

中國運動用品行業

2019 財年上半年業績預覽：全速增長

概要。我們預計上市運動品牌於 2019 財年上半年錄得不俗的增長，銷售同比上升 19%-35%，淨利潤同比上升 23%-166%，大多公司的增長率都接近 10 年來最快的水平。考慮到行業銷售增長趨勢，零售折扣和庫存水平，我們對行業 2019 財年下半年的前景更為樂觀。我們的首選是特步，因為其風險回報率較高；另外偏好李寧及寶勝，因其潛在的盈利增長上調空間；同時也看好安踏，因為估值相對比較便宜。

- **2019 財年上半年行業增長仍具韌性。**2018 年上市運動品牌實現銷售增長率為 26%（近 10 年最高），我們預期 2019 財年上半年維持 24% 的增長。安踏/李寧於二季度錄得比一季度更好的增長，而耐克/特步/寶勝的增長沒有大幅放緩。
- **增長勢頭強勁，庫存水平健康，我們對 2019 財年下半年行業增長保持樂觀。**不論線上或線下業務，運動用品行業在今年五六月均展現強勁增長，加上 1) 產品系列加強，2) 零售折扣優惠減少，以及 3) 庫存處於健康水平，我們預計 2019 財年下半年料有不俗增長。此外，我們認為對行業下半年 19% 的增長預測並不進取。
- **運動用品遠超其他行業的表現大多由自身提升來推動。**除了大眾參與體育程度的提高和運動服普及化，行業表現優於市場的原因還包括行業競爭力加強，主要體現於 1) 新產品的推出速度，2) 創新程度，以及 3) 品牌的時尚程度。
- **上調李寧至買入評級，因其經營槓桿仍被市場低估。**我們相信市場仍低估李寧 2019 財年下半年的增長，忽略了以下兩個因素：1) 「中國李寧」品牌所帶來的經營槓桿，平均售價較高和零售折扣減少將提升毛利率；另外批發業務的成本結構相對固定也都會提升經營利潤率，以及 2) 新推出的產品系列“李寧 BAD FIVE”極受歡迎。
- **受惠於安踏復蘇及 FILA 的穩健增長，維持對安踏的買入評級。**我們預計，隨着電商增長復蘇以及與可口可樂合作推出聯名產品，安踏成人系列在 2019 財年二季度增長已開始加速。我們認為公司很大機會提高 FILA 的 2019 財年指引。
- **風險回報率比較高，維持對特步的買入評級。**基於其 2018-21 財年 15%/17% 的預測銷售/淨利潤複合年均增長率，加上預測 2020 財年 5% 的收益率，我們認為特步現時 12 倍 2020 財年預測市盈率的估值偏低。一旦未來銷售增長趨穩（約在中雙位數），我們相信特步將獲估值重估。
- **耐克/阿迪達斯產品線穩健，看好寶勝。**受益於強勁的銷售增長和經營槓桿，我們認為寶勝 1) 2019 上半年表現將大幅超過預期，以及 2) 很大機會上調 2019 財年全年指引。我們認為其只有 11 倍 2020 年預測市盈率和 0.5 倍 PEG 的估值，都屬同業中偏低的水平。

估值表

公司名稱	股份代碼	市值 (百萬元)	股價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市盈率		市帳率		股本回報率	
						FY1	FY2	FY1	FY0	FY1	FY0
安踏體育	2020 HK	158,022	58.50	69.91	買入	26.2	20.9	7.1		27.8%	
李寧	2331 HK	45,443	19.70	24.29	買入	37.8	25.9	6.2		13.1%	
特步國際	1368 HK	13,242	5.30	6.93	買入	13.8	12.2	1.8		12.4%	
361 度	1361 HK	2,977	1.44	-	未評級	6.5	5.7	0.4		5.3%	
寶勝國際	3813 HK	10,927	2.04	-	未評級	15.2	12.6	1.3		8.2%	
中國動向	3818 HK	5,945	1.01	-	未評級	9.4	11.3	0.5		3.3%	

資料來源：公司及招銀國際證券預測

優於大市（維持）

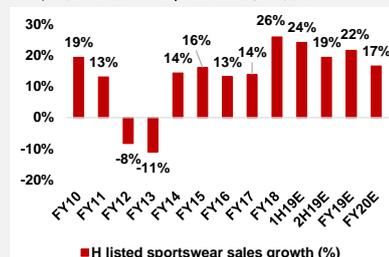
中國運動用品行業

胡永匡

(852) 3761 8776

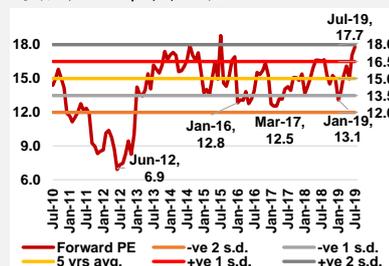
walterwoo@cmbi.com.hk

上市運動用品品牌整體銷售增長



資料來源：公司及招銀國際證券預測

運動用品品牌行業估值



資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

近期報告

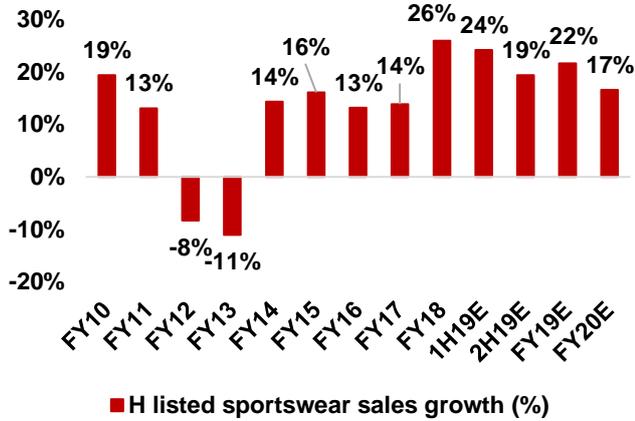
1. 安踏體育(2020 HK) - 沽空機構老調重彈 - 2019年6月4日
2. 特步國際(1368 HK) - 重大併購落實消除市場疑慮 - 2019年5月3日
3. 李寧(2331 HK) - 業績亮麗，但估值已經反映利好 - 2019年3月26日
4. 中國運動用品及服裝行業 - 優質化與數字化驅動增長：國內頂尖品牌成贏家 - 2019年1月23日

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

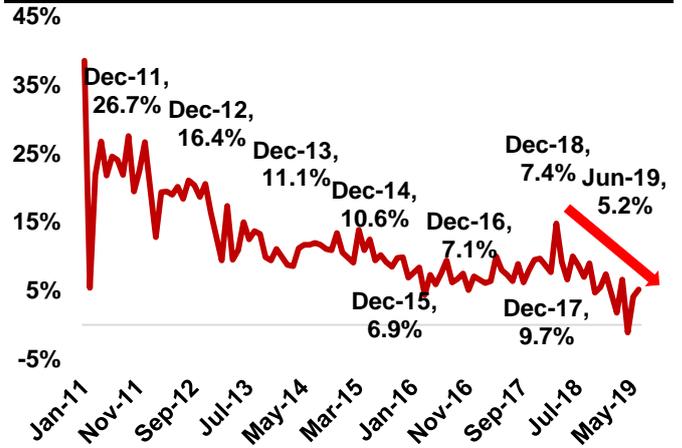
重要圖表

圖 1: 運動用品行業銷售維持高速增长



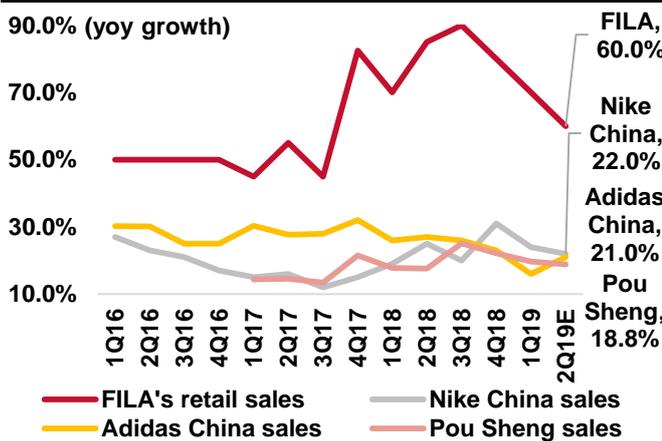
資料來源：公司(安踏體育, 李寧, 特步國際, 361度, 寶勝國際)及招銀國際證券預測

圖 2: 服裝行業銷售增長顯著放緩



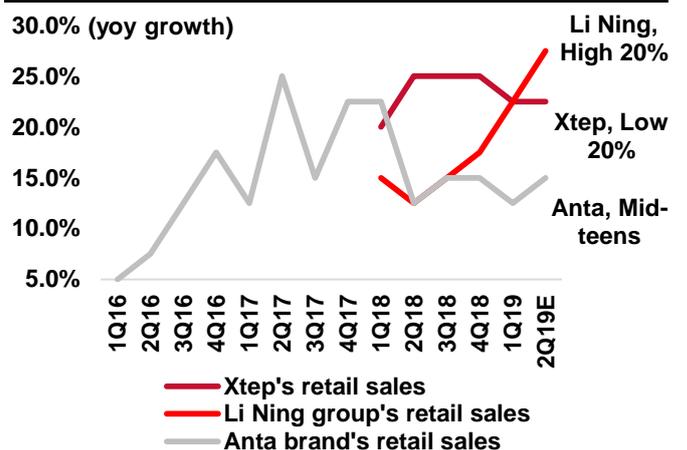
資料來源：國家統計局及招銀國際證券預測

圖 3: 零售流水售增長 - 國際品牌



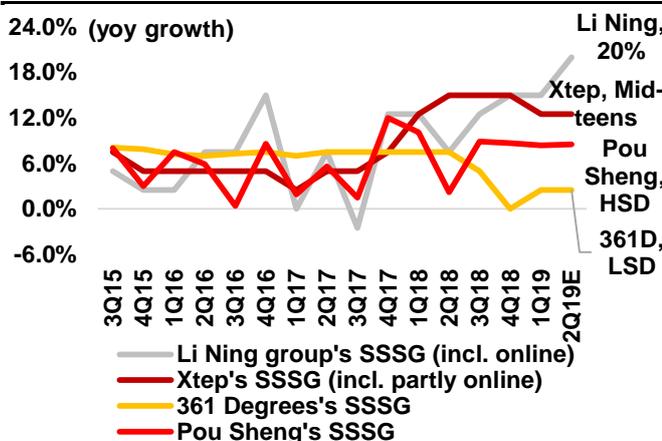
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 4: 零售流水售增長 - 國內品牌



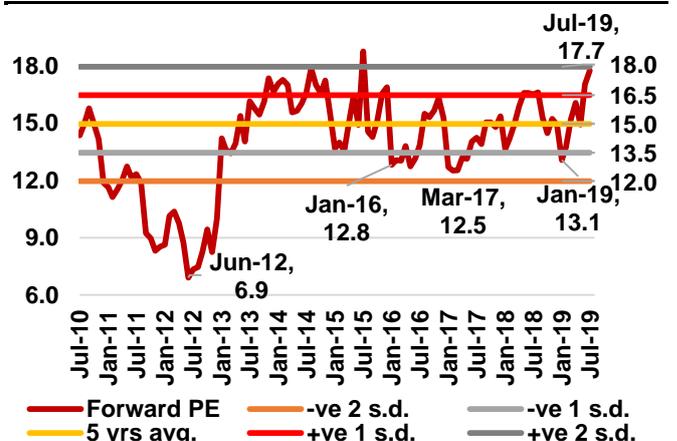
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 5: 同店銷售增長按品牌



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 6: 運動用品品牌行業估值



資料來源：公司及招銀國際證券預測

股票推薦

特步 (1368 HK) 是我們的首選 - 維持買入評級, 目標價 6.93 港元

我們預計 19 財年上半年的銷售/淨利潤同比增長為 22%/ 23%。

我們看好的原因是:

- 1) 估值只是 12 倍的 20 財年市盈率, 因為其 3 年預測銷售/淨利潤年均複合增長率為 15%/ 17%,
- 2) 零售管理的質素提升(包括 1 級經銷商未來有可能會控制更多低級的經銷商所擁有的門店, 渠道扁平化, 產品和商店的改造升級),
- 3) 19 財年下半年會推出更時尚的產品系列。

該股票目前的估值為 12.2 倍 20 財年市盈率, 股息率為 4.9%, 3 年 PEG 為 0.8 倍 (低於國際同業平均的 1.2 倍)。我們認為, 當未來銷售增長變得更加可持續時(在 19-20 財年約為 15%), 估值有望會被重新評級。

李寧 (2331 HK) - 上調至買入評級, 目標價 24.29 港元

我們預計 19 財年的銷售/淨利潤同比增長為 31%/ 166%。

我們上調至買入評級, 是建基於:

- 1) 在“中國李寧”的品牌力大幅成長下帶動強勁的銷售增長 (尤其是批發和電子商務渠道),
- 2) 比預期強的經營槓桿 (通過平均售價的提升, 更好的銷售增長和零售折扣),
- 3) 其他產品系列的崛起, 如“李寧 BAD FIVE”。

該股票的估值為 25.9 倍 20 財年市盈率, 相當於 0.7 倍 PEG (仍低於國際同業平均的 1.2 倍)。

安踏 (2020 HK) - 維持買入評級, 目標價 69.91 港元

我們預計 19 財年上半年的銷售/淨利潤同比增長為 35%/ 27%。

我們還是看好, 原因是:

- 1) 19 財年下半年的增長仍然可能很快, 因為 2 季度的勢頭仍然強勁,
- 2) 有望上調 19 財年 FILA 的增長指引, 以及
- 3) 業務部門的重組可以更好的激勵高級管理層, 令他們表現更積極和優異。

該股票的估值為 20.9 倍 20 財年市盈率, PEG 為 1.1 倍, 低於國際同業平均的 1.2 倍。

寶勝 (3813 HK) - 未評級但十分看好

我們預計 19 財年上半年的銷售/淨利潤同比增長為 19%/ 34%。

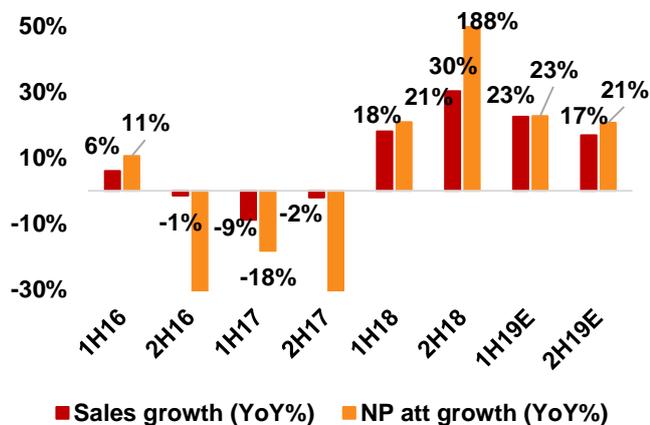
我們看好的原因是:

- 1) 可能上調 19 財年的增長指引, 因為上半年的增長已經遠遠好於預期,
- 2) 低於預期的員工成本, 受惠於沒有收緊的社保基金支付政策,
- 3) 進一步提升電子商務, 可以推動更快的增長, 並可能推高利潤率。

