

审慎增持 (维持)

1368.HK 特步国际

目标价: 4.83 港元

现价: 4.59 港元

2019Q3 营运基本稳定, 服装增速更快

2019年11月11日

预期升幅: 5.2%

## 主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,383	7,453	8,774	10,364
同比增长(%)	24.8	16.8	17.7	18.1
净利润(百万元)	670	683	760	952
同比增长(%)	50.1	1.9	11.4	25.2
毛利率(%)	44.3	44.5	44.8	45.4
净利率(%)	10.5	9.2	8.7	9.2
净资产收益率(%)	11.7	10.1	9.3	10.1
基本每股收益(元)	0.30	0.34	0.38	0.47

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 市场数据

日期	20191108
收盘价(港元)	4.59
总股本(亿股)	25.1
总市值(亿港元)	115.3
净资产(亿元)	68.98
总资产(亿元)	106.77
每股净资产(元)	2.74

数据来源: Wind

## 相关报告

## 投资要点

- 2019Q3 公司在中国内地业务营运情况整体较稳定。与去年同期相比, 公司同店销售增速约为 10%, 零售销售增速(含线上及线下)约为 20%, 零售折扣水平平均为 6.5 折-7.8 折, 零售存货周转月数约为 4 个月。
- 从下半年详细情况来看, 7-10 月表现有所恢复。特步主品牌 2019 年 7 月和 8 月零售增长较 2019H1 呈现稳定态势。其中, 服装产品的销售增长快于鞋类。2019 年 9 月公司零售增长放缓, 主要原因: 1、去年较高的销售基数, 2、北方地区气候异常导致秋季较暖。2019 年 10 月特步主品牌的销售收入回复至之前增长水平。
- 下调公司目标价为 4.83 港元, 目标价相比现价 4.59 港元有 5.2% 增幅。预计公司 2019/2020/2021 的收入分别为 74.5 / 87.7 / 103.6 亿元人民币, 归属于股东的净利润分别为 6.8/7.6/9.5 亿元人民币。我们预计 2019 年公司多品牌战略持续发力, 增速显著, 且新品牌将贡献更多营收, 预计营收增幅 16.8%, 净利率下调 1.1ppt, 下调公司目标价至 4.83 港元, 对应 2019/2020/2021 年 P/E 分别为 14.1x/12.8x/10.3x, 维持审慎增持评级。

## 海外消费研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王源

wangyuanyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190118060055

风险提示: 行业竞争加剧, 业务推进不及预期, 新品牌推广费用超出预期



## 报告正文

## 1、2019Q3 公司在中国内地业务营运情况整体较稳定

- 与去年同期相比，公司同店销售增速约为 10%，零售销售增速（含线上及线下）约为 20%，零售折扣水平平均为 6.5 折-7.8 折，零售存货周转月数约为 4 个月。
- 特步主品牌 2019 年 7 月和 8 月零售增长较 2019H1 呈现稳定态势。其中，服装产品的销售增长快于鞋类。2019 年 9 月公司零售增长放缓，主要原因：1、去年较高的销售基数，2、北方地区气候异常导致秋季较暖。2019 年 10 月特步主品牌的销售收入回复至之前增长水平。

图 1、1H19 年公司营业收入增长（人民币：百万元）

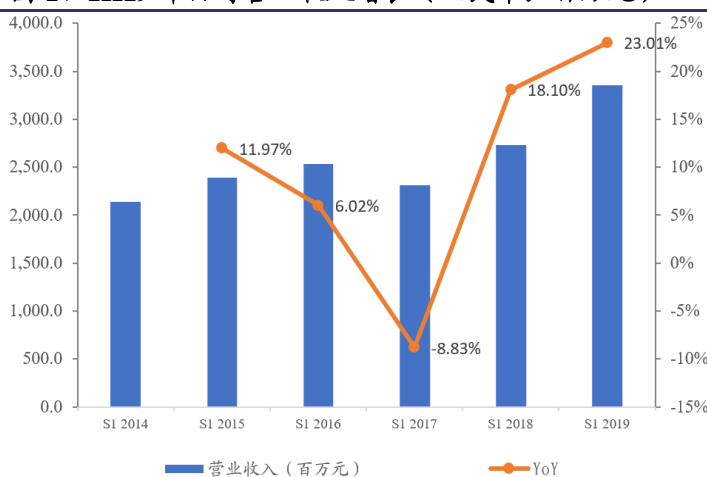
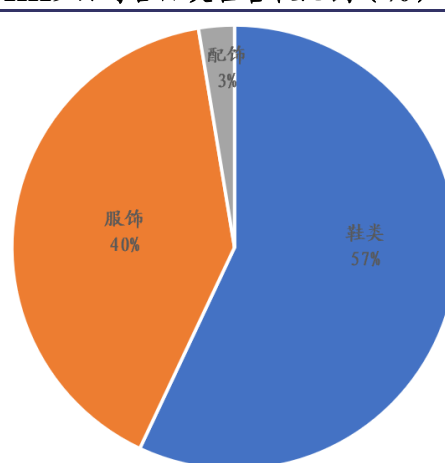


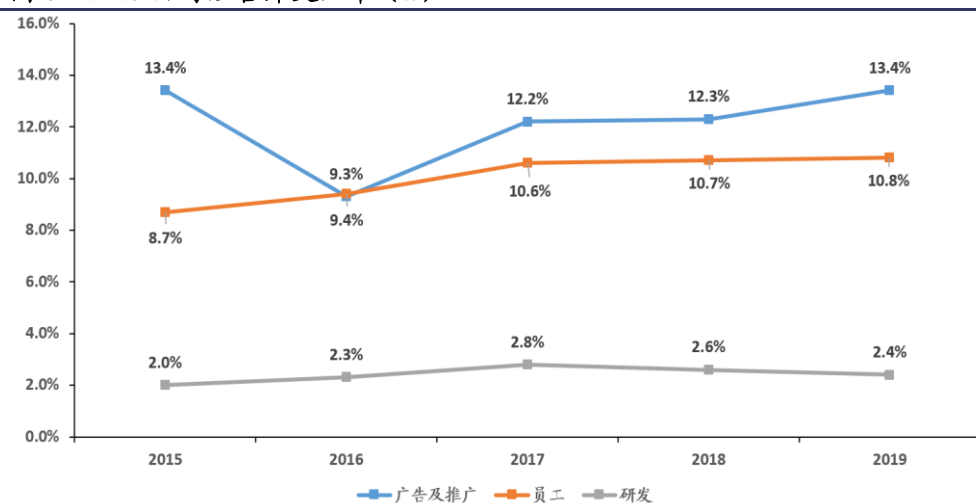
图 2、1H19 公司各品类占营收比例 (%)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、1H19 公司经营开支比率 (%)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 2、下调 2019 年公司目标价至 4.83 港元，并维持审慎增持评级

- 中国政府支持运动的政策及公众对参与体育活动的热爱程度日益增加，令国内体育用品市场稳健增长，集团于 2019 年启动多品牌业务模式。集团透过与 Wolverine Group 合作及收购 K-Swiss Holdings Inc. 为业务注入两个新动力。受惠于中国内地的健身热潮，集团进一步加快渗透至二线及三线城市，把握该等地区对专业体育用品的迅速增长需求。除加强于国内的市场领导地位外，集团亦将继续拓展海外市场，以抓紧其业务潜力。
- 下调公司目标价为 4.83 港元，目标价相比现价 4.59 港元有 5.2% 增幅。预计公司 2019/2020/2021 的收入分别为 74.5 / 87.7 / 103.6 亿元人民币，归属于股东的净利润分别为 6.8/7.6/9.5 亿元人民币。我们预计 2019 年公司多品牌战略持续发力，增速显著，且新品牌将贡献更多营收，预计营收增幅 16.8%，净利率保持下调 1.1ppt，下调公司目标价至 4.83 港元，对应 2019/2020/2021 年 P/E 分别为 14.1x/12.8x/10.3x，维持审慎增持评级。
- 风险提示：行业竞争加剧，业务推进不及预期，新品牌推广费用超出预期。

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>8,060</b>	<b>8,423</b>	<b>9,056</b>	<b>9,477</b>
货币资金	3,196	3,097	2,905	2,676
存货	836	963	1,143	1,317
其他	4,028	4,363	5,007	5,484
<b>非流动资产</b>	<b>1,139</b>	<b>958</b>	<b>978</b>	<b>1,008</b>
固定资产	641	670	690	720
无形资产	8	9	9	9
预付租金	234	234	234	234
其他	256	45	45	45
<b>资产总计</b>	<b>9,199</b>	<b>9,381</b>	<b>10,034</b>	<b>10,486</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,278</b>	<b>2,494</b>	<b>1,946</b>	<b>898</b>
短期借款	1,483	899	552	54
应付款项	879	679	579	579
其他	916	916	816	266
<b>非流动负债</b>	<b>590</b>	<b>561</b>	<b>561</b>	<b>561</b>
长期借款	461	461	461	461
其他	129	100	100	100
<b>负债合计</b>	<b>3,868</b>	<b>3,054</b>	<b>2,507</b>	<b>1,459</b>
股本	20	20	20	20
储备	5,306	6,306	7,506	9,006
非控股权益	5	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>5,331</b>	<b>6,326</b>	<b>7,527</b>	<b>9,027</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>9,199</b>	<b>9,381</b>	<b>10,034</b>	<b>10,486</b>

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	976	1,040	1,181	1,470
折旧和摊销	86	95	100	130
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>154</b>	<b>252</b>	<b>209</b>	<b>317</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>(281)</b>	<b>(79)</b>	<b>(85)</b>	<b>(87)</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>(511)</b>	<b>(271)</b>	<b>(317)</b>	<b>(459)</b>
现金净变动	(636)	(99)	(192)	(229)
现金的期初余额	3,832	3,196	3,097	2,905
现金的期末余额	3,196	3,097	2,905	2,676

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6,383</b>	<b>7,453</b>	<b>8,774</b>	<b>10,364</b>
营业成本	(4,136)	(4,844)	(5,659)	(6,684)
<b>毛利</b>	<b>2,247</b>	<b>2,609</b>	<b>3,116</b>	<b>3,680</b>
<b>其他收入</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>
销售费用	(1,357)	(1,662)	(1,974)	(2,280)
管理费用	(622)	(730)	(877)	(1,036)
财务费用	(68)	(80)	(94)	(114)
<b>税前利润</b>	<b>976</b>	<b>1,040</b>	<b>1,181</b>	<b>1,470</b>
所得税	(306)	(358)	(421)	(518)
<b>净利润</b>	<b>670</b>	<b>683</b>	<b>760</b>	<b>952</b>
少数股东损益	13	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>683</b>	<b>683</b>	<b>760</b>	<b>952</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.30</b>	<b>0.34</b>	<b>0.38</b>	<b>0.47</b>

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	24.8%	16.8%	17.7%	18.1%
毛利润增长率	26.0%	17.3%	18.5%	19.7%
净利润增长率	50.1%	1.9%	11.4%	25.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	44.3%	44.5%	44.8%	45.4%
净利率	10.5%	9.2%	8.7%	9.2%
ROE	11.7%	10.1%	9.3%	10.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.0%	32.6%	25.0%	13.9%
<b>营运能力</b>				
存货周转率(次)	3.95	3.93	3.94	3.89
<b>每股资料</b>				
每股收益(元)	0.30	0.34	0.38	0.47
每股净资产(元)	1.93	2.54	3.02	3.62
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	16.2	14.1	12.8	10.3
PB	2.5	1.9	1.6	1.3

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、游菜互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。