

## 新股簡介

### 浩沙國際有限公司 (02200)

2011年12月07日

#### 公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	400,000,000
配售部分	360,000,000
(約占發售股份比例)	90%
公開發售部分	40,000,000
(約占發售股份比例)	10%
發售價格：	1.60
每手股數：	2000
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	美林遠東

事項	日期
公開招股時間	12月06日-12月09日
預計定價日	NA
公佈申請結果	12月15日
掛牌交易	12月16日

#### 回撥機制

超額倍數	公開招股占總招股
15-50倍	30%
50-100倍	40%
100倍以上	50%

集資用途 (假設以中位數發售)	投入資金 (百分比)
擴展經銷網絡	35.0%
推廣及宣傳公司品牌形象	25.0%
擴充產能	15.0%
研究、設計及開發	10.0%
開發及改良供應鏈	5.0%
運營資金	10.0%

#### 投資要點

- 公司主要從事設計及生產多元化中高端運動服飾產品，2010年按出廠銷售額計算，公司佔中國水運動、健身瑜伽及運動內衣市場份額分別為6.1%、4.6%、31.1%，排名第一。截至2011年10月底，公司擁有零售渠道976個。
- **經營行業：**根據弗若斯特沙利文資料，2010年中國室內運動服飾市場收入達到34.6億元，07-10年複合增長率為30.5%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業增長：**預估隨著城市化水平、消費升級及健康關注度的提高，10-15年室內運動服行業複合增長率達到24.0%，其中水運動及健身瑜伽行業競爭相對較高，2010年前五大品牌出廠收入佔比分別為15.0%及12.8%；(2) **市場競爭及經銷模式：**運動服飾行業競爭激烈，公司產品主要依靠經銷商渠道銷售，行業競爭激烈可能導致公司被迫減價及向一級經銷商提供更多銷售激烈手段刺激銷售；(3) **繼續擴大銷售網點：**截至2011年10月底，公司擁有零售渠道976個，一級經銷商29個，08-11上半年零售渠道擴展複合增長率為30%，單位零售渠道收益增長為18.5%，預估2011年底覆蓋至1200間零售終端；(4) **第三方零售渠道盈利：**按照第三方單位零售渠道拿貨折扣為65%計算，單位零售渠道收益為149萬元，預估淨利率為15%，一個零售渠道淨盈利達到22.3萬元，單位門店盈利能力一般。
- **估值：**公司預估2011年公司盈利將不少於到2.7億元人民幣(約HK\$3.29億元)，同比增長133%，按照招股價HK\$1.60(市值為HK\$25.6億元)，對應2011市盈率為7.9x，公司估值略高於行業均值，基於行業增長速度、市場競爭、公司經營品牌及銷售點擴展速度，予以**中性評級**。

#### 風險

- 行業競爭激烈，對【浩沙】品牌及經銷商銷售渠道依賴性高。

#### 營業紀錄

年度(人民幣百萬元)	2008年	2009年	2010年	2011上半年
收益	204.6	159.2	347.8	302.3
毛利	62.3	62.9	169.4	193.2
經營盈利	27.6	29.9	115.1	145.6
淨利潤	28.9	28.7	116.1	125.4

#### 同業對比

股份名稱	股價	當前	2010年	2011年	市值
	HK\$	市淨率	市盈率	預測市盈率	(億港元)
浩沙國際 (2200.HK)	1.60	3.02	18.0	7.9	25.6
特步國際 (1368.HK)	2.31	0.80	4.5	4.3	50.3

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年12月07日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

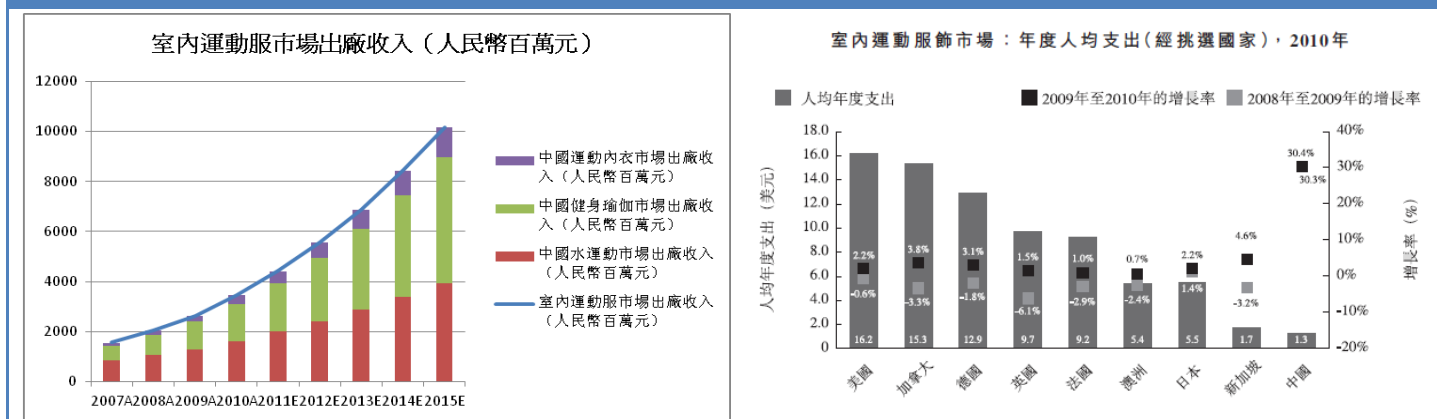
## 公司簡介

公司主要從事設計及生產多元化中高端運動服飾產品，包括水運動、健身瑜伽、運動內衣及配件，2010年按出廠銷售額計算，公司佔中國水運動、健身瑜伽及運動內衣市場份額分別為6.1%、4.6%、31.1%，排名第一。截至2011年10月底，公司擁有零售渠道976個，一級經銷商29個。

## 行業概覽

室內運動服飾行業主要包括水運動、健身瑜伽及運動內衣，是採用具彈性及可高度伸展的纖維生產緊身活動服飾，為健身中心及其他室內運動的地點進行運動的人士設計。根據弗若斯特沙利文資料，2010年中國室內運動服飾市場收入達到34.6億元，07-10年複合增長率為30.5%，預估隨著城市化水平、消費升級及健康關注度的提高，10-15年複合增長率達到24.0%。室內運動服飾中水運動、健身瑜伽及運動內衣2010年分別佔46.7%、42.9%及10.4%，其中水運動及健身瑜伽行業競爭相對較高，2010年前五大品牌出廠收入佔比分別為15.0%及12.8%，而運動內衣行業規模相對較小，2010年前五大品牌佔比為43.0%。

圖：2007-2015年中國室內運動服市場出廠收入(人民幣百萬) 圖：2010年全球室內服飾市場年度人均支出



室內運動服飾根據批發經銷模式，通過一級經銷商或特許經銷商按折扣批發價向生產商採購產品，並向二級經銷商及終端消費者銷售。生產商亦通過自營商店及自營寄售終端等銷售點直接將產品售予終端客戶。

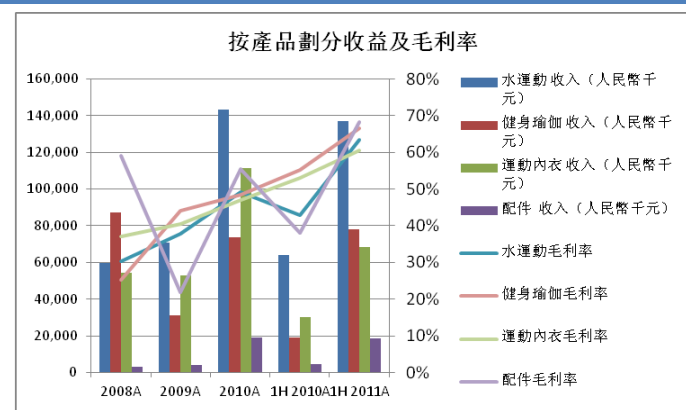
浩沙國際是中國室內運動的領先品牌，2010年按出廠銷售額計算，公司佔中國水運動、健身瑜伽及運動內衣市場份額分別為6.1%、4.6%、31.1%，排名第一。

### 公司的盈利模式：

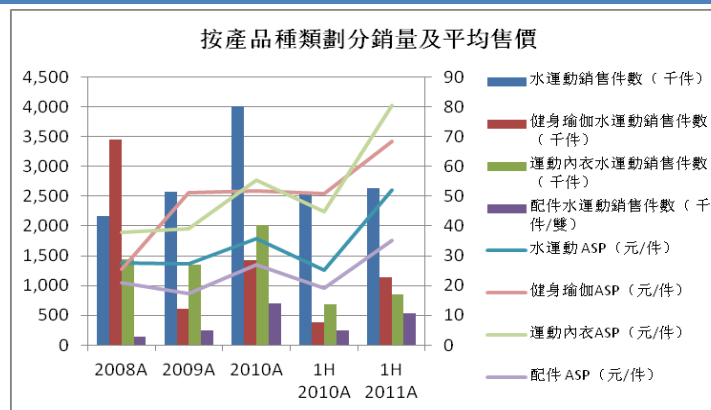
- 主營業務收益：**按照2010年出廠銷售額計算公司為中國最大的室內運動服飾品牌，主要設計及生產中高端運動服飾產品，包括水運動、健身瑜伽及運動內衣，截至2011年前6個月，水運動、瑜伽健身及運動內衣分別佔總收益的45.3%、25.8%及22.7%。
- 銷量及平均銷售價格：**08-11上半年，主要產品水運動、健身瑜伽及運動內衣銷量複合增長率分別為43%、-15%及7%，而平均銷售價格的複合增長率分別為29%、49%及35%，平均售價增長主要是由於產品組合定位趨向高售價，而2011上半年授予一級經銷商的批發折扣下調所致。2010年公司向經銷商批發產品之折扣為75%，而2011年上半年下調至65%。
- 銷售渠道：**公司產品按照行業銷售慣例，通過經銷商渠道批發產品銷售，公司與一級經銷商訂立銷售協議，並授權一級經銷商發展及拓展耳機經銷商及經常特約零售重點。經銷商與公司協定每季及協議年限內最低採購目標，公司按產品建議零售的折扣價格向一級經銷

商銷售本公司產品，折扣介於 60%-75%之間。截至 2011 年 10 月底，公司擁有零售渠道 976 個，一級經銷商 29 個，2010 年來自單位零售渠道的公司收益為 52.2 萬元，按照第三方單位零售渠道拿貨折扣為 65%計算，單位零售渠道收益為 149 萬元，預估淨利率為 15%，一個零售渠道淨盈利達到 22.3 萬元。

圖：2008-2011 年按銷產品劃分收益及毛利率

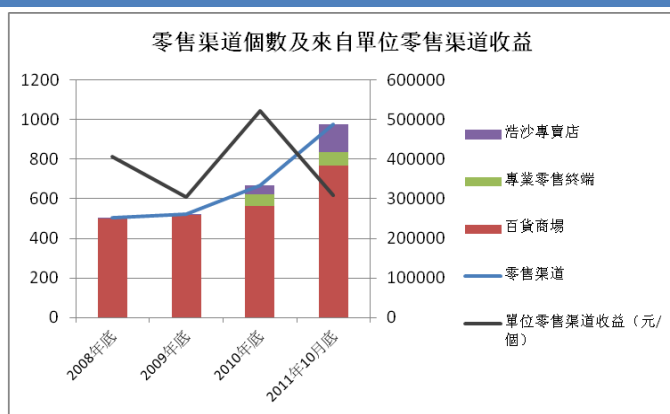


圖：2008-2011 年按產品種類劃分銷量及平均售價

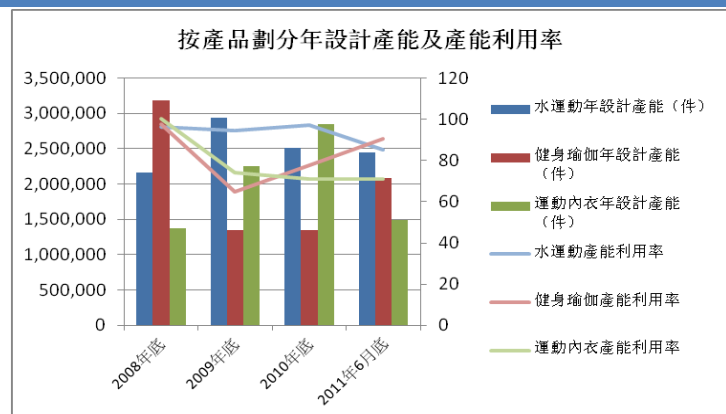


4. **生產及產能利用率：**公司產品通過內部生產及外包實現，2011 上半年外包生產佔實際生產成本的 20.3%。截至 2010 年底，內部水運動、健身瑜伽及運動內衣年設計產能分別為 251 萬件、135 萬件及 284 萬件，內部生產設施整體使用率達到 82%。

圖：2008-2011 年零售渠道個數及來自單位零售渠道收益



圖：2008-2011 年按產品劃分年設計產能及產能利用率



5. **原材料：**原材料成本 08-11 上半年分別佔銷售成本的 75%、64%、72%及 79%。隨著業務收入持續增長，公司對原材料需求及對外包生產商的依賴持續上升。室內運動服飾主要原材料包括聚醯胺纖維及滌綸面料，影響原材料價格因素主要由於商品價格波動，如原油及棉，公司未能轉嫁原材料成本上升將可能會影響產品毛利及公司盈利。

**認購建議：**

1. **行業增長及市場佔有率：**2010 年中國室內運動服飾市場收入達到 34.6 億元，07-10 年複合增長率為 30.5%，預估隨著城市化水平、消費升級及健康關注度的提高，10-15 年複合增長率達到 24.0%。室內運動服飾中水運動及健身瑜伽行業競爭相對較高，2010 年前五大品牌出廠收入佔比分別為 15.0%及 12.8%，而運動內衣行業規模相對較小，2010 年前五大品牌佔比為 43.0%。浩沙國際是中國室內運動的領先品牌，2010 年按出廠銷售額計算，公司佔中國水運動、健身瑜伽及運動內衣市場份額分別為 6.1%、4.6%、31.1%，排名第一。

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、復制、刊登、發表或引用。

2. **市場競爭及經銷模式：**運動服飾行業競爭激烈，主要來與國際及國內品牌，公司產品主要依靠經銷商渠道銷售，行業競爭激烈可能導致公司被迫減價、向一級經銷商提供更多銷售激烈手段或增長資本開支刺激銷售。而公司主要銷售高度依賴於經銷商渠道，公司議價及競爭能力有限。
3. **繼續擴大銷售網點：**截至 2011 年 10 月底，公司擁有零售渠道 976 個，一級經銷商 29 個，隨著行業增長及公司銷售網絡擴大，08-11 上半年零售渠道擴展複合增長率為 30%，而來自單位零售渠道收益為 18.5%，管理層表示未來將擴大銷售覆蓋至二、三線城市，預估 2011 年底覆蓋至 1200 間零售終端，增長率為 4.4%。
4. **第三方銷售網點盈利：**截至 2011 年 10 月底，公司擁有零售渠道 976 個，一級經銷商 29 個，2010 年來自單位零售渠道的公司收益為 52.2 萬元，公司按產品建議零售的折扣價格向一級經銷商銷售本公司產品，折扣介於 60%-75%之間，按照第三方單位零售渠道拿貨折扣為 65%計算，單位零售渠道收益為 149 萬元，預估淨利率為 15%，一個零售渠道淨盈利達到 22.3 萬元，該收益對經銷商吸引力一般。

**估值：**

公司預估 2011 年公司盈利將不少於到 2.7 億元人民幣（約 HK\$3.29 億元），同比增長 133%，按照招股價 HK\$1.60（市值為 HK\$25.6 億元），對應 2011 市盈率為 7.9x，公司估值略高於行業均值，基於行業增長速度、市場競爭、公司經營品牌及銷售點擴展速度，予以**中性評級**。

**同行對比：**

公司名稱	股票代碼	現價	市值	P/E(x)			PEG(x)	P/B(x)
		(HKD)	(百萬港元)	2010A	2011E	2012E	11E-13E	2010A
浩沙國際	2200 HK EQUITY	1.6	2,580	18.0	7.9	NA	NA	3.0
美克國際	953 HK EQUITY	0.82	971	5.5	4.8	4.2	0.3	0.9
飛克國際	1998 HK EQUITY	0.95	776	3.0	N/A	N/A	NA	1.0
李寧	2331 HK EQUITY	6.56	6,925	6.9	11.0	10.0	-0.3	1.6
中國動向	3818 HK EQUITY	1.31	7,384	4.2	12.8	11.1	-0.6	0.8
特步國際	1368 HK EQUITY	2.31	5,027	4.5	4.3	4.4	0.0	1.1
361 度	1361 HK EQUITY	3.29	6,802	4.7	4.2	3.8	0.2	1.3
安踏	2020 HK EQUITY	8.6	21,449	10.2	10.0	10.2	0.0	2.9
匹克公司	1968 HK EQUITY	2.22	4,658	4.2	4.2	4.1	0.0	1.0
<b>平均</b>				<b>6.8</b>	<b>7.4</b>	<b>6.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.5</b>

綜合盈利表：

(人民幣千元)	2008A	2009A	2010A	1H 2010A	1H 2011A
<b>持續經營業務</b>					
收入	204,643	159,169	347,787	118,059	302,347
銷售成本	-142,383	-96,253	-178,382	-62,162	-109,149
<b>毛利</b>	<b>62,260</b>	<b>62,916</b>	<b>169,405</b>	<b>55,897</b>	<b>193,198</b>
<b>毛利率</b>	<b>30%</b>	<b>40%</b>	<b>49%</b>	<b>47%</b>	<b>64%</b>
其他收入	240	664	1,928	1,301	4,001
其他收益／(虧損)淨額	142	64	-379	-241	229
銷售及經銷成本	-24,431	-23,737	-29,122	-8,600	-25,138
行政及其他經營開支	-10,655	-10,041	-26,695	-7,806	-26,721
<b>經營利潤</b>	<b>27,556</b>	<b>29,866</b>	<b>115,137</b>	<b>40,551</b>	<b>145,569</b>
<b>經營利率</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>33%</b>	<b>34%</b>	<b>48%</b>
財務成本	-921	-2,640	-6,382	-2,936	-1,544
<b>除稅前利潤</b>	<b>26,635</b>	<b>27,226</b>	<b>108,755</b>	<b>37,615</b>	<b>144,025</b>
所得稅利益／(開支)	1,596	1,382	-14,380	-4,413	-18,644
持續經營業務的年度／期間利潤	28,231	28,608	94,375	33,202	125,381
<b>終止經營業務</b>					
終止經營業務的利潤	734	79	4,135	2,787	—
出售附屬公司、機器及設備的收益淨額	—	—	17,596	—	—
<b>年度／期間利潤</b>	<b>28,965</b>	<b>28,687</b>	<b>116,106</b>	<b>35,989</b>	<b>125,381</b>
換算中國內地境外業務的財務資料的匯兌差異	—	—	—	—	1
<b>年度／期間全面收益總額</b>	<b>28,965</b>	<b>28,687</b>	<b>116,106</b>	<b>35,989</b>	<b>125,382</b>
<b>淨利率</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>33%</b>	<b>30%</b>	<b>41%</b>

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。