

**买入**

2014年8月25日

**营销推广费用大幅增长，净利润倒退 16.6%**

- **14年上半年收入略有增长，净利润倒退 16.6%:** 14年上半年实现营业收入 21.35 亿元，同比增长 1.8%，主要受益于电商和儿童业务的拉动。净利润同比倒退 16.6%至 2.84 亿元，主要由于今年世界杯，亚运会，青奥会等赛事较多，另外公司新增了一些明星的代言，导致期内营销推广开支比去年同期增加了约 7800 万元。40.4%的毛利率和去年同期基本持平。期内鞋类销售收入录得较快的增长，同比增加 27.4%，其收入占比达到 62.1%。中期每股派息 8.5 港仙，派息率为 51.6%。门店数量为 7310 家，比年初减少 50 家，公司已经从扩张型转变为精细化运营模式，未来门店数量维持在 7400 家以下。
- **15年一季度订货会订单录得正增长:** 公司录得 15 年订货会订单金额低单位数的正增长，这也是公司连续六个季度实现订货会订单的改善，主要得益于公司对零售终端的精细化管理和更精准的订单指引。
- **零售端继续有所改善:** 公司 14 年一二季度分别录得低单位数和中单位数的同店增长，批发折扣继续不变，维持在 62%的水平，库销比比年初的 5 个月下降至目前的 4.5 个月。目前 80%的门店安装了 DRP 系统，这有助于增强零售端的管理，提高对市场的反应速度和制定更加精准的订货会指引。我们认为随着渠道库存继续好转，稳定的批发折扣和更加精细化的运营模式，将有利于零售端的盈利能力持续好转，继而帮助公司整体的订货会订单和补单的增长。
- **下半年推出 XUP 户外用品:** 公司将在下半年推出自己的户外用品系列产品 XUP，以此进入户外用品的细分运动品市场。XUP 系列产品将主要在线上销售，我们认为 XUP 的推出正在短期内对公司收入贡献有限，而由于户外用品市场竞争环境和运动品不同，新进入存在一定的风险和前期成本投入，公司选择只在线上销售 XUP 产品，具有试水市场的方面的考虑，未来如何发展还需时间考验。
- **调整目标价 4.08 港元，维持买入评级:** 由于特步的零售情况继续有所改善，批发业务实现正增长，股息率也较吸引，因此我们调整公司未来 12 个月目标价格为 4.08 港元，较目前价格有 19.4%的上升空间，为 2015 年每股预测收益 11.5 倍市盈率，维持买入评级。
- **风险提示:** 1) 零售端的改善比预期慢) 运动品行业复苏还存在不确定性 3) 新品的推出无法达到预期的效果。

**侯捷**
**852-25321597**
**Jay.hou@firstshanghai.com.hk**
**主要数据**

行业	运动品
股价	3.42 港元
目标价	4.08 港元 (+19.4%)
股票代码	1368
已发行股本	21.77 亿股
市值	74.5 亿港元
52 周高/低	2.99/4.23 港元
每股净资产	2.66 港元
主要股东	群成投资有限公司 (60.2%)

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入 (百万人民币)	5,550.3	4,343.1	4,365.0	4,644.0	4,981.0
变动 (%)	0.2%	-21.7%	0.5%	6.4%	7.3%
经营利润 (百万人民币)	1131.3	895.4	813.8	893.7	977.0
变动 (%)	-7.2%	-20.9%	-9.1%	9.8%	9.3%
净利润 (百万人民币)	807.1	603.3	555.5	618.5	679.0
变动 (%)	-16.4%	-25.3%	-7.9%	11.3%	9.8%
每股收益 (人民币)	0.372	0.278	0.255	0.284	0.312
基于3.42港元的市盈率 (倍)	7.3	9.7	10.7	9.6	8.8
每股派息 (人民币)	0.23	0.14	0.13	0.15	0.16
息率 (%)	8.4%	5.3%	4.8%	5.4%	5.9%

来源: 公司资料, 第一上海预测

**股价表现**


来源: 彭博

## 附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	5,550.3	4,343.1	4,365.0	4,644.0	4,981.0	<b>盈利能力</b>					
毛利	2,257.7	1,747.6	1,756.6	1,878.2	2,023.1	毛利率 (%)	40.7%	40.2%	40.2%	40.4%	40.6%
其他业务收入	67.6	158.2	131.0	139.3	149.4	EBITDA 利率 (%)	21.1%	21.7%	19.9%	20.7%	19.6%
销售及管理费用	(1,194.0)	(1,010.4)	(1,073.8)	(1,123.8)	(1,195.4)	净利率 (%)	14.5%	13.9%	12.7%	13.3%	13.6%
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	<b>营运表现</b>					
<b>营运收入</b>	1,131.3	895.4	813.8	893.7	977.0	SG&A/收入 (%)	-21.5%	-23.3%	-24.6%	-24.2%	-24.0%
支)	(25.4)	(32.4)	(36.9)	(34.6)	(34.0)	实际税率 (%)	27.0%	30.1%	28.5%	28.0%	28.0%
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	股息支付率 (%)	8.4%	5.3%	4.8%	5.4%	5.9%
<b>税前盈利</b>	1,105.8	863.0	776.9	859.1	943.1	库存周转	70.0	79.0	90.0	85.0	80.0
所得税	(298.7)	(259.7)	(221.4)	(240.5)	(264.1)	应付账款天数	54.0	76.0	100.0	90.0	84.0
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款天数	74.0	92.0	95.0	80.0	70.0
<b>净利润</b>	807.1	603.3	555.5	618.5	679.0	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	33.7	43.5	55.5	67.5	79.5	负债/股本	0.12	0.31	0.27	0.25	0.23
<b>EBITDA</b>	1,170.1	944.0	869.3	961.2	977.0	收入/总资产	0.93	0.63	0.59	0.61	0.63
<b>增长</b>						ROA	0.13	0.09	0.07	0.08	0.09
总收入 (%)	0.2%	-21.7%	0.5%	6.4%	7.3%	ROE	0.20	0.14	0.12	0.13	0.13
EBITDA (%)	-6.2%	-19.3%	-7.9%	10.6%	1.7%						
净利润 (%)	-16.4%	-25.3%	-7.9%	11.3%	9.8%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	3,122.8	3,563.4	3,628.0	3,639.1	3,754.8	<b>税前盈利</b>	1,105.8	863.0	776.9	859.1	943.1
应收账款	1,035.9	1,150.9	1,091.3	1,161.0	1,245.3	折旧	33.7	43.5	55.5	67.5	79.5
存货	582.7	536.8	643.2	644.1	648.3	营运资金变动	164.8	(1.9)	66.9	(103.3)	(89.7)
其他流动资产	1,094.8	1,101.1	1,101.1	1,101.1	1,101.1	其他	(11.4)	(246.8)	(221.4)	(240.5)	(264.1)
<b>总流动资产</b>	5,836.2	6,352.2	6,463.5	6,545.2	6,749.4	<b>营运现金流</b>	1,292.9	657.7	677.9	582.7	668.8
固定资产	386.9	544.7	689.2	821.7	942.2	资本开支	(165.2)	(201.2)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
无形资产	0.6	1.1	1.1	1.1	1.1	其他	(142.1)	(93.0)	0.0	0.0	0.0
其他	275.7	408.8	408.8	408.8	408.8	<b>投资活动现金流</b>	(307.3)	(294.2)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
<b>总资产</b>	6,499.5	7,306.8	7,562.6	7,776.8	8,101.5	负债变化	555.6	503.2	(130.0)	(50.0)	0.0
短期负债	510.9	1,350.6	1,270.6	1,220.6	1,220.6	权益变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款、应付票	482.5	601.0	714.6	682.0	680.7	股息	(489.8)	(428.4)	(283.3)	(321.6)	(353.1)
其他	443.4	404.3	404.3	404.3	404.3	其他	3.5	3.4	0.0	0.0	0.0
<b>总短期负债</b>	1,436.8	2,356.0	2,389.6	2,306.9	2,305.7	<b>融资活动现金流</b>	69.3	78.2	(413.3)	(371.6)	(353.1)
长期银行贷款	534.6	174.9	124.9	124.9	124.9	<b>现金变化</b>	1,054.9	441.7	64.6	11.1	115.7
其他负债	248.3	268.3	268.3	268.3	268.3	期初持有现金	2,068.2	3,122.8	3,563.4	3,628.0	3,639.1
<b>总负债</b>	2,219.7	2,799.1	2,782.7	2,700.1	2,698.9	期末持有现金	3,122.8	3,563.4	3,628.0	3,639.1	3,754.8
少数股东权益	5.4	1.9	1.9	1.9	1.9						
<b>股东权益</b>	4,279.8	4,507.6	4,779.8	5,076.7	5,402.7						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。