

中信证券研究部

薛缘
 首席纺织服装
 分析师
 S1010514080007

联系人：郑一鸣
核心观点

公司 2018 年收入/净利润表现靓丽，分别同增 25%/61%，运营改革成效逐步显现。同时积极推进多品牌战略，成功取得 Saucony&Merrell 大中华区运营权，并收购 E-land footwear USA。

■ **2018 年收入/净利润同增 25%/61%。**2018 年公司收入增加 25%至 63.83 亿元，净利润同增 61%至 6.57 亿元。盈利能力方面，毛利率同比略增 0.4 PCT 至 44.3%。销售费用增加 3.3 PCTs 至 21.3%，其中广告费用率同比略增 2.3 PCTs 达 15.2%，主要系签约新代言、赞助中国新说唱及电商费用所致。行政管理费用率大幅下降 5.2PCTs 至 9.8%，其中应收账款拨备拨回 7920 万元（去年同期计提 6680 万元，拨回主要系经销商盈利提升、回款能力提升所致）。公司实际所得税率同比下降 2.1 PCTs 至 31.4%。综合集团净利润率增加 2.3PCTs 至 10.3%。

■ **内生增长创佳绩，电商延续高增态势。**分渠道看，线下渠道，随着公司零售网络中心化（公司主导零售决策，总代理商负责资本投资）不断推进、店铺形象全面升级（目前 75% 门店已完成升级），2018 年公司同店实现中双位数增长，期末门店约 6230 家（净开店 200 家左右，目前总代直营门店占比约 60%）。线上渠道，2018 年公司电商收入同比增速超 40%，占比提升至 20%+，蝉联天猫销量最高跑鞋品牌。同时公司 O2O 战略持续推进，现已覆盖 60%零售网络。分品类看，2018 年鞋类产品收入同比增长 20.5%至 39.25 亿元，服装同比增长 32.3%至 23.27 亿元，配饰同比增长 36.5%至 1.31 亿元。

■ **产品&营销持续提升，运营周转稳健。**2018 年公司产品功能性&时尚性研发设计不断提升，爆款跑鞋自推出以来 2 个月销量超 100 万双，表现抢眼。此外，2018 年新货售罄率超 80%，2019 年新品售罄率超 60%。同时公司不断强化专业跑步&运动时尚营销，2018 年共赞助 42 场跑步赛事，并新签约代言人乐华七子、赞助《中国新说唱》等娱乐节目。周转方面，2018 年存货周转天数同比增长 5 天至 75 天，应收账款周转天数同比减少 27 天至 111 天，主要系总代盈利能力改善、回款好转所致。

■ **新品牌整合积极推进，多品牌战略正起航。**公司 2019 年 3 月同国际运动品牌集团 WWV 合资成立 JV，获得 Saucony（四大国际跑鞋之一）和 Merrell（知名户外登山鞋）大中华区运营权，投入 1.55 亿人民币，未来两品牌有望各自开店 300-500 家。此外，公司 5 月公告 2.6 亿美元收购 E-land footwear USA，对应 PS 约 1.2 倍，该公司旗下拥有 K-Swiss、Palladium 和 Supra 品牌，其中 K-Swiss 为知名运动休闲品牌，Palladium 为户外品牌。预计 2019 年亏损进一步收窄。

■ **风险提示。**1. 终端零售波动；2. 公司同店表现低于预期；3. 并购整合不及预期。

■ **盈利预测及估值。**公司定位运动时尚品牌，立足跑步优势品类，改革零售渠道管控能力初见成效。未来主品牌有望继续改革，并伴随新品牌推进带来更多空间。据此，上调 2019/2020 年 EPS 预测至 0.39/0.46 港元（原 EPS 预测为 0.37/0.42 港元），新增 2021 年 EPS 预测 0.52 港元，维持“买入”评级。

特步国际 01368

| | |
|------------|---------------|
| 评级 | 买入（维持） |
| 当前价 | 4.48 港元 |
| 总股本 | 2,495 百万股 |
| 港股流通股本 | 2,495 百万股 |
| 52 周最高/最低价 | 6.6/3.91 港元 |
| 近 1 月绝对涨幅 | -6.43% |
| 近 6 月绝对涨幅 | 4.73% |
| 近 12 月绝对涨幅 | -1.81% |

| 项目/年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 5113 | 6383 | 7519 | 8685 | 9988 |
| 变化 (%) | -5.25 | 24.83 | 17.80 | 15.50 | 15.00 |
| 净利润(百万元) | 408 | 657 | 721 | 847 | 982 |
| 变化 (%) | -22.68 | 60.86 | 17.68 | 16.62 | 14.65 |
| 每股收益 (港元) | 0.21 | 0.33 | 0.39 | 0.46 | 0.52 |
| 市盈率 (倍) | 25.53 | 15.87 | 13.49 | 11.57 | 10.10 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 5 月 17 日收盘价

利润表 (百万元)

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入 | 5113.43 | 6383.17 | 7519.37 | 8684.87 | 9987.60 |
| 销售及劳务成本 | -2868.95 | -3554.83 | -4165.03 | -4784.55 | -5472.27 |
| 毛利 | 2244.49 | 2828.34 | 3354.34 | 3900.32 | 4515.33 |
| 其它收入 | 13.83 | 16.28 | 67.35 | 63.06 | 64.26 |
| 销售及推广费用 | -911.45 | -1357.29 | -1601.63 | -1823.82 | -2097.40 |
| 其它经营费用 | -766.84 | -622.36 | -751.94 | -885.86 | -1048.70 |
| 其他收益及亏损 | 86.65 | 140.54 | 95.53 | 107.57 | 114.55 |
| 经营利润 | 666.68 | 1005.51 | 1163.66 | 1361.27 | 1548.04 |
| 应占联营公司溢利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 税前利润 | 792.12 | 1107.03 | 1160.58 | 1400.63 | 1588.93 |
| 所得税开支 | -224.36 | -306.19 | -336.57 | -445.40 | -505.28 |
| 少数股东权益 | -38.21 | -13.46 | -51.41 | -54.26 | -50.71 |
| 股东应占利润 | 369.93 | 643.06 | 721.20 | 846.71 | 982.24 |
| EBITDA | 923.02 | 1286.30 | 1277.26 | 1476.41 | 1669.04 |
| EBIT | 845.10 | 1182.08 | 1226.12 | 1430.59 | 1618.89 |

资产负债表 (百万元)

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 现金及现金等价物 | 3832.27 | 3195.81 | 2432.12 | 2500.85 | 2555.56 |
| 应收贸易账款及其他应收款项 | 2380.16 | 2782.60 | 3242.89 | 3615.82 | 4057.47 |
| 存货 | 717.85 | 835.76 | 881.94 | 1111.72 | 1238.94 |
| 其他流动资产 | 951.53 | 1245.48 | 1245.48 | 1245.48 | 1245.48 |
| 流动资产合计 | 7881.81 | 8059.64 | 7802.44 | 8473.87 | 9097.45 |
| 物业、厂房及设备 | 645.93 | 640.69 | 584.13 | 532.61 | 476.45 |
| 权益性投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 商誉及无形资产 | 7.52 | 7.92 | 7.58 | 7.22 | 6.87 |
| 其他非流动资产 | 398.45 | 490.35 | 489.92 | 492.38 | 490.88 |
| 非流动资产合计 | 1051.90 | 1138.95 | 1081.63 | 1032.21 | 974.20 |
| 总资产 | 8933.71 | 9198.60 | 8884.06 | 9506.08 | 10071.65 |
| 应付账款票据及其他应付款 | 1584.13 | 1728.48 | 2096.14 | 2292.57 | 2396.57 |
| 短期借贷及长期借贷当期到期部分 | 830.87 | 1482.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动负债 | 73.84 | 66.55 | 100.97 | 133.62 | 151.58 |
| 流动负债合计 | 2488.83 | 3277.81 | 2197.11 | 2426.19 | 2548.15 |
| 长期借贷 | 1019.16 | 460.88 | 460.88 | 460.88 | 460.88 |
| 其他非流动负债 | 97.11 | 128.95 | 128.95 | 128.95 | 128.95 |
| 非流动负债合计 | 1116.27 | 589.82 | 589.82 | 589.82 | 589.82 |
| 总负债 | 3605.10 | 3867.63 | 2786.93 | 3016.01 | 3137.98 |
| 普通股股本 | 19.60 | 19.78 | 19.78 | 19.78 | 19.78 |
| 储备 | 5327.68 | 5577.27 | 5865.75 | 6204.43 | 6597.33 |
| 股东权益合计 | 5328.61 | 5330.97 | 6097.13 | 6490.07 | 6933.68 |
| 总负债及总权益 | 8933.71 | 9198.60 | 8884.06 | 9506.08 | 10071.65 |
| 已动用资本 | 6444.88 | 5920.79 | 6686.95 | 7079.90 | 7523.50 |
| 营运资金 | 5392.98 | 5906.34 | 6010.74 | 6384.38 | 6831.28 |
| 净现金/(负债) | 1982.25 | 1252.16 | 1971.25 | 2039.98 | 2094.68 |
| 净负债比率 (%) | NC | NC | NC | NC | NC |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 税前利润 | 792.12 | 1107.03 | 1160.58 | 1400.63 | 1588.93 |
| 营运资金变动 | -119.01 | -513.37 | -104.40 | -373.63 | -446.90 |
| 折旧及摊销 | 77.92 | 104.21 | 51.14 | 45.82 | 50.15 |
| 其他 | -192.91 | -543.47 | -378.71 | -519.03 | -576.59 |
| 经营现金流 | 558.12 | 154.41 | 728.60 | 553.79 | 615.59 |
| 资本支出 | -188.22 | -153.59 | 5.77 | 6.05 | 6.36 |
| 资产变卖 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其它 | 463.32 | -127.49 | 0.42 | -2.45 | 1.49 |
| 投资现金流 | 275.10 | -281.08 | 6.19 | 3.60 | 7.85 |
| 发行普通股的所得款项 | 7.26 | -25.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 借贷变化 | 420.81 | -10.03 | -1482.78 | 0.00 | 0.00 |
| 已付股息 | 270.84 | 459.33 | -432.72 | -508.03 | -589.34 |
| 其它 | -545.09 | -934.99 | -9.26 | 19.37 | 20.61 |
| 融资现金流 | 153.82 | -510.81 | -1924.76 | -488.65 | -568.74 |
| 外汇汇率变动之影响 | -1.30 | 1.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 变动净现金流 | 985.74 | -636.46 | -1189.97 | 68.73 | 54.71 |
| 自由现金流 | 369.90 | 0.82 | 734.37 | 559.84 | 621.95 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 毛利 | NA | 26.0 | 18.6 | 16.3 | 15.8 |
| 除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献) | NA | 39.4 | NA | 15.6 | 13.0 |
| 除息、税前利润 (不计联营贡献) | NA | 39.9 | 3.7 | 16.7 | 13.2 |
| 股东应占利润 | NA | 73.8 | 12.2 | 17.4 | 16.0 |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利 | 43.9 | 44.3 | 44.6 | 44.9 | 45.2 |
| 除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献) | 18.1 | 20.2 | 17.0 | 17.0 | 16.7 |
| 除息、税前利润 (不计联营贡献) | 16.5 | 18.5 | 16.3 | 16.5 | 16.2 |
| 股东应占利润 | 7.2 | 10.1 | 9.6 | 9.7 | 9.8 |
| 其它 (%) | | | | | |
| 有效税率 | 28.3 | 27.7 | 29.0 | 31.8 | 31.8 |
| 已动用资本回报率 | 5.7 | 10.9 | 10.8 | 12.0 | 13.1 |
| 股东回报率 | 7.1 | 12.1 | 12.6 | 13.5 | 14.6 |
| 资产回报率 | 4.3 | 7.1 | 8.0 | 9.2 | 10.0 |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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。 | 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；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；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal 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员) 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、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。