

中国运动用品行业

2019 财年上半年业绩预览：全速增长

概要。我们预计上市运动品牌于 2019 财年上半年录得不俗的增长，销售同比上升 19%-35%，净利润同比上升 23%-166%，大多公司的增长率都接近 10 年来最快的水平。考虑到行业销售增长趋势，零售折扣和库存水平，我们对行业 2019 财年下半年前景更为乐观。我们的首选是特步，因为其风险回报率较高；另外偏好李宁及宝胜，因其潜在的盈利增长上调空间；同时也看好安踏，因为估值相对比较便宜。

- **2019 财年上半年行业增长仍具韧性。**2018 年上市运动品牌实现销售增长率为 26%（近 10 年最高），我们预期 2019 财年上半年维持 24% 的增长。安踏/李宁于二季度录得比一季度更好的增长，而耐克/特步/宝胜的增长没有大幅放缓。
- **增长势头强劲，库存水平健康，我们对 2019 财年下半年行业增长保持乐观。**不论线上或线下业务，运动用品行业在今年五六月均展现强劲增长，加上 1) 产品系列加强，2) 零售折扣优惠减少，以及 3) 库存处于健康水平，我们预计 2019 财年下半年料有不俗增长。此外，我们认为对行业下半年 19% 的增长预测并不进取。
- **运动用品远超其他行业的表现大多由自身提升来推动。**除了大众参与体育程度的提高和运动服普及化，行业表现优于市场的原因还包括行业竞争力加强，主要体现于 1) 新产品的推出速度，2) 创新程度，以及 3) 品牌的时尚程度。
- **上调李宁至买入评级，因其经营杠杆仍被市场低估。**我们相信市场仍低估李宁 2019 财下半年的增长，忽略了以下两个因素：1) 「中国李宁」品牌所带来的经营杠杆，平均售价较高和零售折扣减少将提升毛利率；另外批发业务的成本结构相对固定也都会提升经营利润率，以及 2) 新推出的产品系列“李宁 BAD FIVE”极受欢迎。
- **受惠于安踏复苏及 FILA 的稳健增长，维持对安踏的买入评级。**我们预计，随着电商增长复苏以及与可口可乐合作推出联名产品，安踏成人系列在 2019 财年二季度增长已开始加速。我们认为公司很大机会提高 FILA 的 2019 财年指引。
- **风险回报率比较高，维持对特步的买入评级。**基于其 2018-21 财年 15%/17% 的预测销售/净利润复合年均增长率，加上预测 2020 财年 5% 的收益率，我们认为特步现时 12 倍 2020 财年预测市盈率的估值偏低。一旦未来销售增长趋稳(约在中双位数)，我们相信特步将获估值重估。
- **耐克/阿迪达斯产品线稳健，看好宝胜。**受益于强劲的销售增长和经营杠杆，我们认为宝胜 1) 2019 上半年表现将大幅超过预期，以及 2) 很大机会上调 2019 财年全年指引。我们认为其只有 11 倍 2020 年预测市盈率和 0.5 倍 PEG 的估值，都属同业中偏低的水平。

估值表

公司名称	股份代码	市值	股价	目标价	评级	市盈率		市帐率	股本回报率
		(百万港元)	(港元)	(港元)		FY1	FY2	FY1	FY0
安踏体育	2020 HK	158,022	58.50	69.91	买入	26.2	20.9	7.1	27.8%
李宁	2331 HK	45,443	19.70	24.29	买入	37.8	25.9	6.2	13.1%
特步国际	1368 HK	13,242	5.30	6.93	买入	13.8	12.2	1.8	12.4%
361 度	1361 HK	2,977	1.44	-	未评级	6.5	5.7	0.4	5.3%
宝胜国际	3813 HK	10,927	2.04	-	未评级	15.2	12.6	1.3	8.2%
中国动向	3818 HK	5,945	1.01	-	未评级	9.4	11.3	0.5	3.3%

