

## 转型显效，运动鞋服龙业绩表现亮眼

### —— 特步国际 (1368.HK) 2018 年报业绩点评

海外公司简报

#### 买入 (维持)

当前价/目标价(港元): 5.95/7.08 港币

#### 分析师

李婕 (SAC 编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

周翔 (SAC 编号: S0930518080002)

021-52523853

[zhouxiang@ebscn.com](mailto:zhouxiang@ebscn.com)

汲肖飞 (SAC 编号: S0930517100004)

021-52523675

[jixiaofei@ebscn.com](mailto:jixiaofei@ebscn.com)

#### 市场数据

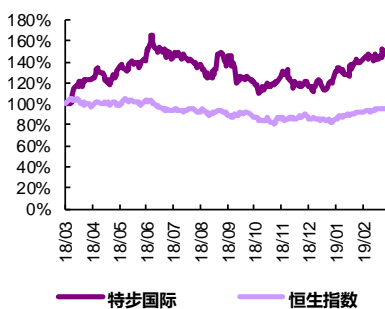
总股本(亿股): 22.43

总市值(亿港元): 136.40

一年最低/最高(港元): 3.50/6.14

近3月换手率(%): 10.9

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.3	13.7	62.9
绝对	6.0	21.7	59.8

资料来源: Wind

#### 相关研报

迈出多品牌战略的重要一步

..... 2019-03-06

实现以店效驱动的增长

..... 2018-08-22

调整接近完成, 静候业绩恢复

..... 2018-03-16

#### ◆ 多重因素推动收入快速增长, 利润表现超预期

公司 2018 年收入同增 24.8% 至 64.0 亿元人民币, 高于预期主要由于公司战略转型成功后售罄率提高达 75% 以上、经销商补货订单增加及店铺升级和渠道优化后零售店销售增速较高, 其中鞋履、服装收入分别同增 20.5%、32.3%, 占比分别为 61.5%、36.4%。

毛利率同增 0.4PCT 至 44.3%, 主要由于高单价功能性产品收入占比提升, 且公司加强供应链的成本控制, 其中鞋履、服装毛利率分别同增 0.6PCT、0.4PCT 至 45.6%、42.6%。

归母净利润同增 60.9% 至 6.57 亿元人民币, 高于预期主要由于财务收入、政府补贴及理财利息收入等收益增加幅度较大, 叠加公司冲减应收账款减值准备导致一般及行政开支下降, 净利增速高于收入。

2018 年 EPS 为 0.30 元, 每股派息 0.18 元, 派息比例为 60.0%。

#### ◆ 转型显效, 有望带来业绩持续增长动力

2015 年公司提出在品牌定位、产品创新、零售网络、运营管理等战略变革, 经过三年优化, 2018 年效果开始显现。

1) 公司重新定位运动时尚, 专业跑步, 成为中国赞助最多马拉松赛事的体育用品品牌, 总参加人数 70 万人, 市场份额占中国国际级别马拉松跑鞋市场国内品牌第一、全球品牌第四。

2) 公司加大功能性产品研发力度, 建立国内唯一一家跑步专属研究中心, 与国际领先材料商合作推出多款爆款产品。

3) 2018 年公司净开店约 200 家至 6230 家门店、外延同增 3%, 75% 的零售店已升级为国际化运动风格, 吸引更多年轻人进店, 提高连带率。

4) 公司零售端实现 ERP 系统全覆盖, 通过大数据分析监测销售进度和存货, 并将每季订货分为三批, 通过快反提高生产及交付周期的灵活性, 补单收入占比增加。

#### ◆ 联手国际品牌拓展国内市场, 多品牌战略带来协同效应

公司联手国际品牌拓展国内市场, 多品牌战略落地。19 年 3 月公告与 Wolverine Group 成立合资公司, 在中国内地、港澳拓展 Saucony (圣康尼)、Merrell (迈乐) 两大品牌, 2018 财年上述两品牌全球业务分别实现单位数下降及中单位数增长。Saucony 及 Merrell 将丰富公司目前的产品矩阵, 补充高端专业跑鞋及登山户外细分领域产品, 强化公司专业运动品牌形象。

业务协同方面, 两大品牌将拓宽特步在渠道端和供应链端的产业资源, 积累国际多品牌运营经验, 培养壮大自身团队实力; 特步可提供本土市场领先的渠道、营销及供应链资源, 通过合资公司拓展店铺销售高端经典系列以及为中国市场定制的产品款式。我们预计合资公司将在 3 年左右时间达到收支平衡, 进而产生盈利贡献。

#### ◆ 维持“买入”评级, 上调目标价至 7.08 港元

鉴于公司战略转型效果显现、零售表现取得快速增长, 我们上调 2019-20 年 EPS 预测至 0.36/0.41 元, 新增 2021 年 EPS 预测为 0.45 元, 上调基于 DCF (长期增长率  $g=2.00%$ ,  $WACC=7.87%$ ) 目标价至 7.08 港元, 分别对应 2019/2020 年 20x/17x PE。同时我们看好公司多品牌矩阵运营表现, 维持“买入”评级。

◆ 风险提示: 新业务拓展不及预期; 渠道库存出现恶化; 行业竞争加剧。

## 业绩预测和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元人民币)	5,113	6,383	7,447	8,225	8,798
营业收入增长率	-5.2%	24.8%	16.7%	10.4%	7.0%
净利润 (百万元人民币)	408.14	656.52	799.09	907.91	994.96
净利润增长率	-22.7%	60.9%	21.7%	13.6%	9.6%
EPS (元人民币)	0.18	0.30	0.36	0.41	0.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.6%	18.3%	21.4%	22.5%	23.3%
P/E	28	18	14	12	11
P/B	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 3 月 15 日

注: 港币对人民币汇率取 0.85

表 1: 特步国际半年度数据 (百万元, 人民币)

	2017H1	2017H2	2018H1	YoY	2018H2E	YoY
收入	2311	2803	2729	18.1%	3654	30.4%
毛利	1015	1229	1193	17.5%	1636	33.1%
毛利率	44%	44%	44%		45%	
销售费用	-385	-526	-480	24.6%	-877	66.7%
行政费用	-247	-520	-264	6.8%	-359	-31.0%
营业利润	384	183	449	17.0%	400	118.9%
营业利润率	17%	7%	16%		11%	
财务收入净额	-12	-42	-41	241.1%	-27	-35.9%
其他收益	96	63	143	49.2%	53	-15.6%
所得税	-131	-93	-175	33.3%	-131	41.0%
所得税税率	-28%	-46%	-32%		-31%	
归母净利润	311	98	375	20.7%	282	188.6%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

表 1: 特步国际预测变动 (百万元, 人民币)

	2018	2019E			2020E		
		原预测	新预测	变动%	原预测	新预测	变动%
收入	6,383	6,465	7,447	15.2%	6,981	8,225	17.8%
毛利	2,828	2,847	3,327	16.8%	3,082	3,691	19.8%
毛利率	44.3%	44.0%	44.7%		44.1%	44.9%	
销售费用	-1,357	-1,138	-1,415	24.3%	-1,201	-1,563	30.1%
行政费用	-622	-721	-803	11.3%	-742	-874	17.8%
营业利润	849	988	1,109	12.2%	1,139	1,254	10.1%
营业利润率	13.3%	15.3%	14.9%		16.3%	15.2%	
财务收入净额	-68	-46	-91	97.1%	-45	-89	99.2%
其他收益	196	158	196	23.6%	158	196	23.6%
所得税	-306	-364	-399	9.5%	-405	-436	7.7%
所得税税率	-31%	-33%	-33%		-32%	-32%	
归母净利润	657	681	799	17.3%	787	908	15.3%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

表 2: 同业比较

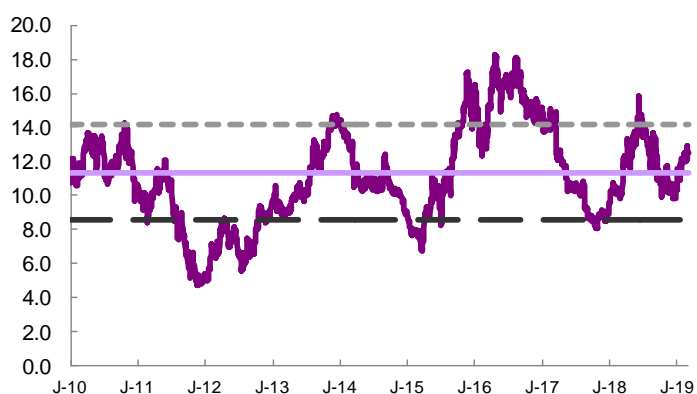
证券名称	证券代码	市值 (HKD,MM)	股价 (HKD)	PE		PB		ROE		Dividend yield	
				19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E
特步国际	1368.HK	13,348	5.95	14	12	2.7	2.6	21.4%	22.5%	3.1%	3.5%
安踏体育	2020.HK	137,337	51.15	28	23	6.9	5.7	26.0%	26.0%	1.5%	1.8%
李宁	2331.HK	25,341	11.56	29	24	4.2	3.5	18.2%	19.1%	0.0%	0.0%
361 度	1361.HK	3,143	1.52	6	6	0.5	0.4	7.8%	7.8%	5.9%	6.4%
H 股行业平均				19	16	3.6	3.1	18.35%	18.85%	2.63%	2.93%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 361 度数据为 Wind 一致预期, 其余公司数据为光大证券研究所预测;

