

## 特步国际 (1368 HK)

### 为户外运动和高端跑步作出投资

- ❖ 特步与 Wolverine World Wide 签定合作，在中国发展“MERRELL”和“SAUCONY”品牌。特步 (1368 HK) 宣布与 Wolverine World Wide (WWW US) 成立合资公司，并打算在中国，香港和澳门设计，营销和分销“Merrell”和“Saucony”这两个品牌的产品。合营企业的初始投资将各自投资 1.55 亿元人民币（合共 3.1 亿元人民币）。我们认为这些资金能够满足合资公司在未来三年内的投资（19 财年到 21 财年）。
- ❖ 我们预计门店快速扩张的时间点会在 20 财年，那年财务压力会相对更多。我们预计，在 20 财年，因为门店扩张加速，将带来更多的成本（招银国际预计为 2-4 千万元人民币，约占 20 财年预测净利润的 2.2%-4.5%）。而在 19 财年，由于合资公司将 1) 花费更多时间进行初步战略规划，2) 团队建设，3) 产品研发和本地化设计以及 4) 市场测试，产生的成本会比较少。如果我们参考“Anta + Kolon”和“ANTA + Descente”的例子，这合作可能需要三年才能达到收支平衡，和五年时间才能产出有意义的利润贡献。
- ❖ 未来五年期望每个品牌可以开 400-500 家门店，我们认为成长空间十分广阔。公司期望每个品牌的商店数量可能在五年内达到 400-500。在我们看来，这是合理可行的，因为在 18 财年，FILA 和 Skecher 在中国都分别拥有约 1,600 家和 800 家的门店。此外，根据 Euromonitor 的资料，2017 年整个中国个运动服装行业的销售为 2121 亿元人民币。如果我们假设其中 10%/5% 来自专业跑步/户外运动，那么在 2017 财年的合计的市场规模将达到 318 亿元人民币，而特步在 2017 财年的销售只是 51 亿元人民币，因此我们认为是有足够空间让“MERRELL”和“SAUCONY”切入和发展的。
- ❖ 特步拥有的正正是 WWW 所需要的。我们认为，一直以来，WWW 发展中国市场的速度比较慢的原因是：1) 缺乏本土化，跑鞋和户外产品的时尚和功能主要不是针对中国人设计的，2) 缺乏营销和品牌推广，在赞助（体育赛事，如马拉松，以及运动员和明星）的投资十分有限。然而，通过与特步合作，它可以获得这两种资源，因为特步拥有深厚的本地知识，大量的中国客户数据以及作为中国马拉松赛事最大赞助商的丰富经验。
- ❖ 未来会有很多有效的协同作用。例如：1) 利用特步在中国强大的销售网络，2) “Merrell”可以帮助特步进入户外运动领域，这是一个快于行业增长的子板块，因为越来越多的中国运动员在寻找更具挑战性的活动，3) “Saucony”可以说明特步捕捉需要更多优质跑步产品的客户需求（平均销售价格从 600 到 1200 人民币不等，而特步 200 到 400 元人民币），4) 特步产品可以获得 WWW 在研发和技术上的支持，5) 供应链资源的共享，以及 6) 当公司拥有多品牌时，对租金议价能力更强。
- ❖ 维持买入及目标价 6.74 港元（上涨空间为 28%）。我们暂时尚未纳入合资企业的影响。维持买入评级，目标价 6.74 港元，基于 17.0 倍的 19 财年预测市盈率。该股价相当于 13.3 倍 19 财年预测市盈率，对比李宁/安踏的 24.8 倍/20.3 倍仍然折让约 40%。随着特步逐渐向多品牌转型和增长加速，我们预计差距会逐渐缩小。特步在 3 年的 PEG 方面也具有吸引力，只有 0.6 倍，低于中国行业平均水平的 0.8 倍。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万人民币)	5,397	5,113	6,036	6,962	7,872
净利润 (百万人民币)	528	408	639	775	892
每股收益 (人民币)	0.237	0.184	0.287	0.349	0.401
每股收益变动 (%)	(17.5)	(22.6)	56.4	21.4	15.1
市盈率 (x)	19.9	24.2	16.1	13.3	11.6
市帐率 (x)	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7
股息率 (%)	3.0	4.2	4.3	5.3	6.1
权益收益率 (%)	10.5	7.7	11.5	13.3	14.5
财务杠杆 (x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

#### 买入 (维持)

目标价	HK\$6.74
(前目标价)	HK\$6.74)
潜在升幅	+27.8%
当前股价	HK\$5.27

#### 胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

#### 中国服装业

市值(百万港元)	11,823
3 月平均流通量(百万港元)	13.50
52 周内股价高/低(港元)	6.14/3.35
总股本(百万)	2,223.2

资料来源：彭博

#### 股东结构

吴健家族	60.50%
邓普顿投资	4.00%
员工激励计划	4.01%
其他董事	0.17%
自由流通	31.32%

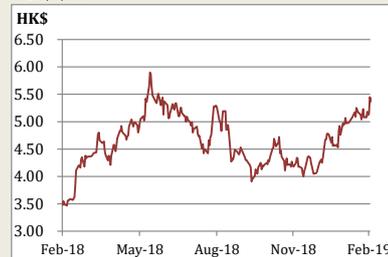
资料来源：HKEx

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.4%	3.6%
3-月	23.0%	15.8%
6-月	6.8%	2.2%

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

#### 审计师: 安永

公司网站: www.xtep.com.hk

图 1: 根据跑者世界的评审，2018 年最佳的 5 款跑鞋

☰ RUNNER'S WORLD SHOES TRAINING NEWS SUBSCRIBE NEWSLETTER Q US

# The Best Running Shoes for Every Type of Run

Shoes you will love, from cushioned to lightweight to stability to most comfortable.

