

审慎增持 (维持)
1368.HK 特步国际
三季度表现基本符合预期
2020年11月24日
市场数据

日期	20201123
收盘价(港元)	3.38
总股本(亿股)	25.3
总市值(亿港元)	85.6
净资产(亿元)	69.98
总资产(亿元)	129.39
每股净资产(元)	2.78

数据来源: Wind

相关报告

特步国际(1368.HK)跟踪评级-业绩表现较稳定,新品牌拉动成长-20200828

特步国际(1368.HK)跟踪评级-2019Q3 营运基本稳定,服装增速更快-20191111

特步国际(1368.HK)跟踪评级-多品牌业务启动新征程,2019中期双位数增长-20190822

海外消费研究

分析师:

韩亦佳

hanyij@xyzq.com.cn

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,183	8,492	10,076	12,001
同比增长(%)	28.2	3.8	18.7	19.1
净利润(百万元)	731	442	738	881
同比增长(%)	9.2	-39.6	67.2	19.4
毛利率(%)	43.4	39.5	41.0	42.0
净利率(%)	8.9	5.2	7.3	7.3
净资产收益率(%)	12.0	5.9	8.4	8.8
基本每股收益(元)	0.33	0.20	0.33	0.39

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

公司公布三季度中国内地营运表现: 2020Q3 零售销售增长(包括线上线下渠道)为中单位数增速,零售折扣水平为6.5-7折,零售存货周转约为5个月。

我们的点评如下:

- **特步品牌零售流水表现有所改善,基本符合预期。**受益于经济复苏和需求回补,三季度终端零售恢复速度较快。特步品牌7、8两月实现低单位数增速,9、10月实现双位数增速,10月表现更好。双十一期间特步线上同比实现50%增速。此外,三季度折扣仍保持在6.5-7折。
- **存货水平较健康。**从终端库存来看,由于备货“十一黄金周”及“双十一”等节日活动,公司Q3存货偏高,库存未明显去化。零售存货周转约150天,较去年同期增加1-1.5个月,主要是由于疫情的影响以及公司将经销商的部分旧品收回更换为新品所致。
- **持续关闭低效门店,精简门店数量。**截至三季度末特步品牌门店数量共计6800家,其中特步成人门店6000家,特步儿童约800家,三季度以来净减少134家。
- **我们的观点:**下半年公司将进行新品牌渠道建设,计划增开帕拉丁和盖世威共50家门店,索康尼和迈乐共30家门店,同时继续关闭特步主品牌低效门店,并新开位置优越的大店。此外,公司将持续扩大下半年电商销售的比重,发挥线上优势,与线下门店实现互补。根据PE历史表现,2021E公司PE处于中枢水平为10.94x, EPS为0.33元,对应目标价为4.1港元,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

报告正文

公司公布三季度中国内地营运表现: 2020Q3 零售销售增长(包括线上线下渠道)为中单位数增速, 零售折扣水平为 6.5-7 折, 零售存货周转约为 5 个月。

点评:

- **特步品牌零售流水表现有所改善, 基本符合预期。**受益于经济复苏和需求回补, 三季度终端零售恢复速度较快。特步品牌 7、8 两月实现低单位数增速, 9、10 月实现双位数增速, 10 月表现更好。双十一期间特步线上同比实现 50% 增速。此外, 三季度零售折扣仍保持在 6.5-7 折。
- **存货水平较健康。**从终端库存来看, 由于备货“十一黄金周”及“双十一”等节日活动, 公司 Q3 存货偏高, 库存未明显去化。零售存货周转约 150 天, 较去年同期增加 1-1.5 个月, 主要是由于疫情的影响以及公司将经销商的部分旧品收回更换为新品所致。

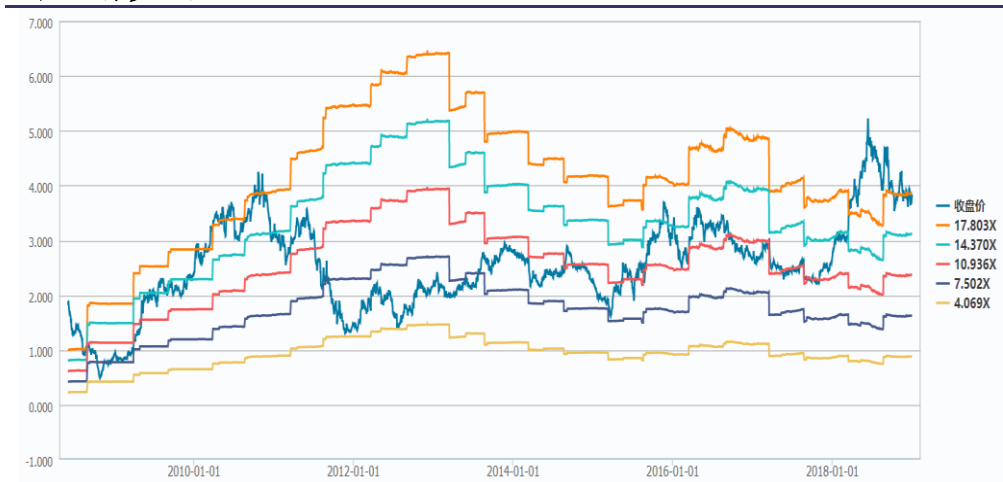
表 1、2020Q1-Q3 公司零售流水同比表现 (%)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3
整体平台	不适用	正的低单位数	正的中单位数

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **持续关闭低效门店, 精简门店数量。**截至三季度末特步品牌门店数量共计 6800 家, 其中特步成人门店 6000 家, 特步儿童约 800 家, 三季度以来净减少 134 家。
- **我们的观点:** 下半年公司将进行新品牌渠道建设, 计划增开帕拉丁和盖世威共 50 家门店, 索康尼和迈乐共 30 家门店, 同时继续关闭特步主品牌低效门店, 并新开位置优越的大店。此外, 公司将持续扩大下半年电商销售的比重, 发挥线上优势, 与线下门店实现互补。根据 PE 历史表现, 2021E 公司 PE 处于中枢水平为 10.94x, EPS 为 0.33 元, 对应目标价为 4.1 港元, 维持审慎增持评级。

图 1、特步 PE/PB Band



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 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。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,266	9,694	7,920	13,362
货币资金	2,970	1,927	1,781	3,495
存货	1,046	1,889	1,240	2,241
其他	5,250	5,877	4,900	7,626
非流动资产	3,057	4,239	4,269	4,269
固定资产	662	690	720	720
无形资产	810	810	810	810
预付租金	0	0	0	0
其他	1,585	2,739	2,739	2,739
资产总计	12,323	13,933	12,189	17,631
流动负债	3,792	4,474	1,230	5,671
短期借款	1,086	2,900	205	4,647
应付款项	1,420	579	579	579
其他	1,286	996	446	446
非流动负债	1,570	1,369	1,369	1,369
长期借款	1,269	1,269	1,269	1,269
其他	301	100	100	100
负债合计	5,362	5,843	2,598	7,040
股本	22	22	22	22
储备	6,868	8,068	9,568	10,569
非控股权益	70	0	0	0
股东权益合计	6,960	8,091	9,591	10,591
负债及权益合计	12,323	13,933	12,189	17,631

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,121	679	1,136	1,356
折旧和摊销	91	100	130	130
经营活动产生现金流量	778	-641	400	2,259
投资活动产生现金流量	(2,045)	(85)	(87)	(85)
融资活动产生现金流量	2,182	(317)	(459)	(459)
现金净变动	(226)	(1,042)	(147)	1,714
现金的期初余额	3,196	2,970	1,927	1,781
现金的期末余额	2,970	1,927	1,781	3,495

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,183	8,492	10,076	12,001
营业成本	(4,632)	(5,138)	(5,945)	(6,960)
毛利	3,550	3,354	4,131	5,040
其他收入	308	360	360	360
销售费用	(1,718)	(1,767)	(2,116)	(2,568)
管理费用	(906)	(1,113)	(1,108)	(1,320)
财务费用	(113)	(155)	(131)	(156)
税前利润	1,121	679	1,136	1,356
所得税	(390)	(238)	(397)	(475)
净利润	731	442	738	881
少数股东损益	4	2	4	5
归属母公司净利润	735	444	742	886
EPS(元)	0.33	0.20	0.33	0.39

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	28.2%	3.8%	18.7%	19.1%
毛利润增长率	25.5%	-5.5%	23.2%	22.0%
净利润增长率	9.2%	-39.6%	67.2%	19.4%
盈利能力				
毛利率	43.4%	39.5%	41.0%	42.0%
净利率	8.9%	5.2%	7.3%	7.3%
ROE	12.0%	5.9%	8.4%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	46.6%	41.9%	21.3%	39.9%
营运能力				
存货周转率(次)	4.92	3.50	3.80	4.00
每股资料				
每股收益(元)	0.33	0.20	0.33	0.39
每股净资产(元)	2.79	3.24	3.84	4.25
估值比率(倍)				
PE	10.2	17.1	10.3	8.7
PB	1.2	1.0	0.9	0.8

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.xyjq.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、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团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发送、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。