

特步国际 (1368.HK)

2022 年业绩展现韧性，新业务逆势高速增长

投资要点:

2022 年业绩展现韧性: 特步 2022 年收入同比增长 29.1% 至约 129.3 亿元，创历史新高。同期，整体毛利率由 2021 年约 41.7% 下降至 40.9%。利润则同比上升约 2.6% 至约 9.1 亿元，利润率约为 7.1%。

疫情扰动主品牌去年零售表现，零售流水有望持续复苏: 特步主品牌以及特步儿童去年门店数量分别净增加 162 间和 341 间至 6,313 间和 1,520 间。其中，特步儿童下半年门店扩张受疫情影响明显降速，净增加 40 间，环比增幅约 2.7%，显著低于 2021 年同期约 17.9%。特步主品牌去年零售销售同比录得中双位数增长，但第四季度受到疫情期间闭店等影响则录得高单位数同比下跌。在国家整体防疫政策优化下，公司表示今年以来零售流水已快速复苏，1-2 月零售流水已录得中双位数增长，3 月至今增速更实现逾 20% 增长，预期全年零售流水将有望增长超过两成。

新增品牌收入逆势高速增长，毛利率表现分化: 特步旗下新增品牌去年下半年开店相对谨慎，公司旗下盖世威和帕拉丁品牌去年底亚太区门店数量分别调整至 72 间和 56 间；时尚运动分部去年收入由 2021 年约 9.7 亿元上升约 44.4% 至约 14.0 亿元。受到物流及供应链成本攀升拖累，时尚运动分部去年毛利率由 2021 年约 44.6% 下降至 37.6%。同期，经营亏损也因此扩大至约 1.9 亿元。此外，索康尼及迈乐品牌内地门店数量去年底分别调整至 69 间和 4 间。专业运动分部去年收入同比增长约 99.0%，毛利率改善至约 56.5%。经营亏损则收窄至约 6,700 万元。

下半年存货周转天数环比已有所改善: 在疫情扰动下，特步主品牌去年第四季度零售表现疲软，公司相应加深零售折扣至七折以加快库存去化；去年底库销比也因此上升至 5.5 个月。公司表示，当前库销比在加大力度清理库存后已下降至 5 个月以内，预期今年底将有望进一步下降至约 4 个月健康水平。此外，公司于去年底存货金额同比显著上升约 52.7% 至约 22.9 亿元；同期存货周转天数也由 2021 年底 77 天上升至 90 天，但已较去年 6 月底的 106 天有所回落。随着公司将在今年继续清理库存以及销售表现恢复快速增长，预期公司存货周转天数将持续改善。

盈利预测与投资建议: 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 2023 至 2025 财年的利润分别约为 11.6 亿元、14.6 亿元及 17.5 亿元，同比上升约 27.5%、25.5% 及 19.9%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 11.9 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 23.6 倍、18.8 倍和 15.7 倍。基于目标价较 3 月 24 日收市价 9.18 港元有约 29.8% 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	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	81.7	100.1	129.3	150.9	175.5	202.3
毛利	32.0	41.8	52.9	62.5	73.3	85.3
毛利率	39.1%	41.7%	40.9%	41.4%	41.7%	42.2%
利润	5.1	8.9	9.1	11.6	14.6	17.5

报告日期: 2023-03-27

业绩点评

投资评级:

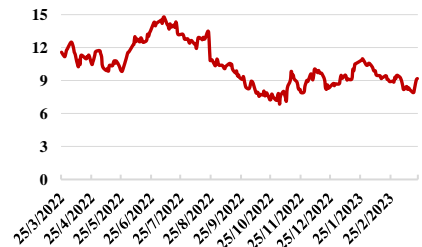
买入

基本数据

所属板块	运动服饰
最新价	9.18 港元
市值	242.1 亿港元
52 周区间	6.79-14.98 港元
3 个月日均成交量	11.5 百万股
主要股东持股比例	49.14%