**RW** By THE RUNNER'S WORLD EDITORS DEC 19, 2018

  <p><b>Reebok Floatride Run Fast</b></p> <p>The fastest shoe you can buy this year is a Reebok, really.</p> <p><a href="#">BUY MEN'S</a></p> <p><a href="#">BUY WOMEN'S</a></p>	  <p><b>Brooks Ghost 11</b></p> <p>This seven-time Editors' Choice winner is spooky good.</p> <p><a href="#">BUY MEN'S</a></p> <p><a href="#">BUY WOMEN'S</a></p>	  <p><b>Salomon Ultra Pro</b></p> <p>Delivers loads of comfort for long runs on trails.</p> <p><a href="#">BUY MEN'S</a></p> <p><a href="#">BUY WOMEN'S</a></p>	  <p><b>Saucony Ride ISO</b></p> <p>A workhorse marathon trainer at a bargain price.</p> <p><a href="#">BUY MEN'S</a></p> <p><a href="#">BUY WOMEN'S</a></p>	  <p><b>Nike Zoom Pegasus Turbo</b></p> <p>A faster version of Nike's go-to trainer.</p> <p><a href="#">BUY MEN'S</a></p> <p><a href="#">BUY WOMEN'S</a></p>
--	---	---	--	--

资料来源：跑者世界，招银国际研究

图 2: Wolverine World Wide 旗下的品牌

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

资料来源：公司数据，招银国际研究

**利潤表**

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>5,396.6</b>	<b>5,113.4</b>	<b>6,036.5</b>	<b>6,961.9</b>	<b>7,871.7</b>
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)
<b>毛利</b>	<b>2,331.3</b>	<b>2,244.5</b>	<b>2,644.5</b>	<b>3,065.4</b>	<b>3,468.0</b>
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	-	-	-	-	-
<b>息税前收益</b>	<b>917.0</b>	<b>724.5</b>	<b>1,032.7</b>	<b>1,239.5</b>	<b>1,412.6</b>
净融资成本	(51.4)	(53.8)	(75.1)	(77.0)	(74.9)
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>865.6</b>	<b>670.7</b>	<b>957.5</b>	<b>1,162.5</b>	<b>1,337.7</b>
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)
<b>净利润</b>	<b>527.8</b>	<b>408.1</b>	<b>638.7</b>	<b>775.4</b>	<b>892.2</b>

资料来源:公司及招银国际研究预测

**資產負債表**

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY18E	FY18E
<b>非流动资产</b>	<b>956.9</b>	<b>1,052</b>	<b>1,144</b>	<b>1,240</b>	<b>1,346</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>7,217.1</b>	<b>7,882</b>	<b>8,395</b>	<b>8,877</b>	<b>9,378</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>3,029.5</b>	<b>2,489</b>	<b>2,878</b>	<b>3,161</b>	<b>3,443</b>
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	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>121.7</b>	<b>1,116</b>	<b>1,116</b>	<b>1,116</b>	<b>1,116</b>
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	-	-	-	-	-
<b>资产净额</b>	<b>5,022.8</b>	<b>5,329</b>	<b>5,544</b>	<b>5,841</b>	<b>6,164</b>
-	-	-	-	-	-
<b>非控股权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>10</b>
<b>权益股东应占总权益</b>	<b>5,022.8</b>	<b>5,329</b>	<b>5,541</b>	<b>5,834</b>	<b>6,153</b>

资料来源:公司及招银国际研究预测

**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
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>345.8</b>	<b>558</b>	<b>553</b>	<b>839</b>	<b>932</b>
購置固定資產	(93.7)	(123)	(146)	(168)	(190)
聯營公司	(10.0)	-	-	-	-
其他	(463.6)	398	(5)	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(567.2)</b>	<b>275</b>	<b>(151)</b>	<b>(168)</b>	<b>(190)</b>
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)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(542.2)</b>	<b>154</b>	<b>(326)</b>	<b>(482)</b>	<b>(573)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(763.6)</b>	<b>987</b>	<b>77</b>	<b>189</b>	<b>169</b>
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)	-	-	-
<b>年末現金及現金等价物</b>	<b>2,846.5</b>	<b>3,832</b>	<b>3,909</b>	<b>4,098</b>	<b>4,267</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
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
<b>總額</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	43.2	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
<b>增長 (%)</b>					
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	-
<b>資產負債比率</b>					
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
平均應付帳款周轉天數	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
<b>回報率 (%)</b>					
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
<b>每股數據</b>					
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有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）没有在有关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个月的潜在变幅在-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)2000年英国不时修订之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

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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。