



特步國際 (1368 HK)

為戶外運動和高端跑步作出投資

❖ 特步與 Wolverine World Wide 簽定合作，在中國發展“MERRELL”和“SAUCONY”品牌。特步（1368 HK）宣佈與 Wolverine World Wide (WWW US) 成立合資公司，並打算在中國，香港和澳門設計，營銷和分銷“Merrell”和“Saucony”這兩個品牌的產品。合營企業的初始投資將各自投資 1.55 億元人民幣（合共 3.1 億元人民幣）。我們認為這些資金能夠滿足合資公司在未來三年內的投資（19 財年到 21 財年）。

❖ 我們預計門店快速擴張的時間點會在 20 財年，那年財務壓力會相對更多。我們預計，在 20 財年，因為門店擴張加速，將帶來更多的成本（招銀國際預計為 2-4 千萬元人民幣，約占 20 財年預測淨利潤的 2.2%-4.5%）。而在 19 財年，由於合資公司將 1) 花費更多時間進行初步戰略規劃，2) 團隊建設，3) 產品研發和本地化設計以及 4) 市場測試，產生的成本會比較少。如果我們參考“Anta + Kolon”和“ANTA + Descente”的例子，這合作可能需要三年才能達到收支平衡，和五年時間才能產出有意義的利潤貢獻。

❖ 未來五年期望每個品牌可以開 400-500 家門店，我們認為成長空間十分廣闊。公司期望每個品牌的商店數量可能在五年內達到 400-500。在我們看來，這是合理可行的，因為在 18 財年，FILA 和 Skecher 在中國都分別擁有約 1,600 家和 800 家的門店。此外，根據 Euromonitor 的資料，2017 年整中國個運動服裝行業的銷售為 2121 億元人民幣。如果我們假設其中 10%/5% 來自專業跑步/戶外運動，那麼在 2017 財年的合計的市場規模將達到 318 億元人民幣，而特步在 2017 財年的銷售只是 51 億元人民幣，因此我們認為是有足夠空間讓“MERRELL”和“SAUCONY”切入和發展的。

❖ 特步擁有的正正是 WWW 所需要的。我們認為，一直以來，WWW 發展中國市場的原因比較慢的原因是：1) 缺乏本土化，跑鞋和戶外產品的時尚和功能主要不是針對中國人設計的，2) 缺乏營銷和品牌推廣，在贊助（體育賽事，如馬拉松，以及運動員和名星）的投資十分有限。然而，通過與特步合作，它可以獲得這兩種資源，因為特步擁有深厚的本地知識，大量的中國客戶數據以及作為中國馬拉松賽事最大贊助商的豐富經驗。

❖ 未來會有很多有效的協同作用。例如：1) 利用特步在中國強大的銷售網絡，2) “Merrell”可以幫助特步進入戶外運動領域，這是一個快於行業增長的子板塊，因為越來越多的中國運動員在尋找更具挑戰性的活動，3) “Saucony”可以說明特步捕捉需要更多優質跑步產品的客戶需求（平均銷售價格從 600 到 1200 人民幣不等，而特步 200 到 400 元人民幣），4) 特步產品可以獲得 WWW 在研發和技術上的支持，5) 供應鏈資源的共享，以及 6) 當公司擁有多品牌時，對租金議價能力更強。

❖ 維持買入及目標價 6.74 港元（上漲空間為 28%）。我們暫時尚未納入合資企業的影響。維持買入評級，目標價 6.74 港元，基於 17.0 倍的 19 財年預測市盈率。該股價相當於 13.3 倍 19 財年預測市盈率，對比李寧/安踏的 24.8 倍/20.3 倍仍然折讓約 40%。隨著特步逐漸向多品牌轉型和增長加速，我們預計差距會逐漸縮小。特步在 3 年的 PEG 方面也具有吸引力，只有 0.6 倍，低於中國行業平均水平的 0.8 倍。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	5,397	5,113	6,036	6,962	7,872
淨利潤 (百萬人民幣)	528	408	639	775	892
每股收益 (人民幣)	0.237	0.184	0.287	0.349	0.401
每股收益變動 (%)	(17.5)	(22.6)	56.4	21.4	15.1
市盈率 (x)	19.9	24.2	16.1	13.3	11.6
市帳率 (x)	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7
股息率 (%)	3.0	4.2	4.3	5.3	6.1
權益收益率 (%)	10.5	7.7	11.5	13.3	14.5
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$6.74
（前目標價）	HK\$6.74
潛在升幅	+27.8%
當前股價	HK\$5.27

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國服裝業

市值(百萬港元)	11,823
3 月平均流通量(百萬港元)	13.50
52 周內股價高/低(港元)	6.14/3.35
總股本(百萬)	2,223.2

資料來源：彭博

股東結構

吳健家族	60.50%
鄧普頓投資	4.00%
員工激勵計劃	4.01%
其他董事	0.17%
自由流通	31.32%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	7.4%	3.6%
3-月	23.0%	15.8%
6-月	6.8%	2.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.xtep.com.hk

圖 1: 根據跑者世界的評審，2018 年最佳的 5 款跑鞋

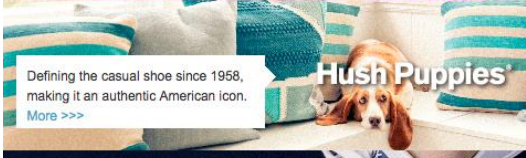
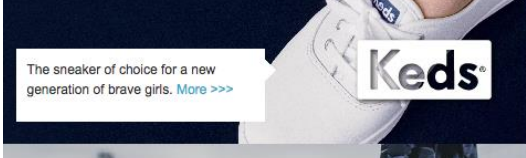

RUNNER'S WORLD

SHOES TRAINING NEWS

SUBSCRIBE NEWSLETTER  

資料來源：跑者世界，招銀國際研究

圖 2: Wolverine World Wide 旗下的品牌

 The gold standard in military and uniform footwear. More >>>	 Footwear for men and women inspired by hard work and driven by life. More >>>
 Best-in-class footwear fit for adventure. More >>>	 Bold footwear that embodies the spirit of the open road and those who proudly wear the brand. More >>>
 Defining the casual shoe since 1958, making it an authentic American icon. More >>>	 Offering among the highest level of protection available in safety footwear today. More >>>
 The sneaker of choice for a new generation of brave girls. More >>>	 Inspiring the outdoor athlete in everyone with footwear and apparel for on and off the trail. More >>>
 Award-winning footwear and apparel for runners everywhere. More >>>	 Created for performance, built with quality and designed for an enduring sense of style. More >>>

資料來源：公司數據，招銀國際研究

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	5,396.6	5,113.4	6,036.5	6,961.9	7,871.7
鞋類	3,525.4	3,257.8	3,731.4	4,248.2	4,736.9
服裝	1,764.8	1,759.5	2,199.3	2,595.2	3,010.4
配饰	106.4	96.2	105.8	118.5	124.4
销售成本	(3,065.3)	(2,868.9)	(3,392.0)	(3,896.5)	(4,403.7)
毛利	2,331.3	2,244.5	2,644.5	3,065.4	3,468.0
其他收入	98.7	158.3	172.6	171.2	162.1
销售费用	(850.8)	(911.4)	(1,017.1)	(1,148.3)	(1,286.1)
行政费用	(662.1)	(766.8)	(767.3)	(848.7)	(931.3)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	917.0	724.5	1,032.7	1,239.5	1,412.6
净融资成本	(51.4)	(53.8)	(75.1)	(77.0)	(74.9)
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	865.6	670.7	957.5	1,162.5	1,337.7
所得税	(292.6)	(224.4)	(316.0)	(383.6)	(441.4)
非控制股东权益	(45.1)	(38.2)	(2.9)	(3.5)	(4.0)
净利润	527.8	408.1	638.7	775.4	892.2

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY18E	FY18E
非流动资产	956.9	1,052	1,144	1,240	1,346
物业、厂房及设备	618.0	646	726	818	921
无形资产和商誉	5.1	7.5	10.7	8.4	6.3
土地使用权	10.5	-	8.4	15.1	20.2
投资型房地产	-	39.6	39.6	39.6	39.6
联营公司的权益	-	-	-	-	-
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	82.0	92.0	92.0	92.0	92.0
递延税项资产	-	-	-	-	-
购买物业、厂房及设备预付款项	241.3	266.8	266.8	266.8	266.8
流动资产	7,217.1	7,882	8,395	8,877	9,378
其他金融资产	1.2	1	1	1	1
存货	459.6	718	790	854	905
贸易及其他应收账款	2,510.9	2,379	2,743	2,973	3,253
受限制银行结余	1,398.8	952	952	952	952
现金及现金等价物	2,846.5	3,832	3,909	4,098	4,267
流动负债	3,029.5	2,489	2,878	3,161	3,443
银行借款	1,501.6	831	931	931	931
预收款项	543.7	565	667	769	869
贸易及其他应付账款	896.1	1,028	1,215	1,396	1,578
即期税项	88.2	66	66	66	66
拨备	-	-	-	-	-
非流动负债	121.7	1,116	1,116	1,116	1,116
带息借款	-	1,019	1,019	1,019	1,019
递延税项	109.3	97	97	97	97
拨备	12.4	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
资产净额	5,022.8	5,329	5,544	5,841	6,164
-	-	-	-	-	-
非控股权益	-	-	3	6	10
权益股东应占总权益	5,022.8	5,329	5,541	5,834	6,153

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY18E	FY18E
息稅前收益	917.0	725	1,033	1,240	1,413
折舊和攤銷	(106.0)	(48)	(59)	(71)	(85)
營運資金變動	(509.8)	(119)	(147)	(11)	(49)
稅務開支	(259.2)	(316)	(384)	(441)	(499)
其他	303.8	316	110	123	152
經營活動所得現金淨額	345.8	558	553	839	932
購置固定資產	(93.7)	(123)	(146)	(168)	(190)
聯營公司	(10.0)	-	-	-	-
其他	(463.6)	398	(5)	-	-
投資活動所得現金淨額	(567.2)	275	(151)	(168)	(190)
股份發行	62.4	7	-	-	-
淨銀行借貸	(227.9)	421	100	-	-
股息	(393.7)	(271)	(426)	(482)	(573)
其他	16.9	(3)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(542.2)	154	(326)	(482)	(573)
現金增加淨額	(763.6)	987	77	189	169
年初現金及現金等价物	3,607.0	2,847	3,832	3,909	4,098
匯兌	3.2	(1)	-	-	-
年末現金及現金等价物	2,846.5	3,832	3,909	4,098	4,267

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY18E	FY18E
銷售組合 (%)					
鞋類	65.3	63.7	61.8	61.0	60.2
服裝	32.7	34.4	36.4	37.3	38.2
配飾	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	43.2	43.9	43.8	44.0	44.1
稅前利率	16.0	13.1	15.9	16.7	17.0
息稅前收益	9.8	8.0	10.6	11.1	11.3
核心淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	33.8	33.5	33.0	33.0	33.0

增長 (%)

收入	1.9	(5.2)	18.1	15.3	13.1
毛利	4.2	(3.7)	17.8	15.9	13.1
淨利潤率	(0.4)	(21.0)	42.5	20.0	14.0
淨利潤	(15.2)	(22.7)	56.5	21.4	15.1
核心淨利潤	16.9	15.7	16.9	19.5	-

資產負債比率

流動比率 (x)	2.2	2.9	2.6	2.5	2.5
平均應收賬款周轉天數	142.2	128.9	125.0	115.0	110.0
平均應付賬款周轉天數	106.7	130.8	130.8	130.8	130.8
平均存貨周轉天數	54.7	91.3	85.0	80.0	75.0
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	10.5	7.7	11.5	13.3	14.5
資產回報率	6.5	4.6	6.7	7.7	8.3

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.24	0.18	0.29	0.35	0.40
每股股息(人民幣)	0.14	0.19	0.20	0.24	0.28
每股賬面值(人民幣)	2.26	2.40	2.49	2.62	2.77

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并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并不時自行及/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)2000 年英國不時修訂之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。