

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

特步国际 (1368 HK)

大股东出售现有股票可能会对股价在短期内产生负面影响。依然维持长期的正面看法

- 大股东配售现有股份给长线投资基金来增加公众持股量
- 此次配售对特步的基本面没有影响
- 维持买入评级和目标价 16.0 港元

大股东出售特步3%的股份

特步最大和控股的股东群成投资有限公司(群成)宣布向其他人士配售8,000万股现有股份。这8,000万股股份占特步已发行股份的3.0%。售价为每股12.70港元,较前一天的收盘价每股13.88港元折让8.5%,即出售代价总额为10.16亿港元。

配售给长线投资基金来增多自由流通股份

特步提到,在6月份的欧洲/美国路演期间,许多投资者表示,由于特步的自由流通股份数量有限,他们难以大规模购买特步。因此,控股股东决定出售3%的股份,以增加自由流通股份。8,000万股中约75%被卖给了7家长线投资基金。在出售后,控股股东的控股比例、关联方和员工信托的持股比例合计为56.16%。

维持买入评级和目标价16.0港元

由于这不是特步发新股,所以公司不会获得任何现金流入,盈利也不会被稀释。虽然群成以8.5%折让配售会令特步的股价在短期内承压,但我们维持对特步的长期正面的看法。增加自由流通股份对股价在长期来看也是正面的。我们维持买入评级和目标价16.0港元。

主要催化剂:新品牌实现盈利快于预期。

主要风险:更多大规模新冠封控。

黄建文 王钊熠
+852 3189 6357 +852 3189 6711
johnnywong@cmschina.com.hk bryanwang@cmschina.com.hk

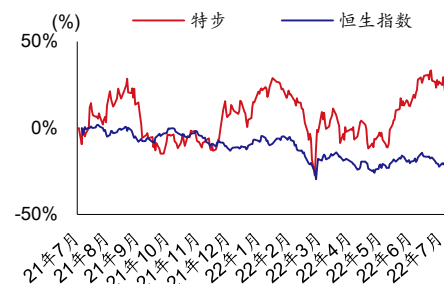
最新变动

大股东配售现有股份给长线投资基金来增加公众持股量;维持买入评级和目标价至16.0港元

买入

前次评级	买入
股价 (2022年7月21日)	13.9港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	16.0港元 (+15.3%)
前次目标价	16.0港元

股价表现



资料来源:彭博;股价截至2022年7月21日

%	1m	6m	12m
1368 HK	2.0	(2.6)	6.2
恒生指数	(1.6)	(17.2)	(25.4)

行业: 消费	
恒生指数 (2022年7月21日)	20,575
国企指数 (2022年7月21日)	7,100

重要数据	
52周股价区间(港元)	8.08 - 14.98
市值(百万港元)	36,572
日均成交量(百万股)	15.67
每股净资产(人民币)	3.12

主要股东	
Group Success Investments Ltd	49.7%
丁水波	2.3%
自由流通量	48.0%

资料来源:彭博

相关报告

1. 特步国际 (1368 HK) - 22年二季度零售流水好于预期 (买入) (2022/7/13)
2. 中国运动服饰行业-22年下半年前景: 流水反弹; 22财年增长目标仍有有望实现 (推荐) (2022/7/5)

盈利预测及估值

截至12月31日止年度 (人民币百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	8,172	10,013	12,772	16,340	20,676
同比增长	-0.1%	22.5%	27.5%	27.9%	26.5%
可归属净利润	513	908	1,160	1,522	1,950
经调整每股盈利(人民币)	0.21	0.36	0.45	0.60	0.76
同比增长	-31.6%	72.0%	27.7%	31.3%	28.1%
市盈率	57.8x	33.6x	26.3x	20.1x	15.7x
资本回报率(ROE)	7.2%	11.9%	14.1%	17.4%	20.2%
净负债率	-18.0%	-17.4%	-20.6%	-13.0%	-9.8%
股息率	1.0%	1.7%	2.2%	2.9%	3.7%

