

纺织服装行业

运动品牌领域的传奇

—— 耐克制胜之道解析

研究结论

- 耐克是世界第一的运动品牌，特别是在全球运动鞋市场的份额高达 30% 左右，是当之无愧的龙头企业。公司发展至今仅有 40 多年历史，产品涵盖运动鞋、运动服和运动器材三大类。公司采用轻资产运营模式，通过产品研发和品牌营销两手抓不断发展壮大。2011 年，除在全球拥有 700 多家自营专卖店外，公司 80% 以上的销售来自批发模式。2011 年公司销售收入和净利润分别为 209 亿美元和 21 亿美元，其中美国本土销售比重在 40% 以上。
- 耐克于 1980 年登陆纽约证券所，在其后漫长的 30 年间公司业绩和股价均呈现持续较快增长的势头，为投资者带来了丰厚的收益。根据现有可获得数据，1984 年——2011 年间公司股价涨幅近 314 倍，远超过同期标普 500 指数约 7.5 倍的增幅。从公司股价和经营业绩的相关性上看，耐克 1984—2011 年的公司营业收入和净利润的年复合增长率分别为 13% 和 16%。同期公司股价年复合增长率高达 23.7%，远超业绩增速。这也再一次证明了业绩持续快速增长阶段的公司股价往往因为能获得市场高估值溢价而超过业绩本身的增速。
- 回顾耐克 48 年的发展历程，公司经历了四次重要转折，正是这四次转折奠定并稳固了耐克世界第一运动品牌的地位。第一次转型是从 1962 年到 1971 年，耐克公司前身蓝带体育用品公司成立，并借助自主研发有潜在市场需求的产品实现了从经销商向品牌商的转型；第二次转型是从 1972 年到 1989 年，耐克公司经历了成为世界第一、跌到第二、又重回第一的波动期；第三次转型是从 1990 年到 2000 年，通过多细分市场的产品拓展和全球化的渠道扩张，耐克继续壮大，稳固了其世界第一的地位；第四次是 2001 年至今，耐克通过兼并收购和持续的技术创新在规模日益庞大的基础上保持了稳定的增长。
- 我们认为耐克成功的关键因素来源于四大方面：（1）美国本土市场消费优势是耐克制胜的前提基础（2）成功的轻资产运营模式是公司快速扩张的有利保障（3）强大的产品研发能力是公司持续增长的主动动力（4）专业的体育营销是公司不断前进的利器。
- 我们认为耐克的成功可以为国内品牌服饰企业提供以下借鉴（1）抓住本土消费趋势是品牌初创成功壮大的前提（2）及时反思与调整战略是走出低谷的必要条件（3）多品牌并购有进有退是企业保持生命力的关键。
- 结论：作为竞争及发展成熟度最高的子行业之一运动服饰领域的全球老大，耐克发展壮大的过程为本土品牌服饰树立了良好的榜样，我们看好目前子行业处于需求快速增长阶段的领域，比如户外、家纺、中高端女装和童装等，相应领域的优秀企业未来将有更大的机会获得一个快速成长期，从而也能为投资者提供可观的投资收益率。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

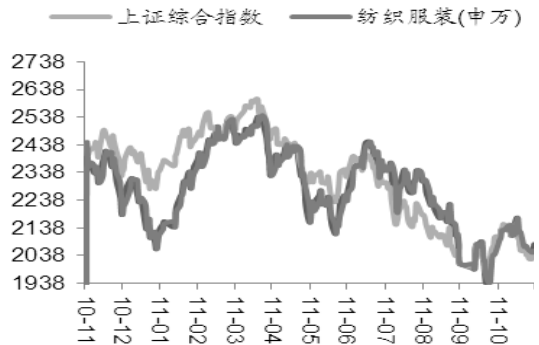
行业

纺织服装

报告发布日期

2011 年 11 月 30 日

行业表现(WIND)



相关研究报告

- 《艺术和商业的完美结合--解读爱马仕品牌神话》 2011 年 10 月 11 日
- 《产品是成功的关键——顶级男装企业 HUGO BOSS 的成长史》 2011 年 8 月 19 日
- 《奢华，原来原来唾手可得--COACH 成长启示录》 2011 年 8 月 4 日
- 《解构 Inditex——全球最大服装品牌零售商的成长启示》 2011 年 6 月 30 日
- 《20 年 200 倍还是太少——平价时尚服饰巨头 H&M 的牛股神话》 2011 年 3 月 21 日
- 《持续创新是品牌的灵魂——全球户外用品巨头 Columbia 的成长史》 2011 年 1 月 10 日
- 《寻找女鞋行业的潜力企业——百丽成功的启示及与星期六的对比》 2010 年 12 月 16 日
- 《坚定看好国内家纺行业——欧洲家纺巨头素琦 (Zucchi) 公司兴衰启示录》 2010 年 9 月 27 日
- 《美国梦的诠释者和中国梦的追随者——POLO 和七匹狼的比较研究》 2010 年 9 月 8 日
- 《优衣库之优——迅销公司成功探秘》 2010 年 8 月 17 日
- 《牛股是怎样炼成的——GAP 成长启示录》 2010 年 8 月 2 日

目录

一、走近耐克	4
1、公司简介	4
2、股市表现	6
二、公司历史：决定命运的四次转变	8
1、耐克前传：从经销商到自创品牌 NIKE（1962-1971）	8
2、成长的波折：成为第一、跌到第二、重回第一（1972-1989）	11
3、品牌的壮大：多细分市场拓展+全球化扩张（1990-2000）	16
4、强者愈强：品牌并购有进有退 技术创新永不止步（2001 至今）	19
三、耐克制胜之道解析	22
1、美国本土市场消费优势是耐克制胜的前提基础	22
2、成功的轻资产运营模式是公司快速扩张的有利保障	23
3、强大的产品研发能力是公司持续增长的主动力	24
4、专业化的体育营销是公司不断前进的利器	25
四、耐克的成功对国内品牌服饰企业的启示	26
1、抓住本土消费趋势是品牌初创成功壮大的前提	26
2、及时反思与调整战略是走出低谷的必要条件	27
3、多品牌并购有进有退是企业保持生命力的关键	28

图表目录

图 1 NIKE 品牌销售收入的区域构成（2011 财年）	5
图 2 耐克销售收入增长趋势（1980-2011）	5
图 3 耐克毛利率和净利率变化趋势（1980-2011）	6
图 4 耐克上市以来股价变动图.....	6
图 5 耐克公司经营业绩与股价走势图（1983-2011）	7
图 6 公司上市以来估值水平的变化趋势图.....	7
图 7 创始人：运动员菲尔奈特、俄勒冈大学田径教练比尔鲍尔曼	8
图 8 蓝带体育用品公司，鲍尔曼设计的具缓冲效果的轻泡底虎牌鞋.....	9
图 9 蓝带体育用品公司第一个员工 Jeff Johnson、BRS 第一个零售店	9
图 10 1970 年鲍尔曼发明的橡胶大底	10
图 11 耐克商标 “swoosh”、希腊胜利女神 NIKE.....	10
图 12 1972 年上市的 Moon；1972 年 2 月 BRS 在芝加哥的国家运动用品展.....	11
图 13 耐克 Waffle Trainer 跑鞋及传奇人物史蒂夫普雷方丹	11
图 14 网球运动员“坏孩子”约翰·麦肯罗（John Mcenroe）	12
图 15 1979 年耐克“Air”气垫技术，Thaiwind 气垫跑步鞋.....	13
图 16 1982 年耐克推出“Air”气垫篮球鞋 AIR FORCE 1	13
图 17 1984 年，耐克乔丹“AIR JORDAN”品牌推出.....	14
图 18 1987 年的综合训练鞋，以及 Air Max 可视气垫鞋.....	15
图 19 80 年代耐克在主要细分鞋类市场的转变趋势（1982-1990）	15
图 20 耐克品牌 1980 年代转折期销售收入变化趋势（1980-1989）	16
图 21 1990 年耐克于波特兰成立世界总部；波特兰市中心世界首间耐克城.....	16
图 22 90 年代耐克收购 Sports Specialties 公司和 Bauer 曲棍球鞋服品牌.....	17
图 23 高尔夫球手老虎·伍兹和自行车运动员兰斯·阿姆斯特朗.....	18
图 24 1990 年代耐克在国际市场和美国本土的销售增长趋势（1990-2003）	19
图 25 1990 年代国际主要品牌在运动鞋市场的份额变动趋势	19
图 26 匡威 ALL STAR 鞋；匡威历年销售收入增长（2006—2011）	20
图 27 Umbro 被耐克收购后的销售额增长趋势（2008—2011）	21
图 28 2007 年耐克卖出旗下低端品牌 STARTER.....	21
图 29 2005 年 Nike Free、2006 年 AIR MAX 360、2006 年 NIKE+	22
图 30 2008 年飞线技术超轻运动鞋、AIR JORDAN 第 23 代篮球鞋、NIKEiD 个人定制网站	22
图 31 耐克的存货周转率和存销比历年变化图（1988-2011）	24
图 32 耐克广告和促销费用及其占销售收入比重历年变化图（1994-2011）	25

“能够与消费者心意相通并激发消费者的情感共鸣是目前我们这个行业唯一且最重要的竞争优势。在这一点上没有别人比耐克做得更好。”——CEO 帕克

一、走近耐克

1、公司简介

耐克公司于 1962 年成立于美国俄勒冈(Oregon)州，其创始人费尔·奈特(Phil Knight)和俄勒冈大学田径教练比尔鲍尔曼当初仅以 1000 美元作为初始投资创立了耐克公司前身蓝带体育用品公司，而到 2011 年耐克的年销售收入和市值分别超过 200 亿美元和 400 亿美元。

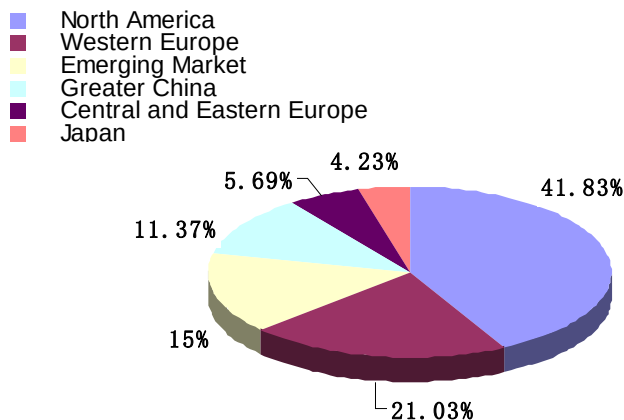
在近 50 年的发展历史中，耐克公司始终采用轻资产运营模式，集中力量于产品研发设计、NIKE 品牌打造和物流系统建设，逐步成长为世界第一的运动服饰品牌，其主营业务包括跑步、足球、篮球等多个运动领域的运动鞋、运动服和运动器材三大类产品的设计、营销和销售。**至 2011 财年，公司拥有 34400 个员工，年销售收入近 209 亿美元，同比增长了 9.7%。公司收入的主要产品构成为运动鞋(55%)，运动服(26%)，运动器材和其他品牌(19%)。**