該股票的估值為 10.5 倍 20 財年的市盈率, PEG 只為 0.5 倍, 遠低於國際同業平均的 1.2 倍)。

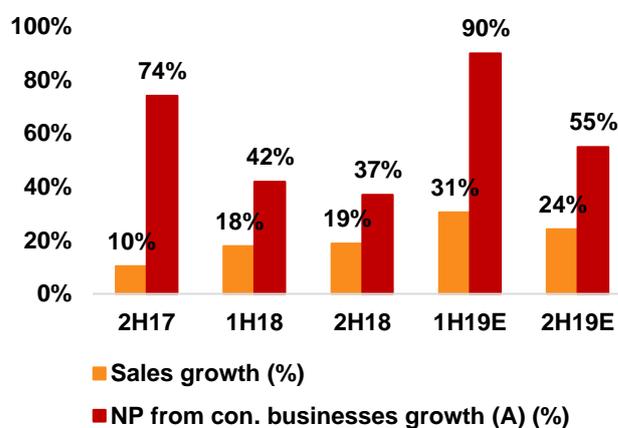
2019年上半年銷售/淨利潤預覽

圖 7: 特步的銷售/淨利潤的增長, 半年期



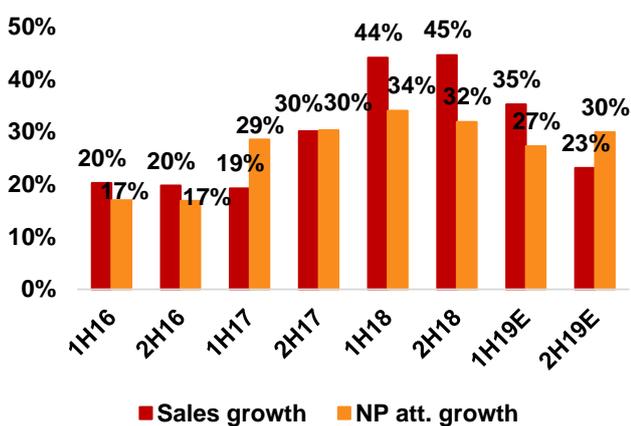
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 8: 李寧的銷售/淨利潤的增長, 半年期



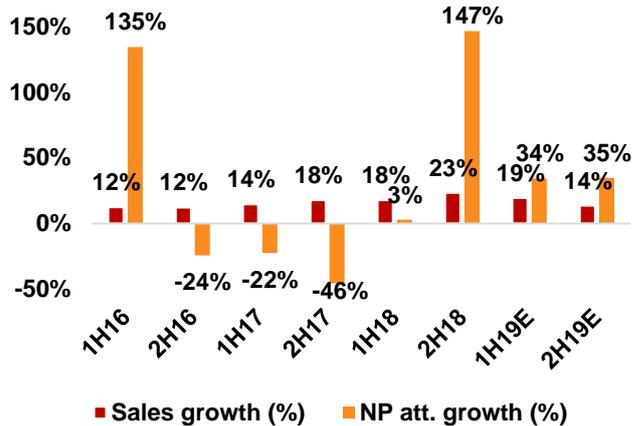
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 9: 安踏的銷售/淨利潤的增長, 半年期



資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 10: 寶勝的銷售/淨利潤的增長, 半年期



資料來源: 公司及招銀國際證券預測

招銀國際投資框架總結

圖 11: 招銀國際投資框架總結

Ticker	1368 HK	2331 HK	2020 HK	3813 HK
Name	Xtep	Li Ning	Anta	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

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

同行評估比較

圖 12: 同行評估比較

Company	Ticker	Rating	12m TP (LC)	Price (LC)	Up/Down-side	Mkt. Cap (HK\$m)	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	3.9
								Med.	14.5	12.4	1.5	1.4	10.3	0.8	2.9
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	1.2
								Med.	28.9	22.8	4.5	4.1	16.7	1.6	1.2

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。