

纺织服装

谈谈运动鞋服优质龙头的经营哲学

运动鞋服仍处于快速成长阶段，竞争格局持续优化。2019年国内运动鞋服市场增速达17%（VS全球运动鞋服市场7%的增速），规模达到459.5亿美元，且未来5年仍然能保持CAGR9%-10%的速度成长。“龙头彼此对话”的竞争格局持续优化：2019年CR5达到72.8%（2018年为69%），国内龙头安踏集团/李宁集团市占率分别达到16.4%/6.3%。申洲国际前4大客户分别为耐克、阿迪达斯、优衣库和PUMA，2019年四大客户贡献了申洲超过80%的收入体量。

龙头经营哲学之一：专注优势领域，以客户需求为导向。1）这样的战略意味着资源投入集中，效率更高，同时使得在研发、渠道管理端形成竞争壁垒更强；2）战略在聚焦的基础上跟随市场需求进行调整，才能在竞争中保持优势地位。申洲国际坚定做高端市场客户，利用研发投入打造高附加值产品，与优衣库共同研发功能性面料，与NIKE共同研发针织鞋面等，并根据市场需求切入运动市场（2019年运动类产品占比超过70%）安踏/李宁均聚焦于运动鞋服这一优势领域，并跟随市场，并各自演绎出集团化的运营模式。

龙头经营哲学之二：组织架构根据战略需要进行前瞻性调整。合理的管理架构能发挥全新的公司战略，带动管理效率的提升，我们认为龙头公司能够根据战略需要进行管理架构的前瞻性调整。申洲国际对海外生产基地的输出管理使其能够在4-5年时间内建立海外工厂并进行一体化的生产。而对于品牌商安踏体育/李宁而言，重要的是建立起了集团作为零售平台的管理架构。安踏在收购FILA的时期及2018年收购Amer后先后进行架构调整。

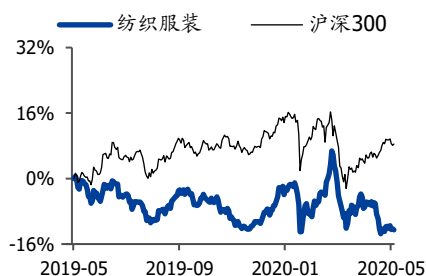
龙头经营哲学之三：重视员工培养，打造高执行力团队。安踏体育整个管理团队以CEO丁总为核心，坚持以生意为导向，每个团队成员都有自己的考核指标，某种程度上来说，我们认为“狼性”文化已经渗透在安踏的团队精神中。申洲国际向来重视人才培养和员工福利，员工的稳定性较行业平均水平较高。公司近几年员工成本占收入比重超过20%；生产团队稳定，平均每月流动率水平从2012年的6.68%下降至2019年4%左右。

投资建议：我国运动鞋服行业空间广阔，竞争格局稳定（CR5超过70%），我们认为当前体育鞋服行业仍处于高景气度的阶段。短期行业面临冲击，我们认为运动鞋服的龙头公司当下流水恢复程度优于行业平均水平，且从优质龙头的经营哲学来看，我们认为过往的积淀帮助优质龙头建立较强的竞争壁垒。**维持推荐安踏体育、李宁、申洲国际。**

风险提示：新冠疫情影响时间及范围超预期对公司业务造成不利影响；下游客户订单波动影响营业收入；海外业务拓展不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 1、《化妆品专题二：产品升级能为国产化妆品带来多大上升空间》2020-05-17
- 2、《纺织服装：化妆品移居线上力克时艰，赛道长期旺盛需求未改变》2020-05-05
- 3、《纺织服装：2019运动龙头表现佳，2020“危”、“机”并存》2020-05-03

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
02020	安踏体育	买入	1.98	2.10	2.81	3.30	30.1	28.4	21.2	18.1
02313	申洲国际	买入	3.39	3.57	4.18	4.94	23.3	22.1	18.9	16.0
02331	李宁	买入	0.61	0.62	0.80	0.93	37.9	37.1	28.9	24.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

前言	3
行业跟踪：景气持续，龙头风采依旧	3
优质龙头的经营哲学	5
共同点一：专注优势领域，以客户需求为导向	5
申洲国际：定位高端市场，坚持高研发投入，打造高附加值产品	5
安踏体育：单聚焦、多品牌、全渠道	6
李宁：传承独一无二的品牌基因，产品驱动增长	7
共同点二：组织架构根据战略需要进行前瞻性调整	8
申洲国际：输出管理，搭建海外管理团队	8
安踏体育：从多品牌事业部到集团化管理	9
李宁：打造品牌体验价值	10
共同点三：重视员工培养，打造高执行力团队	10
安踏体育：团队具备高执行力	10
申洲国际：注重员工福利，优化管理	10
公司最新跟踪及投资建议	11
风险提示	12

图表目录

图表 1：2007-2024 全球/中国运动鞋服市场规模（百万美元）	3
图表 2：2007-2022 年全球/中国运动鞋服渗透率（%）	4
图表 3：耐克持续精简供应商（个）	4
图表 4：Nike 在最大供应商处采购占比（%）	4
图表 5：2011/2015/2019 年运动鞋服品牌 CR5/CR10（%）	5
图表 6：2010-2019 年国内市场运动品牌零售流水份额占比（%）	5
图表 7：申洲国际前四大客户收入及占比情况（亿元，%）	6
图表 8：申洲国际收入占比拆分（%）	6
图表 9：安踏集团品牌矩阵	7
图表 10：安踏集团旗下品牌市占率（%）	7
图表 11：中国李宁标杆门店	8
图表 12：申洲国际面料产能分布情况（%）	9
图表 13：申洲国际成衣产能分布情况（%）	9
图表 14：前期 FILA 品牌事业部管理架构	9
图表 15：安踏体育管理架构	9
图表 16：安踏体育分品牌流水增速	10
图表 17：2005-2019 申洲国际人均收入（元/年）	11

前言

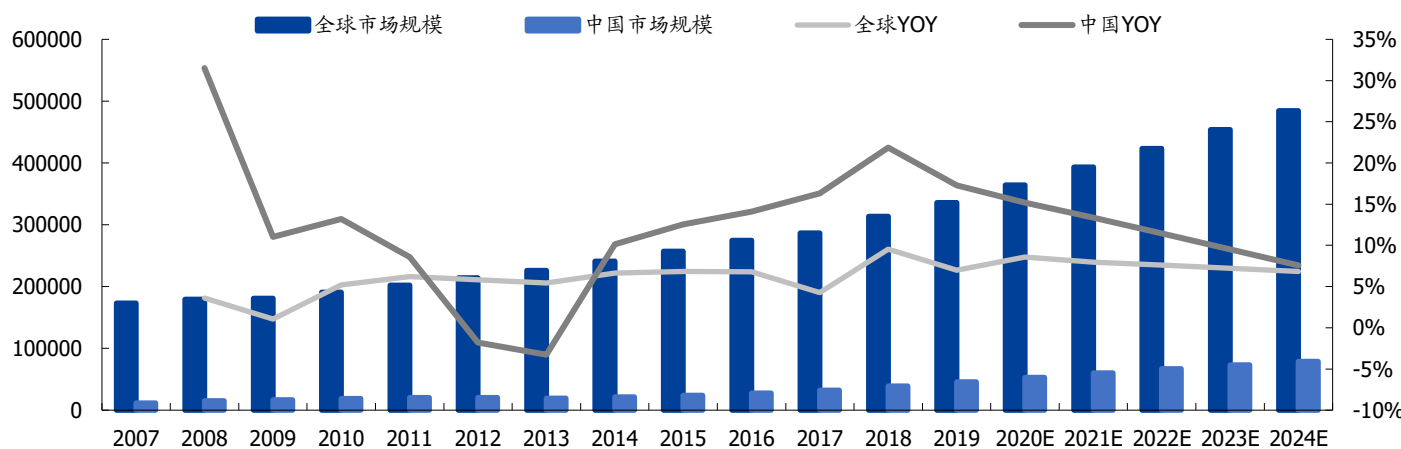
在我们前期的运动鞋服行业深度报告中，我们就 1) 行业规模、竞争格局和发展趋势；2) 公司核心竞争力的建立；3) 当前运动鞋服行业的库存情况进行探讨。本次专题报告我们旨在探讨运动鞋服龙头公司的经营哲学，优质公司的运营理念是否存在共性。

我们认为：运动鞋服行业长期仍然处于景气度上行的阶段，行业中的优质龙头公司在经营理念中存在以下共同点：1) 战略选择上，业务聚焦在优势领域中，并根据事情变化进行及时调整；2) 管理架构在跟随战略选择进行前瞻性的改善；3) 重视人才团队培养，以客户为中心。

行业跟踪：景气持续，龙头风采依旧

我国运动鞋服行业仍然处于快速成长阶段，根据最新欧睿数据，2019 年国内运动鞋服市场增速达 17% (VS 全球运动鞋服市场 7% 的增速)，规模达到 459.5 亿美元，且未来 5 年仍然能保持 CAGR9%-10% 的速度成长。

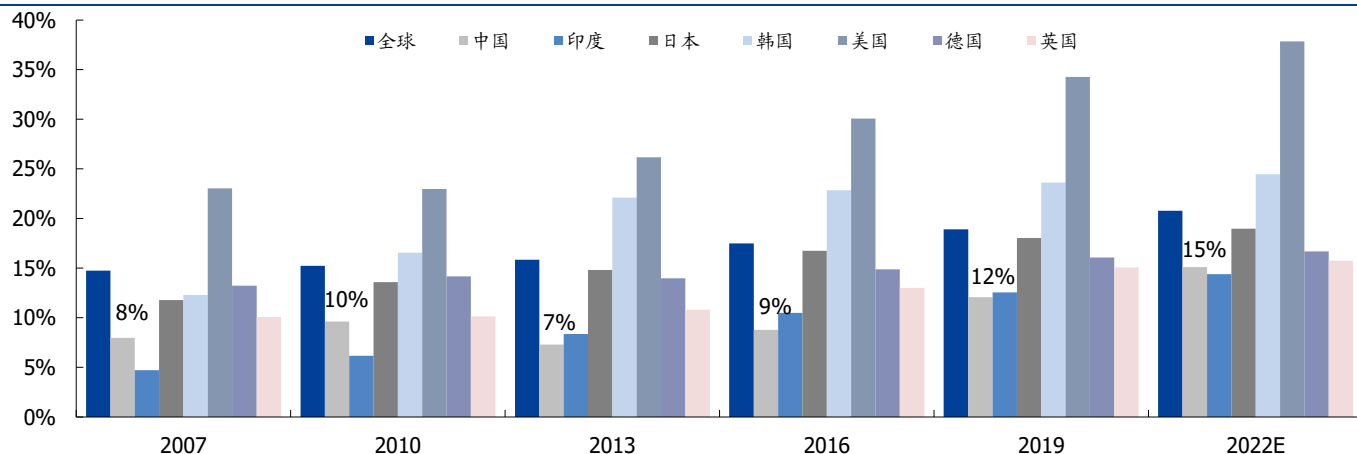
图表 1: 2007-2024 全球/中国运动鞋服市场规模 (百万美元)