在公司发展的后期，通过兼并收购实现产品组合的多元化成了耐克继续壮大的最主要方式。目前除了 NIKE 品牌外，公司拥有品牌包括 Cole Haan (1983)、Hurley (2002)、Converse (2003)、Umbro (2008) 和 Nike Golf (自创于 1996)。**2011 年，这几个品牌实现销售收入 27 亿美元，占销售收入比重达 13%，NIKE 品牌占销售收入的 87%。**

目前耐克产品的销售遍布全球 170 多个国家，耐克公司除了在全球拥有 756 家自营专卖店和电子商务直销外，**其 80%以上的销售额是经批发模式，通过其独立分销商、授权商 (licensees) 和零售商等渠道合作伙伴实现的。**

2009 年，耐克重新调整了公司的销售管理组织架构，将部门分解为六大区域，即北美、西欧、中东欧、大中华区，日本和新兴市场。耐克在北美市场上拥有远高于阿迪达斯和锐步的市场占有率。2011 年，耐克在西欧、大中华区和日本的区域销售占比有所下降，其中，中华区占比由 2010 年的 16% 跌倒 11%，西欧地区占比从 23.7% 跌倒 21%，而北美占比上升了一个百分点。未来，耐克将其市场重点更多地放在大中华区和欧洲，增强与阿迪达斯在国际市场的竞争，并进一步巩固其世界第一市场占有率的地位。

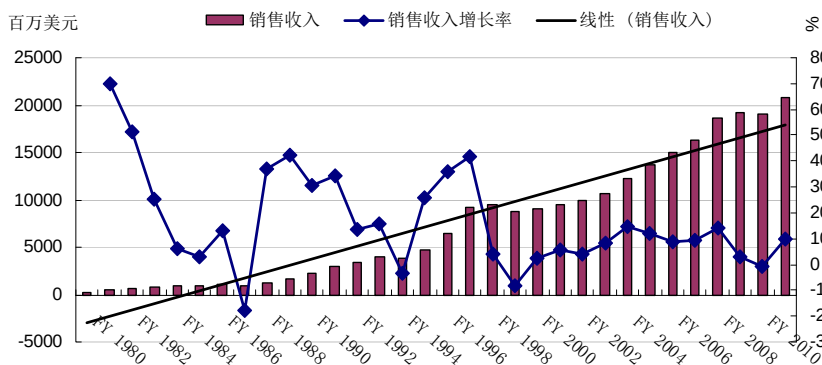
图 1 NIKE 品牌销售收入的区域构成（2011 财年）



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

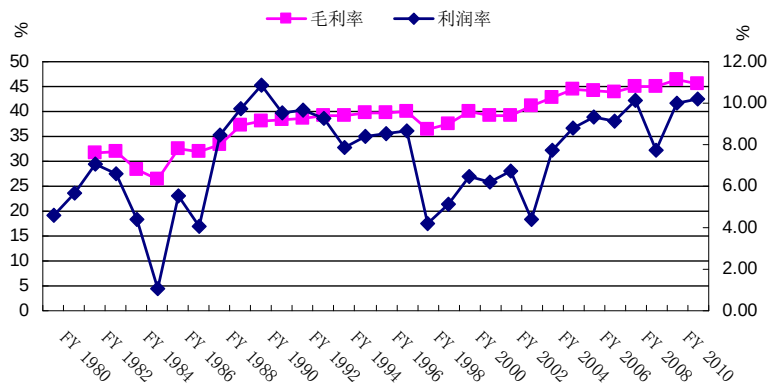
耐克于 1980 年登陆纽约证券交易所，上市后公司销售收入从 1980 财年的 2.7 亿美元增长到 2011 财年的 208.6 亿美元，公司净利润由 1980 年的 0.125 亿美元，增长到 2011 年的 21.3 亿美元。**31 年间公司销售收入和净利润复合增长率高达 15% 和 18%。**在销售规模持续增长的同时，公司的盈利能力呈现逐步上升态势，并在行业内保持领先水平，2011 年公司毛利率约为 45%，高于同年行业平均 43% 的毛利率水平。2011 年公司净利率达 10.2%，高于行业平均 6.5% 的水平。

图 2 耐克销售收入增长趋势（1980-2011）



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

图3 耐克毛利率和净利率变化趋势（1980-2011）

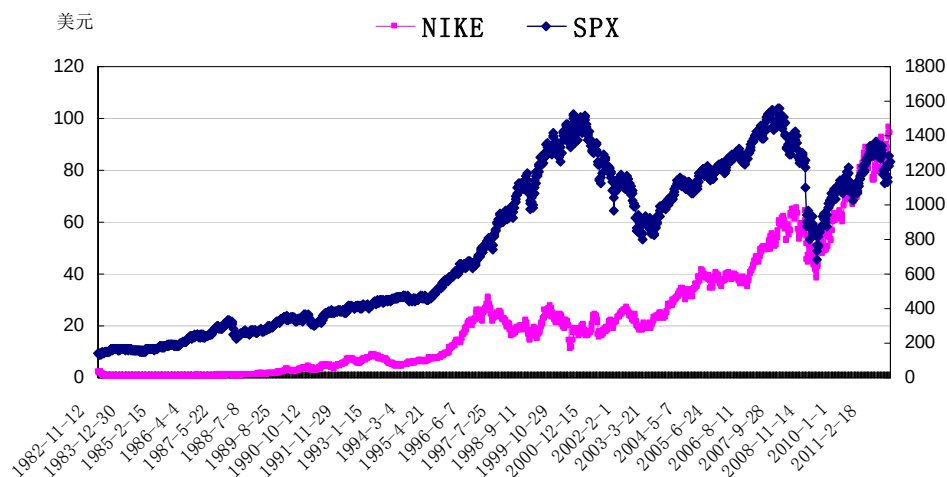


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

2、股市表现

耐克公司于1980年登陆纽约证券交易所。耐克公司经历了1972—1982年十年的高速成长后，公司在1983—1985年业绩出现了下跌，随之股价也于1984年底跌到0.3美元左右的最低谷。经历了1980年代后期的转折期后，耐克在1989年底重新夺回了美国市场第一，并走上了业绩持续高速增长的轨道，进而其股价也从1984年11月9号的0.3美元涨至2011年11月4号的94美元，涨幅近314倍，远高于同期标普500指数约7.5倍的涨幅。

图4 耐克上市以来股价变动图

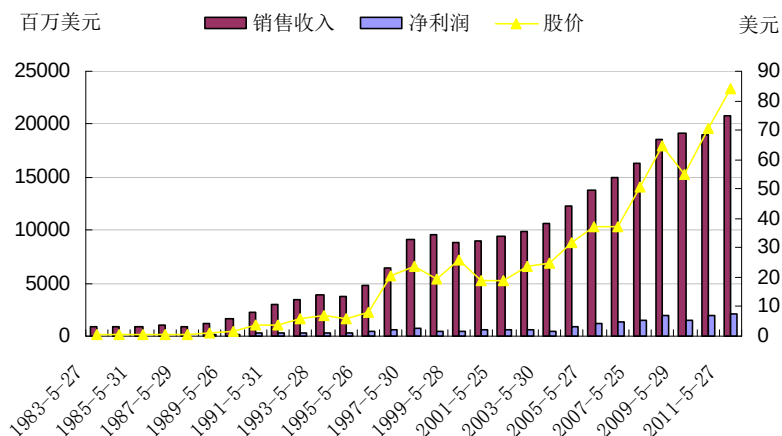


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

从公司股价和经营业绩的相关性上看，我们可以发现耐克1984-2011年的公司营业收入和净利润的复合增长率分别为13%和16%，而同期公司股价从1984年11月9号的0.3美元增长至2011年11月4号的94美元，27年间股价的年复合增长率高达23.7%，股价的年复合增长率远超过业

绩的增速。这也再一次证明了在公司业绩持续快速增长阶段，其股价往往因为能获得高估值溢价而超过业绩本身的增速。

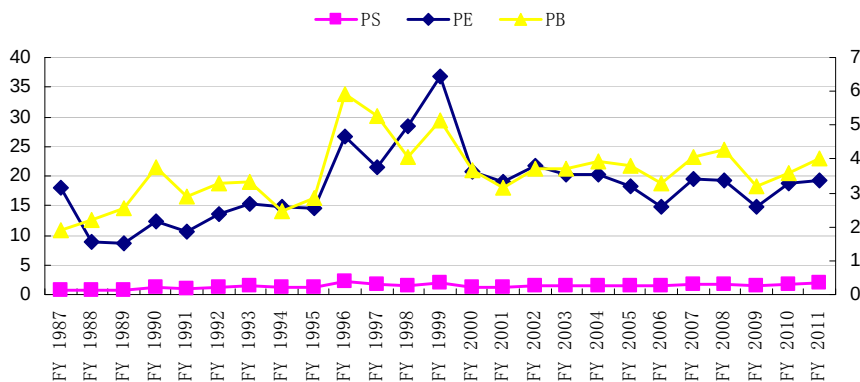
图 5 耐克公司经营业绩与股价走势图（1983-2011）



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

从公司上市以来股票历年的估值变化趋势看，从 1987 年到 1999 年，随着公司业绩的高速增长，估值水平不断提高，一度接近 40 倍。而进入新千年后，随着公司业绩增速逐步趋于稳定，其估值水平也随之下落。近几年来公司股票估值基本处于 15-20 倍之间。这也从一个侧面再次证明了公司业绩高速增长阶段能获得资本市场的高估值。

图 6 公司上市以来估值水平的变化趋势图



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

二、公司历史：决定命运的四次转变

1、耐克前传：从经销商到自创品牌 NIKE（1962-1971）

早在 Nike 和 “Swoosh” 标志诞生前，耐克的两位创始人菲尔奈特和比尔鲍尔曼就预见了美国运动鞋市场的变革，因而创立了耐克公司的前身“蓝带体育用品公司”（简称 BRS）。这是一家经销商公司，拥有老虎（Tiger）品牌在美国的独家代理权。

菲尔奈特曾是美国尤金洲俄勒冈大学的一名中距离长跑运动员，其美国顶级田径教练即是耐克的另一位创始人比尔鲍尔曼。鲍尔曼作为奥林匹克教练，从 1948 年开始在俄勒冈大学担任田径总教练直到 1973 年。他总尝试通过改变跑道表面，尤其是对运动鞋进行技术革新来试图提高其手下的运动员的成绩。但是 50 年代的运动鞋生产商却无视鲍尔曼提出的建议，因而，深信运动装备的优劣与运动员表现息息相关的教练只好为自己的运动员手工制鞋。

