

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

- ❖ **市场对运动用品库存过份忧虑，服装销售仍在复苏。**18年4季度运动用品销售增长理想（与3季度相比，顶尖品牌未见大幅放缓），我们预计2018/19年板块同比增长24%/15%，2018/19年库存将维持在92/90天的健康水平（2017年为92天）。我们认为服装销售增长将在2018/19年同比增长11%/12%（2016/17年为5%/11%），而去库存的趋势将驱使2018/19年库存水平下降至189/184天（2016/17年为208/195天）。
- ❖ **市场整合有助提高国内领先品牌的市占率及盈利能力。**根据Euromonitor的数据，中国服装及鞋类前十大企业的市占率从2012年的8.2%上升至2016年的10.4%，与美国/日本的17.8%/25.2%相比仍然较低。我们认为，国内领先品牌在2017-2020年间可享受高于同业的销售复合年增长率（服装/运动用品将实现低双位数/高双位数增长），主要是因为公司1）在电商和电字化有大幅投入和追赶，2）成功捕捉80-90后追求时尚的心理和迎合他们对购物中心的偏好，3）于品牌形象和产品设计的大量投资，以及4）在商店和供应链中注入更多新零售元素，包括数据化、人工智能、物联网和自动化。
- ❖ **80-90后追求优质化：时尚潮流和购物中心的崛起。**“数字及社交媒体”对80-90后来说是与生俱来的，所以对世界接触更广，会对更好和更优质的生活有更强烈欲望（相比50-70后）。这可体现于1）服装行业平均销售价格的增长，2）潮流品牌的崛起（根据百度指数，街头时尚受追捧程度超过运动服装）和3）购物中心增长表现快于街边店和百货公司。我们认为捕捉优质化风口的最佳策略是：1）透过参与时装秀和与有价值品牌/设计师/IP合作进行品牌升级，以及2）改造商店形象和渗透到高质的购物中心。
- ❖ **数字化是顾客和库存数据分析、人工智能、物联网和自动化是最重要的基石。**我们相信数字化是新零售的第一步，电子商务、RFID以至面部识别让品牌公司更了解客户和库存。人工智能可以进行客户分析、趋势预测，从而帮助公司在产品调配、营销和定价方面作出更准确的决定。物联网可以释放设备之间的连接并带来新的购物体验。机器人等自动化产品可应用于零售商店、仓库/物流中心和工厂，为工人腾出大量宝贵的时间，减少错误并提高效率。
- ❖ **首次覆盖给予「优于大市」评级，行业首选包括：波司登、特步、李宁、安踏和江南布衣。**我们认为运动用品/服装行业的估值将会从目前的低点12x/10x（均低于平均值2个标准误差）反弹至15x（均值）/13x（+1个标准误差），因在市场优质化及整合下，预测销售增长将于2019年趋于稳定，甚至加快（特别是在2019年下半年）。我们看好具有显著品牌升级和盈利上升空间的行业领跑者：波司登、特步和李宁，以及估值较低的优质公司：安踏和江南布衣。

财务资料

公司名称	股份代码	市值 (港元 百万)	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)	上升 空间 (%)	市盈率(倍)			股本回 报率 (%)
							FY0	FY1	FY2	
波司登	3998 HK	14,208	买入	1.33	2.04	53.1	18.3	14.1	10.4	5.0
江南布衣	3306 HK	6,101	买入	11.76	16.33	38.8	12.6	11.4	10.1	6.1
中国利郎	1234 HK	7,939	买入	6.63	9.66	45.6	10.9	9.5	8.2	7.3
都市丽人	2298 HK	5,821	买入	2.58	3.13	21.2	14.8	13.7	11.6	2.9
安踏	2020 HK	101,892	买入	37.95	48.48	27.7	27.9	21.7	17.2	3.4
李宁	2331 HK	20,254	买入	9.24	10.70	15.8	36.9	27.9	21.6	0.0
特步	1368 HK	10,163	买入	4.53	6.74	48.7	20.8	13.9	11.4	5.0

资料来源：公司数据及招银国际证券预测

优于大市（首次覆盖）

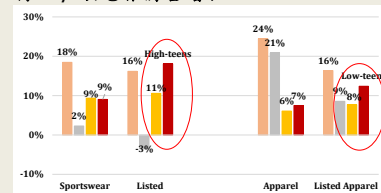
胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

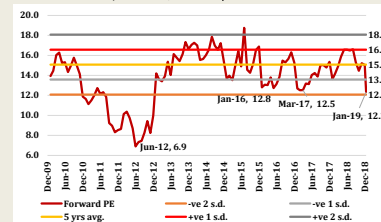
中国运动用品及服装行业

行业 / 领跑者销售增长



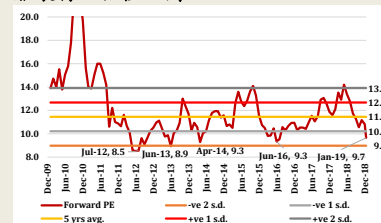
资料来源：公司数据及招银国际证券预测

运动用品行业估值区间



资料来源：公司数据、彭博及招银国际研究

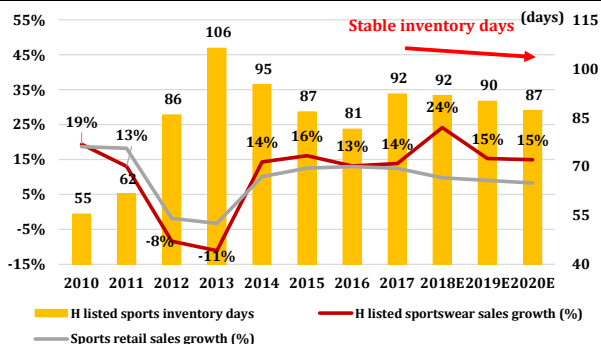
服装行业估值区间



资料来源：公司数据、彭博及招银国际研究

重点图表

图 1: 运动用品库存维持健康水平



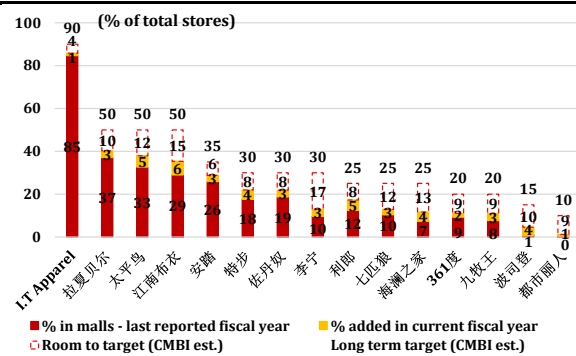
资料来源：公司数据，招银国际证券预测

图 3: 传统品牌攻占电商平台

Top 10 highest grossing womenswear brands on Tmall and Tao Bao						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	Hstyle/ 韩都衣舍	Hstyle/ 韩都衣舍	Uniqlo/ 优衣库	Uniqlo/ 优衣库	Uniqlo/ 优衣库	Uniqlo/ 优衣库
2	Hstyle/ 韩都衣舍	Uniqlo/ 优衣库	Hstyle/ 韩都衣舍	ONLY	Vero Moda	ONLY
3	Artka	Artka	Bosideng/ 波司登	Bosideng/ 波司登	ONLY	Vero Moda
4	裂帛	裂帛	ONLY	Hstyle/ 韩都衣舍	Eifini/ 伊芙丽	Bosideng/ 波司登
5	Ochirly/ 欧时力	波司登	Ochirly/ 欧时力	乐町	Hstyle/ 韩都衣舍	Eifini/ 伊芙丽
6	Bosideng/ 波司登	Ochirly/ 欧时力	裂帛	Ochirly/ 欧时力	太平鸟	Peacebird/ 太平鸟
7	ONLY	初语	Vero Moda	Vero Moda	Bosideng/ 波司登	乐町
8	歌莉娅	妖精的口袋	乐町	Peacebird/ 太平鸟	乐町	Peacebird/ 太平鸟
9	Vero Moda	ONLY	裂帛	Eifini/ 伊芙丽	Ochirly/ 欧时力	Teenie Weenie
10	初语	裂帛	Artka	裂帛	Teenie Weenie	ZARA

