

特步国际 (1368 HK)

备货需求强劲保证未来增长

- ❖ **18 财年业绩符合市场预期，包含了强劲的销售增长，不再拨备和有一定的回拨。**特步的净利润同比增长 61%，高于招银国际和彭博的一致预测值约 3%，达到之前盈喜预期的 50-60% 增长的高端。销售增长强劲，同比增长 25%，速度为 8 年来最快的（线下/线上渠道增长约为 21%/40%）。尽管在渠道开发方面还有一些额外的费用，尤其是新增对开设购物中心门店的分销商的补贴（18 财年年约有 1.41 亿元人民币），但由于净拨备回拨（18 财年为 5300 万元人民币）和 18 财年并没有拨备（17 财年为 2.14 亿元人民币），所以足以抵消和使得运营成本降低 1.8 个百分点。因此，经营利润同比增长 44%，经营利润率达到了 16.4%（17 财年为 14.2%）。18 财年的派息比率回归至约 60%，因为 17 财年 101% 的派息比率只是对于公司在香港交易所上市十周年的一次庆祝。
- ❖ **经营现金流下降，但其实也是由于正面的原因。**我们留意到经营现金流有所下降，原因是 1) 订单需求持续上升令的库存天数增加，增加了 5 天到 18 财年的 80 天（17 财年为 75 天）和 2) 应付天数的减少是因为公司主动预早付款给供货商以享受销售成本的额外折扣，一共带来约 2500 万元人民币的额外毛利。
- ❖ **19 财年前景很有保证。**管理层很有信心在 19 财年实现 18-20% 的零售销售增长（对线下和线上渠道都同样乐观）：1) 19 财年的前 3 季度的订货会销售增长都相当乐观，2) 零售折扣保持稳定（18 财年年约为 75-8 折左右），3) 18 财年的售罄率十分健康（18 年 2 季度/3 季度为 80%，18 年 1 季度/4 季度为 75%+），4) 库销比仍然偏低，保持在低于 4 个月的水平。19 财年的毛利率应可保持稳定，而经营利润率应享受一定程度的杠杆。在 19 财年新开店目标为 200-300，可增长约 3.2%-4.8%。我们亦认为公司很可能会受惠于未来可能出现的制造业增值税下调。
- ❖ **1-2 月的终端零售销售增长保持强劲。**管理层指出 19 年 1-2 月份的终端零售销售增长保持强劲（招银国际预测为 15% 以上的同比增长）。我们认为同店可保持在相位数的水平，受惠于：1) 6S 代门店的推出，从 18 财年占 75% 上升至 19 财年的 90%，2) 转换至面积更大的门店，3) 购物中心渗透率进一步提高，4) 更多的线下和线上的库存分享。
- ❖ **维持买入并上调目标价至 6.91 港元（上涨空间为 30%）。**我们将 19 和 20 财年的预测净利润上调 2.6%-3.0%，考虑到：1) 更强劲的订货会销售增长，2) 更多的渠道开发费用和 3) 因为发展“Saucony”和“Merrell”品牌而导致的初期亏损。维持买入评级，新目标价为 6.91 港元，基于 17.0 倍 2017 财年市盈率。目前现价估值为 13.0 倍的 19 年预测市盈率，比李宁/安踏的 27.3 倍/20.3 倍市盈率有约 45% 的折让。随着特步逐渐向多品牌转型和增长加速，我们预计他们估值的差距会逐渐缩小。

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	795	919	1,050
每股收益 (人民币)	0.184	0.295	0.358	0.413	0.472
每股收益变动 (%)	(22.6)	60.6	21.3	15.5	14.2
市盈率 (x)	24.4	15.8	13.0	11.3	9.9
市帐率 (x)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
股息率 (%)	4.2	3.8	4.6	5.3	6.1
权益收益率 (%)	7.7	12.3	14.0	15.1	16.0
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\$6.91
(前目标价)	HK\$6.74)
潜在升幅	+30.0%
当前股价	HK\$5.30

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国体育用品

市值(百万港元)	11,890
3 月平均流通量(百万港元)	13.43
52 周内股价高/低(港元)	6.14/3.46
总股本(百万)	2,223.2

资料来源：彭博

股东结构

吴健家族	60.50%
邓普顿投资	4.00%
员工激励计划	4.01%
其他董事	0.17%
自由流通	31.32%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.3%	0.8%
3-月	32.5%	20.0%
6-月	9.3%	-0.2%

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

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
收入	5,113	6,383	7,615	8,700	9,628
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
销售成本	(2,869)	(3,555)	(4,228)	(4,830)	(5,342)
毛利	2,244	2,828	3,386	3,870	4,286
其他收入	158	196	202	223	237
销售费用	(911)	(1,357)	(1,580)	(1,812)	(1,990)
行政费用	(767)	(622)	(744)	(833)	(894)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	725	1,044	1,265	1,447	1,639
净融资成本	(54)	(68)	(83)	(82)	(79)
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	671	976	1,182	1,366	1,560
所得税	(224)	(306)	(378)	(437)	(499)
非控制股东权益	(38)	(13)	(8)	(10)	(11)
净利润	408	657	795	919	1,050

资料来源：公司及招银国际研究预测

資產負債表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY17E	FY18E	FY18E	FY18E	FY18E
非流动资产	1,052	1,139	1,162	1,190	1,221
物业、厂房及设备	646	641	660	685	714
无形资产和商誉	7.5	7.9	6.1	4.4	2.8
土地使用权	-	60.1	66.0	70.4	73.6
投资型房地产	39.6	36.8	36.8	36.8	36.8
联营公司的权益	-	114.2	114.2	114.2	114.2
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	92.0	-	-	-	-
递延税项资产	-	-	-	-	-
购买物业、厂房及设备预付款项	266.8	279.2	279.2	279.2	279.2
流动资产	7,882	8,060	8,738	9,418	10,108
其他金融资产	1	0	0	0	0
存货	718	836	962	1,059	1,171
贸易及其他应收账款	2,379	2,843	3,330	3,733	4,131
受限制银行结余	952	1,185	1,185	1,185	1,185
现金及现金等价物	3,832	3,196	3,261	3,441	3,621
流动负债	2,489	3,278	3,611	3,906	4,158
银行借款	831	1,483	1,483	1,483	1,483
预收款项	565	861	1,028	1,174	1,299
贸易及其他应付账款	1,028	879	1,045	1,194	1,321
即期税项	66	54	54	54	54
拨备	-	1	1	1	1
非流动负债	1,116	590	590	590	590
带息借款	1,019	461	461	461	461
递延税项	97	107	107	107	107
拨备	-	22	22	22	22
其他	-	-	-	-	-
资产净额	5,329	5,331	5,699	6,113	6,581
-	-	-	-	-	-
非控股权益	-	-	8	18	29
权益股东应占总权益	5,329	5,331	5,691	6,095	6,553

资料来源：公司及招银国际研究预测

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)	(378)	(437)	(499)	(550)
其他	309	62	102	122	129
經營活動所得現金淨額	558	154	587	794	880
購置固定資產	(123)	(72)	(86)	(99)	(109)
聯營公司	(1)	-	-	-	-
其他	399	(209)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	275	(281)	(86)	(99)	(109)
股份發行	7	59	-	-	-
淨銀行借貸	421	(10)	-	-	-
股息	(271)	(459)	(435)	(515)	(592)
其他	(3)	(100)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	154	(511)	(435)	(515)	(592)
現金增加淨額	987	(637)	65	180	179
年初現金及現金等价物	2,847	3,832	3,196	3,261	3,441
匯兌	(1)	1	-	-	-
年末現金及現金等价物	3,832	3,196	3,261	3,441	3,621

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
銷售組合 (%)					
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
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
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	15.5	15.7	16.2
息稅前收益	8.0	10.3	10.4	10.6	10.9
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	21.2	15.5	14.2
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	2.2	2.1	2.1
平均應收賬款週轉天數	128.9	120.9	118.0	115.0	115.0
平均應付帳款週轉天數	130.8	90.2	90.2	90.2	90.2
平均存貨週轉天數	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	14.0	15.1	16.0
資產回報率	4.6	7.1	8.0	8.7	9.3
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.18	0.30	0.36	0.41	0.47
每股股息(人民幣)	0.19	0.18	0.21	0.25	0.28
每股賬面值(人民幣)	2.40	2.40	2.56	2.74	2.95

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守守则的相关定义）（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

本报告期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。