



## 特步国际 (1368 HK)

### 重大并购落实消除市场疑虑

- ❖ 以 2.6 亿美元收购 “K-Swiss” 和 “Palladium”。特步宣布以 2.6 亿美元（约 17.5 亿元人民币）从韩国领先的 E-land 集团手中收购 E-land Footwear USA。目标集团拥有三个主要品牌（“K-Swiss”，“Palladium” 及 “Supra”）及两个子品牌（“PLDM” 及 “KR3W”）。该交易是以现金（主要是之前配股筹集的离岸现金）支付，预计将于 2019 年 7 月完成。在 17/18 财年，目标集团的销售约为 2.06 亿美元/2.10 亿美元，净亏损约为 3,300 万美元/ 1,500 万美元。截至 2018 年 12 月，净资产价值约为 7,800 万美元。
- ❖ 收购价隐含的估值合理。由于 18 财年没有盈利，所以市盈率或 EV / EBITDA 并不适用，但我们认为市销率并不高，只是相当于 1.2 倍的 18 财年市销率（或 1.4 倍，如果不包括 “Supra” 和 “KR3W” 品牌），跟特步的 1.3 倍相近，较其他中国/国际品牌平均的 2.3 倍 / 2.2 倍折让约 40%。值得注意的是，尽管收购的估值是高于 2013 年私有化的估值（2012 年市销率为 0.8 倍，基于 1.7 亿美元）但我们仍觉得合理，因为：1）10-12 财年净亏损平均每年高达 5,800 万美元，相比之下，18 财年的亏损仅为 1,500 万美元 2）E-land 集团也额外融资了约 1 亿美元，并以约 7,000 万美元收购了 “Supra” 和 “KR3W”，加上利息支出等等，实际上其总投资额会提高到约 3.6 亿美元。由于目标集团现在既无债务又无减值空间，所以我们认为特步目前这个收购价并不昂贵。
- ❖ 我们认为成长空间充足。我们相信特步是一个更适合的股东，并更能够实现品牌的全部潜力，因为：1）E-land 之前在产品研发，管道升级和营销方面的投放是有限的，尤其是当它也是 New Balance 在中国的大型零售合作伙伴时，资源投放会有所倾斜，2）E-land 在 2010-2015 期间过度扩张，导致管理不善和缺乏重点，3）高端体育时尚的 “K-Swiss” 和中端时尚的 “Palladium” 是非常适合特步的品牌组合。两者都是针对目前 “Saucony” 专业跑步，“Merrell” 高端户外运动和 “Xtep” 大众市场运动以外的客户群体。
- ❖ 有利于增加净利润吗？管理层预期 19/20 财年的对净利润的拖累会相当少。之前为了收购而做的新股融资配售是主要的负面因素，但我们相信目前股价应该已经反映。除此之外，未来每股盈利的负面拖累应该比较有限，因为我们预计目标集团在 19 财年可达收支平衡且在 20 财年产生少许利润，原因如下：1）成本优化，如将 K-Swiss 总部从美国转移到亚洲（仅保留批发单位），并进一步利用特步的研发，采购和生产的基础设施，2）不再出现因为 “Supra” 的减值，17/18 财年的相关减值损失约为 1,130 万美元/980 万美元（18 财年经调整后的 EBITDA 已经是赚钱的），3）两个核心品牌的业绩回暖，18 财年销售同比增长约 11%（“Palladium” 的中国增长强劲，同比增长约 30-40%），管理层认为基本面已经在 17 财年触底，4）未来有机会卖掉 “Supra” 和 “KR3W” 品牌所回笼的现金。
- ❖ 维持买入评级，目标价 6.52 港元（上涨空间为 40%）。我们维持买入评级和目标价，基于 17 倍 19 财年市盈率或 1.0 倍 PEG。公司目前的估值是 12 倍 19 财年的市盈率，比李宁/安踏的 25 倍/ 31 倍折让约 57%。特步的估值并不高。

#### 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 | 7,615 | 8,700 | 9,628 |
| 净利润 (百万人民币)    | 408    | 657   | 800   | 928   | 1,059 |
| 每股收益 (人民币)     | 0.184  | 0.295 | 0.330 | 0.373 | 0.425 |
| 每股收益变动 (%)     | (22.6) | 60.6  | 11.8  | 13.0  | 14.1  |
| 市盈率 (x)        | 21.5   | 13.6  | 12.2  | 10.8  | 9.5   |
| 市帐率 (x)        | 1.6    | 1.7   | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
| 股息率 (%)        | 4.7    | 4.4   | 4.9   | 5.6   | 6.3   |
| 权益收益率 (%)      | 7.7    | 12.3  | 11.7  | 12.8  | 13.7  |
| 财务杠杆 (x)       | 净现金    | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

资料来源：公司及招银国际研究

#### 买入（维持）

|        |           |
|--------|-----------|
| 目标价    | HK\$6.52  |
| (前目标价) | HK\$6.52) |
| 潜在升幅   | +39.8%    |
| 当前股价   | HK\$4.67  |

