

特步國際 (1368 HK)

主品牌經三年改革 配合多品牌策略落地
香港 | 消費品行業(運動鞋服) | 首次覆蓋

23 September 2020

投資概要

特步國際前身於 1987 年在晉江創立，與晉江其他鞋廠一樣為國際體育品牌提供 OEM 貼牌代工服務，在 2001 年成立自家品牌—特步，以時尚運動作為其品牌定位，正式由代工生產轉為品牌商。在 2008 年 6 月份在港交所上市，以體育用品的設計、開發、製造及市場推廣為主要業務，公司在 FY19 的實現總收入達 81.83 億元人民幣，運動鞋履、服飾和配飾收入佔比分別為 56.87%、40.87% 和 2.26%。公司市佔率在運動用品行業中的排行第六，在國內自主運動品牌中排名第三。

主品牌定位跑步領域 多品牌策略落地

2015 年起，公司將品牌定位從時尚運動轉至體育時尚，較重視產品的功能性，建構覆蓋業餘到專業需求的跑鞋矩陣，透過三年時間為品牌進行改革。公司在 2016 設立國內首個跑步專屬研究中心。公司同時調整銷售渠道，引入渠道扁平化和 433 發貨模式以提升公司店效和營運效率。2019 年開啟多品牌發展策略，先後透過合資運營和收購等方式拓展品牌矩陣，旗下品牌包括索康尼(Saucony)、邁樂(Merrell)、蓋世威(K-Swiss) 和帕拉丁(Palladium)等國際品牌。

根據弗若斯特沙利文的報告，就二零一八年零售總額(包括增值稅)而言，中國已成為僅次於美國第二大運動鞋服零售市場。中國運動鞋服零售市場的總零售額(包括增值稅)由二零一四年的人民幣 1,455 億增長至二零一八年人民幣 2,357 億元。與此同時中國在運動鞋服產品方面的人均年消費開支亦由二零一四年的人民幣 106.3 元增長至二零一八年的人民幣 168.7 元，複合年增長率為 12.2%。預計到 2023 年，總零售額(包括增值稅) 及人均年消費開支將分別達到人民幣 3,923 億和 274.1 的水平。儘管如此，中國在運動鞋服方面的消費支出相比其他主要發達經濟體為落後，據費若斯特沙利文的數據，在 2018 年，中國運動鞋服的人均年消費佔各類鞋服的人均年消費只有 12.5%，而英國，美國和日本則分別為 27.7%，31.8% 和 24.3%。現階段尚有很大的增長潛力。

市場集中度提高

在公司 FY20 的中期業績中，公司在疫情下收入較去年同期增加 9.6%，主要來自於新品牌的為公司帶來的銷售增加，在 1H20，來自於大眾運動的收入為人民幣 32.01 億元，佔收入 87.0%，而來自於時尚運動的收入為人民幣 4.59 億元，佔公司上半年總營收的 12.5%。主品牌收入減少另一原因為過往公司為總代理的租金和裝修補貼以折扣形式記在銷售中。預計未來主品牌能維持雙位數增長，而時尚運動中亦以 Palladium 作為先行，目標今年能在內地新開 30 家門店，在下半年預期能新增逾百家店鋪。K-Swiss 在品牌整改後將接力為時尚運動業務提供增長動力，預計品牌整改在 1Q22 完成。

估值與投資建議

公司在三年品牌改革後，主品牌開始初見成效，在 2019 年亦開始積極拓展多品牌策略，以合營和收購方式增加四個國際品牌，定位不同細分市場。當中四個品牌在大中華地區的潛在增長空間區大，未來公司以直營形式發展品牌，有望令公司現時的毛利率提升，考慮公司新增的品牌現時的毛利率較低，未來以直營模式能有效提升毛利率至 50-60%，未來增長潛力區大。預計公司 FY20E/FY21E 的 EPS 為人民幣 24.75/35.10 仙，給予公司目標價 2.92 元，對應 FY20E/FY21E 市盈率為 10.62x/7.49x。

買入 (首次)

現價 HKD 2.33
(現價截至 9 月 21 日)
目標價 HKD 2.92 (+25.3%)

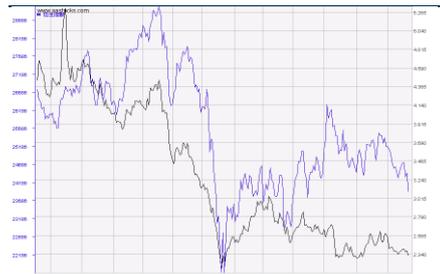
公司資料

普通股股東(百萬股):	2,519.45
市值(港幣百萬元):	5,996
52 周 最高價/最低價(港幣元):	5.39/2.04

主要股東 %

丁水波及家族成員	54.41
----------	-------

股價 & 恒生指數



Source: Aastock, Phillip Securities (HK) Research

財務資料

CNY mn	FY18	FY19	FY20E	FY21E
Net Sales	6,383	8,183	8,529	10,512
Net Profit	657	728	586	831
EPS, CNY cent	30.19	30.72	24.75	35.10
P/E, x	6.95	6.83	8.47	5.97
BVPS, CNY	225.09	293.89	295.83	317.69
P/BV, x	0.93	0.71	0.71	0.66
DPS (HKD Cent)	20.0	20.0	16.5	23.4
Div. Yield (%)	8.58%	8.58%	7.08%	10.04%

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究員

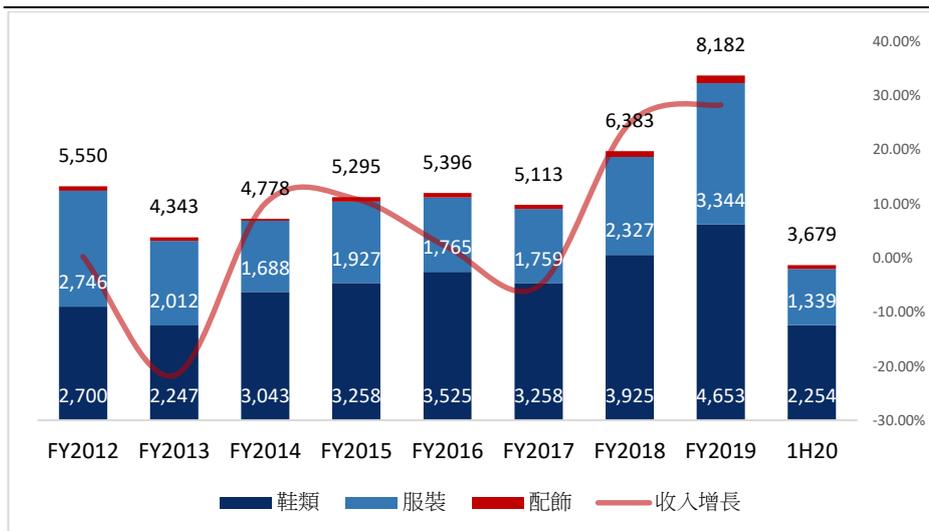
莊嘉城 (+ 852 2277 6515)

timothy.chong@phillip.com.hk

公司介紹

特步國際前身於 1987 年在晉江創立，與晉江其他鞋廠一樣為國際體育品牌提供 OEM 貼牌代工服務，在 2001 年成立自家品牌—特步，以時尚運動作為其品牌定位，正式由代工生產轉為品牌商。在 2008 年 6 月份在港交所上市，以體育用品的設計、開發、製造及市場推廣為主要業務，公司在 FY19 的實現總收入達 81.83 億元人民幣，運動鞋履、服飾和配飾收入佔比分別為 56.87%、40.87%和 2.26%。公司市佔率在運動用品行業中的排行第六，在國內自主運動品牌中排名第三。

圖一：公司過往的收入及分佈(百萬人民幣)



來源：公司報告，PSHK

公司發展過程

1987-2000

公司前身三興製鞋工藝廠在 1987 成立，在 1991 年註冊三興鞋服有限公司，以為國際知名品牌提供 OEM 服務為主業，產品銷售至 40 多個國家和地區。公司在 1997 年引進現代化設備，形式一條龍生產體系。在 1999 年三興成為國內海外鞋業銷量冠軍，在晉江設有 45 家代工廠和僱用近 4000 名員工。

2001-2011

在 2001 年成立特步品牌，以時尚運動作為品牌定位，為國內第一家以時尚運動為主打的運動品牌。品牌成立初期，公司以娛樂明星作為體育用品代言，有別於當時以運動員代言的其他品牌，先後簽約謝霆鋒、Twins、BOY'Z、潘瑋柏和蔡依林等知名偶像明星。公司亦透過冠名贊助當時熱門的綜藝節目加大品牌知名度。此時期公司開始由外銷轉為內銷，同時亦以批發模式快速擴展，在 2007 年起年均淨店鋪增加逾 700 家，當中 2008 年新門店鋪逾千家，為上市以來最高。

2012-2014

在北京奧運的運動熱過後，市場需求增速放緩，令過往以粗放式發展的體育用品行業進入調整期，各運動品牌均面對去庫存的問題。特步透過訂單控制及加大折扣等方式控制存貨水平，同時以調整渠道以優化營運效率，3 年間關店 486 家。

2015 至今

2015 年起，公司將品牌定位從時尚運動轉至體育時尚，較重視產品的功能性，建構覆蓋業餘到專業需求的跑鞋矩陣，透過三年時間為品牌進行改革。公司在 2016 設立國內首個跑步專屬研究中心。公司同時調整銷售渠道，引入渠道扁平化和 433 發貨模式以提升公司店效和營運效率。在主品牌回復穩定後，公司在 2019 年開啟多品牌發展策略。

圖二：公司發展歷程



來源：公司報告，PSHK

多品牌策略落地 定位三大市場

公司現時擁有 5 大品牌，按產品形象定位三大市場：大眾市場、專業市場和運動時尚市場，覆蓋跑步、籃球、綜訓、網球、休閒等多個細分領域。公司營收主要來源來自主品牌，在 FY19，來自主品牌的收入約人民幣 77.1 億元，佔總營收的 94.2%，而在 2020 年上半年則佔 97.0%。新收購的 K-Swiss 和 Palladium 被分為運動時尚市場，在 2019 年 8 月開始併入表中，FY19 營收達人民幣 4.66 億元，佔公司全年營收的 5.7%。在 1H20 的營收貢獻約人民幣 4.59 億元，佔總營收 12.7%。

