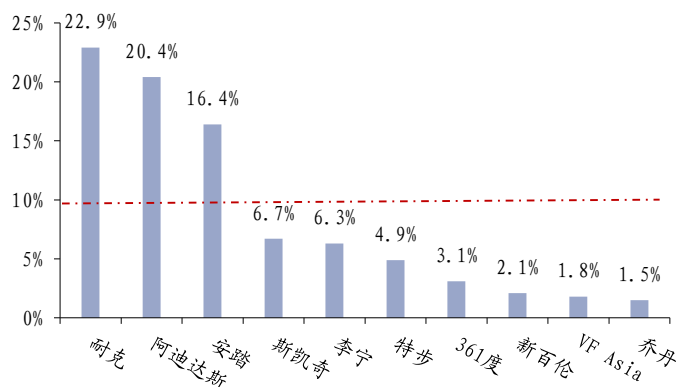


资料来源：各品牌官网、华创证券整理

行业格局稳定，头部品牌市占率稳步提升强者愈强，中小品牌定位小众细分赛道差异化发展。行业头部品牌已形成多重壁垒且不断深化，行业集中度稳步提升，竞争格局趋于稳定。2019 年，我国运动鞋服 CR5 已高达 72.7%，远高于世界运动服饰市场的 37.1%，位于前三位的阿迪达斯、耐克和安踏占有率分别为 22.9%、20.4% 和 16.4%，第四名斯凯奇不足 7%，头部品牌市占率均有所提升，安踏提升幅度最大，头部效应明显。本土企业积极对标国际市场，学习借鉴国际龙头企业的经典经营模式，并结合自身情况及战略定制独特战略，各企业发展路径各具特色，小众细分赛道差异化定位谋求发展。

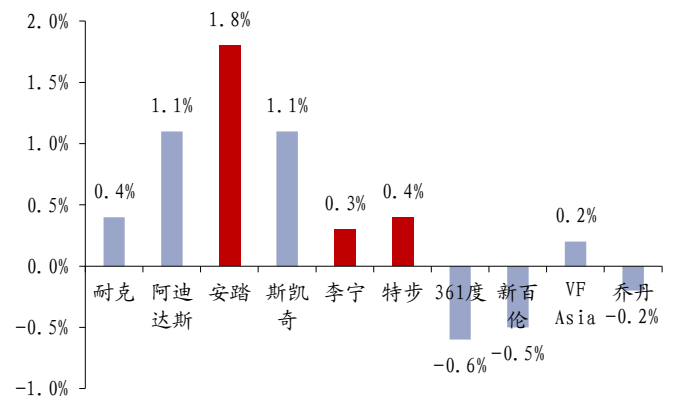
具体来看，不同品牌间呈现出差异化定位和特色发展路线。1) 安踏规模优势突出，构建多品牌矩阵，持续强化品牌增长点。安踏贯彻“单聚焦、多品牌、全渠道”的发展战略，通过收购 FILA、Amer 不断推动多品牌国际化进程；2) 李宁聚焦单品牌，借势国潮筑底回升。李宁持续加大研发投入，争当“专业运动和潮流时尚”的领军者，以“国潮”为支点，打造“悟道”和“中国李宁”等系列产品提高品牌影响力；3) 特步定位时尚运动，深耕鞋履细分市场，差异化突破崛起。特步精准定位运动时尚寻求差异化突破，深耕跑鞋专业领域，顺利度过行业寒冬，在国内两大巨头的竞争格局下异军突起，成为国内领先的体育运动品牌；4) 比音勒芬、Lululemon 专注高尔夫、瑜伽等差异化细分市场，致力于打造专业化的运动品牌。回力等老字号品牌性价比突出，紧扣民族情怀回春。回力目标客户群为二三线收入较低的学生和青年群体，贯彻“内外协同、平台协同、发展协同”的三元协调战略，专注做大做强民族品牌。

图表 18 国内运动鞋服行业各企业市占率 (%)



资料来源: Euromonitor、华创证券

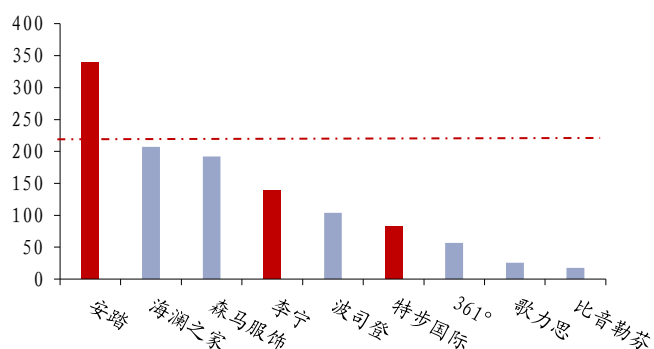
图表 19 2019 年不同品牌市占率变化情况对比 (%)



资料来源: Euromonitor、华创证券

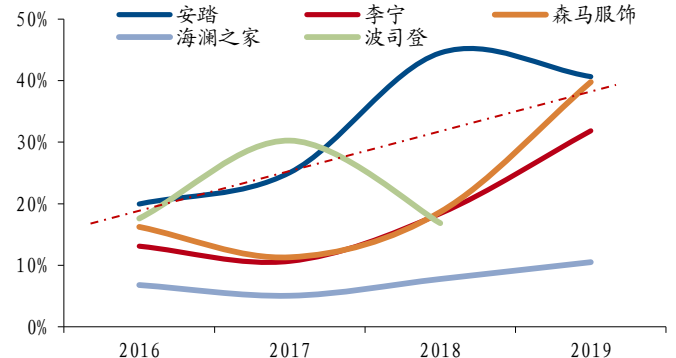
从服装行业主要龙头公司财务数据和经营情况来看，运动服饰龙头安踏李宁各项指标领先。森马服饰为休闲装和童装双龙头，海澜之家在男装市场龙头地位稳固，波司登为“中国羽皇”，我们选取这些细分赛道龙头公司和运动服饰龙头安踏李宁进行对比，从财务数据维度分析运动服饰行业的优势。从营收规模来看，安踏规模远超其他行业龙头，李宁年营收超百万；安踏李宁营收规模增速领先；盈利水平方面各企业差距不大，毛利率主要分布在 40%-55% 之间，安踏李宁毛利率略高于同样性价比突出的森马和海澜之家；存货周转率方面，安踏李宁因产品高换手率特性和企业整体运营能力优势明显。因此，安踏和李宁的 ROE 水平高于其他行业龙头，各项财务指标表现优秀。

图表 20 营收规模对 (亿元)



资料来源: wind、华创证券。注: 波司登与其他企业会计期不同，例如 2018 年数据为 FY2019 数据，会计期为 2018/3/31-2019/3/31。

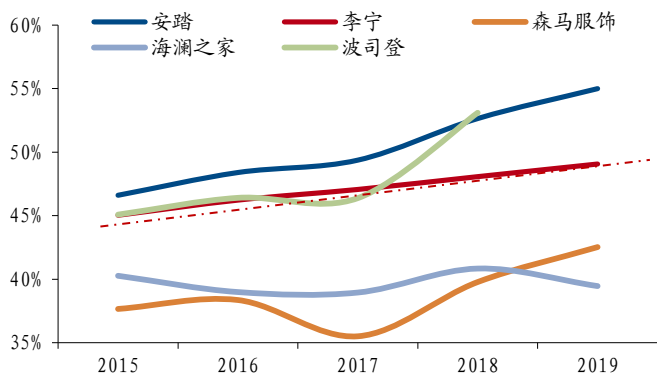
图表 21 营收增速对比 (%)



资料来源: wind、华创证券。注: 波司登与其他企业会计期不同，例如 2018 年数据为 FY2019 数据，会计期为 2018/3/31-2019/3/31。

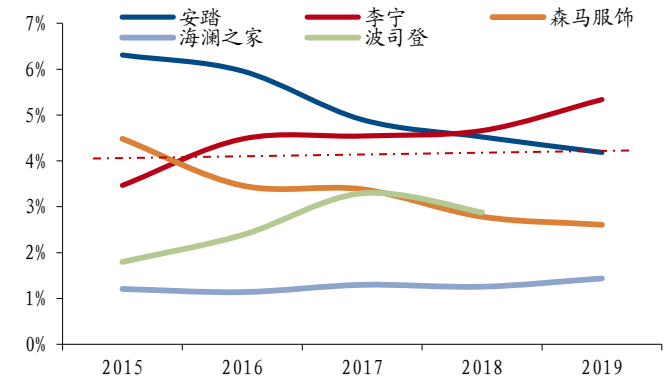


图表 22 毛利率对比 (%)



资料来源: wind、华创证券。注: 波司登与其他企业会计期不同, 例如 2018 年数据为 FY2019 数据, 会计期为 2018/3/31-2019/3/31。

图表 23 存货周转率对比 (%)



资料来源: wind、华创证券。注: 波司登与其他企业会计期不同, 例如 2018 年数据为 FY2019 数据, 会计期为 2018/3/31-2019/3/31。

图表 24 ROE 对比分析

杜邦分析	安踏			李宁			森马服饰			海澜之家			波司登	
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018
ROE	27%	28%	30%	11%	13%	23%	11%	16%	14%	31%	29%	24%	7%	10%
销售净利率	19%	18%	17%	6%	7%	11%	9%	11%	8%	18%	18%	15%	7%	10%
资产周转率	100%	111%	103%	126%	131%	130%	90%	104%	117%	74%	70%	75%	62%	70%
权益乘数	1.4	1.5	1.8	1.6	1.5	1.6	1.3	1.4	1.5	2.3	2.3	2.2	1.5	1.5
归母净利润占比	98%	97%	95%	100%	100%	100%	101%	101%	101%	100%	100%	101%	96%	98%

资料来源: wind、华创证券。波司登与其他企业会计期不同, 例如 2018 年数据为 FY2019 数据, 会计期为 2018/3/31-2019/3/31。

## 二、发展模式: 对标龙头师长技, 继往开来前路明

国内企业积极学习借鉴国际运动服饰龙头品牌耐克和阿迪达斯发展模式, 掌握其核心优势并不断深化; 同时结合国内市场行情和自身特点发展出国内市场的特色化道路。1) **学习借鉴的经典模式方面**: 国内头部企业持续提升产品功能性和营销资源壁垒, 重视电商发展和供应链建设。产品上, 各品牌加强研发投入、设立研发中心提高产品功能性, 同时紧随趋势通过 IP 联名、时装周等方式赋予产品时尚属性。品牌营销方面, 各企业通过体育赛事和体育明星等稀缺营销资源强化专业形象, 并结合娱乐明星、综艺赞助、新媒体传播等多元营销方法, 全方位捕获流量; 2) **特色化发展路径方面**: 与国际龙头聚焦核心品牌、核心城市的策略不同, 国内运动服饰品牌定价相对亲民, 以性价比优势实现渠道充分下沉, 并通过打造品牌矩阵、借势国潮深耕品牌、渠道精细化等方式实现多元特色化发展模式。渠道及上游合作方面, 国际品牌主要通过上下游龙头合作实现中国市场的快速扩张, 生产几乎全部外包成本较低的中国和东南亚, 下游经销渠道依赖合作商滔博、宝胜等。国内企业因本土优势和地缘优势, 生产为半自产半外包的形式, 下游渠道通过与经销商全方位合作进行精细化管理, 提升店效驱动营收。

图表 25 国内外运动服饰龙头企业发展模式对比

	生产	产品	品牌	渠道市场	供应链
国际市场	生产集中于东亚、南亚	几乎全外包 <b>功能性</b> (鞋类是科技核心, 服饰着力于面料) <b>高价格, 限量款</b>	<b>专业营销</b> (赞助赛事、明星代言) <b>多元营销</b> (时装周、新媒体、直播带货等)	提升店效 数字化布局	模式发展成熟, 合作下游龙头 制度流程优化
国内市场	半自产半外包, 地缘优势明显	<b>时尚性</b> (IP联名) <b>性价比高, 国潮兴起</b>	<b>聚焦主品牌</b> <b>分流</b> (安踏、特步多品牌矩阵, 李宁、361度聚焦主品牌) <b>布局高端品牌、童装市场</b>	经销为主, 细分下流。当前主流策略为开大店, 精细化管理提升店效	信息化管控

国内龙头积极借鉴国际经验, 掌握核心壁垒并不断强化, 并结合自身开拓多元特色化发展路径

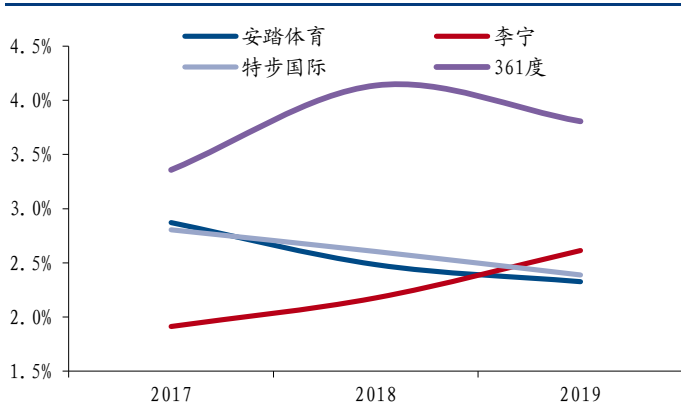
资料来源: 华创证券整理

### (一) 行业经典模式: 对标龙头师长技, 木之长者固其根

#### 1、产品端: 技术迭代深化壁垒, 年轻潮流时尚赋能

**科技功能性赋能构筑产品核心壁垒, 技术迭代助推产品升级。**对标国际运动服饰龙头品牌耐克和阿迪达斯, 二者注重研发创新, 技术积淀深厚, 形成运动服饰行业强大的技术壁垒。国内运动品牌效仿国际龙头品牌, 持续提升产品科技力, 建立实验室和研发中心, 不断挑战耐克和阿迪达斯技术水平。具体来看, 1) 安踏体育: 安踏产品研发投入比率逐年上升, 目前研发费用率为 2.3%。安踏已在福建省晋江设立科学实验室, 在美国、日本和韩国等地设有设计办公室, 助力产品研发设计。2) 李宁: 李宁品牌蕴含运动 DNA, 强调产品运动专业属性, 推出“李宁䨻”轻弹科技, 旨在打造比肩世界一流的专业跑鞋矩阵。公司在篮球运动领域同样表现出色, 为 CBA 联赛球员提供顶尖运动装备, 解决运动员职业赛场需求。3) 特步国际: 特步专注跑鞋领域, 拥有国内唯一的跑步专属研究中心, 将跑鞋科技分为专业、普通、初级三个领域, 针对性的研发跑步科技。4) 361 度: 公司在科技研发方面持续投入, 2019 年在 QU!KFOAM 的基础上, 成功发布鞋底 Q<sup>3</sup> 科技平台, 这一平台将提升全品类科技功能。

图表 26 各品牌研发费用率 (%)



资料来源: 公司财报、华创证券

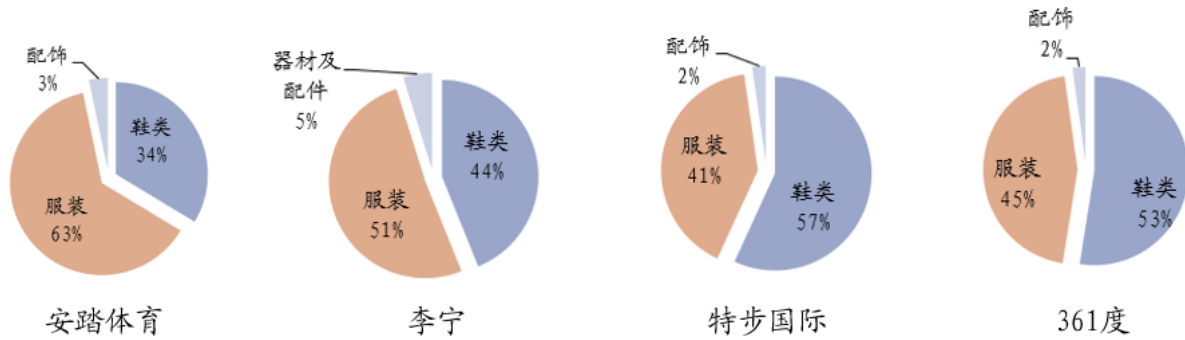
图表 27 各品牌建立生物力学实验室和研究所



资料来源: 新浪网、新华网、华创证券

运动行业产品的功能性主要体现在运动鞋和服饰面料方面，各企业营收主要来自于服装和鞋类，安踏服装 2019 年达 63%，李宁和 361 度服装和鞋类收入基本持平，特步专攻跑鞋领域，鞋类占比达 57%。各企业加大对鞋类和服装产品功能性的提升，形成多项成果，构筑产品壁垒。

图表 28 各品牌按品类营收占比 (%)



资料来源：公司财报、华创证券

鞋类科技方面，鞋是各项运动的必需品，鞋底刚度、鞋面的透气度、舒适度等直接影响运动表现。各品牌均形成多项成果，安踏李宁注重细节设计，提升鞋类全方面性能，特步专注跑鞋成果显著。

图表 29 国内运动品牌主要鞋类科技成果

品牌	鞋类科技	功能
安踏	闪能科技	兼具缓震与回弹两种性能。运动过程中有效减少落地冲击力，并转化为运动的驱动力，提升运动表现
	菱足科技	使用菱形鞋钉，令各方向受力均衡，能够完成横向急停变向，也能够纵向加速中提供足够的动力
	弹力胶	由环保物料制成，具有良好抗压缩变形能力和反弹性，能加强稳定性
	易弯折功能	有助于令前掌弯折时更舒适容易
	扭转技术	多向弯折设计，能增加鞋中底部的柔软度，以及提升舒适性
	呼吸网	采用时下最流行的编织技术，一体成型的帮面结构能将脚面牢牢地包裹在鞋内，让跑鞋更贴合双脚，带来更舒适的穿着体验。它亦采用大量透气孔设计，鞋面不同部位的编织有疏有密，大大优化跑鞋的透气功能。更重要的是，第三代 A-WEB3.0 呼吸网带来比第二代更佳的散热和透气功能
	防侧拐装置	鞋底前掌外侧支撑结构，可降低扭伤风险
李宁	Water Shell	鞋面应用防水材料及防水接缝技术，提供良好的防水功能
	Cool Shell	全方位解决运动中脚步温度上升
	李宁弦弓	具有良好的减震、回弹效果，是全球鞋产品最优结构减震之一
	李宁弧	提供减震效果，加快提供反弹力，改善压力分布，稳定运动步态，提升灵活表现
	李宁弓环	减震、反弹效果明显，满足穿着者局部减震、反弹需求
	李宁云	储存缓震时的冲击力，并转化为回弹时的能量，形成高效能量循环体系，具备柔软轻量的特性
特步	AIR MEGA	应用气囊系统环绕部分或整个鞋底，带来柔软而具支撑性的缓震效果。
	Soft Pad	特步与陶氏化学公司合作研发的一种重要鞋垫技术，透过全方位贴合脚型，带来记忆海绵般的舒适感。
	DYNAMIC FOAM	使用环保 ETPU 发泡技术，与传统 EVA 泡沫相比，能提供更高回弹能力及压缩耐受性。
	动力巢	使用新综合高弹性 EVA 泡沫，缓震同时提供柔软回弹体验。
	REACTIVE COIL	利用特步品牌 DNA 镂空结构缓震技术提供前所未有的轻量及实时缓震体验。
361 度	QU!KFOAM	超出以往 EVA 30% 的回弹量，实现鞋垫舒适、中底缓震与下中底稳定，实现回弹稳定与能量支撑
	鞋底 Q3 科技平台	支持跑步、综合训练、篮球、城市生活等全品类产品的性能提升，可以赋予产品恰到好处的科技功能和

	世界级的质量
零感针织	减轻跑鞋质量，提升脚感
bound 技术	轻质缓震，减轻足部负担，穿着更省力

资料来源：公司官网、公司年报、华创证券

服装科技方面，安踏李宁相对领先，服饰面料的透气性、防水抗菌性、保暖性、散热性等均形成领先技术成果。

**图表 30 国内运动品牌主要服装科技成果**

品牌	服装科技	功能
安踏	有机棉	在天然环保过程中种植生产，有更好的透气性，感觉柔和舒适，无刺激，适合人体的肌肤
	SORONA 独特分子	具有良好的回弹性能，纤维沟槽截面赋予天然的吸湿排汗功能，色彩鲜艳，不易褪色
	合体剪裁科技	根据人体体型特征进行立体剪裁，达到运动与时尚之完美结合
	能量盾	将含银抗菌纱线与能量科技完美结合，释放远红外线及抗菌因子，有助于保护肌肤不受细菌侵害，保持服装清新，提升运动表现力抗菌科技
	抗菌科技	能够抑制细菌在织物上生长，保持衣物持久清新吸汗速干科技(A-COOL)有助保持干爽与舒适，提高运动表现
	智能窗	服装局部使用特殊物料，该材料采用特殊技术处理的纱线，受人体湿气变化而自动调节纱线之间的组织结构形状，在运动出汗时可有效提高透气性，保持穿着舒适度
李宁	AT PROOF WIND	防水透湿
	WARMAT	使用新型暖绒材料，保暖性能好
	AT-BACTERIA	消除异味，保持清爽，抗菌
	WARM AT ECO	对咖啡渣回收利用，防止热量流失，升温更快
	AT DRY	吸湿排汗
	LITE AT	采用更轻更薄面料，减少活动负荷
特步	释冰科技	纳入快速导热、散热技术，提供冰感舒适
	酷干科技	透气排汗、保持干爽舒适
	热能科技	提高保暖性能
	XTEP-SHIELD	放水、抗 UV
	XTEP-COMFORT	提高运动舒适性
361 度	“锌”抑菌科技	抑菌抗菌

资料来源：公司年报、公司官网、华创证券

**紧随时代趋势及国际龙头时尚转型步伐，聘请知名设计师+IP 联名赋能时尚属性，产品年轻潮流化趋势凸显。**随着年轻群体成为国内运动服饰市场消费主力，运动产品的个性化时尚化属性成为消费时的关注焦点。效仿国际品牌阿迪达斯、耐克的时尚化转型，国内品牌通过知名设计师合作、跨界联名等方式助力产品时尚化转型。1) 安踏聘请阿迪达斯创意总监 Robbie Fuller 参与 KT1、2 的改进，并且聘其为 KT3 设计师。为庆祝可口可乐诞生 133 周年，安踏与可口可乐携手推出多款联名鞋款，并与其他诸多品牌跨界合作推出的产品反响较好。2) 李宁：2018 年李宁登上纽约时装周，打破传统刻板印象，向时尚化转型逆袭。李宁与人民日报、红旗汽车等品牌合作打造怀旧情怀，与 GAI、Rice Ross 合作利用明星流量效应，与 XLARG 合作追随潮流，在提高销量的同时也提高了品牌调性。3) 特步和 361 度紧随其后。特步在《大黄蜂》上映期间推出“变形金刚”系列，361 度的高达系列发售当天 1 秒售罄，联名之风掀起热潮。



图表 31 国内运动品牌合作联名案例

品牌	联名 IP	产品示例
安踏	可口可乐、故宫、冬奥会、复联 4、雪碧、卫龙、山东鲁味、花木兰、七龙珠、NASA、漫威、OPENING CEREMONY、STASH	 
李宁	红旗汽车、故宫、敦煌博物馆、人民日报、米奇、玩具总动员、张弛、GAI、XLARGE、Atmos、X-girl、OG SLICK、Rick Ross、宝马 X2、EDG	 
特步	SMILEY、猫和老鼠、拳王阿里、A.FOUR Labs、蝙蝠侠、变形金刚、中国新说唱	 
361 度	高达、穿越火线、百事可乐、小黄人、天津手表厂、Staple Design	 

资料来源：腾讯网、搜狐网、公司官网、公司财报、华创证券

## 2、品牌营销：专业&多元齐发力，追随龙头塑品牌

专业营销方面，各品牌营销持续发力，安踏李宁相对领先，逐步涉足国际营销资源。国外运动龙头企业耐克和阿迪达斯掌握世界顶级体育营销资源，国内运动品牌正努力打破国外龙头企业构筑的专业营销壁垒。安踏和李宁作为国内运动龙头品牌，掌握国内顶级营销资源，在大型赛事、国家队的赞助权和知名体育明星的代言方面相对领先。安踏在体育赞助方面更胜一筹，赞助 2020 年东京奥运会、2022 年北京冬奥会残奥会等顶级体育赛事，同时赞助了 27 支中国国家代表队，李宁赞助的中国国家队数量上不及安踏，但队伍实力强劲。安踏和李宁同时也在争取国际体育营销资源，安踏与知名 NBA 球星克莱·汤普森、戈登·海沃德等合作，李宁也与 CJ 迈克勒姆、韦德达成合作，并与韦德合作推出的韦德之道，市场反应效果较好。特步主营跑鞋品类，多赞助马拉松等跑步类赛事，重视与田径名将的合作。361 度在体育营销方面持续发力，与各领域的诸多体育明星签约，并且与 18 支国家队签约。

图表 32 国内运动品牌专业营销资源

品牌	类别	具体情况
安踏	体育赛事	2020 年东京奥运会、2022 年北京冬奥会残奥会、2020 年洛桑青年奥运会、2022 年达喀尔青年奥运会
	赞助队伍	27 支中国国家代表队
	体育明星	张继科、王皓、刘诗雯、邹市明、郑智、克莱·汤普森、戈登·海沃德、拉简·隆多和路易斯·斯科拉
	娱乐明星	关晓彤、光希、黄景瑜
李宁	体育赛事	CBA 联赛、杭州马拉松赛事
	赞助队伍	中国羽毛球队、中国乒乓球队、中国体操队、中国射击队、中国跳水队
	活动	国庆 70 周年大阅兵群众方阵、第七届世界军人运动会中国代表团运动装备独家合作伙伴
	体育明星	(篮球) CJ 迈克勒姆、韦德；(羽毛球) 印度女单辛杜、马来西亚混双陈炳顺/ 吴柳莹、日本男双渡边勇大
特步	娱乐明星	华晨宇
	体育赛事	中国马拉松合作伙伴、河内马拉松、52 场中国内地马拉松和跑步赛事、特步企鵝跑
	娱乐活动	天天向上、这！就是街舞、明日之子、男生女生向前冲
	体育明星	(篮球) 林书豪、(短跑) 许周政、(马拉松) 董国建
361 度	娱乐明星	谢霆锋、TWINS、潘玮柏、蔡依林、桂纶镁、韩庚、李易峰、赵丽颖、林更新、景甜、汪东城、乐华七子
	体育赛事	9 项马拉松跑步赛事、2019-2020 《穿越火线》CFPL 及 CFML 电竞赛事、荷兰哈勒姆 Grachtenloop、荷兰哈勒姆 HalvevanHaarlem
	赞助队伍	18 支国家队、国家体育总局备战 2022 北京冬奥会训练
	体育明星	(游泳) 孙杨、李冰洁、刘湘等 5 名游泳运动员；(跑步) 付文国、关思杨等十余名跑步运动员；(篮球) 考特尼·福特森、吉默·弗雷戴特、阿隆·戈登和可兰白克·马坎及铁人三项、田径、足球、拳击等其他



## 项目运动员

娱乐明星 任嘉伦、谭维维

资料来源：公司官网、公司财报、华创证券

**多元营销全方位捕获流量，新媒体& KOL 带货渐成趋势，走上时装周赋能时尚属性，品牌力全面拉升。**除专业体育营销外，各品牌积极以多元营销方式引流，一方面坚持传统的明星代言、广告、大型活动等方式持续提升品牌力，另一方面各品牌紧随时代潮流，布局新媒体和 KOL 带货等新型营销方式。具体来看，**1) 传统营销方式：**选择国民度较高的明星作为代言人，从而打造品牌定位大众的形象，拍摄走心广告片和微电影等提升品牌内涵；近年来综艺节目火爆，各品牌纷纷赞助热门综艺提升知名度；**2) 新型营销方式：**近年来，微博、抖音、小红书等聚集大量年轻客户群体，容易制造话题且可节约营销费用，提高营销效果。安踏女子力在抖音发起#谁还不是个冲动天使#话题，吸引众多热爱健身的冲动女孩加入；李宁韦德中国行活动开战时，团队在短时间内将“2017 李宁韦德中国行”这一话题推至热门，微信也针对这一主题实现一系列精准推送；特步利用抖音及时更新代言人乐华七子的特步宣传活动；361° 联合快手 APP 选出了一名粉丝成为亚运火炬手。KOL 带货方面，明星、网红大 V 等意见领袖在品牌选择中起着重要的引领作用，KOL 为品牌背书能够将粉丝基础转化为购买力，直接实现销量提升的效果。KOL 不仅在社交媒体宣传，并且在平面拍摄、街拍、参加综艺节目时均进行穿著，增强了粉丝对品牌的好感度；**3) 时装周赋能时尚属性拉升品牌力：**2018 年起国内运动服饰品牌开始登上时装周，李宁在纽约时装周后“中国李宁”引起广泛关注，成功重塑品牌形象，引领国潮兴起。安踏紧随其后，2019 年特步和 361 度紧随其后，利用契合品牌定位以及中国特色的主题深化品牌内涵，助力产品转型时尚并进一步提升品牌力。

图表 33 各品牌多元营销方式对比

营销方式	安踏	李宁	特步	361 度
娱乐明星代言	关晓彤、光希、黄景瑜、王源、高圆圆、马思纯	华晨宇	谢霆锋、TWINS、潘玮柏、蔡依林、韩庚、李易峰、赵丽颖、林更新、景甜、汪东城、乐华七子等	任嘉伦、谭维维
广告营销	与帕奎奥、张继科拍广告片	“老地方，等你”广告片	“燃烧吧女子力”广告片	枪鞋主题微电影
活动、综艺赞助	FILA 赞助综艺《24 小时》	国庆 70 周年大阅兵群众方阵、第七届世界军人运动会中国代表团运动装备独家合作伙伴	天天向上、这！就是街舞、明日之子、男生女生向前冲	中国新声代
新媒体营销	安踏女子力在抖音、小红书等平台发起#谁还不是个冲动天使#话题	李宁团队将“2017 李宁韦德中国行”这一话题推至微博热门，微信实现一系列精准推送	抖音更新代言人乐华七子的特步宣传活动	联合快手 APP 上传带有“亚运火炬手”的视频，一名粉丝成为亚运火炬手
KOL 营销	鞋头红人 AM 杆司令穿著漫威鞋款参加 Sneaker Con	国外网红贝拉身着李宁；蔡依林、周渝民、黄景瑜、张韶涵等明星均在生活或拍摄中穿著李宁牌产品	韩庚穿特步 T 恤和大白鞋	为代言人李子成打造 3 场线上直播，李子成小白跑步课堂宣传 Q 弹超跑鞋产品
时装周	1) 2018 年秋冬上海时装周，联合设计师 RICO LEE 打造“赛博朋克”主题；2) 2019 年安踏 KIDS 参加纽约时装周，与纽约潮牌 Opening Ceremony 跨界合作“顽家·源”系列	1) 2018 年纽约时装周推出“悟道”系列；2) 2019 年纽约时装周“行”主题推出“城市漫游者”、“自然徒步者”和“旅程探索者”三大系列；3) 2020 年巴黎时装周“三十而立”主题推出成龙联名胶囊服饰	2019 年伦敦时装周联合英国设计师品牌荷兰屋，以“跑出位”的主题，命名为“城市跑者”系列。	2019 年春夏上海时装周以“透明舞台”为主题

营销方式	安踏	李宁	特步	361度
活动示例				

资料来源：各品牌官网、搜狐网、新浪财经、凤凰网、北京商报、数英网、腾讯视频、爱奇艺、新浪视频、华创证券

### 3、供应链：双管齐下持续优化，护航品牌规模经营

**模式优化及信息化提效双管齐下，全面提升供应链管理能力和品牌规模扩张。**供应链为产品、资金和信息的集成，是品牌实现规模化的壁垒之一，强供应链管理能力和品牌规模扩张、库存水平合理、资金流正常周转等至关重要，国际龙头企业耐克和阿迪达斯重视供应链数字化，持续提升运营效率，因此供应链为各品牌规模进一步扩张的重要一环。国内品牌从制度流程和信息化水平两大方面全面提升供应链管理能力和品牌规模扩张。在运动服饰整体景气的行情下品牌规模进一步扩张。

具体来看，**1) 安踏体育：**自建物流中心，打造 SAP 平台重构新一代数字化引擎，实现订、供、产、销业务链条的贯通，2018 年试运行的一体化产业园以大数据为支撑，提高产品设计水平和物流效率；**2) 李宁：**将物流、配送、大部分生产外包，构建快速反应直接零售平台，有指导性的订货（A+）+快速补货（QR）+快速反应（QS），实时预测市场需求并分配产品，实现补货、集中物流、交换和订单退货流程的自动化，从而实现标准化运营。同时，李宁加大供应链软件设施投入：打造智能化仓库、部署 infor WMS 仓库管理解决方案、引入 ERP 系统、推广 MIS/POS 系统、采用 SAP 的 R/3 系统，全面提高供应链管理效率；**3) 特步国际：**实现 ERP 全覆盖，建设物流园区，加快物流自动化步伐，缩短交付周期并加快补货流程。订货模式方面，特步实施 1 年 4 季订货会模式，每季分 3 阶段发货，第三阶段根据以往销售情况调整发货速度，从而提高产品售罄率；**4) 361 度：**与知名电商平台公司合作，2018 年推出物流优化管理方案，缩短分销商向零售商交付订单的时间，快速响应市场需求变动，提高存货管理水平，得到分销商和授权零售商的正面反馈。

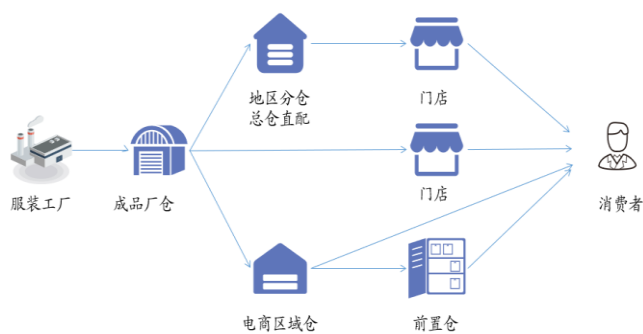
图表 34 各品牌供应链优化措施对比

优化方向	安踏	李宁	特步	361 度
流程制度	自建物流中心，外包干线运输，第三方负责末端门店配送	外包物流和配送业务，生产方面产能基本外包	1) 2019 年建物流园区；2) 实施 4 季订货会模式，每季分 3 阶段发货，第 3 阶段根据销售调整发货速度	与知名电商平台合作，零售层面推出物流管理优化方案，分销商和授权零售商反馈较好
作用	支持全渠道配送，提升物流配送速度，到店时间从平均 35 天压缩到最快 48 小时	形成利益共享体，抢占市场先机，提高物流运作效率，完成供应链整体升级。	1) 工厂到零售店实现直接派送，缩短交付周期加快补货流程；2) 提高售罄率	缩短分销商向零售商交付订单的时间，从而快速响应市场需求变动，提高存货管理水平
信息化水平提升	1) 2019 年 4 月与 IBM、SAP 合作，2020 年 1 月完成安踏集团品牌端、零售端、工厂端的 SAP 平台；2) 2018 年试运行的一体化产业园	1) 快速反应直接零售平台；2) 加大供应链软件设施投入，布局智能化仓库管理、infor WMS 仓库管理解决方案、ERP 系统、MIS/POS 系统、SAP 的 R/3 系统等	ERP 系统实时监控店铺数据	ERP 替换为更具扩展性的 SAP 平台，OA 替换为协同性、集成性、扩展性较高的泛微，产品研发管理引进一家更加专业、更具开放性的行业 PLM 系统，以及 CRM 等系统
作用	1) 重构基于多品牌、多业态、多业务模式下的新一代数字化引擎，实现订供产销业务链的贯通，融合不同品牌渠道，	1) 实时预测市场需求并分配产品，加快交货速度提高库存销量，实现补货、集中物流、交换和订单退货流程的	依据消费者需求生产、发货、打折，甚至可以提出开设或关闭店铺的建议	传统信息化提供产品工艺，现代信息化关注用户需求和体验。两者互为补充，相互依存，共同支撑企业的持续发展