资料来源:公司资料、招商证券(香港)预测;股价截至2022年7月21日

图表1: 特步历史流水增长

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
零售流水 同比增长 (%)	20%+	20%+	20%	20%+	20%- 25%	-0%- 5%	+5%	+5%- 10%	+55%	+30%- 35%	+15%	+20%- 25%	+30- 35%	+15%
零售折扣	25%	20%- 25%	22%- 25%	20%- 25%	30%- 35%	30%- 35%	30%- 35%	30%- 35%	25%- 30%	20%- 25%	20%- 25%	20%- 25%	c. 25%	25%- 30%
零售库存 (几个月)	4.0	4.0	4.0	4.0	5.5	5.0- 5.5	5.0	< 5.0	4.5	3.5- 4.0	4.0	4.0	4.0	4.5

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图表2: 配售后的股权结构

股東	於本公佈日期		配售事項完成後	
	股份數目 ⁽¹⁾	概約%	股份數目	概約%
群成 ⁽²⁾	1,310,059,500	49.72	1,230,059,500	46.68
丁水波	60,675,000	2.30	60,675,000	2.30
陳偉成	283,068	0.01	283,068	0.01
待售股份買方	—	—	80,000,000	3.04
本公司其他股東	<u>1,263,825,175</u>	<u>47.97</u>	<u>1,263,825,175</u>	<u>47.97</u>
總計	<u>2,634,842,743</u>	<u>100.00</u>	<u>2,634,842,743</u>	<u>100.00</u>

附註:

(1) 於本公佈日期, 本公司已發行股本為2,634,842,743股股份。

(2) 群成由萬興國際控股有限公司全資擁有, 而萬興國際控股有限公司則分別由丁水波先生的家族信託、丁美清女士的家族信託及丁明忠先生的家族信託最終擁有67%、21%及12%權益。

资料来源: 公司数据、招商证券(香港) 预测

图表3: 目标价与估值表

特步估值表

股价 (港元)	13.9		
港元/人民币汇率	0.86		
日期	21/7/2022		
	FY22E	FY23E	FY24E
年份差	1.0	2.0	3.0
每股盈利 (人民币)	0.45	0.60	0.76
市盈率	26.3x	20.1x	15.7x
每股盈利自21财年的复合增长率	27.7%	29.5%	29.0%
PEG	1.0x	0.7x	0.5x
目标市盈率	26.4x		
未来12个月每股盈利同比增速	28.7%		
PEG	0.9x		
未来12个月每股盈利 (人民币)	0.52		
目标价 (港元)	16.0		
上涨空间	15.3%		
22年预测股息率	2.2%		
总回报率	17.5%		
评级	买入		

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	796	1,119	1,379	1,610	1,809
使用权资产	429	668	672	676	680
商誉	787	756	756	756	756
于联营公司的投资	34	144	132	156	180
其他非流动性资产	1,498	1,496	1,490	1,483	1,476
非流动性资产总值	3,544	4,183	4,430	4,681	4,902
库存	975	1,497	1,580	2,016	2,549
应收账款及预付款	4,143	4,972	5,603	7,159	9,051
按公允价值计入损益的金融资产	0	0	0	0	0
存款	0	0	0	0	0
银行结余及现金	3,472	3,930	4,278	3,721	3,538
其他流动性资产	437	33	33	33	33
流动性资产总值	9,027	10,432	11,494	12,929	15,171
资产总值	12,572	14,615	15,924	17,610	20,073
应付款项	1,479	2,352	2,356	3,005	3,801
应付关联方款项	0	0	0	0	0
银行借款	642	405	405	405	405
其他流动负债	1,213	1,296	1,668	2,071	2,565
流动负债	3,334	4,053	4,430	5,482	6,771
递延税项负债	237	253	253	253	253
租赁负债	131	102	123	123	123
银行借款	1,516	2,133	2,133	2,133	2,133
其他借款	-	-	-	-	-
拨备及其他负债	55	92	531	542	557
非流动负债	1,939	2,580	3,040	3,052	3,066
总负债	5,273	6,633	7,470	8,534	9,837
股本	22	23	23	23	23
储备	7,201	7,906	8,390	9,025	10,196
非控股权益	75	53	41	28	17
权益总额	7,299	7,982	8,453	9,076	10,236
权益与负债总额	12,572	14,615	15,924	17,610	20,073

现金流量表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	762	1,287	1,666	2,193	2,816
财务成本	112	90	68	66	73
应占联营公司溢利	0	0	11	-24	-24
折旧与摊销	166	169	192	222	253
营运资金变动	-320	-447	-292	-928	-1,122
其它	29	-16	413	0	0
已付所得税及其它	-429	-382	-522	-683	-878
经营活动现金流	320	701	1,536	847	1,118
资本支出	-207	-414	-400	-400	-400
投资	-4	-3	0	0	0
其他	784	89	-12	-10	-16
投资活动现金流	573	-329	-412	-410	-416
已付股息	-279	-356	-676	-887	-778
股权融资	0	823	0	0	0
债务融资(偿还)	-77	-339	0	0	0
其他	-25	-31	-101	-107	-107
融资活动现金流	-380	96	-777	-994	-885
净现金流	513	469	348	-556	-183

利润表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	8,172	10,013	12,772	16,340	20,676
销售成本	-4,973	-5,835	-7,414	-9,454	-11,945
毛利	3,198	4,178	5,358	6,885	8,731
经销开支	-1,537	-1,891	-2,412	-3,085	-3,904
行政开支	-1,050	-1,189	-1,515	-1,938	-2,452
其他	307	299	349	444	560
经营溢利	918	1,396	1,780	2,306	2,935
折旧与摊销	-166	-169	-192	-222	-253
息税折旧前利润	1,084	1,566	1,972	2,528	3,188
财务成本	-140	-63	-68	-66	-73
其他收益(成本)	-17	-46	-46	-46	-46
税前利润	762	1,287	1,666	2,193	2,816
所得税开支	-257	-397	-519	-683	-878
净利润	505	889	1,147	1,510	1,938
非控股权益	8	19	13	12	12
本公司拥有人应占利润	513	908	1,160	1,522	1,950
摊薄每股盈利(人民币)	0.21	0.36	0.45	0.60	0.76
每股股息(人民币)	0.12	0.21	0.26	0.35	0.44

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
同比增长率变化					
收入	-0.1%	22.5%	27.5%	27.9%	26.5%
毛利	-9.9%	30.6%	28.3%	28.5%	26.8%
经营利润	-25.6%	52.1%	27.5%	29.5%	27.3%
净利润	-29.5%	77.1%	27.7%	31.3%	28.1%
每股盈利	-31.6%	72.0%	27.7%	31.3%	28.1%
利润率					
毛利润率	39.1%	41.7%	42.0%	42.1%	42.2%
经营利润率	11.2%	13.9%	13.9%	14.1%	14.2%
净利润率	6.3%	9.1%	9.1%	9.3%	9.4%
流动性					
应收账款天数	137.3	123.3	105.3	97.8	98.2
库存天数	74.2	77.3	75.8	69.4	69.7
应付账款天数	106.4	119.8	115.9	103.5	104.0
现金周转天数	105.1	80.8	65.2	63.7	64.0
现金流与杠杆率					
自由现金流(百万人民币)	217	279	694	450	719
净负债率	-18.0%	-17.4%	-20.6%	-13.0%	-9.8%
股息分配比率	60.0%	58.1%	58.3%	58.3%	58.3%
股息率	1.0%	1.7%	2.2%	2.9%	3.7%
回报分析					
ROE	7.2%	11.9%	14.1%	17.4%	20.2%
资产周转率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
净利润率	6.3%	9.1%	9.1%	9.3%	9.4%
财务杠杆	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0
ROA	4.1%	6.7%	7.6%	9.1%	10.3%
估值倍数					
市盈率	57.8x	33.6x	26.3x	20.1x	15.7x
市净率	4.5x	4.1x	3.8x	3.5x	3.1x

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828