

## 安踏体育深度报告

# 一站在千亿市值，永不止步（更新）

安踏踏上千亿市值，跻身全球体育 TOP3。公司系国内体育用品品牌领军者。上市十年间（2007-2017）营收由 29.9 亿元增长 4.5 倍至 166.9 亿元，门店数量超过 10000 家。2018 年市值先后突破千亿，位居全球体育用品行业第三位。

**运动服饰：万亿级市场空间，龙头强者恒强。**①Euromonitor 数据显示，2007-2017 年全球运动鞋服销售规模由 1762.7 亿美元增至 3001.5 亿美元，CAGR 为 5.47%。②中国系全球第二大运动市场，全球占比 10.5%，叠加政策支持+消费升级，2014 年后增速均达两位数，高于服装整体。③集中度持续扩大，龙头强者恒强。2012-2017 年我国运动鞋服 CR5 由 58.6% 增至 68.9%，CR10 由 47.4% 增至 53.9%。阿迪、耐克居首，本土品牌安踏、李宁、361 紧随其后，2017 年市占率分别为 8.0%、5.3%、4%。

**多品牌虎虎生风，全渠道深化布局，深谙运动营销之道。**①**品牌端：**品牌运营能力有望继续成功复制。安踏自主培育筑大众基础，收购代理补强中高端，延伸儿童线分享二胎红利，目前已形成以安踏、FILA 为主的多品牌多品类矩阵，②**渠道端：**线上线下齐头并进，深耕三四线市场。截至 2017 年，线下门店数超万家，位居本土品牌店铺数量之首。2017 双十一安踏销售额 6.7 亿元，同比增长 66%。③**营销端：**联合 NBA 补强短板，当红球星营销效果显著。2017 年安踏代言人金州勇士队神射手克莱·汤普森协助球队夺得 NBA 总冠军，助推 KT 系列篮球鞋火爆销售。

**海外篇：巨头领先，以史为鉴。**①NIKE 研发稳扎稳打，营销精准把控，业绩持续靓丽，规模遥遥领先；②Adidas 坚持高品质创新型发展战略，专业运动+时尚潮流，前沿科技+数字化打造龙头。③VF 收购汇聚 30 余品牌合力塑造休闲户外服装巨头。④UA 坚持专业定位，创新驱动发展，终成高端专业运动装备代名词。

**国内篇：安踏龙头优势夯实。业绩端，**安踏规模优势凸显，业绩率先复苏，2017 年营收达到 167 亿元，远超曾经比肩的本土品牌。**品牌端，**安踏拥有更加丰富的品类品牌矩阵，具备中高端品牌运营管理能力；**渠道端，**安踏线下门店超万家，门店调整率先完成，重新进入开店周期；**研发端，**安踏成立全国首家运动科学实验室，在美日等成立四大设计研发中心，拥有 149 项专利，包括 A-Loop 等 40 项鞋服特殊技术；**营销端，**安踏赞助的国家队已增至 24 个，并邀请张继科、凯文·加内特等担任代言人。

**投资建议：**我们预计公司 2018、2019 年 EPS 为 1.44、1.82 元，对应的 PE 分别为 25.5X、20X，估值溢价源于运动鞋服行业高景气度以及中国广阔的市场空间，行业龙头竞争强者恒强，以及多品牌带来的业绩增长高确定性，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**多品牌战略推进不及预期、店效增速不及预期、电商增速放缓等。

## 安踏体育 (2020.HK)

首次评级

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

史琨

shikun@csc.com.cn

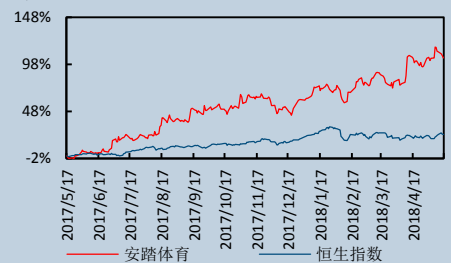
010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018 年 05 月 24 日

当前股价：45.60 港元

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

一、安踏踏上千亿市值，跻身全球体育 TOP 3 .....	1
（一）安踏一路披荆斩棘，开启 4.0 战略时代.....	1
（二）创始人丁家两兄弟，股权集中 .....	3
（三）业绩高歌猛进，保持高增趋势 .....	4
二、运动服饰：万亿级市场空间，龙头强者恒强.....	6
（一）政策支持+消费升级，共促我国运动服饰渗透率提升 .....	6
（二）运动服饰竞争格局好，龙头强者恒强.....	12
三、多品牌虎虎生风，全渠道深化布局，深谙运动营销之道.....	14
（一）大众市场： ANTA 品牌深耕三四线、NBA 弥补大众篮球鞋不足.....	15
（二）高端市场：运动时尚品牌斐乐，避免与耐克阿迪正面竞争.....	18
（三）户外市场：差异化并购新蓝海，“大众健步+专业滑雪+徒步登山”.....	20
（四）童装市场：安踏童装高性价比、“FILA+KINGKOW”抓高端 .....	21
四、他山之石——国际篇：巨头领先，以史为鉴.....	22
（一）NIKE：创新先行者，运动巨头领跑全球.....	22
（二）Adidas：专业运动+时尚潮流，以前沿科技和数字化打造国际龙头品牌 .....	26
（三）VF：并购塑造的休闲户外服装巨头 .....	30
（四）UA：高端专业运动装备的代名词.....	37
（五）PUMA：品牌重塑+技术创新后来居上.....	41
五、他山之石——国内篇：景气分化、看好龙头.....	45
（一）品牌+渠道+产品+营销，安踏永不止步，龙头优势夯实 .....	45
（二）财务分析：营收利润增速稳健，营运能力保持良好.....	47
六、盈利预测与估值 .....	49
七、风险提示.....	49

## 图目录

图 1：2007 年安踏上市后品牌经历各阶段及市值情况（亿港元） .....	1
图 2：安踏发展历程大事记 .....	3
图 3：上市公司安踏体育用品有限公司股权结构.....	3
图 4：2007-2017 年营业收入及同比（亿元） .....	4
图 5：2007-2017 年归母净利润及同比（亿元） .....	4
图 6：2013-2017 年公司分品类收入结构 .....	5
图 7：2017 年安踏品牌营收合计占比降至 70%左右 .....	5
图 8：2013-2017 年公司主要经营开支比率 .....	5
图 9：2013-2017 年公司研发费用率保持增长 .....	5
图 10：2010-2017 年公司毛利率及净利率 .....	6
图 11：2013-2017 年公司 ROE 显著增长 .....	6
图 12：2013-2017 年公司存货及周转情况 .....	6

图 13: 全球运动鞋服 2010 年后加速增长, 占整体鞋服份额稳定提升 .....	7
图 14: 2017 年美国仍为第一运动鞋服大国, 大幅领先中国 .....	7
图 15: 2007-17 年各地区运动鞋服规模 CAGR .....	7
图 16: 2012-2017 年我国运动鞋服市场规模结构 (亿元) .....	8
图 17: 运动鞋服增速持续高于传统男女装及鞋类 .....	8
图 18: 2012-2017 年我国运动服装市场规模结构 (亿元) .....	8
图 19: 2012-2017 年我国运动鞋市场规模结构 (亿元) .....	8
图 20: 2015 年后中超联赛观众数显著增长 (万人) .....	10
图 21: 2015-16 赛季全球主要商业联盟场均观众排名 .....	10
图 22: 人均体育场馆数量及面积亦增长迅速 .....	11
图 23: 2011-2016 年马拉松参赛人次加速增长 .....	11
图 24: 2007-2014 年各年龄段经常锻炼人口比例均上升 .....	11
图 25: 未来逐步提升经常参加锻炼人数 .....	11
图 26: 2010-2017 年我国滑雪场总数及增长情况 .....	12
图 27: 2010-2017 我国滑雪参与度显著提升 .....	12
图 28: 2012-2017 年全球运动品牌集中度进一步提升 .....	12
图 29: 2017 年全球运动服饰 CR5 显著高于其他服装品类 .....	12
图 30: 2012-2017 年全球 TOP5 市占率 (按品牌) .....	13
图 31: 2012-2017 年全球 TOP5 市占率 (按公司) .....	13
图 32: 2012-2017 年我国运动行业集中度提升 .....	13
图 33: 2012-2017 年我国运动行业 TOP5 市占率品牌 .....	13
图 34: 国外品牌与本土品牌市占率情况迥异 .....	14
图 35: 除安踏外其余本土品牌市占率均有显著下滑 .....	14
图 36: 安踏集团的品牌金字塔 (成人装、婴童装) .....	15
图 37: 安踏店与安踏儿童店铺增长情况 .....	16
图 38: 公司研发费用率逐年提升 .....	17
图 39: 安踏 SEEED 系列 NASA60th 纪念鞋款 .....	17
图 40: 2014 年 NBA 中国与安踏签订战略合作协议 .....	17
图 41: RR5 朗多五代战靴高强抓地力与飞织鞋面一体 .....	17
图 42: 以汤普森和爱犬为设计元素的 KT3-Rocco3 月发售 .....	18
图 43: 克莱 汤普森身着安踏服饰与粉丝亲密互动 .....	18
图 44: FILA 含 KIDS 店铺数量近年高速增长 .....	19
图 45: 高圆圆代言 FILA .....	19
图 46: 陈坤代言 FILA .....	19
图 47: 韩国明星宋仲基代言 KOLON SPORT .....	21
图 48: SPRANDI 品牌产品轻柔缓震性能设计 .....	21
图 49: 安踏儿童与 Hello Kitty 全新合作款 .....	22
图 50: KINGKOW 店铺展示 .....	22
图 51: 耐克 FY2011-FY2018Q1-3 营业收入持续增长 .....	24
图 52: 除 2018 财年外, 耐克归母净利润增速稳健 .....	24
图 53: 耐克 FY2012-FY2017 各大品类销售占比情况 .....	25

图 54: 耐克 FY2013-FY2017 各产品系列销售占比情况 .....	25
图 55: 耐克 FY2013-FY2017 销售区域分布占比情况 .....	25
图 56: 耐克 FY2013-FY2017 各区域销售同比增速 .....	25
图 57: 耐克 FY2013-FY2017Q1-3 直营收入占比逐渐提升 .....	26
图 58: 耐克 FY2013-FY2017Q1-3 直营门店稳步下沉 (个) .....	26
图 59: 耐克 FY2013-FY2017 电商增速迅猛 .....	26
图 60: 耐克 FY2013-FY2017 电商占比逐步提升 .....	26
图 61: 营收稳增, 2017 营收超过 200 亿欧元 .....	28
图 62: 14 年起净利润高速增长, 2016 年突破 10 亿欧元 .....	28
图 63: 2013-2017 分产品营业收入 (亿欧元) 及增速 .....	29
图 64: 2013-2017 分产品营业收入占比 .....	29
图 65: 2013-2017 分地区营业收入 (亿欧元) .....	29
图 66: 2013-2017 分地区营业收入占比 .....	29
图 67: 2015-2017 各渠道数量变化 (家) .....	30
图 68: 2017 财年并购及 Vans 增长拉动营收增速提升 .....	34
图 69: 毛利率逐年提升, 2017 财年税费对业绩影响较大 .....	34
图 70: 公司营业收入分版块结构 (亿元) .....	35
图 71: 公司营业收入分版块占比情况 .....	35
图 72: 户外与极限运动系列三大主要品牌增长情况 .....	35
图 73: 牛仔系列主要品牌相对低迷 .....	35
图 74: 2015-17 财年美国及海外收入情况 (亿美元) .....	35
图 75: 公司直营渠道占比连年增长 .....	36
图 76: 牛仔系列主要品牌相对低迷 .....	36
图 77: 2017 财年直营店铺中亚太和欧洲合计已占 40% .....	36
图 78: NIKE、Adidas、VF 营业总收入 (亿美元) 对比 .....	37
图 79: NIKE、Adidas、VF 归母净利润 (亿美元) 对比 .....	37
图 80: 营收稳增, 毛利率维持 10% 左右 .....	39
图 81: 2017 年净利润首次转负 .....	39
图 82: UA 服装收入贡献率最高 (亿美元) .....	39
图 83: UA 服装收入占比走低, 鞋类收入占比走高 .....	39
图 84: 2014-2017 分地区营业收入 (亿美元) .....	40
图 85: 2014-2017 分地区营业收入占比 .....	40
图 86: UA 以批发为主渠道, 营收占比最高 .....	40
图 87: UA 的 DTC 渠道门店数量稳步上升 .....	40
图 88: PUMA 营收在波动中增长, 17 年突破 40 亿欧元 .....	42
图 89: PUMA15 年起净利润有所恢复 .....	42
图 90: PUMA2013-17 分产品营业收入 (亿欧元) 及增速 .....	43
图 91: PUMA2013-2017 分产品营业收入占比 .....	43
图 92: 2013-2017 分地区营业收入 (亿欧元) .....	44
图 93: 2013-2017 分地区营业收入占比 .....	44
图 94: 2013-2017 批发业务占比 .....	44

图 95: 2013-2017 自有零售规模 (亿欧元)、增速及占比.....	45
图 96: 2013-2017 自营店数量 (家) .....	45
图 97: 2013-2017 特许经营规模 (亿欧元) 及增速 .....	45
图 98: 2017 年安踏全品牌门店数量远超同业.....	46
图 99: 2017 年各品牌的电商销售占比情况.....	46
图 100: 2012-2017 年安踏研发费用率稳步提升 .....	47
图 101: 2012-2017 年安踏的新品数量维持在 5000 以上.....	47
图 102: 安踏营收规模迅速扩大并实现五年翻倍.....	47
图 103: 安踏营收增速明显较快于其他公司.....	47
图 104: 安踏净利润稳步增长并遥遥领先.....	48
图 105: 2014 年以来安踏净利润增速基本稳定 20% 左右 .....	48
图 106: 2014 年起安踏保持高于同业的毛利率水平.....	48
图 107: 安踏净利率高于同业基本稳定在 18% 左右 .....	48
图 108: 2012-2017 年同业存货周转天数对比 .....	49
图 109: 2012-2017 年同业应收账款周转天数对比 .....	49

## 表目录

表 1: 2014 年以来中国政府关于发展体育行业主要政策文件 .....	9
表 2: 安踏集团通过收购或代理方式补齐高端市场.....	14
表 3: 公司及同业天猫旗舰店最热门鞋品销量及价位 (截至 2018 年 5 月 17 日) .....	15
表 4: 安踏克莱 汤普森签名系列产品 .....	18
表 5: 安踏并购 FILA 以来各年重要营销措施一览.....	19
表 6: 公司品牌与同业产品布局领域对比.....	20
表 7: 安踏旗下新品牌重要营销措施一览.....	21
表 8: 各运动品牌童装系列发展情况.....	22
表 9: NIKE 发展历程.....	23
表 10: Adidas 旗下系列一览 .....	26
表 11: Adidas 历史大事件 .....	27
表 12: VF 户外与体育用品、牛仔及工装三大系列一览表.....	30
表 13: VF 并购之路 .....	33
表 14: UA 历史大事件.....	38
表 15: UA 地区销售渠道.....	41
表 16: PUMA 历史大事件.....	42
表 17: 三大国产体育用品公司旗下品牌.....	46

## 一、安踏踏上千亿市值，跻身全球体育 TOP 3

### （一）安踏一路披荆斩棘，开启 4.0 战略时代

安踏（福建）鞋业有限公司于 1991 年在福建省晋江市成立，安踏品牌由此创立，发展至今已成为国内体育用品品牌领军者，亦是国际范围内知名民族品牌的优秀代表。上市十年来（2007-2017）公司营业收入由 29.9 亿元增至 166.9 亿元，归母净利润由 5.4 亿元增长 30.9 亿元，均增长超 4.5 倍，所有品牌渠道数由 4716 家增至 10983 家。2018 年市值先后突破 1000 亿、1200 亿港元，位居全球体育用品行业第三位。安踏品牌创始人丁世忠将安踏成长之路分为四个阶段：

图 1：2007 年安踏上市后品牌经历各阶段及市值情况（亿港元）



资料来源：公司公告，WIND，互联网公开资料，中信建投证券研究发展部

- **1.0 时代：生产加工，接受海外贴牌订单夯实生产，同时布局自身销售网络**

安踏集团建立之初仅是一家普通家庭鞋厂。90 年代初，中国体育用品市场刚兴起，安踏所在的陈埭镇当时有几千家鞋厂。1993 年开始包括安踏在内的众多鞋厂开始承接国外品牌 OEM 运动鞋订单，海外订单数量充足，安踏以此完成原始资金积累，并且夯实自身生产能力，积累体育用品行业运营经验和资源。

但安踏与众不同的是其具备前瞻性眼光和优秀执行力。90 年代晋江众多鞋厂虽然受益于充足海外订单，但彼此模式几无差别。丁世忠认为海外订单本身存在不确定性，同时日渐增长的国内市场前景亦优于竞争激烈的海外贴牌，因此秉持着自有品牌才能保证企业得以长期存活的理念，安踏在做生产加工的同时，也率先开始自有品牌的生产销售，在全国建立代理分销模式，积极布局自身销售网络，为日后腾飞奠定基础。

- **2.0 时代：品牌批发，重金投入明星代言+央视广告，品牌形象打造成功**

1997 年东南亚金融危机使得海外订单锐减，大批鞋厂倒闭，而安踏则因为自身品牌和渠道的建立得以存活

进而快速发展，同年公司开始 VI 系统建设，规范商标识别，强化品牌战略。至 1998 年底，安踏专营店已超 2000 家，完全摆脱订单加工的老路，完成向品牌批发的转型。

1999 年丁志忠出任安踏集团总经理，为提高品牌知名度，他上任之初便提出**发力营销**的重要决定，**将近一年净利润用于重金聘请孔令辉代言，加大央视广告投放，并提出“我选择，我喜欢”的品牌口号**。2000 年孔令辉在悉尼奥运会夺冠也证明了安踏眼光独到，并且品牌知名度、市场认知度得到极大提升。2001 年安踏切入运动服饰，从单一运动鞋向综合体育用品转型，通过渠道外延和赛事赞助等不断扩大品牌影响力。2009 年安踏签约中国奥委会，实现中国体育品牌代言人的里程碑成就。

### ● 3.0 时代：品牌零售，零售改革组合拳成功实施，率先突破行业困顿

安踏借助成功的营销扩大销售网络布局。从 2001 年第一家安踏专卖店北京开业，专卖体系全面启动后，渠道布局加快，2007-2011 年全国安踏门店总数从 4716 家增加到 7778 家，CAGR 为 13.3%。在后奥运时代，渠道为王使行业粗放增长、以品牌批发为主的模式出现库存危机，导致国内体育品牌进入整合大潮，规模出现下滑。

安踏于 2013 年开始率先作出向品牌零售的转型，大胆尝试“品牌零售导向”策略：谨慎开店，店效为先；定期与终端分享通过 ERP 系统所得的产品销售表现和意见反馈，推进精细化零售管理；为经销商制定零售标准和流程，包括门店选址、装修、货品陈列、商品折扣等，促进经销商销售以缓解库存危机；经销商由订货转为订货加补单，再转为单店订货，弱化订货批发属性，强调适销对路；取消销售大区，调整成客户制，实现管理端前移，同时加大对经销商的奖罚区别；回购产品通过电商渠道销售等。品牌零售导向的成功实施为公司带来内生性增长，在行业困境中率先突围，2014 年营收重回 20% 以上高增，一举成为行业领军。

### ● 4.0 时代：搭建品牌金字塔，加快全渠道布局，重视消费者购物体验

**2014 年复苏之后，安踏迎来 4.0 战略新时代，以消费者体验为核心，提出“单聚焦+多品牌+全渠道”：**

(1) **单聚焦**即继续聚焦专长鞋服领域，产品为王，提升产品功能性和差异化，在研发设计端缩小与国际品牌的差距；

(2) **多品牌**始于 2009 年收购 FILA 切入高端，经过多年投入于 2014 年左右开始盈利，由此加快品牌扩张步伐，目前旗下拥有安踏、安踏 KIDS、FILA、FILA KIDS、DESCENTE、SPRANDI 健步鞋、KOLON SPORT、KINGKOW、NBA 等多元化梯度品牌组合，覆盖从中端大众到高端时尚、专业，在不同细分领域全方位布局；

(3) **全渠道**方面，覆盖百货、奥特莱斯、街店、电商等，2017 年末，安踏集团已拥有超过 10000 家门店，为国内运动品牌最大零售网络，其中安踏门店数 9467 家（安踏成人 7000+家，儿童 2400+家）；FILA 门店数 1086 家（FILA 成人 800 多家，FILA 儿童 200 多家），DESCENTE 64 家。

图 2：安踏发展历程大事记

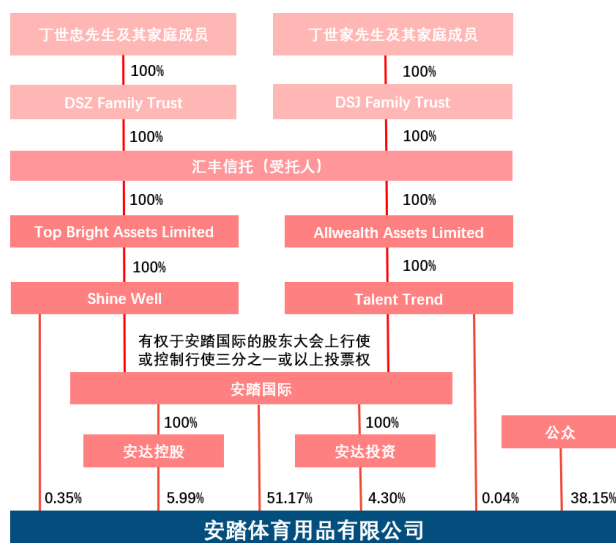


资料来源：公司官网，互联网公开资料，中信建投证券研究发展部

## （二）创始人丁家两兄弟，股权集中

安踏实际控制人为品牌创始人丁世忠先生、丁世家先生两兄弟及其家庭成员，汇丰信托作为公司两位创始人家族信托受托人，通过安踏国际、安达控股、安达投资、Shine Well 及 Talent Trend 分别持股约 51.17%、5.99%、4.30%、0.35%及 0.04%，合计持股 61.85%。

图 3：上市公司安踏体育用品有限公司股权结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



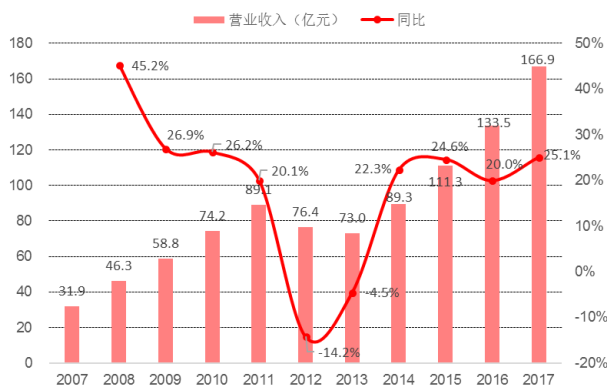
### （三）业绩高歌猛进，保持高增趋势

**2007-2011 年成长期：**公司于 2007 年上市后，乘奥运之东风，收入业绩保持快速增长，营业收入由 2007 年的 31.90 亿元增长至 2011 年 89.10 亿，CAGR 为 22.8%；归母净利润由 2007 年的 5.38 亿元增长至 17.30 亿元，CAGR 为 26.3%。

**2011-2014 年调整期：**后奥运时代，行业粗放式增长导致库存危机加剧，公司为降低零售渠道积压风险，策略性地在经销商订货时更加谨慎，同时增加工厂店、折扣店以加大库存清理，并关闭低效店铺。2012 年营收与归母净利润同比下滑 14.21%、21.5%。2013 年采取零售导向策略，终端销售明显改善，收入业绩降幅缩窄。至 2014 年营收重回 20% 以上高增长，率先突破行业困境，为后续发展赢得空间。

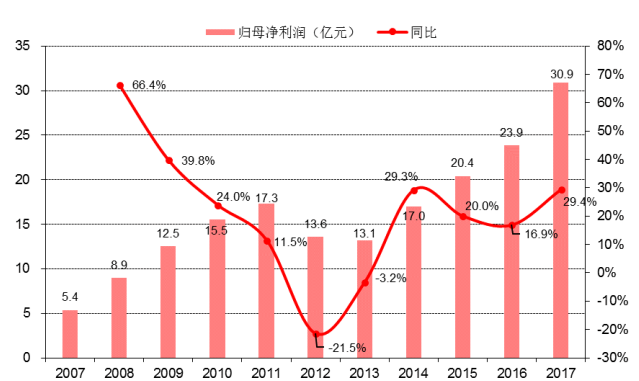
**2014-2017 年复苏期：**2014-2017 年营业收入、归母净利润分别由 89.3 亿、17.0 亿元增至 166.9 亿、30.9 亿元，CAGR 为 23.2%、22.0%，其中 2017 年营收与归母净利润同比增长 25.1%、29.4%，同比提升 5.1pct、12.5pct，超市场预期。