数据来源: Bloomberg、WIND、HKEX
注: 截止 2023 年 3 月 24 日

一年行情图



数据来源: Bloomberg

业绩更新: 《童装业务表现突出, 疫情以及供应链等影响存货周转表现》-20220826

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

目录

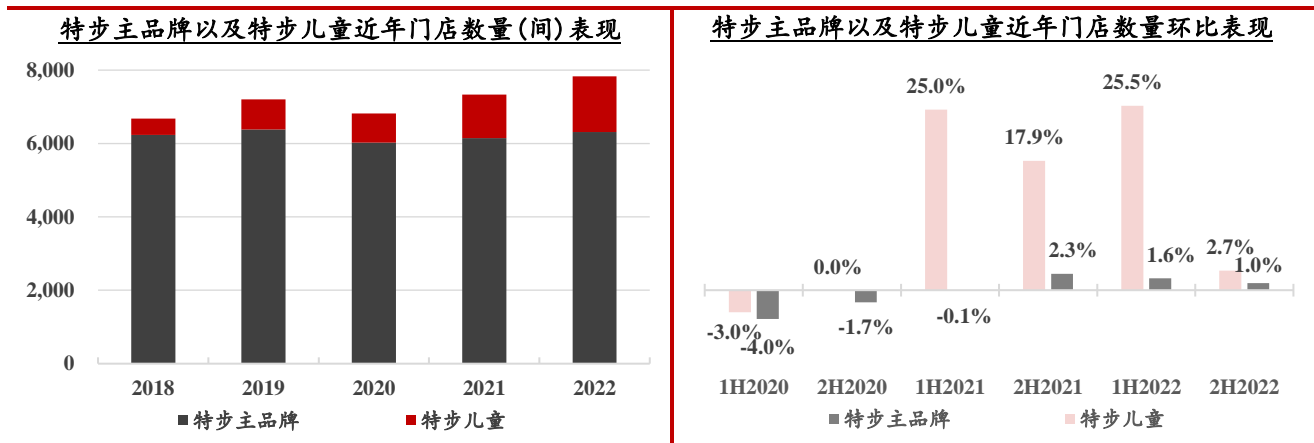
1.疫情扰动主品牌业绩，零售流水已快速复苏	3
1.1 特步儿童下半年门店扩张受疫情影响明显降速	3
1.2 今年1月以来零售流水已快速复苏	3
1.3 童装业务收入同比增长逾50%，收入占比达15%	4
1.4 品牌升级以及渠道补贴等影响主品牌盈利能力	4
2.新增品牌收入高速增长，毛利率表现分化	5
2.1 物流及供应链成本攀升拖累时尚运动业务毛利率表现	5
2.2 专业运动业务收入同比接近翻倍，毛利率也有所改善	5
3.下半年存货周转天数环比已有所改善	6
4.盈利预测与投资建议	7
5.投资风险	8
6.财务报表摘要	9

1. 疫情扰动主品牌业绩，零售流水已快速复苏

1.1 特步儿童下半年门店扩张受疫情影响明显降速

2022 年，特步主品牌以及特步儿童门店数量仍保持扩张态势，分别由 2021 年底的 6,151 间和 1,179 间净增加 162 间和 341 间至 6,313 间和 1,520 间。其中，特步儿童下半年门店扩张受疫情影响明显降速，净增加 40 间，环比增幅约 2.7%，显著低于 2021 年同期约 17.9%。

