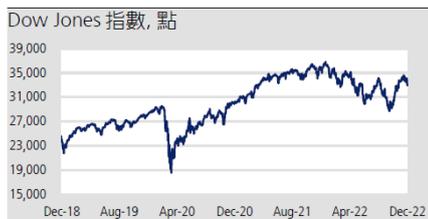


運動休閒產業

2023 年展望：弱需求與強預期交織而成的高度波動性

Dow Jones 指數



資料來源：Bloomberg

Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

SOX 指數



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Nike	NKE US	69	79	79	46
Lululemon	LULU US	56	68	42	74
GAP	GPS US	87	86	92	81

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

我們對全球運動休閒產業之總經環境、各品牌之市場別、產品別、通路別、市佔率、現金週轉狀況進行分析。我們預期2023年初市場對該產業營收及獲利預估將進一步下修，並認為近期股價反彈導致風險報酬吸引力降低。

評論及分析

通膨及升息之滯後效果衝擊。景氣衰退為通膨及升息之滯後效應，此將引發市場對運動休閒產業產生第二波營收預估之下修(圖2至13)；(2) 美國家庭儲蓄率下降及大規模裁員潮增添不利因素(圖4及13)；(3) 儘管4Q22-1Q23已見到積極減產，下游庫存消化速度仍然緩慢(圖14至33)；(4) 新興消費者趨勢「國潮」號召力在中國興起，壓縮國際品牌之市佔率(圖34至37)；及(5) 由於2H22借款成本大幅飆升及現金循環週期之遲滯(圖69至88)，品牌及零售商明年的展店壓力將比預期沉重；對應其電商業務雖有所改善，但尚未回復到穩健正成長軌道(圖58至60)。此外，我們比較品牌商在2008-11年和2021-24年的營運週期，發現我們還位處於產業下降週期之前半場(圖95至112)。

Nike + 鞋類為更具防禦性之標的。近期運動休閒品牌與零售商電話會議指出，在市場趨勢下行之際，消費力道疲軟與超額庫存衍生之促銷活動擴大，對成衣產生之負面影響通常比鞋類來得更深，主因：(1) 成衣佔消費者服飾與鞋類支出比重高達80-85%，因此對預算縮減較敏感(圖41至48)；(2) 運動服裝市場係高度分散，意味其產業下行週期中競爭態勢十分激烈(圖49及50)；及(3) 鞋類供應商之數量遠低於成衣供應商，係因前者製造過程之複雜度高，且對研發能力與供應鏈密切的合作有一定的規範要求(圖51至57)。我們的首選為Nike鞋類供應鏈，主因該品牌具強勁消費者吸引力和嚴格的庫存管理，有助其營運觸底時間較同業競爭者更早(圖15至30)。

庫存水位微幅回降已在預期之內；慎防2023年財測利空。非必需性消費類股在3Q22財報季後已出現跌深反彈行情，反映通膨趨緩、庫存自高檔紓解及對中國解封之期待，符合我們預期，我們建議投資人對於1Q23將釋出的2023年財測利空規避股價再次回檔風險。

消費力道如履薄冰

我們現正面臨著全球經濟下行週期較預期更緩慢，且 2023 年具潛在經濟衰退疑慮 (圖 1 及 2)。歷史經驗顯示，當市場預期經濟衰退之機率上升時，美國服裝與鞋類零售銷售成長將首先轉弱，隨後陷入大幅年減，同時品牌與零售商庫存消化將轉趨更加積極 (圖 3)。在本次下降週期，供應鏈營收動能反映產業前景之時間滯差有所延長，係因需求預期被放大造成長鞭效應，且 2H21-2022 供應鏈瓶頸緩解比預期來得快；這也使部分投資人沉浸在需求維持強勁之假象，因而追逐股價反彈。在近期，投資人期待美國訂單復甦將最早始於 1Q23 末或 2Q23；然而，我們不斷看到美國家庭儲蓄率下降與大批裁員潮正推升 2023 年消費轉弱風險 (圖 4 及 5)，這將不利於下游庫存去化。

我們預估市場對運動休閒產業獲利下修潮將共有兩波；第一波已發生於 2Q-3Q22，反映超額存貨導致促銷活動擴大，第二波將出現於 1H23，反映通膨高位期間拉長對實體經濟產生之落後衝擊 (圖 6)。我們預期下一次的營收及獲利下修將使非必需消費類股再度回檔 (圖 7)，並建議投資人在當前的熊市反彈中保持理性，靜待產業落底與獲利上修週期之展開。

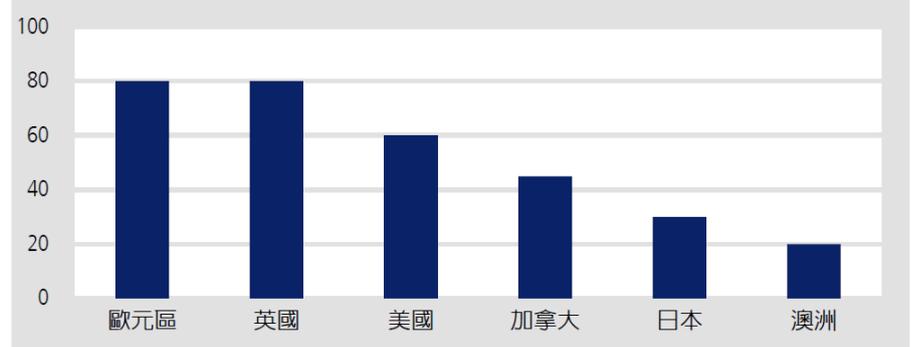
圖 1：2021-23 年全球 GDP 成長放緩

GDP成長率，百分比	實際數		預測值		2022年7月以來變化		2022年4月以來變化	
	2021	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
全球	6.0	3.2	2.7	0.0	(0.2)	(0.4)	(0.9)	
已開發經濟體	5.2	2.4	1.1	(0.1)	(0.3)	(0.9)	(1.3)	
美國	5.7	1.6	1.0	(0.7)	0.0	(2.1)	(1.3)	
歐洲	5.2	3.1	0.5	0.5	(0.7)	0.3	(1.8)	
日本	1.7	1.7	1.6	0.0	(0.1)	(0.7)	(0.7)	
英國	7.4	3.6	0.3	0.4	(0.2)	(0.1)	(0.9)	
加拿大	4.5	3.3	1.5	(0.1)	(0.3)	(0.6)	(1.3)	
其他已開發經濟體	5.3	2.8	2.3	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.7)	
新興市場及開發中經濟體	6.6	3.7	3.7	0.1	(0.2)	(0.1)	(0.7)	
新興及開發中亞洲	7.2	4.4	4.9	(0.2)	(0.1)	(1.0)	(0.7)	
中國	8.1	3.2	4.4	(0.1)	(0.2)	(1.2)	(0.7)	
印度	8.7	6.8	6.1	(0.6)	0.0	(1.4)	(0.8)	
新興及開發中歐洲	6.8	0.0	0.6	1.4	(0.3)	2.9	(0.7)	
俄羅斯	4.7	(3.4)	(2.3)	2.6	1.2	5.1	0.0	
拉丁美洲及加勒比	6.9	3.5	1.7	0.5	(0.3)	1.0	(0.8)	
中東及中亞	4.5	5.0	3.6	0.2	0.1	0.4	(0.1)	
撒哈拉以南非洲	4.7	3.6	3.7	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	
台灣	6.6	3.3	2.8			0.1	(0.1)	

資料來源：國際貨幣基金組織；凱基

圖 2：歐洲與美國經濟衰退機率高

Bloomberg 對各地區經濟衰退機率預估，百分比



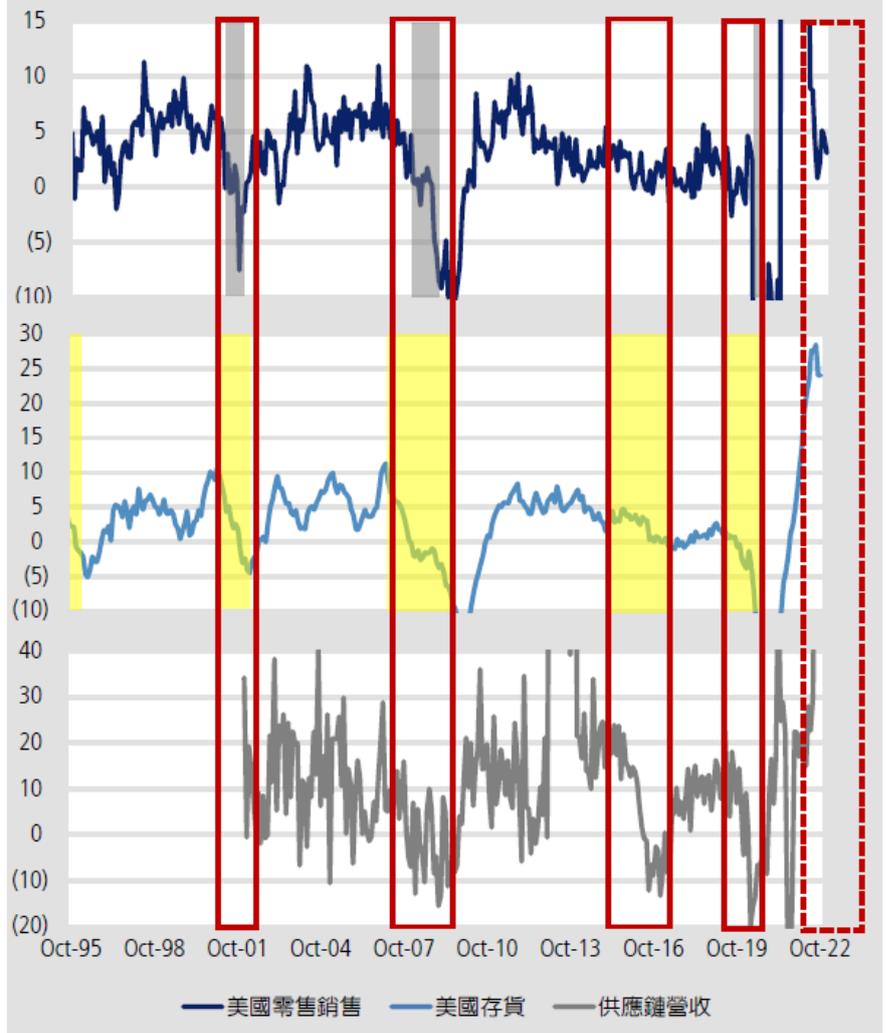
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: 在當前下降週期中，供應鏈營收動能成長反映產業前景之時間差有所延長

上圖 - 美國服飾與配件零售銷售年增率，百分比

中圖 - 美國服飾與配件存貨年增率，百分比

下圖 - 供應鏈月營收年增率，百分比



資料來源: Bloomberg · 凱基

註: (1) 陰影區為 NBER 定義之美國經濟衰退時期; (2) 黃色區域為品牌存貨去化期間; 及 (3) 供應鏈包括德鴻 (台)、聚勝 (台) 及豐泰 (台)

圖 4: 美國家庭儲蓄萎縮中

美國家庭儲蓄，十億元 (左軸); 家庭儲蓄率，百分比 (右軸)



資料來源: Bloomberg · 凱基

圖 5: 服裝與鞋子支出疲弱

美國消費者支出，十億元 (左軸); 年增率，百分比 (右軸)



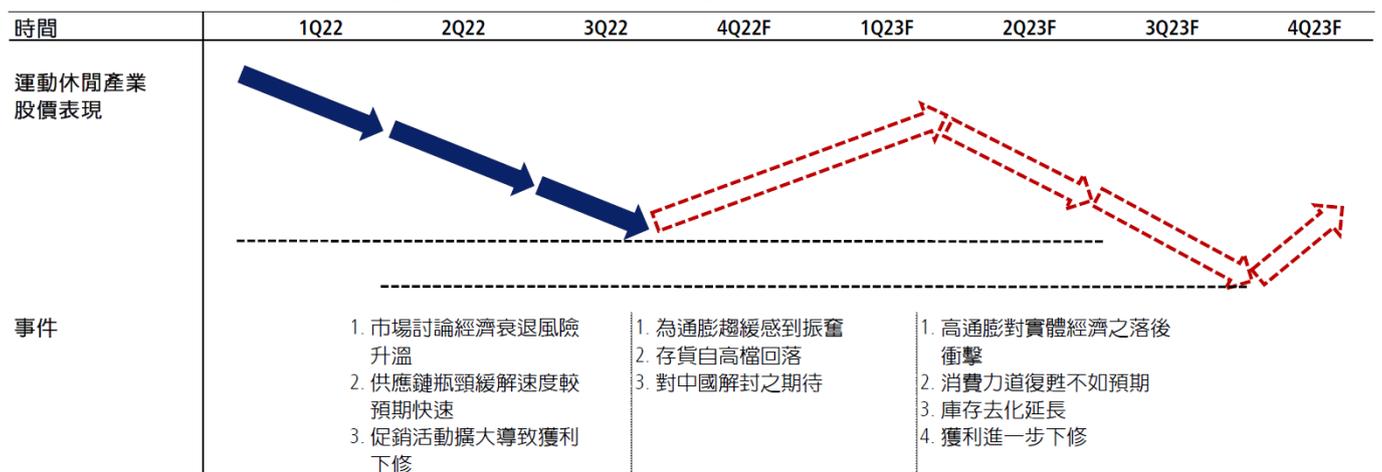
資料來源: Bloomberg · 凱基

圖 6：經濟衰退期間市場對運動休閒產業獲利預估進一步修正，主因品牌商銷售具下檔空間

市場共識獲利修正 (%)	2022-23F 高通膨期間			2007-09 高通膨期間				2000-01 高通膨期間			
	2022/1/1至今			2007/1/1-11/30		2007/12/1-2009/5/31 NBER定義經濟衰退		2000/7/1-2001/3/31		2001/4/1-11/30 NBER定義經濟衰退	
	2022F	2023F	2024F	2007F	2008F	2008F	2009F	2000F	2001F	2001F	2002F
Nike	-1	-37	-32	-50	-48	6	-2	-0	N.A.	N.A.	-3
Adidas	-73	-59	-48	-2	-4	-4	-60	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Puma	-14	-26	-16	-14	-11	-15	-41	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Under Armour	-44	-35	-37	9	6	-41	-51	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Lululemon	8	6	8	31	53	-19	-52	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Gap	由盈轉虧	-69	-61	-11	-11	13	-8	0	-33	0	-71
Skechers	-24	-16	-16	-3	4	-46	-73	21	60	-25	-24
VFC	-42	-42	-39	-4	-4	-6	-27	-5	-5	-17	-16
市場共識營收修正 (%)											
Nike	-1	-9	-10	0	3	3	-2	-0	N.A.	N.A.	-0
Adidas	-2	-6	-7	-4	-4	-3	-10	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Puma	11	9	12	-11	-13	-5	-15	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Under Armour	-7	-6	-8	8	20	-8	-23	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Lululemon	8	9	12	21	33	-9	-34	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Gap	-8	-9	-5	-4	-2	-10	-17	0	-6	0	-4
Skechers	6	6	9	8	4	-10	-27	0	0	51	-14
VFC	-11	-13	-12	-4	5	-5	-17	-2	-6	-7	-9