股价为 2019 年 3 月 14 日收盘价, 港币对人民币汇率取 0.85

图 1: 特步国际 PE-Forward 12M



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 附录：

表 3：利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,113	6,383	7,447	8,225	8,798
营业成本	(2,869)	(3,555)	(4,120)	(4,534)	(4,832)
营业毛利	2,244	2,828	3,327	3,691	3,966
销售费用	(911)	(1,357)	(1,415)	(1,563)	(1,672)
管理费用	(767)	(622)	(803)	(874)	(904)
EBITDA	634	940	1,201	1,381	1,538
折旧	(68)	(92)	(92)	(127)	(148)
EBIT	566	849	1,109	1,254	1,390
净利息费用/收入	(54)	(68)	(91)	(89)	(80)
其他收益	158	196	196	196	196
EBT	671	976	1,213	1,361	1,506
所得税	(224)	(306)	(399)	(436)	(493)
净利润(含少数股东损益)	446	670	815	925	1,014
净利润(不含少数股东损益)	408	657	799	908	995
年内已发行普通股加权平均数	2,222	2,225	2,225	2,225	2,225
EPS	0.18	0.30	0.36	0.41	0.45

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 4：资产负债表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7882	8060	8888	9055	9898
现金及等价物	3832	3196	3857	3863	4507
应收账款及应收票据合计	1807	2115	2374	2359	2703
存货(净值)	718	836	745	920	775
其他流动资产/受限制现金	1525	1913	1913	1913	1913
非流动资产	1052	1139	1146	1086	1017
预付土地租赁款项	241	234	234	234	234
土地使用权	0	60	60	60	60
固定资产/PP&E	646	641	648	587	519
无形资产	8	8	8	8	8
其他非流动资产	158	196	196	196	196
总资产	8934	9199	10034	10140	10915
流动负债	2489	3278	3778	3504	3862
短期借贷及长期借贷当期到期部分	831	1483	1483	1483	1483
应付账款及票据	1028	879	1379	1105	1463
应交税费	74	54	54	54	54
其他流动负债	556	862	862	862	862
非流动负债	1116	590	590	590	590
长期借款	1019	461	461	461	461
其他非流动负债	97	129	129	129	129
经营性负债合计	3605	3868	4368	4094	4452
股本	20	20	20	20	20
储备	5201	5306	5626	5989	6387

少数股东权益	108	5	20	37	56
股东权益合计(不含少数股东权益)	5221	5326	5646	6009	6407
股东权益合计(含少数股东权益)	5329	5331	5666	6046	6463
负债及股东权益总计	8934	9199	10034	10140	10915

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 5：现金流量表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	558	154	1240	619	1320
净利润	408	657	799	908	995
折旧摊销	78	92	90	125	146
营运资本变化	(119)	(513)	333	(434)	159
其他经营活动产生的现金流量净额	191	(80)	18	20	21
<b>投资活动现金流</b>	275	(281)	(100)	(67)	(80)
资本性支出	(188)	(154)	(100)	(67)	(80)
投资变化	(302)	(235)	-	-	-
其他投资活动产生的现金流量净额	765	107	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	154	(511)	(479)	(545)	(597)
短期债务增加	1,588	539	-	-	-
债务减少	(1,168)	(549)	-	-	-
股本增加	7	(31)	-	-	-
长期债务增加	-	-	-	-	-
支付的股利合计	(271)	(459)	(479)	(545)	(597)
其他筹资活动产生的现金流量净额	(3)	(11)	-	-	-
<b>净现金流</b>	987	(637)	661	6	644

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 6：关键指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-5.2%	24.8%	16.7%	10.4%	7.0%
净利润增长率	-22.7%	60.9%	21.7%	13.6%	9.6%
EBITDA 增长率	-27.7%	48.3%	27.7%	15.0%	11.4%
EBT 增长率	-22.5%	45.5%	24.3%	12.2%	10.7%
<b>估值指标</b>					
PE	28	18	14	13	12
PB	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	17.7	12.9	10.0	8.5	7.4
EV/EBIT	19.9	14.3	10.8	9.3	8.2
EV/NOPLAT	16.8	12.4	9.9	8.6	7.6
EV/Sales	2.2	1.9	1.6	1.4	1.3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	43.9%	44.3%	44.7%	44.9%	45.1%
EBITDA 率	12.4%	14.7%	16.1%	16.8%	17.5%
EBT 率	13.1%	15.3%	16.3%	16.5%	17.1%
税后净利润率 (归属母公司)	8.0%	10.3%	10.7%	11.0%	11.3%
ROA	7.5%	10.6%	12.1%	13.4%	13.8%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.6%	18.3%	21.4%	22.5%	23.3%
<b>偿债能力</b>					

流动比率	3.2	2.5	2.4	2.6	2.6
速动比率	2.9	2.2	2.2	2.3	2.4
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.18	0.30	0.36	0.41	0.45
每股红利	0.12	0.21	0.22	0.24	0.27
每股经营现金流	0.25	0.07	0.56	0.28	0.59
每股自由现金流(FCFF)	0.44	-0.29	0.30	0.00	0.29
每股净资产	2.35	2.39	2.54	2.70	2.88
每股销售收入	2.30	2.87	3.35	3.70	3.95

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