

**特步国际 (1368.HK)**
**童装业务表现突出，疫情以及供应链等影响存货周转表现**
**投资要点：**

**上半年业绩表现亮丽：**特步上半年收入同比增长 37.5% 至约 56.8 亿元，创历史新高。公司上半年整体毛利率由 2021 年上半年约 41.8% 改善至 42.0%。经营利润率和利润率表现保持平稳，分别约为 16.2% 和 10.4%。

**特步主品牌业绩快速增长，童装业务表现尤其突出：**特步主品牌上半年门店数量基本上维持扩张态势。截止 6 月底，特步主品牌销售店数量由 2021 年底的 6,151 间净增加 100 间至 6,251 间。特步儿童同期开店明显加快，净增加 301 间至 1,480 间。特步主品牌上半年收入同比增长约 36.2%，其中服装收入同比增长约 50.7%，收入占比由 2021 年上半年约 39.4% 上升至 43.6%。服装收入占比提升，主要是公司服装业务去年基数相对较小以及提高销售连带率表现所致。此外，特步儿童上半年收入同比增长约 84% 至约 7.2 亿元，占特步主品牌收入约 15%。

**新增品牌收入实现高速增长，毛利率表现分化：**特步旗下新增品牌上半年开店相对谨慎，公司旗下盖世威和帕拉丁品牌上半年亚太区自营店数量分别增加至 50 间和 71 间；时尚运动分部收入同比上升约 36.1% 至约 6.3 亿元。受到海外物流成本攀升拖累，时尚运动分部上半年毛利率由 2021 年上半年约 43.5% 下降至 39.8%。同期，经营亏损扩大至约 5,400 万元。此外，索康尼及迈乐品牌亚太区自营店数量上半年分别增加至 46 间和 7 间。专业运动分部上半年收入同比增长约 106.6%，毛利率改善至约 57.2%。经营亏损则收窄至约 1,200 万元。

**疫情、供应链及物流等影响存货周转表现：**特步于今年 6 月底存货金额同比上升约 111.0% 至约 23.1 亿元，同时也令存货周转由 2021 年底 77 天明显上升至 106 天。存货金额显著上升，主要是受到疫情、供应链及物流等影响，没有发货到东北以及河南、海外客户，导致公司积累非正常备货的库存约达 5.5 亿元。此外，由于公司上半年持续扩大主品牌和新增品牌网络布局，叠加公司持续提升大店保有量，推升其自然备货需求而导致的存货增加。随着公司将在下半年继续清理库存以及海外供应链复常后陆续发货至海外客户，预期下半年存货周转表现将有所改善。

**盈利预测与投资建议：**考虑了 2022 上半年业绩各因素后，我们对特步国际(1368.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2022 至 2024 财年的盈利分别约为 10.9 亿元、13.1 亿元及 15.6 亿元，同比上升约 22.9%、19.7% 及 19.1%。根据现金流折现估值模型之推算，我们调整公司目标价至 15.2 港元，对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 32.1 倍、26.8 倍和 22.5 倍。基于目标价较 8 月 25 日收市价 10.84 港元有约 40.6% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

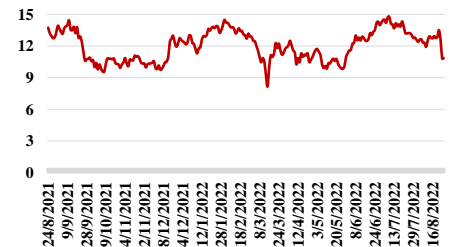
**财务摘要：**

单位：亿元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	81.8	81.7	100.1	130.2	161.1	192.6
毛利	35.5	32.0	41.8	54.1	67.4	81.1
毛利率	43.4%	39.1%	41.7%	41.6%	41.8%	42.1%
盈利	7.3	5.1	8.9	10.9	13.1	15.6

**报告日期：2022-08-26**
**业绩点评**
**投资评级：**
**买入**
**基本数据**

所属板块	运动服饰
最新价	10.84 港元
市值	285.6 亿港元
52 周区间	8.08-14.98 港元
3 个月日均成交量	17.4 百万股
主要股东持股比例	48.98%

 数据来源：WIND、HKEX  
 注：截止 2022 年 8 月 25 日

**一年行情图**


数据来源：Bloomberg

首次覆盖：《产品创新驱动销售快速增长，多品牌发展策略打开第二成长曲线》-20220819

**分析员**

姓名：高景东

中央编号：AYP093

电话：+852-2501 1037

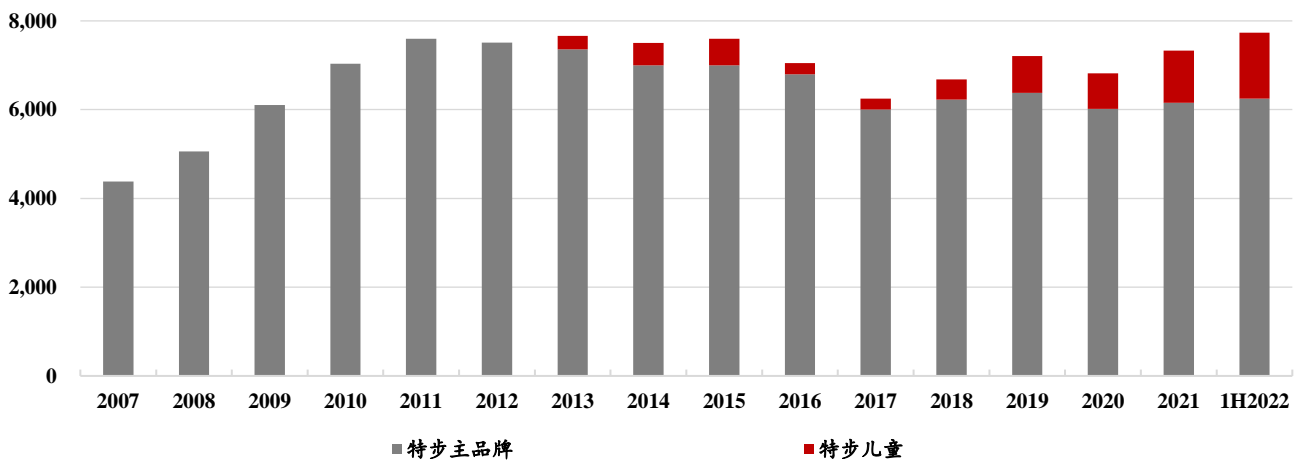
电邮：tony.ko@ssif.com.hk

## 1. 主品牌业绩快速增长，童装业务表现突出

### 1.1 特步儿童上半年门店扩张明显加快

2022上半年，特步主品牌门店数量基本上维持扩张态势。截止6月底，特步主品牌销售店数量由2021年底的6,151间净增加100间至6,251间。特步儿童同期开店明显加快，净增加301间至1,480间。

图表 1：特步主品牌和特步儿童销售点数量(间)

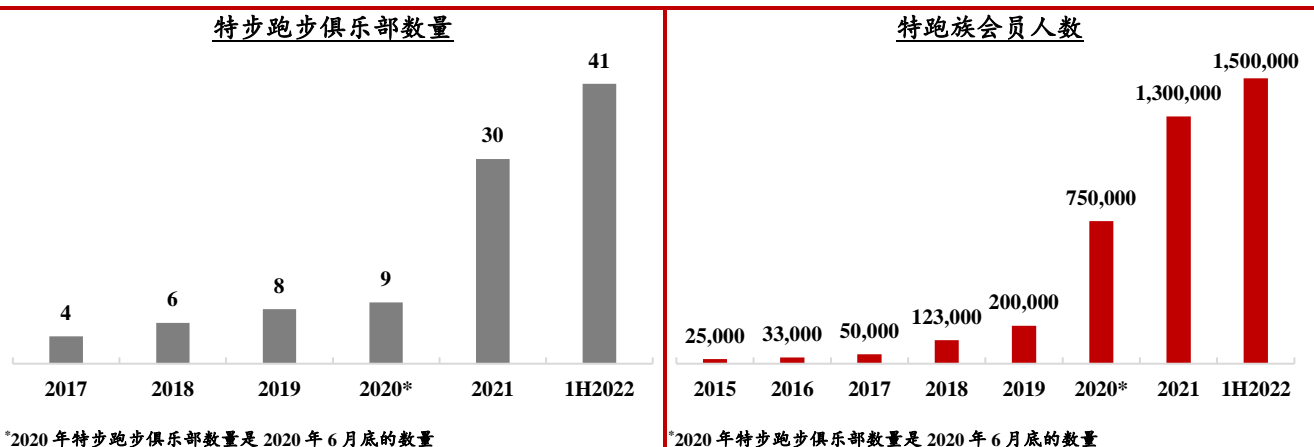


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 1.2 持续深耕跑步生态圈

特步今年上半年持续深耕跑步生态圈。截止6月底，特步在全国各地合共设立了41个跑步俱乐部。特跑族会员人数进一步提升至约150万人。

图表 2：特步跑步俱乐部数量和特跑族会员人数



\*2020年特步跑步俱乐部数量是2020年6月底的数量

\*2020年特步跑步俱乐部数量是2020年6月底的数量

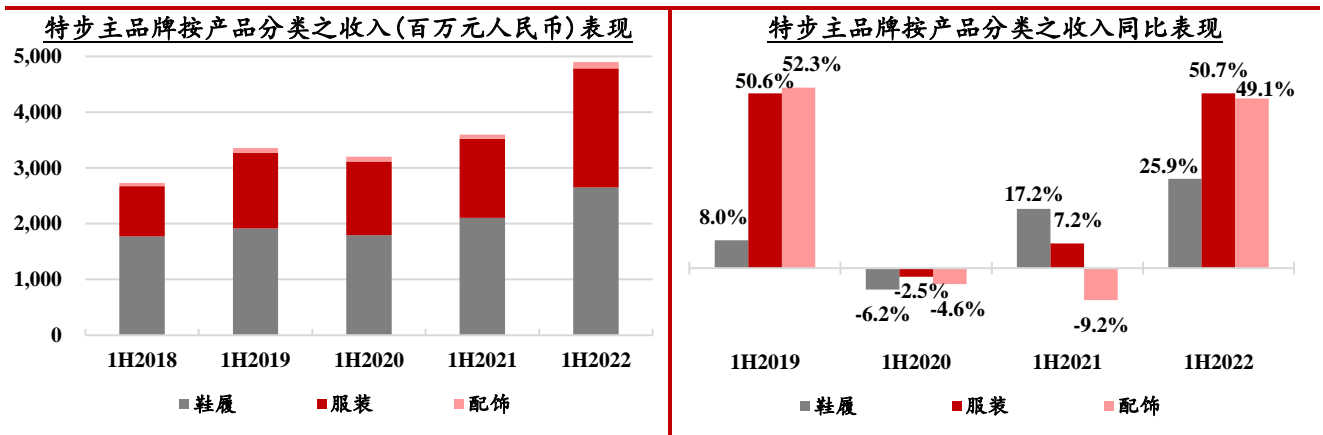
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 1.3 童装业务收入同比增长逾 80%，收入占比升至约 15%

特步主品牌 2022 上半年收入同比增长约 36.2%，其中服装收入同比增长约 50.7%，收入占比由 2021 上半年约 39.4% 上升至 43.6%。公司服装收入占比提升，主要是其服装业务去年基数相对较小以及提高销售连带率表现所致。

此外，特步儿童上半年收入同比增长约 84% 至约 7.2 亿元，占特步主品牌收入约 15%。

图表 3：特步主品牌按产品分类之收入和同比表现

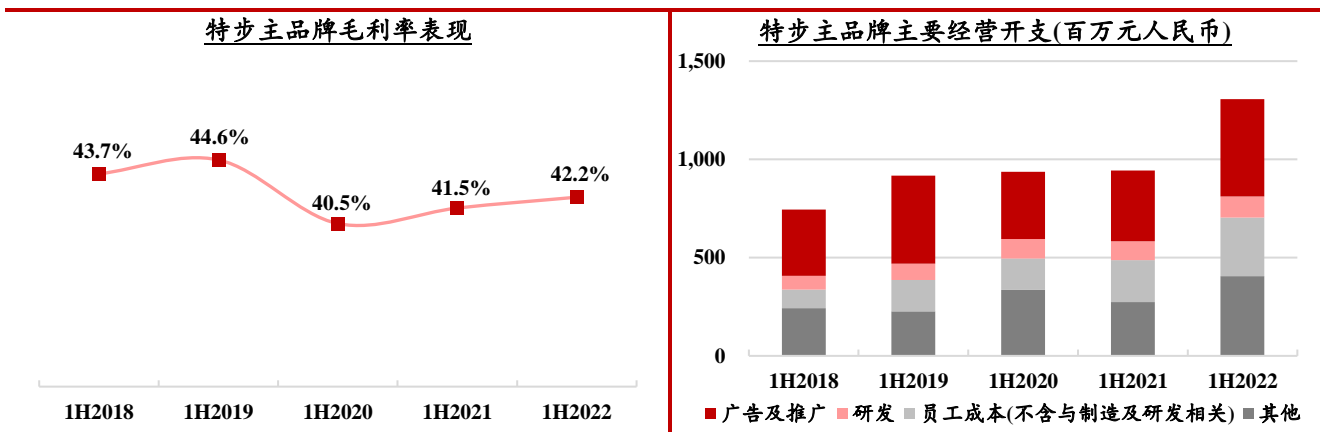


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 1.4 主品牌服装收入占比提升，整体毛利率改善

由于特步主品牌服装收入占比提升，相关服装上半年毛利率有所改善，抵消同期鞋履和配饰毛利率下降的影响，并带动主品牌整体毛利率由 2021 上半年约 41.5% 上升至 42.2%。此外，特步主品牌主要经营开支则由 2021 上半年约 9.4 亿元上升约 38.3% 至约 13.1 亿元。

