

公司報告

特步國際 (1368 HK)

22年二季度零售流水好於預期

- 22年二季度零售流水增長15%左右，好於預期
- 維持22財年營收同比增長25%-30%的指引
- 維持買入評級並上調目標價至16.0港元

22年二季度零售流水增長超預期

特步宣布，22年二季度零售流水(包括線下和線上渠道)同比增長15%左右，對比22年一季度的同比增長30%-35%。二季度的流水增長超出了我們的預期，考慮到新冠疫情封控已經導致4月流水同比下降了低個位數，隨後5月同比增長約10%，6月同比增長30%-35%。

新品牌增速驚人

索康尼的零售流水在22年二季度同比增長超過100%，預計在22財年同比增長超過50%。雖然22年二季度受到供應鏈問題的拖累，海外對蓋世威和帕拉丁產品的需求非常強勁。特步預計，在22財年，蓋世威和帕拉丁的零售流水將同比增長至少30%。

22年二季度的折扣和庫存狀況良好

22年二季度的零售折扣水平為7折-75折，22年一季度為75折、21年一季度為7折-75折、21年二季度為75折-8折。我們認為，22年二季度折扣水平同比增加主要是受到新冠疫情的影響，以及21年二季度的低折扣(新疆棉事件推動了需求)。零售庫存水平約為4.5個月，略高於22年一季度的4個月及我們之前預測的4.2個月。基於目前的庫存水平仍屬健康，除非22年下半年出現大面積的新冠封控措施，特步預期折扣水平將繼續收窄。

維持22財年同比增長25%-30%的指引

特步公布了22年上半年盈利預喜，其盈利淨額同比增長至少35%。假設在22年下半年不再有大面積的新冠封控措施，管理層有信心實現先前同比超過25%的流水指引和同比25%-30%的營收增長指引。

維持買入評級並上調目標價16.0港元

我們將22/23/24財年的每股盈利預測分別調整為-0.9%、+1.6%和+4.3%。我們也將目標價從14.0港元上調至16.0港元。我們的新目標價基於未來12個月的每股盈利的26.4倍目標市盈率得出(先前為22財年每股盈利25倍)，對應0.9倍PEG。維持買入評級。

主要催化劑：新品牌實現盈虧平衡快於預期。

主要風險：更多大規模封鎖。

盈利預測及估值

截至12月31日止年度 (人民幣百萬元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	8,172	10,013	12,772	16,340	20,676
同比增長	-0.1%	22.5%	27.5%	27.9%	26.5%
可歸屬淨利潤	513	908	1,160	1,522	1,950
經調整每股盈利(人民幣)	0.21	0.36	0.45	0.60	0.76
同比增長	-31.6%	72.0%	27.7%	31.3%	28.1%
市盈率	57.0x	33.1x	26.0x	19.8x	15.4x
資本回報率(ROE)	7.2%	11.9%	14.1%	17.4%	20.2%
淨負債率	-18.0%	-17.4%	-20.6%	-13.0%	-9.8%
股息率	1.0%	1.8%	2.2%	2.9%	3.8%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；股價截至2022年7月13日

黃建文 王鈿熠  
+852 3189 6357 +852 3189 6711  
johnnywong@csmchina.com.hk bryanwang@csmchina.com.hk

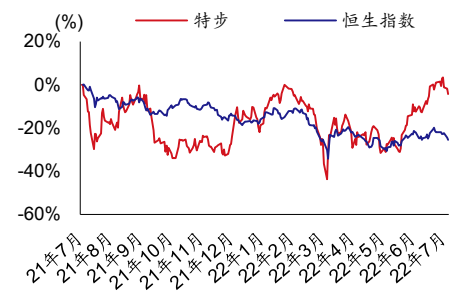
最新變動

特步22年二季度零售流水強勁；維持買入評級並上調目標價至16.0港元

買入

前次評級	買入
股價 (2022年7月13日)	13.7港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	16.0港元 (+17.0%)
前次目標價	14.0港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至2022年7月13日

%	1m	6m	12m
1368 HK	9.3	7.2	(3.0)
恒生指數	(1.3)	(14.9)	(25.6)

行業：消費

恒生指數(2022年7月13日)	20,798
國企指數(2022年7月13日)	7,146

重要數據

52周股價區間(港元)	8.08 - 14.98
市值(百萬港元)	36,045
日均成交量(百萬股)	10.34
每股淨資產(人民幣)	3.11

主要股東

Group Success Investments Ltd	50.0%
丁水波	2.3%
自由流通量	47.7%

資料來源：彭博

相關報告

1. 中國運動服飾行業-22年下半年前景：流水反彈；22財年增長目標仍有望實現(推薦)(2022/7/5)
2. 特步國際(1368 HK)-零售流水於5月和6月同比反彈(買入)(2022/6/14)

