

买入

全年指引维持，关注去库进度

特步国际 (1368.HK)

2023-10-20 星期五

### 投资要点

目标价：**10.00 港元**  
 现价：7.22 港元  
 预计升幅：38.5%

➤ **23Q3 主品牌流水增高双位数，折扣环比 Q2 略加深，库存环比改善：**  
 23Q3 特步主品牌零售流水同比+高双位数，符合预期。主品牌 Q3 流水逐月改善，其中 7 月同增约 10%，8 月同比增长中高双位数，9 月受节庆带动同增 25-30%，黄金周流水同增 3 成以上。

### 重要数据

日期	2023/10/19
收盘价 (港元)	7.22
总股本 (亿股)	26.38
总市值 (亿港元)	190.5
净资产 (亿港元)	95.4
总资产 (亿港元)	180.3
52 周高低 (港元)	11.35/6.62
每股净资产 (港元)	3.61

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

分品类及渠道，跑步和童装是主要增长驱动力，其中跑步品类同增 25% 以上，童装同增 3 成以上；线下流水增速高于线上。运营指标方面，Q3 折扣为 70-75 折，环比 Q2 的 75 折略有加深；Q3 季末库销比环比改善至 4.5-5 个月，上季末为 5 个月。

**展望 Q4 及全年：(1) 关注 Q4 去库进展，预计折扣改善仍需时间。**考虑到旧品库存主要集中在 Q4 货品，目前新/旧品占比约 7/3。若去库顺利，年末库销比有望改善至约 4 个月。未来折扣改善取决于年底去库进展；**(2) 23 全年指引维持，公司对 Q4 及 24 年展望积极。**管理层表示 23Q4 流水目标为有望同增 30% 以上；因今年的库存去化任务，预计 23 年全年流水增幅高于收入增幅，23 全年流水目标维持同增 20-25%，收入目标维持同增 15-20%。对于 24 年，管理层表示有望恢复至 20% 以上的流水增速。

### 主要股东

群成投资有限公司	46.65%
丁水波	2.45%

➤ **新品牌国内流水同增 100% 以上，索康尼展店节奏如期：**

23Q3 新品牌的国内零售流水增长延续了 23H1 的高增态势。索康尼及盖世威品牌的国内店效均达到 30 万/月以上。索康尼品牌进展符合预期，预计到年底门店数有望达 100 家（其中加盟约 20 家），当前阶段目标以提升品牌规模及触达消费者为主，全年有望实现盈利。

### 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：上半年业绩符合预期，索康尼贡献利润增量-20230828

➤ **维持买入评级，给予目标价 10.00 港元：**

**我们的观点：**跑鞋为特步优势品类，今年以来场景及跑步赛事的恢复驱动了跑步增长。对于未来增长驱动力，预计主品牌未来增长主要由量驱动，当前消费环境下同款产品定价稳定；渠道上改扩店仍具备充足空间；多品牌战略成效初现。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 / 13.9 / 17.2 亿元，同比+21.8% / +23.5% / +23.8%。目标价 10.00 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 17 倍。

### 研究部

姓名：何丽敏  
 SFC: BTG784  
 电话：0755-82846267  
 Email: helm@gzyq.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	1,123	1,386	1,716
同比增长(%)	77.1%	1.5%	21.8%	23.5%	23.8%
归母净利润率	9.1%	7.1%	7.4%	7.6%	7.9%
每股收益(元)	0.36	0.37	0.43	0.53	0.65
PE @7.22 HKD	18.3	18.1	15.6	12.6	10.2

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### ► 23Q3 主品牌流水增高双位数，折扣环比 Q2 略加深，库存环比改善：

23Q3 特步主品牌零售流水同比增长高双位数，符合预期。主品牌于 Q3 的流水逐月改善，其中 7 月同增约 10%，8 月同比增长中高双位数，9 月受节庆带动同比增长 25-30%，黄金周流水同增 3 成以上。

