

特步国际(1368.HK)
主品牌三季度跑步品类零售流水增长逾 25%，渠道库存周转环比有所加快
投资要点：

三季度零售流水保持稳健增长：特步主品牌三季度零售流水同比录得高双位数增长，其中跑步品类零售流水增长逾 25%。公司维持全年主品牌零售流水、收入分别达 20-25%、15-20%的同比增长目标。公司管理层在投资者电话会议中表示，四季度主品牌零售流水增长在去年疫情影响而形成的低基数下将提速至逾 30%，而 2024 年将增长约 20%。

特步儿童延续较快增长，渠道库存周转环比有所加快：特步主品牌三季度零售流水同比录得高双位数(10-20%高段)增长。公司表示，7 月零售流水受到天气影响以及相对高基数下同比增长 10%；8 月零售流水随高基数回落而同比增长 10-20%中高段；9 月在中秋、国庆假期居民加大消费的刺激下，零售流水同比增长 25-30%；十一黄金周则同比增长逾 30%。特步儿童三季度零售流水同比增长逾 30%。主品牌三季度零售折扣为七至七五折，较二季度(约七五折)略有加深。渠道库存周转则环比改善至 4.5-5 个月。随着公司下周开始进入“双十一”购物旺季，将加大力度促销去年受疫情影响而积压的冬季库存(主要包括羽绒服等)，叠加华北天气转冷较早带动冬季运动服装的市场需求，预期公司四季度库存清理过程有望加速，渠道库存周转也将因此改善至 4 个月以内。

专业运动零售流水同比翻倍，索康尼平均店效超越 30 万元：特步旗下专业运动(索康尼、迈乐品牌)三季度零售流水维持高速增长势头，同比增长逾 100%。索康尼平均店效也超越 30 万元。

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 23.1 倍、18.7 倍和 15.4 倍。基于目标价较 10 月 16 日收市价 7.08 港元有约 52.6%的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

风险提示：(1)业务经营表现不及预期；(2)其他系统风险等。

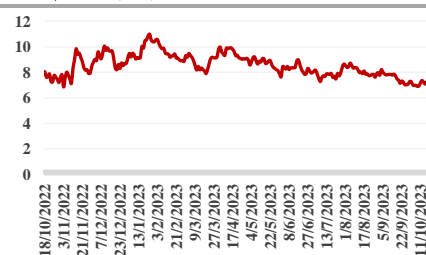
季度经营数据：

季度	零售销售增长 (包括线上线下渠道)	零售折扣水平	渠道库存周转
1Q2020	20-25%跌幅	六五折至七折	约五个半月
2Q2020	低单位数跌幅	六五折至七折	五个月至五个半月
3Q2020	中单位数	六五折至七折	约五个月
4Q2020	高单位数	六五折至七折	五个月以下
1Q2021	约55%	七折至七五折	约四个半月
2Q2021	30%-35%增长	七五折至八折	约四个月
3Q2021	中双位数增长	七五折至八折	约四个月
4Q2021	20%-25%	七五折至八折	约四个月
1Q2022	30%-35%	约七五折	约四个月
2Q2022	中双位数增长	七折至七五折	约四个半月
3Q2022	同比增长20%-25%	七至七五折	四个半月至五个月
4Q2022	高单位数同比下跌	约七折	约五个半月
1Q2023	同比增长约20%	七至七五折	少于五个月
2Q2023	高双位数同比增长	约七五折	少于五个月
3Q2023	高双位数同比增长	七至七五折	四个半月至五个月

报告日期：2023-10-17
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	7.08 港元
市值	186.8 亿港元
52 周区间	6.79-11.64 港元
3 个月日均成交量	4.81 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 10 月 16 日

一年行情图


数据来源：Bloomberg

业绩更新：《主品牌收入稳健增长，专业运动业务实现亏转盈》-20230829
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
分析师

姓名：高景东

中央编号：AYP093

电话：+852-2501 1037

电邮：tony.ko@ssif.com.hk

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	1,884	2,881	2,522
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	5,912	6,864
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	3,814	2,955	3,561
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	3,359	3,889
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	4,053	6,645	7,333	8,104	9,009	
同比变化	76.0%	2.6%	26.2%	23.7%	21.3%	非流动负债					
股东应占净利润	908	922	1,148	1,398	1,688	长期借款	1,375	193	193	193	193
股东应占净利润率	9.1%	7.1%	7.6%	7.9%	8.3%	其他非流动负债	1,205	1,349	1,417	1,494	1,581
非控股股东应占净利润	(19)	(9)	4	27	39	2,580	1,542	1,610	1,687	1,774	
股息	(528)	(461)	(576)	(712)	(864)	权益					
派息比率	-59.4%	-50.5%	-50.0%	-50.0%	-50.0%	公司拥有人应占权益	7,929	8,244	8,820	9,532	10,396
						非控股权益	53	63	63	63	63
						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
						主要财务比率					
						盈利能力					
						毛利率	41.7%	40.9%	41.6%	42.0%	42.2%
						净利润率	8.9%	7.1%	7.6%	8.1%	8.5%
						ROE	11.6%	11.2%	13.7%	15.4%	17.2%
						营运表现					
						经销开支/收入	-18.9%	-20.8%	-20.4%	-20.8%	-20.7%
						行政开支/收入	-11.9%	-11.2%	-11.4%	-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	86	85	84
						应收款项周转天数	107	98	100	101	102
						应付款项周转天数	120	121	121	120	120
						现金周转天数	64	67	66	67	66
						财务状况					
						流动比率	257%	186%	186%	186%	187%
						速动比率	220%	151%	160%	151%	159%
						总负债/总权益	83%	99%	101%	102%	103%
						资产周转率	74%	83%	93%	95%	100%

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

香港金钟夏愨道 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>