

目录索引

引言.....	6
一、运动鞋服行业资本市场表现概述	6
二、运动鞋服下游品牌零售行业：国产龙头业绩韧性强	8
三、运动鞋服上游代工行业：下游需求前高后低，全年仍实现稳健增长.....	13
四、总结和投资建议	21
（一）运动鞋服下游品牌零售行业	21
（二）运动鞋服上游代工行业	21
五、风险提示	23
（一）宏观经济下滑的风险	23
（二）汇率波动的风险	23
（三）劳动力成本上升的风险	23

图表索引

图 1: 2023 年运动鞋服板块相对恒生指数走势	6
图 2: 2023 年运动鞋服及恒指估值 PE (TTM)	6
图 3: 2024Q1 运动鞋服板块相对恒生指数走势	7
图 4: 2024Q1 运动鞋服及恒指估值 PE (TTM)	7
图 5: 港股纺织服装基金重仓持股市值占港股总重仓持仓比重	7
图 6: 运动鞋服品牌行业营业收入 (亿元)	8
图 7: 运动鞋服品牌个股营收 (亿元)	8
图 8: 运动鞋服品牌行业归母净利润 (亿元)	9
图 9: 运动鞋服品牌个股归母净利润 (亿元)	9
图 10: 运动鞋服品牌行业毛利率	11
图 11: 运动鞋服品牌个股毛利率	11
图 12: 运动鞋服品牌行业净利率	11
图 13: 运动鞋服品牌个股净利率	11
图 14: 运动鞋服品牌行业销售费用率	11
图 15: 运动鞋服品牌个股销售费用率	11
图 16: 运动鞋服品牌行业管理费用率	12
图 17: 运动鞋服品牌个股管理费用率	12
图 18: 运动鞋服品牌行业存货周转天数 (天)	12
图 19: 运动鞋服品牌个股存货周转天数 (天)	12
图 20: 运动鞋服品牌行业应收周转天数 (天)	13
图 21: 运动鞋服品牌个股应收周转天数 (天)	13
图 22: 运动鞋服代工行业营业收入 (亿元)	14
图 23: 运动鞋服代工行业个股营业收入 (亿元)	14
图 24: 运动鞋服代工行业净利润 (亿元)	14
图 25: 运动鞋服代工行业个股净利润 (亿元)	14
图 26: 运动鞋服代工行业毛利率	17
图 27: 运动鞋服代工行业个股毛利率	17
图 28: 运动鞋服代工行业净利率	18
图 29: 运动鞋服代工行业个股净利率	18
图 30: 运动鞋服代工行业销售费用率	18
图 31: 运动鞋服代工行业个股销售费用率	18
图 32: 运动鞋服代工行业管理费用率	19
图 33: 运动鞋服代工行业个股管理费用率	19
图 34: 裕元集团、丰泰企业 SG&A 费用率	19
图 35: 运动鞋服代工行业存货周转天数 (天)	20
图 36: 运动鞋服代工行业个股存货周转天数 (天)	20
图 37: 运动鞋服代工行业应收账款周转天数 (天)	20
图 38: 运动鞋服代工行业个股应收账款周转天数 (天)	20

表 1: 运动鞋服品牌行业各主要品牌披露的季度终端流水增速	9
表 2: 运动鞋服品牌行业门店数据 (单位: 家)	10
表 3: 运动鞋服各主要代工企业季度营收或损益情况	14

引言

运动鞋服品牌零售行业公司包括安踏体育、李宁、滔搏、宝胜国际、特步国际、361度、中国动向。除滔搏及中国动向尚未公布2023年业绩外，其余企业均已公布2023年业绩。

运动鞋服代工行业公司包括华利集团、裕元集团（制造业务）、丰泰企业、申洲国际、钰齐-KY、志强-KY。除志强-KY仅披露简报之外，其他企业均已公布2023年业绩。

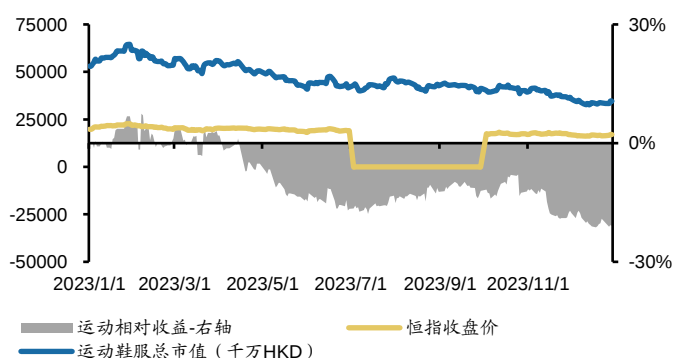
注：如未特殊注明，本文数据来源均为公司财报和wind数据，运动鞋服品牌零售及运动鞋服代工行业货币为人民币。

