

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

- ❖ 市場對運動用品庫存過份憂慮，服裝銷售仍在復蘇。18年4季度運動用品銷售增長理想（與3季度相比，頂尖品牌未見大幅放緩），我們預計2018/19年板塊同比增長24%/15%，2018/19年庫存將維持在92/90天的健康水平（2017年為92天）。我們認為服裝銷售增長將在2018/19年同比增長11%/12%（2016/17年為5%/11%），而去庫存的趨勢將驅使2018/19年庫存水平下降至189/184天（2016/17年為208/195天）。
- ❖ 市場整合有助提高國內領先品牌的市佔率及盈利能力。根據Euromonitor的數據，中國服裝及鞋類前十大企業的市佔率從2012年的8.2%上升至2016年的10.4%，與美國/日本的17.8%/25.2%相比仍然較低。我們認為，國內領先品牌在2017-2020年間可享有高於同業的銷售複合年增長率（服裝/運動用品將實現低雙位數/高雙位數增長），主要是因為公司1)在電商和電字化有大幅投入和追趕，2)成功捕捉80-90後追求時尚的心理和迎合他們對購物中心的偏好，3)於品牌形象和產品設計的大量投資，以及4)在商店和供應鏈中注入更多新零售元素，包括數據化、人工智能、物聯網和自動化。
- ❖ 80-90後追求優質化：時尚潮流和購物中心的崛起。“數字及社交媒體”對80-90後來說是與生俱來的，所以對世界接觸更廣，會對更好和更優質的生活有更強烈欲望（相比50-70後）。這可體現於1)服裝行業平均銷售價格的增長，2)潮流品牌的崛起（根據百度指數，街頭時尚受追捧程度超過運動服裝）和3)購物中心增長表現快於街邊店和百貨公司。我們認為捕捉優質化風口的最佳策略是：1)透過參與時裝秀和與有價值品牌/設計師/IP合作進行品牌升級，以及2)改造商店形象和滲透到高質的購物中心。
- ❖ 數字化是顧客和庫存數據分析、人工智能、物聯網和自動化是最重要的基石。我們相信數字化是新零售的第一步，電子商務、RFID以至面部識別讓品牌公司更瞭解客戶和庫存。人工智能可以進行客戶分析、趨勢預測，從而幫助公司在產品調配、營銷和定價方面作出更準確的決定。物聯網可以釋放設備之間的連接並帶來新的購物體驗。機器人等自動化產品可應用於零售商店、倉庫/物流中心和工廠，為工人騰出大量寶貴的時間，減少錯誤並提高效率。
- ❖ 首次覆蓋給予「優於大市」評級，行業首選包括：波司登、特步、李寧、安踏和江南布衣。我們認為運動用品/服裝行業的估值將會從目前的低點12x/10x（均低於平均值2個標準誤差）反彈至15x（均值）/13x（+1個標準誤差），因在市場優質化及整合下，預測銷售增長將於2019年趨於穩定，甚至加快（特別是在2019年下半年）。我們看好具有顯著品牌升級和盈利上升空間的行業領跑者：波司登、特步和李寧，以及估值較低的優質公司：安踏和江南布衣。

財務資料

公司名稱	股份代碼	市值 (港元 百萬)	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)	上升 空間 (%)	市盈率(倍)			股本回 報率 (%)
							FY0	FY1	FY2	
波司登	3998 HK	14,208	買入	1.33	2.04	53.1	18.3	14.1	10.4	5.0
江南布衣	3306 HK	6,101	買入	11.76	16.33	38.8	12.6	11.4	10.1	6.1
中國利郎	1234 HK	7,939	買入	6.63	9.66	45.6	10.9	9.5	8.2	7.3
都市麗人	2298 HK	5,821	買入	2.58	3.13	21.2	14.8	13.7	11.6	2.9
安踏	2020 HK	101,892	買入	37.95	48.48	27.7	27.9	21.7	17.2	3.4
李寧	2331 HK	20,254	買入	9.24	10.70	15.8	36.9	27.9	21.6	0.0
特步	1368 HK	10,163	買入	4.53	6.74	48.7	20.8	13.9	11.4	5.0

資料來源：公司數據及招銀國際證券預測

優於大市（首次覆蓋）

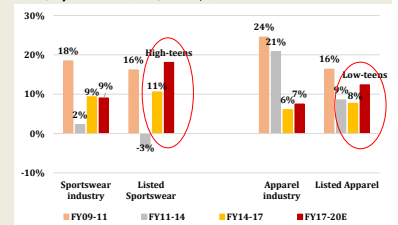
胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

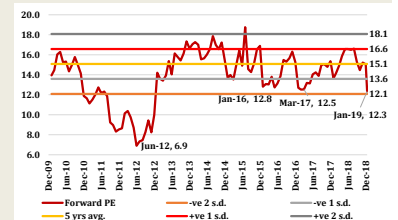
中國運動用品及服裝行業

行業/領跑者銷售增長



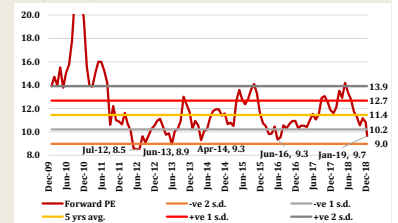
資料來源：公司數據及招銀國際證券預測

運動用品行業估值區間



資料來源：公司數據、彭博及招銀國際研究

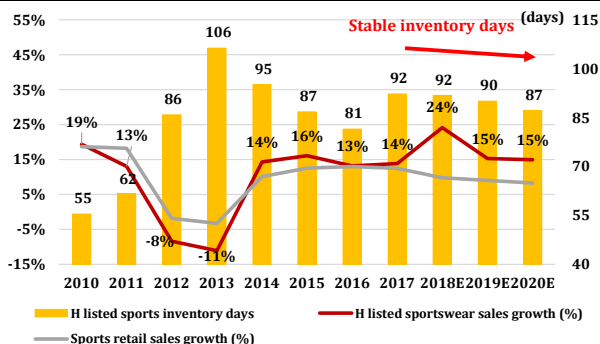
服裝行業估值區間



資料來源：公司數據、彭博及招銀國際研究

重點圖表

圖 1: 運動用品庫存維持健康水平



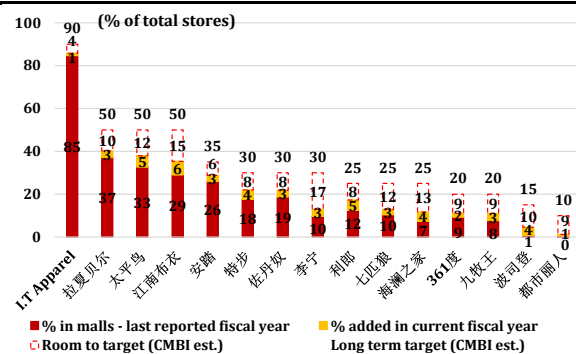
資料來源：公司數據，招銀國際證券預測

圖 3: 傳統品牌攻佔電商平台

Top 10 highest grossing womenswear brands on Tmall and Tao Bao						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	茵曼	Hstyle/ 韓都衣舍	Uniqlo/ 優衣庫	Uniqlo/ 優衣庫	Uniqlo/ 優衣庫	Uniqlo/ 優衣庫
2	韓都衣舍	Uniqlo/ 優衣庫	Hstyle/ 韓都衣舍	ONLY	Vero Moda	ONLY
3	Artka	Artka	Bosideng/ 波司登	Bosideng/ 波司登	ONLY	Vero Moda
4	裂帛	茵曼	ONLY	Hstyle/ 韓都衣舍	Eifini/ 伊芙麗	Bosideng/ 波司登
5	Ochirly/ 歐時力	波司登	Ochirly/ 歐時力	樂町	Hstyle/ 韓都衣舍	Eifini/ 伊芙麗
6	波司登	Ochirly/ 歐時力	裂帛	Ochirly/ 歐時力	太平鳥	Hstyle/ 韓都衣舍
7	ONLY	初語	Vero Moda	Vero Moda	Bosideng/ 波司登	樂町
8	歌莉婭	妖精的口袋	樂町	Peacebird/ 太平鳥	樂町	Peacebird/ 太平鳥
9	Vero Moda	ONLY	茵曼	Eifini/ 伊芙麗	Ochirly/ 歐時力	Teenie Weenie
10	初語	裂帛	Artka	裂帛	Teenie Weenie	ZARA

資料來源：www.ebrun.com、阿里巴巴、招銀國際證券、*黃色部份為淘寶品牌

圖 5: 優質化例子—購物中心



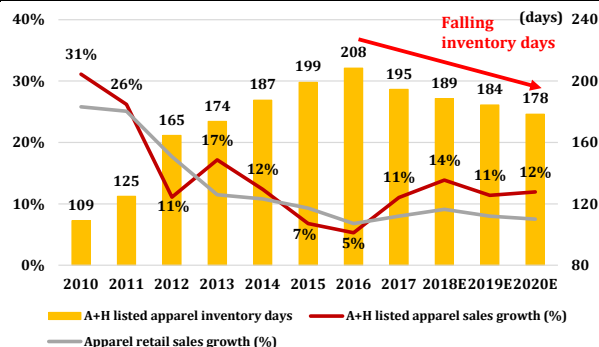
資料來源：公司數據，招銀國際證券預測

圖 7: 採用人工智能的公司享有更高利率



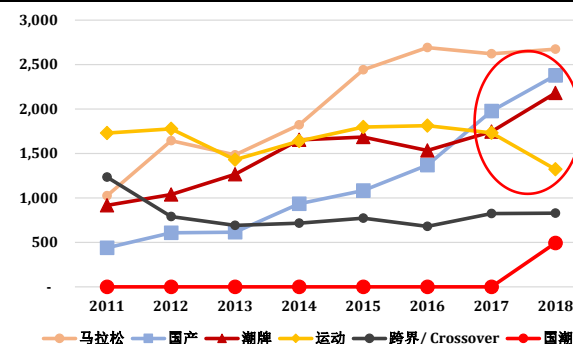
資料來源：McKinsey & 公司數據、招銀國際證券

圖 2: 自 2016 年服裝銷售增長回升



資料來源：公司數據，招銀國際證券預測

圖 4: 國內品牌 & 街頭時尚 > 運動用品



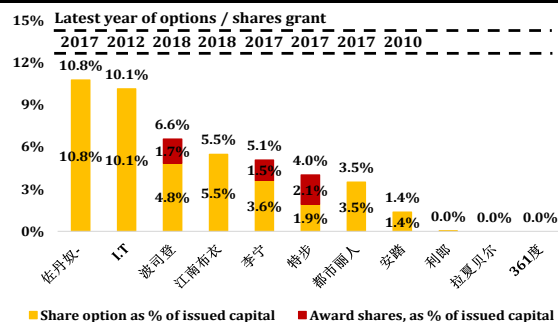
資料來源：百度指數，招銀國際證券預測

圖 6: 時尚周提升品牌形象及平均銷售價格

	E-commerce SKUs	Fashion week SKUs	E-commerce SKUs	Fashion week SKUs
Brand	Li Ning (李宁)	FILA	FILA	FILA
Category	Fashion shoes	Hoodies	Hoodies	Hoodies
Season	2018 Winter	2018 Fall	2018 Fall	2018 Fall
Product Name	李宁休闲鞋男鞋潮流系列耐穿时尚潮流冬季高帮运动鞋AGB N053	纽约时装周走秀款李宁悟道ACE男女子同款潮流休闲鞋运动鞋	FILA斐乐男连帽卫衣 2018秋季新品保暖运动休闲卫衣简约时尚套头衫	FILA米兰时装周ICON 2018秋季新品保暖运动休闲卫衣简约时尚套头衫
Images				
ASP	Rmb 558	Rmb 899	Rmb 539	Rmb 840
Boost in ASP		+61%		+56%

資料來源：天貓，招銀國際證券預測

圖 8: 認股期權/ 股份獎例佔比



資料來源：公司數據、港交所及招銀國際證券預測

招銀國際證券投資框架摘要

圖 9: 招銀國際對運動用品及服裝股票之投資分析

Most preferred Least preferred								
Themes	Potential estimates upgrade			Valuation calls				
Ticker	3998 HK	1368 HK	2331 HK	2020 HK	3306 HK	1234 HK	2298 HK	999 HK
Name	Bosideng	Xtep	Li Ning	Anta	JNBY	China Lilang	Cosmo Lady	I.T
Last fiscal year	FY18	FY17	FY17	FY17	FY18	FY17	FY17	FY18
Year end	Mar	Dec	Dec	Dec	Jun	Dec	Dec	Feb
Rating	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	Not rated
Current Price (HK\$)	1.33	4.53	9.24	37.95	11.76	6.63	2.58	4.26
Target Price (HK\$)	2.04	6.74	10.70	48.48	16.33	9.66	3.13	n/a
Potential upside	53.1%	48.7%	15.8%	27.7%	38.8%	45.6%	21.2%	n/a
Target PE (x)	16.0	17.0	25.0	22.0	14.0	12.0	14.0	n/a
Implied forward year PE (x)	21.6	20.6	32.3	27.7	15.9	13.9	16.6	n/a
TP implied PEG (on implied forward PE)	0.63	0.69	1.06	1.05	0.97	0.87	0.89	n/a
Current valuation								
12M forward fiscal year	FY20E	FY19E	FY19E	FY19E	FY20E	FY19E	FY19E	FY20E
12M forward year end	Mar-2020	Dec-2019	Dec-2019	Dec-2019	Jun-2020	Dec-2019	Dec-2019	Feb-2020
12M forward PE (x)	10.4	11.4	21.6	17.2	10.1	8.2	11.6	7.3
12M forward yield	6.7%	6.1%	0.0%	4.3%	6.1%	8.5%	3.5%	6.9%
5 years average PE (x) ^	59.6	12.7	37.6	21.7	13.5	10.7	20.2	11.7
Forward fiscal year	FY19E	FY18E	FY18E	FY18E	FY19E	FY18E	FY18E	FY19E
Current PEG (on implied forward PE)	0.41	0.47	0.92	0.82	0.70	0.60	0.73	0.32
Overall valuation	Attractive	Attractive	Medium	Attractive	Attractive	Attractive	Medium	Attractive
Financials								
Past 3 years	FY15-18	FY14-17	FY14-17	FY14-17	FY15-18	FY14-17	FY14-17	FY15-18
Forward 3 years	FY18-21E	FY17-20E	FY17-20E	FY17-20E	FY18-21E	FY17-20E	FY17-20E	FY18-21E
Past 3 years sales CAGR	12.2%	2.3%	13.6%	23.2%	21.1%	0.1%	4.3%	5.3%
Forward 3 years sales CAGR	14.1%	15.5%	13.3%	26.9%	15.6%	19.6%	10.9%	7.9%
Past 3 years NP CAGR	67.0%	-5.1%	-185.3%	22.2%	27.7%	3.3%	-9.3%	11.3%
Forward 3 years NP CAGR	34.4%	29.8%	30.5%	26.4%	16.4%	15.9%	18.7%	26.8%
Overall financials	Strong	Strong	Strong	Strong	Medium	Medium	Medium	Strong
CMBI est. vs Consensus								
CMBI est. sales vs cons. (12M forward year)	-6.9%	2.7%	-1.4%	3.5%	-1.6%	-2.9%	-0.8%	n/a
CMBI est. NP vs cons. (12M forward year)	10.2%	6.4%	0.0%	3.4%	-1.4%	-6.4%	-6.5%	n/a
Overall CMBI vs Consensus	Strong	Strong	Medium	Strong	Medium	Medium	Medium	n/a
Fundamental (Strong =3, Medium=2, Weak=1)								
Distribution condition								
Inventory days level	3	3	2	2	2	3	2	3
Distributor's productivity	2	3	2	3	2	2	1	2
Product upgrades								
Function R&D	3	3	3	3	2	3	2	1
Fashion & Trendiness	3	3	3	3	3	2	2	3
Brand upgrades								
Marketing	3	2	3	3	3	2	2	2
Fashionshow & crossover	3	1	3	3	2	1	2	2
Channel improvements								
Shopping malls	1	2	3	3	3	2	1	3
E-commerce	3	3	3	3	3	1	2	1
New retail initiatives								
Digitalization: RFID / Customer Intelligence	2	2	2	2	2	2	1	1
AI+IoT: Inventory sharing / O2O / new experiences	3	3	2	3	3	2	2	2
Automation: new logistic centre / re-orders ability	3	3	2	3	1	1	1	1
Total scores	29	28	28	31	26	21	18	21
Overall fundamental	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Medium	Medium	Medium

資料來源：公司數據、彭博、招銀國際證券預測、*I.T (999 HK) 盈利增長參考彭博市場預測、^5 年平均市盈率參考彭博市場預測

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載資料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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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資訊，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 年證券交易法規規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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。