#### 胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

#### 中国服装业

|                |           |
|----------------|-----------|
| 市值(百万港元)       | 11,650    |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 74.41     |
| 52 周内股价高/低(港元) | 6.74/3.82 |
| 总股本(百万)        | 2,243.4   |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|        |        |
|--------|--------|
| 丁水波家族  | 56.92% |
| 摩根大通   | 5.19%  |
| 邓普顿投资  | 3.12%  |
| 员工激励计划 | 4.01%  |
| 自由流通   | 30.76% |

资料来源：HKEx

#### 股价表现

|     | 绝对回报   | 相对回报   |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -15.6% | -16.5% |
| 3-月 | -6.0%  | -12.4% |
| 6-月 | 9.4%   | -7.2%  |

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

#### 审计师：安永

公司网站：www.xtep.com.hk

- ❖ **特步的估值并不高。**未来三年（18 到 21 财年），我们预计安踏/李宁的净利润复合年增长率为 21%/ 28%，其 PEG 分别为 1.2 倍/1.2 倍。因此，基于 17% 的净利润年复合增长率，特步目前的估值为 12 倍 19 财年市盈率，即约 0.7 倍 PEG，是比较吸引的。
- ❖ **相当有历史和传承的品牌。**K-Swiss 是一家美国的运动鞋品牌，成立于 1966 年（已有 53 年历史），在网球和运动时尚方面有着悠久的历史。Palladium 是一家法国鞋品牌，成立于 1947 年（已有 71 年历史），以其军用和航空用的保护性而舒适的靴子闻名于世，目前的定位是街头服饰。
- ❖ **集中发展“K-Swiss”的直营零售，继续与 E-land 在中国的“Palladium”合作，并在美国寻找合适的批发业务合作伙伴。**首先，特步会在美国寻找合适的批发业务合作伙伴，去管理目标集团的国际业务，而公司本身将专注于大中华地区。其次，特步会将把资源投放在“K-Swiss”品牌，未来会推出更多的直营零售店，并将与 E-land 成立合资公司去营运“Palladium”，其中目前由 E-land 经营的零售店将被注入。值得注意的是，如果 E-land 达不到某些财务目标，特步是有权终止其合作关系。在 19-20 财年，未来的资本支出或会调整为每个年 2 亿元人民币（相对我们目前在 19-21 财年平均 9,800 万元人民币的预测）。
- ❖ **特步在 19 年 4 月的运营数据依然强劲。**19 年 4 月的销售增长趋势与 19 年 1 季度相似（低双位数的同店销售增长率和低 20% 零售流水增长），而 19 年 1 季度产品的销售率高达 60% 以上。

图 1: “K-Swiss” 的门店形象



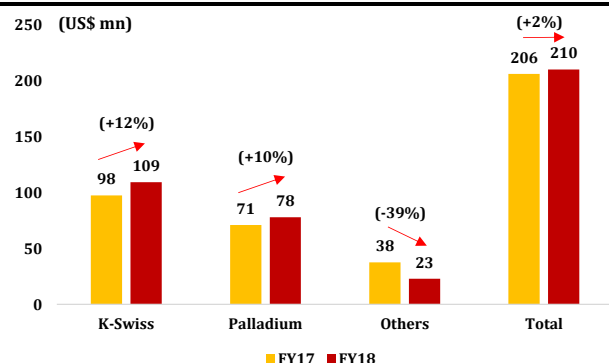
数据源：公司数据，招银国际研究

图 2: “Palladium” 的门店形象



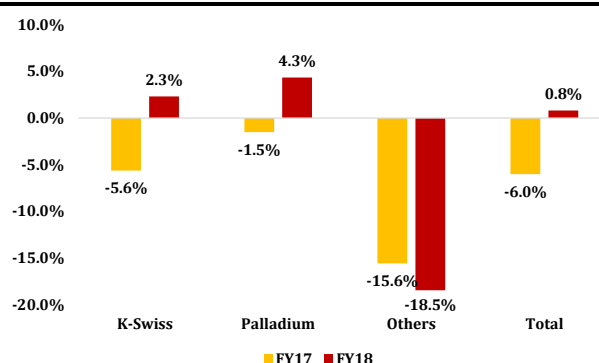
数据源：公司数据，招银国际研究

图 3: 目标集团按品牌划分的销售/增长



数据源：公司数据，招银国际研究预测

图 4: 目标集团按品牌划分的经调整 EBITDA 利润率



数据源：公司数据，招银国际研究预测

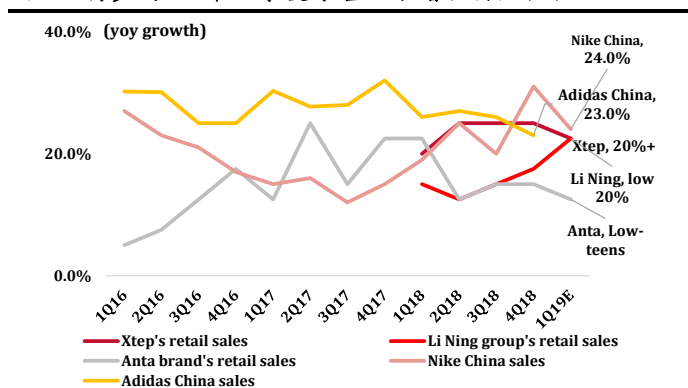
图 5: 目标集团财务数字

|                              | For the year ended 31 December               |                                                |
|------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------------------|
|                              | 2017<br>(US\$'000)<br>(audited) <sup>1</sup> | 2018<br>(US\$'000)<br>(unaudited) <sup>3</sup> |
| Revenue                      | 206,066                                      | 210,006                                        |
| Adjusted EBITDA <sup>2</sup> | (12,422)                                     | 1,668                                          |
| Net profits before taxation  | (32,586)                                     | (14,324)                                       |
| Net profits after taxation   | (32,519)                                     | (14,850)                                       |

As at 31 December 2018, the unaudited net asset value of the Target Group was approximately US\$77,836,000 (RMB523,836,280).

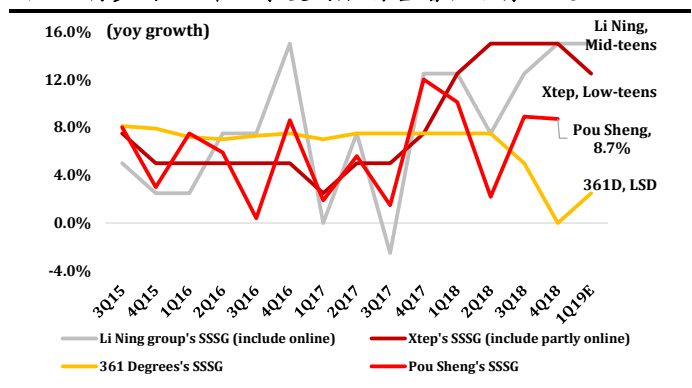
数据源：公司数据，招银国际研究

图 6: 特步的 19 年 1 季度零售流水增长仍然很快



数据源：公司数据，招银国际研究预测

图 7: 特步的 19 年 1 季度同店销售增长略有放缓



数据源：公司数据，招银国际研究预测

图 8: 领先品牌的终端零售流水

| Operating numbers                                          | 1Q15    | 2Q15          | 3Q15     | 4Q15    | 1Q16      | 2Q16     | 3Q16     | 4Q16      | 1Q17          | 2Q17          | 3Q17           | 4Q17          | 1Q18          | 2Q18          | 3Q18           | 4Q18          | 1Q19E         |
|------------------------------------------------------------|---------|---------------|----------|---------|-----------|----------|----------|-----------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| Nike China sales                                           | 17.0%   | 20.0%         | 30.0%    | 24.0%   | 27.0%     | 23.0%    | 21.0%    | 17.0%     | 15.0%         | 16.0%         | 12.0%          | 15.0%         | 19.0%         | 25.0%         | 20.0%          | 31.0%         | 24.0%         |
| Adidas China sales                                         | 21.0%   | 19.0%         | 15.1%    | 15.6%   | 30.2%     | 30.1%    | 25.0%    | 25.0%     | 30.3%         | 27.7%         | 28.0%          | 32.0%         | 26.0%         | 27.0%         | 26.0%          | 23.0%         |               |
| Anta brand's SSSG                                          | +ve HSD | +ve HSD       | +ve HSD  | +ve MSD |           |          |          |           |               |               |                |               |               |               |                |               |               |
| Anta brand's retail sales                                  |         |               |          |         | +ve MSD   | +ve HSD  | +ve LDD  | +ve HDD   | +ve Low-teens | +ve 20%-30%   | +ve Mid-teens  | +ve 20%-25%   | +ve 20%-25%   | +ve Low-teens | +ve Mid-teens  | +ve Mid-teens | +ve Low-teens |
| Core brand                                                 |         |               |          |         | Flat      | Flat     | +ve MSD  | +ve HSD   | +ve LSD       | +ve Mid-teens | +ve MSD        | +ve Mid-teens | +ve Mid-teens | +ve HSD       | +ve Low-teens  | +ve HSD       | +ve HSD       |
| Kids                                                       |         |               |          |         | 50% - 60% | over 30% | over 30% | over 30%  | over 30%      | +ve 25%-30%   | over 30%       | over 40%      | over 40%      | over 25%      | Over 25%       | Over 25%      | Over 20%      |
| Online                                                     |         |               |          |         | 50 - 100% | 60%      | over 50% | over 100% | over 50%      | over 50%      | over 50%       | over 40%      | over 40%      | over 25%      | Over 20%       | Over 25%      | +ve Mid-teens |
| Non-Anta brands (FILA/ Descente/ Kolon/ Sprandi/ King Kow) |         |               |          |         | over 50%  | over 50% | over 50% | over 50%  | +ve 40%-50%   | +ve 50%-60%   | +ve 40%-50%    | +ve 85%-90%   | +ve 80%-85%   | +ve 90%-95%   | +ve 90%-95%    | +ve 80%-85%   | +ve 65%-70%   |
| Li Ning group's SSSG                                       | +ve MSD | +ve Low-teens | +ve MSD  | +ve LSD | +ve LSD   | +ve HSD  | +ve HSD  | Mid-teens | Flat          | +ve HSD       | -ve LSD        | +ve Low-teens | +ve Low-teens | +ve HSD       | +ve Low-teens  | +ve Mid-teens | +ve Mid-teens |
| Direct retail                                              |         | +ve MSD       | +ve MSD  | Flat    | +ve MSD   | +ve LSD  | +ve HSD  | -ve MSD   | Flat          | -ve MSD       | +ve Low-teens  | +ve Low-teens | +ve HSD       | +ve HSD       | +ve MSD        | +ve HSD       |               |
| Wholesales                                                 |         | +ve LSD       | -ve LSD  | Flat    | +ve MSD   | +ve LSD  | +ve LSD  | -ve MSD   | +ve LSD       | -ve MSD       | +ve HSD        | +ve MSD       | +ve LSD       | +ve HSD       | +ve MSD        | +ve Low-teens |               |
| E- Commerce                                                |         | Doubled       | High-60% | Low-60% | Low-70%   | Mid-80%  | Mid-90%  | Mid-60%   | Mid-90%       | Low 30%-40%   | +ve High-teens | High 30%-40%  | Mid-30%       | High 30%-40%  | Mid-50%        | High 30%-40%  |               |
| Li Ning group's retail sales                               |         |               |          |         |           |          |          |           |               |               |                | +ve Mid-teens | +ve Low-teens | +ve Mid-teens | +ve High-teens | Low 20%-25%   |               |
| Direct retail                                              |         |               |          |         |           |          |          |           |               |               |                | Low 20%-30%   | +ve Mid-teens | +ve Mid-teens | +ve HSD        | +ve Low-teens |               |
| Wholesales                                                 |         |               |          |         |           |          |          |           |               |               |                | +ve MSD       | +ve MSD       | +ve Low-teens | +ve Low-teens  | Low 20%-25%   |               |
| E- Commerce                                                |         |               |          |         |           |          |          |           |               |               |                | High 30%-40%  | High 30%-40%  | Low 30%-40%   | Mid-50%        | Low 40%-50%   |               |
| Xtep's SSSG                                                | +ve MSD | +ve HSD       | +ve HSD  | +ve MSD | +ve MSD   | +ve MSD  | +ve MSD  | +ve MSD   | +ve LSD       | +ve MSD       | +ve MSD        | +ve HSD       | +ve Low-teens | +ve Mid-teens | +ve Mid-teens  | +ve Mid-teens | +ve Low-teens |
| Xtep's retail sales                                        |         |               |          |         |           |          |          |           |               |               |                |               |               |               |                |               | Over 20%      |
| 361 Degrees' SSSG                                          | 6.3%    | 7.2%          | 8.1%     | 7.9%    | 7.2%      | 7.0%     | 7.3%     | 7.5%      | 7.0%          | +ve HSD       | +ve HSD        | +ve HSD       | +ve HSD       | +ve HSD       | +ve MSD        | Flat          | +ve LSD       |
| Pou Sheng's SSSG                                           | 14.0%   | 11.0%         | 8.0%     | 3.0%    | 7.5%      | 5.9%     | 0.4%     | 8.6%      | 1.9%          | 5.6%          | 1.5%           | 12.0%         | 10.1%         | 2.2%          | 8.9%           | 8.7%          |               |