资料来源：欧睿数据库，国盛证券研究所

国内运动鞋服的渗透率（运动鞋服市场规模/整体鞋服市场规模）持续提升，2019 年达 12%，但对比全球其他市场，渗透率仍有提升空间（中国 12% vs 全球 19%）。我们认为渗透率的提升的动力主要来自于：1) 居民逐步重视健康的生活习惯，更多的参与到运动活动中，同时在消费升级的过程中对于专业化的运动鞋服需求逐步提升；2) 冰雪运动、马拉松、瑜伽等细分领域在国内市场的崛起，推动运动鞋服行业进一步发展。

图表 2: 2007-2022 年全球/中国运动鞋服渗透率 (%)

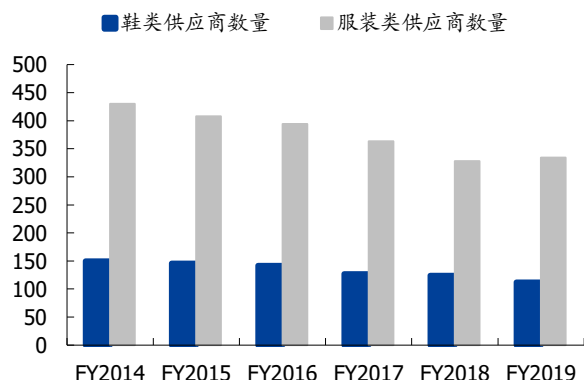


资料来源: 欧睿数据库, 国盛证券研究所

竞争格局方面, 我们在前期的深度报告《运动鞋服: 风景独好, 龙头起舞》中曾经提出, 我们认为运动鞋服的整条产业链体现出的是“龙头彼此对话”的格局: 从制造商、品牌商、渠道商三个环节来看, 均是份额向龙头集中的趋势, 各个环节的对接过程中, 龙头制造商通常服务的是龙头企业。

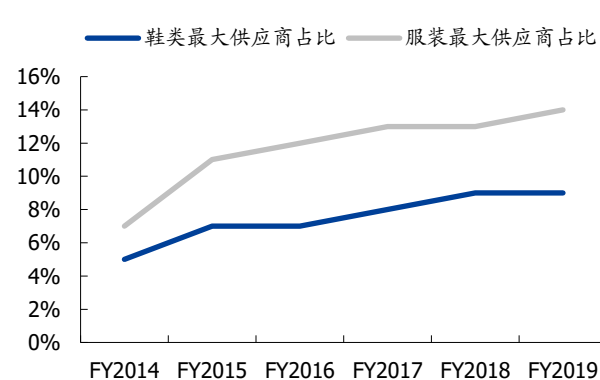
- **制造商&品牌商:** 申洲国际前 4 大客户分别为耐克、阿迪达斯、优衣库和 PUMA, 2019 年四大客户贡献了申洲超过 80% 的收入体量。与此对应申洲占耐克/阿迪达斯/优衣库/PUMA 的订单比例分别为 17%/15%/15%/40% 左右, 均为四家客户的第一大供应商。从目前耐克、阿迪达斯的策略来看, 也一直在优选供应商, 供应商数量目前呈现减少的态势。

图表 3: 耐克持续精简供应商 (个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

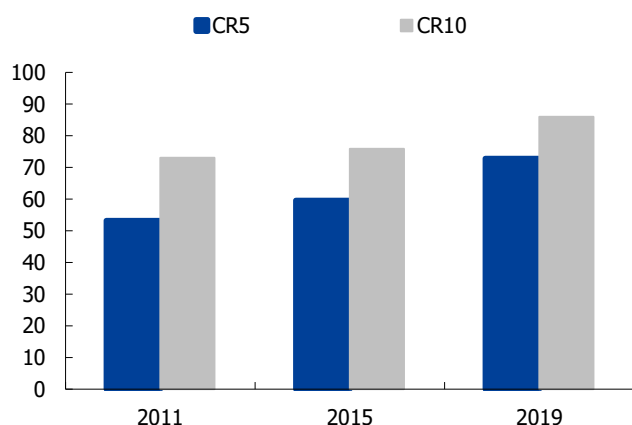
图表 4: Nike 在最大供应商处采购占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

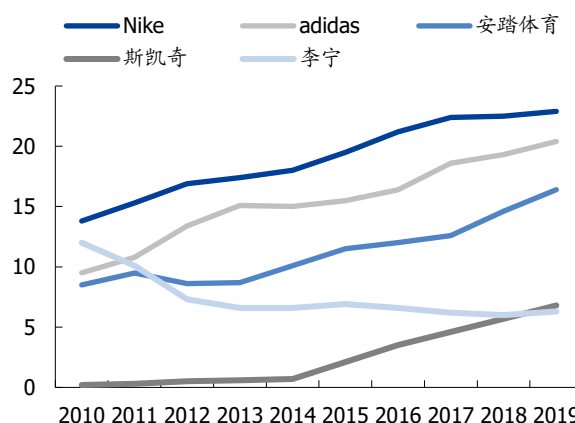
- **品牌商&渠道商:** 运动鞋服头部公司的市占率进一步提升, 2019 年 CR5 达到 72.8% (2018 年为 69%), 国内龙头安踏集团/李宁集团市占率分别达到 16.4%/6.3%。国内市场中国耐克/阿迪达斯超过 50% 的流水由头部渠道商滔博和宝胜两家贡献。

图表 5: 2011/2015/2019 年运动鞋服品牌 CR5/CR10 (%)



资料来源: 欧睿数据库, 国盛证券研究所

图表 6: 2010-2019 年国内市场运动品牌零售流水份额占比 (%)



资料来源: 欧睿数据库, 国盛证券研究所

优质龙头的经营哲学

共同点一: 专注优势领域, 以客户需求为导向

运动鞋服的龙头公司在过往的战略选择上我们可以看到具备专注和与时俱进这一共同点。聚焦于自己的强势领域, 注重积淀同时根据市场需求进行合理的调整。1) 专注于强势领域意味着资源投入更为集中, 效率更高, 同时使得在研发、渠道管理端的竞争壁垒更强; 2) 战略在聚焦的基础上跟随市场需求进行调整, 才能在竞争中保持优势地位。

申洲国际: 定位高端市场, 坚持高研发投入, 打造高附加值产品

➤ **坚定高端市场, 重视研发:** 公司接触的的第一个重要客户为优衣库, 定位海外的高端市场, 此后的客户均为大品牌。我们认为公司在和优衣库的合作过程中也是积淀的过程, 在之后与运动品牌耐克、阿迪达斯等接触时, 公司已经具备了良好的综合竞争实力。**面料的持续创新能够给客户新品, 公司非常重视的一点。**与优衣库共同研发的吸汗/透气/柔软功能性面料 Airism, 与 NIKE 共同研发的轻盈/保暖/透气面料 TechFleece 以及针织鞋面等。公司会与特性客户签署保密协议保护客户的专利权。也正是对客户所创造的价值能够体现, 申洲和客户合作的体量持续提升, 2019 年四大客户收入贡献超过 80%。

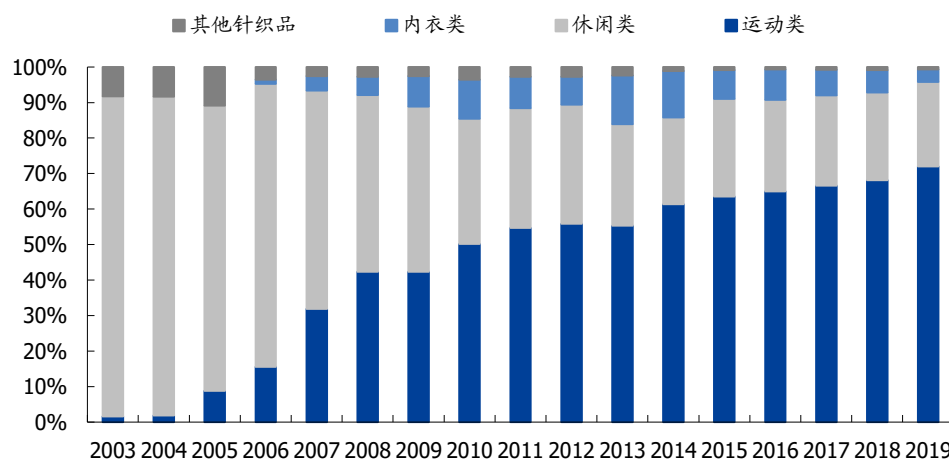
图表 7: 申洲国际前四大客户收入及占比情况 (亿元, %)

	2015	2016	2017	2018	2019
Nike	33.9	38.69	52.56	62.59	67.81
YOY	29.84%	14.13%	35.85%	19.08%	8.33%
收入占比	26.82%	25.62%	29.73%	29.87%	29.92%
Adidas	27.38	34.22	36.09	39.9	50.36
YOY	15.66%	24.97%	5.48%	10.54%	26.22%
收入占比	21.66%	22.66%	20.41%	19.04%	22.22%
Uniqlo	31.37	33.68	36.97	38.7	45.01
YOY	34.52%	7.36%	9.77%	4.67%	16.32%
收入占比	24.82%	22.31%	20.91%	18.47%	19.86%
Puma	10.92	13.19	17.22	21.19	24.56
YOY	-9.31%	20.78%	30.58%	23.02%	15.90%
收入占比	8.64%	8.74%	9.52%	10.11%	10.84%
前四大客户合计	103.57	119.78	142.85	162.37	187.74
收入占比	81.90%	79.30%	79.00%	77.50%	82.83%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