图 4：2007-2017 年营业收入及同比（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 5：2007-2017 年归母净利润及同比（亿元）



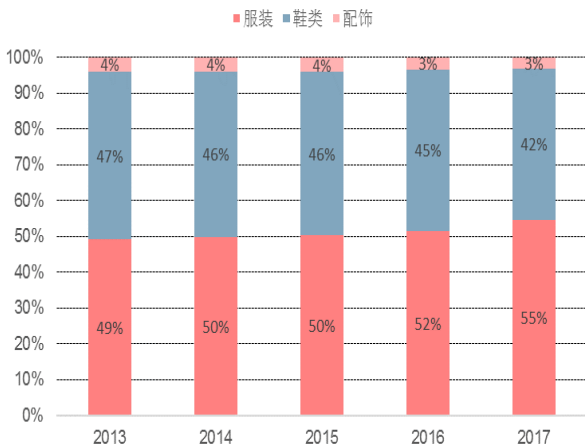
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

分品类看，服装和鞋类是最主要营收来源，合计占比 95% 左右，服装收入占比呈上升趋势，由 2013 年 49% 提升至 2017 年 55%，与新品牌鞋类产品占比较小有关。

分品牌看，坚持推进多品牌战略，非安踏牌收入占比稳步提升。2013 年安踏成人营收占比约 80%，儿童、FILA、电商业务占比低于 10%；2017 年安踏品牌营收合计占比降至 70% 左右。

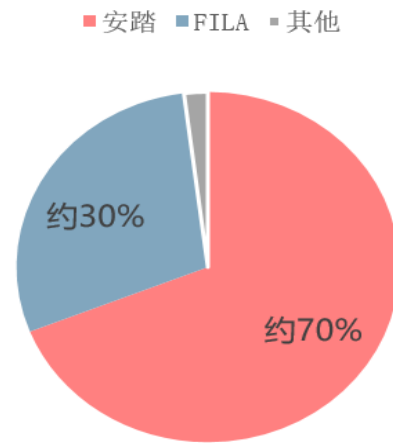
分渠道看，不断强化全渠道布局，在稳固强化传统渠道优势的同时，借助电商平台进行新兴渠道的拓展，2017 年安踏品牌电商收入占比双位数，同比增长超 50%；FILA 电商收入占比低单位数，同比增长超 100%。

图 6：2013-2017 年公司分品类收入结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 7：2017 年安踏品牌营收合计占比降至 70%左右

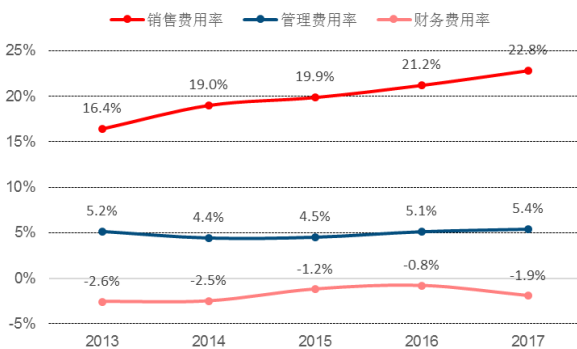


注：其他品牌占比在低个位数

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

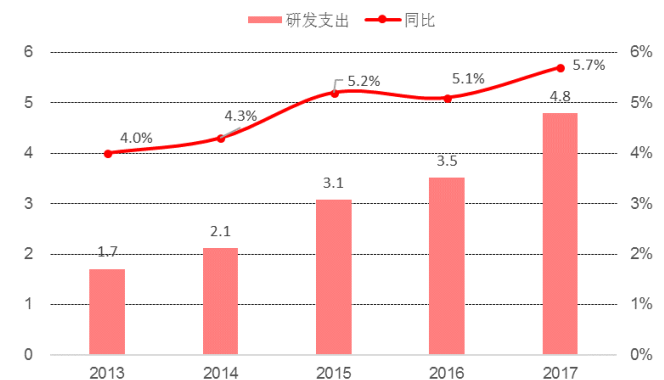
2013-2017 年，公司期间费用率从 19% 增至 26.3%，累计提升 7.3pct，其中销售费用率由 2013 年的 16.4% 提升至 2017 年的 22.8%，提升 6.4pct，主要是重视营销投入，签约代言人、投放广告及赞助赛事步伐不止，同时品牌孵化与渠道扩张等前期投入较高。管理费用率五年间略微提升 0.2pct，2017 年为 5.4%，主要与公司加大研发投入有关。公司重视提升研发水平，研发投入保持逐年增长，2017 年达 4.8 亿元，在整体营收规模保持高速增长时研发费用率依然呈现增长态势，由 2013 年 4.0% 增至 2017 年 5.7%。

图 8：2013-2017 年公司主要经营开支比率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

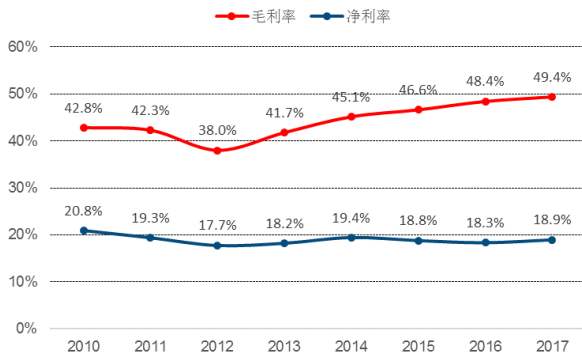
图 9：2013-2017 年公司研发费用率保持增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

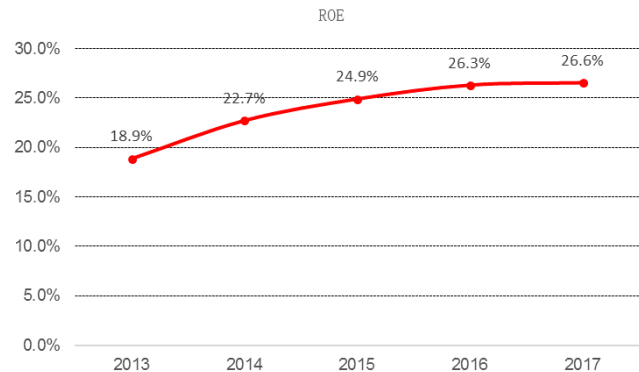
得益于销售趋好而降低对折扣的依赖、优化供应链以加强成本控制，以及 FILA 等高端品牌收入占比提升拉动毛利率水平，公司综合毛利率亦逐年稳步提升至 49.4%，而净利率基本稳定在 19% 左右，净利率未随毛利率增长主要系期间费用率提升。五年间公司 ROE 累积提升 7.6pct，2017 年达 26.6%。

图 10：2010-2017 年公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

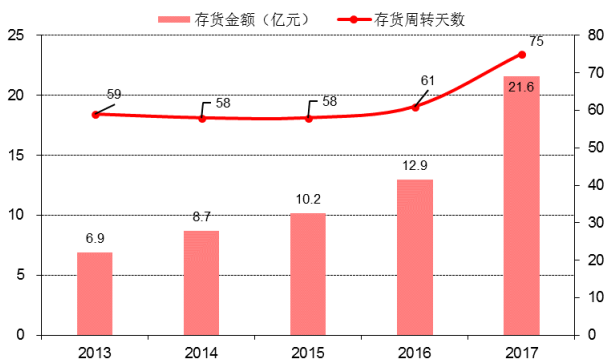
图 11：2013-2017 年公司 ROE 显著增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

随着公司业务规模不断扩大以及多品牌战略推进，尤其是增长迅速的 FILA 的影响，2013 年以来公司存货规模提升显著，但由于销售能力提升使得 2013-2016 年存货周转率相对稳定。2017 年年末公司延后了向店铺交货，以更好地满足 2018 年 2 月春节供货需求，导致年末存货金额同比增长 66.4% 至 21.6 亿元，存货周转天数亦同比增长 14 天达 75 天。

图 12：2013-2017 年公司存货及周转情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 二、运动服饰：万亿级市场空间，龙头强者恒强

### (一) 政策支持+消费升级，共促我国运动服饰渗透率提升

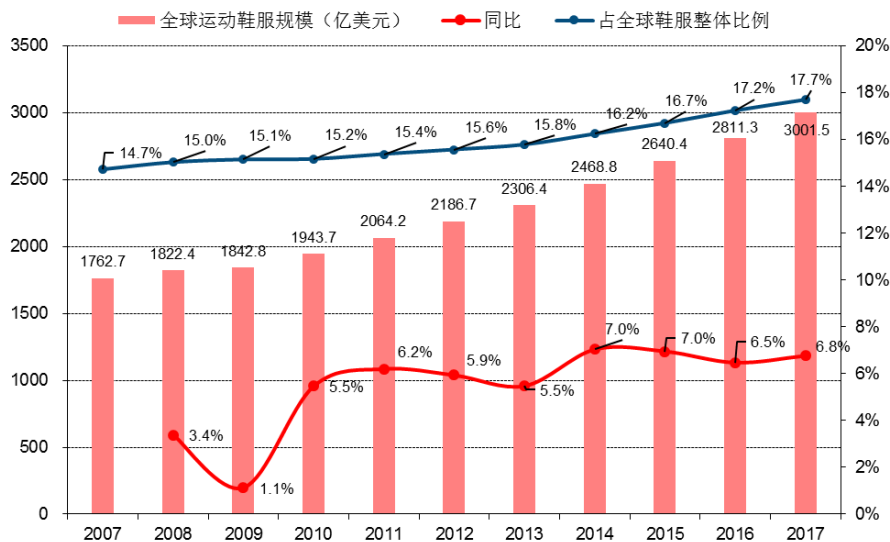
#### 1、我国系全球第二大运动市场，以双位数增长领跑全球

运动服饰通常被打上功能性与专业性的标签，业态本不同于休闲服饰，但近十年来随着全球运动时尚之风愈演愈烈，休闲时尚品牌与运动品牌频频交错融合、推陈出新，消费者对于运动服饰的认识刷新，从而形成广义的“运动风”，极大提升了对运动服饰的购买偏好。再加上以中国为主的新兴市场运动服饰渗透率提升，以及众多有影响力的赛事不断推动，运动鞋服成为行业整体中增长最亮眼的品类之一。

全球运动鞋服规模稳定增长，品类地位愈加重要。据 Euromonitor 统计显示，2007-2017 年全球运动鞋服销

售规模由 1762.7 亿美元增长至 3001.5 亿美元，CAGR 为 5.47%，同期全球鞋服整体销售规模 CAGR 仅为 1.67%，占全球鞋服的比重由 2007 年的 14.7% 逐年稳定增至 2017 年的 17.7%。回顾十年，2008 年受金融危机影响增速下滑，2010 年后在南非世界杯、伦敦奥运会等全球性赛事推动下迅速走出低谷，增速重回 5% 之后稳步提升。**2017 年全球运动鞋服规模增速同比提升 0.3pct 至 6.8%，高于同期全球鞋服整体增速 2.8pct。**

图 13：全球运动鞋服 2010 年后加速增长，占整体鞋服份额稳定提升

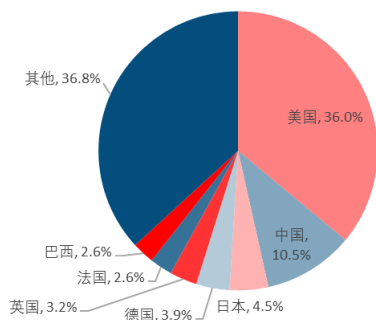


资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

得益于民众运动意识强烈以及消费能力较强，美国仍为全球运动鞋服的最大市场，2017 年规模达 1081.45 亿美元，占全球市场的 36%，其后依次为中国、日本、德国、英国，美日德英四国的合计占比达 50.2%，目前发达国家仍为全球运动鞋服主要消费群体。

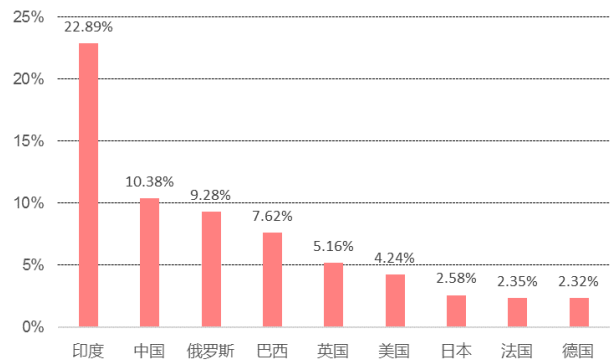
新兴市场是运动鞋服市场增长的主要动力，主要是当地居民收入增加、运动意识提升、品牌化需求逐渐养成所拉动。从 2007-2017 年运动鞋服规模复合增速对比来看，印度遥遥领先、增速最快达 22.89%，中国、俄罗斯和巴西紧随其后，CAGR 分别达到 10.38%、9.28%、7.62%，而英美日法德等发达国家 CAGR 基本在 5% 以下。

图 14：2017 年美国仍为第一运动鞋服大国，大幅领先中国



资料来源：年度报告，中信建投证券研究发展部

图 15：2007-17 年各地区运动鞋服规模 CAGR

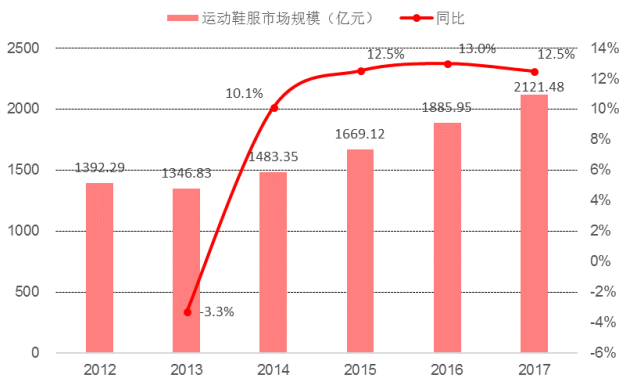


资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

我国为全球第二大运动鞋服消费市场。据 Euromonitor 数据：我国运动鞋服市场规模自 2012、2013 年行业

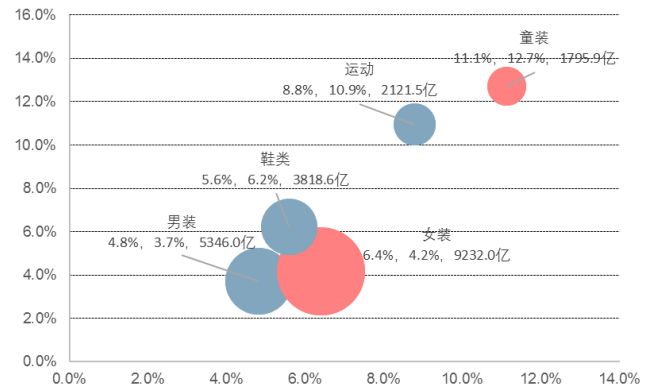
整合之后，迅速回升至双位数增长，2012-2017年CAGR为8.8%，高于鞋服整体，2017年规模增至2121亿元。而男装、女装、鞋类市场规模CAGR分别为4.8%、6.4%、5.6%，运动鞋服仅落后于同样在国内处于高增长的童装（同期CAGR达11.1%），不过二者存在交叉，如增长迅猛的儿童运动服饰同时归属于该两个板块。同时Euromonitor预测未来五年内，运动鞋服将加速增长，2017-2022年CAGR将达到10.9%，与童装一起构成未来国内鞋服领域两大增长引擎。

图 16：2012-2017 年我国运动鞋服市场规模结构（亿元）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

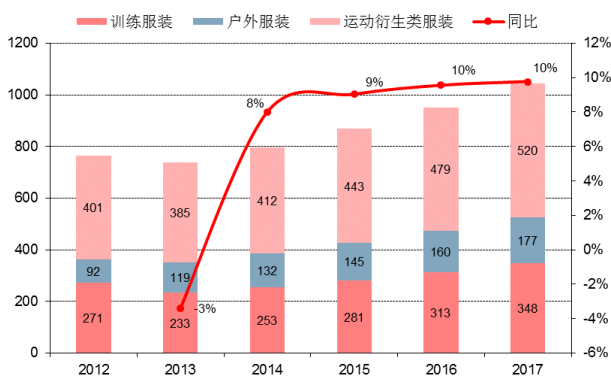
图 17：运动鞋服增速持续高于传统男女装及鞋类



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

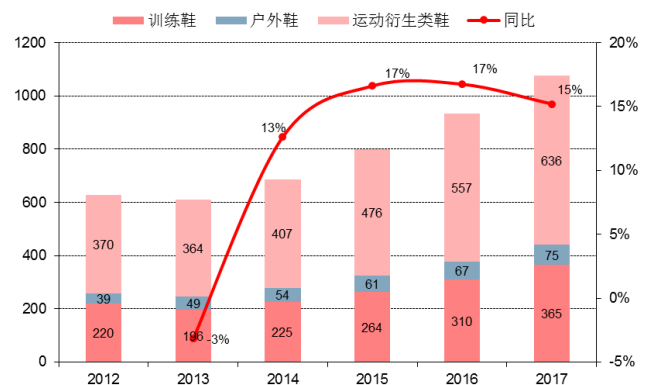
分品类看，2012-2017年运动服饰市场规模CAGR为6.5%，2017年同比增长10%至1045亿元，其中训练服装、户外服装、运动衍生类服装同比增速分别11.2、10.6、8.6%，占比分别为33.3%、16.9%、49.8%。2012-2017年运动鞋市场规模CAGR为11.3%，2017年同比增长15%至1076亿元。其中训练鞋、户外鞋、运动衍生类鞋同比增速分别为17.7%、11.9%、14.2%，占比分别为33.9%、7.0%、59.1%。

图 18：2012-2017 年我国运动服装市场规模结构（亿元）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 19：2012-2017 年我国运动鞋市场规模结构（亿元）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

## 2、政策支持+消费升级，拉动国内运动服饰需求增长

### （1）政策支持：体育健身提升至国家战略层面，促大众与职业运动蓬勃发展

大力推广全民体育健身、促进国内体育产业良性发展已被我国政府纳入国家战略层面。2014年10月，国务院下发《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，开启促进体育运动产业高速、深化发展的大幕，

被视作国内体育产业里程碑式文件。此后一系列旨在加强全民健身意识的指导性文件相继出台。

**表 1：2014 年以来中国政府关于发展体育行业主要政策文件**

文件	颁布机构	时间	主要内容及目标
关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见	国务院	2014.10	2025 年基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产业总规模超过 5 万亿元，人均体育场地面积达到 2 平方米，群众体育健身和消费意识显著增强，人均体育消费支出明显提高，经常参加体育锻炼的人数达到 5 亿，体育公共服务基本覆盖全民。
中国足球改革发展总体方案	国务院	2015.3	把发展足球运动纳入经济社会发展规划，实行“三步走”战略。远期目标是使足球成为群众普遍参与的体育运动，职业联赛进入世界先进；积极申办世界杯；国家男足进入世界强队行列。全国中小校园足球特色学校 2020 年达到 2 万所，2025 年达到 5 万所。
中国足球中长期发展规划（2016-2050 年）	发改委	2016.4	近期目标（2016—2020 年）：全国特色足球学校达到 2 万所，中小学生、全社会经常参加足球运动人数超过 3000 万人、5000 万人。全国足球场超过 7 万块，使每万人拥有 0.5—0.7 块足球场；中期目标（2021—2030 年）：每万人拥有 1 块足球场；远期目标（2031—2050 年）：实现足球一流强国。
全民健身计划（2016-2020 年）	国务院	2016.6	2020 年，每周参加 1 次及以上体育锻炼的人数达到 7 亿，经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿，体育消费总规模达 1.5 万亿元。
体育产业发展“十三五”规划	发改委	2016.7	体育产业总规模超 3 万亿，从业人员数超 600 万人。体育产业对国民经济的综合贡献率明显提升，产业增加值在国内生产总值中的比重达 1.0%。体育服务业增加值占比超过 30%。建设 50 个国家体育产业示范基地、100 个国家体育产业示范单位，100 个国家体育产业示范项目。人均体育场地面积超过 1.8 平方米，体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%。
青少年体育“十三五”规划	体育总局	2016.9	2020 年青少年体育活动更加广泛，每 20000 名青少年拥有一个青少年体育俱乐部，认定国家高水平体育后备人才基地 380 个左右，国家级体育传统项目学校达到 500 所，常年在体育传统项目学校训练的运动队达到 3 万个以上。
“健康中国 2030”规划纲要	中共中央、国务院	2016.10	经常参加体育锻炼人数在 2020 年达到 4.35 亿人，2030 年达到 5.3 亿人。
关于加快发展健身休闲产业的指导意见	国务院	2016.10	2025 年基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的健身休闲产业发展格局，健身休闲产业总规模达到 3 万亿元，完善健身休闲服务体系，包括日常健身、户外运动、冰雪运动、山地运动、水上运动、汽车摩托车运动、航空运动、特色运动（极限运动、电子竞技、高尔夫、武术、龙舟等）等。
冰雪运动发展计划（2016-2025 年）	发改委等 4 部门	2016.11	2025 年冰雪运动普及程度大幅提升，直接参加冰雪运动的人数超 5000 万，并“带动 3 亿人参与冰雪运动”；力争在 2022 年冬奥会上综合实力跻身世界先进行列；到 2020 年我国冰雪产业总规模达到 6000 亿元，2025 年达 10000 亿元；
群众冬季运动推广普及计划（2016-2020 年）	体育总局等 23 部门	2016.11	以京津冀为引领，以东三省提升发展作为重要基础，发挥新疆、内蒙古等后发优势，带动南方地区协同发展，点线面结合布局群众冬季运动生态圈（带）。
水上运动产业发展规划、航空运动产业发展规划、山地户外运动产业发展规划	发改委	2016.11	至 2020 年，水上运动、航空运动、山地户外运动产业总规模达到 3000 亿、4000 亿、2000 亿元。
关于大力发展体育旅游的指	国家旅游	2016.11	2020 年全国建成 100 个具有重要影响力的体育旅游目的地，建成 100 家国家级

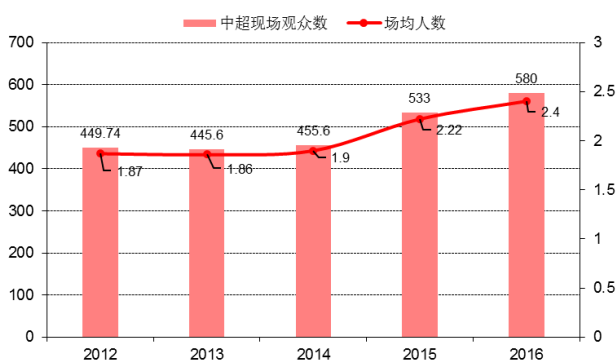
导意见	局、体育总局		体育旅游示范基地，推出 100 项体育旅游精品赛事，打造 100 条体育旅游精品线路，培育 100 家具有较高知名度和市场竞争力的体育旅游企业与知名品牌，体育旅游总人数达到 10 亿人次，占旅游总人数的 15%，体育旅游总消费规模突破 1 万亿元。
“十三五”公共体育普及工程实施方案	发改委、体育总局	2017.1	改造新建社会足球场 2 万块。除少数山区外，每个县级行政区域至少建有 2 个社会标准足球场（含县级公共体育场内足球场），有条件的城市新建居住区应建有 1 块 5 人制以上足球场；支持尚无公共体育场的县（市、区）建设县级公共体育场标准田径跑道和足球场；鼓励有条件的地区建设滑冰场、滑冰馆和滑雪场，广泛动员社会力量，加快冰雪运动发展和普及。
关于推动运动休闲特色小镇建设工作的通知	体育总局	2017.5	到 2020 年，在全国扶持建设一批体育特征鲜明、文化气息浓厚、产业集聚融合、生态环境良好、惠及人民健康的运动休闲特色小镇。
支持社会力量举办马拉松、自行车等大型群众性体育赛事行动方案	发改委、体育总局等 9 部门	2017.7	2017 年底，马拉松赛事参赛人数超过 500 万人次，带动各类消费超过 200 亿元。自行车赛事带动各类消费超过 200 亿元。

资料来源：各政府部门网站，中信建投证券研究发展部

近年来，促进全民运动的相关政策陆续出台，对于职业运动与大众运动均产生了极大的促进作用，一方面带来了快速增长的运动服装需求，另一方面也为体育品牌提供了更具价值的赛事营销资源。

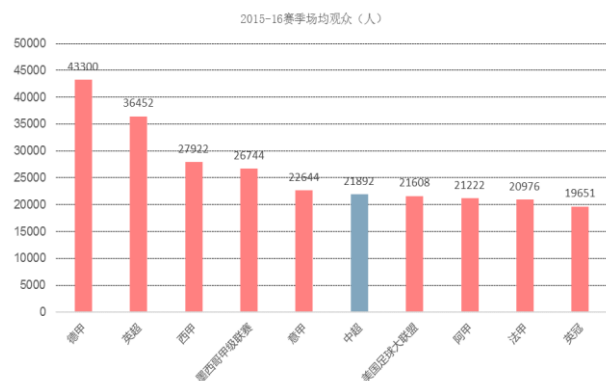
- **职业运动：**职业/高校联赛杯赛规模数量增加、竞技水平及影响力提升，为国内体育品牌提供愈加丰富且更具价值的赛事赞助资源。以国内价值最高的中超联赛为例，得益于《中国足球改革发展总体方案》的支持，2015 年以来联赛价值、观众人数、门票收入等均登上新台阶。根据肆客体育《2016 年中超联赛商业价值报告》，2016 年中超联赛价值增幅 81% 至 2.77 亿英镑。2015-2016 连续两年观众人数超 500 万，场均人数超 2 万，高居亚洲榜首。2015 年后中超俱乐部比赛日门票总收入超 5 亿。