数据源：公司数据，招银国际研究预测，\*耐克的年末是 5 月（例如，4Q18 公历年= 2Q19 财年= 18 财年 9 月至 11 月）

图 9：同行估值表

|                             |          | Price   | Mkt cap   | Year   | PER (x) |      |      |           | EV/EBITDA (x) |      |      | PBR (x) |      |      |           | PSR (x) |     |     |           | ROE (%) | 3yrs PEG(x) | Yield (%) | YTD performance (%) |
|-----------------------------|----------|---------|-----------|--------|---------|------|------|-----------|---------------|------|------|---------|------|------|-----------|---------|-----|-----|-----------|---------|-------------|-----------|---------------------|
| Company                     | Ticker   | HK\$    | HK\$ mn   | End    | FY0     | FY1  | FY2  | 5yrs avg. | FY0           | FY1  | FY2  | FY0     | FY1  | FY2  | 5yrs avg. | FY0     | FY1 | FY2 | 5yrs avg. | FY0     | FY1         | FY1       |                     |
| H shares sportswear         |          |         |           |        |         |      |      |           |               |      |      |         |      |      |           |         |     |     |           |         |             |           |                     |
| Xtep International Holdings | 1368 HK  | 4.67    | 11,650    | Dec-18 | 13.6    | 12.2 | 10.8 | 12.3      | 7.7           | 6.8  | 6.0  | 1.7     | 1.5  | 1.4  | 1.3       | 1.2     | 1.1 | 0.0 | 1.2       | 12.3    | 0.9         | 5.0       | 9.9                 |
| Li Ning Co Ltd              | 2331 HK  | 14.48   | 33,379    | Dec-18 | 41.9    | 30.9 | 24.3 | n/a       | 21.1          | 16.4 | 13.4 | 4.6     | 4.5  | 3.9  | 2.3       | 2.9     | 2.3 | 2.0 | 1.2       | 13.1    | 1.2         | 1.0       | 72.4                |
| Anta Sports Products Ltd    | 2020 HK  | 56.20   | 150,909   | Dec-18 | 31.6    | 25.2 | 20.8 | 21.3      | 20.1          | 16.8 | 13.9 | 8.2     | 6.7  | 5.5  | 5.1       | 5.4     | 4.4 | 3.7 | 3.9       | 27.8    | 1.2         | 1.5       | 49.7                |
| 361 Degrees International   | 1361 HK  | 1.78    | 3,680     | Dec-18 | 10.4    | 8.0  | 7.1  | 10.4      | 0.3           | 0.3  | 0.3  | 0.5     | 0.5  | 0.5  | 0.8       | 0.6     | 0.6 | 0.5 | 0.9       | 5.3     | 0.5         | 5.5       | 9.2                 |
| Pou Sheng Intl Holdings Ltd | 3813 HK  | 1.85    | 9,909     | Dec-18 | 15.3    | 14.2 | 11.5 | 33.9      | 7.8           | 7.3  | 6.3  | 1.2     | 1.1  | 1.1  | 1.1       | 0.4     | 0.3 | 0.3 | 0.4       | 8.2     | 0.9         | 1.8       | 22.5                |
| China Dongxiang Group Co    | 3818 HK  | 1.16    | 6,828     | Mar-19 | 17.9    | 8.8  | 9.1  | 10.6      | 31.1          | 11.3 | 10.0 | 0.6     | 0.6  | 0.6  | 0.7       | 3.4     | 3.2 | 2.9 | 4.7       | 3.3     | 0.3         | 7.8       | (3.3)               |
| Average                     |          |         |           |        | 21.8    | 16.5 | 13.9 | 17.7      | 14.7          | 9.8  | 8.3  | 2.8     | 2.5  | 2.1  | 1.9       | 2.3     | 2.0 | 1.6 | 2.1       | 11.7    | 0.8         | 3.8       | 26.7                |
| Median                      |          |         |           |        | 16.6    | 13.2 | 11.1 | 12.3      | 14.0          | 9.3  | 8.1  | 1.5     | 1.3  | 1.2  | 1.2       | 2.0     | 1.7 | 1.3 | 1.2       | 10.3    | 0.9         | 3.4       | 16.2                |
|                             |          |         |           |        |         |      |      |           |               |      |      |         |      |      |           |         |     |     |           |         |             |           |                     |
|                             |          | Price   | Mkt cap   | Year   | PER (x) |      |      |           | EV/EBITDA (x) |      |      | PBR (x) |      |      |           | PSR (x) |     |     |           | ROE (%) | 3yrs PEG(x) | Yield (%) | YTD performance (%) |
| Company                     | Ticker   | HK\$    | HK\$ mn   | End    | FY0     | FY1  | FY2  | 5yrs avg. | FY0           | FY1  | FY2  | FY0     | FY1  | FY2  | 5yrs avg. | FY0     | FY1 | FY2 | 5yrs avg. | FY0     | FY1         | FY1       |                     |
| International Sports Brands |          |         |           |        |         |      |      |           |               |      |      |         |      |      |           |         |     |     |           |         |             |           |                     |
| Nike Inc -Cl B              | NKE US   | 85.27   | 1,051,237 | May-18 | 33.3    | 33.3 | 28.3 | 26.3      | 24.2          | 23.5 | 20.5 | 15.0    | 16.3 | 14.3 | 7.9       | 3.5     | 3.4 | 3.2 | 2.8       | 44.6    | 0.7         | 1.0       | 15.0                |
| Adidas Ag                   | ADS GY   | 228.90  | 402,076   | Dec-18 | 27.1    | 23.9 | 21.2 | 24.9      | 15.6          | 13.8 | 12.5 | 7.1     | 6.4  | 5.7  | 4.3       | 2.1     | 1.9 | 1.8 | 1.3       | 27.4    | 2.3         | 1.6       | 25.5                |
| Puma Se                     | PUM GY   | 548.00  | 72,441    | Dec-18 | 38.2    | 33.0 | 26.8 | 50.8      | n/a           | 14.8 | 12.5 | 4.8     | 4.4  | 4.0  | 2.5       | 1.7     | 1.6 | 1.4 | 1.1       | 12.2    | 1.5         | 0.8       | 28.3                |
| Under Armour Inc-Class A    | UA US    | 22.82   | 75,698    | Dec-18 | 80.6    | 68.3 | 48.0 | 82.7      | 48.2          | 25.7 | 21.0 | 5.0     | 4.6  | 4.2  | 6.9       | 2.0     | 1.8 | 1.7 | 3.8       | 0.3     | (0.2)       | 0.0       | 29.1                |
| Lululemon Athletica Inc     | LULU US  | 176.55  | 180,399   | Feb-19 | 46.3    | 38.4 | 32.5 | 33.6      | 26.7          | 22.8 | 19.8 | 16.0    | 13.0 | 10.9 | 8.7       | 7.1     | 6.1 | 5.3 | 4.7       | 31.8    | 2.0         | 0.0       | 45.2                |
| Skechers Usa Inc-Cl A       | SKX US   | 31.40   | 38,751    | Dec-18 | 16.3    | 15.4 | 13.6 | 17.8      | n/a           | 9.2  | 8.5  | 2.4     | 2.1  | 1.9  | 2.7       | 1.0     | 1.0 | 0.9 | 1.2       | 14.6    | 1.6         | 0.0       | 37.2                |
| Vf Corp                     | VFC US   | 93.89   | 291,342   | Mar-19 | 24.3    | 25.0 | 22.1 | 21.0      | 18.9          | 17.9 | 16.3 | 8.6     | 8.5  | 8.2  | 5.5       | 2.7     | 2.7 | 2.5 | 2.4       | n/a     | 0.5         | 1.9       | 31.6                |
| Columbia Sportswear Co      | COLM US  | 99.22   | 53,156    | Dec-18 | 22.7    | 21.8 | 19.8 | 21.9      | 13.7          | 13.8 | 12.6 | 3.9     | 3.6  | 3.2  | 2.8       | 2.4     | 2.3 | 2.1 | 1.8       | 17.6    | 1.6         | 1.0       | 18.0                |
| Wolverine World Wide Inc    | WWW US   | 37.04   | 26,150    | Dec-18 | 17.0    | 16.0 | 14.7 | 15.4      | 13.3          | 12.0 | 11.3 | 3.4     | 2.9  | 2.5  | 2.7       | 1.6     | 1.4 | 1.4 | 1.0       | 20.3    | 2.6         | 1.0       | 16.1                |
| Amer Sports Oyj             | AMEAS FH | 40.00   | 40,849    | Dec-18 | 37.7    | 26.2 | 23.1 | 29.6      | 19.2          | 15.6 | 14.6 | 5.0     | 4.3  | 3.9  | 3.3       | 1.7     | 1.6 | 1.5 | 1.2       | 5.3     | 0.4         | 2.0       | 4.2                 |
| Mizuno Corp                 | 8022 JP  | 2558.00 | 4,782     | Mar-18 | 14.6    | 12.6 | 11.4 | 40.3      | 7.3           | 7.2  | 6.8  | 0.7     | 0.8  | 0.8  | 0.8       | 0.4     | 0.4 | 0.4 | 0.4       | 4.8     | 1.3         | 2.0       | 9.7                 |
| Asics Corp                  | 7936 JP  | 1365.00 | 18,230    | Dec-18 | n/a     | 37.2 | 24.1 | n/a       | 11.5          | 12.1 | 9.2  | 1.6     | 1.5  | 1.4  | 2.1       | 0.7     | 0.7 | 0.6 | 1.0       | (11.1)  | (0.2)       | 1.8       | (2.8)               |
| Average                     |          |         |           |        | 32.5    | 29.2 | 23.8 | 33.1      | 19.9          | 15.7 | 13.8 | 6.1     | 5.7  | 5.1  | 4.2       | 2.2     | 2.1 | 1.9 | 1.9       | 15.3    | 1.2         | 1.1       | 21.4                |
| Median                      |          |         |           |        | 27.1    | 25.6 | 22.6 | 26.3      | 17.3          | 14.3 | 12.6 | 4.9     | 4.4  | 3.9  | 3.0       | 1.8     | 1.7 | 1.6 | 1.3       | 14.6    | 1.4         | 1.0       | 21.7                |

数据源：彭博，招银国际研究预测

**利潤表**

| 年結:12月31日 (百萬元人民幣) | FY17A        | FY18E        | FY19E        | FY20E        | FY21E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收入</b>          | <b>5,113</b> | <b>6,383</b> | <b>7,615</b> | <b>8,700</b> | <b>9,628</b> |
| 鞋類                 | 3,258        | 3,925        | 4,629        | 5,253        | 5,809        |
| 服裝                 | 1,759        | 2,327        | 2,839        | 3,293        | 3,655        |
| 配饰                 | 96           | 131          | 147          | 154          | 164          |
| 銷售成本               | (2,869)      | (3,555)      | (4,228)      | (4,830)      | (5,342)      |
| <b>毛利</b>          | <b>2,244</b> | <b>2,828</b> | <b>3,386</b> | <b>3,870</b> | <b>4,286</b> |
| 其他收入               | 158          | 196          | 202          | 223          | 237          |
| 銷售費用               | (911)        | (1,357)      | (1,580)      | (1,812)      | (1,990)      |
| 行政費用               | (767)        | (622)        | (744)        | (833)        | (894)        |
| 其他收益               | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>息稅前收益</b>       | <b>725</b>   | <b>1,044</b> | <b>1,265</b> | <b>1,447</b> | <b>1,639</b> |
| 淨融資成本              | (54)         | (68)         | (76)         | (68)         | (66)         |
| 聯營公司               | -            | -            | -            | -            | -            |
| 特殊收入               | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>稅前利潤</b>        | <b>671</b>   | <b>976</b>   | <b>1,189</b> | <b>1,379</b> | <b>1,574</b> |
| 所得稅                | (224)        | (306)        | (380)        | (441)        | (504)        |
| 非控制股東權益            | (38)         | (13)         | (8)          | (10)         | (11)         |
| <b>淨利潤</b>         | <b>408</b>   | <b>657</b>   | <b>800</b>   | <b>928</b>   | <b>1,059</b> |

資料來源：公司及招銀國際研究預測

**資產負債表**

| 年結:12月31日 (百萬元人民幣) | FY17E        | FY18E        | FY18E        | FY18E         | FY18E         |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>非流動資產</b>       | <b>1,052</b> | <b>1,139</b> | <b>1,162</b> | <b>1,190</b>  | <b>1,221</b>  |
| 物業、厂房及設備           | 646          | 641          | 660          | 685           | 714           |
| 無形資產和商譽            | 7.5          | 7.9          | 6.1          | 4.4           | 2.8           |
| 土地使用權              | -            | 60.1         | 66.0         | 70.4          | 73.6          |
| 投資型房地產             | 39.6         | 36.8         | 36.8         | 36.8          | 36.8          |
| 聯營公司的權益            | -            | 114.2        | 114.2        | 114.2         | 114.2         |
| 合營公司的權益            | -            | -            | -            | -             | -             |
| 其他金融資產             | 92.0         | -            | -            | -             | -             |
| 遞延稅項資產             | -            | -            | -            | -             | -             |
| 購買物業、厂房及設備預付款項     | 266.8        | 279.2        | 279.2        | 279.2         | 279.2         |
| <b>流動資產</b>        | <b>7,882</b> | <b>8,060</b> | <b>9,899</b> | <b>10,578</b> | <b>11,272</b> |
| 其他金融資產             | 1            | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 存貨                 | 718          | 836          | 962          | 1,059         | 1,171         |
| 貿易及其他應收賬款          | 2,379        | 2,843        | 3,330        | 3,733         | 4,131         |
| 受限制銀行結余            | 952          | 1,185        | 1,185        | 1,185         | 1,185         |
| 現金及現金等价物           | 3,832        | 3,196        | 4,422        | 4,601         | 4,785         |
| <b>流動負債</b>        | <b>2,489</b> | <b>3,278</b> | <b>3,611</b> | <b>3,906</b>  | <b>4,158</b>  |
| 銀行借款               | 831          | 1,483        | 1,483        | 1,483         | 1,483         |
| 預收款項               | 565          | 861          | 1,028        | 1,174         | 1,299         |
| 貿易及其他應付賬款          | 1,028        | 879          | 1,045        | 1,194         | 1,321         |
| 即期稅項               | 66           | 54           | 54           | 54            | 54            |
| 撥備                 | -            | 1            | 1            | 1             | 1             |
| <b>非流動負債</b>       | <b>1,116</b> | <b>590</b>   | <b>590</b>   | <b>590</b>    | <b>590</b>    |
| 帶息借款               | 1,019        | 461          | 461          | 461           | 461           |
| 遞延稅項               | 97           | 107          | 107          | 107           | 107           |
| 撥備                 | -            | 22           | 22           | 22            | 22            |
| 其他                 | -            | -            | -            | -             | -             |
| <b>資產淨額</b>        | <b>5,329</b> | <b>5,331</b> | <b>6,861</b> | <b>7,273</b>  | <b>7,745</b>  |
| -                  | -            | -            | -            | -             | -             |
| <b>非控股權益</b>       | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>8</b>     | <b>18</b>     | <b>29</b>     |
| <b>權益股東應占總權益</b>   | <b>5,329</b> | <b>5,331</b> | <b>6,852</b> | <b>7,255</b>  | <b>7,716</b>  |

資料來源：公司及招銀國際研究預測



## 現金流量表

| 年結:12月31日 (百萬元人民幣) | FY17E        | FY18E        | FY18E        | FY18E        | FY18E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 息稅前收益              | 725          | 1,044        | 1,265        | 1,447        | 1,639        |
| 折舊和攤銷              | (48)         | (60)         | (63)         | (71)         | (79)         |
| 營運資金變動             | (119)        | (513)        | (280)        | (205)        | (259)        |
| 稅務開支               | (309)        | (380)        | (441)        | (504)        | (555)        |
| 其他                 | 309          | 64           | 112          | 136          | 143          |
| <b>經營活動所得現金淨額</b>  | <b>558</b>   | <b>154</b>   | <b>592</b>   | <b>804</b>   | <b>890</b>   |
| 購置固定資產             | (123)        | (72)         | (86)         | (99)         | (109)        |
| 聯營公司               | (1)          | -            | -            | -            | -            |
| 其他                 | 399          | (209)        | -            | -            | -            |
| <b>投資活動所得現金淨額</b>  | <b>275</b>   | <b>(281)</b> | <b>(86)</b>  | <b>(99)</b>  | <b>(109)</b> |
| 股份發行               | 7            | 59           | 1,164        | -            | -            |
| 淨銀行借貸              | 421          | (10)         | -            | -            | -            |
| 股息                 | (271)        | (459)        | (443)        | (526)        | (597)        |
| 其他                 | (3)          | (100)        | -            | -            | -            |
| <b>融資活動所得現金淨額</b>  | <b>154</b>   | <b>(511)</b> | <b>721</b>   | <b>(526)</b> | <b>(597)</b> |
| <b>現金增加淨額</b>      | <b>987</b>   | <b>(637)</b> | <b>1,227</b> | <b>179</b>   | <b>183</b>   |
| 年初現金及現金等价物         | 2,847        | 3,832        | 3,196        | 4,422        | 4,601        |
| 匯兌                 | (1)          | 1            | -            | -            | -            |
| <b>年末現金及現金等价物</b>  | <b>3,832</b> | <b>3,196</b> | <b>4,422</b> | <b>4,601</b> | <b>4,785</b> |

資料來源：公司及招銀國際研究預測

## 主要比率

| 年結:12月31日       | FY17E        | FY18E        | FY18E        | FY18E        | FY18E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>銷售組合 (%)</b> |              |              |              |              |              |
| 鞋類              | 63.7         | 61.5         | 60.8         | 60.4         | 60.3         |
| 服裝              | 34.4         | 36.5         | 37.3         | 37.9         | 38.0         |
| 配飾              | 1.9          | 2.0          | 1.9          | 1.7          | 1.7          |
| <b>總額</b>       | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |

## 盈利能力比率 (%)

|        |      |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|------|
| 毛利率    | 43.9 | 44.3 | 44.5 | 44.5 | 44.5 |
| 稅前利率   | 13.1 | 15.3 | 15.6 | 15.9 | 16.3 |
| 息稅前收益  | 8.0  | 10.3 | 10.5 | 10.7 | 11.0 |
| 核心淨利潤率 | -    | -    | -    | -    | -    |
| 有效稅率   | 33.5 | 31.4 | 32.0 | 32.0 | 32.0 |

## 增長 (%)

|       |        |      |      |      |      |
|-------|--------|------|------|------|------|
| 收入    | (5.2)  | 24.8 | 19.3 | 14.3 | 10.7 |
| 毛利    | (3.7)  | 26.0 | 19.7 | 14.3 | 10.8 |
| 淨利潤率  | (21.0) | 44.1 | 21.1 | 14.4 | 13.3 |
| 淨利潤   | (22.7) | 60.9 | 21.9 | 16.0 | 14.1 |
| 核心淨利潤 | 15.7   | 16.9 | 19.5 | -    | -    |

## 資產負債比率

|                 |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流動比率 (x)        | 2.9   | 2.2   | 2.5   | 2.4   | 2.4   |
| 平均應收賬款周轉天數      | 128.9 | 120.9 | 118.0 | 115.0 | 115.0 |
| 平均應付帳款周轉天數      | 130.8 | 90.2  | 90.2  | 90.2  | 90.2  |
| 平均存貨周轉天數        | 91.3  | 85.8  | 83.0  | 80.0  | 80.0  |
| 淨負債 / 總權益比率 (%) | 淨現金   | 淨現金   | 淨現金   | 淨現金   | 淨現金   |

## 回報率 (%)

|       |     |      |      |      |      |
|-------|-----|------|------|------|------|
| 資本回報率 | 7.7 | 12.3 | 11.7 | 12.8 | 13.7 |
| 資產回報率 | 4.6 | 7.1  | 7.2  | 7.9  | 8.5  |

## 每股數據

|            |      |      |      |      |      |
|------------|------|------|------|------|------|
| 每股盈利(人民幣)  | 0.18 | 0.30 | 0.33 | 0.37 | 0.42 |
| 每股股息(人民幣)  | 0.19 | 0.18 | 0.20 | 0.22 | 0.25 |
| 每股賬面值(人民幣) | 2.40 | 2.40 | 2.75 | 2.91 | 3.10 |

資料來源：公司及招銀國際研究預測

## 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）发表于本报告的观点准确地反映有关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）没有在有关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。

### 招银证券投资评级

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 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 个月的潜在变幅在-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法律责任。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)2000 年英国不时修订之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 年证券交易法规则 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。