

# 特步國際 (1368 HK)

## 穩健的業務復蘇可望帶動估值重估

我們預計公司的零售流水將在存貨水準相當健康的情況下，保持快速增長，毛利率將觸底反彈，新品牌的拖累也將在21財年收窄。我們認為公司的風險回報十分吸引，估值也有望修復。維持買入評級，並將目標價上調至5.84港元，基於14倍22財年市盈率不變。現價估值在12/9倍21/22財年的市盈率。

- **20財年淨利潤超預期，主要受惠於高效的成本管控。**公司20財年淨利潤同比只下降29%，好於招銀/市場預期15%/13%，主要由於廣告費用和折舊和攤銷都好於預期，儘管毛利率略低。剔除19財年下半年出售子公司和20財年下半年Supra品牌的一次性收益，20財年下半年淨利潤同比增長24%，較上半年的同比下降47%，有顯著的改善。
- **2021年1到2月零售額同比增長50%（較2019年增長5%）。**21年1到2月零售同比增長50%，有望超過招銀預計21年1季度的31%增長，且遠遠快於20年4季度的高單位數增長。該增速不僅是受惠於：1）有利的天氣，而且也受以下的因素幫助：2）強勁的電商增長勢頭；3）產品升級（例如推出配有碳纖維板的標誌性跑鞋“160X”）和市場行銷（例如與少林和薑子牙的跨界合作）及4）隨著更多大面積的門店開業，銷售面積也會有所增長。公司有信心在21-23財年，實現核心品牌，10-15%的零售流水增長。
- **零售折扣和庫存水準都在改善。**21年1到2月的零售折扣下降至約30%，對比20年4季度的30%-35%，繼續改善。公司預計在21財年，管道庫存水準會逐漸恢復正常，至4-4.5個月，而20年4季度為低於5個月。
- **新品牌的拖累，在21財年將逐漸減少。**公司對於Saucony的前景充滿信心，因為在20財年，專業選手的對品牌都有很積極回饋。所以公司計畫在21財年新開30-50家店，這些新店的初期虧損約為5,000萬元人民幣左右。對於Palladium，公司打算在21財年將開設30-50家自營門店，而對於K-Swiss，公司在22財年前都不會作大規模擴張。總而言之，21財年新品牌和合資企業的相關虧損對比20財年將有所收窄。
- **維持買入評級，並上調目標價至5.84港元。**我們將21/22財年每股收益預測上調9%/7%，以反映：1）快於預期的核心品牌增長，好於預期的毛利率和低於預期的運營支出（例如馬拉松比賽的廣告費用）。我們認為目前12/9倍的21/22財年市盈率，十分吸引，所以維持買入評級，並上調目標價至5.84港元，基於14倍22財年市盈率不變。

### 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)	11.0	15.2	11.5	8.9	7.3
市帳率(x)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
股息率(%)	5.4	3.8	5.2	6.7	8.2
權益收益率(%)	10.5	7.2	9.0	10.9	12.6
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\$5.84
(此前目標價)	HK\$5.09
潛在升幅	+33.7%
當前股價	HK\$3.72

### 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)	9,475
3月平均流通量(百萬港元)	27.64
52周內股價高/低(港元)	4.35/2.04
總股本(百萬)	2,547.0

資料來源：彭博

#### 股東結構

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

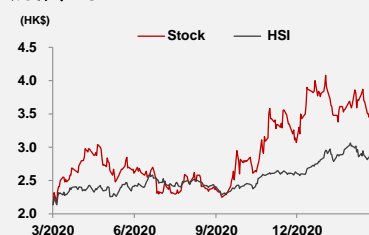
資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.6%	7.8%
3-月	21.2%	9.2%
6-月	56.3%	30.0%
12-月	60.3%	21.6%

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
<b>銷售收入</b>	<b>8,183</b>	<b>8,172</b>	<b>9,366</b>	<b>10,679</b>	<b>12,057</b>
鞋類	4,653	5,047	5,847	6,747	7,737
服飾	3,344	2,964	3,349	3,751	4,126
配件	185	161	169	181	194
<b>銷售成本</b>	<b>(4,632)</b>	<b>(4,973)</b>	<b>(5,558)</b>	<b>(6,227)</b>	<b>(6,985)</b>
毛利	3,550	3,198	3,808	4,452	5,072
其它收入	308	307	253	267	277
<b>營運支出</b>	<b>(2,625)</b>	<b>(2,588)</b>	<b>(2,920)</b>	<b>(3,344)</b>	<b>(3,760)</b>
銷售及分銷成本	(1,718)	(1,537)	(1,825)	(2,120)	(2,425)
管理費用	(711)	(827)	(852)	(967)	(1,057)
研發費用	(195)	(223)	(244)	(256)	(277)
其它運營費用	-	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>(2,625)</b>	<b>(2,588)</b>	<b>(2,920)</b>	<b>(3,344)</b>	<b>(3,760)</b>
融資成本淨額	(111)	(140)	(94)	(98)	(95)
合資及聯營企業	(2)	(17)	(52)	(14)	23
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>1,121</b>	<b>762</b>	<b>995</b>	<b>1,263</b>	<b>1,517</b>
所得稅	(390)	(257)	(318)	(392)	(455)
減: 非控制股東權益	4	(8)	5	9	11
<b>淨利潤</b>	<b>728</b>	<b>513</b>	<b>671</b>	<b>863</b>	<b>1,051</b>

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>息稅前利潤</b>	<b>1,234</b>	<b>918</b>	<b>1,140</b>	<b>1,376</b>	<b>1,589</b>
折舊和攤銷	185	317	330	341	345
營運資金變動	36	327	(313)	(342)	(353)
已繳納所得稅	(334)	(257)	(318)	(392)	(455)
其它	(343)	(140)	(94)	(98)	(95)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>778</b>	<b>1,166</b>	<b>745</b>	<b>885</b>	<b>1,031</b>
資本開支	(97)	(204)	(140)	(160)	(181)
聯營公司	(35)	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(1,913)	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(2,045)</b>	<b>(204)</b>	<b>(140)</b>	<b>(160)</b>	<b>(181)</b>
股份發行	1,187	-	-	-	-
淨借貸	386	-	-	-	-
支付股息	(436)	(309)	(348)	(457)	(571)
其它	(98)	-	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>1,039</b>	<b>(309)</b>	<b>(348)</b>	<b>(457)</b>	<b>(571)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(227)</b>	<b>652</b>	<b>257</b>	<b>268</b>	<b>280</b>
年初現金及現金等價物	3,196	2,970	3,622	3,879	4,147
匯兌	1	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>2,970</b>	<b>3,622</b>	<b>3,879</b>	<b>4,147</b>	<b>4,427</b>

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>非流動資產</b>	<b>3,057</b>	<b>2,927</b>	<b>2,686</b>	<b>2,491</b>	<b>2,350</b>
固定資產	662	788	839	899	977
無形資產和商譽	1,738	1,499	1,258	1,017	776
預付租金	104	104	104	104	104
合資及聯營公司投資	197	180	129	115	138
其它非流動資產	356	356	356	356	356
<b>流動資產</b>	<b>9,266</b>	<b>9,806</b>	<b>10,711</b>	<b>11,698</b>	<b>12,745</b>
現金及現金等價物	2,970	3,622	3,879	4,147	4,427
存貨	1,046	1,158	1,294	1,450	1,627
貿易和其他應收款	2,910	2,687	3,079	3,511	3,964
預付款	818	817	936	1,067	1,205
其它流動資產	1,522	1,522	1,522	1,522	1,522
<b>流動負債</b>	<b>3,671</b>	<b>3,885</b>	<b>4,220</b>	<b>4,598</b>	<b>5,012</b>
銀行貸款	1,086	1,086	1,086	1,086	1,086
應付款	1,420	1,635	1,827	2,047	2,296
應計費用和其它應付款	981	979	1,122	1,280	1,445
應付稅款	115	115	115	115	115
其它流動負債	69	69	69	69	69
<b>非流動負債</b>	<b>1,691</b>	<b>1,691</b>	<b>1,691</b>	<b>1,691</b>	<b>1,691</b>
銀行貸款	1,269	1,269	1,269	1,269	1,269
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	280	280	280	280	280
其它	142	142	142	142	142
<b>少數股東權益</b>	<b>-</b>	<b>-8</b>	<b>-3</b>	<b>6</b>	<b>16</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>6,960</b>	<b>7,164</b>	<b>7,488</b>	<b>7,894</b>	<b>8,375</b>
<b>股東權益</b>	<b>6,960</b>	<b>7,164</b>	<b>7,488</b>	<b>7,894</b>	<b>8,375</b>

### 主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>銷售組合 (%)</b>					
鞋類	56.9	61.8	62.4	63.2	64.2
服飾	40.9	36.3	35.8	35.1	34.2
配件	2.3	2.0	1.8	1.7	1.6
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	43.4	39.1	40.7	41.7	42.1
經營利潤率	15.1	11.2	12.2	12.9	13.2
稅前利率	13.7	9.3	10.6	11.8	12.6
淨利潤率	8.9	6.3	7.2	8.1	8.7
有效稅率	34.7	33.0	30.4	30.7	30.5
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
速動比率 (x)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
現金比率 (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
平均庫存周轉天數	82	85	85	85	85
平均應收款周轉天數	130	120	120	120	120
平均應付帳款天數	112	120	120	120	120
債務/股本比率 (%)	34	33	31	30	28
淨負債/股東權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	10.5	7.2	9.0	10.9	12.6
資產回報率	5.9	4.0	5.0	6.1	7.0
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利 (人民幣)	0.30	0.21	0.27	0.35	0.42
每股股息 (人民幣)	0.18	0.12	0.16	0.21	0.25
每股帳面價值 (人民幣)	2.79	2.88	3.01	3.17	3.36

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。