资料来源：公司及招银国际证券预测

优于大市（维持）

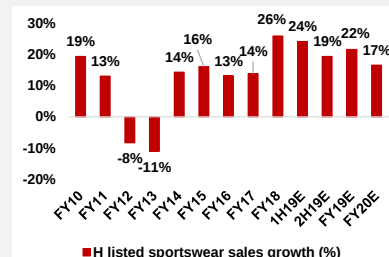
中国运动用品行业

胡永匡

(852) 3761 8776

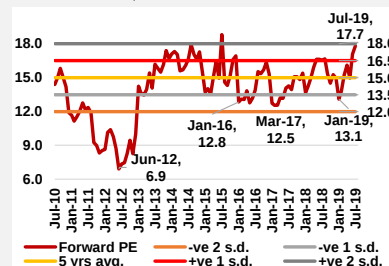
walterwoo@cmbi.com.hk

上市运动用品品牌整体销售增长



资料来源：公司及招银国际证券预测

运动用品品牌行业估值



资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

近期报告

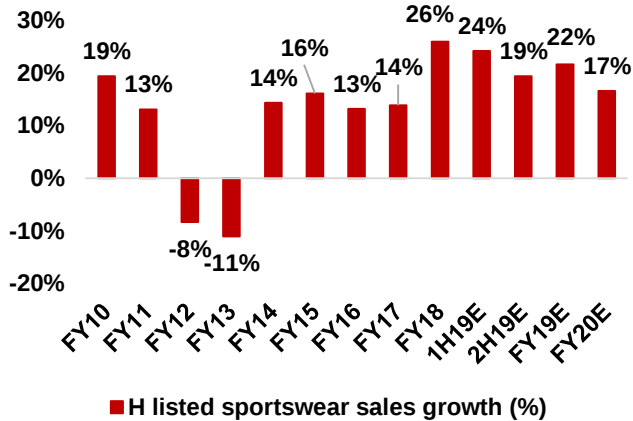
1. 安踏体育(2020 HK) - 沽空机构老调重弹 - 2019年6月4日
2. 特步国际(1368 HK) - 重大并购落实消除市场疑虑 - 2019年5月3日
3. 李宁(2331 HK) - 业绩亮丽，但估值已经反映利好 - 2019年3月26日
4. 中国运动用品及服装行业 - 优质化与数字化驱动增长：国内顶尖品牌成赢家 - 2019年1月23日

