

01368.HK 特步国际

买入 (维持)

2 季度增长领跑同行

2022 年 7 月 13 日

市场数据

日期	20220713
收盘价(港元)	13.68
总股本(亿股)	26.3
总市值(亿港元)	360
净资产(亿元)	79
总资产(亿元)	1
每股净资产(元)	3.01

数据来源: Wind

相关报告

1 季度流水点评_1 季度增长强劲_20220407

年报点评_超速完成任务_20220317

4 季度流水点评_流水表现领跑同行_20220114

3 季度流水点评_Q3 流水放缓, 对今年收入确认影响有限_20211019

中报点评_主品牌大放异彩, 新品牌值得期待_20210823

2 季度流水点评_Q2 流水提速, 库存、折扣恢复正常水平_20210713

主品牌势如破竹, 新品牌获高瓴投资_20210619

_20210415

年报点评_业绩回稳, 新品牌值得期待_20210319

四季度流水及库存持续向好_20210119

三季度表现基本符合预期_20201124

业绩表现较稳定, 新品牌拉动成长_20200828

海外纺服研究

分析师: 韩亦佳

hanyij@xyzq.com.cn

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,013	12,302	14,930	17,958
同比增长(%)	22.5	22.9	21.4	20.3
归母净利润(百万元)	908	1,142	1,397	1,693
同比增长(%)	77.1	25.8	22.3	21.2
毛利率(%)	41.7	41.5	41.8	41.8
净利润率(%)	8.9	9.1	9.2	9.4
净资产收益率(%)	11.9	13.9	16.1	18.2
基本每股收益(元)	0.36	0.45	0.55	0.66

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

事件: 1) 特步国际公布 2022 年 2 季度内地营运表现: 特步主品牌 22Q2 零售销售增长 (包括线上线下渠道) 为中双位数, 零售折扣水平为 7-7.5 折, 零售存货周转约为 4.5 个月; 上半年零售销售增长 20-25%。2) 发布 22H1 盈利预喜: 预计 22H1 收入约 55.8 亿元, 同比增至少 35%; 归母净利润为 5.8 亿元, 同比增长至少 35%。

点评: 主品牌增长动能强, 渠道布局受干扰小, 22Q2 流水同比增中双位数, 领跑同行。特步产品&渠道持续改革, 品牌力崛起, 仍处于成长爆发期, 其以低线城市为主的渠道结构也使得其未受疫情过多扰动, 三四线城市疫情期间流水仍稳增长, 5 月上旬流水已经恢复至高单位数增长, 且持续提速, 上半年流水增速 20-25% 于行业内领先。其中, 电商与儿童业务的增速皆非常亮眼, 观 618 销售数据, 特步主品牌销售 5.9 亿元, 同比高增 61%; 特步儿童销售 7500 万元, 同比高增 103%。

折扣把控稳定, 库存仍处健康水平。 22Q2 主品牌零售折扣环比略加深, 为 7-7.5 折, 并未过多牺牲折扣, 且 618 期间以同比更轻的折扣清理了部分库存。公司采用柔性供应链分批出货改善库存管理, 零售存货周期为 4.5 个月水平, 仍处于库存健康水平。库存压力不大, 下半年折扣有望恢复至正常水平 (7.5-8 折)。

主品牌稳扎稳打, 高端及大众系列专业产品皆持续迭代, 并积极拓展自营的国内

积极发展电商业务抵消线下疫情影响, 专业运动板块索康尼增长强劲, 22H1 收入同比高增 100%。 索康尼线下于高线城市布局较多, 公司积极发展线上抵消不利影响, 22H1 索康尼营收同比增长超过 100%, 其中 618 期间索康尼销售同比增长 135%, 在运动鞋类目里的国际品牌中增速名列第一。索康尼专业跑鞋基因优秀, 公司将继续把主品牌的跑步资源分享给索康尼, 助力其打开国内跑鞋市场。索康尼开店计划并未受疫情影响, 下半年预计集中开店 10-20 家, 专业运动板块保持全年 50% 的营收高增长目标不变。

我们的观点: 特步主品牌产品&渠道改革红利持续释放, 仍处成长爆发期, 公司有信心维持全年运营目标不变; 索康尼线上经营已小有成效, 新品牌于下半年有望看到转机。我们预计特步国际 22/23/24 年营收为 123.0/149.3/179.6 亿元, 同比分别 +22.9%/+21.4%/+20.3%, 归母净利润 11.4/14.0/16.9 亿元, 同比分别 +25.8%/+22.3%/+21.2%, 目标价 15.1 港元, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情反复, 竞争加剧, 新品牌推广不及预期

报告正文

1) 特步国际公布 2022 年 2 季度内地营运表现:

特步主品牌 22Q2 零售销售增长(包括线上线下载渠道)为中双位数,零售折扣水平为 7-7.5 折,零售存货周转约为 4.5 个月;上半年零售销售增长 20-25%。

2) 发布 22H1 盈利预喜: 预计 22H1 收入约 55.8 亿元,同比增至少 35%;归母净利润为 5.8 亿元,同比增长至少 35%。

点评:

主品牌增长动能强,渠道布局受干扰小,22Q2 流水同比增中双位数,领先同行。特步产品&渠道持续改革,品牌力崛起,仍处于成长爆发期,其以低线城市为主的渠道结构也使得其未受疫情过多扰动,三四线城市疫情期间仍保持流水稳增长,

至高单位数增长,且持续提速,上半年流水增速 20-25%于

行业内领先。其中,电商与儿童业务的增速皆非常亮眼,观 618 销售数据,特步主品牌销售 5.9 亿元,同比高增 61%;特步儿童销售 7500 万元,同比高增 103%。

折扣把控稳定,库存仍处健康水平。22Q2 主品牌零售折扣环比略加深,为 7-7.5 折,并未过多牺牲折扣,且 618 期间以同比更轻的折扣清理了部分库存。公司采用柔性供应链分批出货改善库存管理,零售存货周期为 4.5 个月水平,仍处于库存健康水平,折扣与库存的平衡把控很好。库存压力不大,下半年折扣有望恢复至正常水平(7.5-8 折)。

表 1、特步主品牌零售流水同比表现(%)

	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
流水增长	-低单位数	+中单位数	+高单位数	+55%	+(30-35%)	+中双位数	+(20-25)%	+(30-35%)	+中双位数
零售折扣	6.5-7 折	6.5-7 折	6.5-7 折	7-7.5 折	7.5-8 折	7.5-8 折	7.5-8 折	7.5 折	7-7.5 折
零售存货周期	5-5.5 个月	5 个月	<5 个月	4.5 个月	4 个月	4 个月	4 个月	4 个月	4.5 个月

王券经济与金融研究院整理

特步稳扎稳打,主品牌夯实产品&品牌口碑,稳立跑步专家形象。

——产品上,专业产品持续迭代。高端产品方面,深耕 160X 系列继续收获跑圈认同;大众跑鞋亦加强研发,丰富多配置版本;1) 大众跑鞋系列科技均有明显升级,如减震旋 9 代采用双层镂空打造缓震结构(首次);氢风系列搭载的飏羽科技,密度降低至 0.13g/cm³,缓震性能提升 5%;动力巢 X 科技回弹力提升 5%至 66.8% 等。2) 大众跑鞋亦分化出多类型配置版本,丰富单个系列的产品深度。除原本的普通版本外,致轻、动力巢、减震旋均再推 PRO 版本;飏速则推出 Essential 版本。

——品牌塑造上,持续拓展自营的跑步生态圈,发展强粘性跑步社群。特步已建

设成中国最大的跑步生态圈，以线下跑步俱乐部为中心辐射周边社区，并让跑步俱乐部承担发售尖货的职能，发展跑步社群，销售与社群建设实现双赢。

积极发展电商业务抵消线下疫情影响，专业运动板块索康尼增长强劲，22H1 收入同比高增 100%。索康尼线下于高线城市布局较多，公司积极发展线上抵消不利影响，22H1 索康尼营收同比增长超过 100%，其中 618 期间索康尼销售同比增长 135%，在运动鞋类目里的国际品牌中增速名列第一。索康尼专业跑鞋基因优秀，公司将继续把主品牌的跑步资源分享给索康尼，助力其打开国内跑鞋市场。索康尼开店计划并未受疫情影响，下半年预计集中开店 10-20 家，专业运动板块保持全年 50%的营收高增长目标不变。

我们的观点：

特步主品牌产品&渠道改革红利持续释放，仍处成长爆发期，公司有信心维持全
尼线上经营已小有成效，新品牌于下半年有望看到转机。

我们预计特步国际 22/23/24 年营收为 123.0/149.3/179.6 亿元，同比分别 +22.9%/+21.4%/+20.3%，归母净利润 11.4/14.0/16.9 亿元，同比分别 +25.8%/+22.3%/+21.2%，目标价 15.1 港元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复，竞争加剧，新品牌推广不及预期。

资产负债表		单位:人民币百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	10,432	10,283	11,217	12,380	
货币资金	3,930	3,664	3,448	3,280	
存货	1,497	1,439	1,580	1,742	
应收贸易款项	3,137	3,515	4,266	5,131	
预付款项	1,443	1,240	1,498	1,802	
其他	425	425	425	425	
非流动资产	4,183	4,467	4,495	4,512	
物业厂房设备	1,119	1,347	1,358	1,361	
无形资产	671	728	743	758	
商誉	756	756	756	756	
其他	1,637	1,637	1,637	1,637	
资产总计	14,615	14,751	15,711	16,892	
流动负债	4,053	3,756	4,183	4,686	
短期借款	405	405	405	405	
应付款项	2,352	2,055	2,482	2,986	
其他应付	1,071	1,071	1,071	1,071	
其他	225	225	225	225	
非流动负债	2,580	2,580	2,580	2,580	
长期借款	1,375	1,375	1,375	1,375	
其他	1,205	1,205	1,205	1,205	
负债合计	6,633	6,336	6,763	7,266	
股本	23	23	23	23	
储备	7,906	8,363	8,922	9,600	
非控股权益	53	28	3	3	
股东权益合计	7,929	8,386	8,945	9,623	
负债及权益合计	14,615	14,751	15,711	16,892	

现金流量表		单位:人民币百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
税前利润	1,287	1,606	1,949	2,394	
经营活动现金流	701	840	803	1,029	
投资活动现金流	-329	-420	-180	-180	
融资活动现金流	96	-685	-838	-1,016	

利润表		单位:人民币百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	10,013	12,302	14,930	17,958	
营业成本	-5,835	-7,194	-8,688	-10,450	
毛利	4,178	5,107	6,242	7,508	
其他收入	299	367	446	536	
销售费用	-1,891	-2,299	-2,857	-3,408	
管理费用	-1,189	-1,461	-1,773	-2,133	
财务费用	-63	-63	-63	-63	
税前利润	1,287	1,606	1,949	2,394	
所得税	-397	-488	-576	-701	
净利润	889	1,117	1,372	1,693	
少数股东损益	-19	-25	-25	0	
归母净利润	908	1,142	1,397	1,693	
EPS(元)	0.36	0.45	0.55	0.66	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	22.5%	22.9%	21.4%	20.3%
毛利润增长率	30.6%	22.2%	22.2%	20.3%
归母净利润增长率	77.1%	25.8%	22.3%	21.2%
盈利能力				
毛利率	41.7%	41.5%	41.8%	41.8%
净利率	8.9%	9.1%	9.2%	9.4%
ROE	11.9%	13.9%	16.1%	18.2%
偿债能力				
资产负债率	45.4%	43.0%	43.0%	43.0%
营运能力				
存货周转率(次)	4.72	4.90	5.76	6.29
每股资料				
每股收益(元)	0.36	0.45	0.55	0.66
估值比率(倍)				
PE	33.0	26.2	21.5	17.7
PB	3.8	3.6	3.4	3.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、China Shandong Hi-Speed Financial Group Limited、山东黄金集团有限公司、广发控股（香港）有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、东航海外（香港）有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资

青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临

沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、HONGKONG INTERNATIONAL (QINGDAO) COMPANY LIMITED、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、蚌埠医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Huzhou Gas Co., Ltd.、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、ENN Natural Gas Co., Ltd.、新奥能源控股有限公司、ENN Energy Holdings Limited、溧源国际有限公司、LIYUAN INTERNATIONAL CO., LIMITED、漳州市交通发展集团有限公司、潍坊滨海投资发展有限公司、

福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真：(852) 35095929

邮箱：ir@xyzq.com.hk