

运动鞋服行业上市公司梳理

报告摘要：

安踏、李宁独立潮头。除去国际品牌外，安踏与李宁是中国运动鞋服行业市占率最高的两家企业，尤其是安踏市占率不断提升，市值不断攀升，与其他品牌的差距不断拉大，坐实了国牌第一的位置。李宁在创始人李宁回归之后，品牌重新焕发生机，收入及利润增长迅猛，市值增长迅速。

国货、潮牌趋势红利显现，FILA、中国李宁顺应趋势。在目前中国年轻人国货、潮牌的时尚趋势引领下，FILA 与中国李宁表现亮眼，为年轻一代消费者所喜欢。随着中国经济的发展和实力增强，年轻人对民族和国家的认同感提升，国内品牌在国潮、国货方面相对外资品牌更有区域优势，在这方面仍大有文章可做，有望继续突破。

各企业积极布局多品牌，实现多品牌矩阵，以安踏最为突出。安踏以自主培育和并购的方式实现了三大品牌事业群，专业运动事业群，包括 Sprandi 和安踏主品牌；运动时尚品牌事业群，包括 FILA 及其子系列；户外运动事业群，其中包括 Descente, Kolon Sports 以及刚刚完成收购的 Amer Sports 旗下的七大品牌。

安踏研发投入最大，研发差距加大。安踏研发费用绝对额遥遥领先国内其他品牌，运动鞋服行业作为对研发较为注重的服装子行业，研发费用的投入相应代表了企业的核心竞争力。

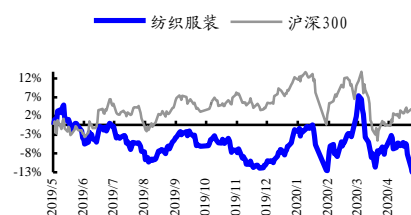
赛事资源向头部品牌集中。以安踏为例，安踏拿下了 2020 年东京奥运会的官方合作伙伴，需要资金实力的支持，其他品牌更难与之在这方面竞争，头部的体育明星花费也不菲，更需要资金实力的支持。

渠道变化明显，直面消费者，读懂消费者的需求必不可少。在 2010 年-2012 年的运动服饰库存危机中，以批发为主的中国运动品牌销售渠道模式遭受重创，在互联网等新技术的加持下，积极探索数字化转型与零售势必可挡。安踏在这方面的转型过程中走在各家前面。

安踏财务指标独领风骚，李宁不断提升。从 ROE 的角度来看，安踏一直领先其他各品牌，显示了优异的管理运营能力；得益于净利率的不断提升，李宁 ROE 也不断提升。

风险提示：疫情影响不确定性，并购不及预期，体育赛事延期等

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6.40%	-6.94%	-17.49%
相对收益	-12.89%	-4.66%	-17.47%

行业数据

成分股数量 (只)	85
总市值 (亿)	3835
流通市值 (亿)	3131
市盈率 (倍)	26.39
市净率 (倍)	1.44
成分股总营收 (亿)	3489
成分股总净利润 (亿)	119
成分股资产负债率 (%)	49.69

相关报告

《继续关注高景气度赛道及低估值龙头——2020 年纺织服装行业投资策略》

2019-11-25

《海澜之家 (600398)：主品牌稳健，新品牌继续发力》

2019-08-30

《关注高景气度赛道及低估值龙头——2019 年纺织服装行业中期投资策略》

2019-07-01

《贸易战对中美纺织服装行业的影响分析》

2019-06-03

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
安踏体育	62.60	1.98	2.09	2.85	28.79	27.27	20.00	买入
地素时尚	21.55	1.30	1.31	1.52	16.58	16.45	14.18	买入
比音勒芬	20.97	1.32	1.54	1.91	15.89	13.62	10.98	买入
海澜之家	6.40	0.73	0.56	0.70	8.77	11.43	9.14	买入
森马服饰	7.14	0.57	0.49	0.57	12.53	14.57	12.53	买入

证券分析师：刘家薇

执业证书编号：S0550520040001

021-20361258 liujiawei@nesc.cn

联系人：褚洪亮

执业证书编号：S0550118080038

021-20363236 chuhl@nesc.cn

目 录

1. 股权结构：李宁、中国动向相对分散，其余公司稳定集中.....	6
2. 安踏聚焦运动服装，李宁业务结构稳定，二线品牌主攻鞋履市场.....	6
2.1. 安踏：稳固行业国牌龙头地位，服装业务占比逐年提升.....	6
2.2. 李宁：市场份额总体稳定，服装业务占比提升.....	7
2.3. 特步国际：主营鞋履市场，“三年计划”战略调整影响市场份额.....	8
2.4. 361 度：鞋类服装均衡发展，童装业务表现稳定.....	8
2.5. 中国动向：鞋类业务占比快速上升，其余业务发展缓慢，童装收入份额占比下降.....	9
3. 各公司科技研发情况.....	9
3.1. 安踏：持续高投入研发经费，兼顾舒适、性能和安全.....	9
3.2. 李宁：研发费用率提升，“李宁䨻”科技平台大力发展轻质高弹性运动鞋.....	10
3.3. 特步国际：研发费用率处于行业平均水平，主攻跑步鞋类科技.....	11
3.4. 361 度：研发费用率下降，致力提升普通消费者体验.....	11
3.5. 中国动向：研发费用率投入审慎，专注于时尚潮流款式设计.....	12
4. 产品设计：运动时尚成主流趋势，明星代言引领潮流.....	13
4.1. 安踏李宁传统营销资源优势明显，艺人代言模式逐渐兴起.....	13
4.2. 安踏：主打 FILA 运动时尚市场，Sprandi 针对女性消费者设计时尚款式.....	14
4.3. 李宁：专业化产品跨界合作引领鞋类时尚潮流，“中国李宁”迎合市场需求.....	15
4.4. 特步国际：分系列设计款式，针对年轻一代跨界合作推出产品.....	15
4.5. 361 度：体育娱乐明星和跨界合作并行，推出多元化时尚产品.....	16
4.6. 中国动向：结合时尚艺术与潮流运动，主打复古风与多元融合，凸显“叛逆、激情、张扬”的时尚设计理念.....	16
5. 各公司打造品牌矩阵，多定位面向不同消费群体和需求.....	17
5.1. 安踏体育：多品牌运营，“单聚焦，多品牌，全渠道”为发展战略，覆盖各类消费人群.....	17
5.2. 李宁：以“李宁”为核心品牌，提升品牌力.....	18
5.3. 361 度：主品牌成人装下行趋势，童装品牌成长性强.....	19
5.4. 特步国际：巩固主品牌跑步市场地位，打开篮球市场，逐步进入童装市场.....	19
5.5. 中国动向：紧跟时尚潮流，发展户外运动装备.....	20
6. 公司并购与品牌历史.....	21
6.1. 安踏：FILA 精准定位运动时尚，AMER 收购落地.....	21
6.2. 李宁：聚焦单一品牌，开展中国李宁、李宁 Young 新业务.....	22
6.3. 361 度：大力发展国内市场，ONEWAY 有望赶上冬奥风口.....	23
6.4. 特步国际：2019 年收购多家外国品牌，加速转型迎合消费者需求.....	24
6.5. 立足 Kappa 在中国地区的经营，收购 Phenix 开拓户外运动市场.....	25
7. 渠道与市场扩张：销售渠道多元化，电子商务增长迅速.....	26
7.1. 客户集中度：361 度供应商与销售客户集中度高，其余品牌较为分散.....	26

7.2. 国际市场：中国动向日本市场占比高，其余品牌仍处起步阶段.....	26
7.3. 销售渠道：各公司渠道选择区别显著 大数据 app 提升快反能力.....	27
7.3.1. 安踏：“多品牌，全渠道，全覆盖”商业战略 提升零售店购物体验.....	28
7.3.2. 李宁：“单品牌，多品类，全渠道”商业战略，提升品牌形象，扩大市场份额.....	30
7.3.3. 特步国际：构建零售网络资源规划系统，提升店铺效率，改善客户体验.....	31
7.3.4. 361 度：坚持经销业务模型，提升门店时尚性.....	32
7.3.5. 中国动向：“品牌+零售”商业模式，深化渠道改革.....	33
7.4. 电子商务：各公司携手天猫京东，线上渠道发展迅速.....	34
7.5. 生产管理：鞋类自产仍占一定比重，服装外包比例超 80%	34
8. 财务指标分析.....	35
8.1. 研发费用率：安踏投入总量遥遥领先.....	35
8.2. 存货管理：多公司存货量上升导致周转率下降，李宁供应链管理进步显著.....	35
8.2.1. 供应链和渠道管理情况明显改善，李宁存货周转效率大幅提升.....	35
8.2.2. 店铺向直营精细化改革，存货量上升导致安踏存货周转天数上升.....	36
8.2.3. “三年计划”初见成效，特步存货周转率明显提升.....	36
8.2.4. 361 度业务经历调整期，存货上升拉高存货周转天数.....	37
8.2.5. 中国动向：存货比率上升速度过快，存货周转效率明显低于行业平均水平.....	37
8.3. 经营周期对比：李宁经营周期不断下降，议价能力不断提升.....	37
8.4. 毛利率分析：中国动向毛利率高，FILA 提升安踏盈利能力.....	38
8.5. 费用率分析：李宁期间费用处于高位、逐年下降，中国动向费用率逐年上升拖累利润.....	39
8.6. 收益质量分析：安踏收益质量最高，中国动向营业外利润为主.....	40
8.7. 净资产收益率分析：安踏、特步国际净资产收益率稳中有升，李宁、361 度表现回暖.....	41
8.7.1. 销售净利率：李宁、361 度大幅提升，驱动净资产收益大幅增长。.....	41
8.7.2. 资产周转率：李宁和安踏高净资产收益率的核心因素，低运营效率拖累中国动向.....	42
8.7.3. 权益乘数：中国动向低杠杆率运营；361 度高杠杆率弥补销售利润率不足.....	42
9. 风险提示.....	42

图表目录

图 1: 各公司大股东持股比例.....	6
图 2: 2018 年各运动鞋服公司国内市场份额.....	7
图 3: 2018 年各运动鞋服公司收入对比(亿元).....	7
图 4: 安踏业务结构.....	7
图 5: 李宁业务结构.....	7
图 6: 2019 年 H1 李宁各品类业务占比.....	8
图 7: 2019 年 H1 李宁各品类业务同比变化.....	8
图 8: 特步国内市场占有率.....	8
图 9: 特步业务结构.....	8
图 10: 361 度成人装业务结构.....	9
图 11: 361 度童装业务占比.....	9
图 12: 中国 Kappa 销售额构成 (亿元).....	9
图 13: 安踏 A-Liveform 动态网跑鞋 (立体飞织呼吸网).....	10

图 14: 安踏 A-Liveform 动态网跑鞋 (激光镭射切割工艺).....	10
图 15: 李宁䨻飞电跑鞋: 内置全掌异构碳板.....	10
图 16: 李宁䨻飞电跑鞋: GCU 全天候止滑耐磨科技.....	10
图 17: 特步竞速 160 跑鞋: 中底采用的轻量缓震材料.....	11
图 18: 361 度 Sensation 2: 倍耐磨技术增强鞋底耐磨性能.....	12
图 19: NBA 球员克雷 汤普森球鞋发布会.....	13
图 20: NBA 球星拉塞尔代言韦德之道系列球鞋.....	13
图 21: 弗雷戴特签名鞋.....	13
图 22: 汪东城演绎特步 X 拳王阿里联名款.....	13
图 23: FILA x 3.1 Phillip Lim 系列.....	15
图 24: Sprandi x Barbie 系列鞋.....	15
图 25: 李宁: 韦德之道-7.....	15
图 26: “李宁运动风”席卷巴黎时装周.....	15
图 27: 特步国际: Smiley 系列产品.....	16
图 28: 特步国际: “变形金刚”系列.....	16
图 29: 361 MI RO 系列.....	16
图 30: 361 男篮球鞋.....	16
图 31: 中国动向: KONTROLL 系列.....	17
图 32: KAPPA X NPC X ANB 系列帆布鞋.....	17
图 33: 安踏携手 Amer Sports, 共同打造世界级的体育用品集团.....	18
图 34: Amer Sports 主要品牌组合.....	18
图 35: 李宁品牌矩阵.....	19
图 36: 361 度品牌矩阵.....	19
图 37: 特步国际品牌矩阵.....	20
图 38: 中国动向品牌矩阵.....	20
图 39: Amer Sports 旗下的始祖鸟.....	22
图 40: Amer Sports 旗下的萨洛蒙.....	22
图 41: Amer Sports 在各细分行业的地位.....	22
图 42: Danskin 致敬奥黛丽 赫本的化装舞会造型.....	23
图 43: Oneway 的防水抗风冲锋衣产品介绍.....	24
图 44: 帕拉丁休闲鞋.....	25
图 45: 1969 年 Kappa 的 Omini 商标.....	25
图 46: 2018 年各运动鞋服公司客户集中度比较.....	26
图 47: Amer Sports 的全球业务分布.....	27
图 48: 2018-2019 年 3 月中国动向各市场销售额占比.....	27
图 49: 361 度海外销售点.....	27
图 50: 2018 年各运动鞋服公司零售店数量对比.....	28
图 51: 2018 年各运动鞋服公司销售费用率对比.....	28
图 52: 各公司在商场开设的零售店铺占总店铺比重.....	28
图 53: 安踏“九代店”.....	29
图 54: FILA 官方直营店.....	29
图 55: 中国李宁线下实体店.....	30
图 56: 特步零售店: 国际化的新店铺形象.....	32
图 57: 特步零售店: 新零售体验.....	32
图 58: 361 官方旗舰店.....	33

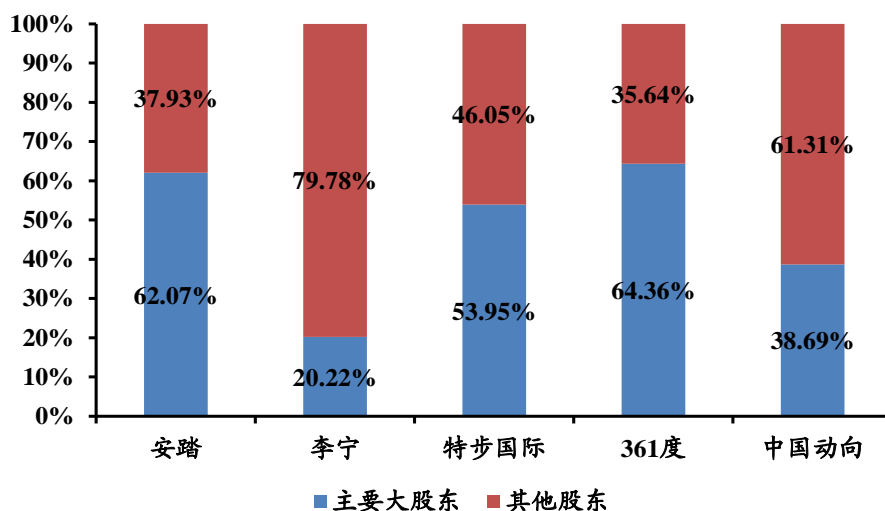
图 59: 361°童装(左)和 361°童装(右)门店位置分布	33
图 60: Kappa 零售店铺	33
图 61: 2018 年线上销售额(单位: 亿元)	34
图 62: 2018 年线上销售额同比增长	34
图 63: 2018 年各公司鞋服业务自产比率	35
图 64: 2018 年各运动鞋服公司研发设计费用(亿元)和费用率对比	35
图 65: 2018 年各公司存货周转天数比较	36
图 66: 2014-2018 年李宁存货周转天数	36
图 67: 安踏存货周转天数	37
图 68: 特步存货周转天数	37
图 69: 361°存货周转天数	37
图 70: 中国动向存货周转天数	37
图 71: 各公司应收账款周转天数对比	38
图 72: 各公司应付账款周转天数对比	38
图 73: 各公司营业周期以及变化情况对比	38
图 74: 各公司应收账款周转天数与应付账款周转天数差值	38
图 75: 2018 年各公司毛利率比较	39
图 76: 各公司销售费用率对比	40
图 77: 各公司管理费用率对比	40
图 78: 各公司财务费用率对比	40
图 79: 各公司期间费用率对比	40
图 80: 2019H1 各公司净收益来源	41
图 81: 中国动向营业外收入占比	41
图 82: 2019H1 各公司净资产收益率	41
图 83: 2019H1 各公司净收益/营业总收入	41
图 84: 2019H1 各公司总资产周转率	42
图 85: 2019H1 各公司权益乘数	42
表 1: 各公司科技专利	12
表 2: 各公司代言人、赞助比赛举例	14
表 3: 安踏 2019H1 主要品牌收益销售情况	18
表 4: 各公司品牌定位	21
表 5: 安踏各品牌同店销售增长情况	29
表 6: 李宁零售同店增长情况	31
表 7: 特步国际同店增长	31
表 8: 361°各品牌门店同店增长情况	32
表 9: 各品牌主要销售地域分布	34

