

特步国际 (1368 HK)

四季度不错，但20财年一季度可能有短暂拖累

目标价调低至4.47港元，但因为估值偏低所以维持买入评级，基于12倍20财年市盈率（由于投资者信心减弱而从13倍下调），并下调20/21财年每股盈利预测约5%。由于特步业务更多集中在中国的中部（湖北及湖南），我们相信公司将受到肺炎疫情影响。

- **19财年四季度零售销售增长有改善。**特步在19财年四季度实现了20%以上的零售销售增长，高于招银国际证券的高双位数数字预测，并且较2019年第三季度的20%增长有所加快。同店销售亦见低双位数增长（对比2019年第三季度的10%），零售折扣改善至75-80折（对比2019年第三季度的75-78折），管道库存则稳定在四个月水平（与2019年三季度持平）。
- **目前重点关注疫情的影响。**鉴于18财年四季度的高基数及2019年的暖冬，其实公司19财年四季度数据理想。不过，我们认为投资者或更担忧近期武汉肺炎为公司所带来的负面影响。
- **与经销商相比，品牌受到的影响较小，但仍会拖累未来增长。**我们相信由于品牌业务（如特步和其他国内知名品牌）属批发性质，受疫情影响较小。相反，分销商（如滔搏或宝胜）的销售则直接受到冲击。我们认为，在疫情爆发期间（包括2020年春节）商铺人流减少，尽管有一些业主主动减租，但销情淡静加上固定成本损失（基本工资加上折旧摊销），仍然严重损害经销商的净利润。我们认为，这些经济损失主要由经销商承担，而疫情对品牌造成的负面影响将打击20财年四季度和21财年一季度订货会的订单，因而拖低20/21财年的财务数字。
- **粗略估计，我们认为20财年一季度零售销售增长下降约15%并不令人意外（原预期增长约15%）。**如我们假设20财年零售销售增长在一个半月内下跌50%（从1月下旬至3月，春节亦算在内），那么20财年一季度总体零售销售或会下跌约15%，并令20财年四季度及21财年一季度的订货会订单增长带来8%下幅，尽管消费者或会将需求转移至电商。
- **维持买入评级，但下调目标价至4.47港元。**我们下调20/21财年每股盈利预测4.8%/5.5%，以反映未来订货会订单减少（由于投资者信心减弱，将20财年预测市盈率从13倍下调至12倍）。公司目前估值为9倍20财年预测市盈率，低于其5年平均值的12倍。需要注意特步的股价已从2020年1月的高位回调23%（多于李宁/安踏的19%/15%）。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	5,113	6,383	8,224	9,780	10,923
同比增长(%)	(5.2)	24.8	28.8	18.9	11.7
净利润(百万人民币)	408	657	695	798	942
每股收益(人民币)	0.184	0.295	0.286	0.320	0.378
每股收益变动(%)	(22.6)	60.6	(2.9)	11.8	18.0
市盈率(x)	15.8	10.0	10.3	9.2	7.8
市帐率(x)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
股息率(%)	6.4	6.0	5.8	6.5	7.7
权益收益率(%)	7.9	12.3	11.5	11.5	12.8
财务杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$4.47
(此前目标价)	HK\$5.09
潜在升幅	+30.3%
当前股价	HK\$3.43

中国体育用品行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	8,618
3月平均流通量(百万港元)	25.14
52周内股价高/低(港元)	6.74/3.39
总股本(百万)	2,512.4

数据源：彭博

股东结构

丁水波家族	53.89%
鄧普頓投資	2.62%
員工激勵計劃	4.01%
自由流通	39.48%

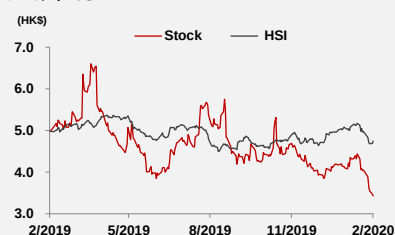
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-15.4%	-8.6%
3-月	-25.5%	-23.4%
6-月	-35.4%	-34.0%
12-月	-30.2%	-26.0%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：安永

近期报告

1. 特步国际 (1368 HK) - 新品牌需一定时间及资源投入 - 2019年11月22日
2. 特步国际 (2020 HK) - 为了公司未来更长期的增长 - 2019年8月22日
3. 中国运动服装业 - 全速增长 - 2019年7月24日

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	5,113	6,383	8,224	9,780	10,923
鞋类	3,258	3,925	4,936	5,762	6,355
服饰	1,759	2,327	3,141	3,864	4,405
配件	96	131	147	154	164
销售成本	(2,869)	(3,555)	(4,604)	(5,516)	(6,141)
毛利	2,244	2,828	3,620	4,264	4,782
其它收入	158	196	210	236	247
营运支出	(1,678)	(1,980)	(2,698)	(3,223)	(3,541)
折旧和摊销	(16)	(8)	(142)	(269)	(275)
员工成本	(626)	(738)	(889)	(1,120)	(1,269)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(292)	(623)	(950)	(1,092)	(1,179)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(745)	(611)	(718)	(742)	(818)
其它运营费用	-	-	-	-	-
息税前收益	725	1,044	1,133	1,277	1,488
融资成本净额	(54)	(68)	(87)	(90)	(88)
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	671	976	1,045	1,186	1,400
所得税	(224)	(306)	(340)	(380)	(448)
减: 非控制股东权益	38	13	10	8	10
净利润	408	657	695	798	942

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前利润	725	1,044	1,133	1,277	1,488
折旧和摊销	48	60	186	321	336
营运资金变动	(119)	(513)	(457)	(327)	(319)
已缴纳所得税	(259)	(309)	(340)	(380)	(448)
其它	164	(128)	(87)	(90)	(88)
经营活动所得现金流	558	154	435	801	970
资本开支	(123)	(72)	(123)	(245)	(164)
联营公司	(10)	(1)	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	408	(208)	(1,700)	-	-
投资活动所得现金净额	275	(281)	(1,823)	(245)	(164)
股份发行	7	(31)	1,164	-	-
净借贷	421	(10)	-	-	-
支付股息	(271)	(459)	(410)	(454)	(523)
其它	(3)	(11)	-	-	-
融资活动所得现金净额	154	(511)	754	(454)	(523)
现金增加净额	987	(637)	(634)	102	282
年初现金及现金等价物	2,847	3,832	3,196	2,562	2,664
汇兑	(1)	1	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,832	3,196	2,562	2,664	2,947

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	1,052	1,139	2,776	2,699	2,527
固定资产	646	641	695	859	927
无形资产和商誉	47	105	1,687	1,447	1,206
预付租金	267	279	279	279	279
合资及联营公司投资	-	114	114	114	114
其它非流动资产	92	-	-	-	-
流动资产	7,882	8,060	8,390	9,255	10,164
现金及现金等价物	3,832	3,196	2,562	2,664	2,947
存货	718	836	1,047	1,209	1,346
贸易和其他应收款	1,807	2,115	2,659	3,081	3,442
预付款	572	727	937	1,115	1,245
其它流动资产	953	1,186	1,186	1,186	1,186
流动负债	2,489	3,278	3,786	4,221	4,530
银行贷款	831	1,483	1,483	1,483	1,483
应付款	1,028	879	1,138	1,364	1,518
应计费用和其他应付款	565	861	1,110	1,320	1,474
应付税款	66	54	54	54	54
其它流动负债	-	1	1	1	1
非流动负债	1,116	590	590	590	590
银行贷款	1,019	461	461	461	461
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	97	107	107	107	107
其它	-	22	22	22	22
少数股东权益	-	-	10	19	29
净资产总额	5,329	5,331	6,781	7,125	7,543
股东权益	5,329	5,331	6,781	7,125	7,543

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
鞋类	63.7	61.5	60.0	58.9	58.2
服饰	34.4	36.5	38.2	39.5	40.3
配件	1.9	2.1	1.8	1.6	1.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	43.9	44.3	44.0	43.6	43.8
经营利润率	14.2	16.4	13.8	13.1	13.6
税前利率	13.1	15.3	12.7	12.1	12.8
净利润率	8.0	10.3	8.5	8.2	8.6
有效税率	33.5	31.4	32.5	32.0	32.0
资产负债比率					
流动比率(X)	3.2	2.5	2.2	2.2	2.2
速动比率(X)	2.9	2.2	1.9	1.9	1.9
现金比率(X)	1.5	1.0	0.7	0.6	0.7
平均库存周转天数	91	86	83	80	80
平均应收款周转天数	129	121	118	115	115
平均应付帐款天数	131	90	90	90	90
债务/股本比率(%)	35	36	29	27	26
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	7.7	12.3	10.3	11.2	12.5
资产回报率	4.6	7.1	6.2	6.7	7.4
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.18	0.30	0.29	0.32	0.38
每股股息(人民币)	0.19	0.18	0.17	0.19	0.23
每股账面价值(人民币)	2.40	2.40	2.72	2.86	3.03

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。