

中国运动服饰行业：特步近期库存危机对李宁与安踏并没有负面暗示

特步在 11 月 13 日召开电话会，称其在刚刚结束的“双十一”表现不佳。为了清理库存，特步大幅加大了折扣力度（同比加深 3-4 个百分点），但主品牌在“双十一”期间全平台销售仅同比增长高单位数，低于管理层预期。因此，特步管理层下调 2023 全年收入与利润指引至 10% 以上（原指引为收入同比增长 15%-20%，净利率增长快于收入增速）。特步的电话会引起了市场恐慌，担心运动服饰行业在今年年底及明年年初将再次为清库存而爆发价格战，同时也担忧其他国产品牌（包括李宁与安踏）会同样下调今年的业绩指引。然而，我们认为特步目前所面临的挑战是其自身的问题，对李宁与安踏并没有明显的负面暗示。

• 为什么我们并不担心李宁与安踏会爆发类似的库存危机？

(1) 特步当前所面对的困境更多是由于特步品牌自身的问题所引起的，包括其较高的库存水平（尤其是经销商手里的库存）以及全批发的运营模式（导致公司无法对整体渠道库存做出及时的调整）。

(2) 基于李宁与安踏品牌目前相对健康的库存水平、较为合理的库龄结构以及相比特步更高的 DTC 占比，我们不认为它们有必要跟随特步进行较为激进的清库存行为。

(3) “双十一”很大程度上已经成为品牌清理老旧库存的重要渠道。我们认为品牌在“双十一”期间激进的促销策略很大程度上反映了品牌的库存压力，但真正反映品牌真实市场需求的是线下流水的表现。李宁与安踏品牌在“双十一”期间线下流水的增速皆好于线上全平台流水的增长。这也体现了消费者对李宁与安踏品牌的需求依然保持稳定。

• **李宁 (2331.HK)**: 李宁“双十一”期间电商全平台实现个位数的流水增长。这一增长主要是抖音及得物等新平台所驱动的。尽管“双十一”流水增速并不显著，但整体线上折扣保持同比持平。这体现了李宁在相对健康的库存水平之下，并未在“双十一”采取激进的清库存策略，而是在有条不紊地消化旧库存，并进一步优化其库存结构。同时，李宁 10 月与 11 月（截至 11 月 14 日）的线下流水均录得双位数的同比增长，且增速在低基数的帮助下逐月加快。这反映了李宁在国产运动服饰品牌中，依然保持较为稳健的市场需求与较高的品牌力。我们相信李宁如果明年开始聚焦低线城市的下沉，将对其他国产品牌造成一定的竞争压力。

• **安踏 (2020.HK)**: 安踏管理层并未透露其各个品牌“双十一”的表现，但我们预测安踏品牌线上全平台同样录得个位数的流水增长，而 Fila 品牌（在直播等新兴渠道的带动下）“双十一”线上增速远高于安踏品牌。管理层表示，安踏集团“双十一”整体折扣同比略有改善。我们的调研显示，安踏品牌“双十一”期间的折扣水平同比略有加深，但加深幅度与全年基本保持一致。Fila 与其他品牌“双十一”期间的折扣率都同比有所改善。进入四季度以后，安踏品牌线下流水增速依然远高于其线上的增长。尽管面临较大的挑战，但公司目前尚未有下调安踏品牌全年流水双位数增长目标的计划。考虑到安踏在国产品牌中较高的 DTC 占比，我们认为公司在目前的库存水平下不存在大幅清理库存的必要性。

• **投资风险**: 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

林闲嘉

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 11 月 14 日

浦銀國際

行业点评

中国运动服饰行业



扫码关注浦银国际研究

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

