



▲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

- | | |
|----|--|
| 利好 | • 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 |
| 利淡 | • 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

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。

值得留意的是，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。



的零售流水增長，有希望回復。李寧
有分析估計，疫情穩定後，李寧

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。安踏主品牌市佔率由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五分之一市場，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年的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

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)

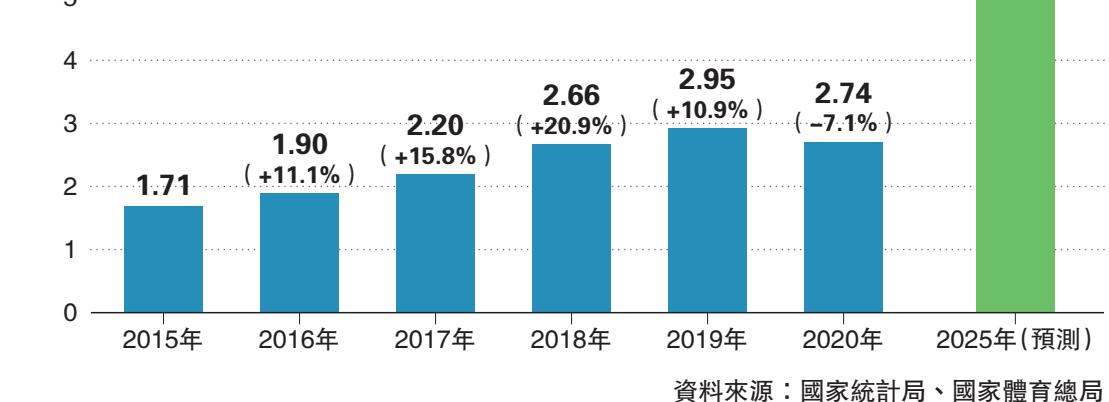
| 排名 | 國家 | 金額(美元) | 按年變動 |
|-----|-----|---------|--------|
| 第一位 | 美國 | 215.81億 | ↓23.4% |
| 第二位 | 中國 | 118.86億 | ↓1.8% |
| 第三位 | 日本 | 41.03億 | ↓8.6% |
| 第四位 | 德國 | 35.47億 | ↓8.4% |
| 第五位 | 英國 | 34.65億 | ↓18.5% |
| 第六位 | 法國 | 23.30億 | ↓11.6% |
| 第七位 | 韓國 | 22.82億 | ↓9.1% |
| 第八位 | 澳洲 | 17.34億 | ↓4.9%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

中國體育產業市場規模

註：括號內的百分率為按年變幅

(萬億元人民幣)



資料來源：國家統計局、國家體育總局