

国潮文化崛起促进行业快速发展，估值迎来修复契机 运动服饰行业

报告要点：

报告日期：2022-06-08

政策催化体育产业持续快速发展：根据《“十四五”体育发展规划》，我国体育产业总规模在2025年将达到5万亿元，行业增加值占国内生产总值比重也将提高至2%。按2020年产业占比估计，体育用品及相关产品制造规模将由2020年约1.23万亿元上升约82.7%至2025年约2.24万亿元。随着国家顶层设计和整体规划更加清晰，《体育强国建设纲要》《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》等政策文件相继发布和实施，体育用品制造相关产业在“十四五”期间持续快速发展。

行业评级：买入

运动服饰行业疫情稳定后销售表现改善可期：过往经验表明，服饰行业在疫情稳定后销售表现明显优于整体零售市场。2020年5月至2021年5月，服装鞋帽针纺织品销售总额月均同比增幅约15.84%，高于社会消费品零售总额同期月均同比增幅约9.18%。随着上海等城市逐步复工复产，叠加电商“618”促销以及在“稳增长”政策发力的支持下，前期受抑制的消费需求将明显释放，预期6月后纺织服装行业销售将有望走出类似于2020年的表现，而运动服饰行业也将受惠于整体销售回暖。

国潮文化带动本土运动品牌销售持续高速增长：新疆棉事件在去年持续发酵升温，导致处于风暴中心的H&M、Nike、Adidas等国际快销时尚以及运动休闲品牌销售自2021年第二季度开始遇冷。其中，Adidas大中华区销售自2021年第二季度开始录得负增长，并在2022年第一季度进一步扩大至-28.4%。另一方面，事件也同时催化国潮文化进一步发展。京东2022年“618”活动资料显示，国潮消费依然高涨，运动国潮鞋服品牌大受欢迎。此外，安踏和李宁近年整体销售同比均录得不错的增长表现，尤其在2021年已录得较高基数下，2022年首季度仍分别录得10-20%和20%-30%的正增长。

龙头体育用品上市公司估值较为吸引：香港上市龙头体育用品公司股价在2021年第三季度创下历史新高后出现不同程度的回调。龙头体育用品上市公司如安踏体育和李宁当前市盈率P/E(TTM)已分别回调至约26.08倍和33.83倍，为3年平均P/E之约60.0%和59.8%，估值已回落至相对吸引水平。随着上海等城市复工复产，叠加电商“618”促销活动以及在“稳增长”政策发力的支持下，前期受抑制的消费需求将明显释放，运动服饰行业短期将受惠于整体销售回暖。长期而言，政策将催化产业持续快速发展，利好相关公司未来业绩表现，估值迎来修复契机，建议重点关注国潮文化运动品牌代表企业安踏体育(2020.HK)、李宁(2331.HK)和特步国际(1368.HK)。

分析员

姓名：高景东

中央编号：AYP093

电话：+852-2501 1037

电邮：tony.ko@ssif.com.hk

1.政策催化体育产业持续快速发展

“十三五”期间，我国体育产业总规模和体育产业增加值分别增长约60.0%和95.4%。

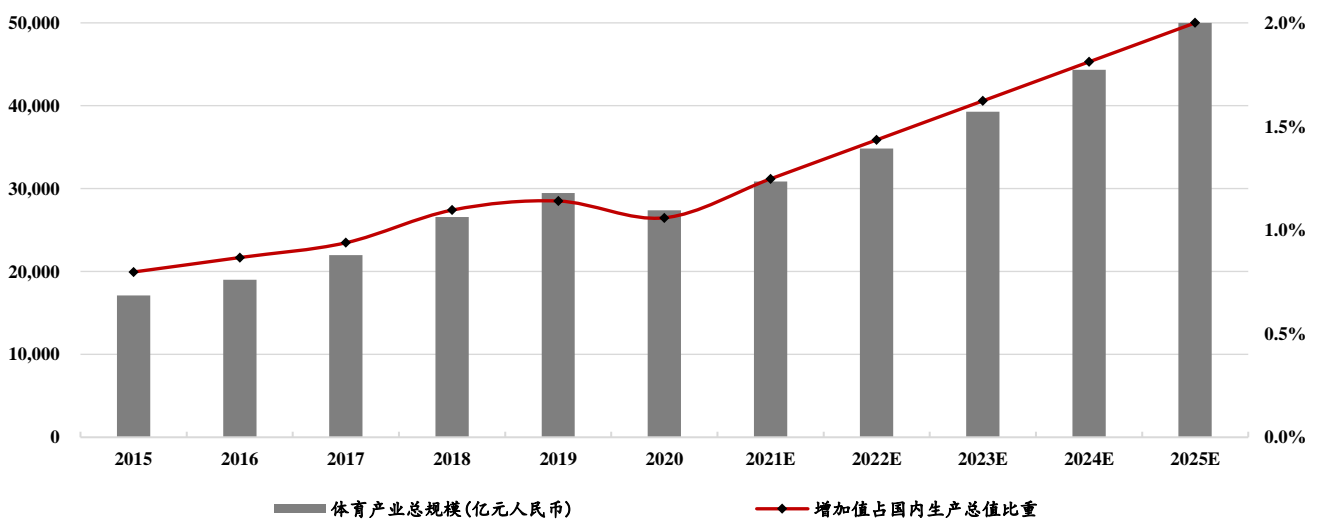
图表 1：中国体育产业重点数据 2020 年实际值与“十四五”发展目标之对比

	2020年实际值	2025年目标
全国体育产业总规模	27372亿元	50000亿元
体育产业增加值占国内生产总值比重	1.06%	2.00%
人均体育场地面积	2.2平方米	2.6平方米
每千人拥有社会体育指导员数	超过1.86名	2.16名
经常参加体育锻炼人数比例	37.2%	38.5%
体育产业从业人员	505.1万人	超过800万人

数据来源：体育总局、山证国际研究部整理

《“十四五”体育发展规划》则对体育产业提出了更高的要求，如体育产业总规模在 2025 年将达到 5 万亿元，以及体育增加值占国内生产总值比重将提高至 2%。

图表 2：中国体育产业规模以及体育增加值占国内生产总值比重表现和预测走势图

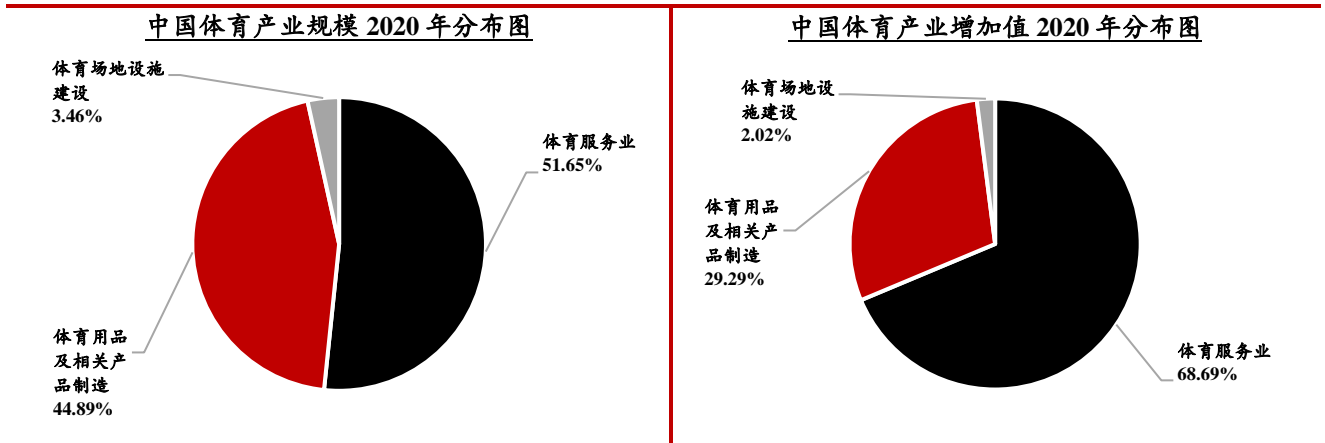


数据来源：体育总局、山证国际研究部整理和预测

我国体育产业规模主要由体育服务业、体育用品及相关产品制造以及体育场地设施建设三个部分所组成，2020年三者占比分别约为51.65%、44.89%以及3.46%。

此外，体育服务业、体育用品及相关产品制造以及体育场地设施建设同期增加值占比则分别约达68.69%、29.29%和2.02%。

图表 3：2020 年，中国体育产业规模以及增加值分布图

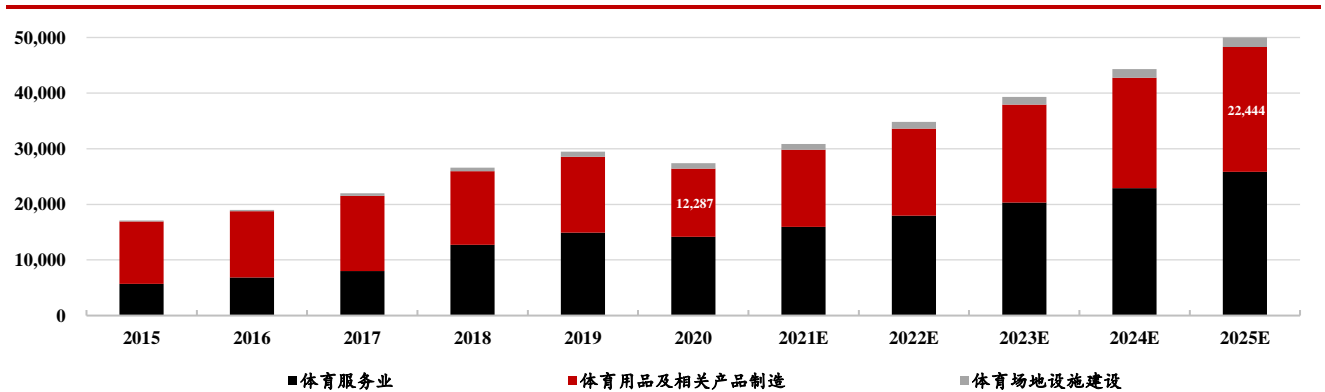


数据来源：体育总局、山证国际研究部整理

根据上述规划提出的要求，假设体育产业规模在 2025 年将达到 5 万亿元，按 2020 年产业占比估计，体育用品及相关产品制造规模将由 2020 年约 1.23 万亿元上升约 82.7% 至 2025 年约 2.24 万亿元。

我们认为，随着国家顶层设计和整体规划更加清晰，《体育强国建设纲要》《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》等政策文件相继发布和实施，体育用品制造相关产业在“十四五”期间持续快速发展。

图表 4：中国体育产业规模按产业分类之表现和预测(亿元人民币)走势图



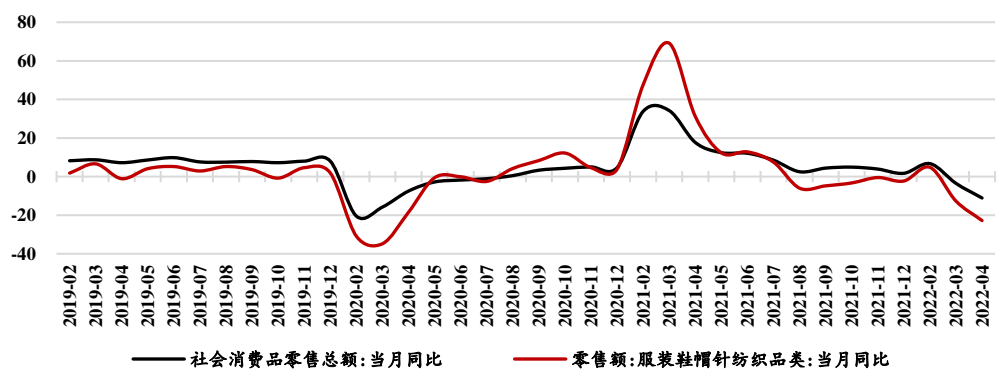
数据来源：体育总局、山证国际研究部整理和预测

2. 运动服饰行业疫情稳定后销售表现将回暖

2.1 服饰行业疫情稳定后表现优于整体零售市场

过往经验表明，服饰行业在疫情稳定后销售表现明显优于整体零售市场。2020年5月至2021年5月，服装鞋帽针纺织品销售总额月均同比增约15.84%，高于社会消费品零售总额同期月均同比增幅约9.18%。随着上海等城市复工复产，叠加中央政府前期刺激居民消费的政策持续发力，服装鞋帽针纺织品销售表现将有望明显恢复。

