

特步国际 (1368.HK)

主品牌收入稳健增长，专业运动业务实现亏转盈

投资要点:

上半年收入增长近 15%: 特步上半年收入同比增长约 14.8% 至约 65.2 亿元。公司上半年整体毛利率由 2022 上半年约 42.0% 改善至 42.9%。同期，公司净利润同比增长约 13.9% 至 6.7 亿元，净利润率约为 10.3%。

主品牌收入稳健增长，毛利率改善至 43.1%: 特步主品牌上半年门店数量维持扩张态势。截止 6 月底，特步主品牌总门店数量突破八千至 8,031 家。特步主品牌上半年收入在去年同期高基数下仍同比录得约 10.9% 增长。受益于跑鞋的市场渗透持续提升，主品牌鞋类产品收入同比增长约 12.7%，收入占比由 2022 上半年约 54.1% 进一步上升至 55.0%。此外，主品牌上半年毛利率在功能性产品需求增长的带动下由 2022 上半年约 42.2% 提升至 43.1%。

新品牌业绩表现分化，专业运动业务实现亏转盈: 特步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 80 家和 60 家。时尚运动分部收入由 2022 上半年约 6.3 亿元上升约 19.0% 至约 7.5 亿元。时尚运动分部上半年成本压力有所缓解，毛利率因此由 2022 上半年约 39.8% 提升至 42%。同期，经营亏损则扩大至约 6,600 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 80 家和 5 家。受到索康尼高速增长所带动，专业运动分部上半年收入同比增长约 119.9%，毛利率则与 2022 上半年持平，约为 57.2%。同期，专业运动分部成功实现亏转盈，经营利润达约 1,900 万元。

下半年营运效率有望改善: 截止 6 月底，特步存货周转由 2022 年底 90 天明显上升至 107 天，但存货金额实际仅由去年底约 22.9 亿元上升约 5.2% 至约 24.1 亿元。存货金额上升主要系去年冬季货品受疫情影响之库存累积所致。此外，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，也推升其自然备货需求而导致的存货增加。随着公司将在“十一黄金周”以及“双 11”等主要消费节日增加促销力度，以清理库存，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: 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 财年、2024 财年和 2025 财年的净利润分别约为 11.5 亿元、14.2 亿元及 17.3 亿元，同比上升约 26.2%、23.7% 及 21.3%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 10.8 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 22.9 倍、18.5 倍和 15.3 倍。基于目标价较 8 月 28 日收市价 7.62 港元有约 41.3% 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	151.6	176.3	203.2
毛利	32.0	41.8	52.9	63.1	74.0	85.9
毛利率	39.1%	41.7%	40.9%	41.6%	42.0%	42.2%
净利润	5.1	8.9	9.1	11.5	14.2	17.3

报告日期: 2023-08-29

业绩点评

投资评级:

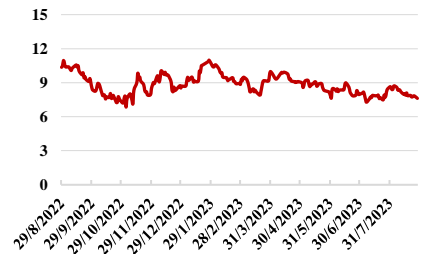
买入

基本数据

所属板块	运动服饰
最新价	7.62 港元
市值	201.05 亿港元
52 周区间	6.79-11.64 港元
3 个月日均成交量	6.58 百万股
主要股东持股比例	49.14%

