

买入

22Q4 流水及库销小幅承压，复苏势头强劲

特步国际 (1368.HK)

2023-01-17 星期二

### 投资要点

目标价：**12.50 港元**  
 现价：9.15 港元  
 预计升幅：36.6%

➤ **Q4 主品牌流水同比下滑高单位数，品牌具备经营韧性：**

2022 年特步全年流水录得中双位数增长；22Q4 特步主品牌全渠道流水同比下滑高单位数，其中童装同比增长 30% 以上，电商同比增长双位数。分月看，10 月至 12 月主品牌流水分别录得-单位数/-中双位数/-高单位数的同比变动。疫情导致 Q4 流水承压，10 月至 11 月分别有 2-3 成的门店受影响。因此季末的库销比及折扣环比略有加深。2022Q4 综合折扣约 7 折（去年同期的 21Q4 为 75 折-8 折，22Q3 为 7-75 折），零售折扣同比加深原因是 22 年双十一电商折扣约 3+ 折，去年同期为 4+ 折。库存方面，22Q4 库销比为 5.5（22Q3 为 4.5-5 个月）。此外，公司针对 22H2 的渠道库存压力及折扣压力，于第四季度对经销商给予了一次性约 1 亿元补贴，部分释放了终端经营压力。

### 重要数据

日期	2023/01/16
收盘价 (港元)	9.15
总股本 (亿股)	26.37
总市值 (亿港元)	241.3
净资产 (亿港元)	97.4
总资产 (亿港元)	184.7
52 周高低 (港元)	14.98/6.79
每股净资产 (港元)	3.67

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ **1 月主品牌复苏势头强劲，马拉松复常，23 年库存及折扣有望逐季改善：**

2023 春节节前（1 月 7 日-1 月 15 日）主品牌流水表现强劲，按农历日期同比增 20% 以上；1 月元旦以来客流量及连带率有显著恢复，带动折扣同比改善 2pp。**展望未来：**① 随着出行放松及零售环境改善，预计 23 年特步主品牌流水增长有望达到约 20%，考虑到库存去化，预计主品牌报表收入增速有望达双位数水平。② 主品牌持续进行产品升级及渠道优化，在跑步/篮球/XDNA/女子等重点品类发力。预计 2023 年综合吊牌价同比增长约 5%-10%，门店面积增长 10%。③ 23H1 库存去化为品牌首要目标，若主品牌延续强劲的复苏势头，23H1 库销比有望恢复至 5 个月以内。

### 主要股东

群成投资有限公司	49.72%
丁水波	2.30%

### 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

➤ **索康尼表现出色，进入加速拓展期，新品牌进展如期：**

2022 年索康尼品牌流水增长 1 倍，依托特步跑步资源快速发展。2023 年预计将开启加盟模式，进入加速扩张期，2023 年有望增 50-100 个门店。K-Swiss 门店数已达 20 家个，排除疫情干扰，部分门店的单月店效可达 30-40 万元。新品牌仍处于投入期，预计 2023 年新品牌的亏损额控制在 1.5 亿元以内。

➤ **维持买入评级，给予目标价 12.50 港元：**

**我们的观点：**主品牌 1 月流水复苏强劲，未来随着零售环境正常化，库存压力有望逐季显著释放，实现质量增长。当前估值具备吸引力。预计 22E 至 24E 营收分别为 126.1 / 145.9 / 177.6 亿元，同比+25.9% / +15.7% / +21.8%；归母净利润分别为 9.1 / 11.8 / 15.0 亿元，同比-0.1% / +29.6% / +27.7%。目标价 12.50 港元，维持买入评级，目标价对应 23E PE 24 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	8,172	10,013	12,609	14,588	17,762
同比增长(%)	-0.1%	22.5%	25.9%	15.7%	21.8%
毛利率(%)	39.1%	41.7%	40.7%	41.2%	41.9%
归母净利润	513	908	907	1,175	1,501
同比增长(%)	-29.5%	77.1%	-0.1%	29.6%	27.7%
归母净利润率	6.3%	9.1%	7.2%	8.1%	8.4%
每股收益(元)	0.21	0.36	0.34	0.45	0.57
PE @9.15 HKD	39.5	22.7	23.9	18.5	14.5

数据来源：wind、公司公告、国元证券经纪（香港）预测

### 研究部

姓名：李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话：0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

## 报告正文

### ► Q4 主品牌流水同比下滑高单位数，品牌具备经营韧性：

2022 年特步全年流水录得中双位数增长；22Q4 特步主品牌全渠道流水同比下滑高单位数，其中童装同比增长 30% 以上，电商同比增长双位数。分月看，10 月至 12 月主品牌流水分别录得-单位数/-中双位数/-高单位数的同比变动。

疫情导致 Q4 流水承压，10 月至 11 月分别有 2-3 成的门店受影响。因此季末的库销比及折扣环比略有加深。2022Q4 综合折扣约 7 折（去年同期的 21Q4 为 75 折-8 折，22Q3 为 7-75 折），零售折扣同比加深原因是 22 年双十一电商折扣约 3+ 折，去年同期为 4+ 折。库存方面，22Q4 库销比为 5.5（22Q3 为 4.5-5 个月）。此外，公司针对 22H2 的渠道库存压力及折扣压力，于第四季度对经销商给予了一次性约 1 亿元补贴，部分释放了终端经营压力。

表 1：特步主品牌零售指标

零售指标	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
流水	中双位数增长	+20%-25%	+30-35%	+中双位数	+20-25%	-高单位数
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
折扣	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

### ► 1 月主品牌复苏势头强劲，马拉松复常，23 年库存及折扣有望逐季改善：

2023 春节节前（1 月 7 日-1 月 15 日）主品牌流水表现强劲，按农历日期同比增 20% 以上；1 月元旦以来客流量及连带率有显著恢复，带动折扣同比改善 2pp。展望未来：① 随着出行放松及零售环境改善，预计 23 年特步主品牌流水增长有望达到约 20%，考虑到库存去化，预计主品牌报表收入增速有望达双位数水平。② 主品牌持续进行产品升级及渠道优化，在跑步/篮球/XDNA/女子等重点品类发力。预计 2023 年综合吊牌价同比增长约 5%-10%，门店面积增长 10%。③ 23H1 库存去化为品牌首要目标，若主品牌延续强劲的复苏势头，23H1 库销比有望恢复至 5 个月以内。

### ► 索康尼表现出色，进入加速拓展期，新品牌进展如期：

2022 年索康尼品牌流水增长 1 倍，依托特步跑步资源快速发展。2023 年预计将开启加盟模式，进入加速扩张期，2023 年有望增 50-100 个门店。K-Swiss 门店数已达 20 家个，排除疫情干扰，部分门店的单月店效可达 30-40 万元。新品牌仍处于投入期，预计 2023 年新品牌的亏损额控制在 1.5 亿元以内。

➤ **維持買入評級，給予目標價 12.50 港元：**

**我們的觀點：**主品牌 1 月流水復蘇強勁，未來隨着零售環境正常化，庫存壓力有望逐季顯著釋放，實現質量增長。當前估值具備吸引力。預計 22E 至 24E 營收分別為 126.1 / 145.9 / 177.6 億元，同比+25.9% / +15.7% / +21.8%；歸母淨利潤分別為 9.1 / 11.8 / 15.0 億元，同比-0.1% / +29.6% / +27.7%。目標價 12.50 港元，維持買入評級，目標價對應 23E PE 24 倍。

