

特步国际 (1368 HK, HK\$3.72, 未评级) — 16 财年业绩逊于市场预期

- ❖ **特步国际 16 财年业绩受一次性的服装订单调整，和童装关店的拨备拖累。**
特步 16 财年的销售/净利润低于市场预期 3.7%/23%，增长放缓至 1.9%/-15.2%（市场预期为 5%/10%）。我们认为业绩令人沮丧的原因是 1）服装需求弱于预期，按年同比下降 8%，而导致了订货会订单重新调整（这解释了 1.9% 的销售增长与原先计划 16 财年订货会高单位数销售增长之间的偏差），2）电子商务销售增长放缓，从上半年的 100% 增长放缓至下半年的 40% 增长，3）最重要的是，应收账款拨备人民币 2.22 亿元，以应付 350 家童装店的关闭（另外还有人民币 1.90 亿元应收账款，是属于其余 250 家正在运营的童装店，还没有作出拨备）。此外，毛利率的扩张和广告费用的下降速度超过了劳动力和研发费用的上升，使得拨备前的经营利润率提高了 3.1 个百分点至 21.1%。
- ❖ **17 财年/18 财年利润将会被下调，反映的需求比预期更疲弱和进一步拨备的风险。**我们预计市场将会削减 17 财年/18 财年销售额 7.0%/9.0%，因为 1）需求比预期更疲弱，尤其是在体育休闲服装和儿童服装方面，刚刚公布的订货会销售额增长从 17 财年 1 季度的中单位数降到 17 财年 2 季度的低单位数，2）电子商务增长预期下降至 30%/15%，而净利润 17 财年/18 财年将会被削减 20%/14%，因为 1）童装应收帐款有进一步拨备的潜在风险，我们担心清理库存的举动（通常涉及大量折扣）会损害品牌形象，对未来销售增长带来压力，2）更高的人工和研发费用（在 16 财年分别同比增长 18%/13%）。总而言之，我们预计 17 年/18 年的净利润将上升 14% 和 17%。
- ❖ **特步童装需要改革。**特步的童装表现远不如其他同行。在关店和拨备之前，它只占销售的中单位数，占商店总数的 8.6%（2015 财年 7000 家门店中的 600 家），但却占据超过 18% 的应收款（占人民币 22.7 亿应收帐款中的大约 4 亿元）。在销售方面，其贡献亦远低于 361 度（1361 HK）和安踏（2020 HK）的 32% 和 10%，而其增长率亦然，特步童装销售额在 16 财年下降了大约 50%，而 361 度和安踏却录得 10% 和 30% 的增长。展望未来，特步童装将进行全面改革，通过与特步主品牌利用相同的资源改善其产品的设计，营销，销售渠道，新系列产品将于 17 财年晚些时候推出。
- ❖ **估值並不吸引。**现价为 13 倍 16 财年和 12 倍 17 年财年的市盈率，历史平均值为 10 倍，股息率亦为 4.5%。我们认为目前的价格相对昂贵。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	4,778	4,295	5,561
净利润(百万人民币)	478	623	528
每股收益(人民币)	0.218	0.288	0.237
每股收益变动(%)	(21.1)	30.2	(15.2)
市盈率(x)	14.1	10.7	13.6
市帐率(x)	1.42	1.36	1.42
股息率(%)	4.3	5.6	4.5
权益收益率(%)	10.4	13.0	10.7
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司

 胡永匡
walterwoo@cmbi.com.hk
(852)-3761-8776

特步国际(1368 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$3.72
市值(港币百万)	8,257
过去 3 月平均交易(港币百万)	12.0
52 周高/低(港币)	4.654/3.130
发行股数(百万)	2,219.5
主要股东	丁水波(59.8%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	2.8%	1.9%
3 月	8.8%	-1.5%
6 月	0.0%	-4.0%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY14A	FY15A	FY16A
收入	4,777.6	5,295.1	5,396.6
鞋类	3,042.8	3,258.1	3,525.4
服装	1,687.6	1,926.6	1,764.8
配饰	47.2	110.3	106.4
销售成本	(2,830.7)	(3,058.4)	(3,065.3)
毛利	1,946.9	2,236.7	2,331.3
其他收入	148.8	145.0	98.7
销售费用	(798.6)	(982.6)	(850.8)
行政费用	(360.8)	(446.3)	(440.0)
其他收益	(127.6)	(31.7)	(222.2)
息税前收益	808.7	921.0	917.0
净融资成本	(38.4)	(27.8)	(51.4)
联营公司	-	-	-
特殊收入	-	-	-
税前利润	770.3	893.2	865.6
所得税	(284.3)	(256.6)	(292.6)
非控制股东权益	(8.0)	(14.0)	(45.1)
净利润	478.0	622.6	527.8

来源: 公司

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY14A	FY15A	FY16A
非流动资产	917.3	1,063.2	956.9
物业、厂房及设备	585.4	591.5	618.0
无形资产和商誉	2.2	3.2	5.1
联营公司的权益	-	-	-
合营公司的权益	-	-	-
其他金融资产	48.0	172.0	82.0
递延税项资产	-	-	-
购买物业、厂房及设备预付款项	281.8	296.5	251.7
贸易及其他应收账款	-	-	-
流动资产	6,947.1	7,050.8	7,217.1
其他金融资产	471.3	102.4	1.2
存货	569.0	398.4	459.6
贸易及其他应收账款	1,913.6	2,273.2	2,510.9
受限制银行结余	856.2	669.8	1,398.8
现金及现金等价物	3,137.1	3,607.0	2,846.5
流动负债	2,350.3	2,966.4	3,029.5
银行借款	1,221.7	1,489.4	1,501.6
预收款项	323.0	536.4	543.7
贸易及其他应付账款	728.9	895.8	896.1
即期税项	76.7	44.9	88.2
拨备	-	-	-
非流动负债	803.8	275.9	121.7
带息借款	617.4	121.2	-
递延税项	121.2	109.7	109.3
拨备	65.2	45.0	12.4
资产净额	4,710.3	4,871.7	5,022.8
-	-	-	-
非控股权益	9.9	19.8	69.3
权益股东应占总权益	4,700.5	4,851.9	4,953.4

来源: 公司

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY14A	FY15A	FY16A
息税前收益	808.7	921.0	917.0
折旧和摊销	(40.6)	(52.1)	(67.0)
营运资金变动	(416.6)	163.4	(509.8)
税务开支	(281.2)	(248.6)	(297.7)
其他	24.3	2.8	303.2
经营活动所得现金净额	94.6	786.5	345.8
购置固定资产	(106.4)	(58.7)	(93.7)
联营公司	326.0	90.0	-
其他	(757.7)	365.3	(473.6)
投资活动所得现金净额	(538.1)	396.6	(567.2)
股份发行	2.5	35.7	62.4
净银行借贷	300.7	(307.5)	(227.9)
股息	(287.7)	(316.7)	(393.7)
其他	1.8	(131.2)	16.9
融资活动所得现金净额	17.2	(719.7)	(542.2)
现金增加净额	(426.3)	463.4	(763.6)
年初现金及现金等价物	3,563.4	3,137.1	3,607.0
汇兑	0.0	6.4	3.2
年末现金及现金等价物	3,137.1	3,607.0	2,846.5

来源: 公司

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16A
销售组合 (%)			
鞋类	63.7	61.5	65.3
服装	35.3	36.4	32.7
配饰	1.0	2.1	2.0
总额	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	40.8	42.2	43.2
税前利率	16.1	16.9	16.0
息税前收益	10.0	11.8	9.8
核心净利润率	-	-	-
有效税率	36.9	28.7	33.8

增长 (%)

收入	10.0	10.8	1.9
毛利	11.4	14.9	4.2
净利润率	(9.7)	13.9	(0.4)
净利润	(21.1)	30.3	(15.2)
核心净利润	29.3	20.0	16.9

资产负债比率

流动比率 (x)	2.7	2.2	2.2
平均应收账款周转天数	113.8	130.4	142.2
平均应付账款周转天数	94.0	106.9	106.7
平均存货周转天数	73.4	47.5	54.7
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)

资本回报率	10.2	12.8	10.7
资产回报率	6.1	7.7	6.5

每股数据

每股盈利 (人民币)	0.22	0.29	0.24
每股股息 (人民币)	0.13	0.17	0.14
每股账面值 (人民币)	2.16	2.27	2.27

来源: 公司

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。