1. 股权结构：李宁、中国动向相对分散，其余公司稳定集中

从股权结构来看，安踏、特步国际、361度股权比例相对集中。其中，安踏体育、特步国际通过成立家族信托的形式持股。其中：安踏体育的实控人丁世忠、丁世家及其家庭成员通过汇丰信托，通过安踏国际安达投资、安达资本等公司合计持有公司 62.07%的股份，达到了对于公司的绝对控制权。特步国际的实控人丁水波先生、丁美清女士、丁明波先生同样成立家族信托，通过受托人群成投资有限公司共计持有公司 53.95%的股份，同样达到了绝对控股。361度包括总裁丁伍号在内的丁氏家族 3 人，合计持股 47.80%；另一执行董事王加碧及其胞弟合计持股 16.32%。公司股权相对集中。

中国动向、李宁的股权较为分散。中国动向的执行董事陈义红通过持有 Harvest Luck 间接持有中国动向 38.69%的股份。李宁的股权更为分散：创始人李宁通过直接持股、以及非凡中国间接持股，合计持有公司仅 11.84%的股份；机构投资者黑岩集团持有 8.38%的股份。

图 1：各公司大股东持股比例



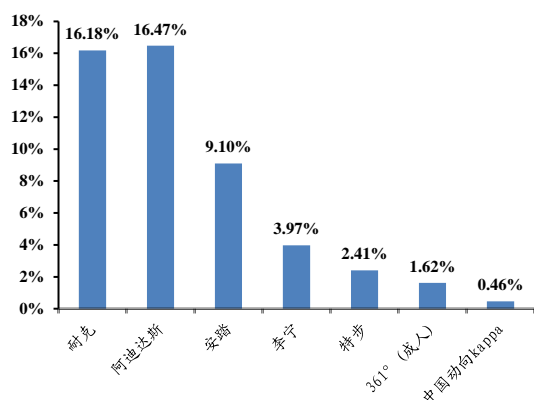
数据来源：公司公告、东北证券

2. 安踏聚焦运动服装，李宁业务结构稳定，二线品牌主攻鞋履市场

2.1. 安踏：稳固行业国牌龙头地位，服装业务占比逐年提升

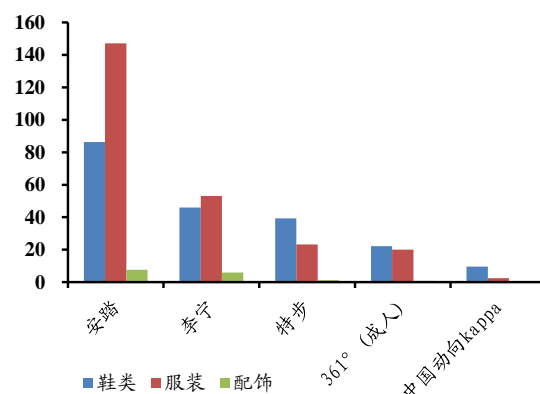
安踏目前在鞋类和服装市场在国内品牌中持续处于龙头地位。得益于 FILA 品牌近年来的蓬勃发展，服装的销售额占比远超鞋类，且在近年来处于逐步上升的趋势。2018 年，安踏服装业务占总销售额的 61.3%，高于鞋类占比 35.8%。公司全年总销售额 241 亿元，占市场总额 9.1%，领先其他国牌运动鞋服公司。

图 2: 2018 年各运动鞋服公司国内市场份额



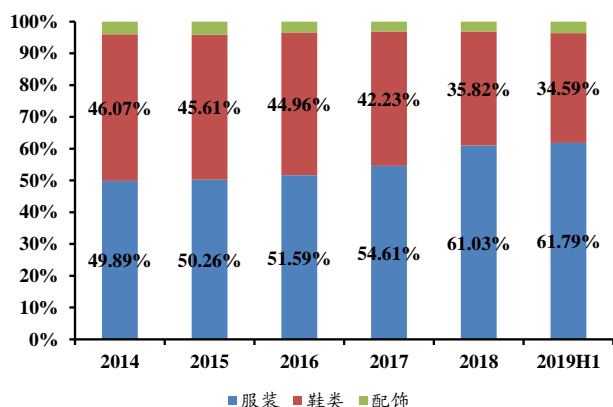
数据来源: 欧睿国际、东北证券

图 3: 2018 年各运动鞋服公司收入对比(亿元)



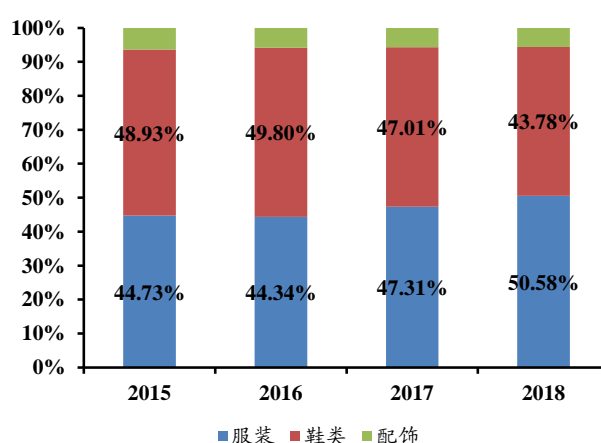
数据来源: 公司公告、东北证券

图 4: 安踏业务结构



数据来源: 公司公告、东北证券

图 5: 李宁业务结构

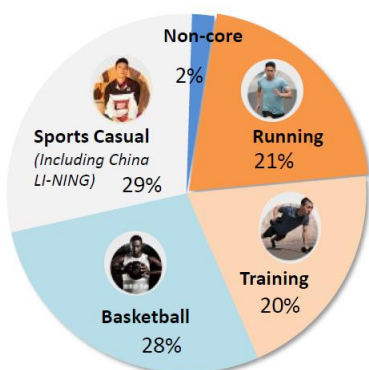


数据来源: 公司公告、东北证券

2.2. 李宁: 市场份额总体稳定, 服装业务占比提升

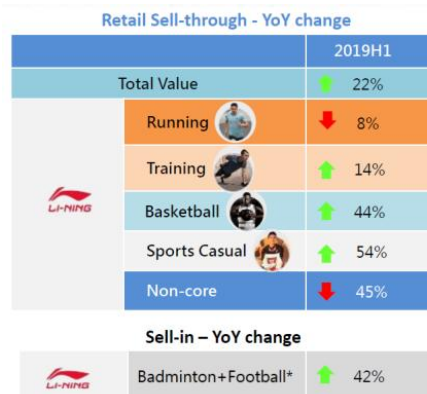
李宁国内运动鞋服市场份额在近年来一直处于 4.8% 左右的水平, 相对稳定。近年来, 其服装类产品销售额占比除在 16 年小幅下降之外, 其余年份均有 3% 左右的增长。目前李宁专注于体育休闲、跑步、篮球、训练品类的体育装备发展, 贯彻其“**单品牌, 多品类, 多渠道**”的商业发展战略。公司跑步类产品已经处于成熟阶段, 而篮球和运动时尚产品仍有巨大的提升空间。在 2019 年上半年, 其业务进一步聚焦核心品类, 除跑步装备零售额有小幅下降外, 其余品类都大幅上升。与此同时, 李宁也积极发展足球和羽毛球品类的装备, 为公司后续发展提供了潜在的增长点。在主力篮球品牌方面, 李宁会持续深耕, 创造更具体验性的产品。虽然最重磅的代言人韦德目前已从 NBA 退役, 但公司还是会与继续合作。

图 6: 2019 年 H1 李宁各品类业务占比



数据来源: 公司公告、东北证券

图 7: 2019 年 H1 李宁各品类业务同比变化

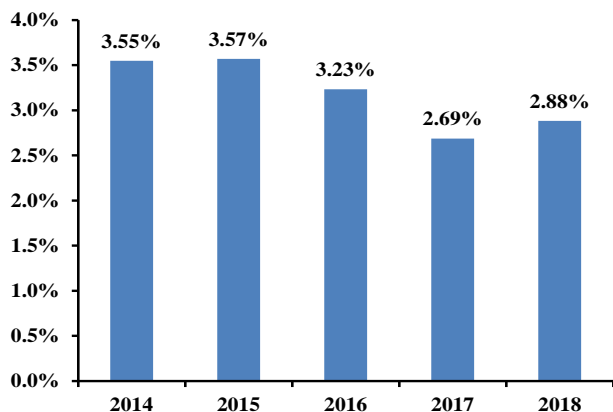


数据来源: 公司公告、东北证券

2.3. 特步国际: 主营鞋履市场, “三年计划”战略调整影响市场份额

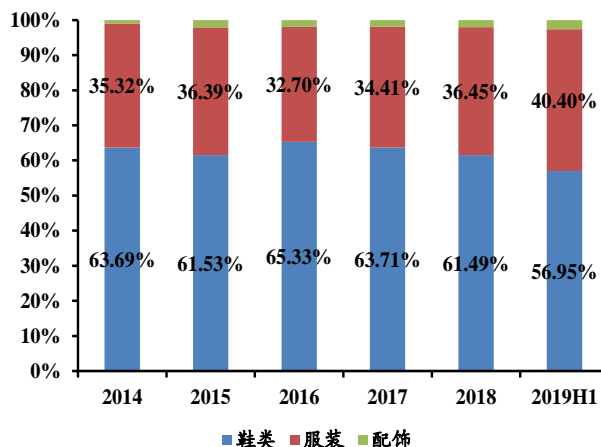
目前, 特步国际主要销售额依然主要来自跑步鞋履市场。特步在 2014-2019 年上半年鞋履收入占总收入比重有所下滑, 但跑步鞋收入仍保持着一定的增长率。自 2015 年-2017 年, 特步的市场占有率明显下滑, 其原因主要是由于“三年计划”以及特步儿童业务重组而导致的销量下滑。特步儿童目前在全国销售点分散, 对其未来发展持审慎态度。

图 8: 特步国内市场占有率



数据来源: 欧睿国际、东北证券

图 9: 特步业务结构

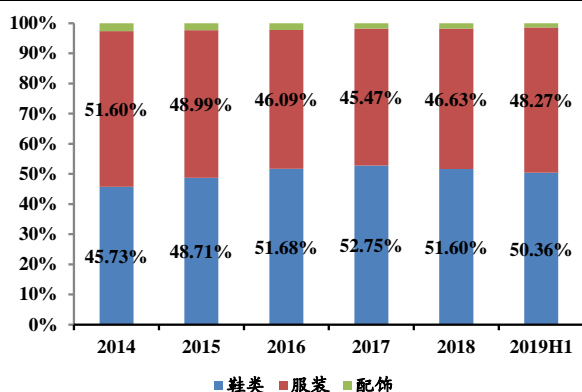


数据来源: 公司公告、东北证券

2.4. 361 度: 鞋类服装均衡发展, 童装业务表现稳定

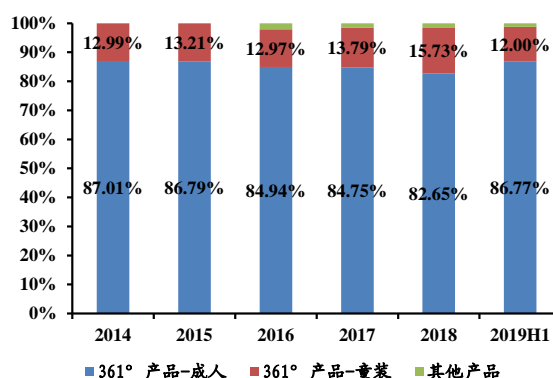
近年来 361 服装和鞋类占销售额比重相对稳定, 均占 50% 左右。公司目前专注于跑步、篮球、训练品类的体育装备发展, 不断推出新款式, 兼顾性能的同时, 紧跟时尚潮流。目前 361 童装已有一定的市场份额, 且与多个俱乐部达成合作伙伴协议, 未来潜在增长性强。

图 10: 361 度成人装业务结构



数据来源：公司公告、东北证券

图 11: 361 度童装业务占比

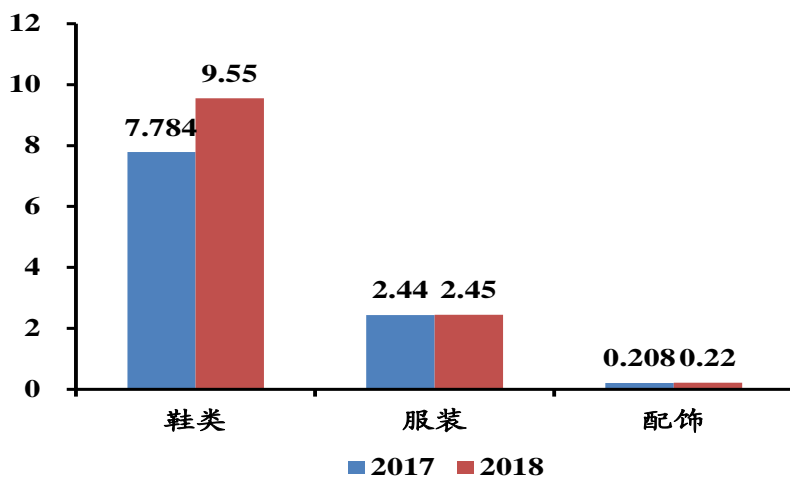


数据来源：公司公告、东北证券

2.5. 中国动向：鞋类业务占比快速上升，其余业务发展缓慢，童装收入份额占比下降

Kappa 在中国的销售在 2019 年 H1 持续贡献公司 83.3% 的收入。目前公司成人装依然占据主要收入来源。2018 年，公司童装业务收入占比占 Kappa 中国区收入 7.07%，占收入份额较上年下降 6.33%，销售额较上年下降 14.9%。中国动向目前主攻鞋履市场，收入占比 75.1%，且在过去一年中增速达 23.7%。

图 12: 中国 Kappa 销售额构成 (亿元)



数据来源：Wind、东北证券

(注：数据的时间范围均为自 2017、2018 年 1 月开始的 15 个月)

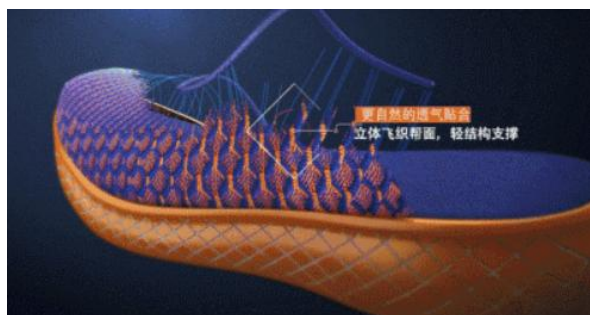
3. 各公司科技研发情况

3.1. 安踏：持续高投入研发经费，兼顾舒适、性能和安全

安踏在 2018 年研发费用率达 2.5%，研发费用总额远超其他运动品牌。目前，公司在晋江、厦门设有科学实验室，并在国际主要一线城市设有时尚设计中心。目前，全安踏国内外参与研发的团队人数达 1200 人。安踏持续大量投入研发经费，保证其长期稳定增长，生产出引领市场的产品。目前，安踏在鞋类科技方面，拥有多项

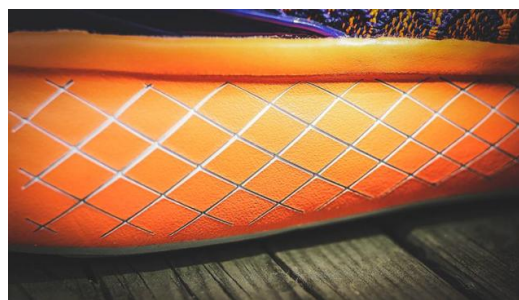
提升性能、为运动员保护、并且提供穿着舒适的科技，如 A-spring 的缓震技术能有效减少脚踝所受的冲击力；A-SMART 能让短跑运动员加速启动，提升赛场表现。与此同时，公司也致力于研发一些环保的材料来制作运动鞋，如 DUPONT-SORONA 使用可再生的自然材料，力求提升品牌形象。在衣类科技方面，安踏除了传统的保暖、速干科技之外，A-SPORTS ENERGY 科技能帮助运动员快速恢复能量，针对运动者的特殊需求，提供更好的穿着体验。

图 13: 安踏 A-Liveform 动态网跑鞋 (立体飞织呼吸网)



