

# 特步国际 (1368 HK)

## 国潮的热潮可望持续

我们对特步未来的零售销售和订货会订单增长保持快速感到乐观，受惠于越趋健康的库存水平和零售折扣改善。因此我们仍然认为它的风险回报合理且有进一步上涨空间。维持买入评级，基于分类加总估值法(SOTP)，将目标价上调至 16.32 港元，相当于约 39 倍 22 财年市盈率（之前为 14 倍）。现价估值为 33 倍 22 财年市盈率。

- **良好的零售销售势头将推动未来更快的增长。** 尽管和 21 年 4-5 月的强劲增长相比（比一季度更快），6 月上旬的零售销售增长已有所放缓（引述自管理层），但由于品牌在 618 节期间的出色表现（全渠道销售(GMV) 达到 3 亿人民币以上，在天猫/京东/其他直播平台上的销售增长为 40%+/ 300%+/ 400%+），我们仍保持乐观。我们对 22 财年更为乐观，因为在渠道库存水平偏低，经销商盈利能力改善和未来单价进一步上涨的支持下，21 年一二季度的订货会订单可能更强劲。
- **国潮成长空间充足。** 我们认为特步近期取得的成功并非是偶然的，这是由于多年来对产品功能性和时尚设计的大量投资，例如于 20 财年下半年和 21 财年第一季度推出，而且大受欢迎的 160X 跑鞋系列以及与少林的跨界系列，而新疆棉花事件只是令众多国内消费者需求爆发的触发点。我们还看到 2021 年的特步与 2018 年的李宁之间的某些相似之处，并预计特步将会推进一步加大投入（更多本地化营销和创新产品）令品牌力进一步提升（产品单价和其他品牌有望收窄）。我们有信心特步核心品牌在 20-23 财年实现至少 10-15% 的销售/ 15-20% 的净利润增长。
- **我们认为高瓴的投资是比较长线的。** 高瓴以可换股债券的形式向特步/ 特步环球 (K-Swiss 和 Palladium 的拥有者) 投资约 5 亿元人民币/ 6500 万美元，票面利率为 1.8%/ 0%，转换价为 10.24 港元/ 2.6 亿美元市值，投资期限为 6 年/ 10 年，行使后将导致股本稀释约 2%/ 20%。我们十分同意管理层的看法，高瓴是能够从营运滔搏中汲取的经验，在数字化和管理外国品牌方面提供宝贵的意见。此外 1.4 倍 22 财年市销率的估值也并不太高。
- **维持买入评级，上调目标价至 16.32 港元。** 我们将 21 财年/ 22 财年/ 23 财年的每股盈利预测上调 2%/ 0%/ 4%，考虑到：1) 好于预期的销售增长、毛利率和经营杠杆，2) 更高的利息成本。现价估值为 33 倍 22 财年市盈率。我们维持买入评级，并将目标价上调至 16.32 港元，基于分类加总估值法 (SOTP，特步为 35 倍市盈率，K-Swiss 和 Palladium 为成本价，合资企业为 2.5 倍市销率)，之前为 14 倍 22 财年市盈率。

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A  | FY21E | FY22E  | FY23E  |
|----------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 营业额 (百万人民币)    | 8,183 | 8,172  | 9,366 | 10,679 | 12,057 |
| 同比增长 (%)       | 28.2  | (0.1)  | 14.6  | 14.0   | 12.9   |
| 净利润 (百万人民币)    | 728   | 513    | 671   | 863    | 1,051  |
| 每股收益 (人民币)     | 0.302 | 0.206  | 0.269 | 0.346  | 0.422  |
| 每股收益变动 (%)     | 2.3   | (31.8) | 30.9  | 28.5   | 21.8   |
| 市场预测每股收益(人民币)  | n/a   | n/a    | 0.270 | 0.320  | n/a    |
| 市盈率(x)         | 41.0  | 56.5   | 41.7  | 33.2   | 26.3   |
| 市帐率 (x)        | 4.4   | 4.1    | 3.8   | 3.6    | 3.4    |
| 股息率 (%)        | 1.4   | 1.0    | 1.4   | 1.8    | 2.3    |
| 权益收益率 (%)      | 10.5  | 7.0    | 9.2   | 11.0   | 13.0   |
| 净负债比率 (%)      | 净现金   | 净现金    | 净现金   | 净现金    | 净现金    |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

### 买入 (维持)

|         |           |
|---------|-----------|
| 目标价     | HK\$16.32 |
| (此前目标价) | HK\$5.84) |
| 潜在升幅    | +17.7%    |
| 当前股价    | HK\$13.86 |

### 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)        | 36,340     |
| 3 月平均流通量 (百万港元) | 248.19     |
| 52 周内股价高/低 (港元) | 14.20/2.23 |
| 总股本 (百万)        | 2,622.0    |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|        |        |
|--------|--------|
| 丁水波家族  | 52.27% |
| 邓普顿投资  | 2.38%  |
| 摩根大通银行 | 4.62%  |
| 员工激励计划 | 4.01%  |
| 自由流通   | 36.72% |

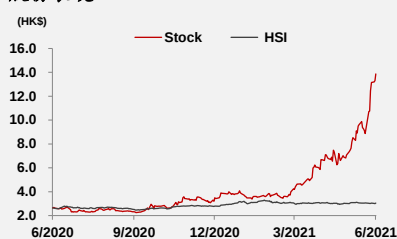
资料来源：港交所，彭博

#### 股价表现

|      | 绝对回报   | 相对回报   |
|------|--------|--------|
| 1-月  | 87.9%  | 88.8%  |
| 3-月  | 212.9% | 219.3% |
| 6-月  | 315.6% | 283.5% |
| 12-月 | 392.6% | 326.5% |

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：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) | FY19A   | FY20A   | FY21E   | FY22E   | FY23E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入             | 8,183   | 8,172   | 9,543   | 11,030  | 12,485  |
| 鞋类               | 4,653   | 5,047   | 5,965   | 6,997   | 8,016   |
| 服饰               | 3,344   | 2,964   | 3,408   | 3,852   | 4,275   |
| 配件               | 185     | 161     | 169     | 181     | 194     |
| 销售成本             | (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     |
| 营运支出             | (2,625) | (2,588) | (2,892) | (3,356) | (3,769) |
| 销售及分销成本          | (1,718) | (1,537) | (1,808) | (2,111) | (2,412) |
| 管理费用             | (711)   | (827)   | (837)   | (980)   | (1,070) |
| 研发费用             | (195)   | (223)   | (248)   | (265)   | (287)   |
| 其它运营费用           | -       | -       | -       | -       | -       |
| 息税前收益            | 1,234   | 918     | 1,206   | 1,450   | 1,736   |
| 融资成本净额           | (111)   | (140)   | (133)   | (144)   | (142)   |
| 合资及联营企业          | (2)     | (17)    | (33)    | (10)    | 16      |
| 特殊项目             | -       | -       | -       | -       | -       |
| 税前利润             | 1,121   | 762     | 1,040   | 1,296   | 1,611   |
| 所得税              | (390)   | (257)   | (333)   | (402)   | (483)   |
| 减: 非控制股东权益       | 4       | (8)     | 5       | 12      | 14      |
| 净利润              | 728     | 513     | 702     | 882     | 1,113   |

### 现金流量表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A   | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 息税前利润            | 1,234   | 918   | 1,206 | 1,450 | 1,736 |
| 折旧和摊销            | 185     | 318   | 331   | 342   | 347   |
| 营运资金变动           | 36      | (320) | (443) | (480) | (471) |
| 已缴纳所得税           | (334)   | (325) | (333) | (402) | (483) |
| 其它               | (343)   | (272) | (133) | (144) | (142) |
| 经营活动所得现金流        | 778     | 320   | 628   | 766   | 986   |
| 资本开支             | (97)    | (207) | (143) | (165) | (187) |
| 联营公司             | (35)    | (20)  | -     | -     | -     |
| 利息收入             | -       | -     | -     | -     | -     |
| 其它               | (1,913) | 800   | -     | -     | -     |
| 投资活动所得现金净额       | (2,045) | 573   | (143) | (165) | (187) |
| 股份发行             | 1,187   | 31    | -     | -     | -     |
| 净借贷              | 386     | (77)  | 1,003 | -     | -     |
| 支付股息             | (436)   | (279) | (356) | (472) | (594) |
| 其它               | (98)    | (55)  | -     | -     | -     |
| 融资活动所得现金净额       | 1,039   | (380) | 647   | (472) | (594) |
| 现金增加净额           | (227)   | 513   | 1,131 | 129   | 205   |
| 年初现金及现金等价物       | 3,196   | 2,970 | 3,472 | 4,603 | 4,732 |
| 汇兑               | 1       | (11)  | -     | -     | -     |
| 年末现金及现金等价物       | 2,970   | 3,472 | 4,603 | 4,732 | 4,937 |

### 资产负债表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E  | FY22E  | FY23E  |
|------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 非流动资产            | 3,057 | 3,544 | 3,324  | 3,137  | 2,994  |
| 固定资产             | 662   | 796   | 850    | 915    | 997    |
| 无形资产和商誉          | 1,738 | 1,528 | 1,287  | 1,045  | 803    |
| 预付租金             | 104   | 573   | 573    | 573    | 573    |
| 合资及联营公司投资        | 197   | 218   | 185    | 175    | 192    |
| 其它非流动资产          | 356   | 429   | 429    | 429    | 429    |
| 流动资产             | 9,266 | 9,027 | 10,995 | 12,032 | 13,124 |
| 现金及现金等价物         | 2,970 | 3,472 | 4,603  | 4,732  | 4,937  |
| 存货               | 1,046 | 975   | 1,118  | 1,274  | 1,424  |
| 贸易和其他应收款         | 2,910 | 3,236 | 3,779  | 4,367  | 4,944  |
| 预付款              | 818   | 899   | 1,050  | 1,213  | 1,373  |
| 其它流动资产           | 1,522 | 446   | 446    | 446    | 446    |
| 流动负债             | 3,671 | 3,334 | 3,728  | 4,156  | 4,572  |
| 银行贷款             | 1,086 | 642   | 642    | 642    | 642    |
| 应付款              | 1,420 | 1,479 | 1,696  | 1,933  | 2,161  |
| 应计费用和其他应付款       | 981   | 1,052 | 1,228  | 1,420  | 1,607  |
| 应付税款             | 115   | 86    | 86     | 86     | 86     |
| 其它流动负债           | 69    | 75    | 75     | 75     | 75     |
| 非流动负债            | 1,691 | 1,939 | 2,942  | 2,942  | 2,942  |
| 银行贷款             | 1,269 | 1,516 | 1,516  | 1,516  | 1,516  |
| 递延收入             | -     | -     | 1,003  | 1,003  | 1,003  |
| 递延所得税            | 280   | 237   | 237    | 237    | 237    |
| 其它               | 142   | 186   | 186    | 186    | 186    |
| 少数股东权益           | -     | -     | 5      | 17     | 31     |
| 净资产总额            | 6,960 | 7,299 | 7,645  | 8,055  | 8,574  |
| 股东权益             | 6,960 | 7,299 | 7,645  | 8,055  | 8,574  |

### 主要比率

| 年结:12月31日      | FY19A    | FY20A    | FY21E    | FY22E    | FY23E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售组合 (%)       |          |          |          |          |          |
| 鞋类             | 56.9     | 61.8     | 62.5     | 63.4     | 64.2     |
| 服饰             | 40.9     | 36.3     | 35.7     | 34.9     | 34.2     |
| 配件             | 2.3      | 2.0      | 1.8      | 1.6      | 1.6      |
| 合计             | 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     |
| 经营利润率          | 15.1     | 11.2     | 12.6     | 13.1     | 13.9     |
| 税前利率           | 13.7     | 9.3      | 10.9     | 11.7     | 12.9     |
| 净利润率           | 8.9      | 6.3      | 7.4      | 8.0      | 8.9      |
| 有效税率           | 34.7     | 33.0     | 31.0     | 30.8     | 30.3     |
| 资产负债比率         |          |          |          |          |          |
| 流动比率 (X)       | 2.5      | 2.7      | 2.9      | 2.9      | 2.9      |
| 速动比率 (X)       | 2.2      | 2.4      | 2.6      | 2.6      | 2.6      |
| 现金比率 (X)       | 0.8      | 1.0      | 1.2      | 1.1      | 1.1      |
| 平均库存周转天数       | 82       | 72       | 72       | 72       | 72       |
| 平均应收款周转天数      | 130      | 145      | 145      | 145      | 145      |
| 平均应付帐款天数       | 112      | 109      | 109      | 109      | 109      |
| 债务/股本比率 (%)    | 34       | 30       | 41       | 39       | 37       |
| 净负债/股东权益比率 (%) | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 回报率 (%)        |          |          |          |          |          |
| 资本回报率          | 10.5     | 7.0      | 9.2      | 11.0     | 13.0     |
| 资产回报率          | 5.9      | 4.1      | 4.9      | 5.8      | 6.9      |
| 每股数据(人民币)      |          |          |          |          |          |
| 每股盈利 (人民币)     | 0.30     | 0.21     | 0.28     | 0.35     | 0.44     |
| 每股股息 (人民币)     | 0.18     | 0.12     | 0.17     | 0.21     | 0.26     |
| 每股账面价值 (人民币)   | 2.79     | 2.87     | 3.00     | 3.16     | 3.37     |

资料来源: 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内容的分析员，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士。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。