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

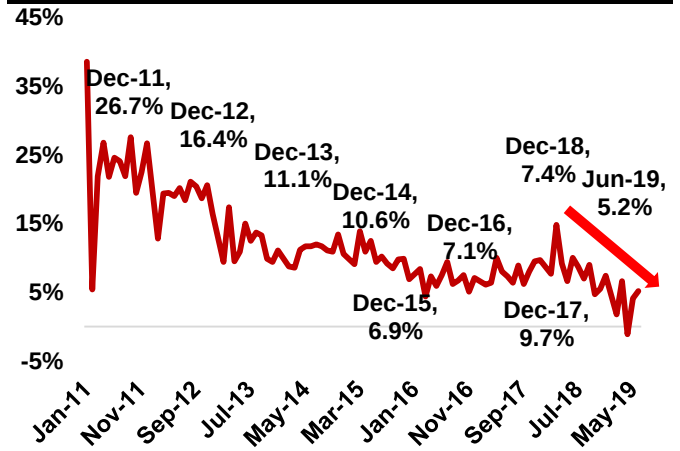
重要图表

图 1: 运动用品行业销售维持高速增长



资料来源: 公司(安踏体育, 李宁, 特步国际, 361度, 宝胜国际)及招银国际证券预测

图 2: 服装行业销售增长显著放缓



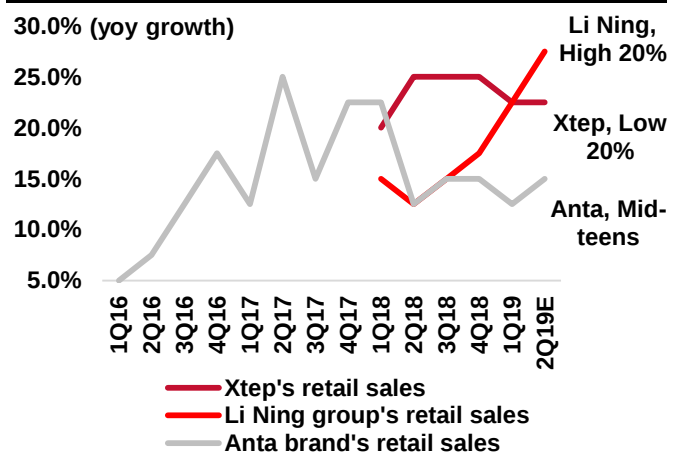
资料来源: 国家统计局及招银国际证券预测

图 3: 零售流水售增长 - 国际品牌



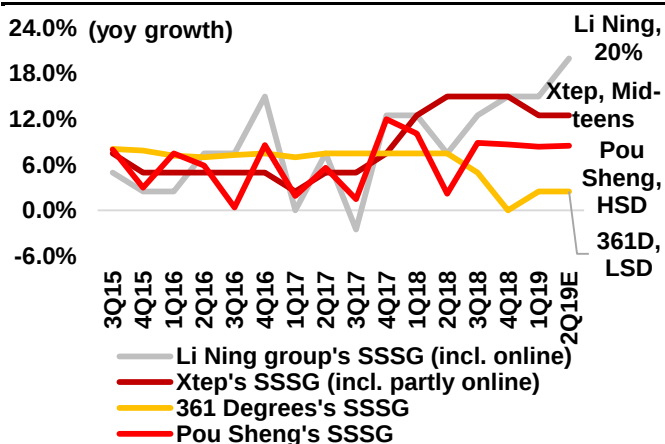
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 4: 零售流水售增长 - 国内品牌



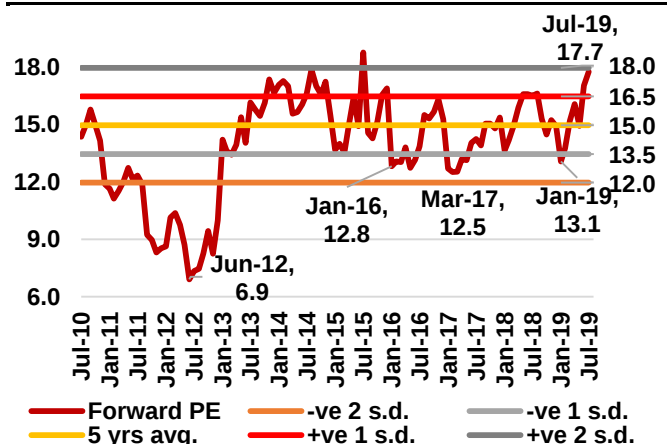
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 5: 同店销售增长按品牌



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 6: 运动用品品牌行业估值



资料来源: 公司及招银国际证券预测

股票推荐

特步 (1368 HK) 是我们的首选 - 维持买入评级, 目标价 6.93 港元

我们预计 19 财年上半年销售/净利润同比增长为 22%/23%。

我们看好的原因是：

- 1) 估值只是 12 倍的 20 财年市盈率，因为其 3 年预测销售/净利润年均复合增长率为 15%/17%，
- 2) 零售管理的质素提升(包括 1 级经销商未来有可能会控制更多低级的经销商所拥有的门店，渠道扁平化，产品和商店的改造升级)，
- 3) 19 财年下半年会推出更时尚的产品系列。

该股票目前的估值为 12.2 倍 20 财年市盈率，股息率为 4.9%，3 年 PEG 为 0.8 倍（低于国际同业平均的 1.2 倍）。我们认为，当未来销售增长变得更加可持续时(在 19-20 财年约为 15%)，估值有望会被重新评级。