数据来源：互联网、东北证券

图 14: 安踏 A-Liveform 动态网跑鞋 (激光镭射切割工艺)



数据来源：互联网、东北证券

3.2. 李宁：研发费用率提升，“李宁䨻”科技平台大力发展轻质高弹性运动鞋

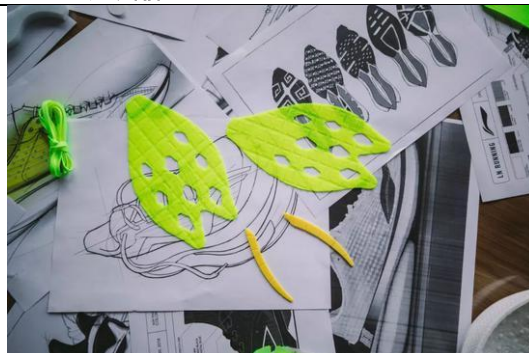
李宁在 2018 年研发费用率仅 2.2%，处于行业平均水准，但较 2017 年上升 0.3%。公司不断加大产品创新和研发力度，提高产品的专业性能和运动性能。加强了对产品质量的管理，注重提高产品工艺和细节，提升穿着的舒适性。公司搭建“李宁䨻”科技平台，主攻专业性轻质高弹性跑鞋，面向专业跑者和职业运动员。经过研究和开发，“中国李宁”在 2018 年以全新的品牌亮相，主要定位高端顾客群。李宁的鞋类科技在行业内较为全面：在兼顾缓震、轻质和舒适的基础上，多项科技如“Li-ning X-bow, “Li-ning cloud”等，提升运动鞋的弹性；“Swirl pod”科技让运动员在旋转时更为灵活和自然。在衣类科技领域，李宁和安踏较为相似。在环保科技方面，李宁的“Warm at eco”面料技术有效利用咖啡渣保暖的特性，有效防止冬季运动时热量流失，从而起到保暖的功效。

图 15: 李宁䨻飞电跑鞋：内置全掌异构碳板



数据来源：互联网、东北证券

图 16: 李宁䨻飞电跑鞋：GCU 全天候止滑耐磨科技



数据来源：互联网、东北证券

3.3. 特步国际：研发费用率处于行业平均水平，主攻跑步鞋类科技

特步国际在 2018 年研发费用率为 2.6%，较上年下降 0.2%。特步鞋类业务主攻跑步鞋市场，目前建有国内唯一的跑步专属研究中心，由超 40 名国际科学家和工程师带队，运用国际标准研究方法。在鞋类科技方面，将跑步鞋分成专业/精英跑者、普通跑者、初级跑者，并针对不同运动者的类型，根据其运动强度，量身定制科技。专业/精英跑者的跑步鞋主攻轻质和对于双脚的保护的相关科技，如“竞速 160”仅重 160 克，同时兼具超强的减震效果；“竞训 300”则更侧重于对于脚踝防外翻的保护。对于普通跑者，公司科技偏重于减震和舒适：“动力巢”、“减震旋”科技增强减震回弹的性能；而透气网增强了跑鞋的透气性。初级跑者的科技注重保暖和舒适，从而给运动员带来更良好的运动体验。特步国际的衣类科技与安踏相似，除了传统的保暖、透气、速干科技之外，驭能科技能通过释放负离子的方式，缓解运动疲劳。

图 17： 特步竞速 160 跑鞋：中底采用的轻量缓震材料



数据来源：互联网、东北证券

3.4. 361 度：研发费用率下降，致力提升普通消费者体验

361 度在 2019 年上半年研发费用率为 3.1%，较 2018 年 H1 大幅下降 0.5%，较历史数据相对偏低。研发费用额同比下降 7.4%。目前公司在台湾和厦门设有研究部门，分别针对国外和国内运动产品的研发和设计。公司国内外研发团队人数达 747 人，其中鞋类研究人员 462 人，服装研究人员 247 人，童装及配饰研究人员 58 人。公司的科技研发主要针对大众市场，提升购买者的穿着体验。目前在鞋类科技方面，公司侧重于耐磨损、稳定性和舒适性的研发，如“零感针织”减轻跑鞋质量、提升脚感；“倍耐磨”有效增强运动鞋寿命；“中底承托盘”则提升运动鞋的缓震性能。衣类科技方面，公司搭建了超透爽、轻薄暖、动能、热动力功能平台，从透气、防潮、保暖、缓解疲劳等方面，给穿戴者更好的运动体验。

图 18: 361 度 Sensation 2: 倍耐磨技术增强鞋底耐磨性能



数据来源: 互联网、东北证券

3.5. 中国动向: 研发费用率投入审慎, 专注于时尚潮流款式设计

2018 年, 中国动向研发费用仅 5500 万人民币, 占销售额收入 2.6%。公司主要的研发费用主要侧重于服装潮流款式的设计, 在鞋类、服装的运动属性方面投入相对较少。

表 1: 各公司科技专利

安踏	鞋类科技	A-Livefoam (提升舒适度, 缓震), Side-backer (提供前掌支撑), Dupont-Dorona (环保), A-Helmet (脚趾保护), A-Flashform, A-Spring (缓震), A-Smart (快速启动), A-Twist (提升舒适度), A-Hardcourt RB (耐磨), A-Livezone (防滑), A-Loop (提升弹性)
	衣类科技	A-Warm (保暖), A-Antiseptic (除菌), A-Sports Energy (快速恢复), A-COOL (速干)
李宁	鞋类科技	Cool shell (清凉透气), Water shell (防风防水), Flex shell (灵活柔软), Warm shell (保暖舒适), Dynamic shell (立体保护), Tuff-tip (耐磨), Solid System (稳定 束紧), Xturcture (稳定 束紧 支撑), Li-ning X-bow (减震 反弹 支撑), Li-ning Arc (减震 灵活), Li-ning Cloud (减震 回弹 柔软), Foameva (轻量), Air fluid (透气), Dual loc (稳定 防侧翻), Heel loc (稳定后跟支撑), Ice ioc (冰面止滑), Foamrb lite (轻量 耐久), Tuff RB/OS (耐磨), Swirl pod (旋转)
	衣类科技	At proof wind (防风透湿), At bacteria (除菌), At dry (干燥), Warm at eco (环保保温), At lite (轻质)
特步	鞋类科技	专业跑者: 竞速 160 跑鞋 (轻量 减震), 竞训 300 跑鞋 (缓震 防外翻) 普通跑者: 动力巢 (缓震 回弹), 透气网 (透气)
		初级跑者: 聚能弹 (回弹), Softpad (减震), 新雪丽 (保暖)
	衣类科技	XTEP-DRY (防潮), XTEP-COOL (散热), XTEP-SHIELD (防紫外线), XTEP-STRONGER (缓解疲劳)
361 度	鞋类科技	硬地倍耐磨技术 (耐磨), 气悬浮科技 (缓震), 特种橡胶花纹 (防滑), 邦弹科技 (回弹), 易窝折功能 (减少能量消耗)

	衣类科技	超透爽功能平台（快速散热），轻薄暖功能平台（轻质保暖），热动力功能平台（防风防潮），动能科技平台（能量恢复）

数据来源：公司公告、东北证券

4. 产品设计：运动时尚成主流趋势，明星代言引领潮流

4.1. 安踏李宁传统营销资源优势明显，艺人代言模式逐渐兴起

安踏和李宁历史发展悠久，掌握国内顶级资源。品牌推广主要通过大型赛事赞助、知名运动员代言。在国际球星方面，安踏和李宁分别与汤普森、韦德合作，进一步提升国内品牌知名度。

图 19: NBA 球员克雷 汤普森球鞋发布会



数据来源：互联网、东北证券

图 20: NBA 球星拉塞尔代言韦德之道系列球鞋



数据来源：互联网、东北证券

在赛事赞助方面，安踏掌握更多资源，如赞助 2020 东京奥运会、2022 北京冬奥会、2024 巴黎奥运会国家代表团；在国家体育队签约上，李宁签约的运动团队，如乒乓球队、跳水队成绩更出色。其余品牌多采用“体育+娱乐”双轨营销战略，通过国内娱乐明星带动年轻消费者购买；同时也积极寻求与国内外知名运动员、大型赛事合作，如 361 度与 CBA 球星弗雷戴特签约代言，赞助 2016 年里约奥运会，大幅提升品牌知名度。特步国际由于主营跑步鞋履，代言体育明星多为国内田径名将，赞助赛事多为马拉松等跑步类赛事。中国动向目前品牌营销方面资源较为匮乏，以娱乐明星代言为主要营销战略。在新型营销方面，各公司目前也参与各类时装周活动，以进一步扩大国际影响力。

图 21: 弗雷戴特签名鞋



数据来源：互联网、东北证券

图 22: 汪东城演绎特步 X 拳王阿里联名款



数据来源：互联网、东北证券

表 2: 各公司代言人、赞助比赛举例

公司名称	代言人分类	部分代言人举例	赛事/娱乐节目赞助举例
安踏体育	中国体育队/明星	中国举重队、体操队，张继科，刘诗雯，邹市明	2020 东京奥运会、2022 北京冬奥会、2024 巴黎奥运会中国体育代表团合作伙伴
	国际篮球明星	克雷 汤普森，拉简 隆多	
李宁	中国体育队/明星	中国乒乓球队、跳水队，马龙，丁宁	2012-2027 CBA 装备赞助商、2013-2016 国际羽联超级联赛器材赞助商
	国际运动明星	篮球：德韦恩 韦德，CJ-麦科勒姆 羽毛球：斯里坎特	
特步国际	国内田径运动员	谢震业、陈定、许周政	多个马拉松 KOL 赞助商
	娱乐明星	谢霆锋、汪东城	
	国际篮球明星	林书豪	
361 度	中国体育明星	孙杨、杨旭	2016 里约奥运会中国体育代表团合作伙伴、多个马拉松国际赞助商、2018 年冰壶世锦赛官方服装供应商
	国际篮球明星	吉默 弗雷戴特	
	娱乐明星	魏晨、谭维维	
中国动向	娱乐明星	黄子韬	《人生加减法》

数据来源：互联网、东北证券

4.2. 安踏：主打 FILA 运动时尚市场，Sprandi 针对女性消费者设计时尚款式

安踏于 2009 年收购的 FILA 定位高端运动时尚市场，并取得了巨大成功。FILA 在 1911 年由 FILA 兄弟在意大利 BIELLA 创立，并于上个世纪七十年代，拓展运动服装业务。FILA 已有一百余年的历史，在 20 世纪 70 年代发展运动服装业务。2018 年，安踏继续与华裔美籍设计师林能平合作，推出 FILA X 3.1 Phillip Lim 系列；此外，FILA 旗下的 FUSION 设立独立店，并签约日本红星 Kōki 代言，正式进军 20 至 30 岁年轻人市场，呈现潮流时尚的风格；FILA KIDS 也与法国著名涂鸦艺术家 Ceet Fouad 合作，将天马行空的艺术与童装呈现于童装服饰中。Sprandi 诞生于 90 年代的英格兰。凭借着卓越的产品科技，Sprandi 受到了专业骑行及户外领域玩家的认可，更成为了欧洲首屈一指的运动品牌。与此同时，安踏于 2016 年收购该品牌。目前，Sprandi 以新潮设计理念重新演绎复古元素，收到女性消费者的热烈追捧。

图 23: FILA x 3.1 Phillip Lim 系列



数据来源：互联网、东北证券

图 24: Sprandi x Barbie 系列鞋



数据来源：公司公告、东北证券

4.3. 李宁：专业化产品跨界合作引领鞋类时尚潮流，“中国李宁”迎合市场需求

李宁通过数字化市场与消费者保持紧密联系，精确定位消费者需求，把握时尚潮流。在 2018 年，李宁参加了巴黎和纽约的时装周活动，迅速扩大消费者群体，提升品牌的国际知名度。与此同时，李宁打造“中国李宁”和“悟道”主题产品，在时装周中取得成功，并收到广大年轻消费群体的青睐。李宁与中国文化知识产权合作，其中有“少不入川”、“长城”“VICE 青年文化社区”等，在年轻一代中引起热烈反响。在明星代言和跨界合作方面，李宁与中国知名艺人张韶涵、黄景瑜，以及外国知名知识产权迪士尼合作，吸引多元化消费者群体。此外，李宁掌握国内顶级的界内人士资源，NBA 球星韦德代言的“韦德之道”融入了其标志性风格特点，兼具性能和艺术感；同时，公司赞助多项马拉松赛事，为专业选手提供高性能运动装备。在衣类款式中，李宁与 Xlarge 以及日本电影制作成员合作，迎合新一代穿着潮流。

图 25: 李宁：韦德之道-7



数据来源：互联网、东北证券

图 26: “李宁运动风”席卷巴黎时装周



数据来源：互联网、东北证券

4.4. 特步国际：分系列设计款式，针对年轻一代跨界合作推出产品

在 2018 年，特步的时尚运动产品与国际运动接轨，取消过去几年中以年龄为划分方式对运动生活类产品的定位，按照不同的风格氛围三个不同系列：都市、街头和活力。鞋类产品采用柔和的“π”标志，以商标“π 系列”面试。在合作代言方面，“都市”系列产品由林更新代言，综训类产品由景甜代言，与此同时，特步也与第三方知识产权跨界合作，如在《大黄蜂》上映期间推出“变形金刚”系列；以及 Smiley 公司合作推出 Smiley 系列，受到广大年轻消费者的喜爱。

图 27: 特步国际: Smiley 系列产品



数据来源: 公司公告、东北证券

图 28: 特步国际: “变形金刚”系列



数据来源: 互联网、东北证券

4.5. 361 度: 体育娱乐明星和跨界合作并行, 推出多元化时尚产品

在国内二线运动服装品牌中, 361 度一直掌握着较好的明星代言资源。2019 年, 361 度继续与前男子十项全能世界冠军伊顿合作, 代言综训产品; 在篮球鞋类代言方面, 公司与 CBA 知名外援球星吉默·弗雷戴特等明星合作, 定制签名鞋系列。在跨界合作方面, 361 度与高达合作推出限量款战靴, 发布日当天 1 秒售罄, 在年轻消费者市场上取得巨大成功。同时公司与 CF 穿越火线合作, 推出各类服装鞋履及周边产品, 挖掘电子竞技市场潜在顾客。在时尚潮流设计方面, 公司与美国街头品牌 Staple Design 合作, 共同推出了联名系列, 即 MI°RO, 代表了色彩和自由。此次合作将自由与时尚相结合, 将卓越的性能与前卫的设计相结合, 以“打破外壳”的理念, 提升品牌形象, 将品牌与过去区分开来。在童装品牌推广方面, 361°与恒大、国安等足球青训队、学校简历合作伙伴关系, 进一步加强童装品牌的优势。

图 29: 361 MI°RO 系列



数据来源: 公司公告、东北证券

图 30: 361°男篮球鞋



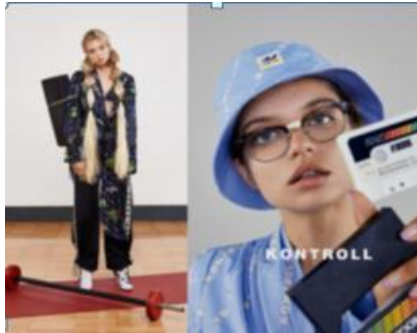
数据来源: 互联网、东北证券

4.6. 中国动向: 结合时尚艺术与潮流运动, 主打复古风与多元融合, 凸显“叛逆、激情、张扬”的时尚设计理念

2018 年, 中国动向继续与国外知名设计师和潮流品牌合作, 在运动鞋、休闲服以及户外运动服等产品上设计引领时尚的潮流款式。KAPPA 联合全球五组不同领域的艺术家, 将不同的文化背景、艺术形式及创作理念融合, 呈现 KAPPA x PLUG 系

列运动鞋; KONTROLL 系列则是与意大利米兰时尚名所 SLAM JAM 合作的全新企划, 复兴品牌的经典复古造型, 设计出时髦的休闲服; 同时 KONTROLL 系列运用各类色彩组合, 为女性定制独特夏日款式; 在童装方面, Kappa 与中国足球小将合作, 大幅提升了品牌和产品的影响力。Kappa 也通过与多位娱乐明星合作, 以微博 Vlog 形式大规模宣传品牌, 引领潮流消费升级变革。

