

# 特步国际 (01368.HK)

## 流水增速亮眼，库存健康

事件：公司发布 Q2 流水与 H1 盈利预喜公告，主品牌 Q2 流水增长中双位数，H1 流水增长 20-25%，H1 公司收入/业绩预计均增长 35%+。

**Q2 流水表现亮眼，渠道库存与折扣健康，收入/业绩大幅增长。** 1) **流水**：主品牌 Q2 流水同比增长中双位数，考虑到本轮疫情多集中于以上海、深圳为代表的高线城市，而主品牌三四线城市门店占比较大，客流受影响相对较小。H1 主品牌流水增长 20-25%，其中我们预计电商表现优于线下，童装在低基数下表现优于成人装。2) **库存与折扣**：根据公司披露 H1 主品牌渠道库存周转约 4.5 个月，较 Q1 以及 2021H1 延长约半个月，根据公司披露 618 期间主品牌销售额同比增长 61%，我们判断已消化一部分库存，后续又迎来双十一大促，到年底我们预计渠道库存周转有望恢复至 4 个月左右的健康水平，Q2 终端折扣为 7-7.5 折仍在正常范围。3) **收入与业绩**：公告披露公司 2022H1 收入与净利润增速不少于 35%，收入与流水的差异主要由于主品牌批发模式下，同期发货基数较低。

**品牌力提升与渠道优化见证特步品牌发展势头。** 1) **产品层面**：一方面针对产品的专业性，公司不断推陈出新，新款精英系列跑鞋 160X 3.0 在专业跑者间广受好评，同时公司坚持专业跑鞋赋能大众跑鞋，通过“骄阳计划”为青少年科学运动保驾护航。另一方面公司积极探索环保创新产品，2022 年 XDNA 厂牌共开发 37 款环保理念产品，深受年轻人青睐。受益于疫情后居民运动消费需求增长，我们判断专业品类流水增速或高于休闲品类。2) **渠道层面**：随着 SKU 的丰富与品牌升级需求，公司逐步加大渠道优化力度，9 代形象店占比提升。展望 2022 全年，我们预计主品牌净开店有望达到 200-300 家，且新开门店或均为 9 代店，新店将有力提升品牌形象以及区域内普通门店的销售表现。

**索康尼收入高速增长，时尚运动品牌海外需求火热。** 专业运动索康尼门店集中在高线城市，疫情期间受到一定影响，然而受益于特步跑步生态圈的支持以及产品力本身强劲，线上渠道与非封控区销售亮眼，公司披露索康尼品牌 H1 收入同比增长超 100%。根据我们跟踪，盖世威和帕拉丁海外需求火热，此前困扰品牌销售的供应链问题随着疫情缓和逐步改善。

**展望全年我们预计公司收入/业绩增长 25-30%。** 短期我们预计 6-7 月公司终端流水增长 30%，考虑到主品牌特步在疫情困境下所展现出的优于行业的销售表现以及新品牌的高速增长态势，我们预计公司 2022 全年收入有望实现 25-30% 的亮眼增长，业绩方面我们预计受产品结构优化作用，全年主品牌利润率或小幅提升，新品牌体量小对公司利润影响不大。

**盈利预测和投资建议**：公司主品牌专注于专业跑步领域并在细分行业具有领先优势，多品牌布局稳步推进，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 11.82/14.34/17.39 亿元，现价 13.68 港元，对应 2022 年 PE 为 26 倍，对应 2023 年 PE 为 22 倍，维持“买入”评级。

**风险提示**：新品牌拓展不及预期；全球疫情反复；娱乐营销影响主品牌专业形象。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,172	10,013	12,649	15,211	18,085
增长率 yoy (%)	-0.1	22.5	26.3	20.3	18.9
归母净利润(百万元)	513	908	1,182	1,434	1,739
增长率 yoy (%)	-29.5	77.1	30.1	21.3	21.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.19	0.34	0.45	0.54	0.66
净资产收益率(%)	6.9	11.1	12.7	13.3	13.9
P/E(倍)	60.3	34.0	26.2	21.6	17.8
P/B(倍)	4.2	3.9	3.4	2.9	2.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 7 月 13 日收盘

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	鞋类
前次评级	买入
7月13日收盘价(港元)	13.68
总市值(百万港元)	36,044.65
总股本(百万股)	2,634.84
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	16.96