李宁 (2331 HK) - 上调至买入评级, 目标价 24.29 港元

我们预计 19 财年的销售/净利润同比增长为 31%/166%。

我们上调至买入评级，是建基于：

- 1) 在“中国李宁”的品牌力大幅成长下带动强劲的销售增长（尤其是批发和电子商务渠道），
- 2) 比预期强的经营杠杆（通过平均售价的提升，更好的销售增长和零售折扣），
- 3) 其他产品系列的崛起，如“李宁 BAD FIVE”。

该股票的估值为 25.9 倍 20 财年市盈率，相当于 0.7 倍 PEG（仍低于国际同业平均的 1.2 倍）。

安踏 (2020 HK) - 维持买入评级, 目标价 69.91 港元

我们预计 19 财年上半年销售/净利润同比增长为 35%/27%。

我们还是看好，原因是：

- 1) 19 财年下半年的增长仍然可能很快，因为 2 季度的势头仍然强劲，
- 2) 有望上调 19 财年 FILA 的增长指引，以及
- 3) 业务部门的重组可以更好的激励高级管理层，令他们表现更积极和优异。

该股票的估值为 20.9 倍 20 财年市盈率，PEG 为 1.1 倍，低于国际同业平均的 1.2 倍。

宝胜 (3813 HK) - 未评级但十分看好

我们预计 19 财年上半年销售/净利润同比增长为 19%/34%。

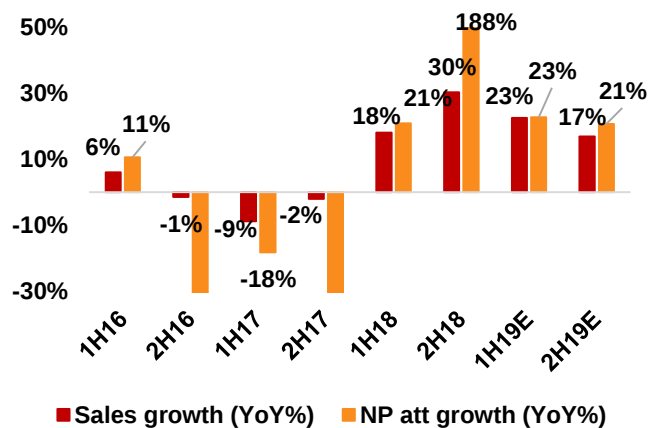
我们看好的原因是：

- 1) 可能上调 19 财年的增长指引，因为上半年的增长已经远远好于预期，
- 2) 低于预期的员工成本，受惠于没有收紧的社保基金支付政策，
- 3) 进一步提升电子商务，可以推动更快的增长，并可能推高利润率。