分品类及渠道，跑步和童装是主要增长驱动力，其中跑步品类同增 25% 以上，童装同增 3 成以上；线下流水增速高于线上。运营指标方面，Q3 折扣为 70-75 折，环比 Q2 的 75 折略有加深；Q3 季末库销比环比改善至 4.5-5 个月，上季末为 5 个月。

### 展望 Q4 及全年：

(1) 关注 Q4 去库进展，预计折扣改善仍需时间。考虑到旧品库存主要集中在 Q4 货品，目前新/旧品占比约 7/3。若去库进展顺利，年末库销比有望改善至 4 个月左右。预计未来折扣改善取决于年底去库进展；

(2) 23 全年指引维持，公司对 Q4 及 24 年展望积极。管理层表示 23Q4 流水目标为有望同增 30% 以上；因今年的库存去化任务，因此预计 23 年全年流水增幅高于收入增幅，23 年全年流水目标维持同增 20-25%，收入目标维持同增 15-20%。对于 24 年，管理层表示有望恢复至 20% 以上的流水增速。

表 1：特步主品牌零售指标

指标	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
流水	+中双	+20-25%	+30-35%	+中双	+20-25%	-高单	约+20%	+高双	+高双
库销比	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	4.5-5 个月
折扣	75-8 折	75-8 折	75 折	7-75 折	7-75 折	约 7 折	7-75 折	75 折	70-75 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

### ► 新品牌国内流水同增 100% 以上，索康尼展店节奏如期：

23Q3 新品牌的国内零售流水增长延续了 23H1 的高增态势。索康尼及盖世威品牌的国内店效均达到 30 万/月以上。索康尼品牌进展符合预期，预计到年底门店数有望达 100 家（其中加盟约 20 家），当前阶段目标以提升品牌规模及触达消费者为主，全年有望实现盈利。

➤ **維持買入評級，給予目標價 10.00 港元：**

**我們的觀點：**跑鞋為特步優勢品類，今年以來場景及路跑賽事的恢復驅動了跑步增長。對於未來增長驅動力，預計主品牌未來增長主要由量驅動，當前消費環境下同款產品定價穩定；渠道上改擴店仍具備充足空間；多品牌戰略成效初現。預計 23E 至 25E 營收分別為 150.8 / 182.0 / 218.0 億元，同比+16.6% / +20.7% / +19.8%；歸母淨利潤分別為 11.2 / 13.9 / 17.2 億元，同比+21.8% / +23.5% / +23.8%。目標價 10.00 港元，維持買入評級，目標價對應 24E PE 17 倍。

**風險提示：**消費復蘇具備不確定性；行業競爭加劇；主品牌銷售及庫存去化不及預期；新品牌發展不及預期等。

**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
<b>流动资产</b>	<b>10,432</b>	<b>12,338</b>	<b>12,830</b>	<b>13,893</b>	<b>15,192</b>
现金	3,930	3,414	3,751	3,776	3,844
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>17,032</b>	<b>18,153</b>	<b>19,524</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	8,782	9,475	10,333
少数股东权益	53	63	41	27	10
归属于母公司所有者权益	7,929	8,244	8,805	9,499	10,357
<b>负债及权益合计</b>	<b>14,615</b>	<b>16,494</b>	<b>17,032</b>	<b>18,153</b>	<b>19,524</b>
<b>现金流量表</b>					
单位: 百万元					
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>-975</b>	<b>-1,046</b>
现金净增加额	469	-537	337	25	68
现金期初金额	3,472	3,930	3,414	3,751	3,776
现金期末金额	3,930	3,414	3,751	3,776	3,844

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	15,081	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	-22	-14	-17
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>908</b>	<b>922</b>	<b>1,123</b>	<b>1,386</b>	<b>1,716</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.37</b>	<b>0.43</b>	<b>0.53</b>	<b>0.65</b>
<b>主要财务比率</b>					
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%	21.8%	23.5%	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%	7.4%	7.6%	7.9%
ROE	12.0%	11.4%	13.2%	15.1%	17.3%
<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	0.65
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	3.93
<b>估值比率</b>					
PE@7.22HKD	18.3	18.1	15.6	12.6	10.2
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

# 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>