

國泰君安國際 研究部



服装行业

分析员：彭港祥

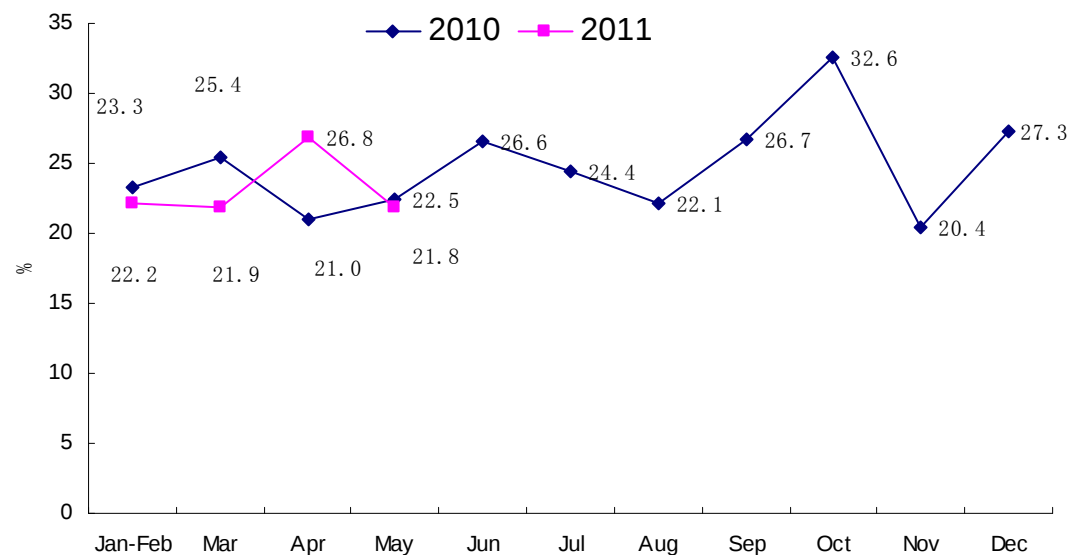
日期：2011年7月2日

联系电话：0755 23976722

Email: penggangxiang@gtjas.com

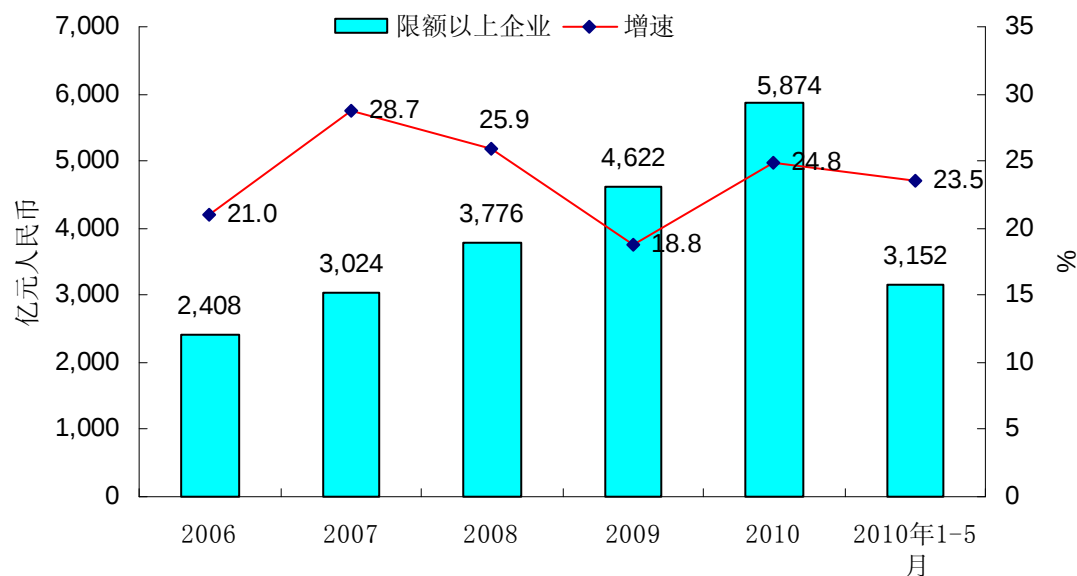
限额以上企业服装鞋帽销售额增长迅速

- 2011年5月份，限额以上企业的服装鞋帽的销售额达到589亿元人民币，同比上升21.8%，但是低于4月份的26.8%。
- 今年以来仍然维持快速增长，增速都保持在21%以上



限额以上企业服装鞋帽销售额增长迅速

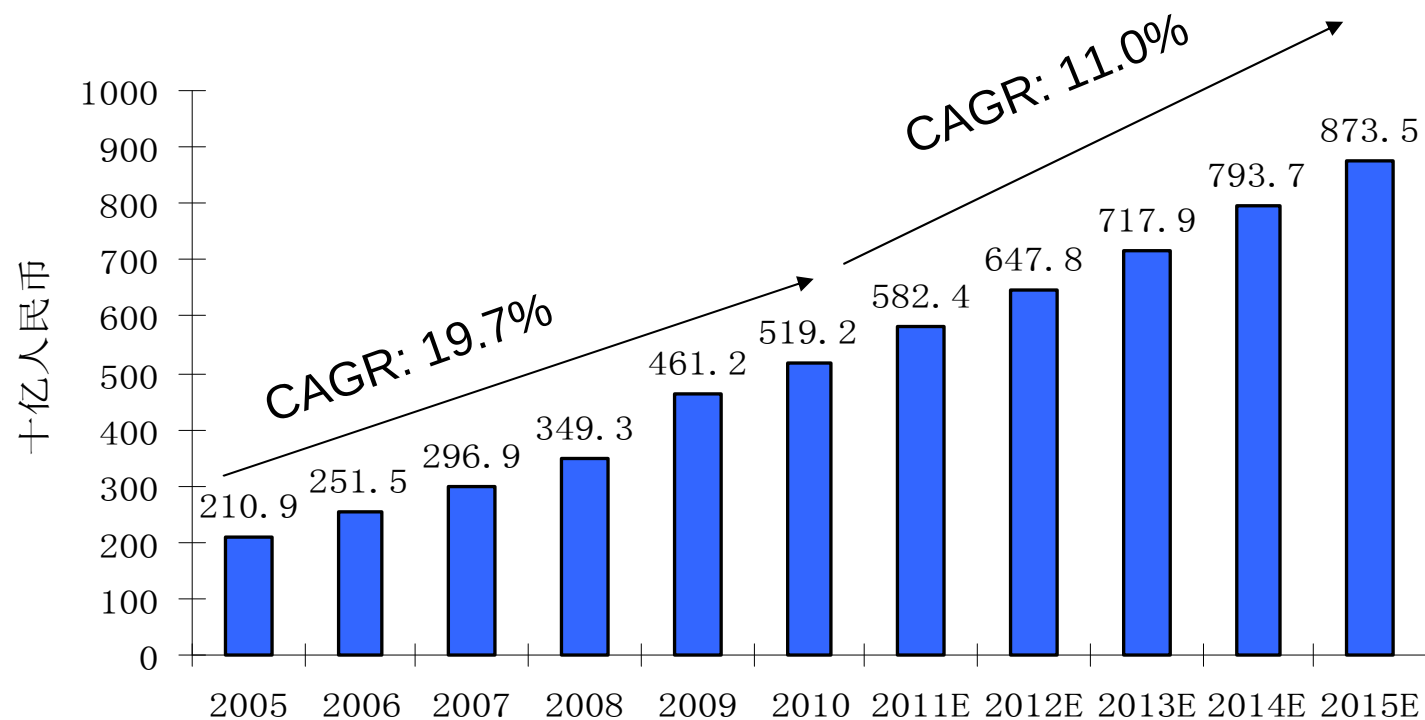
- 2011年前5个月，服装鞋帽销售总额达到3152亿元人民币，同比增长23.5%，略低于2010年24.8%的增长率，但是高于2010年前5个月23.1%的增速。



