

【广发纺服&海外】特步国际 (01368.HK)

Q4 流水亮眼，21 年净利润预增 70%+

公司评级	买入
当前价格	13.80 港元
合理价值	16.13 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-26

核心观点:

- **公司发布 2021Q4 营运公告。**2021Q4 主品牌流水同增 20%-25%，环比 Q3 流水增速提升（Q3 同增中双位数），折扣及库销比维持健康水平，保持在 75-8 折以及 4 个月存货周转水平，基本符合我们的预期。
- **公司发布 2021 年盈利预喜。**公司预期归母净利润同增不少于 70%，基本符合我们的预期，源于：（1）特步主品牌营收大幅增长：2021H2 营收同增 30% 以上，电商及儿童业务分别在品牌/产品/运营方面完成重组后，收入增速加快；（2）特步主品牌毛利率提升，主要源于产品组合改善及 2021H1 的一次性库存回购导致基数较低。
- **看好公司中长期发展。（1）特步主品牌：**根据五五规划，公司 2021-2025 年目标营收 CAGR 23%。在产品方面，公司专业运动+时尚运动双轨发展，通过高研发费用投放策略加速功能性产品创新，目前特步已完善以 160X 为核心的跑鞋矩阵，并推出厂牌 XDNA，有望提升中高端市场份额及提升品牌整体调性。在线下渠道方面，公司 2021-2025 年目标店效 CAGR 9%，平均面积增长超 40%，店铺数量增长约 30%。根据业绩会，公司 2022H1 订货会订货同增 30%，公司指引估计 2022 年全年增长不低于 25%。（2）**新品牌：**我们预计专业运动板块（索康尼、迈乐）将持续高速增长，公司指引 2022 年营收增长将超 50%；我们预计时尚运动（盖世威、帕拉丁）2022 年开始持续发力中国市场，公司指引 2022 年营收增长将超 30%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年预计归母净利润 8.88/11.52/14.98 亿元，给予公司 2022 年 PE 30 倍，对应合理价值 16.13 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**国内疫情反复、新品牌整合不及预期等风险。

盈利预测：*本文如无特殊说明，货币单位均为人民币，CNY/HKD=0.8145

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,183	8,172	10,059	12,543	15,452
增长率（%）	28.2%	-0.1%	23.1%	24.7%	23.2%
EBITDA（百万元）	894	594	594	1,358	1,726
归母净利润（百万元）	728	513	888	1,152	1,498
增长率（%）	10.84%	-29.50%	73.18%	29.68%	29.99%
EPS（元/股）	0.29	0.20	0.34	0.44	0.57
市盈率（P/E）	11.6	15.6	33.2	25.6	19.7
ROE（%）	10.6%	7.1%	11.0%	12.4%	13.9%
EV/EBITDA	8.8	11.3	20.5	19.8	15.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究:

【广发纺服&海外】特步国际 2021-12-31
(01368.HK):跑步领域领导者，新品牌未来可期

联系人:

李咏红

liyonghong@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,266	9,027	10,615	12,717	15,282
货币资金	2,970	3,472	3,877	4,289	4,920
短期投资	860	0	0	0	0
应收及预付	3,673	4,074	4,754	6,087	7,399
存货	1,046	975	1,232	1,482	1,856
其他流动资产	717	507	753	858	1,107
非流动资产	3,057	3,544	3,408	3,280	3,166
长期股权投资	231	749	742	732	723
固定资产	662	796	812	825	838
无形资产	2,000	1,926	1,781	1,650	1,533
租赁土地	0	0	0	0	0
其他长期资产	164	73	73	73	73
资产总计	12,323	12,572	14,023	15,997	18,449
流动负债	3,671	3,334	3,813	4,554	5,433
短期借款	1,086	642	578	520	468
应付及预收	1,420	1,479	1,772	2,191	2,706
金融负债	0	0	0	0	0
应交税金	121	92	131	153	195
其他流动负债	1,044	1,121	1,331	1,690	2,064
非流动负债	1,691	1,939	2,039	2,139	2,239
长期借款	1,269	1,516	1,616	1,716	1,816
其他非流动负债	423	423	423	423	423
负债合计	5,362	5,273	5,851	6,693	7,672
普通股股东权益	6,890	7,223	8,110	9,261	10,757
少数股东权益	70	75	62	44	20
股东权益	6,960	7,299	8,172	9,304	10,777
负债和股东权益	12,323	12,572	14,023	15,997	18,449

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,183	8,172	10,059	12,543	15,452
营业成本	4,632	4,973	5,870	7,312	8,999
营业税金及附加	28	37	33	33	33
销售费用	2,826	2,811	3,143	3,805	4,526
管理费用	1,718	1,537	1,822	2,209	2,644
研发费用	906	1,050	1,064	1,264	1,480
财务费用	195	223	258	332	403
资产减值损失	6	0	0	0	0
公允价值变动收益	949	648	1,336	1,791	2,362
投资净收益	111	117	32	26	18
营业利润	-2	-17	-13	-8	-4
营业外收支	324	247	286	286	286
利润总额	1,160	762	1,577	2,043	2,626
所得税	390	257	444	576	749
净利润	731	505	875	1,134	1,474
少数股东损益	4	-8	-14	-18	-23
归属母公司净利润	728	513	888	1,152	1,498
EBITDA	894	594	594	1,358	1,726
EPS (元)	0.29	0.20	0.34	0.44	0.57

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	778	320	341	336	549
净利润	728	513	888	1,152	1,498
折旧摊销	141	170	280	267	255
营运资金变动	36	-320	-641	-890	-1,004
其它	-126	-43	-187	-193	-200
投资活动现金流	-2,045	573	129	138	141
资本支出	-100	-211	-150	-150	-150
投资变动	106	328	7	11	9
其他	-2,051	457	272	278	282
筹资活动现金流	1,039	-380	-66	-62	-59
银行借款	342	-160	36	42	48
股权融资	1,187	31	0	0	0
其他	-490	-251	-101	-104	-107
现金净增加额	-227	513	405	413	631
期初现金余额	3,196	2,970	3,472	3,877	4,289
期末现金余额	2,970	3,472	3,877	4,289	4,920

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	28.2%	-0.1%	23.1%	24.7%	23.2%
营业利润增长	12.0%	-43.6%	154.1%	35.2%	34.3%
归母净利润增长	10.8%	-29.5%	73.2%	29.7%	30.0%
获利能力					
毛利率	55.0%	58.2%	43.4%	39.1%	41.6%
净利率	8.9%	6.2%	8.7%	9.0%	9.5%
ROE	10.6%	7.1%	11.0%	12.4%	13.9%
ROA	5.9%	4.1%	6.3%	7.2%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	43.5%	41.9%	41.7%	41.8%	41.6%
净负债比率	77.0%	72.2%	71.6%	71.9%	71.2%
流动比率	2.52	2.71	2.78	2.79	2.81
速动比率	2.04	2.26	2.26	2.28	2.27
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.65	0.72	0.79	0.84
应收账款周转率	129.35	143.87	136.33	140.18	138.34
存货周转率	46.51	43.34	44.56	43.02	43.75
每股指标 (元)					
每股收益	0.29	0.20	0.34	0.44	0.57
每股经营现金流	0.31	0.13	0.13	0.13	0.21
每股净资产	2.77	2.87	3.11	3.54	4.10
估值比率					
P/E	11.6	15.6	33.2	25.6	19.7
P/B	1.2	1.1	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	8.8	11.3	20.5	19.8	15.2

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。