图 31: 中国动向: KONTROLL 系列



数据来源: 公司公告、东北证券

图 32: KAPPA X NPC X ANB 系列帆布鞋



数据来源: 公司公告、东北证券

5. 各公司打造品牌矩阵, 多定位面向不同消费群体和需求

5.1. 安踏体育: 多品牌运营, “单聚焦, 多品牌, 全渠道”为发展战略, 覆盖各类消费人群

安踏作为安踏公司的主品牌, 目前仍然处于销售额稳定的增长, 由于公司渠道下沉的战略初步实施, 毛利率有小幅下降, 但仍处于较高的增长速率。在近年收购的 FILA 的营收目前仍处于 44.1% 高增长的态势, 带动安踏服装销售占比逐年提升。

公司后续品牌储备丰富, 已经构成了三大品牌事业群: 1. 专业运动事业群, 包括 Sprandi 和安踏主品牌; 2. 运动时尚品牌事业群, 包括 FILA 及其子系列; 3. 户外运动事业群, 其中包括 Descente, Kolon Sports 以及刚刚完成收购的 Amer Sports 旗下的七大品牌。公司对于 Sprandi 和 Kingkow 等仍处于塑造期的品牌仍然处于摸索和定位阶段, 但在未来有望进一步发展成为潜在增长点。

安踏主品牌致力于为顾客提供专业的、极致性价比的产品, 主要布局二三线城市; 安踏 Kids 是目前运动品行业最大的儿童品牌, 为 0-14 岁儿童提供运动装备。FILA 及其子品牌则定位“运动时尚”赛道, 面向高端消费人群。Descente 和 Kolon Sports 专注于高端户外运动装备; 其中 Descente 装备专业性更强, 预计在 2019 年业绩实现翻倍, 同时扭亏为盈, 打造独有品牌形象; 而 Kolon Sports 计划在未来 5 年打造成为户外时尚赛道中最好的品牌。

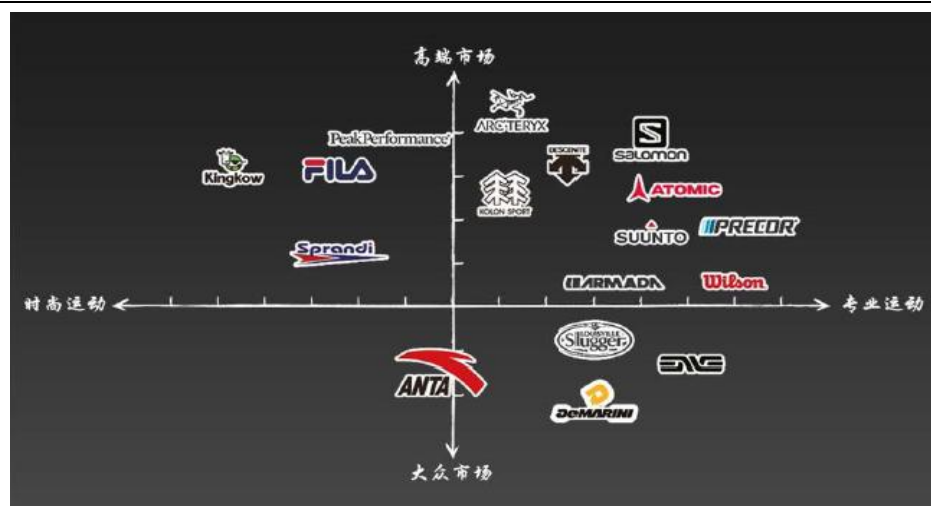
2019 年 3 月, 公司收购 Amer Sports, 致力于向海外市场进一步拓宽业务。Amer Sports 品牌矩阵同样丰富: 贵人鸟和萨洛蒙主要专注于户外运动装备; Atomic 主要发展滑雪装备业务; Precor 则侧重于顶级高端健身器械的制造; Wilson 在球类运动品牌中处于领导地位; Peak Performance 专注于运动时尚领域。公司对于 Amer Sports 的收购进一步扩充品牌的多样性, 为未来品牌业务层面的拓宽以及海外市场的扩张打下良好的基础。

表 3: 安踏 2019H1 主要品牌收益销售情况

	收入 (亿元)	收入占比	收入同比
安踏	75.9	51.2%	18.3%
FILA	65.4	44.1%	79.9%
所有其他品牌	6.8	4.7%	36.2%
整体	148.1	100%	40.3%

数据来源: 公司公告、东北证券

图 33: 安踏携手 Amer Sports, 共同打造世界级的体育用品集团



数据来源: 公司公告、东北证券

图 34: Amer Sports 主要品牌组合

品牌	ARCTERYX	salomon	Wilson	Peak Performance	ATOMIC	PRECOR	SUUNTO
品牌描述	高端户外服装设备领导者	全球户外运动领导者	全球球类运动领导者	运动时尚品牌	世界领先的滑雪公司	优质健身器材供应商	运动手表和潜水产品先锋
源於	1989	1947	1913	1986	1955	1980	1936
产品亮点							

数据来源: 公司公告、东北证券

5.2. 李宁: 以“李宁”为核心品牌, 提升品牌力

2011-2014 年期间, 李宁产品定位战略失误导致市场份额下降。目前公司仍以李宁为主品牌的不同产品线的发展, 提升品牌力, 其营收占比超 99%, 在 2019 年 1 季度, 销售额增长率达 18.2%。不同的子品牌面向的消费者群体和需求各有不同: 李宁聚焦中高端运动鞋服, 李宁 Young 主要定位童装, 面向 3-12 岁少年; 中国李宁

于 2018 年成立，主攻运动时尚潮牌，面向高端消费群体；弹簧标/LNG 致力于发展大众运动生活、高端运动时尚，主要面向青少年群体。其余品牌包括红双喜、凯胜、Lotto、AIGLE、Danskin，营收占比不足 1%。其中新业务 Danskin 是主攻女性专业舞蹈运动，聚焦于中高端女子瑜伽产品。公司在短期不计划对产品进行加价调整，而主要创造有附加值的产品，包括在功能、设计、材料等上的附加值，使产品更具吸引力和价值，从而带动单价的提升。

图 35: 李宁品牌矩阵



数据来源：公司公告，东北证券

5.3. 361 度：主品牌成人装下行趋势，童装品牌成长性强

361° 主营品牌在 2018 年宏观经济形势不乐观的情况下销量有所下滑。2018 年，其童装品牌 361° 童装增长速度 15%，占 361° 总收入的 14.7%；定位中低端，主要面向三线及以下城市儿童人群。其国际品牌 361° 国际在 2018 年获得了 4.5% 的增长，贡献总收入占比约 1.8%。ONE-WAY 致力于户外运动服装，仍处于初期发展阶段。

图 36: 361 度品牌矩阵



数据来源：公司公告，东北证券

5.4. 特步国际：巩固主品牌跑步市场地位，打开篮球市场，逐步进入童装市场

特步体育目前采用体娱双轨的差异化营销策略，为消费者提供既有个性又具性价比的体育用品。目前特步主品牌特步鞋履主要面向大众化跑步市场，在签约林书豪代

言后，有望打开篮球市场。童装品牌方面，目前特步儿童的销售点较为分散，市场占有率较低。特步儿童坚持中高档的商品定位，三、四线城市的价格定位，专注于3-14岁儿童群体，关注白领阶层父母对儿童商品的消费。此外，特步联手外国鞋商合作，发展两大多品牌业务：1. 牵手 Wolverine 集团开展 Saucony 及 Merrell 中国区业务，其中 Saucony 主攻慢跑鞋业务，定位中高端消费人群；Merrell 专注于户外运动产品的研发；2. 收购 K-Swiss 及 Palladium 品牌全球业务，K-Swiss 需要在未来4-5年间进行重新定位，为老牌企业注入活力；Palladium 将维持原有的业务模式，主营时尚鞋履。

图 37：特步国际品牌矩阵



数据来源：公司公告，东北证券

5.5. 中国动向：紧跟时尚潮流，发展户外运动装备

目前中国动向旗下的 Kappa 致力于时尚运动装的设计生产，在中国和日本市场均占据一定的市场份额，Phenix 主攻户外运动装备，兼具舒适性和时尚性的特征，定位高端消费人群。

图 38：中国动向品牌矩阵



数据来源：公司公告，东北证券

表 4: 各公司品牌定位

	指标	高端	中高端	中、低端
安踏体育	时尚	Kingkow	FILA	Sprandi、安踏主品牌
	性能	Descente, Kolon Sport		
李宁	时尚	弹簧标, LNG, 中国李宁		李宁 Young, Aigle
	性能	李宁, 红双喜	Danskin	凯胜
361 度	时尚			361 度, 361 度儿童
	性能		ONE-WAY	
特步国际	时尚		特步儿童	Palladium
	性能		索康尼, 迈乐	特步主品牌
中国动向	时尚		Kappa	
	性能	Phenix		

数据来源: 互联网、东北证券

6. 公司并购与品牌历史

6.1. 安踏: FILA 精准定位运动时尚, AMER 收购落地

安踏于 1991 年成立于福建晋江。在 00-10 年体育服饰行业黄金发展期, 通过 1999 年签约孔令辉、2004 年赞助 CBA 开始, 公司从地域性市场逐步扩张成为国内知名鞋服品牌, 并于 2007 年 7 月上市。自此, 以安踏为首的晋江市运动品牌特步国际、361 度开始了港股上市浪潮。在 11-13 年体育行业调整中, 安踏迅速进行零售导向改革, 实现复苏, 并超越李宁成为国内第一大体育用品公司。在此之前的 2009 年, 安踏收购 FILA, 自此公司开启了多品牌战略。

FILA 在 1911 年由 FILA 兄弟在意大利 BIELLA 创立, 至今已经有一百多年历史。上个世纪七十年代, FILA 配合多元化策略, 拓展运动服装业务。在被安踏收购后, FILA 卡位运动时尚赛道, 在 2014 年扭亏为盈后增长持续加速, 目前成为公司增长的主要驱动力。安踏近年来一直在加大对海外品牌的并购, 2015 年收购 SPRANDI, 2016 年、2017 年分别与 DESCENTE、KOLON 建立合资公司, 收购 KINGKOW。2019 年, 安踏体育成功收购 AMER SPORTS, 致力于打造世界第三大运动品牌, 进一步开拓海外市场。AMER SPORTS 体育于 1950 年在芬兰创立, 并于 1977 年在纳斯达克北欧市场 NASDAQ OMX 上市, 是全天候全方位的顶级运动器材品牌管理公司, 并在全球市场中持续占据了稳定的领导地位。Amer Sports 亚玛芬体育旗下的品牌产品线覆盖网球、羽毛球、高尔夫、高山滑雪、越野滑雪、滑板、健身器材、自行车、越野跑装备、徒步装备及潜水等多种运动项目。Amer Sports 的收购为公司带来净损失 8.5 亿人民币。

亚玛芬在中国地区成长潜力巨大, 2018 年, 在中国地区的收入仅占其销售额 5%。未来, 公司预计将该比例提升至 15%。过去几年中, Amer Sports 的复合增长率仅在 3-5% 左右; 收购之后, 公司计划未来 4-5 年营收 CAGR 达 10-15%。在具体业务结构方面, Amer Sports 将重点放在鞋服产业上, 预计销售额贡献 50% 以上。品牌管理方面, 公司预计将始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜均打造成 10 亿欧元级品牌; 而在此之前, Amer Sports 没有销售额 10 亿欧元以上的单个品牌。

图 39: Amer Sports 旗下的始祖鸟



数据来源：互联网、东北证券

图 40: Amer Sports 旗下的萨洛蒙



数据来源：互联网、东北证券

图 41: Amer Sports 在各细分行业的地位

业务范畴	市场位列#1	市场位列#2	市场位列#3	其他
服装	超高端户外服装			
鞋履	越野跑鞋和装备		行山/户外鞋： #4	
冬季运动器材	高山滑雪	越野滑雪	滑雪板	防护： #5
球类运动	网球、棒球、足球	篮球	高尔夫球： #6-8	
健身				商业健身： 美国 #2, 全球4
体育器械	潜水电脑	运动手表		

数据来源：公司公告，东北证券

6.2. 李宁：聚焦单一品牌，开展中国李宁、李宁 Young 新业务

李宁是“体操王子”李宁先生在 1990 年创立的体育用品公司，早于晋江鞋企成立自主品牌，利用先发优势于 20 世纪末在国内处于龙头地位。2004 年，李宁于中国香港上市；在 2011 年之前，公司积极发展多品牌业务，始终处于领先地位。2012 年开始，由于销售渠道的落伍，国内运动鞋服行业遇冷，以及成本控制不尽完善，公司龙头地位被安踏动摇，市场份额进一步萎缩。2015 年，随着李宁在过去几年销售模式的转型、以及对于供应链的加强管理，大力发展李宁主品牌，公司复苏，重新成为国牌第二梯队的领军公司。近年来，公司依然以李宁为主品牌在国内扩张；与此同时，公司额外开展 LINING Young 和中国李宁，从而大大丰富产品线。李宁 Young 主要发展童装业务，而中国李宁则定位高端时尚，主要面向二线以上城市的年轻消费群体。

2005 年 7 月，李宁和法国 Aigle International S.A. 以各占 50% 股份权益的合作形式，成立艾高(中国)户外体育用品有限公司，负责在中国生产、市场推广及销售 Aigle 品牌的专营户外运动及休闲服装和鞋类产品。AIGLE 源自 1853 年，总部位于法国巴黎。AIGLE 专精于提供具有时尚设计感的功能性休闲外套、时尚胶靴，并以航海及马术活动为灵感来源，充分体现法兰西民族的户外休闲生活形态。

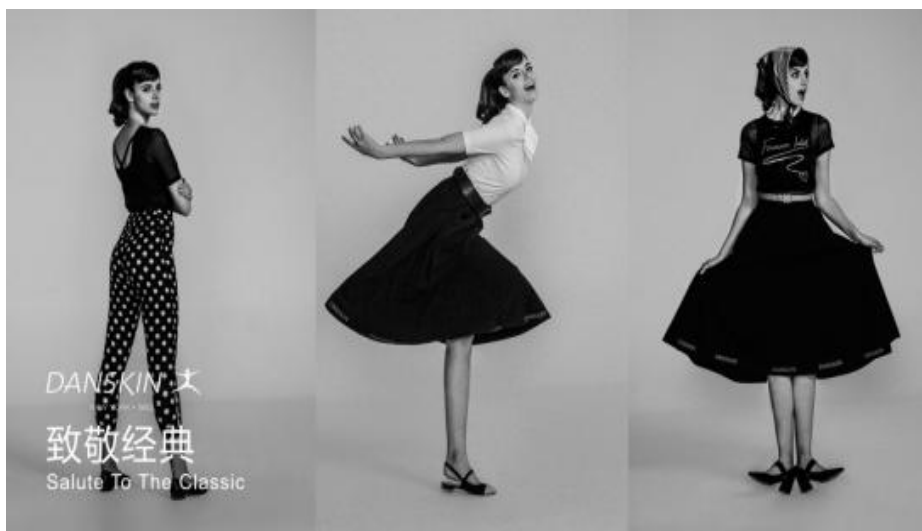
2007 年，李宁公司收购了红双喜 57.5% 的股份，控股红双喜。2015 年，李宁公司转卖了红双喜 10% 股份，但收购股份的公司依然由李宁控股，故李宁依然掌握红双喜的实际控制权。红双喜是中国少数几个具有国际影响力的运动品牌之一。在乒乓

领域里，红双喜代表了至上的荣誉。得益于中国乒乓球常年处于世界顶级水准，红双喜大大提升了品牌知名度。“红双喜”商标创始于 1959 年，是第一个在世界大赛上（1961 年第 26 届北京世乒赛）亮相的中国体育品牌。1996 年，红双喜接受国际乒联的委托，启动大球项目的研发，这也成为 ITTF 乒乓运动改革的起点。2005 年，红双喜乒乓球在世界顶级赛事中的应用比例高达 70%，全球市场份额占 58%。目前，红双喜依然根据国际主流乒乓球打法和趋势，持续提升产品科技，满足不同技术特点的专业运动员的需要。

2009 年，李宁收购凯胜品牌，从而开启了羽毛球市场的业务。凯胜品牌创立于 1991 年，专注羽毛球领域超过 20 年。

2016 年末，李宁收购 Danskini。Danskini 是美国知名女性运动服饰用品品牌，有超越百年的历史。20 世纪 60 年代，DANSKIN 通过运用新型质料，以及特殊剪裁，不断提高紧身连衣裤穿着的灵活性、舒适性，使之功能更全、款式更新，品牌风格也逐渐转向生活休闲。20 世纪 80 年代，Danskini 都稳居全美国女性紧身衣消费排行榜之首。然而，Danskini 在 2011 年之前尚无中国市场的销售记录，在国内知名度相对较低。李宁给 Danskini 的核心定位是“时尚健身”，希望借此打开女性市场。

