

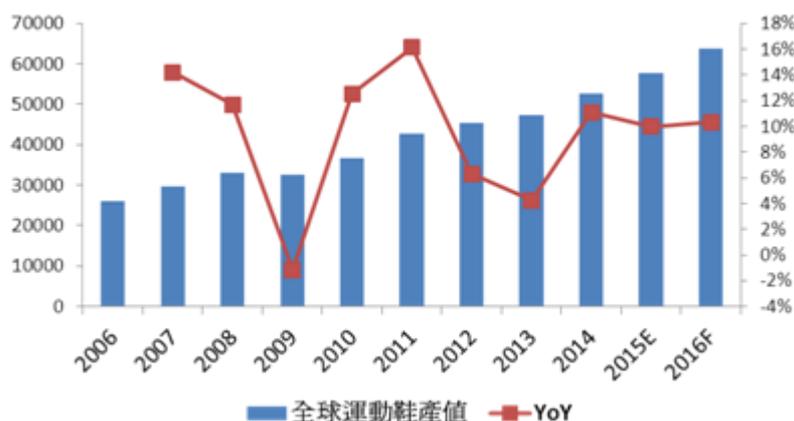
## 產業觀察

### 今年製鞋焦點：運動休閒興起帶動製鞋供應鏈商機

#### 一、全球運動鞋產業 2016 年前景樂觀看待

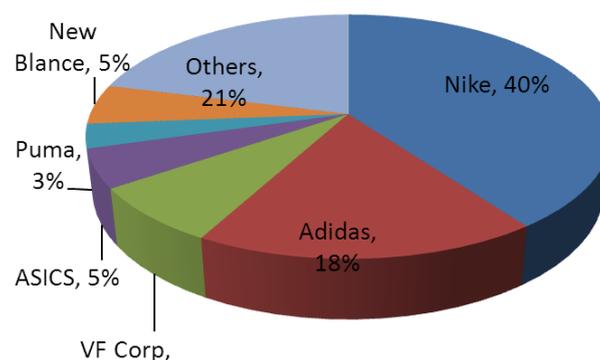
據統計，2014 年全球運動鞋產業產值達 525.88 億元，年成長 11.1%，2012 年與 2013 年成長幅度僅 6.3%與 4.2%，原因為歐洲歐債風暴，影響需求，以及中國運動品牌產業門市快速擴張、庫存升高，中國市場進入結構性調整。2014 年中國運動用品品牌通路庫存逐漸去化、品牌商營收與訂貨會金額轉為正成長，帶動全球產值成長幅度回升至兩位數，達 11.1%。展望 2016 年，從 Nike(全球運動鞋市場市佔率 40%)於 2015 年 12 月公布的訂單展望，以及 Adidas(全球市佔率 18%)於 11 月的財報，均顯示歐洲與美國市場熱度持續，而中國市場持續走在回升軌道上，全球運動鞋產業樂觀看待。

圖一：全球運動鞋產值



資料來源：永豐投顧預估及整理，Apr. 2016

圖二：全球運動鞋品牌市占率



資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

## 二、歐美市場穩步成長、中國市場見復甦

### 1. 體育產業盛行，歐美市場需求穩步成長

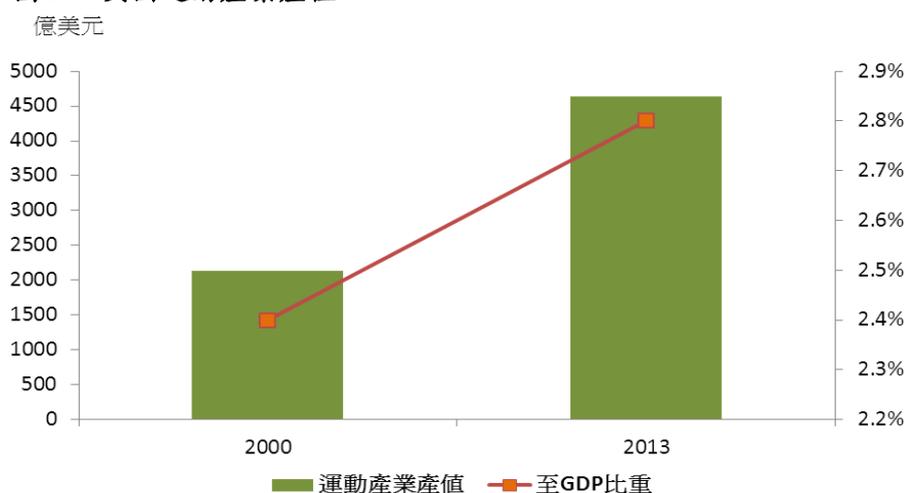
在 Nike 過去三年的訂單展望中，北美市場皆維持在兩位數的成長，而歐洲市場自 2014 年以來也回到 20% 以上的成長，除了經濟環境好轉，需求回升因素外，與歐美體育產業蓬勃發展有關。體育產業的內涵是相當的複雜，包括門票銷售、特許經營商品、運動視頻、電子競技遊戲、運動紀念收藏品、運動用品及運動相關的廣告、代言收入、運動場館冠名費和設施的收入等等。體育產業是美國行業中發展最快的產業之一，其結構約分為運動健身服務業、運動用品生產業、運動觀賞業，2000 年時體育產業的產值達 2130 億美元，是美國排名第六大的產業，佔 GDP 比重約 2.4%，2013 年時產值成長至 4639 億美元，佔 GDP 比重達 2.8%，十四年來產值成長 1 倍。由於運動健身服務業與運動觀賞業的興起，交互影響運動用品的需求，美國運動用品產業 60~70 年代進入發展期，90 年代發展至成熟，國內市場趨於飽和、品牌開始向外擴張，現階段美國運動用品行業成長幅度約在 5%~10%，大者恆大趨勢使得 Nike 在美國成長幅度高於行業平均水準。

表一：Nike 區域別訂單展望（成長率%；排除匯率因素）

	2015/11/30	2015/8/31	2015/5/31	2015/2/28
歐洲	25%	22%	14%	7%
北美	14%	15%	13%	15%
大中華	34%	27%	22%	23%
總計	20%	17%	13%	11%
	2014/11/30	2014/8/31	2014/5/31	2014/2/28
歐洲	13%	20%	22%	30%
北美	13%	15%	11%	9%
大中華	13%	6%	6%	-3%
總計	11%	14%	12%	14%
	2013/11/30	2013/8/31	2013/5/31	2013/2/28
歐洲	23%	12%	0%	-5%
北美	11%	12%	12%	11%
大中華	1%	2%	0%	3%
總計	13%	10%	8%	7%

資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

圖三：美國運動產業產值

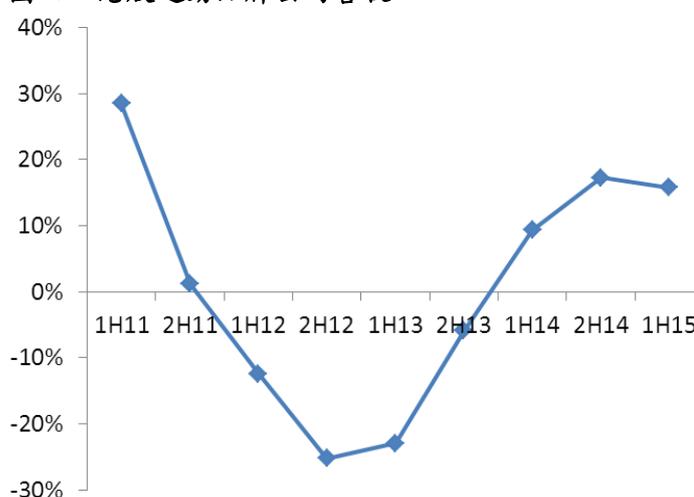


資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

## 2. 體育時尚休閒風，中國運動用品產業見復甦

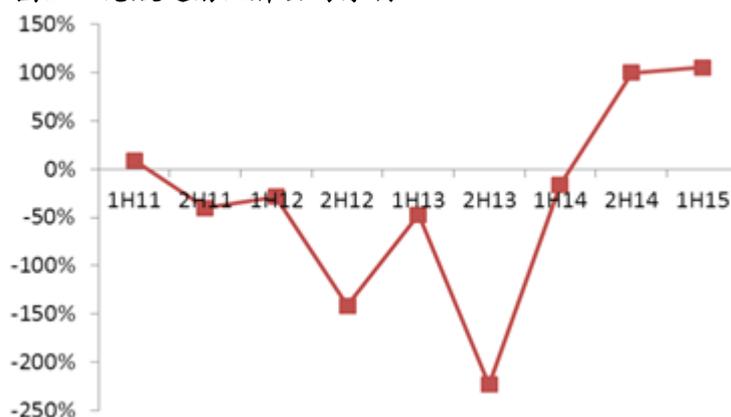
過去十多年，中國本土品牌如火如荼創立並經過爆發式擴張據點以及經銷商囤貨，各品牌普遍面臨庫存調整壓力，同時，互相模仿的競爭模式使產品同質化情形明顯，致使近兩年，運動用品市場進入結構調整階段，直至 2014 年產業見到回暖的轉折點，於港股掛牌的中國運動品牌合計營收 1H14 出現 YoY 正成長，獲利於 2H14 YoY 正成長，同店銷售與訂貨金額也陸續於 2014 年以後恢復正成長。安踏 (2020.HK) 1H15 營收上漲 24% YoY，毛利率來到新高水準，稅後淨利增長超過預期；李寧 (2331.HK) 近年來致力於體質的調整與組織的重組，2015 年最大目標為轉虧為盈，上半年虧損已縮小到 2900 萬元人民幣，全年目標應可達成；中國動向 (3818.HK) 集團 1H15 營收成長 28.4%，稅後淨利成長 202.1%。1H15 港股掛牌的運動用品公司業績持續好轉，顯示產業狀況復甦的力道。

圖四：港股運動品牌公司營收 YoY



資料來源：永豐投顧預估整理，Apr. 2016

圖五：港股運動品牌公司淨利 YoY



資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

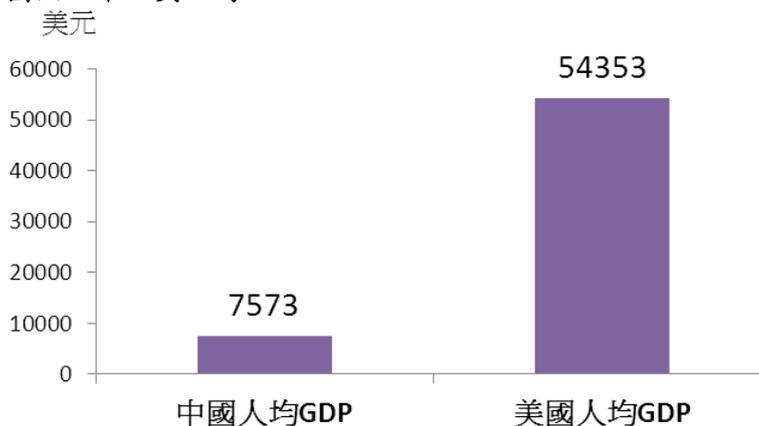
### 三、政策開放與消費升級，中國運動用品產業長期商機龐大

2014年10月中國國務院發布《關於加快發展體育產業促進體育消費的若干意見》，2013年中國體育產業產出規模達1.1萬億元，規劃2025年達5萬億元，經常參加體育鍛鍊人數達5億人。2015年12月國務院舉行發布會，介紹《意見》貫徹落實狀況，目前有關部門已經出台和正在制訂的23份配套文件，由體育總局主導的重點任務包括清理不利於體育產業發展的規定、取消賽事審批和加快賽事管理制度改革、加快行業協會與行政機關脫鉤、大型場館工作、體育貿易平台、冰雪運動規劃、戶外運動等專項規劃、產業資源交易平台、體育產業基地。至於地方政府，目前31個省級政府已經全部出台了地方《意見》文件，2025年體育產業規模的目標值合計超過7萬億。

體育產業涵蓋面廣，主體行業包括職業體育、健身娛樂與競賽表演，其背後衍生出眾多商機，例如賽事營運、專業或健身俱樂部、球員培訓、觀眾行銷活動、體育賽事轉播權等傳媒商機。目前中國體育產業市場化程度低、政策監管嚴格、職業體育發展不成熟，中國體育產業以體育用品發展最快，佔到體育產業的產值達80%，健身娛樂與競技體育體育服務站產值不到20%，相較於美國市場，體育服務佔產值近60%，中國體育產業還有很大的發展空間。另外，中國隨着生活的改善，全民健康和健身意識不斷提高，運動行業生活化、休閒化、時尚化成為一種潮流，color run等慢跑運動在中國興起，愈來愈多人口重視與從事休閒健身運動，運動產業的商機逐步醞釀。

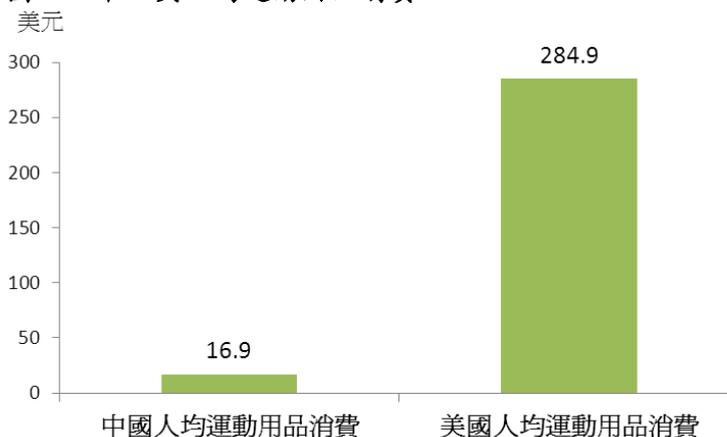
在運動產業當中，運動衣、鞋是中國體育產業中發展最為成熟的領域，品牌商具有規模與產業背景優勢，有機會在長期的政策開放東風中，成為資源整合者，並重啟運動衣鞋市場規模的擴大與成長。中國人均GDP是美國的1/7，而人均體育用品消費是美國1/17，顯示中國體育用品市場仍具發展空間。

圖六：中、美人均 GDP



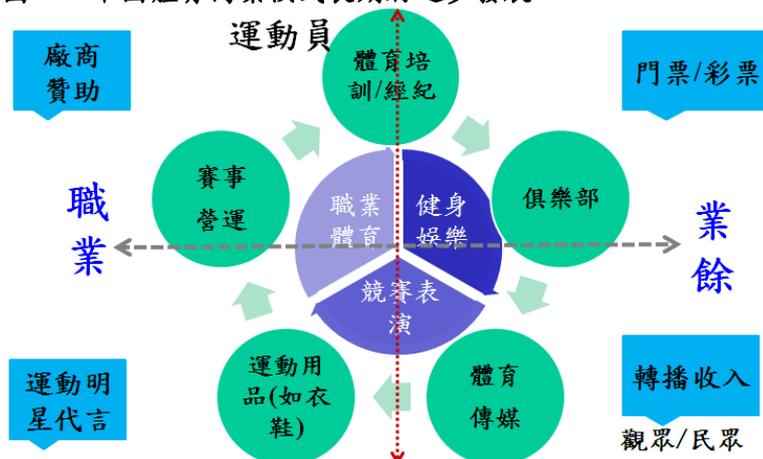
資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

圖七：中、美人均運動用品消費



資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

圖八：中國體育商業模式長期將逐步發展



資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

#### 四、TPP 對國內製鞋上下游產業的影響

在 TPP 會員國中，目前製鞋產品輸美平均關稅約 12.5%、輸日本平均關稅為 16.3%。

根據美國數據，2015年前十月累計進口鞋靴類產品成長4.5%YoY，而根據越南的統計，2015年前十月越南皮革與鞋類出口總額達105億美元，較2014年增加近20%，其中出口美國的金額為34億美元，增加27%。顯示鞋類品牌商在TPP實施前多已在生產據點上有所調配，越南生產比重提高，TPP生效實施後，越南皮革與鞋類有擴大出口市場的機會，預期未來越南皮革與鞋類年成長率約為15%到22%。

國內製鞋代工業者成品鞋輸美以FOB報價，因此關稅乃由品牌廠負責，越南加入TPP後減免關稅，直接受惠者是品牌商，不過TPP的簽訂，牽動品牌廠對訂單生產區域的配置，越南生產配置比重提高，在越南有大規模生產基地與穩定品質的代工業者將受惠。

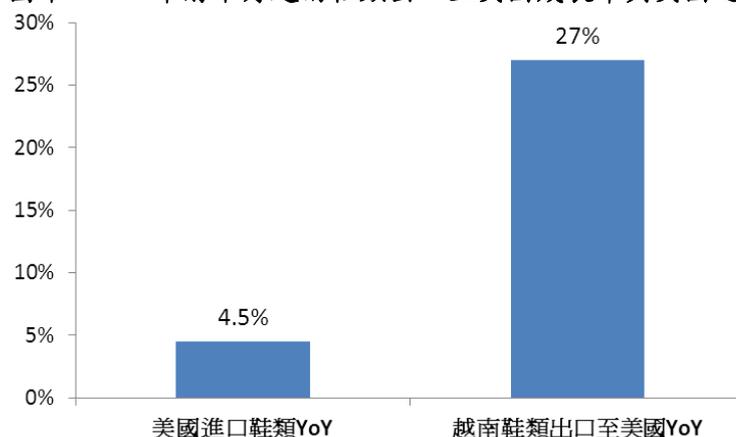
另外，TPP對於製鞋的原料供應也有產地限制，但細節仍未明朗，據聞選項之一是鞋類組裝在TPP會員國進行則享有關稅優惠，果真如此，則對既有台灣鞋材供應鏈與在越南已設廠的鞋材供應商如百和等，訂單將不會有所影響。總而言之，現階段已在越南設廠的代工廠與原料供應商將受惠，預料寶成與豐泰，以及原料供應商百和將是受惠者。

圖九：主要國家鞋靴類產品平均進口關稅



資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

圖十：2015年前十月越南鞋類出口至美國成長率與美國進口鞋類成長率



資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

## 五、鞋款創新升級蔚為風潮

2012年 Flyknit 首次將針織或編織技術運用在運動鞋後，相關的產品便開始出現在運動鞋的設計中。針織技術是把紗線構成許多線圈，運用活動的針法將這些線圈彼此串套、逐行連接。受這些基本針織原理啟發，Nike Flyknit 技術透過減少浪費及高規格的设计改變了鞋的結構。2014年 Nike 以過去針織經驗為藍本，設計了比針織更為牢固，也更加複雜的 Flyweave 技術，該技術強化了鞋類結構的強度。Nike 位居運動鞋產業的翹楚，引領流行風潮，同業紛紛推出一片式鞋面布鞋款，其優點是輕、透氣、節省客戶貼合、裁切等材料的浪費與節省人工成本，帶動上下游供應鏈的商機，例如百和朝向一片式鞋面布與四面彈鞋面布發展，F-百和則朝向針織網布發展。

Nike Flyknit 編織鞋面主要供應商為申洲國際 (2313.HK)，該公司約 5% 的營收供應 Nike 編織鞋面鞋材，據了解，申洲國際佔 Nike 編織鞋面的供應約 75%，以此反推，Flyknit 鞋款約佔 Nike 5%~10%。至於 Flyweave，採用的是針織法，產出較高，預料出貨量將高於 Flyknit。

圖十一：一片式鞋面鞋款蔚為風潮



資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

## 六、結論

從 Nike (全球運動鞋市場市佔率 40%) 於 2015 年 12 月公布的訂單展望，以及 Adidas (全球市佔率 18%) 於 11 月的財報，均顯示歐洲與美國市場熱度持續，而中國市場持續走在回升軌道上，全球運動鞋產業樂觀看待，先前市場擔憂的庫存升高問題應是多慮，供應鏈相關廠商如寶成、豐泰，與材料供應商百和等均受惠，而寶成旗下的寶勝，以國際運動品牌銷售為主，將受惠於中國市場的景氣復甦。TPP 會員國間達成最終協議，對製鞋業而言，將牽動代工廠以及材料廠的產地布局的配置，製鞋越南生產比重提升，越南生產比重較高的業者將受惠，代工廠寶成、豐泰，與材料供應商百和均受惠。

大廠持續推出新產品，鞋款創新蔚為風潮，鞋款輕量化以及鞋面以編織工藝一布成型，是近年最潮的產品，經典款式包括 2012 年 Nike 的 Flyknit、2014 年的 Flyweave 以及同業紛紛推出的針織網布鞋款等，我們認為鞋材商百和與 F-百和近一、兩年實際出貨量有限，但有題材效應。

表二：運動鞋國際品牌與供應鏈

公司	EPS (元)			2014 ROE	淨營業週期 (天)
	2014	2015F	2016F		
寶成	3.21	3.85	4.18	9.57%	102
豐泰	5.34	6.85	7.68	29.06%	43.6
百和	3.29	3.88	4.44	14.40%	146.2
F-百和	1.69	2.3	2.7	9.11%	147.06
Nike	3.49	4.21	4.59	27.82%	--
Adidas	3.08	3.46	3.97	8.82%	--
Under Armour	0.98	1.06	1.36	17.30%	--
Skechers	0.91	1.55	2.07	13.80%	--

資料來源：永豐投顧整理，Apr. 2016

#### 台北

永豐證券投資顧問股份有限公司  
台北市八德路二段 306 號 8 樓  
電話：(886 2) 8161-8098

#### 台北

永豐金證券股份有限公司  
台北市重慶南路一段 2 號 17 樓  
電話：(886 2) 2312-3866

#### 倫敦

永豐金證券（歐洲）有限公司  
4<sup>th</sup> Floor, Mitre House, 12-14 Mitre Street  
London EC3A 5BU  
UK  
電話：(44 20) 7614 9999

#### 香港

永豐金證券（亞洲）有限公司  
香港九龍尖沙咀北京道 1 號 21 樓  
電話：(852) 2586-8288

#### 上海

永豐金證券（亞洲）有限公司上海代表處  
上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A 室  
電話：(86-21) 6886-5358

責任聲明：本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

102 年金管投顧新字第 003 號