

# 特步國際 (1368 HK)

## 新品牌需一定時間及資源投入

目標價調低至 5.09 港元，但因為估值偏低所以維持買入評級，基於 13 倍 20 財年市盈率（由於增速放緩而從 16 倍下調）。我們目前對特步在 19 財年四季度和 20 財年的增長變得更為謹慎，因為：1) 品牌勢頭減弱和 2) 合資企業和新品牌的初始投資（虧損）。

■ **零售流水增長可能會放緩。**我們預計特步在未來六個月（19 年財年四季度和 20 財年一季度的零售流水增速將放緩至 15%-20%，而 19 財年三季度約為 20%，原因是：1) 可能更暖和的天氣；2) 2020 年的春節來得早一點（與 2019 年相比，大約提前兩週），3) 公司更注重優化零售折扣並維持健康的渠道庫存（今年雙 11 銷售僅僅有 14% 的增長，說明公司對折扣比較敏感），以及 4) 由於 6s 代門店的覆蓋率已達到九成，商店升級對店效拉動相對少（第八代店的試行才剛剛開始）。

■ **核心品牌的增長在 20 財年可能回落到低雙位數，但利潤率應可持續。**我們預計 20 財年特步核心品牌銷售將有約 12% 的增長，這與未來零售流水的潛在放緩和近期訂貨會的需求疲弱吻合。我們亦預計核心品牌利潤率（包括毛利率和淨利潤率）將保持穩定，在 20 財年約為 10.3%（而在 19 財年約為 10%）。

■ **合資公司（Saucony 和 Merrell），K-Swiss, Palladium 和其他公司需要一段投資期。**我們估計在 20 財年，Saucony / Merrell 將有 30-40 / 20-30 家新店，而 21 財年每家都將有 100+ 家新店。如果可以實現門店層面的盈虧平衡，那麼可以通過讓分銷商/加盟商開店來加速擴張。但在此之前，我們預計 19 財年 / 20 財年合資公司的淨虧損約為 10-20 百萬元人民幣 / 20-30 百萬元人民幣。對於 E-land Footwear 公司，我們估計 19 財年 / 20 財年的銷售額為 5 億人民幣 / 13 億人民幣（去年為 14.41 億人民幣），因為 K-Swiss 的重組可能需要 18-24 個月，而毛利率將穩定在 38% 左右。如果不包括 6,500 萬元的一次性存貨跌價損失，在 19 財年 / 20 財年應能實現經營層面的盈虧平衡。

■ **林書豪（Jeremy Lin）的特許經營權潛力巨大，但要做財務預測還為時過早。**根據百度指數，林書豪（Jeremy Lin）在 19 年頭 11 個月的搜索量為 9,577，比克萊·湯普森（Klay Thompson）的 1,827 和德懷恩·韋德（Dwyane Wade）的 3,840 高得多，這要歸功於他龐大的粉絲群和在 CBA 出色的表現（本賽季到目前為止）。我們確實認為，特步絕對可以利用林書豪（Jeremy Lin）帶來更多的增長，但是，擴張計劃目前還是小心謹慎，在 19 財年四季的貢獻亦是十分有限的。在 20 財年後期也許會有更清晰的發展策略和預測。

■ **維持買入評級，但下調目標價至 5.09 港元。**我們將 19 財年 / 20 財年 / 21 財年的每股盈利預測下調了 8.6% / 6.8% / 6.1%，以反映以下因素：1) 訂貨會增長放緩，2) 新收購和新品牌相關支出超出預期。公司現價估值相當於 11 倍 20 財年市盈率，低於其五年平均的 12 倍。

### 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	10,014	11,240
同比增長 (%)	(5.2)	24.8	28.8	21.8	12.2
淨利潤 (百萬人民幣)	408	657	695	838	997
每股收益 (人民幣)	0.184	0.295	0.286	0.336	0.400
每股收益變動 (%)	(22.6)	60.6	(2.9)	17.4	19.0
市盈率(x)	19.3	12.3	12.6	10.8	9.0
市帳率(x)	1.5	1.5	1.3	1.3	1.2
股息率 (%)	5.2	4.9	4.7	5.6	6.6
權益收益率 (%)	7.9	12.3	11.5	12.0	13.5
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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。

### 買入(維持)

目標價	HK\$5.09
(此前目標價)	HK\$6.72)
潛在升幅	+21.0%
當前股價	HK\$4.21

### 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)	10,577
3月平均流通量(百萬港元)	46.56
52周內股價高/低(港元)	6.74/3.81
總股本(百萬)	2,512.4

資料來源：彭博

#### 股東結構

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

資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.3%	-8.9%
3-月	-25.2%	-27.0%
6-月	-3.2%	0.1%
12-月	4.6%	0.5%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

#### 審計師：安永

#### 近期報告

1. 特步國際 (1368 HK) - 為未來的發展奠定基礎 - 2019年8月22日
2. 中國運動用品行業 - 2019財年上半年業績預覽：全速增長 - 2019年7月24日
3. 特步國際 (1368 HK) - 重大併購落實消除市場疑慮 - 2019年5月3日

## 財務分析

### 利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E
<b>銷售收入</b>	<b>5,113</b>	<b>6,383</b>	<b>8,224</b>	<b>10,014</b>	<b>11,240</b>
鞋類	3,258	3,925	4,936	5,933	6,561
服飾	1,759	2,327	3,141	3,927	4,516
配件	96	131	147	154	164
	0	0	0	0	0
<b>銷售成本</b>	<b>(2,869)</b>	<b>(3,555)</b>	<b>(4,604)</b>	<b>(5,646)</b>	<b>(6,317)</b>
<b>毛利</b>	<b>2,244</b>	<b>2,828</b>	<b>3,620</b>	<b>4,368</b>	<b>4,923</b>
<b>其它收入</b>	<b>158</b>	<b>196</b>	<b>210</b>	<b>241</b>	<b>254</b>
<b>營運支出</b>	<b>(1,678)</b>	<b>(1,980)</b>	<b>(2,698)</b>	<b>(3,273)</b>	<b>(3,607)</b>
研發成本	(16)	(8)	(142)	(269)	(275)
員工成本	(626)	(738)	(889)	(1,120)	(1,269)
銷售及分銷成本(撇除員工成本,研發成本)	(292)	(623)	(950)	(1,126)	(1,224)
管理費用(不包括員工成本,研發成本)	(745)	(611)	(718)	(758)	(839)
其它運營費用	-	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>725</b>	<b>1,044</b>	<b>1,133</b>	<b>1,336</b>	<b>1,570</b>
融資成本淨額	(54)	(68)	(87)	(91)	(89)
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>671</b>	<b>976</b>	<b>1,045</b>	<b>1,246</b>	<b>1,482</b>
所得稅	(224)	(306)	(340)	(399)	(474)
減:非控制股東權益	38	13	10	9	10
<b>淨利潤</b>	<b>408</b>	<b>657</b>	<b>695</b>	<b>838</b>	<b>997</b>

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E
<b>息稅前利潤</b>	<b>725</b>	<b>1,044</b>	<b>1,133</b>	<b>1,336</b>	<b>1,570</b>
折舊和攤銷	48	60	186	322	337
營運資金變動	(119)	(513)	(457)	(392)	(342)
已繳納所得稅	(259)	(309)	(340)	(399)	(474)
其它	164	(128)	(87)	(91)	(89)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>558</b>	<b>154</b>	<b>435</b>	<b>777</b>	<b>1,003</b>
資本開支	(123)	(72)	(123)	(250)	(169)
聯營公司	(10)	(1)	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	408	(208)	(1,700)	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>275</b>	<b>(281)</b>	<b>(1,823)</b>	<b>(250)</b>	<b>(169)</b>
股份發行	7	(31)	1,164	-	-
淨借貸	421	(10)	-	-	-
支付股息	(271)	(459)	(410)	(467)	(552)
其它	(3)	(11)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>154</b>	<b>(511)</b>	<b>754</b>	<b>(467)</b>	<b>(552)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>987</b>	<b>(637)</b>	<b>(634)</b>	<b>60</b>	<b>282</b>
年初現金及現金等價物	2,847	3,832	3,196	2,562	2,622
匯兌	(1)	1	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>3,832</b>	<b>3,196</b>	<b>2,562</b>	<b>2,622</b>	<b>2,904</b>

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E
<b>非流動資產</b>	<b>1,052</b>	<b>1,139</b>	<b>2,776</b>	<b>2,705</b>	<b>2,537</b>
固定資產	646	641	695	864	937
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	-	-	-	-
<b>流動資產</b>	<b>7,882</b>	<b>8,060</b>	<b>8,390</b>	<b>9,341</b>	<b>10,296</b>
現金及現金等價物	3,832	3,196	2,562	2,622	2,904
存貨	718	836	1,047	1,237	1,384
貿易和其他應收款	1,807	2,115	2,659	3,155	3,541
預付款	572	727	937	1,141	1,281
其它流動資產	953	1,186	1,186	1,186	1,186
<b>流動負債</b>	<b>2,489</b>	<b>3,278</b>	<b>3,786</b>	<b>4,285</b>	<b>4,616</b>
銀行貸款	831	1,483	1,483	1,483	1,483
應付款	1,028	879	1,138	1,396	1,561
應計費用和其他應付款	565	861	1,110	1,351	1,517
應付稅款	66	54	54	54	54
其它流動負債	-	1	1	1	1
<b>非流動負債</b>	<b>1,116</b>	<b>590</b>	<b>590</b>	<b>590</b>	<b>590</b>
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
<b>少數股東權益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>30</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>5,329</b>	<b>5,331</b>	<b>6,781</b>	<b>7,152</b>	<b>7,597</b>
<b>股東權益</b>	<b>5,329</b>	<b>5,331</b>	<b>6,781</b>	<b>7,152</b>	<b>7,597</b>

### 主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E
<b>銷售組合(%)</b>					
鞋類	63.7	61.5	60.0	59.2	58.4
服飾	34.4	36.5	38.2	39.2	40.2
配件	1.9	2.1	1.8	1.5	1.5
合計	<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	43.9	44.3	44.0	43.6	43.8
經營利潤率	14.2	16.4	13.8	13.3	14.0
稅前利率	13.1	15.3	12.7	12.4	13.2
淨利潤率	8.0	10.3	8.5	8.4	8.9
有效稅率	33.5	31.4	32.5	32.0	32.0
<b>資產負債比率</b>					
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	0.6
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
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	7.7	12.3	10.3	11.7	13.1
資產回報率	4.6	7.1	6.2	7.0	7.8
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利(人民幣)	0.18	0.30	0.29	0.34	0.40
每股股息(人民幣)	0.19	0.18	0.17	0.20	0.24
每股帳面價值(人民幣)	2.40	2.40	2.72	2.87	3.05

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。