该股票的估值为 10.5 倍 20 财年的市盈率，PEG 只为 0.5 倍，远低于国际同业平均的 1.2 倍）。

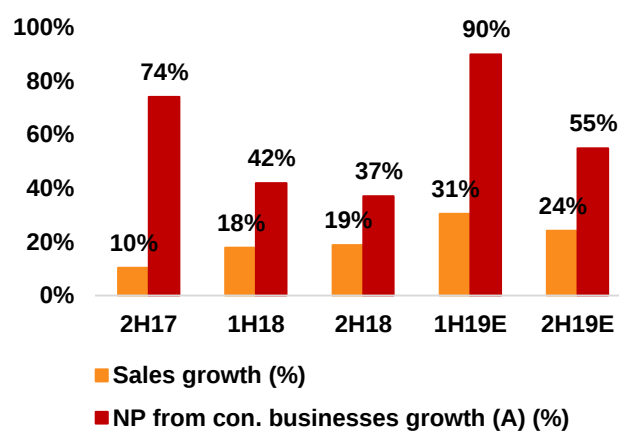
2019 年上半年销售/净利润预览

图 7: 特步的销售/净利润的增长, 半年期



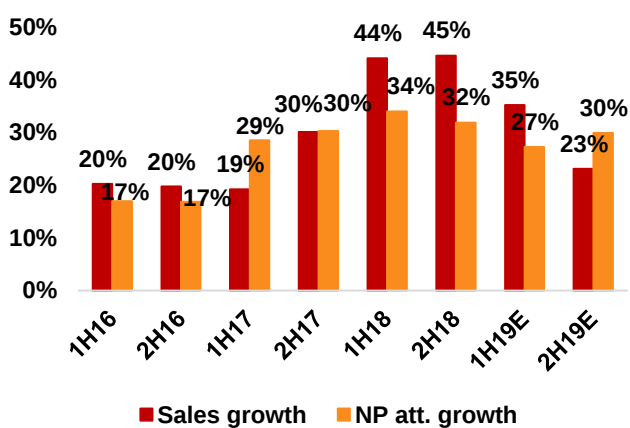
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 8: 李宁的销售/净利润的增长, 半年期



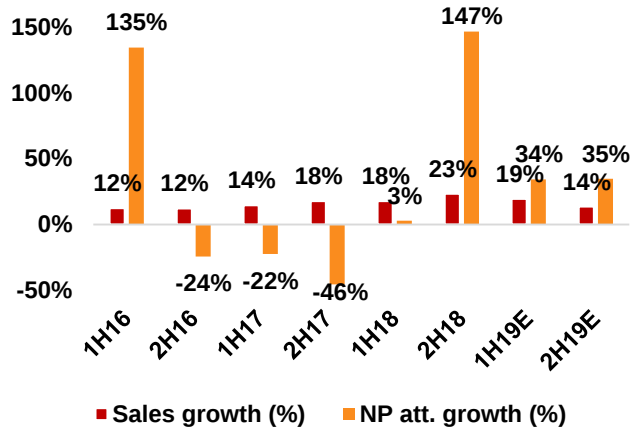
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 9: 安踏的销售/净利润的增长, 半年期



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 10: 宝胜的销售/净利润的增长, 半年期



资料来源: 公司及招银国际证券预测

招銀国际投资框架总结

图 11: 招銀国际投资框架总结

Ticker Name	1368 HK Xtep	2331 HK Li Ning	2020 HK Anta	3813 HK Pou Sheng
Last fiscal year	FY18	FY18	FY18	FY18
Year end	Dec	Dec	Dec	Dec
Rating	BUY	BUY	BUY	Not rated
Current Price (HK\$)	5.30	19.70	58.50	2.03
Target Price (HK\$)	6.93	24.29	69.91	
Potential upside	30.8%	23.3%	19.5%	
Target PE (x)	16.0	32.0	25.0	
Implied forward year PE (x)	18.1	36.4	31.4	
TP implied PEG (on implied forward PE)	1.05	0.89	1.31	
Current valuation				
12M forward fiscal year	FY20E	FY20E	FY20E	FY20E
12M forward year end	Dec-2020	Dec-2020	Dec-2020	Dec-2020
12M forward PE (x)	12.2	25.9	20.9	10.5
12M forward yield	4.9%	1.5%	1.9%	1.9%
5 years average PE (x) ^	12.7	37.6	21.7	13.5
Forward fiscal year	FY19E	FY19E	FY19E	FY19E
Current PEG (on implied forward PE)	0.80	0.72	1.09	0.52
Overall valuation	Attractive	Attractive	Medium	Attractive
Financials				
Past 3 years	FY15-18	FY15-18	FY15-18	FY15-18
Forward 3 years	FY18-21E	FY18-21E	FY18-21E	FY18-21E
Past 3 years sales CAGR	6.4%	14.0%	29.4%	16.2%
Forward 3 years sales CAGR	14.7%	19.2%	21.9%	13.9%
Past 3 years NP CAGR	1.8%	-355.4%	26.2%	11.0%
Forward 3 years NP CAGR	17.3%	40.8%	24.0%	24.3%
Overall financials	Medium	Strong	Strong	Strong
CMBI est. vs Consensus				
CMBI est. sales	8,700	15,602	37,500	30,034
Cons sales	8,784	14,675	35,978	29,049
CMBI est. sales vs cons. (12M forward year)	-1.0%	6.3%	4.2%	3.4%
CMBI est. net profit	928	1,600	6,619	879
Cons net profit	914	1,322	6,361	755
CMBI est. NP vs cons. (12M forward year)	1.6%	21.0%	4.1%	16.5%
Overall CMBI vs Consensus	Medium	Strong	Medium	Strong