图 42：Danskini 致敬奥黛丽 赫本的化装舞会造型



数据来源：互联网，东北证券

6.3. 361 度：大力发展国内市场，ONEWAY 有望赶上冬奥风口

361 度于 2003 年成立，在发展初期，公司不断与大型企业和赛事合作，提高曝光度并建立良好的品牌形象。2009 年 6 月，361 度在香港成功上市；同年九月，361° 童装事业中心启动，童装品牌开启，迈出多品牌战略经营的第一步。在短短的 4 年时间里，361° 童装快速发展为中国大陆地区领先的童装品牌，致力于为 7-14 岁儿童提供高性价比的着装。2010 年之后，随着运动鞋服行业泡沫消失，和其他品牌一样，361 度遭遇了库存危机。在 2011-14 年之间，361 度企图通过降价促销的形式清理库存，反而损坏了品牌形象；但在童装业务方面，361° 儿童销售额实现了 97.7% 的增长。近年来，公司再次进入调整阶段，重塑品牌，深化在全国和国际范围内的布局。

361 度与北欧户外品牌 One Way Sport 共同成立合资企业 Oneway，借力进军户外运动装备市场。Oneway 成立于 2004 年，其总部位于芬兰，历经 10 年发展，现已在 28 个国家顺利开展销售和品牌运营，是增长速度最快的北欧运动品牌。该品牌

致力于户外鞋服产品的研究和设计，设计风格简约，产品功能性强。对于即将到来的 2022 年北京冬奥会，冰雪运动有望大力普及发展。Oneway 有望借此契机，提升品牌知名度和户外运动市场占有率。与此同时，在冰雪市场上，Oneway 也可能面临冬奥会赞助商安踏的合资公司 Descente 的强力竞争。

图 43: Oneway 的防水抗风冲锋衣产品介绍



数据来源：互联网，东北证券

6.4. 特步国际：2019 年收购多家外国品牌，加速转型迎合消费者需求

公司于 2001 年创立特步品牌，并于多为娱乐明星合作，开启了体育用品企业的娱乐营销时代。2008 年 6 月 3 日公司正式在港交所主板挂牌上市。2014 年，随着电商渠道的逐步发展，特步开始线上布局，同时进行电商供应渠道的改革。2015 年，特步启动三年变革，提出了以消费者为核心的“3+”战略其中包括：“产品+”，让产品升级换代；“体育+”，将产品及服务无缝融为一体，让顾客提升消费享受；“互联网+”，与互联网平台成为战略合作伙伴，顺应“中国制造 2025”大势。虽然在 15-17 年公司业绩下滑明显，2018 年收获显著效果。2019 年，特步开启多品牌战略，与 Wolverine 公司成立合资公司索康尼和迈乐，在中国内地，香港、澳门发展鞋履为主的产品开发和生产和销售。在此之后，特步又进一步收购盖世威和帕拉丁。

索康尼 (SAUCONY) 成立于 1898 年，是运动鞋品牌。品牌在美国享有“运动鞋中的劳斯莱斯”美誉，公司总部位于美国，具有 100 多年的历史，产品分为专业运动系列和运动休闲系列两大类，它是全球四大慢跑鞋品牌之一。半个世纪前，美国第一位在太空漫步的宇航员怀特就是穿索康尼登月的。SAUCONY 运动鞋的最大特点就是可以适应每一个人不同的脚型和步态。索康尼主打两个系列产品：专业运动鞋系列、运动休闲鞋系列，产品定位中高端，与特步主品牌原来的中低端、大众化产品形成定位上的互补。

迈乐创立于 1982 年美国犹他州，是一个登山运动鞋品牌，产品汇集着各种独家专利技术，采用高耐用型材质和尖端科技物料打造出多元化的户外功能系列及科技休闲系列，让 Merrell 鞋拥有着绝对的舒适性与功能性。产品融入了户外科技与时尚潮流元素，创造出独特并属于自己的个性形象。迈乐是全世界第一个在鞋款中广泛使用 Vibram 黄金大底的品牌。迈乐旗下产品大致分为户外鞋、休闲鞋、服饰/配件、童鞋等类型。其中户外鞋包括户外多功能鞋和女性多功能系列，具体分为登山鞋、

远足鞋、越野跑鞋等。休闲鞋分为男性休闲鞋与女性休闲鞋，服饰、配件包括男衣、女衣、背包、袜子、抗菌鞋垫、围巾等。**迈乐 (MERRELL) 登山鞋是迈乐 (MERRELL) 的明星产品，定位中高端户外运动人群。**

盖世威成立于 1966 年，是全球知名的网球鞋公司，被誉为网球界的品牌权威，但在 2010 年之后，受品牌老化、销量萎缩的影响，公司表现持续低迷，并于 2013 年被韩国衣恋集团收购，但业绩持续表现不佳。特步在收购后计划对盖世威重新定位，增加服装品类的销售，进军亚太市场。

帕拉丁是 1947 年创立于法国的军靴品牌，后逐渐发展成带有军靴元素的时尚休闲鞋履品牌，目前该品牌业绩良好。特步计划维持帕拉丁现有品牌定位，将该品牌供应链与特步供应链整合，未来进一步开拓亚太地区市场，向海外进军。

图 44: 帕拉丁休闲鞋



数据来源：互联网、东北证券

图 45: 1969 年 Kappa 的 Omini 商标



数据来源：互联网、东北证券

6.5. 立足 Kappa 在中国地区的经营，收购 Phenix 开拓户外运动市场

2001 年，李宁公司在时任总经理陈义红领导下建立子公司北京动向。2002 年，李宁与 Kappa 品牌实际拥有人、意大利 BasicNet 集团签订特许权协议，通过其子公司北京动向，在中国内地（包括澳门，但不包括香港及台湾）独家经销 Kappa 牌产品及相关产品技术，代理期限为 5 年。与此同时，中国。由于 Kappa 与李宁公司定位相似，且不愿与李宁公司签署合作或收购协议，李宁公司决定放弃 Kappa 品牌在中国市场的独家代理权。2005 年末，陈义红从李宁公司辞职，正式接手北京动向，并于 2006 年收购 Kappa 在中国大陆和澳门的所有权。2007 年，中国动向成功登陆港交所，市值一度逼近 300 亿。2008 年北京奥运会大幕开启，kappa 也迎来了自己的巅峰。在奥运会之前的三年，kappa 的销售额完成了“三连跳”，2006 年的营业额仅为 2.3 亿元，2007 年达到 17.1 亿元，2008 年达到了 33.2 亿元，线下门店也扩张至 4000 家。2008 年，中国动向收购 Phenix，开拓海外户外运动市场。2010 年来，中国动向受困于整体市场的低迷以及以时尚为主要产品特色的 KAPPA 品牌需求的下滑，其主业增长较为乏力。但是公司凭借 07-10 年辉煌的 KAPPA 品牌积累下的大量现金，**其每年通过各类投资依旧能够获得大量的投资性收益。**目前，中国动向致力于将 Phenix 从日本市场引入中国，从全渠道拓展、品牌营销、会员服务等方面着力部署，借北京冬奥会的契机，提升品牌知名度。

Kappa 品牌于 1916 年在意大利诞生，早在 20 世纪 6、70 年代开始便在欧洲崭露头角，随后逐步发展为欧洲最具盛名的运动及休闲服装品牌。1969 年，Kappa 采用 Omini 标作为商标，并在之后几年大量的投放激进的广告摄影作品。广告的叛逆、激情与张扬个性受到部分保守意大利人的反对，却受到更多的正流行嬉皮文化的意

大利年轻人的疯狂支持。随后数十年，Kappa 逐渐向国际市场开拓，并在奥运会、世界杯等舞台亮相。2002 年 Kappa 正式进入中国，Kappa 品牌在传承运动基因的基础上，以“叛逆、激情、张扬”为核心理念，积极开拓中国市场，并在一二线城市受到热烈追捧。2012 年，随着消费者购买力的下降，市场竞争不断加剧，以及山寨产品的负面影响，Kappa 的发展陷入困境。2013 年开始，Kappa 通过销售渠道的变革，明晰品牌定位和形象，销售业绩有所复苏。

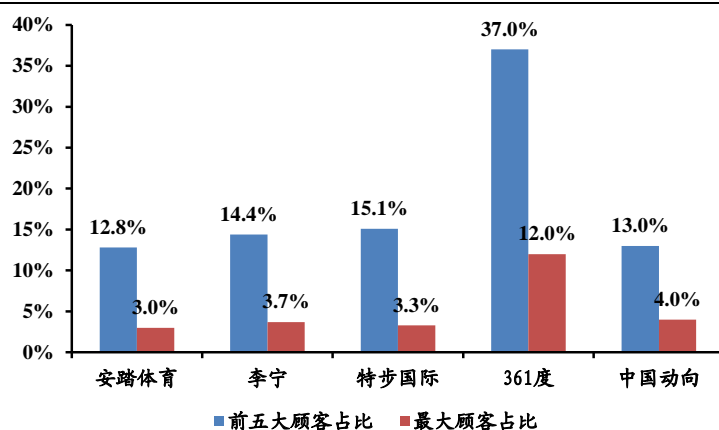
Phenix 于 1952 年成立，几十年来成为众多极限户外运动世界冠军竞技装备的不二选择，并受到欧洲、亚洲皇室成员的追捧，成为其户外运动指定装备。Kappa 曾赞助多个国家队以及冬奥会等大型冰雪赛事，已成为日韩以及欧美高端滑雪市场的领导性品牌。2011 年，Phenix 正式进入中国市场。

7. 渠道与市场扩张：销售渠道多元化，电子商务增长迅速

7.1. 客户集中度：361 度供应商与销售客户集中度高，其余品牌较为分散

2018 年，361 度前五大顾客占销售额总比重达 37%，较上年增长 5%，远高于同行业内其他公司 12%-15% 的水准。中国动向在 2018 年大幅分散销售客户集中度，较上年下降 6% 至 13%。安踏的供应商和销售客户集中度最为分散，361 度的下游集中度过高，且有明显的上升趋势。

图 46：2018 年各运动鞋服公司客户集中度比较



数据来源：公司公告，东北证券

7.2. 国际市场：中国动向日本市场占比高，其余品牌仍处起步阶段

在 2018 年至 2019 年 3 月，中国动向在日本市场销售额达 3.93 亿元，占总销售额比重约 18.3%，公司在海外市场销售额占比远超国内其他知名品牌。中国动向在日本市场主打 Phenix 品牌，其占海外市场销售额 64.4%，在国内占据一定市场的 Kappa 则贡献 35.6% 的销售额。其余国内品牌目前发展速度较为缓慢。李宁在 2018 年海外市场开拓受阻，销售额占比仅 2.4%，较 2017 年下降 0.3%；目前公司用李宁的时尚线来探索海外市场，参与全球各地时装周活动以进一步取得曝光率。安踏目前海外市场销售占比不足 5%，近期公司提出双千亿计划，希望结合去年收购的 Amer Sports，开拓海外市场，目标在未来海外市场占 40% 的销售收入。特步国际目前国外市场业务发展有限，但在 2019 年 4-5 月，公司连续收购盖世威和帕拉丁，希望重新对品牌定位以及产品设计，未来计划将两公司的业务中心转移至亚太地区。361 度 2018 年海外市场销售额 1.8%，相较去年增长 0.1%；目前，公司在巴西、美国、欧洲和台湾均设有销售点；除了在美国市场遇冷，门店数缩减 50% 之外，其余国家

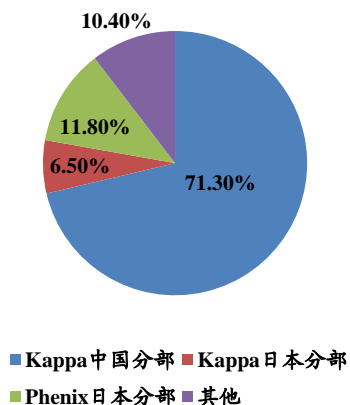
市场销售点均有所上升；目前公司也打开了印尼市场，新增 72 个销售点。

图 47: Amer Sports 的全球业务分布



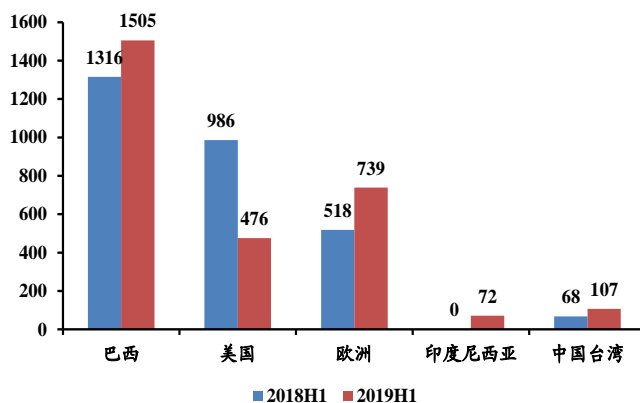
数据来源：公司公告，东北证券

图 48: 2018-2019 年 3 月中国动向各市场销售
额占比



数据来源：公司公告、东北证券

图 49: 361 度海外销售点

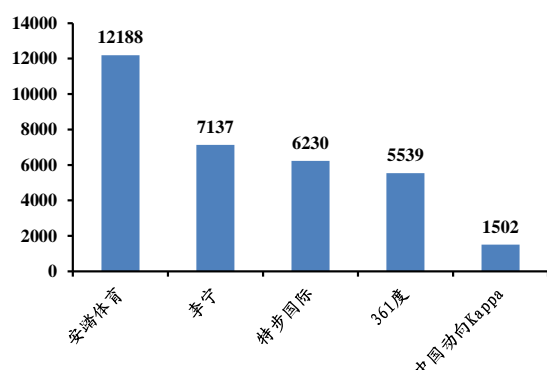


数据来源：公司公告、东北证券

7.3. 销售渠道：各公司渠道选择区别显著 大数据 app 提升快反能力

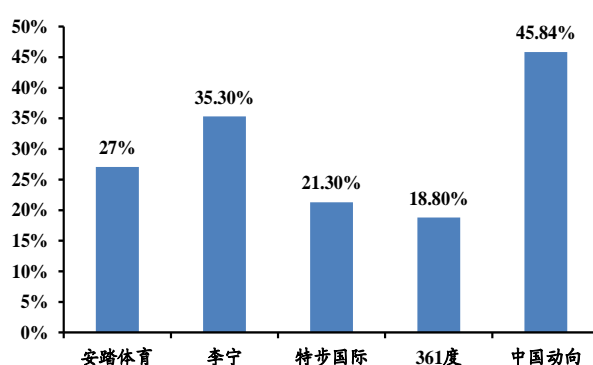
各公司基于自身的发展阶段和现期战略，分别侧重直营或经销的零售方式。安踏旗下的 FILA，以及中国动向，作为相对成熟、定位高端的品牌，以直营为主；其余相对大众化、提倡性价比的品牌，如 361 度，安踏主品牌，特步国际等主要以经销为主；李宁产品价格覆盖程度广，直营和经销均有一定的比重，且经销比例相对较高。高端品牌主要分布在一二线城市，中端、中低端品牌近几年渠道下沉速度较快，主要分布在三四线城市。在开店位置方面，安踏在商场开店比重最高，超过 33%，中国动向占比最低。各公司在终端店铺方面不断加强管理：通过数据收集和员工培训，进一步加强与消费者之间的联系。销售费用率方面，李宁销售费用率较 361 度、特步等公司相对较高，有明显的提升空间。中国动向的销售费用率远高于同行业公司。

图 50: 2018 年各运动鞋服公司零售店数量对比



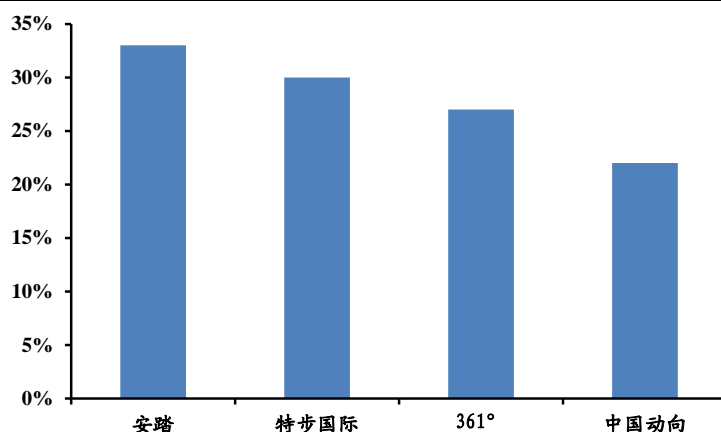
数据来源: Wind、东北证券

图 51: 2018 年各运动鞋服公司销售费用率对比



数据来源: Wind、东北证券

图 52: 各公司在商场开设的零售店铺占总店铺比重



数据来源: 公司公告, 东北证券

7.3.1. 安踏: “多品牌, 全渠道, 全覆盖”商业战略 提升零售店购物体验

2018 年, 安踏对于分销网络持续优化, 将分销网络的可持续性, 以及商店的位置、空间、效率和室内装饰进一步提升。安踏提出“价值零售”的概念: 品牌零售最终要回归商业价值根本, 围绕消费者的需求, 以商品价值、数据价值、融合价值、文化与团队价值来提升零售的体验价值。目前, 安踏主品牌全部采用经销的经营模式; 旗下 FILA 的主要采取直营模式, 从而能够更加迅速的对市场需求做出反应。截止 2019 年 8 月, FILA 主品牌共布局 1200 家左右, FILA KIDS 约 450 家, FILA FUSION 约 180 家。未来, 公司计划在核心重点城市, 开大店、综合店, 以进一步提升 FILA 品牌形象。