我们从历史纵向比较与行业横向比较两个角度对营业收入、净利润、毛利率、期间费用率、存货、应收账款等行业重要指标进行对比分析，以求揭示行业发展真实情况。

一、运动鞋服行业资本市场表现概述

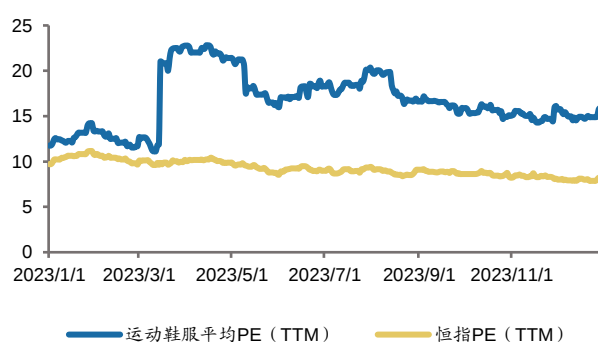
从资本市场表现来看，2023全年运动鞋服品牌零售行业跑输恒指，2024Q1运动鞋服品牌零售行业跑赢恒指。根据wind数据，2023全年，恒指累计下跌13.8%，运动鞋服品牌行业累计下跌34.7%，主要系2023Q2开始消费复苏不及预期，行业库存提升，各公司打折去库，公司业绩及未来预期下调，此外，行业增长中枢预期下调导致行业估值下行。根据wind数据，2024Q1，恒指累计下跌1.5%，运动鞋服品牌行业累计上涨8.3%，跑赢恒指，运动鞋服品牌行业库存去化顺利，各品牌公司均恢复健康库存，稳步复苏。

图1：2023年运动鞋服板块相对恒生指数走势



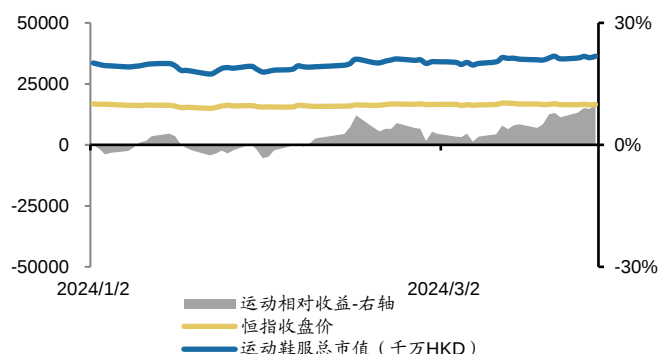
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：2023年运动鞋服及恒指估值PE（TTM）



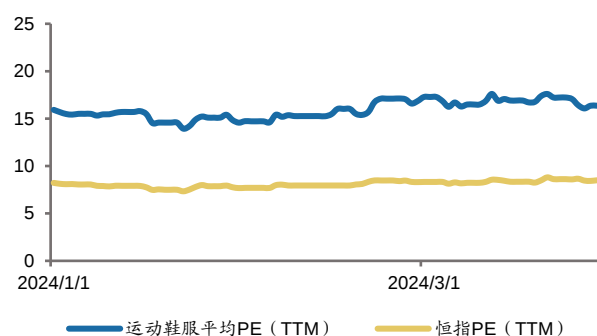
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

图 3: 2024Q1 运动鞋服板块相对恒生指数走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

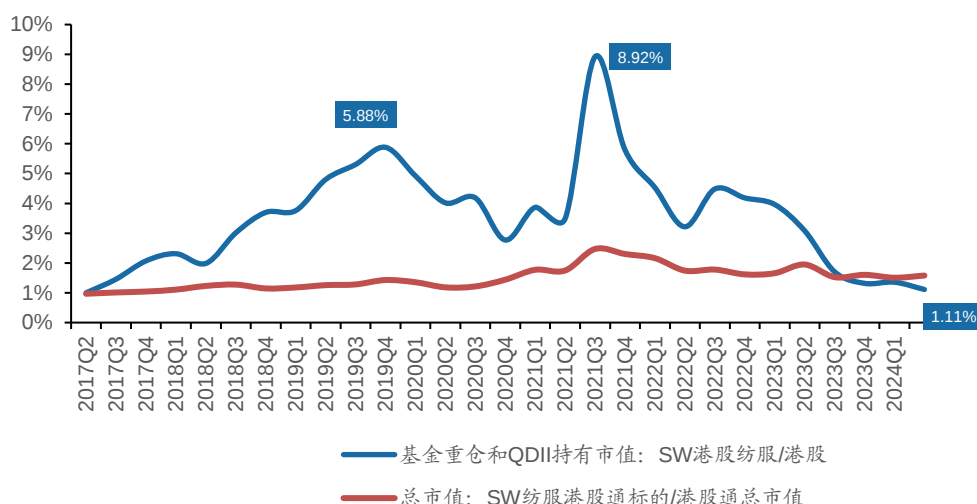
图 4: 2024Q1 运动鞋服及恒指估值 PE (TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。

从整体上看,基金对港股纺服行业持仓比例仍处于历史低位水平,2024Q1环比下降。根据wind数据,自2017Q1至2023Q2,公募基金重仓和QDII持有的港股纺服市值占其港股持股市值的比重,均高于SW纺服港股通市值占港股通总市值的比例,2023Q3以来公募基金重仓和QDII持有的港股纺服市值占其港股持股市值的比重持续低于SW纺服港股通市值占港股通总市值的比例。从趋势上看,公募基金重仓和QDII持有的港股纺服行业占比自2017Q1起呈持续上升趋势,在2019Q3达到峰值5.88%,之后逐渐下降,2021Q2上升5.43个百分点至8.92%,达到自17年以来的历史最高位置。自2021Q3-2024Q1大体呈现波动下降的趋势,于2022Q1降至3.21%,2022Q2反弹至4.48%,之后逐渐下降2023Q3至1.32%,2023Q4环比增加0.04pct至1.36%,2024Q1环比下降0.24pct至1.11%,低于SW纺服港股通市值占港股通总市值的比例1.58%。

图5: 港股纺织服装基金重仓持股市值占港股总重仓持仓比重



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

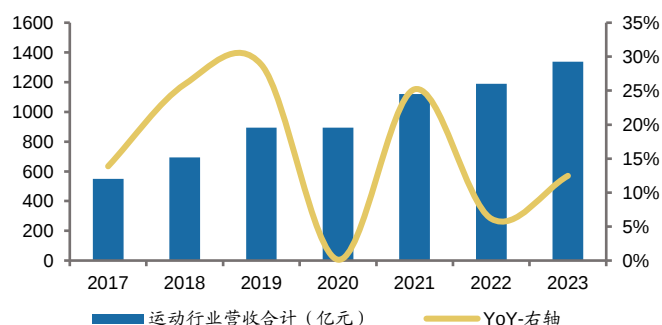
二、运动鞋服下游品牌零售行业：国产龙头稳步复苏

营业收入：根据wind数据和公司财报，2023年剔除未披露业绩的滔搏和中国动向，运动鞋服品牌行业收入1366.8亿元，同比增长12.5%，国产运动鞋服品牌稳步复苏。具体而言，安踏体育收入626.6亿元，同比增长16.4%；李宁277.0亿元，同比增长6.5%；宝胜国际203.6亿元，同比增长7.7%；特步国际144.4亿元，同比增长11.1%；361度85.2亿元，同比增长20.2%。从流水表现来看，由于2023处于清库存阶段，所以大多国产运动品牌的流水增速要优于收入增速。

归母净利润：根据wind数据和公司财报，2023年剔除未披露业绩的滔搏和中国动向，运动鞋服品牌行业实现净利润159.1亿元，同比增长18.6%。具体而言，安踏体育归母净利润102.4亿元，同比增长34.9%；李宁归母净利润31.9亿元，同比减少21.6%；宝胜国际归母净利润4.9亿元，去年同期基数较低为0.9亿元，导致增幅较大，同比增长450%；特步国际归母净利润10.3亿元，同比增长11.8%；361度归母净利润9.6亿元，同比增长28.7%。

