

特步國際 (1368 HK)

四季度不錯，但 20 財年一季可能會有短暫拖累

目標價調低至 4.47 港元，但因為估值偏低所以維持買入評級，基於 12 倍 20 財年市盈率（由於投資者信心減弱而從 13 倍下調），並下調 20/21 財年每股盈利預測約 5%。由於特步業務更多集中在中國的中部（湖北及湖南），我們相信公司將受到肺炎疫情影響。

- **19 財年四季度零售銷售增長有改善。**特步在 19 財年四季度實現了 20% 以上的零售銷售增長，高於招銀國際證券的高雙位數字預測，並且較 2019 年第三季度的 20% 增長有所加快。同店銷售亦見低雙位數增長（對比 2019 年第三季度的 10%），零售折扣改善至 75-80 折（對比 2019 年第三季度的 75-78 折），管道庫存則穩定在四個月水平（與 2019 年三季度持平）。
- **目前重點關注疫情的影響。**鑒於 18 財年四季度的高基數及 2019 年的暖冬，其實公司 19 財年四季度數據理想。不過，我們認為投資者或更擔憂近期武漢肺炎為公司所帶來的負面影響。
- **與經銷商相比，品牌受到的影響較小，但仍會拖累未來增長。**我們相信由於品牌業務（如特步和其他國內知名品牌）屬批發性質，受疫情影響較小。相反，分銷商（如滔搏或寶勝）的銷售則直接受到衝擊。我們認為，在疫情爆發期間（包括 2020 年春節）商鋪人流減少，儘管有一些業主主動減租，但銷情淡靜加上固定成本損失（基本工資加上折舊攤銷），仍然嚴重損害經銷商的淨利潤。我們認為，這些經濟損失主要由經銷商承擔，而疫情對品牌造成的負面影響將打擊 20 財年四季度和 21 財年一季度的訂貨會的訂單，因而拖低 20/21 財年的財務數字。
- **粗略估計，我們認為 20 財年一季零售銷售增長下降約 15% 並不令人意外（原預期增長約 15%）。**如我們假設 20 財年零售銷售增長在一個半月內下跌 50%（從 1 月下旬至 3 月，春節亦算在內），那麼 20 財年一季總體零售銷售或會下跌約 15%，並令 20 財年四季度及 21 財年一季度的訂貨會訂單增長帶來 8% 下幅，儘管消費者或會將需求轉移至電商。
- **維持買入評級，但下調目標價至 4.47 港元。**我們下調 20/21 財年每股盈利預測 4.8%/ 5.5%，以反映未來訂貨會訂單減少（由於投資者信心減弱，將 20 財年預測市盈率從 13 倍下調至 12 倍）。公司目前估值為 9 倍 20 財年預測市盈率，低於其 5 年平均值的 12 倍。需要注意特步的股價已從 2020 年 1 月的高位回調 23%（多於李寧/安踏的 19%/ 15%）。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	5,113	6,383	8,224	9,780	10,923
同比增長 (%)	(5.2)	24.8	28.8	18.9	11.7
淨利潤 (百萬人民幣)	408	657	695	798	942
每股收益 (人民幣)	0.184	0.295	0.286	0.320	0.378
每股收益變動 (%)	(22.6)	60.6	(2.9)	11.8	18.0
市盈率(x)	15.8	10.0	10.3	9.2	7.8
市帳率(x)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
股息率 (%)	6.4	6.0	5.8	6.5	7.7
權益收益率 (%)	7.9	12.3	11.5	11.5	12.8
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$4.47
(此前目標價)	HK\$5.09
潛在升幅	+30.3%
當前股價	HK\$3.43

中國體育用品行業

胡永匡

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

公司數據

市值(百萬港元)	8,618
3 月平均流通量(百萬港元)	25.14
52 周內股價高/低(港元)	6.74/3.39
總股本(百萬)	2,512.4

數據源：彭博

股東結構

丁水波家族	53.89%
鄧普頓投資	2.62%
員工激勵計劃	4.01%
自由流通	39.48%

數據源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-15.4%	-8.6%
3-月	-25.5%	-23.4%
6-月	-35.4%	-34.0%
12-月	-30.2%	-26.0%

數據源：彭博

股份表現



數據源：彭博

審計師：安永

近期報告

1. 特步國際 (1368 HK) - 新品牌需一定時間及資源投入 - 2019 年 11 月 22 日
2. 特步國際 (2020 HK) - 為了公司未來更長期的增長 - 2019 年 8 月 22 日
3. 中國運動服裝業 - 全速增長 - 2019 年 7 月 24 日

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼: CMBR

本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	5,113	6,383	8,224	9,780	10,923
鞋類	3,258	3,925	4,936	5,762	6,355
服飾	1,759	2,327	3,141	3,864	4,405
配件	96	131	147	154	164
銷售成本	(2,869)	(3,555)	(4,604)	(5,516)	(6,141)
毛利	2,244	2,828	3,620	4,264	4,782
其它收入	158	196	210	236	247
營運支出	(1,678)	(1,980)	(2,698)	(3,223)	(3,541)
折舊和攤銷	(16)	(8)	(142)	(269)	(275)
員工成本	(626)	(738)	(889)	(1,120)	(1,269)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(292)	(623)	(950)	(1,092)	(1,179)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(745)	(611)	(718)	(742)	(818)
其它運營費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	725	1,044	1,133	1,277	1,488
融資成本淨額	(54)	(68)	(87)	(90)	(88)
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	671	976	1,045	1,186	1,400
所得稅	(224)	(306)	(340)	(380)	(448)
減: 非控制股東權益	38	13	10	8	10
淨利潤	408	657	695	798	942

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前利潤	725	1,044	1,133	1,277	1,488
折舊和攤銷	48	60	186	321	336
營運資金變動	(119)	(513)	(457)	(327)	(319)
已繳納所得稅	(259)	(309)	(340)	(380)	(448)
其它	164	(128)	(87)	(90)	(88)
經營活動所得現金流	558	154	435	801	970
資本開支	(123)	(72)	(123)	(245)	(164)
聯營公司	(10)	(1)	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	408	(208)	(1,700)	-	-
投資活動所得現金淨額	275	(281)	(1,823)	(245)	(164)
股份發行	7	(31)	1,164	-	-
淨借貸	421	(10)	-	-	-
支付股息	(271)	(459)	(410)	(454)	(523)
其它	(3)	(11)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	154	(511)	754	(454)	(523)
現金增加淨額	987	(637)	(634)	102	282
年初現金及現金等價物	2,847	3,832	3,196	2,562	2,664
匯兌	(1)	1	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,832	3,196	2,562	2,664	2,947

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	1,052	1,139	2,776	2,699	2,527
固定資產	646	641	695	859	927
無形資產和商譽	47	105	1,687	1,447	1,206
預付租金	267	279	279	279	279
合資及聯營公司投資	-	114	114	114	114
其它非流動資產	92	-	-	-	-
流動資產	7,882	8,060	8,390	9,255	10,164
現金及現金等價物	3,832	3,196	2,562	2,664	2,947
存貨	718	836	1,047	1,209	1,346
貿易和其他應收款	1,807	2,115	2,659	3,081	3,442
預付款	572	727	937	1,115	1,245
其它流動資產	953	1,186	1,186	1,186	1,186
流動負債	2,489	3,278	3,786	4,221	4,530
銀行貸款	831	1,483	1,483	1,483	1,483
應付款	1,028	879	1,138	1,364	1,518
應計費用和其他應付款	565	861	1,110	1,320	1,474
應付稅款	66	54	54	54	54
其它流動負債	-	1	1	1	1
非流動負債	1,116	590	590	590	590
銀行貸款	1,019	461	461	461	461
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	97	107	107	107	107
其它	-	22	22	22	22
少數股東權益	-	-	10	19	29
淨資產總額	5,329	5,331	6,781	7,125	7,543
股東權益	5,329	5,331	6,781	7,125	7,543

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
鞋類	63.7	61.5	60.0	58.9	58.2
服飾	34.4	36.5	38.2	39.5	40.3
配件	1.9	2.1	1.8	1.6	1.5
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	43.9	44.3	44.0	43.6	43.8
經營利潤率	14.2	16.4	13.8	13.1	13.6
稅前利率	13.1	15.3	12.7	12.1	12.8
淨利潤率	8.0	10.3	8.5	8.2	8.6
有效稅率	33.5	31.4	32.5	32.0	32.0
資產負債比率					
流動比率(X)	3.2	2.5	2.2	2.2	2.2
速動比率(X)	2.9	2.2	1.9	1.9	1.9
現金比率(X)	1.5	1.0	0.7	0.6	0.7
平均庫存周轉天數	91	86	83	80	80
平均應收款周轉天數	129	121	118	115	115
平均應付帳款天數	131	90	90	90	90
債務/股本比率(%)	35	36	29	27	26
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	7.7	12.3	10.3	11.2	12.5
資產回報率	4.6	7.1	6.2	6.7	7.4
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.18	0.30	0.29	0.32	0.38
每股股息(人民幣)	0.19	0.18	0.17	0.19	0.23
每股賬面價值(人民幣)	2.40	2.40	2.72	2.86	3.03

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。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去 12 個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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

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士。

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。