数据来源: HKEX、Bloomberg、WIND
注: 截止 2023 年 8 月 28 日

一年行情图



数据来源: Bloomberg

业绩更新: 《2022 年业绩展现韧性, 新业务逆势高速增长》-20230327

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

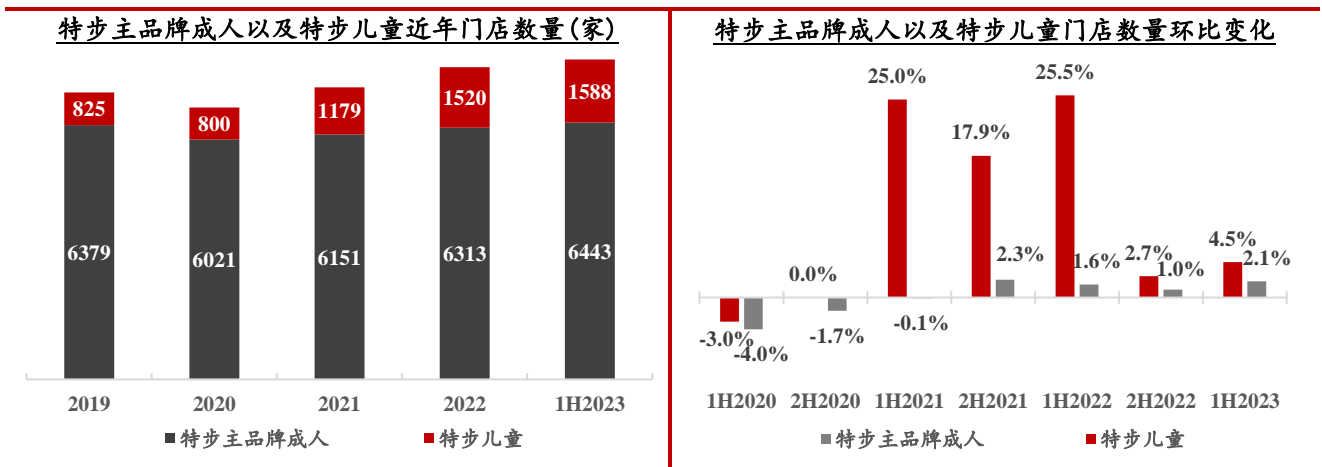
1.主品牌收入稳健增长，毛利率改善至 43.1%	3
1.1 主品牌总门店数量突破八千至 8,031 家	3
1.2 持续深耕跑步生态圈，特跑族会员人数已达 190 万	3
1.3 鞋类产品收入同比增长逾 12%，收入占比升至 55%	4
1.4 主品牌毛利率改善至 43.1%	4
2.新品牌业绩表现分化，专业运动实现亏转盈	5
2.1 时尚运动毛利率提升至 42%，但经营亏损则有所扩大	5
2.2 专业运动收入增长逾 119%，并实现亏转盈	5
3.下半年营运效率有望改善	6
4.盈利预测与投资建议	7
5.投资风险	8
6.财务报表摘要	9

1. 主品牌收入稳健增长，毛利率改善至 43.1%

1.1 主品牌总门店数量突破八千至 8,031 家

2023 上半年，特步主品牌门店数量维持扩张态势。截止 6 月底，特步主品牌总门店数量突破八千至 8,031 家。其中，特步主品牌成人门店数量由 2022 年底的 6,313 家净增加 130 家至 6,443 家。特步儿童同期开店节奏有所减缓，净增加 68 家至 1,588 家。

图表 1：特步主品牌成人以及特步儿童近年门店数量和半年度环比变化

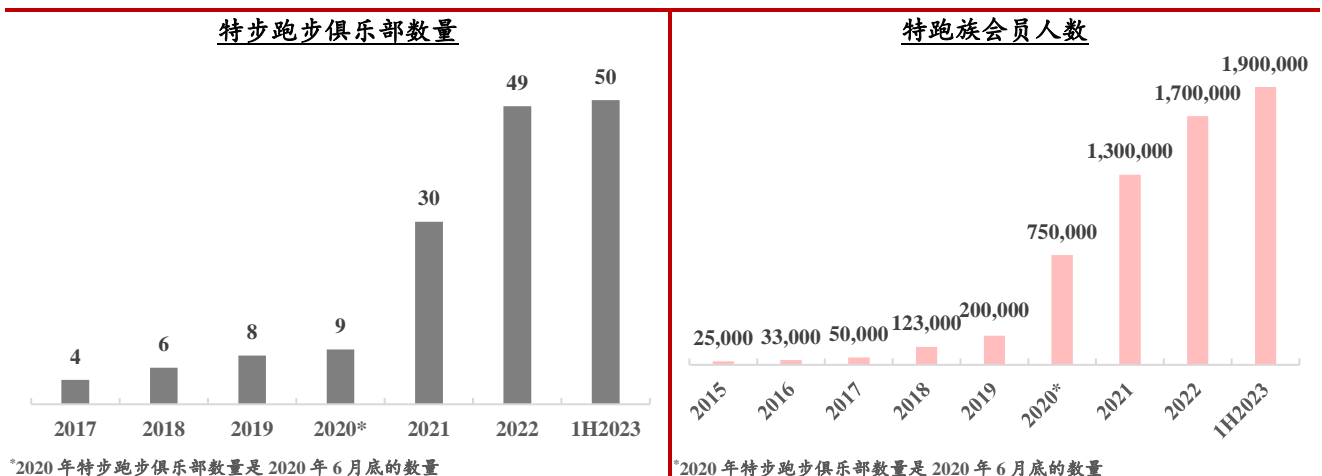


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.2 持续深耕跑步生态圈，特跑族会员人数已达 190 万