优化方向	安踏	李宁	特步	361 度
	推动终端零售业务快速接入 SAP S/4HANA 平台；2) 以大数据为支撑，研发团队可及时设计迎合市场的产品，生产团队及时配置最优生产资源	自动化，从而实现标准化运营；2) 打破生产与物流分割状态，弥补 ERP 零售数据的缺乏，提高供应链管理效率		

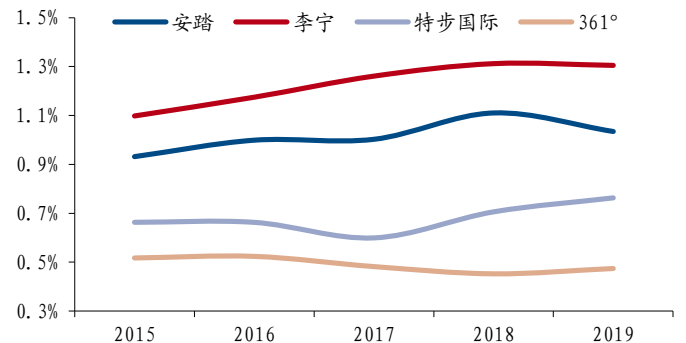
资料来源：公司年报、联商网、搜狐网、晋江新闻网、新浪网、亿邦动力网、华创证券

图表 35 安踏供应链模式



资料来源：联商网、华创证券

图表 36 品牌商总资产周转率提升（%）



资料来源：wind、华创证券

## （二）多元特色化道路：因地制宜寻突破，继往开来前路明

### 1、构建品牌矩阵：全覆盖横向扩张，安踏首行领风骚

**打造品牌矩阵挖掘新兴增长点，安踏打造成功引领行业发展。**服装行业中单品牌往往定位某一年龄段、价格带、性别或消费场景等细分领域，极易触及天花板，因此多品牌战略为很多服装企业扩大规模的首选。通过对耐克和阿迪达斯的品牌矩阵演化的深入分析，我们认为，对于多品牌运营，前期品牌定位和后续运营投入、公司的管理水平至关重要。国际运动龙头品牌耐克和阿迪达斯在 21 世纪初打造多品牌矩阵，后因定位及后续运营等问题陆续剥离子品牌，聚焦主线深耕主品牌赢得二次发展。因此，多品牌横向扩张应关注差异化协同定位和后续高效的运营，单品牌发展应持续深耕，打造品牌特色和文化。与国际龙头品牌目前的聚焦方向不同，国内运动企业品牌发展方向出现分化，安踏和特步打造品牌矩阵，形成全消费阶层的覆盖横向扩张；李宁和 361 度深耕主品牌，李宁充分利用国潮属性实现品牌力提升和年轻化转型，获得二次发展。



图表 37 安踏品牌矩阵



资料来源：公司年报、天猫旗舰店、华创证券

图表 38 特步品牌矩阵



资料来源：公司年报、天猫旗舰店、华创证券

## 1) 安踏

品牌矩阵横向扩张发展成熟，布局高潜力童装赛道，各品牌协同发展拓宽辐射范围。安踏主品牌于 1991 年成立，定位大众休闲运动服饰，2009 年为了向运动时尚化转型，安踏收购了 FILA 中国业务，这成为安踏布局高端品牌构建品牌矩阵的开局。随后，为了填补在大众品牌和高端品牌之间的空白，耐克在 2015 年收购了 SPRANDI，定位中端运动时尚品牌，不断渗透新型中产阶级的生活。2016 年耐克在中国大陆独家经营 DESCENTE，专注具备功能性和专业性的体育产品，进一步拓展中国高端运动服饰市场。2018 年安踏收购 AMER SPORTS，这是安踏真正意义上的全球化收购，这意味着安踏开始拓展国际市场。**童装方面：**在二胎政策普及、儿童消费占比的提升的背景下，童装细分市场发展较好。公司于 2008 年推出安踏儿童开始布局童装赛道，定位 0-14 岁大众儿童，2015 年起加快童装市场的布局，先后成立 FILA KIDS、收购 KINGKOW 布局中高端儿童市场，形成对童装行业年龄段和价格带的全面覆盖。安踏已形成对高景气的大众运动休闲、运动童装、时尚潮流运动、冬季运动、户外运动等全方位的品牌布局，通过线下门店、电商、海外市场全面拓宽辐射范围，实现全价格带、全年龄段、多消费场景的规模布局，以斐乐为代表的新兴品牌发展潜力较大，有望促进营收进一步增长。

图表 39 安踏品牌矩阵形成过程

品牌类型	品牌	发展情况
大众品牌	安踏 (FY2019 同增 21.8%，占比 51.43%)	1991 年成立安踏品牌，定位大众运动，专注提供高性价比的功能性体育产品 2008 年成立安踏儿童品牌，定位 0 至 14 岁大众儿童，继续拓展具高增长潜力的儿童体育用品市场
	SPRANDI	2015 年收购 SPRANDI，中端运动品牌，开设更多实体店及电商平台，业务不断拓展
中端品牌	KINGKOW	2017 年收购 KINGKOW，定位 0 至 14 岁中高端儿童服饰市场，与安踏儿童产生协同效应
	FILA (FY2019 同增 73.9%，占比 43.53%)	2009 年收购 FILA 中国业务，定位高端运动服饰市场，积极拓展该品牌在各地区的业务 2015 年成立 FILA KIDS，定位 3 至 15 岁高端童装市场，保持增长 2017 年开设独立 FILA FUSION，定位 15 至 25 岁高端潮流年轻消费群体
高端品牌	DESCENTE	2016 年在中国大陆独家经营 DESCENTE，定位高端体育产品，专注快速增长的冬季体育运动市场，力争把握冬季运动商机
	KOLON SPORT	2017 年子公司 ANKO 与 Kolon Sport 成立合资公司，拓展高端时尚户外运动服饰市场
	AMER SPORTS	2018 年收购 AMER SPORTS，重点发展，推进全球化进程

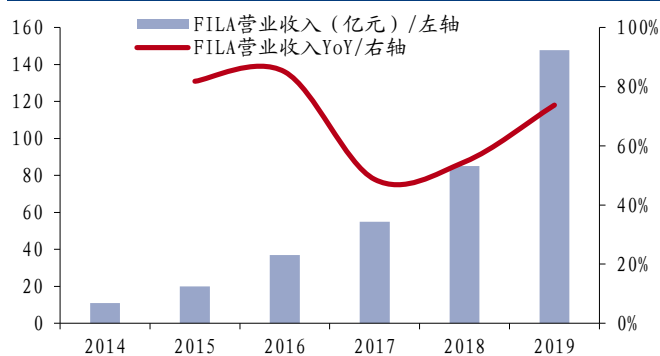
资料来源：公司官网、公司财报、搜狐网、亿欧网、华创证券

**FILA：安踏品牌矩阵打造的第一步，定位运动休闲空白市场逆境重生。**FILA 品牌 1911 年成立于意大利，2005 年 FILA 进入中国市场，2007 年百丽国际花费 4800 万美元收购 FILA 品牌中国区所有权，后经营不善出现持续亏损，

2009年将FILA中国区权益转让给安踏集团。安踏体育接手FILA后对其进行全新定位,选中运动休闲细分空白市场,将品牌定位与消费者需求相契合,2014年FILA扭亏转盈,此后FILA快速发展,目前已在中国拥有超过1200家门店,旗下设有FILA、FILA KIDS和FILA FUSION多个品牌,2019年为安踏体育贡献近148亿元的营业收入,同增73.9%,营收占比43.5%,领跑市场,转亏为盈逆地重生。

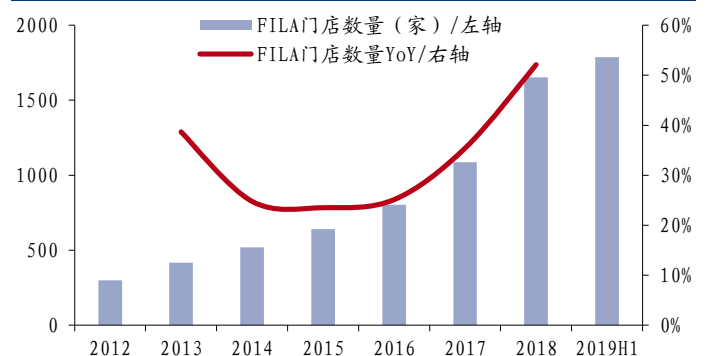
我们认为,FILA成功的原因主要为:1) **运动时尚定位**。安踏将FILA定位成高端时尚运动品牌,在设计上将时尚元素与运动风相结合,主动进入运动时尚这一蓝海市场,这与当时国内运动品牌的大众定位,和国外运动品牌的功能性定位相区别,形成了时尚性的差异化定位,满足了年轻消费者追求运动时尚性的需求;2) **高效直营渠道**。FILA采用全直营模式,虽然运营成本大大提升,但对终端有非常强的控制力,极大提升了终端的运营效率。同时能够获得直接销售数据,实现对消费者购买行为的快速反应;3) **营销资源投入**。与安踏一样,FILA也同时进行体育营销与娱乐营销。FILA是2019-2021中国网球公开赛独家运动服鞋官方合作伙伴,也签约了王源、黄景瑜、高圆圆、马思纯、光希等娱乐明星,也曾赞助过综艺节目《24小时》等,迅速提升品牌知名度。

图表 40 FILA 收入快速提升 (亿元, %)



资料来源: 安踏体育年报、华创证券

图表 41 FILA 门店数量快速扩张 (家, %)



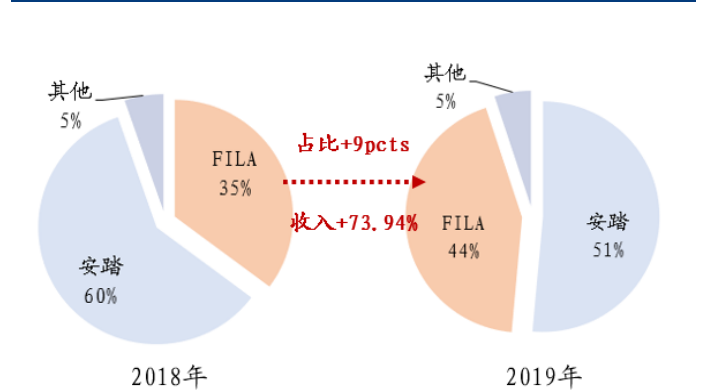
资料来源: 安踏体育年报、华创证券

图表 42 FILA 产品介绍



资料来源: 天猫旗舰店、华创证券

图表 43 FILA 营收占比快速提升 (亿元, %)



资料来源: 公司财报、华创证券

## 2) 特步

主品牌深耕跑步领域,增设专业品牌和时尚品牌填补高端市场空白,初步实现矩阵打造,后续运营得当或可挖掘新兴增长点。与安踏的全品类矩阵打造不同,特步实施差异化定位,专注跑步这一细分领域。主品牌特步于2001年成立并长期深耕,2019年公司新增专业品牌和时尚品牌,从产品功能性和时尚性方向打造多品牌矩阵。专业品牌方面增设迈乐和索康尼两个品牌,分别定为专业户外休闲和跑鞋。时尚品牌方面收购盖世威和帕拉丁两个品牌,定位高