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：我們預計運動休閒產業股價將隨著下一次營收及獲利下修而再次回檔



資料來源：凱基

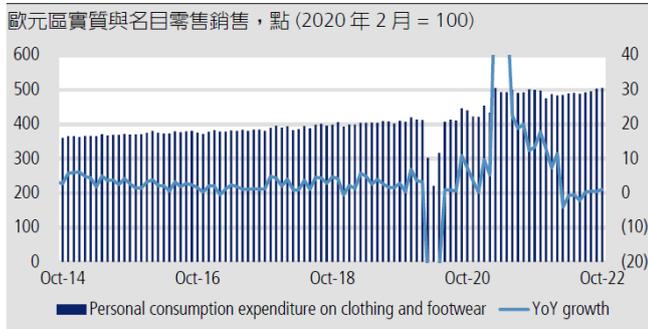
在其他國家中，歐元區實質零售銷售已自 2Q22 轉為年減態勢，主因俄羅斯入侵烏克蘭推高通膨並打擊消費信心（圖 8 及 9）。雖然歐洲人已於最近黑色星期五購物節搶購服裝、鞋履、珠寶與耶誕飾品，但德國 HDE 零售業協會調查顯示，有過半的商家表示他們不滿意截至目前為止的銷售。再加上能源危機下需求展望存在不確定，部分第二、三線服飾與鞋類供應商於 12 月初接獲減產 20-30% 通知，使產能利用率自正常水準 80-85% 降為 60-65%。

在亞洲，中國的「白紙革命」可望加速鬆綁嚴格防疫清零政策與經濟重啟，這已激勵 11 月起股市強勁反彈。長線而言，我們維持對中國政策方向看法，

短線而言，中國 11 月服飾與鞋零售銷售復甦依舊遲滯 (10 及 11)。

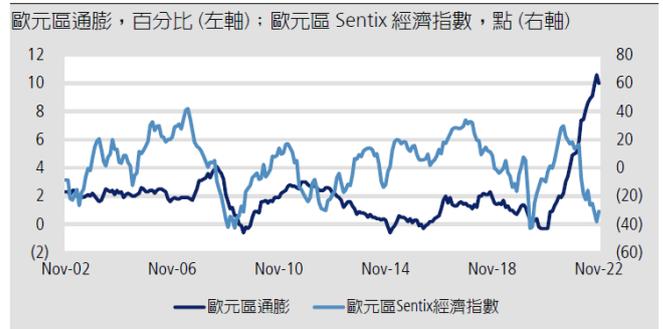
日本零售銷售於今年加速成長，係受惠於貨幣政策超級寬鬆 (圖 12)，然而其反映實際負擔能力的實質薪資 (經通膨調整) 已從 2Q22 開始落入年減走勢，此狀況與 2007-09 與 2013-14 年相仿 (圖 13)。根據歷史經驗，當高通膨逐漸通過供應鏈，消費者會感到壓力提升，最終將造成預算縮減和零售銷售之萎縮。這意味著，無論通膨後續如何降溫，零售銷售縮水係高通膨衝擊實體經濟之滯後效應，且難以避免。加上經濟重啟效益將慢慢褪去，我們對日本消費動能能否延伸至 2023 年抱持審慎看法。

圖 8：歐元區實質零售銷售走弱



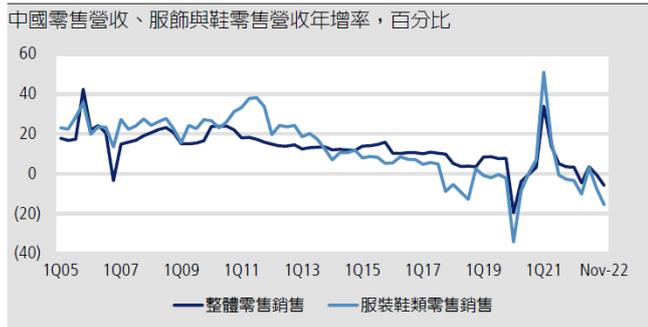
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：高通膨拖累經濟展望



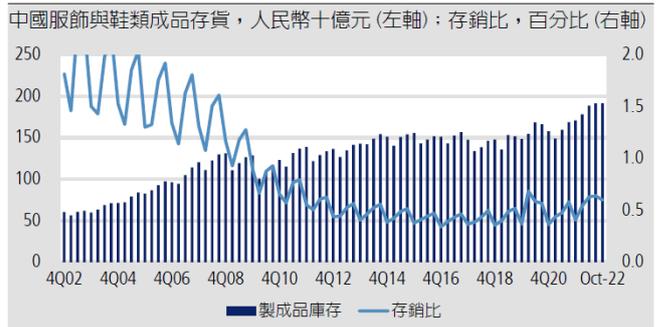
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 10：中國鞋服銷售成長幅度低於整體零售銷售



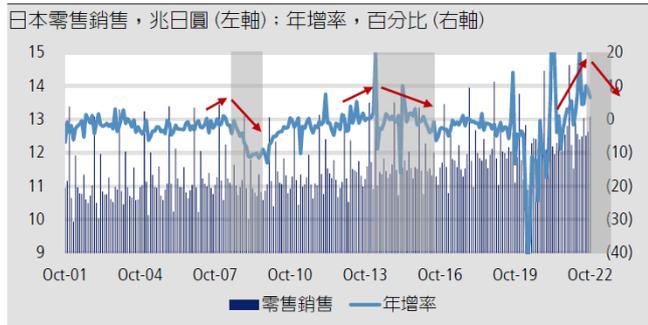
資料來源：萬得；凱基

圖 11：存銷比維持低檔



資料來源：萬得；凱基

圖 12：日本消費展望審慎



資料來源：Bloomberg；凱基
註：陰影區域為通膨趨緩時期

圖 13：實質薪資減少，反映負擔能力下降



資料來源：Bloomberg；凱基
註：陰影區域為通膨趨緩時期

Nike (美) 和 Lululemon (加) 表現持續超越同業

秉持著高通膨環境下的庫存管理警覺，領導運動品牌和零售商自 2Q22 以來加強促銷的產品從居家、休閒服裝擴大到運動休閒 (athleisure) 和運動服等，隨後在 4Q22-1Q23 更有積極減產計畫 (圖 14)。他們大多數目前庫存水平已較 3Q22 峰值略有下滑，但挑戰依舊並未間斷，係因銷售展望轉弱 (圖 15 至 30)。我們預期，庫存自高壓舒緩將提供廣泛的交易契機 (圖 31)，但市佔率變化將造成 2023 年各品牌的股價表現分歧。

品牌知名度 (Brand awareness) 為品牌市場表現與成功的關鍵指標，主因其在消費者購買決策過程中發揮著重要作用。所有品牌商在高度全球化的市場中相互競爭，通常都會不斷擴大對全球廣告和配銷的投資，其中，Nike (美) 和 Lululemon (加) 具有可持續競爭優勢和長期價值的超群表現可謂有目共睹。以史為鏡，具有更強消費者牽引力的品牌往往交出比同業更亮眼的長期營收成長成績 (圖 32 及 33)，這也是庫存去化速度和享有評價溢價的關鍵所在。

Nike 是一個通常會在市場陷入萎靡之前採取果斷行動清理過剩庫存的領導型品牌商。在當前下降週期中，Nike 甚至限縮 2022 年 FIFA 世界盃的產品鋪貨至實體店面的數量，而 Adidas (德) 卻反其道而行之。由於本屆世界盃因卡達炎熱氣溫、黃金世代的老化及其他綜合因素而有很多賽事大爆冷門，Adidas 再次面臨庫存與需求不相匹配的問題，導致輸球隊伍的商品有必要祭出 30-50% 即時折扣。我們認為，這不僅是 Nike 在需求感知預測、市場分析和庫存管理方面皆勝出同業之縮影，亦是 Nike 庫存正常化及營運將比競爭對手更早觸底反彈之徵兆。

圖 14：積極的庫存調整進行中

公司	對存貨管理之評論
Nike	(1) 遲到產品包括春、夏、秋季 (2) 果斷去庫存，聚焦於遲到的季節性產品並以服裝為主 (3) 將收緊 2H FY23 (財年止於5月) 拉貨 (4) 預計未來三季庫存餘額將呈季改善
Adidas	(1) 2023春夏系列產品購買量大幅減少 (2) 將重新利用現有的常青產品和滯銷品 (3) 預計庫存水平已於3Q22見頂，並將於1Q23 下降、2Q23 恢復正常
Puma	以優化庫存水平為目標
Under Armour	庫存增長將在4Q22加速至年增40%高位，隨後於1Q23將年增35%
Lululemon	預計3Q FY22 (財年止於1月) 庫存成長將略高於2Q FY22，並於4Q FY22放緩至年增50-60%
Gap	(1) 持續適度購買 (2) 將已打包並持有 (pack and hold) 庫存整合到未來產品中
Skechers	放慢購買速度，直到下游供應鏈跟上流程
VFC	(1) 已從生產和物流兩方面開始縮短交貨期，但整體週期仍高於歷史水平 (2) 調整遠期採購 (3) 預計交貨時間將在 2023 年秋季接近正常水平
Walmart	(1) 已取消訂單並增加降價以減少庫存 (2) 電子、家居和服裝庫存壓力仍然很高，係因銷售疲軟
Target	(1) 庫存已比今年早些時候更加健康 (2) 包括服裝、家居和耐用品在內的非必需性品項銷售顯著放緩

