

特步國際 (1368 HK)

國潮的熱潮可望持續

我們對特步未來的零售銷售和訂貨會訂單增長保持快速感到樂觀，受惠于越趨健康的庫存水準和零售折扣改善。因此我們仍然認為它的風險回報合理且有進一步上漲空間。維持買入評級，基於分類加總估值法(SOTP)，將目標價上調至 16.32 港元，相當於約 39 倍 22 財年市盈率（之前為 14 倍）。現價估值為 33 倍 22 財年市盈率。

- **良好的零售銷售勢頭將推動未來更快的增長。**儘管和 21 年 4-5 月的強勁增長相比（比一季度更快），6 月上旬的零售銷售增長已有所放緩（引述自管理層），但由於品牌在 618 節期間的出色表現（全管道銷售(GMV) 達到 3 億人民幣以上，在天貓/京東/其他直播平臺上的銷售增長為 40%+/300%+/400%+），我們仍保持樂觀。我們對 22 財年更為樂觀，因為在管道庫存水準偏低，經銷商盈利能力改善和未來單價進一步上漲的支持下，21 年一二季度的訂貨會訂單可能更強勁。
- **國潮成長空間充足。**我們認為特步近期取得的成功並非是偶然的，這是由於多年來對產品功能性和時尚設計的大量投資，例如於 20 財年下半年和 21 財年一季推出，而且大受歡迎的 160X 跑鞋系列以及與少林的跨界系列，而新疆棉花事件只是令眾多國內消費者需求爆發的觸發點。我們還看到 2021 年的特步與 2018 年的李寧之間的某些相似之處，並預計特步將會進一步加大投入（更多當地語系化行銷和創新產品）令品牌力進一步提升（產品單價和其他品牌有望收窄）。我們有信心特步核心品牌在 20-23 財年實現至少 10-15% 的銷售/15-20% 的淨利潤增長。
- **我們認為高瓴的投資是比較長線的。**高瓴以可換股債券的形式向特步/特步環球（K-Swiss 和 Palladium 的擁有者）投資約 5 億元人民幣/6500 萬美元，票面利率為 1.8%/0%，轉換價為 10.24 港元/2.6 億美元市值，投資期限為 6 年/10 年，行使後將導致股本稀釋約 2%/20%。我們十分同意管理層的看法，高瓴是能夠從營運滄博中汲取的經驗，在數位化和管理外國品牌方面提供寶貴的意見。此外 1.4 倍 22 財年市銷率的估值也並不太高。
- **維持買入評級，上調目標價至 16.32 港元。**我們將 21 財年/22 財年/23 財年的每股盈利預測上調 2%/0%/4%，考慮到：1) 好於預期的銷售增長、毛利率和經營杠杆，2) 更高的利息成本。現價估值為 33 倍 22 財年市盈率。我們維持買入評級，並將目標價上調至 16.32 港元，基於分類加總估值法 (SOTP，特步為 35 倍市盈率，K-Swiss 和 Palladium 為成本價，合資企業為 2.5 倍市銷率)，之前為 14 倍 22 財年市盈率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額 (百萬人民幣)	8,183	8,172	9,366	10,679	12,057
同比增長 (%)	28.2	(0.1)	14.6	14.0	12.9
淨利潤 (百萬人民幣)	728	513	671	863	1,051
每股收益 (人民幣)	0.302	0.206	0.269	0.346	0.422
每股收益變動 (%)	2.3	(31.8)	30.9	28.5	21.8
市場預測每股收益 (人民幣)	n/a	n/a	0.270	0.320	n/a
市盈率(x)	41.0	56.5	41.7	33.2	26.3
市帳率(x)	4.4	4.1	3.8	3.6	3.4
股息率 (%)	1.4	1.0	1.4	1.8	2.3
權益收益率 (%)	10.5	7.0	9.2	11.0	13.0
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$16.32
(此前目標價)	HK\$5.84)
潛在升幅	+17.7%
當前股價	HK\$13.86

中國體育用品行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬港元)	36,340
3 月平均流通量 (百萬港元)	248.19
52 周內股價高/低 (港元)	14.20/2.23
總股本 (百萬)	2,622.0

資料來源：彭博

股東結構

丁水波家族	52.27%
鄧普頓投資	2.38%
摩根大通銀行	4.62%
員工激勵計畫	4.01%
自由流通	36.72%

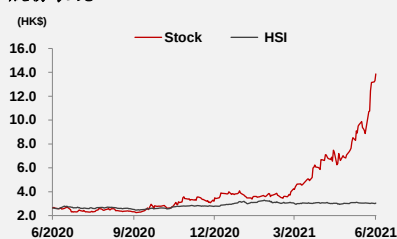
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	87.9%	88.8%
3-月	212.9%	219.3%
6-月	315.6%	283.5%
12-月	392.6%	326.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	8,183	8,172	9,543	11,030	12,485
鞋類	4,653	5,047	5,965	6,997	8,016
服飾	3,344	2,964	3,408	3,852	4,275
配件	185	161	169	181	194
銷售成本	(4,632)	(4,973)	(5,702)	(6,500)	(7,267)
毛利	3,550	3,198	3,841	4,530	5,218
其它收入	308	307	258	276	287
營運支出	(2,625)	(2,588)	(2,892)	(3,356)	(3,769)
銷售及分銷成本	(1,718)	(1,537)	(1,808)	(2,111)	(2,412)
管理費用	(711)	(827)	(837)	(980)	(1,070)
研發費用	(195)	(223)	(248)	(265)	(287)
其它運營費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	1,234	918	1,206	1,450	1,736
融資成本淨額	(111)	(140)	(133)	(144)	(142)
合資及聯營企業	(2)	(17)	(33)	(10)	16
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	1,121	762	1,040	1,296	1,611
所得稅	(390)	(257)	(333)	(402)	(483)
減: 非控制股東權益	4	(8)	5	12	14
淨利潤	728	513	702	882	1,113

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	1,234	918	1,206	1,450	1,736
折舊和攤銷	185	318	331	342	347
營運資金變動	36	(320)	(443)	(480)	(471)
已繳納所得稅	(334)	(325)	(333)	(402)	(483)
其它	(343)	(272)	(133)	(144)	(142)
經營活動所得現金流	778	320	628	766	986
資本開支	(97)	(207)	(143)	(165)	(187)
聯營公司	(35)	(20)	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(1,913)	800	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,045)	573	(143)	(165)	(187)
股份發行	1,187	31	-	-	-
淨借貸	386	(77)	1,003	-	-
支付股息	(436)	(279)	(356)	(472)	(594)
其它	(98)	(55)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,039	(380)	647	(472)	(594)
現金增加淨額	(227)	513	1,131	129	205
年初現金及現金等價物	3,196	2,970	3,472	4,603	4,732
匯兌	1	(11)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,970	3,472	4,603	4,732	4,937

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	3,057	3,544	3,324	3,137	2,994
固定資產	662	796	850	915	997
無形資產和商譽	1,738	1,528	1,287	1,045	803
預付租金	104	573	573	573	573
合資及聯營公司投資	197	218	185	175	192
其它非流動資產	356	429	429	429	429
流動資產	9,266	9,027	10,995	12,032	13,124
現金及現金等價物	2,970	3,472	4,603	4,732	4,937
存貨	1,046	975	1,118	1,274	1,424
貿易和其他應收款	2,910	3,236	3,779	4,367	4,944
預付款	818	899	1,050	1,213	1,373
其它流動資產	1,522	446	446	446	446
流動負債	3,671	3,334	3,728	4,156	4,572
銀行貸款	1,086	642	642	642	642
應付款	1,420	1,479	1,696	1,933	2,161
應計費用和其他應付款	981	1,052	1,228	1,420	1,607
應付稅款	115	86	86	86	86
其它流動負債	69	75	75	75	75
非流動負債	1,691	1,939	2,942	2,942	2,942
銀行貸款	1,269	1,516	1,516	1,516	1,516
遞延收入	-	-	1,003	1,003	1,003
遞延所得稅	280	237	237	237	237
其它	142	186	186	186	186
少數股東權益	-	-	5	17	31
淨資產總額	6,960	7,299	7,645	8,055	8,574
股東權益	6,960	7,299	7,645	8,055	8,574

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
鞋類	56.9	61.8	62.5	63.4	64.2
服飾	40.9	36.3	35.7	34.9	34.2
配件	2.3	2.0	1.8	1.6	1.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	43.4	39.1	40.2	41.1	41.8
經營利潤率	15.1	11.2	12.6	13.1	13.9
稅前利率	13.7	9.3	10.9	11.7	12.9
淨利潤率	8.9	6.3	7.4	8.0	8.9
有效稅率	34.7	33.0	31.0	30.8	30.3
資產負債比率					
流動比率 (X)	2.5	2.7	2.9	2.9	2.9
速動比率 (X)	2.2	2.4	2.6	2.6	2.6
現金比率 (X)	0.8	1.0	1.2	1.1	1.1
平均庫存周轉天數	82	72	72	72	72
平均應收款周轉天數	130	145	145	145	145
平均應付帳款天數	112	109	109	109	109
債務 / 股本比率 (%)	34	30	41	39	37
淨負債 / 股東權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	10.5	7.0	9.2	11.0	13.0
資產回報率	5.9	4.1	4.9	5.8	6.9
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.30	0.21	0.28	0.35	0.44
每股股息 (人民幣)	0.18	0.12	0.17	0.21	0.26
每股帳面價值 (人民幣)	2.79	2.87	3.00	3.16	3.37

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國 2000 年金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法(經修訂)規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號 201731928D) 在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第 289 章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。