

买入

上半年业绩符合预期，索康尼贡献利润增量

特步国际 (1368.HK)

2023-08-28 星期一

### 投资要点

目标价：**10.80 港元**  
 现价：7.83 港元  
 预计升幅：37.9%

➤ **H1 集团营收/归母净利分别增 14.8%/ 12.7%，符合预期，全年指引维持：**23H1 集团营收同比+14.8%至 65.2 亿元，归母净利润同比+12.7%至 6.7 亿元，归母净利率同比-0.2pp 至 10.2%。1H 经营活动产生的现金流量净额为 2.65 亿元，中期派息率为 50%。集团整体毛利率同比+0.9pp 至 42.9%，经营利润率同比-1.1pp 至 15.1%。集团期内 23H1 毛利率扩张及有效税率改善，抵消了因广宣费率上升导致的销售费用率上升。**展望全年：**公司维持全年指引及 25 年 240 亿收入的目标，全年集团收入目标为 15-20%，利润好于收入增长。

### 重要数据

日期	2023/08/25
收盘价 (港元)	7.83
总股本 (亿股)	26.38
总市值 (亿港元)	206.6
净资产 (亿港元)	95.4
总资产 (亿港元)	180.3
52 周高低 (港元)	11.54/6.73
每股净资产 (港元)	3.61

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **主品牌毛利率提升，功能产品动销旺，广宣开支提升仍维持稳健利润率：**23H1 特步主品牌零售流水同比+高双位数，营收同比+14.8%至 54.3 亿元，毛利率同比+0.9pp 至 43.1%，经营利润率-0.2pp 至 20.4%。**期内：**(1) 流水增幅高于收入增幅，表明 1H 公司库存去化。(2) 23H1 大货/童装门店分别达 6443/1588 个，分别较 22 年末增 130/ 68 个。(3) 期内毛利率同比提升 0.9pp，主因功能产品需求向好，产品结构及整体加价倍率改善。1H 主品牌广宣开支率同比+3.6pp 至 13.7%，主因跑步赛事恢复及大运会赞助支出。广宣开支率提升，抵消了毛利率提升及组织优化后员工费用率节省，经营利润率平稳。

**展望：**(1) 据业绩会，7 月/8 月 YTD 流水同增双位数，8 月趋势强于 7 月；(2) 23H1 期末终端库销比 5 以内。因新品牌备货，报表存货余额较 22 年末增 1.2 亿至 24.1 亿元。预计年末公司库存有望回到更健康水平。

### 主要股东

群成投资有限公司	46.65%
丁水波	2.45%

➤ **索康尼贡献利润增量，加快拓店步伐：**

23H1 时尚运动/专业运动收入分别同比+18.9%/ +119.9%至 7.5/ 3.4 亿元，经营利润分别为-0.67/ 0.13 亿元。受益于与集团跑步资源的协同，索康尼在新品牌中率先实现盈利。23H1 索康尼门店数较 22 年末净增 12 家至 80 家，单店面积约 100 平，平均店效 30 万以上。索康尼加速拓店步伐，预计 2H 门店增加约 20-30 家。展望全年，管理层重申 4 个新品牌亏损幅度控制在 1.5 亿元以内。

➤ **维持买入评级，给予目标价 10.80 港元：**

**我们的观点：**公司以特步主品牌根植大众市场，多品牌的索康尼率先实现盈利，看好中期公司的消费群体拓展潜力。预计 23E 至 25E 营收分别为 150.8 / 182.0 / 218.0 亿元，同比+16.6% / +20.7% / +19.8%；归母净利润分别为 11.2 / 14.0 / 17.4 亿元，同比+21.9% / +24.7% / +23.8%。目标价 10.80 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 19 倍。

### 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：Q2 主品牌稳健增长，关注盈利能力改善-20230720

### 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	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	10,013	12,930	15,081	18,198	21,799
同比增长(%)	22.5%	29.1%	16.6%	20.7%	19.8%
毛利率(%)	41.7%	40.9%	41.5%	41.8%	42.2%
归母净利润	908	922	1,124	1,401	1,735
同比增长(%)	77.1%	1.5%	21.9%	24.7%	23.8%
归母净利润率	9.1%	7.1%	7.5%	7.7%	8.0%
每股收益(元)	0.36	0.37	0.43	0.53	0.66
PE @7.83HKD	20.0	19.9	17.1	13.7	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

### ► 23H1 集团营收/归母净利润分别增 14.8%/ 12.7%，符合预期，全年指引维持：

23H1 集团营收同比+14.8%至 65.2 亿元，归母净利润同比+12.7%至 6.7 亿元，归母净利润率同比-0.2pp 至 10.2%。上半年经营活动产生的现金流量净额为 2.65 亿元，中期派息率维持在 50%。集团整体毛利率同比+0.9pp 至 42.9%，其中主品牌毛利率同比+0.9pp 至 43.1%；整体经营利润率同比-1.1pp 至 15.1%。期内 23H1 集团毛利率扩张及有效税率改善，抵消了因 A&P 费率上升导致的销售费用率上升（广宣费率同比+3.0pp 至 13.2%，销售费用率同比+4.7pp 至 23.2%；有效税率为 26.8%，去年同期为 33.2%），因此净利润率维持稳定。

**展望全年：**公司维持全年指引及“五五规划”目标，全年集团收入目标为 15-20%，利润增长好于收入增长。考虑到 22H2 疫情导致给予经销商一次性补贴支持约 1 亿元，去年下半年利润基数相对低。公司对于“五五规划”目标维持，即 2025 年集团收入 240 亿元目标（主品牌 200 亿、新品牌 40 亿）。

### ► 主品牌毛利率提升，功能性产品动销向好，广宣开支提升下仍维持稳健利润率：

23H1 特步主品牌零售流水同比+高双位数，报表营收同比+14.8%至 54.3 亿元，毛利率同比+0.9pp 至 43.1%，经营利润率下滑 0.2pp 至 20.4%。上半年童装收入同比+15%。

**期内：**(1) 流水增幅高于报表收入增幅，表明上半年公司处于去库阶段。(2) 拓店方面，23H1 大货/童装门店分别达 6443/ 1588 个，分别较 22 年末增 130/ 68 个。(3) 费用投放及利润方面，期内毛利率同比提升 0.9pp，主因功能性产品需求向好，产品结构及整体加价倍率改善。主品牌广宣开支同比+50%，广宣开支比率同比+3.6pp 至 13.7%，主因上半年跑步赛事恢复及大运会赞助支出。广宣开支率提升，抵消了毛利率提升及组织优化后员工费用率的节省，主品牌经营利润率平稳。

**展望全年：**(1) 据业绩会，7 月/8 月 YTD 流水同增双位数，8 月趋势强于 7 月；(2) 23H1 期末终端库销比在 5 个月以内。因新品牌备货需求，报表端存货余额较 22 年末增加 1.2 亿至 24.1 亿元。随着下半年对去年 Q3、Q4 过季库存进行清理，年末公司库存有望回到更健康水平。(3) 由于下半年仍需去化库存，预计主品牌全年流水双位数，流水增长高于收入增长。

表 1: 特步主品牌零售指标

指标	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
流水	+30-35%	+中双	+20-25%	+30-35%	+中双	+20-25%	-高单	约+20%	+高双
库销比	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	<5个月	<5个月
折扣	75-8折	75-8折	75-8折	75折	7-75折	7-75折	约7折	7-75折	75折