- **与时俱进, 切入运动鞋服市场:** 申洲在和优衣库合作后, 紧抓住全球运动鞋服高景气度的机会, 与耐克、阿迪达斯等品牌展开合作, 运动类产品收入占比逐年上升。2011 年公司运动产品占比超过 50%, 到 2019 年超过 70%。

图表 8: 申洲国际收入占比拆分 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

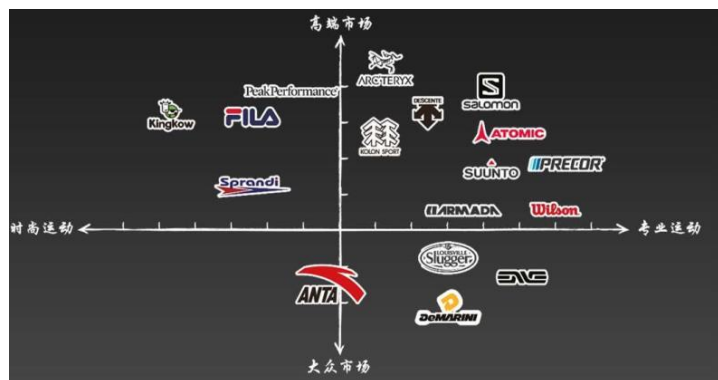
安踏体育: 单聚焦、多品牌、全渠道

安踏集团发展经历了工厂批发的 1.0 时代、品牌批发的 2.0 时代、零售导向的 3.0 时代, 公司目前品类矩阵完善, 渠道运营成熟, 进入“单聚焦、多品牌、全渠道”的 4.0 时代。

- 公司聚焦于最擅长的运动鞋服领域, 早期围绕安踏品牌, 公司加强研发和营销投入, 安踏过去几年中研发投入占收入比例基本维持在 2% 以上。强调产品的运动专业性 (防水、回弹、透气性等) 的同时通过与国际奥委会的合作强化品牌的专业属性。

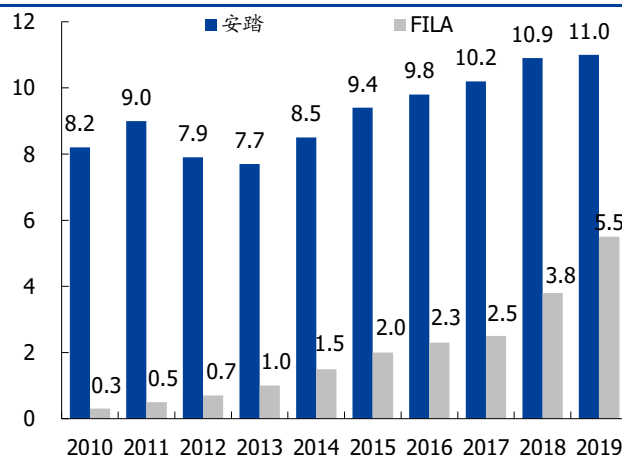
- 随着市场需求的变化，为了扩大生意规模，公司围绕运动鞋服这一领域进行了投资并购，先后收购了运动时尚品牌 FILA、冰雪户外运动品牌 KOLON、迪桑特等，打造了多品牌矩阵，以此来吸引更多的消费者。到 2019 年，FILA 品牌已经贡献集团 45% 左右收入，迪桑特品牌流水也超过 10 个亿。

图表 9: 安踏集团品牌矩阵



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 10: 安踏集团旗下品牌市占率 (%)



资料来源：欧睿数据库，国盛证券研究所

李宁：传承独一无二的品牌基因，产品驱动增长

对于李宁集团而言，其拥有“李宁”这一其他品牌无法复制的运动基因，品牌也就这一基因进行了良好的传承。李宁在 2008 年奥运会开幕式上点燃主火炬的光辉形象帮助李宁集团曝光度提升，2012 年 11 月，李宁集团获得了中国职业篮球比赛（CBA）的合作伙伴资格，合约持续到 2020 年。作为中国篮球的最顶级联赛，2017 年 CBA 与 CCTV 签订了长达 10 年的合同，这期间最重要和最精彩的比赛都将在 CCTV5 播出。

坚持产品原创与创新，成为成长动力。在产品端，李宁集团围绕跑步、篮球、训练、羽毛球以及运动时尚五大品类，将有限的资源集中在核心品类上。与此呼应，李宁开设了一系列专业的品类店铺，如篮球店和跑步店，增强某一品类客户的体验，打造专业的购物环境和销售支持。

与时俱进，2018 年推出运动时尚产品线“中国李宁”，围绕核心品牌进行多元发展。中国李宁产品线的特点在于主打高端产品和年轻化产品，吸引更多的年轻消费者，成功使得李宁品牌的焕活，截止 2019 年，中国李宁渠道数量达到 120 家左右，门店平均店效达到 60-100 万/月。

图表 11: 中国李宁标杆门店



澳門威尼斯人店

2019年12月開業

面積：202平方米

2019年開業三週流水超過280萬元



成都太古里店

2019年10月開業

面積：200平方米

2019年平均月店效超過320萬元



廣州太古匯店

2019年10月開業

面積：382平方米

2019年平均月店效超過300萬元

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

共同点二：组织架构根据战略需要进行前瞻性调整

公司的管理架构理论上会跟随公司的战略升级进行调整，而合理的管理架构能够充分的发挥全新的公司战略，带动管理效率的提升。观察运动鞋服龙头标的的组织管理架构，我们认为龙头公司能够根据战略需要进行管理模式的前瞻性调整。

