

中国运动服饰行业：短期销售趋势貌似大幅改善，但行业需求恐怕尚未出现转机

- **10月销售表现大幅改善：**中国运动服饰行业10月的销售表现环比录得显著改善，主要国产品牌（包括李宁与安踏）以及国际品牌零售商（包括滔搏和宝胜）在10月都录得终端销售流水的同比增长。其中，线下流水改善主要得益于国庆长假的时间差（今年黄金周10月1日开始，去年9月30日开始），而线上流水大幅增长主要受益于“双11”预售提前（相较去年提前1周至10天开始）。“双11”战线的拉长也加大了消费者短期囤货和凑单的意愿，拉高了10月线上的GMV和流水。
- **然而，行业现状并不容乐观：**我们观察到（1）大部分运动服饰行业玩家的线下客流与销售依然承压，（2）“双11”进入尾声后退单量明显加大，且高于去年同期，（3）线上销售进入11月后有大幅减弱的趋势，（4）不少玩家仍然面对库存过高的压力。尽管各品牌在“双11”期间的销售取得不同程度的增长，但这可能只是短期较大的线上折扣促使消费者在“双11”期间集中消费，并不代表中国运动服饰行业的终端需求有显著回暖的迹象。我们认为，11月后续行业是否能维持较强的销售动能、行业库存是否能有所降低、终端促销水平能否边际改善是我们当下更关心的问题。
- **各品牌“双11”表现：**尽管Nike短期面临需求减弱以及库存较高等挑战，但从今年“双11”的表现来看，Nike品牌的销售规模依然在天猫、京东等平台排名第一，可见Nike的品牌力和行业地位依然稳固。adidas“双11”的销售额在天猫与京东分别排名第三与第二。在国产品牌中，李宁“双11”的销售额在天猫与京东都名列前茅。李宁管理层表示李宁“双11”全平台GMV的表现达成目标。安踏品牌在天猫的排名相较去年有所下降，主要是由于公司将电商业务的重心更多转向了抖音。尽管如此，Fila在天猫的销售规模依然排名第二，仅次于Nike。安踏管理层表示公司“双11”全平台GMV高于公司内部的目标。
- **李宁：**我们预计李宁10月全渠道流水同比录得双位数正增长。其中，线下流水同比增长低个位数，而线上流水预计同比取得20%以上的增长。10月线下折扣同比加深低单位数，主要是公司策略性地加大折扣来降低渠道库存水平，而线上折扣也同比加深低单位数，主要是由于“双11”预售提前的影响。线下折扣压力整体大于线上。不过，李宁整体“双11”的折扣水平同比去年并未加大。受“双11”预售提前的影响，进入11月以后，我们预计线上流水同比大概率转负。另外，根据我们的调研，11月前十天的线下流水同比依然维持正增长，但趋势在逐步减弱。

林闻嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024年11月13日



扫码关注浦银国际研究

- **安踏：**根据我们的调研，我们预计安踏与 Fila 两大主力品牌 10 月全渠道流水同比都录得强劲的双位数正增长（预计 20% 以上），主要是由于“双 11”提前助力线上流水同比大幅增长。10 月线下流水预计维持个位数的增速，但增速相较 3Q24 有所提升，主要得益于黄金周假期安排。与李宁一样，在“双 11”提前以及线上占比加大的情况下，安踏品牌与 Fila 的 10 月零售折扣同比可能加深低单位数。进入 11 月以后，随着“双 11”进入尾声，退货逐渐增多，我们预计线上流水可能同比转负。
- **国际品牌零售商：**宝胜公布 10 月运营收入同比增长 4.7%，符合我们的预期。我们预计滔搏 10 月销售表现与宝胜差异不大。我们预计滔搏与宝胜 10 月销售转正主要是受益于国庆假期时间差以及“双 11”预售提前。另外，我们认为滔搏与宝胜 10 月的增长主要是受线上销售增长的驱动，而线下流水依然有较大的压力。宝胜管理层也表示公司短期库存可能面对一定的压力，公司可能在 4Q24 适当加大折扣水平来清理库存。考虑到线下折扣同比加深以及线上销售占比进一步提升，我们预计滔搏与宝胜 10-11 月的零售折扣可能面临较大的压力。市场应该重点关注两家零售商进入 12 月后折扣压力是否边际改善以及品牌方对折扣补贴的力度是否有所加大，从而缓解短期毛利率的压力。
- **投资风险：**行业需求放缓；线上竞争加剧；线下客流恢复不及预期。

图表 1: 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 | 16.5 | 持有 | 15.94 | 2024年10月23日 | 运动服饰品牌 |
| 2020 HK Equity | 安踏体育 | 84.4 | 买入 | 119.8 | 2024年10月11日 | 运动服饰品牌 |
| 3813 HK Equity | 宝胜国际 | 0.6 | 买入 | 0.73 | 2024年8月13日 | 运动服饰零售 |
| 6110 HK Equity | 滔搏 | 2.6 | 买入 | 3.07 | 2024年10月24日 | 运动服饰零售 |
| 2150.HK Equity | 奈雪的茶 | 1.5 | 买入 | 10.0 | 2023年4月3日 | 零售餐饮 |
| YUMC.US Equity | 百胜中国 | 47.9 | 买入 | 61.5 | 2024年11月5日 | 零售餐饮 |
| 9987.HK Equity | 百胜中国 | 378.0 | 买入 | 479.7 | 2024年11月5日 | 零售餐饮 |
| 6862.HK Equity | 海底捞 | 16.2 | 买入 | 19.5 | 2024年10月14日 | 零售餐饮 |
| 9658.HK Equity | 特海国际 | 13.3 | 买入 | 16.6 | 2024年9月2日 | 零售餐饮 |
| HDL.US Equity | 特海国际 | 16.6 | 买入 | 21.3 | 2024年9月2日 | 零售餐饮 |
| 9922.HK Equity | 九毛九 | 3.6 | 持有 | 2.81 | 2024年8月26日 | 零售餐饮 |
| LKNCY.US Equity | 瑞幸咖啡 | 23.1 | 买入 | 34.1 | 2024年11月4日 | 零售餐饮 |
| 291.HK Equity | 华润啤酒 | 27.9 | 买入 | 29.7 | 2024年8月20日 | 啤酒 |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 64.1 | 买入 | 87.3 | 2024年5月6日 | 啤酒 |
| 1876.HK Equity | 百威亚太 | 8.0 | 买入 | 9.85 | 2024年10月31日 | 啤酒 |
| 0168.HK Equity | 青岛啤酒 | 50.9 | 持有 | 58.4 | 2024年10月30日 | 啤酒 |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 74.1 | 持有 | 70.6 | 2024年10月30日 | 啤酒 |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 10.4 | 卖出 | 7.6 | 2022年1月26日 | 啤酒 |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 29.8 | 持有 | 32.1 | 2024年10月31日 | 乳制品 |
| 2319.HK Equity | 蒙牛乳业 | 17.6 | 买入 | 16.2 | 2024年8月29日 | 乳制品 |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 8.8 | 持有 | 12.6 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 6186.HK Equity | 中国飞鹤 | 5.8 | 买入 | 5.21 | 2024年9月3日 | 乳制品 |
| 1717.HK Equity | 澳优 | 2.1 | 持有 | 4.3 | 2023年5月2日 | 乳制品 |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 18.8 | 买入 | 19.8 | 2023年10月30日 | 乳制品 |
| 9858.HK Equity | 优然牧业 | 1.3 | 买入 | 3.7 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 1117.HK Equity | 现代牧业 | 0.9 | 买入 | 1.3 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 6683.HK Equity | 巨星传奇 | 4.3 | 买入 | 13.9 | 2024年6月13日 | 新零售 |
| 9992.HK Equity | 泡泡玛特 | 70.9 | 买入 | 78.9 | 2024年10月23日 | 新零售 |
| 603605.CH Equity | 珀莱雅 | 99.9 | 买入 | 115.0 | 2024年10月25日 | 化妆品 |
| 2367.HK Equity | 巨子生物 | 51.6 | 买入 | 52.0 | 2024年7月2日 | 化妆品 |
| 688363.CH Equity | 华熙生物 | 34.7 | 持有 | 62.1 | 2024年10月31日 | 化妆品 |
| 300957.CH Equity | 贝泰妮 | 66.3 | 持有 | 55.5 | 2024年10月25日 | 化妆品 |
| ATAT.US Equity | 亚朵集团 | 55.0 | 买入 | 24.0 | 2024年8月30日 | 酒店 |
| 1179.HK Equity | 华住集团 | 27.2 | 买入 | 28.0 | 2024年8月21日 | 酒店 |
| HTHT.US Equity | 华住集团 | 27.7 | 买入 | 35.4 | 2024年8月21日 | 酒店 |
| 600754.CH Equity | 锦江酒店 | 35.9 | 持有 | 28.1 | 2024年11月3日 | 酒店 |
| 600258.CH Equity | 首旅酒店 | 28.4 | 持有 | 15.5 | 2024年10月31日 | 酒店 |

注：截至 2024 年 11 月 12 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

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人士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人士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

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

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