**23H1:** 特步主品牌零售流水增长高双位数（近20%），其中线下快于线上，线上大致持平。

资料来源: 公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 2: 特步集团 2023H1 业绩摘要

摘要	年度		上半年		
	2021	2022	2021H1	2022H1	2023H1
单位: 百万元人民币					
大众运动 (特步品牌)	8,841	11,128	3,597	4,898	5,430
占比	88%	86%	87%	86%	83%
yoy	25%	26%	12%	36%	11%
时尚运动 (K&P)	971	1,402	462	629	749
占比	10%	11%	11%	11%	11%
yoy	-3%	44%	1%	36%	19%
专业运动 (索康尼&迈乐)	201	400	76	157	344
占比	2%	3%	2%	3%	5%
yoy	179%	99%	280%	107%	119%
<b>总收入</b>	<b>10,013</b>	<b>12,930</b>	<b>4,135</b>	<b>5,684</b>	<b>6,522</b>
yoy	23%	29%	12%	37%	15%
<b>毛利率</b>	<b>41.7%</b>	<b>40.9%</b>	<b>41.8%</b>	<b>42.0%</b>	<b>42.9%</b>
特步主品牌	41.4%	41.3%	41.5%	42.2%	43.1%
时尚运动	44.6%	37.6%	43.5%	39.8%	42.0%
专业运动	40.3%	42.7%	45.4%	44.2%	42.0%
<b>销售费用率</b>	18.9%	20.8%	18.7%	18.4%	23.2%
<b>管理费用率</b>	11.9%	11.2%	11.7%	11.5%	9.8%
<b>经营利润率</b>	<b>13.9%</b>	<b>11.3%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.2%</b>	<b>15.1%</b>
特步主品牌	18.2%	15.8%	21.4%	20.6%	20.4%
时尚运动	-9.0%	-13.5%	-8.8%	-8.5%	-8.9%
专业运动	-20.0%	-4.9%	-14.1%	-2.1%	3.9%
<b>经营利润</b>	<b>1,396</b>	<b>1,464</b>	<b>684</b>	<b>922</b>	<b>987</b>
yoy	52%	5%	37%	35%	7%
特步主品牌	1,608	1,759	771	1,008	1,106
yoy	45%	9%	32%	31%	10%
时尚运动	-88	-189	-41	-54	-66
专业运动	-40	-20	-11	-3	13
有效税率	30.9%	33.0%	34.7%	33.2%	26.8%
<b>归母净利润</b>	<b>908</b>	<b>922</b>	<b>427</b>	<b>590</b>	<b>665</b>
yoy	77.1%	1.5%	72.0%	38.4%	12.7%
<b>归母净利润率</b>	<b>9.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.2%</b>
期末存货额	1,497	2,287	1,096	2,313	2,407
应收账款	3,528	4,213	2,760	3,666	4,193
应付账款	2,352	2,772	1,515	2,702	2,379
经营净现金流	701	572	684	-268	265

资料来源: 公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ **索康尼贡献利润增量，加快拓店步伐：**

受益于中国市场业务扩张，23H1 时尚运动(盖世威&帕拉丁)/专业运动(索康尼&迈乐)收入分别同比+18.9%/+119.9%至 7.5/ 3.4 亿元，经营利润分别为-0.67/ 0.13 亿元。受益于与集团跑步资源的协同作用，索康尼在新品牌中率先实现盈利。23H1 索康尼门店数较 22 年末净增 12 家至 80 家，单店面积约 100 平，平均店效达 30 万以上。索康尼加速拓店步伐，预计 2H 门店增加约 20-30 家。展望全年，管理层重申 4 个新品牌亏损幅度预计将控制在 1.5 亿元以内。

➤ **维持买入评级，给予目标价 10.80 港元：**

**我们的观点：**公司以特步主品牌根植大众市场，多品牌中索康尼率先实现盈利，看好中期公司的消费群体拓展潜力。预计 23E 至 25E 营收分别为 150.8 / 182.0 / 218.0 亿元，同比+16.6% /+20.7% /+19.8%；归母净利润分别为 11.2 / 14.0 / 17.4 亿元，同比+21.9% /+24.7% /+23.8%。目标价 10.80 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 19 倍。

**风险提示：**消费复苏具备不确定性；行业竞争加剧；主品牌终端零售不及预期；新品牌发展不及预期等。

**财务报表摘要**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>10,432</b>	<b>12,338</b>	<b>12,830</b>	<b>13,885</b>	<b>15,175</b>
现金	3,930	3,414	3,751	3,768	3,827
应收账款	3,528	4,213	4,535	5,140	5,778
其他应收款	1,443	1,371	1,508	1,658	1,824
存货	1,497	2,287	1,984	2,265	2,692
其他	34	1,054	1,053	1,053	1,053
<b>非流动资产</b>	<b>4,183</b>	<b>4,155</b>	<b>4,201</b>	<b>4,260</b>	<b>4,331</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>14,615</b>	<b>16,494</b>	<b>17,031</b>	<b>18,145</b>	<b>19,506</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,053</b>	<b>6,645</b>	<b>6,545</b>	<b>6,859</b>	<b>7,234</b>
短期借款	405	2,231	1,785	1,428	1,142
应付账款	2,352	2,772	2,975	3,485	3,970
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	152	182
<b>非流动负债</b>	<b>2,580</b>	<b>1,542</b>	<b>1,641</b>	<b>1,769</b>	<b>1,923</b>
长期借款	1,375	193	251	326	424
递延税项负债-非流动	253	310	341	383	429
其他	952	1,039	1,049	1,059	1,071
<b>负债合计</b>	<b>6,633</b>	<b>8,187</b>	<b>8,186</b>	<b>8,627</b>	<b>9,157</b>
股本	23	23	23	23	23
储备	7,906	8,221	8,783	9,484	10,351
归属于母公司所有者权益	7,929	8,244	8,806	9,507	10,374

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	1,287	1,361	1,595	1,989	2,462
折旧摊销	169	241	283	288	296
营运资金变动	-447	-678	232	-314	-514
所得税	-329	-431	-494	-617	-763
<b>经营活动现金流</b>	<b>701</b>	<b>572</b>	<b>1,615</b>	<b>1,347</b>	<b>1,481</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-329</b>	<b>-873</b>	<b>-328</b>	<b>-347</b>	<b>-367</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>96</b>	<b>-236</b>	<b>-950</b>	<b>-982</b>	<b>-1,055</b>
现金净增加额	469	-537	336	18	58
现金期初金额	3,472	3,930	3,414	3,751	3,768
现金期末金额	3,930	3,414	3,751	3,768	3,827

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,013	12,930	15,081	18,198	21,799
营业成本	-5,835	-7,639	-8,830	-10,600	-12,599
毛利	4,178	5,292	6,251	7,598	9,200
销售费用	-1,891	-2,690	-3,174	-3,821	-4,556
管理费用	-1,189	-1,454	-1,674	-2,002	-2,398
其他收益	299	317	300	310	312
<b>营业利润</b>	<b>1,396</b>	<b>1,464</b>	<b>1,703</b>	<b>2,084</b>	<b>2,558</b>
财务收入/(费用)净额	-63	-91	-110	-109	-131
应占联营公司损益	-46	-12	2	14	35
其他支出	0	0	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	<b>1,287</b>	<b>1,361</b>	<b>1,595</b>	<b>1,989</b>	<b>2,462</b>
所得税	-397	-449	-494	-617	-763
净利润	889	912	1,101	1,373	1,699
少数股东损益	-19	-9	-23	-29	-36
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>908</b>	<b>922</b>	<b>1,124</b>	<b>1,401</b>	<b>1,735</b>
EPS (元)	0.36	0.37	0.43	0.53	0.66

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年增长率 (%)</b>					
营业收入	22.5%	29.1%	16.6%	20.7%	19.8%
营业利润	52.1%	4.9%	16.3%	22.4%	22.7%
归母净利润	77.1%	1.5%	21.9%	24.7%	23.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.7%	40.9%	41.5%	41.8%	42.2%
营业利润率	13.9%	11.3%	11.3%	11.5%	11.7%
净利率	8.9%	7.1%	7.3%	7.5%	7.8%
归母净利率	9.1%	7.1%	7.5%	7.7%	8.0%
ROE	12.0%	11.4%	13.2%	15.3%	17.5%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.36	0.37	0.43	0.53	0.66
每股经营现金	0.27	0.22	0.61	0.51	0.56
每股净资产	3.03	3.15	3.35	3.61	3.92
<b>估值比率</b>					
PE@7.83HKD	20.0	19.9	17.1	13.7	11.1
PB	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9

# 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>