

## 增持

陳志清  
電話: 852 2826 0007  
billy.chen@cpy.com.hk

# 中國運動服業

## 建議增持，安踏為2011年首選

中國動向公布的11年度第二季訂單額增長遜預期，令中國運動服板塊最近蒙受沽壓，但我們相信這只是該公司品牌定位與促銷策略所導致的個別問題而已，並無礙我們作出對該板塊的**增持**評級。我們看好促銷策略效果較佳，且在二三線城市有較廣汎經營渠道且採取合適定價策略的品牌。我們以**安踏(2020 HK)**作為首選，因其與中國奧委會的贊助關係有助提升品牌價值，且該公司在二三線城市運用的大眾市場定價合理。同時，我們亦建議**買入特步(1368 HK)**，因其“體育娛樂合璧”的市場推廣模式成效明顯。安踏與特步逾80%的收入均源自二三線城市。另一方面，我們認為**李寧(2331 HK)**與**中國動向(3818 HK)**在2011年難有令人興奮的銷售表現，並將兩者的評級調降至**觀望**。

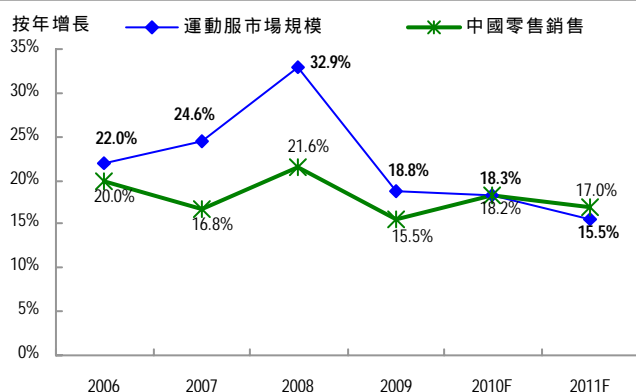
- ◆ **運動服市場2011年增長放緩**。基於中國經濟增長速度從2010年的約10.0%放緩至2011年的8.8%的預期，同期內運動服市場的增速料將從約18.3%放緩至15.5%。我們認為安踏及特步將跑贏市場增速，因兩者2011年門店增長率料分別達到10.1%及11.6%，而品牌權益及促銷活動則可支撐同店銷售增長保持強勁。
- ◆ **成本攀升—運動服生產商與分銷商難解的隱憂**。隨著勞工及原材料成本上漲，運動服企業的利潤率可能會在2011年受到擠壓。我們認為品牌知名度較高且定位較好的運動服企業有能力提高產品均價，從而保證毛利率平穩甚至擴闊。另一方面，租金及勞工成本攀升在分銷渠道亦形成壓力，並拖累了分銷商的盈利能力。
- ◆ **城市化—未來經濟增長的關鍵動力**。十二五規劃下，政府將努力創造城市地區的就業機會。隨著更多農村人口遷往城市，中國的城市化比率預計將在2012年超過50%。在這一趨勢下，我們認為在二三線城市設有廣泛分銷網絡的大眾市場運動服品牌最可受惠，因收入增長會促使消費模式從基本產品升級到品牌運動服產品。
- ◆ **門店效率提高，加強未來增長**。我們認為運動服企業的未來增長將由門店經營效率，即同店銷售增長所決定，而這又與品牌價值及促銷活動密不可分。
- ◆ **增持中國運動服行業，看好大眾市場定位且在二三線城市根基穩健的品牌**。我們看好促銷策略相對有效，且在二三線城市根基穩健並採取合適定價策略的品牌。我們以安踏作為2011年運動服板塊中的首選，因其與中國奧委會的贊助關係有助進一步提升品牌價值，且面向大眾市場中端定價策略有效。我們亦建議**買入特步**，因其“體育娛樂合璧”的市場推廣模式成效明顯。

## 運動服市場2011年料增長15.5%

運動服市場的整體增長料較2010年緩慢。在2005至08年名義國內生產總值每年複合增長19.7%的支撐下，中國運動服市場的規模在同期內從500億人民幣增加到1,010億人民幣，相等於複合年增長率26.4%。受惠於北京奧運會效益，運動服市場的年增長率在2008年達到頂峰。基於中國經濟增速從2010年的約10.0%放緩至2011年的8.8%的預測，因中國經濟或需耗時數年才能完成增長重心從出口轉向內需的轉變，故預期零售業2011年增長料出現放緩，而運動服市場亦不例外。Euromonitor預測中國運動服行業2009至12年每年複合增長16.6%

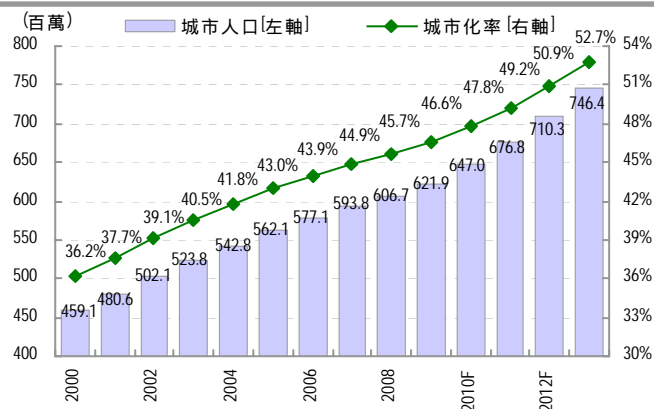
但我們認為運動服行業的增幅仍將繼續超過整體經濟的增幅。運動服行業佔中國整體國內生產總值的比重目前略超過0.5%，但仍落後於美國的約2.0%。在政府的強力扶持下，我們預計運動服市場的增幅今後將繼續超過整體經濟的增幅。根據國務院辦公廳發布的關於加快發展體育產業的指導意見，中國政府計劃在2020年前建成可與國際同業抗衡的國內運動服行業。

圖1：2011年運動服市場預計增長15.5%



資料來源：歷史零售數據來自國家統計局，預測零售銷售數據來自京華山一，運動服市場數據來自 Euromonitor

圖2：2012年預計城市化率將超過50.0%



資料來源：歷史數據來自國家統計局，預測數據來自 Frost & Sullivan

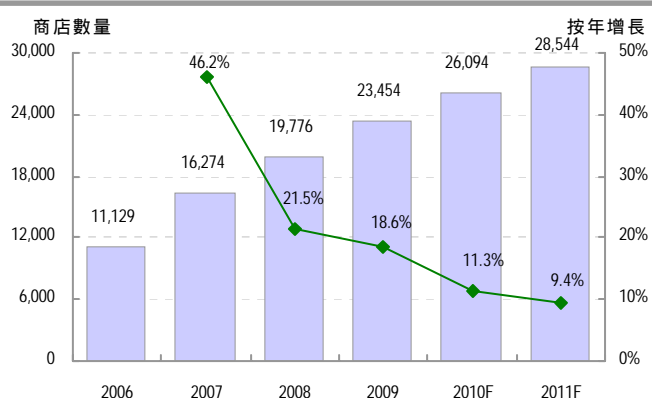
城市化加快—經濟結構轉型過程中的主要動力。中國2009年城市化比率為46.6%，農村人口約7.129億。十二五規劃下，政府將努力創造城市地區的就業機會。隨著更多農村人口遷往城市，中國的城市化比率預計將在2012年超過50%。城市人口增多及人均可支配收入持續攀升，可構成推動中國經濟及國內需求的主要力量，而運動服行業亦可從中受惠。

定位於大眾市場及在二三線城市擁有廣泛分銷網絡的品牌成為最大受惠者。隨著收入增長促使消費模式從基本產品升級到品牌運動服產品，城市化進程加快及人均可支配收入攀升所促成的需求增長最有利於大眾市場定位的運動服品牌。在這一場景下，加上一線市場相對飽和，我們認為定位於大眾市場及在二三線城市布點廣泛的品牌最可受惠，因這些地區的經濟增長速度較一線城市更快。

## 未來增長視乎同店銷售增長

分銷網絡擴張曾經是運動服行業增長的主要動力。2006至09年間，我們所研究的四家運動服企業之主要品牌的門店總數從11,129間增加到23,454間，相等於複合年增長率28.2%，並成為推動他們增長的主要動力。這四大品牌的整體收入從2006年的54.55億人民幣增加到2009年的199.86億人民幣，相等於每年複合增長54.2%。不過，隨著比較基數越來越高，門店增長速度不可避免地出現放緩。此外，某些品牌的分銷商面臨存貨過量或成本攀升所造成的盈利能力降低等難題，並導致他們在開店方面顯得更為謹慎與挑剔。因此，我們預計四大國內運動服品牌的門店增加速度將從2010年的11.3%放緩至2011年的9.4%。

圖3：我們關注的四大公司的店鋪增長



資料來源：公司數據及京華山一

表1：廣告及促銷費用佔收入比率，同店銷售增長及擁有ERP/MIS的商店比率

廣告及促銷	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F
安踏	8.3%	12.4%	13.8%	12.7%	14.5%	14.0%
中國動向	8.1%	6.5%	7.7%	8.9%	8.6%	8.5%
李寧	16.4%	16.0%	17.5%	15.4%	16.3%	16.1%
特步	8.6%	5.6%	9.1%	11.8%	12.0%	12.3%

同店銷售增長	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10
安踏	高單位數	高單位數	中單位數	高單位數	低單位數	低雙單位數	高單位數
中國動向	6.0%	2.0%	-11.0%	1.0%	4.0%	0.4%	4.7%
李寧	SD	-SD	-8.2%	3.8%	5.0%	4.2%	4.0%
特步	2.0%	5.0%	6.0%	高單位數	中單位數	高單位數	雙單位數

目前連接ERP及MIS系統的店鋪			
安踏	中國動向	李寧	特步
50.0%	45.0%	90.0%	55.0%

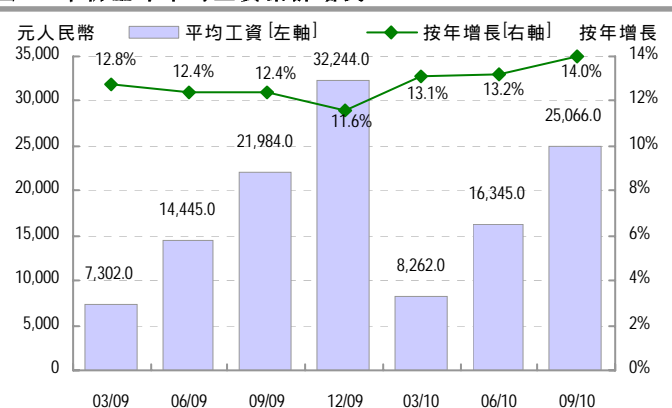
資料來源：公司數據及京華山一

透過提升門店效率支援增長。隨著門店擴張速度減慢，我們認為運動服企業的未來增長將由門店經營效率或同店銷售增長所決定，而這又與品牌價值及促銷活動密不可分。因此，同店銷售增長越快，訂單額增長及補單率亦就更高。以卡帕（Kappa）為例，該公司以時尚運動服產品為定位，但廣告與促銷開支佔收入的比重在同業中最低。09年度首季以來，該公司的同店銷售增長持續放緩，最終導致分銷渠道的存貨過量及11年度第二季訂貨會上的訂單額僅按年增長2.8%。該公司自2010年1月起開始採用媒體廣告，但並未如預期般那麼快提振零售表現。

ERP是分銷渠道內監控存貨水平的關鍵。由於多數運動服品牌的門店由分銷商或次級分銷商所經營，故實時掌握銷售表現及存貨水平等數據，對於品牌商準確判斷市場需求而言至為重要。但到目前為止，我們所研究的企業中尚未有一家能夠做到ERP或MIS等企業資源管理軟件全面覆蓋到分銷網絡。

成本急升—運動服生產商與分銷商共同隱憂。在經濟復甦的同時，國內平均工資自2010年初以來加快上漲，平均工資累計按年增長14.0%。再加上原材料成本攀升，令運動服企業的利潤率承受壓力。我們認為品牌知名度較高且定位較好的運動服企業有能力提高產品均價，從而保證毛利率平穩甚至擴闊。另一方面，租金及勞工成本攀升在分銷渠道亦形成壓力，並拖累了分銷商的盈利能力。以李寧為例，該公司提供的批發折扣率最低，計劃在2011年將該比率上調3.0%。

圖4：年初至今平均工資累計增長14.0%



資料來源：國家統計局及京華山一

表2：2011年銷售折扣，店鋪增長及訂單價值增長

	安踏	中國動向	李寧	特步
當前批發價及零售價格比率	42.0%	47.0%	50.0%	40.0%
11年店鋪增長	10.1%	7.7%	7.6%	11.6%
11年1季度訂單價值增長	23.0%	11.8%	11.8%	23.0%
11年2季度訂單價值增長	21.0%	2.8%	13.0%*	25.0%

\*京華山一資源  
資料來源：公司數據及京華山一

運動服企業表現參差。在運動服市場，李寧與中國動向等中高端品牌在2010年上半年的收入增長與10年度首兩季訂貨會上的訂單額增長相比略低。不過，安踏與特步等大眾品牌的10年度中期收入增長卻與訂單額增長相若。此外，李寧與中國動向的11年度首季訂單額增長及同店銷售增長亦落後安踏及特步。

增持中國運動服行業，看好大眾市場定位且在二三線城市根基穩健的品牌。隨著分銷渠道的成本壓力持續加重，我們看好促銷策略效果較佳，且在二三線城市採取合適定價策略的品牌。我們以安踏作為2011年運動服板塊中的首選，因其與中國奧委會的贊助關係有助進一步提升品牌價值，且面向大眾市場中端定價策略有效。我們亦建議買入特步，因其“體育娛樂合璧”的市場推廣模式成效明顯。不過，我們認為李寧2011年難有令人興奮的銷售表現，因其分銷渠道重組仍存在不確定性。同時，我們調低中國動向11年度3、4季訂貨會的訂單額增長預測至單位數，因其分銷渠道的存貨過量，且零售業績並未在促銷力度加大後出現明顯改善。

表3：同業估值(截止2010年11月30日)

公司名稱	彭博編號	評級	收市價 (港元)	市值 (百萬港元)	市盈率(倍)				市帳率(倍)			息率(%)	
					09	10F	11F	10-12E	09	10F	11F	10F	11F
<b>運動服業</b>													
安踏	2020 HK	買入	14.48	36,110	24.9	22.2	17.4	0.8	6.1	5.4	4.7	2.8	3.5
李寧	2331 HK	觀望	20.45	21,513	19.4	16.2	14.9	1.2	6.4	5.4	4.7	2.5	2.7
中國動向	3818 HK	觀望	3.47	19,662	11.6	11.2	10.7	2.6	2.3	2.2	2.0	5.4	5.6
特步	1368 HK	買入	6.77	14,732	19.1	16.7	14.4	0.9	4.1	3.8	3.2	3.9	4.5
<b>調整後</b>					<b>19.6</b>	<b>17.1</b>	<b>14.5</b>						
361度	1361 HK	未予評級	6.44	13,321	12.4	11.0	9.3	0.5	3.3	2.8	2.3	3.1	3.9
匹克	1968 HK	未予評級	5.65	11,853	14.0	12.9	10.3	0.5	3.5	2.8	2.4	2.6	3.0

資料來源：361度和匹克來自彭博，其他來自京華山一