图表 1：特步主品牌以及特步儿童近年门店数量和环比表现

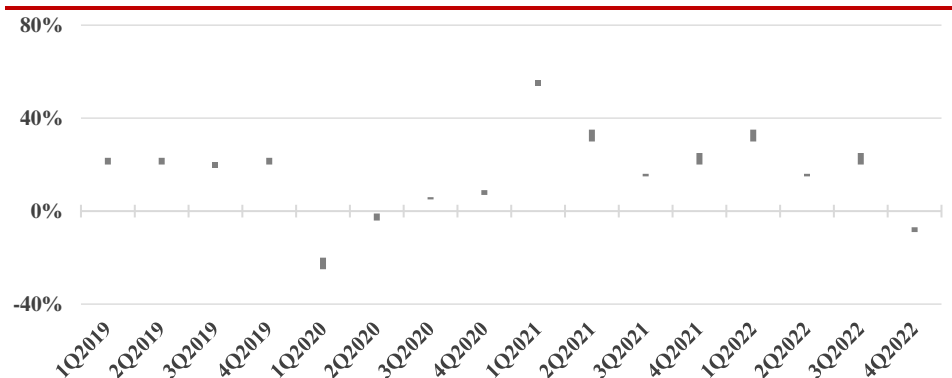


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.2 今年 1 月以来零售流水已快速复苏

2022 年，特步主品牌零售销售同比录得中双位数增长，但第四季度受到疫情期间闭店等影响则录得高单位数同比下跌。在国家整体防疫政策优化下，公司表示今年以来零售流水已快速复苏，1-2 月零售流水已录得中双位数增长，3 月至今增速更实现逾 20% 增长，预期全年零售流水将有望增长超过两成。

图表 2：特步主品牌零售销售同比增长(包括线上线下渠道)表现



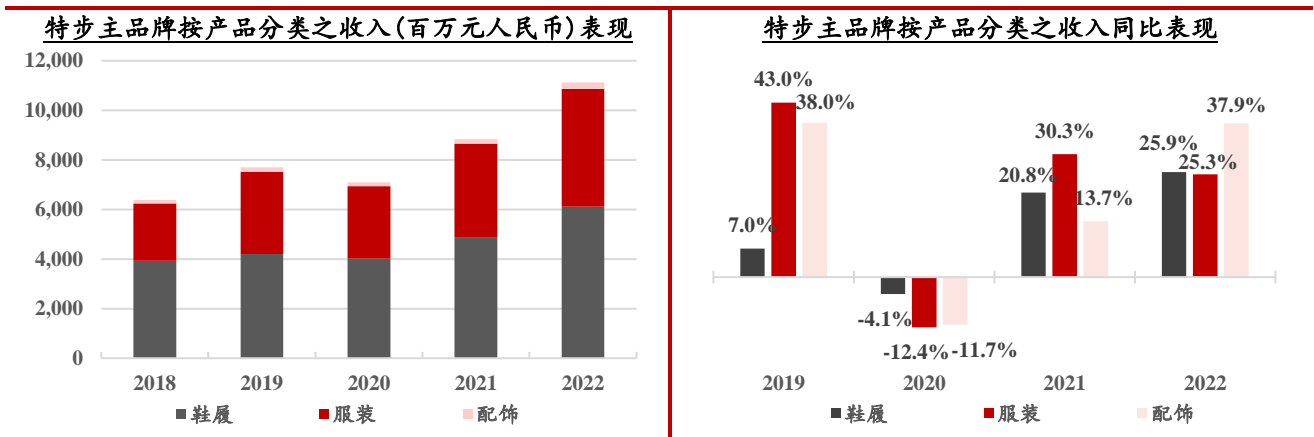
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.3 童装业务收入同比增长逾 50%，收入占比达 15%

特步主品牌 2022 年收入同比增长约 25.9% 至约 111.3 亿元，其中鞋履收入同比增长约 25.9%，收入占比与 2021 年持平，达约 55.0%。公司主品牌鞋履收入保持较快增长，主要系公司对其跑鞋以及篮球鞋进行产品升级以及加强市场推广(包括体育明星及马拉松赞助等)驱动销售表现所致。

此外，特步儿童去年收入同比增长约 52% 至约 16.7 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

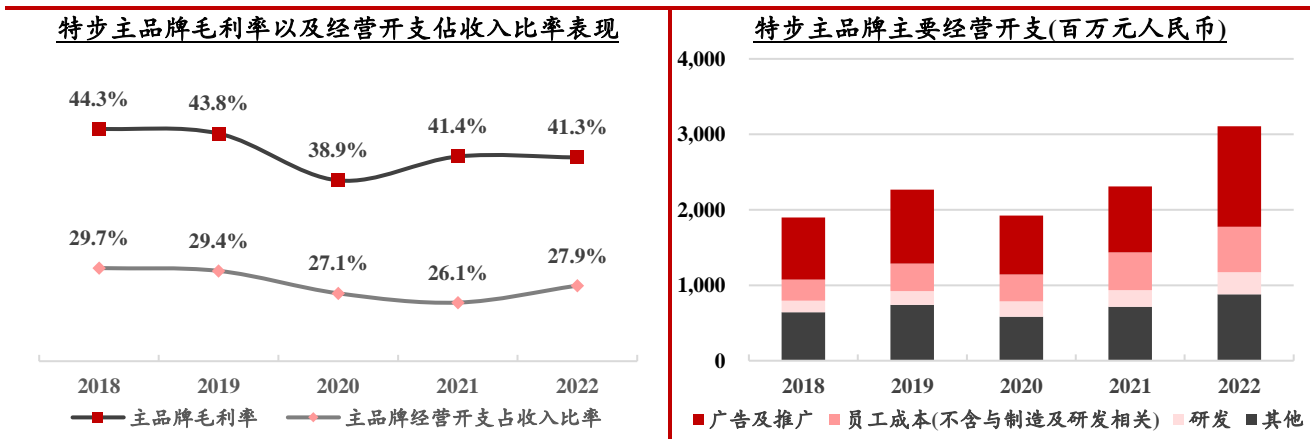


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.4 品牌升级以及渠道补贴等影响主品牌盈利能力

由于特步童装业务仍处于抢占市场的阶段，该业务毛利率低于成人业务，随着童装去年收入占比进一步提升，稀释主品牌部分毛利率，由 2021 年约 41.4% 微降至 41.3%。此外，特步主品牌经营开支则受到品牌升级以及渠道补贴等影响由 2021 年约 23.1 亿元上升约 34.4% 至约 31.1 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

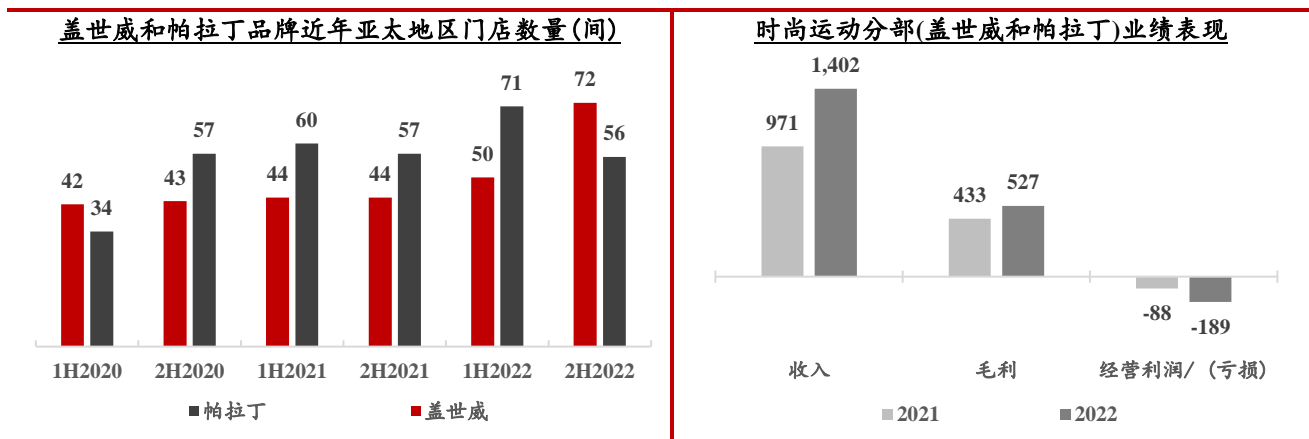
2. 新增品牌收入高速增长，毛利率表现分化

2.1 物流及供应链成本攀升拖累时尚运动业务毛利率表现

2022 下半年，特步旗下盖世威品牌亚太区门店数量持续扩张，由 2022 上半年的 50 间增加至 72 间。至于帕拉丁品牌，公司同期则优化其渠道网络，门店数量由 2022 上半年的 71 间下降至 56 间。时尚运动分部 2022 年收入由 2021 年约 9.7 亿元上升约 44.4% 至约 14.0 亿元。

受到物流及供应链成本攀升拖累，时尚运动分部去年毛利率由 2021 年约 44.6% 下降至 37.6%。同期，经营亏损也因此扩大至约 1.9 亿元。

图表 5：盖世威和帕拉丁品牌亚太地区门店数量和时尚运动分部业绩表现对比图

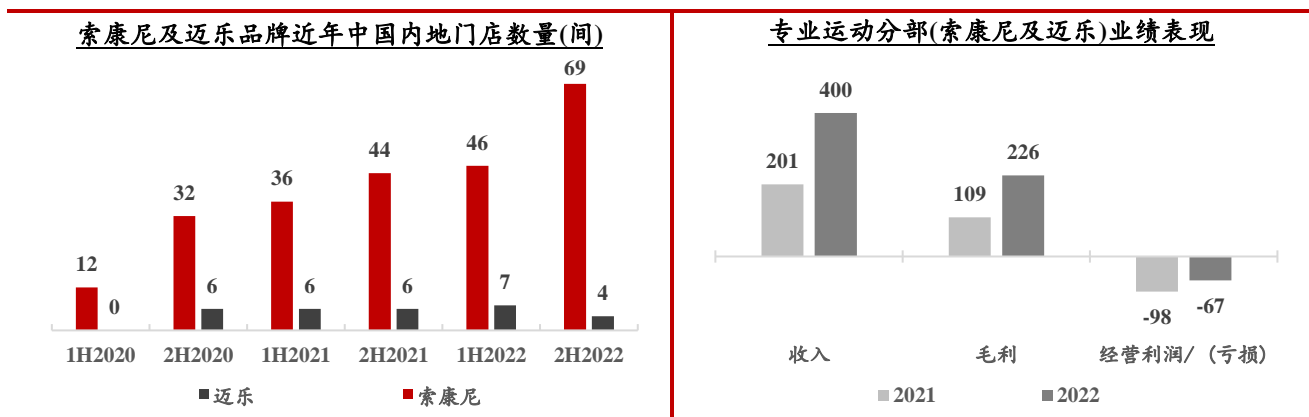


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.2 专业运动业务收入同比接近翻倍，毛利率也有所改善

专业运动分部去年实现高速增长，其中索康尼品牌国内门店数量由 2021 年底净增加 25 间至 69 间。该分部去年收入同比增长约 99.0%，毛利率也由 2021 年约 54.1% 改善至 56.5%。同期经营亏损收窄至约 6,700 万元。