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

##### 分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

##### 研究助理 王佳伟

执业证书编号：S0680122060018

邮箱：wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究

- 《特步国际 (01368.HK)：Q1 流水增长亮眼，渠道库存健康》2022-04-07
- 《特步国际 (01368.HK)：业绩大幅增长，未来充满信心》2022-03-16
- 《特步国际 (01368.HK)：品牌升级，流水亮眼，全年业绩表现上佳》2022-01-15

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	9027	10432	10556	13830	15058
现金	3472	3930	3803	4317	5285
应收账款及票据	3236	3528	4503	5311	6357
其他应收款	838	1374	735	2031	1257
衍生金融工具及短投	0	0	0	0	0
存货	975	1497	1412	2068	2055
其他流动资产	507	103	103	103	103
<b>非流动资产</b>	3544	4183	4404	4466	4515
权益性投资	749	893	1174	1376	1665
固定资产	796	1119	1090	973	768
无形资产	1926	2096	2036	2032	1994
其他非流动资产	73	76	104	84	88
<b>资产总计</b>	12572	14615	14960	18296	19573
<b>流动负债</b>	3334	4053	3810	6128	6085
短期借款	642	405	878	1382	2318
应付账款及票据	1479	2352	1284	3066	2088
其他流动负债	1213	1296	1648	1679	1678
<b>非流动负债</b>	1939	2580	2010	1625	1242
长期借款	1516	2133	1706	1280	853
其他非流动负债	423	447	304	345	388
<b>负债合计</b>	5273	6633	5820	7752	7326
股本	22	23	23	23	23
股本溢价	1653	1959	1959	1959	1959
留存收益	5665	6286	7468	8902	10641
归属母公司股东权益	7223	7929	9111	10545	12284
少数股东权益	75	53	28	-1	-38
<b>负债和股东权益</b>	12572	14615	14960	18296	19573

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	320	701	225	1015	1091
净利润	513	908	1157	1404	1703
折旧摊销	170	177	458	552	645
财务费用	117	76	41	52	67
投资损失	0	0	50	35	-5
营运资金变动	-320	-447	-1391	-948	-1238
其他经营现金流	-160	-13	-90	-80	-80
<b>投资活动现金流</b>	1604	184	-640	-569	-609
资本支出	-211	-155	-56	162	287
长期投资	328	-155	-739	-754	-934
其他投资现金流	1487	493	155	24	38
<b>筹资活动现金流</b>	-380	96	287	68	485
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-160	415	-427	-427	-427
股本增加	31	0	0	0	0
支付股利	-279	-356	0	0	0
其他筹资现金流	28	38	714	494	912
<b>现金净增加额</b>	1543	982	-127	514	968

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	8172	10013	12649	15211	18085
营业成本	4973	5835	7273	8701	10309
其他经营费用	223	0	0	0	0
销售费用	1537	1891	2391	2860	3382
管理费用	1050	1189	1455	1749	2080
财务费用	117	76	41	52	67
利息收入	4	21	77	81	96
其他非经营性损益	97	89	90	80	80
投资净收益	-17	-46	-50	-35	5
<b>营业利润</b>	611	1115	1527	1890	2329
其他收益及亏损	151	172	175	175	175
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	762	1287	1702	2065	2504
所得税	257	397	545	661	801
<b>净利润</b>	505	889	1157	1404	1703
少数股东损益	-8	-19	-25	-30	-36
<b>归属母公司净利润</b>	513	908	1182	1434	1739
EBITDA	1048	1539	2201	2669	3215
EPS (元)	0.19	0.34	0.45	0.54	0.66

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.1	22.5	26.3	20.3	18.9
营业利润(%)	-31.1	82.4	37.0	23.8	23.3
归属于母公司净利润(%)	-29.5	77.1	30.1	21.3	21.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.1	41.7	42.5	42.8	43.0
净利率(%)	6.3	9.1	9.3	9.4	9.6
ROE(%)	6.9	11.1	12.7	13.3	13.9
ROIC(%)	5.9	8.6	9.5	10.3	10.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.5	45.4	38.9	42.4	37.4
净负债比率(%)	24.7	33.9	22.1	32.6	16.7
流动比率	2.7	2.6	2.8	2.3	2.5
速动比率	2.4	2.2	2.4	1.9	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	2.7	3.0	3.2	3.1	3.1
应付账款周转率	3.4	3.0	4.0	4.0	4.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.34	0.45	0.54	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.27	0.09	0.39	0.41
每股净资产(最新摊薄)	2.77	3.03	3.47	4.00	4.65
<b>估值比率</b>					
P/E	60.3	34.0	26.2	21.6	17.8
P/B	4.2	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	28.7	19.5	13.8	11.3	9.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 13 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com