資料來源：公司資料；凱基

圖 15: Nike 存貨天數



圖 16: Nike 銷售展望

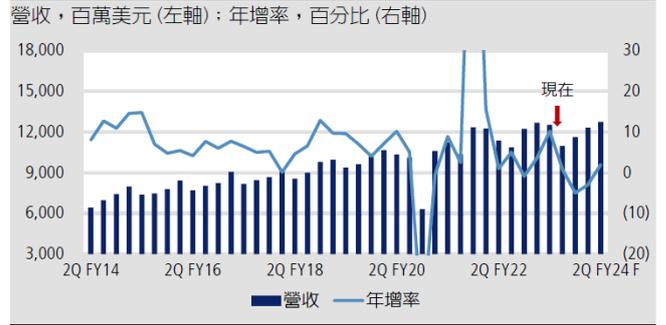


圖 17: Adidas 存貨天數



圖 18: Adidas 銷售展望

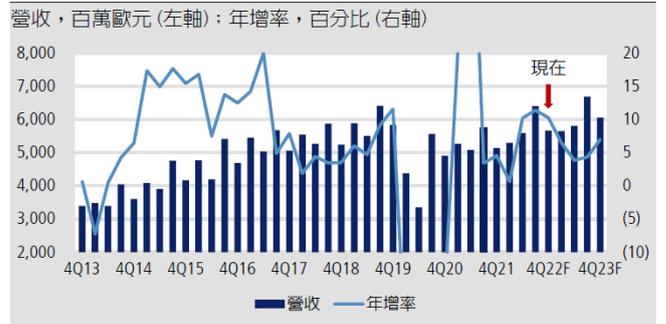


圖 19: Puma 存貨天數



圖 20: Puma 銷售展望

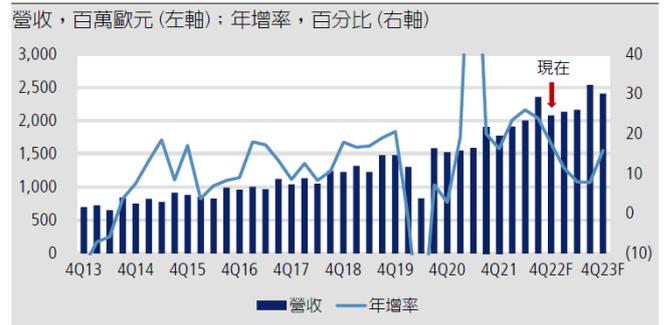


圖 21: Under Armour 存貨天數



圖 22: Under Armour 銷售展望



圖 23: Lululemon 存貨天數

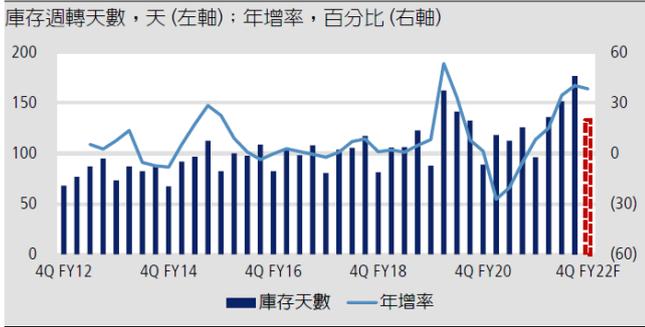


圖 24: Lululemon 銷售展望



圖 25: Gap 存貨天數

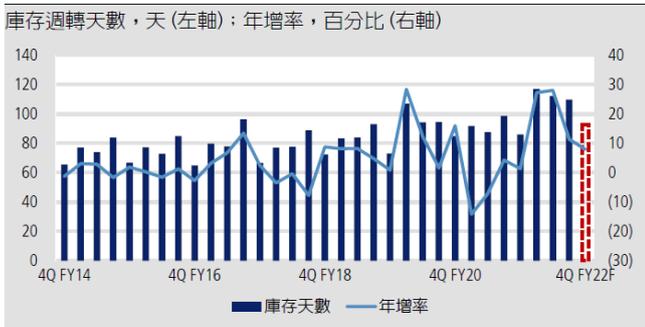


圖 26: Gap 銷售展望

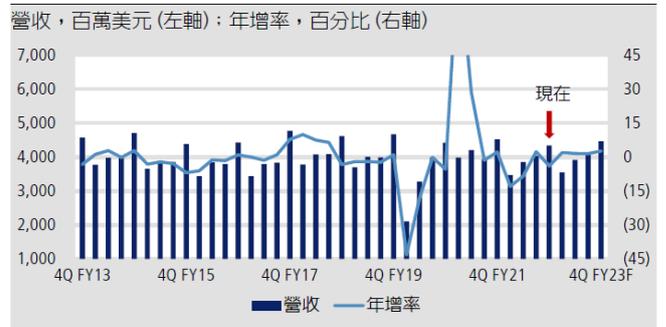


圖 27: Skechers 存貨天數

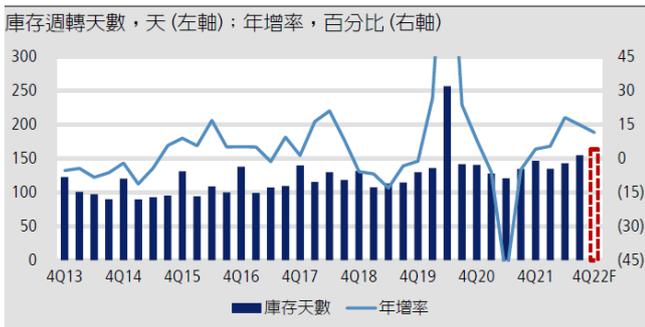


圖 28: Skechers 銷售展望

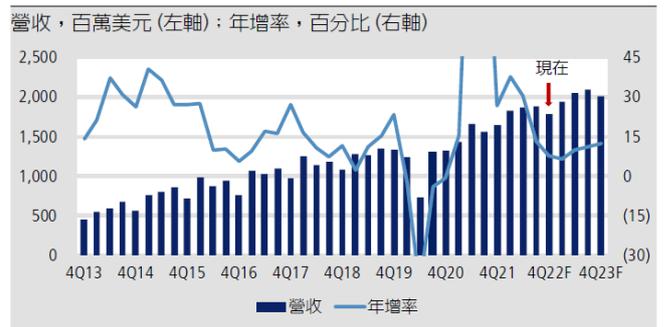


圖 29: VF 存貨天數

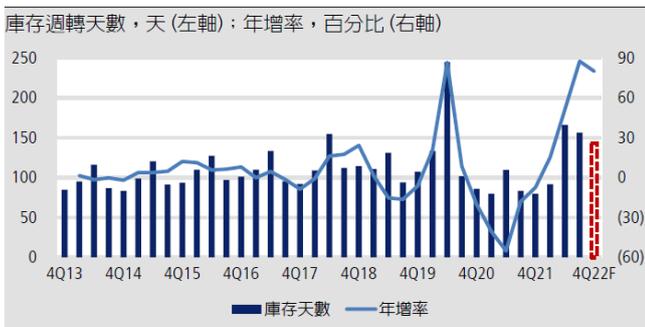


圖 30: VF 銷售展望

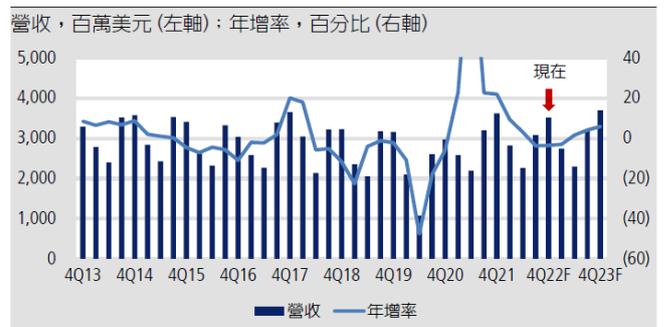
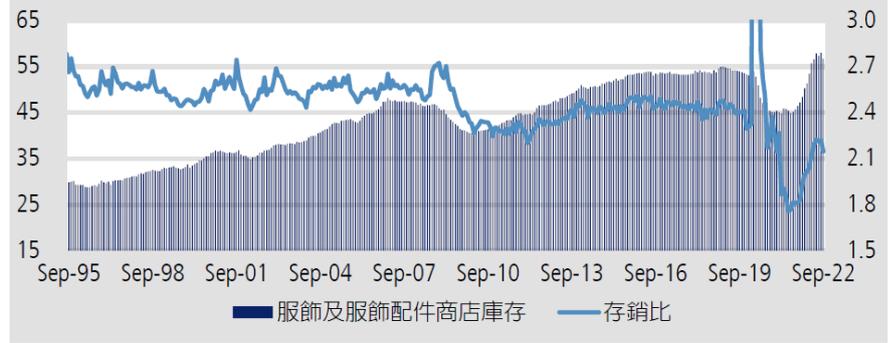


圖 31: 整體成衣與鞋類庫存已於 8 月見頂

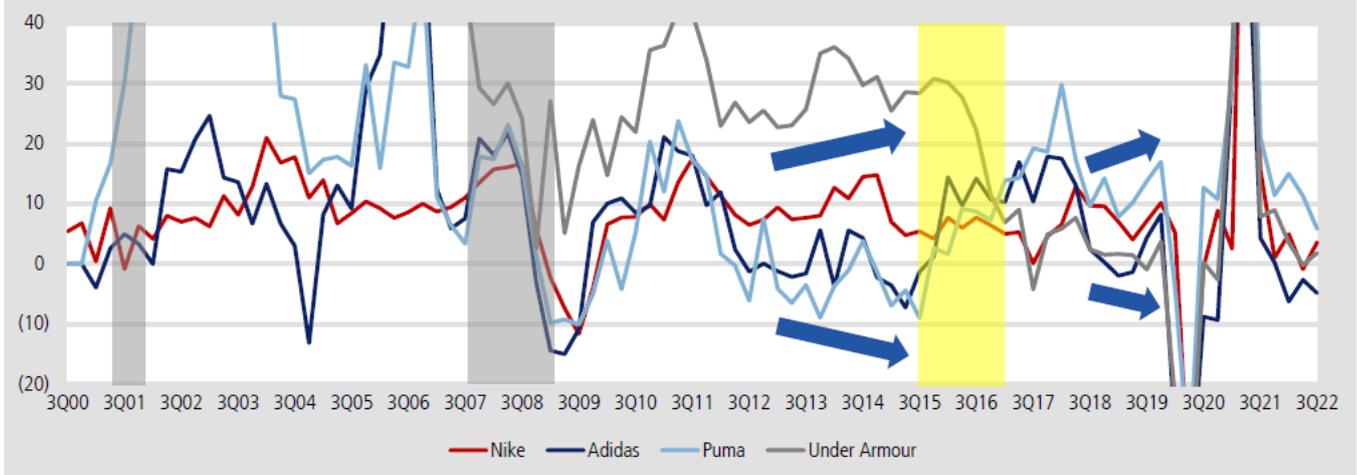
美國零售銷售庫存，十億美元 (左軸)；存銷比，百分比 (右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 32: Nike 營收成長率往往優於其他領導品牌

品牌別營收年增率，百分比

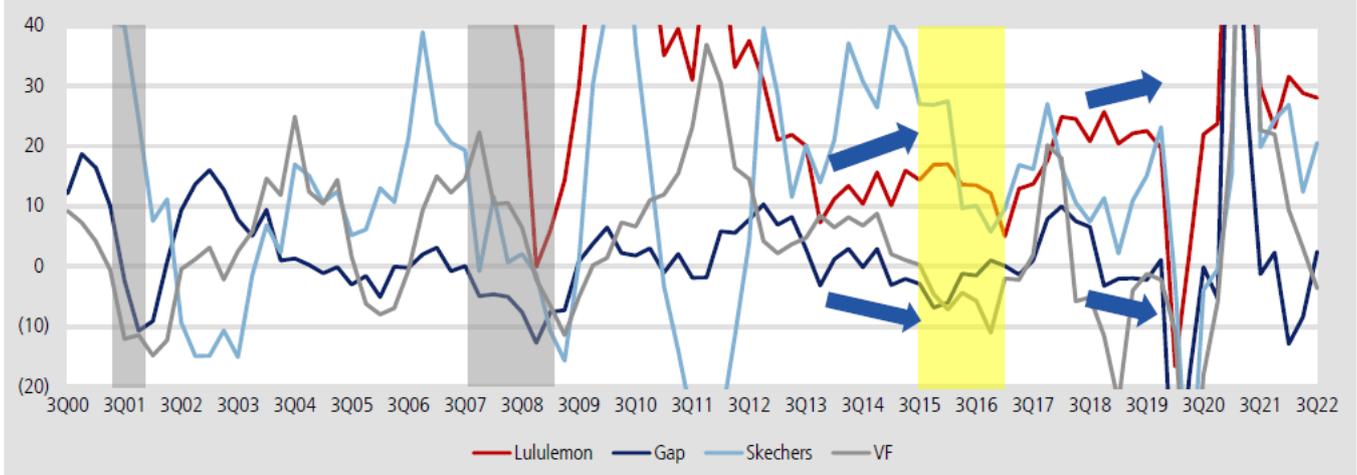


資料來源：Bloomberg；凱基

註：(1) 陰影區為 NBER 定義之美國經濟衰退時期；及 (2) 黃色區域為品牌存貨去化期間

圖 33: Lululemon 強勁業務成長動能，Gap 則表現弱勢

品牌別營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

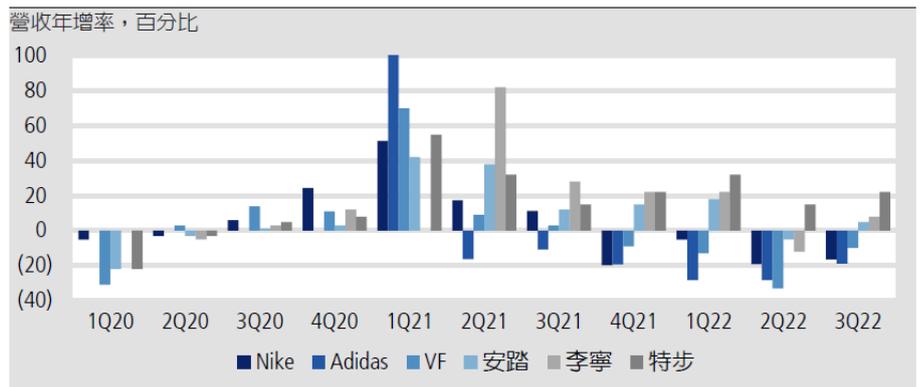
註：(1) 陰影區為 NBER 定義之美國經濟衰退時期；及 (2) 黃色區域為品牌存貨去化期間

中國需求存在不確定性；東南亞一線曙光

儘管投資人高度關注 2023 年中國經濟重啓希望，但他們可能會對其對國際運動品牌帶來的效益感到失望，主因「國潮」（全國消費習慣新趨勢）號召力已然在中國起飛。安踏（港）、李寧（港）和特步（港）不畏防疫清零政策和高基期，其零售流水增長或同店營收成長率（SSSG）於 4Q21-3Q22 持續超越國際品牌銷售的雙位數衰退，表明中國品牌市佔率逆轉過去十年趨勢而出現擴張跡象（圖 34 及 35）；這可歸功於新一代「中國文化消費者」（CCC）的崛起。「中國文化消費者」（CCC）由年輕中國人組成，通常是千禧一代和 Z 世代；他們因為受過高等教育且非常注重數位化，不再滿足於效仿西方潮流，而是會去創造自己獨有的特色。對全球品牌而言，順應國潮趨勢已成為必要，但如何在設計產品時要做到不被視為帶有可能冒犯消費者的刻板印象，並充分了解運用中國文化元素的有效秘訣，前方還有很長一段路要走。

在這種情況下，我們預計全球品牌於未來五年將更加注重在東南亞的擴張。迄今為止，大多數全球品牌在大中華以外之亞太地區銷售成長勢頭保持健康（圖 36）。考量地緣政治問題導致科技和非科技產業生產基地多元化目標之形成，以及近期在東南亞和印度資本支出投入加速，我們認為，該地在可預見的經濟發展和生活質量之改善皆預示著非必需性消費品需求前景良好。

圖 34: 「國潮」為一全國性之趨勢，助推中國品牌銷售



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

註：(1) 安踏（港）及特步（港）為零售流水增長率；及 (2) 李寧（港）為同店營收成長率（SSSG）

圖 35: 中國品牌在中國市佔率將於 2021-23 年反轉為增長軌道



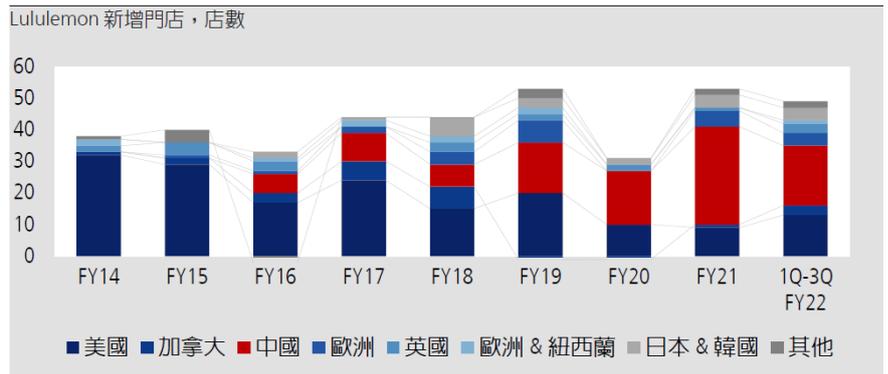
資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

圖 36: 國際品牌在亞太地區銷售成長動能穩健

大中華及亞太洋營收 百萬美元/百萬歐元(*)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	3Q19-22 CAGR (%)
Nike	2,895	3,076	3,024	3,315	2,920	2,448	2,879	3,769	3,594	3,391	3,447	3,191	3,621	3,243	3,191	
- 大中華區	1,588	1,697	1,679	1,847	1,506	1,647	1,780	2,298	2,279	1,933	1,982	1,844	2,160	1,561	1,656	
- 亞太洋	1,307	1,379	1,345	1,468	1,414	801	1,099	1,471	1,315	1,458	1,465	1,347	1,461	1,682	1,535	
Adidas*	2,063	1,796	2,018	1,860	1,161	1,536	1,854	1,874	2,005	1,536	1,659	1,578	1,510	1,269	1,516	
- 大中華區					559	1,199	1,297	1,287	1,402	1,003	1,155	1,037	1,004	719	937	
- 亞太洋					602	337	557	587	603	533	504	541	506	550	579	
Under Armour	144	154	155	183	96	123	179	231	210	192	212	217	182	177	226	
Puma*	401	315	397	444	355	268	373	481	442	341	387	467	387	355	451	
Lululemon (北美以外地區)	105	116	111	144	93	159	160	211	209	238	224	286	270	321	317	
Gap	269	235	250	330	121	69	188	227	180	154	155	241	157	160	157	
VF	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
- 中國	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
Skechers (北美以外地區)	690	656	749	760	641	421	726	798	826	931	905	1,071	1,042	1,027	1,133	
年增率 (%)																
Nike	11	6	14	17	1	-20	-5	14	23	39	20	-15	1	-4	-7	2
- 大中華區	19	16	22	20	-5	-3	6	24	51	17	11	-20	-5	-19	-16	0
- 亞太洋	3	-4	6	13	8	-42	-18	0	-7	82	33	-8	11	15	5	5
Adidas	16	9	11	18	-44	-14	-8	1	73	0	-11	-16	-25	-17	-9	-9
- 大中華區									151	-16	-11	-19	-28	-28	-19	
- 亞太洋									0	58	-10	-8	-16	3	15	
Under Armour	25	23	4	10	-34	-20	15	26	120	56	18	-6	-13	-8	7	13
Puma	32	23	33	17	-11	-15	-6	8	25	27	4	-3	-12	4	17	4
Lululemon (北美以外地區)	39	34	35	25	-11	37	45	47	125	49	40	35	29	35	41	42
Gap	-13	-10	-17	-6	-55	-71	-25	-31	49	123	-18	6	-13	4	1	-14
VF	11	19	16	15	-22	-9	0	1	62	24	8	3	-11	-20	-6	
- 中國	20	29	24	32	-31	3	14	11	70	9	3	-9	-13	-33	-10	
Skechers (北美以外地區)	12	21	23	32	-7	-36	-3	5	29	121	25	34	26	10	25	15

資料來源: Bloomberg; 公司資料; 凱基

圖 37: Lululemon 快速擴充新市場，尤其是中國



成熟市場前景謹慎

在北美市場，Lululemon 和 Puma 市佔率增加為 2019-22 年亮點所在，其次為 Nike、Skechers 和 Adidas，而 Gap 及 Under Armour 卻看見市佔率之流失(圖 38)。這反映了成熟市場中不同品牌的吸引力、供應鏈和物流優勢，以及企業跟上消費者行為快速變化之能力。此外，在歐非中東 (EMEA)，Puma、Adidas、Under Armour 和 Nike 過去三年營收強勁年複合增長 10-30%，而 Gap 則呈持續下滑趨勢(圖 39)。展望後市，市場預期歐洲將在全球經濟放緩中受到最嚴重的打擊，並對歐洲商業前景看法轉趨保守。

圖 38: Lululemon 和 Puma 在北美的市佔率增長強勁

北美地區營收 百萬美元/ 百萬歐元(*)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	3Q19-22 CAGR (%)
Nike	3,810	4,165	4,293	3,982	3,979	2,230	4,225	4,006	3,564	5,384	4,879	4,477	3,882	5,115	5,510	
Adidas*	1,157	1,213	1,468	1,475	1,116	726	1,309	1,317	1,157	1,249	1,396	1,303	1,402	1,706	1,750	
Under Armour	843	816	1,016	983	609	450	963	924	806	905	1,036	1,063	841	909	1,012	
Puma*	417	463	499	566	427	254	547	548	534	676	700	727	816	941	932	
Lululemon	677	767	805	1,254	559	744	957	1,518	1,017	1,213	1,226	1,843	1,343	1,547	1,540	
Gap	3,203	3,507	3,509	4,084	1,845	3,032	3,578	3,983	3,596	3,873	3,556	4,181	3,196	3,568	3,737	
VF	N.A.															
Skechers	587	603	605	571	601	308	575	527	602	727	646	577	778	841	746	
年增率 (%)																
Nike	7	7	4	5	4	-46	-2	1	-10	141	15	12	9	-5	13	9
Adidas*	11	12	16	14	4	-37	-5	-4	4	72	7	-1	21	37	25	6
Under Armour	-3	-3	-4	2	-28	-45	-5	-6	32	101	8	15	4	0	-2	0
Puma*	20	23	21	20	2	-45	10	-3	25	166	28	33	53	39	33	23
Lululemon	18	21	21	19	-17	-3	19	21	82	63	28	21	32	28	26	24
Gap	7	4	5	3	-42	-14	2	-2	95	28	-1	5	-11	-8	5	2
VF	8	9	7	3	-10	-54	-21	-11	25	125	27	24	12	6	-3	
Skechers	-7	1	6	13	2	-49	-5	-8	0	136	12	10	29	16	16	7

資料來源: Bloomberg; 公司資料; 凱基

圖 39: 歐非中東在 2019-22 年實現亮眼的營收年複合成長率, 但前景轉趨保守

歐非中東地區營收 百萬美元/ 百萬歐元(*)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	3Q19-22 CAGR (%)
Nike	2,435	2,457	2,773	2,537	2,709	1,328	2,910	2,958	2,609	2,979	3,307	3,142	2,779	3,251	3,333	
Adidas*	1,840	1,731	2,110	1,710	1,705	965	2,079	1,559	1,770	1,910	2,248	1,832	1,935	2,079	2,463	
Under Armour	134	145	161	181	138	89	210	161	194	207	241	200	228	205	263	
Puma*	502	449	582	468	518	309	664	492	572	572	814	573	709	706	972	
Gap	124	135	131	149	57	92	118	82	72	118	95	58	58	53	61	
VF	N.A.															
年增率 (%)																
Nike	6	0	6	10	11	-46	5	17	-4	124	14	6	7	9	1	10
Adidas*	0	1	7	16	-7	-44	-1	-9	4	98	8	18	9	9	10	13
Under Armour	6	6	9	2	3	-39	31	-11	41	133	15	24	18	-1	9	13
Puma*	4	8	10	25	3	-31	14	5	10	85	23	16	24	23	19	28
Gap	-11	-9	-12	-11	-54	-32	-10	-45	26	28	-19	-29	-19	-55	-36	-26
VF	8	1	4	6	-5	-47	-20	-4	2	106	17	28	15	10	-4	

資料來源: Bloomberg; 公司資料; 凱基

圖 40: 同業比較表 - 地區別營收佔比

地區別營收佔比 (%)	北美	歐非中東	小計	亞洲			其他
				大中華地區	其他亞洲	亞洲小計	
Nike	39	27	66	16	13	29	5
Adidas	24	37	61	22	10	32	8
Under Armour	67	15	82			15	3
Puma	39	37	76		24		
Lululemon	82			18			
Gap	91	2	93			4	3
VF	81	14	95			5	
Skechers	41			59			

資料來源: Bloomberg; 公司資料; 凱基

鞋類品牌比服裝廠商更具防禦性

由於服裝產品在消費者對服飾和鞋類支出的佔比高達 80-85%，在市場下行過程中的消費疲軟及因庫存過剩而擴大促銷活動，通常會對全球品牌的服裝銷售造成更大的負面影響（圖 41 至 45）。儘管制服和工作服裝的強勁銷售是 2022 年經濟重啓下的亮點所在，並很大程度抵銷了服裝消費的全面疲軟，但其在 11 月亦浮現需求放緩跡象（圖 46）。隨著民衆生活逐漸恢復到新冠疫情流行前的正常狀態，我們看到鞋類品牌業務表現更具彈性，尤其是那些專門銷售運動鞋和街頭鞋的廠商（圖 47 及 48）。加上終端市場較為集中且供應鏈合作更密切之優勢（圖 49 至 57），我們相信，擁有強大消費者吸引力的鞋類品牌以及其具有長期合作夥伴關係與研發能力的領導供應商，將是經濟不振時期更具防禦性之標的。

圖 41: 服裝佔消費者對服飾和鞋類支出大宗

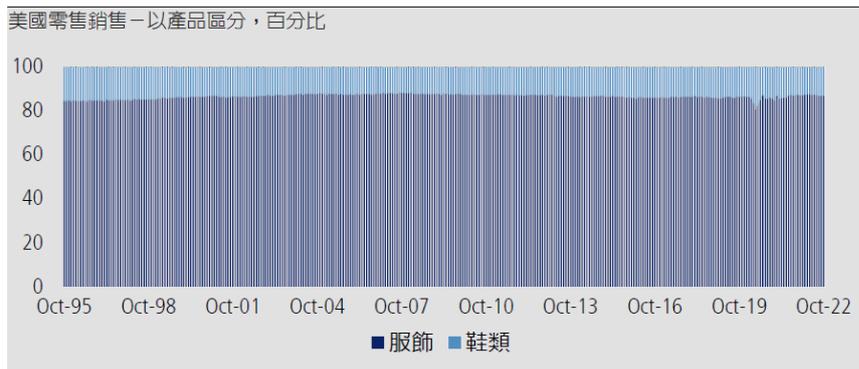


圖 42: Nike 產品別營收成長率



圖 43: Adidas 產品別營收成長率



圖 44: Puma 產品別營收成長率

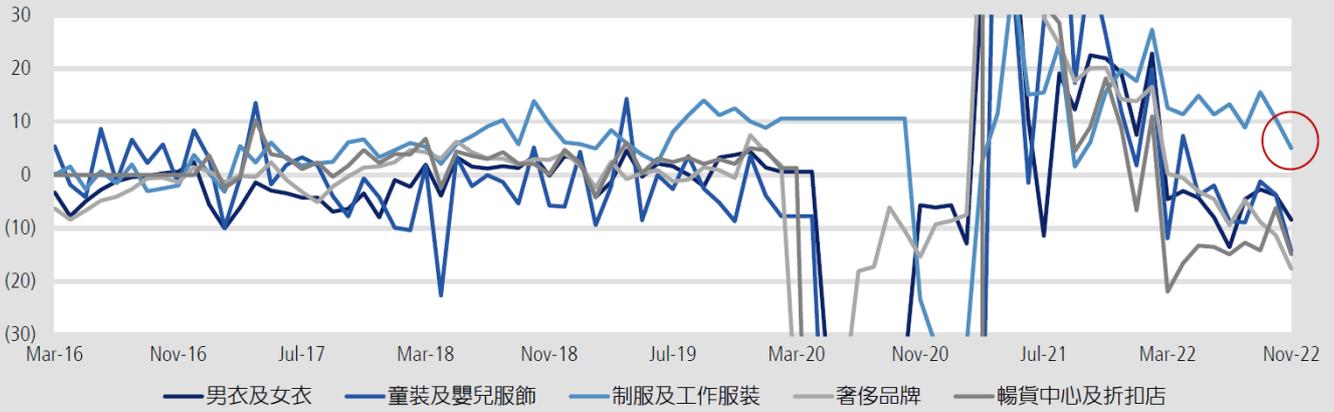


圖 45: Under Armour 產品別營收成長率



圖 46: 制服和工作服裝銷售走緩不利於供應鏈訂單展望

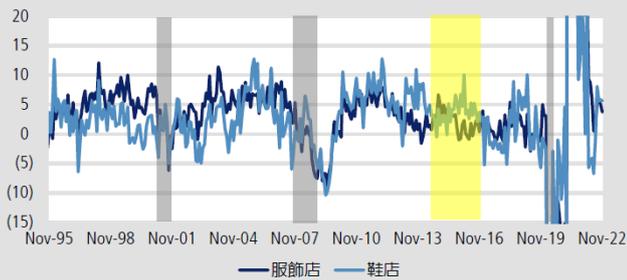
美國零售銷售年增率—以產品別區分，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 47: 在景氣衰退和品牌商庫存去化期間，鞋店銷售好於服飾店

美國零售銷售年增率—以產品別區分，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

註: (1) 陰影區為 NBER 定義之美國經濟衰退時期; 及 (2) 黃色區域為品牌存貨去化期間

圖 48: 運動鞋和街頭鞋表現突出

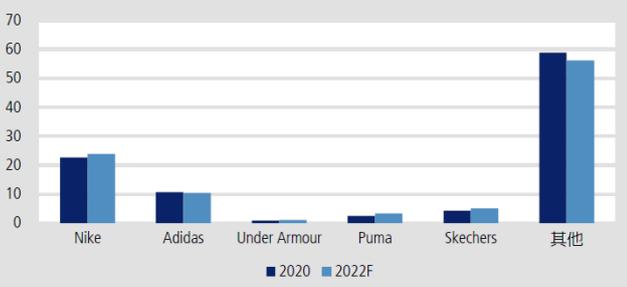
美國零售銷售年增率—以產品別區分，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 49: Nike 在全球運動鞋市場保持領先地位

全球運動鞋市佔率—以品牌別區分，百分比



資料來源: Bloomberg ; 公司資料; Euromonitor ; 凱基

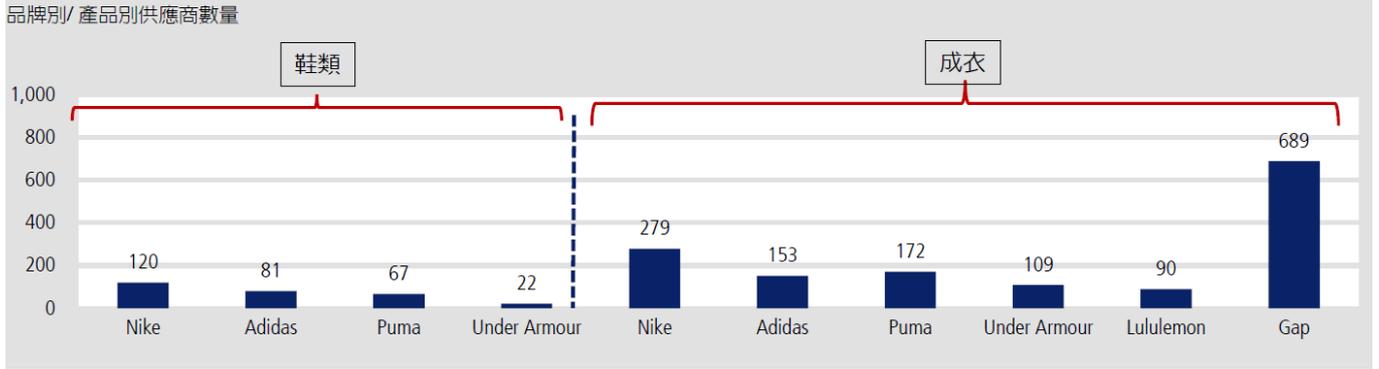
圖 50: 運動服裝市場高度分散意味著產業下行週期競爭激烈

全球運動服裝市佔率—以品牌別區分，百分比



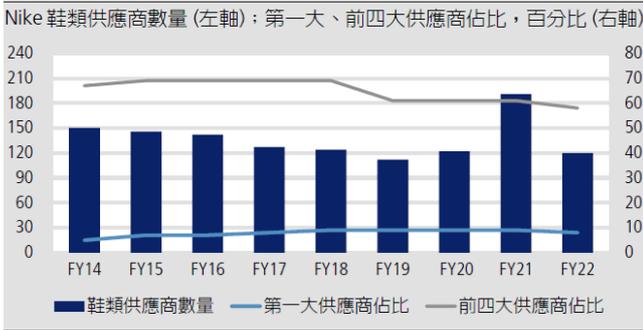
資料來源: Bloomberg ; 公司資料; Euromonitor ; 凱基

圖 51: 鞋類供應商數量遠少於鞋類供應商



資料來源：公司資料；凱基

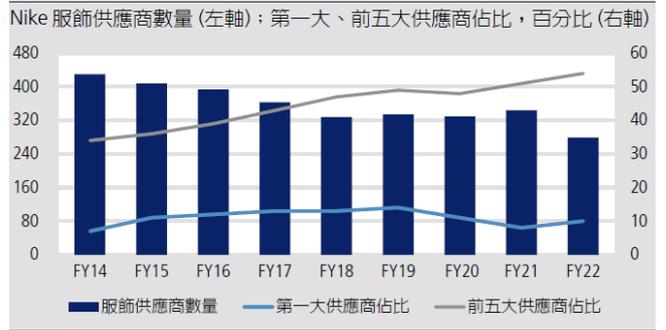
圖 52: Nike 120 間鞋類工廠中的前四大貢獻生產比重 55-60%



資料來源：公司資料；凱基

註：Nike 財年止於5月

圖 53: Nike 279 間服飾工廠中的前五大佔生產比重 50-55%



資料來源：公司資料；凱基

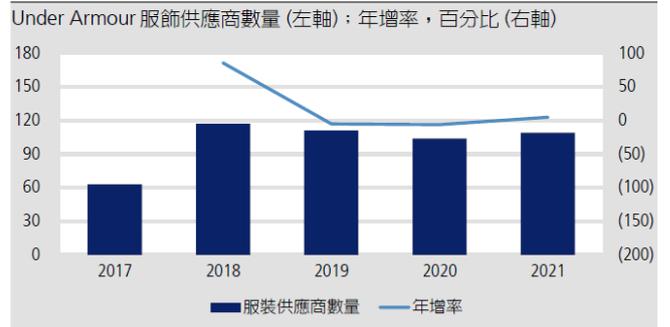
註：Nike 財年止於5月

圖 54: Under Armour 鞋類供應商只有 22 家



資料來源：公司資料；凱基

圖 55: Under Armour 服裝供應商數量是鞋類供應商的五倍



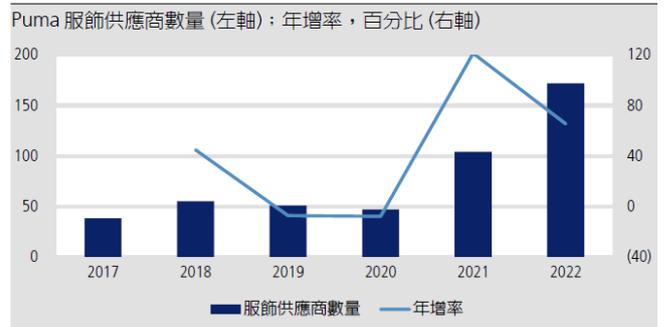
資料來源：公司資料；凱基

圖 56: Puma 鞋類供應商數量在疫情期間逆轉至正增長軌道



資料來源：公司資料；凱基

圖 57: 近兩年 Puma 因供應鏈瓶頸而迅速增加服裝供應商



資料來源：公司資料；凱基

電商銷售改善，而實體店營收前景平淡

美國服裝和鞋類的線上零售銷售已自 2022 年初的年減雙位數改善至 11 月的中個位數下滑，好於實體店的雙位數衰退，也回復到疫情流行前的銷售趨勢 (圖 58)。在 2021-22 年，領導品牌的線上銷售佔總營收比重略有收窄，係因有越來越多國家重新開放邊境，讓民眾可為期待已久的外出旅行保留預算。然而，電商業務發展將持續作為品牌商長期營運策略之核心所在，尤其因為 2H22 借貸成本飆升將對明年的新店開張造成巨大壓力 (圖 59 及 60)。

圖 58: 線上及線下通路之銷售趨勢回歸常態

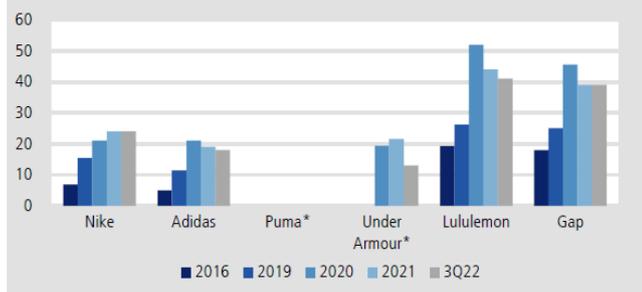
美國服飾及鞋類零售銷售成長率—以通路區分，百分比



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 59: 線上銷售貢獻在新冠疫情後微幅縮水

線上銷售佔總營收比重，百分比

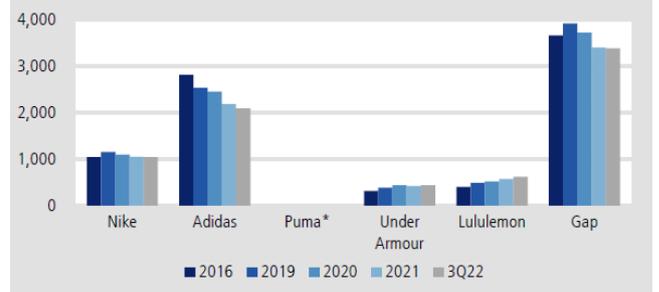


資料來源: 公司資料; 凱基

註: Puma 資料及 Under Armour 2016 及 2019 年資料未揭露

圖 60: 大部分領導品牌關閉店面，而 Lululemon 卻逆勢而上

店數，間



資料來源: 公司資料; 凱基

註: Puma 資料未揭露

供應商將面臨價格調降壓力

在 9-10 月品牌商與供應商價格會議之後，聚酯纖維、彈力纖維、尼龍 66 和棉花價格已進一步分別下跌 8%、3-4%、7%和 5-6%，對比 1Q-3Q22 跌幅分別為 5%、48-52%、38%和 18-30% (圖 61 至 64)。由於當時通膨仍存在不確定性且市場處於高度波動狀態，前一次產品價格調整可能並未完全反映原物料價格的緩和；我們預計品牌商將於下一次價格會議中 (在 2023 年春天) 與供應商協商更多產品均價之削減。我們分析指出，明年服裝供應商的訂價壓力將高於鞋類供應商 (圖 65 至 68)。

根據 Gap 在 11 月 17 日財報電話會議上的評論，該公司要到 2H23 才會開始受益於訂價優勢，因為它早已基於較高的棉花和大宗商品成本為 1H23 進行採購。這也已反映在供應商 2H22 亮眼的產品均價上，儘管原物料價格有所趨緩 (圖 65、67 及 68)。據此，我們看到三個產業通讀，包括：(1) 高通膨的

滯後效應將影響 2023 年運動休閒產業的產品訂價；(2) 下游的利潤率壓力將延續至 1H23，主因產品成本居高不下及促銷活動持續，這部分被運費下降帶來的利益所抵消；及 (3) 緩慢的庫存去化將導致下游現金循環週期 (Cash conversion cycle, CCC) 遲滯，可能進而造成 2Q23 之後的拉貨動能復甦乏力 (圖 69 至 86)。

圖 61：聚酯纖維價格修正中



圖 62：彈力纖維及尼龍 66 價格回歸至疫情前水平



圖 63：棉花價格跌不停



圖 64：棉紗價格劇烈下滑



圖 65：成衣供應商聚陽的產品 ASP 與原物料價格有高度相關性



圖 66：聚陽成本結構

成本結構，百分比

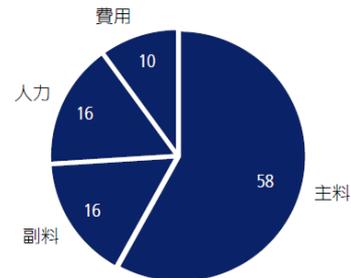


圖 67：成衣供應商儒鴻產品均價與原物料價格比較

聚酯纖維、彈力纖維和尼龍酯纖維價格年增率，百分比（左軸）；儒鴻產品均價年增率，百分比（右軸）



資料來源：Wind；公司資料：凱基

圖 68：鞋類供應商豐泰產品均價與 EVA 價格比較

EVA 價格年增率，百分比（左軸）；豐泰產品均價年增率，百分比（右軸）



資料來源：Wind；公司資料：凱基

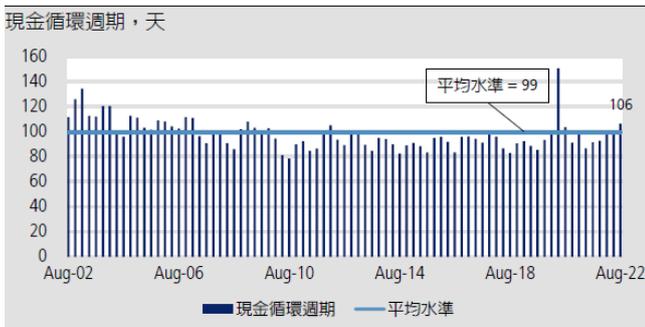
現金循環週期遲滯之「灰犀牛」效應

大多數品牌的現金循環週期已在過去三到四個季度呈連續上升，而部分品牌 3Q22 現金循環週期甚至遠高於歷史平均水準，主要是交貨時間拉長和庫存積壓所導致（圖 69 至 86）。現金循環週期（CCC）是一種指標，顯示一家公司將其對庫存之投資轉化為銷售現金流量所需要的時間；這將影響下游客戶的新店開張和拉貨動能恢復。我們認為當前遲滯的現金循環週期可被視為「灰犀牛」，它隱喻了我們可以看到並承認但仍選擇將目光移開之威脅。

我們觀察到，Adidas、Puma 和 VF 已在一定程度上延長了應付帳款支付期限以改善現金流量，此舉措其他公司在 2023 年可能也會效仿。具有較長現金循環週轉週期（甚至接近 2Q20 新冠疫情爆發期間之水準）而值得注意風險的公司包括 Gap、Lululemon 和 Kohl's。Gap 在 3Q FY22（財年止於 1 月）現金周轉週期為 65 天，遠高於歷史平均水平的 36 天，反觀其在 2008 年經濟大衰退期間係處於較佳的低位階。美國百貨公司連鎖店 Kohl's 的現金周轉週期在 3Q FY22（財年止於 1 月）也飆升至 96 天，比歷史平均水準 68 天高出一個月（或 41%），對比峰值為 2Q20 的 101 天。此外，Lululemon 3Q FY22（財年止於 1 月）現金轉換週期達 150 天，這是源自於結構性變化，包括收購居家數位化健身品牌廠 Mirror（美），以及對產品線和全球據點之積極擴張。

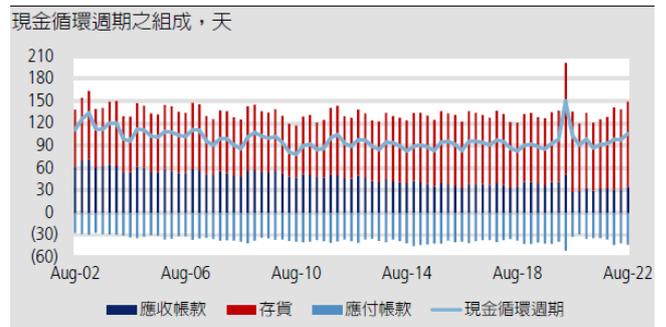
我們看好 Nike，係因儘管市場存在不確定性，但其應收帳款和應付帳款週轉天數仍然保持健康。加上品牌熱度和首屈一指的庫存管理，我們預計 Nike 將看到更早的營運復甦，且在當前產業下行趨勢中具有更佳的風險報酬率。

圖 69：Nike 現金循環週期



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 70：Nike 現金循環週期之組成



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 71 : Adidas 現金循環週期

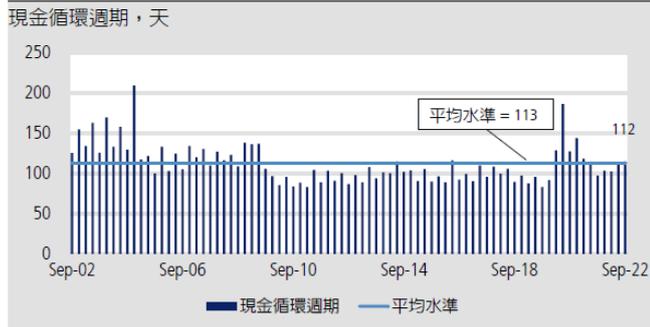


圖 72 : Adidas 現金循環週期之組成

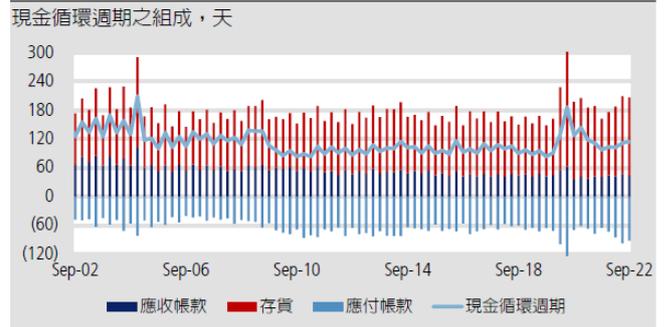


圖 73 : Puma 現金循環週期

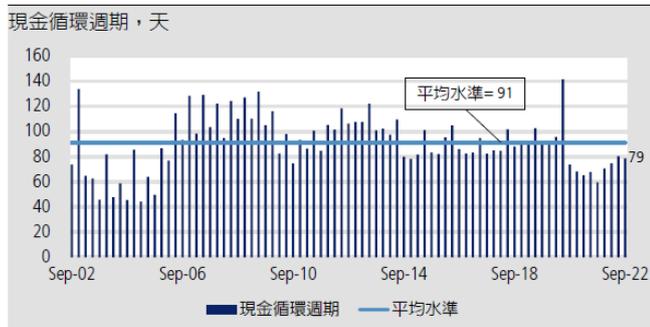


圖 74 : Puma 現金循環週期之組成

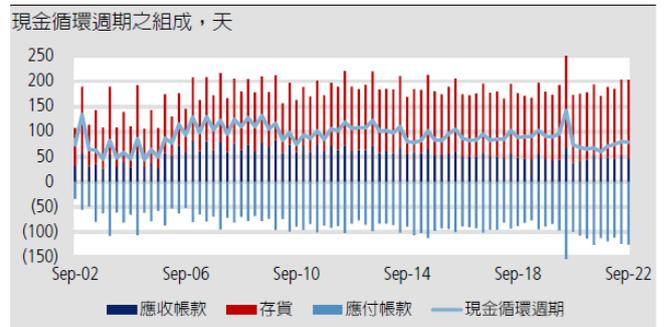


圖 75 : Under Armour 現金循環週期

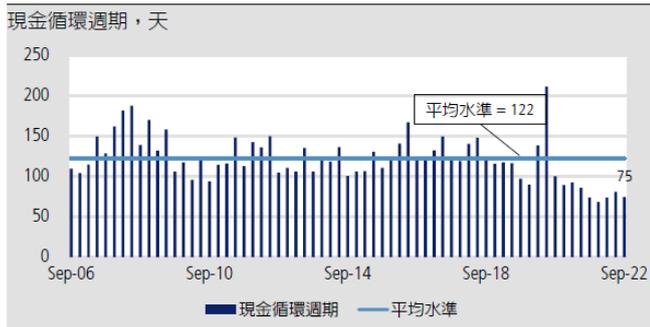


圖 76 : Under Armour 現金循環週期之組成

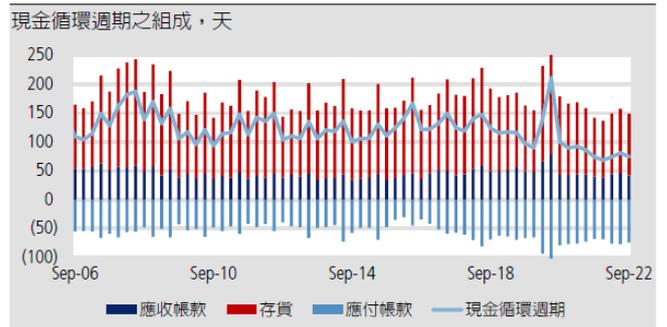


圖 77 : Lululemon 現金循環週期

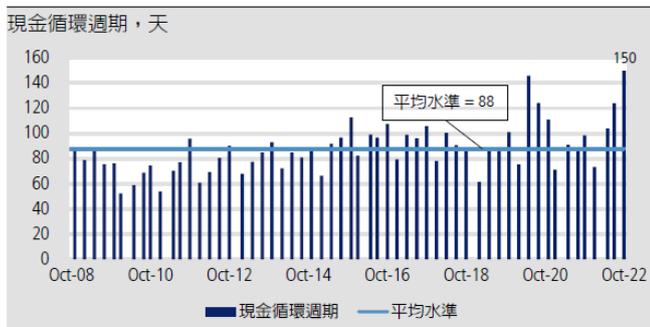


圖 78 : Lululemon 現金循環週期之組成

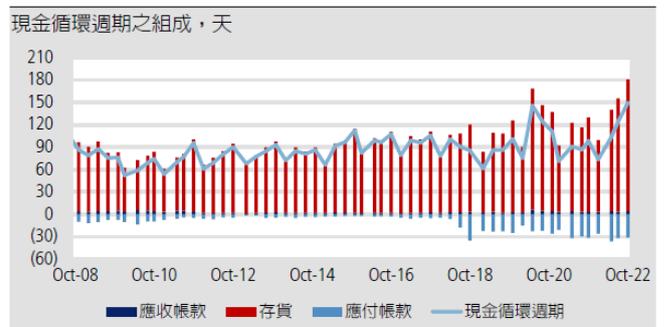
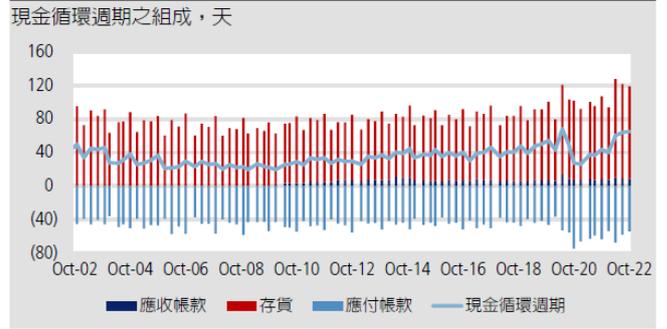


圖 79 : Gap 現金循環週期



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 80 : Gap 現金循環週期之組成



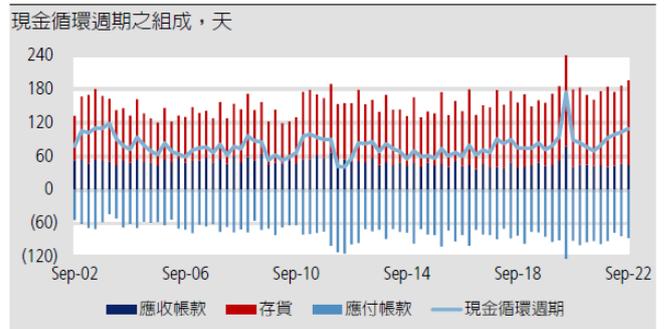
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 81 : Skechers 現金循環週期



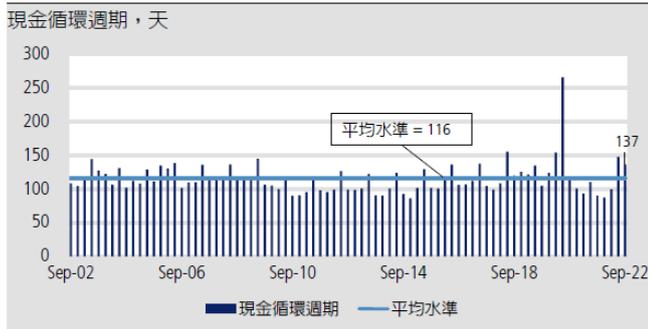
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 82 : Skechers 現金循環週期之組成



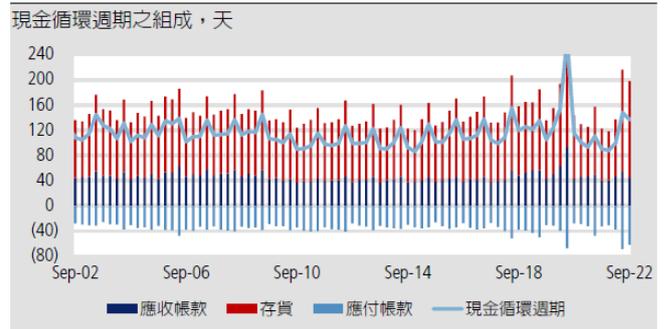
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 83 : VF 現金循環週期



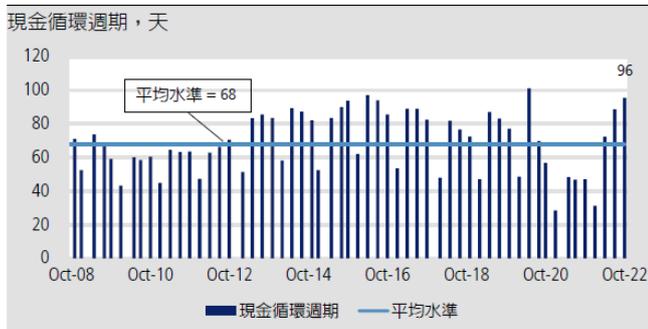
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 84 : VF 現金循環週期之組成



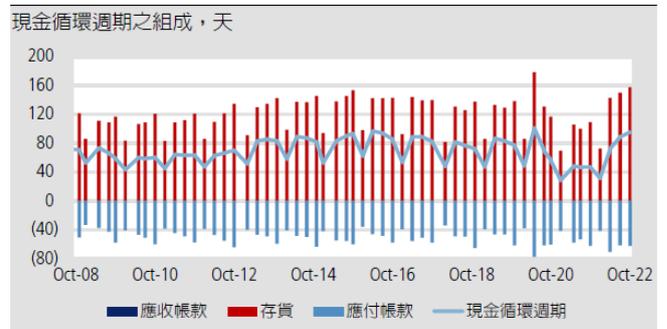
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 85 : Kohl's 現金循環週期



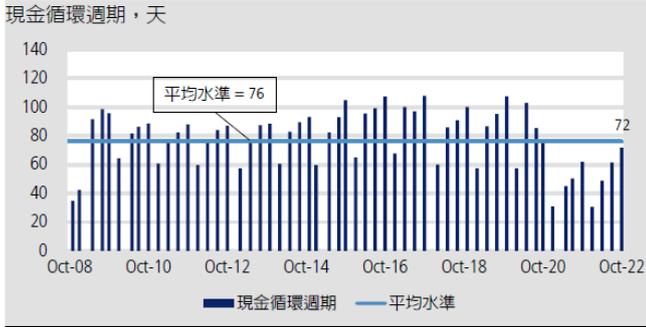
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 86 : Kohl's 現金循環週期之組成



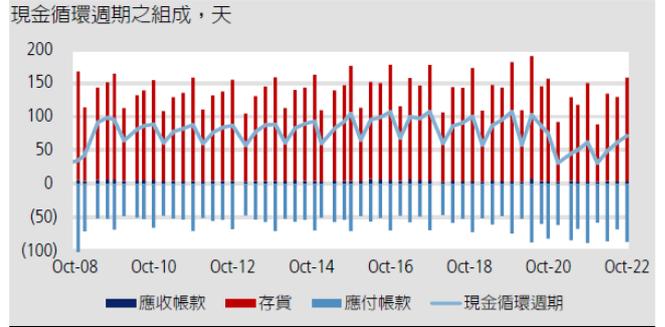
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 87 : Macy's 現金循環週期



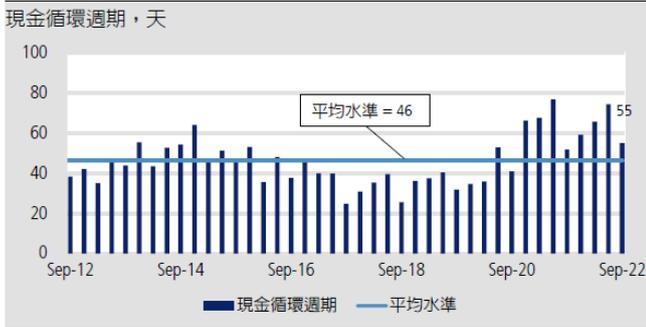
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 88 : Macy's 現金循環週期之組成



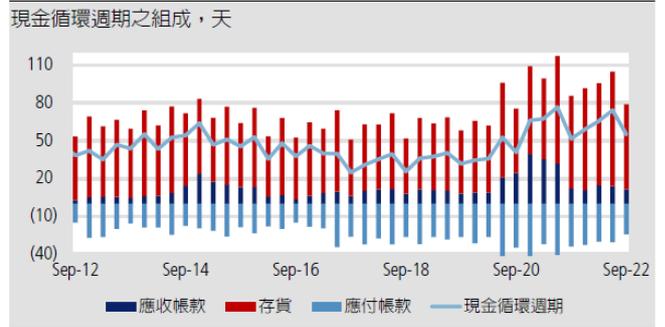
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 89 : 成衣供應商聚陽現金循環週期



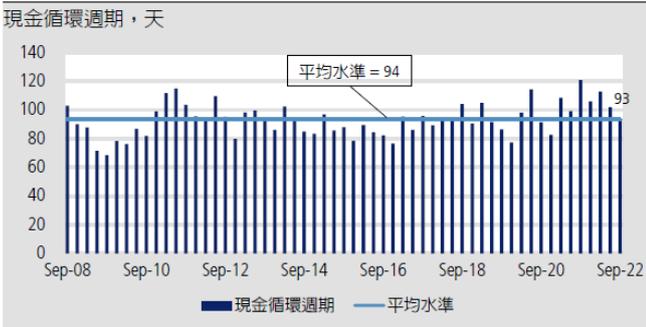
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 90 : 聚陽現金循環週期之組成



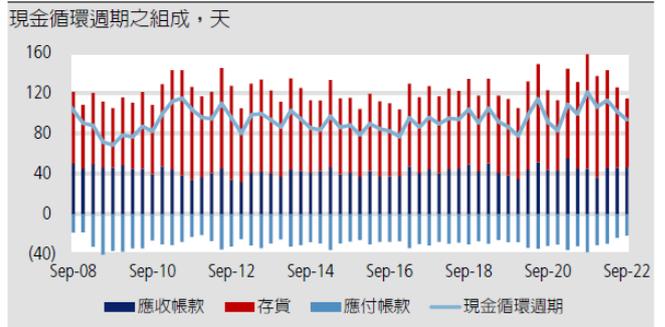
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 91 : 成衣供應商需鴻現金循環週期



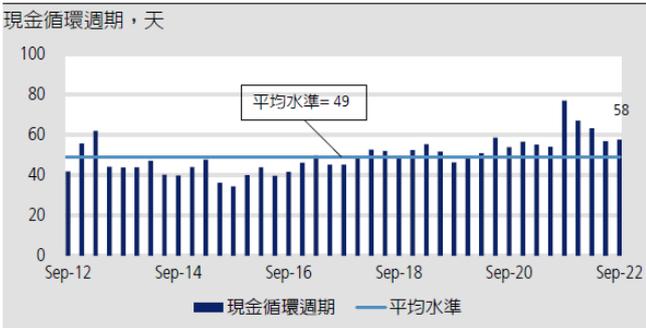
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 92 : 需鴻現金循環週期之組成



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 93 : 鞋類供應商豐泰現金循環週期



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 94 : 豐泰現金循環週期之組成

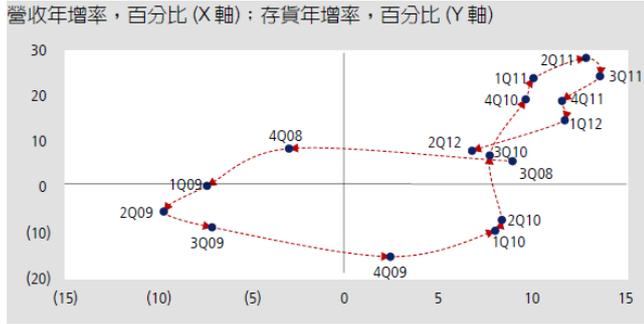


資料來源：Bloomberg；凱基

行進於產業下降週期之前半場

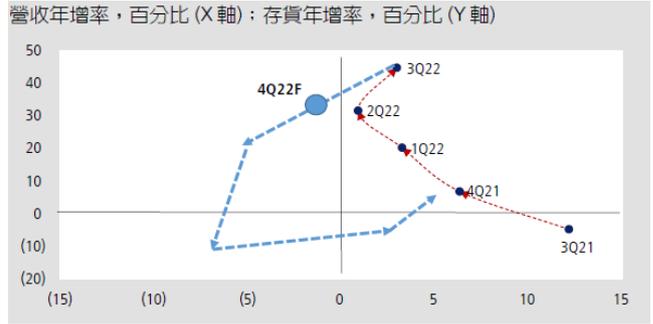
我們比較品牌商在 2008-11 年和 2021-24 年的營運週期，發現我們還位處於產業下降週期之前半場 (圖 95 至 112)；在這個階段，銷售惡化，且庫存消化緩慢。儘管我們對運動休閒產業的基本面相當審慎，但預計在喜憂參半消息之支撐下，評價的高度波動性將支配股價動能，為 2023 年提供交易機會。

圖 95：品牌商 2008-11 年營運週期



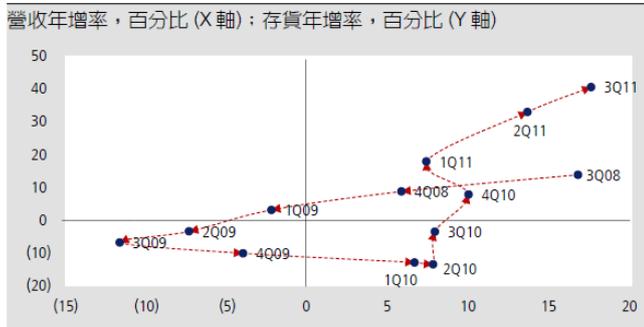
資料來源：Bloomberg；凱基
註：品牌商包括 Nike、Adidas、Puma、Under Armour、Lululemon、Gap、Skechers 及 VF

圖 96：品牌商 2021-24 年營運週期



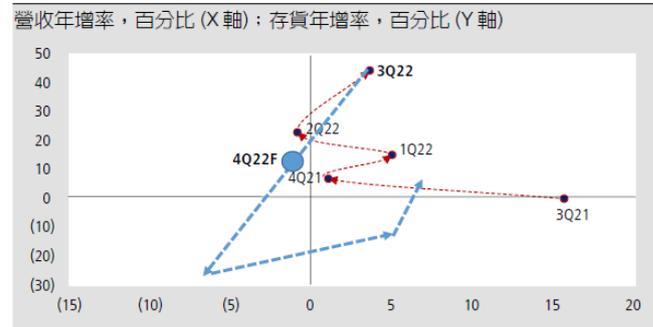
資料來源：Bloomberg；凱基
註：品牌商包括 Nike、Adidas、Puma、Under Armour、Lululemon、Gap、Skechers 及 VF

圖 97：Nike 2008-11 年營運週期



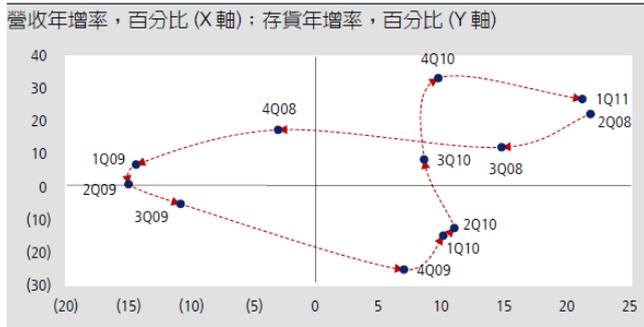
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 98：Nike 2021-24 年營運週期



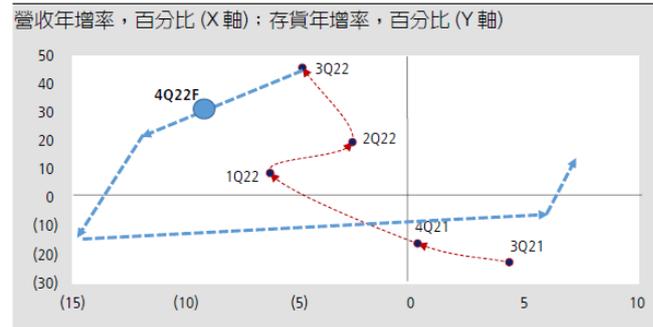
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 99：Adidas 2008-11 年營運週期



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 100：Adidas 2021-24 年營運週期



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 101 : Puma 2008-11 年營運週期

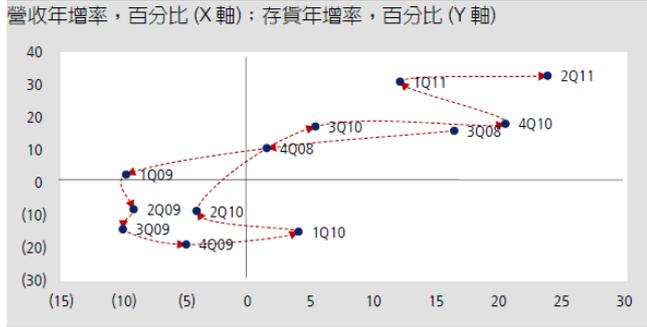


圖 102 : Puma 2021-24 年營運週期



圖 103 : Under Armour 2008-11 年營運週期

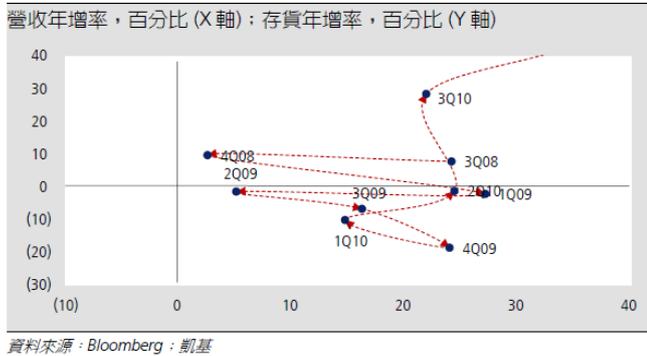


圖 104 : Under Armour 2021-24 年營運週期

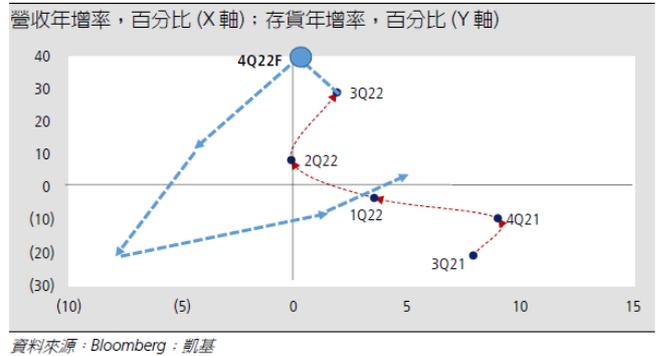


圖 105 : Lululemon 2008-11 年營運週期

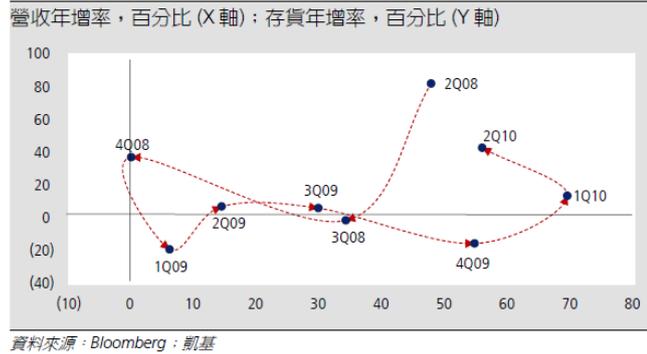


圖 106 : Lululemon 2021-24 年營運週期

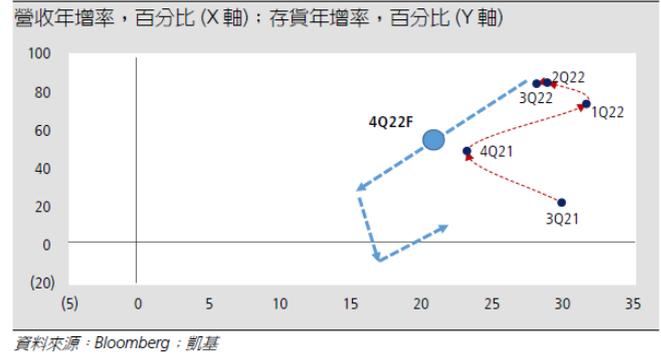


圖 107 : Gap 2008-11 年營運週期

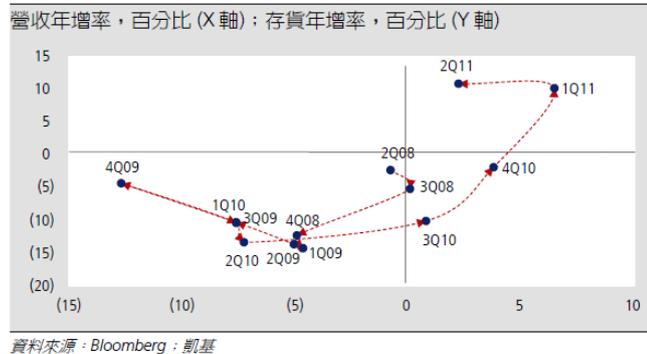


圖 108 : Gao 2021-24 年營運週期

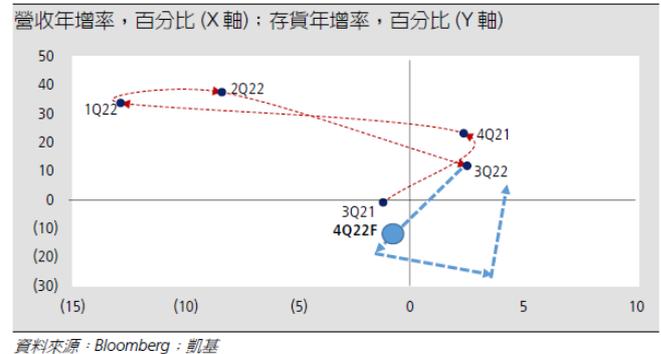
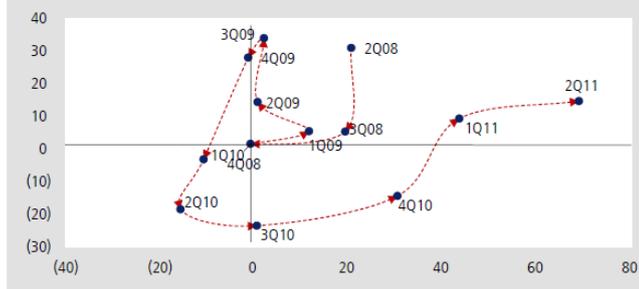


圖 109 : Skechers 2008-11 年營運週期

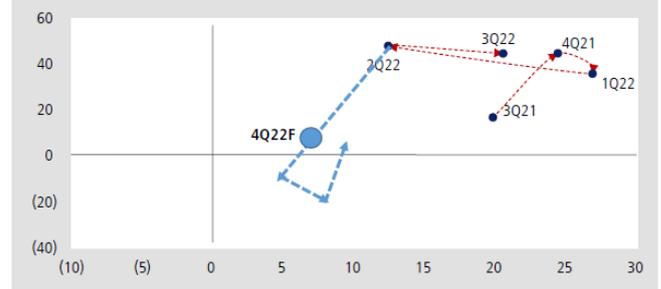
營收年增率, 百分比 (X 軸); 存貨年增率, 百分比 (Y 軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 110 : Skechers 2021-24 年營運週期

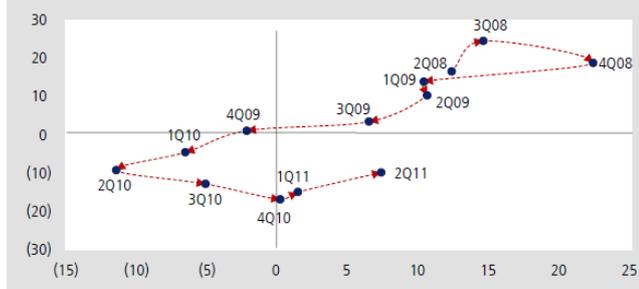
營收年增率, 百分比 (X 軸); 存貨年增率, 百分比 (Y 軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 111 : VF 2008-11 年營運週期

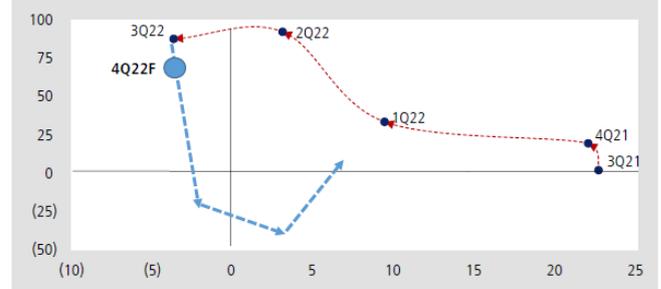
營收年增率, 百分比 (X 軸); 存貨年增率, 百分比 (Y 軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 112 : VF 2021-24 年營運週期

營收年增率, 百分比 (X 軸); 存貨年增率, 百分比 (Y 軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 113 : 同業評價比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)			本益比 (倍)		股東權益報酬率 (%)			營業利率 (%)			股價表現 (%)			
				2021	2022F	2023F	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	3M	6M	12M	YTD
耐吉	NKE US	165,768	105.95	3.64	3.83	2.79	27.7	38.0	55.0	40.1	23.1	15.6	14.3	10.9	(1.2)	(1.3)	(34.3)	(36.4)
阿迪達斯	ADS GR	23,268	121.56	10.90	2.07	4.65	58.7	26.1	30.3	5.6	14.2	9.4	2.6	5.4	(11.7)	(26.9)	(51.6)	(52.0)
彪馬	PUM GR	8,366	52.16	2.07	2.47	2.67	21.1	19.5	15.7	16.1	15.4	8.2	7.9	7.6	(9.5)	(19.4)	(49.2)	(51.5)
安德瑪	UAA US	4,255	10.15	0.77	0.43	0.63	23.4	16.0	11.7	13.9	14.8	5.8	5.2	6.5	18.2	10.8	(51.4)	(52.1)
露露檸檬	LULU US	40,991	321.24	7.52	10.16	11.10	31.6	28.9	31.9	30.3	25.1	21.3	22.3	21.8	(4.7)	15.5	(16.5)	(17.9)
蓋璞	GPS US	4,727	12.95	0.68	-0.48	0.47	N.M.	27.6	9.5	(6.4)	6.2	4.9	(0.6)	2.5	36.0	41.8	(23.0)	(26.6)
VF公司	VFC US	10,246	26.37	3.55	2.12	2.39	12.4	11.0	42.1	23.3	30.7	13.8	9.8	10.4	(34.9)	(42.3)	(62.8)	(64.0)
思凱捷	SKX US	6,372	41.08	4.77	2.28	3.05	18.0	13.5	25.8	9.6	11.8	9.5	7.5	8.8	11.5	12.6	(1.5)	(5.3)
Mizuno	8022 JP	559	2,857.00	302.02	254.20	288.00	11.2	9.9	7.2	5.7	7.2	5.7	5.4	6.2	5.7	29.2	27.4	27.3
亞瑟士	7936 JP	4,171	2,986.00	51.38	111.47	131.01	26.8	22.8	6.9	13.2	13.7	5.4	6.8	7.3	15.6	26.3	16.5	17.1
迅銷	9983 JP	62,975	80,700.00	2675.30	2297.69	2569.67	35.1	31.4	20.4	14.8	14.6	12.7	13.5	14.4	(0.8)	17.8	18.6	23.6
李寧	2331 HK	20,841	61.65	1.78	2.00	2.46	30.9	25.1	26.9	18.9	18.9	22.8	21.1	21.4	(4.2)	(2.2)	(26.6)	(27.8)
安踏體育	2020 HK	34,067	97.70	3.20	3.06	3.84	32.0	25.5	29.2	23.5	25.3	22.3	20.5	21.4	8.6	16.0	(14.6)	(16.2)
特步國際	1368 HK	3,063	9.04	0.41	0.51	0.65	17.7	14.0	12.0	13.6	15.6	13.9	13.7	14.0	(6.8)	(27.6)	(26.7)	(30.5)
國際品牌同業平均							26.7	22.1	23.2	15.9	16.9	12.2	10.7	11.3	1.6	3.6	(21.1)	(22.3)
申洲國際	2313 HK	14,844	76.85	2.50	3.36	4.27	22.9	18.0	12.3	15.6	18.6	16.6	18.7	21.4	4.6	(14.9)	(48.7)	(48.7)
豐泰	9910 TT	5,521	192.50	5.15	10.35	8.60	18.6	22.4	25.6	48.2	37.8	9.1	11.7	11.7	10.6	(1.5)	(12.5)	(16.8)
儒鴻	1476 TT	4,172	467.50	18.77	27.23	22.39	17.2	20.9	25.5	33.2	24.6	17.8	20.3	20.4	3.7	1.3	(23.4)	(25.9)
聚陽	1477 TT	1,892	240.50	11.20	14.81	12.89	16.2	18.7	22.3	25.7	21.7	11.7	13.3	12.7	19.4	50.8	(2.6)	(2.6)
寶成	9904 TT	3,192	33.30	4.90	5.88	4.52	5.7	7.4	10.6	10.0	8.2	1.0	3.9	4.0	12.3	8.3	2.5	0.5
台灣百和	9938 TT	514	53.00	6.91	5.53	5.38	9.6	9.9	20.0	N.A.	N.A.	21.8	N.A.	N.A.	(18.8)	(19.8)	(34.9)	(35.1)
廣越	4438 TT	399	118.50	6.10	11.71	13.96	10.1	8.5	9.3	17.1	19.3	5.3	9.3	9.7	(11.2)	7.7	(12.2)	(9.2)
鈺齊-KY	9802 TT	956	154.50	6.39	19.20	18.99	8.0	8.1	13.5	34.7	30.5	9.5	15.9	15.9	(15.6)	(12.2)	67.4	59.4
三芳化工	1307 TT	268	20.70	0.29	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	1.5	N.A.	N.A.	2.9	N.A.	N.A.	(5.9)	2.0	0.2	(0.7)
供應鏈同業平均							13.5	14.2	15.6	26.4	22.9	10.6	13.3	13.7	(0.1)	2.4	(7.1)	(8.8)

資料來源: Bloomberg; 凱基

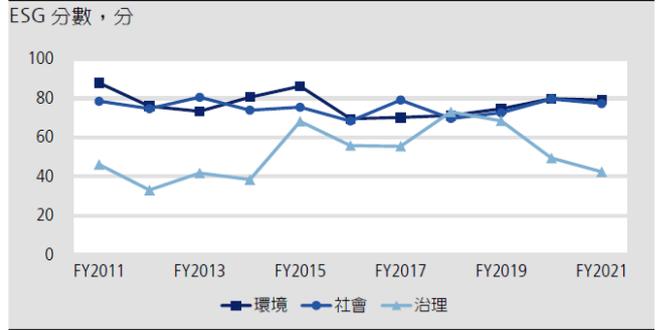
Nike (NKE US)

圖 115 : Nike - ESG 整體分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 116 : Nike - ESG 各項分數



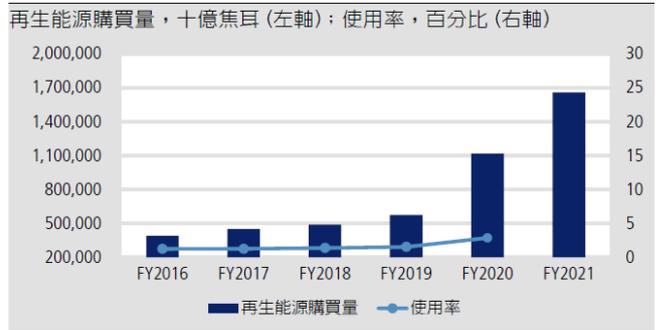
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 117 : Nike - 能源消耗



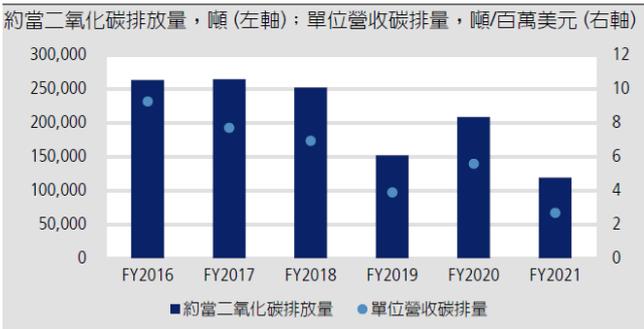
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 118 : Nike - 再生能源



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 119 : Nike - 碳排放量



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 120 : Nike - 廢棄物總量



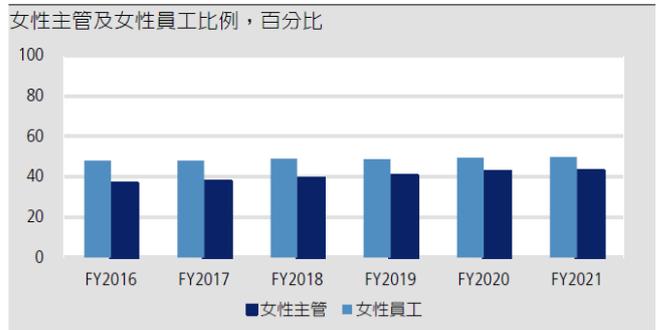
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 121 : Nike - 耗水量



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

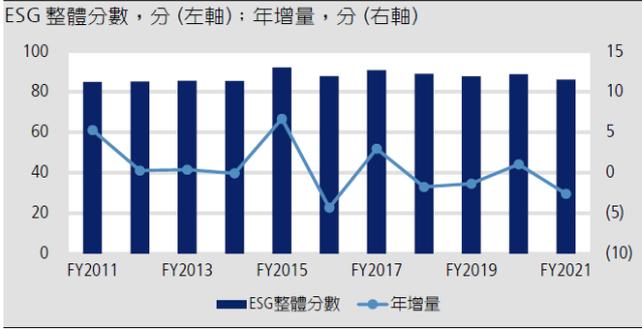
圖 122 : Nike - 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

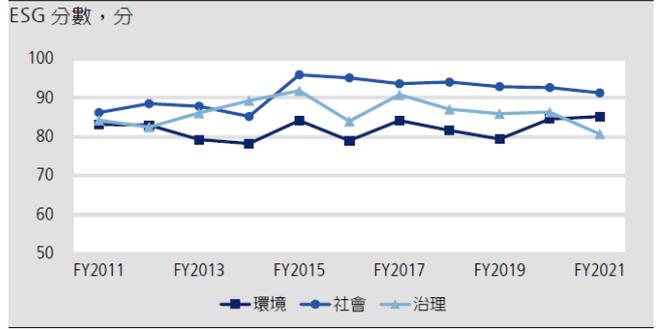
Gap (GPS US)

圖 123 : Gap - ESG 整體分數



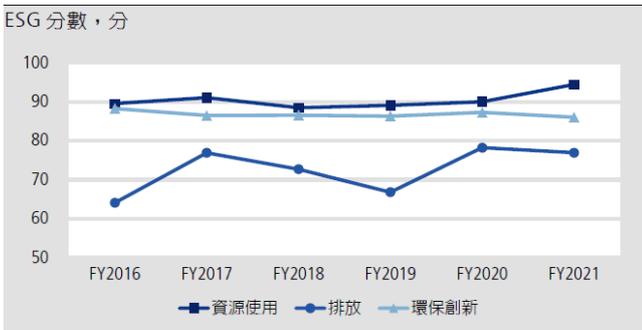
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 124 : Gap - ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 125 : Gap - 環境各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 126 : Gap - 碳排量



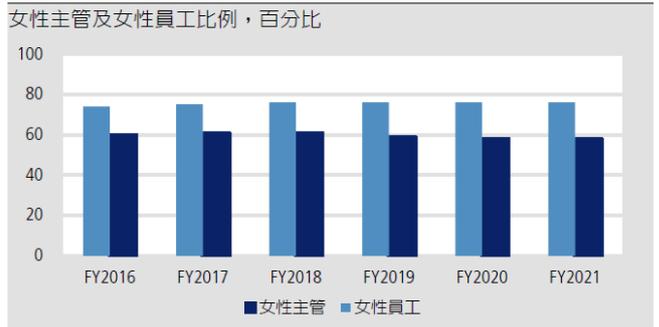
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 127 : Gap - 能源消耗



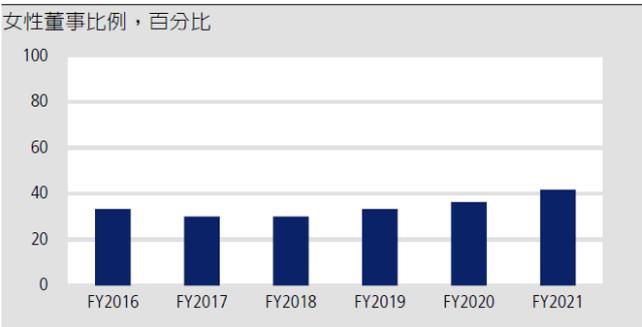
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 128 : Gap - 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 129 : Gap - 董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 130 : Gap - 獨立董事



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物 * 100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數 * 100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數

資料來源：Refinitiv；凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招覽或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及之任何證券持倉。