

特步国际 (1368 HK)

四季度超预期，有望带动估值重估

特步四季度流水增长亮丽，快于同行，且库存水平更健康。因此，我们认为其风险回报吸引，估值有望重估。维持买入评级，并将目标价上调至5.09港元，基于14倍22财年预测市盈率（之前为13倍21财年）。当前股价相当于14/11倍21/22财年预测市盈率。

- **在品牌持续升级所推动下，四季度零售增速超预期。**特步四季度核心品牌零售流水同比增长高单位数，快于招银国际预测的5%，亦高于第三季度的中单位数，甚至快于安踏的低单位数增长。除了较早和较冷的冬天，特步还对营销，产品，电商和线下进行了一系列升级。例如：1) 双十一期间营销方式更年轻化；2) 推出更多中国文化产品（例如，天乘系列）和跨界产品（例如，特步 x 少林），3) 开设更多旗舰店（例如，厦门的“X-STREET”和深圳的特步第9代店）。
- **尽管四季度零售折扣稳定，但库存水平持续改善。**除了增长，其他指标亦令人相当鼓舞，尽管零售折扣为30%至35%（与三季度相同），但特步的库销比降低比低于5个月（三季度约5个月），甚至优于安踏的约5个月。
- **但我们认为，K-swiss 和 Palladium 生意仍然艰难。**随着第二波新冠肺炎继续在欧盟和美国肆虐，电商占比较少的 K-swiss 和 Palladium 或比其他领先品牌会遭受更大打击。因此我们预计20财年销售将同比下降31%（此前预测为22%），但由于采取更严格的成本管控，亏损将保持在1500万美元（约合1亿元人民币）。
- **特步估值有望复苏。**我们十分同意特步的估值应该有所折让（相较安踏和李宁），因为特步的市场份额较小，财务状况较弱且增长较慢（主要相较 FILA 和李宁）。但是，鉴于其四季度业绩好于行业，我们认为约70%、处于历史高位的折让水平（5年平均为50%）并不合理。因此，如果21财年核心品牌基本面持续改善，我们认为折让缩小到50%左右不会令人惊讶。
- **维持买入评级，目标价上调至5.09港元。**我们将20/21/22财年每股收益预测调整-1%/+5%/+6%，以考虑到K&P销售额降幅超出预期和特步核心品牌销售额增长较快。基于14/11倍21/22财年预测市盈率的具有吸引力的估值，维持买入评级，并将目标价上调至5.09港元，相当于14倍22财年预测市盈率（之前为13倍21财年）。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业额(百万人民币)	6,383	8,183	8,109	9,252	10,204
同比增长(%)	24.8	28.2	(0.9)	14.1	10.3
净利润(百万人民币)	657	728	446	617	810
每股收益(人民币)	0.295	0.302	0.179	0.248	0.325
每股收益变动(%)	60.6	2.3	(40.7)	38.3	31.4
市场预测每股收益(人民币)	n/a	n/a	0.192	0.270	0.322
市盈率(x)	11.3	11.3	19.0	13.8	10.5
市帐率(x)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1
股息率(%)	5.2	5.2	3.2	4.4	5.7
权益收益率(%)	12.3	10.5	6.3	8.4	10.5
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$5.09
(此前目标价)	HK\$3.63
潜在升幅	+33.7%
当前股价	HK\$3.81

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)	9,704
3月平均流通量(百万港元)	27.14
52周内股价高/低(港元)	4.45/2.04
总股本(百万)	2,547.0

资料来源：彭博

股东结构

丁水波家族	53.89%
邓普顿投资	2.62%
员工激励计划	4.01%
自由流通	39.48%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	21.3%	13.3%
3-月	35.1%	15.3%
6-月	63.5%	43.6%
12-月	-14.2%	-12.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	6,383	8,183	8,109	9,252	10,204
鞋类	3,925	4,653	4,823	5,584	6,209
服饰	2,327	3,344	3,110	3,484	3,797
配件	131	185	176	185	198
销售成本	(3,555)	(4,632)	(4,887)	(5,517)	(5,990)
毛利	2,828	3,550	3,222	3,735	4,214
其它收入	196	308	284	213	219
营运支出	(1,980)	(2,625)	(2,624)	(2,866)	(3,113)
(1,357)	(1,718)	(1,627)	(1,849)	(2,036)	
销售及分销成本	(456)	(711)	(770)	(777)	(832)
管理费用	(166)	(195)	(227)	(241)	(245)
研发费用	-	-	-	-	-
其它运营费用	1,044	1,234	881	1,081	1,320
息税前收益	(68)	(111)	(115)	(94)	(99)
融资成本净额	-	(2)	(36)	(60)	(18)
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	976	1,121	730	927	1,204
税前利润	(306)	(390)	(277)	(306)	(385)
所得税	13	4	7	5	8
减: 非控制股东权益	657	728	446	617	810
净利润	6,383	8,183	8,109	9,252	10,204

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	1,044	1,234	881	1,081	1,320
折旧和摊销	60	185	317	330	340
营运资金变动	(513)	36	338	(292)	(249)
已缴纳所得税	(309)	(334)	(277)	(306)	(385)
其它	(128)	(343)	(115)	(94)	(99)
经营活动所得现金流	154	778	1,144	718	928
资本开支	(72)	(97)	(203)	(139)	(153)
联营公司	(1)	(35)	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(208)	(1,913)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(281)	(2,045)	(203)	(139)	(153)
股份发行	(31)	1,187	-	-	-
净借贷	(10)	386	-	-	-
支付股息	(459)	(436)	(331)	(332)	(443)
其它	(11)	(98)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(511)	1,039	(331)	(332)	(443)
现金增加净额	(637)	(227)	610	248	332
年初现金及现金等价物	3,832	3,196	2,970	3,579	3,827
汇兑	1	1	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,196	2,970	3,579	3,827	4,159

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	1,139	3,057	2,906	2,655	2,451
固定资产	641	662	787	836	890
无形资产和商誉	105	1,738	1,499	1,258	1,017
预付租金	279	104	104	104	104
合资及联营公司投资	114	197	161	101	84
其它非流动资产	-	356	356	356	356
流动资产	8,060	9,266	9,716	10,600	11,451
现金及现金等价物	3,196	2,970	3,579	3,827	4,159
存货	836	1,046	1,138	1,285	1,395
贸易和其他应收款	2,115	2,910	2,666	3,042	3,355
预付款	727	818	810	925	1,020
其它流动资产	1,186	1,522	1,522	1,522	1,522
流动负债	3,278	3,671	3,849	4,193	4,463
银行贷款	1,483	1,086	1,086	1,086	1,086
应付款	879	1,420	1,607	1,814	1,969
应计费用和其他应付款	861	981	972	1,109	1,223
应付税款	54	115	115	115	115
其它流动负债	1	69	69	69	69
非流动负债	590	1,691	1,691	1,691	1,691
银行贷款	461	1,269	1,269	1,269	1,269
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	107	280	280	280	280
其它	22	142	142	142	142
少数股东权益	-	-	7	11	20
净资产总额	5,331	6,960	7,075	7,360	7,728
股东权益	5,331	6,960	7,075	7,360	7,728

主要比率

年结:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
鞋类	61.5	56.9	59.5	60.4	60.9
服饰	36.5	40.9	38.4	37.7	37.2
配件	2.1	2.3	2.2	2.0	1.9
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	44.3	43.4	39.7	40.4	41.3
经营利润率	16.4	15.1	10.9	11.7	12.9
税前利率	15.3	13.7	9.0	10.0	11.8
净利润率	10.3	8.9	5.5	6.7	7.9
有效税率	31.4	34.7	36.2	31.0	31.5
资产负债比率					
流动比率 (X)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6
速动比率 (X)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3
现金比率 (X)	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
平均库存周转天数	86	82	85	85	85
平均应收款周转天数	121	130	120	120	120
平均应付帐款天数	90	112	120	120	120
债务/股本比率 (%)	36	34	33	32	30
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	12.3	10.5	6.3	8.4	10.5
资产回报率	7.1	5.9	3.5	4.7	5.8
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.30	0.30	0.18	0.25	0.33
每股股息 (人民币)	0.18	0.18	0.11	0.15	0.20
每股账面价值 (人民币)	2.40	2.79	2.84	2.95	3.10

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之分析员，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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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。