特步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 50 个跑步俱乐部。特跑族会员人数进一步提升至约 190 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

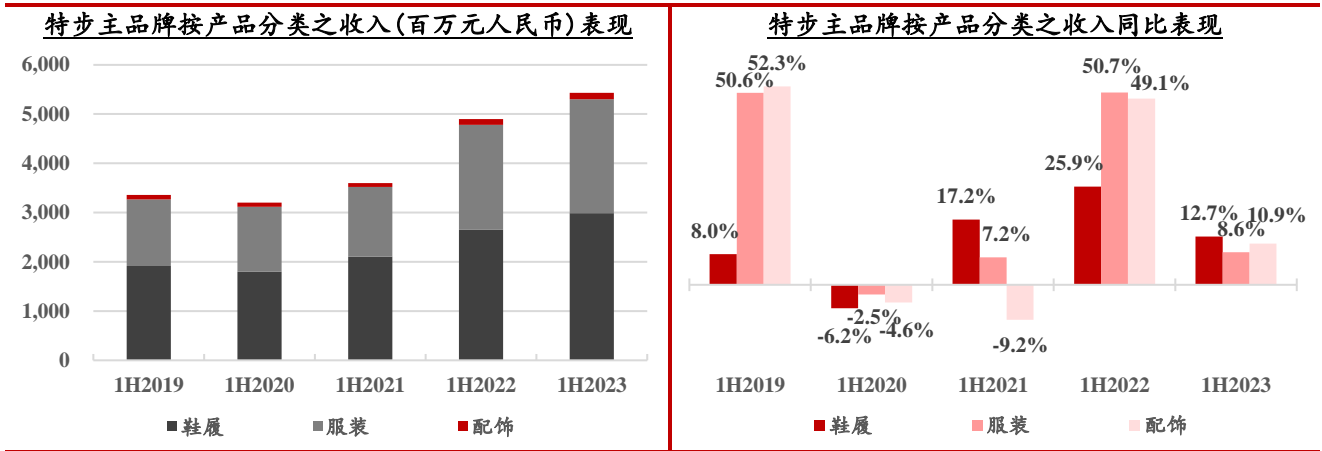
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.3 鞋类产品收入同比增长逾 12%，收入占比升至 55%

特步主品牌上半年收入在去年同期高基数下仍同比录得约 10.9% 增长。受益于跑鞋的市场渗透持续提升，主品牌鞋类产品收入同比增长约 12.7%，收入占比由 2022 上半年约 54.1% 进一步上升至 55.0%。

此外，公司在 8 月推出「160X」冠军跑鞋系列的新一代跑鞋「160X 5.0 PRO」及「160X 5.0」，相关新品的功能性进一步增强，为专业跑者提供更好的回弹与推进，将有利于提升公司专业跑鞋的品牌力以及竞争力。