圖三：品牌分組



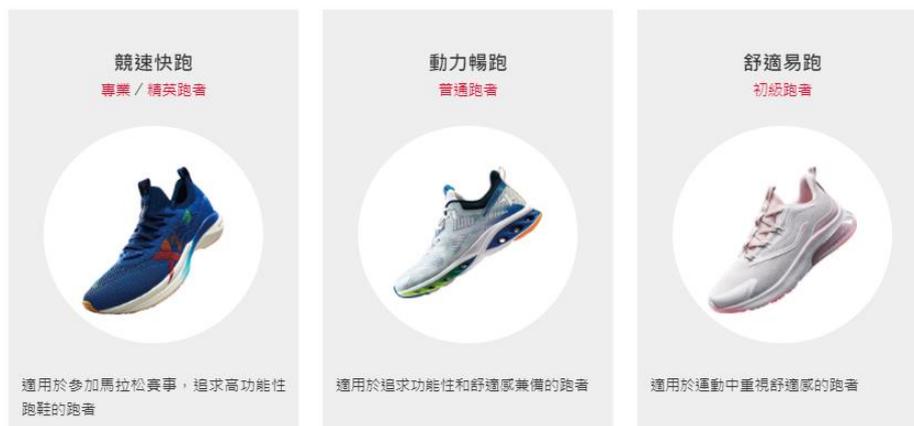
來源：公司報告，PSHK

公司主品牌定位大眾市場

公司主品牌於 2001 年成立，在 2015 年公司進行品牌改革，由”時尚運動”轉為”運動時尚”，強調產品的運動屬性，以跑步為核心發展專業運動和運動生活兩大系列，致力成為跑者首選品牌。

主品牌主要定位大眾運動市場，以跑步作為品牌主定位，按使用者需求分為三大系列：競速快跑、動力暢跑和舒適易跑，分別滿足專業/精英跑者、普通跑者和初級跑者，定價分佈在人民幣 259 元- 999 元。在 2020 年推出驕速系列，分別推出三款跑鞋驕速，驕速 x 和驕速 160x，分別定價 399 元起、499 元和 999 元。

圖四：特步主品牌跑鞋系列

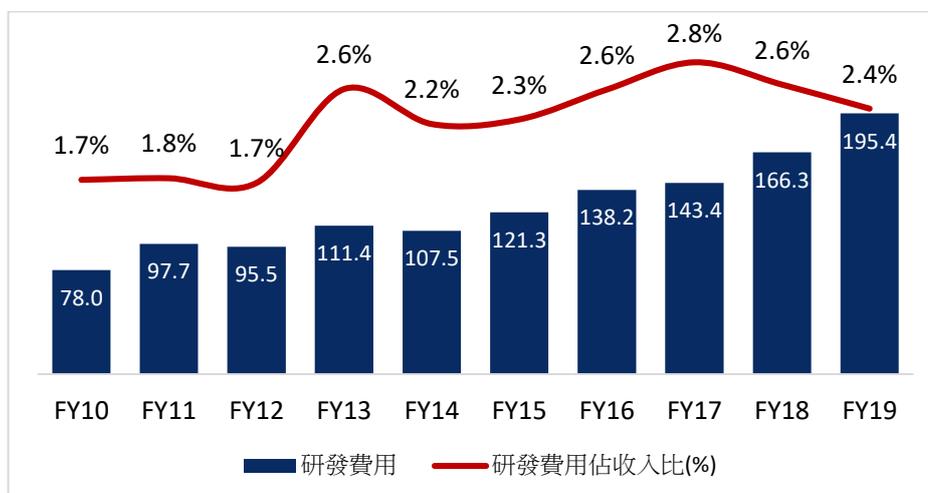


來源：公司報告，PSHK

持續投放資源在產品研發

公司在產品研發上的投入持續增加，在 2016 年開始設立全國首個針對鞋履設計、研發和測試的跑步專屬研發中心。由超過 40 名研究人員組成的研究團隊，研究腳型、體型和步姿等數據，通過與如 3M、陶氏化學公司、英威達等國際領先的纖維材料開發商合作，以研發適合不同跑者的跑步產品。

圖五：公司研發費用及佔收入比



來源：公司報告，PSHK

實戰成績展示產品技術

公司在 2019 年底推出的競速 160X 碳板跑鞋在國內跑圈引起關注，在 2019 年底，董國健穿著它在柏林馬拉松中跑出 2 小時 8 分 28 秒的成績，時隔 12 年，成為全中國第四位跑進 210 紀錄的人，為中國第二好的成績。在技術上，競速 160X 使用了特步的 X-Dynamic Foam PB 中底，從材質上與李寧䨻和 Nike NEXT% 一樣。

圖六：公司代言運動員董國健



來源：新浪，PSHK

圖七：競速 160X 技術



來源：公司報告，PSHK

以競速 160x 的弧型支撐板和彈力中底材料所組成的全掌緩震推動系統為基礎，特步在 2020 年推出驢速系列，有別於競速 160x 的專業賽事跑鞋形象，驢速系列較適合日常使用。當中驢速 160x 為競速 160x 的延伸產品，鞋面從 mono 紗更新為飛織鞋面，售價上則較競速 160X 高 100 元。

