

公司研究

Q2 疫情挑战下表现不俗，期待多品牌持续发力

——特步国际（1368.HK）2022年二季度营运情况及中期业绩预告点评

要点

发布二季度零售情况、22Q2 主品牌全渠道零售流水同比增中双位数

公司发布 2022 年第二季度中国内地业务营运情况，2022Q2 特步主品牌零售流水（包括线上线下全渠道）同比增长中双位数，上半年累计特步主品牌零售流水同比增长 20~25%。22Q2 流水表现逐月改善，4 月单月流水同比下滑低单位数、5 月单月同比增长约 10%、6 月单月同比增长 30~35%。

2022Q2 特步主品牌零售折扣为 70~75 折、环比 22Q1 折扣有所加深（22Q1 约为 75 折）；上半年库销比约为 4.5 个月、较 22Q1 增加约 0.5 个月。

发布中期业绩预告、预计 22H1 归母净利润同比增速不低于 35%

公司同时发布业绩预告，预计 2022 年上半年归母净利润同比增速不低于 35%，主要由于收入同比增速不低于 35% 贡献，收入增长主要来自：1) 特步主品牌及特步儿童业务在产品创新、零售渠道升级及品牌知名度提升方面取得突破，零售表现较好，进而促使此前订货会订单表现可观，同时特步儿童、特步电商上半年流水同比增速分别超 50%、超 30%；2) 专业运动部分的索康尼销售强劲，其在跑步圈知名度提升，且电商表现较好，进而带动收入同比增长超过 100%；3) 时尚运动部分盖世威和帕拉丁表现好于公司预期、上半年收入同比增速高于 30%，主要系随着疫情受控、越南供应链有所改善，货品可以陆续完成交付，且欧美地区对产品需求较为旺盛。

二季度主品牌及新品牌各具亮点

2022Q2 特步主品牌继续强化跑鞋矩阵，通过 160X3.0、飞速 3.0、减震旋 PRO、致轻 PRO 等不同系列覆盖大众及专业跑者需求，同时推出迪丽热巴同款半糖系列奶兔西装及甜甜圈套装、紧抓女性消费群体，且主品牌发布了 100% 聚乳酸含量环保风衣、践行绿色可持续战略，公司亦制定了“10 年可持续发展计划”；特步儿童则与中国航天博物馆联名，共同开展航天科普公益行动；时尚运动品牌盖世威代言人卡梅隆·诺里穿着品牌战衣、获得 22 年温网男单四强的成绩；专业运动品牌索康尼推出全新一代稳定型轻量跑鞋“Tempus 坦途”。

盈利预测与投资建议

二季度疫情影响下特步主品牌零售流水增速环比放缓，但公司积极应对，通过电商或奥莱渠道消化库存。渠道端公司尝试与国际品牌经销商合作、布局高线城市购物中心门店，现已与宝胜联手，在河北、安徽各完成 1 家门店开设。我们继续看好公司受益运动健身和国潮趋势、多品牌布局发力，但考虑到疫情影响存不确定性，下调 22~24 年盈利预测（净利润较前次盈利预测分别下调 3%/3%/3%），按最新股本计算，对应 EPS 为 0.43、0.55、0.68 元人民币，对应 22、23 年 PE 为 27 倍、21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情影响超预期致终端零售持续疲软或者恢复不及预期；库存积压；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用投入不当、小品牌培育不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,172	10,013	12,541	15,675	19,152
营业收入增长率	-0.1%	22.5%	25.2%	25.0%	22.2%
净利润（百万元）	513	908	1,138	1,446	1,788
净利润增长率	-29.5%	77.1%	25.3%	27.0%	23.7%
EPS（元）	0.19	0.34	0.43	0.55	0.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.1%	11.5%	13.6%	16.1%	18.5%
P/E	60	34	27	21	17
P/B	4.2	3.9	3.7	3.4	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-13，港币汇率采用 07 月 13 日 1HKD=0.8571RMB 计算

买入（维持）

当前价：13.68 元港币

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsec.com

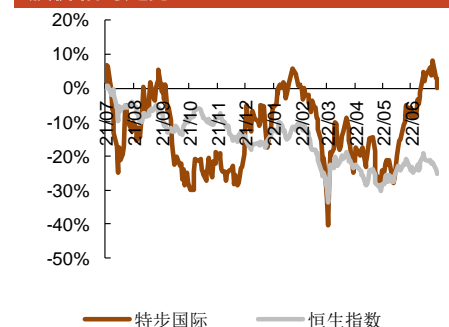
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	26.35
总市值(亿港元):	360.45
一年最低/最高(港元):	8.08/14.98
近 3 月换手率:	53.9%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.5	26.1	22.6
绝对	9.3	22.7	-3.0

资料来源：Wind

相关研报

Q1 流水表现亮眼、Q2 存疫情和高基数影响——特步国际（1368.HK）2022 年一季度营运情况点评（2022-04-08）

21 年业绩亮眼，22 年继续发力（2022-03-17）

2021 全年归母净利润增长超 70%，期待 2022 年增长势头延续（2022-01-16）

受益运动消费趋势和国潮风潮，强化主品牌、拓展多品牌（2021-08-23）

附表：单季度流水表现

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
零售同比 增速	20%+	20%+	约 20%	20%+	20~25% 跌幅	低单位数 跌幅	中单位数	高单位数	约 55%	30~35%	中双位数 增长	20~25%	30~35%	中双位数 增长
折扣水平	约 75 折	75~8 折	75~78 折	75~8 折	65~7 折	65~7 折	65~7 折	65~7 折	7~75 折	75~8 折	75~8 折	75~8 折	75 折	7~75 折
库存周转	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 5.5 个 月	5 至 5.5 个 月	约 5 个月	5 个月以 下	约 4.5 个 月	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4.5 个 月

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8172	10013	12541	15675	19152
营业成本	(4974)	(5835)	(7300)	(9086)	(11061)
营业毛利	3198	4178	5242	6589	8091
销售费用	(1537)	(1891)	(2318)	(2938)	(3564)
管理费用	(1050)	(1189)	(1450)	(1773)	(2153)
财务收入/费用净额	(140)	(63)	(95)	(94)	(94)
EBT	762	1287	1646	2092	2587
所得税	(257)	(397)	(508)	(646)	(799)
净利润 (不含少数股东损益)	513	908	1138	1446	1788
EPS(按最新股本计, 元)	0.19	0.34	0.43	0.55	0.68

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	320	701	1147	1874	2195
净利润	513	908	1138	1446	1788
折旧摊销	166	169	268	275	265
营运资本变化	(234)	(429)	(259)	154	142
其他经营活动产生的现金	(116)	71	0	0	0
投资活动产生现金流	573	(329)	(310)	(210)	(210)
资本性支出	(180)	(667)	(310)	(210)	(210)
投资变化	754	339	0	0	0
其他投资活动产生的现金	(0)	0	0	0	0
融资活动现金流	(380)	96	(686)	(867)	(1073)
债务净增加	(146)	(346)	(3)	0	0
股本增加	0	1	0	0	0
支付的股利合计	(279)	(356)	(683)	(867)	(1073)
其他筹资活动产生的现金	44	798	0	0	0
净现金流	513	469	152	797	913

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	39.1%	41.7%	41.8%	42.0%	42.2%
EBITDA 率	13.1%	15.2%	16.0%	15.7%	15.4%
EBIT 率	11.0%	13.5%	13.9%	13.9%	14.0%
税前净利润率	9.3%	12.9%	13.1%	13.3%	13.5%
归母净利润率	6.3%	9.1%	9.1%	9.2%	9.3%
ROA	4.1%	6.2%	7.5%	8.8%	10.1%
ROE (摊薄)	7.1%	11.5%	13.6%	16.1%	18.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41.9%	45.4%	44.4%	45.1%	45.1%
流动比率	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5
速动比率	2.4	2.2	2.2	2.1	2.1
归母权益/有息债务	3.0	3.9	4.1	4.4	4.8
有形资产/有息债务	4.6	6.5	6.8	7.4	8.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄, 港币汇率采用 07 月 13 日 1HKD=0.8571RMB 计算

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,027	10,432	10,948	12,258	13,600
货币资金	3,472	3,930	4,082	4,878	5,791
应收账款及应收票据合计	3,236	3,528	3,687	3,871	4,000
存货 (净值)	975	1,497	1,702	2,032	2,332
其他流动资产	1,345	1,477	1,477	1,477	1,477
非流动资产	3544	4183	4225	4161	4105
固定资产/PP&E	796	1119	1157	1141	1127
无形资产	709	671	659	647	635
商誉	787	756	756	756	756
其他非流动资产	1252	1637	1653	1616	1587
总资产	12572	14615	15174	16419	17705
流动负债	3334	4053	4159	4826	5397
短期借款	642	405	405	405	405
应付账款及票据	1479	2352	2458	3125	3696
应交税费	86	123	123	123	123
其他流动负债	1127	1173	1173	1173	1173
非流动负债	1939	2580	2580	2580	2580
长期借款	1516	1375	1375	1375	1375
其他非流动负债	423	1205	1205	1205	1205
负债合计	5273	6633	6739	7406	7977
股本	22	23	23	23	23
储备	7201	7906	8361	8940	9655
少数股东权益	75	53	53	53	53
股东权益合计 (不含少数股东权益)	7223	7929	8384	8963	9678
股东权益合计 (含少数股东权益)	7299	7982	8438	9016	9731
负债及股东权益合计	12572	14615	15174	16419	17705

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	18.8%	18.9%	18.5%	18.7%	18.6%
管理费用率	12.9%	11.9%	11.6%	11.3%	11.2%
财务费用率	1.7%	0.6%	0.8%	0.6%	0.5%
所得税率	33.7%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利(HKD)	0.12	0.24	0.30	0.38	0.48
每股经营现金流	0.12	0.27	0.44	0.71	0.83
每股净资产	2.77	3.03	3.20	3.42	3.69
每股销售收入	3.10	3.80	4.76	5.95	7.27

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	60	34	27	21	17
PB	4.2	3.9	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	24.3	31.0	21.5	16.3	13.3
股息率	0.9%	1.8%	2.2%	2.8%	3.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE