

證券業務部每周證券評論

特步國際控股有限公司 (股份代號: 01368)

Xtep International Holdings Ltd.

29 JULY 2019

前日收市價 (26/07/2019)	\$5.52
目標價	\$6.61

公司簡介

特步國際控股有限公司（簡稱“特步國際”或“集團”）於1999年開展業務，並於2002年創立了旗下運動品牌「特步」，到2008年6月3日在香港聯交所主板開始交易。集團主要從事鞋履、服裝及配飾等體育用品的設計、開發、製造、銷售、市場推廣及品牌管理。管理由獨家總代理商經營的全國超過6,200家零售店組成的龐大分銷網絡，其覆蓋全國31個省份、自治區及直轄市，集團在海外亦設有一些零售點。

股份資料 (截止 26/07/2019)

52周高位:	HK\$6.74
52周低位:	HK\$3.81
市值:	HK\$13,791.70 (百萬)
已發行股數:	2,498.50(百萬)
買賣單位:	500股

業績回顧 (截至31/12/2018止)

截至2018年12月31日止的十二月，集團的收入同比增長24.8%至63.83億元(人民幣•下同)；整體毛利同比增長26.0%至28.28億元；毛利率較去年同期的43.9%提升了0.4個百分點至44.3%；股東應佔溢利較去年同期增長60.9%至6.57億元。2018年集團的每股基本盈利為人民幣0.3019元，較去年同期的人民幣0.1881元增長60.5%。

重點財務數據

(截至31/12/2018止)

每股基本盈利 (虧損)	人民幣0.3019元
全年每股股息	人民幣0.175元
市盈率 (x)	12.36
市帳率 (x)	1.57
派息比率	57.966%

財務方面，截至2018年12月31日止，集團的總資產較2017年12月31日的89.34億元增長3.0%至91.99億元；而總負債則較2017年12月31日的36.05億元增長7.3%至38.68億元；集團持有現金及現金等價物為31.96億元，較2017年12月31日的38.32億元減少16.6%；存貨周轉天數較2017年12月31日的75天增加5天至80天；應收貿易款項周轉天數較2017年12月31日的130天減少25天至105天；應付貿易款項周轉天數較2017年12月31日的122天減少24天至98天；流動比率為2.46x，較2017年12月31日的3.17x下跌了0.71x；集團2018年12月31日的負債比率(根據銀行借款總額除以集團資產總值計算)為21.1%，較2017年12月31日的20.7%提升了0.4個百分點。

資料來源：
彭博、特步國際控股有限公司、AAStock

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
	2018	2017	變動%
人民幣千元			
收入	6,383,165	5,113,434	24.8%
毛利	2,828,338	2,244,487	26.0%
毛利率	44.3%	43.9%	0.4%
股東應佔利潤	656,518	408,139	60.9%
每股基本盈利(人民幣元)	0.3019	0.1881	60.5%
人民幣千元	2019年3月31日	2018年3月31日	變動
總資產	9,198,595	8,933,708	3.0%
總負債	3,867,629	3,605,100	7.3%
存貨周轉天數(天)	80	75	5.00
應收貿易款項周轉天數(天)	105	130	(25.00)
應付貿易款項周轉天數(天)	98	122	(24.00)
流動比率(x)	2.46	3.17	(0.71)
現金及現金等價物	3,195,809	3,832,272	-16.6%
負債比率(x)	21.1%	20.7%	0.4%

資料來源:特步國際控股有限公司

投資要點及利好因素

1. **分部表現及營運數據**。2018年，集團的收入同比增長24.8%至63.83億元(人民幣·下同)。收入增長主要由於健全的產品組合及良好的認受性，帶來較高的銷售率及來自總代理商的補貨訂單增加；因集團2017年進行存貨回購，對總代理商補貨的需求更大；以及店舖升級及零售網絡優化，下游零售店的銷售業績強勁所帶動；毛利同比增長26%至28.28億元；毛利率較去年同期提升0.4個百分點至44.3%。整體毛利率上升，主要因為功能性跑鞋及服裝類產品的平均售價較高所致；股東應佔溢利同比增長60.9%至6.57億元。而特步國際旗下的三大產品種類於2018年度的表現及營運數據如下：

