

买入

全年业绩符合预期，流水复苏势头向好

特步国际 (1368.HK)

2023-03-27 星期一

投资要点

目标价: **12.60 港元**
 现价: 9.18 港元
 预计升幅: 37.3%

➤ **2022 年集团营收增长 29%，净利润增长 1.5%，整体符合预期：**

2022 年集团营收同比+29.1% 至 129.3 亿元，归母净利润同比+1.5% 至 9.2 亿元，归母净利率同比-1.9pp 至 7.1%。整体毛利率同比-0.8pp 至 40.9%，其中主品牌毛利率稳定；整体经营利润率同比-2.6pp 至 11.3%。公司净利润增幅少于营收增幅的原因：特步主品牌于 22Q4 对经销商给予了一次性约 1 亿元补贴、新品牌共产生经营亏损约 2.1 亿元（高于原预期的 1.5 亿元）、集团于 22 年策略性地加大了童装投入及 A&P 投资。

重要数据

日期	2023/03/24
收盘价 (港元)	9.18
总股本 (亿股)	26.37
总市值 (亿港元)	241.3
净资产 (亿港元)	93.0
总资产 (亿港元)	184.6
52 周高低 (港元)	14.98/6.79
每股净资产 (港元)	3.50

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **跑步及童装驱动特步品牌增长，开年以来零售流水增长提速，指引乐观：**

2022 全年特步主品牌零售流水同比+中双位数，营收同比+25.9% 至 111.3 亿元，毛利率同比持平至 41.3%，经营利润率下滑 2.4pp 至 15.8%。营收增幅高于流水增幅的原因是主品牌以批发模式为主。22 年童装收入同比+52% 至 16.7 亿元，占主品牌收入约 15%，童装门店数增加 341 家至 1,520 个。**展望 23 年：**
(1) 23 年指引乐观，开年以来特步流水增长提速。特步品牌 1-2 月和 3 月流水分别增长中双位数/20% 以上，全年目标为 20%+ 的流水增长，公司对 25 年目标充满信心；**(2)** 目前库销比已从 22 年末的 5.5 倍改善至 5 倍以内，目标是今年底降至 4 左右；**(3)** 特步定位跑步专家，品牌声量有望随马拉松赛事蓬勃开展而提升，我们认为渠道提质是本阶段支撑特步发展提速的重要要素。

➤ **新品牌加速国内拓展，索康尼有望成为集团首个盈亏平衡的新品牌：**

2022 全年时尚运动 (盖世威&帕拉丁) 和专业运动 (索康尼&迈乐) 22 年分别实现收入 14.0 亿元和 4.0 亿元，同比分别+44%/+99%。期内时尚运动亏损幅度从 21 年同期的 0.9 亿元扩大至 1.9 亿元，专业运动亏损缩窄至 2000 万元。**展望 23 年**，预计 2023 年时尚运动、专业运动业务分别有望净增 30 家以上门店；索康尼将受益于集团跑步资源的协同而加速拓展。

➤ **维持买入评级，给予目标价 12.60 港元：**

我们的观点：我们认为本阶段渠道提质是公司发展提速的重要因素。随着大众消费复苏，跑步专家定位、高性价比产品、渠道优化提速有望持续支撑零售流水兑现亮眼增长。当前估值具备吸引力。预计 23E 至 25E 营收分别为 150.1 / 183.3 / 222.2 亿元，同比+16.0%/+22.1%/+21.2%；归母净利润分别为 11.66 / 15.06 / 19.05 亿元，同比+26.5%/+29.2%/+26.5%。目标价 12.60 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 19 倍。

主要股东

群成投资有限公司	46.65%
丁水波	2.45%

相关报告

特步国际 (1368.HK) 深度报告：雄心勃勃的跑步领域专家-20221109

特步国际 (1368.HK) 更新报告：22Q4 流水及库销小幅承压，复苏势头强劲-20230117

研究部

姓名: 何丽敏
 SFC: BTG784
 电话: 0755-82846267
 Email: helm@gyzq.com.hk

人民币百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
主营收入	10,013	12,930	15,006	18,328	22,215
同比增长(%)	22.5%	29.1%	16.0%	22.1%	21.2%
毛利率(%)	41.7%	40.9%	41.4%	41.9%	42.3%
归母净利润	908	922	1,166	1,506	1,905
同比增长(%)	77.1%	1.5%	26.5%	29.2%	26.5%
归母净利润率	9.1%	7.1%	7.8%	8.2%	8.6%
每股收益(元)	0.36	0.37	0.44	0.57	0.72
PE @9.15 HKD	22.0	21.8	18.1	14.0	11.1