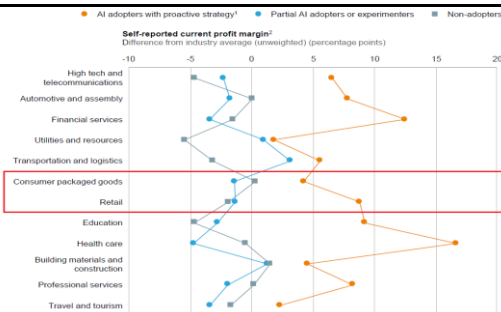
资料来源：www.ebrun.com、阿里巴巴、招银国际证券、*黄色部份为淘宝品牌

图 5: 优质化例子—购物中心



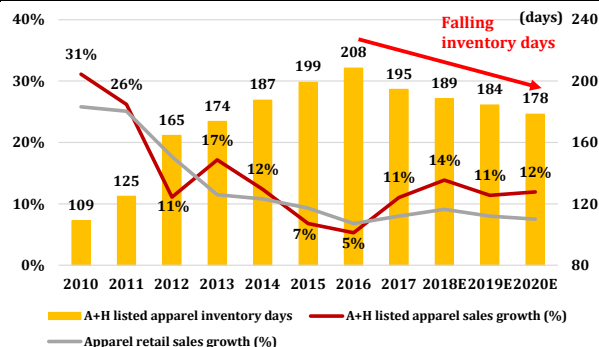
资料来源：公司数据，招银国际证券预测

图 7: 采用人工智能的公司享有更高利率



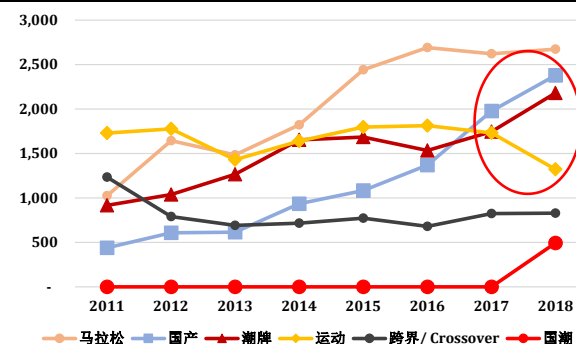
资料来源：McKinsey & 公司数据，招银国际证券

图 2: 自 2016 年服装销售增长回升



资料来源：公司数据，招银国际证券预测

图 4: 国内品牌 & 街头时尚 > 运动用品



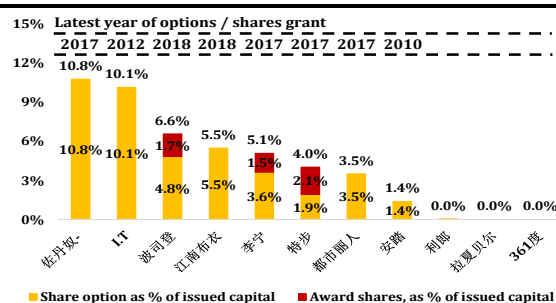
资料来源：百度指数，招银国际证券预测

图 6: 时尚周提升品牌形象及平均销售价格

	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 Winter	2018 Fall	2018 Fall
Product Name	李宁休闲鞋男鞋潮流系列问鼎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 IC系列SNBN限定款秀场同款男子针织连帽卫衣
Images				
ASP	Rmb 558	Rmb 899	Rmb 539	Rmb 840
Boost in ASP		+61%		+56%

资料来源：天猫，招银国际证券预测

图 8: 认股期权/ 股份奖励占比



资料来源：公司数据、港交所及招银国际证券预测

招银国际证券投资框架摘要

图 9: 招银国际对运动用品及服装股票之投资分析

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

资料来源：公司数据、彭博、招银国际证券预测、*I.T (999 HK) 盈利增长参考彭博市场预测、^5 年平均市盈率参考彭博市场预测

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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，请与我们联系。

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 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。