图表1: 特步历史流水增长

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
零售流水														
同比增长 (%)	20%+	20%+	20%	20%+	20%-25%	-0%-5%	+5%	+5%-10%	+55%	+30%-35%	+15%	+20%-25%	+30%-35%	+15%
零售折扣	25%	20%-25%	22%-25%	20%-25%	30%-35%	30%-35%	30%-35%	30%-35%	25%-30%	20%-25%	20%-25%	20%-25%	c.	25%-30%
零售库存 (几个月)	4.0	4.0	4.0	4.0	5.5	5.0-5.5	5.0	< 5.0	4.5	3.5-4.0	4.0	4.0	4.0	4.5

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图表2: 盈利调整

人民币百万元	2022E			2023E			2024E		
	调整前	调整后	变动%	调整前	调整后	变动%	调整前	调整后	变动%
营业收入	13,013	12,772	-1.9%	16,656	16,340	-1.9%	21,088	20,676	-2.0%
大众运动 (特步主品牌)	11,359	11,110	-2.2%	14,426	14,109	-2.2%	18,032	17,636	-2.2%
运动休闲 (盖世威、帕拉丁)	1,237	1,271	2.8%	1,546	1,589	2.8%	1,932	1,987	2.8%
专业运动 (索康尼、迈乐)	417	391	-6.3%	684	641	-6.3%	1,123	1,053	-6.2%
毛利率	41.9%	42.0%	0.0ppt	42.1%	42.1%	0.0ppt	42.2%	42.2%	0.0ppt
大众运动	41.7%	41.7%	0.0ppt	41.9%	41.9%	0.0ppt	42.1%	42.1%	0.0ppt
运动休闲	44.7%	44.7%	0.0ppt	44.9%	44.9%	0.0ppt	44.1%	44.1%	0.0ppt
专业运动	40.6%	40.6%	0.1ppt	40.8%	40.8%	0.1ppt	41.0%	41.1%	0.1ppt
经营利润率	13.3%	13.9%	0.6ppt	13.2%	14.1%	0.9ppt	12.9%	14.2%	1.3ppt
归母净利润	1,170	1,160	-0.9%	1,499	1,522	1.6%	1,869	1,950	4.3%
归母净利率	9.0%	9.1%	0.1ppt	9.0%	9.3%	0.3ppt	8.9%	9.4%	0.6ppt
摊薄每股盈利 (人民币元)	0.46	0.45	-0.9%	0.59	0.60	1.6%	0.73	0.76	4.3%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港) 预测

图表3: 目标价与估值表

特步估值表			
股价 (港元)	13.7		
港元/人民币汇率	0.86		
日期	13/7/2022		
	FY22E	FY23E	FY24E
年份差	1.0	2.0	3.0
每股盈利 (人民币)	0.45	0.60	0.76
市盈率	26.0x	19.8x	15.4x
每股盈利自21财年的复合增长率	27.7%	29.5%	29.0%
PEG	0.9x	0.7x	0.5x
目标市盈率	26.4x		
未来12个月每股盈利同比增速	28.7%		
PEG	0.9x		
未来12个月每股盈利 (人民币)	0.52		
目标价 (港元)	16.0		
上涨空间	17.0%		
22年预测股息率	2.2%		
总回报率	19.2%		

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港) 预测

## 财务预测表

### 资产负债表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	796	1,119	1,379	1,610	1,809
使用权资产	429	668	672	676	680
商誉	787	756	756	756	756
于联营公司的投资	34	144	132	156	180
其他非流动性资产	1,498	1,496	1,490	1,483	1,476
<b>非流动性资产总值</b>	<b>3,544</b>	<b>4,183</b>	<b>4,430</b>	<b>4,681</b>	<b>4,902</b>
库存	975	1,497	1,580	2,016	2,549
应收账款及预付款	4,143	4,972	5,603	7,159	9,051
按公允价值计入损益的金融资产	0	0	0	0	0
存款	0	0	0	0	0
银行结余及现金	3,472	3,930	4,278	3,721	3,538
其他流动性资产	437	33	33	33	33
<b>流动性资产总值</b>	<b>9,027</b>	<b>10,432</b>	<b>11,494</b>	<b>12,929</b>	<b>15,171</b>
<b>资产总值</b>	<b>12,572</b>	<b>14,615</b>	<b>15,924</b>	<b>17,610</b>	<b>20,073</b>
应付款项	1,479	2,352	2,356	3,005	3,801
应付关联方款项	0	0	0	0	0
银行借款	642	405	405	405	405
其他流动负债	1,213	1,296	1,668	2,071	2,565
<b>流动负债</b>	<b>3,334</b>	<b>4,053</b>	<b>4,430</b>	<b>5,482</b>	<b>6,771</b>
递延税项负债	237	253	253	253	253
租赁负债	131	102	123	123	123
银行借款	1,516	2,133	2,133	2,133	2,133
其他借款	-	-	-	-	-
拨备及其他负债	55	92	531	542	557
<b>非流动负债</b>	<b>1,939</b>	<b>2,580</b>	<b>3,040</b>	<b>3,052</b>	<b>3,066</b>
<b>总负债</b>	<b>5,273</b>	<b>6,633</b>	<b>7,470</b>	<b>8,534</b>	<b>9,837</b>
股本	22	23	23	23	23
储备	7,201	7,906	8,390	9,025	10,196
非控股权益	75	53	41	28	17
<b>权益总额</b>	<b>7,299</b>	<b>7,982</b>	<b>8,453</b>	<b>9,076</b>	<b>10,236</b>
<b>权益与负债总额</b>	<b>12,572</b>	<b>14,615</b>	<b>15,924</b>	<b>17,610</b>	<b>20,073</b>

### 现金流量表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	762	1,287	1,666	2,193	2,816
财务成本	112	90	68	66	73
应占联营公司溢利	0	0	11	-24	-24
折旧与摊销	166	169	192	222	253
营运资金变动	-320	-447	-292	-928	-1,122
其它	29	-16	413	0	0
已付所得税及其它	-429	-382	-522	-683	-878
<b>经营活动现金流</b>	<b>320</b>	<b>701</b>	<b>1,536</b>	<b>847</b>	<b>1,118</b>
资本支出	-207	-414	-400	-400	-400
投资	-4	-3	0	0	0
其他	784	89	-12	-10	-16
<b>投资活动现金流</b>	<b>573</b>	<b>-329</b>	<b>-412</b>	<b>-410</b>	<b>-416</b>
已付股息	-279	-356	-676	-887	-778
股权融资	0	823	0	0	0
债务融资(偿还)	-77	-339	0	0	0
其他	-25	-31	-101	-107	-107
<b>融资活动现金流</b>	<b>-380</b>	<b>96</b>	<b>-777</b>	<b>-994</b>	<b>-885</b>
<b>净现金流</b>	<b>513</b>	<b>469</b>	<b>348</b>	<b>-556</b>	<b>-183</b>

### 利润表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>8,172</b>	<b>10,013</b>	<b>12,772</b>	<b>16,340</b>	<b>20,676</b>
销售成本	-4,973	-5,835	-7,414	-9,454	-11,945
<b>毛利</b>	<b>3,198</b>	<b>4,178</b>	<b>5,358</b>	<b>6,885</b>	<b>8,731</b>
经销开支	-1,537	-1,891	-2,412	-3,085	-3,904
行政开支	-1,050	-1,189	-1,515	-1,938	-2,452
其他	307	299	349	444	560
<b>经营溢利</b>	<b>918</b>	<b>1,396</b>	<b>1,780</b>	<b>2,306</b>	<b>2,935</b>
折旧与摊销	-166	-169	-192	-222	-253
<b>息税折旧前利润</b>	<b>1,084</b>	<b>1,566</b>	<b>1,972</b>	<b>2,528</b>	<b>3,188</b>
财务成本	-140	-63	-68	-66	-73
其他收益(成本)	-17	-46	-46	-46	-46
<b>税前利润</b>	<b>762</b>	<b>1,287</b>	<b>1,666</b>	<b>2,193</b>	<b>2,816</b>
所得税开支	-257	-397	-519	-683	-878
<b>净利润</b>	<b>505</b>	<b>889</b>	<b>1,147</b>	<b>1,510</b>	<b>1,938</b>
非控股权益	8	19	13	12	12
<b>本公司拥有人应占利润</b>	<b>513</b>	<b>908</b>	<b>1,160</b>	<b>1,522</b>	<b>1,950</b>
摊薄每股盈利(人民币)	0.21	0.36	0.45	0.60	0.76
每股股息(人民币)	0.12	0.21	0.26	0.35	0.44

### 财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>同比增长率变化</b>					
收入	-0.1%	22.5%	27.5%	27.9%	26.5%
毛利	-9.9%	30.6%	28.3%	28.5%	26.8%
经营利润	-25.6%	52.1%	27.5%	29.5%	27.3%
净利润	-29.5%	77.1%	27.7%	31.3%	28.1%
每股盈利	-31.6%	72.0%	27.7%	31.3%	28.1%
<b>利润率</b>					
毛利润率	39.1%	41.7%	42.0%	42.1%	42.2%
经营利润率	11.2%	13.9%	13.9%	14.1%	14.2%
净利润率	6.3%	9.1%	9.1%	9.3%	9.4%
<b>流动性</b>					
应收账款天数	137.3	123.3	105.3	97.8	98.2
库存天数	74.2	77.3	75.8	69.4	69.7
应付账款天数	106.4	119.8	115.9	103.5	104.0
现金周转天数	105.1	80.8	65.2	63.7	64.0
<b>现金流与杠杆率</b>					
自由现金流(百万人民币)	217	279	694	450	719
净负债率	-18.0%	-17.4%	-20.6%	-13.0%	-9.8%
股息分配比率	60.0%	58.1%	58.3%	58.3%	58.3%
股息率	1.0%	1.8%	2.2%	2.9%	3.8%
<b>回报分析</b>					
ROE	7.2%	11.9%	14.1%	17.4%	20.2%
资产周转率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
净利润率	6.3%	9.1%	9.1%	9.3%	9.4%
财务杠杆	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0
ROA	4.1%	6.7%	7.6%	9.1%	10.3%
<b>估值倍数</b>					
市盈率	57.0x	33.1x	26.0x	19.8x	15.4x
市净率	4.4x	4.0x	3.8x	3.5x	3.1x

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828