图 7 创始人：运动员菲尔奈特、俄勒冈大学田径教练比尔鲍尔曼

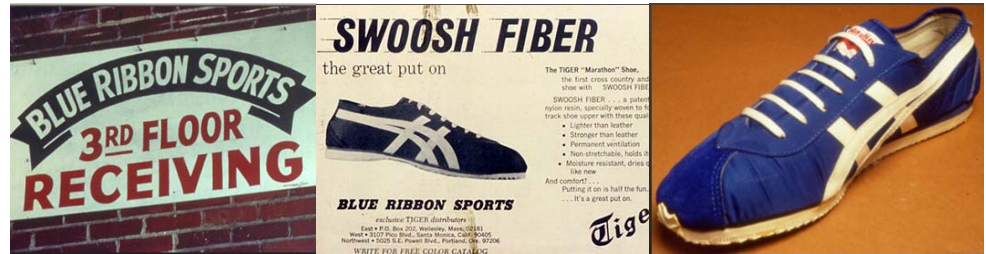


资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

菲尔奈特从俄勒冈大学毕业后便进入斯坦福大学进修 MBA。他在论文中提出，日本生产的高品质运动鞋可以凭着更低廉的价格与占据美国市场领导地位的德国品牌 Adidas 抗衡。1962 年，结束了 MBA 学习的奈特担任起会计工作。1963 年夏天，奈特到日本走访 Onitsuka Tiger 公司（成立于 1949 年，后更名为 ASICS，今已跻身世界前几大运动用品品牌。）他看到了日本价廉而柔韧的运动鞋，立即说服 Onitsuka Tiger 公司让他成为虎牌（Tiger）品牌鞋的美国代理商。而事实证明，价格便宜、性能优越的跑鞋在美国很有市场。

随着 1964 年 1 月，第一批虎牌运动鞋样品寄到奈特手中，他便将其寄给自己的教练鲍尔曼，希望教练能帮他卖给其手下运动员。相反，看到日本鞋子后的鲍尔曼却提出要与奈特合伙出资，并希望将自己的设计理念提供给 Onitsuka Tiger 公司。因而，比尔鲍尔曼和菲尔奈特各出资 500 美元，成立了蓝带体育用品公司（Blue Ribbon Sports，简称 BRS），并在 1964 年 1 月向日方下单，订购了 300 双运动鞋。奈特负责在自己的车后箱兜售鞋子，在短短的一年之内他就卖出了 8 千美元的鞋子。而鲍尔曼开始将虎牌鞋拆卸下来，研究如何把鞋子做得更轻更好。他时常让自己的跑步运动员试验自己的新品。鲍尔曼对运动鞋的研发和革新精神，奠定了作为经销商的蓝带体育用品公司转变为一个创新能力极强的专业运动鞋研发制造公司的能力。

图 8 蓝带体育用品公司，鲍尔曼设计的具缓冲效果的轻泡底虎牌鞋



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

然而，鲍尔曼和奈特都有自己全职的工作。随着蓝带体育销量的增长，1965 年他们聘请了第一位全职员工 Jeff Johnson（奈特在斯坦福大学结识的跑步运动员），他在自己的小型货车车尾售卖运动鞋予高校学生。Jeff Johnson 对这个初创企业作出了巨大贡献。他创造了第一个产品册、为公司产品目录拍照、印广告单和其他宣传材料。他负责接收和发送货物，还建立了邮购系统，并于 1966 年在加州圣蒙尼卡（santa monica）开了第一家 BRS 零售店。

图 9 蓝带体育用品公司第一个员工 Jeff Johnson、BRS 第一个零售店



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

1968 年，鲍尔曼寄给 Onitsuka Tiger 公司一双自己设计的叫做 Cortez 的鞋子，里面的鞋帮是软尼龙的，而非传统的皮革。这双鞋虽然一开始遭到阿迪达斯业务代表的奚落与嘲笑，却在田径比赛中风行一时，成为虎牌旗下最畅销的鞋款。1969 年，奈特从波特兰大学的商业管理副教授职位隐退，全身心投入到 BRS 公司。此时公司已经拥有了几家门店和 20 个员工。而鲍尔曼把俄勒冈变成了美国运动员的“圣地”，在那里诞生了全国最优秀的赛跑运动员和跳高运动员。1970 年，鲍尔曼以橡胶作实验，把液态的橡胶混合物倒进妻子的华夫饼干的铁模，打造出了华夫底（waffle sole），并从此改变了运动鞋的设计。这情形就像当年阿迪达斯勒也曾曾在母亲的洗衣房里实现了制鞋业的变革一样。

图 10 1970 年鲍尔曼发明的橡胶大底

资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

在鲍尔曼发明橡胶大底的 1970 年代，由于日本进口产品在美国受到限制，BRS 和 Onitsuka Tiger 公司的关系正逐渐走坏，BRS 公司（耐克的前身）面临着失去日本鞋底供应的压力，而其销售额不到 1 百万美元。具备了一定的研制、销售和管理能力，并已实现了一定的原始积累的 BRS 公司开始谋划生产和销售自己的品牌运动鞋。蓄势待发的 BRS 公司急需融资。但是，奈特没有办法从当地银行获得贷款。因而，他找到了一种融资的新方法，即通过东京银行和一家叫岩井（NISSHO IWAI）的日本贸易公司，借由进口信用证获得贷款。

1971 年，奈特带着他的几个员工，自行开发设计出一条不同的生产线，并找到一家位于爱塞特 (Exeter) 的工厂。日本的岩井公司为其提供融资，日本橡胶为其提供技术，奈特负责财务，Jeff Johnson 负责生产管理，而比尔鲍尔曼领导了一个研究开发委员会。1971 年 NIKE 品牌正式诞生，而其品牌和标志的来源也纯属偶然，由于 Jeff Johnson 在一次梦中梦到了希腊胜利女神 NIKE，便将公司新产品命名为 NIKE 运动鞋，并设计了早期的几款耐克鞋。而品牌的标志则以 35 美分的价格购自于波特兰州立大学的一位平面设计女学生凯洛琳·戴维森 (Caroline Davidson) 之手，后以 “Swoosh”（嗖的一声）广为人知。而随着 BRS 和 Onitsuka Tiger 公司在经销协议方面的分歧越演越烈，1972 年双方结束了合作关系。

图 11 耐克商标 “swoosh”、希腊胜利女神 NIKE

资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

2、成长的波折：成为第一、跌到第二、重回第一（1972-1989）

1972 年 2 月，BRS 在芝加哥的国家运动用品展中成功展示了耐克品牌运动鞋，之后零售商们同意尝试销售耐克鞋。同年 6 月，BRS 将鲍尔曼的橡胶大底制造出 Moon 系列跑步鞋供参加尤金俄勒冈举办的美国奥运田径选拔赛的选手使用。马拉松运动员 Jeff Galloway 是第一个穿着耐克鞋冲过终点线的运动员。比传统运动鞋更轻便的窝夫鞋底产品受到运动市场的热烈欢迎。公司同时发售印有耐克 LOGO 的 T-shirt 衫。在 45 位员工的努力下，NIKE 鞋第一年的年销售额就达到了 320 万美元（来源 92 年年报）。

图 12 1972 年上市的 Moon；1972 年 2 月 BRS 在芝加哥的国家运动用品展



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

有了“swoosh”LOGO、NIKE 品牌和独具特色的窝夫大底，BRS 急需签约一位优秀运动员来提升耐克品牌形象和知名度。因此，1973 年，他们找来了世界田径史上的传奇人物史蒂夫普雷方丹 (Steve Prefontaine)，而其教练正是比尔鲍尔曼。普雷方丹是在美国俄勒冈州长大的犹太人，他在中长跑方面的卓越才华得到俄勒冈大学田径教练比尔鲍尔曼的赏识，很快受邀进入该校学习。他纵横田径赛场上，是当年美国体坛上最具光芒的明星，是 5000 米项目中的无冕之王。正如奈特所说，他坚韧不拔的精神成为了耐克品牌的灵魂。史蒂夫普雷方丹的代言帮助耐克品牌顺利完成了从初创到品牌确立的顺利转变，1974 年 BRS 公司推出的窝夫大底的 Waffle Trainer 鞋成为了美国最好卖的训练鞋。1975 年公司的销售额已经达 850 万美元。

图 13 耐克 Waffle Trainer 跑鞋及传奇人物史蒂夫普雷方丹



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

随着日元持续升值，人力成本高涨，日本生产鞋子的代价愈来愈高。为了降低生产成本，BRS 公司（耐克的前身）于 1975 年将日本生产线转移至人力成本相对较低的韩国与台湾。这段期间，公司

的经营重点聚焦于三个方面——建立最好的海外生产运作模式、为代工厂商说明新设计与款式和维护品质水准，这为公司后续的持续发展奠定了坚实的基础。1978 年，BRS 公司正式更名为耐克公司。

回顾耐克品牌起步的 10 年，慢跑运动在美国盛行一时，耐克正是得益于对这一消费潮流的前瞻发现和把握，因此在市场上占据了他人无法企及的优势。比尔鲍尔曼在这项运动中挺立潮头。在他的激励下，千千万万的美国民众纷纷投身到长跑中。他出了一本畅销书《慢跑手册》(JOGGING)，将跑步誉为轻松美好的健身方式。而那些喜欢跑步的美国人簇拥着冲向了耐克运动鞋。不像喜欢在大街或者人行道上慢跑的美国人，德国人热衷于越野跑，因而阿迪达斯拒绝美国批发商让其生产柔软鞋子的要求。直到 70 年代末阿迪才推出 SL 跑鞋，虽然在美国第一年销售达 10 万双。然而那时的耐克已经抓住了时代的脉搏，遥遥领先于其他同行，菲尔奈特仿佛打造出来一个新兴的跑鞋细分市场，并早已抢占了这个新市场。

伴随在慢跑领域的蓬勃发展，耐克也将产品触角延伸到篮球、网球等运动。至 1977 年时，耐克已有了一只 NBA 篮球运动员组成的庞大促销队伍，但收效甚微。因而，公司改变其营销策略，向教练支付报酬，与教练达成协议，让高中篮球队都穿上耐克鞋。并最后通过匹兹堡的篮球高中联赛达到了很好的宣传效果。到了 1979 年时，耐克与和全国 50 多名大学教练签了合约。当时，匡威 (converse) 70% 的销售额都是篮球鞋，耐克的进入极大地冲击了匡威的篮球鞋市场。而 1978 年，网球选手“坏孩子”约翰·麦肯罗 (John Mcenroe) 与耐克签约，耐克推出第一双童鞋。而耐克品牌吻合青少年的叛逆、独特的品牌个性开始得到传播。

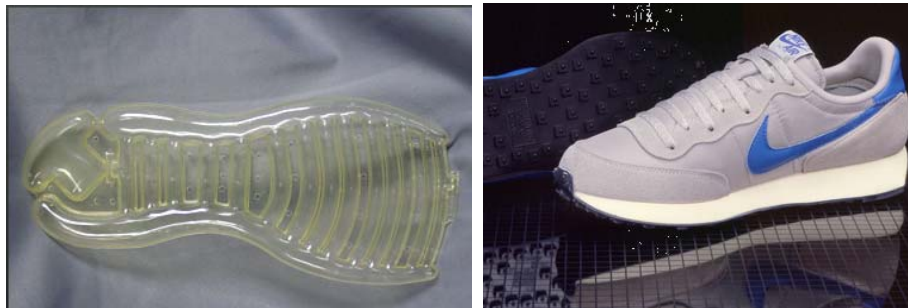
图 14 网球运动员“坏孩子”约翰·麦肯罗 (John Mcenroe)



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

在公司发展的前期耐克虽然在技术上存在不足，但它已经开始抢占阿迪的市场。而到了 1978 年，耐克研发出了缓冲系统“Air”气垫技术，在产品技术研发上带来了划时代革新。评论家约翰·何朗 (John Horan) 曾在美国运动产业的专刊上，针对 Nike 气体鞋发表了他的看法，“其实它是个简单、容易理解的制鞋科技，只须将空气注入鞋底，即形成具有弹性的鞋垫，如此而已”。1979 年 11 月，在夏威夷 HONOLULU 马拉松比赛中，第一款运用 NIKE 专利气垫技术的 Thaiwind 跑步鞋推出。

图 15 1979 年耐克“Air”气垫技术，Thaiwind 气垫跑步鞋



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

1980 年莫斯科奥运会上，穿着耐克鞋的英国中距离跑步运动员史蒂夫奥维特（Steve Ovett），夺得了金牌，这是耐克运动员的第一块金牌。同样是在 1980 年，耐克首度超过阿迪达斯，成为了全美运动鞋第一品牌，年销售额达 2.7 亿美元，在自创品牌后的 9 年时间销售额增长了近 90 倍。1980 年底，耐克公司成功完成了 IPO。

同年，耐克第一双运用气垫技术的篮球鞋 AIR FORCE 1 发售，当时挑选了 6 位篮球运动员来代言这款鞋。随着街头篮球、嘻哈文化等文化潮流来袭，耐克 AIR FORCE 的设计中融入了多个时期的不同地域的社会流行文化，从运动到休闲再到潮流，从美国到欧洲再到亚洲，它发展的时间太长，融入的元素太多，音乐、涂鸦、游戏……应有尽有。迄今已经推出了 1700 多个款式，且仍不停有新品上市。而在 2007 年，nike 重新选择六位球星代言 Air Force 1。即便 Air Force 1 已经离开了篮球场，但它的运动精神依然长存。

图 16 1982 年耐克推出“Air”气垫篮球鞋 AIR FORCE 1



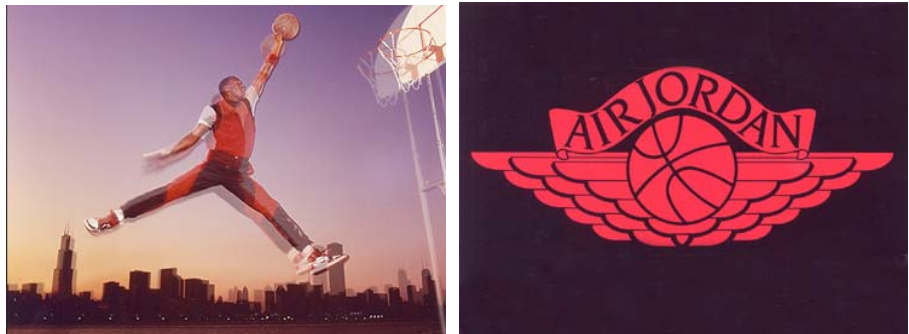
资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

进入 80 年代后，许多耐克公司元老另谋其他事业，纷纷离职，包括奈特也放慢了脚步。1983 年春天，身为公司董事会主席和 CEO 的他到中国长时间旅行。走之前，他把管理权交给老员工鲍伯·伍德尔（Bob Woodell）。没过几个月，慢跑热潮退去，健美操等新的有氧运动开始兴起，其代表人物就是美国健身影视明星简方达，曾两次获得奥斯卡最佳女演员奖。她的<简方达健美术>出版后引起了世界轰动，进而美国市场掀起了新一轮的健身热潮。新品牌锐步通过专门为有氧运动设计的“自由风格”产品迅速攻占了女性运动鞋市场。这种新型运动鞋本是锐步亚洲制造商的“败笔之作”，他们由于一时疏忽不小心用做手套的皮革制成了运动鞋，却意外地达到了异常柔软的效果，并在体育

商业中掀起了空前的热潮。锐步在1980年的销售额还是30万美元，三年以后，其入账资金已经达到了1280万美元。已经是行业老大的耐克也犯了和阿迪达斯一样的错误，他们都对有氧运动不屑一顾。然而，1987年锐步的销售额已达到14亿美元。而1985年，耐克出现了2个季度的亏损，从美国第一位置上滑落，其美国的销售额为7.3 亿美元，两年内下降了6%。

1984 年秋天，奈特重新回到公司，从伍德尔那里收回了权力，反省危机的原因，并引入新的财务总监和销售副总监，重振耐克。在一系列改革措施下，1985 年耐克的存货减少了 7000 万美元。存货量由此前的 2200 万双降低到 980 万双。从此耐克引入新的存货管理体系，以便正确区分季节波动引起的存货问题和市场趋势转变引起的存货问题。1985 年，耐克首次在全球裁员，当年共裁了几百名员工。在 1985 年收入下滑的背景下，耐克一贯的高营销费用显得异常沉重。为了减少成本开支，当年公司减少了运动员签约费和签约运动员个数，但由于签约合同一般维持几年。因而减少签约费的效果要在其后几年才能体现出来。与此同时，耐克进一步加大在篮球鞋领域的发展，公司在篮球鞋市场多年的耕耘终于在关键时刻发挥了重要力量。随着跑步鞋市场的饱和，篮球鞋成为了耐克高速增长的又一引擎。1984 年，耐克与芝加哥公牛队篮球员迈克尔·乔丹签约，为迈克尔·乔丹推出“Air Jordan” 篮球鞋。这一个带有乔丹的名字，并有划时代的 AIR 气垫技术的篮球鞋促成了耐克新一轮的高空飞翔。乔丹的能力让所有的对手的甘拜下风，他所穿的球鞋自然也受到关注。而后随着 NBA 的全球推广战略，乔丹的国际知名度也不断上升。乔丹系列鞋的热卖把耐克从 1985 年的跌势中拉了回来。到 1985 年五月，公司卖出和接到的“Air Jordan” 篮球系列订单额就达 7000 万美元。

图 17 1984 年，耐克乔丹“AIR JORDAN” 品牌推出



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

同时伴随用氧运动的兴起和锐步的崛起，耐克也开始不断革新自己产品，拓宽自己的覆盖领域。1987 年，耐克推出含气垫的综合训练鞋，其缓冲能力可同时用于运动和有氧健身。而耐克新发明的 Air Max 可视气垫系列，使用更大的空气软垫，并首次设计成在鞋底中间侧面亦可看到。第一代 Air Max 的电视广告，使用披头四乐队的歌曲 Revolution，是披头士的歌曲首次及唯一一次被电视广告使用，达到了很好的宣传效果。

图 18 1987 年的综合训练鞋，以及 Air Max 可视气垫鞋

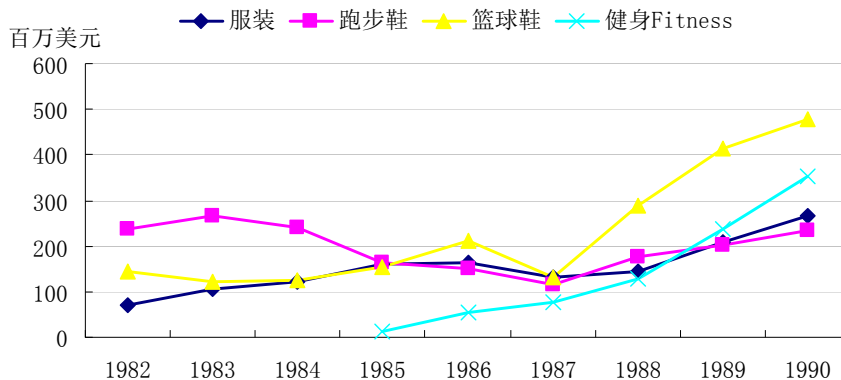


资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

在奈特重振耐克公司的过程中，除了在产品上不断创新丰富之外，耐克在广告营销上也下足了功夫，极大地提高了品牌的影响力。除了乔丹系列广告外，耐克还采用一系列名为“Bo Knows”的纪念广告，来推广其综合训练鞋，并于 1989 年开始使用振奋人心的口号“Just Do It”，这一广告语带来了超乎想象的市场营销的成功。

回顾耐克从 1980 年中期的低谷逐步恢复的过程，我们认为主要得益于以下方面：管理层和公司战略的重新调整、及时消化现有问题，针对新的运动潮流进行产品创新和丰富（特别是在篮球鞋和综合训练鞋市场的复兴）和强大的营销宣传等，这些因素共同推动耐克于 1980 年代后期再度成为美国第一，并一直保持该领导地位至今。

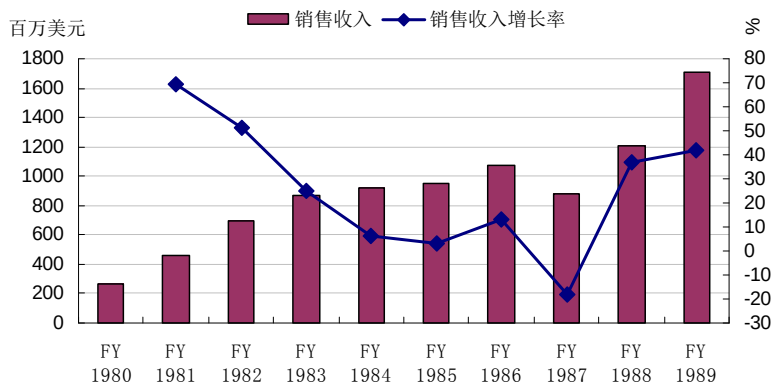
图 19 80 年代耐克在主要细分鞋类市场的转变趋势（1982-1990）



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

从 1972——1989 年，耐克首先成为了俄勒冈第一的销售品牌，接着成为美国太平洋沿岸的第一，后成为了美国的第一。然而，在竞争压力下，下滑为美国第二，之后回到美国第一，进而变成了世界第一。其销售额从 1972 年的 320 万美元，增长到了 1989 年的 17 亿美元，18 年间复合增长率达 41.8%。

图 20 耐克品牌 1980 年代转折期销售收入变化趋势（1980-1989）



3、品牌的壮大：多细分市场拓展+全球化扩张（1990-2000）

伴随着一系列新产品和营销活动的成功，耐克在进入 90 年代时，将总部搬到了波特兰郊区，新总部占地 74 亩，拥有以运动员命名的 7 座建筑。同年 11 月，耐克在波特兰市中心开设世界上首间耐克城（nike town）店铺，并取得多项零售设计及商业奖项。在此后 10 年，随着耐克国际化步伐的加快，耐克在美国、英国及德国共开设了 14 间耐克 town 商店。

图 21 1990 年耐克于波特兰成立世界总部；波特兰市中心世界首间耐克城



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

1990——2000 年的十年间，耐克在篮球鞋、曲棍球（冰球鞋）、足球鞋、高尔夫和自行车比赛运动鞋服等领域都有了快速的发展，通过品牌和品质的提升耐克有效占领了多个运动细分市场。

篮球鞋方面，1991 年，乔丹带领芝加哥公牛队获得第一次 NBA 总冠军。“飞人”乔丹在公牛队服役的 13 个赛季里，在 10 个赛季中荣膺 NBA “得分王”称号。与此同时，他还创造了连续 842 场得分两位数、5 次获选“最有价值球员”、6 次 NBA 总冠军。直到乔丹 1998 年退役，每一季的耐克广告都会塑造各式各样的乔丹形象，由导演 Spike Lee 拍摄。其中采用的许多语句，包括“一定是因为那双鞋。”在公众的心中成功塑造了乔丹和耐克品牌形象的和谐统一。

冰球鞋方面，1995 年，耐克通过并购领先曲棍球设备设计和分销商 Canstar Sports 公司，获得了全球第一的冰鞋品牌“Bauer”（该品牌由 Bauer 家族创始于 1927 年）。收购后的 1998 年，耐克成立 Bauer Nike Hockey 品牌，并购后的新品牌不仅保留了 Bauer 的多种原有优点，也结合了耐克在多种运动

产品上公认的创新能力和产品优质性能，因而在曲棍球产品领域（冰鞋、球棍、头盔、手套和服装）树立了稳固的领导地位。

图 22 90 年代耐克收购 Sports Specialties 公司和 Bauer 曲棍球鞋服品牌



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

足球鞋方面，虽然耐克早在 1980 年代就设计销售足球鞋服，但直到 90 年代中期，它才在该领域有了突破性的进展。进入 1990 年代以后，在全球范围内各式各样的体育运动中，足球运动日益风靡。也正是从 90 年代起，耐克开始将大量资金投入足球领域，想方设法吸纳大卫贝克汉姆等极具潜质的年轻球星，打算以此进军欧洲体育用品市场。为了能够立足欧洲足球市场，耐克努力争取各俱乐部和运动员。1995 年，耐克与整个巴西国家足球队签下长期合约，并开始为他们设计队服。这份有效期长达 10 余年的合同，给巴西带来了 1.6 亿美元的收入。此后，耐克签下了美国国家男足和女足队，及十几个其他国家足球队。公司投入巨资大搞宣传活动，并且和运动员、球队地接了大量的合同。当时，阿迪达斯只能给球队提供三条运动衣，而耐克给他们提供了一份完善的营销计划，而且还承诺帮助俱乐部开发欧洲市场的潜力。1994 年 NIKE 足球在整个世界杯上仅有 5 双球鞋，十几年的产品发展和巨额的品牌营销投入之后，公司在欧洲市场逐步成为龙头品牌。

NIKE GOLF 也像 NIKE 足球一样任重道远。NIKE 在 1985 年推出了第一双高尔夫球鞋“Air Linkster”。但直到 1996 年 NIKE GOLF 才开始真正走强。**1996 年，耐克以 500 万美元的价格与新秀高尔夫球选手老虎·伍兹签约。**许多评论家都对耐克的选择嗤之以鼻，然而接下来来的事实再次证明了耐克的眼光。1996 年 4 月，老虎以创纪录的 12 杆称雄美国大师赛，成为奥格斯最年轻的冠军。1999 年末他成为世界焦点，在最后的 13 个比赛中 9 次夺魁，排名第一。老虎·伍兹成功地代言了 NIKE 高尔夫系列，带来了巨大的知名度效应。1998 年 Bob Wood 加入耐克，NIKE GOLF 才正式成立。同年，NIKE 重新定位 NIKE GOLF 并推出全新的盾型标志。2003 年，NIKE 推出了 TW (Tiger Woods) 系列商品。系列包括鞋类、服装、高尔夫球棍和球。当 Tiger Woods 在 2003 年 Buick 高尔夫邀请赛时穿上一件红色 T 恤衫后，立即受到欢迎并成为打高尔夫球时必须穿着的不言而喻的规则。此后，Tiger Woods 也在每个比赛时展示 TW 的最新系列。**NIKE GOLF 的服装系列呈现金字塔般的三组。**第一组是最高端的 TW 系列。这系列讲求“功能性表现性能”和加强“生活化”元素感觉。中间组称为“Tour Basic Collection”，在服装设计和面料的采用上针对服装的功能性。一些服装款式的设计也趋于第一组“Tiger Woods”系列。第 3 组也称为“Tour Basic Collection”，系列主要采用了 NIKE 的“DRI-FIT”面料，在服装的设计裁剪上也比较简单。系列主要为 T 恤衫为主。

图 23 高尔夫球手老虎·伍兹和自行车运动员兰斯·阿姆斯特朗


资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

除了篮球、足球和高尔夫之外，耐克同时进军自行车比赛运动鞋服领域，并签约了当时极具潜力的自行车运动员兰斯·阿姆斯特朗（Lance Armstrong）。1996 年，阿姆斯特朗被诊断出身患睾丸癌，但是这一噩耗没有击溃这位坚强的自行车运动员。在身体恢复之后，阿姆斯特朗再次成为自行车赛场上的传奇人物。凭借坚强的意志力，阿姆斯特朗连续 7 次获得了环法自行车赛的总冠军。在他之前，还没有任何人获得过 5 次以上的环法总冠军。1999 年，这位战胜癌症获得胜利的运动员成了巴黎的头条。

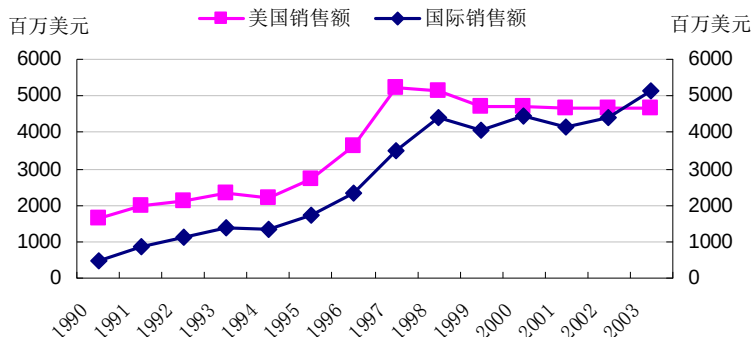
同样在这一阶段，耐克除了在产品领域多个细分市场加速发展以外，在渠道方面也开始加快全球化的拓展。因为到 1990 年代后期，美国市场运动鞋几近饱和，国际市场成了耐克寻找新增长的引擎。通过一系列国际扩张策略，耐克成功地与阿迪达斯角逐日本和西欧市场。随着耐克在全球寻找最廉价的劳动力和选择优质的供应商，耐克主要通过外包生产或合资方式打开了新兴市场国家的市场。**欧洲市场方面**，1981 年耐克第一个欧洲总部在荷兰阿姆斯特丹成立。针对西欧即将出现的跑步热，耐克公司集中力量打开西欧的高性能跑步鞋市场，取得了极好的效果。为了加强在欧洲的推销能力，耐克公司还在英国和奥地利设立了配销站，同时利用它在爱尔兰的装配工厂，就近供货给欧洲大陆市场，避开了高关税壁垒。进入 1990 年代耐克通过在足球产品上的品牌和产品提升，在欧洲市场真正逐渐成为运动用品领域的龙头。

日本市场方面，1981 年 10 月，耐克和岩井的联营公司——耐克日本公司正式成立，奈特亲自到日本参加了开业典礼。岩井公司是日本第六大公司，拥有非凡的人力、财力、物力，各种条件都非常的优越。耐克日本公司成立以后，耐克公司控制了这家公司 50% 的股权，并把日本橡胶公司原有的耐克公司产品经销权转移到新公司名下。同时，耐克公司与日本橡胶公司签约，让其负责耐克鞋的生产工作，而成品则交给耐克日本公司销售。通过与当地大企业联营耐克成功打开了日本市场，并在 1990 年带进入快速发展阶段。

中国市场方面，1981 年 3 月，耐克通过为中国男篮和女篮国家队提供运动鞋和运动服，开始其品牌在中国的宣传。1987 年，耐克与中国有关方面签订了制造运动鞋的合同，分别在天津、上海、广东和福建四地生产耐克鞋，并返销美国市场。从此，耐克鞋在中国就成为了知名的高档品牌。1990 年代末期，随着手机到网络各种新科技的飞速发展，美国式生活元素带来的文化旋风横扫中国，诞生了中国新鲜而大胆的青年文化，极大刺激了新新人类对耐克的帆布胶底运动鞋的需求。耐克逐步成为中国运动服饰领域的龙头企业。

耐克通过在美国本土和国际市场的双向高速发展，进一步拉开了与竞争对手之间的差距。至 2003 年，耐克在国际市场的产品销量首次超越美国本土销量。

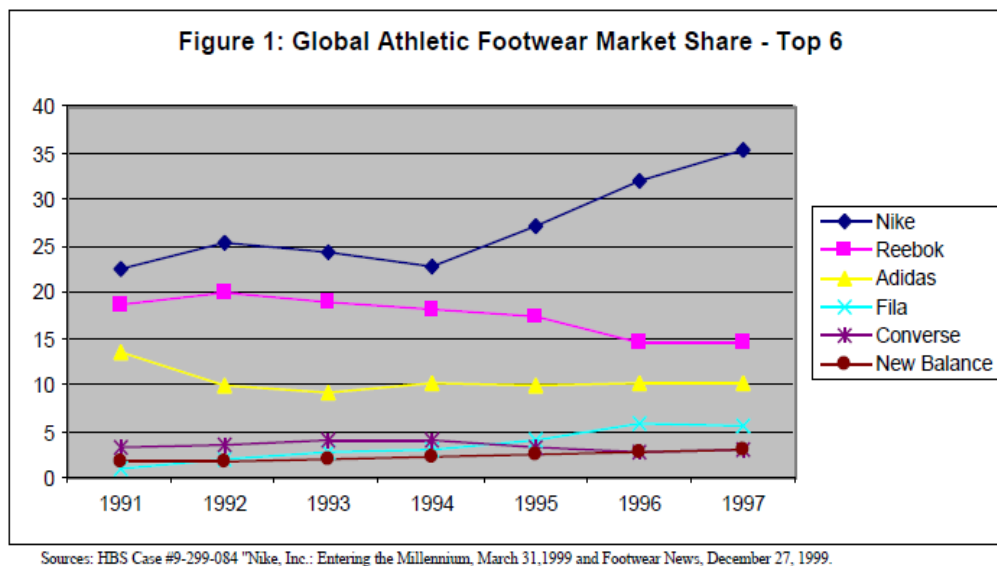
图 24 1990 年代耐克在国际市场和美国本土的销售增长趋势（1990-2003）



资料来源: <http://www.nikebiz.com/>, 东方证券研究所整理

也正是通过 90 年代的国际化扩张, 耐克在全球运动鞋市场的占有率不断扩张, 进一步拉开了与竞争对手的差距。

图 25 1990 年代国际主要品牌在运动鞋市场的份额变动趋势



资料来源: HBS Case "Nike, Inc.: Entering the Millennium", March 31, 1999 and Footwear News, December 27, 1999.

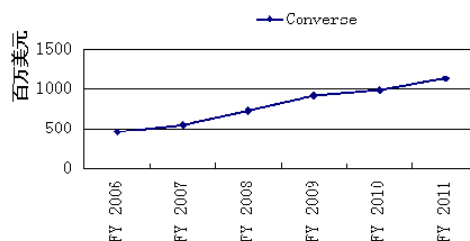
4、强者愈强：品牌并购有进有退 技术创新永不止步（2001 至今）

根据国际运动商品生厂商协会的数据，2004 年，耐克在美国运动鞋市场占有率为 36%，而阿迪达斯的市场占有率只有 8.9%，锐步是 12.2%。**美国有世界上最大的运动鞋市场规模，占据了每年全球运动鞋 330 亿美元的半壁江山。**而随着近年来美国经济的走弱，在美国市场已经有很高占有率的耐克逐步将更多地寻求亚洲和欧洲市场的发展。在这一背景下，资本运作成了耐克继续壮大的最快速的方式，**通过品牌并购整合实现更多元化更有效的产品组合是耐克留住各个消费群体的关键。**

2002 年，耐克收购 Hurley 国际公司，总部位于加州。Hurley 国际公司设计和销售极限运动鞋服，包括冲浪、滑板等。其全资子公司 Hurley International LLC 通过 Hurley 商标设计和销售冲浪、滑板和滑雪板运动服，以及年轻人的日常服装和饰品。2011 年 Hurley 实现了 252 百万美元的收入，同比增长了 14%。

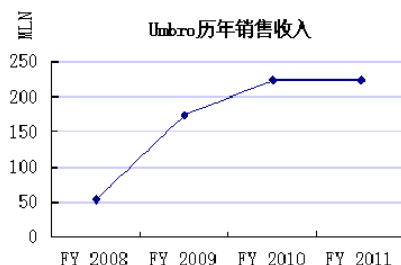
2003 年，耐克以 3.05 亿美元以及负担部分债务的条件，收购曾于 2001 年破产的运动用品公司匡威 (Converse)。消息一公布，耐克公司的股票价格立即上涨了 66 美分，达到每股 53.66 美元。匡威是一家成立于 1908 年，并拥有几个著名品牌的老店，在二十世纪二十年代至七十年代，该公司生产的“查克·泰勒全明星”篮球鞋在同类产品市场上占据了龙头地位。目前公司旗下拥有许多经典产品，包括 Chuck Taylor® All Star®, Jack Purcell® 和 One Star 等仍拥有许多忠实的消费者。**匡威的帆布鞋拥有与耐克不同的顾客群和消费市场，正好填补了耐克在中档运动鞋和休闲鞋市场上的空白。**在耐克并购匡威后，利用耐克公司的巨大影响，把匡威品牌产品继续推向全世界，匡威业绩不断增长。2011 财年匡威实现 11 亿美元的收入。

图 26 匡威 ALL STAR 鞋；匡威历年销售收入增长 (2006–2011)



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

2008 年耐克以 2.85 亿英镑的高价现金收购英国足球鞋品牌 UMBRO，每股收购价格比茵宝并购消息发布的前一天的收盘价还高 61.0%。这是继 2007 年阿迪达斯收购锐步 (Reebok) 后，运动用品市场上的另一大并购案。Umbro 创立于 1924 年，主打足球鞋服产品，与英国、瑞典、爱尔兰和挪威国家足球队以及英国 6 个领先的足球俱乐部有赞助和签约。茵宝符合耐克向越来越受世界人民欢迎的足球鞋细分市场扩进的战略，Umbro 2011 财年实现销售收入 2.24 亿美元。并购后，茵宝将作为耐克位于英国的独立子公司，并将受益于耐克强劲的市场营销能力和雄厚的财力。同时茵宝和耐克在足球鞋市场上因为产品高度互补，因而具有各自良好的发展空间。2005 年，耐克公司第一次在足球鞋市场超过了阿迪达斯。有了茵宝的耐克，在足球鞋市场与阿迪比拼，更加胜券在握。

图 27 Umbro 被耐克收购后的销售额增长趋势 (2008–2011)

 资料来源: <http://www.nikebiz.com/>, 东方证券研究所整理

在品牌整合方面,公司的战略是集中资源发展优势领域,因此除了积极收购有潜力和空间巨大的品牌壮大实力之外,耐克也会对现有品牌不断输理,退出增长空间相对有限的领域,根据公司的长期发展战略规划,耐克只把投资放在具有高增长潜力的公司上,对于增长潜力相对有限的业务将选择性退出。比如 2007 年出售的 STARTER 品牌和 2008 年出售的 Bauer 品牌都是这样的例子。2004 年,耐克创立 Exeter Brands Group, 这家专门生产低价位的运动鞋和运动用品的子公司主要用于发展公司同年收购的 STARTER 品牌(收购价格 4800 万美元),其产品平均售价大概在 40 美元左右。耐克接手后, Starter 在品牌运营、产品研发设计方面的能力有所提升。特别是 2000 年 STARTER 品牌与美国沃尔玛合作后,一直是在该渠道卖得最好的运动鞋之一,但是 2007 年 12 月,耐克以 6000 万美元将 STARTER 卖给了 Iconix 品牌集团。同样,在拥有冰球鞋领域的领先品牌 Bauer 已经 12 年后,耐克于 2008 年 4 月以 2 亿的价格将 NikeBauerHockey 卖给了战略投资者,公司现任 CEO 马克·帕克在对 Bauer 品牌的出售发表评论时表示:“我们致力于对耐克品牌以及对其形成良好补充的附属品牌强大组合内的资源进行投资,这样我们将能获得最大回报。我们相信正值我们最大化我们机遇和向我们长期增长目标迈进之时这是一个正确的选择。鉴于 NikeBauer 的市场领先地位,我们相信我们能有效地完成这项出售。”

图 28 2007 年耐克卖出旗下低端品牌 STARTER

 资料来源: <http://www.nikebiz.com/>, 东方证券研究所整理

进入 21 世纪之后,除了在品牌方面的有效并购和整合外,耐克依然没有停止在其在产品创新方面的步伐,

2005 年耐克首次推出了 NIKE FREE 鞋款,这是基于赤足跑更能达到训练目的的革新性思维——通过这款能加强足部和腿部机能、同时也提供基本保护性和抓地力的轻质运动鞋,真正将赤足训练的概念变成了现实。自 AIR 技术发明后,耐克不断地推出迎合市场的新型 AIR。2006 年,全掌超薄气垫 AIR MAX 360 推出,无中底,给跑步者带来最轻质、舒适的缓震体验。同年,耐克推出 NIKE+,

这款鞋是耐克与苹果公司联合开发，在鞋底中放入一个 NIKE+ 芯片，通过和相应接受设备的连接，支持实时反馈跑步距离，时间，卡路里消耗等数据功能，跑步成绩的提高一览无余。

图 29 2005 年 Nike Free、2006 年 AIR MAX 360、2006 年 NIKE+



资料来源: <http://www.nikebiz.com/>, 东方证券研究所整理

自 2005 年耐克推出 Nike Free 技术以来，耐克不断寻求创新，通过最优的运动产品提供给消费者最好的运动体验。2008 年，耐克创新队伍的创意总监默彻特(Jay Meschter)运用蜘蛛网强度重量比超级高的原理，发明了飞线技术(FIYWIRE)。飞线科技就是在耐克运动鞋的关键部位加上一种高强度尼龙纤维，要求该材料质量轻但强度大。耐克的飞线技术的目的就是在减轻鞋子的重量条件下，最大程度的提高鞋的支撑。FIYWIRE 协同 LUNARLITE 能够使运动鞋减少 18% 的重量。

同年，耐克推出 NIKEiD 个人定制服务。实现了除营销外，与消费者最直接的沟通。通过 NIKEiD 网站，消费者可以对历史以来的各种款型进行配色，实现个人定制。2008 年，推出 AIR JORDAN 第 23 代篮球鞋，这是首款根据 NIKE CONSIDERED 设计理念打造的篮球鞋，由耐克专利申请中的新型线迹缝纫机缝制 3 维鞋面。

图 30 2008 年飞线技术超轻运动鞋、AIR JORDAN 第 23 代篮球鞋、NIKEiD 个人定制网站



资料来源: <http://www.nikebiz.com/>, 东方证券研究所整理

正是凭借不断的技术创新耐克实现了在跑步、篮球、足球、女子健身、男子训练和运动文化等 6 个核心领域的长足发展。2011 年耐克 75% 的品牌业务增长产生于这几个核心产品领域。

三、耐克制胜之道解析

1、美国本土市场消费优势是耐克制胜的前提基础

我们认为耐克作为运动品牌行业的后来者能够超过阿迪、匡威等同行成为全球第一有一个重要的基础是美国市场本身是全球运动服饰消费的最大市场。如上文所述，根据国际运动商品生厂商协会的数据，2004 年，耐克在美国运动鞋市场占有率为 36%，而阿迪达斯的市场占有率只有 8.9%，锐步是 12.2%。美国有世界上最大的运动鞋市场规模，占据了每年全球运动鞋 330 亿美元的半壁江

山。另外根据专业机构的统计，2007 年全球运动鞋、服和器材行业年的市场规模为 2784 亿美元，其中美国市场占比就高达 36%。

耐克早期的快速增长充分享受到了美国作为全球最大的运动服饰消费市场带来的市场空间，同时也因为公司充分认识到了本土市场的消费空间和潮流趋势而获得了品牌的快速增长，比如上世纪 70—80 年代的对美国慢跑运动流行的准确判断和前瞻把握直接推动公司于 80 年代成为了全球运动品牌第一的企业，再比如经历了 1980 年代中期的短暂低谷后，公司又借助美国本土市场篮球运动的兴旺繁荣获得重生，并再次超越了竞争对手重回全球第一的位置。当然耐克后期进一步的发展壮大更多来自于全球化的扩张和品牌并购，但从 1960 年代品牌创立到 1990 年代牢固树立全球第一地位的过程中，充分抓住并分享本土市场运动消费的机遇是一个重要的前提和基础。

2、成功的轻资产运营模式是公司快速扩张的有力保障

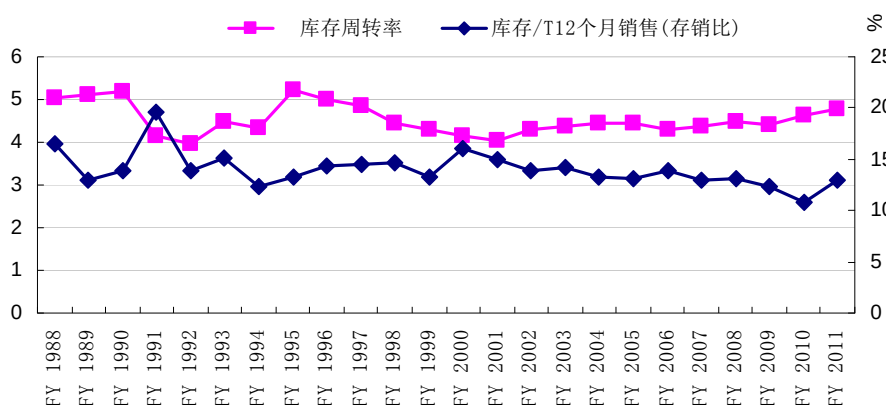
耐克的经营模式是典型的“轻资产运营”模式，将产品制造外包，并在零售分销环节上采用批发模式，自身只进行设计开发和品牌推广。我们认为该模式不仅可以降低公司资本投入，特别是生产领域内大量固定资产投入和零售领域的大量资金投入，同时还可以降低相应环节的风险，充分分享产业链上最丰厚的盈利。

耐克公司在 80 年代初开始实施“轻资产运营”模式，对于低附加值的生产环节，耐克通过“全球布局”思维，根据不同地域劳动力成本、汇率、安全状况等对产品在全世界范围内的生产做出不断的调整，先是日本、西欧，其后是韩国、中国台湾，接着是中国大陆、印度。目前，耐克公司除了自己在美国 OREGON、MISSOURI 和中国苏州拥有生产缓震气垫鞋底材料的工厂外，其余生产环节都由海外生产商加工。目前其分包商结构为中国 124 家，泰国 73 家，韩国 35 家，越南 34 家，此外，还有亚洲其他地区以及南美，澳大利亚、加拿大、意大利、墨西哥、土耳其等地的工厂。因此总体而言在耐克的发展历史上其毛利率是稳步上升的，后期基本稳定在 40% 左右，相比之下，对手阿迪达斯由于负担欧洲的大面积生产场地所需成本，只能达到 25% 的毛利，即使到 1992 年阿迪在远东建立采购处后，其毛利也只能达到 30%。长期以来，耐克抓住高附加值的设计环节，并且依靠巨大的销售规模在产品采购方面取得优势。而其较高的盈利能力优势又使得耐克积累了大量的财力，保证了耐克能签到顶级的运动员，并把大量资金投入品牌推广宣传。

耐克的“轻资产运营”模式还充分体现在零售环节，耐克目前 80% 以上的业务来自批发模式，批发模式的推广不仅使公司获得了最快速的扩张，也在一定程度上降低了公司的销售风险。耐克目前在全世界拥有直营门店、网络直销和定制，众多独立经销商和零售商，而其部分生产授权商（licensees）也是其重要经销商。耐克与经销商、零售商的合作是其持续增长的主要推动力，批发模式未来五年占总业务比重估计仍将达 80% 以上。早在 70 年代，耐克就开始采取期货订货的方式来解决产品的销售。2011 年耐克批发销售中 87% 的运动鞋、60% 的运动服是通过期货订单进行的。随着竞争的加剧，市场需求不再无限大时，期货订货的好处还在于通过经销商的预定起到试探市场和稳定渠道价格的作用，实现对市场和订货环境的预测。公司以期货价激励经销商提前半年完成了 100% 的订货任务，这样让公司有充足的时间调整存货。另一方面，由于生产材料是全球采购，通过事先确定了一个整体的生产数量，能更有效地控制成本。当然以批发为主的业务模式的风险在于要充分评估和控制终端层面的存货情况，这一方面取决于公司产品研发的前瞻准确性，另一方面也

取决于对零售环节的物流配送效率。耐克的产品研发是其强项（在后文详细分析），而物流建设方面，也为其轻资产的运营模式提供的良好的保障。耐克自 1982 年在美国田纳西州孟菲斯市建立第一个分销中心后，目前在全世界拥有 7 个物流分销中心。除了最新建成的中国太仓物流中心，耐克在世界其他国家物流中心分别位于比利时、美国、加拿大、日本和韩国。随着耐克业务在全世界的不断增长，耐克通过布局全球物流网络，建设世界上最先进的物流设施，来满足未来销售量增长的库存管理和快速补货需要。其物流系统设计的出发点就一个消费地域由一个大型配送中心来服务，尽量取得规模化效益。从公司的报表看，其存货周转情况一直保持相对稳定的水平。

图 31 耐克的存货周转率和存销比历年变化图（1988-2011）



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

3、强大的产品研发能力是公司持续增长的主动动力

回顾耐克的发展历史，我们认为强大的产品研发能力是公司能够持续增长维持行业龙头地位的主动动力。耐克从成立开始至今在技术研发方面投入巨大，因为不好的产品不会有好的市场销售，也无法引发消费者的品牌认同度。1995 年耐克公司技术研发与产品开发费用为 5000 万美元，到了 1997、1998 和 1999 年，该费用基本维持在了 1 亿美元左右，约占销售收入的 1.1%。

从耐克创始人鲍尔曼发明 1970 年发明的橡胶大底，到 1978 年耐克研发出的缓冲系统“Air”气垫技术，再到 2005 年耐克首次推出的 NIKE FREE 鞋款，以及与苹果公司联合开发的在 NIKE+ 系列等，都引领公司从一个辉煌走向另一个辉煌。

耐克在 1980 年成立的研发实验室，研究专家来自生物力学、工程技术、工业设计、化学、生理学等多个领域。公司还聘请教练员、运动员、设备经营人、足病医生和整型医等，共同审核各种设计方案、材料，以求根据人体工程学改进运动鞋的设计。同时，公司在服务签约运动员，为其设计产品时，大量的详尽监测数据更有助于公司研发人员改进产品性能。比如，耐克公司实验室的资料清楚地记载着篮球明星乔丹与巴克利两人因弹跳能力及落地的方式等因素差异，对各自落地时足部必须承受的压力的差异。

耐克的产品定位是专业运动产品，因而设计理念至始至终都是提高专业运动员表现，减少运动员受伤以及提高舒适度。另一方面，耐克的设计也融入了流行趋势，加入潮流元素，以免流于刻板。统

计资料指出，篮球运动造成的足踝受伤大多数都属于“逆转性”的拉伤，耐克就根据这个数据开发了带有反逆转带的“食人族”系列。类似食人族这样的产品在进驻商店之前，耐克还会邀请色彩专家评估流行趋势，在预测消费者多变的颜色偏好基础上，进行潮流元素的开发设计。

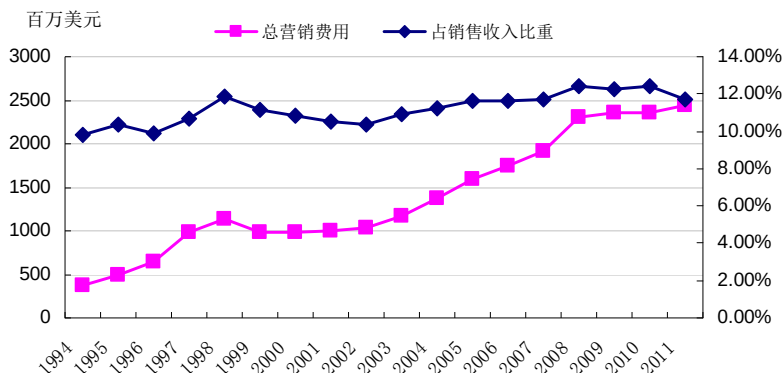
在产品研发上，除了不断自身的不断投入和持续创新外，耐克公司也通过并购和合作策略获得一些外部新技术，如美国的泰特拉公司(Tetra)，该公司专业制造气囊用材料，后被耐克收购。那些运用该技术的减振系列运动鞋为耐克公司在上个世纪 80 年代创造辉煌提供了重要的支持，再比如公司在冰球鞋和足球鞋等领域的发展中，也通过并购实现了研发力量的整合。

4、专业化的体育营销是公司不断前进的利器

在运动品牌的发展中，体育营销始终承担着重要的角色，我们认为耐克的成功也充分得益于其富有特色的、前瞻性的体育营销能力。

从 1982 年 10 月，耐克在纽约马拉松直播时段播出首个全国电视广告之后，耐克在广告、运动员签约等营销投入在业界从来都是首屈一指。在 1980 年代，耐克的营销费用投入就占到了销售收入的 6%，并不断爬升，在 90 年代达到了 10%以上，在近期超过了 12%，并有不断增长的趋势。据估计，除去在世界范围内请知名代言人的费用，耐克在中国 2010 年的营销预算就高达 16 亿元。

图 32 耐克广告和促销费用及其占销售收入比重历年变化图（1994-2011）



资料来源：<http://www.nikebiz.com/>，东方证券研究所整理

耐克的广告诉求，很简单，就是充分表现运动员，因为运动员本身就体现了耐克所倡导的精神。耐克每一期广告都有宣传主题，并由最能体现这一运动精神的运动员来表现。正如创始人菲尔·奈特指出，“在我的眼中，营销学跟社会学很像。耐克做得最成功的，就是诠释了人们现在正在做什么、他们的兴趣在哪里，而我们也非常荣幸地达到我们当初所有的构想。”

耐克对明星代言策略的充分利用极好地塑造了其品牌形象。未来保持行业龙头的地位，耐克努力在每一项运动范围、每一项比赛中都找到具有天分的运动员当形象大使。在创建的前 20 年里，耐克运用大量代言人策略，据统计约有 2000 名运动员与耐克签约。根据体育行销专家预估，1990 年代结束以前，与耐克签约的运动员人数将是其他竞争对手签约总人数的整整 7 倍。与同行相比，同样的明星代言策略，耐克做得最成功，这除了运动员本身的影响力，背后更是耐克善于事件营销配合赛事和新品发布进行广告投放才达到的整体的营销成果。

在耐克品牌的体育营销中尤其值得一提的是善于挖掘明日之星，并与这些巨星进行长期的深度合作，从而达到品牌的共赢。1984 年，耐克以高于阿迪达斯或者匡威 5 倍的价钱签下了乔丹。许多企业都认为乔丹不过是又一个产品代言人而已，却没想到他具有如此的感染力，会成为一个市场战略和整个运动鞋、运动服生产线的核心。实际上，当公司的品牌形象与一个明星联系在一起，就已经将品牌置于高风险中。因为这些貌似英雄的家伙，也可能会吸毒、离婚、得病，甚至服用违禁药物，没有任何办法可以规避这样的风险。而耐克是愿意投资未来的公司，他最擅长做的是培养明日之星。类似乔丹、老虎伍兹、刘翔等运动员的押宝成功，绝对不是偶然事件。任何一个完美的市场营销，都不是凑巧的。作为专业运动品牌公司，耐克拥有在各体育领域富有专业经验的工作人员。他们可以判断出谁是明日之星，在他发亮之前，耐克就会发掘，为他提供最好的装备，帮助他提高成绩，从而实现双方的共赢。简单的说，就是把运动员当作伙伴，指派专人为其服务，提供给运动员任何可能的协助。不是纯粹把体育转成商业，签合同给钱了事，而是要创造机会培养他的突破能力，回报自然会在后面得到。耐克与乔丹的合作营销的经典，1984 年，耐克给乔丹的条件除了 5 年的合同外，还包括赠予耐克的股票，以及为乔丹设计一个独具个性的产品系列“AIR JORDAN”。耐克凭此一跃成为世界体育用品市场的老大，而乔丹也成为拥有个人运动品牌的第一人。乔丹品牌属于耐克旗下的高端品牌，除了飞人乔丹鞋以外，还包括高档的运动和休闲服饰。耐克品牌与乔丹品牌的同步就是一种市场共振，这是耐克在品牌战略上的杰出发明。将体育明星的名字嵌入产品品牌中，使两者的关系更为密切，将极大地促进品牌推广。相对而言，这比普通的明星代言更为高明和巧妙。

除了主题鲜明的广告、充分利用明星代言和挖掘明日之星进行深度合作外，耐克后期在品牌体育营销方面进一步走向成熟，整合营销、埋伏营销等多元化方式得到充分利用，并取得了良好的效果。2002 年世界杯期间的蝎斗广告（“Secret Tournament” campaign）是耐克公司第一次真正意义上的全球性整合营销活动，耐克创造了多方位的消费者体验来渲染世界杯。蝎斗营销运动包括了广告、互联网、零售终端和公共关系等多元素共同推进消费者对耐克足球鞋服的体验。这种整合营销（integrated marketing）的效果比任何单一渠道要有效得多，耐克 2002 年对这一营销方式的运用是个里程碑式的开端。2002 年，全球的世界杯足球迷加入到了“蝎斗”运动。广告出现了三对三的足球精英比赛，先射入球的一方获胜。同时，耐克通过赞助全世界的青少年举行“蝎斗”足球比赛，来促进众多消费者参与到这些体育中。耐克更“蝎斗”的互联网比赛中。耐克善于埋伏营销。不同于具有与国际大型运动组织进行营销合作传统的阿迪达斯，耐克并不热衷于奥运官方合作伙伴的身份，从 1984 年的洛杉矶奥运会到 2008 年的北京奥运会，耐克始终是实效主义者。2008 年，阿迪达斯以天价获得了北京奥运合作伙伴，而耐克与中国 28 个奥运参赛协会中的 22 个签属合作协议，为其提供专属比赛装备。此外，耐克还与美国、德国和俄罗斯等近 40 个国家的奥委会签署了合作协议。如此一来，参加北京奥运的 3000 多名运动员中的大多数将身着耐克装备参加比赛，而只是在领奖台上穿上阿迪达斯的鞋子和服装。比赛本身无疑是最吸引观众的要素，当观众全神贯注、屏住呼吸、用双眼紧紧盯住跑在最前面的选手时，在选手一遍遍的慢动作被回放时，耐克自然而然地达到了视觉冲击的品牌宣传效果。

四、耐克的成功对国内品牌服饰企业的启示

1、抓住本土消费趋势是品牌初创成功壮大的前提

分析回顾耐克的发展历史，我们发现无论是对耐克还是我们之前研究梳理过的 COACH、ZARA、H&M、GAP、POLO、UNIQLO 等服饰品牌而言，**支持其品牌初创成功并不断发展壮大的基础前提是前瞻性地把握本土市场的消费趋势，以更具针对性的产品迅速占领市场，这是新品牌崛起壮大的关键之一。**在耐克品牌创立之前，耐克的两位创始人就预见了美国运动鞋市场的变革，认为当时日本生产的高品质运动鞋可以凭着更低廉的价格与占据美国市场领导地位的德国品牌 Adidas 抗衡，从而创立了耐克的前身蓝带体育用品公司代理经销日本运动鞋，并在经销代理之后进行通过自主研发改良优化日本运动鞋，创立了自有品牌耐克，获得了市场的成功。回顾耐克品牌起步的 10 年，慢跑运动在美国盛行一时，耐克正是得益于对这一消费潮流的前瞻发现和把握，因此在市场上占据了他人无法企及的优势，也迅速超越了原先的老牌运动品牌公司 Adidas 和 Converse。在依托跑步鞋获得快速增长之后，耐克也逐步介入篮球、网球等领域，并在 1980—1990 年代依托美国市场篮球服饰消费的快速繁荣和针对性的产品及营销策略重新获得崛起。

耐可的成功充分证明了只有本土的才是世界，也证明也行业后来者并不一定落后，只要紧紧把握本土消费的潜在趋势进行相应的产品营销和市场开发，后来者还是能够有充分的机会战胜国内外的老牌企业成为行业龙头。

从我们国家的服饰消费趋势看，我们认为户外用品行业、家纺行业、中高端女装、童装等都处于行业发展的早期，本土的消费需求处于快速增长阶段，本土品牌有很好的时间去发现市场机会、占领市场地位，关键是产品研发创新和积极的外延扩张策略，因此这些领域的优秀企业未来将有更大的机会获得一个快速成长期。

2、及时反思与调整战略是走出低谷的必要条件

回顾耐克的成长历史，在 2000 年之前的 30 年间几乎都保持了持续快速的业绩成长（1984—2011 年公司营业收入和净利润的年复合增长率分别为 13%和 16%），但耐克的发展壮大也并非一帆风顺的，在经历了品牌初创之后快速增长的十年后，公司于 1980 年代中期陷入低谷，这其中管理团队的原因（进入 80 年代后，许多耐克公司元老另谋其他事业，纷纷离职，包括奈特也放慢了脚步）、也有产品开发和市场策略等原因（当时美国国内慢跑热潮逐步退去，健美操等新的有氧运动开始兴起，耐克固步自封，对有氧运动有所忽视），最终的直接表现结果是 1985 年耐克出现了 2 个季度的亏损，两年内下降了 6%。而锐步却凭借有氧运动热潮迅速崛起，1987 年锐步的销售额已经达到 14 亿美元，超越耐克成为全球老大。在这样的背景下，1984 年秋天，耐克创始人奈特重新回到公司，反省危机的原因，并采取一系列措施迅速重整耐克，回顾耐克从 1980 年中期的低谷逐步恢复的过程，我们认为主要得益于以下方面：管理层和公司战略的重新调整（并引入新的财务总监和销售副总监）、采取强有力的措施及时消化库存和削减费用（引入新的存货管理体系和全球裁员），针对新的消费潮流趋势进行针对性的产品创新和丰富（特别是在篮球鞋和综合训练鞋市场的复兴）同时辅之于强大的品牌营销宣传等，这些因素共同推动耐克于 1980 年代末再度成为全球老大并一直保持至今。

回顾全球各领域服饰品牌的发展历史，业绩的起伏是难免的，优秀的品牌在于能够克服自身的认识偏差，及时进行反思并根据市场消费趋势的变化调整策略，这也是优秀品牌能够走出低谷实现可持续发展的必要条件。对于我们本土品牌的企业而言，目前休闲、运动和男装等行业都进入相对成熟

和竞争更为激烈的阶段，本土企业也都经历所在子行业高速增长阶段带来的外延高速增长期，如何在潮流捕捉、产品研发和渠道拓展等方面获得新的突破是重新获得高速增长的重要条件。

3、多品牌并购有进有退是企业保持生命力的关键

我们认为在一个品牌服饰发展壮大的过程中，品牌初创期的成功更多来自于针对现有市场的潮流趋势开发独创性的产品，而中期的成长主要来自产品的不断丰富创新和渠道的外延扩张，后期的发展壮大更多地来自于多品牌策略的实施带来的增量，这在我们之前分析的海外品牌服饰系列研究报告中已经得到证明，而耐克的发展再次证明了这一点，而且公司在多品牌的收购整合方面思路十分清晰，对于公司认为有明显品牌互补性、未来有很大整合空间的收购是十分坚决的（比如高价收购茵宝 UMBRO 和匡威 Converse），尽管当时市场并不为此看好，但耐克后续的业绩证明了其战略性的眼光。2001 年匡威 Converse 濒临破产，但被耐克收购后，利用耐克公司的巨大影响，匡威品牌重获生机，业绩不断增长，2011 财年匡威销售收入达到 11 亿美元。通过收购匡威 Converse，耐克在中档运动鞋和休闲鞋市场上的话语权明显增强。茵宝 UMBRO 被耐克收购后其年销售收入也由收购时 2008 年的 5000 万美元快速增长至 2011 年的 2.24 亿美元。而受益于茵宝和耐克在足球鞋市场上产品的高度互补，2005 年耐克公司第一次在足球鞋市场超过了阿迪达斯。从 1990 年代开始，耐克通过积极的品牌并购整合实现了更多元化更有效的产品组合，并覆盖了更广泛的消费群体。

需要特别指出的是，与其他品牌服饰企业不同，耐克在多品牌策略方面的成功与优秀在于除了积极的收购拓展多品牌以外，还能在合适的时候及时退出增长相对有限的领域，“对现有品牌不断梳理从而实现有进有退、聚焦重点”是公司战略上的关键点。根据公司的长期发展战略规划，耐克只把投资放在具有高增长潜力的公司上，对于增长潜力相对有限的业务将选择性退出，比如公司 2007 年出售的 STARTER 品牌和 2008 年出售的 Bauer 品牌都是这样的例子。我们认可耐克在多品牌并购方面的理性策略，对于企业而言，特别是本土品牌服饰企业而言，经历了 1990 年代中期开始的行业景气、外延扩张带来的高速增长增长阶段之后，目前不少企业都开始尝试多品牌策略，有自建品牌，也有收购代理国内外的品牌等，我们认为多品牌或单品牌多系列是品牌服饰企业发展过程中必经的一步，但并不是品牌越多越好，多品牌特别是并购整合新品牌必须充分评估现有品牌的实力基础，以及新品牌与原有品牌的互补和内涵一致性，这是能够整合成功发挥多品牌效益的关键因素之一。另外对于已经达到很大规模和体量的品牌服饰企业而言，还要经常输理和审视自身的多品牌组合，因为单一企业的资源也是相对有限的，只有聚焦重点才能获得最大的回报和持续的品牌生命力。

正如公司现任 CEO 马克·帕克在对 Bauer 品牌的出售发表评论时表示：“我们致力于对耐克品牌以及对其形成良好补充的附属品牌强大组合内的资源进行投资，这样我们将能获得最大回报。”

综上，运动服饰领域作为竞争及发展成熟度最高的子行业之一，其发展的轨迹为品牌服饰的其他子行业提供了良好的借鉴。而耐克作为运动服饰领域的全球老大，其发展壮大包括经历阶段性波动重新崛起的过程也为本土品牌服饰树立了良好的榜样，我们看好目前子行业处于需求快速增长阶段的领域，比如户外、家纺、中高端女装和童装等，相应领域的优秀企业未来将有更大的机会获得一个快速成长期，从而也能为投资者提供可观的投资收益率。有关行业重点公司的盈利预测与投资评级具体见下表。

表 1 纺织服装行业重点公司盈利预测与评级

股票名称	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	三年盈利复 合增长率	投资评级
伟星股份	0.99	1.07	1.37	13.85	12.81	10.01	20%	买入
报喜鸟	0.41	0.60	0.78	34.17	23.35	17.96	34%	增持
七匹狼	1.00	1.40	1.85	38.00	27.14	20.54	33%	买入
美邦服饰	0.75	1.22	1.65	38.13	23.44	17.33	42%	买入
森马服饰	1.67	1.94	2.65	28.79	24.78	18.14	33%	买入
鲁泰	0.74	0.90	1.06	12.36	10.17	8.63	18%	买入
瑞贝卡	0.23	0.34	0.48	35.61	24.09	17.06	39%	增持
富安娜	0.95	1.62	2.24	56.21	32.96	23.84	47%	买入
梦洁家纺	0.61	0.93	1.27	47.48	31.14	22.80	42%	增持
星期六	0.28	0.32	0.42	33.39	29.22	22.26	27%	增持
嘉麟杰	0.30	0.37	0.49	36.13	29.30	22.12	27%	中性
探路者	0.20	0.38	0.63	99.75	52.50	31.67	68%	增持
上海家化	0.65	0.95	1.35	58.40	39.96	28.12	42%	买入
九牧王	0.63	0.91	1.22	42.13	29.16	21.75	30%	买入
希努尔	0.72	0.96	1.32	32.97	24.73	17.98	35%	增持
搜于特	0.72	0.97	1.48	48.69	36.14	23.69	52%	买入
江苏旷达	0.45	0.54	0.66	26.71	22.26	18.21	19%	增持

资料来源：东方证券研究所（估值对应股价为 2011 年 11 月 29 日收盘价）

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn