

## 方正证券研究所证券研究报告

特步国际(01368)

公司研究

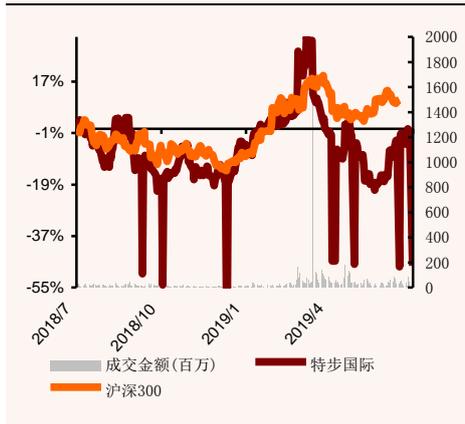
纺织服装行业

公司事件点评报告

2019.07.15/推荐(维持)

首席分析师 丰毅  
 执业证书编号: S1220518070001  
 E-mail fengyi@foundersec.com

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

《专注跑步，厚积薄发》2018.11.24

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 【事件】

公司发布 2019Q2 业务运营状况, 2019Q2 公司同店增长低双位数, 零售额增长超过 20%, 零售折扣水平达到 75 折至 8 折左右, 零售存货周转约 4 个月。

### 【点评】

**2019Q2 业绩预计维持高成长, 折扣率略提升, 业绩增长落到实处**

公司业绩自 2018 遇拐点, 维持较快成长。(1) **同店增速方面**, 2018Q1、Q2、Q3、Q4、2019Q1、Q2 公司同店增速分别达低双位数、中双位数、中双位数、中双位数、低双位数、低双位数, 2018 同店增速较 2017 维持单位数左右的同店增速明显改善。

(2) **零售增速方面**, 2018 季度未公布单季度零售额增速, 从营收增速看, 2017H1、H2、2018H1、H2 营收增速分别达-9%、11%、19%、30%, 2017H2 起公司营收改善明显, 2019Q1、Q2 零售增速在高基数的情况下, 仍维持超过 20% 的同比增速。(3) **终端存货周转健康**, 自 2018 至 2019Q2 公司零售存货周转一直维持 4 个月左右, 好于 2017 年约 4-5 个月的存货周转水平。(4) **折扣率提升**, 2019Q1 公司产品折扣率维持 75 折左右, Q2 提升至 75 折至 8 折左右 (高于内资龙头品牌平均水平), 说明零售高成长并非来自低折扣, 我们预计公司高成长仍望持续。

**运动鞋服趋势强劲, 公司转型成效显, 布局高端、运动休闲品牌打造新增长点**

(1) **运动鞋服趋势强劲**, 2014 运动人群快速增长叠加政府政策支持, 多数国内外运动品牌业绩遇拐点, 2018 业绩增速达到高峰, 2019H1 国际龙头品牌及内资龙头品牌均维持较快成长。

(2) **公司转型成效显**, 公司通过 2015 以来三年时间改革, 产品更专注“跑步类产品”, 跑步产品优势领先; 渠道运营更扁平化, 2018 以来门店数触底反弹, 门店运营效率提升, 门店面积、店效、提升明显; 发力线上, O2O、专供款约各占一半, 线上维持高成长, 营收占比超过 20%。(3) **布局高端、运动休闲品牌打造新增长点**, 2019Q1 与 Wolverine 成立合资公司获得迈乐、圣康尼大中华区运营权, 预计品牌自 2020 起在中国开店; 此外 2019 年 5 月公司公告投资 17.5 亿人民币收购 E-land Footwear USA 已发行所有股份, 公司拥有 K-Swiss、Palladium、Supra 等品牌, 收购品牌预计无亏损, 预计新品牌于 2019 年底或 2020 年开始在中国开店。

### 【投资建议】

我们预计 2019/2020/2021 年公司归母净利润分别为 8.06/9.95/12.08 亿元，同比增速在 22.68%/23.49%/21.40%，对应 EPS 为 0.32/0.40/0.48 元/股，对应 P/E 为 12.56/10.17/8.38，维持“推荐”评级。