图表 3：特步主品牌按产品分类之收入和同比表现

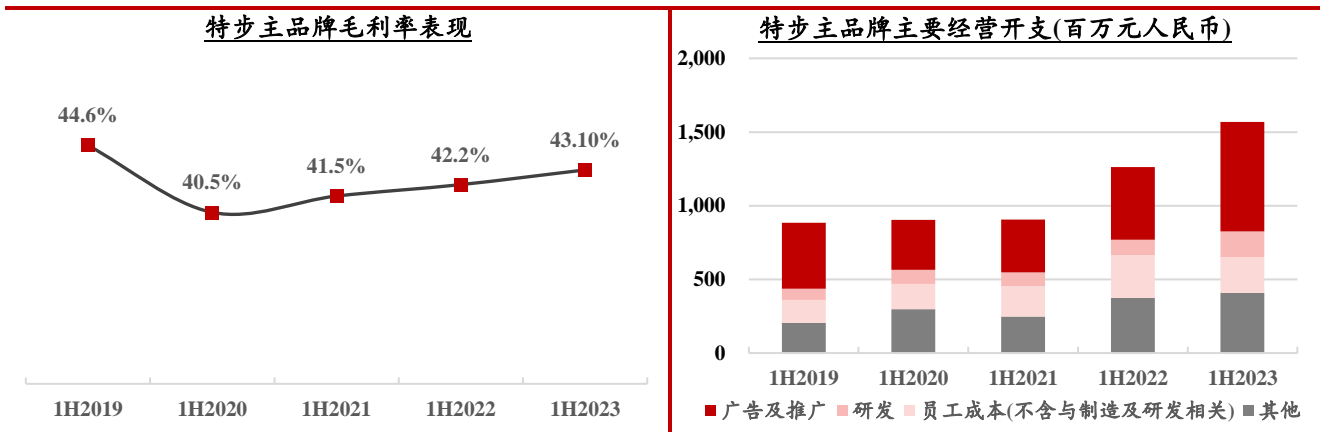


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.4 主品牌毛利率改善至 43.1%

特步主品牌同期毛利率在功能性产品需求增长的带动下由 2022 上半年约 42.2% 提升至 43.1%。受到研发开支及销售费用明显增加的影响，主品牌同期经营开支由 2022 上半年约 12.6 亿元上升约 24.1% 至约 15.7 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

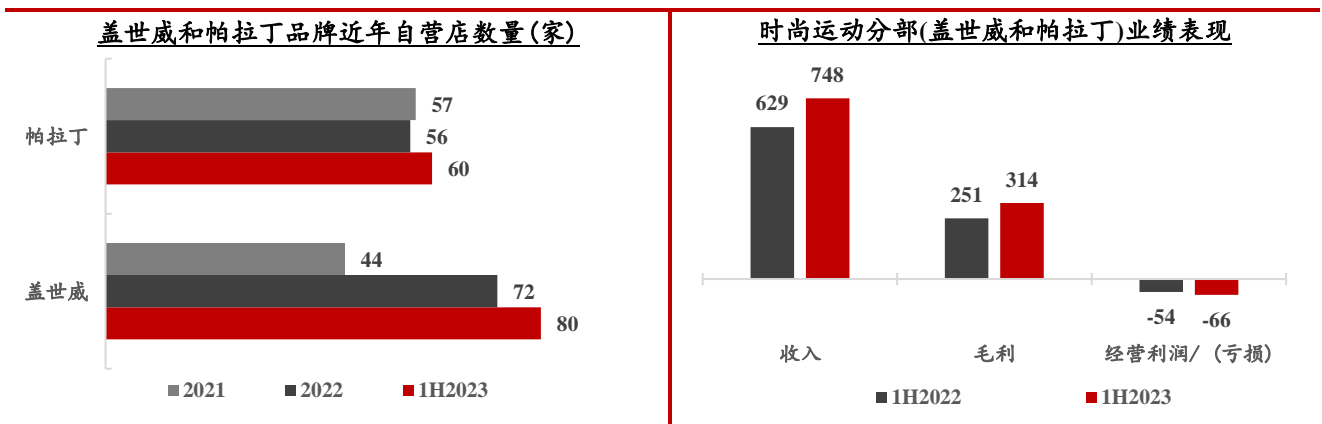
2. 新品牌业绩表现分化，专业运动实现亏转盈

2.1 时尚运动毛利率提升至 42%，但经营亏损则有所扩大

2023 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 2022 年底的 72 家和 56 家增加至 80 家和 60 家。时尚运动分部收入由 2022 上半年约 6.3 亿元上升约 19.0% 至约 7.5 亿元。

时尚运动分部上半年成本压力有所缓解，毛利率因此由 2022 上半年约 39.8% 提升至 42%。此外，同期经营亏损则扩大至约 6,600 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