图表 5：中国全社会消费品零售额与服装鞋帽针纺织品销售额同比变化(%)

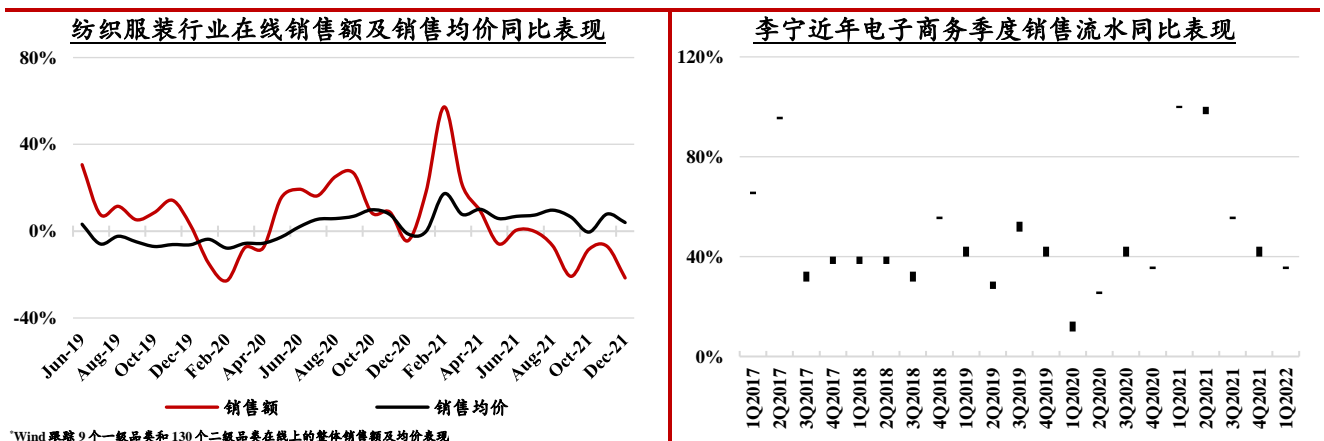


数据来源：WIND、山证国际研究部整理

2.2 电商“618”促销将有助销售表现回暖

此外，2022年电商“618”促销活动已开始，叠加“稳增长”政策持续发力，前期受抑制的消费需求将明显释放，预期6月后纺织服装行业销售将有望走出类似于2020年的表现，而运动服饰行业也将受惠于整体销售回暖。

图表 6：纺织服装行业在线销售额及销售均价以及李宁近年电子商务季度销售流水同比表现



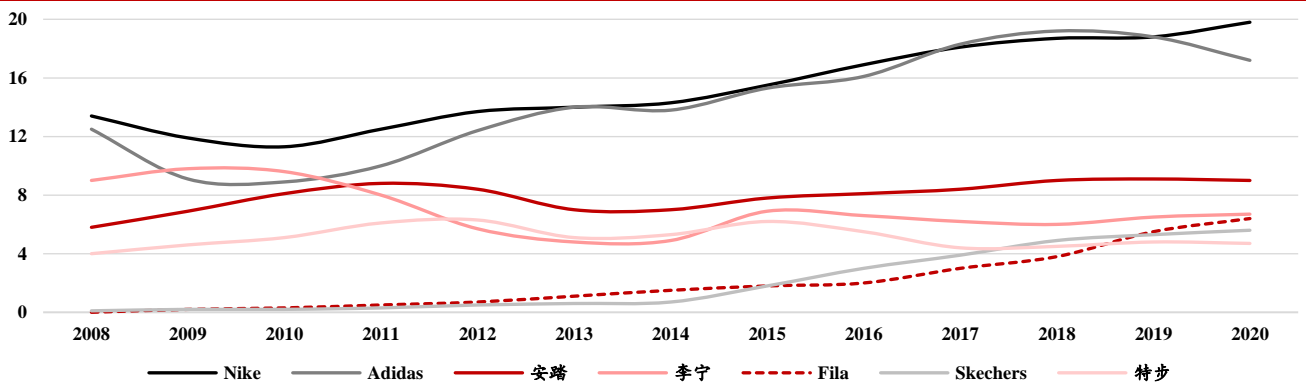
数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

3. 国潮文化带动本土品牌销售持续高速增长

3.1 新疆棉事件对国际品牌销售表现带来负面影响

2008年至2020年，中国运动鞋服市场主要以国际品牌 Nike、Adidas 和 Skechers 等与本土品牌安踏、李宁和特步等两大阵营所组成。其中，Nike、Adidas 和 Skechers 分别由 2008 年约 13.4%、12.5% 和 0.1% 上升至 2020 年约 19.8%、17.2% 和 5.6%。

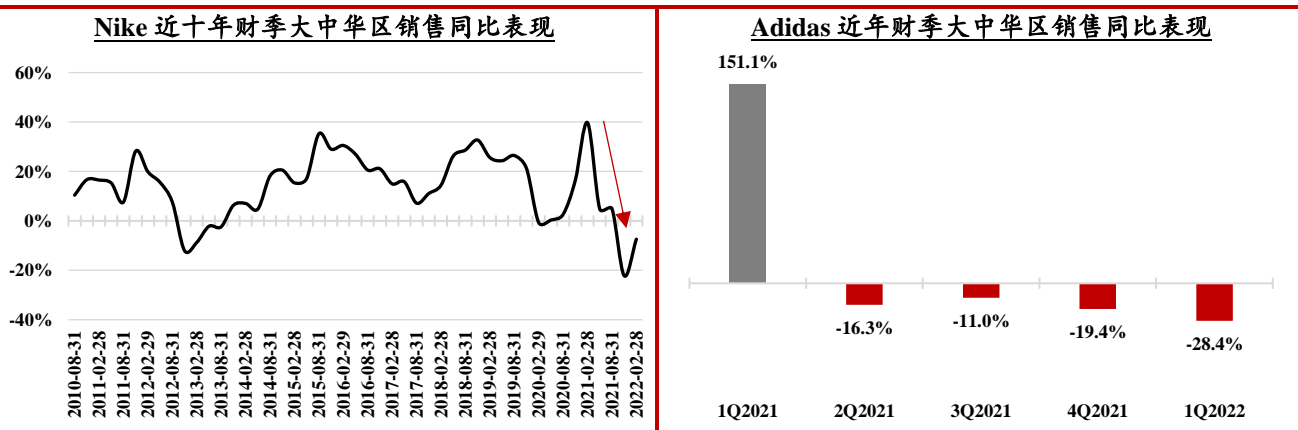
图表 7：中国运动鞋服市场主要品牌 2008 年至 2020 年市占率(%)变化



数据来源：立鼎产业研究网、智研咨询、山证国际研究部整理

新疆棉事件在去年持续发酵升温，导致处于风暴中心的 H&M、Nike、Adidas 等国际快销时尚以及运动休闲品牌销售自 2021 年第二季度开始遇冷。其中，Adidas 大中华区销售自 2021 年第二季度开始录得负增长，并在 2022 年第一季度进一步扩大至 -28.4%。另一方面，事件也同时催化国潮文化进一步发展。京东 2022 年“618”活动资料显示，国潮消费依然高涨，运动国潮鞋服品牌大受欢迎。其中，运动国潮鞋服品牌大受欢迎，安踏、李宁、特步、361°、乔丹位居最受欢迎的国潮运动品牌前 5 名。

图表 8：Nike 和 Adidas 大中华区销售同比表现

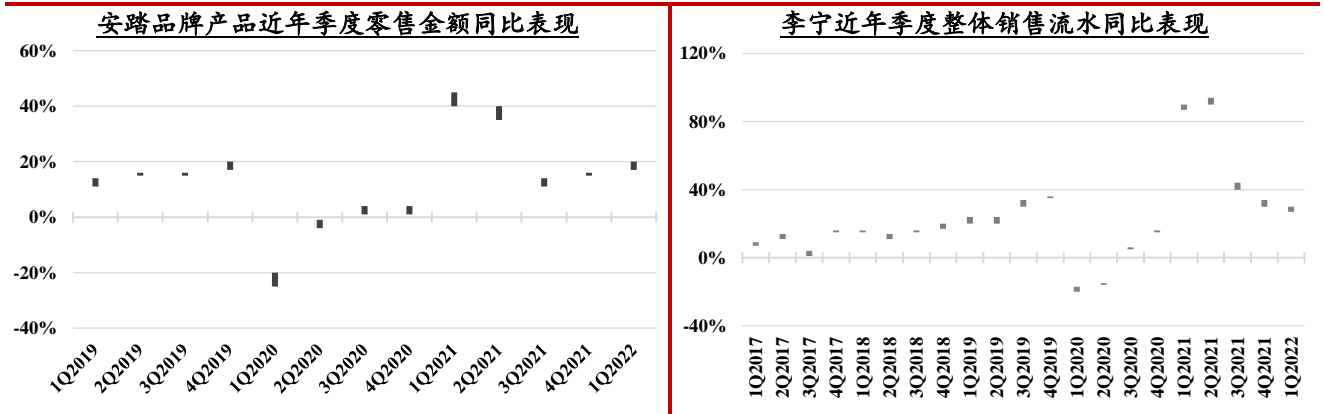


数据来源：WIND、Adidas 公告和演示材料、山证国际研究部整理

3.2 在国潮文化驱动下，本土品牌近年销售表现持续强劲

在国潮文化驱动下，本土运动品牌近年销售表现持续强劲。其中，安踏和李宁近年整体销售同比均录得不错的增长表现，尤其在2021年已录得较高基数下，2022年首季度仍分别录得10-20%和20%-30%的正增长。

图9：安踏品牌产品近年季度零售金额和李宁整体销售流水同比表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

4. 龙头体育用品上市公司估值较为吸引

香港上市龙头体育用品公司股价在2021年第三季度创下历史新高后出现不同程度的回调。龙头体育用品上市公司如安踏体育和李宁当前市盈率P/E(TTM)已分别回调至约26.08倍和33.83倍，为3年平均P/E之约60.0%和59.8%，估值已回落至相对吸引水平。

随着上海等城市复工复产，叠加电商“618”促销活动以及在“稳增长”政策发力的支持下，前期受抑制的消费需求将明显释放，运动服饰行业短期将受惠于整体销售回暖。长期而言，政策将催化下体育产业持续快速发展，利好相关公司未来业绩表现，估值迎来修复契机，建议重点关注国潮文化运动服饰品牌代表企业安踏体育(2020.HK)、李宁(2331.HK)和特步国际(1368.HK)。

图10：香港上市主要体育用品公司 P/S 和 P/E 估值与 3 年平均值对比

公司名称	市销率表现			市盈率表现				
	市销率P/S(TTM)(倍)	3年平均P/S(TTM)(倍)	相差	市盈率P/E(TTM)(倍)	3年平均P/E(TTM)(倍)	相差	未来12个月Wind一致预测P/E(倍)	相差
安踏体育(2020.HK)	4.07	6.66	61.2%	26.08	43.49	60.0%	22.05	50.7%
李宁(2331.HK)	5.99	6.75	88.6%	33.83	56.56	59.8%	26.76	47.3%
特步国际(1368.HK)	2.63	1.73	151.7%	29.12	22.16	131.4%	21.04	95.0%
361度(1361.HK)	1.10	0.72	153.2%	11.04	9.11	121.2%	9.44	103.6%

*数据截至2022年6月7日

数据来源：WIND、山证国际研究部整理

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

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山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。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。山证国际，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、意见及推测反映山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。山证国际，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或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，而应按照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。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

联系方法：

香港金钟夏慤道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>