

买入

23Q1 流水复苏势头强劲，全年目标积极

特步国际 (1368.HK)

2023-04-14 星期五

投资要点

目标价：**12.80 港元**
 现价：9.91 港元
 预计升幅：29.2%

➤ **23Q1 主品牌流水增长强劲，库存健康度提升，全年流水目标积极：**

23Q1 特步主品牌同比增长约 20%，其中 1-2 月流水同比增长中双位数，3 月流水提速至 35% 的同比增长。分品类及渠道看，跑步品类驱动增长（跑步品类同比接近+40%），童装的增速高于大货（童装同比+30%），出行恢复带动线下流水增速高于线上。期内折扣 7-75 折，库销比低于 5 个月，库存健康度较 22Q4 有显著的环比改善。库龄结构方面，9 成以上为新品。

重要数据

日期	2023/04/13
收盘价 (港元)	9.91
总股本 (亿股)	26.37
总市值 (亿港元)	261.3
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

展望未来，全年流水目标积极：（1）考虑到低基数及消费渐进复苏，预计今年 Q2 零售流水有望较 Q1 进一步提速，4 月份至今维持了 3 月的强劲增长趋势。23 年特步主品牌的流水增长目标从此前的 20% 以上提升至 25% 以上。（2）库存方面，去年疫情扰动秋冬季货品的动销节奏，随着消费市场逐步复苏，年底有望能回到 4 个月的健康水平。**我们看好主品牌持续成长：**在品牌声量及产品力提升的配合下，我们认为本阶段渠道优化提速是公司实现较快零售增长的重要因素。以过去一年为例，公司以关一千、开一千个门店的速度优化渠道，目前九代店占比接近一半。二线城市及以下的大众市场空间广阔，主品牌在大众市场定位跑步王者，提供高性价比产品，优化提质的渠道将帮助品牌更好地匹配目标消费者和提升份额。

主要股东

群成投资有限公司	46.65%
丁水波	2.45%

➤ **看好新品牌发力，索康尼有望在今年成为首个盈亏平衡的品牌：**

展望 23 年，索康尼将受益于集团跑步资源的协同而加速拓展，在高线城市跑步精英人群的渗透率有望提升。预计全年专业运动板块的门店拓展计划为 30-50 家，以索康尼为主。时尚运动方面，预计国内业务为主要的增长驱动力。全年有望净增 30 家以上门店，门店净增以盖世威品牌为主，盖世威产品和定位的调整已初见成效。全年新品牌业务的亏损幅度有望控制在 1.5 亿元以内。

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：全年业绩符合预期，流水复苏势头向好
 -20230327

➤ **维持买入评级，给予目标价 12.80 港元：**

我们的观点：看好公司持续成长，我们认为在品牌声量及产品力的配合下，本阶段渠道优化提速是特步主品牌实现较快零售增长的重要因素。发展势头向好的索康尼及其他新品牌将帮助公司扩展高线市场客户群。当前估值吸引。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 12.80 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 19 倍。

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 @9.91 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

➤ 23Q1 主品牌流水增长超预期，库存健康度提升，全年流水目标积极：

23Q1 特步主品牌同比增长约 20%，其中 1-2 月流水同比增长中双位数，3 月流水提速至 35% 的同比增长。分品类及渠道看，跑步品类驱动增长（跑步品类同比接近+40%），童装的增速高于大货（童装同比+30%），出行恢复带动线下流水增速高于线上。期内折扣 7-75 折，库销比低于 5 个月，库存健康度较 22Q4 有显著的环比改善。库龄结构方面，9 成以上为新品。

展望未来，全年流水目标积极：（1）考虑到低基数及消费渐进复苏，预计今年 Q2 零售流水有望较 Q1 进一步提速，4 月份至今维持了 3 月的强劲增长趋势。23 年特步主品牌的流水增长目标从此前的 20% 以上提升至 25% 以上。（2）库存方面，去年疫情扰动秋冬季货品的动销节奏，随着消费市场逐步复苏，年底有望能回到 4 个月的健康水平。

我们看好公司持续成长：在品牌声量及产品力提升的配合下，我们认为本阶段渠道优化提速是公司实现较快零售增长的重要因素。以过去一年为例，公司以关一千、开一千个门店的速度优化渠道，目前九代店占比接近一半。二线城市及以下的大众市场空间广阔，主品牌在大众市场定位跑步王者，提供高性价比产品，优化提质的渠道将帮助品牌更好地匹配目标消费者，实现市场份额的提升。

表 1：特步主品牌零售指标

指标	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
流水	55%	+30-35%	+中双	+20%-25%	+30-35%	+中双	+20-25%	-高单	约+20%
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	<5 个月
折扣	7-75 折	75-8 折	75-8 折	75-8 折	75 折	7-75 折	7-75 折	约 7 折	7-75 折

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 看好新品牌发力，索康尼有望在今年成为首个盈亏平衡的品牌：

展望 23 年，索康尼将受益于集团跑步资源的协同而加速拓展，在高线城市跑步精英人群的渗透率有望提升。预计全年专业运动板块的门店拓展计划为 30-50 家，以索康尼为主。时尚运动方面，预计国内业务为主要的增长驱动力，全年有望净增 30 家以上门店，门店净增以盖世威品牌为主。盖世威产品和定位的调整已初见成效。全年新品牌业务的亏损幅度有望控制在 1.5 亿元以内。

➤ 维持买入评级，给予目标价 12.80 港元：

我们的观点：看好公司持续成长，我们认为在品牌声量及产品力的配合下，本阶段渠道优化提速是特步主品牌实现较快零售增长的重要因素。发展势头向好的索康尼及其他新品牌将帮助公司扩展高线市场客户群。当前估值吸引。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 12.80 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	
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	2022A	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@9.1HKD	23.7	23.5	18.1	14.0	11.1
PB	2.8	2.7	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自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>