图 20：2015 年后中超联赛观众数显著增长（万人）



资料来源：肆客体育，中信建投证券研究发展部

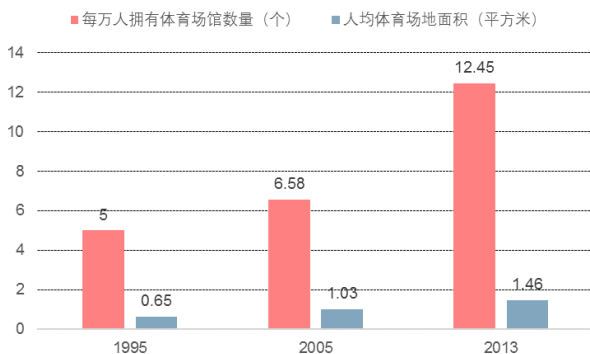
图 21：2015-16 赛季全球主要商业联盟场均观众排名



资料来源：肆客体育，中信建投证券研究发展部

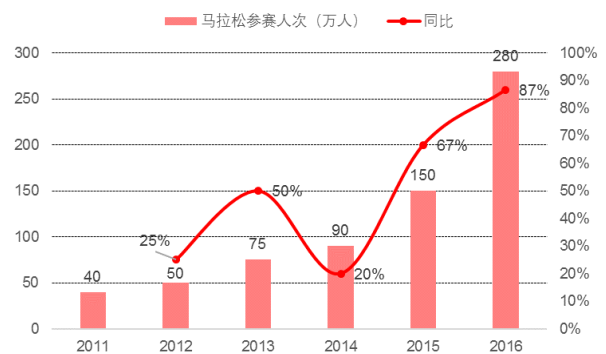
- **大众运动：**根据国家体育总局数据，财政拨款是体育场馆建设最主要的资金，占比达 56%。近 20 年里体育场地数由 61.57 万增至 164.24 万，每万人拥有场地数从 5 个增至 12.45 个，人均场地面积由 0.65 平米增至 1.46 平米（2020、2025 年目标分别达到 1.8、2.0 平米）。2014 年体育总局放宽对部分成熟商业赛事的审批手续，2015 年 1 月中国田径协会全面取消对马拉松赛事的审批，带来了马拉松赛事的爆发增长，2015-2016 年马拉松注册赛事数同比增长 163%、145%，参赛人次同比增长 67%、87%。

图 22：人均体育场馆数量及面积亦增长迅速



资料来源：国家体育总局，中信建投证券研究发展部

图 23：2011-2016 年马拉松参赛人次加速增长

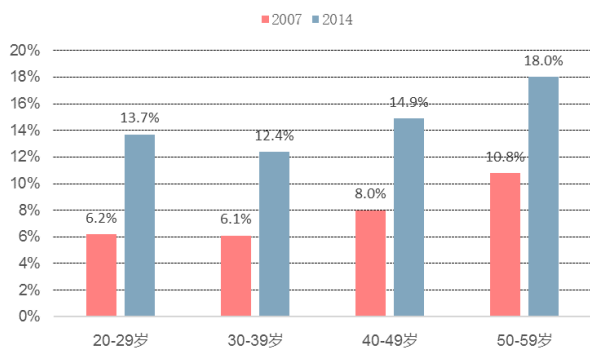


资料来源：中国田径协会，中信建投证券研究发展部

## (2) 消费升级：全民健康意识增强，小众项目颇受欢迎

随着经济的不断发展，人民生活水平的提高，现代生活节奏的加快，人们愈加重视通过体育锻炼来增强体质。另外，互联网对于民众健康意识的提升也发挥着不可忽视的作用，其中微信运动成为最大推手。根据国家体育总局调查：2007-2014 年间，经常参加锻炼人口占总人口比重由 28.2% 增至 33.9%，各年龄段经常参加锻炼人口数比例均有上升，其中以 20-29 岁年轻人增长最为显著。2015 年经常参加体育锻炼人数达到 3.6 亿人，据预测 2020、2025 年将增至 4.35 亿人、5 亿人。

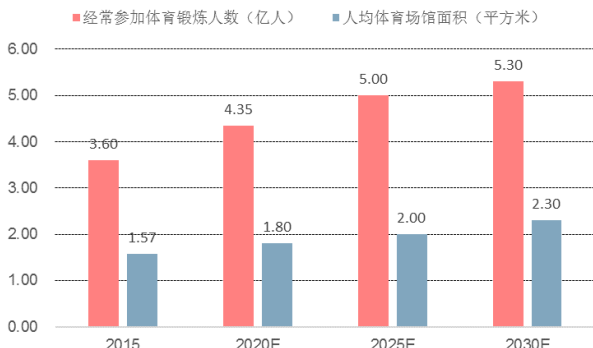
图 24：2007-2014 年各年龄段经常锻炼人口比例均上升



注：该比例=各年龄段经常锻炼人口/该年龄段总人口

资料来源：国家体育总局，中信建投证券研究发展部

图 25：未来逐步提升经常参加锻炼人数



资料来源：国家体育总局，相关政府文件，中信建投证券研究发展部

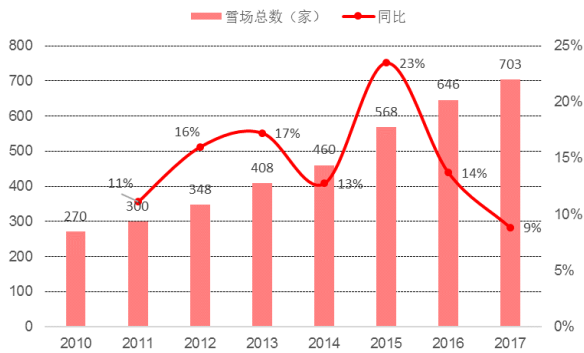
据艾瑞咨询统计，2016 年我国运动人群经常参加的项目中，跑步、健身走、羽毛球高居前三，由于器材简单便捷且门槛不高，仍是国内民众经常参与的运动，但伴随消费升级，滑雪等众多小众化项目崭露头角。

- 滑雪装备成本高，同时受地理因素限制，国内滑雪爱好者往往需承担较高的交通及住宿成本，近年来随着居民收入增长、国家政策支持及冬奥会刺激冰雪运动热情，滑雪受众渐广，基础设施不断完善。根据《2017 年度中国滑雪产业白皮书》，2010-2017 年我国雪场数量 CAGR 为 14.6%，2017 年雪场数 703 家，同比增长 9%，与滑雪大国加拿大相当。室内滑雪场由 2013 年的 5 家增至 2017 年的 21 家。
- 2010-2017 年，我国滑雪人次由 630 万人增至 1750 万人，CAGR 为 15.7%，2017 年一次性体验者占比为 75.2%，同比下降 2.6pct，人均滑雪次数同比提升 0.12 次至 1.45 次。北京-张家口冬奥会申办成功，作为我国体育战略的重要一环，《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》提出目标：2025 年直接参加冰



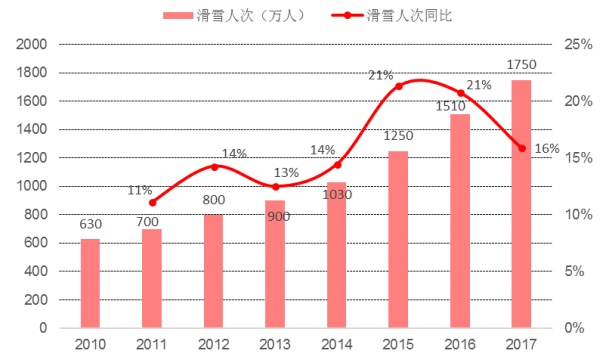
雪运动的人数将超 5000 万，并带动 3 亿人参与冰雪运动。

图 26：2010-2017 年我国滑雪场总数及增长情况



资料来源：2017 年中国滑雪产业白皮书，中信建投证券研究发展部

图 27：2010-2017 我国滑雪参与度显著提升



资料来源：2017 年中国滑雪产业白皮书，中信建投证券研究发展部

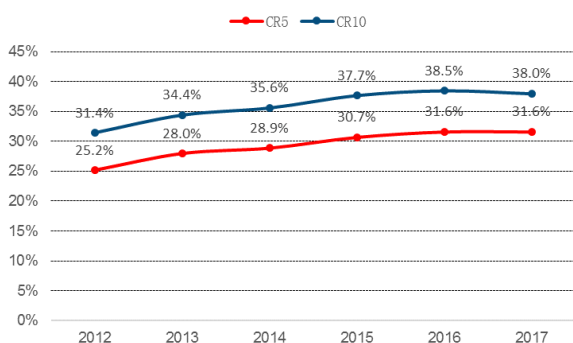
## （二）运动服饰竞争格局好，龙头强者恒强

### 1、全球：两大龙头耐克与阿迪，龙头市场占有率持续提升

从全球看，运动服饰行业集中度显著高于休闲服饰，耐克和阿迪达斯为两大绝对龙头。根据 Euromonitor 统计，2017 年全球运动服饰 CR5 为 31.6%，相比 2012 年提升 6.4pct；2017 年 CR10 为 38%，相比 2012 年提升 6.6pct，行业集中度持续扩大，龙头强者恒强。

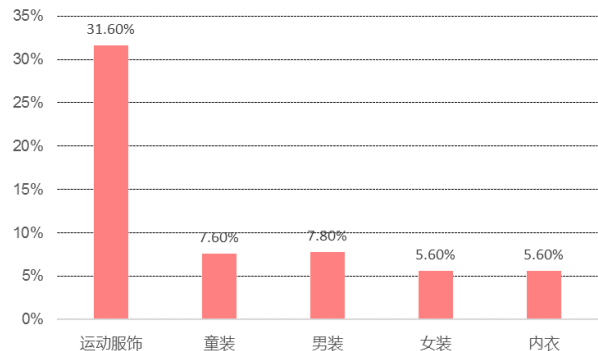
- **运动服饰产品功能性强。**①相比于休闲服饰，运动服饰更突出功能性特点，行业进入壁垒比较高。②运动服饰时尚性低，更容易产生规模效应。
- **优质赛事营销资源稀缺。**营销对于运动服饰产品销售具有明显促进作用，FILA 的“起死回生”即得益于成功的营销策略，但是优质的体育营销资源如热门项目的运动明星、顶级赛事等非常稀缺，往往被龙头品牌率先抢占。

图 28：2012-2017 年全球运动品牌集中度进一步提升



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 29：2017 年全球运动服饰 CR5 显著高于其他服装品类



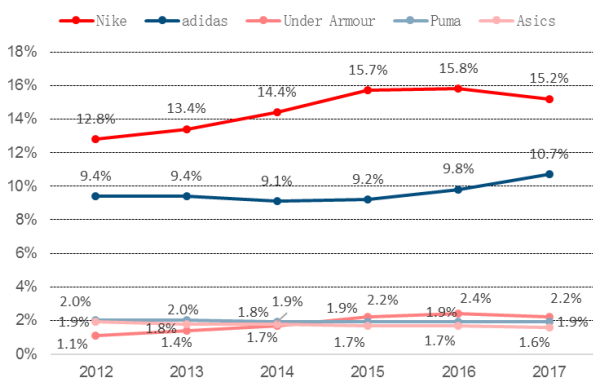
资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

按品牌看，耐克市占率稳居第一，2017 年达到 15.2%，相比 2012 年提升 2.4pct。阿迪达斯紧随其后，市占

率为 10.7%，相比 2012 年提升 1.3pct。2015 年 UA 市占率超越 PUMA、位列第三，但近两年增长停滞致市占率有所下滑。PUMA、Asics 分别位列第四、五名，另外 New Balance 和 Skechers 的全球市占率明显提升。

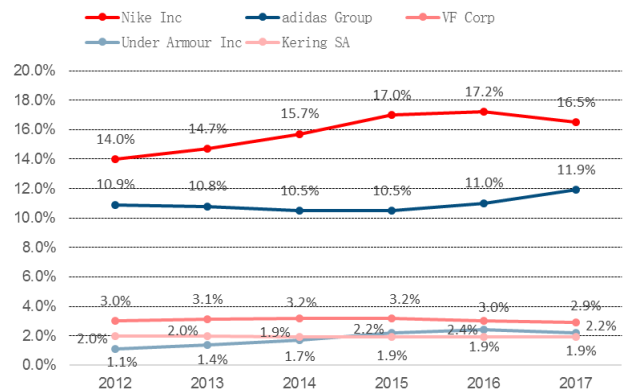
按公司看，两大龙头公司的市占率均小幅提升。耐克公司加上旗下其他品牌如 Converse、Air Jordan、Hurley 等，2017 年市占率达 16.5%。阿迪达斯公司加上锐步后总体市占率 2017 年达 11.9%。Vans、Timberland、The North Face 等一系列国际知名运动/运动时尚、户外品牌的母公司 VF 集团排在第三名，2017 年市占率为 2.9%，显著落后两大巨头。UA 公司和 PUMA 母公司开云集团以 2.2%、1.9% 分列第四、五。

图 30：2012-2017 年全球 TOP5 市占率（按品牌）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 31：2012-2017 年全球 TOP5 市占率（按公司）

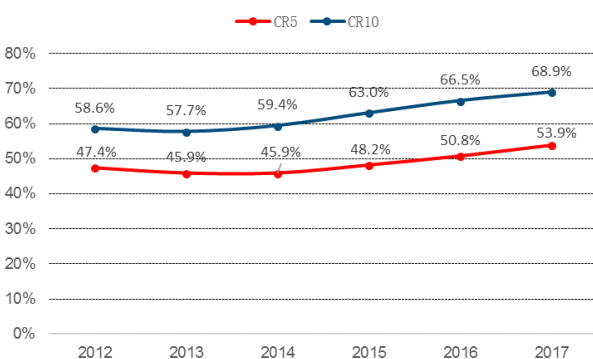


资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

## 2、我国：阿迪与耐克难分伯仲，安踏公司市占率超 10%

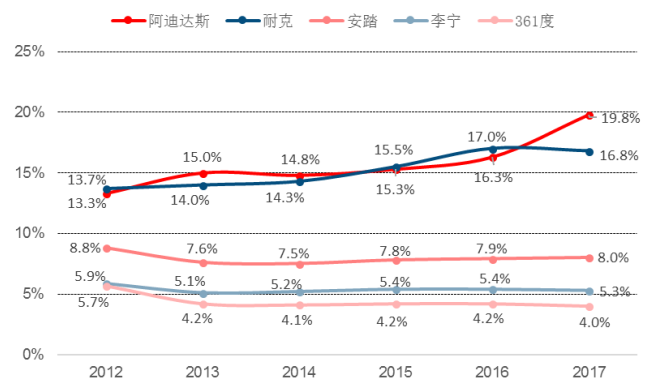
我国运动行业集中度亦显著高于其他鞋服品类，且经历了后奥运时代的行业整合后，行业集中度上升趋势更甚于国际运动行业。2012-2017 年，我国运动鞋服行业 CR5 由 58.6% 升至 68.9%，CR10 由 47.4% 升至 53.9%。从前五大品牌看，2012 年以来阿迪达斯和耐克在市占率前二名竞争激烈，2017 年阿迪达斯市占率同比大增 3.5pct 至 19.8%，超过耐克 2 个 pct 升至首位，两大龙头市占率合计达 36.6%。其次三个品牌为安踏、李宁、361 度，三个本土品牌 2017 年市占率分别为 8.0%、5.3%、4.0%。

图 32：2012-2017 年我国运动行业集中度提升



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 33：2012-2017 年我国运动行业 TOP5 市占率品牌



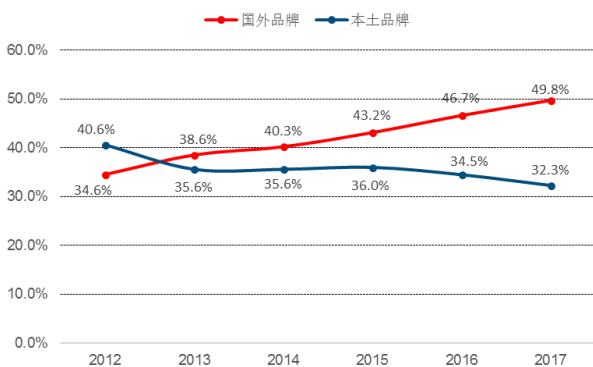
资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

具体来看，由于国内本土品牌前期粗放式增长带来的长达 3-4 年的行业整合，本土较多中小品牌逐渐退出，

部分此前的第一梯队品牌亦受较大影响，2012年后整体市场份额收缩严重，使得国内外品牌市占率差距近年来被拉大。2012-2017年市占率前二十品牌中，其中国外品牌市占率合计由34.6%升至49.8%，而本土品牌由40.6%降至32.3%。而外国品牌除两大龙头不断扩张外，一些小而精的特色专精户外、跑步、运动时尚等品牌凭借优异的技术、设计以及品牌效应，受益消费升级，在国内不断拓展市场，如New Balance、Skechers分别在2012-2017年间市占率提升1.8、2.3个pct，超越一系列本土品牌跻身国内运动行业前六品牌。

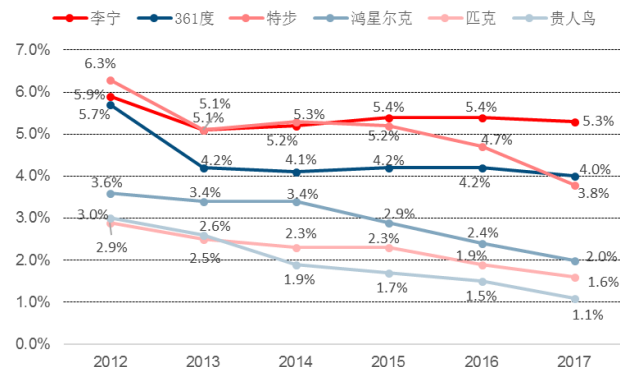
反观国内品牌，除了安踏，其余品牌份额大都显著下滑。安踏主品牌ANTA市占率2012-2014年下滑后，改革战略成功推动市占率迅速由7.5%回升至2017年的8.0%，以及旗下FILA经营大获成功，市占率由2012年0.7%升至2017年2.6%。其余如李宁、361度、特步、鸿星尔克、匹克、贵人鸟等知名品牌五年间市占率分别下滑0.6、1.7、2.5、1.6、1.3、1.9个pct。

图 34：国外品牌与本土品牌市占率情况迥异



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 35：除安踏外其余本土品牌市占率均有显著下滑



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

### 三、多品牌虎虎生风，全渠道深化布局，深谙运动营销之道

公司采取“单聚焦、多品牌、全渠道”的管理模式，依靠差异化的品牌广泛定位覆盖消费群体，公司自主培育大众运动品牌安踏，并通过收购或代理方式补齐高端市场，目前已形成安踏、安踏儿童、FILA、FILA KIDS、DESCENTE、KOLON SPORT、SPRANDI、KINGKOW、NBA 等七大品牌，跨越大众到高端、专业运动到时尚运动、儿童到成人，多层次、多风格、多年龄层的运动品牌矩阵。

表 2：安踏集团通过收购或代理方式补齐高端市场

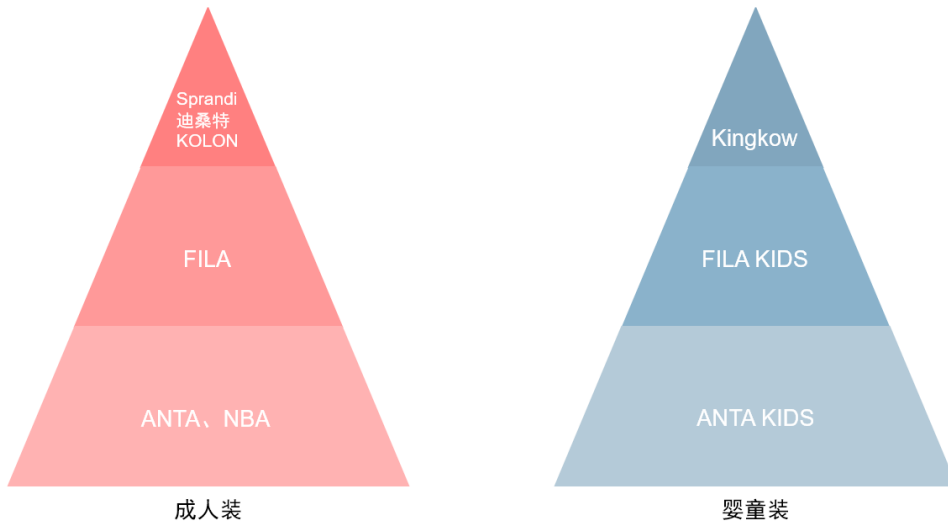
品牌	时间	交易方	投资价格	交易方式
FILA	2009.8	百丽国际	3.32 亿元	收购百丽国际所持 Full Prospect 的 85% 股权及 Fila Marketing 的全部股权，获得运动时尚品牌 Fila 中国商标及其在大陆和港澳推广分销权
NBA	2014.10	NBA	-	与 NBA 签署战略合作协议，成为休闲篮球品牌 NBA 官方市场合作伙伴及授权商，旗下经营 NBA 及联盟旗下 30 支球队的商标。
SPRANDI	2015 年末	英国 SPRANDI	未披露	收购英国时尚健步鞋品牌 SPRANDI，填补中端消费者健步跑步需求
DESCENTE	2016.2	日本迪桑特、ITOCHU	1.5 亿元	公司出资 1.5 亿元与日本迪桑特、ITOCHU 设立合资公司，持股 60%，获得高端滑雪品牌 DESCENTE 中华区独家代理权
KOLON	2017.10	韩国 KOLON	4000 万美元	旗下子公司 ANKO 与韩国 KOLON SPORT 设立合资公司，持股 50%，

请参阅最后一页的重要声明

SPORT	SPORT	获得韩国高级户外品牌 KOLON SPORT 中华区独家代理权
KINGKOW	2017.10 香港 SKC 集团、RRJ 资本 6000 万港元	从香港 SKC 集团和东南亚私募基金 RRJ 收购中高端儿童品牌 KINGKOW 的 100% 权益及相关商标

资料来源：公司公告，互联网，中信建投研究发展部

图 36：安踏集团的品牌金字塔（成人装、婴童装）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

## （一）大众市场： ANTA 品牌深耕三四线、NBA 弥补大众篮球鞋不足

### 1、安踏品牌定位大众市场、产品高性价比

安踏品牌定位于大众消费市场，其价格区间介于高端品牌（如耐克、阿迪达斯）和平价品牌（特步、361 度）之间。2017 年，安踏被 Brand Finance 评为“2017 年全球最有价值服装品牌 50 强”的第 35 名，被评为“2017 年 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强”。安踏已赞助 24 支国家运动代表队，并成为我国 2020 冬奥会、残奥会官方体育合作伙伴。

表 3：公司及同业天猫旗舰店最热门鞋品销量及价位（截至 2018 年 5 月 17 日）

品牌	月销量首位鞋品	产品图示	产品价格(元/双)	月销量(双)
安踏	2018 夏季新款跑步鞋 (91815521F) 2017 年冬季上市		189	20124
特步	情侣款运动休闲板鞋 (983219319266) 2018 年春季上市		129	23362

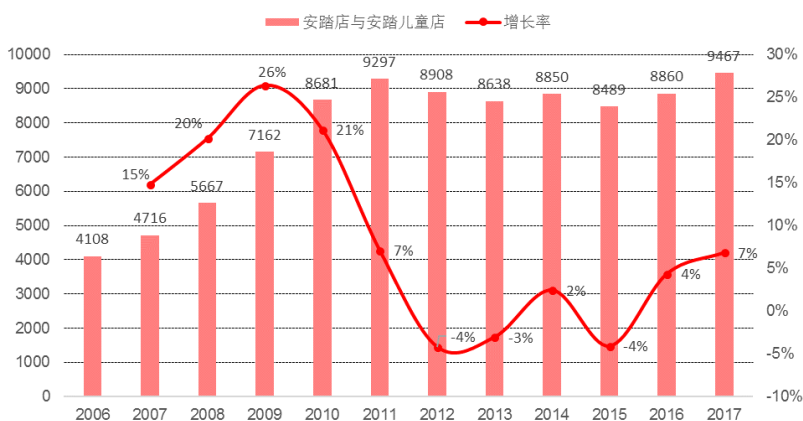
耐克	NIKE TANJUN 男子运动休闲鞋 2016 年夏季上市		499	18527
阿迪达斯	adidas neo 男子 CF ADVANTAGE CL 休闲鞋 2017 年秋季上市		629	14465
李宁	14 代减震轻质专业跑夏季透气一体织运动鞋 2017 年夏季		309	8278
361 度	2018 夏季新款网面透气休闲减震跑步鞋 2018 年夏季上市		159	11293

资料来源：各品牌天猫旗舰店，中信建投研究发展部

## 2、线上线下齐头并进，线下渠道深耕三四线市场

经历十余年发展，ANTA 逐步实现稳步可持续增长。2012 至 2014 年，安踏品牌的同店销售增长率由下滑转为正单位数，并已提升至双位数。截至 2017 年，ANTA（含 KIDS）店铺数量达到 9467 家，同比增加 607 家，位居本土品牌店铺数量之首，ANTA 通过高性价比产品不断在二线以下市场夯实基础。2017 年安踏品牌线上销售占比近 20%，2017 双十一安踏销售额 6.7 亿元，同比增长 66%，运动休闲版块仅次于 Nike 与 adidas。

图 37：安踏店与安踏儿童店铺增长情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

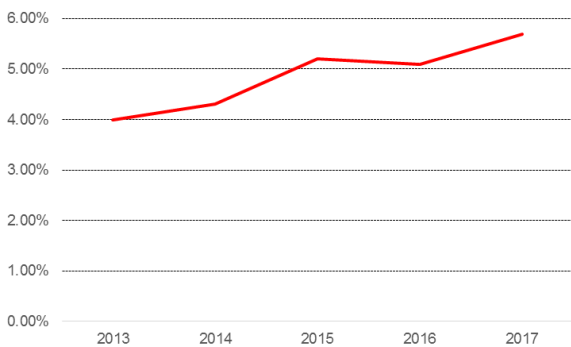
## 3、不断加大产品研发、推动产品高端化

一般对于消费者而言“买得起”意味着价格低，而价格低又意味着低端，但安踏的性价比并不意味着低端，

安踏品牌一直维持着活跃的创新能力，使安踏产品更加差异化、专业化、高值感和国际化，真正成为从“买得起”到“想要买”的品牌。2017年，在美日韩三国分别成立三大设计中心，加大运动科技及面料研发，2017年研发费用率5.7%，同比提升0.6pct，全年推出超1200款鞋类、2900款服饰类、990款配饰组合产品。

公司继开发A-Jelly、A-Loop、A-Strata、A-Web后，发布跑鞋专用科技A-Livefoam，并与“诺博”合作其一流除臭功能XT2®科技，有效改善产品舒适度与透气性。2018年安踏最贵鞋SEEED系列目前仅通过电商渠道发售，NASA60th纪念鞋款3000双上线20秒即售罄，1小时销量共计6000多双，全天累计销售10000双。

图 38：公司研发费用率逐年提升



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 39：安踏 SEEED 系列 NASA60th 纪念鞋款



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

#### 4、大众篮球运动品牌 NBA 补强短板，当红球星营销效果显著

2014年NBA中国与安踏宣布达成长期合作伙伴，这是NBA首次授权中国体育用品公司使用联名品牌，安踏正式成为NBA官方市场合作伙伴以及NBA授权商，可在其产品上使用NBA及联盟旗下30支球队的商标，同时首次发布火箭、马刺、公牛、湖人等热门球队的安踏-NBA联名篮球战靴，与NBA一起开发中国篮球市场，意味着安踏全面进军国内篮球市场的决心和信心，安踏在篮球领域的专业属性与品牌影响力也进一步提升。

图 40：2014 年 NBA 中国与安踏签订战略合作协议



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 41：RR5 朗多五代战靴高抓地力与飞织鞋面一体



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

公司采用赞助、代言、广告、时装秀等品牌营销策略，品牌吸引力显著提升，主品牌安踏主要采用聘请当红NBA明星代言的方式推广产品。2017年安踏代言人——金州勇士队神射手克莱·汤普森协助球队夺得NBA总冠军，“要疯”等营销活动有效促进KT系列篮球鞋销售。

表 4：安踏克莱 汤普森签名系列产品

上市时间	产品简介
2015 年 12 月	首款签名篮球战靴 KT1 在中美市场同步发售，中国零售价 499 元。全国订货量 12 万双，每季度上市一两个星期内售罄。
2016 年 3 月	限量 200 双的 KT3-Rocco 球鞋在美国旧金山发布，预售日现场排队超 1000 人。
2017 年 10 月	汤普森限量 GLOLDENBLOOD 金鞋在北京、上海、广州发布，两小时内售罄。
2016 年	KT2，官方售价 469 元。截至 2017 年 7 月，销量已超过 40 万双。
2017 年下半年	KT3，官方售价 598 元。
2018 年 3 月	以汤普森和爱犬为设计元素的 KT 系列球鞋 KT3-Rocco 在美国限量 200 双销售，全球限售 350 双，引发美国排队抢购热潮。

资料来源：公司公告，名商网，智通财经网，中国经营网，中信建投证券研究发展部

图 42：以汤普森和爱犬为设计元素的 KT3-Rocco3 月发售



资料来源：FILA 中国官网，中信建投研究发展部

图 43：克莱 汤普森身着安踏服饰与粉丝亲密互动



资料来源：第一纺织，中信建投研究发展部

## （二）高端市场：运动时尚品牌斐乐，避免与耐克阿迪正面竞争

### 1、品牌定位中高端市场，运动时尚风格错位布局

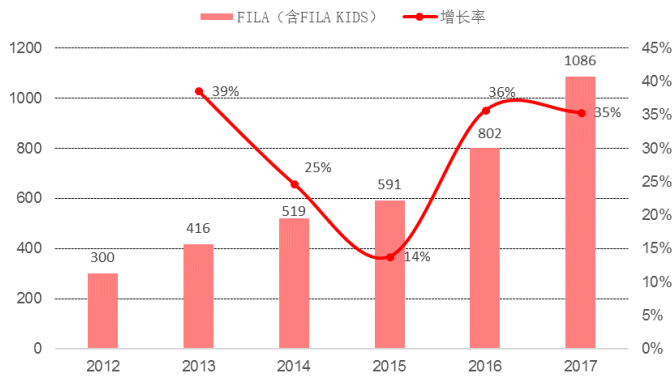
意大利高端运动时尚品牌 FILA（斐乐）诞生于 1911 年，曾被称为仅次于阿迪达斯、耐克的“全球第三运动品牌”。但营销宣传政策上的失误使得 FILA 在 2000 年左右利润大幅缩水，品牌几经波折被出售给美国博龙资本管理有限公司、FILA Korea 与百丽国际，但业绩一直表现不佳。2009 年 8 月安踏接手 FILA 中国商标。

### 2、渠道数量倍数增长，以一二线百货 Mall 渠道为主

此前百丽经营 FILA 时门店数约 60 家（含香港 10 家）。收购第二年末（2010 年），FILA 门店数已达近 210 家，同比增加 150 家。2012 年起，FILA 品牌店铺数量增速均保持双位数。截至 2017 年底，FILA 及 FILA KIDS 品牌专卖店（中国大陆、港澳及新加坡）数量为 1086 家，同比增加 284 家，为 2012 年 3 倍多，以一二线城市市

购物中心及百货商场为主，2017 年开设新加坡首家分店。

图 44：FILA 含 KIDS 店铺数量近年高速增长



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### 3、产品线细分升级，娱乐代言赞助营销显效

公司根据消费人群的特点进行品牌细分，陆续推出 FILA RED、FILA WHITE、FILA ORIGINALE 等多个系列，同时与国际知名设计师 Ginny Hilfiger, Jason Wu 等推出跨界系列。2017 年针对 34 至 45 岁的高端消费群体推出 FILA BLUE，并推出高强度间歇训练鞋、FILA ULTRA FIT 地球日限量款系列，产品线不断升级。

2009 年公司收购 FILA，2010 年开始调整营销和宣传活动，加大代言及赞助力度，并且注重挖掘 FILA 的时尚基因，从以往采用运动领域代言人为主的营销措施，转变为与舒淇、高圆圆等娱乐时尚明星合作，突出品牌的运动时尚价值，抢占国内运动时尚蓝海市场，提升品牌曝光率与知名度。

图 45：高圆圆代言 FILA



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 46：陈坤代言 FILA



资料来源：FILA 中国官网，中信建投研究发展部

表 5：安踏并购 FILA 以来各年重要营销措施一览

时间	宣传营销措施
2010 年	设计 FILA 新一代店铺外观，新增店铺近 150 家；打造品牌全新管理团队。

请参阅最后一页的重要声明



<b>2011年</b>	在北京 798 举行“百年 FILA 时尚回归”活动，庆祝 FILA 诞生 100 周年。FILA 全球总裁 Gene Yoon、安踏董事长兼 CEO 丁世忠均出席，邀请古天乐、陈道明、崔恩珠等中韩明星。会上展示第三代店铺设计，计划 2012 年全面升级。
<b>2012年</b>	9 月举行 FILA 大型新品时装发布会，香港艺人胡杏儿和郑嘉颖出席；与著名时装设计师 Matthew Waldman 合作推出全新的“FILA x NOOKA”系列；成为伦敦奥运会中国香港代表团指定运动服赞助商。
<b>2013年</b>	年初与舒淇合作推出 2013 春夏新品 La Dolce Vita（甜蜜生活）；六月在澳门的 FILA 品牌秋冬新品发布会上推出全新的“文艺复兴之旅”系列，由舒淇代言；继续与设计师 Matthew Waldman 合作推出新的“FILA x NOOKA CL”系列。
<b>2014年</b>	与全球著名华裔设计师 AnnaSui 开展合作并推出全新的“Anna Sui for FILA”，签约韩星李敏镐作为 FILA 中国品牌大使；成为世界女子高尔夫锦标赛的官方赞助商；为中央电视台体育频道 2014 年 FIFA 世界杯报道团队打造报道服装。
<b>2015年</b>	香港 FILA 旗舰店开业，推出 FILA KIDS 和 FILA INTIMO；签约好莱坞影星、“美国队长”扮演者 Chris Evans 成为品牌大使；推出 FILA Ginny 和 FILA Red 新系列；与华裔设计师 Jason Wu 跨界合作推出 Jason Wu X FILA 系列，在香港举行发布会。
<b>2016年</b>	成为里约热内卢奥运会中国香港代表团指定运动服赞助商以及 CCTV5 奥运报道团指定服装品牌；与大满贯冠军玛丽恩·巴托丽合作推出 LOVE FILA 系列，备受国际网球队球星欢迎。
<b>2017年</b>	邀请知名影星高圆圆与陈坤为 FILA 进行广告宣传；与美国著名服装设计师 Ginny Hilfiger 合作，多次推出跨界系列产品，拓展产品组合；赞助中国真人秀节目，由明星穿着展示产品。

资料来源：公司公告，YOKA 时尚网，FILA 品牌官方网站，中信建投证券研究发展部

### （三）户外市场：差异化并购新蓝海，“大众健步+专业滑雪+徒步登山”

安踏以海外收购、合资公司代理等方式拓展高端细分领域，快速切入滑雪、登山、徒步等专业户外市场，力图成为蓝海市场新领跑者，并实现与 Nike，Adidas 进行差异化竞争。

表 6：公司品牌与同业产品布局领域对比

	休闲	篮球、足球、跑步	羽毛球、网球、乒乓球	综训	高尔夫	户外	滑雪
ANTA	是	是	是				
FILA	是		是		是		是
SPRANDI		是					
安踏	DESCENTE			是			是
	KOLON					是	
其他	阿迪达斯	是	是	是	是	是	
	耐克	是	是	是	是		
	李宁	是	是	是			
	特步	是		是			
	361°	是	是	是		是	

资料来源：公司公告，互联网，中信建投研究发展部

- **比赛级滑雪品牌 DESCENTE**：1935 年创立于日本，曾多次登上滑雪世界杯大会表彰台，并成为多项运动比赛服的研发与提供商。2005 年进军中国市场。2016 年安踏独家代理 DESCENTE。截至 2017 年，国内

64 家店，相比 2016 年底的 6 家迅速增长。2020 年中国举办冬奥会，滑雪市场有望迎来广阔空间。

- **户外登山运动品牌 KOLON:** 1973 年创立于韩国，提倡“时尚轻户外”，覆盖登山、攀岩、越野等领域。KOLON 曾赞助 1988 年汉城奥运会，2006 年进入中国市场，并邀请中韩明星宋仲基、汤唯、冯珊珊（国内高尔夫名将）代言，成功提高品牌知名度。同时“体验式营销”提供专业登山指导，具有互动性。
- **英伦健步品牌 SPRANDI:** 1995 年创立于英格兰，涵盖运动、户外休闲领域。2015 年被安踏收购，SPRANDI 更精细定位于城市居民日常散步、出游场景，兼之以品牌传统的英伦时尚风格，能有效补充中端客户跑步健步需求。2017 年，从设计原创性和产品科技含量来提升 SPRANDI 品牌的影响力。

图 47：韩国明星宋仲基代言 KOLON SPORT



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 48：SPRANDI 品牌产品轻柔缓震性能设计



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

公司践行多品牌战略，并针对日本滑雪品牌 DESCENTE、英国户外品牌 Sprandi，推出各品牌的定制营销活动，有效提高了目标消费者对品牌的认知度。

表 7：安踏旗下新品牌重要营销措施一览

品牌	时间	宣传营销措施
DESCENTE	2016 年	8 月吉林开设首家中国 DESCENTE 店铺，打造冬季运动细分市场专业品牌。 12 月，首家北京店铺在北京开幕，邀请韩国代言人申敏儿出席，举办 2017 春夏新品秀，特设迪桑特迷你博物馆展出品牌 80 余年历史。
	2017 年	组织“AWAKEN!”主题营销活动：发布 BLAZE Z 系列跑鞋服饰，其中 Mizusawa 羽绒外套成为明星产品； 举行秋冬时尚摩登秀； 建立会员制度； 启动限量推广活动，拓展线上销售渠道； 以“轻、软、舒适”的商品定位迅速进入市场，打造城市健步、城市慢跑、都市生活三个健步鞋产品系列；
SPRANDI	2017 年	签约知名艺人王子文代言推广品牌，以 Olivia 的活力时尚形象烘托 Sprandi 的英伦风情； 打造微信会员系统； 寻求与知名时尚杂志的合作机会。

资料来源：公司公告，中国时尚品牌网，凤凰网时尚，中信建投证券研究发展部

#### （四）童装市场：安踏童装高性价比、“FILA+KINGKOW”抓高端

公司高瞻远瞩，率先布局童装业务，ANTA KIDS 品牌于 2008 年成立，面向 0-14 岁儿童，定价明显低于阿迪达斯、耐克的童装副线，与国际品牌实现错位竞争。为分享二胎政策红利，2015 年 FILA 开始拓展童装 FILA KIDS，目标客户 7-12 岁高端儿童。香港中高端童装品牌小笑牛 KINGKOW 创始于 1998 年，2017 年被安踏收购，形成童装多品牌矩阵。

表 8：各运动品牌童装系列发展情况

公司名称	童装品牌	成立时间	价格区间
安踏	安踏儿童	2008	19-379
	FILA KIDS	2015	170-1149
	KINGKOW	1998	89-699
李宁	李宁 KIDS	2014	40-479
特步	特步 KIDS	2012	109-239
阿迪达斯	童装系列	2002	50-1099
耐克	童装系列	2005	49-1099

资料来源：公司公告，互联网，中信建投研究发展部

安踏儿童打破以往男童为主的策略，发力潜力巨大的女童市场，并推出一系列跨界合作产品，如凯蒂猫、神偷奶爸电影系列等，提升对儿童用品的喜爱度。

图 49：安踏儿童与 Hello Kitty 全新合作款



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 50：KINGKOW 店铺展示



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

## 四、他山之石——国际篇：巨头领先，以史为鉴

世界体育用品行业中，NIKE、ADIDAS 与 VF（威富集团）是当之无愧的行业巨头，三大公司拥有悠久的运动用品经营历史、高知名度的品牌矩阵和大批忠实爱好者，其中 NIKE 和 Adidas 是国际一线的体育运动品牌。

### （一）NIKE：创新先行者，运动巨头领跑全球

耐克（NIKE）是全球著名体育品牌，经营业务涵盖包括篮球、足球、网球、跑步、高尔夫等主流项目在內

的几乎所有运动领域。公司 1972 年设计的经典钩形标志已深入人心。目前公司旗下有跑步、篮球、Jordan 等九大系列产品以及赫利 (Hurley)、匡威 (Converse) 两个子公司品牌。2017 财年，耐克销售额达 343.5 亿美元，同比增长 6.10%；在全球共拥有 7 万余名员工，近 20 年的发明专利申请超过 2000 件，其中鞋类专利超过一半，是名副其实的世界体育用品行业领军企业。公司的 50 余年的发展历程可分为以下几个阶段：

**业务草创期 (1964-1972)：**菲尔·奈特和比尔·波曼创立耐克的前身“蓝带体育用品公司”，蓝带草创期的业务主要是在各大田径会场代理销售日本廉价运动鞋。1972 年公司更名耐克 (NIKE)，意为取胜。同年耐克与日本方面签订合作合约，正式成为一个拥有自己独立产品的体育用品公司。

**研发蛰伏期 (1973-1990)：**公司在确定其品牌名为耐克后，采取生产线外包的轻资产经营模式，不在美国本土拥有自己的生产工厂。1981 年，公司头号竞争对手锐步 (Reebok) 以黑马姿态成立并迅速扩张，其市场占有率在 1987 年超过 30%，而同期耐克只有 18%。这段期间耐克在市场上蒙受巨大打击，但也确立了聚焦产品研发的策略主调。

**高速发展期 (1990-1996)：**90 年代初，耐克研发出的划时代产品 Air 气垫正式上市，并获得空前成功，耐克公司开始快速占领美国体育用品市场，市场占有率逐渐达到美国市场的一半。自此耐克进入了高速发展时期，不断的有创新性的产品出现。而且在营销方面开始发力，其中签约迈克尔·乔丹是里程碑式的一笔，1996 年 Nike 的全球总销售额达到 90 亿美元，成为世界第一大运动产品制造商。

**全球扩张期 (1996-至今)：**耐克开始布局全球性扩张战略，1996 年在上海成立了大中华区第一家子公司，随后又在北京、上海等地设立了分公司，大力开拓中国的体育用品市场。耐克全球化进程在保持新品开发的同时，在全球签约不同项目的球星，赞助各种体育赛事。与此同时，耐克开始关注服装、鞋帽以外的领域，拓展销售的同时致力于将体育变成人们生活的一部分。

**表 9：NIKE 发展历程**

阶段	主要目标或行动	成就
<b>业务草创期 (1964-1972)</b>	代理销售日本廉价运动鞋	1964 年耐克前身蓝带体育用品公司成立。
<b>研发蛰伏期 (1973-1990)</b>	外包生产线，公司主要承担产品设计及营销工作；80 年代后，开始将目标市场由专业运动拓宽至年轻人崇尚的时尚休闲用品领域；巨额投入产品研发设计	1972 年 首件耐克产品诞生。 80 年代末推出经典产品“气体鞋” (The Nike Air Shoe) 1988 年耐克首次推出著名的“Just Do It”口号。
<b>高速发展期 (1990-1996)</b>	在 NIKE 各大产品上彰显“钩型”logo，倡导“Just Do it”传播主题；坚持塑造产品的个性化、创新、灵感等文化附加值，较高的定价成就了 NIKE 的品牌价值；继 1985 年聘请 NBA 巨星迈克尔·乔丹后，签约高尔夫球巨星老虎伍兹、巴西足球队。	1994 年 耐克与巴西国家足球队签下长期合约。 1996 年 NIKE 的全球销售额达 90 亿美元，市场占有率达 43%，成为世界第一大运动产品制造商。
<b>全球扩张期 (1996-至今)</b>	在全球开设子公司，签约不同项目的球星，赞助各种体育赛事。同时，关注服装、鞋帽以外的领域；注重研发设计；2002 年收购 Hurley，2003 年收购匡威 Starter 等，多品牌发展	1996 年在上海成立了大中华区第一家子公司。 2003 年收购运动公司品牌匡威 (converse) 2017 年 NIKE 品牌价值达 296 亿美元；截至 2017 年财年末，实现年营收 343.5 亿美元，同比增长 6.1%

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

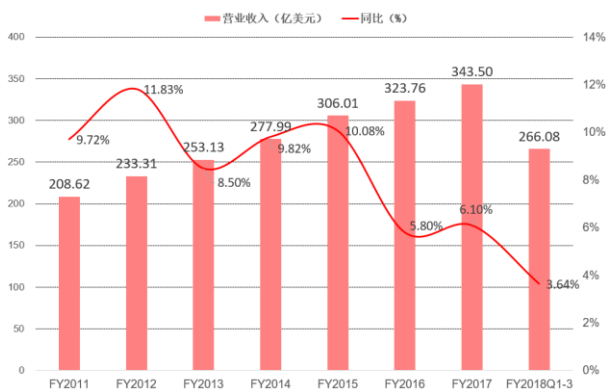
### 1、研发稳扎稳打，市场精准把控，业绩持续靓丽

2011-2015 财年（公司财年报表日为 5 月 31 日），耐克在全球运动品牌需求持续波动的大潮中精准把握市场航向，不断推陈出新，营收从 2011 年的 208.62 亿美元增长至 2015 年的 306.01 亿美元，CAGR 为 10.05%；2016

财年起，公司增速受设备板块及非主要地区销售下滑影响逐渐趋缓，但依靠运动服与跑鞋的强势表现，2016、2017 财年增速仍分别达到 5.8% 与 6.10%。2018 财年前三季度实现营收 266.08 亿美元，增速进一步下滑至 3.64% 主要系北美销售下滑拖累。

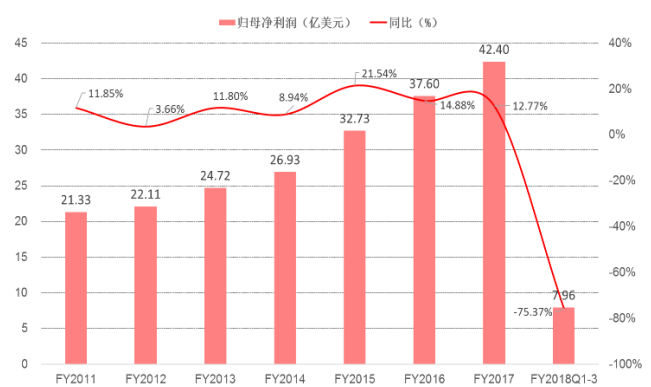
2011-2017 财年耐克始终处于高速轨道，净利润规模由 2011 财年 21.33 亿美元快速发展到 2017 财年的 42.40 亿美元，CAGR 达 12.13%，而同期公司最大竞争对手阿迪达斯分别在 2012 与 2014 财年出现负增长。耐克的稳健成长除对市场的精准把控之外，还得益于其轻资产的发展模式。耐克对固定资产投资少并重视对供应链的投资管控，锁定原材料来源，在保证产品质量的同时大大降低采购成本。2018 财年前三季度（2017 年 6 月-2018 年 2 月）受美国税改法案影响，耐克净利润规模同比下滑 75.37% 至 7.96 亿美元。

图 51：耐克 FY2011-FY2018Q1-3 营业收入持续增长



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图 52：除 2018 财年后，耐克归母净利润增速稳健



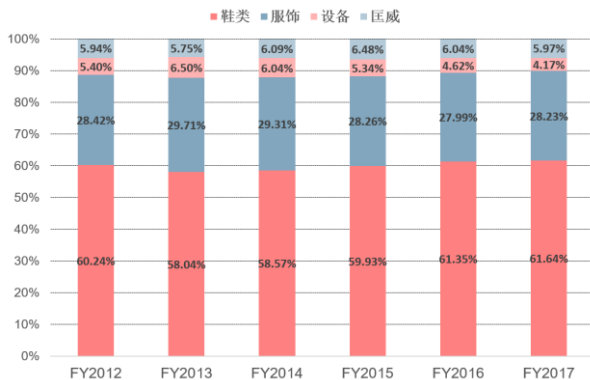
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

**分品类来看**，Nike 鞋类产品占比最高，增速领先。2012-2017 财年，Nike 鞋类销售收入占比均保持在 60% 左右，超过排名第二位的服装板块约 30pct。2017 财年鞋类产品取得营收 210.81 亿美元，近 4 年复合增长率达 11.94%，在公司各品类中排名第一。鞋类产品一直以来都是耐克公司的强力发展引擎，关键的减震技术与气囊技术是耐克鞋的闪耀标签。耐克公司长期坚持对鞋类技术与设计开发的高投入力度，以保持产品的竞争优势，在公司近 20 年超过 2000 件的新专利中，鞋类专利超过半数。目前，耐克鞋类拥有 Force、DUNK、Air Max、Jordan、Cortez 等多个经典系列，在全球消费者中大受欢迎。

**服饰与设备板块紧追，成长迅速**，2017 财年，服饰与设备分别取得销售收入 96.54、20.42 亿美元，占比分别为 28.23% 及 4.17%，近 4 年复合增长率分别达到 11.10% 与 11.40%，同样保持高增态势。耐克运动装是赛事营销的典范，球衣方面是巴西、英格兰、巴塞罗那、曼城等众多豪门的赞助商，球星代言方面覆盖足球、网球、篮球、高尔夫、橄榄球等众多领域，其中不乏乔丹、费德勒、C 罗等体坛超级巨星。依靠营销持续发力，Nike 运动服 17 财年增速达 6.5%，超越鞋类成为增速第一。耐克设备主要包括为体育活动设计的包、袜子、运动球、眼镜、手表、数码设备、手套、防护装备和其他设备，近年来增长显著，依靠 2015 年兴起的可穿戴设备潮，当年耐克设备销售同比高增 17.7%，未来有望成为耐克的又一有力增长点。

**分产品来看**，Nike 产品可分为跑步、篮球、乔丹系列、足球、男子训练、女子训练、极限运动、运动服和高尔夫等九个类别，同时还销售眼镜、手表、数码产品等其他设备。从 2013-2017 财年数据来看，Nike 的各子产品线经营稳中有进，战略一致连续，除运动服占比提升 5.02pct 外，其余各类别产品占比情况基本保持稳定。其中运动服与乔丹系列近年业绩亮眼，2017 财年同比分别增长 14.3% 与 12.6%，在其他板块近期表现不佳的形势下拉动公司营收继续稳健增长。

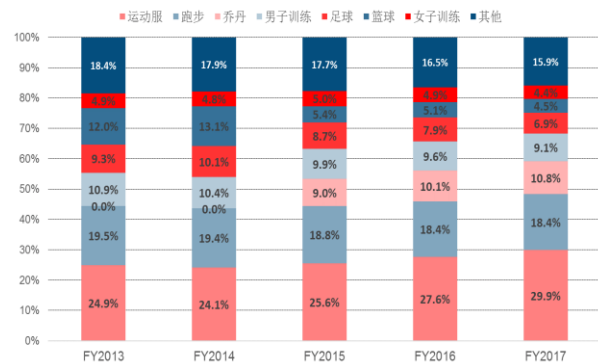
图 53:耐克 FY2012-FY2017 各大品类销售占比情况



注：鞋类、服饰、设备均为Nike品牌，匡威品牌单列

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图 54: 耐克 FY2013-FY2017 各产品系列销售占比情况



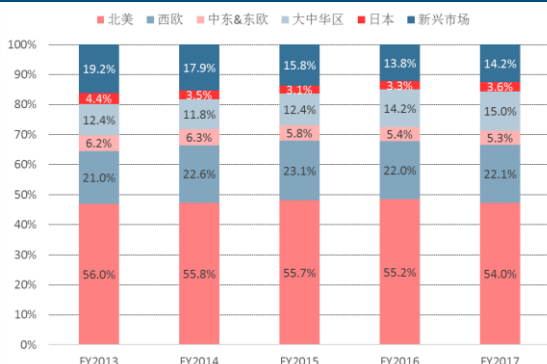
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

## 2、北美为耐克主要市场，亚太地区高速增长

从销售区域结构看，北美市场为耐克第一大市场，2012-2017 财年，北美地区销售收入占比均超过半数，稳定保持在 55%左右，作为耐克的传统市场地位稳固。大中华区的份额近年有所提升，2013-2017 财年占比提升 2.61pct 至 15.9%。西欧、中东与东欧、新兴地区市场占比相对稳定，2017 财年分别为 22.05%、5.28% 与 14.18%；日本市场略有下降，2017 财年占比为 3.60%。

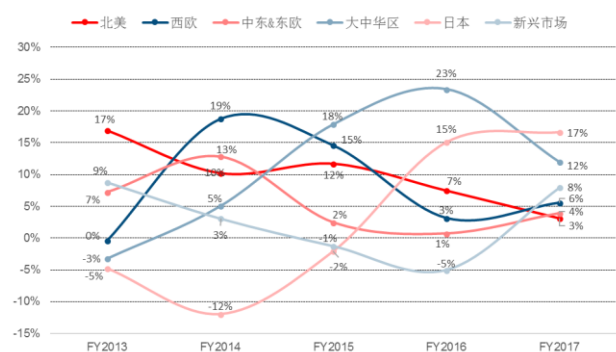
从地区营收增速看，中、日等亚太地区高速增长。大中华区与日本市场自 2013 年走出低谷期后增速迅速上行，2017 财年增速分别达到 11.94% 与 16.69%。而北美、西欧等其他地区 2015-2017 财年增速均呈下滑趋势。2018 财年前三季度，大中华区收入同比大幅增长 19%，同期北美销售额下跌 6%。大中华区高增主要得益于运动装，跑鞋和乔丹系列带动的几乎所有关键类别的收入增加，其中直营业务收入增长 32% 尤为亮眼，主要受到电商销售高增，新店增加以及同店销售额增长 9% 等因素强势拉动。

图 55: 耐克 FY2013-FY2017 销售区域分布占比情况



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图 56: 耐克 FY2013-FY2017 各区域销售同比增速

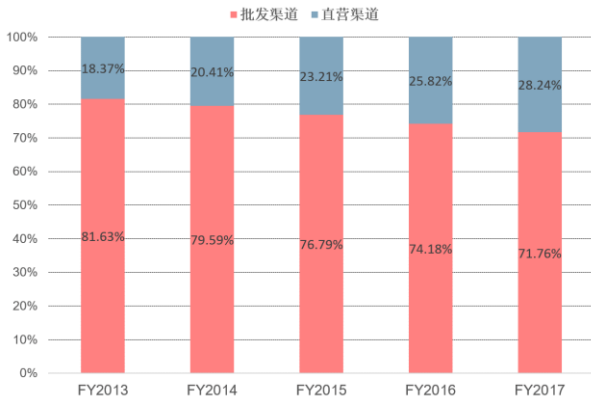


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

渠道方面，直营店稳步扩张。耐克公司除部分未在全球销售分区的小量业务外，销售渠道采用批发与直营两种方式。目前，耐克遍布全球，数目众多的批发渠道仍占主导地位，17 财年批发销售占比超过 70%。同时耐克在批发渠道拱卫优势的基础上大力拓展直营店，耐克直营店主要包括公司自行开设的连锁店、工厂店以及线上电商渠道，方便公司直接进行控制。2013-2017 财年间，耐克直营门店净增 389 家，其中海外店增加 308 家，

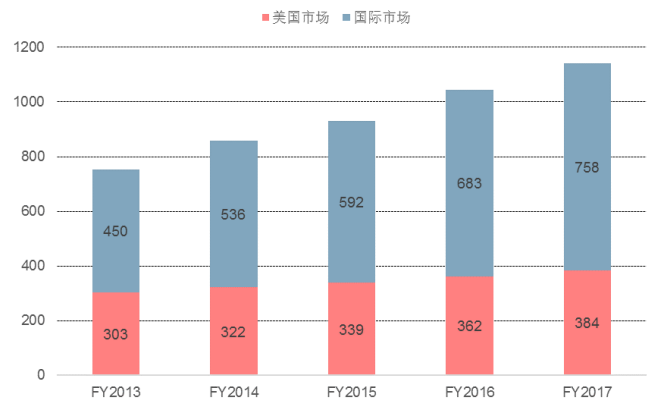
直营销售占比提升 9.87pct 至 28.24%。

图 57：耐克 FY2013-FY2017Q1-3 直营收入占比逐渐提升



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

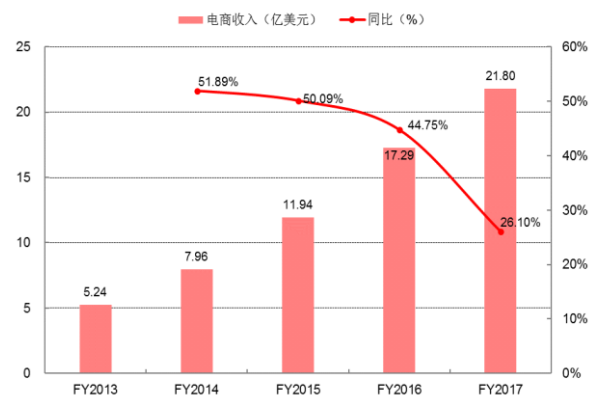
图 58：耐克 FY2013-FY2017Q1-3 直营门店稳步下沉（个）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

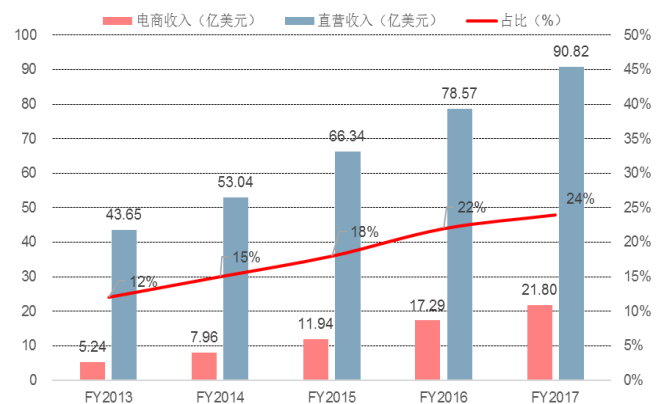
电商渠道发力迅猛，耐克近年来深耕线上渠道，通过构建 O2O 全渠道来打造运动生态圈。Nike 将其官网 Nike.com 精准定位为拓展网络协作服务、提供更便利的购买体验的渠道。2013-2017 财年，电商渠道快速增长，销售收入由 5.24 亿元增至 21.80 亿元，复合增速达 42.82%，占全部直营收入比例亦提升至 21.80%。

图 59：耐克 FY2013-FY2017 电商增速迅猛



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图 60：耐克 FY2013-FY2017 电商占比逐步提升



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

## （二）Adidas：专业运动+时尚潮流，以前沿科技和数字化打造国际龙头品牌

Adidas 是起源于 1949 年的国际一线运动用品制造商。旗下拥有三大系列：运动表现系列 performance、运动传统系列 originals 和运动时尚系列 neo。1980 年期，Adidas 开始关注中国体育用品市场，并在国内设立品牌推广机构。2003 年正式成立新公司统一管理整个华语市场，此时，Adidas 采取了一系列本土化营销策略，通过赞助 08 年奥运会、在南京和北京开设旗舰店、创新鞋品品类与科技等有效地拓展了中国市场。2008 年年底，Adidas 在中国开设专卖店 4000 家。

表 10：Adidas 旗下系列一览

品牌标志	品牌名称	品牌定位	主要特征
------	------	------	------

请参阅最后一页的重要声明

	Adidas Sport	竞技体育	注重创新与科技，为专业运动爱好者提供高性能的运动用品
	Adidas Originals	潮流运动	以原创性引领全球潮流，将运动融入生活，服务于追求个性化和时尚潮流的群体
	Adidas NEO	活力青春	定位青少年，具备独特的运动时尚风格

资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

2013年，Adidas推出Boost系列，通过使鞋底柔软舒适的运动科技成功吸引了众多消费者。Adidas旗下的三叶草贝壳头、Stan Smith小白鞋等爆款也为这一品牌赋予了引领潮流时尚的特质。为了吸引更多年轻消费者，Adidas邀请了范冰冰、Angelababy、鹿晗等当红明星为品牌代言。

### 1、发展历程：坚持高品质创新型发展战略，低谷重生长成为行业巨头

Adidas集团1949年始于德国，经历数十年风雨，依靠专业态度、持续创新和前瞻性战略成长为国际运动品牌领先企业。公司发展历程大致分为品牌初创期（1949-1954）、高速发展期（1954-1987）、转型新时期（1987-今），并在新世纪绽放出全新的发展活力。

**品牌初创期（1949-1954）：**公司创始人Adi Dassler于1949年开创Adidas品牌，并申请注册了品牌经典元素“三道杠”鞋品。初创期内，Adidas在足球鞋品领域不断提升产品品质，1954年世界杯德国国家队穿着Adidas品牌运动鞋，成功击败劲敌匈牙利队，Adidas也成为了家喻户晓的运动鞋类品牌。

**高速发展期（1954-1987）：**Adidas在鞋品领域打响知名度后，不断深耕品质并扩展领域，品牌迎来高速发展期。Adidas于1960-1970年代成功进军运动服饰与运动用品市场，并将产品适用范围扩展至登山、体操等多项细分领域。同时Adidas推出了三叶草标志，成为后期Originals时尚生活系列的经典标志。

**转型新时期（1987年至今）：**在经历了创始人家族离开集团的短暂沉默后，Adidas在新CEO的带领下强势重生，以市场化导向的经营方式迎来业绩复苏。新时期的Adidas成功并购了Reebok集团，并确立了“Creating the New”的发展战略，以不断的创新和数字化管理继续引领行业发展。

**表 11：Adidas 历史大事件**

时间	事件
1949	创始人Adi Dassler设立“Adi Dassler adidas Sportschuhfabrik”品牌，并申请注册风靡全球的“三道杠”鞋品款式
1954	1954年世界杯决赛德国国家队穿戴Adidas球鞋战胜劲敌匈牙利队，Adidas借此成为家喻户晓的足球鞋品厂商
1967	著名球星Franz Beckenbauer代言Adidas首套训练服，Adidas进军运动服饰行业
1970	Adidas进军运动用品，为1970年FIFA世界杯提供官方足球TELSTAR，此后Adidas持续为每一届FIFA世界杯提供官方比赛足球
1972	Adidas推出三叶草标志，如今三叶草成为Originals系列所代表的生活、街头风格的经典标志
1972-1978	Adidas产品由传统足球运动拓展至登山、体操等多项运动
1987	创始人之子Horst Dassler突然离世，Dassler家族终止Adidas的家族经营模式，公司陷入低谷
1993	新COE Robert Louis-Dreyfus以市场导向管理方式引导企业，Adidas重获增长



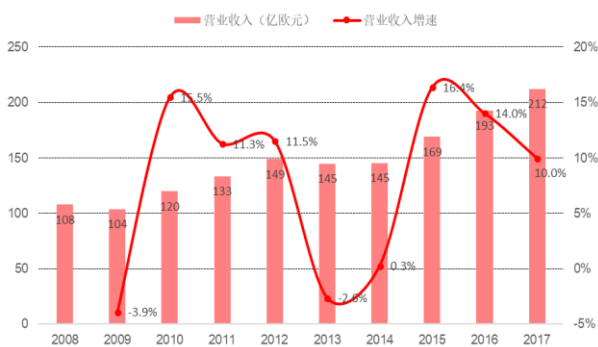
2000s	Adidas 在运动表现系列外，成为业内首个引入运动生活街头系列的公司
2006	Adidas 成功收购 Reebok 集团，扩张品牌影响力
2013	Adidas 推出 Energy Boost 跑鞋系列，以全新缓冲材料带来前所未有的跑步体验
2015	以“Creating the New”作为品牌 5 年发展战略，并聚焦速度、城市、开放三个战略布局
2016	新任 CEO Rorsted 带领 Adidas 开启数字化经营时代

资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

## 2、经营业绩：16 年营业收入和利润稳步增长，17 年稳步持续运营

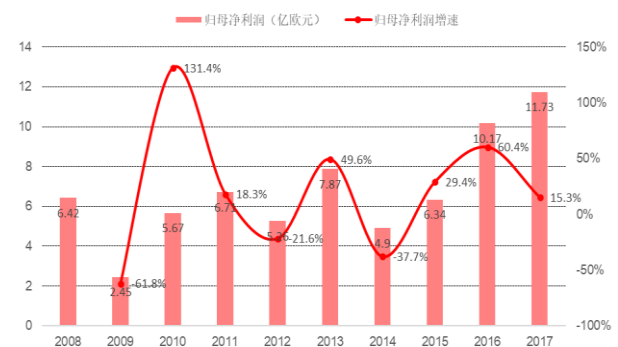
在众多优势叠加下 Adidas 近年来业绩表现稳步提升，自 2014 年起迎来了高速发展。2017 财年（公司财年报表日为 12 月 31 日）Adidas 集团销售额突破 200 亿达到 212.18 亿欧元，同比增长 10%，2014-2017 年 CAGR 达 13.44%。2017 年，公司实现 11.73 亿欧元净利润，同比增长 15.3%，2014-2017 年 CAGR 达 33.77%。

图 61：营收稳增，2017 营收超过 200 亿欧元



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 62：14 年起净利润高速增长，2016 年突破 10 亿欧元



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

## 3、营收结构：鞋类产品份额和增长齐高，大中华区占比逐年上升

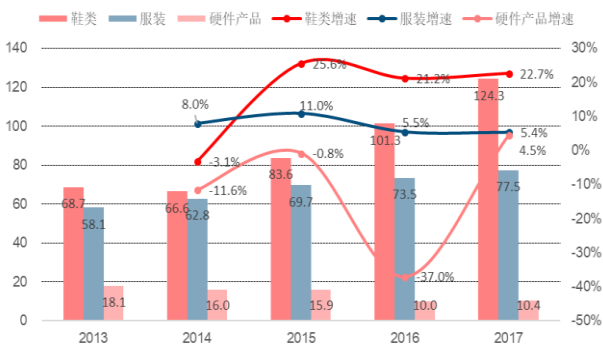
### ● 分产品：鞋类占比和增速持续居高，创新系列推动营收增长

分产品看，Adidas 鞋类产品占比最高，增速最快，且份额不断扩大。至 2017 年，Adidas 鞋类营业收入占整体的 58.57%，同比增速达 22.65%，成为集团的领军产品。在鞋品品牌塑造上，Adidas 采取了控制品类数量、核心打造关键系列的营销战略，并力图以专业功能性引领运动行业，以标志性风格塑造文化潮流。

同时，Adidas 在鞋品品类上不断创新，积极运用 4D 制造前沿科技，以数码光学合成技术打造高性能鞋品，显著改善了公司鞋品的生产方式和运动功能性。2017 年，Adidas 已拥有 UltraBOOST、PureBOOST、Alphabounce、‘X’等多个鞋品系列，同时综合原有的 Superstar、Stan Smith、Gazelle 系列，赢得了广大消费者的青睐。

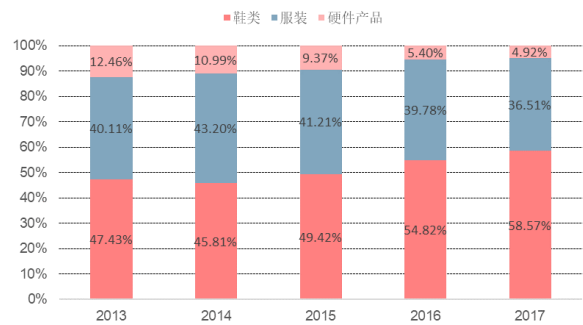
服装、硬件产品占 2017 年营收的 36.51% 和 4.92%，二者增速皆约 5%。2017 年 Adidas 延续鞋类的成功战略，在服装板块同样采取系列产品策略。同时集团增加服饰产品的创新力度及资源投放，以增强运动服饰的合身、舒适、审美性体验。2017 年 Adidas 成功推出运动服饰产品 Z.N.E. Hoodie 系列，以增强专业运动员关键时刻表现。硬件类产品方面产品主要包括球类、背包等，2017 年主要由 Adidas Originals 和 neo 系列带动其增长。

图 63：2013-2017 分产品营业收入（亿欧元）及增速



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 64：2013-2017 分产品营业收入占比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

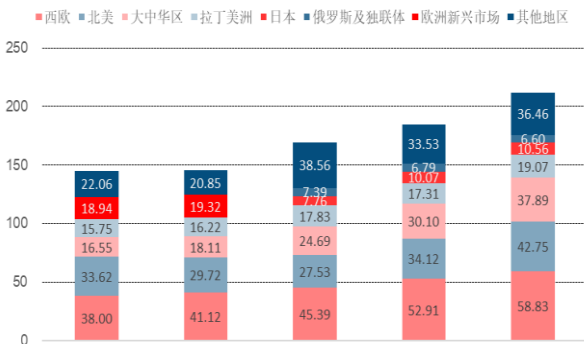
● 分地区：西欧北美为全球主要市场，大中华区占比增加

从地区占比看，西欧和北美市场继续维持较高占比，2017 年分别占据 27.7% 和 20.1% 的营收份额。大中华区的份额近年不断提升，2013-2017 年由 11.4% 上升至占比 17.9%。拉丁美洲、日本、俄罗斯及其他地区的占比较为稳定，近年继续保持个位数占比。

从地区营收增速看，2017 年大中华区、北美市场增速继续较高速增长。大中华区营收增速达 25.88%，居各地市场增速首位。北美市场 17 年营收增速为 25.29%，位列第二。拉丁美洲快速增长，17 年增速达 10.17%。而西欧市场增速放缓，增速同比下降 5.38% 至 11.19%。

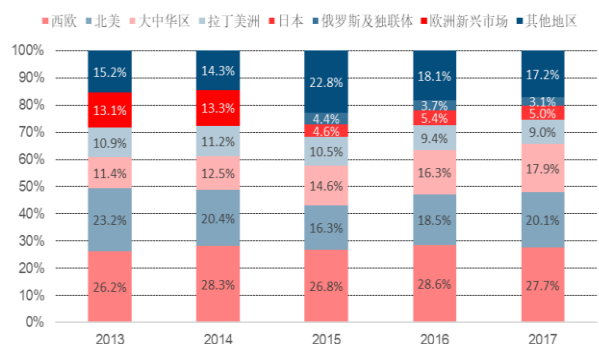
Adidas 于 2017 年继续巩固大中华、日韩、东南亚及环太平洋市场，致力于在亚太区建立统一的市场。2017 年，Adidas 在苏州设立了国际运营中心，以优化物流中心网络，并满足未来成长中增加的客户需求。该中心预计 2018 年投入运营，预计大中华区将成为 Adidas 重要发展和增长地区。

图 65：2013-2017 分地区营业收入（亿欧元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 66：2013-2017 分地区营业收入占比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

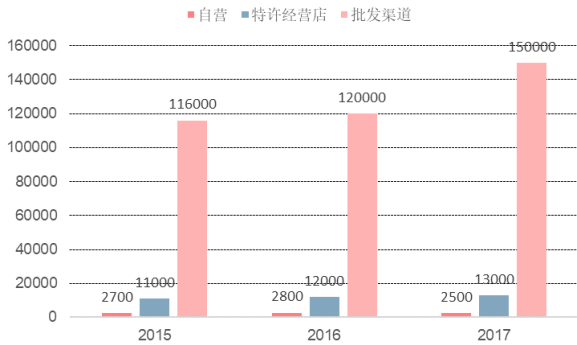
4、渠道发展：稳健铺设线下渠道，大力发展电商模式

据 2017 年报数据，Adidas 线下渠道目前拥有余 2500 家自营门店，13000 余家单一品牌特许经营店，以及约 15 万家批发店铺，线下渠道稳步发展。线上方面，Adidas 的电商网络目前面向 40 余个国家，且正在集团战略高度不断完善和发展。

Adidas 正逐步在集团整个价值链环节提升电商和数字化水平。在 2017 财年 Adidas 电商平台增速达 57%，

目前是公司增长最快的渠道。集团在战略角度十分重视电商发展，公司于 2017 年设立电商领导团队，负责运营 adidas.com 和 Reebok.com 两大主要电商网站。2017 年，Adidas 线上购物 APP 正式上线，并在两月内达到 60 万下载量。集团设立了电商收入目标，期望 2020 年电商收入达 40 亿欧元。

图 67：2015-2017 各渠道数量变化（家）



注：数字为年报披露估计数。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### （三）VF：并购塑造的休闲户外服装巨头


#### 1、定位中端，并购发展塑造休闲户外服装巨头

VF 是美国乃至全球最大的成衣制造商之一，其服装产品定位中端，与 LVMH 和 Kering 不同，VF 不涉及奢侈品行业。集团旗下最大品牌 Vans, The North Face, Timberland, Wrangler 和 Lee 却更为大众消费者所知晓和熟悉。目前集团旗下拥有三大产品系列：户外与极限运动系列、牛仔系列以及工装系列，其中户外与极限运动系列和牛仔系列品牌逾半数。











表 12：VF 户外与体育用品、牛仔及工装三大系列一览表

系列	品牌名称	LOGO	成立时间	主要产品及特点	产品示意图
户外 与极 限运 动系 列	THE NORTH FACE		1966	户外功能性服装，鞋类和装备； 经过专业运动员测试探索、适应各种类型的 户外需求	
	EAGLE CREEK		1975	行李、背包、旅行配件； 旅游系列背包第一品牌，享有全球“无条件 终身保修”的产品保障	
	EASTPAK		1952	背包、行李箱； 世界上第一个轮式拉杆箱的发明品牌	

牛仔  
系列

ICEBREAKER		1995	男装、女装及童装； 原料来自天然超细美利奴羊毛	
JANSPORT		1967	背包，行李箱，服装； 强调旅程乐趣，自由和冒险	
KIPLING		1987	手袋，行李箱，背包，手提袋，配件； 率先使用突出色彩与图案的起皱尼龙材料	
Napapijri		1987	高级户外服装，鞋类，配件； 灵感来自勃朗峰，采用混合设计的创新风格	
REEF		1984	服装，鞋类，配件； 主打海滩的乐趣，自由和精神	
SMARTWOOL		1994	羊毛袜、服饰、配饰； 最大限度的展现美利奴羊毛的舒适性	
TIMBERLAND		1952	户外鞋类，服装，配件； 以耐用、舒适、冒险为特点	
VANS		1966	青年鞋、服装、配饰； 与艺术，音乐和街头文化深深连接	
LEE		1889	牛仔裤，休闲服装； 在舒适性和良好外观做到极致	
RIDERS® BY LEE®		1966	牛仔布，休闲服装； 柔和、舒适、时尚	

工装  
系列

The Rock & Republic		2002	牛仔布, 休闲服装, 鞋类; 迷人, 前卫和高品质工艺	
WRANGLER		1947	牛仔裤、休闲服装、鞋类、配件; 采用 four-way flex 科技, 比普通牛仔布强度高 20% 且更为舒适	
BULWARK		1971	阻燃服装; 世界上最大的阻燃服装的生产商, 拥有最广的面料, 款式和颜色选择	
HORACE SMALL		1937	制服; 突出强调保护社区安全的军官与个人	
RED KAP		1923	制服, 外衣; 舒适耐用, 为 1600 万美国人提供工作服装	
DICKIES		1922	裤子、衬衫、牛仔褲、制服; 提供工作风格的休闲服装用品	
KODIAK		1910	靴子和鞋子; 质量坚固的户外鞋的代名词	
TERRA		1971	靴子和鞋子; 拥有从坚硬耐到时尚设计的大跨度风格	
WALLS		1938	工作服、运动服和防火服; 专业、耐用的工作服装提供者	
WORKRITE		1973	阻燃服装; 提供多种织物类型以适应各种性能, 预算和危害	

资料来源: 公司官网, 中信建投研究发展部

VF 的开创始于业务转型，1899 年，八位美国人在宾夕法尼亚州建立了一家生产手套的公司，这便是第一代 VF。1910 年左右，公司把业务转向女士丝绸内衣，创立了自己的内衣品牌“Vanity Fair”，公司名称也改为“Vanity Fair Silk Mills”，后来 VF 的名称即由此而来。1969 年公司并购当时世界最大针织女袜公司之一 Berkshire International Corporation 和 Lee，公司正式更名为 VF 集团，通过频繁的并购发展成为汇聚近 30 个休闲和户外时尚品牌的全球大型服装集团。

**表 13: VF 并购之路**

时间	收购品牌
1969 年	并购 Berkshire International Corporation 和 Lee，前者是当时世界最大针织女袜公司之一。
1984 年	并购羊毛运动装公司 Bassett-Walker。
1986 年	并购 Blue Bell 公司，将 Wrangler、Rustler、Jantzen、JanSport、Red Kap 等知名品牌纳入麾下。
1991 年	并购童装生产商 Healthtex。
1998 年	收购 Bestform 公司，获得 Bestform、Exquisite Form、Lily of France 一系列内衣品牌。
2000 年	公司收购 Eastpak、Chic、H.I.S、Gitano、The North Face 若干牛仔裤和户外服装品牌。
2001-2009 年	公司陆续收购 Nautica、Vans、Kipling、Napapijir、Reef、7 For All Mankind、lucy、Eagle Creek、Ella Moss、Splendid 等品牌。
2010 年迄今	公司收购 Timberland、Williamson-Dickie（及旗下品牌 Dickies、Workrite、Kodiak、Terra、Walls）、Icebreaker，出售授权运动集团（LSG）业务，出售品牌 Nautica。

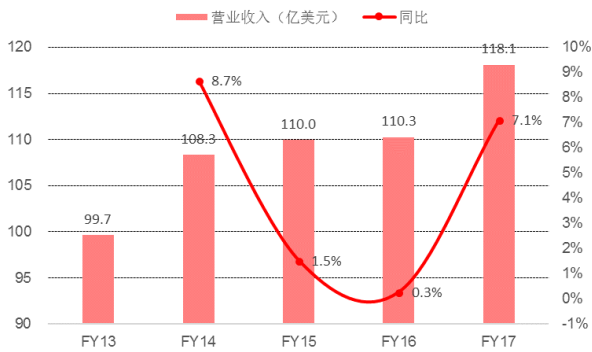
资料来源：VF 官方网站，Encyclopedia 网站，中信建投证券研究发展部

## 2、集团多品牌推动营收规模稳增，毛利率稳中有升，业绩受各项费用影响较大

公司 2013-17 年年营收以 CAGR 为 4.33% 稳定增长（公司财年报表日为最接近每年 12 月 31 日的周六），增长动力主要来自于公司户外品牌系列的支撑，以及多品牌外延拓展和对风险的分散。2017 财年公司销售收入同比增长 7.1% 至 118.1 亿美元，Vans 销售额同比增长 19% 提供主要动力，同时 2017 年 10 月收购 Williamson-Dickie 带来 2.47 亿美元收入增厚。

集团通过产品提价、收购高毛利领域品牌等措施，推动毛利率水平稳定提升，2017 年同比增加 1.2 个 pct 至 50.5%，创历史新高。但由于集团内重组带来品牌减值等影响，2014 财年以来公司归母净利润处于下滑趋势，2016 财年同比减少 12.8% 至 10.7 亿美元，主要因集团将 lucy 品牌并入 The North Face 后形成 7960 万美元的减值损失，同时新增养老金结算费用 5090 万美元；2017 财年归母净利润进一步下滑 42.8% 至 6.1 亿美元，主要因美国联邦税改法案中将企业所得税降至 21% 所带来的过渡性影响，如由以前全球税率体制变为领土税制，公司在海外未汇回美国的利润要一次性缴纳历史收益税，导致 2017 财年四季度增加 4.655 亿美元临时税费，全年有效税率同比大增 33.1 个 pct 至 49.1%。

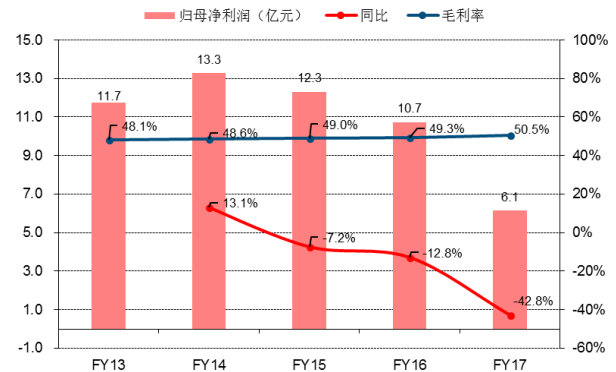
图 68：2017 财年并购及 Vans 增长拉动营收增速提升



注：2013-17 财年公司报表日分别为 2013.12.28、2015.1.3、2016.1.2、2016.12.31、2017.12.30。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 69：毛利率逐年提升，2017 财年税费对业绩影响较大



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### 3、重塑品牌组合，打造新增长点

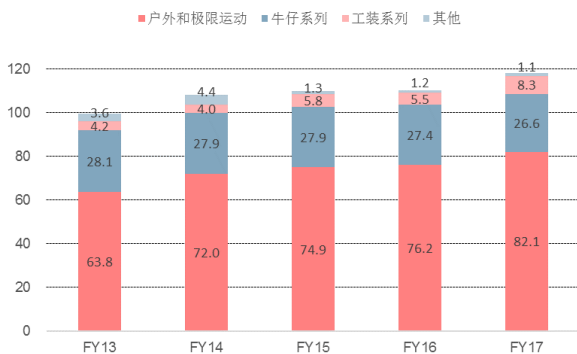
VF 对自己的商业模式概括为：“建立一个精心挑选和严格管理的品牌集合”。近年 VF 不断重塑其品牌组合。2016 年 6 月，VF 将现代品牌系列打包出售给以色列零售商 Delta Galil Industries 公司，该品类下包含 7 For All Mankind, Splendid 和 Ella Moss 三个品牌；2017 年末，集团决定出售其运动系列下品牌 Nautica。目前集团旗下拥有三大产品系列：户外与极限运动系列、牛仔系列、工装系列。

从历年占比和增速来看，户外与极限运动系列依然是 VF 传统的中流砥柱。户外营收占比始终保持 64% 以上且不断提升，2017 财年占比突破 70%。VF 始终把户外休闲作为核心业务，目前该系列旗下拥有 11 个品牌，版块销售收入 2013-17 财年 CAGR 达 6.52%，17 财年收入达 82.1 亿美元。其中极限运动潮牌 Vans 受益街头潮流风潮逐渐强劲，近年来保持良好增长态势。VF 收购 Vans 以来一直致力于打破品牌局限于滑板鞋的标签化印象，实行大众化、年轻化，针对全球年轻人喜好融入更多街头流行元素，现已成为综合街头文化、极限运动、音乐和艺术领域风格的新一代潮流代表品牌，在全球培养大批忠实拥趸。2013-17 财年 Vans 销售收入 CAGR 达 16.6%，为公司主要增长动力来源，2017 财年同比增长 19%，其中四季度大涨 37%，同店销售及电商均实现强劲增长。The North Face 和 Timberland 轨迹类似，专业户外品牌市场不断受休闲运动挤压，2014 财年以来相对低迷，17 财年收入分别同增 4%、2%。

牛仔系列受美国市场分销渠道需求下滑影响较大，加上外汇不利影响，近年来处于下滑趋势，由 2013 财年 28.1 亿美元降至 2017 财年 26.6 亿美元，收入占比从 28% 降至 22%，欧洲及亚太市场增长部分抵消了美国市场的弱势。主品牌 Wrangler 和 Lee 收入连续两年下滑，2017 财年分别同减 1%、6%。

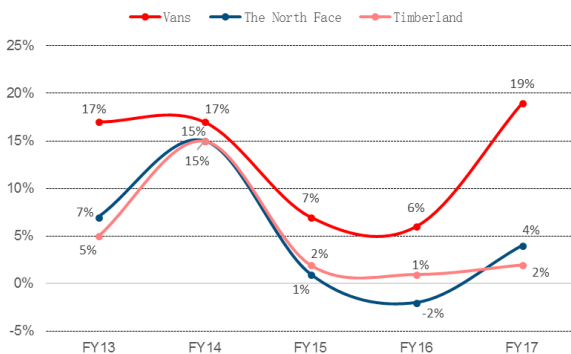
2017 年 VF 收购工装行业巨头 Williamson-Dickie 集团，将其旗下工装品牌 Dickies、Workrite、Kodiak、Terra、Walls 纳入工装系列麾下，大幅增厚工装系列收入，2017 年销售收入同比增长 50.5% 达 8.3 亿美元，占比升至 7%（排除外延影响，工装系列收入同增 2%，主要贡献来自 Bulwark 品牌）。Williamson-Dickie 去年收入约 8.75 亿美元，未来有望成为集团销售新增长点，据公司估计，2021 年 Williamson-Dickie 收入贡献有望达到 10 亿美元。

图 70：公司营业收入分版块结构（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 72：户外与极限运动系列三大主要品牌增长情况

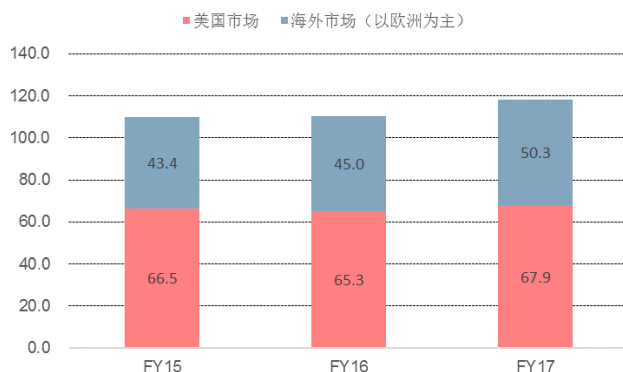


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

#### 4、注重中国市场，扩张直销渠道

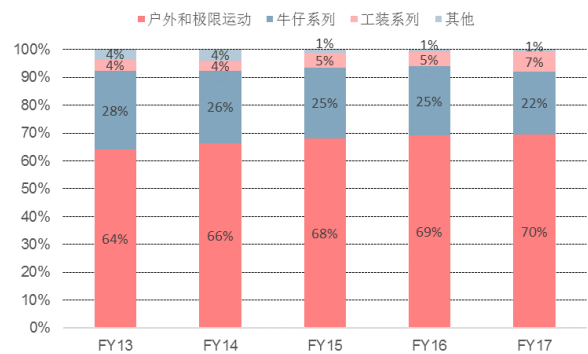
VF 在推进全球扩张的进程中，加快在高增长的亚洲和欧洲市场布局，目前海外市场仍以欧洲为主，2015-2017 财年公司海外市场收入由 43.4 亿美元增至 50.3 亿美元，占比升至 43%，其中欧洲、亚太地区收入占比分别为 24%，亚洲 11%。2017 财年亚洲市场收入同增 5%，其中中国区收入同增 7%。2015-17 财年公司收入占比最高的户外与极限运动系列在亚太收入 CAGR 达 10.6%。公司从中国增长迅速的中产群体中看到巨大潜力，在 VF 集团发布的 2021 商业策略中，亦将中国市场列为重中之重。

图 74：2015-17 财年美国及海外收入情况（亿美元）



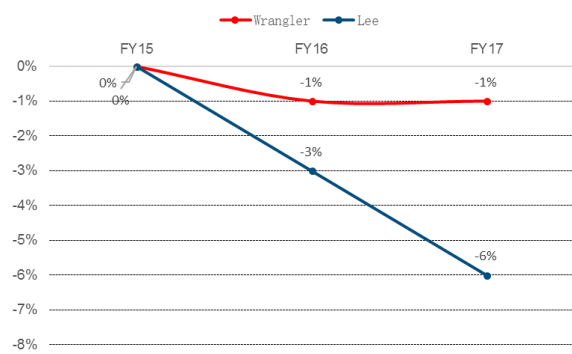
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 71：公司营业收入分版块占比情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 73：牛仔系列主要品牌相对低迷



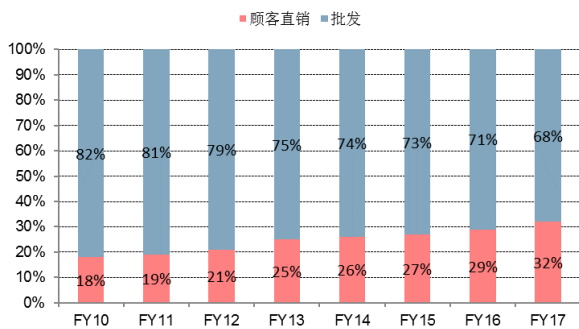
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部



渠道方面，VF 集团销售渠道分为批发和直营，目前仍以批发为主，2017 财年批发收入占比 68%。同时受美国批发市场持续走弱以及直营渠道扩张影响，直营占比 2010-2017 财年累计提升近 14 个 pct 至 32%，呈不断上升趋势。公司直营渠道包含正价商店和工厂直销店，2017 财年占比分别为 65%、35%。正价商店由 2013 财年 1246 家增至 2017 财年 1518 家，其中海外净开店占据主体。另外截止 2017 财年末公司还拥有 1100 家特许零售店位于欧洲及亚洲。

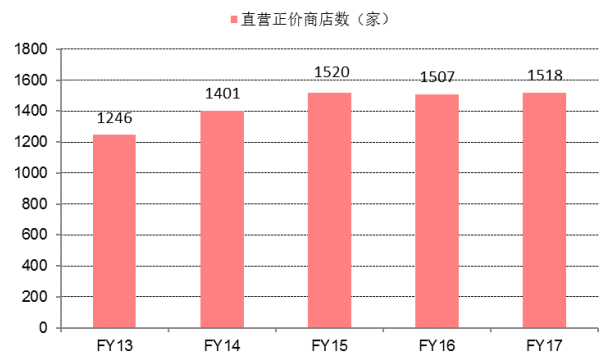
公司电商销售约占顾客直销渠道总额的 21%。截至目前，VF 集团品牌 Vans、The North Face、Timberland、Lee、Kipling、Wrangler、Napapijri、Smartwool、JanSport、Eastpak、Eagle、Creek、Reef、Dickies、Kodiak 以及 Walls 可在线上购买，VF 将进一步在亚欧当地电商铺设渠道，以提供更优质、本地化的购物体验。2017 年，VF 新增实体店铺 111 家，集中在零售潜力巨大的 Vans、The North Face、Timberland 等品牌。VF 预计未来顾客直销渠道销售增速将超集团总体。

图 75：公司直营渠道占比连年增长



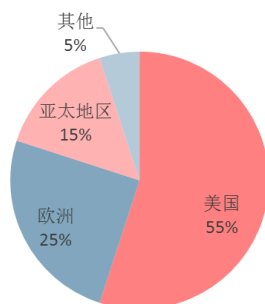
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 76：牛仔系列主要品牌相对低迷



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 77：2017 财年直营店铺中亚太和欧洲合计已占 40%



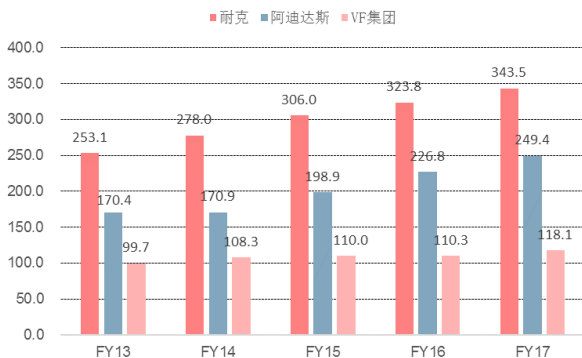
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### 5、安踏定位大众，与耐克、阿迪达斯拉开层级，与 VF 集团产品领域交叉较少

对比 NIKE、Adidas、VF 三家国际行业巨头近年的主要财务数据，NIKE 拥有较高的营业总收入水平和较明显的增长态势，2013-2017 财年耐克营收规模处于领先，CAGR 为 7.9% 稳定增长；阿迪达斯以 10% 的 CAGR 为三者中增长最快，逐渐缩小与耐克差距；VF 集团相对表现低迷。业绩方面，耐克遥遥领先，2013-2017 财年 CAGR 达 14.4%，增速亦为首位；阿迪达斯业绩同期 CAGR 为 10.5%，2016 财年业绩反超 VF 集团，保持强劲增长势头。<sup>1</sup>

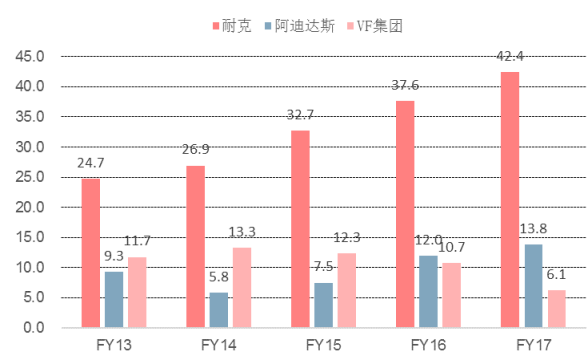
<sup>1</sup> 注：阿迪达斯财务数据按照 2018 年 5 月 23 日 1 欧元=1.1756 美元即期汇率换算。

图 78: NIKE、Adidas、VF 营业总收入 (亿美元) 对比



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

图 79: NIKE、Adidas、VF 归母净利润 (亿美元) 对比



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

面对来自国际一线品牌的竞争, 安踏主品牌凭借清晰的市场定位和高性价比的产品, 成功地找到了自己的发展空间。国际品牌定位中高端, 采用轻资产的运营模式, 注重维护品牌形象, 形成了较高的定价。而安踏体育的主流产品针对的是大众市场, 主要包括家庭收入中等或偏低的 16-22 岁的学生群体、收入不高的年轻白领及蓝领工人。这一广阔的目标市场与国际一线品牌的鲜少重叠, 与中高端市场的消费水平也有着一定壁垒。

安踏产品不仅停留在中低价, 也在不断提高产品的专业性及知名度。安踏体育坚持通过科技创新、原创设计及产品安全推动产品差异化, 同时, 安踏也通过收购意大利时尚运动品牌 FILA 及 Descente 等切入高端, 这些产品定位高端, 在品牌层级上与耐克阿迪出现重叠, 但是在产品领域着意与之避开正面交锋, 如专业滑雪、专业户外、运动休闲等领域, 而非传统足球、篮球、跑步等, 因此在往高端走的过程中依然保持与耐克阿迪龙头的差异化发展轨迹, 保证自己发展空间, 与大众产品形成了良好补充。

#### (四) UA: 高端专业运动装备的代名词

Under Armour (UA) 与 PUMA 属于二线国际体育用品品牌, 安踏与这类品牌的竞争中, 坚持发挥自身独特优势, 在专业与大众之间做交叉, 大众市场打性价比牌, 专业款式在设计、功能方面追赶国际先进, 两不偏废, 稳固细分领域市场份额。

UA 是美国的高端功能性运动品牌, 主要生产运动服内紧身衣、专业运动鞋等高端专业产品。其代表产品 Heat Gear 热装备、Cold Gear 冷装备为运动者提供各种气候下保持身体透气干爽的紧身衣, UA 独创的 Performance DNA 科技使其 Footwear 系列运动鞋以弹性底盘和四维气垫提供的完美弹性和支撑力吸引着大批重视粉丝。今年 2 月, UA 还重磅推出全新的鞋底缓震科技 UA HOVR, 应用于两款跑鞋上, 该款鞋底采用了全新的超软材料, 通过“能量网格”形成动能回弹和能量反馈机制, 两款跑鞋还同步发行配置有芯片的特别版, 可以与 UA Run APP 关联, 记录运动数据。

##### 1、发展历程: 坚持专业定位, 创新驱动发展

1996 年 UA 成立于美国, 二十年间以其专业技术和优越的产品性能成为美国最具成长性的年轻品牌。公司的发展历程大致可分为品牌初创期 (1996-2004)、高速发展期 (2005-2010)、创新突破期 (2011-至今)。

**品牌初创期 (1996-2004):** 创始人 Kevin Plank 于 1996 年建立 Under Armour 公司, 1997 年形成 Heat Gear、Cold Gear 和 All Season Gear 三大系列。初创期内 UA 不断完善拓展产品线, 并借由 Protect this House 的宣传口

号成为家喻户晓的品牌。

**高速发展期（2005-2010）：**UA 于 2005 年在纽交所成功上市。2006 年，以足球鞋为起点进军鞋类市场，至此初步完成了 UA 服装、配件和鞋类三大品类的产品布局。发展期内与世界级运动员合作，扩大市场影响力，于 2010 年销售额突破 10 亿美元。

**创新突破期（2011-至今）：**2011 年 UA 结束了长期与棉为敌的时期，成功研发出 Charged Cotton，这项革命性防水技术的诞生使 UA 的产品线迈上新的台阶。UA 成立 20 周年之际，推出第一款智能鞋（Speedform Gemini 2 Record Equipped）并建立新的生产创新中心 UA Lighthouse。UA 从专业角度融合先进研发技术始终致力于为运动员提供更高效率的运动服装。

**表 14：UA 历史大事件**

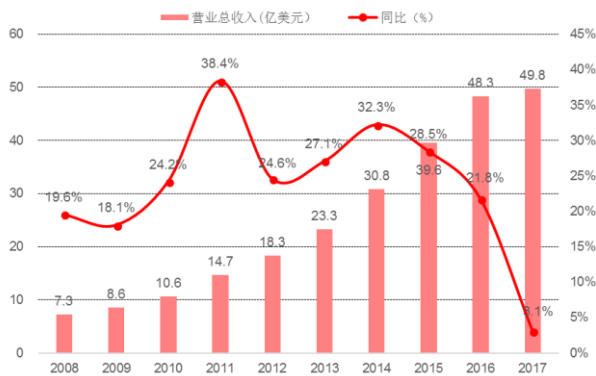
时间	事件
1996	创始人 Kevin Plank 建立 Under Armour 公司，并设计第一款 HeatGear® T 恤,命名为#0037
1997	引进 ColdGear® 面料并开展 AllSeasonGear®产品线
1999	赞助热议电影 Any Given Sunday，知名度提高
2003	“勇士”主题广告口号 Protect this House®广为流传，使 UA 成为家喻户晓的品牌；开展女士产品线 UA Women
2004	引进专为儿童和户外运动的产品线，进一步拓展业务
2005	11 月 18 日 UA 进行了首次公开募股并成为五年来 IPO 交易首日涨幅最大的股票；引入高尔夫产品；与创始人母校马里兰大学签订第一份全校合约
2006	以新广告口号 Click-Clack®进军足球鞋市场，并拓展其业务至篮球、垒球和曲棍球
2008	与世界级运动员合作，包括 Ray Lewis, Lindsey Vonn, Georges St-Pierre 等，加强国际影响力
2010	UA 赞助的 Auburn Tigers 在 2010 BCS 锦标赛获胜；营业收入突破 10 亿美元
2011	在中国开设第一家专卖店，拓展海外市场；成为 Tottenham Hotspur 官方技术合作伙伴；开发 Charged Cotton®
2014	“I Will What I Want”为口号进军女性服装市场；与 Notre Dame fighting Irish 签订价值 9 千万美元的合同；成为美国第二大运动服装品牌
2015	以改变运动员的生活方式为目的，收购了健身 app 公司 Endomondo 和 MyFitnessPal，打造全球最大健身平台
2016	UA 成立 20 周年，推出第一款智能鞋（Speedform Gemini 2 Record Equipped）；与美国职棒大联盟签订 10 年合约；新的生产创新中心 UA Lighthouse 开幕，

资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

## 2、营业收入稳步增长，2017 年净利润首次转负

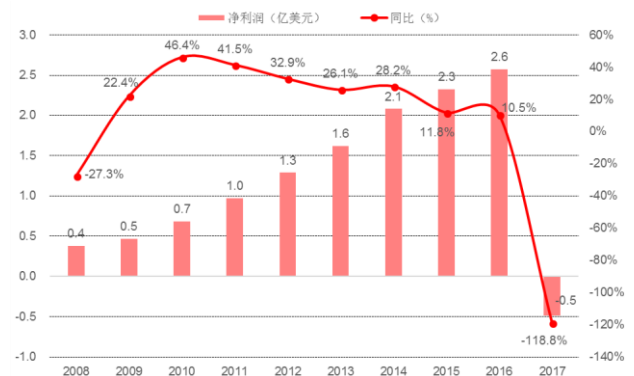
UA 一直保持良好的盈利增长态势，2008 年以来 CAGR 为 23.86%高速增长，公司毛利率稳定在 10%左右，净利润在 2016 年突破 2.5 亿美元，但是 2017 年各项指标均出现大幅下降，尤其净利润首次转负。其一，由于 UA 营收大部分来自北美市场的销售，而 2017 年北美市场萎靡，使得其营收占比下降了 5 个 pct。其二，发展海外市场和专业运动赞助以及拓展直营渠道，使 UA 在 2017 年的销售、行政及一般费用同比上涨 14%。其三，1.24 亿美元的重组费用使得 2017 年的净利润最终为负。

图 80：营收稳增，毛利率维持 10%左右



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 81：2017 年净利润首次转负



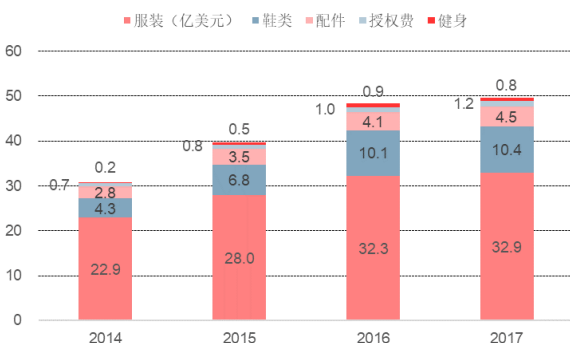
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### 3、服装产品营收占比最高，亚太区发展势头良好

分产品看，UA 服装类产品是主要收入来源，但其营收占比持续下降。虽然 2017 年服装类营收占比由 2014 年的 74.3% 下降至 66.1%，但仍是 UA 的主力产品。自品牌诞生以来，UA 就将服装产品定位在三大系列，Heat Gear、Cold Gear 和 All Season Gear，为消费者和运动员提供不同温度环境下的专业装备。鞋类产品营收占比稳步上升。三年间鞋类产品营收占比增长 6.9pct，2017 年达 20.9%。UA 自 2006 年进军鞋类产品以来，以创新和研发不断驱动鞋类产品销售额。运用了 UA HOVR，Anafoam，UA Clutch Fit 和 Charged Cushioning 等创新科技，全面提升鞋类产品的稳定性、定向缓冲、吸汗以及导湿等各项性能。服装和鞋类两大主要品类 2017 年营收占比达到 87%，但是其营收增长率分别仅为 1.8% 和 2.7%，造成当年营收增速的大幅下降。

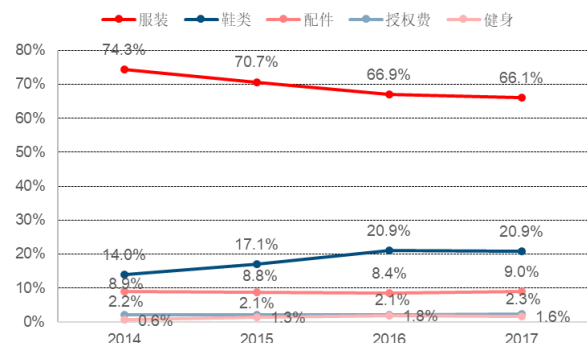
配件、授权费以及健身 2017 年营收占比分别为 9.0%、2.3% 和 1.6%。UA 同样为配件产品提供了 Heat Gear 和 Cold Gear 两种选择。2017 年 UA 为美国职棒大联盟、NBA 等提供了服装、配件和设备的许可。健身产品是 UA 基于“不仅改变运动员的服装，也改变他们的生活”这一定位，在 Endomondo 和 MyFitnessPal 健身平台上提供的数字化健身订阅、许可和广告，数字运动健身这一新兴领域发展潜力巨大，为 UA 提供了新的营收驱动力。

图 82：UA 服装收入贡献率最高（亿美元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 83：UA 服装收入占比走低，鞋类收入占比走高

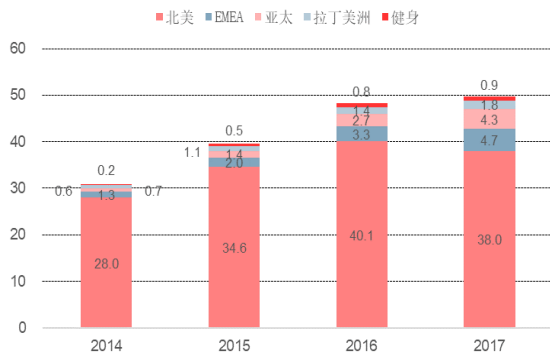


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

分地区看，北美市场份额收缩，亚太区发展势头强劲。北美一直是 UA 的主力市场，但是其营收占比由 2014 年的 90.7% 大幅下降至 2017 年的 76.4%。而海外地区的占比不断提升，三年间，EMEA（Europe, the Middle East

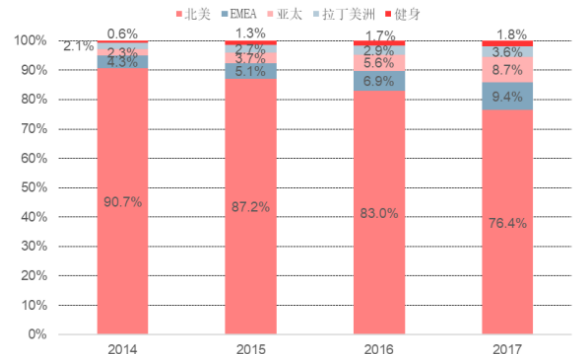
and Africa)、亚太区和拉丁美洲营收占比分别增长 5.1、6.4 和 1.5pct, 2017 年达 9.4%、8.7%和 3.6%。而依托 Endomondo 和 MyFitnessPal 健身平台的收入 2017 年占比达 1.8%。**2017 年除北美市场营收下降外, 其他地区均高速增长。**受美国境内多家零售商破产倒闭的影响, 北美营收 2017 年同比下降 5.1%。亚太地区增速最快, 17 年增速达 61.4%。EMEA、拉丁美洲和健身也表现出良好的发展态势, 增速分别为 42.2%, 27.9%和 10.9%。

图 84: 2014-2017 分地区营业收入 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

图 85: 2014-2017 分地区营业收入占比

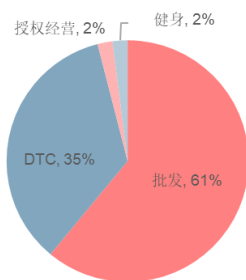


资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

#### 4、渠道批发为主, 大力发展 DTC 渠道

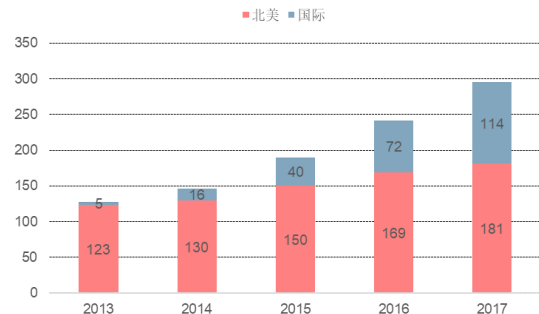
UA 以批发为主要销售渠道, 包括运动品连锁店、专业零售商、百货商店、体育部门、联赛和球队, 2017 年贡献了收入的 61%。此外, UA 也通过位于四大销售区的网络品牌和工厂店以及线上进行销售, DTC (Direct To Consumer) 直营销售收入在 2017 年占比 35%。海外直营渠道自 2013 年以来增速迅猛, 其门店数量由 5 家增至 2017 年的 114 家。北美地区直营渠道以工厂店为主, 四年间工厂店和品牌店数量分别增长 45 家和 13 家, 2017 年达到 162 家和 19 家。工厂店使得 UA 可以在保持其他渠道价格的前提下, 销售大部分过量、停产和过时的产品, 在 UA 的库存管理中发挥了重要作用。同时消费者可以通过品牌店直接体验 UA 品牌, 更广泛地接触其高性能产品。逐年增加的工厂店数量一方面反映出 UA 在销售和库存管理的问题, 另一方面以折扣价出售的工厂店产品, 在消费者获利的同时, 也损害了公司的营业收入。授权经营和健身渠道均占营收的 2%。

图 86: UA 以批发为主渠道, 营收占比最高



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

图 87: UA 的 DTC 渠道门店数量稳步上升



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

**中国市场方面,** UA 进入中国市场时间较晚, 在 2011 年开设首家专卖店, 近年来一直维持两位数的增长。目前, UA 在大中华区开设门店超过 400 家, 其中截至 2018 年 5 月其在中国大陆的线下门店达到 223 家, 并在天猫、京东、1 号店平台开设官方旗舰店。

**表 15：UA 地区销售渠道**

地区	渠道
北美（美国&加拿大）	批发和 DTC 为主。DTC 包括品牌、工厂店以及线上（截至 2017 年末，拥有 162 家工厂店和 19 家品牌店）。大学和联盟授权及其他特许产品
欧洲、中东和非洲（“EMEA”）	批发客户、线上、独立经销商以及欧洲直营店、俱乐部和球队
中国、韩国和澳大利亚	分销批发商门店、线上以及直营店
国际 亚太 新西兰、台湾、香港和其他东南亚国家	当地经销商
日本	与 Dome 公司的许可协议
拉丁美洲	批发客户、线上运营、品牌和工厂店
健身	2013 年开始在 MapMyFitness 平台提供数字健身订阅和许可以及数字广告；2015 年 Endomondo 和 MyFitnessPal 运营健身产品业务

资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

## （五）PUMA：品牌重塑+技术创新后来居上

PUMA 是主营跑步、足球、高尔夫等专业运动装备的德国品牌，尤以足球运动产品见长，北里、马拉多纳等 PUMA 代言人更赋予了它在足球产业的影响力。1993 年，新上任的董事会主席通过与知名设计师合作、限量发行、与体育明星合作等策略成功使 PUMA 产品重回高档领域，扭亏为盈。

早在 1999 年，PUMA 就提出“跨界合作”的概念，与德国服饰品牌 J il Sander、宝马 Mini、定制产品 HELLO KITTY 等知名品牌联合推出特色产品，发挥协同效应。

2007 年，PUMA 被法国奢侈品巨头开云集团收购，但受到全球金融危机影响，PUMA 从 2008 年开始业绩表现不佳，2013 财年，全球销售收入为 6.98 亿欧元，下跌 13.2%。但 2015 年，PUMA 邀请了全球流行巨星 Rihanna 作为女装创意总监，为 PUMA 带来 Fenty Creeper 等“爆款”产品，有力带动了其他产品的销售，实现鞋类收入增长的 11%。

### （1）发展历程：半路改制焕发全新升级

PUMA 自 1993 年新总裁 Jochen Zeitz 上任依赖获得了长足发展，其中对品牌内涵、产品研发和渠道发展理念的重新定位发挥了巨大作用。

**品牌方面**，PUMA 将体育运动作为一种生活态度，始终贯彻“运动生活”理念，将运动、休闲和时尚元素融入品牌中，并继承了许多传统元素，最终形成以传统、体育运动、科技创新和崭新设计为基础的品牌理念。

**产品方面**，同样以“运动生活”为宗旨，将上述三者融入产品系列中。目前，除足球运动用品、跑道用品、瘦身运动用品等核心产品线外，还开发了高尔夫系列、摩托车系列、泳装系列、帆船运动系列、城市活力系列等新产品线。在产品结构上，形成鞋类、服装和饰品三大类，在全球 40 多个国家采用外包方式进行产品生产，目前，中国是 PUMA 全球最大的生产基地。

**渠道方面**，彪马在全球 80 多个国家建立了庞大的销售网络，包括体育用品店、百货公司和专门店。现在，

彪马加大在批发、零售领域的合作，建立子公司，并在全球采取兼并策略，以建立新的合资公司，发展新的合作伙伴。

表 16: PUMA 历史大事件

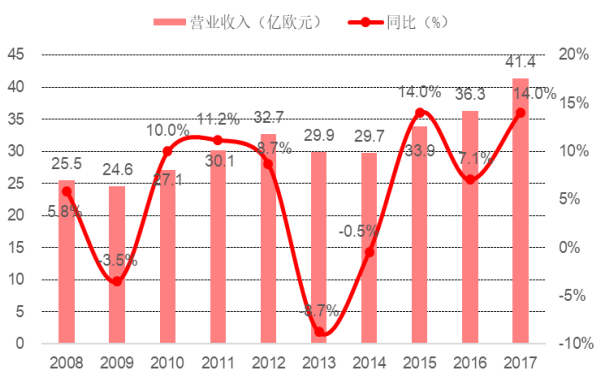
时间	事件
1948	创始人 Rudolf Dassler 创立了“PUMA Schuhfabrik Rudolf Dassler”品牌，同年，首款足球鞋即将上马
1952	与西德国家队教练 Sepp Herberger 等专家合作，成功开发世界上第一款带有旋入式螺栓的足球鞋
1954	德甲汉诺威队赢得联赛冠军，大多数球员穿着 PMUA “BRASIL”；Heinz Fütterer 也在日本打破 100 米世界记录
1958	PUMA 推出其商标标志，同年，成为瑞典世界杯决赛中唯一指定的德国制造的足球鞋
1970	PUMA KING 采用了革命性的扁平结构，使之更轻便，为了增加柔软性和舒适性首次使用袋鼠皮
1977	RuPUIn 网球公司使得 PUMA 也成为顶级网球运动员的供应商，阿根廷 Vilas 穿着 PUMA 运动鞋赢得法网、澳网和澳网公开赛冠军
1986	公司上市，PUMA 股票慕尼黑和法兰克福证券交易所挂牌交易
1991	公司的 Trinomic 技术于 1989 年在竞技场首次成型，具有透明的橡胶六边形单元，鞋底缓冲性能好，增加稳定性
1993	30 岁的 TrinJochen Zeitz 被任命为首席执行官，成为德国历史上最年轻的上市公司董事长。Zeitz 在当时面临财务困难的情况下率领 PUMA 进行重组
2002	宣布收购 Tretorn 集团，后者在橡胶鞋、外衣、马靴和网球领域具有一定影响力，帮助 PUMA 扩张品牌价值
2010	PUMA 收购高尔夫品牌 Cobra Golf，使 PUMA 能够为消费者提供一系列完整的高尔夫产品
2011	以 PUMA SE 的名义实现转型，Franz KochI 接替 Jochen Zeitz 成为首席执行官
2014	与阿森纳足球俱乐部达成一项长期合作关系，PUMA 可在全球范围内开发阿森纳品牌商品

资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

## (2) 经营业绩：2013 年转折下落，2015 年向时尚转型唤回第二春

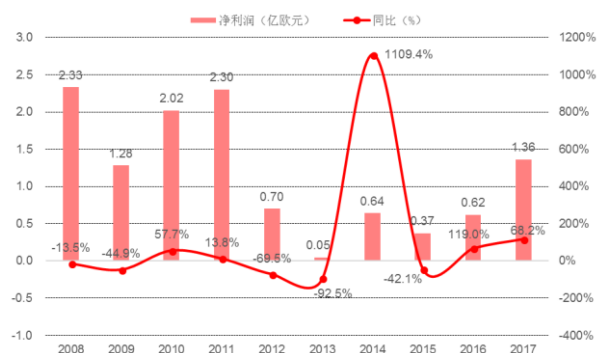
受到金融危机、市场转冷等因素影响，PUMA 的营收和利润在 2013 年出现严重下滑，营业收入同比下降 8.7%，净利润同比下滑 92.5%，实现几乎零利润。自 2015 年得利于 Rihanna 的加入为品牌植入运动时尚基因，知名爆款的打造使得品牌重焕青春，营收业绩开始迅速恢复，至 2017 年营业收入首次突破 40 亿欧元，净利润同比增长 68.2%。但 2017 年净利润仅仅略高于 2009 年水平，距离恢复到 2011 年净利润小高峰仍有一段距离。

图 88: PUMA 营收在波动中增长，17 年突破 40 亿欧元



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 89: PUMA15 年起净利润有所恢复



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

(3) 营收结构：鞋类产品增长态势良好，各地区占比保持稳定

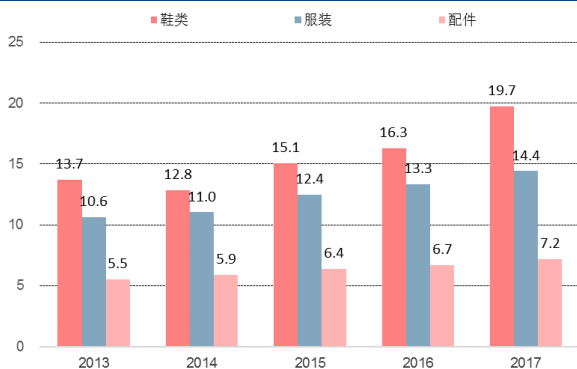
● 分产品：近几年鞋类占比和增速，创新系列推动营收增长

分产品看，PUMA 鞋类产品占比最高，近几年增速最快，且份额在逐步扩大。至 2017 年，PUMA 鞋类营业收入占整体的 47.7%，同比增速达 21.4%，成为集团最重要的一块版图。2017 年，PUMA 引入两款全新的足球鞋品牌：PUMA ONE 和 PUMA FUTURE。前者的设计咨询了诸如塞尔吉奥·阿圭罗等顶级球员，其发布的产品用于球员的各种需求，采用工程设计的组合帮助他们提升灵活性；后者是第一款真正可定制的足球鞋，让消费者可以掺入自身独特的花边设计。

服装和配饰占 2017 年营收的 34.9% 和 17.4%，二者增速皆约为 8%。PUMA 加强了在赛车领域的合作投入，通过开发超高性能的赛车装备如轻量级赛车服，进一步推广品牌和扩张影响力。

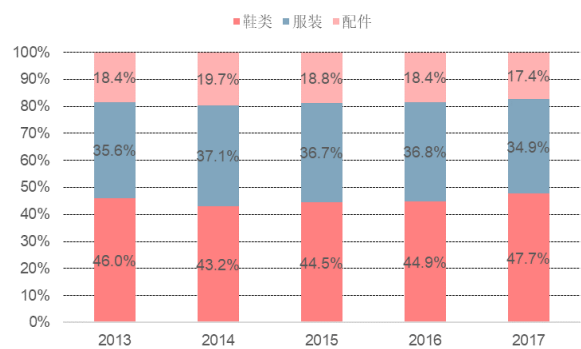
此外，高尔夫是 PUMA 一贯重视的运动领域。COBRA PUMA 在 2017 年推出了更高性能的高尔夫服装、鞋类和配饰，其中的 KING F7 系列采用智能驱动程序，电子传感器会自动记录每一个镜头的距离和精度，帮助高尔夫球手改善其每一个动作细节，延续了 PUMA 一贯的前卫和时尚风格

图 90：PUMA2013-17 分产品营业收入（亿欧元）及增速



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 91：PUMA2013-2017 分产品营业收入占比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

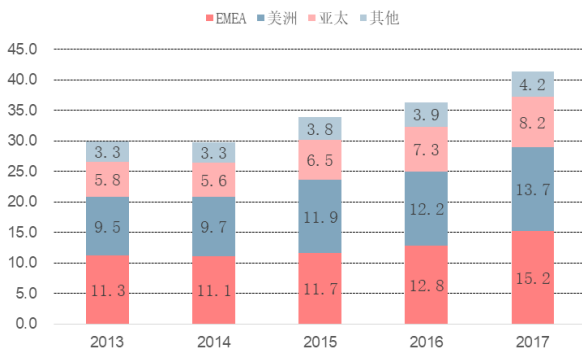
● 分地区：西欧北美为全球主要市场，大中华区占比增加

从地区占比看，欧洲、中东和非洲市场以及美洲市场继续维持较高占比，2017 年分别占据 36.8% 和 33.1% 的营收份额。近五年来，三大主要区域营业收入占比基本保持平稳，波动性不大。

从地区营收增速看，2017 年所有地区都呈现出更两位数增长空间。其中，欧洲、中东和非洲地区增速为 18.8%，居各地市场增速首位，其中俄罗斯与南非市场增长强劲。北美市场 17 年营收增速为 12.5%，位列第二。亚太市场也保持着两位数增速，增速达 12.0%，中国和澳大利亚成为该地区主要增长动力。

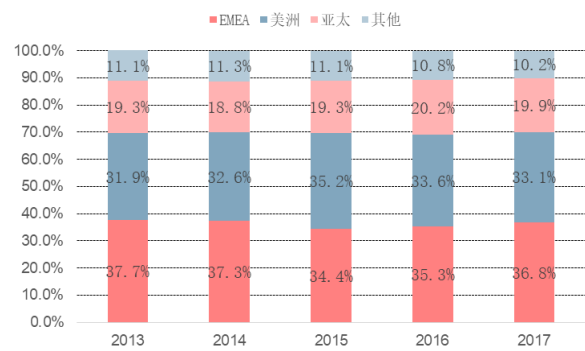


图 92：2013-2017 分地区营业收入（亿欧元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 93：2013-2017 分地区营业收入占比

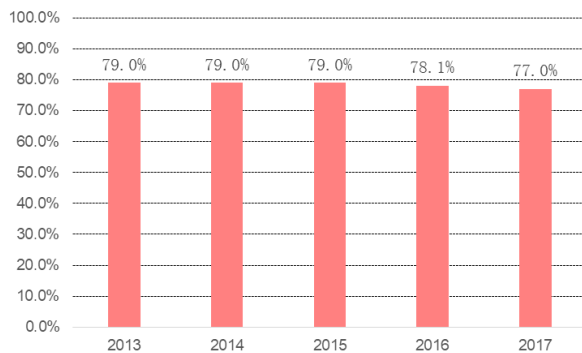


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

#### （4）渠道发展：以零售业务为核心，自有零售快速上升

PUMA 通过三种不同的方式分销其产品，渠道包括批发、PUMA 自营零售店和电子商务。其中批发是 PUMA 主要销售渠道，2017 年占总销售额的 77%，较前几年有所下落，但近 5 年零售业务始终占据主导地位，占比均超过 77%。PUMA 重点在于同关键客户建立联合生产与营销计划的伙伴关系，以此为基础进一步扩展批发业务。零售方面，PUMA 重视在增长型城市通过精心选址建立新店，并推出全新的店面设计以帮助品牌故事和产品理念的推广。PUMA 预计未来电子商务将成为增速最快的销售渠道，2017 年 PUMA 电子商务网站重新启动，将提供更先进的友好设计和服务。

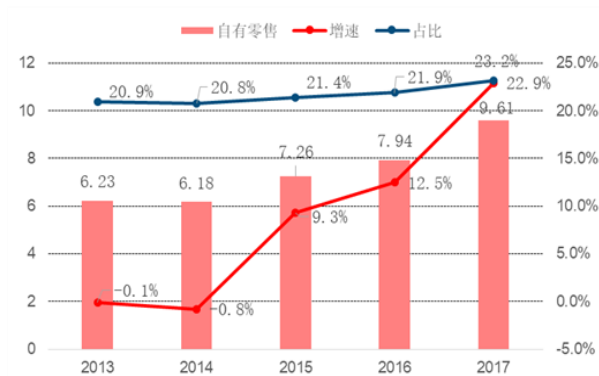
图 94：2013-2017 批发业务占比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

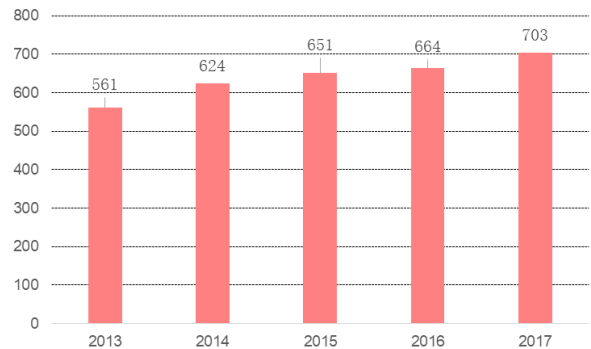
PUMA 自有零售业务包括 PUMA 商店，厂家直销和在线销售。除了区域可及性外，PUMA 确保产品销售在可控环境中符合市场定位。近三年来，PUMA 自有零售业务上升势头猛烈，自营店数量近五年来持续增长，2014 年扩张最快，新开了 63 家自营店。2017 年新开了 39 家自营店，总店数达 703 家。近年来新开的直营店有 2/3 坐落于新兴市场，而非欧洲、日本、美国等传统老牌市场。PUMA 在新兴市场分销渠道逐步扩大，并创造了良好的利润率。2017 年自营规模为 9.61 亿欧元，增速逐年上升，2017 年达 22.9%，占销售比例由 2015 年的 21.4% 提升至 2017 年的 23.2%，未来增长势头强劲。

图 95：2013-2017 自有零售规模（亿欧元）、增速及占比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

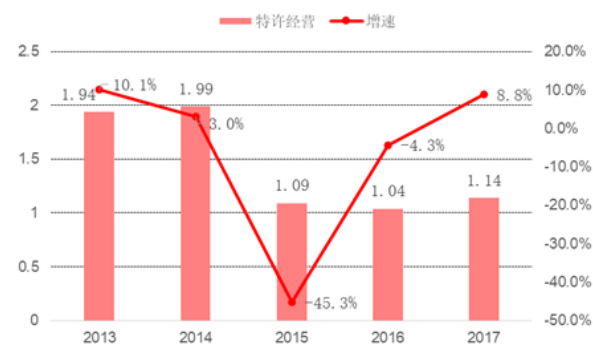
图 96：2013-2017 自营店数量（家）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

特许经营方面，PUMA 在如香水、眼睛和手表等领域通过颁发特许经营证授权独立合作伙伴设计、生产及销售产品的权利。近三年，特许经营规模明显缩减，2015 年同比下降 45.3%，2016 年进一步下降，直至 2017 年才有所回升。

图 97：2013-2017 特许经营规模（亿欧元）及增速



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

## 五、他山之石——国内篇：景气分化、看好龙头

### （一）品牌+渠道+产品+营销，安踏永不止步，龙头优势夯实

安踏作为本土运动品牌龙头，坚持“单聚焦、多品牌、全渠道”的发展战略，目前拥有安踏、安踏 Kids、FILA、FILA Kids、Descente、Sprandi、KOLON SPORT、Kingkow 等多品牌矩阵，深度覆盖不同层级市场，为不同年龄段的消费者提供差异化的选择，相比其他品牌拥有更加丰富的品类品牌矩阵。安踏通过对 FILA 品牌的“起死回生”改造，安踏已经具备日趋成熟的中高端品牌运营管理能力，未来有望成功复制到其他新品牌上，安踏在多品牌发展战略的推进速度及成效上已快于同业。

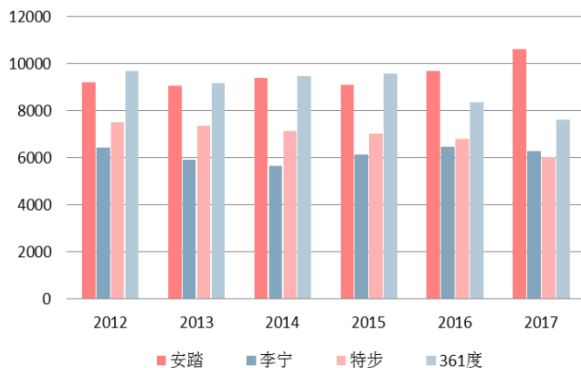
表 17：三大国产体育用品公司旗下品牌

公司	成立时间	品牌名	品牌介绍
李宁	1990	李宁	2010 年创立李宁儿童, LNG、弹簧标、LI-NING YOUNG, 拥有 27 年历史的羽毛球器材品牌
	2009	Kason	
	2016	DANSKIN	独家经营美国专业舞蹈运动品牌在中国大陆和澳门地区的业务
	2008	红双喜	乒乓器材及其他体育器材
361 度	2005	AIGLE (艾高)	户外休闲运动品牌, 中国区经营权
	2003	361	大众运动, 门店总数 5808 家, 2014 年拓展海外市场
	2009	361 童装	大众儿童运动, 店铺 1797 家 (含成人授权经营店 617 家)
特步	2013	ONEWAY	仅限于大中华区, 北欧高端冰雪运动品牌
	2001	特步	大众时尚体育用品, 聚焦跑步产品
	2011	特步儿童	收入贡献甚微

资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

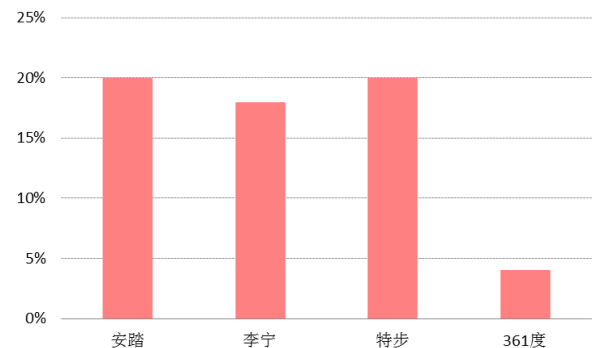
截至 2017 年, 李宁拥有 6262 家门店, 相较 2016 年末减少 178 家店; 361 度拥有 7605 家门店, 相较 2016 年末减少 752 家店; 特步拥有 6000 家门店, 相较 2016 年末减少 800 家店。安踏共计拥有 10617 家门店, 相较 2016 年末增加 949 家店, 其中主品牌安踏 (含 KIDS) 净开店 607 家至 9467 家, FILA (含 KIDS) 净开店 284 家至 1086 家, 安踏门店调整率先完成, 现已重新进入新开店周期。

图 98：2017 年安踏全品牌门店数量远超同业



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

图 99：2017 年各品牌的电商销售占比情况

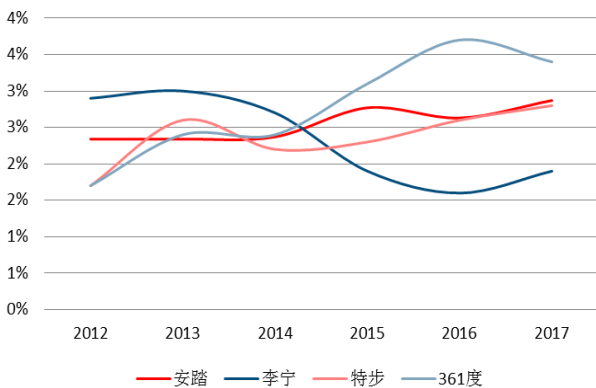


资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

2017 年, 公司研发费用率达 2.87%, 研发费用绝对额领先行业且逐年提升, 以不断提升产品的专业性、功能性及差异性, 有助于不断增强品牌形象; 2005 年, 公司成立了全国首家运动科学实验室, 目前在美国、日本、韩国及香港成立了四大设计研发中心, 拥有 149 项专利, 包括 A-Loop 等 40 项鞋服特殊技术。

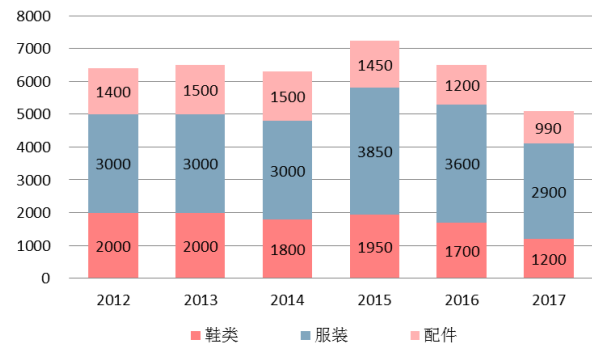
2017 年, 自主研发的 A-Flashfoam 新科技鞋底亮相, 能够有效维持跑手高速度, 并通过柔软缓冲减少受伤概率。利用科慕、诺博等最新技术生产环保鞋服, 比如与诺博建立战略协议, 提供除臭功能的 XT2 科技; 定向系列赛济南站发布 A-Livefoam 跑鞋, 为跑手脚踝提供更稳定的保护。

图 100：2012-2017 年安踏研发费用率稳步提升



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 101：2012-2017 年安踏的新品数量维持在 5000 以上



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

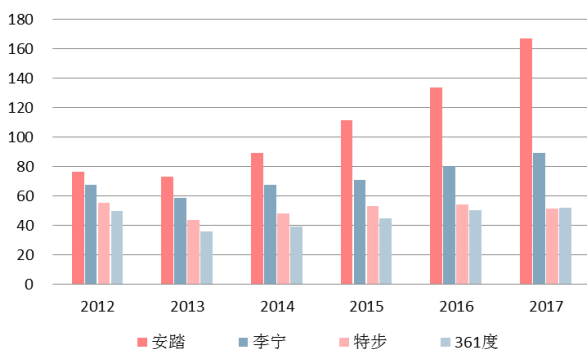
营销方面，安踏借助国际、国家赛事和运动队进行营销推广，并邀请具备影响力的明星代言品牌，2009 年与中国奥委会及中国体育代表团合作并持续至 2016 年；赞助的国家队已增至 24 个，包括体操队（2014-2017 年）、举重队、跆拳道等。邀请国内外篮球（NBA 球星 Kevin Garnett、Luis Scola、Rajon Rondo 等 5 位球星）、网球（郑洁、Jelena Jankovic 等）、乒乓球（张继科、刘诗雯等）等运动门类的巨星作为代言人。

## （二）财务分析：营收利润增速稳健，营运能力保持良好

### 1、成长能力：安踏规模优势凸显，业绩增速保持快增

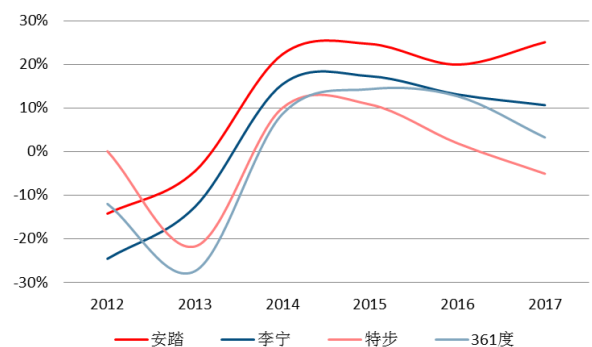
2012-2013 年，运动鞋服行业下行，安踏、李宁、特步、361 度连续两年营收负增长。2014 年，四大品牌营收增速均恢复至正增长区间，其中安踏在调整中率先复苏、增速恢复最为明显达 20% 以上。2014 年以后，安踏的营收增速基本稳定维持在 20% 左右。由于运动鞋服产品的时尚度偏低、偏标品，规模效应明显，安踏经过 5 年的快速增长，2017 年营收达到 167 亿元，相比 2012 年规模翻倍，并已达到竞争对手（特步、361 度）的 3 倍以上，远超曾经比肩的本土品牌。

图 102：安踏营收规模迅速扩大并实现五年翻倍



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 103：安踏营收增速明显较快于其他公司

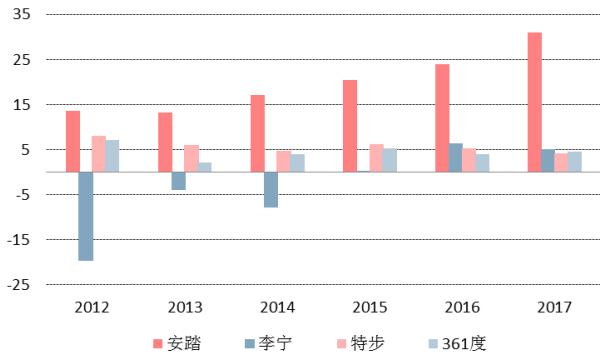


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

2007-2010 年，李宁占据国产运动品牌第一把交椅，但由于品牌重塑转型失败与管理层变动，2012-2014 年的三年间连续亏损达到 30 亿元，2015 年后逐步走出低谷，2016 年净利润大增主要系出售红双喜股权获得收益 3.14

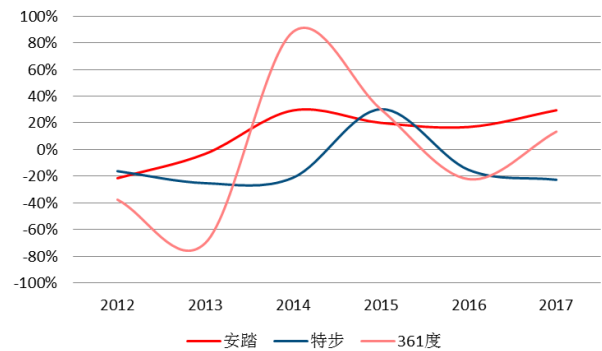
亿元，主品牌恢复增长。相比而言，安踏在“单聚焦、多品牌、全渠道”战略指导下，始终聚焦运动鞋服市场，管理层保持稳定，稳扎稳打，进而实现弯道超车。2017 年安踏实现净利润 31 亿元，相比 2012 年翻倍，并已到达竞争对手的 6-7.5 倍。

图 104：安踏净利润稳步增长并遥遥领先



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 105：2014 年以来安踏净利润增速基本稳定 20%左右

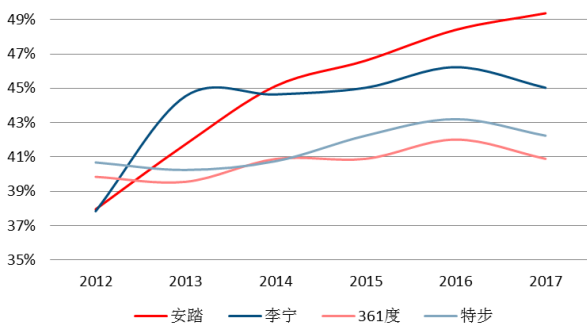


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

## 2、盈利能力：安踏毛利率持续提升，净利率显著高于同业

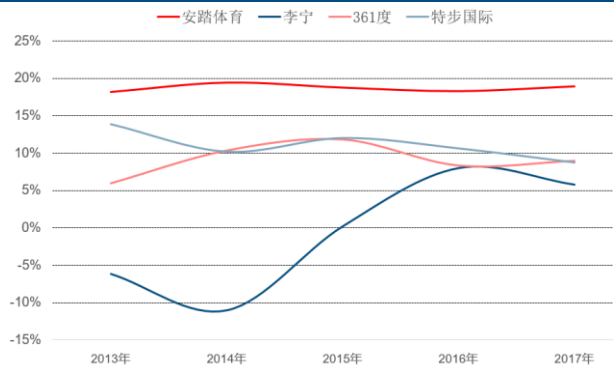
2012-2017 年，安踏毛利率从 37.95% 提升至 49.37%，并于 2014 年分别高于李宁、361 度、特步 0.5pct、4.25pct、4.38pct。得益于规模效应、以及良好的零售管理能力及费用管控能力，安踏净利率基本稳定在 18% 左右，相比之下，李宁、361 度与特步的净利率呈现下滑趋势，尚处于业务调整阶段。2017 年，安踏净利率同增 0.61pct 至 18.92%，分别高于李宁、361 度、特步 13.13pct、9.96pct、10.21pct。

图 106：2014 年起安踏保持高于同业的毛利率水平



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 107：安踏净利率高于同业基本稳定在 18% 左右



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

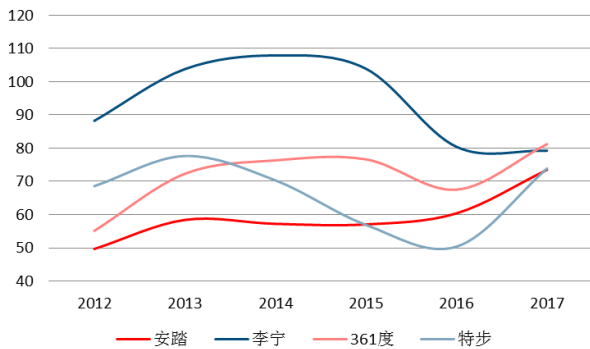
## 3、营运能力：以客户与零售为导向，周转运营能力优于同业

2012-2016 年，安踏存货周转天数基本在 50-60 天；2017 年，安踏的存货周转天数为 73 天，同比增加 13 天，但仍优于同业周转情况。库存周期增加的主要原因是 2018 年春节为 2 月份，货品推迟至 1 月份发货以满足旺季销售。2017 年安踏库销比为 5 左右，处于健康水平。公司应收账款天数明显低于同业水平，具备较强的运营管理能力。2017 年，安踏的应收账款天数为 41 天，分别短于李宁、361 度、特步 10 天、97 天、112 天。

公司以消费者及零售为导向，提升精细化管理水平。①通过 ERP 等系统（98% 覆盖），获取产品销售分析及反馈，制定准确的产品开发计划、订单数据预测及未来订货指引；②增加每年订货会的次数，并指导经销商订货数量，减少库存积压问题，2017 年快反模式占比为 10%；③取消运营管理部下设的大区及经销商等层级，由

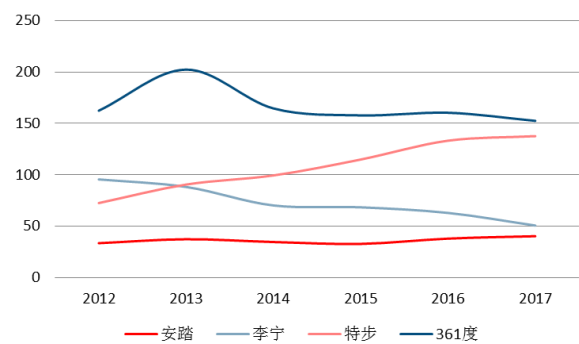
销售运营部统一管理零售店铺，对销售人员进行 KPI 绩效考核；④2018 年随着新物流中心投入使用，物流直接发货到门店，运输时间将减至 30 天以内，供应链效率将持续提升。

图 108：2012-2017 年同业存货周转天数对比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 109：2012-2017 年同业应收账款周转天数对比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

## 六、盈利预测与估值

公司在国内运动鞋服行业的市占率排名第三，系本土多品牌运动鞋服行业龙头，凭借安踏与 FILA 品牌深耕大众与中高端市场，分别开拓童装产品线分享二胎政策红利，同时收购 Kolon 等小众领域专业品牌顺应消费升级，公司对中高端品牌的运营改造能力，有望继续成功复制到新品牌上，助力业绩持续快速增长。我们预计公司 2018、2019 年 EPS 为 1.44、1.82 元，对应的 PE 分别为 26.0X、20.5X，安踏的估值溢价，源于运动鞋服行业高景气度以及中国广阔的市场空间，行业龙头竞争强者恒强，以及多品牌带来的业绩增长高确定性，首次覆盖给予“买入”评级。

## 七、风险提示

多品牌战略推进不及预期、店效增速不及预期、电商增速放缓等。

**附表 1：安踏体育 2018-2019 财年主要财务指标及预测（单位：百万元）**

利润表				现金流量表			
截至 12 月底	2017	2018E	2019E	截至 12 月底	2017	2018E	2019E
收入	16,692	20,893	25,287	息税前利润	4,137	5,512	6,926
销售成本	(8,451)	(10,290)	(12,338)	折旧与摊销	(250)	(291)	(337)
毛利	8,241	10,602	12,949	净利息费用/收益	(155)	(124)	(111)
销售及营销开支	(3,809)	(4,701)	(5,608)	所得税费用	(1,152)	(1,441)	(1,823)
行政开支	(901.0)	(1,169)	(1,359)	营运资本调整	(1,826)	(278)	(941)
其他收益及利得净额	607	780	944	其他	2,736	1,444	1,566
<b>息税折旧摊销前利润</b>	<b>4,388</b>	<b>5,803</b>	<b>7,263</b>	<b>经营性现金流</b>	<b>3,491</b>	<b>4,821</b>	<b>5,280</b>
折旧与摊销	250	291	337	资本开支	(575)	(500)	(500)
<b>息税前利润</b>	<b>4,137</b>	<b>5,512</b>	<b>6,926</b>	收购	-	-	-
净利息费用/收益	155	124	111	资产处置	-	-	-
非经常项目	19	5	7	其他	(1,232)	(966)	(1,011)
合资和附属公司	-	0	0	<b>投资性现金流</b>	<b>(1,806)</b>	<b>(1,466)</b>	<b>(1,511)</b>
<b>除所得税前利润</b>	<b>4,311</b>	<b>5,392</b>	<b>6,822</b>				
所得税费用	(1,152)	(1,441)	(1,823)	运营效率			
少数股东权益	(71)	(86)	(103)	股利	(120)	(119)	(191)
<b>净利润</b>	<b>3,088</b>	<b>3,866</b>	<b>4,896</b>	发行股数	3,306	-	-
<b>经调整净利润</b>	<b>3,076</b>	<b>3,863</b>	<b>4,891</b>	负债调整	(790)	(148)	-
基本每股盈利（元人民币）	1.15	1.44	1.82	其他	(2,399)	(1,524)	(1,707)
经调整基本每股盈利（元人民币）	1.15	1.44	1.82	<b>融资性现金流</b>	<b>(2)</b>	<b>(1,791)</b>	<b>(1,898)</b>
稀释后每股盈利（元人民币）	1.15	1.44	1.82	<b>现金调整</b>	<b>1,682</b>	<b>1,565</b>	<b>1,871</b>
经调整稀释后每股盈利（元人民币）	1.15	1.44	1.82	年初现金及现金等价物	5,830	6,968	8,533
每股股息（元人民币）	0.04	0.06	0.07	年末现金及现金等价物	7,512	8,533	10,404
				<b>自由现金流</b>	<b>836</b>	<b>3,584</b>	<b>3,999</b>
<b>资产负债表</b>				<b>主要比率</b>			
截至 12 月底	2017	2018E	2019E	截至 12 月底	2017	2018E	2019E
现金	6,968	8,533	10,404	<b>营运比率</b>			
短期投资	-	0	0	毛利率率(%)	49.4	50.7	51.2
应收账款	3,733	3,887	4,295	息税前利润率(%)	24.8	26.4	27.4
库存	2,155	2,213	2,653	息税折旧摊销前利润率(%)	26.3	27.8	28.7
其他流动资产	2,586	2,586	2,586	有效税率(%)	26.7	26.7	26.7
<b>流动资产总值</b>	<b>15,442</b>	<b>17,219</b>	<b>19,939</b>	收入增长率(%)	25.1	25.2	21.0
财产、厂房和设备	1,203	1,412	1,575	净利润增长率(%)	29.4	25.2	26.7
无形资产	705	855	955	经调整净利润增长率(%)	28.8	25.6	26.6
合资和附属公司	-	0	0	经调整基本每股盈利增长率(%)	20.1	25.6	26.6
其他长期资产	1,724	1,936	2,167	每股股利增长率(%)	(80.0)	25.2	26.7
<b>非流动资产总值</b>	<b>3,632</b>	<b>4,203</b>	<b>4,697</b>	<b>流动资金比率</b>			
<b>资产总值</b>	<b>19,074</b>	<b>21,422</b>	<b>24,637</b>	股本回报率(%)	22.4	22.2	22.1
短期债务	148	0	0	资本回报率(%)	28.4	32.6	34.6

应付账款	3,978	4034	4056	资产周转率 (x)	0.9	1.0	1.0
其他流动性负债	373	461	579	营运现金/息税前利润 (x)	0.8	0.9	0.8
流动性负债总值	4,498	4495	4635	折旧/资本开支 (x)	(0.4)	(0.6)	(0.7)
长期债务	-	0	0	库存周转天数	74.3	78.5	78.5
递延税	215	269	341	应收账款周转天数	69.5	67.9	62.0
可转债	-	0	0	应付账款周转天数	152.0	143.1	120.0
其他长期债务	-	0	0	<b>杠杆比率</b>			
非流动性负债总值	215	269	341	净负债/权益 (%)	(49.8)	(49.0)	(47.0)
<b>负债总值</b>	<b>4,714</b>	<b>4765</b>	<b>4976</b>	净负债 / 折旧摊销息税前利润 (x)	(1.6)	(1.5)	(1.4)
股东资金	13,706	17422	22127	利息覆盖率 (x)	26.8	44.3	62.3
少数权益	654	740	843	流动比率 (x)	3.4	3.8	4.3
<b>负债和权益总值</b>	<b>19,074</b>	<b>22926</b>	<b>27945</b>	<b>估值</b>			
净现金/ (负债)	6,820	8533	10404	市盈率 (x)	32.4	25.8	20.4
				市盈率(x) - 完全稀释经调整每股盈利	32.4	25.8	20.4
				企业价值倍数 (x)	21.3	15.8	12.4
				市帐率 (x)	6.9	5.5	4.3

资料来源: WIND, 中信建投证券股份有限公司



## 分析师介绍

**史琨：**CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

**花小伟：**中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获2015年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第5名；2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名，2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第3名，水晶球第2名。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭 砚 苹 010-85130892/01065186780  
pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859