### 【风险提示】

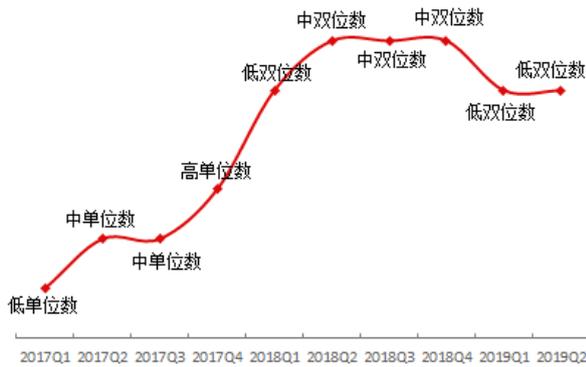
社零波动的影响；主品牌复苏不及预期；新品牌运营不及预期。

### 盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6383	7663	9234	10859
(+/-) (%)	24.83	20.05	20.51	17.60
净利润	657	806	995	1208
(+/-) (%)	60.97	22.68	23.49	21.40
EPS(元)	0.26	0.32	0.40	0.48
P/E	15.41	12.56	10.17	8.38

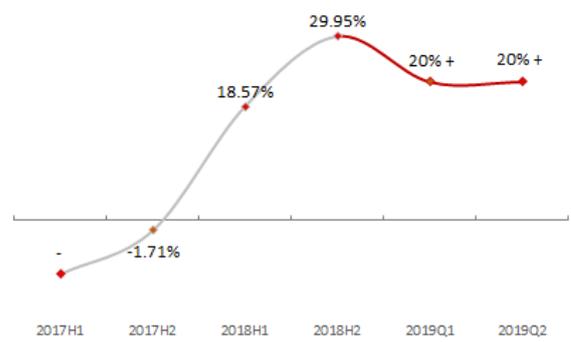
数据来源：wind 方正证券研究所

图表1: 特步国际 2017 至今同店增速



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表2: 特步国际 2017 至今营收增速



灰色——半年度营收同比增速; 红色——季度零售增速

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表3: 特步国际年度财务数据

	2015	2016	2017	2018
营收(亿元)	52.98	54.00	51.27	64.00
同比(%)	10.81	1.91	-5.05	24.81
归母净利润(亿元)	6.23	5.28	4.08	6.57
同比(%)	30.25	-15.22	-22.68	60.86
扣非净利润(亿元)	5.64	4.68	3.21	5.16
同比(%)	26.54	-17.00	-31.37	5.79
毛利率(%)	42.24	43.20	43.89	44.31
同比(pct)	1.49	0.96	0.69	0.42
净利率(%)	12.01	10.61	8.71	10.47
同比(pct)	1.85	-1.40	-1.90	1.76
销售费用率(%)	18.55	15.76	17.78	21.21
同比(pct)	1.85	-2.79	2.02	3.43
管理费用率(%)	9.02	12.26	14.96	9.73
同比(pct)	-1.19	3.24	2.70	-5.23
财务费用率(pct)	1.62	2.00	2.22	2.20
同比(pct)	-0.09	0.38	0.22	-0.02
经营性现金流(亿元)	7.87	3.46	5.58	1.54
同比(%)	731.77	-56.03	61.39	-72.33
营业周期(天)	171.89	183.63	211.50	189.25
同比(天)	2.08	11.74	27.87	-22.25
存货周转天数(天)	56.93	50.38	73.87	78.67
同比(天)	-13.38	-6.55	23.49	4.80
应收账款周转天数(天)	114.96	133.25	137.63	110.59
同比(天)	15.46	18.29	4.38	-27.04

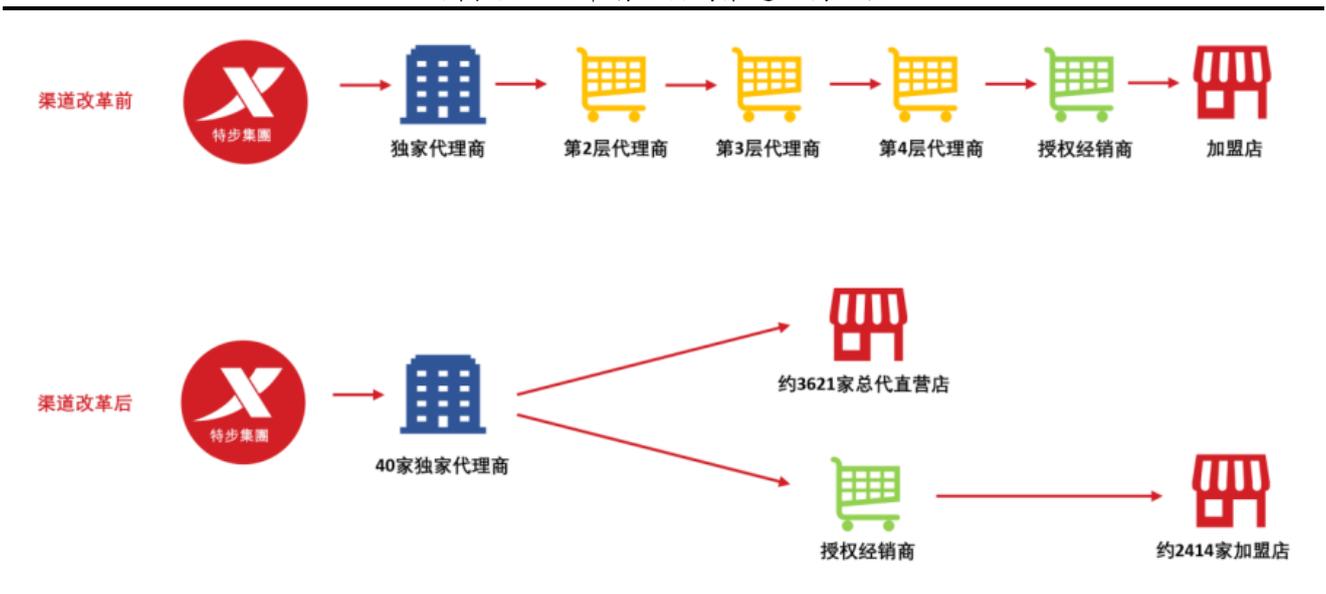
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4: 特步国际财务数据

	2016	2017H1	2017	2018H1	2018H
营收(亿元)	54.00	23.16	51.27	27.46	63.99
同比(%)	1.91	-8.82	-5.05	18.53	24.81
归母净利润(亿元)	5.28	3.10	4.08	3.75	6.57
同比(%)	-15.22	-18.35	-22.68	20.90	60.86
扣非净利润(亿元)	4.68	2.45	3.21	2.50	5.16
同比(%)	-17.00	-30.55	-31.37	2.04	5.79
毛利率(%)	43.20	43.95	43.89	43.72	44.31
同比(pct)	0.96	0.61	0.69	-0.23	0.42
环比(pct)	-0.14	0.75	-0.06	-0.17	0.59
净利率(%)	10.61	14.49	8.71	13.68	10.47
同比(pct)	-1.40	-1.41	-1.90	-0.81	1.76
环比(pct)	-5.29	3.88	-5.78	4.97	-3.21
销售费用率(%)	15.76	16.63	17.78	17.49	21.21
同比(pct)	-2.79	4.02	2.02	0.86	3.43
管理费用率(%)	12.26	10.66	14.96	9.61	9.73
同比(pct)	3.24	1.11	2.70	-1.05	-5.23
财务费用率(%)	2.00	1.81	2.22	2.50	2.20
同比(pct)	0.38	0.21	0.22	0.69	-0.02
营业周期(天)	183.63	238.83	211.50	218.20	189.25
同比(天)	11.74	50.37	27.87	-20.63	-22.25
存货周转天数(天)	50.38	65.57	73.87	102.34	78.67
同比(天)	-6.55	11.58	23.49	36.77	4.8
应收账款周转天数(天)	133.25	173.26	137.63	115.86	110.59
同比(天)	18.29	38.79	4.38	-57.4	-27.04

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表5: 改革前后公司渠道结构比较



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表6: 公司渠道改革前后比较

	渠道改革前	渠道改革后
渠道结构	独家分销商+3层分销商+1层经销商	1层独家总代理商+1层经销商(加盟店)
分销商数量	2014年28家	2018年40家
渠道管理	侧重分销渠道管理:商品生产及批发	侧重零售渠道管理:建立1000多名专业人员团队直接管理6000家门店构成的零售网络;决定店铺位置及陈列,统一零售吊牌价,制定产品订购指引,根据零售店级别制定折扣范围,对所有零售店员工进行培训
门店选址	绝大部分为街边店	提高购物中心店占比,目前街边店数占比80+,购物中心店占15%-20%
信息化建设	--	ERP系统全面覆盖:实现实时查看各店铺销售进度、存货水平、折扣幅度及销售效率 内部零售管理APP超级导购:提供店铺员工统一培训,覆盖逾85%店铺、超过2.2万名员工。

资料来源:公司公告,方正证券研究所

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

利润表					资产负债表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6383.00	7662.65	9234.01	10859.06	流动资产	8060.00	8607.77	9429.13	10421.6
营业成本	3555.00	4248.84	5119.76	6020.38	货币资金	3196.00	3155.44	3439.40	3840.38
毛利	2828.00	3413.82	4114.26	4838.68	应收账款	1953.00	2204.08	2403.37	2558.57
其他收入及损益	196.00	201.00	202.00	222.00	存货	836.00	928.56	1052.01	1204.08
销售费用	1357.00	1685.78	1985.31	2280.40	非流动资产	1139.00	1223.76	1270.51	1309.17
管理费用	622.00	674.31	794.13	923.02	固定资产净值	641.00	713.19	764.24	800.10
营业利润	1045.00	1254.72	1536.82	1857.26	无形资产	8.00	8.85	10.97	13.16
应占共同控制实体/联	0.00	0.00	0.00	0.00	可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	68.00	57.34	58.12	62.07	资产总计	9199.00	9831.53	10699.6	11730.8
税前利润	976.00	1197.38	1478.70	1795.19	流动负债	3278.00	3607.79	3940.67	4341.45
所得税	306.00	375.41	463.61	562.84	短期借款	1483.00	1583.00	1583.00	1586.00
净利润(含少数股东权	670.00	821.97	1015.09	1232.35	应付账款	879.00	1105.86	1262.41	1484.48
净利润(不含少数股东	657.00	806.02	995.39	1208.44	其他应付款	861.00	851.93	1026.56	1207.14
净利率	0.10	0.11	0.11	0.11	非流动负债	590.00	596.21	599.25	598.39
总股本(摊薄,百万股)	2242.38	2498.50	2498.50	2498.50	长期借款	461.00	471.00	481.00	481.00
摊薄每股收益(元/股)	0.29	0.32	0.40	0.48	负债总计	3868.00	4204.00	4539.92	4939.84
据最新股本调整后 EPS	0.26	0.32	0.40	0.48	归属母公司股东权益	5326.00	5603.64	6115.42	6726.62
基于调整后 EPS 的 PE	15.41	12.56	10.17	8.38	少数股东权益	5.00	20.95	40.64	64.56
					总权益	5331.00	5624.59	6156.06	6791.18
现金流量表					财务指标				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	155.00	274.87	948.99	1291.38	总资产周转率	0.70	0.82	0.90	0.97
净利润	657.00	806.02	995.39	1208.44	应收账款周转率	3.48	3.91	4.01	4.38
折旧及摊销	104.00	90.22	105.42	120.62	应付账款周转率	6.70	7.18	7.80	7.91
营运资金变动	-513.00	-600.18	-153.52	-32.80	每股收益	0.26	0.32	0.40	0.48
投资活动现金流	-281.00	-12.00	-63.00	-156.00	每股净资产	2.38	2.25	2.46	2.72
融资活动现金流	-511.00	68.80	-587.24	-722.06	P/E	15.41	12.56	10.17	8.38
经营活动现金流净额	155.00	274.87	948.99	1291.38	P/B	1.70	1.80	1.64	1.49
现金流净额	-637.00	-40.56	283.96	400.98					
期末现金及等价物	3196	3155	3439	3840					

数据来源: wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时, 本公司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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com