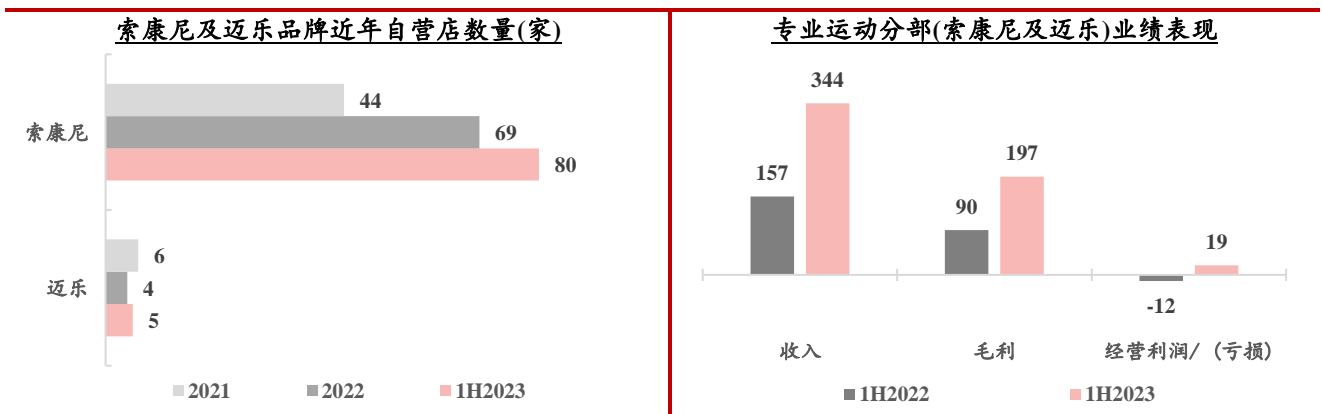


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.2 专业运动收入增长逾 119%，并实现亏转盈

索康尼及迈乐品牌亚太区自营店数量上半年分别由 2022 年底的 69 家和 4 家增加至 80 家和 5 家。受到索康尼高速增长所带动，专业运动分部上半年收入同比增长约 119.9%，毛利率则与 2022 上半年持平，约为 57.2%。此外，专业运动分部同期成功实现亏转盈，经营利润达约 1,900 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

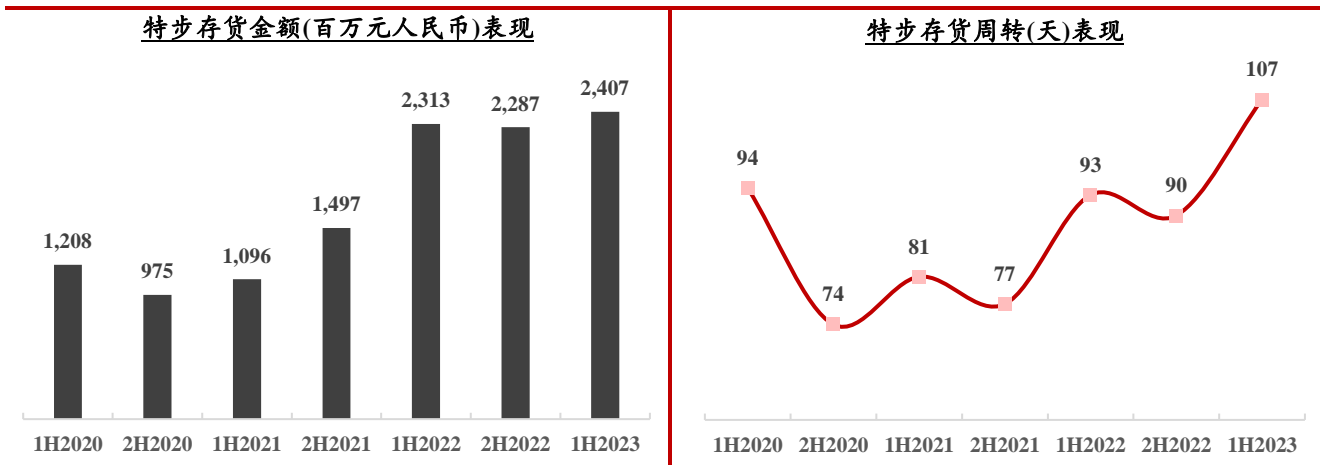


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. 下半年营运效率有望改善

截止6月底，特步存货周转由2022年底90天明显上升至107天，但存货金额实际仅由去年底约22.9亿元上升约5.2%至约24.1亿元。存货金额上升，主要系去年冬季货品受疫情影响之库存累积所致。

图表 7：特步存货金额和存货周转表现

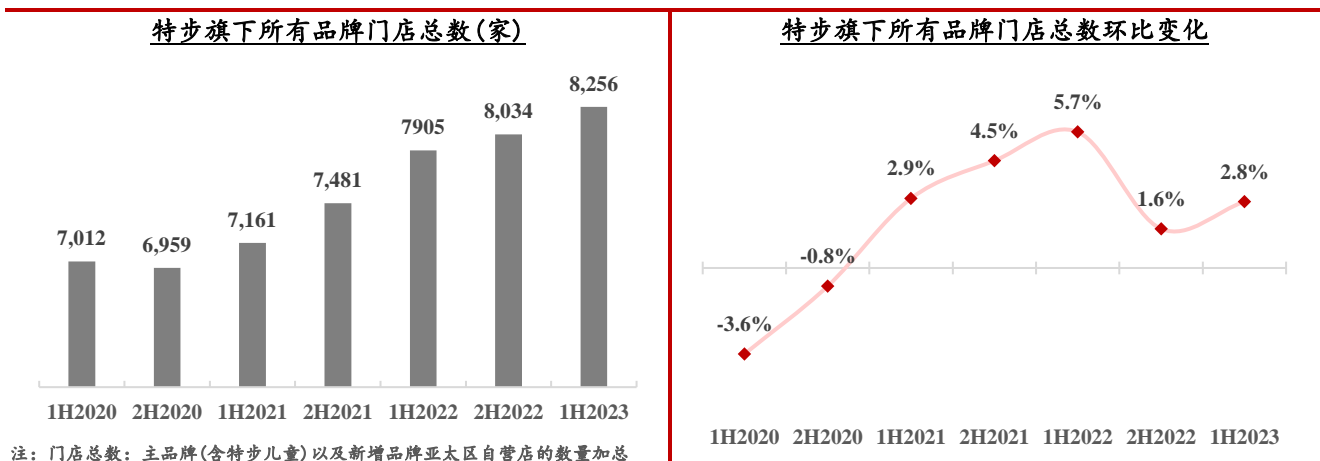


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外，公司上半年持续扩大主品牌和新增品牌网络布局，旗下所有品牌门店总数已由2022年底净增加222家或约2.8%至8,256家，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“十一黄金周”以及“双11”等主要消费节日增加促销力度，以清理库存，预期下半年存货周转表现将有所改善。

图表 8：特步旗下所有品牌半年度门店总数和环比变化



注：门店总数：主品牌(含特步儿童)以及新增品牌亚太区自营店的数量加总

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(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。预期特步主品牌成人门店数量将由2022年的6,313家逐步增加至2025年的6,913家。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家持续增加至2025年的2,045家。

(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(家)	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	159	176	193
盖世威	72	97	111	125
帕拉丁	56	62	65	68
专业运动品牌	73	105	135	161
索康尼	69	99	124	144
迈乐	4	6	11	17
收入表现(百万元人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	12,930	15,161	17,626	20,324
同比增长	29.1%	17.3%	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	1,663	1,842	2,089
同比增长	44.4%	18.6%	10.7%	13.4%
索康尼及迈乐收入	400	760	1,178	1,627
同比增长	99.0%	89.9%	55.1%	38.1%
毛利率表现	2022A	2023E	2024E	2025E
整体毛利率	40.9%	41.6%	42.0%	42.2%
特步主品牌毛利率	41.3%	41.6%	41.7%	41.9%
盖世威及帕拉丁毛利率	37.6%	41.6%	43.6%	44.6%
索康尼及迈乐毛利率	42.7%	42.7%	43.0%	43.1%
净利润表现(百万元人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润总额	912	1,151	1,424	1,727
同比增长	2.6%	26.2%	23.7%	21.3%
净利润率	7.1%	7.6%	8.1%	8.5%

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 41.6%，随后在 2024 年和 2025 年则分别进一步上升至约 42.0% 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% 年上升至约 7.6%。随后在 2024 年和 2025 年则进一步上升至约 8.1% 和 8.5%。

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 8%。

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 2.6%；(iii)WACC：约 8.5%。

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 财年、2024 财年和 2025 财年的净利润分别约为 11.5 亿元、14.2 亿元及 17.3 亿元,同比上升约 26.2%、23.7% 及 21.3%。

根据现金流折现估值模型之测算,我们调整公司目标价至 10.8 港元,对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 22.9 倍、18.5 倍和 15.3 倍。基于目标价较 8 月 28 日收市价 7.62 港元有约 41.3% 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)	201.1	18.6	1.3	26.7	2.0	29.1	40.9	9.3	7.0
安踏体育(2020.HK)	2437.5	25.7	3.9	41.8	6.2	8.9	60.2	17.3	15.3
李宁公司(2331.HK)	975.3	22.5	3.3	53.2	7.3	14.8	48.4	16.2	15.6
361度(1361.HK)	83.3	8.5	1.0	10.1	1.0	17.6	40.5	11.3	11.5

注：数据截止 2023 年 8 月 28 日

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	15,161	17,626	20,324	非流动资产					
同比变化%	22.5%	29.1%	17.3%	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)	(8,851)	(10,230)	(11,738)	无形资产	671	723	709	695	681
毛利	4,178	5,292	6,310	7,396	8,586	其他非流动资产	2,393	2,065	1,876	1,754	1,674
毛利率	41.7%	40.9%	41.6%	42.0%	42.2%	流动资产	4,183	4,155	4,188	4,279	4,405
经销开支	(1,891)	(2,690)	(3,095)	(3,665)	(4,212)	存货	1,497	2,287	1,932	2,832	2,570
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	5,059	6,020	6,880
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	3,766	2,859	3,491
经营利润	1,396	1,464	1,788	2,107	2,532	其他流动资产	1,477	2,424	2,881	3,395	3,894
经营利润率	13.9%	11.3%	11.8%	12.0%	12.5%	总资产	14,615	16,494	17,826	19,386	21,241
财务成本净额	(63)	(91)	(89)	(105)	(113)	流动负债					
应占联营公司损益	(46)	(12)	13	91	135	应付贸易款项及应付票据	2,352	2,772	3,180	3,643	4,206
除税前利润	1,287	1,361	1,712	2,094	2,554	其他应付款项及应计费用	1,071	1,426	1,674	1,946	2,244
所得税开支	(397)	(449)	(560)	(670)	(826)	其他流动负债	630	2,447	2,479	2,515	2,559
净利润	889	912	1,151	1,424	1,727	非流动负债	4,053	6,645	7,333	8,104	9,009
同比变化	76.0%	2.6%	26.2%	23.7%	21.3%	长期借款	1,375	193	193	193	193
股东应占净利润	908	922	1,148	1,398	1,688	其他非流动负债	1,205	1,349	1,417	1,494	1,581
股东应占净利润率	9.1%	7.1%	7.6%	7.9%	8.3%	权益	2,580	1,542	1,610	1,687	1,774
非控股股东应占净利润	(19)	(9)	4	27	39	公司拥有人应占权益	7,929	8,244	8,820	9,532	10,396
股息	(528)	(461)	(576)	(712)	(864)	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	8,883	9,595	10,459
						负债及权益总额	14,615	16,494	17,826	19,386	21,241

现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	1,287	1,361	1,712	2,094	2,554	盈利能力					
折旧及摊销	172	244	241	251	260	毛利率	41.7%	40.9%	41.6%	42.0%	42.2%
其他	18	171	(231)	(294)	(330)	净利润率	8.9%	7.1%	7.6%	8.1%	8.5%
营运资本变动前的经营现金流量	1,477	1,776	1,722	2,051	2,485	ROE	11.6%	11.2%	13.7%	15.4%	17.2%
营运资本变动	(447)	(773)	(110)	(1,440)	(17)	营运表现					
已付所得税	(329)	(431)	(560)	(670)	(826)	经销开支/收入	-18.9%	-20.8%	-20.4%	-20.8%	-20.7%
经营活动现金流	701	572	1,052	(59)	1,641	行政开支/收入	-11.9%	-11.2%	-11.4%	-11.0%	-10.6%
购买物业及设备	(414)	(365)	(376)	(387)	(399)	有效税率	-30.8%	-33.0%	-32.7%	-32.0%	-32.4%
其他投资活动现金流	86	(508)	34	34	34	存货周转天数	77	90	87	85	84
投资活动现金流	(329)	(873)	(342)	(353)	(365)	应收款项周转天数	107	98	100	102	103
银行融资所得净款	-312	466	0	0	0	应付款项周转天数	120	121	121	120	120
已付股息	(356)	(550)	(576)	(712)	(864)	现金周转天数	64	67	67	68	67
配售及新股、可换股债券发行所得款	823	0	0	0	0	财务状况					
其他融资活动现金流	(58)	(152)	218	218	219	流动比率	257%	186%	186%	186%	187%
融资活动现金流	96	(236)	(358)	(494)	(645)	速动比率	220%	151%	160%	151%	158%
现金及现金等物净值	469	(537)	352	(906)	631	总负债/总权益	83%	99%	101%	102%	103%
其他影响	(11)	21	0	0	0	资产周转率	74%	83%	93%	95%	100%
期初现金及现金等物	3,472	3,930	3,414	3,766	2,859						
期末现金及现金等物	3,930	3,414	3,766	2,859	3,491						

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>