图表 6：索康尼及迈乐品牌中国内地门店数量和专业运动分部业绩表现对比图



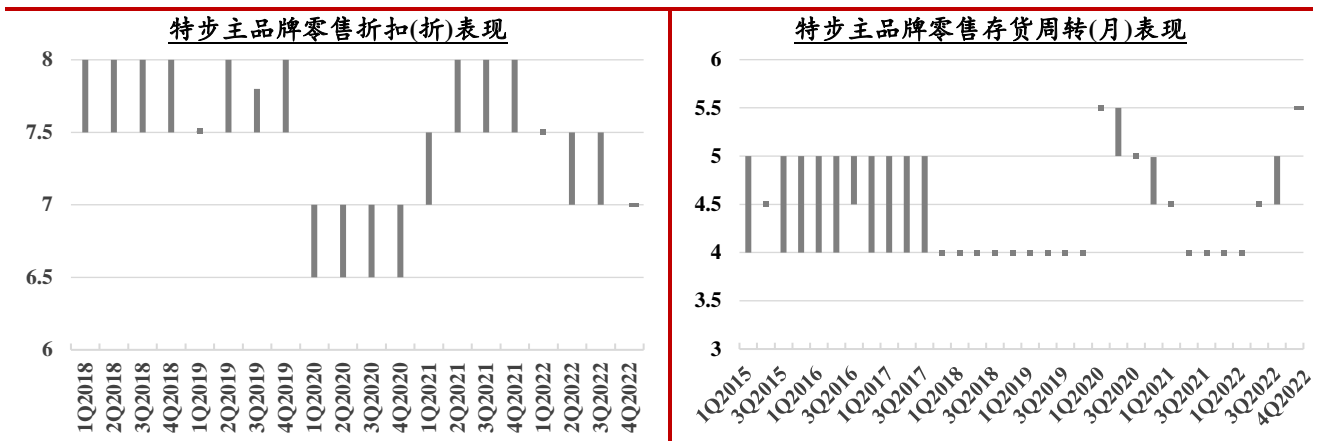
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. 下半年存货周转天数环比已有所改善

在疫情扰动下，特步主品牌去年第四季度零售表现疲软，公司相应加深零售折扣至七折以加快库存去化；去年底库销比也因此上升至 5.5 个月。

公司表示，当前库销比在加大力度清理库存后已下降至 5 个月以内，预期今年底将有望进一步下降至约 4 个月健康水平。

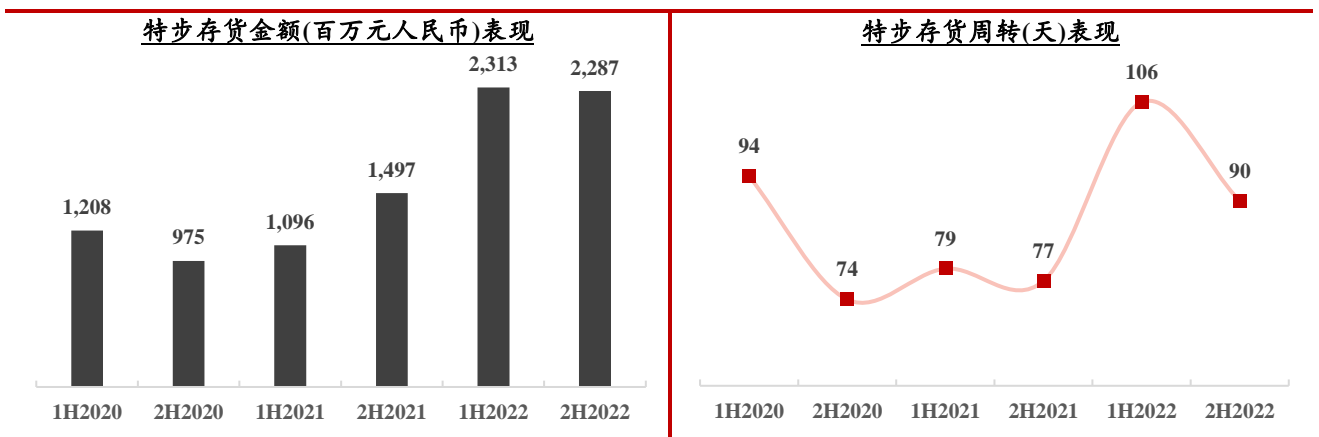
图表 7：特步主品牌零售折扣以及零售存货周转表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

受到疫情、供应链及物流，以及销售网络扩张的正常备货需要等影响，公司于去年底存货金额同比显著上升约 52.7% 至约 22.9 亿元；同期存货周转天数也由 2021 年底 77 天上升至 90 天，但已较去年 6 月底的 106 天有所回落。随着公司将在今年继续清理库存以及销售表现恢复快速增长，预期公司存货周转天数将持续改善。

图表 8：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

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(2023-2025年): 高速增长期; 第二阶段(2026-2035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(2023-2025年)收入预测及主要明细假设:

(1) 门店数量: 特步主品牌方面, 公司或将持续执行相关“高效大店”策略和提升大店保有量, 以扩大产品的展示区域, 提高销售连带率, 改善销售表现。预期特步主品牌门店数量将由2022年的6,313间逐步增加至2025年的6,913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, 预期特步儿童门店数量将由2022年的1,520间持续增加至2025年的2,045间。

(2) 收入: 受益于中国内地疫情过后的消费复苏、公司整体门店数量增加、单店店效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, 预期公司未来三年收入仍将保持较快增速, 2023-2025年期间年复合增长率将达约15.8%。

图表 9: 特步国际主要指标表现和预测

门店数目(间)	2022A	2023E	2024E	2025E
特步主品牌(不含XDNA独立店)	7,833	8,158	8,558	8,958
大众市场	6,313	6,513	6,713	6,913
特步儿童	1,520	1,645	1,845	2,045
时尚运动品牌	128	155	172	189
盖世威	72	97	111	125
帕拉丁	56	58	61	64
专业运动品牌	73	104	134	160
索康尼	69	99	124	144
迈乐	4	5	10	16
收入表现(百万元人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	12,930	15,087	17,549	20,229
同比增长	29.1%	16.7%	16.3%	15.3%
特步主品牌收入	11,128	12,738	14,606	16,608
同比增长	25.9%	14.5%	14.7%	13.7%
盖世威及帕拉丁收入	1,402	1,684	1,960	2,224
同比增长	44.4%	20.1%	16.4%	13.4%
索康尼及迈乐收入	400	665	983	1,397
同比增长	99.0%	66.2%	47.9%	42.1%
毛利率表现	2022A	2023E	2024E	2025E
整体毛利率	40.9%	41.4%	41.7%	42.2%
特步主品牌毛利率	41.3%	41.4%	41.5%	41.7%
盖世威及帕拉丁毛利率	37.6%	40.6%	42.6%	44.6%
索康尼及迈乐毛利率	42.7%	43.2%	43.5%	43.6%
利润表现(百万元人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	912	1,163	1,460	1,751
同比增长	2.6%	27.5%	25.5%	19.9%
利润率	7.1%	7.7%	8.3%	8.7%

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率：受益于产品结构持续优化以及新增品牌规模效应提升等，预期公司 2023 年毛利率将由 2022 年约 40.9% 上升至 41.4%，随后在 2024 年和 2025 年则分别进一步上升至约 41.7% 和 42.2%。

(4) 利润率：预期公司 2023 年利润率将伴随毛利率改善而由 2022 年约 7.1% 上升至约 7.7%。随后在 2024 年和 2025 年则进一步上升至约 8.3% 和 8.7%。

第二阶段(2026-2035 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 2.9%；(iii)WACC：约 8.0%。

结论：

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 2023 至 2025 财年的利润分别约为 11.6 亿元、14.6 亿元及 17.5 亿元,同比上升约 27.5%、25.5% 及 19.9%。

根据现金流折现估值模型之测算,我们调整公司目标价至 11.9 港元,对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 23.6 倍、18.8 倍和 15.7 倍。基于目标价较 3 月 24 日收市价 9.18 港元有约 29.8% 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					2022 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)	收入同比增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	利润率 (%)
特步国际(1368.HK)	242.1	23.5	1.7	24.6	1.9	29.1	40.9	9.3	7.0
安踏体育(2020.HK)	3066.4	36.1	5.1	42.0	6.3	8.9	60.2	17.3	15.3
李宁公司(2331.HK)	1586.9	34.9	5.4	54.6	7.3	14.8	48.4	16.2	15.6
361度(1361.HK)	78.8	9.4	1.0	9.4	0.9	17.6	40.5	11.3	11.5

注：市场数据是 2023 年 3 月 24 日收市价。

数据来源：WIND、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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位: 百万元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	10,013	12,930	15,087	17,549	20,229	非流动资产					
同比变化%	22.5%	29.1%	16.7%	16.3%	15.3%	物业、机器及设备	1,119	1,368	1,603	1,830	2,050
销售成本	(5,835)	(7,639)	(8,840)	(10,223)	(11,700)	无形资产	671	723	709	695	681
毛利	4,178	5,292	6,246	7,326	8,528	其他非流动资产	2,393	2,065	1,867	1,685	1,563
毛利率	41.7%	40.9%	41.4%	41.7%	42.2%	流动资产	4,183	4,155	4,179	4,210	4,295
经销开支	(1,891)	(2,690)	(3,002)	(3,520)	(4,098)	存货	1,497	2,287	1,782	2,755	2,245
行政开支	(1,189)	(1,454)	(1,734)	(1,931)	(2,150)	应收贸易款项及应收票据	3,528	4,213	5,385	5,538	6,554
其他收入及其他收益-净额	299	317	308	308	308	现金及等同现金项目	3,930	3,414	3,463	3,120	3,540
经营利润	1,396	1,464	1,818	2,182	2,588	其他流动资产	1,477	2,424	2,981	3,232	3,780
经营利润率	13.9%	11.3%	12.1%	12.4%	12.8%	总资产	10,432	12,338	13,610	14,645	16,120
财务成本净额	(63)	(91)	(89)	(101)	(103)	流动负债	14,615	16,494	17,790	18,855	20,414
应占联营公司损益	(46)	(12)	0	65	104	应付贸易款项及应付票据	2,352	2,772	3,149	3,138	3,417
除税前利润	1,287	1,361	1,730	2,147	2,589	其他应付账款及应计费用	1,071	1,426	1,665	1,937	2,233
所得税开支	(397)	(449)	(566)	(687)	(838)	其他流动负债	630	2,447	2,476	2,475	2,496
利润	889	912	1,163	1,460	1,751	非流动负债	4,053	6,645	7,291	7,550	8,146
同比变化	76.0%	2.6%	27.5%	25.5%	19.9%	长期借款	1,375	193	193	193	193
股东应占利润	908	922	1,163	1,432	1,721	其他非流动负债	1,205	1,349	1,417	1,494	1,581
股东应占利润率	9.1%	7.1%	7.7%	8.2%	8.5%	权益	2,580	1,542	1,610	1,687	1,774
非控股股东应占利润	(19)	(9)	0	28	30	公司拥有人应占权益	7,929	8,244	8,826	9,556	10,431
股息	(528)	(461)	(582)	(730)	(876)	非控股权益	53	63	63	63	63
派息比率	-59.4%	-50.5%	-50.0%	-50.0%	-50.0%	权益总额	7,982	8,307	8,889	9,619	10,494
						负债及权益总额	14,615	16,494	17,790	18,855	20,414
						主要财务比率					
						盈利能力					
						毛利率	41.7%	40.9%	41.4%	41.7%	42.2%
						利润率	8.9%	7.1%	7.7%	8.3%	8.7%
						ROE	11.6%	11.2%	13.8%	15.8%	17.4%
						营运表现					
						经销开支/收入	-18.9%	-20.8%	-19.9%	-20.1%	-20.3%
						行政开支/收入	-11.9%	-11.2%	-11.5%	-11.0%	-10.6%
						有效税率	-30.8%	-33.0%	-32.7%	-32.0%	-32.4%
						存货周转天数	77	90	84	81	78
						应收款项周转天数	107	98	104	101	97
						应付款项周转天数	120	121	120	110	100
						现金周转天数	64	67	68	72	75
						财务状况					
						流动比率	257%	186%	187%	194%	198%
						速动比率	220%	151%	162%	157%	170%
						总负债/总权益	83%	99%	100%	96%	95%
						资产周转率	74%	83%	93%	96%	103%

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

香港金钟夏慤道 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>