

特步国际 (1368 HK)

核心品牌复苏推动估值修复

销售趋势复苏迭加行业估值修复，我们认为特步的风险回报十分吸引。上调评级至买入，并提升目标价至 3.63 港元，基于 13 倍 2021 年预测市盈率（此前为 10 倍）。值得一提的是，运动服行业龙头整体估值已由去年末的 25 倍 2 年预测市盈率上升至现在的 32 倍。

- **四季度表现良好。**我们现在对特步的核心品牌更加乐观，由于其零售增速在九月提升至两位数，且十月表现更好，三季度只为中单位数。线下及在线管道表现均令人鼓舞。线下业务客流量回升，而在线业务则由于天猫销售增长加速及向更多平台（唯品会、拼多多）扩张。我们认为增长动力是归因于 1) 今年更早到来且更寒冷的冬天以及 2) 公司在四季度更积极的使用微信商店及小程序。
- **现金流仍然是主要业务目标。**迭加销售情况好转，我们预计管道库存及应收账款天数将在四季度继续改善，而零售折扣或将保持在 30% 至 35%。
- **第一家多品牌集合店“X-street”表现良好。**特步于 11 月 8 日在厦门开设了第一家多品牌集合店，该店面积 1,500 平米，设有特步高端系列如林书豪系列、Palladium、Saucony、及 Merrell 产品。品牌代言人谢霆锋亦参加了盛大的开幕，该店一天之内就创造了 500 万元人民币营业额。
- **未来重点会在 Saucony 而非 Merrell。**管理层维持 2020 财年开设 30 至 50 家门店的目标，但其中大多数会是 Saucony 品牌。而年初至今新开的 20 家门店，目前业绩算是符合管理层预期。但是，要达到收支平衡应该还要在 22 财年才能实现。我们预测 20 及 21 财年分别亏损约 3,600 及 6,500 万元人民币。
- **K-Swiss 收支平衡的目标时间有所推迟，而 Palladium 将开设更多自有门店。**由于美国及欧洲第二波疫情来袭，我们认为未来 K&P 要实现收支平衡可能会超过 3.5 年。此外，由于 E-Land 将关闭更多表现不佳的门店，特步计划在中国为 Palladium 开设更多自有门店。对于 K&P，我们预计 20 财年销售额下降 22%，并亏损约 1,500 万美元（约 1 亿元人民币）。
- **上调至买入评级，目标价提升至 3.63 港元。**我们上调 20/21/22 财年每股利润 1%/6%/2%，以反映更快的核心品牌增速及更好的营运成本控制。基于 13 倍 21 财年预测市盈率，上调评级至买入，并提升目标价至 3.63 港元（此前为 10 倍）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业额 (百万人民币)	6,383	8,183	8,309	9,399	10,366
同比增长 (%)	24.8	28.2	1.5	13.1	10.3
净利润 (百万人民币)	657	728	454	622	780
每股收益 (人民币)	0.295	0.302	0.182	0.250	0.313
每股收益变动 (%)	60.6	2.3	(39.7)	37.2	25.4
市场预测每股收益(人民币)	不适用	不适用	0.204	0.285	0.341
市盈率(x)	8.7	8.6	14.3	10.4	8.3
市帐率(x)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
股息率 (%)	6.9	6.8	4.2	5.8	7.2
权益收益率 (%)	12.3	10.5	6.4	8.4	10.1
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (上调)

目标价	HK\$3.63
(此前目标价)	HK\$2.73)
潜在升幅	+24.8%
当前股价	HK\$3.91

中国体育用品行业

胡永匡

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

公司数据

市值(百万港元)	7,374
3 月平均流通量(百万港元)	15.86
52 周内股价高/低(港元)	4.58/2.04
总股本(百万)	2,534.0

数据源：彭博

股东结构

丁水波家族	53.89%
邓普顿投资	2.62%
员工激励计划	4.01%
自由流通	39.48%

数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	17.5%	7.8%
3-月	25.5%	16.3%
6-月	-3.0%	-10.6%
12-月	-35.7%	-32.4%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	6,383	8,183	8,309	9,399	10,366
鞋类	3,925	4,653	4,856	5,609	6,238
服饰	2,327	3,344	3,278	3,605	3,930
配件	131	185	176	185	198
销售成本	(3,555)	(4,632)	(4,989)	(5,529)	(6,051)
毛利	2,828	3,550	3,321	3,870	4,315
其它收入	196	308	291	216	223
营运支出	(1,980)	(2,625)	(2,718)	(2,991)	(3,264)
销售及分销成本	(1,357)	(1,718)	(1,658)	(1,899)	(2,102)
管理费用	(456)	(711)	(827)	(847)	(913)
研发费用	(166)	(195)	(233)	(244)	(249)
其它运营费用	-	-	-	-	-
息税前收益	1,044	1,234	894	1,095	1,274
融资成本净额	(68)	(111)	(115)	(95)	(99)
合资及联营企业	-	(2)	(36)	(65)	(15)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	976	1,121	742	936	1,160
所得税	(306)	(390)	(282)	(309)	(371)
减: 非控制股东权益	13	4	7	5	8
净利润	657	728	454	622	780

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	1,044	1,234	894	1,095	1,274
折旧和摊销	60	185	317	330	341
营运资金变动	(513)	36	286	(285)	(249)
已缴纳所得税	(309)	(334)	(282)	(309)	(371)
其它	(128)	(343)	(115)	(95)	(99)
经营活动所得现金流	154	778	1,099	737	896
资本开支	(72)	(97)	(208)	(141)	(155)
联营公司	(1)	(35)	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(208)	(1,913)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(281)	(2,045)	(208)	(141)	(155)
股份发行	(31)	1,187	-	-	-
净借贷	(10)	386	-	-	-
支付股息	(459)	(436)	(334)	(336)	(433)
其它	(11)	(98)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(511)	1,039	(334)	(336)	(433)
现金增加净额	(637)	(227)	558	261	308
年初现金及现金等价物	3,832	3,196	2,970	3,527	3,788
汇兑	1	1	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,196	2,970	3,527	3,788	4,096

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	1,139	3,057	2,911	2,657	2,456
固定资产	641	662	791	843	898
无形资产和商誉	105	1,738	1,499	1,258	1,017
预付租金	279	104	104	104	104
合资及联营公司投资	114	197	161	96	81
其它非流动资产	-	356	356	356	356
流动资产	8,060	9,266	9,774	10,628	11,471
现金及现金等价物	3,196	2,970	3,527	3,788	4,096
存货	836	1,046	1,162	1,288	1,409
贸易和其他应收款	2,115	2,910	2,732	3,090	3,408
预付款	727	818	830	939	1,036
其它流动资产	1,186	1,522	1,522	1,522	1,522
流动负债	3,278	3,671	3,907	4,215	4,502
银行贷款	1,483	1,086	1,086	1,086	1,086
应付款	879	1,420	1,640	1,818	1,989
应计费用和其他应付款	861	981	996	1,126	1,242
应付税款	54	115	115	115	115
其它流动负债	1	69	69	69	69
非流动负债	590	1,691	1,691	1,691	1,691
银行贷款	461	1,269	1,269	1,269	1,269
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	107	280	280	280	280
其它	22	142	142	142	142
少数股东权益	-	-	7	11	19
净资产总额	5,331	6,960	7,080	7,366	7,714
股东权益	5,331	6,960	7,080	7,366	7,714

主要比率

年结:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
鞋类	61.5	56.9	58.4	59.7	60.2
服饰	36.5	40.9	39.4	38.4	37.9
配件	2.1	2.3	2.1	2.0	1.9
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	44.3	43.4	40.0	41.2	41.6
经营利润率	16.4	15.1	10.8	11.7	12.3
税前利率	15.3	13.7	8.8	10.0	11.2
净利润率	10.3	8.9	5.4	6.3	7.6
有效税率	31.4	34.7	36.2	30.7	31.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
速动比率 (x)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
现金比率 (x)	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
平均库存周转天数	86	82	85	85	85
平均应收款周转天数	121	130	120	120	120
平均应付帐款天数	90	112	120	120	120
债务/股本比率 (%)	36	34	33	32	31
净负债/股东权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	12.3	10.5	6.4	8.4	10.1
资产回报率	7.1	5.9	3.6	4.7	5.6
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.30	0.30	0.18	0.25	0.31
每股股息 (人民币)	0.18	0.18	0.11	0.15	0.19
每股账面价值 (人民币)	2.40	2.79	2.84	2.96	3.10

数据来源: 公司及招银国际证券预测

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之分析员，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。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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作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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。