资料来源: 公司, 彭博及招銀国际证券预测

同行評估比較

图 12: 同行評估比較

Company	Ticker	Rating	12m TP (LC)	Price (LC)	Up/Down-side	Mkt. Cap (HK\$mn)	Year End	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	3yrs PEG (x)	Yield (%)
								FY1E	FY2E	FY1E	FY2E	FY1E	FY1E	FY1E
H shares Sportswear														
Anta Sports	2020 HK	BUY	69.91	58.50	19.5%	158,022	Dec-18	26.2	20.9	7.1	5.8	27.8	1.1	1.5
Li Ning	2331 HK	BUY	24.29	19.70	23.3%	45,443	Dec-18	29.5	25.9	6.2	5.3	13.1	0.7	1.4
Xtep Intl	1368 HK	BUY	6.93	5.30	30.8%	13,242	Dec-18	13.8	12.2	1.8	1.7	12.4	0.8	4.2
361 Degrees	1361 HK	NR	n/a	1.44	n/a	2,977	Dec-18	6.5	5.7	0.4	0.4	5.3	0.4	6.7
Pou Sheng	3813 HK	NR	n/a	2.04	n/a	10,927	Dec-18	15.2	12.6	1.3	1.2	8.2	0.9	1.4
China Dongxiang	3818 HK	NR	n/a	1.01	n/a	5,945	Mar-19	9.4	11.3	0.5	0.5	3.3	0.0	8.1
								Avg.	16.8	14.8	2.9	2.5	11.7	0.7
								Med.	14.5	12.4	1.5	1.4	10.3	0.8
International Sportswear														
Nike Inc	NKE US	NR	n/a	85.97	n/a	1,055,367	May-19	29.5	25.3	13.6	12.5	42.7	1.9	1.1
Adidas	ADS GY	NR	n/a	283.90	n/a	496,436	Dec-18	28.9	25.7	7.8	7.0	26.9	2.3	1.3
Puma	PUM GY	NR	n/a	60.20	n/a	79,220	Dec-18	36.4	29.5	4.8	4.4	12.2	1.6	0.8
Under Armour	UAA US	NR	n/a	26.64	n/a	88,025	Dec-18	76.3	54.0	5.4	4.9	0.3	(0.3)	0.0
Lululemon	LULU US	NR	n/a	187.75	n/a	191,036	Feb-19	40.5	34.1	15.2	12.2	33.7	1.9	0.0
Skechers	SKX US	NR	n/a	39.63	n/a	48,720	Dec-18	17.8	15.8	2.6	2.4	15.7	1.4	0.0
Vf Corp	VFC US	NR	n/a	86.84	n/a	269,374	Mar-19	25.5	22.4	7.2	7.0	31.5	2.3	2.2
Columbia	COLM US	NR	n/a	102.17	n/a	54,504	Dec-18	22.4	20.3	3.7	3.3	17.6	1.6	1.0
Wolverine	WWW US	NR	n/a	26.88	n/a	18,633	Dec-18	11.8	10.8	2.2	1.9	20.5	2.2	1.4
Amer Sports	AMEAS FH	NR	n/a	40.01	n/a	40,675	Dec-18	n/a	23.3	4.2	3.8	5.3	0.0	2.0
Mizuno Corp	8022 JP	NR	n/a	2464.00	n/a	4,729	Mar-19	11.0	9.8	0.7	0.7	6.4	0.0	2.0
Asics Corp	7936 JP	NR	n/a	1177.00	n/a	16,139	Dec-18	33.5	21.8	1.3	1.2	(12.0)	(0.2)	2.0
								Avg.	30.3	24.4	5.7	5.1	16.7	1.2
								Med.	28.9	22.8	4.5	4.1	16.7	1.6

资料来源：公司, 彭博及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。