



中国运动服饰行业：上半年业绩大局已定，三季度收入面临挑战

在3月与4月较低的基数下，运动服饰行业在零售端整体都录得较高的流水增长。然而，随着5月与6月的基数逐步升高，增速不可避免地逐步放缓。进入6月以后，在相对疲弱的需求复苏下，大部分运动服饰品牌的零售流水增速都不尽如人意。更令市场担忧的是，对大部分运动服饰品牌而言，7-8月将维持与6月同样（甚至更高）的基数。这也意味着整体3Q23的中国运动服饰增长趋势都不容乐观。这也是造成运动服饰行业短期市场情绪不佳的主要原因。在当前消费形势下，考虑到国产运动服饰品牌目前较低的估值水平，我们认为股价下行空间有限，但估值重塑尚待时日。

• **李宁：**虽然李宁面对非常高的基数（去年6月双位数零售流水增长），我们预计李宁在6月依然能维持同比低至中个位数的流水正增长。我们预测李宁2Q23全渠道零售流水有望录得低到中双位数的正增长，1H23流水有望同比增长高单位数。然而，考虑到1-2月去库存的影响，我们预测李宁1H23的收入同比增长中单位数左右，低于流水增速。尽管3月后折扣率已同比转正，但1H23整体折扣率依然同比加深低单位数，可能导致李宁1H23毛利率同比小幅下降。另外，李宁1H23整体费用率在去年低基数下可能有所增加，其他收入也将同比减小。因此，我们预测李宁1H23净利率在15-16%，同比有所收缩，净利润同比恐有所下滑。李宁3Q22的流水增长快于竞争对手，导致市场对李宁3Q23的流水表现缺乏信心。庆幸的是，李宁目前的渠道库存水平在行业中依然处于较为健康的水平（库销比4-5个月）。

• **安踏品牌：**安踏品牌短期的流水面临一定的压力。我们预计安踏品牌6月流水可能同比小幅下滑。我们预测安踏品牌2Q23与1H23将分别录得高单位数及中到高单位数的流水同比增长。在DTC的帮助下，安踏1H23收入增速有望达到高单位数以上，小幅高于流水的增速。然而，安踏品牌5-6月的零售折扣依然同比有所加深。同比加深的零售折扣率可能抵消DTC对毛利率的帮助，使安踏品牌的毛利率承压。然而，单店流水的增长与门店运营效率的改善有望提升安踏品牌直营门店的经营利润率，从而推动安踏品牌1H23整体的经营利润率的提升。截至6月底，我们预计安踏品牌的渠道库存水平依然维持在5个月左右。

• **Fila品牌：**尽管今年618的销售增长基本维持5月的趋势，但6月后半月的销售面临较大的压力。我们估计Fila品牌6月的流水增速环比5月可能出现较大幅度的放缓（预计在中单位数）。即便如此，我们估算Fila2Q23的全渠道零售流水依然同比增长20%以上。我们预测Fila1H23的收入同比增长中双位数左右。由于Fila1H23的零售折扣基本同比持平，我们预计其1H23的毛利率基本维持同比稳定。在Fila全直营的运营模式下，收入的高速增长无疑将带来较大的经营杠杆，使Fila1H23的经营利润率有望录得较为明显的扩张。

• **投资风险：**消费复苏节奏持续放缓，消费者信心下行，高成长性企业估值继续下探。

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023年7月4日



扫码关注浦银国际研究



图表 1: 李宁与安踏 1H23 零售流水与业绩展望

	1Q23	2Q23	1H23			
	零售流水	零售流水	零售流水	收入	毛利率	经营利润率
李宁	↑ 中单位数	↑ 低至中双位数	↑ 高单位数	↑ 中单位数	↓ 同比收窄	↓ 同比收窄
安踏品牌	↑ 中单位数	↑ 高单位数	↑ 中到高单位数	↑ 高单位数	— 同比保持平稳	↑ 同比略微扩张
Fila 品牌	↑ 高单位数	↑ 20%+	↑ 中双位数	↑ 中双位数	— 同比保持平稳	↑ 同比扩张

资料来源: 浦银国际估算

• **行业长期增长确定性不变:** 尽管运动服饰行业的市场需求短期受到经济疲弱的影响而有所降低, 但我们对运动服饰行业在整个消费领域中的长期增长前景依然保持乐观。我们认为, 运动服饰行业具有以下三大长期消费趋势, 且这三大趋势并不会在短期经济波动中产生结构性的改变:

- (1) 消费者的运动参与度不断提升;
- (2) 运动服饰穿着的场景持续拓展;
- (3) 消费者对运动服饰功能性与专业度的诉求不断上升。

我们相信, 一旦整体经济环境有所改善, 中国运动服饰行业长期依然有望维持较高的增速, 且行业龙头有望继续提升市场份额, 录得高于行业的收入增长。

图表 2: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	44.0	买入	75.1	2023年3月20日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	84.0	买入	134.0	2023年4月13日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	1.2	2023年5月12日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.1	买入	8.4	2023年7月4日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.7	买入	10.0	2023年4月3日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	52.4	买入	80.4	2023年3月27日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	93.9	买入	126.7	2023年5月3日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	20.4	持有	26.2	2023年5月4日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	72.5	买入	100.0	2023年4月26日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	105.9	持有	121.0	2023年4月26日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.3	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.1	买入	35.4	2023年5月2日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	30.9	买入	40.2	2023年3月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.5	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.4	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.7	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 7 月 4 日收盘价。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

