

特步國際 (1368 HK, HK\$3.72, 未評級) — 16 財年業績遜於市場預期

- ❖ **特步國際 16 財年業績受一次性的服裝訂單調整，和童裝關店的撥備拖累。**特步 16 財年的銷售/淨利潤低於市場預期 3.7%/ 23%，增長放緩至 1.9%/ -15.2%（市場預期為 5%/ 10%）。我們認為業績令人沮喪的原因是 1) 服裝需求弱於預期，按年同比下降 8%，而導致了訂貨會訂單重新調整（這解釋了 1.9% 的銷售增長與原先計劃 16 財年訂貨會高單位數銷售增長之間的偏差），2) 電子商務銷售增長放緩，從上半年的 100% 增長放緩至下半年的 40% 增長，3) 最重要的是，應收賬款撥備人民幣 2.22 億元，以應付 350 家童裝店的關閉（另外還有人民幣 1.90 億元應收賬款，是屬於其餘 250 家正在營運的童裝店，還沒有作出撥備）。此外，毛利率的擴張和廣告費用的下降速度超過了勞動力和研發費用的上升，使得撥備前的經營利潤率提高了 3.1 個百分點至 21.1%。
- ❖ **17 財年/ 18 財年利潤將會被下調，反映的需求比預期更疲弱和進一步撥備的風險。**我們預計市場將會削減 17 財年/ 18 財年銷售額 7.0%/ 9.0%，因為 1) 需求比預期更疲弱，尤其是在體育休閒服裝和兒童服裝方面，剛剛公佈的訂貨會銷售額增長從 17 財年 1 季度的中單位數降到 17 財年 2 季度的低單位數，2) 電子商務增長預期下降至 30%/ 15%，而淨利潤 17 財年/ 18 財年將會被削減 20%/ 14%，因為 1) 童裝應收帳款有進一步撥備的潛在風險，我們擔心清理庫存的舉動（通常涉及大量折扣）會損害品牌形象，對未來銷售增長帶來壓力，2) 更高的人工和研發費用（在 16 財年分別同比增長 18%/ 13%）。總而言之，我們預計 17 年/ 18 年的淨利潤將上升 14% 和 17%。
- ❖ **特步童裝需要改革。**特步的童裝表現遠不如其他同行。在關店和撥備之前，它只佔銷售的中單位數，佔商店總數的 8.6%（2015 財年 7000 家門店中的 600 家），但卻佔據超過 18% 的應收款（佔人民幣 22.7 億應收帳款中的大約 4 億元）。在銷售方面，其貢獻亦遠低於 361 度（1361 HK）和安踏（2020 HK）的 32% 和 10%，而其增長率亦然，特步童裝銷售額在 16 財年下降了大約 50%，而 361 度和安踏卻錄得 10% 和 30% 的增長。展望未來，特步童裝將進行全面改革，通過與特步主品牌利用相同的資源改善其產品的設計，營銷，銷售渠道，新系列產品將於 17 財年晚些時候推出。
- ❖ **估值並不吸引。**現價為 13 倍 16 財年和 12 倍 17 年財年的市盈率，歷史平均值為 10 倍，股息率亦為 4.5%。我們認為目前的價格相對昂貴。

胡永匡

 walterwoo@cmbi.com.hk
(852)-3761-8776
特步國際(1368 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$3.72
市值(港幣百萬)	8,257
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	12.0
52 周高/低(港幣)	4.654/3.130
發行股數(百萬)	2,219.5
主要股東	丁水波 (59.8%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.8%	1.9%
3 月	8.8%	-1.5%
6 月	0.0%	-4.0%

來源: 彭博

過去一年股價

來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬人民幣)	4,778	4,295	5,561
淨利潤 (百萬人民幣)	478	623	528
每股收益 (人民幣)	0.218	0.288	0.237
每股收益變動 (%)	(21.1)	30.2	(15.2)
市盈率(x)	14.1	10.7	13.6
市帳率(x)	1.42	1.36	1.42
股息率 (%)	4.3	5.6	4.5
權益收益率 (%)	10.4	13.0	10.7
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16A
收入	4,777.6	5,295.1	5,396.6
鞋類	3,042.8	3,258.1	3,525.4
服裝	1,687.6	1,926.6	1,764.8
配飾	47.2	110.3	106.4
銷售成本	(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
銷售費用	(798.6)	(982.6)	(850.8)
行政費用	(360.8)	(446.3)	(440.0)
其他收益	(127.6)	(31.7)	(222.2)
息稅前收益	808.7	921.0	917.0
淨融資成本	(38.4)	(27.8)	(51.4)
聯營公司	-	-	-
特殊收入	-	-	-
稅前利潤	770.3	893.2	865.6
所得稅	(284.3)	(256.6)	(292.6)
非控制股東權益	(8.0)	(14.0)	(45.1)
淨利潤	478.0	622.6	527.8

來源: 公司

資產負債表

非流動資產	917.3	1,063.2	956.9
物業、廠房及設備	585.4	591.5	618.0
無形資產和商譽	2.2	3.2	5.1
聯營公司的權益	-	-	-
合營公司的權益	-	-	-
其他金融資產	48.0	172.0	82.0
遞延稅項資產	-	-	-
購買物業、廠房及設備預付款項	281.8	296.5	251.7
貿易及其他應收賬款	-	-	-
流動資產	6,947.1	7,050.8	7,217.1
其他金融資產	471.3	102.4	1.2
存貨	569.0	398.4	459.6
貿易及其他應收賬款	1,913.6	2,273.2	2,510.9
受限制銀行結餘	856.2	669.8	1,398.8
現金及現金等價物	3,137.1	3,607.0	2,846.5
流動負債	2,350.3	2,966.4	3,029.5
銀行借款	1,221.7	1,489.4	1,501.6
預收款項	323.0	536.4	543.7
貿易及其他應付賬款	728.9	895.8	896.1
即期稅項	76.7	44.9	88.2
撥備	-	-	-
非流動負債	803.8	275.9	121.7
帶息借款	617.4	121.2	-
遞延稅項	121.2	109.7	109.3
撥備	65.2	45.0	12.4
資產淨額	4,710.3	4,871.7	5,022.8
-	-	-	-
非控股權益	9.9	19.8	69.3
權益股東應占總權益	4,700.5	4,851.9	4,953.4

來源: 公司

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14E	FY15A	FY16A
息稅前收益	808.7	921.0	917.0
折舊和攤銷	(40.6)	(52.1)	(67.0)
營運資金變動	(416.6)	163.4	(509.8)
稅務開支	(281.2)	(248.6)	(297.7)
其他	24.3	2.8	303.2
經營活動所得現金淨額	94.6	786.5	345.8
購置固定資產	(106.4)	(58.7)	(93.7)
聯營公司	326.0	90.0	-
其他	(757.7)	365.3	(473.6)
投資活動所得現金淨額	(538.1)	396.6	(567.2)
股份發行	2.5	35.7	62.4
淨銀行借貸	300.7	(307.5)	(227.9)
股息	(287.7)	(316.7)	(393.7)
其他	1.8	(131.2)	16.9
融資活動所得現金淨額	17.2	(719.7)	(542.2)
現金增加淨額	(426.3)	463.4	(763.6)
年初現金及現金等價物	3,563.4	3,137.1	3,607.0
匯兌	0.0	6.4	3.2
年末現金及現金等價物	3,137.1	3,607.0	2,846.5

來源: 公司

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16A
銷售組合 (%)			
鞋類	63.7	61.5	65.3
服裝	35.3	36.4	32.7
配飾	1.0	2.1	2.0
總額	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	40.8	42.2	43.2
稅前利率	16.1	16.9	16.0
息稅前收益	10.0	11.8	9.8
核心淨利潤率	-	-	-
有效稅率	36.9	28.7	33.8

增長 (%)

收入	10.0	10.8	1.9
毛利	11.4	14.9	4.2
淨利潤率	(9.7)	13.9	(0.4)
淨利潤	(21.1)	30.3	(15.2)
核心淨利潤	29.3	20.0	16.9

資產負債比率

流動比率 (x)	2.7	2.2	2.2
平均應收賬款周轉天數	113.8	130.4	142.2
平均應付帳款周轉天數	94.0	106.9	106.7
平均存貨周轉天數	73.4	47.5	54.7
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	10.2	12.8	10.7
資產回報率	6.1	7.7	6.5

每股數據

每股盈利 (人民幣)	0.22	0.288	0.237
每股股息 (人民幣)	0.13	0.173	0.144
每股賬面值 (人民幣)	2.16	2.267	2.273

來源: 公司

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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)2000年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 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。