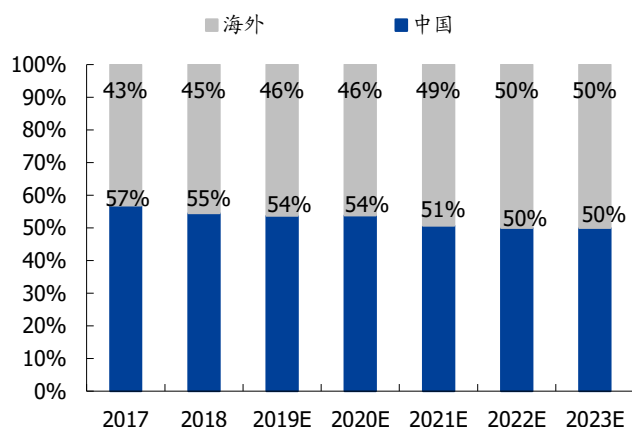
于制造商申洲国际而言，对海外生产基地的输出管理使其快速的建立海外一体化的生产模式。而对于品牌商安踏体育/李宁而言，重要的是建立起了集团作为零售平台的管理架构。

申洲国际：输出管理，搭建海外管理团队

早在 2005 年，申洲率先在东南亚进行产能的前瞻性布局。申洲国际早在 2005 年在柬埔寨建厂、2013 年布局越南产能，2015 年基本实现纵向一体化布局。截至目前，成衣方面，海外成衣产能占集团份额 30%+，面料产能占比接近 50%。这一布局的战略意义在于，在东南亚地区人工、资源、税收等方面成本均小于国内，因此有益于公司的长远发展。此外，当前东南亚的生产成本也在上升过程中，因此早期建立起来的壁垒会更加难以被复制。

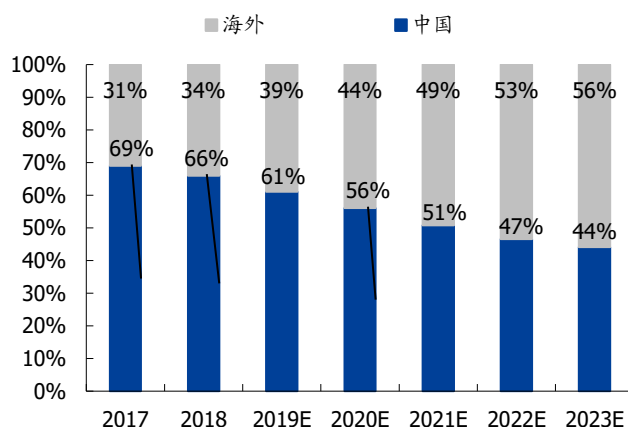
- 申洲为海外工厂配备了管理团队，各个部门垂直对口培养输送人才，包括业务开展、业务指导、辅导、生产部门培养。这样使得新工厂的开展更为顺利，海外和国内的体制模式比较像，业务爬坡速度快。短短 4~5 年在海外可以进行工厂复制。申洲国际办厂规模大，一般都是上万人，管理集中，效率更高，团队精干。
- 目前在整体架构上，公司海外/内地均有一体化的生产基地。海外生产效率已经达到内地的 80%-90% 左右。我们可以看到，在疫情期间，这一布局起到重要的作用，在国内疫情严重阶段，海外工厂一直维持正常运作，而后国内工厂恢复运营使得公司的产业链条独立而又完整稳定，在不稳定的市场中优势更加明显。

图表 12: 中洲国际面料产能分布情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 13: 中洲国际成衣产能分布情况 (%)



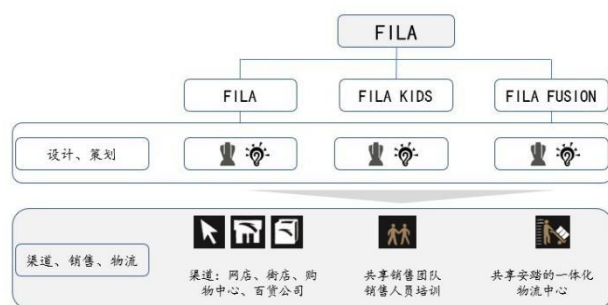
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

安踏体育: 从多品牌事业部到集团化管理

2009 年收购 FILA, 标志着安踏多品牌战略的开端, 安踏也因此进入了多品牌事业部的架构。FILA 2015 年推出的 KIDS 系列, 2017 年发布的 FUSION 系列, 也构成了 FILA 三个 BU (业务单元) 的品牌矩阵。多品牌从根本来说就是要做到协同, 而协同的根本是“人”。市场中不乏多品牌失败的案例, 很多国际品牌拥有强大的人才库, 却受制于总部教条式的管理模式, 使很多正确的战略最终流于形式。FILA 品牌在 2019 年收入占集团比重达到 44%。

