

# 特步国际 (01368.HK)

## 上半年业绩预增 35%以上，维持强劲成长势头

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004

### 事项:

公司公告: 2022年7月13日, 公司发布2022上半年盈利预喜, 公司预计于截至2022年6月30日止的六个月, 较2021年同期录得普通股持有人应占其未经审核综合溢利增加不少于35%。综合收入增长不少于35%。

◆ **国信纺服观点:** 1) 上半年在经营环境挑战下表现出众, 下半年较高基数下收入增长将略放缓; 2) 618增长强劲, 专业跑鞋产品与营销持续加码; 3) 风险提示: 疫情反复冲击消费需求; 供应链短缺和成本大幅上涨; 品牌恶性竞争加剧; 市场的系统性风险; 4) **投资建议:** 改革效果显现增长势头强劲, 维持“买入”评级。公司过去五年通过渠道优化、品类改革, 成功激发经营效率, 把握中国消费者跑步市场快速发展机遇, 树立专业运动形象。近期经营环境挑战下保持强劲增长势头, 持续印证公司战略转型的正确性。短期看好公司2022年批发收入奠定业绩高增确定性, 中长期在消费者对国货好感度提升, 公司凭借主品牌坚实的大众定位与出色的产品力仍有较大成长空间, 同时新品牌定位高端时尚与专业运动有望扩大集团的消费层级。由于七月以来疫情有一定的反弹势头, 下半年疫情反复情况下预计营销开支和经销商支持费用有小幅提升, 基于谨慎考虑下调盈利预测, 预计公司2022-2024年净利润为11.4/14.9/19亿元(原为11.8/14.9/19亿元), 同比增长25.6%/30.8%/27%, EPS分别为0.43/0.57/0.72元(原为0.45/0.57/0.72元), 昨收盘价对应PE 25.6x/19.6x/15.4x。合理估值14.7-15.4港元, 对应2023年21-22xPE, 维持“买入”评级。

### 评论:

◆ 上半年在经营环境挑战下表现出众, 下半年较高基数下收入增长将略放缓

从上半年表现来看, 上半年主品牌流水增幅达20%~25%, 其中二季度流水录得中双位数的增长, 其中4/5/6月流水表现分别为低单位数下降/10%左右的增长/30%-35%的增长, 呈现明显的复苏趋势。上半年综合收入增长不少于35%, 毛利率基本持平。分品牌看, 上半年特步主品牌销售增长不低于35%; 盖世威和帕拉丁的增长高于30%, 好于公司此前指引; 索康尼和迈乐增长销售增长超过100%, 好于公司此前指引。折扣方面, 上半年特步主品牌的零售折扣率为7.0-7.5折, 其中二季度7.5-8.0折, 同比基本持平; 零售渠道的库存周转天数在4.5个月的健康水平。

展望下半年, 7月上旬流水维持良好增长势头, 收入增长由于较高基数有所放缓。下半年增长基数为30%以上的较高水平, 预计公司收入增速将有放缓, 维持全年整个集团全年收入25%~30%的增长目标。折扣方面, 在没有疫情影响的情况下三季度折扣率将在去年7.5-8.0折的基础上有同比改善。库存方面, 3-5月的疫情影响了公司售罄率并增加了渠道库存, 预计在双十一期间完成这部分库存的处理, 库存周转天数将在年底恢复至4个月的水平。由于尾货的处理将通过电商或奥莱, 销售折扣为4-5折, 高于批发折扣, 因此库存的清理预计不会对毛利率产生影响。

表1：公司季度运营表现

时间	同店增长	零售流水增长	库销比	折扣
2018Q1	低双		4	7.5-8折
2018Q2	中双		4	7.5-8折
2018Q3	中双		4	7.5-8折
2018Q4	中双		4	7.5-8折
2019Q1	低双	20%+	4	7.5折
2019Q2	低双	20%+	4	7.5-8折
2019Q3	0.1	0.2	4	7.5-7.8折
2019Q4	低双	20%+	4	7.5-8折
2020Q1	-	20-25%跌幅	5.5	65折-7折
2020Q2	-	低单位数跌幅	5-5.5	65折-7折
2020Q3	-	中单	5	65折-7折
2020Q4	-	高单	<5	65折-7折
2021Q1	-	55%	4.5	7-7.5折
2021Q2	-	30~35%	4	7.5-8折
2021Q3	-	中双	4	7.5-8折
2021Q4	-	20~25%	4	7.5-8折
2022Q1	-	30~35%	4	7.5折
2022Q2	-	中双	4.5	7.5-8折

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

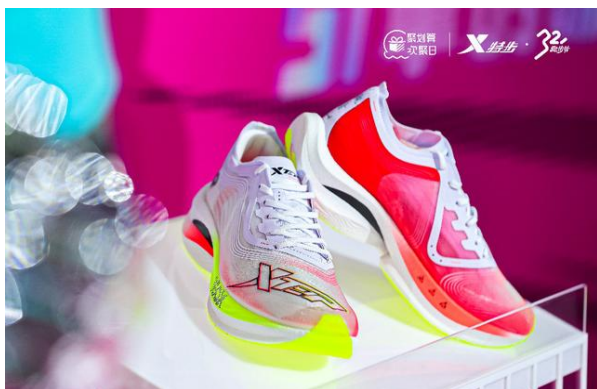
#### ◆ 618 增长强劲，专业跑鞋产品与营销持续加码

公司 618 销售增长十分强劲。截至 6 月 20 日 20 点，特步集团累计成交额 6.5 亿元，同比增长 64%；其中特步主品牌成交额 5.9 亿元，同比增长 61%，特步儿童成交额 0.75 亿，同比增长 103%；索康尼/帕拉丁成交额分别同比增长 135%/87%。

3 月 20 日，特步在其天猫直播间开启第七届特步 321 跑步节暨新品云发布会，通过“云呼吸，跑步的味道”这一理念与跑者沟通，并发布新一代马拉松专业跑鞋 160X3.0、更适合日常跑步的减震旋 9.0 跑鞋，以及破风背心等产品。在 2021 年中国马拉松百强榜单，前 10 名中，有 7 名穿着特步 160X 系列跑鞋。男子前 100 名中，160X 系列占据 25 名，女子前 100 名中，160X 系列占据 14 席。2021 年推出的 160X2.0 系列横扫权威杂志《跑者世界》多个奖项，并予以特步“国货之光”的肯定。160X3.0 在发布会后于天猫旗舰店首发 550 双，定价 999 元，较 160X2.0 无提价。其中 160X3.0 礼盒装在 10 秒内售罄。

发布会上一同发布的还有特步首款数字藏品“160X-Metaverse”，在“步星云-特步官方数字藏品商城”平台发布发售 321 份，寓意特步连续举办了七年的 321 跑步节，发布后 70 分钟售罄。公司在专业跑步赛道持续加码，产品覆盖高端竞速到大众系列，同时营销更加贴近年轻人喜好，有望持续带动公司创下佳绩。

图1: 特步 160X3.0 跑鞋



资料来源: 央广网, 国信证券经济研究所整理

图2: 特步 160X-Metaverse 数字藏品



资料来源: 特步集团微信公众号, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 改革效果显现增长势头强劲, 维持“买入”评级

公司过去五年通过渠道优化、品类改革, 成功激发经营效率, 把握中国消费者跑步市场快速发展机遇, 树立专业运动形象。近期经营环境挑战下保持强劲增长势头, 持续印证公司战略转型的正确性。短期看好公司 2022 年批发收入奠定业绩高增确定性强, 中长期在消费者对国货好感度提升, 公司凭借主品牌坚实的大众定位与出色的产品力仍有较大成长空间, 同时新品牌定位高端时尚与专业运动有望扩大集团的消费层级。由于七月以来疫情有一定的反弹势头, 下半年疫情反复情况下预计营销开支和经销商支持费用有小幅提升, 基于谨慎考虑下调盈利预测, 预计公司 2022-2024 年净利润为 11.4/14.9/19 亿元(原为 11.8/14.9/19 亿元), 同比增长 25.6%/30.8%/27%, EPS 分别为 0.43/0.57/0.72 元(原为 0.45/0.57/0.72 元), 昨收盘价对应 PE 25.6x/19.6x/15.4x。合理估值 14.7-15.4 港元, 对应 2023 年 21-22xPE, 维持“买入”评级。

表2: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,172	10,013	12,479	15,150	18,214
(+/-%)	-0.1%	22.5%	24.6%	21.4%	20.2%
净利润(百万元)	513	908	1,141	1,493	1,895
(+/-%)	-29.5%	77.1%	25.6%	30.8%	27.0%
每股收益(元)	0.19	0.34	0.43	0.57	0.72
毛利率	39.1%	41.7%	41.9%	41.9%	41.9%
净资产收益率 (ROE)	7.1%	11.5%	13.6%	19.9%	42.5%
市盈率 (PE)	56.9	32.1	25.6	19.6	15.4
EV/EBITDA	77.9	38.8	24.7	22.1	20.6
市净率 (PB)	4.0	3.7	3.5	3.9	6.5

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

1、疫情反复冲击消费需求; 2、供应链短缺和成本大幅上涨; 3、品牌恶性竞争加剧; 4、市场的系统性风险。

### 相关研究报告：

- 《特步国际（01368.HK）-一季度零售额同比增长 30%~35%，成长势头出色》——2022-04-08
- 《特步国际（01368.HK）-经营环境挑战下业绩增长 77%，增长势头强劲》——2022-03-18
- 《国信证券-特步国际-01368.HK-重大事件快评：2021 年流水增幅超过 30%，业绩增长不少于 70%》——2022-01-17
- 《特步国际-01368.HK-重大事件快评：Q3 压力之下增长出色，未来扩张积极》——2021-10-20
- 《特步国际-01368.HK-业绩出色，5 年规划彰显信心》——2021-08-26

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	3472	3930	5455	9425	13061	<b>营业收入</b>	8172	10013	12479	15150	18214
应收款项	4074	4902	4909	5130	5169	营业成本	4973	5835	7250	8800	10577
存货净额	975	1497	1776	2159	2600	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	507	103	129	156	188	销售费用	1537	1891	2457	2953	3513
<b>流动资产合计</b>	<b>9027</b>	<b>10432</b>	<b>12268</b>	<b>16870</b>	<b>21018</b>	管理费用	1052	1191	1514	1725	1971
固定资产	841	1276	1255	1223	1184	财务费用	2	1	77	73	71
无形资产及其他	1926	1601	1537	1473	1409	投资收益	(17)	(46)	0	1	2
投资性房地产	744	1163	1163	1163	1163	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	34	144	192	242	312	其他收入	20	66	436	516	608
<b>资产总计</b>	<b>12572</b>	<b>14615</b>	<b>16415</b>	<b>20971</b>	<b>25085</b>	营业利润	611	1115	1617	2117	2690
短期借款及交易性金融负债	642	405	1000	1000	1000	营业外净收支	151	172	0	1	2
应付款项	1571	2479	2881	3432	4051	<b>利润总额</b>	<b>762</b>	<b>1287</b>	<b>1617</b>	<b>2118</b>	<b>2692</b>
其他流动负债	1121	1169	1524	6434	12974	所得税费用	257	397	499	654	831
<b>流动负债合计</b>	<b>3334</b>	<b>4053</b>	<b>5405</b>	<b>10867</b>	<b>18025</b>	少数股东损益	(8)	(19)	(24)	(29)	(34)
长期借款及应付债券	1516	2133	2133	2133	2133	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>513</b>	<b>908</b>	<b>1141</b>	<b>1493</b>	<b>1895</b>
其他长期负债	423	447	447	448	450						
<b>长期负债合计</b>	<b>1939</b>	<b>2580</b>	<b>2580</b>	<b>2582</b>	<b>2584</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>5273</b>	<b>6633</b>	<b>7985</b>	<b>13448</b>	<b>20609</b>	<b>净利润</b>	513	908	1141	1493	1895
少数股东权益	75	53	44	32	18	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	7223	7929	8386	7490	4458	折旧摊销	(169)	(175)	184	196	203
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12572</b>	<b>14615</b>	<b>16415</b>	<b>20971</b>	<b>25085</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	2	1	77	73	71
关键财务与估值指标						营运资本变动	(543)	(386)	446	4831	6648
每股收益	0.19	0.34	0.43	0.57	0.72	其它	(3)	(8)	(9)	(11)	(14)
每股红利	0.12	0.21	0.26	0.91	1.87	<b>经营活动现金流</b>	<b>(201)</b>	<b>340</b>	<b>1763</b>	<b>6509</b>	<b>8733</b>
每股净资产	2.74	3.01	3.18	2.84	1.69	资本开支	0	(258)	(100)	(100)	(100)
ROIC	5%	8%	9%	17%	141%	其它投资现金流	860	0	0	0	0
ROE	7%	11%	14%	20%	43%	<b>投资活动现金流</b>	<b>865</b>	<b>(368)</b>	<b>(148)</b>	<b>(151)</b>	<b>(170)</b>
毛利率	39%	42%	42%	42%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	11%	11%	11%	12%	负债净变化	247	617	0	1	0
EBITDA Margin	5%	9%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(308)	(545)	(685)	(2388)	(4927)
收入增长	-0%	23%	25%	21%	20%	其它融资现金流	<b>(40)</b>	<b>342</b>	<b>595</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
净利润增长率	-29%	77%	26%	31%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(162)</b>	<b>486</b>	<b>(90)</b>	<b>(2388)</b>	<b>(4927)</b>
资产负债率	43%	46%	49%	64%	82%	<b>现金净变动</b>	<b>502</b>	<b>458</b>	<b>1525</b>	<b>3970</b>	<b>3636</b>
息率	1.1%	1.9%	2.3%	8.2%	16.9%	货币资金的期初余额	2970	3472	3930	5455	9425
P/E	56.9	32.1	25.6	19.6	15.4	货币资金的期末余额	3472	3930	5455	9425	13061
P/B	4.0	3.7	3.5	3.9	6.5	企业自由现金流	0	(61)	1444	6128	8283
EV/EBITDA	78	39	25	22	21	权益自由现金流	0	898	1986	6078	8234

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032