

### 中信证券研究部



**冯重光**  
首席纺织分析师  
S1010519040006



**郑一鸣**  
纺织分析师  
S1010519120002

### 核心观点

**公司 2020Q4 实现终端流水高单位数增长，2020 年呈现逐季度改善的趋势。同时，存货水平继续改善，多品牌整合持续推进。2020 年疫情背景下主品牌略有调整，综合考虑收购品牌海外业务略有亏损&代理品牌仍需一定投入，下调 2020 年 EPS 预测至 0.22 港元（原预测为 0.24 港元），但考虑到公司终端恢复较好，上调 2021/2022 年 EPS 预测至 0.33/0.40 港元（原预测为 0.30 港元/0.36 港元），维持“买入”评级。**

**经营回顾：终端持续改善，库存接近健康状态。**公司 2020Q4 实现终端流水高单位数增长，2020 年呈现逐季度改善的趋势（2020Q1/Q2/Q3 分别为下降 20%~25%/下降低单位数/中单位数增长）。同时，存货水平继续改善，接近健康状态（截止到 2020Q4 存货周转周期 5 个月左右）。持续改善的表现验证公司在产品/渠道/供应链等方面的改革成果。

**产品不断升级，全面拥抱新零售。**（1）产品方面，2020 年公司继续修炼内功，产品功能性&时尚性研发设计不断提升，在竞速 160X 的基础上，飚速系列跑鞋升级上线，全面覆盖从专业跑者到大众跑者需求，林书豪系列篮球鞋 XTEP JLIN ONE 正式推出，同时加大跨界联名的尝试，特步 x 少林积极拥抱 Z 世代。（2）零售方面，公司及时启动全员零售模式，推动私域流量加快社群推广，线上方面加速“特步运动+”线上小程序建设。

**多品牌整合继续推进，线下门店逐步落地。**公司正式推出“多品牌全球化战略”，2020Q4 内推出索康尼在中国首家线下门店、首家多品牌集合店 X-STREET（单日销售创下 516 万元）。预计 2021 年多品牌战略有望加速推进，更多的索康尼、迈乐等品牌门店有望实现落地，同时疫情影响下的品牌亏损有望收窄。

**风险提示。**1.终端零售波动；2.同店表现低于预期；3.疫情持续时间超预期。

**盈利预测及估值。**2020 年疫情背景下主品牌略有调整，综合考虑收购品牌海外业务略有亏损，代理品牌仍需一定投入，下调 2020 年 EPS 预测至 0.22 港元（原预测为 0.24 港元），但考虑到公司终端恢复较好，上调 2021/2022 年 EPS 预测至 0.33/0.40 港元（原预测为 0.30 港元/0.36 港元），维持“买入”评级。

<b>特步国际</b>	<b>01368.HK</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	3.84 港元
总股本	2,547 百万股
港股流通股本	2,547 百万股
52 周最高/最低价	4.32/2.14 港元
近 1 月绝对涨幅	21.34%
近 12 月绝对涨幅	-9.48%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	6383	8183	8183	9323	10287
变化 (%)	24.83	28.19	0.00	13.93	10.34
净利润(百万元)	657	728	453	700	839
变化 (%)	60.86	10.84	(35.15)	51.60	19.91
每股收益 (港元)	0.31	0.34	0.22	0.33	0.40
市盈率 (倍)	12.51	11.29	17.41	11.48	9.58

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 18 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	6383	8183	8183	9323	10287
销售及劳务成本	-3555	-4632	-4811	-5388	-5915
毛利	2828	3550	3371	3934	4372
其它收入	16	28	68	58	61
销售及推广费用	-1357	-1718	-1800	-2023	-2212
其它经营费用	-667	-951	-957	-1063	-1132
其他收益及亏损	141	235	135	165	195
经营利润	961	1144	816	1071	1285
税前利润	1107	1343	691	1072	1286
所得税开支	-306	-390	-200	-341	-409
少数股东权益	-13	-4	-19	-16	-19
股东应占利润	643	724	453	700	839
EBITDA	1286	1513	855	1211	1427
EBIT	1182	1372	800	1154	1368

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3196	2970	1873	1830	1993
应收贸易账款及其他应收款项	2783	3673	3505	3912	4300
存货	836	1046	1141	1254	1372
其他流动资产	1245	1577	1577	1577	1577
流动资产合计	8060	9266	8097	8572	9242
物业、厂房及设备	641	662	651	619	586
商誉及无形资产	8	2000	2000	1999	1999
其他非流动资产	490	356	419	392	357
非流动资产合计	1139	3057	3109	3049	2981
总资产	9199	12323	11206	11621	12223
应付账款票据及其他应付款	1728	2464	2507	2584	2811
其他流动负债	67	121	60	102	123
流动负债合计	3278	3671	2567	2687	2934
长期借贷	461	1269	1269	1269	1269
其他非流动负债	129	423	423	423	423
非流动负债合计	590	1691	1691	1691	1691
总负债	3868	5362	4258	4378	4625
普通股股本	20	22	22	22	22
储备	5577	7069	7250	7530	7866
股东权益合计	5331	6960	6948	7244	7598
总负债及总权益	9199	12323	11206	11621	12223
已动用资本	5921	8651	8639	8935	9289
营运资金	4782	4746	4691	5090	5349
净现金/(负债)	1252	615	605	561	725
净负债比率(%)	NC	NC	NC	NC	NC

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1107	1343	691	1072	1286
营运资金变动	-513	36	55	-400	-259
折旧及摊销	104	141	55	57	59
其他	-543	-741	-254	-311	-384
经营现金流	154	778	547	418	702
资本支出	-154	-100	-23	-24	-26
资产变卖	0	0	0	0	0
其它	-127	-1945	-158	27	34
投资现金流	-281	-2045	-181	3	9
发行普通股的所得款项	-25	1187	0	0	0
借贷变化	-10	342	-1086	0	0
已付股息	459	436	272	420	503
其它	-935	-927	-604	-885	-1051
融资现金流	-511	1039	-1418	-465	-547
外汇汇率变动之影响	1	1	0	0	0
变动净现金流	-636	-226	-1052	-44	164
自由现金流	1	678	524	394	677

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率(%)					
毛利	26.0	25.5	NA	16.7	11.1
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	39.4	17.6	NA	41.7	17.8
除息、税前利润(不计联营贡献)	39.9	16.1	NA	44.4	18.5
股东应占利润	73.8	12.6	NA	54.4	19.9
利润率(%)					
毛利	44.3	43.4	41.2	42.2	42.5
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	20.2	18.5	10.4	13.0	13.9
除息、税前利润(不计联营贡献)	18.5	16.8	9.8	12.4	13.3
股东应占利润	10.1	8.8	5.5	7.5	8.2
其它(%)					
有效税率	27.7	29.0	29.0	31.8	31.8
已动用资本回报率	10.9	8.4	5.2	7.8	9.0
股东回报率	12.1	11.8	6.5	9.9	11.3
资产回报率	7.1	6.7	3.9	6.1	7.0

## 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标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联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发（金融服务牌照编号：350159）；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888；电邮：MCI (P) 024/12/2020）。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。