安踏采取不同的经营模式主要是由于产品定位的差异: 主品牌安踏以“性价比”为核心竞争力, 近年来向三四线城市扩张, 采用经销加盟的方式, 迅速实现渠道下沉。安踏对零售商管理严格, 加强对员工的培训。公司设有零售商学院, 帮助员工提升职业技能, 甚至支持分销商的学历深造, 导购、店长还有办公室人员学历再造的比例接近 1/3。**门店管理方面,** 安踏鼓励分销商和加盟商整合效益低下的小店铺, 在地理位置优越的地方开大店铺。**销售终端数据监控方面,** 安踏研发大数据 app, 收集消费者数据, 快速对市场潮流做出反应。**店铺设计方面,** 在 2019 年上半年, 安踏品牌推出第九代店, 从品牌形象至消费者体验进行了全面升级, 并注入数码化、

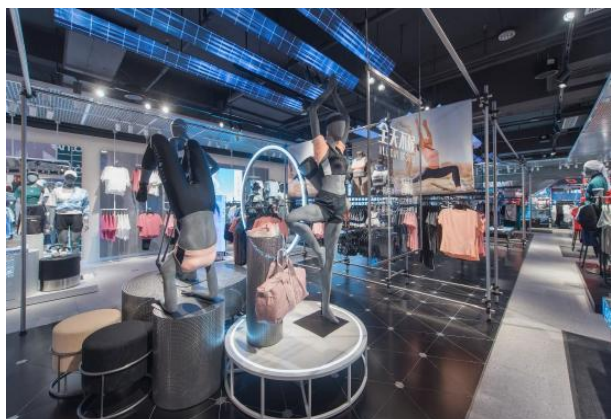
年轻化、专业化为核心元素。同时，安踏儿童也推出 4.0 门店，新增体测系统，科学为儿童选择更合适的商品。FILA 品牌则在扩张时，不断提升店铺形象和品相，以吸引更多顾客。对于改造、采用新店铺形象的经销商，公司也予以一定返利。

公司在过去一年中在店效方面也不断提升。产品单价的提升和销售量的提升均对店效提升做出贡献，在各大购物中心稳居前三；部分店铺位居第一、第二。在行业内，相较于其他国内其他运动品牌，安踏店效始终处于领先地位，领先幅度达 40% 以上。安踏主品牌在未来预计提升单价 5%-10% 左右，但在中线城市单价维持稳定，坚定其“极致性价比”的定位。在各细分业务店效方面，安踏预计未来三年内，篮球、运动生活业务分别提升 30%；跑步类产品收到产品定位限制，预计增长 10-20%。从历史表现来看，2014 年以来，该比率持续提升。其主要原因在于非主品牌业务上升强劲，且由于非主品牌占比不断上升，同店增长幅度大。

公司新收购的 AMER 品牌在过去销售模式主要以批发为主。未来几年，公司致力于加速布局 DTC(直接面向消费者)，在中国将自营门店数目提升至目前的 5-8 倍，目标 DTC 收入占总收入比重从 2018 年的 11% 上升至 30%，并加速海外扩张最终发展成“10 亿+欧元渠道”。

2018 年，安踏的销售及分销费用率占 27%，较上年上升 4.4%，主因是由于广告和品牌推广费用的提升。安踏零售店铺主要开设在一二线城市，产品主要定位高端、中高端消费群体。

图 53: 安踏“九代店”



数据来源：互联网、东北证券

图 54: FILA 官方直营店



数据来源：互联网、东北证券

表 5: 安踏各品牌同店销售增长情况

	2014	2015	2016	2017	2018
安踏主品牌			低双位数	约 20%	20% 以上
安踏非主品牌			50% 以上	50% 以上	70% 以上
总体	低双位数	高单位数	20% 以上	30% 以上	40% 以上

资料来源：互联网、东北证券

7.3.2. 李宁：“单品牌，多品类，全渠道”商业战略，提升品牌形象，扩大市场份额

2018 年，李宁继续完善多元化渠道开发、店铺形象矩阵展示、全渠道运营等方面，进一步优化运营支撑平台，提升零售能力。公司主要采用较为粗放的经销商的渠道销售，截止 2018 年年底，在 7137 个线下门店中，经销销售点共 5622 个，占比总线下门店数量 78.8%，销售额占公司线下渠道总额 61.2%；直营销售点 1515 个，占总数 21.2%，销售额占公司线下渠道总额 38.8%。李宁在近年致力于进一步提升市场份额，店铺在全国范围扩张迅速。

公司主品牌价格跨度大，面向各类消费人群，而公司的新品牌中国李宁面向高端消费者，主要将店铺开设与二线及以上的城市。公司预计在 2019 年末中国李宁门店将扩张至 100-120 家。随着公司业务规模逐渐壮大，公司的渠道管理有进一步精细化发展的空间，从而提升快反能力。公司继续推进数字化门店建设和新零售尝试，在终端门店提供商品触摸评估，洞察门店消费者画像，分析消费者行为和需求，关注单款商品的表现。同时公司通过大数据分析，监控并改善商品组成、商品的展示方式、销售服务等方面做出决策。

从同店销售增长率来看，李宁直营渠道同店销售增长在多数情况下高于经销渠道的同店增长；2018 年前，同店销售增长都维持在个位数。2019 年上半年，整体同店销售 2019 上半年录得 10%-20% 中段增长，超出预期。公司预计下半年同店增长会维持这个比率。近年来，由于电商业务本身基数小，发展迅速，拉动了整体同店增长率。

2018 年，安踏销售及分销费用率达到 35.3%，较上年下降 1.6%。该比率下降主要得益于公司对于广告和营销费用的控制，以及业绩表现良好所致的收入基数增加，但相较于其他公司 30% 以下的水平仍具有一定的提升空间。

图 55：中国李宁线下实体店



数据来源：互联网，东北证券

表 6: 李宁零售同店增长情况

	2014	2015	2016	2017	2018
直营零售	高单位数	高单位数	中单位数	不变	高单位数
经销批发	中单位数	低单位数	低单位数	低单位数	中单位数
电商		超 80%	超 80%	超 40%	超 40%
总体	中单位数	高单位数	低双位数	中单位数	低双位数

资料来源：公司公告，东北证券

7.3.3. 特步国际：构建零售网络资源规划系统，提升店铺效率，改善客户体验

特步采用类直营为主、经销为辅的销售方式，超 60% 的店铺总数由 40 家独家总代理商直营。在 2018 年，特步新开超 200 家店铺，主要位于人流量较多的商场。特步的零售管理体系完善，对于每个新开张的店铺，独家总代理商的零售管理团队针对店铺布局、促销、订购等方面做出指导性建议，并设立“特步零售学院”进行员工培训。特步零售店不断改善零售店铺形象和设施，致力于提升消费者的购物体验。截止 2019 年 H1，已有 80% 的零售店已改装为国际化运动风格布局，呈现强调跑步特性的设计。目前已升级后的店面每平米零售额提升逾 10%。预计截止 19 年，公司店铺翻新改装率达 90%。公司在 2018 年 6 月与阿里巴巴集团战略合作，探索以客户为中心的新零售思路，在零售与电子商务结合，在旗舰店提供环境模拟，测试产品在不同天气、地形下的产品性能，进一步提升客户购物体验。

目前，公司对于零售网络部署了全覆盖的企业资源规划系统，配备专业的大数据分析团队，基于关键指标、销售进度及存货水平，对于市场需求的变动以及经营情况的波动做出快速反应。公司推出零售管理 app“超级导购”，店铺覆盖率达 90%，有效提升店铺员工的工作效率和专业程度。

2018 年，得益于“三年计划”中对于渠道、运营的改革，特步同店销售增长五年来首次突破 10%。2019 年上半年，公司同店销售录得低双位数增长，并在下半年预计会维持该增长率。

特步在 2018 年销售费用率 21.3%，在行业中处于较低水平，但较上年上升 3.5%。该比例上升的主要原因是广告、推广费用的增加所致。

表 7: 特步国际同店增长

2014	2015	2016	2017	2018
中低单位数	中低单位数	中低单位数	中低单位数	中双位数

数据来源：搜狐、公司公告、东北证券

图 56: 特步零售店: 国际化的新店铺形象



数据来源: 公司公告、东北证券

图 57: 特步零售店: 新零售体验



数据来源: 公司公告、东北证券

7.3.4. 361 度: 坚持经销业务模型, 提升门店时尚性

2018 年, 361 度继续与 31 家特许经销商合作, 按地理位置划分管辖区域, 管理现有店铺并开设新店。这种商业模式为地方城市促销、零售商之间的库存再分配和标准化定价提供了最大的灵活性。目前公司在国内开设有 5539 个零售销售点, 其中 74% 的店铺位于三线及以下城市, 一、二线城市零售店分别占比 7.4% 和 18.6%。361 度的线下零售店主要以街头店铺为主, 并在未来计划在商场开设更多店铺。公司为经销商和授权的零售商开设培训项目, 供其学习专业的产品知识。同时, 361 度继续鼓励分销商和授权零售商升级店面布局第八代商店形象。通过优化零售店形象, 提升门店的专业性和时尚性, 实现品牌和产品的差异化, 突出产品特色, 从而增加客流量, 吸引更多的年轻顾客来店。2016 年来, 361 度的同店增长始终在 10% 左右徘徊, 稳定而缓慢。2018 年, 公司销售费用率 18.8%, 在同行业中处于较低水平, 但较上一年上升 1.5%。该比例上升的主要原因在于广告、推广费用、以及电商佣金和服务费用的上升。

表 8: 361 客品牌门店同店增长情况

	2016	2017	2018
361 度主品牌	高单位数	高单位数	高单位数
361 度童装	高单位数	高单位数	10% 左右
ONE-WAY	高单位数	高单位数	10% 左右

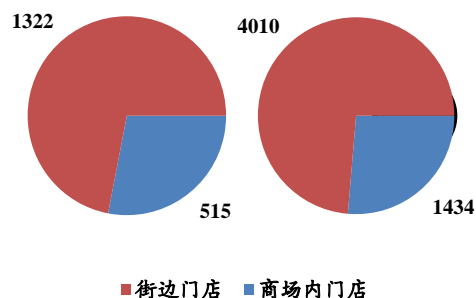
资料来源: 互联网、东北证券

图 58: 361° 官方旗舰店



数据来源：公司公告、东北证券

图 59: 361° 童装（左）和 361° 童装（右）门店位置分布

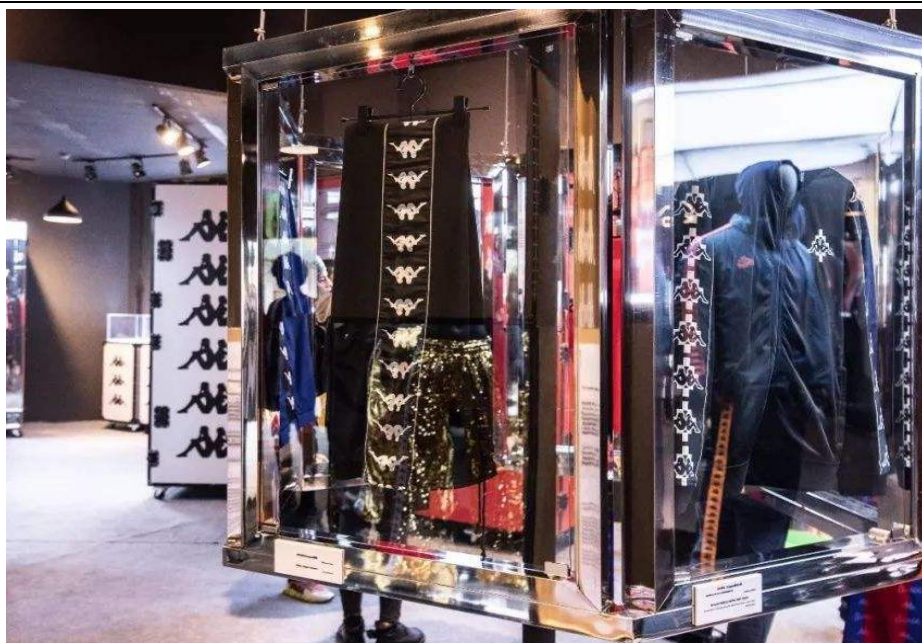


数据来源：公司公告、东北证券

7.3.5. 中国动向：“品牌+零售”商业模式，深化渠道改革

在销售渠道方面，中国动向的自营以及类直营销销售占销售额比例超过 90%。2018 年，公司持续聚焦终端改革，致力优化现有店铺结构。公司在店铺布局方面，积极进行以奥莱、购物中心为首要目标的渠道深化改革，在 2018 年，公司完成了 25% 的店铺重新装修。截止 2019 年 3 月，公司已有 1502 间 Kappa 品牌店铺，较上年增加 70 间；Kappa 童装店铺数为 295 间，较上年下降 55 间。2019 年，公司预计不会进一步提升店铺数量；而是专注于提升品牌力和店效。Kappa 在购物中心的店铺数占总数 22%，该比例在渠道深化改革后有望进一步提升。在经销商管理和培训方面，公司根据经销商表现一年一签；与此同时，公司为销售商提供各类培训项目，提升其存货管理能力，以及对于产品的了解。2018 年，公司销售费用率 45.8%，远超同行业其他公司，销售费用管理有待提升。

图 60: Kappa 零售店铺



数据来源：互联网，东北证券

表 9: 各品牌主要销售地域分布

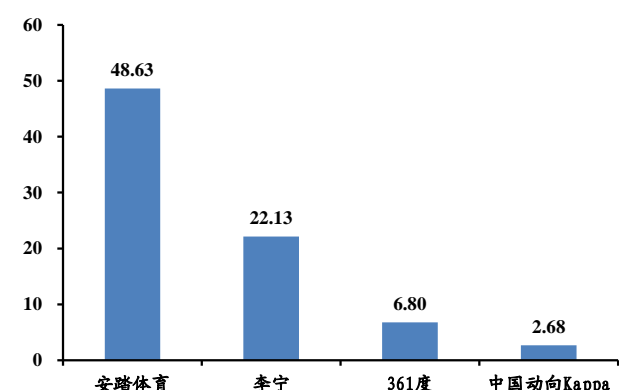
安踏体育	一、二线城市
李宁	覆盖面较广、中国李宁覆盖二线以上城市
特步国际	二、三线城市
361 度	少量分布与一、二线城市，主要分布于三线及以下城市
中国动向 Kappa	主要分布于一、二线城市

数据来源：公司公告、东北证券

7.4. 电子商务：各公司携手天猫京东，线上渠道发展迅速

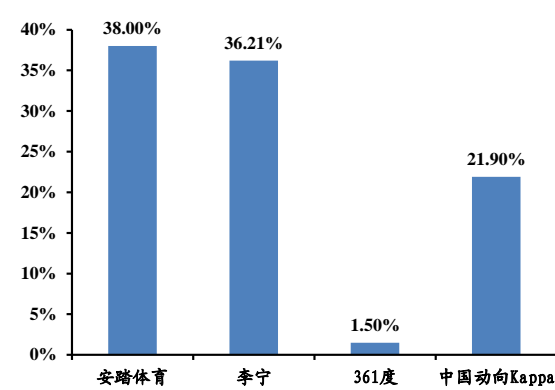
2018 年，各体育鞋服品牌在线上渠道均取得明显突破。除了受到公司转型调整影响的 361 度，其余线上销售额均同比增长超 20%。国牌龙头安踏、李宁线上市场占有率在 5% 和 2.5% 左右，销售额增长率均超 35%，远超同行业其他公司。其中，安踏的线上店铺均为自营模式。2018 年，安踏与天猫京东等电商平台合作，优化了电子商店界面，改进了产品描述和展示，增强了产品搜索和编目功能，使得顾客足不出户就能深入了解产品性能。李宁运用大数据分析，提升预测系统精确性和模型的合理性，同时通过线上直播的方式增强顾客体验。二线品牌特步、中国动向 Kappa 线上销售额增长迅速，但销售总额远低于一线国牌。特步目前线上销售额占总体销售额 20% 以上，2018 年双十一销售额同比上涨 50%，发展迅速；Kappa 则持续与天猫、京东、唯品会合作，通过对已有电商平台的深耕，实现精准营销。