圖表二

	截至12月31日止12個月				
	2018		2017		變動%
分部收入(人民幣百萬元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
鞋履	61.5%	3,925.0	63.7%	3,257.8	20.5%
服裝	36.5%	2,326.9	34.4%	1,759.4	32.3%
配飾	2.1%	131.3	1.9%	96.2	36.5%
總計	100.0%	6,383.2	100.0%	5,113.4	24.8%
	截至12月31日止12個月				
	2018		2017		變動%
分部毛利(人民幣百萬元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
鞋履	63.3%	1,789.8	65.3%	1,465.1	22.2%
服裝	35.1%	991.8	33.0%	741.7	33.7%
配飾	1.7%	46.7	1.7%	37.7	23.9%
總計	100.0%	2,828.3	100.0%	2,244.5	26.0%
	截至12月31日止12個月			變動%	
	2018	2017			
毛利率(%)	%				
鞋履	45.6%	45.0%		0.6%	
服裝	42.6%	42.2%		0.4%	
配飾	35.6%	39.2%		-3.6%	
總計	44.3%	43.9%		0.4%	

資料來源: 特步國際控股有限公司
資料來源: 特步國際控股有限公司

鞋履：佔集團整體收入61.5%的鞋履產品，其2018年的收入同比增長20.5%至39.25億元。分部毛利同比增長22.2%至17.90億元。鞋履產品的毛利率較2017年的45%提升了0.6個百分點至45.6%；

服裝：佔集團整體收入36.5%的服裝產品，其2018年的收入同比增長32.3%至23.27億元。分部毛利同比增長33.7%至9.92億元。服裝產品的毛利率較2017年同期的42.2%提升了0.4個百分點；

配飾：佔集團整體收入2.1%的配飾產品，其2018年的收入同比增長36.5%至1.31億元。分部毛利同比增長23.9%至4670萬元。配飾產品的毛利率較去年同期的39.2%下跌了3.6個百分點，至35.6%。

2. 2019年第一、二季度營運狀況。

營運情況	較去年同期變動			
	2019年第四季度	2019年第三季度	2019年第二季度	2018年第一季度
同店銷售增長(按零售價值計算)			低雙位數	低雙位數
零售銷售增長(包括線上及線下管道)			超過20%	20%+
零售折扣水準			75折至8折	約75折(受中國農曆新年期間促銷推動)
零售存貨周轉			約四個月	約四個月
營運情況	較去年同期變動			
	2018年第四季度	2018年第三季度	2018年第二季度	2018年第一季度
同店銷售增長(按零售價值計算)	中雙位數	中雙位數	中雙位數	低雙位數
零售折扣水準	75折至8折	75折至8折	75折至8折	75折至8折
零售存貨周轉	約四個月	約四個月	約四個月	約四個月
營運情況	較去年同期變動			
	2017年第四季度	2017年第三季度	2017年第二季度	2017年第一季度
同店銷售增長(按零售價值計算)	高單位數增長	中單位數增長	中單位數增長	低單位數增長
零售折扣水準	零售折扣水準持續降低	零售折扣水準持續降低	零售折扣水準降低	零售折扣水準減低
零售存貨周轉	約4個月內	4至5個月內偏低水平	約4至5個月健康水平	4至5個月的健康水平

資料來源: 特步國際控股有限公司

投資要點及利好因素

特步國際公佈 2019 年第一及第二季度中國內地業務營運狀況，同店銷售（按零售價值計算）取得低雙位數增長。零售銷售（包括線上及線下管道）較去年同期增長超過 20%，零售折扣水準：七五折至八折。零售存貨周轉維持約四個月。

集團 2017 年的同店銷售增長只維持在低至高的單位數增長，而零售存貨周轉維持在 4 至 5 個月內偏低的水平。到 2018 年，集團的同店銷售增長已由 2017 年中至高單位數增長，提升至低至中的雙位數增長及中雙位數增長，顯示出集團的同店銷售數據表現得到改善，而零售存貨周轉亦由 4 至 5 個月內偏低水平，減至約 4 個月。

最新，今年第一及第二季度，集團的同店銷售增長稍為回落至低雙位數的水平，但在 2018 年高基數，以及國內經濟增長前景不明下，低雙位數增長仍符合市場預期，其中零售銷售增長（包括線上線下管道）同比超過 20%，基本與一季度持平，高增長延續。而今年第二季度集團的減價促銷情況回復正常水平，這令集團的收入及盈利回復較快的增長。

3. **收購優化產品組合及規模** 2019 年 3 月 4 日特步國際宣佈與美國知名運動品牌 Wolverine 合作成立合資公司。根據合資協議，兩家公司各出資 1.55 億元人民幣作為初始融資金額。合資公司將運營 Wolverine 旗下的著名國際運動品牌邁樂 Merrell 和聖康尼 Saucony，經營範圍包括中國內地、香港和澳門。Wolverine Group 為領先的設計商、營銷商及授權商，覆蓋種類多樣的高質量休閒鞋履及服裝、功能性戶外及運動鞋履及服裝、童鞋、工靴及工裝、制服鞋及靴子。Wolverine Group 於全球約 200 個國家及地區銷售，並於美國、加拿大、英國、歐洲大陸若干國家及亞太地區直接經營其產品。於其他地區（拉丁美洲、歐洲及亞太區的部分地區、中東及非洲），Wolverine Group 依賴第三方總代理商、授權許可人及合資公司網絡。Wolverine Group 於 Bates、Cat、Chaco、Harley-Davidson、Hush Puppies、HyTest、Keds、Merrell、Saucony、Sperry 及 Wolverine 在內的知名品牌下採購並推銷多種鞋類款式，包括鞋履、靴子及涼鞋。是次收購集團認為，Wolverine Group 旗下 Merrell（邁樂）及 Saucony（聖康尼）品牌及產品可互補本作用。而集團品牌定位及產品組合。在中國跑步及戶外運動用品板塊強勁勢頭及蓬勃市場需求的帶動下，合資公司將運用集團強大的零售網絡及購物中心運營商的緊密關係，於相關地區推出 Merrell 及 Saucony 品牌，及其享譽國際的戶外及跑步鞋、服裝及配飾。大部分新店鋪將位於中國內地較高等級城市的購物中心內開業，亦擴展其在香港和澳門的業務據點。預期合資公司將受益於由採購、設計及開發，生產到經銷的擴大的供應鏈規模。

於 2019 年 5 月 2 日集團公佈以現金代價 2.6 億美元收購 E-Land Footwear USA Holdings Inc. 所有已發行股份。E-Land Footwear USA 主要從事三個國際知名品牌（包括 K-Swiss、Palladium 及 Supra）以及兩個子品牌（即 PLDM 及 KR3W）的運動、高性能運動、全地形冒險活動及健身活動鞋履、服裝及配飾以及休閒服裝的設計、開發及行銷。於 2017 年及 2018 年稅後虧損分別為 3251.9 萬美元、1485 萬美元，特步管理層目標做到 2019 年稅後利潤持平。集團認為是次收購為投資於針對高端市場的全球知名運動服飾及休閒品牌組合的絕佳機會。K-Swiss 及 Palladium 各自擁有獨特的品牌定位及不同的目標客戶，與集團目前的品牌組合高度互補，使集團轉型為滿足不同消費者需求的全球體育用品公司。而集團亦認為 K-Swiss 及 Palladium 在中國擁有重大機遇，並計劃投入大量時間及資源以支持兩個品牌增長。當然新收購的兩個品牌亦可利用集團的龐大分銷網絡、領先的研發及供應鏈資源是兩個品牌顯著提升其競爭地位及盈利能力，以及充分發揮其在中國快速發展的運動服裝市場潛力。

現時集團在國內外市場零售門店為 6,230 家，同比增長 3.83%。經歷六年調整，以及 3 年的戰略改革，集團去年實現門店數量正增長，於中國淨開店約 200 家，集中在二三線城市。其中，直營店佔比約 60%，現有管道中約 1,500 家為購物中心店，佔比 25% 左右。集團今年預計開店目標為 200 至 300 家，由年初至今所收購品牌將可利用集團的線上及線下的分銷網絡進行銷售，在協同效應下集團的收入將會繼續增長。

股價走勢(圖表三)



資料來源: AAStock

集團於 7 月 26 日的收市價為 \$5.52，股價按年升 8.45%。集團的業績 2018 年才重拾較快的增長，收入回暖，利潤回升，為集團的股價帶來動力。集團股價於 6 月時已開始由低位 3.81 元附近的位置逐步回升，上周五收市 5.52 元，已由低位回升 44.9%。9 天相對強弱指數已升至 77.424，股價於 10 天、20 天及 250 天的移動平均線以上，而 MACD 線及訊號線於利好的區間之內，相信短期集團的股價有回吐的壓力。投資者可考慮於 5 元以下的位置吸納或增持，以憧憬在集團優化產品組合，以及在內地刺激消費下集團未來收入能加快增長。

估值預測

以 7 月 26 日的收市價計 \$5.52 算，其市盈率及市帳率分別為 16.09 及 2.05 倍的位置，集團的市盈率及市帳率維持在同行及行業偏低的水平。在市場需求上，根據 Euromonitor 估算，未來五年中國運動行業規模不斷擴大，年均增幅在 10% 以上。而 2016 年國務院發佈的《“健康中國 2030” 規劃綱要》中的第六章提倡廣泛開展全民健身運動。現時國內正掀起一片馬拉松熱，根據中國田徑協會數據顯示，2017 年近 5 百萬人參加了於中國舉行的逾 1,100 場馬拉松及跑步賽事，總參加人數同比增長 77.9%。國家體育總局亦預計於 2020 年，總參加人數將突破 1,000 萬人，且馬拉松行業市場規模將達到約人民幣 1,200 億元。自 2017 年下半年，馬拉松熱潮進一步滲透至低線城市，並預計滲透率於未來幾年加快。中國政府近年大力推廣體育運動，而中產階層不斷壯大，消費者對體育用品的需求激增，中國消費者喜好亦在不斷進化。隨著城市化水平及人民生活水平不斷提高，中國消費者的健康意識亦不斷增強。可支配收入的增長或將令其可支配開支轉向參加休閒及體育活動。國家體育總局、發改委發佈的《進一步促進體育消費的行動計劃(2019—2020 年)》提到，到 2020 年，受政府對促進體育相關產品的人均消費支出的舉措支持，中國體育消費額預計將達到人民幣 1.5 萬億元，市場發展空間龐大。在擴大海外市場方面，去年開始集團積極擴展印度、泰國及越南等人口較多的東南亞市場，未來會繼續在中東和中亞探索發展機會。未來集團亦會繼續強化 O2O 及全渠道零售，尤其是聯手獨家總代理商在集團的電子商務平台上銷售線下熱銷商品；及通過進軍海外市場同時

估值預測

於中國開設門店，大力開拓業務足跡，並探索發展多品牌組合，以確保 2020 年及以後的可持續增長。相信¹在運動熱潮下，集團作為擁有國內 3 小時內完成全程馬拉松跑鞋品牌 10% 至 20% 市場份額及全球體育品牌第四的運動產品公司，加上國內正在採取減稅降費以刺激消費，未來集團可受惠內地龐大的運動市場的發展之下。所以會將特步國際的目標價定在 \$6.61 即相當於 16.8945 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 19.78% 的潛在升幅。

風險因素

- 新收購的品牌運營不及預期
- 零售環境不及預期

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往的表現不一定可以預示日後的表現。投資者應細閱及了解有關證券或投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。

本文件由中國工商銀行(亞洲)有限公司刊發，內容未經證券及期貨事務監察委員會審閱。

客戶如不想接收服務號推送信息，可自行取消關注服務號或關閉接收消息功能。