

特步國際 (1368 HK)

四季度超預期，有望帶動估值重估

特步四季度流水增長亮麗，快於同行，且庫存水準更健康。因此，我們認為其風險回報吸引，估值有望重估。維持買入評級，並將目標價上調至5.09港元，基於14倍22財年預測市盈率（之前為13倍21財年）。當前股價相當於14/11倍21/22財年預測市盈率。

- **在品牌持續升級所推動下，四季度零售增速超預期。**特步四季度核心品牌零售流水同比增長高單位數，快於招銀國際預測的5%，亦高於第三季度的中單位數，甚至快於安踏的低單位數增長。除了較早和較冷的冬天，特步還對行銷、產品、電商和線下進行了一系列升級。例如：1) 雙十一期間行銷方式更年輕化；2) 推出更多中國文化產品（例如，天乘系列）和跨界產品（例如，特步 x 少林），3) 開設更多旗艦店（例如，廈門的“X-STREET”和深圳的特步第9代店）。
- **儘管四季度零售折扣穩定，但庫存水準持續改善。**除了增長，其他指標亦令人相當鼓舞，儘管零售折扣為30%至35%（與三季度相同），但特步的庫銷比降低比低於5個月（三季度約5個月），甚至優於安踏的約5個月。
- **但我們認為，K-swiss 和 Palladium 生意仍然艱難。**隨著第二波新冠肺炎繼續在歐盟和美國肆虐，電商佔比較少的 K-swiss 和 Palladium 或比其他領先品牌會遭受更大打擊。因此我們預計20財年銷售將同比下降31%（此前預測為22%），但由於採取更嚴格的成本管控，虧損將保持在1500萬美元（約合1億元人民幣）。
- **特步估值有望復蘇。**我們十分同意特步的估值應該有所折讓（相較安踏和李寧），因為特步的市場份額較小，財務狀況較弱且增長較慢（主要相較 FILA 和李寧）。但是，鑒於其四季度業績好於行業，我們認為約70%、處於歷史高位的折讓水準（5年平均為50%）並不合理。因此，如果21財年核心品牌基本面持續改善，我們認為折讓縮小到50%左右不會令人驚訝。
- **維持買入評級，目標價上調至5.09港元。**我們將20/21/22財年每股收益預測調整-1%/+5%/+6%，以考慮到K&P銷售額降幅超出預期和特步核心品牌銷售額增長較快。基於14/11倍21/22財年預測市盈率的具有吸引力的估值，維持買入評級，並將目標價上調至5.09港元，相當於14倍22財年預測市盈率（之前為13倍21財年）。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業額(百萬人民幣)	6,383	8,183	8,109	9,252	10,204
同比增長(%)	24.8	28.2	(0.9)	14.1	10.3
淨利潤(百萬人民幣)	657	728	446	617	810
每股收益(人民幣)	0.295	0.302	0.179	0.248	0.325
每股收益變動(%)	60.6	2.3	(40.7)	38.3	31.4
市場預測每股收益(人民幣)	n/a	n/a	0.192	0.270	0.322
市盈率(x)	11.3	11.3	19.0	13.8	10.5
市帳率(x)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1
股息率(%)	5.2	5.2	3.2	4.4	5.7
權益收益率(%)	12.3	10.5	6.3	8.4	10.5
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、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$5.09
(此前目標價)	HK\$3.63)
潛在升幅	+33.7%
當前股價	HK\$3.81

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)	9,704
3月平均流通量(百萬港元)	27.14
52周內股價高/低(港元)	4.45/2.04
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	21.3%	13.3%
3-月	35.1%	15.3%
6-月	63.5%	43.6%
12-月	-14.2%	-12.7%

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)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	6,383	8,183	8,109	9,252	10,204
鞋類	3,925	4,653	4,823	5,584	6,209
服飾	2,327	3,344	3,110	3,484	3,797
配件	131	185	176	185	198
銷售成本	(3,555)	(4,632)	(4,887)	(5,517)	(5,990)
毛利	2,828	3,550	3,222	3,735	4,214
其它收入	196	308	284	213	219
營運支出	(1,980)	(2,625)	(2,624)	(2,866)	(3,113)
(1,357)	(1,718)	(1,627)	(1,849)	(2,036)	
銷售及分銷成本	(456)	(711)	(770)	(777)	(832)
管理費用	(166)	(195)	(227)	(241)	(245)
研發費用	-	-	-	-	-
其它運營費用	1,044	1,234	881	1,081	1,320
息稅前收益	(68)	(111)	(115)	(94)	(99)
融資成本淨額	-	(2)	(36)	(60)	(18)
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	976	1,121	730	927	1,204
稅前利潤	(306)	(390)	(277)	(306)	(385)
所得稅	13	4	7	5	8
減: 非控制股東權益	657	728	446	617	810
淨利潤	6,383	8,183	8,109	9,252	10,204

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	1,044	1,234	881	1,081	1,320
折舊和攤銷	60	185	317	330	340
營運資金變動	(513)	36	338	(292)	(249)
已繳納所得稅	(309)	(334)	(277)	(306)	(385)
其它	(128)	(343)	(115)	(94)	(99)
經營活動所得現金流	154	778	1,144	718	928
資本開支	(72)	(97)	(203)	(139)	(153)
聯營公司	(1)	(35)	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(208)	(1,913)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(281)	(2,045)	(203)	(139)	(153)
股份發行	(31)	1,187	-	-	-
淨借貸	(10)	386	-	-	-
支付股息	(459)	(436)	(331)	(332)	(443)
其它	(11)	(98)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(511)	1,039	(331)	(332)	(443)
現金增加淨額	(637)	(227)	610	248	332
年初現金及現金等價物	3,832	3,196	2,970	3,579	3,827
匯兌	1	1	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,196	2,970	3,579	3,827	4,159

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	1,139	3,057	2,906	2,655	2,451
固定資產	641	662	787	836	890
無形資產和商譽	105	1,738	1,499	1,258	1,017
預付租金	279	104	104	104	104
合資及聯營公司投資	114	197	161	101	84
其它非流動資產	-	356	356	356	356
流動資產	8,060	9,266	9,716	10,600	11,451
現金及現金等價物	3,196	2,970	3,579	3,827	4,159
存貨	836	1,046	1,138	1,285	1,395
貿易和其它應收款	2,115	2,910	2,666	3,042	3,355
預付款	727	818	810	925	1,020
其它流動資產	1,186	1,522	1,522	1,522	1,522
流動負債	3,278	3,671	3,849	4,193	4,463
銀行貸款	1,483	1,086	1,086	1,086	1,086
應付款	879	1,420	1,607	1,814	1,969
應計費用和其它應付款	861	981	972	1,109	1,223
應付稅款	54	115	115	115	115
其它流動負債	1	69	69	69	69
非流動負債	590	1,691	1,691	1,691	1,691
銀行貸款	461	1,269	1,269	1,269	1,269
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	107	280	280	280	280
其它	22	142	142	142	142
少數股東權益	-	-	7	11	20
淨資產總額	5,331	6,960	7,075	7,360	7,728
股東權益	5,331	6,960	7,075	7,360	7,728

主要比率

年結:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
鞋類	61.5	56.9	59.5	60.4	60.9
服飾	36.5	40.9	38.4	37.7	37.2
配件	2.1	2.3	2.2	2.0	1.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	44.3	43.4	39.7	40.4	41.3
經營利潤率	16.4	15.1	10.9	11.7	12.9
稅前利率	15.3	13.7	9.0	10.0	11.8
淨利潤率	10.3	8.9	5.5	6.7	7.9
有效稅率	31.4	34.7	36.2	31.0	31.5
資產負債比率					
流動比率 (X)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6
速動比率 (X)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3
現金比率 (X)	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
平均庫存周轉天數	86	82	85	85	85
平均應收款周轉天數	121	130	120	120	120
平均應付帳款天數	90	112	120	120	120
債務/股本比率 (%)	36	34	33	32	30
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	12.3	10.5	6.3	8.4	10.5
資產回報率	7.1	5.9	3.5	4.7	5.8
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.30	0.30	0.18	0.25	0.33
每股股息 (人民幣)	0.18	0.18	0.11	0.15	0.20
每股帳面價值 (人民幣)	2.40	2.79	2.84	2.95	3.10

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士。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。