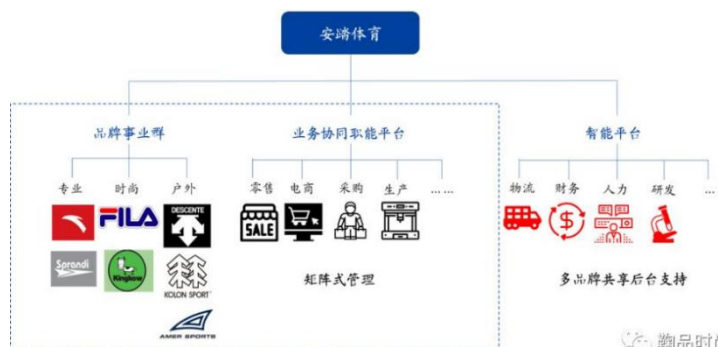
2018 年后, 安踏收购了 Amer 集团, 为了应对收购后的管理协同需求, 其管理架构也转化为平台化的管理架构。公司管理架构划分为三大平台, 形成品牌运营与职能支持的网格化管理架构。在这个架构下, 各个品牌拥有独立成长的空间, 同时又拥有多品牌协同成长的动力。安踏集团新的组织架构用矩阵式来概括, 纵是品牌, 横是平台。三个品牌群分别是专业运动品牌群 (安踏、安踏儿童和 spandi)、时尚运动品牌群 (FILA 及其子系列) 和户外运动品牌群 (迪桑特、kolon、Amer), 平台分别是零售平台、供应链平台 (鞋服采购和生产)、职能平台 (it、财务、人力、研发等)。平台服务于品牌群, 品牌群专注于把品牌的运营, 以及提高效率, 零售、采购、物流、财务、生产、人力等问题都有平台来解决。这是一个网格化的架构, 矩阵式的管理方式撑起了一个更大的生意体量。

图表 14: 前期 FILA 品牌事业部管理架构



资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表 15: 安踏体育管理架构



资料来源: 国盛证券研究所绘制

李宁：打造品牌体验价值

2015 年，创始人李宁回归，提出打造李宁品牌体验价值的策略，从产品品牌、渠道和零售运营能力全面提升公司业务。2019 年 9 月 2 日公司公告宣布董事会主席兼代理行政总裁李宁调任联席行政总裁，任命前优衣库（迅销集团）全球执行董事、优衣库中国 COO、优衣库韩国 CEO 高坂武史（日籍华人，中文名钱炜）担任联席行政总裁。此后围绕零售效率的提升对公司的渠道管理和供应链进行相应的调整。

共同点三：重视员工培养，打造高执行力团队

安踏体育：团队具备高执行力

公司层面，整个管理团队以 CEO 丁总为核心，坚持以生意为导向，每个团队成员都有自己的考核指标，某种程度上来说，我们认为“狼性”文化已经渗透在安踏的团队精神中。能打胜仗，多打胜仗的企业文化更是持续成长的核心动力。公司从上到下都是一个素质过硬的团队，具备迎接挑战的能力。

- 2012 年公司在批发转零售管理的过程中迅速建立管理体系，对经销体系进行扁平化改革，同时加强对经销门店的订货指导、销售管理，使得集团流水迅速恢复成长。
- 在疫情期间，我们也看到了安踏零售团队的积极反应。自 2020 年 1 月下旬疫情爆发以来，公司快速响应，积极推广线上渠道，在团队的高执行力下，天猫旗舰店、微商城及社群销售等方式全面展开引流并转化销售的工作，且给予一定的折扣优惠吸引消费者，我们估算 Q1 集团电商流水实现 40%+ 的快速增长。

图表 16：安踏体育分品牌流水增速

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
安踏整体	低双位数	中双位数	中双位数	高双位数	20-25%下滑
安踏大货	高单位数	低双位数	低双位数	高单位数	20%+下滑
安踏儿童	20%+	30%+	25%+	25%+	25%左右下滑
安踏电商	中双位数	25%	30%-35%	40%+	中单位数增长
FILA 整体	70%	近 60%	50-55%	50-55%	中单位数下滑
FILA CLASSIC	50%+	45%+	40%	40%	20%+下滑
FILA KIDS	70%	70%+	70%+	70%+	低单位数下滑
FILA Fusion	6 倍	3 倍	2 倍	1 倍	中单位数增长
FILA 电商	100%+	80%+	80%+	70%+	1.6 倍增长
其他	-	-	30%-35%	25-30%	高单位数下滑

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

申洲国际：注重员工福利，优化管理

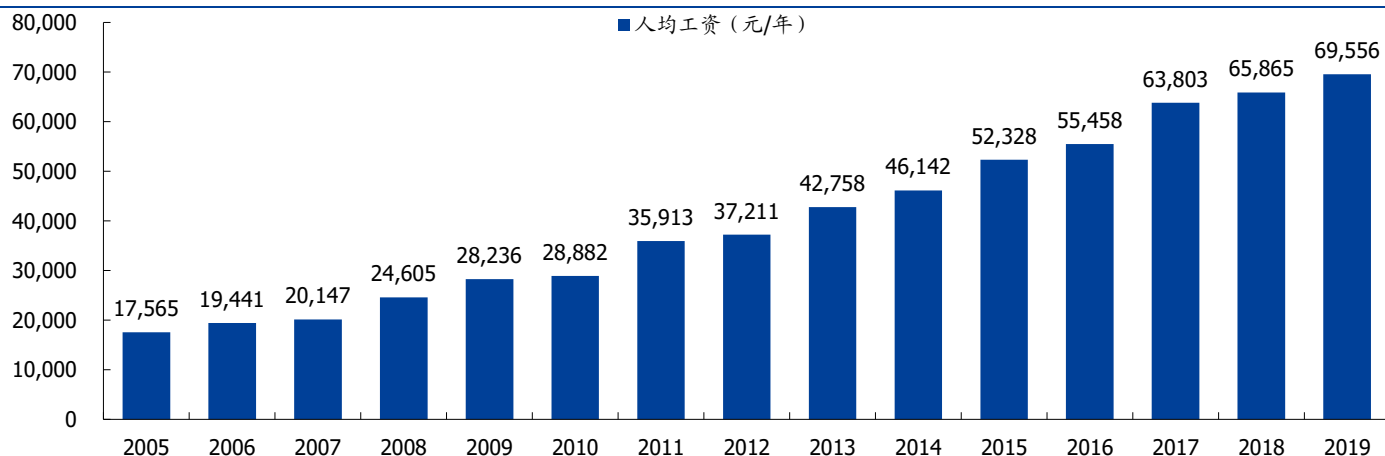
申洲国际向来重视人才培养和员工福利，员工的稳定性较行业平均水平较高。公司近几年员工成本占收入比重超过 20%；生产团队稳定，平均每月流动率水平从 2012 年的 6.68% 下降至 2019 年 4% 左右。

- 在人员招聘上，公司培养和储备了一批人才，以自身培养为主，外招为辅，储备的人才使得公司能够在海外快速复制管理体系进而完成海外产能的搭建。公司拥有一

套完整的生产培训体系，能够保证员工更快达到工作标准。机械自动化程度高，模块化的机械操作减少做工复杂度以及对人力过度依赖，生产效率提高显著。

- **公司为员工提供富有竞争力的薪酬回报。**公司过去5年平均员工工资复合增速超过8%，2019年人均工资接近7万元，考虑到海外员工占比提升且海外工薪水平较低，实际公司国内员工的待遇在行业中属较高水准。连续多年为员工提供春运包车接送往返活动，面向14个省市途径近300个站点，打造员工归属感。在2020年疫情期间，公司尽量稳定老员工，给予员工相应补贴，新员工的招聘上保持了一定的灵活性。考虑疫情结束后终端消费需求恢复会快于供应链的恢复。因此公司不采取裁员等操作，以保证应对未来的需求。

图表 17: 2005-2019 申洲国际人均收入 (元/年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司最新跟踪及投资建议

我们长期观点维持不变: 行业空间广阔, 竞争格局稳定 (2019年CR5在70%左右), 我们认为当前运动鞋服行业仍处于高景气度的阶段。短期行业面临冲击, 我们认为运动鞋服的龙头公司当下流水恢复程度优于行业平均水平, 且过往积累下的零售管理能力更加明显, 疫情影响下市占率有望进一步提升。维持推荐**安踏体育**、**李宁**、**申洲国际**。

- **安踏体育:** Q1 安踏集团流水下滑幅度在 15%-20% 左右, 其中 FILA 品牌表现好于安踏品牌表现, 集团电商实现接近 50% 的增速。根据我们测算, 安踏品牌 4 月预计流水双位数下滑, FILA 品牌基本持平, 估算 5 月能够正增长。海外方面, 若国际疫情在 7-8 月得到控制, 则 Amer 业务影响相对可控 (冬季收入占比超过 65%)。安踏集团作为全球化运营的运动鞋服龙头公司, 多品牌战略发展迅速, Amer 集团业务整合加快公司的国际化进程。预测 FY2020~FY2022 年归母净利润分别为 56.7/76.0/89.1 亿元, 现市值 1828 亿港元, 对应 2020/2021 年 PE 为 28/21 倍, 维持“买入”评级。
- **李宁:** 集团 Q1 流水下滑 15%-20%, 其中加盟渠道下滑幅度小于直营渠道, 电商实现双位数的流水增长。我们预计集团下半年流水恢复双位数增长, 全年收入平稳, 在大力的控费下, 净利率相较 2019 年 (剔除一次性收益后) 仍有所提升。基于李宁的品牌积淀和消费者对其认可度, 尽管疫情会给公司带来短期冲击, 我们长期看好集团销售端的改善和盈利能力的提升。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 15.3/19.7/22.9 亿元, 现市值 646 亿港元, 对应 2020/2021 年 PE 为 37/29 倍, 维

持“买入”评级。

- **申洲国际：**在一体化稳定的产业链基础上，在 H1 订单保持相对平稳，当前进入 Q3 订单时段，受到国际疫情影响我们预计公司订单略有调整，且会加强与客户的沟通频率，利用自身一体化稳定的产业链优势获取客户信赖。海外工厂处于正常开工状态，前期防疫工作准备较好。预测 FY2020~FY2022 年归母净利润分别为 53.7/62.8/74.2 亿元，现市值 1351 亿港元，对应 2020/2021 年 PE 为 22/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新冠疫情影响时间及范围超预期对公司业务造成不利影响；下游客户订单波动影响营业收入；海外业务拓展不及预期；棉价波动风险；外汇波动风险。

免责声明

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

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

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com