



Company Report: Peak Sport (01968 HK)

公司报告: 匹克体育 (01968 HK)

中文版

Chinese version

Louis Chan, CFA 陈少威

+852 2509 5310

louis.chan@gtjas.com.hk

13 March 2015

FY14 Net Profit Beat, Maintain "Buy"

2014年净利胜预期, 维持“买入”

- **FY14 top-line result missed but bottom-line beat.** FY14 revenue increased by 8.7% YoY to RMB2.84 bn, which was 2.2% and 4.2% lower than market consensus and our estimate, respectively. However, net profit increased by 31.3% to RMB321 mn which was 11.0% and 5.1% higher than market consensus and our estimate, respectively.
- **Overseas sales increased by 22.5% YoY, outpacing the domestic growth of 5.2%.** As a percentage of the Company's sales, overseas market increased from 20.4% for FY13 to 23.0% for FY14 and is expected to be a mid-term growth driver for the Company.
- **Overall GPM increased by 2.5 ppt YoY to 38.0% for FY14 as the GPM of apparel products has rebounded significantly.** Operating margin was 1.3 ppt higher than our estimate. This was partly explained by a lower than expected A&P expenses.
- **We raise our EPS forecast for FY15 and FY16 by 0.8% and 2.2% respectively to RMB0.168 and RMB0.188.** We maintain the Company's rating as "Buy" and a TP of HK\$2.65, representing 12.5x and 11.1x FY15 and FY16 PER respectively.
- **2014 年营收差于预期, 但盈利胜预期。** 2014 年营收同比增长 8.7% 至 28.4 亿人民币, 分别低于市场和我们预期 2.2% 和 4.2%。然而, 盈利同比增长 31.3% 至 3.21 亿人民币, 分别高于市场和我们预期 11.0% 和 5.1%。
- **海外销售同比增长 22.5%, 快过本地 5.2% 的增长。** 海外市场占公司销售百分比从 2013 年的 20.4% 增长至 2014 年的 23.0%, 并预期为公司中期增长的驱动者。
- **由于服装类产品的毛利率有显著的反弹, 2014 年整体毛利率同比上升 2.5 个百分点至 38.0%。** 经营利润率高于我们预期 1.3 个百分点。这可部分归咎于低于预期的广告推广开支。
- **我们分别调升 2015 年和 2016 年每股盈利 0.8% 和 2.2% 至 0.168 人民币和 0.188 人民币。** 我们维持公司“买入”的评级和 2.65 港元的目标价, 分别相当于 12.5 倍和 11.1 倍 2015 年和 2016 年市盈率。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$2.65

Revised from 原目标价:

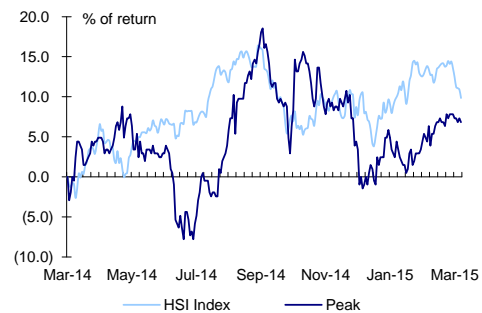
HK\$2.65

Share price 股价:

HK\$2.190

Stock performance

股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	0.0	6.3	7.8
Rel. % to HS index 相对恒指变动	3.5	3.8	(1.7)
Avg. share price(HK\$) 平均股价 (港元)	2.2	2.1	2.2

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End 年结	Turnover 收入	Net Profit 股东净利	EPS 每股净利	EPS 每股净利变动	PER 市盈率	BPS 每股净资产	PBR 市净率	DPS 每股股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ%)	(x)	(RMB)	(x)	(HK\$)	(%)	(%)
FY13A	2,613	244	0.116	(21.3)	14.7	1.965	0.9	0.160	7.3	6.0
FY14A	2,841	321	0.153	31.3	11.5	2.024	0.9	0.120	5.4	7.7
FY15F	3,209	352	0.168	9.9	10.3	2.087	0.8	0.138	6.3	8.2
FY16F	3,625	394	0.188	11.8	9.2	2.160	0.8	0.155	7.1	8.8
FY17F	4,053	442	0.211	12.1	8.2	2.243	0.8	0.173	7.9	9.6

Shares in issue (m) 总股数 (m)	2,098.5	Major shareholder 大股东	Ever Sound Development	42.6%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	4,595.7	Free float (%) 自由流通比率 (%)		31.2
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	1,796.6	FY15 Net gearing (%) 15 年净负债/股东资金 (%)		Net Cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低	2.450 / 1.860	FY15 Est. NAV (HK\$) FY15 每股估值 (港元)		2.8

Source: the Company, Guotai Junan International.

2014 年营收差于预期，但盈利胜预期。 匹克（公司）2014 年营收同比增长 8.7% 至 28.4 亿人民币，分别低于市场和我们的预期 2.2% 和 4.2%。然而，盈利同比增长 31.3% 至 3.21 亿人民币，分别高于市场和我们的预期 11.0% 和 5.1%。海外销售同比增长 22.5%，快过本地 5.2% 的增长。海外市场占公司销售的百分比从 2013 年的 20.4% 增至 2014 年的 23.0%。匹克仍然是一家拥有最大海外销售占比的国内体育用品品牌。2015 年公司的目标是海外市场销售同比增长 20%，国内市场同比增长 10%。我们重申对公司凭借其全球品牌认知度以提高海外销售的扩张策略持乐观看法。

2014 年整体毛利率同比上升 2.5 个百分点至 38.0%，鞋类、服装及配饰的毛利率分别增加 1.3 个百分点、3.5 个百分点和 0.0 个百分点至 36.5%、39.0% 和 37.5%。 2013 年公司给予其服装产品分销商较大折扣，从而清过季的服装库存。不过，因为去库存已经结束，服装类产品的毛利率有显著的反弹。在批发层面上看，服装类产品的销售均价增长 13.7%，鞋类的销售均价上升 3.9%。经营利润率高于我们预期 1.3 个百分点，这可部分归功于高于预期的毛利率及低于预期的广告推广开支。广告推广开支占营收的 10.6%（相对我们 11.0% 的预测）。

表-1: 2014 年业绩分析

人民币 百万	FY13	FY14	同比	占我们预测的%	占市场平均预期的%
营收	2,613	2,841	8.7%	95.8%	97.8%
销售成本	(1,686)	(1,762)	4.5%	94.8%	
毛利润	927	1,079	16.5%	97.4%	97.3%
其他收入	62	80	29.7%	130.7%	
销售及分销费用	(334)	(359)	7.7%	92.7%	
行政费用	(252)	(291)	15.9%	100.5%	
经营利润	403	508	26.1%	103.6%	128.6%
除税前溢利	(13)	(20)	50.0%	138.4%	
	390	489	25.3%	102.5%	109.3%
溢利	(146)	(168)	15.2%	98.0%	
归属股东溢利	244	321	31.3%	105.1%	111.0%
基本每股盈利（人民币）	0.116	0.153	31.3%	105.1%	109.2%
					(百分点)
毛利率	35.5%	38.0%	2.5	0.6	(0.2)
经营利润率	15.4%	17.9%	2.5	1.3	4.3
净利率	9.3%	11.3%	1.9	1.0	1.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

渠道网络的重组接近尾声。 2014 年公司净关店 8 家门店，从 2013 年底的 6,012 家降至 2014 年底的 6,004 家。与 2013 年公司净关店 471 家门店比较，门店关闭逐步接近尾声。2015 年公司可能维持其门店总数在 6,000 家左右，销售增长将由门店效率，或者同店销售增长，的改善所驱动。ERP 系统覆盖已经从 2013 年底的低于 40% 增长至 2014 年底的 44%。到 2015 年底 ERP 系统覆盖预计进一步增至 50%。