**風險提示：**疫情反復影響線下門店客流；零售環境疲弱，行業競爭加劇；品牌升級進展不及預期；新品牌發展不及預期；

**财务报表摘要**

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>9,027</b>	<b>10,432</b>	<b>11,250</b>	<b>12,282</b>	<b>13,656</b>	
现金	3,472	3,930	4,000	4,353	4,595	
应收账款	3,236	3,528	4,053	4,388	5,014	
其他应收款	899	1,443	1,587	1,746	1,920	
存货	975	1,497	1,577	1,761	2,093	
其他	446	34	34	34	34	
<b>非流动资产</b>	<b>3,544</b>	<b>4,183</b>	<b>4,166</b>	<b>4,167</b>	<b>4,182</b>	
固定资产	796	1,119	1,116	1,118	1,125	
有使用权资产	429	668	648	639	641	
无形资产	709	671	678	685	692	
商誉	787	756	756	756	756	
定期存款	500	500	500	500	500	
于联营公司之权益	34	144	144	144	144	
投资性房地产	31	28	28	28	28	
其他	258	297	297	297	297	
<b>资产总计</b>	<b>12,572</b>	<b>14,615</b>	<b>15,417</b>	<b>16,448</b>	<b>17,839</b>	
<b>流动负债</b>	<b>3,334</b>	<b>4,053</b>	<b>4,408</b>	<b>4,885</b>	<b>5,564</b>	
短期借款	642	405	425	447	469	
应付账款	1,479	2,352	2,559	2,888	3,394	
应付负债及其他应付款项	1,052	1,071	1,157	1,249	1,349	
租赁负债	75	98	108	119	131	
其他	86	126	158	183	222	
<b>非流动负债</b>	<b>1,939</b>	<b>2,580</b>	<b>2,628</b>	<b>2,664</b>	<b>2,715</b>	
长期借款	1,516	1,375	1,375	1,375	1,375	
递延税项负债-非流动	237	253	293	320	362	
其他	186	952	960	969	978	
<b>负债合计</b>	<b>5,273</b>	<b>6,633</b>	<b>7,035</b>	<b>7,549</b>	<b>8,279</b>	
股本	22	23	23	23	23	
储备	7,201	7,906	8,314	8,843	9,519	
少数股东权益	75	53	44	33	18	
归属于母公司所有者权益	7,223	7,929	8,337	8,866	9,542	
<b>负债及权益合计</b>	<b>12,572</b>	<b>14,615</b>	<b>15,417</b>	<b>16,448</b>	<b>17,839</b>	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
除税前溢利	762	1,287	1,302	1,686	2,153	
折旧摊销	166	169	257	253	252	
营运资金变动	-320	-447	-366	-185	-425	
所得税	-325	-329	-403	-523	-668	
<b>经营活动现金流</b>	<b>320</b>	<b>701</b>	<b>789</b>	<b>1,232</b>	<b>1,313</b>	
<b>投资活动现金流</b>	<b>573</b>	<b>-329</b>	<b>-240</b>	<b>-254</b>	<b>-268</b>	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-380</b>	<b>96</b>	<b>-479</b>	<b>-625</b>	<b>-803</b>	
现金净增加额	513	469	70	353	242	
现金期初金额	2,970	3,472	3,930	4,000	4,353	
现金期末金额	3,472	3,930	4,000	4,353	4,595	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>8,172</b>	<b>10,013</b>	<b>12,609</b>	<b>14,588</b>	<b>17,762</b>	
营业成本	-4,974	-5,835	-7,473	-8,571	-10,322	
毛利	3,198	4,178	5,136	6,017	7,439	
销售费用	-1,537	-1,891	-2,522	-2,807	-3,398	
管理费用	-1,050	-1,189	-1,513	-1,713	-2,066	
其他收益	307	299	290	290	291	
<b>营业利润</b>	<b>918</b>	<b>1,396</b>	<b>1,391</b>	<b>1,788</b>	<b>2,267</b>	
财务收入/(费用)净额	-140	-63	-76	-88	-107	
应占联营公司损益	-17	-46	-14	-14	-7	
其他支出	0	0	0	0	0	
<b>除税前溢利</b>	<b>762</b>	<b>1,287</b>	<b>1,302</b>	<b>1,686</b>	<b>2,153</b>	
所得税	-257	-397	-403	-523	-668	
净利润	505	889	898	1,164	1,486	
少数股东损益	-8	-19	-9	-12	-15	
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>513</b>	<b>908</b>	<b>907</b>	<b>1,175</b>	<b>1,501</b>	
EPS (元)	0.21	0.36	0.34	0.45	0.57	

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>年增长率 (%)</b>					
营业收入	-0.1%	22.5%	25.9%	15.7%	21.8%
营业利润	-25.6%	52.1%	-0.4%	28.5%	26.8%
归母净利润	-29.5%	77.1%	-0.1%	29.6%	27.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.1%	41.7%	40.7%	41.2%	41.9%
营业利润率	11.2%	13.9%	11.0%	12.3%	12.8%
净利率	6.2%	8.9%	7.1%	8.0%	8.4%
归母净利率	6.3%	9.1%	7.2%	8.1%	8.4%
ROE	7.3%	12.0%	11.2%	13.7%	16.3%
ROA	4.1%	6.7%	6.0%	7.4%	8.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.9%	45.4%	45.6%	45.9%	46.4%
负债权益比	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
流动比率	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5
速动比率	2.1	1.8	1.8	1.8	1.7
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	74	77	77	75	74
应收帐款周转天数	120	107	106	100	95
应付帐款周转天数	107	120	125	123	120
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.21	0.36	0.34	0.45	0.57
每股经营现金	0.13	0.27	0.30	0.47	0.50
每股净资产	2.87	3.03	3.18	3.38	3.63
<b>估值比率</b>					
PE@9.15HKD	37.8	21.6	22.9	17.6	13.8
PB	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2

# 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>