图表 4：特步主品牌毛利率和主要经营开支表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

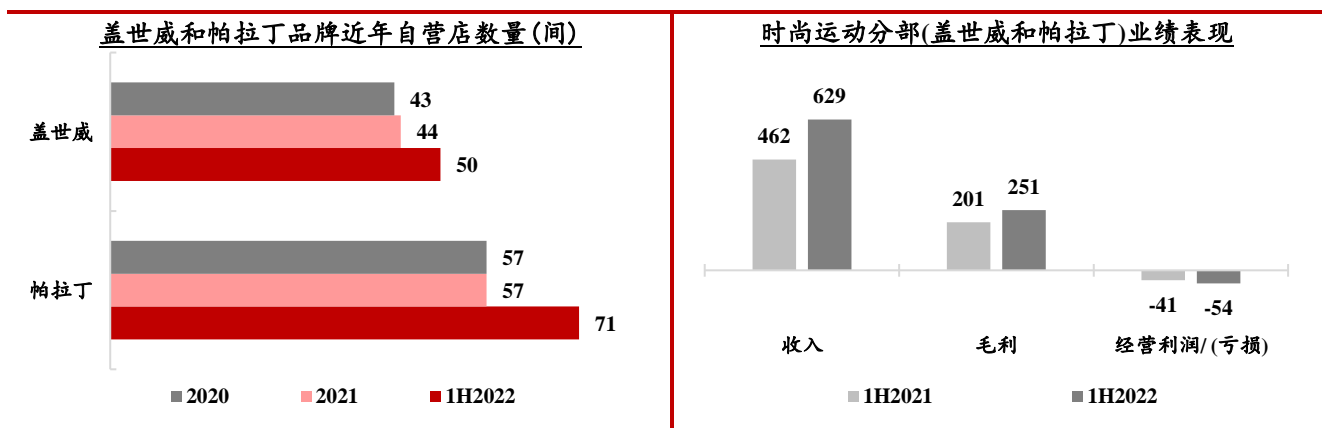
## 2. 新增品牌收入高速增长，毛利率表现分化

### 2.1 海外物流成本攀升拖累时尚运动业务毛利率表现

2022上半年，特步旗下盖世威和帕拉丁品牌亚太区自营店数量持续扩张，分别由2021年底的44间和57间增加至50间和71间。时尚运动分部收入由2021上半年约4.6亿元上升约36.1%至约6.3亿元。

受到海外物流成本攀升拖累，时尚运动分部上半年毛利率由2021上半年约43.5%下降至39.8%。同期，经营亏损也因此扩大至约5,400万元。

图表 5：盖世威和帕拉丁品牌亚太区自营店数量和时尚运动分部业绩表现对比图

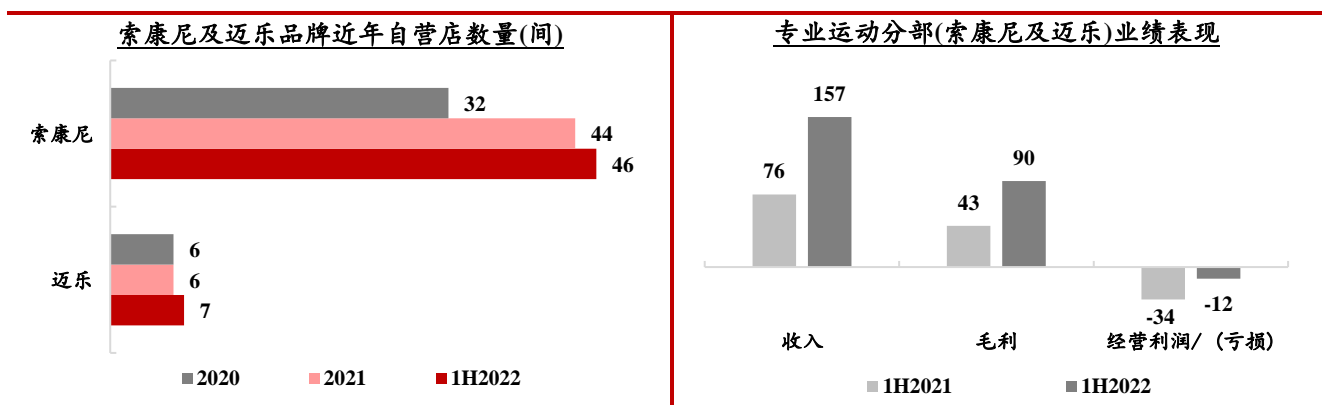


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 2.2 专业运动业务收入同比实现翻倍，毛利率也有所改善

索康尼及迈乐品牌亚太区自营店数量上半年分别由2021年底净增加2间和1间至46间和7间。专业运动分部上半年收入同比增长约106.6%，毛利率亦由2021上半年约56.5%改善至57.2%。因此，同期经营亏损收窄至约1,200万元。

图表 6：索康尼及迈乐品牌亚太区自营店数量和专业运动分部业绩表现对比图

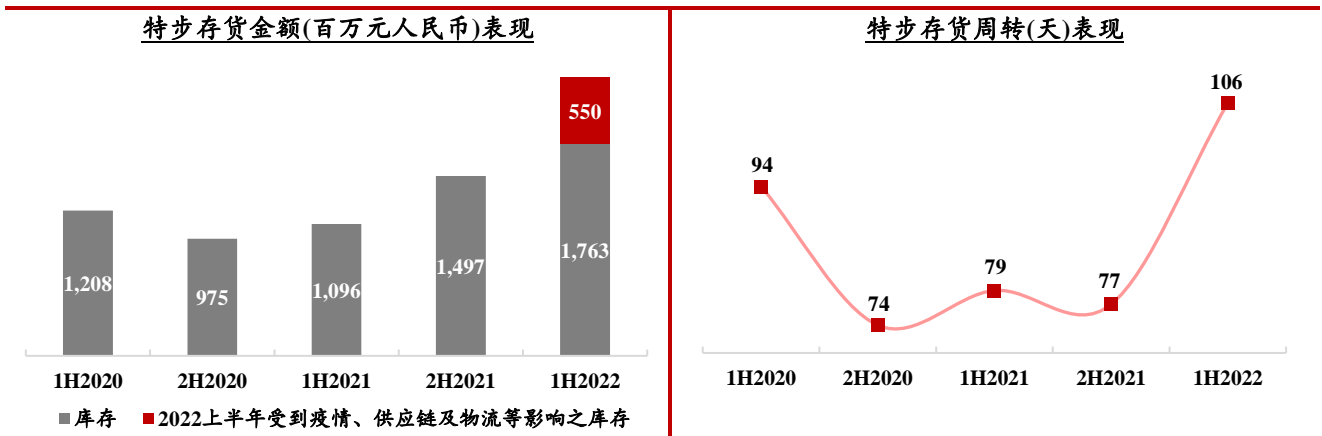


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 3. 疫情、供应链及物流等影响存货周转表现

特步于今年6月底存货金额同比上升约111.0%至约23.1亿元，同时也令存货周转由2021年底77天明显上升至106天。存货金额显著上升，主要是受到疫情、供应链及物流等影响，没有发货到东北以及河南(主要涉及主品牌)、海外(主要涉及时尚运动品牌)客户，导致公司积累非正常备货的库存约达5.5亿元。

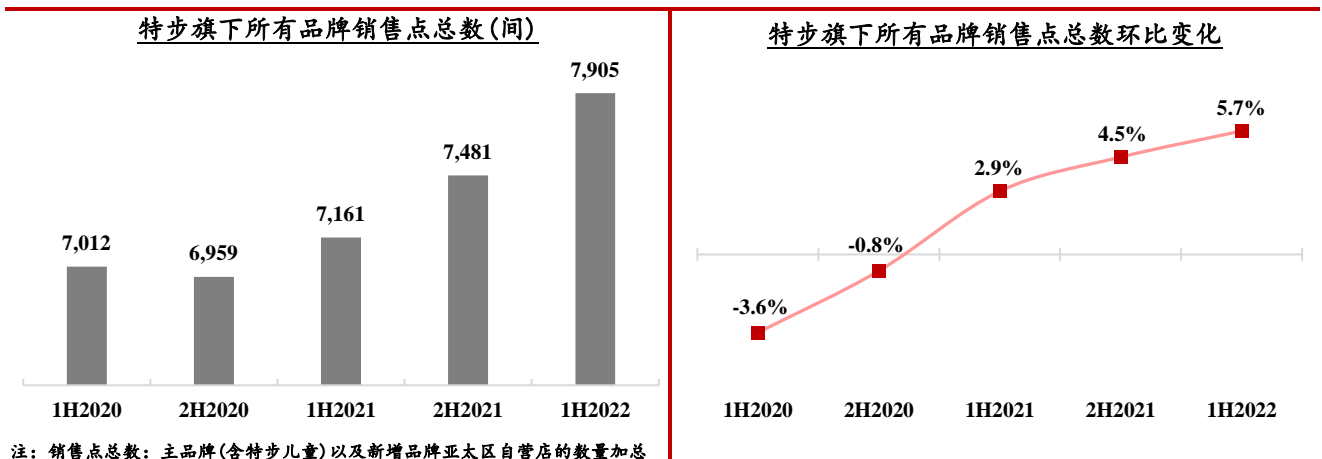
图表 7：特步存货金额和存货周转表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外，由于公司上半年持续扩大主品牌和新增品牌网络布局，旗下所有品牌销售点总数已由2021年底增加424间或约5.7%至7,905间，叠加公司持续提升大店保有量，相关因素推升其自然备货需求而导致的存货增加。随着公司将在下半年继续清理库存以及海外供应链复常后陆续发货至海外客户，预期下半年存货周转表现将有所改善。

图表 8：特步旗下所有品牌以半年计算之销售点总数和环比表现



注：销售点总数：主品牌(含特步儿童)以及新增品牌亚太区自营店数量加总

数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

## 4. 盈利预测与投资建议

特步国际现金流折现估值财务模型:

财务模型构架简介: 我们利用现金流折现估值财务模型为特步国际进行估值, 并将财务模型预测分为三个阶段, 分别是第一阶段(2022-2024年): 高速增长期; 第二阶段(2025-2035年): 中等增长期; 以及第三阶段(2035年以后): 平稳增长期。

第一阶段(2022-2024年)收入预测及主要明细假设:

(1) 门店数量: 特步主品牌方面, 公司上半年净增 100 销售点, 并提升大店保有量, 以扩大产品的展示区域, 提高销售连带率, 改善销售表现。我们预期, 公司将持续执行相关“高效大店”策略和提升大店保有量, 预期特步主品牌门店数量将由 2021 年的 6,151 间逐步增加至 2024 年的 6,751 间。此外, 公司将抓紧童装行业快速增长期而加大特步儿童门店布局, 上调特步儿童门店数量预期将由 2021 年的 1,179 间持续上升至 2024 年的 1,879 间。

(2) 收入: 受益于公司整体门店数量增加、单店收入提升以及运营能力增强等, 叠加体育行业持续发展所拉动的新增需求, 我们因应公司上半年业绩表现而调整原先预期, 公司未来三年收入仍将保持较快增速, 2022-2024 年期间年复合增长率将达约 21.6%。

图表 9: 特步国际主要指标表现和预测

门店数目(间)	2021	2022E	2023E	2024E
特步主品牌(不含XDNA独立店)	7,330	7,830	8,230	8,630
大众市场	6,151	6,351	6,551	6,751
特步儿童	1,179	1,479	1,679	1,879
时尚运动品牌	101	121	136	151
盖世威	44	59	71	83
帕拉丁	57	62	65	68
专业运动品牌	50	66	80	95
索康尼	44	59	71	83
迈乐	6	7	9	12
收入表现(百万元人民币)	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	10,013	13,020	16,108	19,263
同比增长	22.5%	30.0%	23.7%	19.6%
特步主品牌收入	8,841	11,447	14,082	16,557
同比增长	24.5%	29.5%	23.0%	17.6%
盖世威及帕拉丁收入	971	1,241	1,521	1,913
同比增长	-2.8%	27.8%	22.6%	25.7%
索康尼及迈乐收入	201	332	506	793
同比增长	179.2%	65.2%	52.2%	56.9%
毛利率表现	2021	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	41.7%	41.6%	41.8%	42.1%
特步主品牌毛利率	41.4%	41.6%	41.7%	41.9%
盖世威及帕拉丁毛利率	44.6%	41.6%	43.6%	44.6%
索康尼及迈乐毛利率	40.3%	40.1%	40.2%	40.3%
利润表现(百万元人民币)	2021	2022E	2023E	2024E
利润总额	889	1,093	1,308	1,558
同比增长	76.0%	22.9%	19.7%	19.1%
利润率	8.9%	8.4%	8.1%	8.1%

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率：虽然公司 2022 上半年毛利率微升至 42%，但考虑到特步儿童收入(较低毛利率)占比下半年将持续上升，预期 2022 年毛利率将由 2021 年约 41.7% 略微下滑至 41.6%，随后在 2023 年和 2024 年则分别上升至约 41.7% 和 41.9%。

(4) 盈利率：预期公司将在未来数年加大特步儿童的推广，我们因此调低 2022 盈利率将由原先约 8.9% 年下降至 8.4%。随后在 2023 年和 2024 年则均下降至约 8.1%。

第二阶段(2025-2035 年)自由现金流增长率：根据《体育强国建设纲要》所提及的要求,到 2035 年,我国全民健身更亲民、更便利、更普及,经常参加体育锻炼人数比例达到 45% 以上,人均体育场地面积达到 2.5 平方米,将有利体育服饰龙头企业未来业务发展前景,故预期特步国际自由现金流在同期年复合增长率将达约 9%。

第三阶段(2035 年后)自由现金流增长率：公司在 2035 年后将处于长期业务增长期,每年自由现金流将以约 3% 增长,接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i)公司融资结构不会出现明显改变；(ii)无风险利率：约 2.7%；(iii)WACC：约 7.9%。

### 结论：

考虑了 2022 上半年业绩各因素后，我们对特步国际(1368.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2022 至 2024 财年的盈利分别约为 10.9 亿元、13.1 亿元及 15.6 亿元，同比上升约 22.9%、19.7% 及 19.1%。

根据现金流折现估值模型之推算，我们调整公司目标价至 15.2 港元，对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 32.1 倍、26.8 倍和 22.5 倍。基于目标价较 8 月 25 日收市价 10.84 港元有约 40.6% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

图表 10：同业比较

公司名称	估值表现						2021年业绩表现				
	总市值 (亿港元)	市盈率 PE(TTM) (倍)	市销率 PS(TTM) (倍)	3年平均 PE(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	2022年 预测PE (倍)	2022年 预测PEG	收入同比增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	盈利率 (%)
特步国际(1368.HK)	285.6	22.8	2.1	23.2	1.8	22.8	1.0	22.6	41.7	11.4	8.8
安踏体育(2020.HK)	2628.1	30.1	4.2	43.1	6.6	27.8	4.0	38.8	61.6	19.9	16.6
李宁公司(2331.HK)	1836.7	37.1	6.3	55.7	7.0	33.7	1.8	56.6	53.0	21.0	17.7
361度(1361.HK)	85.6	9.7	1.1	9.3	0.8	10.7	0.7	16.1	41.7	13.7	12.3

\* (1) 市场数据是 2022 年 8 月 25 日收市价；(2) 特步国际预测数据由山证国际预测；(3) 其他公司预测是由 WIND 统计一致预期

数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

## 5. 投资风险

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

## 财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>总收入</b>	<b>8,172</b>	<b>10,013</b>	<b>13,020</b>	<b>16,108</b>	<b>19,263</b>	非流动资产					
同比变化%	-0.1%	22.5%	30.0%	23.7%	19.6%	物业、机器及设备	796	1,119	1,282	1,442	1,598
销售成本	(4,973)	(5,835)	(7,609)	(9,370)	(11,153)	无形资产	709	671	658	645	633
<b>毛利</b>	<b>3,198</b>	<b>4,178</b>	<b>5,411</b>	<b>6,738</b>	<b>8,110</b>	其他非流动资产	2,039	2,393	2,300	2,166	2,141
毛利率	39.1%	41.7%	41.6%	41.8%	42.1%	流动资产	3,544	4,183	4,240	4,253	4,372
经销开支	(1,537)	(1,891)	(2,492)	(3,130)	(3,799)	存货	975	1,497	2,089	2,070	2,636
行政开支	(1,050)	(1,189)	(1,508)	(1,855)	(2,209)	应收贸易款项及应收票据	3,236	3,528	4,736	5,389	6,007
其他收入及其他收益—净额	307	299	305	280	290	现金及等同现金项目	3,472	3,930	4,154	4,401	4,975
<b>经营利润</b>	<b>918</b>	<b>1,396</b>	<b>1,716</b>	<b>2,033</b>	<b>2,392</b>	其他流动资产	1,344	1,477	1,375	1,570	1,754
经营利润率	11.2%	13.9%	13.2%	12.6%	12.4%		9,027	10,432	12,354	13,429	15,372
财务成本净额	(140)	(63)	(80)	(90)	(98)	<b>总资产</b>	<b>12,571</b>	<b>14,615</b>	<b>16,594</b>	<b>17,682</b>	<b>19,743</b>
应占联营公司损益	(17)	(46)	(38)	(19)	12	流动负债					
<b>除税前溢利</b>	<b>762</b>	<b>1,287</b>	<b>1,598</b>	<b>1,925</b>	<b>2,306</b>	应付贸易款项及应付票据	1,479	2,352	2,985	3,176	4,157
所得税开支	(257)	(397)	(506)	(617)	(748)	其他应付款项及应计费用	1,052	1,071	1,439	1,780	2,129
盈利	505	889	1,093	1,308	1,558	其他流动负债	803	630	1,232	1,251	1,346
同比变化	-30.9%	76.0%	22.9%	19.7%	19.1%		3,334	4,053	5,655	6,207	7,632
<b>股东应占盈利</b>	<b>513</b>	<b>908</b>	<b>1,109</b>	<b>1,316</b>	<b>1,555</b>	非流动负债					
股东应占盈利率	6.3%	9.1%	8.5%	8.2%	8.1%	长期借款	1,516	1,375	1,262	1,262	1,262
非控股股东应占盈利	(8)	(19)	(16)	(8)	3	其他非流动负债	423	1,205	1,236	1,249	1,263
<b>股息</b>	<b>(298)</b>	<b>(528)</b>	<b>(634)</b>	<b>(785)</b>	<b>(935)</b>		1,939	2,580	2,497	2,511	2,525
派息比率	-59.1%	-59.4%	-58.0%	-60.0%	-60.0%	权益					
						<b>公司拥有人应占权益</b>	<b>7,223</b>	<b>7,929</b>	<b>8,388</b>	<b>8,911</b>	<b>9,534</b>
						非控股权益	75	53	53	53	53
						权益总额	7,298	7,982	8,441	8,964	9,587
						<b>负债及权益总额</b>	<b>12,571</b>	<b>14,615</b>	<b>16,594</b>	<b>17,682</b>	<b>19,743</b>

现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>除税前溢利</b>	<b>762</b>	<b>1,287</b>	<b>1,598</b>	<b>1,925</b>	<b>2,306</b>	<b>盈利能力</b>					
折旧及摊销	166	172	195	193	192	毛利率	39.1%	41.7%	41.6%	41.8%	42.1%
其他	37	18	(187)	(172)	(203)	盈利率	6.2%	8.9%	8.4%	8.1%	8.1%
<b>营运资本变动前的经营现金流量</b>	<b>964</b>	<b>1,477</b>	<b>1,606</b>	<b>1,946</b>	<b>2,294</b>	ROE	7.1%	11.6%	13.3%	15.0%	16.8%
营运资本变动	(320)	(447)	(687)	(285)	(27)	<b>营运表现</b>					
已付所得税	(325)	(329)	(506)	(617)	(748)	经销开支/收入	-18.8%	-18.9%	-19.1%	-19.4%	-19.7%
<b>经营活动现金流</b>	<b>320</b>	<b>701</b>	<b>413</b>	<b>1,044</b>	<b>1,520</b>	行政开支/收入	-12.8%	-11.9%	-11.6%	-11.5%	-11.5%
购买物业及设备	(207)	(414)	(250)	(258)	(265)	有效税率	-33.7%	-30.8%	-31.6%	-32.0%	-32.4%
其他投资活动现金流	780	86	34	34	34	存货周转天数	74	77	86	81	77
<b>投资活动现金流</b>	<b>573</b>	<b>(329)</b>	<b>(216)</b>	<b>(224)</b>	<b>(231)</b>	应收款项周转天数	120	107	103	102	96
银行融资所得净款	(77)	(312)	0	0	0	应付款项周转天数	107	120	128	120	120
已付股息	(279)	(356)	(634)	(785)	(935)	现金周转天数	87	64	61	63	53
配售及新股、可换股债券发行所得款	37	823	0	0	0	<b>财务状况</b>					
其他融资活动现金流	(61)	(58)	660	211	221	流动比率	271%	257%	218%	216%	201%
<b>融资活动现金流</b>	<b>(380)</b>	<b>96</b>	<b>27</b>	<b>(574)</b>	<b>(713)</b>	速动比率	242%	220%	182%	183%	167%
现金及现金等物净值	513	469	224	247	575	总负债/总权益	72%	83%	97%	97%	106%
其他影响	(11)	(11)	0	0	0	资产周转率	66%	74%	83%	94%	103%
期初现金及现金等物	2,970	3,472	3,930	4,154	4,401						
<b>期末现金及现金等物</b>	<b>3,472</b>	<b>3,930</b>	<b>4,154</b>	<b>4,401</b>	<b>4,975</b>						

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测



## 投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。本档尚未经证监会审核。

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

## 山证国际

香港金钟夏慝道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>