细分子行业

- 男装
- 体育用品
- 女鞋

男装行业



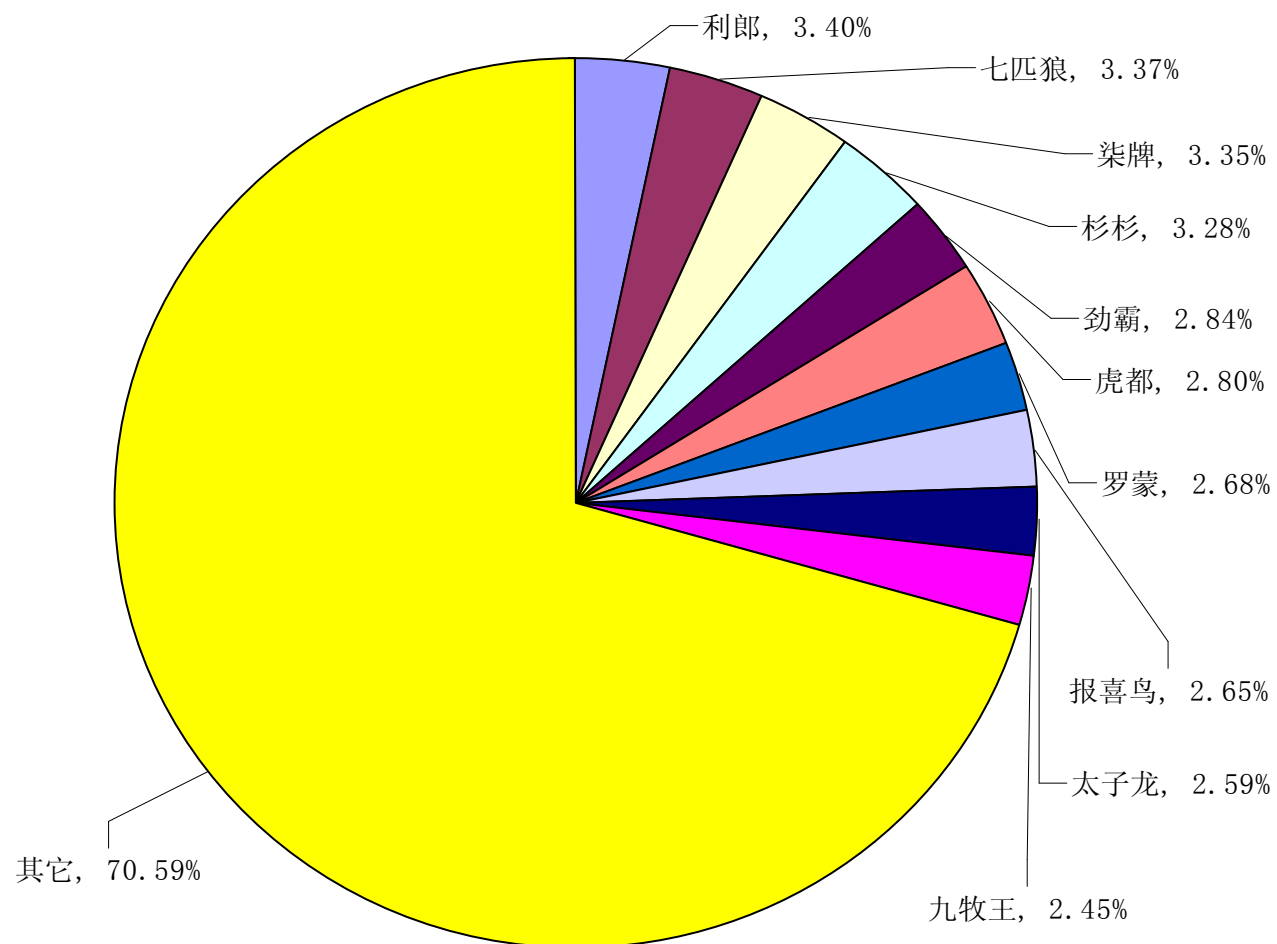
资料来源: Euromonitor

2011年订货会订单增长

	春夏季	秋季	冬季
利郎	26.5%	28%	34%
七匹狼	收入增长15%-20%， 提价10%-15%	预计在20%-30%	
报喜鸟	收入增长20%左右	商务系列增长30%以上，提价10%左右	
希努尔	收入增长30%以上	收入增长约30%，价格增长17%	

资料来源：各公司，国泰君安（国际）

主流男装品牌2008年市场占有率



资料来源：弗若斯特沙利文

利郎（1234）：行业竞争少，增长具空间

- 2011年春夏季、秋季和冬季订货会订单增长分别为26.5%，28%和34%，按照公司往年收入四个季度比例为1:2:3:4计算，2011全年收入增长约为31.8%
- 公司今年一季度的同店增长为20%，4、5月份在15-16%的水平，显示零售端的销售状况仍然较好。
- 另外公司一季度主品牌利郎和副品牌L2各开了50多家零售店铺，相信能够达到全年开设200-250家利郎店铺和150-200家L2店铺的目标。
- 公司今年订货会的平均单价增长均超过10%，将有力缓解棉花等原材料和工人工资上涨所带来的压力，进一步提升毛利率
- 行业首选，逢低吸纳
- 目标价14.44港元，相当于27倍11年预测市盈率。鉴于公司长期增长潜力，我们认为估值仍有上升空间。

体育用品行业概览

国际品牌主要占据中高端市场

- 耐克
 - 市场占有率第一
 - 最受欢迎的国际体育品牌
 - 平均售价超过500元
- 阿迪达斯
 - 平均售价超过500元
- 卡帕
 - 定位于时尚体育用品
 - 平均售价300-600元
- 锐步、彪马等

体育行业概览

本土品牌主要针对中低端市场

- 李宁
 - 定位中高端
 - 平均售价200-800元
- 安踏
 - 平均售价200-400元
- 特步、匹克、361度
 - 定位中低端
 - 平均售价100-400元
- 美克、飞克、鸿星尔克、金莱克、德尔惠、乔丹、亚礼德等

2011年订货会订单增长

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
李宁	5.4%	-6.0%	-14.0%	未公布
安踏	23%+	21.0%	20.0%	25.0%
中国动向	11.8%	2.8%	未公布	未公布
特步	23.0%	25.0%	24.0%	24.0%
361度	20.0%	20.0%	23.0%	27.0%
匹克	25.0%	24.0%	23.6%	21.1%

资料来源：各公司，国泰君安（国际）

各公司零售店铺数量

	2008-12-31	2009-12-31	2010-6-30	2010-12-31
李宁	6,245	7,249	7,478	7,915
安踏	5,667	6,591	7,052	7,549
中国动向	2,808	3,511	3,820	3,751
特步	5,056	6,103	6,579	7,031
361度	n.a.	6,693	6,927	7,263
匹克	5,179	6,206	6,796	7,224

资料来源：各公司，国泰君安（香港）

特步（1368）：增长与估值兼备

- 公司2011年前四季度订单增速分别为23%，25%，24%和24%，2011年特步品牌全年收入增速约为24%。
- 2011年的鞋类产品保持平均单价单位数的上涨而服装类产品平均单价上涨了双位数，鉴于强劲的成本上涨压力，我们相信2011年毛利率水平难有大的提升，但是至少能保持在现有水平（2010特步品牌毛利率：40.7%）。
- 今年以来零售运营持续向好，一季度的同店增长为高单位数，零售端库存稳定。公司一季度的订单执行率为100%，而补单约为1-2%
- 管理层执行力强
- 体育用品子行业首选
- 现价仅对应于9.7倍2011年预测市盈率
- 建议买入，目标价7.32港元，相当于13.3倍11年预测市盈率。

安踏（2020）：基本面最好

- 公司2011年四个季度的订货会增速分别为23%，21%,20%和25%，全年的收入增速约为22%，维持在高位。
- 三四季度的平均单价增长为双位数，有力缓解原材料上涨和制造业工人工资上涨所带来的压力，保持毛利率的稳定。我们预计今年的毛利率将略高于2010年的42.8%。
- 成功定位于大众市场
- 运营管理能力优于同业
- 体育用品行业基本面最好的公司
- 建议收集，目标价13.72港元，对应16.0倍11年预测市盈率。

匹克（1968）：专注篮球细分市场

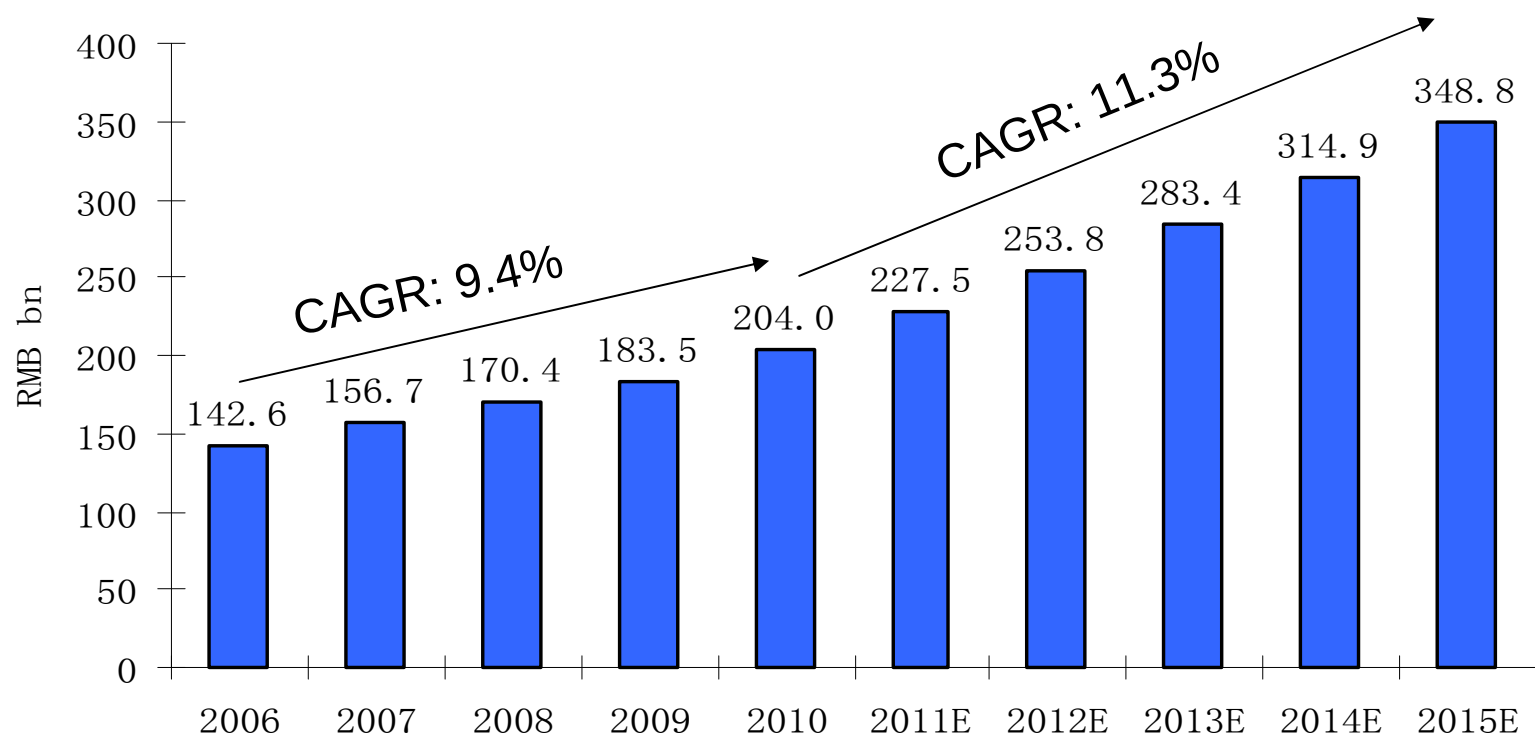
- 公司 2011年四个季度的订货会订单增长分别为25%、24%、23.6%和21.1%，全年收入增长约为23%
- 管理层预期2011年的毛利率将进一步改善并努力在未来几年逐步把毛利率提高到40%（2010:38%）。
- 公司在探讨有可能从2012年起将经销商的折扣从3.8折提高到4折，如果付诸实施将显著改善公司的毛利率水平。
- 继续看好匹克在中低端市场和篮球细分市场的增长。
- 匹克目前仍然是消费品行业里估值最低的股票之一，目前的11年市盈率仅为9.3倍
- 建议收集，目标价5.95港元，对应11.7倍 2011年预测市盈率

李宁（2331）：销售止跌回升需时

- 2011年订单增长显著倒退
- 2010年实施的品牌重塑并没有给订单增长带来惊喜，因为较高的零售价格导致渠道下沉的路已经不适合李宁，粗犷式的店铺扩张方式显然无法继续走下去
- 渠道的整合需要时间和费用的支持，毛利和净利受损
- 近期高管的离职增添了公司的不确定性

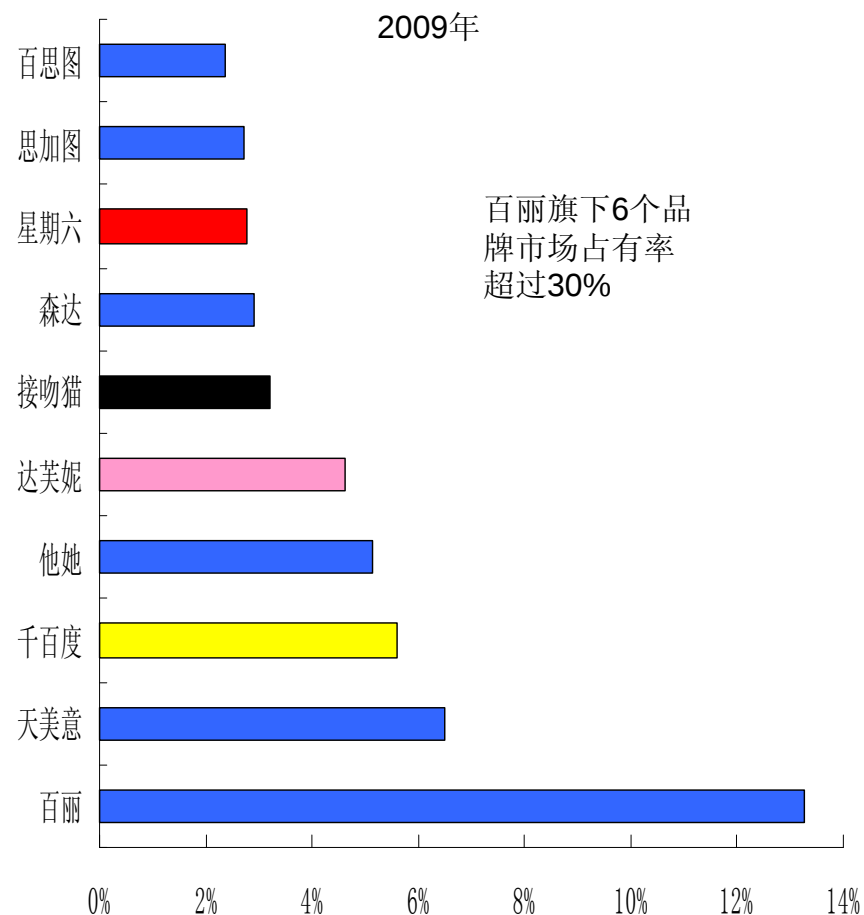
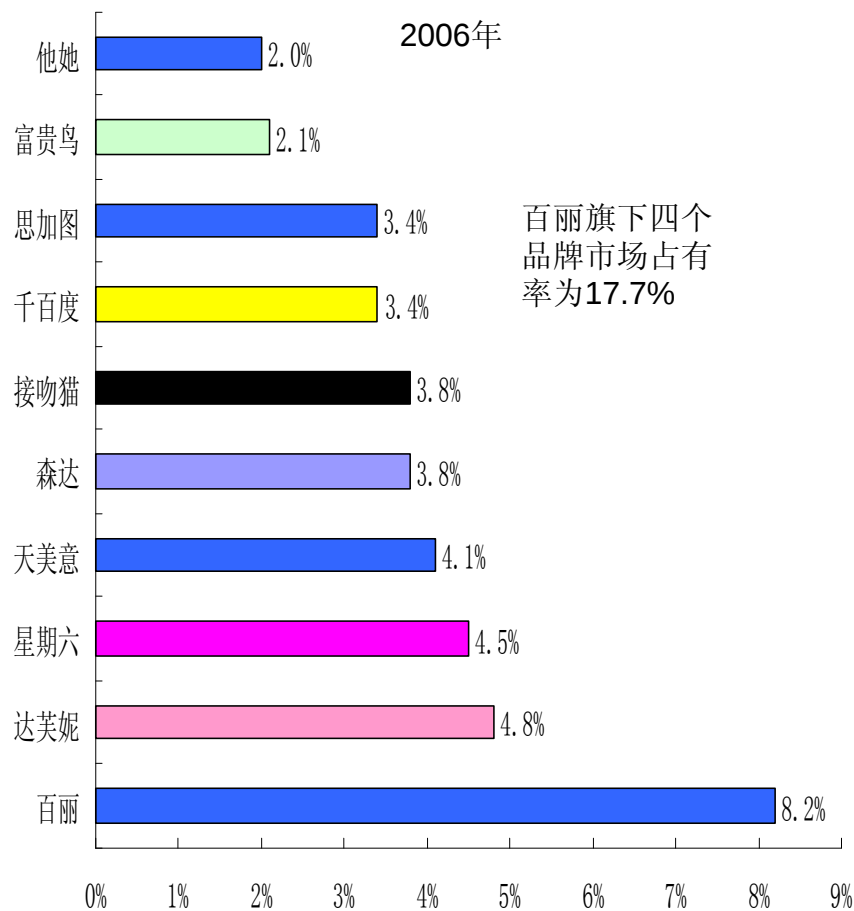
- 买入时机仍未到来，可能的买点在中期业绩后。
- 我们维持减持评级和12.09港元的目标价，对应11.0倍11年预测市盈率

成年鞋类行业



资料来源: Euromonitor

中高端女鞋品牌市场占有率



资料来源：中国行业企业信息中心

百丽（1880）：鞋业龙头，行业地位巩固

- 零售网络保持快速扩张，今年一季度，公司鞋类业务零售店铺增加了303家至8,615家，而运动业务门店增加了132家至3,787家。
- 一季度鞋类业务同店增长是22%，高于2010年全年的17%，鞋类业务增速仍然很快。
- 公司2011年一季度运动业务的同店增长为7%，和2010年四季度的同店增长一样，但是高于2010年全年的5%，运动业务稳步增长。
- 我们认为公司今年的零售网络仍将保持快速扩张，与此同时同店增长也将保持在高位
- 强有力的零售网络拓展能力，在百货店拥有庞大的分销网络，受益于主流百货的渠道下沉策略，行业地位巩固
- 成功的多品牌策略
- 推荐买入
- 目标价17.25港元，相当于30倍11年预测市盈率。

推荐顺序

- 利郎 (1234 HK)
- 特步 (1368 HK)
- 百丽 (1880 HK)
- 安踏 (2020 HK)
- 匹克 (1968 HK)

利益披露事項

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除晨鸣纸业(1812.HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的上市法团的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的达进精电(00515)，中国全通(00633)，华能国际电力(00902)，龙湖地产(00960)，金活医药集团(01110)，民生银行(01988)，中国泰坦能源(02188)，海东青新材料(02228)，西部水泥(02233)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2011 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有，不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk