



國證國際
S D I C S I

仰望星空 脚踏实地

运动鞋服行业策略

国证国际 研究部

杨怡然 消费行业分析师

2024年10月30日

laurayang@eif.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明



消费板块行情回顾

- 2024年上半年恒生指数基本呈现震荡上行趋势，但从5月中开始表现持续回落，疲软现象持续到8月底，开始出现显著反弹，近期有所回调。
- 消费板块整体的走势跟大盘类似，但增速低于大盘，尤其是进入Q2以后，必需性和非必需性消费的表现都远不及大盘。但8月底开始反弹后，消费板块的弹性更大，其中非必需性消费业的弹性大于必需性消费业。

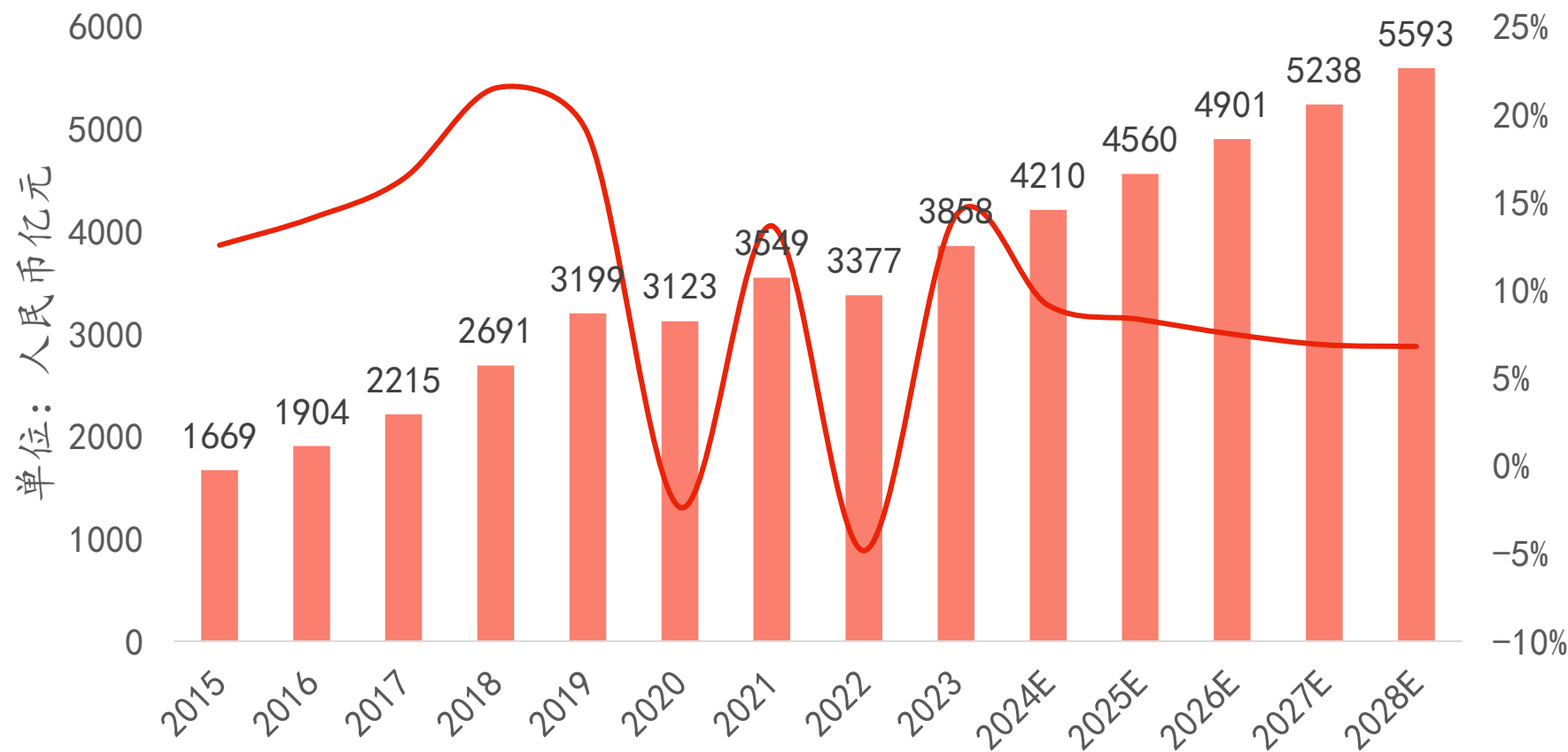




中国运动鞋服市场维持长期增长态势

- 疫情发生前，运动鞋服行业实现快速增长，2015-2019年CAGR为17.7%；
- 疫情使得行业增长步伐放缓，2020年行业规模轻微下滑2.4%，但很快回到正常增长轨道；
- 预计2028年中国运动服饰的市场规模将达到5593亿元，2023-2028年CAGR为7.7%，长期增长趋势不变。