图 61: 2018 年线上销售额(单位：亿元)



数据来源：公司公告、东北证券

图 62: 2018 年线上销售额同比增长

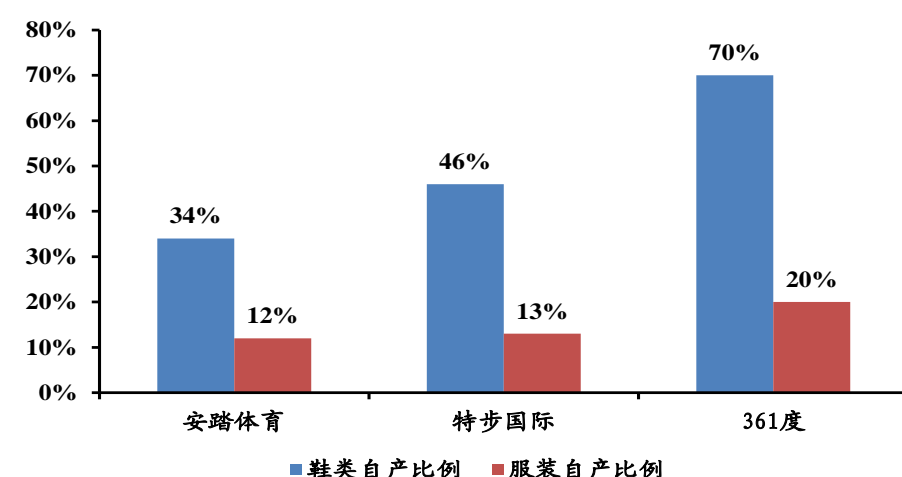


数据来源：公司公告、东北证券

7.5. 生产管理：鞋类自产仍占一定比重，服装外包比例超 80%

在产品生产方式上，李宁一直以外包生产为主要生产方式。其余公司在鞋类自产和服装自产均占有一定比重，其中鞋类自产比重约为服装自产的 3 倍。安踏公司在 2018 年鞋类自产率 34.4%，服装业务 11.9%。二线品牌自产率相对较高：特步目前鞋类、服装自产率分别是 46% 和 13%；361 度鞋类、服装自产率分别是 70% 和 20%。国牌鞋服行业在考虑成本、生产计划和知识产权的情况下，在自主生产和原始设备制造商(OEMs)之间取得公平的平衡。随着各公司整体运营规模的上升和扩张，2018 年鞋服外包比例均较上一年小幅提升。

图 63：2018 年各公司鞋服业务自产比率



数据来源：互联网，东北证券

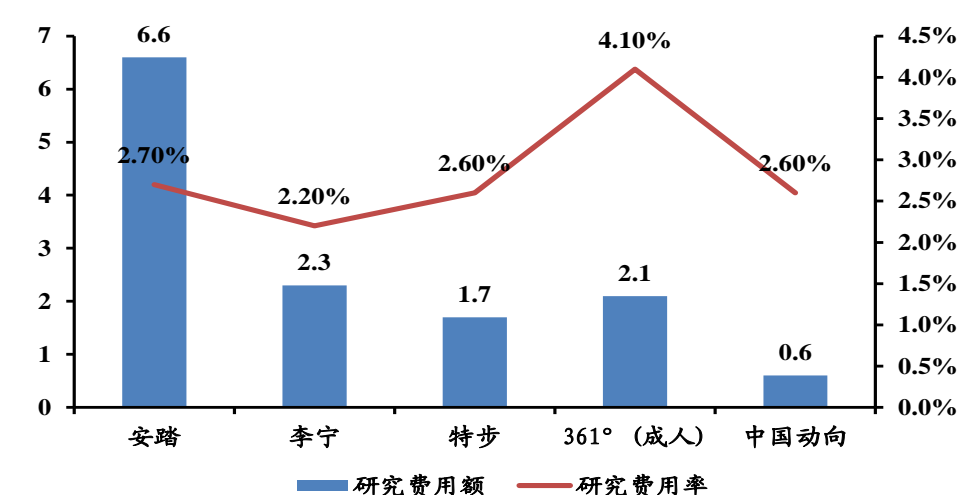
(注：安踏为 2019H1 数据)

8. 财务指标分析

8.1. 研发费用率：安踏投入总量遥遥领先

2018 年，各公司研发费用率均在 2.5% 左右。361° 由于研发投入增加而销售额增长缓慢的缘故，研发费用率相对较高。从研发设计费用投入总量而言，安踏规模优势明显，投入额远超国内其他鞋服公司。中国动向主要讲费用投入产品设计，科技投入占比很小。

图 64：2018 年各运动鞋服公司研发设计费用 (亿元) 和费用率对比



数据来源：公司公告，东北证券

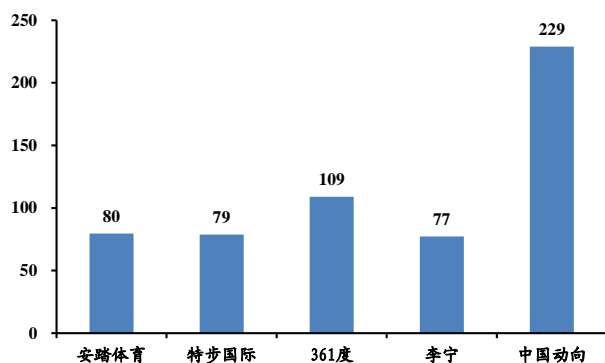
8.2. 存货管理：多公司存货量上升导致周转率下降，李宁供应链管理进步显著

8.2.1. 供应链和渠道管理情况明显改善，李宁存货周转效率大幅提升

2018 年，李宁存货周转天数为 77 天，超越安踏位居国内主流品牌首位。李宁“因需而动”的生产方式使得公司总体存货量不大，却依然保证了物流和产品供给的稳定。自 2015 年以来，李宁不断实行物流改革，实现线上线下存货的统一管理，保证了

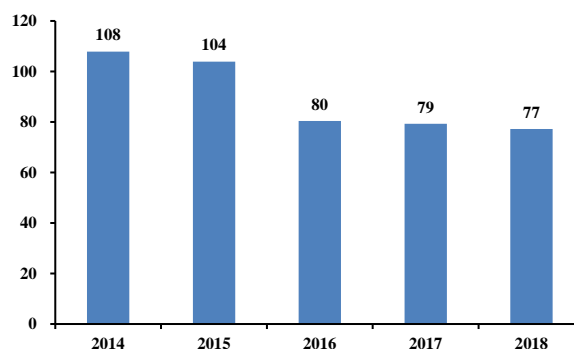
不同销售渠道间的存货量的平衡。在线上销售供应链方面，李宁单独成立新业务鞋类产品供应中心，运用数据建模，针对电商加快的业务节奏，重构电商平台的供应链体系

图 65: 2018 年各公司存货周转天数比较



数据来源: Wind、东北证券

图 66: 2014-2018 年李宁存货周转天数



数据来源: Wind、东北证券

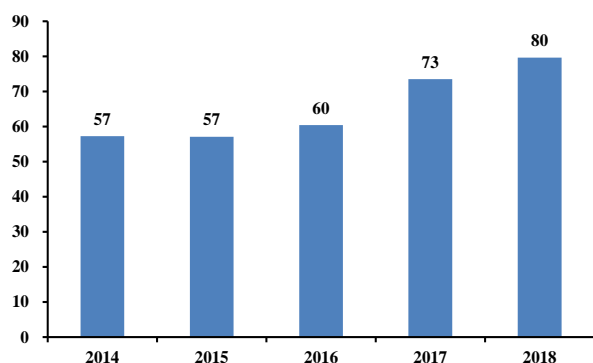
8.2.2. 店铺向直营精细化改革，存货量上升导致安踏存货周转天数上升

2018 年，李宁存货周转天数为 80 天。自 2016 年上半年以来存货周转天数不断上升。一方面，这是由于公司为了更及时地得到消费者和市场的反馈，将销售渠道逐渐改革为直营的结果；另一方面，公司目前业绩良好，销售额上升势头迅猛，需要补充存货以保证供应链的良好运行。因此，安踏存货周转天数上升并不完全意味着其运营效率的下降；相反，销售模式的改善以及供应链安全性的提升保证了公司良好的持续运营能力以及高速增长。

8.2.3. “三年计划”初见成效，特步存货周转率明显提升

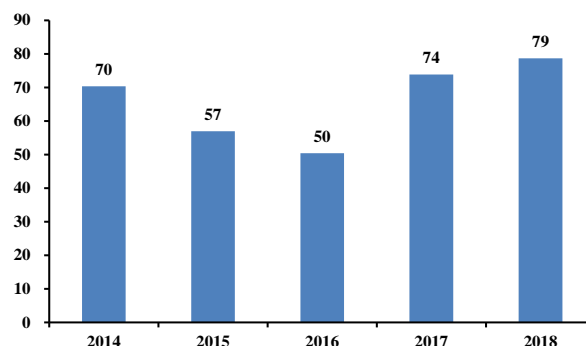
2015 年，特步受销量下降，经营业绩疲软的背景下开始了“三年计划”的改革。在改革过程中，特步为了提升品牌形象，回购经销商的库存，从而导致库存量自 2016 年上半年开始大幅上升，从而存货周转天数从 2016 年 50 天上升至 2018 年的 79 天。2018 年，特步国际提高了生产以及交付周期的灵活性，将每季度的存货分销分成三批，且最后一批产品将根据第一批零售情况进行交付，从而降低产品滞销的可能性。2018 年下半年，存货周转天数出现拐点；2019 年上半年，公司存货小幅下降，而销售额同比上升约 25%，周转天数从 2018 年 H1 的 103 天回升至 80 天，同比下降 29%。

图 67: 安踏存货周转天数



数据来源: Wind、东北证券

图 68: 特步存货周转天数



数据来源: Wind、东北证券

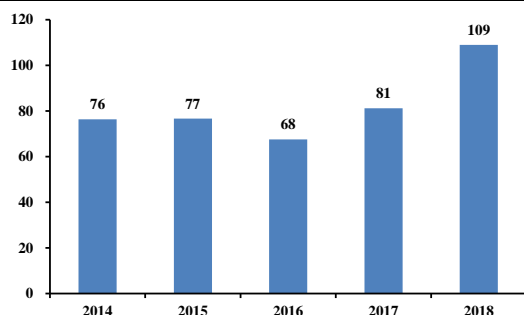
8.2.4. 361 度业务经历调整期, 存货上升拉高存货周转天数

2018 年, 361 度处于业务调整期, 同时由于收到宏观经济下行的压力, 公司销售情况较差, 存货量明显增多。自 2016 年下半年开始, 公司的存货周转率持续下降, 存货周转天数从 2016 年 68 天上升至 109 天。2019 年上半年, 公司经营状况明显改善, 但受到 2018 年年底存货量较大的影响, 2019 年 H1 的存货周转天数仍处于较高的水平。若在未来 361 度能持续保持较快增长的销售业绩, 存货周转天数有望下降。

8.2.5. 中国动向: 存货比率上升速度过快, 存货周转效率明显低于行业平均水平

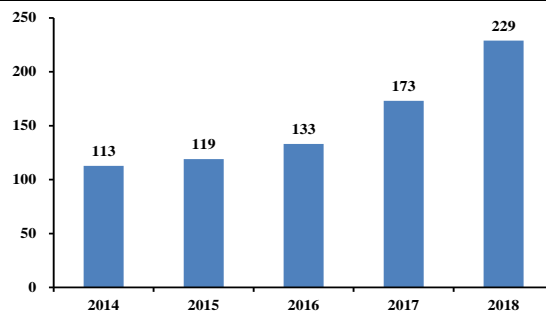
自 2017 年年底以来, 中国动向的存货累计上升 74.9%, 明显快于同期销售额的增长速度。2018 年上半年, 公司的存货周转天数飙升至 229 天, 远低于其他主流品牌公司 75-110 天的水平, 存货管理效率较低。

图 69: 361 度存货周转天数



数据来源: Wind、东北证券

图 70: 中国动向存货周转天数



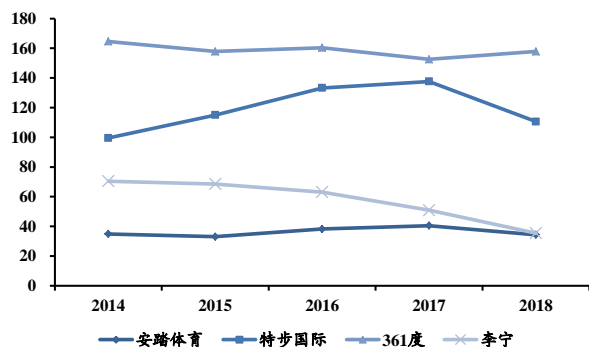
数据来源: Wind、东北证券

8.3. 经营周期对比: 李宁经营周期不断下降, 议价能力不断提升

安踏、李宁应收账款、应付账款周转天数均处于较低水平。李宁在近年来由于应收账款周转效率、存货管理效率提升, 经营周期不断缩短, 在 2018 年下降至 39 天, 远低于行业平均水平。安踏应收账款、应付账款周转天数处于相对稳定的状态, 由于存货量的上升, 经营周期上升明显, 在 2018 年达 62 天。特步国际、361 度应收账款、应付账款周转天数均处于较高水平, 361 度经营周期受存货周转天数较高, 在 2018 年达 72 天, 其主要原因在于销量增长速度较慢而导致存货积压, 周转效率

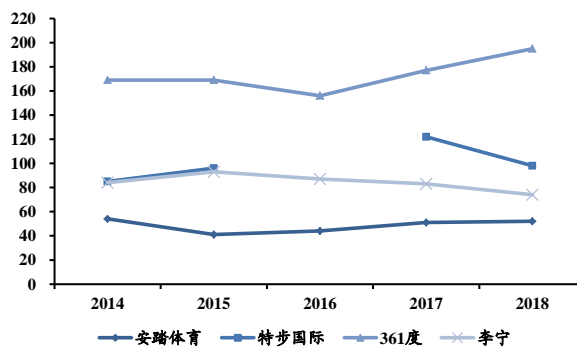
下降；特步国际经营周期为 91 天，在同行业内相对较高。应付账款周转天数相对于应付账款而言较低，从而拉升了经营周期。从议价能力来看，安踏、李宁在产业链中总体议价能力较强，应收账款天数常年小于应付账款天数，2018 年，安踏和李宁应收账款比应付账款分别多 18 和 39 天。安踏在该差值上表现始终稳定，李宁则逐年下降，标志着李宁议价能力逐年提升。361 度波动性较大，但总体呈下降趋势。特步国际在产业链中相较于其他运动鞋服公司较差，在 2014-18 年中，应付账款周转天数始终比应付账款多 10-20 天。

图 71: 各公司应收账款周转天数对比



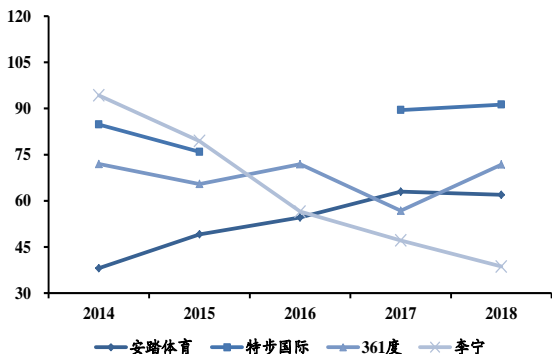
数据来源: Wind、东北证券

图 72: 各公司应付账款周转天数对比



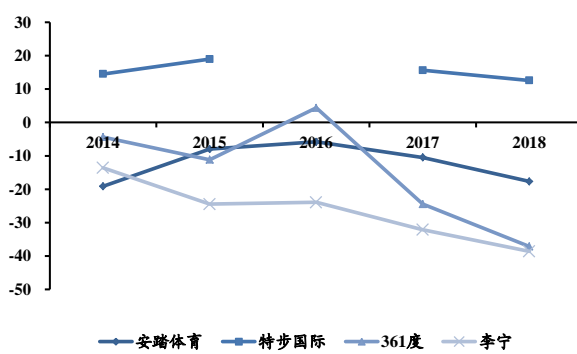
数据来源: Wind、东北证券

图 73: 各公司营业周期以及变化情况对比



数据来源: Wind、东北证券

图 74: 各公司应收账款周转天数与应付账款周转天数差值

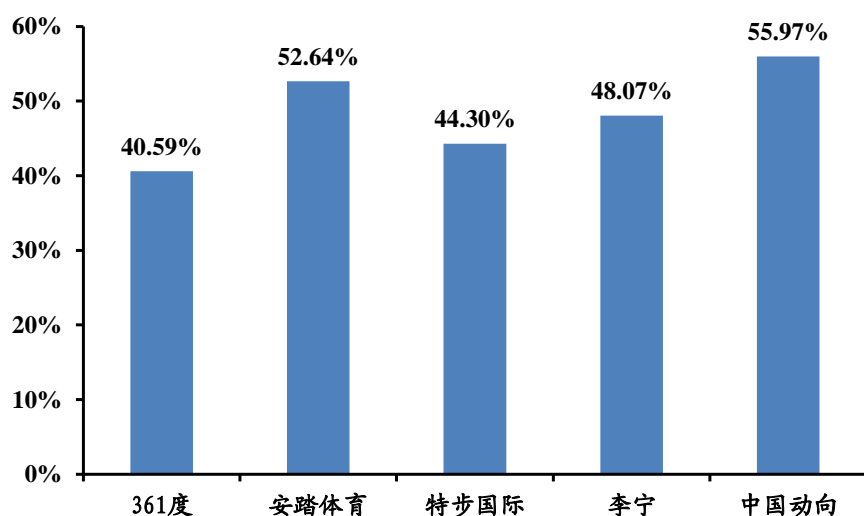


数据来源: Wind、东北证券

8.4. 毛利率分析: 中国动向毛利率高, FILA 提升安踏盈利能力

2018 年, 中国动向毛利率达 56.0%, 在运动鞋服行业国内主流品牌中保持领先。中国动向的服装业务毛利率达 68.4%, 鞋类业务毛利率达 58.6%, 均远高于行业平均水平。安踏体育主品牌安踏毛利率较低, 仅 40% 左右, 但其子品牌 FILA 得益于高端产品的定位, 毛利率达 70% 以上。361 度受制于产品定位、生产成本及销售模式等因素, 毛利率较低, 仅 40.6%, 其中作为主要销售收入来源的服装、鞋类、童装业务, 销售毛利率均在 40%-43% 之间, 在行业内处于较低水平。

图 75：2018 年各公司毛利率比较



数据来源：Wind、东北证券

8.5. 费用率分析：李宁期间费用处于高位、逐年下降，中国动向费用率逐年上升拖累利润

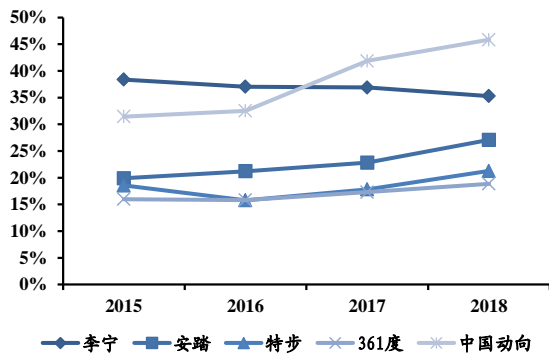
从销售费用率来看，除李宁外，各公司均有上升趋势，且主要原因在于广告、推广费用开支的增加。其中 361 度销售费用率始终保持在地位，2018 年仅 18.8%；安踏近年来由于直营业务比重增加，尤其是 FILA 员工成本增加，导致销售费用率上升，从 2015 年的 19.9% 上升至 2018 年的 27.1%。李宁在近年来虽然销售费用率不断下降，管理逐渐改善，但仍处于行业较高水平，相较于其他以经销商为主的公司（361 度、特步国际等）有较大提升空间。中国动向在近年来销售费用率不断攀升，从 2015 年的 31.5% 上升至 2018 年的 45.8%，销售费用率亟需得到合理控制。

从管理费用率来看，李宁和安踏相较于其他公司明显处于较低水平，在 2018 年分别为 6.47% 和 5.07%。361 度、特步国际、中国动向的管理费用率在 2018 年均为 10% 左右，但从历史来看，特步国际管理费用率明显波动性较大。

从财务费用率来看，除中国动向外各公司财务费用多在 -2%~3% 的区间左右。而中国动向的财务费用率波动极大。其主要原因在于公司布局海外业务，且以投资为利润主要来源，其中汇兑损益波动性大，且占比高，而营收总额相较于其他公司基数小。

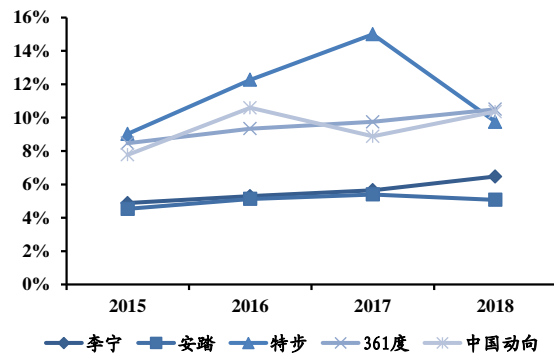
各公司整体期间费用主要受销售费用影响较大：安踏、特步、361 度期间费用率较低，李宁期间费用率整体较高。中国动向受到汇率波动影响明显，且销售费率近年来持续走高，期间费用率上升很快。

图 76: 各公司销售费用率对比



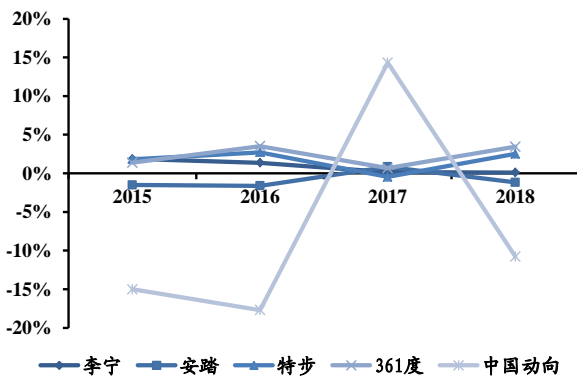
数据来源: Wind、东北证券

图 77: 各公司管理费用率对比



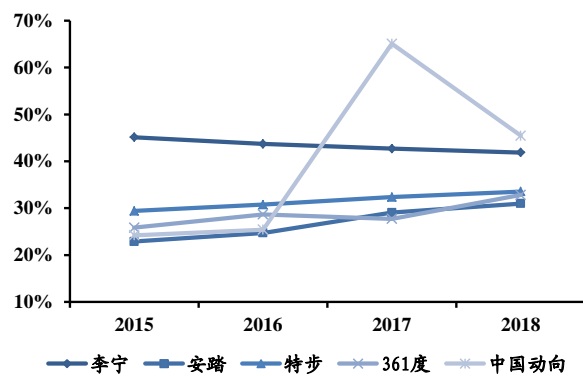
数据来源: Wind、东北证券

图 78: 各公司财务费用率对比



数据来源: Wind、东北证券

图 79: 各公司期间费用率对比



数据来源: Wind、东北证券

8.6. 收益质量分析: 安踏收益质量最高, 中国动向营业外利润为主

安踏经营性净收益占比高, 收益质量逐年上升。2019 年上半年, 安踏体育公司经营性净收益占利润总额比达 109.5%, 远高于行业内其他公司。自 2016 年上半年来, 安踏经营性净收益占比逐年上升, 主营业务利润目前增长速度快, 且占总利润份额大, 公司收益来源质量高且稳定。

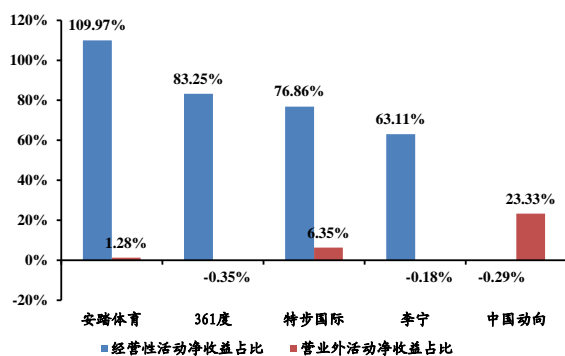
特步国际、361 度经营性净收益占比相对较高, 近年来小幅下降, 总体变动幅度小。2019 年上半年, 特步国际和 361 度经营性净收益占比分别占有 76.86% 和 83.25%, 收益质量相对较高。自 2016 年 H1-2018 年 H1 来, 两公司经营性净收益占比总体呈小幅下降的趋势, 但变动幅度不大。其主要原因在于政府资助的逐年增加。2019 年 H1, 政府对于特步国际的补助依然与之前几年相似, 处于稳定的状态; 而 361 度的政府补助金额有所下滑, 因此, 经营性净收益占比较高。总体而言, 两公司收益质量均比较高。

李宁 2019 年 H1 权益类投资收益较高, 拉低经营性净收益占比。2019 年上半年, 李宁净利润同比上升约 55%, 其主要原因在于权益类投资收益较往年大幅提升。受此影响, 经营性净收益占比从上年 H1 的 81% 下降到今年 H1 的 63%。然而, 公司经营性活动利润与收入之比仍然达到 10.6%, 较上年上升 4.9%, 有效的成本费用控制使得李宁的经营性收入质量不断提升。

中国动向以营业外利润占比偏高, 收益质量较低。2019 年上半年, 中国动向经营性净收益占比为负。历年来, 中国动向的收益均未超过 20%, 远低于其他主流国牌

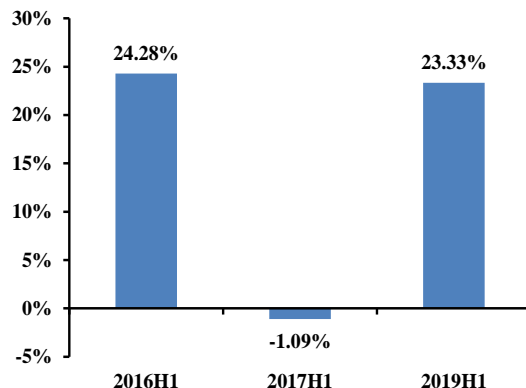
鞋服公司 70%以上的水平。而其营业外收入净收入，占比为 23%，远高于行业内其他主流国牌鞋服公司 10% 一下的占比。此外，历年来中国动向的营业外利润波动性大，收益非常不稳定。

图 80: 2019H1 各公司净收益来源



数据来源: Wind、东北证券

图 81: 中国动向营业外收入占比

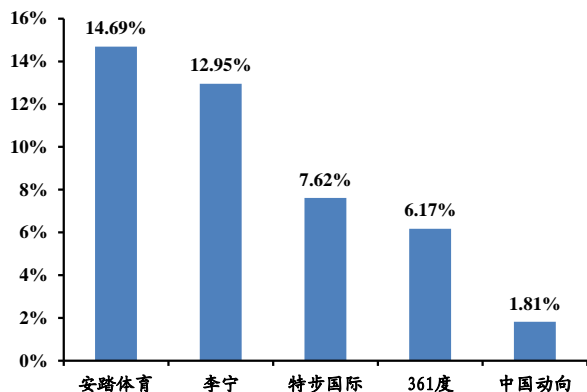


数据来源: Wind、东北证券

8.7. 净资产收益率分析: 安踏、特步国际净资产收益率稳中有升, 李宁、361 度表现回暖

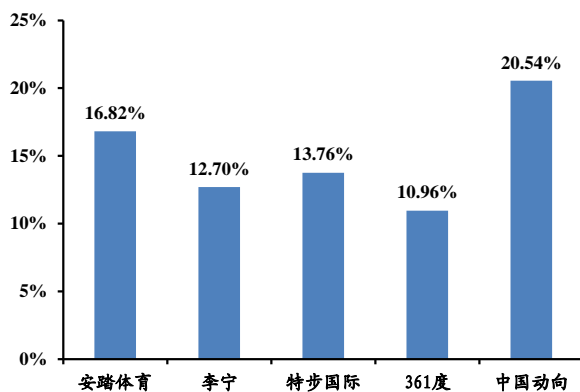
2019 年 H1, 安踏和李宁的净资产收益率已经超过 10%, 分别为 14.7%和 13%。361 度净资产收益率明显回升, 已超过去年全年收益率达 6.17%。特步净资产收益率为 7.6%, 较上年同期略有提升, 表现稳定。中国动向净资产收益率较低, 仅 1.8%。

图 82: 2019H1 各公司净资产收益率



数据来源: Wind、东北证券

图 83: 2019H1 各公司净收益/营业总收入



数据来源: Wind、东北证券

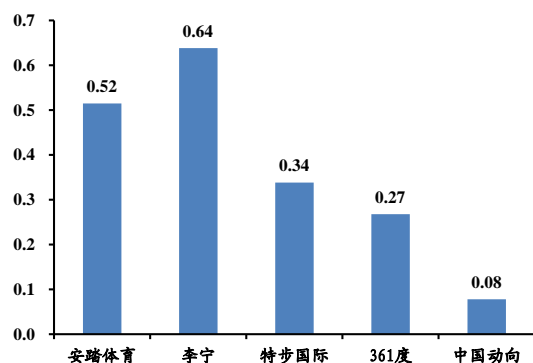
8.7.1. 销售净利率: 李宁、361 度大幅提升, 驱动净资产收益大幅增长。

与去年全年相比, 李宁和 361 度销售收益率明显上升 5%, 分别达到 12.7%和 11%, 拉近与其他公司的差距。李宁的增长主要得益于渠道管理的改善从而进一步控制了销售成本; 361 度则是由于度过调整期后整体运营的收入增加, 成本和费用相对下降, 但仍然受低毛利率的影响, 净收益率不高。安踏和特步 2019 年 H1 销售收益率分别为 16.8%和 13.8%, 近年来始终比较稳定。中国动向 2019 年 H1 销售收益率最高, 超过 20%。

8.7.2. 资产周转率：李宁和安踏高净资产收益率的核心因素，低运营效率拖累中国动向

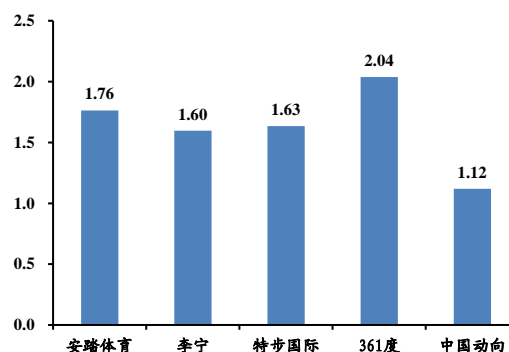
李宁和安踏在 2019 年上半年高运营效率是带来高净资产收益率的关键，分别达到 0.63 和 0.51，远高于二线国牌的资产周转率。与之形成鲜明的对比的是，中国动向资产周转率仅 0.078，不到李宁的 1/8。虽然在 2019 年上半年，中国动向的销售收益率领先其他公司，但低资产周转率始终是拖累中国动向净资产收益的重要因素。

图 84: 2019H1 各公司总资产周转率



数据来源：Wind、东北证券

图 85: 2019H1 各公司权益乘数



数据来源：Wind、东北证券

8.7.3. 权益乘数：中国动向低杠杆率运营；361 度高杠杆率弥补销售利润率不足
中国动向权益乘数最低仅 1.12，远低于主流品牌公司 1.5 以上的比重。361 度的杠杆率始终处于行业内较高水平，自 2016 年来始终在 1.9-2.05 左右，高杠杆率进一步提升了净资产收益率。361 度杠杆率高的因为公司的长期负债较多。此外，安踏的 2019 年上半年杠杆率明显提升。安踏于 2019 年 3 月收购 AMER SPORTS 中的负债比例较高，导致其长期负债占比大幅上升。

9. 风险提示

- 1) 疫情导致的经济不景气：销售终端需求下降，导致消费者购买频率下降，店效下滑；
- 2) 开店数量不及预期；
- 3) 公司并购不及预期；
- 4) 全球变暖：导致的冬季运动装备、户外运动装备销量下滑；
- 5) 体育赛举办的不确定性。

分析师简介:

褚洪亮: 中国科学院大学硕士，武汉大学本科，现任东北证券纺服组研究人员。曾任深圳市尚诚资产管理有限责任公司股票研究员，2018年以来具有2年证券研究从业经历。

刘家薇: 美国约翰霍普金斯硕士，中南财经政法大学学士，现任东北证券纺织服装分析师。曾任国盛证券纺织服装分析师，2018年以来具有两年消费品研究经验。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn