



▲安踏去年錄得近五成的淨利潤增長，但增速在下半年出現放緩。

體育用品股業績比拼（單位：人民幣）

企業	淨利潤	毛利率	全年派息	派息比率	市盈率
品牌商					
李寧（02331）	40.11億（↑136%）	53.0%（↑3.9百分點）	45.97仙（↑125%）	29%	31倍
安踏（02020）	77.2億（↑49.6%）	61.6%（↑3.4百分點）	1.58元（↑132%）	45%	25倍
特步（01368）	9.08億（↑77.1%）	41.7%（↑2.6百分點）	20.7仙（↑71.1%）	57%	25倍
361度（01361）	6.02億（↑45.0%）	41.7%（↑3.8百分點）	不派	不適用	11倍
製造商					
申洲國際（02313）	33.7億（↓34.0%）	24.3%（↓6.9百分點）	1.63港元（↓18.5%）	59%	38倍
裕元（00551）	1.15億美元（虧轉盈）	24.0%（↑2.3百分點）	0.2港元（不適用）	36%	20倍
永嘉集團（03322）	（6640萬港元）（虧損收窄）	24.2%（↑0.2百分點）	不派	不適用	不適用
經銷商					
滔搏（06110）*	14.31億（↑9.3%）	44.5%（↑2.9百分點）	13仙（↓75%）	56%	11倍
寶勝國際（03813）	3.57億（↑17.7%）	35.5%（↑4.9百分點）	0.016港元（不適用）	19%	10倍

註：「\*」為截至2021年8月底止6個月；其餘皆為2021年全年業績

大公報記者整理

# 成本漲兼估值高 體育用品股勿沾手



▲Nike去年在中國的市佔率減少0.9個百分點。

## 板塊透視之體育股

經歷北京冬季奧運會等盛事，體育用品股早前跑贏大市。不過，面對疫情反覆令行業停滯不前，供應鏈及原材料問題難以解決；而且在高基數的隱憂下，行業短線亦缺乏上升催化劑，以支持高昂的估值。有證券業人士明言，現階段不宜沾手體育用品股。

大公報記者 李潔儀

去年在多項利好因素簇擁下，體育用品股業績普遍向好，龍頭股安踏（02020）淨利潤77.2億元（人民幣，下同），按年增長49.6%，李寧（02331）多賺1.4倍至逾40億元，特步（01368）和361度（01361）的純利亦有不同程度的升幅。

耀才證券研究部經理譚智樂直言，在利好因素已反映的前提下，體育用品股今年將面臨更多的挑戰。他解釋，過去一年相關股份的業績表現形成高基數效應，但內地面對疫情的反覆，整個體育用品行業似乎停滯不前，未能真正浮現復甦概念。

譚智樂又指，雖然安踏、李寧擁有「吃香」的品牌，例如FILA、李寧YOUNG等，但相關品牌去年下半年增長已經有所放緩。

### 欠催化劑支持 股價壓力大

經過早年高速發展、店舖盲目擴張到品牌整合，體育用品行業的銷售及存貨周轉已見改善。譚智樂提醒，雖然行業毛利表現較高，但需要留意原材料成本上升的問題，因為體育用品企業未必能轉嫁市場，這會增加高估值向下重估的風險。

事實上，體育用品股的高估值已經影響股價表現。截至目前，在四大體育用品股當中，李寧市盈率約31倍，今年至今股價累積跌幅近29%；市盈率25倍的安踏，股價蒸發逾兩成；特步要跌16%；市盈率相對最低的361度，股價微升0.5%，既跑贏同業，亦相對具抗跌力。

「愈高估值，殺傷力愈大。」譚智樂指出，假設李寧及安踏市盈率分別調整至25倍及20倍，即相等於其股價仍有30%至40%的潛在跌幅。他續說，體育用品股短線缺乏上升催化劑，難以支持估值高昂的狀態，直言「股價沒有大跌已偷笑」。

### 市道弱 難以加價

以往，體育用品股的反映指標為同店銷售（SSG），但由於銷售渠道由實體轉至網上，目前大部分企業已不公布相關數據。譚智樂表示，收入增長、毛利率變化、折扣回贈等，均可反映行業狀態，用以分析體育用品股的前景。

譚智樂認為，體育用品股的利好因素已反映，而且陸續有風險因素浮現，包括內地疫情反覆，供應鏈及原材料問題。在這種情況下，企業未必可調高產品售價，變相要「硬食」成本。由於行業前景不清晰，加上現正處估值向下重估期間，他不建議投資者博反彈，甚或沾手體育用品股。

## 體育用品股利淡因素

- 銷售表現有所增長
- 存貨周轉持續改善
- 體育用品毛利率較高

- 市場復甦概念未浮現
- 缺乏催化劑以支持高估值
- 原材成本持續上升

►在國策和體育盛事的支持下，運動熱潮相信可促進體育用品的銷情。



## 疫情擾動 大摩看淡次季業績

### 行業展望

體育用品股相繼公布第一季營運表現，雖然按年有所增長，但增幅出現放緩。面對疫情不確定性，加上去年同期高基數效應的雙重影響，體育用品股第二季業績或會受壓。

安踏（02020）第一季主品牌的零售額，按年錄得10%至20%高段正增長，較去年同期的40%至45%增幅放緩，但較去年第四季的10%至20%中段正增長，有所改善。

摩根士丹利指出，安踏自3月下旬以來的銷售表現惡化，反映疫情再度爆發，以及持續升級的防疫措施影響。該行估計，安踏品牌第二季銷售額要跌5%至10%。

至於李寧（02331），撇除李寧YOUNG品牌，整個平台銷售流水按年錄得20%至30%高段增長，相比去年同期的80%至90%高段增長，增速大幅收窄。

值得注意的是，跟安踏一樣，李寧在3月最後兩星期的線下流水，按年下跌30%，但管理層透露，4月份的零售流水跌幅已逐漸收窄。

浦銀國際的研究報告指出，假設疫情在6月趨於穩定，預期下半年在較低基數的前提下，李寧的零售流水增長有望回復到1月至2月的水平。



◀有分析估計，疫情穩定後，李寧的零售流水增長有望回復。

## 國貨冒起 海外品牌市佔率跌

### 市場分布

在國潮因素推動下，中國運動服飾品牌市場「洗牌」，兩大外國品牌Nike及Adidas市佔率雙雙下降，國產品牌則顯著提升。其中，安踏（02020）旗下主品牌及FILA合計市佔率，已超越Adidas單一品牌。

根據Euromonitor資料顯示，2021年中國

### 運動服飾品牌在中國的市佔率

品牌	2020年	2021年	變動（個百分點）
Nike	20.0%	19.1%	↓0.9
Adidas	17.1%	14.6%	↓2.5
安踏	8.6%	9.3%	↑0.7
李寧	6.8%	8.2%	↑1.4
Fila	6.6%	6.9%	↑0.3
Skechers	5.9%	6.6%	↑0.7
特步	4.5%	4.4%	↓0.1
Jordan	3.6%	4.0%	↑0.4
361度	2.7%	2.6%	↓0.1
Converse	2.2%	2.2%	無升跌

資料來源：Euromonitor

運動服飾規模按年增長19.1%，預期2021年至2026年複合增速約為12.3%，細分領域以戶外服飾、專業運動鞋的增速高於整體行業。

從市場格局來看，國產品牌在中國運動服飾市場的地位提高。安踏主品牌市場佔有率由8.6%升至9.3%，加上旗下FILA品牌，合計市佔率有16.2%。李寧（02331）市佔率連升4年，去年一舉升1.4個百分點至8.2%。

至於海外品牌方面，Nike原本在2020年獨佔中國運動服飾品牌的一半之一市場，但在2021年跌至19.1%。Adidas的市佔率更連跌3年，由2018年的19.2%跌至2021年14.6%，去年急跌2.5個百分點。

### 品牌力提升 管理漸優化

海通證券研究報告提到，海外運動品牌在大中華區的盈利能力，高於本土水平，主要受惠國際品牌力較高，令其對渠道商的折扣控制能力較高。

不過，隨着國產品牌力在不斷提升，尤其是在直營渠道的議價能力，加上渠道結構及庫存管理都在優化，該行認為，這些因素都有利國產品牌市佔率進一步提升。

## 國策扶持 產業發展潛力大

### 新聞分析

李潔儀

疫情雖然持續影響環球經濟，但在疫情後周期，大眾的健康理念持續增強，在推進全民健身的前提下，將有利運動服飾市場的發展。

在早前的國務院常務會議上，國務院部署促進消費的政策舉措，助力穩定經濟基本面及保障改善民生。雖然棉花等原材料價格上升，

### 全球十大運動健身市場（截至2020年）

排名	國家	金額（美元）	按年變動
第一位	美國	215.81億	↓23.4%
第二位	中國	118.86億	↓1.8%
第三位	日本	41.03億	↓8.6%
第四位	德國	35.47億	↓8.4%
第五位	英國	34.65億	↓18.5%
第六位	法國	23.30億	↓11.6%
第七位	韓國	22.82億	↓9.1%
第八位	澳洲	17.34億	↓4.9%
第九位	印度	16.12億	↓8.4%
第十位	意大利	15.45億	↓18.5%

資料來源：國泰君安證券研究

但體育用品行業勢必受惠市場需求的增長。

根據「十四五」規劃，2025年中國體育產業規模將達5萬億元人民幣，倘若計及「經常參加體育鍛煉的人數」（即每周3次或以上、每次30分鐘以上、運動強度為中等），2020年為4.35億人，預期到2030年達5.3億人，10年間增長近1億人。不論是產業規模或參與人數，體育行業將成為未來市場重要賽道之一。

其中，帶有科技含量的智能健身，成為疫情下增長最快的產業，例如透過手機應用程式進行運動、以鏡頭捕捉運動狀態，通過背後產生的數據再生成所謂的運動處方，為消費者提供運動健身解決方案。

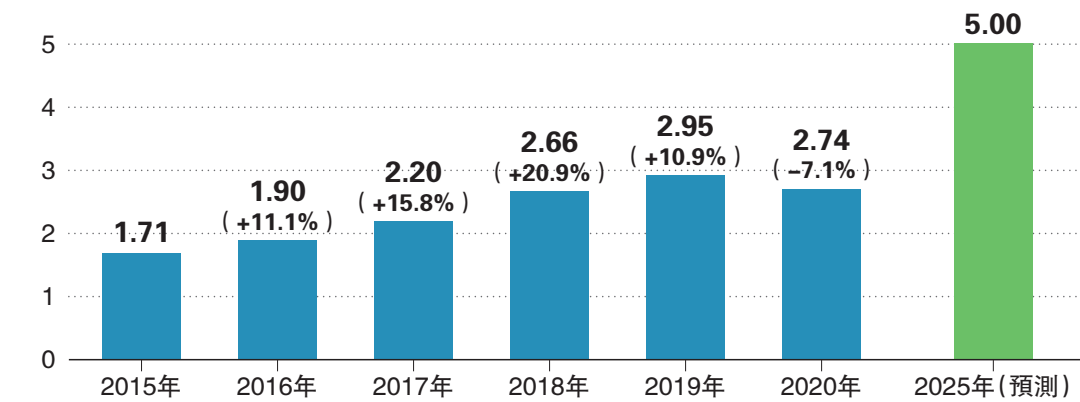
### 市場韌度領先歐美

資料顯示，全球運動健身市場中，各國在2020年的市場規模全部下跌，主要受疫情影響。排首位的美國，規模跌幅最大達23.4%，只有215.81億美元。

目前，中國已成為全球第二大的體育市場，2020年體育市場規模亦要跌1.8%至118.86億美元，但已是全球十大市場中跌幅最小，可見中國體育市場的韌力，正在從體育大國邁向體育強國。

### 中國體育產業市場規模

註：括號內的百分率為按年變動



資料來源：國家統計局、國家體育總局