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

➤ **2022年集团营收增长29%，净利润增长1.5%，整体符合预期：**

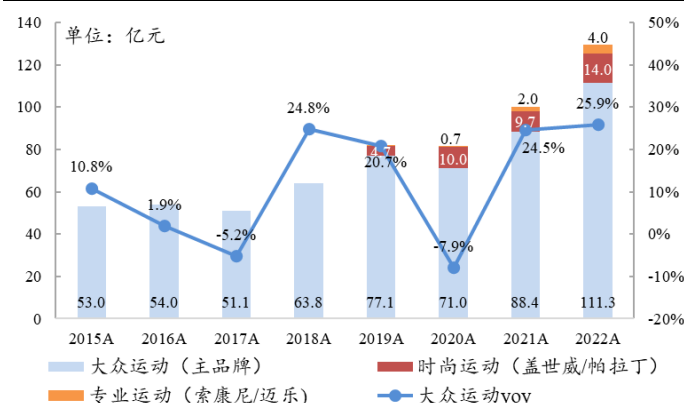
2022年集团营收同比+29.1%至129.3亿元，归母净利润同比+1.5%至9.2亿元，归母净利润率同比-1.9pp至7.1%，全年经营活动产生的现金流量净额为5.7亿元。集团整体毛利率同比-0.8pp至40.9%，其中主品牌毛利率保持稳定；整体经营利润率同比-2.6pp至11.3%。公司净利润增幅少于营收增幅的主要原因在于：①特步主品牌针对22H2疫情期间的渠道库存及折扣压力，于22Q4对经销商给予了一次性约1亿元补贴；②新品品牌共产生经营亏损约2.1亿元，高于原预期的1.5亿元。③集团于22年策略性地加大了童装品类的投入及A&P投资，全年A&P费用占总收入之比从21年同期的10.2%提升至11.9%。全年存货周转天数同比增加13天至90天。

表 1：特步主品牌零售指标

指标	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
流水	55%	+30-35%	+中双位数	+20%-25%	+30-35%	+中双位数	+20-25%	-高单位数
库销比	4.5个月	4个月	4个月	4个月	4个月	4.5个月	4.5-5个月	5.5个月
折扣	7折-75折	75折-8折	75折-8折	75折-8折	75折	7折-75折	7-75折	约7折

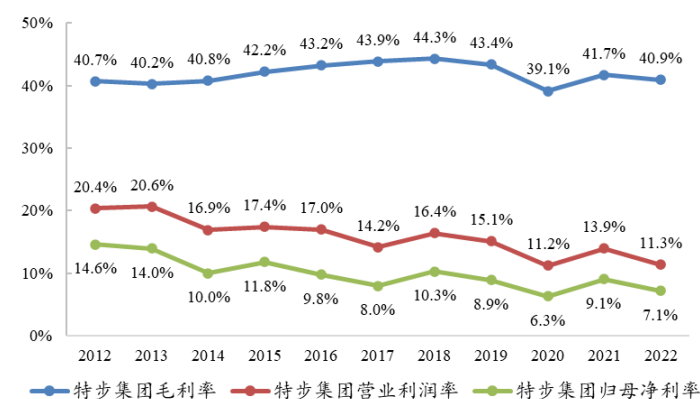
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 1：特步集团各分部收入



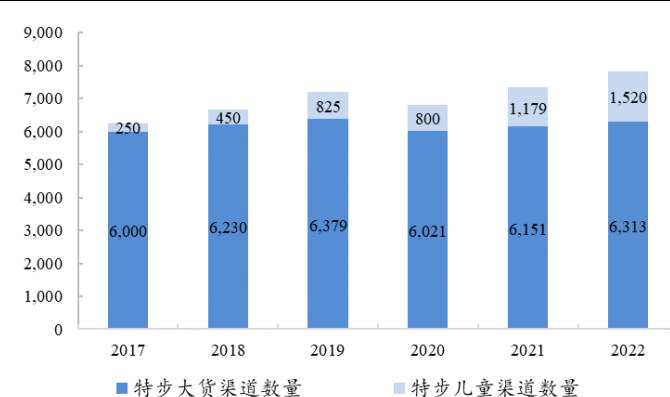
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：特步集团利润率



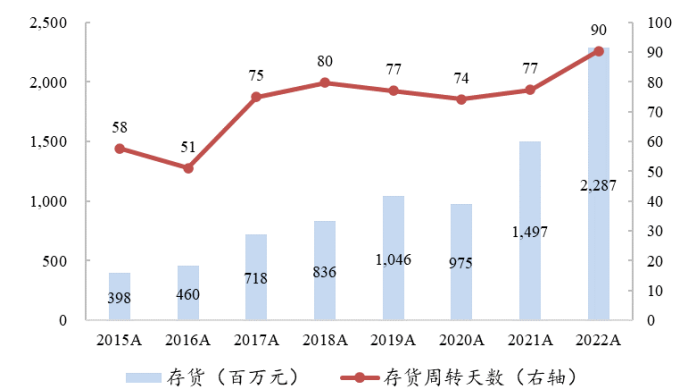
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：特步主品牌门店数量



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：特步集团存货周转天数



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ **跑步及童装业务驱动特步主品牌增长，开年以来零售流水增长提速，指引乐观：**

2022 全年特步主品牌零售流水同比+中双位数，营收同比+25.9%至 111.3 亿元，毛利率同比持平至 41.3%，经营利润率下滑 2.4pp 至 15.8%。营收增幅高于流水增幅的原因是主品牌以批发模式为主，受终端零售环境波动的影响相对少。跑步与童装业务驱动增长。22 年童装收入同比+52%至 16.7 亿元，占主品牌收入之比约 15%，童装门店数量增加 341 家至 1,520 个。**展望 23 年：**(1) 2023 年指引乐观，开年以来特步流水增长提速。特步主品牌 1-2 月和 3 月流水分别增长中双位数/20%以上，全年目标为 20%+的流水增长，公司对 2025 年 240 亿销售目标充满信心（其中主品牌 200 亿，新品牌 40 亿）；(2) 库存管理方面，目前库销比已从 22 年末的 5.5 倍改善至 5 倍以内，目标是今年底降至 4 左右；(3) 特步品牌作为跑步品类专家，品牌声量有望随着马拉松赛事蓬勃开展而提升，我们认为渠道力提升是本阶段支撑主品牌发展提速的重要要素。

索康尼和盖世威加速国内拓展，索康尼有望集团成为首个盈亏平衡的新品牌：

2022 全年时尚运动（盖世威&帕拉丁）和专业运动（索康尼&迈乐）22 年分别实现收入 14.0 亿元和 4.0 亿元，同比分别+44%/+99%，多品牌业务占集团总收入之比达 14%。期内时尚运动亏损幅度从 21 年同期的 0.9 亿元扩大至 1.9 亿元，主要原因是供应链和物流成本上升影响毛利率，以及年内国内开启 Kswiss 拓店（2022 年 Kswiss 门店数从 44 个提升至 72 个），但新门店运营受疫情影响；专业运动亏损缩小至 2000 万元。

展望 23 年，预计 2023 年时尚运动、专业运动业务分别有望净增 30 家以上门店，时尚运动的亏损幅度预计将控制在 1.5 亿元以内；索康尼将受益于集团跑步资源的协同而加速拓展。

➤ **维持买入评级，给予目标价 12.60 港元：**

我们的观点：我们认为本阶段渠道提质是公司发展提速的重要因素。随着大众市场消费复苏，跑步专家的定位、产品的高性价比，以及渠道优化提速将有望持续支撑零售流水兑现亮眼增长。当前估值具备吸引力。预计 23E 至 25E 营收分别为 150.1 / 183.3 / 222.2 亿元，同比+16.0% / +22.1% / +21.2%；归母净利润分别为 11.66 / 15.06 / 19.05 亿元，同比+26.5% / +29.2% / +26.5%。目标价 12.60 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 19 倍。

风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；品牌升级进展不及预期；新品牌发展不及预期；

财务报表摘要

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	10,432	12,338	12,838	13,974	15,405	
现金	3,930	3,414	3,786	3,813	3,907	
应收账款	3,528	4,213	4,514	5,173	5,881	
其他应收款	1,443	1,371	1,508	1,658	1,824	
存货	1,497	2,287	1,977	2,276	2,739	
其他	34	1,054	1,053	1,053	1,053	
非流动资产	4,183	4,155	4,201	4,260	4,331	
固定资产	1,119	1,368	1,381	1,400	1,426	
有使用权资产	668	686	711	743	781	
无形资产	671	723	730	737	745	
商誉	756	830	830	830	830	
定期存款	500	-	-	-	-	
于联营公司之权益	144	190	190	190	190	
投资性房地产	28	26	26	26	26	
其他	297	334	334	334	334	
资产总计	14,615	16,494	17,039	18,234	19,736	
流动负债	4,053	6,645	6,534	6,876	7,306	
短期借款	405	2,231	1,785	1,428	1,142	
应付账款	2,352	2,772	2,965	3,502	4,039	
应付负债及其他应付款项	1,071	1,426	1,540	1,663	1,796	
租赁负债	98	108	119	131	144	
其他	126	108	126	153	186	
非流动负债	2,580	1,542	1,640	1,771	1,929	
长期借款	1,375	193	251	326	424	
递延税项负债-非流动	253	310	340	385	434	
其他	952	1,039	1,049	1,059	1,071	
负债合计	6,633	8,187	8,174	8,647	9,235	
股本	23	23	23	23	23	
储备	7,906	8,221	8,804	9,557	10,510	
少数股东权益	53	63	39	8	-32	
归属于母公司所有者权益	7,929	8,244	8,827	9,580	10,533	
负债及权益合计	14,615	16,494	17,039	18,234	19,736	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
除税前溢利	1,287	1,361	1,655	2,138	2,705	
折旧摊销	169	241	283	288	296	
营运资金变动	-447	-678	247	-354	-560	
所得税	-329	-431	-513	-663	-838	
经营活动现金流	701	572	1,672	1,409	1,602	
投资活动现金流	-329	-873	-328	-347	-367	
筹资活动现金流	96	-236	-971	-1,035	-1,140	
现金净增加额	469	-537	372	27	94	
现金期初金额	3,472	3,930	3,414	3,786	3,813	
现金期末金额	3,930	3,414	3,786	3,813	3,907	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	10,013	12,930	15,006	18,328	22,215	
营业成本	-5,835	-7,639	-8,800	-10,651	-12,818	
毛利	4,178	5,292	6,206	7,677	9,397	
销售费用	-1,891	-2,690	-3,091	-3,721	-4,443	
管理费用	-1,189	-1,454	-1,666	-2,016	-2,444	
其他收益	299	317	300	300	300	
营业利润	1,396	1,464	1,749	2,240	2,810	
财务收入/(费用)净额	-63	-91	-90	-110	-133	
应占联营公司损益	-46	-12	-5	7	28	
其他支出	0	0	0	0	0	
除税前溢利	1,287	1,361	1,655	2,138	2,705	
所得税	-397	-449	-513	-663	-838	
净利润	889	912	1,142	1,475	1,866	
少数股东损益	-19	-9	-24	-31	-39	
归属于母公司净利润	908	922	1,166	1,506	1,905	
EPS (元)	0.36	0.37	0.44	0.57	0.72	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
年增长比率 (%)					
营业收入	22.5%	29.1%	16.0%	22.1%	21.2%
营业利润	52.1%	4.9%	19.5%	28.1%	25.4%
归母净利润	77.1%	1.5%	26.5%	29.2%	26.5%
获利能力					
毛利率	41.7%	40.9%	41.4%	41.9%	42.3%
营业利润率	13.9%	11.3%	11.7%	12.2%	12.6%
净利率	8.9%	7.1%	7.6%	8.0%	8.4%
归母净利率	9.1%	7.1%	7.8%	8.2%	8.6%
ROE	12.0%	11.4%	13.7%	16.4%	18.9%
ROA	6.7%	5.9%	7.0%	8.5%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	45.4%	49.6%	48.0%	47.4%	46.8%
负债权益比	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
流动比率	2.6	1.9	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.8	1.3	1.4	1.5	1.5
营运能力					
存货周转天数	77	90	82	78	78
应收帐款周转天数	107	98	100	95	90
应付帐款周转天数	120	122	123	120	115
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.37	0.44	0.57	0.72
每股经营现金	0.27	0.22	0.63	0.53	0.61
每股净资产	3.03	3.15	3.36	3.64	3.98
估值比率					
PE@9.18HKD	22.0	21.8	18.1	14.0	11.1
PB	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>