中国运动服饰市场规模及增速

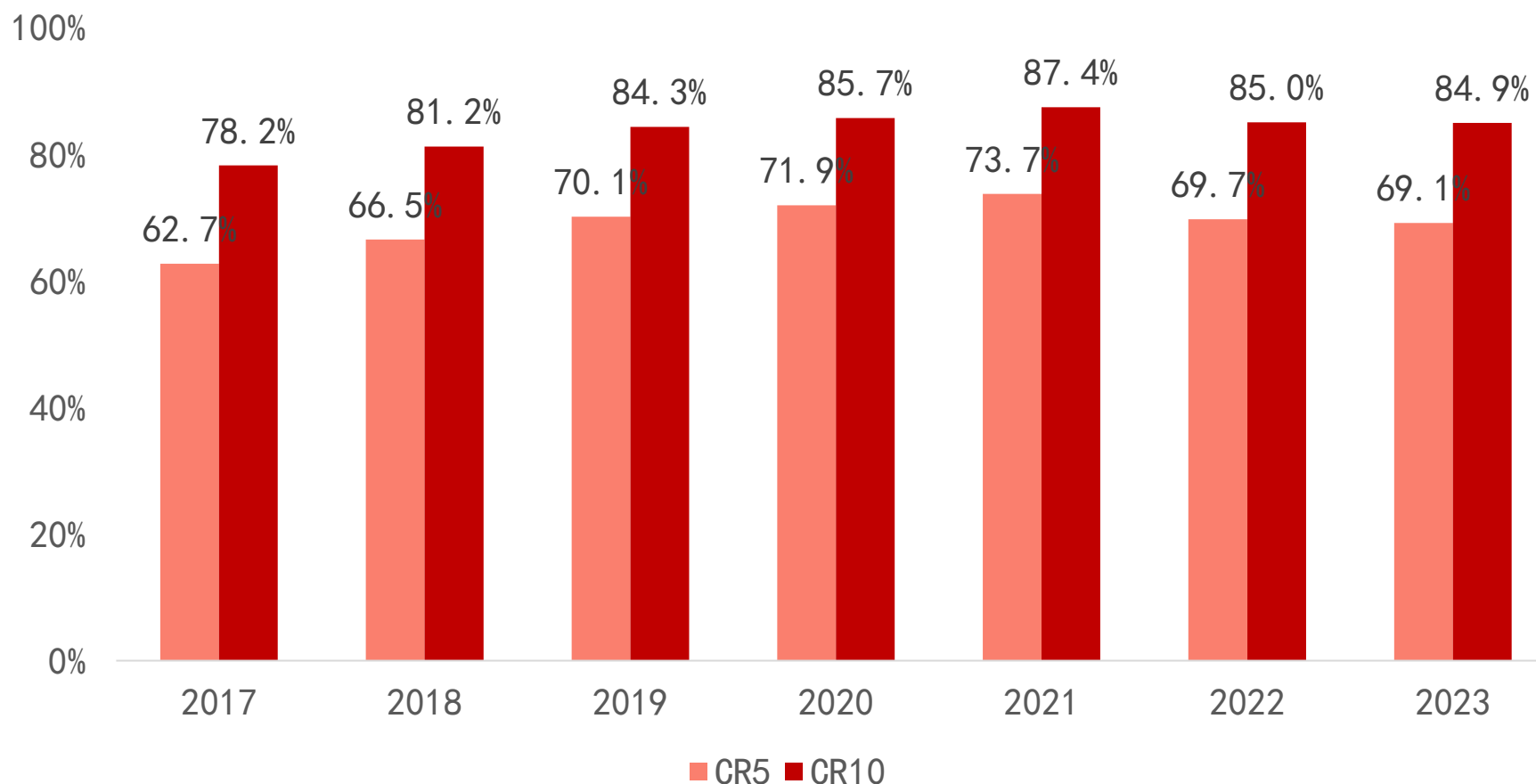




市场保持高度集中，但格局有所改变

- 行业始终保持着极高的集中度，头部效应显著；
- 疫情发生的前两年，市场格局变化不大，集中度持续提升；
- 后疫情时期，由于库存积压，行业竞争变得激烈，集中度轻微下降；
- 随着疫情的影响逐渐消散，库存压力减轻，相信未来马太效应依然显著，强者恒强。

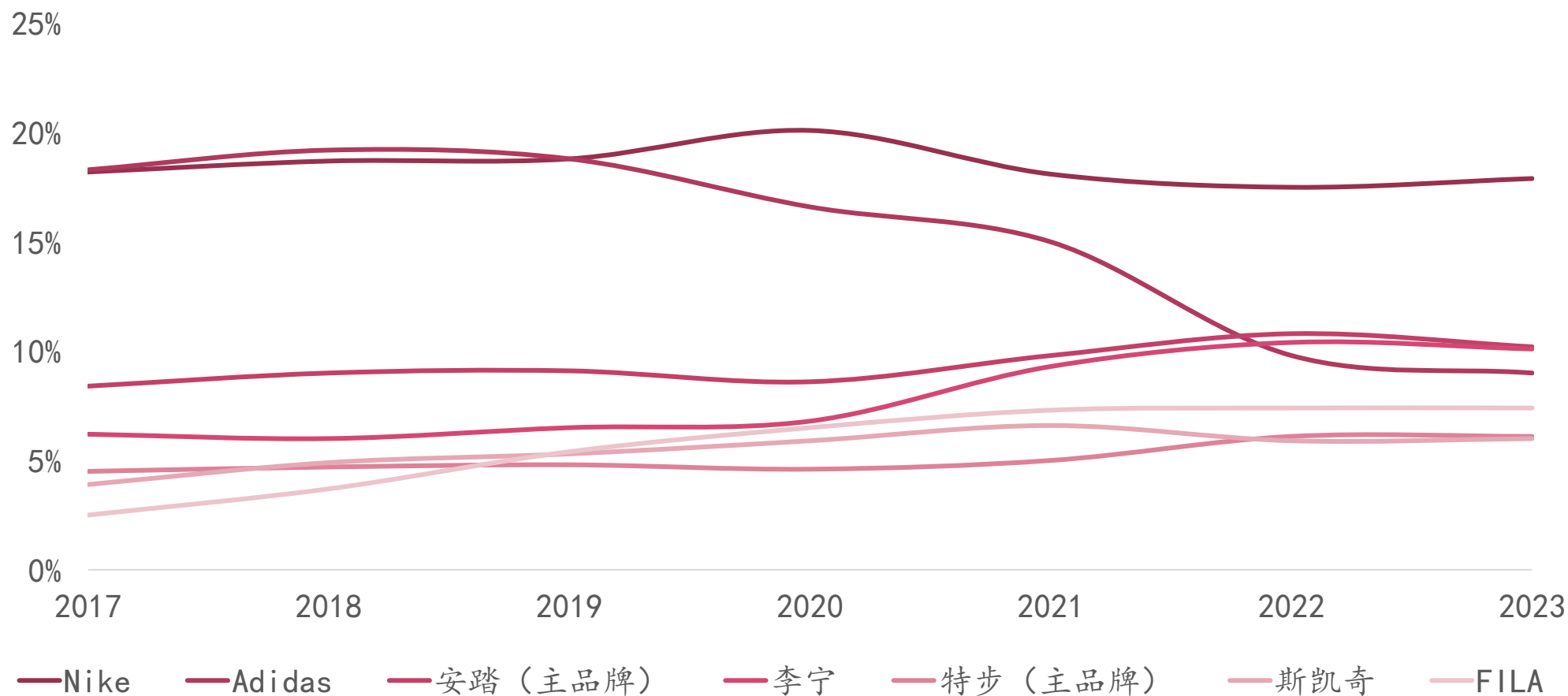
中国运动鞋服市场集中度





国产品牌市场份额持续突破

中国运动头部品牌份额变化





国产品牌库存压力持续下降，库销比恢复健康水平

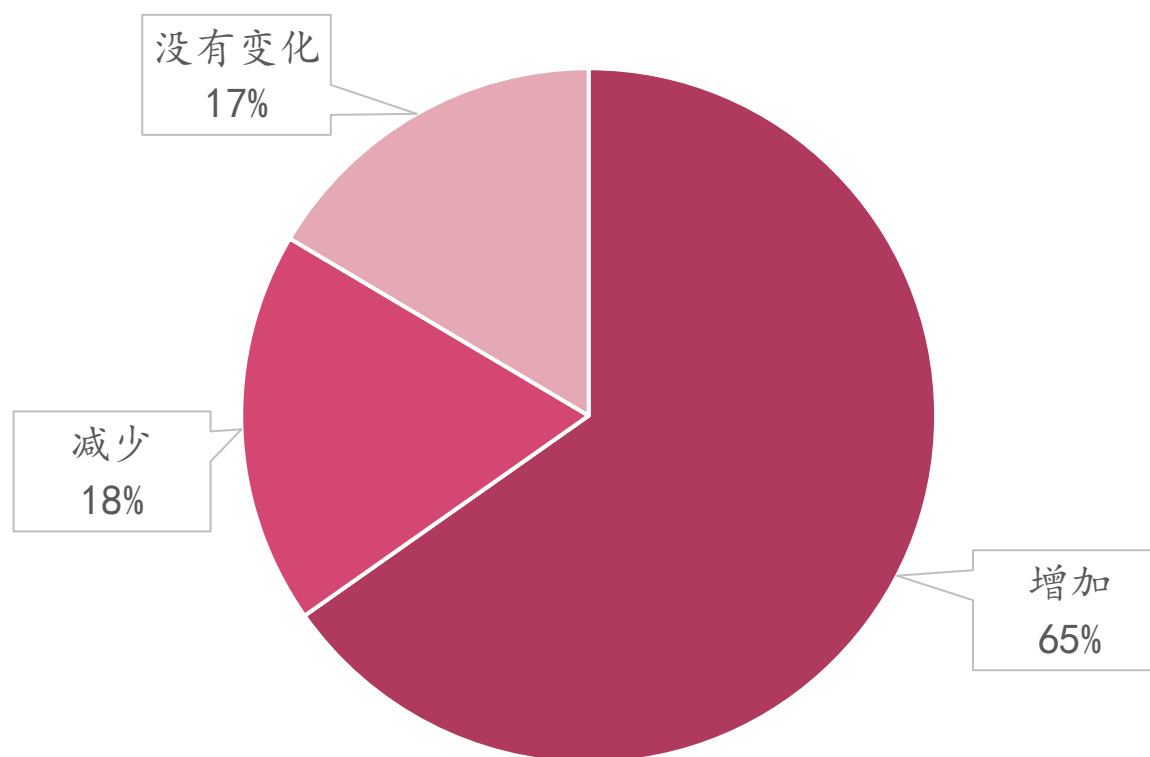
- 目前国产品牌的库销比均维持在4-5个月的健康水平；
- 因Q4有传统电商购物节，品牌在Q3提前备货，导致库存有轻微上升，但仍处可控范围。

公司名称	细分	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
安踏体育	主品牌	略大于5	大于5	小于5	小于5	约为5	小于5	小于5	小于5	4-5
	FILA	7-8	约为7	小于5	小于5	略大于5	小于5	小于5	小于5	接近5
李宁		略大于4	4-5	4-4.5	约3.8	接近5	4-4.5	4-4.5	3.9	约为5
特步		4.5-5	约5.5	小于5	小于5	4.5-5	4-4.5	4-4.5	4	约为4
361度		约为5	约5.5	约为5	约为5	小于5	4.5-5	4-4.5	4.5-5	4.5-5



走向户外成为新的生活方式

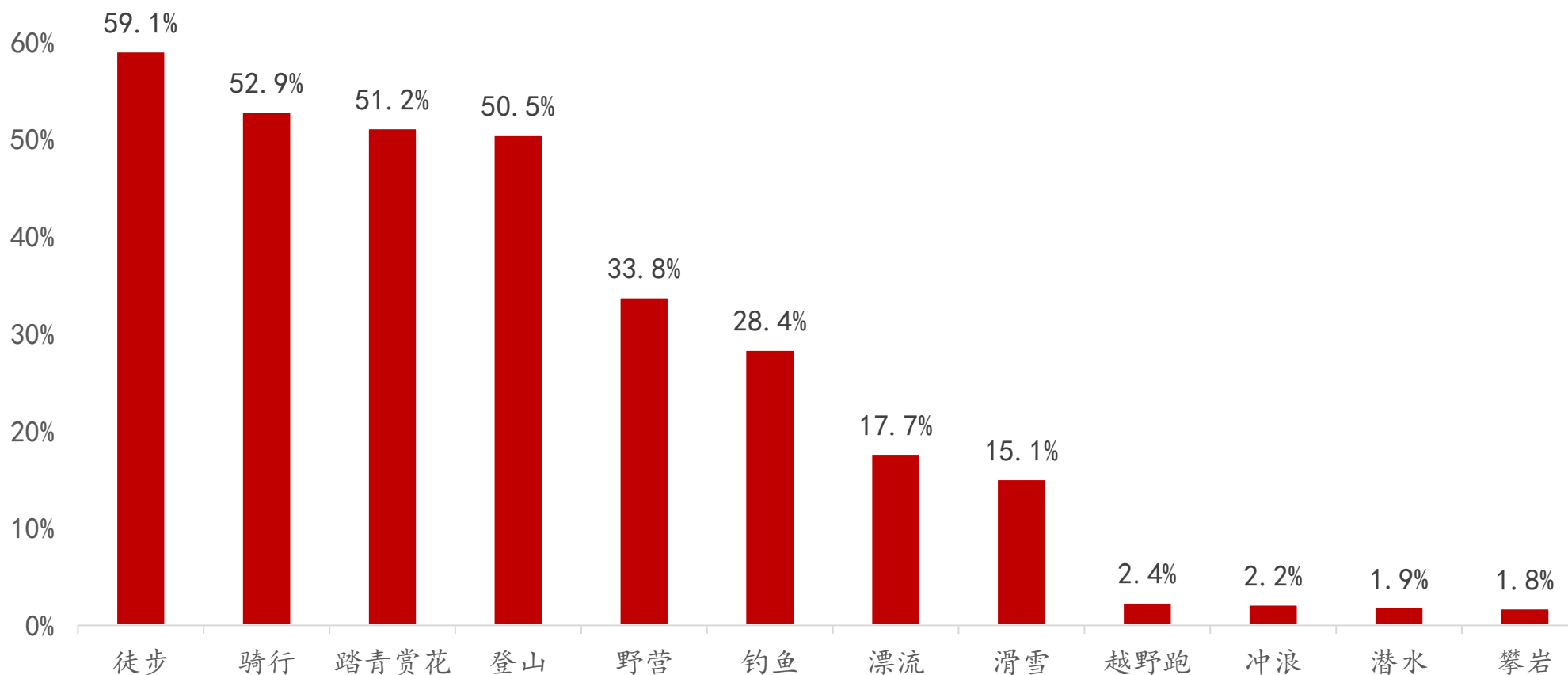
2023年外出次数（包括旅游、郊游、踏青等）





户外运动的选择多样，小众运动走入大众视野

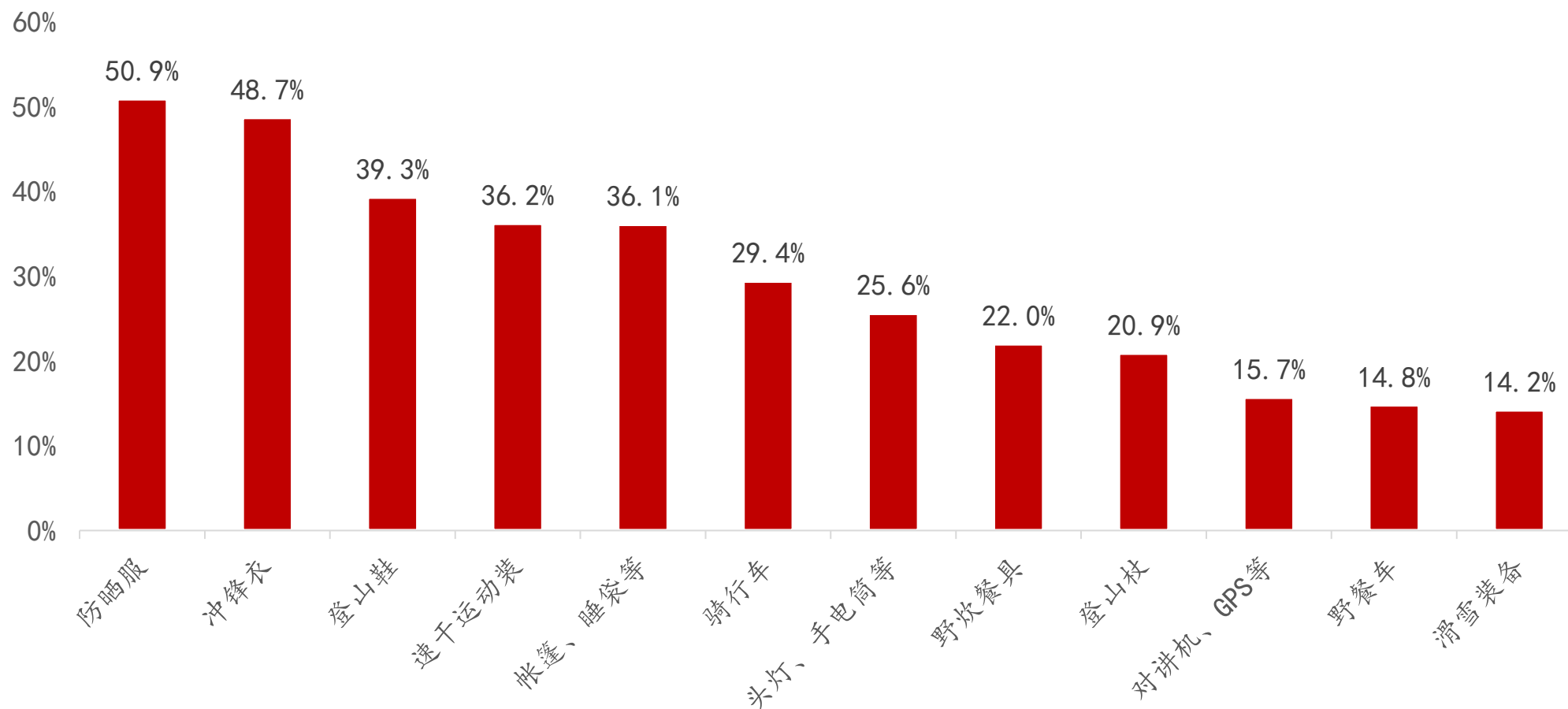
受访者在2023年参与过的户外运动





户外运动的兴起带动户外装备的消费，“仪式感”拉满

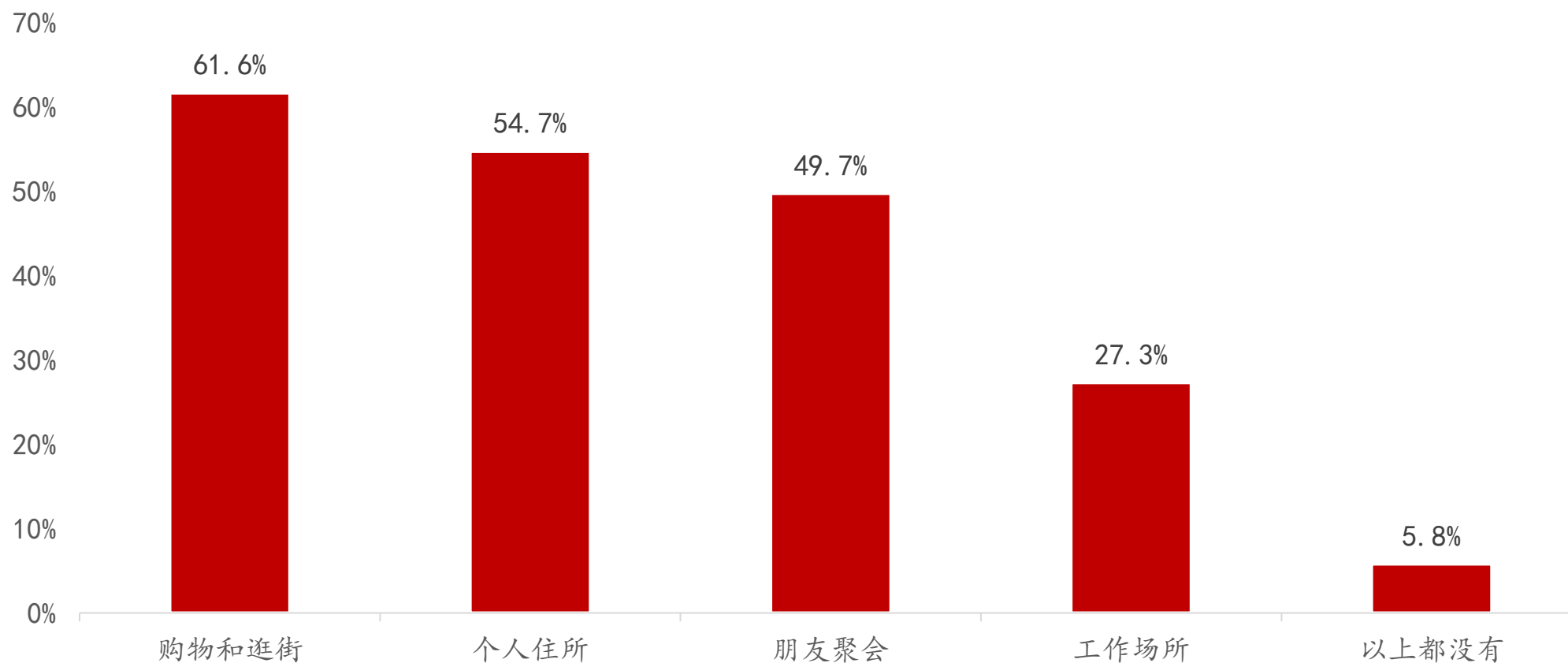
受访者在2023年购买过的户外装备





“松弛感”盛行，运动服饰应用场景拓宽

除运动外的其他运动服饰穿戴场景





运动偏好发生改变，消费者在品牌选择上也发生变化

- 户外运动从小众走向大众，社交媒体的快速发展促进传播，而部分户外运动对装备有一定的要求，叠加消费者对于“仪式感的追求”，带来相关消费品的需求提升；
- 疫情过后，中国居民的健康意识加强，运动普及渗透至低线市场，价格敏感度更高；
- 国产品牌经过多年的经营，摆脱了此前“便宜没好货”的形象，化身“物美价廉”的代表，比国际大牌更“更香”；
- 国产品牌持续投入研发，产品力提升，随着中国消费者的消费观念发生改变，更多的国产运动品牌走入消费者视野。



相关标的推荐

- 安踏体育2020. HK
- 李宁2331. HK
- 特步国际1368. HK
- 361度1361. HK
- 波司登3998. HK



运动品牌：安踏体育2020.HK

- 24Q3公司流水表现：安踏主品牌同比实现中单位数增长，打造多店型适配不同商圈的消费群体；FILA同比录得低单位数下滑，主要是儿童和Fusion受到需求疲软影响；户外需求持续亮眼，其他品牌同比录得45-50%的增长，其中迪桑特同比增长35-40%，Kolon增长65-70%。
- 考虑到消费政策刺激及Q4线上电商大促，预计Q4流水有望得到改善，全年利润率有望保持。
- Amer Sports美股成功上市带来一次性收益，旗下有始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜等品牌，大中华区+DTC发力带动业绩增长。



(年结31/12; 人民币百万元)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
销售收入	53,651	62,356	69,239	78,081	86,578
- 增长率 (%)	8.8%	16.2%	11.0%	12.8%	10.9%
归母净利润 (扣非)	7,590	10,236	12,061	13,787	15,349
- 增长率 (%)	0.3%	36.8%	17.8%	14.3%	11.3%
毛利率 (%)	60.2%	62.6%	62.9%	63.1%	63.3%
归母净利润率 (%)	14.1%	16.4%	17.4%	17.7%	17.7%
每股盈利 (元)	2.82	3.69	4.35	4.97	5.53
每股净资产 (元)	14.00	19.77	22.33	25.25	28.50
市盈率	28.12	21.49	18.24	15.96	14.33
市净率	5.66	4.01	3.55	3.14	2.78
股息收益率 (%)	1.50	2.31	2.15	2.46	2.73

数据来源：公司资料，国证国际预测



运动品牌：李宁2331.HK

- 24Q3公司流水表现：全平台零售流水同比中单位数下降，其中线下同比录得高单位数下降（直营同比中单位数下降，批发同比高单位数下降），电商同比录得中单位数增长。
- 国庆黄金周线下流水转正至单位数增长，电商同比增长30-40%，预计Q4在低基数的影响下流水将环比改善。
- 引入红杉成立JV拓展海外市场，现有的核心资源和管理团队的精力将聚焦于国内专业体育赛道。若4年后JV收入低于预期（全年收入10亿美元），李宁公司有权收回25%股权，加大对JV的控制，李宁公司也有权在8年后收回合资公司全部股权。



(年结31/12; 人民币百万元)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
销售收入	25,803	27,598	28,276	30,504	32,600
- 增长率 (%)	14.3%	7.0%	2.5%	7.9%	6.9%
归母净利润	4,064	3,187	3,039	3,337	3,687
- 增长率 (%)	1.3%	-21.6%	-4.7%	9.8%	10.5%
毛利率 (%)	48.4%	48.4%	48.8%	48.9%	49.1%
归母净利润率 (%)	15.7%	11.5%	10.7%	10.9%	11.3%
每股盈利 (元)	1.55	1.23	1.17	1.29	1.43
每股净资产 (元)	9.30	9.44	10.30	11.24	12.21
市盈率	9.53	12.02	12.61	11.48	10.39
市净率	1.59	1.57	1.44	1.32	1.21
股息收益率 (%)	3.12	3.73	2.37	2.60	2.87

数据来源：公司资料，国证国际预测



运动品牌：特步国际1368.HK

- 24Q3公司流水表现：特步主品牌流水中单增长，其中线下流水轻微增长、电商流水高双增长，儿童流水低双增长；索康尼Q3全渠道录得超50%流水增长。10月至今主品牌流水恢复，线上线下流水均有双位数增长。
- K&P剥离后财报表现有望改善。
- 索康尼聚焦双精英人群，保持高速增长，逐渐成为驱动集团收入的第二增长曲线，渠道上将在中国内地高线城市的核心商圈持续开设更多新形象店铺并专注店效提升，产品上打造爆款产品并加大通勤及复古类产品占比，营销上加码代言人等推广。



(年结31/12; 人民币百万元)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
销售收入	12,930	14,346	15,327	16,979	18,671
- 增长率 (%)	29.1%	10.9%	6.8%	10.8%	10.0%
归母净利润	922	1,030	1,218	1,391	1,548
- 增长率 (%)	1.5%	11.8%	18.3%	14.2%	11.3%
毛利率 (%)	40.9%	42.2%	42.0%	42.1%	42.2%
归母净利润率 (%)	7.1%	7.2%	7.9%	8.2%	8.3%
每股盈利 (元)	0.37	0.41	0.48	0.55	0.61
每股净资产 (元)	3.13	3.36	3.61	3.88	4.17
市盈率	14.47	13.00	10.99	9.63	8.65
市净率	1.69	1.58	1.47	1.37	1.27
股息收益率 (%)	3.47	3.80	4.36	4.97	5.54

数据来源：公司资料，国证国际预测



运动品牌：361度1361.HK

- 24Q3公司流水表现：成人线下录得约10%增长，童装线下约10%增长，线下流水受益于奥莱店型及改扩店，童装五代店持续迭代；电商录得20%以上增长；整体流水表现稳健。
- 黄金周线上流水增长30%+，线下流水同比增长20%+，预计Q4在电商旺季促进下趋势有望延续。
- 公司充分利用代言人资源，提振品牌及相关产品系列曝光度，丁威迪二次中国行再创热潮，波普首次中国行并参加触地即燃总决赛，预计2025年约基奇产品落地及中国行将进一步提升品牌曝光度。



(年结31/12; 人民币百万元)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
销售收入	6,961	8,423	10,034	11,500	12,909
- 增长率 (%)	17.3%	21.0%	19.1%	14.6%	12.3%
归母净利润	747	961	1,148	1,319	1,498
- 增长率 (%)	24.2%	28.7%	19.4%	14.9%	13.6%
毛利率 (%)	40.5%	41.1%	41.4%	41.5%	41.6%
归母净利润率 (%)	10.7%	11.4%	11.4%	11.5%	11.6%
每股盈利 (元)	0.36	0.47	0.56	0.64	0.72
每股净资产 (元)	3.84	4.51	5.04	5.42	5.93
市盈率	10.51	8.16	6.84	5.95	5.24
市净率	0.99	0.84	0.75	0.70	0.64
股息收益率 (%)	0.00	4.89	5.85	6.72	5.73

数据来源：公司资料，国证国际预测



运动品牌：波司登3998.HK

- 波司登品牌的产品品质持续提升，驱动产品单价向上，穿着场景的拓宽也带动了销量增长。公司持续升级羽绒品质，重点布局户外场景，推出叠变轻薄羽绒服（获得ISPO全球户外大奖）、机能教父联名款、意大利潮牌MSGM联名款等，并升级迭代三合一鹅绒冲锋衣、泡芙羽绒服。
- 此外，公司也拓展单壳冲锋衣、防晒服等品类，综合布局功能性服饰赛道，有望将冬羽绒产品体系的成功经验复制到新品类上。
- 各地天气降温，带动秋冬季置装需求，羽绒服旺季即将到来，业绩也有望持续向上。



(年结31/3; 人民币百万元)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
销售收入	16,774	23,214	26,679	30,343	34,085
- 增长率 (%)	3.5%	38.4%	14.9%	13.7%	12.3%
归母净利润	2,139	3,074	3,617	4,154	4,677
- 增长率 (%)	3.7%	43.7%	17.7%	14.9%	12.6%
毛利率 (%)	59.5%	59.6%	59.6%	59.9%	60.1%
归母净利润率 (%)	12.7%	13.2%	13.6%	13.7%	13.7%
每股盈利 (元)	0.21	0.28	0.32	0.37	0.42
每股净资产 (元)	1.13	1.24	1.31	1.38	1.47
市盈率 (x)	20.81	15.42	13.46	11.72	10.41
市净率 (x)	3.86	3.52	3.35	3.16	2.98
股息收益率 (%)	3.67	5.12	5.94	6.83	7.69

数据来源：公司资料，国证国际预测



风险提示

- 若宏观经济环境不佳，消费仍疲软，或带来运动品需求下降；
- 对销售形势预估有误，带来库存积压问题；
- 行业竞争加剧，布局下沉市场，或导致价格战；
- 新品牌孵化不及预期，门店开设节奏放缓；
- 原材料价格上升，影响毛利率；
- 极端气候影响服饰销售；
- 地缘政治因素导致企业出海业务受阻。



多谢!

国证国际 香港研究部



免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼 电话: +852-2213 1000 传真: +852-2213 1010