2024Q1：2023Q1基数较高，所以各运动品牌流水增速环比放缓，2024Q1安踏主品牌、FILA、李宁、特步流水增长为单位数水平，但361度由于其近年在产品、渠道等改革策略见效显著，流水跑赢行业，2024Q1全渠道流水同增高双位数。

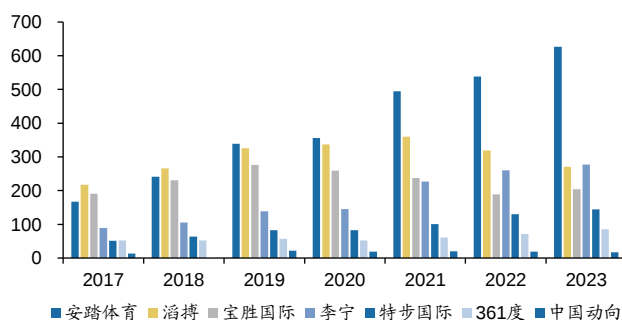
图6：运动鞋服品牌行业营业收入（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2023 滔搏、中国动向暂未披露业绩，同比增速予以剔除调整

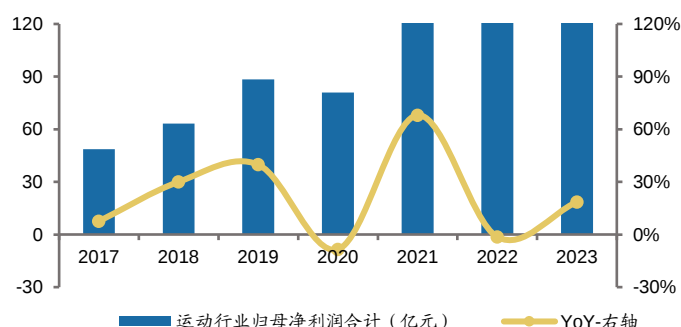
图7：运动鞋服品牌个股营收（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

注：2023 滔搏、中国动向暂未披露业绩

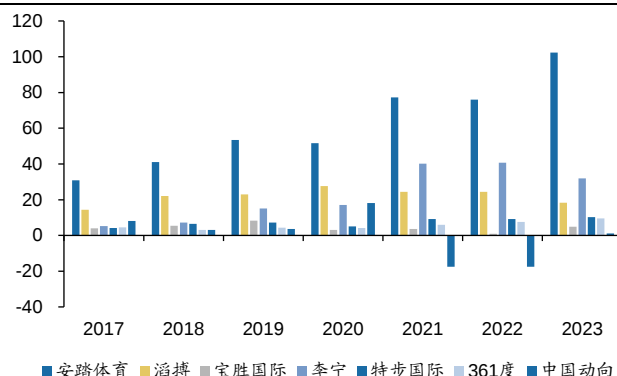
图8：运动鞋服品牌行业归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2023滔搏、中国动向暂未披露业绩，同比增速予以剔除调整

图9：运动鞋服品牌个股归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2023滔搏、中国动向暂未披露业绩

表1：运动鞋服品牌行业各主要品牌披露的季度终端流水增速

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
安踏体育	主品牌	10-20%	下降	中单位数	下降	中单位数	高单位数	高单位数	10-20%	中单位数
	高段		中单位数		高单位数				高段	
	FILA	中单位数	下降	10%-20%	下降	高单位数	10%-20%	10%-20%	25-30%	高单位数
	其他	40%-45%	高单位数	低段	10-20%低段		高段	低段		
李宁	主品牌	20%-30%	下降	10%-20%	下降 10%-20%	中单位数	10%-20%	中单位数	20%-30%	低单位数
	高段		10%-20%				低段		低段	
			低段	中段	低段					
特步国际	主品牌	30%-35%	中双位数	20%-25%	下降高单位数	约 20%	高双位数	高双位数	超过 30%	高单位数
361 度	主品牌	高双位数	低双位数	中双位数	持平	低双位数	低双位数	约 15%	超过 20%	高双位数
	线下									
	童装	20%-25%	20%-25%	20%-25%	低单位数	20%-25%	20%-25%	25%-30%	约 40%	20%-25%
宝胜国际	收入	-25.00%	-24.00%	-20.10%	-20.30%	6.50%	11.10%	7.30%	7.70%	-7.50%
中国动向	主品牌	下降	下降		下降 20%-30%	10%-20%	10%-20%	40%-50%	10%-20%	下降 10%-20%
	Kappa		10%-20%	低单位数		中低段	中段	中段	低段	低段-
		中单位数	中高段		中段					

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：各季度流水均为自然年口径

渠道统计：根据公司财报，分品牌计算，截止2023年12月31日，运动鞋服品牌门店数量（全渠道），安踏体育12154家，较2022年底增加215家；李宁7668家，较2022年底增加65家；特步主品牌8364家，较2022年底增加441家；361度8279家，增加511家。

表 2：运动鞋服品牌行业门店数据（单位：家）

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
安踏体育	安踏	9,467	10,057	10,516	9,922	9,403	9,603	9,831
	FILA	1,086	1,652	1,951	2,006	2,054	1,984	1,972
	其他	430	479	476	332	334	352	351
	合计	10,983	12,188	12,943	12,260	11,791	11,939	12,154
李宁	经销	4,721	4,838	5,157	4,763	4,770	4,865	4,742
	直营	1,541	1,506	1,292	1,149	1,165	1,430	1,498
	童装	173	793	1,101	1,021	1,202	1,308	1,428
	合计	6,435	7,137	7,550	6,933	7,137	7,603	7,668
特步主品牌	大货	6,000	6,230	6,379	6,021	6,151	6,313	6,571
	儿童	250	450	825	约 800	1,179	1,520	1,703
	合计	6,250	6,680	7,204	约 6,821	7,330	7,833	8,274
361 度	大货	5,808	5,539	5,519	5,165	5,270	5,480	5,734
	儿童	1,797	1,837	1,922	1,703	1,896	2,288	2,545
	合计	7,605	7,376	7,441	6,868	7,166	7,768	8,279
滔搏	直营	8,302	8,343	8,395	8,006	7,695	6,565	-
	经销	-	1880	-	-	-	-	-
	合计	-	10,223	8,395	-	-	-	-
宝胜国际	直营	5,465	5,648	5,883	5,240	4,631	4,093	3,523
	经销	3,313	3,551	3,950	3,835	3,786	3,200	-
	合计	8,778	9,199	9,833	9,075	8,417	7,293	-
Kappa	大货	1,137	1,207	1,129	1,170	1,419	1066	-
	儿童	350	295	-	-	-	-	-
	合计	1,487	1,502	-	-	-	-	-

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：滔搏、Kappa 对应的年份为其财年口径，暂未披露 2023 年年报；安踏体育中的其他指于我国境内开设的迪桑特及可隆的门店数

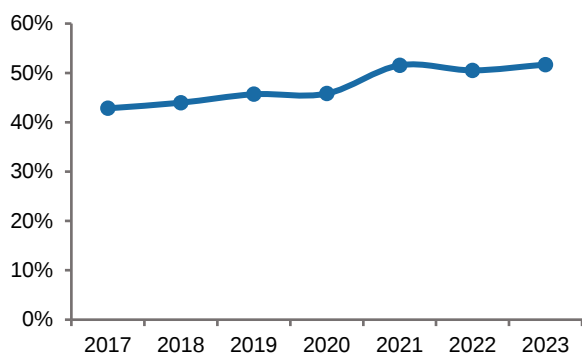
毛利率及费用率：

（1）毛利率：根据wind数据，2023年运动鞋服品牌行业毛利率为51.7%（YoY+1.2pct）。安踏体育毛利率62.6%（YoY+2.4pct），主要系安踏主品牌和FILA折扣率提升、以及FILA存货减值金额同比有所下降导致安踏主品牌及FILA的毛利率均同比改善所致。李宁毛利率48.4%（同比持平），直营折扣改善及渠道结构优化使得毛利率保持稳定。特步国际毛利率42.2%（YoY+1.3pct），主要得益于毛利率较高的功能性产品收入占比增加、时尚运动板块毛利率显著提高。

（2）费用率：根据wind数据，2023年运动鞋服品牌行业销售费用率为31.1%（YoY+0.1pct）；管理费用率为5.9%（YoY-0.4pct）。2023年安踏体育销售费用率34.6%（YoY-1.9pct），管理费用率5.9%（YoY-0.8pct），主要系店效改善驱动正向经营杠杆，叠加租售比、营销费率等控费效果较好。李宁销售费用率32.8%（YoY+4.7pct），主要系直营店铺渠道优化导致相关费用增加，管理费用率4.5%

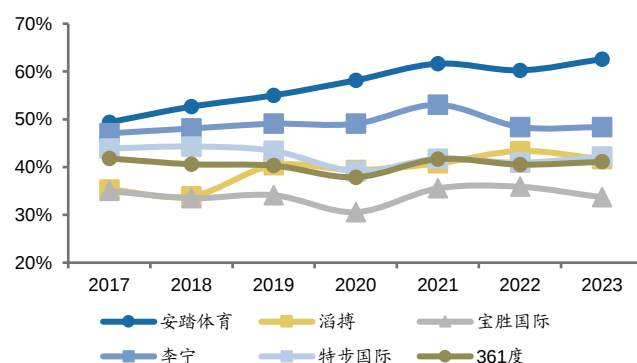
(YoY+0.2pct)。特步国际销售费用率23.3% (YoY+2.6pct)，主要系同期基数较低，且随着国内马拉松、世界大学生运动会等赛事举办，特步主品牌广告及推广费用率同比提升，但被优化组织结构而减少的员工成本部分抵消；管理费用率10.7% (YoY-0.5pct)。

图10: 运动鞋服品牌行业毛利率



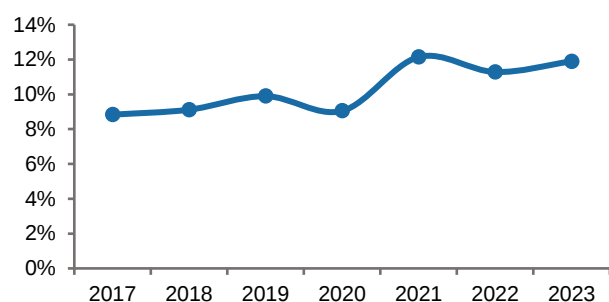
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 运动鞋服品牌个股毛利率



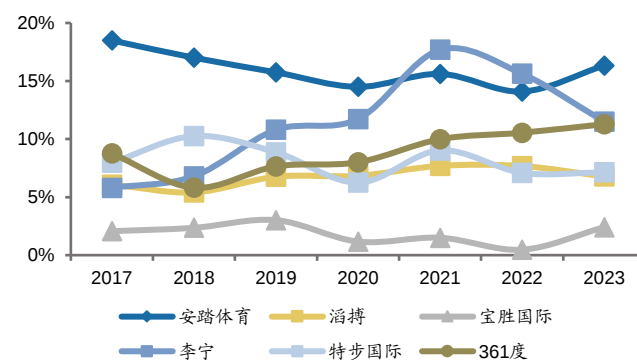
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 运动鞋服品牌行业净利率



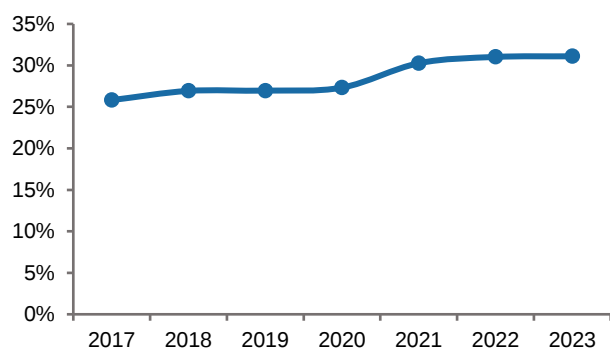
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 运动鞋服品牌个股净利率



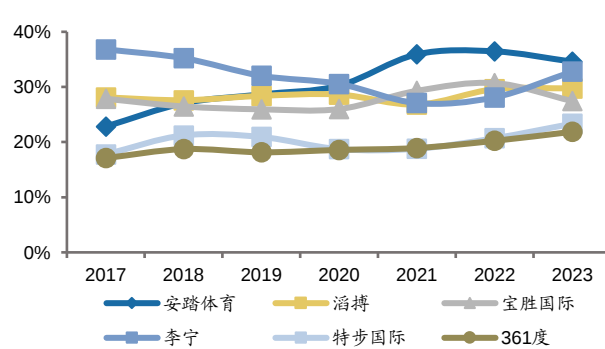
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 运动鞋服品牌行业销售费用率



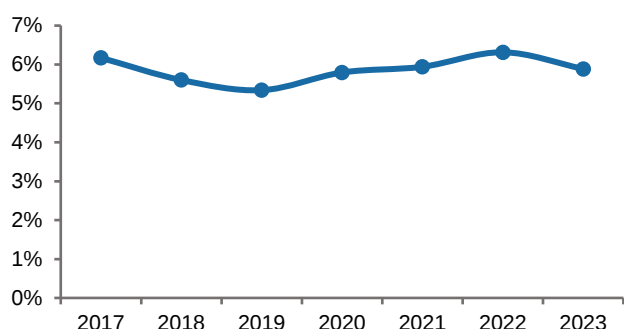
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 运动鞋服品牌个股销售费用率



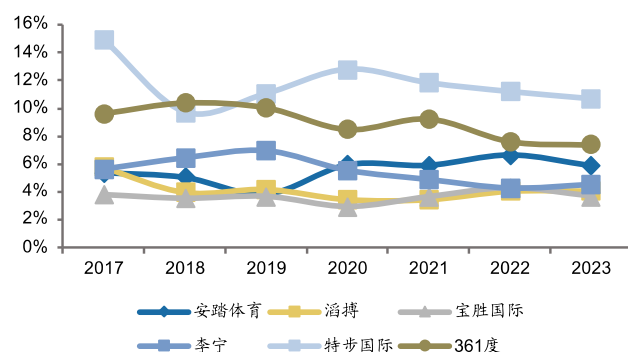
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 运动鞋服品牌行业管理费用率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 运动鞋服品牌个股管理费用率

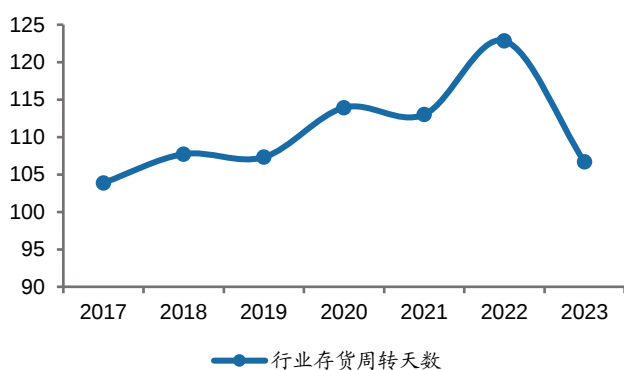


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

存货: 根据wind数据和公司财报, 2023年运动鞋服品牌行业存货周转天数为107天, 同比减少16天, 主要系行业清库存整体进展顺利, 大多公司已恢复健康库存水平。安踏体育存货周转121天 (同比-15天)、李宁存货周转62天 (同比+5天)、宝胜国际146天 (同比-60天)、特步国际89天 (同比-1天)、361度92天 (同比+2天)。

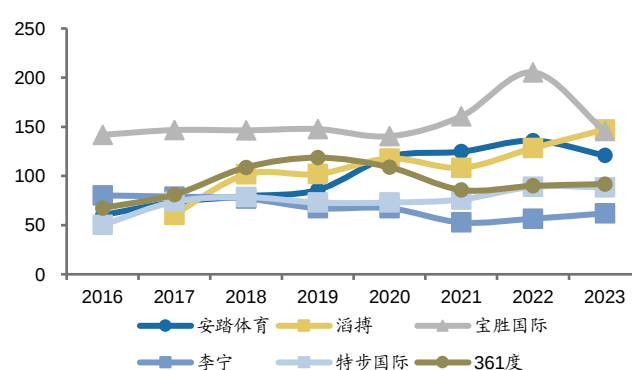
应收: 根据wind数据和公司财报, 2023年运动鞋服品牌行业应收账款周转天数为36天, 同比持平。个股来看, 安踏体育19天 (同比-2天)、李宁15天 (同比+2天); 宝胜国际17天 (同比 -3天)、特步国际115天 (同比+7天)、361度146天 (同比+1天)。

图18: 运动鞋服品牌行业存货周转天数 (天)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 运动鞋服品牌个股存货周转天数 (天)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/578027000101006070>