运营资金管理有所改善。 2014 年因为公司逐渐收紧分销商的信贷控制，贸易应收账款天数从 2013 年的 145 天下跌至 2014 年的 126 天。由于库存控制的改善，库存周转天数从 2013 年的 81 天缩短至 2014 年的 74 天。贸易应付账款天数则从 2013 年的 85 天延长至 2014 年的 87 天。

订货会订单的强劲动力得以维持。 2015 年 1 月，匹克公布 2015 年 3 季度订货会的订单为中双位数的增长。公司的订货会订单录得连续五个季度中双位数左右的增长，并且超过大部分国内主要体育品牌。

表-2: 匹克订货会订单增长

产品季度	订货会订单增长	
14 年 1 季度	低个位数 (同店销售增长) *	
14 年 2 季度	高个位数*	
14 年 3 季度	中双位数	
	<i>鞋类</i>	<i>服装</i>
按订单额计的订单增长 (%)	中双位数	中双位数
销售均价增长	低个位数	低双位数
14 年 4 季度	中双位数	
	<i>鞋类</i>	<i>服装</i>
按订单额计的订单增长 (%)	20%的低位数	低双位数
销售均价增长	低个位数	中个位数
15 年 1 季度	中双位数	
	<i>鞋类</i>	<i>服装</i>
按订单额计的订单增长 (%)	中双位数	中双位数
销售均价增长	持平	持平
15 年 2 季度	中双位数	
	<i>鞋类</i>	<i>服装</i>
按订单额计的订单增长 (%)	20%的中位数	高个位数
销售均价增长	持平	持平
15 年 3 季度	中双位数	
	<i>鞋类</i>	<i>服装</i>
按订单额计的订单增长 (%)	中双位数	低双位数
销售均价增长	低个位数	负低个位数

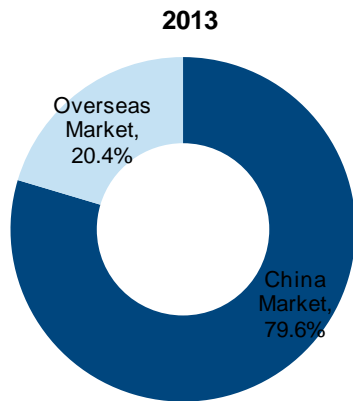
资料来源: 公司、国泰君安国际。

注: 公司持续优化其产品订货体系, 增加了对补单的倚重, 并自13 年3 季度订货会起暂停公布订货会结果, 直至数据与前期具可比性。公司已自14 年3 季度订货会起重新公布订货会结果。14 年1 季度数据为同店销售增长而非订货会订单。14 年2 季度数据是基于跟13 年同一季度实际销售额 (通过订货会订单和补单得出) 的比较。

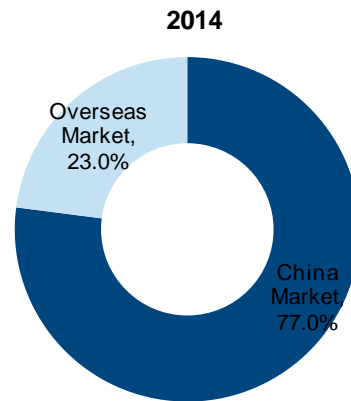
表-3: 中国领先运动服装品牌的订货会订单增长

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
匹克	+低个位数(SSSG)	+高个位数	+中双位数	+中双位数	+中双位数	+中双位数	+中双位数
安踏	+高个位数	+高个位数	+高个位数	+低双位数	+低双位数	+低双位数	+低双位数
特步	-高个位数	-中个位数	-低个位数	持平	+低个位数	+低个位数	+低个位数
361 度	-11%		-7%	+8%	+11%		+16%

资料来源: 各公司、国泰君安国际。

图-1: 匹克按地区划分的收入构成


资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-2: 匹克按地区划分的收入构成


资料来源: 公司、国泰君安国际。

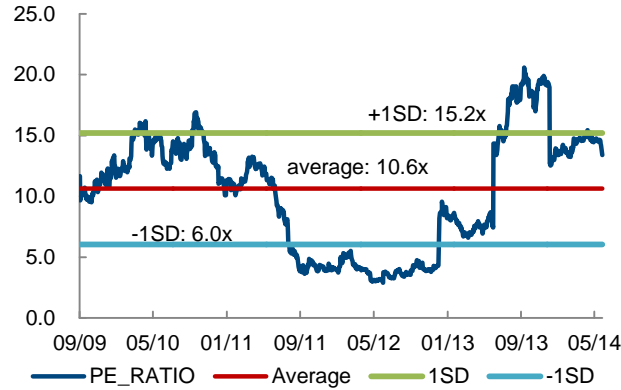
高派息比率。2014年的派息比率达到62.3%，相当于6.3%的2015年预期股息率，对部分投资者有吸引力。

表-4: 关键假设及调整

人民币 百万	新			旧		变动	
	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2015F	2016F
营收	3,209	3,625	4,053	3,221	3,639	-0.4%	-0.4%
毛利润	1,229	1,390	1,557	1,218	1,372	0.9%	1.3%
经营利润	566	633	708	554	610	2.2%	3.8%
净利润	352	394	442	350	385	0.8%	2.2%
基本每股盈利 (人民币)	0.168	0.188	0.211	0.167	0.184	0.8%	2.2%
						(百分点)	
毛利率	38.3%	38.3%	38.4%	37.8%	37.7%	0.5	0.6
经营利润率	17.6%	17.5%	17.5%	17.2%	16.8%	0.4	0.7
广告与促销费用与销售额之比	10.6%	10.7%	10.7%	11.5%	12.0%	-0.9	-1.3
有效税率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	0.0	0.0
净利润率	11.0%	10.9%	10.9%	10.9%	10.6%	0.1	0.3

资料来源: 国泰君安国际。

维持公司“买入”的评级和2.65港元的目标价。我们分别调升2015年和2016年每股盈利0.8%和2.2%至0.168人民币和0.188人民币。我们维持公司“买入”的评级和2.65港元的目标价，相当于12.5倍和11.1倍2015年和2016年市盈率。

图-3: 匹克历史市盈率


资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

表-5: 同业比较

公司	股份代码	货币	收市价	市值 港元 百万	市盈率(倍)				市净率(倍)				ROE(%)	D/Y(%)	EV/ EBITDA(x)	毛利率 (%)	经营 利润率(%)
					13A	14F	15F	16F	13A	14F	15F	16F	14F	14F	14F	14F	14F
体育用品																	
安踏体育	2020 HK	HKD	16.12	40,252	24.2	18.8	16.6	14.5	4.4	4.1	3.8	3.4	22.7	3.9	10.3	45.1	22.6
中国动向	3818 HK	HKD	1.31	7,253	27.2	27.3	25.2	23.0	0.7	0.7	0.7	0.7	2.4	5.6	19.7	50.3	7.2
特步国际	1368 HK	HKD	2.47	5,380	7.0	8.9	7.4	6.9	0.9	0.9	0.9	0.8	10.4	4.3	4.9	40.8	14.5
361度	1361 HK	HKD	2.23	4,611	17.3	9.2	9.8	6.3	0.8	0.7	0.7	0.6	8.2	4.8	2.6	40.9	16.9
匹克	1968 HK	HKD	2.19	4,596	14.9	11.4	10.7	9.3	0.9	0.9	0.8	0.8	7.7	5.6	3.0	38.0	15.6
李宁**	2331 HK	HKD	3.47	6,542	n.a.	836.7	216.9	16.1	1.4	2.2	1.9	1.7	(31.3)	0.0	n.a.	45.5	(9.3)
简单平均					18.1	15.1	13.9	12.0	1.5	1.5	1.4	1.3	10.3	4.8	8.1	43.0	15.4
加权平均					21.9	17.7	15.8	13.8	3.1	3.0	2.7	2.5	17.1	4.3	9.8	44.5	19.2
女鞋																	
百丽国际**	1880 HK	HKD	8.52	71,860	12.7	11.5	12.8	12.4	2.2	2.1	2.1	2.0	17.8	2.5	7.3	57.3	14.5
达芙妮	210 HK	HKD	2.18	3,595	10.9	16.6	10.3	7.7	0.7	0.7	0.7	0.7	4.4	2.0	5.2	54.4	3.1
九兴控股	1836 HK	HKD	19.16	15,220	15.9	14.7	12.7	11.4	2.1	2.0	1.9	1.8	13.9	4.9	9.5	22.7	8.6
利信达集团**	738 HK	HKD	2.94	1,887	10.5	6.5	8.6	8.2	1.5	1.3	1.2	1.1	20.6	4.4	5.1	67.1	12.8
千百度	1028 HK	HKD	2.26	4,520	15.5	17.3	13.9	11.6	2.0	1.6	1.4	1.3	10.5	8.2	9.9	63.0	11.1
简单平均					13.1	13.3	11.7	10.3	1.7	1.5	1.5	1.4	13.4	4.4	7.4	52.9	10.0
加权平均					13.2	12.4	12.6	12.0	2.1	2.0	2.0	1.9	16.4	3.2	7.6	52.2	12.9
服装																	
中国利郎	1234 HK	HKD	5.62	6,766	10.4	9.7	8.9	8.2	2.1	2.0	1.9	1.7	21.3	5.9	5.1	42.6	28.0
利邦	891 HK	HKD	1.47	2,567	8.3	14.6	10.9	8.6	0.7	0.7	0.7	0.7	5.1	5.0	6.8	77.1	7.6
I.T**	999 HK	HKD	2.65	3,253	12.8	11.0	8.4	6.6	1.3	1.2	1.1	1.0	10.5	4.4	3.8	59.9	5.6
佐丹奴集团	709 HK	HKD	3.50	5,495	8.2	13.5	12.4	11.3	1.8	1.9	1.8	1.8	13.6	7.3	6.8	58.0	9.8
金利来集团	533 HK	HKD	3.55	3,487	8.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
思捷环球*	330 HK	HKD	7.46	14,498	n.a.	67.8	124.3	40.3	0.9	0.9	0.9	0.9	1.3	0.6	13.0	50.2	1.2
简单平均					9.6	12.2	10.1	8.7	1.5	1.5	1.4	1.3	12.6	5.6	5.6	59.4	12.7
加权平均					9.6	9.8	8.5	7.5	1.7	1.4	1.3	1.2	12.3	5.0	4.7	46.3	13.0

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。所有预测均基于Bloomberg市场一致预期。

*注: 李宁(2331)和思捷环球(330)为异常值, 排除在简单平均和加权平均的计算之外。

**注: 百丽国际(1880)、利信达集团(738)和I.T(999)的财年截止日期为2月底。为了便于跟同业比较, 上述三家公司的“13A”实为“FY14A”, “14F”实为“FY15F”, 以此类推。

财务报表及比率

损益表					
Year end Dec (RMB mn)	FY13A	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F
Turnover	2,613	2,841	3,209	3,625	4,053
Cost of sales	(1,686)	(1,762)	(1,980)	(2,235)	(2,496)
Gross profit	927	1,079	1,229	1,390	1,557
Distribution costs	(334)	(359)	(406)	(462)	(517)
Administrative and general expenses	(252)	(291)	(329)	(367)	(407)
Other income	62	80	72	73	74
Operating profit	403	508	566	633	708
Finance cost	(13)	(20)	(24)	(27)	(28)
Profit before tax	390	489	542	606	679
Income tax	(146)	(168)	(190)	(212)	(238)
Net profit	244	321	352	394	442
EPS (RMB)	0.116	0.153	0.168	0.188	0.211
YoY	-21.3%	31.3%	9.9%	11.8%	12.1%
DPS (HK\$)	0.160	0.120	0.138	0.155	0.173

现金流量表					
Year end Dec (RMB mn)	FY13A	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F
Profit before tax	390	489	542	606	679
Depreciation and amortization	47	50	53	55	58
Others	(12)	(34)	(32)	(27)	(26)
Working capital change	167	55	(64)	(76)	(92)
Tax paid	(85)	(176)	(190)	(212)	(238)
Operating cash flow	507	384	310	346	382
Purchase of PP&E	(37)	(22)	(11)	(13)	(14)
Other capex	(38)	(3)	(42)	(47)	(53)
Other investing activities	(780)	(509)	(155)	(156)	(156)
Investing cash flow	(855)	(534)	(207)	(215)	(223)
Dividend paid	(217)	(200)	(221)	(239)	(268)
Other financing activities	256	267	89	97	109
Financing cash flow	38	67	(132)	(142)	(159)
Cash at beginning of year	2,237	1,933	1,850	1,820	1,808
Change in cash and cash equivalent	(310)	(83)	(30)	(11)	0
Cash balance at year end	1,933	1,850	1,820	1,808	1,809

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
As at Dec 31 (RMB mn)	FY13A	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F
PP&E	480	462	442	422	401
Prepaid payments	204	176	198	223	250
land lease					
Intangible assets	23	25	24	23	22
Other assets	117	127	140	147	156
Total non-current assets	824	790	804	814	829
Inventory	366	346	347	374	420
Trade and bill receivables	978	987	1,049	1,151	1,254
Pledged deposits	348	502	512	522	533
Fixed deposits	1,000	1,400	1,600	1,800	2,000
Cash balance	1,933	1,850	1,820	1,808	1,809
Total current assets	4,624	5,084	5,328	5,655	6,016
Trade and bill payables	415	419	419	472	530
Bank loans	530	702	773	850	935
Current tax liabilities	65	68	72	75	79
Others	0	0	0	0	0
Total current liabilities	1,010	1,190	1,264	1,398	1,544
Bank loans	237	350	392	439	492
Deferred tax liabilities	80	87	98	100	102
Total non-current liabilities	317	437	490	539	594
Shareholders' equities	4,122	4,247	4,378	4,532	4,706
BPS (RMB)	1.965	2.024	2.087	2.160	2.243

财务比率					
	FY13A	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F
Revenue growth (%)	(10.0)	8.7	12.9	13.0	11.8
Operating profit growth (%)	(2.6)	26.1	11.2	12.0	11.8
Net profit growth (%)	(21.3)	31.3	9.9	11.8	12.1
Gross margin (%)	35.5	38.0	38.3	38.3	38.4
Operating margin (%)	15.4	17.9	17.6	17.5	17.5
Net profit margin (%)	9.3	11.3	11.0	10.9	10.9
ROE (%)	6.0	7.7	8.2	8.8	9.6
ROA (%)	4.7	5.7	5.9	6.3	6.6
Inventory turnover days	81.4	73.7	63.8	58.9	58.0
Account receivable days	144.6	126.2	115.8	110.7	108.3
Account payable days	85.3	86.5	77.3	72.8	73.3
Cash conversion cycle	140.7	113.4	102.3	96.8	93.0
Current ratio (x)	4.6	4.3	4.2	4.0	3.9
Payout ratio (%)	108.8	62.3	65.0	65.0	65.0
Net gearing (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除山东晨鸣纸业集团股份有限公司-H股(01812)、中国全通(控股)有限公司(00633)、广深铁路-H股(00525)、国泰君安国际(01788)及滨海投资(02886)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2015 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印
 香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
 网址: www.gtja.com.hk