端运动服装。两种品牌类型提升了公司跑步和户外领域的专业性、功能性和时尚性，填补了高端市场的空白，大众定位的主品牌形成互补。目前，特步的新进品牌仍处于初步发展与调整期间，帕拉丁在香港和台湾拥有 29 家自营店，盖世威在亚太拥有 40 家自营店，索康尼和迈乐的天猫旗舰店虽然已经开业但特步还未推出线下实体店。2019 年特步主品牌营收占比达 94.18%，其他品牌占比不足 10%，且各品牌的毛利率低于主品牌，后续运营得当或可挖掘新兴增长点。

图表 44 特步旗下产品介绍

特步					
		199	159	69	69
迈乐	MERRELL				
		799	899	239	199
索康尼	Saucony				
		699	359	1299	499
盖世威	K-SWISS				
		969	943	1063	833
帕拉丁	PALLADIUM				
		378	418	88	98

资料来源：天猫旗舰店、华创证券

图表 45 特步各品牌营收占比及毛利率 (%)

项目	2018 年	2019 年
大众运动：特步收入（百万）	6,383	7,707
占比	100.00%	94.18%
毛利率	44.30%	43.80%
时尚运动：盖世威、帕拉丁收入（百万）	-	465.9
占比	0.00%	5.69%
毛利率	-	36.70%
专业运动：索康尼、迈乐收入（百万）	-	10.1
占比	0.00%	0.12%
毛利率	-	43.20%

资料来源：公司年报、华创证券

图表 46 特步品牌矩阵发展情况

品牌类型	品牌	发展情况
大众品牌	特步	2001 年成立特步品牌，大众品牌，深耕跑步领域，保持跑步领域领先地位 2012 年成立特步儿童，大众品牌，定位 3-14 岁高性价比童装，将对儿童业务拓展保持谨慎
专业品牌	Merrell（迈乐）	2019 年在中国内地、香港及澳门经营迈乐，专业户外休闲品牌，定位户外运动爱好者，2020 下半年将开设第一家独立店
	Saucony（索康尼）	2019 年中国内地、香港及澳门经营索康尼，专业跑鞋品牌，将在内地更高线城市开店
时尚品牌	K-Swiss（盖世威）	2019 年收购盖世威，高端时尚运动服装品牌，重点移至亚太区，制定五年计划，加速业务增长
	Palladium（帕拉丁）	2019 年收购帕拉丁，高端运动休闲品牌，定位青少年、年轻人，制定五年计划，加速业务增长

资料来源：公司官网、公司年报、华创证券

## 2、借势国潮：国潮风起迎春到，李宁借力引潮流

文化自信助力国潮兴起，新老品牌充分受益，李宁带动下运动服饰行业各品牌加码布局。近年随着传统文化回归、90 后成为消费主力、《中国有嘻哈》《诗词大会》等综艺节目的推广，使得国潮在各领域全面兴起。2018 年李宁初登纽约时装周后正式掀起国潮风，各行业消费市场的借力国潮成为潮流，国内消费者青睐欧美品牌的消费观念得到转变。同年中国品牌商品收入同比增幅高出国际品牌 14%，销量同比增幅高出 8%。在国潮的助力下，花西子、李子柒等新品牌快速创收，百草味、青岛啤酒等热门品牌借助国潮提升销量，百雀羚、回力、李宁等底蕴深厚的国产品牌实现逆袭。《2019 国货当潮白皮书》中表示服饰鞋履和美妆护肤是“国货当潮”的两大主力品类。就运动服饰行业而言，各品牌在李宁逆袭之后纷纷加码国潮布局，植入山水画、故宫、十二生肖等经典传统文化元素。阿里研究院发布的《2020 中国消费品牌发展报告》显示，李宁、安踏、特步、361 度、匹克、乔丹、鸿星尔克、回力成为中国运动国潮引领品牌。在国潮中，90 后人均国货消费第一，年轻群体成为主力军。

图表 47 各行业新老品牌在国潮中受益



资料来源: 搜狐网、华创证券

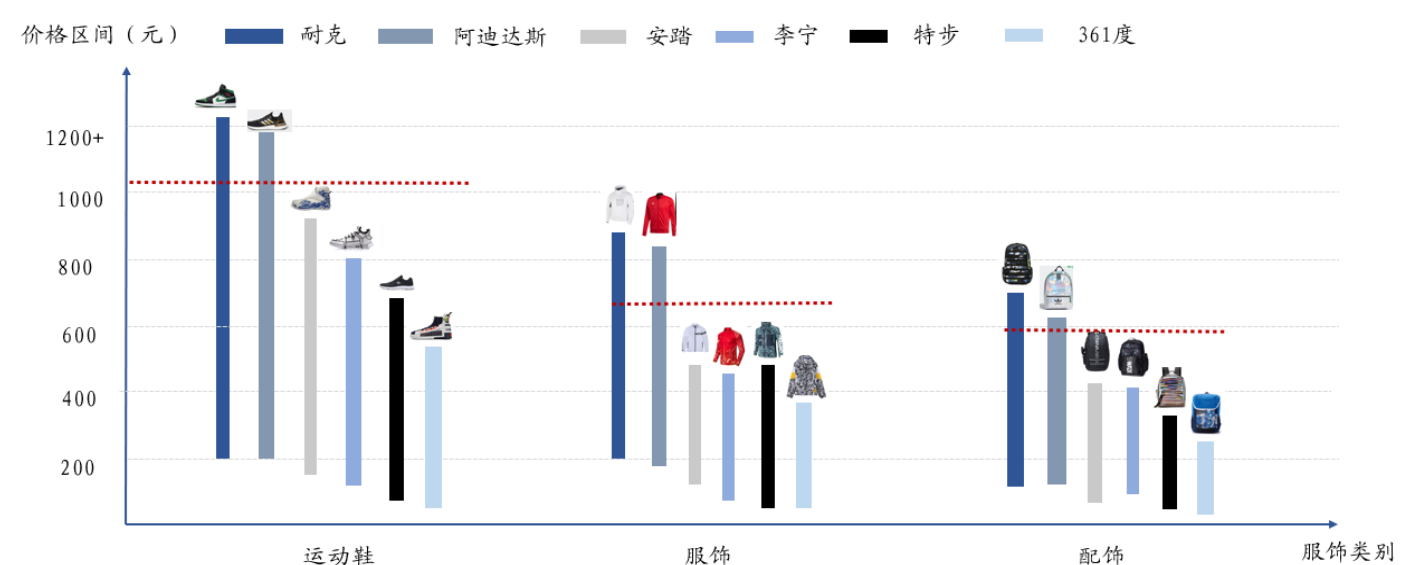
图表 48 运动国潮引领品牌



资料来源: 阿里研究院《2020 中国消费品牌发展报告》、华创证券

文化自信是支柱，潮流文化融入是关键，性价比优势突出，国潮优势有望持续。探究国潮兴起的原因，国潮是传统文化与时下潮流的融合，经济实力提升下文化自信的提升是核心，与时俱进融入潮流文化是关键。在我国经济实力增强、国际地位提升的背景下，国民对中华优秀传统文化的认同感增强，消费观受到影响，产品中融入的中国传统文化元素受到市场欢迎，对国产品牌期待层次更高，推动国产品牌意识的增强。国潮中受益的品牌不仅融合传统文化元素，也应用了国际化的设计理念，赋予传统国货潮牌气质，国货不再老气、低端，迎合消费者独特张扬的消费需求。同时，逐渐成为消费主力军的90后新生代消费者更加理性，不再一味追求国际大牌，更加看重性价比。就运动服饰行业而言，相比国际名牌耐克和阿迪达斯，本土品牌价格更加亲民。本土品牌产品定位国内大众，产品性价比优势突出。随着我国经济实力和国际地位的持续提升，国产品牌有望通过对传统文化和时尚潮流的融合设计占位消费者心智，以产品性价比抢占市场并逐步试水高端市场，以李宁为代表的国内运动服饰品牌有望形成相对于国际名牌的相对优势持续受益。

图表 49 各品牌产品价格对比



资料来源: 天猫旗舰店、华创证券

国潮领军品牌李宁: 李宁时装周一炮而红，产品品牌同时发力重塑新生。以借助国潮成功转型的李宁为例，李宁2018年初登纽约时装周，成为首个登陆国际秀场的中国运动品牌，以独具特色的中国文化一炮而红。时装周上，李宁以



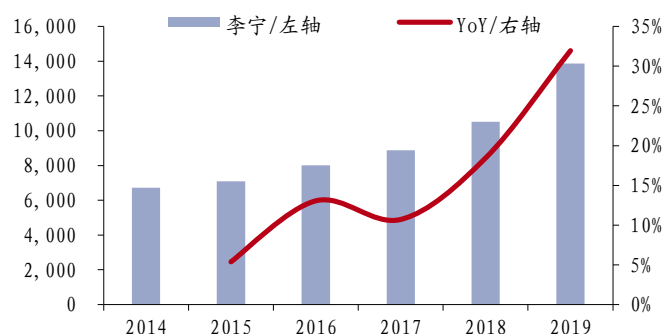
“悟道”为主题，采用中国李宁版本的“Box Logo”、李宁先生在体操赛场上的图像印花等为设计元素，将90年代中国复古风潮结合PVC长款羽绒、不规则剪裁卫衣等潮流款式，用运动视角表达对中国文化和现代潮流时尚的理解。2018年李宁营收同增18%，2019年继续延续快速增长态势。后续李宁继续通过产品、品牌营销、渠道形象等全方位的配合成功转型年轻潮流，将传统运动服饰转变为融合李宁特色的复古时尚潮服，与人民日报、红旗等知名品牌联名，利用双品牌效应，打造情怀营销。品牌宣传以三微一端（微博、微信、微视频和移动客户端）等新媒体为主。同时，李宁赞助国庆阅兵群众方阵服装，丰富品牌内涵。根据阿里研究院发布的《2020中国消费品牌发展报告》中，李宁成为中国运动国潮引领品牌第一名和热销外国货品牌第四名。未来有望借力国潮趋势和运动服饰行业的景气赛道延续快速增长态势。

图表 50 李宁参加时装周



资料来源：YOKA 时尚网、华创证券

图表 51 李宁营收快速增长（百万元，%）



资料来源：wind、华创证券

其他运动服饰品牌在设计中融入传统文化元素，同时保障产能性能和品质，借力国潮迅速占位消费者心智。安踏以中国水墨画为设计灵感，以“拨云见日”为理念，打造出“见日”、“见月”两款球鞋；特步与少林联合，传递全民运动的健康生活方式；361度推出建盏篮球鞋，利用其蕴含的茶文化属性激起好感度，也使中国传统工艺品生存空间得到拓宽；比音勒芬故宫宫廷系列将高尔夫皇家贵族上升与中国传统王朝时尚进行跨界创新，融合历史与设计，彰显中华传统文化。此外，匹克、乔丹、回力等品牌纷纷布局国潮。在借力国潮的同时，产品质量和产品功能同样具有保障。安踏的“见日/见月”跑鞋搭载缓震中底和中足碳板，能够满足专业跑者要求；特步将与少林深入合作研发，打造专业功夫训练鞋；361度建盏能够满足对抗性不强的消费者需求，但面对高强度的对抗仍有提升空间。

图表 52 主要运动品牌布局国潮产品示例



李宁 中国山水画    安踏 故宫元素    特步 山海系列    361度 建盏    匹克 人民日报    乔丹 哪吒    鸿星尔克 中国印章    回力 十二生肖

资料来源：搜狐网、天猫旗舰店、快咨询、华创证券

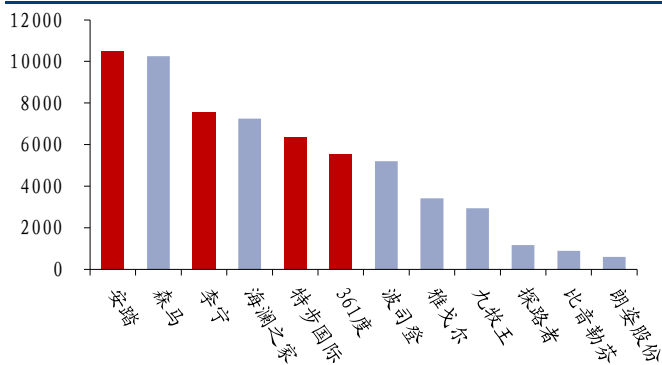
### 3、渠道端：深耕渠道提店效，电商势乘东风起

渠道及上游合作方面，国际品牌主要通过上下游龙头合作实现中国市场的快速扩张，生产几乎全部外包成本较低

的中国和东南亚，下游经销渠道依赖合作商滔博、宝胜等布局一二线等核心城市。国内企业因本土优势和地缘优势明显，大本营位于全球纺织制造中心中国，毗邻生产成本更低的东南亚，因此生产为半自产半外包的形式，下游渠道充分下沉，近年通过与经销商全方位合作进行精细化管理，提升店效驱动营收。

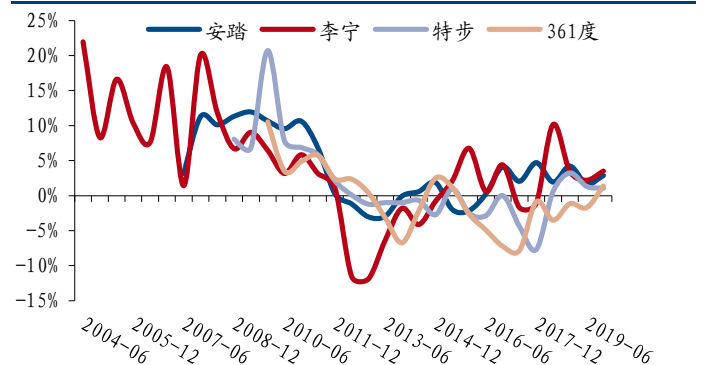
渠道充分下沉规模较大，2015 年各品牌起有节制地扩张线下门店。相比男装、女装等其他赛道品牌，我国运动服饰品牌发展相对成熟，终端门店数量规模较大，安踏/李宁/特步/361 度门店数量分别为 10516/7550/6379/5519 家，位居行业前列。不同于国际品牌特步和阿迪达斯集中于重点城市的门店分布特点，国内品牌以相对亲民的价格和产品品牌优势实现市场充分下沉，基本覆盖国内各地。经过 2012-2014 年行业调整后，运动服饰品牌渠道发展重点由速度转向质量，主要品牌商陆续关闭面积较小、经营不善的门店，严格控制门店的质量，行业渠道数量整体增速放缓。

图表 53 体育服饰终端门店数行业领先（家）



资料来源：wind、华创证券。注：波司登为 2019 年 3 月数据。

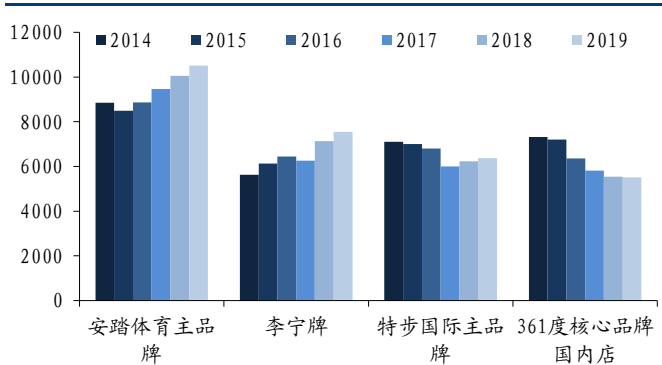
图表 54 国内体育服饰门店数量增速放缓（%）



资料来源：wind、华创证券

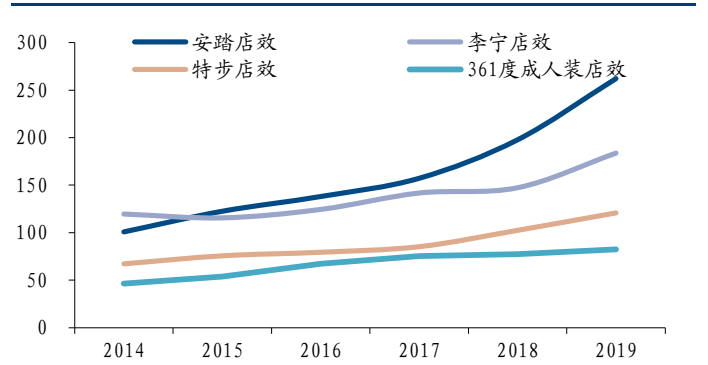
前期经销为主充分拓展市场，目前渠道趋于扁平精细化，大店、精细化管理是店效提升的重点。相对品牌商，加盟商对区域市场的地域特点和消费偏好了解程度更深，品牌商只需投入品牌和经营经验，便可以较低的成本快速实现规模扩张。国内运动品牌价格相对亲民，安踏、李宁等龙头企业前期已形成强大的品牌效应，因此前期凭借产品和品牌优势以经销渠道迅速拓展市场，规模效应显著。目前龙头企业渠道仍以加盟模式为主，但以安踏为代表的企业渠道管理日益趋于扁平精细化。

图表 55 国内运动品牌店铺数量变化（家）



资料来源：公司年报、华创证券。注：特步 2017 年店铺数量为估计值。

图表 56 各企业平均店效提升（万元）



资料来源：公司年报、华创证券。注：考虑到各企业经营情况，特步、361 度为主品牌门店口径；部分年份门店数据由估算得到。

1) 安踏渠道结构扁平化，管理精细化促进店效提升。安踏旗下 FILA 品牌因新品牌培育及定位相对高端等原因采用直营模式。其余均采用经销模式，主品牌安踏以经销为主。2013 年安踏取消渠道中间区域层级，并提出零售导向策略，大幅提升 ERP 覆盖率，从加盟商选择、订货品类、门店形象、绩效考核等多面参与门店管理。公司更加重视店铺位置、大小、效益和店内装潢等要素，对面积较小、效益较低的店铺进行整合，并积极升级门店形象，2007 年起



至今，安踏门店形象已从第五代发展到第九代，不断优化产品陈列，消费体验感持续升级，最新一代店面形象以数码化、年轻化、专业化为核心，效仿国际名牌营造沉浸式体验。此外，安踏根据不同门店不同品牌，做出更具差异化的品牌故事、价格和场景，从而实现更细致的精细化管理，专注提升店效水平。

图表 57 安踏渠道模式趋于扁平精细化



资料来源：公司公告、华创证券

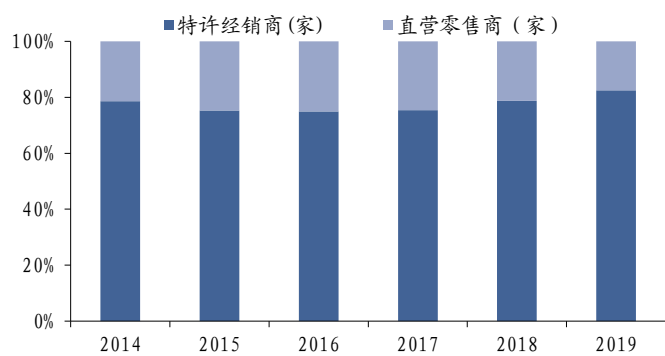
图表 58 安踏历代门店升级图



资料来源：搜狐网、华创证券

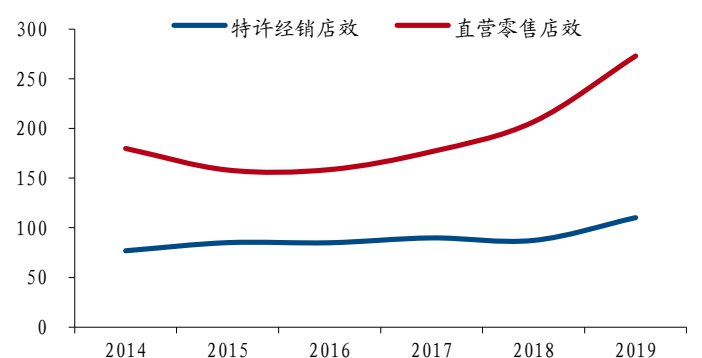
**2) 李宁渠道全覆盖，高效大店策略持续推进。**李宁目前已实现全渠道覆盖，渠道以经销模式为主。“中国李宁”时尚店、韦德主题店、标杆店、旗舰店等高端直营大店树立品牌形象，主要分布于国内各大核心城市核心商业区，设置专门运动顾问和时尚顾问提升服务水平。主力销售渠道为经销门店，商场街边常规店铺、羽毛球专营店等快速拓展市场放量。折扣店、工厂店主要用于清理库存，各层渠道互为配合。2019 年以来经销商积极扩大店面，推动单店店效的提升。同时，公司门店管理趋于精细化，推广 IT 系统的应用，与国内外视觉营销公司合作进行设计门店形象，增加年轻店员身着时尚系列配合转型。公司开发线上线下一体化培训体系“宁学堂”等培训系统，提高店员的零售技巧、产品相关知识，提振终端销售能力，推动店效提升。

图表 59 李宁渠道结构占比 (%)



资料来源：公司财报、华创证券

图表 60 李宁店效提升 (万元)



资料来源：wind、公司财报、华创证券

**3) 特步采用经销加盟模式，但由独家代理商实施直营。**特步积极推进渠道的扁平化，减少经销商层级，鼓励总代理商直营，扩大店面面积，普及 ERP 系统的应用。2019 年特步 6379 家店铺中，60% 由 40 家独家总代直营，负责新店店铺的资本开支。公司的事业零售管理团队负责店铺的选址布局、产品订购及价格以及员工培训等工作，加强对终端门店的控制力度。目前，公司 90% 的店铺已改为国际化运动风格布局，于核心商圈开设大店树立标杆引流，平建筑面积超过 110 平方米。公司推广零售管理 app “超级导购” 的应用，有效提升店铺员工的工作效率和专业程度。**4) 361 度渠道主要位于三线以下城市，未来有望向一二线升级。**361 度大多门店位于三线以下城市，以街头店铺为主。公司鼓励经销商和零售商关闭较小门店并升级门店形象到第八代，未来将在商场、百货店等地方开设规模更大的店铺。

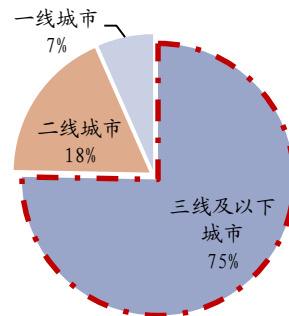


图表 61 特步国际化运动风格门店



资料来源：新浪网

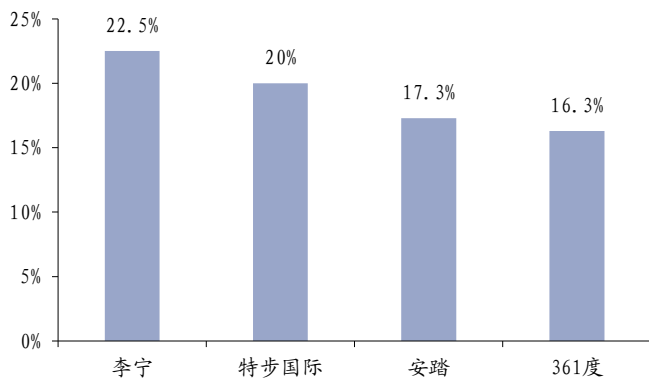
图表 62 361 度门店分布 (%)



资料来源：公司年报、华创证券

**线上渠道快速发展，疫情催化直播业态成熟。**电商渠道期初多为各品牌消化库存的平台，近年来年轻消费者持续向线上渠道集中，天猫、京东等传统电商和拼多多等社交电商快速崛起，为响应消费者的线上购物需求，各运动服饰品牌均加强电商渠道建设。疫情期间，线下门店受损，线上渠道快速发展，直播电商成为潮流，有效驱动营收。具体来看，1) 在电商平台方面，各企业主要通过天猫、淘宝、京东等大型电商平台和微信小程序及品牌官网开展电子商务业务。2) 产品方面推出专供品，安踏、李宁、361 度的电子商务平台在提供线下同款产品的同时提供线上专享款，与线下渠道形成协同作用，并在线上形成差异化营销，拉动流量转移至线上店铺。3) 直播渐成潮流，疫情加速电商直播的业态成熟。国内运动品牌努力建立完整的电商生态，重视直播新潮流，将传统电商平台与直播等新型方式相结合，产品更加详情直观，增强与消费者的互动。李宁、特步、361 度在 2019 年电商渠道收入占比分别为 22.5%、20%以上、16.3%，安踏在疫情期间也实现 50% 的电商收入增长。电商建设成为国内运动品牌企业营收增长的助推器。

图表 63 2019 年各品牌线上占比 (%)



资料来源：wind、公司年报、华创证券。注：安踏线上占比根据 wind 披露计算

图表 64 各运动品牌线上专供品示例



资料来源：唯品会、华创证券

### 三、前景向好：天高云阔基业青，各擅胜场竞争妍

疫情期间各运动品牌积极应对，布局新零售、直播电商等降低受损程度，电商直播业态加快成熟，同时行业持续整合，疫情过后健康意识有望强化，行业需求反弹可期。中长期来看，运动服饰行业获得政策支持发展逻辑不改，人均花费和渗透率有望持续提升，行业规模有望持续扩大，且距天花板尚远。行业格局向好的趋势下，各企业发展前景可期。安踏体育规模优势突出，多品牌全球化横向扩张，主品牌渠道店效、斐乐放量、海外拓展或为营收增长点；李宁深耕主品牌借力国潮引领方向，大店策略运营向好；特步国际跑步领域做专做强，品牌矩阵&海外扩张试水探

寻增长点；361 度紧随头部企业布局；比音勒芬差异化定位高尔夫服饰细分赛道持续坚挺，多元渠道多元场景扩充赛道，高盈利高成长为隐形冠军。

### （一）行业趋势：危中存机待花明，天高云阔基业青

#### 1. 危中存及稳应对，新零售&直播电商加速成熟

**企业积极应对疫情冲击，新零售模式渐成趋势，直播电商加速发展。**疫情对企业的冲击主要体现在供、销两端。停工停产使得新产品难以持续生产，居家隔离使得线下销售全面停滞，企业同时面临着库存过多和现金流压力。各企业积极采取措施应对开源节流，结合“宅经济文化”，淘汰低效门店打折促销，积极布局新零售，线上借助电商平台，电商直播的模式快速兴起。具体来看，安踏、李宁积极开展线上销售、全员销售，借助直播、小红书、抖音等平台扩宽销售渠道，通过代言人或主播吸引流量，强化居家健身意识，挖掘潜在消费需求。同时实施精细化成本管理，削减开支；特步通过“小程序+微商场”维系客户；比音勒芬强化“VIP 管理”，深度挖掘会员需求。打折促销，特步加大一季度的折扣力度，以降低库存。同时，各企业纷纷捐赠物资，361 度和比音勒芬增设口罩和防护服业务，彰显品牌责任意识担当，拉升品牌力。

图表 65 疫情期间主要运动服饰企业应对措施对比

主要策略	安踏体育	李宁	特步国际	361 度	比音勒芬
新零售	1 月 30 日开始全员零售；开展精细化成本管理	2 月初开始全员零售，借势明星营销；关闭低效门店，Q1 减少 224 家	“特步运动+”小程序上线；2020Q1 折扣率 6.5-7 折	2 月初开始全员营销，上线“361 度官方商城”小程序	强化“VIP 管理”
直播带货	代言人张继科开设居家健身课程；李佳琦宣氢跑鞋 2.0 与空气风衣	2 月 2 日开始直播；2 月 5 日健身教练示范居家运动，搭售室内运动装备	2 月开始由终端导购在“特步运动+”云店直播卖货	邀请运动达人李子成进行直播卖货	积极开拓直播、网红带货，自建团队孵化网红
疫情专栏	2 月 10 日捐助 2100 万元保暖物资；2 月 17 日捐助湖北黄冈医院近 100 万元医疗设备	1 月 30 日向湖北荆门市红十字会捐赠 100 万元和物资，后由中华慈善总会追加捐款 1000 万元	向湖北的一线医护人员捐助总价值 2000 万物资，用于抗疫和防寒保暖	对部分无尘车间进行改造，生产一般防护型口罩，驰援湖北	生产一般防护口罩和医用防护服
线下门店恢复情况	2 月 18 日终端店铺、自有工厂开始复工；3 月 25 日基本恢复营业	2 月中旬线下门店开始复工	2 月底逐步恢复门店运营，4 月 8 日全国门店全面复工	2 月 10 日开始复工，2 月底供应链复工率达 75%	2 月 10 日线下门店开始复工

资料来源：新京报、新浪财经、搜狐财经、华创证券

**危中存机加速行业洗牌，运动参与率的提升和电商渠道的发展助力头部企业长期向好。**2 月中旬，各企业线下门店和工厂逐渐复工，3 月底基本恢复经营。后疫情时代下各品牌线下零售逐步恢复。行业需求反弹。中长期来看，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。此外，直播电商模式经疫情催化快速发展，行业落后品牌出局，利好头部品牌发展。因此，长期来看，在健康意识提升下运动参与率提升、直播电商兴起和行业洗牌的背景下，头部运动服饰品牌线上渠道有望迎来快速发展。

图表 66 直播电商兴起



资料来源：青瓜传媒、晋江经济报、华创证券

图表 67 疫情期间居民对运动的关注度上升

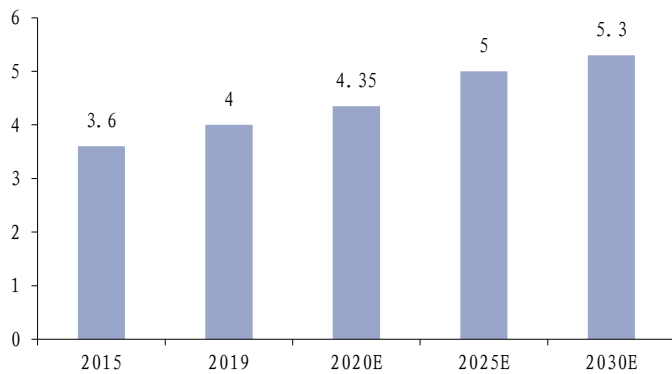


资料来源：百度搜索指数、华创证券

## 2、中长期：政策支持空间广，逻辑不改基业青

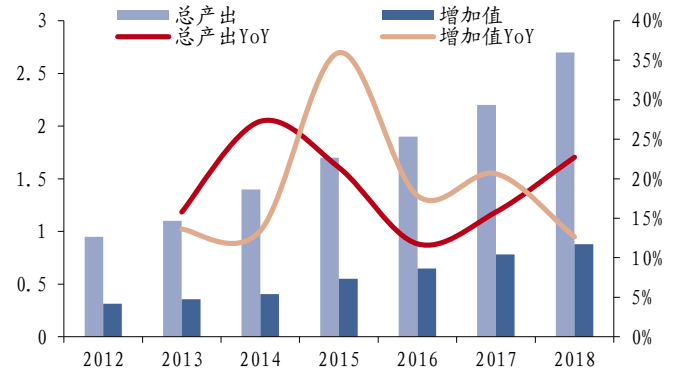
**政策支持下受众增多&产业整体快速发展，运动服饰行业格局向好。**随着国内居民生活水平的提高和健康意识的增强，运动渐成风潮，叠加国家推出一系列政策支持全民锻炼推广和体育产业发展，运动服饰行业发展前景较好。在多重因素利好下，中国经常参加体育锻炼人数由 2015 年的 3.6 亿上升至 2019 年的近 4 亿，体育服饰行业的潜在消费群体进一步扩大。国家体育产业规模、增加值保持双位数增长，2018 年国家体育产业规模已达到 2.7 万亿，在双位数增长水平下，体育产业发展十三五规划目标有望实现。运动的专业属性对衣着鞋履提出较高要求，运动服饰行业受益。政策支持下受众增多和产业整体的快速发展，国内运动服饰行业格局向好。

图表 68 中国经常参加体育锻炼人数（亿人）



资料来源：中国产业信息网、华创证券

图表 69 国家体育产业规模、增加值及增速（万亿，%）



资料来源：国家体育总局、华创证券

图表 70 相关政策支持体育事业发展

时间	发布单位	具体政策	主要内容
2010.3	国务院办公厅	《关于加快发展体育产业的指导意见》	到 2020 年，培育一批具有国际竞争力的体育骨干企业和企业集团，形成一批有中国特色和国际影响力的体育产品品牌
2011.3	体育总局	《体育事业发展“十二五”规划》	提出提高公共体育服务水平、促进群众体育发展等目标
2014.1	国务院办公厅	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	加快对体育产业体系的整体布局，丰富体育产品和服务，进一步满足并刺激人民群众对体育的消费需求，力争到 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿元
2016.6	国务院	《全民健身计划（2016-2020 年）》	到 2020 年每周参加体育锻炼 1 次及以上的人数达到 7 亿，经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿



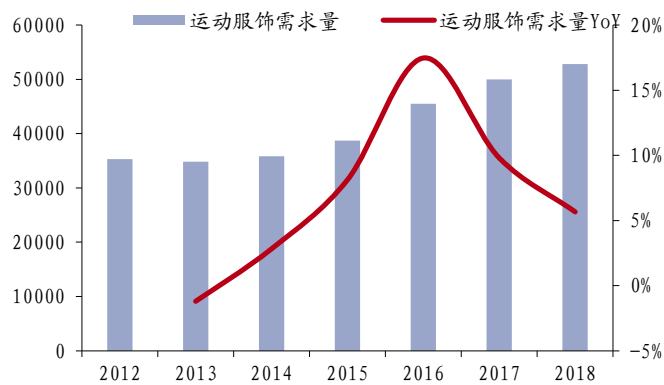
时间	发布单位	具体政策	主要内容
2016.7	体育总局	《体育产业发展“十三五”规划》	提出体育产业总规模超过三万亿，产业增加值在国内生产总值中的比重达 1%；体育服务业增加值占比超过 30%，体育消费额占人均居民可支配收入比例超 2.5%等
2017.8	体育总局	《全民健身指南》	体育健身活动效果、运动能力测试与评价、体育健身活动原则等
2019.9	国务院办公厅	《体育强国建设纲要》	到 2035 年经常参加体育锻炼人数比例达 45% 以上，人均体育场地面积达到 2.5 m <sup>2</sup>

其他相关政策：《中国足球改革发展总体方案》（2015.2）、《青少年体育“十三五”规划》（2016.9）、《山地户外运动产业发展规划》（2016.11）、《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》（2016.11）、《群众冬季运动推广普及计划（2016-2020 年）》（2016.11）、《马拉松运动产业发展规划》（2018.1）

资料来源：中国政府网、国家体育总局、华创证券

**人均体育消费提升。体育锻炼人数提升，运动服饰需求加大。**在国家政策以及新媒体等的宣传下运动渐成风潮，叠加疫情影响下人们健康意识的增强，全民健身的热情或被激发。根据《2014 年全民健身活动状况调查公报》，2014 年 20 岁以上经常锻炼人数占比显著增加，由 2007 年的 51.3% 提升至 2014 年的 88.0%，中国运动服饰需求量近年来快速提升。同时，随着消费升级及人们对运动的重视程度提升，人均体育消费持续增长。

图表 71 中国运动服饰需求量（万套）



资料来源：中国海关、智研咨询、中国产业信息网、华创证券

图表 72 中国运动服饰行业规模预计（美元，%）











资料来源：Euromonitor、华创证券

## （二）公司层面：各擅胜场竞争妍，万紫千红总是春

**安踏体育：规模优势突出，多品牌全球化横向扩张，主品牌渠道店效、斐乐放量、海外拓展或为营收增长点。**2019 年安踏营业收入达 339.3 亿元，远超排名第二的李宁，在国内运动行业占据绝对龙头地位，规模优势突出。安踏持续通过多品牌策略覆盖全消费阶层，安踏主品牌增长稳定，2019 年增速达 21.8%；FILA 受益于高端定位品牌产生溢价效应，营收增速达 73.94%，占比达 43.53%，发展势头强劲，未来有望保持高速增长态势。其他品牌业逐步完成整合孵化趋于成熟，2019 年增速达 33.27%。市场拓展方面，收购 Amer Sports 是全球化战略的关键。Amer Sports 旗下的 Wilson、始祖鸟、Salomon、颂拓、Atomic 等品牌对中国市场的渗透相对不足，安踏利用 FILA 的国际品牌运营经验和渠道优势，有望给 Amer Sports 旗下品牌赋能，助力其在中国实现更好地发展。而 Wilson、始祖鸟、Salomon、颂拓、Atomic 等国际知名品牌在全球细分市场占有领导地位，安踏可借助品牌的国际化网络，实现国内外供应链、技术、市场的融合，逐步将旗下产品覆盖全球，进一步缩小与耐克和阿迪达斯的差距。



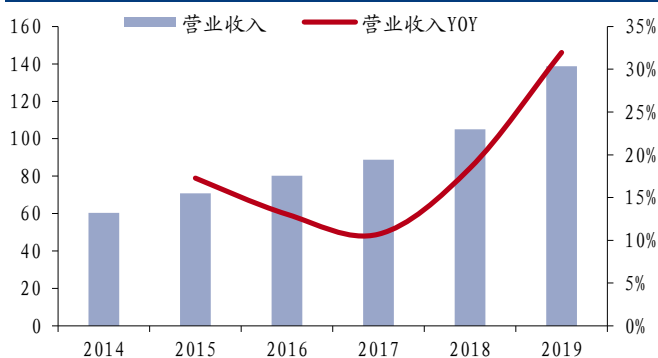
图表 73 安踏发展模式及增长点

品牌类型	品牌	门店	市场	增长点
大众品牌	 <b>安踏</b> +21.8%, 占比51.43%  安踏儿童	10516家 (平均店效262.1万元)	主攻国内市场	主品牌凭借规模优势、品牌效应和渠道精细化店效提升持续扩大规模
中端品牌	 斯潘迪  小笑牛	114家 41家		斐乐专注高端时尚运动延续快速增长态势
高端品牌	 <b>斐乐</b> (+73.9%, 占比43.53%)  迪桑特  可隆  亚玛芬	1951家 (平均店效757万元) 136家 185家 ---		新品牌填补国内运动服饰高端市场空白
				通过品牌矩阵继续拓展高景气童装行业
				时尚户外运动服饰市场深入
			海外市场	海外市场推进

资料来源：公司财报、华创证券整理

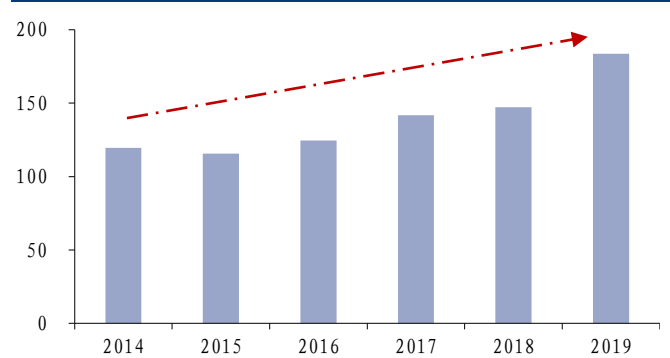
**李宁：深耕主品牌借力国潮引领方向，大店策略运营向好。**自2015年李宁重回管理层后，李宁执行“单品牌、多品类、多渠道”策略，深耕主品牌。2018年借力国潮于纽约时装周一炮而红，后续推进产品、渠道、营销等方面全面改革，运营情况持续向好，实现年轻潮流化转型。“中国李宁”将国潮融入品牌，既满足年轻人对潮流时尚的需求，又为品牌赋予独特的文化，品牌价值大幅提升，T恤价格在300元左右，帽衫、卫衣等在500到900元，远高于“李宁”产品。渠道方面直营大店持续推进，在核心城区核心商圈推进门店开设，积极扩大店铺面积，店效提升明显驱动营收。此外，李宁近年来加快童装行业布局，塑造童装专业运动形象，门店数由2017年的172家迅速扩充到2019年的1101家。继2018年营业收入破百亿后，2019年李宁为营业收入138.7亿元，同增31.95%。

图表 74 李宁营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind、华创证券

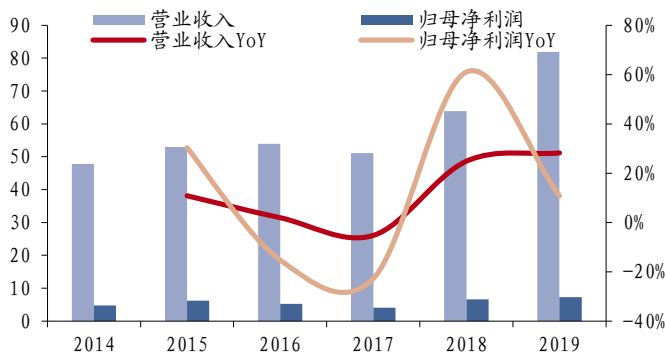
图表 75 李宁店效（万元/家）



资料来源：公司年报、华创证券

**特步国际：跑步领域做专做强，品牌矩阵&海外扩张试水探寻新兴增长点。**特步在娱乐营销和运动时尚领域起步较早，具有先发优势，但欠缺运动属性和实力。2015年特步宣布回归运动，在跑步领域投入更多资源专注跑步领域，研发投入和研发实力不断提升，优化产品组合，增加专业体育产品比重。目前，特步是大中华区赞助马拉松最多的品牌。产品上特步为专业运动员推出竞速160X跑鞋，是世界最轻的马拉松跑鞋之一。渠道方面也做出相应配合，门店设计由时尚型转向运动型，加深消费者对特步运动型印象，通过专业细分定位迎来快速增长。2019年，特步提出1+4品牌战略，推出多个新品牌打造品牌矩阵，并布局泰国、越南等东南亚国家市场。东南亚市场华人较多，对国内品牌认知强，且消费水平逐步提高但未达到消费国际品牌水平，有待开发的国际潜力市场。

图表 76 特步营收&归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源: wind、华创证券

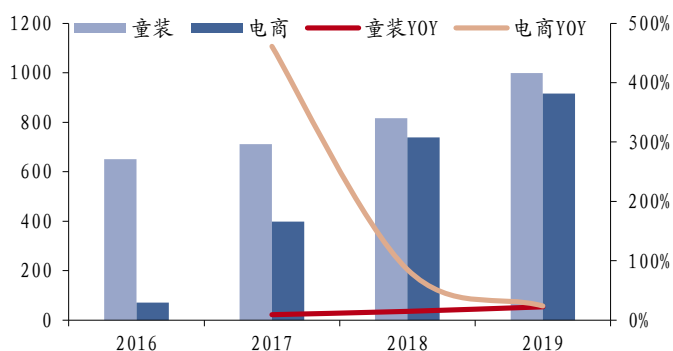
图表 77 特步专业跑鞋与普通跑鞋价格对比



资料来源: 天猫旗舰店、华创证券

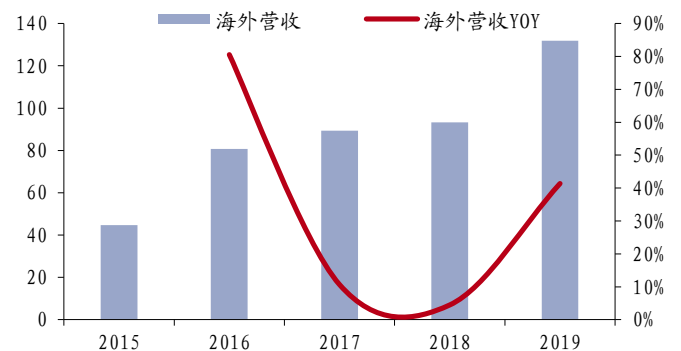
**361 度：紧随头部企业布局，积极挖掘童装、电商及海外市场增长点。**受运动鞋服行业整体景气度较高影响，361 度营收逐年有所增长。公司紧随头部企业布局，电商、童装业务加速增长。电商方面，2016 年 361 度将电商业务由分销模式转为自营模式，加强对电商平台的控制，电商渠道营收快速提升，由 0.71 亿（2014 年）提升至 9.16 亿（2019 年）。361 度挖掘童装市场潜力，童装收入占比由 13%（2014 年）提升至 17.74%（2019 年）。此外公司推进国际化战略，海外收入近两年增速加快。公司紧随龙头企业步伐拓宽布局，未来有望培育出核心增长点。

图表 78 361 度童装&电商营收及增速（百万元，%）



资料来源: 公司年报、华创证券

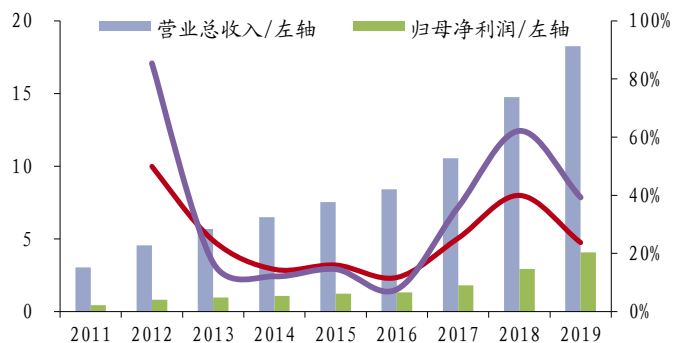
图表 79 361 度海外营收及增速（百万元，%）



资料来源: 公司年报、华创证券

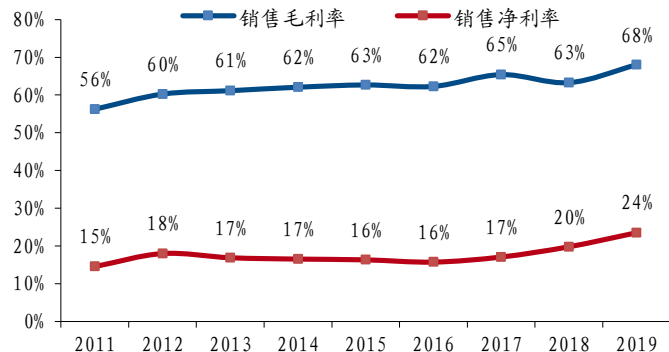
**比音勒芬：差异化定位高尔夫服饰细分赛道持续坚挺，多元渠道多元场景扩充赛道，高盈利高成长为隐形冠军。**比音勒芬差异化定位高尔夫服饰细分赛道，并逐步扩宽至运动时尚及商务休闲领域，2018 年推出威尼斯狂欢节品牌定位度假旅游蓝海市场，满足消费者多元场景穿衣需求。上市以来，公司长期维持较高盈利水平及快速发展态势，逆市上扬持续坚挺。公司产品在“三高一新”的理念下形成研发和品质优势。同时，赛事、明星代言以及新媒体渠道加大品牌推广，营销网络及供应链管理不断优化，“高端化+细分化”战略布局成效显著，未来有望通过双品牌多赛道多场景运营及渠道扩张保持快速发展态势。

图表 80 比音勒芬营收&归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源: wind、华创证券

图表 81 比音勒芬毛利率&净利率水平（%）



资料来源: wind、华创证券

#### 四、多元对比以观前路，黄金赛道持续坚挺

对标国际运动服饰行业及龙头企业，我们认为运动服饰具备增速快、空间大、客群基数大、壁垒深等诸多优势，龙头企业格局向好。国内运动服饰品牌借鉴国际龙头发展模式，深化产品和品牌核心优势，并结合自身特点，探索出打造品牌矩阵、借力国潮深耕、渠道精细化管理等多元发展路径。我们看好运动服饰行业长期发展潜力，一线品牌安踏、李宁市场份额稳步提升；二线品牌特步等深耕细分领域，差异化定位实现营收突破可期。

#### 五、风险提示

疫情影响大幅冲击终端销售；线下渠道店效提升不及预期；新品牌培育及海外扩张等战略不及预期。

## 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
	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	zhangjian@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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500