運動+娛樂 雙軌並行進行品牌營銷

從品牌推廣上，公司以跑鞋細分領域為專注，自 2007 年起開始贊助馬拉松賽事，贊助的賽事亦按年增加至 2019 年的 53 場。自 2016 年起公司在北京奧林匹克森林公園打造第一個特步跑步俱樂部，之後在長沙、合肥、南京、廈門等地設立其他俱樂部，組織逾 2000 場的跑步活動，包括自 2017 年開始與騰訊合作的特步企鵝跑等趣味跑步賽事，加深大眾對公司“中國跑者的首選品牌”的定位。疫情期間，公司除了在 1 月份贊助了廈門馬拉松外，另外亦贊助了 5 場線上賽事，參賽者以健身應用程式追蹤表現，吸引近 700,000 名參賽者。

圖八：北京奧林匹克森林公園和廈門的特步跑步俱樂部



來源：公司官網，PSHK

同時公司以體育及娛樂雙軌制進行品牌營銷，除馬拉松和跑步賽事贊助外，公司亦有以明星及關鍵意見領袖代言和其他娛樂營銷。公司品牌代言人包括謝霆鋒、景甜和汪東城等知名藝人。另外，於 2019 年 8 月，公司聘請籃球員林書豪為特步品牌代言人，同時作為特步慈善大使，推廣籃球運動。此舉讓公司開始開拓籃球的細分領域。另外公司簽約中國短跑運動員周政和馬拉松運動員董國建為關鍵意見領袖，以加強品牌形象的專業性。

圖九：人氣演員景甜和著名籃球員林書豪為公司代言人

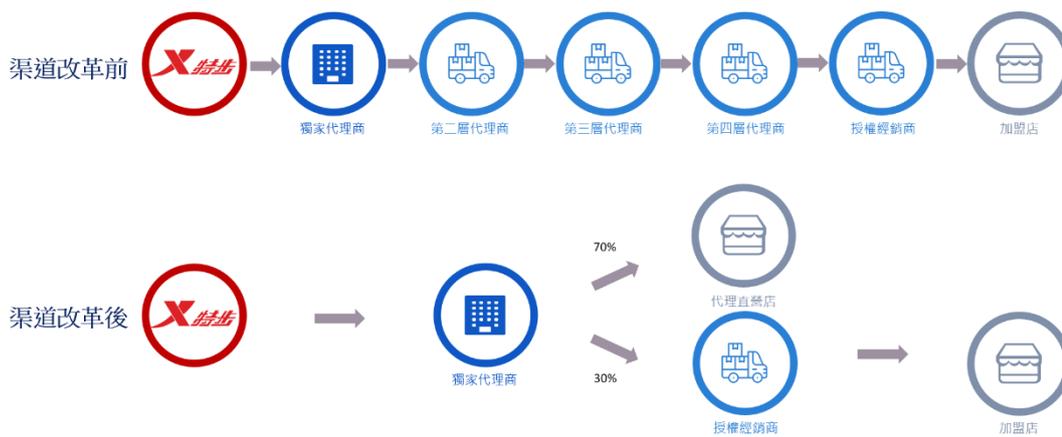


來源：公司官網，PSHK

扁平化分銷渠道 提高公司營運效能

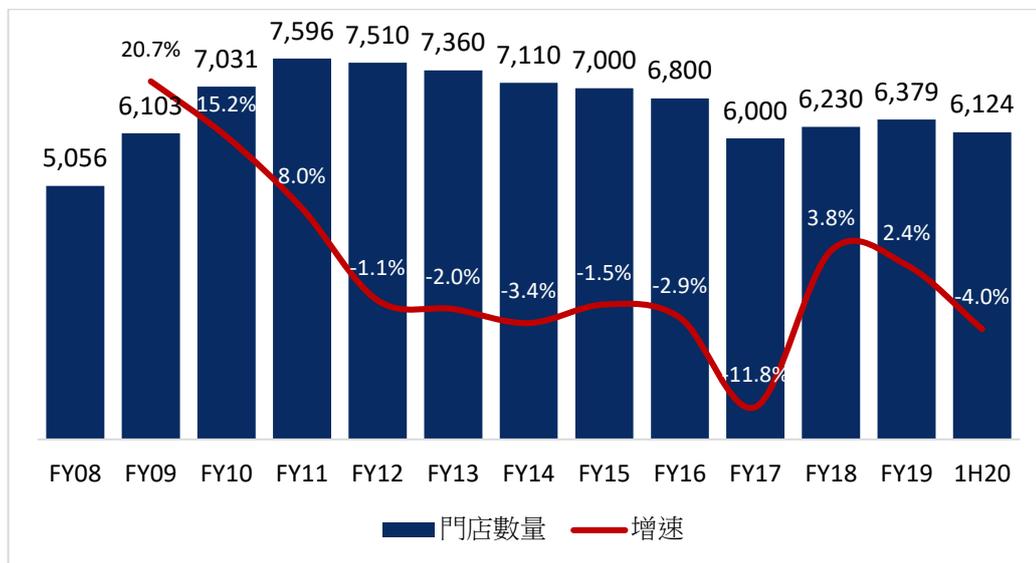
從品牌銷售渠道方面，公司在 2015 年起其中一項重點改革為加強對終端銷售的管理，透過鼓勵獨家總代理商從分銷商轉為零售商，令分銷層級由過往的 5-6 層減少到現時最多 2 層的扁平化分銷渠道。公司至 2020 年中，在 6,124 家門店中，70% 的店舖由 40 家的獨家總代理自行開設，覆蓋 31 個省市，平均每省份約 1-2 名獨家總代理商。公司亦從門店選址、裝潢陳列、產品定價和折扣幅度等營運上提供指導。

圖十：渠道改革前後的架構對比



來源：公司報告，PSHK

圖十一：公司主品牌的門店數量變化



來源：公司報告，PSHK

行業報告

體育產業概況

過往十年間，全球運動鞋市場規模穩步擴張，全民運動的概念帶動全球運動消費增長。據中國前瞻產業研究院的報告指出，全球運動鞋行業市場規模由 2010 年的 667 億美元上升至 2018 年的 1,465 億美元，以複合年增長率 10.3% 增長，並估計於 2019 年市場規模已接近 1,700 億美元的水平。今年受新冠肺炎影響，預計 2020 全年運動鞋市場規模將下降，隨著世界經濟持續復蘇，印度及中國等具有巨大消費潛力的新興市場將帶動全球經濟。前瞻產業研究院預計全球運動鞋市場將維持中速穩定增長，在 2025 年預計將達 3,791 億美元的規模。

圖十二：全球運動鞋市場規模



來源：中國前瞻產業研究院，Phillip Securities Research

根據弗若斯特沙利文的報告，就二零一八年零售總額(包括增值稅)而言，中國已成為僅次於美國第二大運動鞋服零售市場。中國運動鞋服零售市場的總零售額(包括增值稅)由二零一四年的人民幣 1,455 億增長至二零一八年人民幣 2,357 億元。與此同時中國在運動鞋服產品方面的人均年消費開支亦由二零一四年的人均 106.3 元增長至二零一八年的人均 168.7 元，複合年增長率為 12.2%。預計到 2023 年，總零售額(包括增值稅)及人均年消費開支將分別達到人民幣 3,923 億和 274.1 的水平。儘管如此，中國在運動鞋服方面的消費支出相比其他主要發達經濟體為落後，據費若斯特沙利文的數據，在 2018 年，中國運動鞋服的人均年消費佔各類鞋服的人均年消費只有 12.5%，而英國，美國和日本則分別為 27.7%，31.8% 和 24.3%。現階段尚有很大的增長潛力。

圖十三：中國運動鞋服市場規模及人均年消費



來源：弗若斯特沙利文，Phillip Securities Research

公司競爭優勢

公司新收購品牌歷史悠久

公司在 2019 年開展多品牌策略，在原有主品牌外透過合營和併購為其品牌矩陣加添索康尼、邁樂、蓋世威和帕拉丁，拓展運動時尚和專業運動的兩個市場。

2019 年 3 月份，公司與美國 Wolverine 集團透過合營的模式在中港澳地區運營索康尼和邁樂兩大品牌，索康尼成立於 1898 年，作為美國百年品牌，索康尼與亞瑟士(Asics)、New Balance 和布魯克斯(Brooks) 並列為四大跑鞋品牌。在 2020 年中，品牌在國內一、二線城市中擁有 12 家店鋪。考慮到索康尼跑鞋主要由歐美設計師負責，在設計上未能充分符合亞洲人的腳型，未來公司亦將就中國區的產品進行改良，未來在定價上亦將控制加價倍率，以吸引消費者。Merrell 成立於 1982 年，為美國知名戶外運動品牌，產品主要以戶外徒步鞋為主。兩大品牌主要定位在專業運動領域，受疫情影響，公司在年中調整全年開店目標至 30-50 家，主要以 Saucony 為主。

圖十四：Saucony 主打跑鞋



來源：Saucony 天貓旗艦店，PSHK

2019 年 8 月，公司向韓國衣戀公司提出收購 K-Swiss 和 Palladium 品牌的 100% 股權，總代價 2.6 億美元。蓋世威品牌歷史逾 50 年，其經典的五條平行間條為其產品特色。公司未來將以時尚運動的定位發展品牌，從品牌定位、營銷、研發及產品創新上進行品牌重塑，蓋世威將對準中國內地一線城市，以開設獨立店形式發展。截至 2020 年 6 月 30 日，蓋世威於亞太區共有 42 家自營店。Palladium 創立於 1947 年，為法國的軍靴品牌，以軍靴結合時尚休閒元素，在全球超過 80 個國家擁有銷售點，在歐美地區主要以批發模式為主。目前國內的門店部分由韓國衣戀作為代理經營，同時公司亦開始以自營模式開拓市場，截至 2020 年 6 月 30 日，帕拉丁於亞太區及歐洲分別有 31 及 3 家自營店。

圖十五：Palladium 在上海門店和 K-swiss 在香港 K11 門店



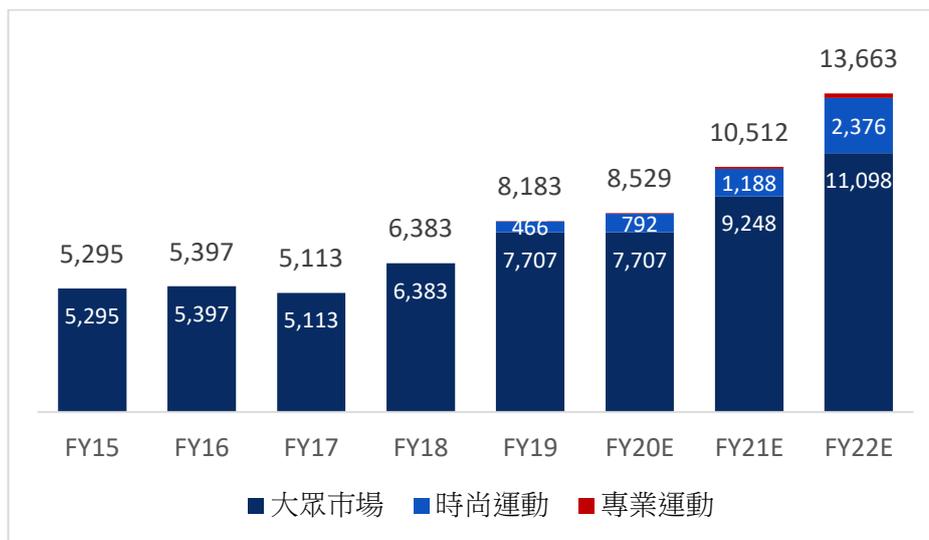
來源：Google, PSHK

財務分析

收入分析

公司在 2015 年開始品牌改革，在經歷三年的改革後，公司收入在過往兩年錄得顯著的增長，在 FY18 和 FY19 收入增長分別為 24.83% 和 28.19%。公司的總營收由 FY15 的人民幣 52.95 億元增加至 FY19 的人民幣 81.83 億元，以複合年增長 9.10% 增加。從 FY19 的 8 月份開始，公司完成收購 K-Swiss 和 Palladium 業務並併入表中，在 2019 年的總營收中，有 4.66 億元來自時尚運動業務，佔總營收的 5.69%，而主品牌佔 94.18%。

圖十六：公司過往的收入和未來預測(百萬人民幣)



來源：公司報告，PSHK

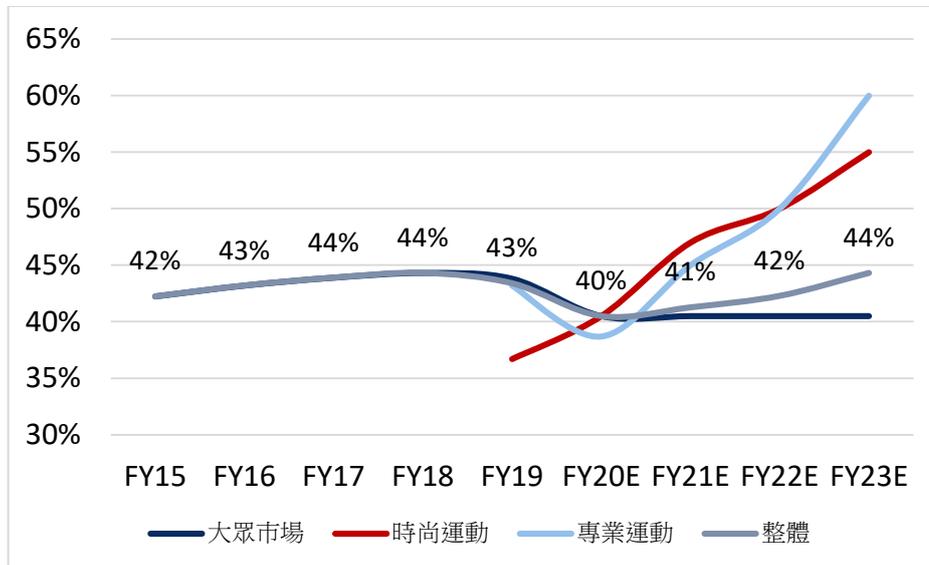
在公司 FY20 的中期業績中，公司在疫情下收入較去年同期增加 9.6%，主要來自於新品牌的為公司帶來的銷售增加，在 1H20，來自於大眾運動的收入為人民幣 32.01 億元，佔收入 87.0%，而來自於時尚運動的收入為人民幣 4.59 億元，佔公司上半年總營收的 12.5%。主品牌收入減少另一原因為過往公司為總代理的租金和裝修補貼以折扣形式記在銷售中。預計未來主品牌能維持雙位數增長，而時尚運動中亦以 Palladium 作為先行，目標今年能在內地新開 30 家門店，在下半年預期能新增逾百家店鋪。K-Swiss 在品牌整改後將接力為時尚運動業務提供增長動力，預計品牌整改在 1Q22 完成。專業運動業務的 Sauony 和 Merrell 目前在內地處於前期發展階段，預計需一段時間才能為公司貢獻顯著的收入佔比。

盈利能力

公司過往盈利能力穩定，在 2018 年前公司的營收以主品牌為主，在品牌改革後平均毛利率為 43.39%，由於公司以批發模式發展主品牌，代理商在進貨時給予 38 折，從毛利率而言與同樣以批發模式為主的運動品牌商相若。

在 FY20 上半年，主品牌毛利率較去年同期下降 4.1 個百分點至 40.5%，主要由於與代理商以 Q3 的貨品換 Q1 的貨品以舒緩代理商的庫存壓力，其後以折扣再出售予其他零售商而令毛利率減低。而時尚運動和專業運動的毛利率分別為 40.5% 和 38.7%，Palladium 和 K-Swiss 在海外的業務主要以批發模式發展，而 Sauony 目前主要以電商為主，令毛利率較為低。新品牌未來在中國將以 DTC 模式發展，在毛利率上有望改善，預期隨著直營佔比增加毛利率能在 3-5 年能達 50-60%。主品牌未來在定價倍率亦有所調整，以加強品牌競爭力。

圖十七:公司過往毛利率和預測

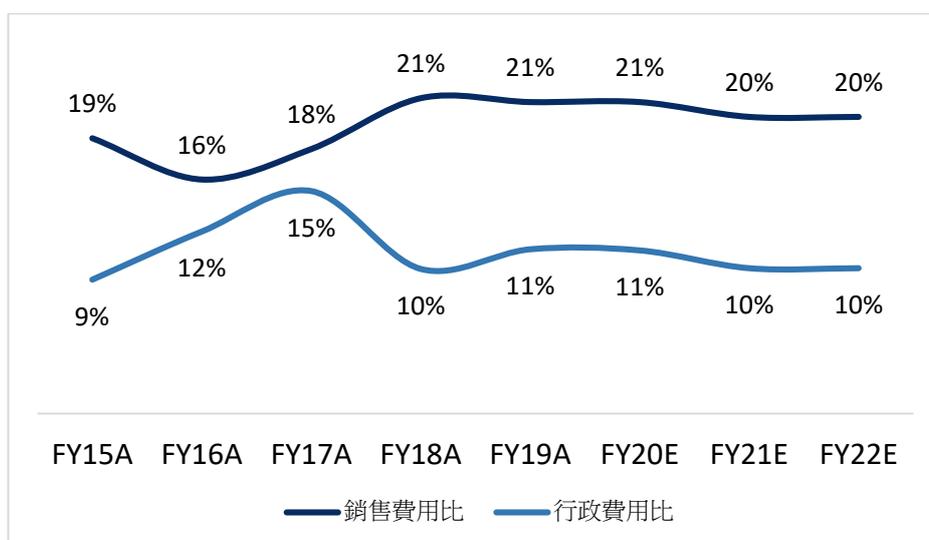


來源: 公司報告, PSHK

期間費用

公司的期間費用率在三年改革後, 期間費用相對穩定, 在 2019 年因收購品牌為公司帶來約人民幣 1 億元的費用, 包括法務、審計、存貨減值和人員遣散等。公司在品牌改革後的銷售費用平均在 21%, 在 1H20 因疫情的原因, 公司減少部分的廣告及推廣費用, 上半年的銷售費用佔比 18.6%。而行政費用則約佔銷售的 10%, 預計未來亦將維持。從整體銷售及分銷、一般及行政開支費用而言, 因為今年上半年對應收款項的撥備增加, 整體佔收入 29.3%, 較去年 27.3% 為高, 若剔除相關影響, 費用佔比與去年相約。

圖十八:公司過往銷售費用和行政費用預測



來源: 公司報告, PSHK

投資建議

公司在三年品牌改革後，主品牌開始初見成效，在 2019 年亦開始積極拓展多品牌策略，以合營和收購方式增加四個國際品牌，定位不同細分市場。當中四個品牌在大中華地區的潛在增長空間區大，未來公司以直營形式發展品牌，有望令公司現時的毛利率提升，從收入和毛利為公司提供增長動力。上半年業績反映公司新品牌的增長潛力，但受疫情影響，公司的開店計劃放緩，將開店計劃延後至下半年，預期公司在疫情後能以新品牌落力快速增長。

考慮公司新增的品牌現時的毛利率較低，未來以直營模式能有效提升毛利率至 50-60%，未來增長潛力區大。預計公司 FY20E/FY21E 的 EPS 為人民幣 24.75/35.10 仙，給予公司目標價 2.92 元，對應 FY20E/FY21E 市盈率為 10.62x/7.49x。

(現價截至 9 月 21 日)

同業比較

公司	股份編號	收盤價 (原幣)	市值 (百萬人民幣)	市盈率				市淨率			
				TTM	2019	2020	2021	TTM	2019	2020	2021
安踏體育	2020 hk equity	78.95	213,423	41.1x	33.7x	35.4x	23.7x	8.7x	9.4x	7.9x	6.5x
申洲國際	2313 hk equity	126.50	190,158	32.0x	32.0x	31.9x	26.6x	6.3x	6.7x	5.9x	5.3x
李寧	2331 hk equity	35.25	87,686	54.0x	51.6x	48.1x	35.5x	10.0x	10.5x	9.1x	7.4x
滔搏	6110 hk equity	9.86	61,144	21.1x	-	20.7x	22.2x	5.1x	-	5.3x	4.5x
裕元集團	551 hk equity	12.44	20,056	-	8.3x	-	9.7x	0.7x	0.6x	0.7x	0.6x
寶勝國際	3813 hk equity	1.90	10,178	20.9x	10.9x	21.3x	8.1x	1.2x	1.2x	1.1x	1.0x
特步國際	1368 hk equity	2.33	5,870	9.7x	6.8x	10.0x	7.3x	0.7x	0.8x	0.7x	0.7x
中國動向	3818 hk equity	0.97	5,710	13.6x	-	7.7x	11.3x	0.5x	-	-	0.5x
3 6 1 度	1361 hk equity	0.98	2,026	4.8x	4.0x	4.5x	3.9x	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x
			平均值	24.7x	21.1x	22.5x	16.5x	3.7x	4.2x	3.9x	3.0x
			中位數	21.0x	10.9x	21.0x	11.3x	1.2x	1.2x	3.2x	1.0x

來源：Phillip Securities Research

FYE DEC	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Valuation Ratio					
P/E ratio	6.95	6.83	8.47	5.97	4.42
P/B ratio	0.93	0.71	0.71	0.66	0.60
Dividend Yield (%)	8.58%	8.58%	7.08%	10.04%	13.59%
Per share data (RMB)					
EPS (cent)	30.19	30.72	24.75	35.10	47.50
BVPS (cent)	225.09	293.89	295.83	317.69	348.16
DPS (HKD cent)	20.00	20.00	16.50	23.40	31.66
Growth & Margin					
Growth					
Revenue	24.8%	28.2%	4.2%	23.2%	30.0%
Operating income	44.1%	18.2%	-20.7%	38.6%	36.7%
Net income	60.9%	10.8%	-19.4%	41.8%	35.3%
Margins					
Gross Profit Margin	44.3%	43.4%	40.5%	41.3%	42.3%
Operating profit Margin	16.4%	15.1%	11.5%	12.9%	13.6%
Net Profit Margin	10.3%	8.9%	6.9%	7.9%	8.2%
Key Ratios					
ROE	12%	10%	8%	11%	14%
ROA	7%	6%	5%	6%	8%

來源：PSHK

財務數據

Income Statement (CNY\$ mn)

	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenue	6,383	8,183	8,529	10,512	13,663
Growth (%) YoY	25%	28%	4%	23%	30%
COGS	(3,555)	(4,632)	(5,075)	(6,174)	(7,886)
Gross Profit	2,828	3,550	3,454	4,338	5,777
Gross margin (%)	44%	43%	40%	41%	42%
other income	196	308	254	151	149
Selling & distribution	(1,357)	(1,718)	(1,791)	(2,102)	(2,733)
Admin	(622)	(906)	(938)	(1,030)	(1,339)
	-	-	-	-	-
Total opex	(1,980)	(2,625)	(2,729)	(3,133)	(4,072)
Operating income (EBIT)	1,044	1,234	979	1,357	1,855
Operating Margin(%)	16%	15%	11%	13%	14%
Finance income	72	29	97	110	115
Finance costs	(128)	(130)	(184)	(184)	(184)
Pre-tax profit	976	1,121	892	1,283	1,785
Tax	(306)	(390)	(294)	(423)	(589)
Minority interest	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Net profit	657	728	586	831	1,125
Net margin(%)	10.3%	8.9%	6.9%	7.9%	8.2%
EPS (CNY\$ cent)	30.19	30.72	24.75	35.10	47.50

Cash Flow Statement (CNY\$ mn)

	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Operating cash flow					
Cash from operating	463	1,112	1,483	999	1,182
Tax	(309)	(334)	(116)	(294)	(423)
Net Cash from operator	154	778	1,367	704	758
Cash from investing	(281)	(2,045)	(99)	(105)	(108)
FCF	(127)	(1,267)	1,268	599	650
Financing cash flow					
Cash from financing	(511)	1,039	(598)	(389)	(521)
Net increase (decrease)	(637)	(227)	670	210	129
Exchange rate or other adj	1	1	-	-	-
Opening cash balance	3,832	3,196	2,970	3,639	3,849
Closing cash balance	3,196	2,970	3,639	3,849	3,979
CFPS (CNY\$)	0.18	0.44	0.58	0.35	0.41

Balance Sheet (CNY\$ mn)

	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Total non-current assets	1,139	3,057	2,953	2,880	2,825
Trade Receivable	1,953	2,596	2,337	2,880	3,743
Inventory	836	1,046	1,112	1,353	1,728
Cash	3,196	2,970	3,639	3,849	3,979
Total current asset	8,060	9,266	9,429	10,423	11,790
Total Assets	9,199	12,323	12,382	13,303	14,615
Liabilities					
Current Liabilities	3,278	3,671	3,682	4,082	4,669
Non-current Liabilities	590	1,691	1,694	1,697	1,700
Shareholder's Equity					
Equity Capital	20	22	22	22	22
Reserve	5,306	6,868	6,903	7,392	8,043
Non-controlling interest	5	70	81	110	181
Shareholder's Equity	5,331	6,960	7,006	7,524	8,246
Total Liabilities & Shareho	9,199	12,323	12,382	13,303	14,615

(現價截至 9 月 21 日)

來源：PSHK

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within ± 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES

Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN

Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA

PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA

Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm