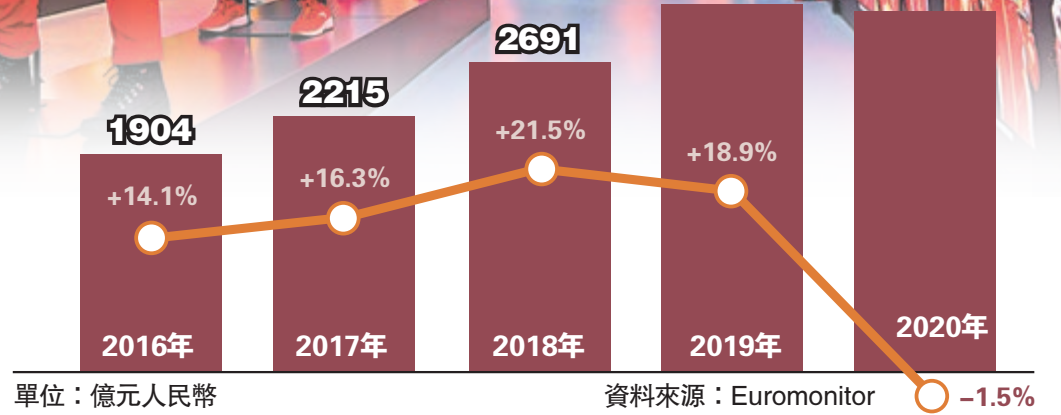


各國人均體育服飾消費



中國運動服飾市場規模



消費升級

內地體育用品行業近年持續快速發展，在國家刺激內需和民衆消費升級趨勢下，政策紅利不斷釋放，整個行業迎來新一輪的增長周期。與此同時，新疆棉花事件，讓國產體育品牌進一步崛起。內地年輕一輩近年對國產品牌的喜好度不斷提高，李寧（02331）及安踏（02020）兩大品牌知名度大增，股價長升長有，累積了相當大的升幅，在內地強大的消費潛力支持下，分析員建議投資者採取「逢低吸納」策略。

板塊透視之體育用品股

大公報記者 李清心

被形容為服裝行業中「最佳賽道」的體育服飾板塊，在2019年規模達3199億元（人民幣，下同），按年增長近19%。雖然去年受疫情衝擊，令市場規模按年下跌1.5%至3150億元，但其佔中國服飾零售市場比重，已由2016年的8.8%，升至2020年的13.3%。

人均消費增長空間大

耀才證券研究部總監植耀輝表示，隨着內地消費升級，加上大眾持續注重自身健康，有利體育用品板塊走高一線。他續說，隨着消費力的提升，消費者對產品需求由昔日的性價比，到現今以功能性為追求目標。

雖然中國的體育用品行業持續快速發展，但論產業規模，仍然較其他發達國家偏低，反映市場具較大拓展空間。

根據市場調研機構Euromonitor數據顯示，2019年中國消費者在體育服飾的人均消費額約33美元（約257港元），相比之下，美國高達384美元（約2995港元）、英國為162美元（約1264港元）及日本為114美元（約889港元）。隨着消費升級趨勢，中國的人均體育服飾消費金額差距有望縮小。

在利好因素以外，投資者需要考慮利淡因素，包括庫存問題。植耀輝指出，要留意品牌過於擴張的步伐，避免重蹈2008年後的困局。

北京在2008年成功舉辦奧運會，配合中國加入世界貿易組織（WTO），

經濟持續增長支撐體育用品市場的「擴容」。根據Frost & Sullivan統計數據，當年全國體育用品市場規模達533億元，五年複合增長達22%。

一眾體育用品企業爭相擴張銷售渠道，以搶佔市場。不過在門店數量迅速增長下，形成供應過剩問題，加上北京奧運熱潮褪下，渠道庫存陷入危機，觸發一輪減價戰。

植耀輝認為，體育用品板塊中的公司選擇中，以投資價值來看，首選李寧及安踏。他提到，李寧屬於國家級品牌，加上內地年輕一輩對國產品牌的喜好度高，不過，要留意李寧股價近期已累積一定升幅，建議投資者採取「逢低吸納」策略。

兩大海外品牌形象插水

另外，中信證券首席紡織分析師馮重光提到，新疆棉花事件，令Nike及Adidas品牌形象嚴重受損，兩品牌佔據中國運動市場約39.2%份額，相信事件或令其市佔率逐漸萎縮，市場需求有望被李寧、安踏等國產品牌承接。

根據中信證券的數據觀察，新疆棉花事件曝光後，在B站平台的國際品牌觀看流量佔比，從80.6%大幅降至50.3%，3月份Nike品牌在天貓的銷量按月下跌3.4%。

馮重光認為，雖然國產品牌的流量引流至銷量效果還未顯現，但從中期發展趨勢來看，值得關注國產龍頭品牌的增長空間。

體育產業發展四個階段

時期	1990至2001年	2002至2008年	2009至2013年	2014至今
發展階段	品牌覺醒	快速擴張	行業調整	經營轉型
市場規模CARG	約16%	約21.7%	約5.6%	約16.6%
產品競爭力	性價比	性價比 時尚設計	性價比 時尚設計	功能性 品牌文化
渠道結構	經銷	經銷	經銷+直營	經銷+直營 電商

資料來源：國金證券研究所

消費者要求提高 產品專業化捉商機

新聞分析

李清心

中國消費者的均可支配收入水平連年上升，國家統計局數據顯示，2020年已達32189元人民幣，在經濟持續發展的前提下，大眾的消費觀念已由滿足基本需求，轉向至更高層次。

對於體育服飾的需求，消費者已由最初的簡單用作運動需求，發展至今天以體驗型為主，講求的是產品的功能性、專業性，會為跑步、籃球、羽毛球等不同體育項目購買專門化多品類產品，甚至具有一定的科技含量。

上世紀80年代，Nike採納前NASA工程師Frank Rudy提出的Air氣墊技術，為傳統運動鞋注入「緩震」概念。至於國產品牌亦有為產品加入科技元素，例如李寧（02331）早年推出用顆粒發泡的PEBAX材料製成的李寧龍，賣點是回彈高10%，降低跑者運動過程中

的能耗。

運動服飾企業一直透過產品升級，以達至差異化效果，激發消費者的購買意欲，從而搶佔市場份額，一旦產品「爆款」，甚至有利擴大品牌在市場上的影響力。各個品牌近年積極加大投入力度，在產品創新上大花功夫。

事實上，中國是全球最大運動鞋服生產基地，在產業鏈完整度、生產效率、技術儲備上擁有扎實基礎，同時為國產品牌的產品創新提供先天的優勢。



▲李寧設計團隊推出的「龍」系列，降低跑者運動過程中的能耗。

國產品牌乘風起 李寧安踏 逢低吸

體育用品股好淡因素

利好

- 內地消費升級轉型
- 大眾着重追求健康
- 行業規模具拓展空間

利淡

- 品牌擴張形成庫存問題
- 疫情反覆影響經濟活動
- 行業競爭加劇

證券界意見

耀才證券研究部總監

植耀輝

● 內地消費力提升，消費者對產品需求從性價比轉向追求功能性。中國的體育用品產業具有較大的拓展空間，但要留意品牌擴張的步伐不能過快，以股份投資價值來看，首選李寧與安踏，策略是逢低吸納。

中信證券首席紡織分析師

馮重光

● 新疆棉花事件後，李寧、安踏等國產品牌可望承接外資品牌的部分市場。雖然國產品牌的流量引流至銷量效果還未顯現，但中期而言，值得關注國產龍頭品牌的增長空間。

2020年度部分體育用品股業績

股份	淨利潤	毛利率	股息率*
安踏體育(02020)	51.62億↓3.4%	58.2%↑3.2點	0.51%
申洲國際(02313)	51.07億↑0.2%	31.2%↑0.9點	1.23%
李寧(02331)	16.98億↑13.3%	49.1% 持平	0.43%
滔博(06110)(2020年8月底止半年)	13.09億↓11.0%	41.6%↓2.1點	2.03%
特步(01368)	5.13億↓29.5%	39.1%↓4.3點	2.69%
中國動向(03818)(2020年9月底止半年)	11.16億↑494%	60.1%↓5.3點	5.17%
361度(01361)	4.15億↓4.0%	37.9%↓2.4點	0%

大公報整理

單位：人民幣

(*4月11日收市價計)

今年銷售料增25% 李寧跑贏同業

前景可期

受疫情因素影響，體育用品股去年業績表現倒在所難免。作為國產品牌崛起領軍者的李寧（02331），2020年全年淨利潤達16.98億元（人民幣，下同），按年增長13.3%。單計去年下半年，淨利潤增幅達44%，要算是一眾體育用品股中表現最為突出。

近期，國產品牌成為不少消費者的新選擇，相關出現「漢服熱」、「國風熱」的關聯熱詞，主攻Z世代年輕客群的李寧，成為消費者追捧對象。坊間有指「價格低、款式新穎，加上明星代言，國貨球鞋越來越難買」。最近一雙標價1499元的李寧球鞋，在第三方網上平台獲瘋炒至4999元，令市場嘩然。

雖然限量版球鞋具有收藏價值，可謂有市有價，但畢竟炒價屬於平台賣家個人設定，提價並

非李寧自身品牌的官方行為，從股票投資價值而言，應更着重企業的持續發展和市場前景。

李寧管理層在業績會議上提到，預期2021年全年銷售增長約25%，淨利潤有望擴張100個基點。摩根大通發表研究報告認為，李寧的銷售增長指引跑贏同業，隨着毛利率上升120至130個基點，將有助支撐公司淨利潤率擴張。

大和報告提到，雖然去年零售環境受疫情影響，但李寧各項經營指標仍見改善，包括經營溢利和現金周轉天數，考慮到渠道庫存水平亦改善，配合零售去化表現強勁，相信李寧增長前景正面。

至於把李寧列入「確信買入」名單的高盛發表報告認為，李寧的渠道庫存已回復至疫情前的水平，至於新產品的庫存比率持續提升，反映集團銷售加快，以及折扣情況有所改善。

數字化轉型 安踏毛利率改善

結構優化

在體育用品板塊之中，市值最大的是安踏體育（02020），亦屬於多品牌體育服飾龍頭，除了本身的安踏品牌，還有高端品牌FILA、專業登山設備品牌Kolon Sport、兒童服飾品牌Kingkow、芬蘭品牌AMER Sports等。其中，安踏品牌去年為整個集團貢獻收益約157.5億元，按年減少9.7%，佔總收入44.3%。FILA品牌收益上升18.1%至174.5億元，首次超越安踏品牌。

安踏在2020年開展DTC模式改革，即直接面向消費者（Direct to customer），精簡銷售渠道的中間經銷商環節，以提高直營業務的佔比，配合數字化轉型，提高全渠道營運效率。

中信證券形容在疫情的終場哨之中，安踏是「衝鋒號」。該行指出，安踏品牌借助疫情，已

全面進行門店結構優化升級。受惠電商業務佔比提升，加上DTC模式的推動，安踏品牌毛利率顯著提升。

安踏品牌毛利率上升3.4個百分點，由2019年41.3%升至2020年的44.7%，拉動集團整體毛利率上升3.2個百分點，達58.2%，創上市超過13年以來新高。

另外，多品牌是安踏的特色之一，其中，FILA在高基數效應及疫情下，表現仍超越同業，單是去年淨開店55家至超過2000家水平，部分店效在去年第四季已恢復至2019年疫情前水平。

安踏擁有的品牌亦衍生不同風格系列產品，例如由FILA延伸的意大利登山風格的Club Alpino、瑜伽系列Athletics Yoga等。同時，AMER旗下除了超高端戶外服裝始祖鳥，還有越野跑及裝備品牌Salomon，以及滑雪板Atomic。