

买入

Q2 主品牌稳健增长，关注盈利能力改善

特步国际 (1368.HK)

2023-07-20 星期四

投资要点

目标价：**10.80 港元**
 现价：7.91 港元
 预计升幅：36.5%

➤ **23Q2 主品牌流水增高双位数，库存健康，折扣改善好于预期：**

23Q2 特步主品牌零售流水同比增长高双位数，大致符合预期。主品牌二季度流水增速波动趋势与行业一致，其中4月及五一假期增35%，5月流水增长中双位数，6月流水增长10%以上。7月MTD零售流水维持6月趋势，增10%以上。分品类及渠道，跑步功能性品类驱动增长（跑鞋同比+30%以上），童装的增速高于大货（童装同比+接近30%）；线下流水增速高于线上，主品牌展店节奏稳健，上半年展店达百家以上，符合此前全年200家的目标。零售指标方面，Q2 折扣改善好于预期，库销比保持健康。23Q2 折扣达75折，环比和同比均有显著修复（23Q1 和 22Q2 均为 7-75 折），折扣修复主因电商折扣缩窄、以及功能性产品占比上升；库销比维持5个月以内。

重要数据

日期	2023/07/19
收盘价 (港元)	7.91
总股本 (亿股)	26.37
总市值 (亿港元)	208.6
净资产 (亿港元)	93.0
总资产 (亿港元)	184.6
52 周高低 (港元)	14.58/6.79
每股净资产 (港元)	3.50

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

展望全年：(1) 4-5 月消费需求释放后，6 月以来行业增速放缓并面临小票数压力，消费者更追求性价比，要求物有所值，功能性产品受青睐。展望下半年，考虑到行业竞争态势、以及公司需去化去年疫情期间产生的过季秋冬库存，因此折扣或有小幅加深；**(2)** 预计全年主品牌毛利率仍具备扩张潜力，动力体现在电商渠道折扣改善、中高端功能性产品占比提升；**(3)** 库存方面，随着过季秋冬库存去化，主品牌年底有望能回到疫情前4个月的健康水平。

主要股东

群成投资有限公司	46.65%
丁水波	2.45%

➤ **索康尼高速增长并开始贡献利润，盖世威和帕拉丁仍需时间培育：**

索康尼和迈乐的零售流水于23H1有超100%增长，全年维持70%以上的增长目标。索康尼成为新品牌中首个贡献利润的品牌，在上半年实现超千万的利润。而盖世威和帕拉丁因受累于海外相对疲弱的消费市场，于中国市场持续培育品牌，全年目标以减亏为主。4个新品牌全年亏损目标控制在1.5亿元以内。展店方面，考虑到下半年消费环境不确定性，公司对新品牌的展店节奏相对谨慎，目前索康尼已有10家加盟店。

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：23Q1 流水复苏势头强劲，全年目标积极-20230414

➤ **维持买入评级，给予目标价 10.80 港元：**

我们的观点：考虑到零售环境的不确定性，我们认为除零售表现外，在不确定性环境下企业的盈利能力和质量增长能力是未来需关注的重点。公司根植大众市场，以新品牌覆盖专业运动及时尚运动市场，看好中期公司消费群体拓展潜力。预计23E至25E营收分别为150.8/182.0/218.0亿元，同比+16.6%/+20.7%/+19.8%；归母净利润分别为11.2/14.0/17.4亿元，同比+22%/+25%/+24%。目标价10.80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	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	10,013	12,930	15,081	18,198	21,799
同比增长(%)	22.5%	29.1%	16.6%	20.7%	19.8%
毛利率(%)	41.7%	40.9%	41.5%	41.8%	42.2%
归母净利润	908	922	1,124	1,401	1,735
同比增长(%)	77.1%	1.5%	21.9%	24.7%	23.8%
归母净利润率	9.1%	7.1%	7.5%	7.7%	8.0%
每股收益(元)	0.36	0.37	0.43	0.53	0.66
PE @7.91 HKD	20.0	19.9	17.1	13.7	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

► 23Q2 主品牌流水增高双位数，库存健康，折扣改善好于预期：

23Q2 特步主品牌零售流水同比增长高双位数，大致符合预期。主品牌二季度流水增速波动的趋势与行业一致，其中4月及五一假期流水增长35%，5月流水增长中双位数，6月流水增长10%以上。7月MTD零售流水维持6月趋势，增10%以上。对比21年及19年，23H1特步主品牌流水较21同期/19同期分别增长3成/8至9成。分品类及渠道，跑步功能性品类驱动增长（跑鞋同比+30%以上），童装的增速高于大货（童装同比+接近30%）；线下流水增速高于线上，主品牌展店节奏稳健，上半年展店达百家以上，符合此前全年200家的目标。零售指标方面，Q2折旧改善好于预期，库销比保持健康。23Q2折扣达75折，环比和同比均有显著修复（23Q1和22Q2均为7-75折），折扣修复主因电商折扣缩窄、以及功能性产品占比上升；库销比维持5个月以内，与上季度趋势相一致。

展望全年：（1）4-5月消费需求释放后，6月以来行业增速放缓并面临小票数压力，消费者更追求性价比，要求物有所值，功能性产品受青睐。展望下半年，考虑到行业竞争态势、以及公司需去化去年疫情期间产生的过季秋冬库存，因此折扣或有小幅加深；（2）预计全年主品牌毛利率仍具备扩张潜力，动力体现在电商渠道折扣改善、功能性产品占比提升；（3）库存方面，随着过季秋冬库存去化，主品牌年底有望能回到疫情前4个月的健康水平。

表 1：特步主品牌零售指标

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

23H1：特步主品牌零售流水增长高双位数（近20%），其中线下快于线上，线上大致持平。

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

► 索康尼高速增长并开始贡献利润，盖世威和帕拉丁仍需时间培育：

索康尼和迈乐的零售流水于23H1有超100%增长，全年维持70%以上的增长目标。索康尼成为新品牌中首个贡献利润的品牌，在上半年实现超千万的利润。而盖世威和帕拉丁因受累于海外相对疲弱的消费市场，于中国市场持续培育品牌，全年目标以减亏为主。4个新品牌全年亏损目标控制在1.5亿元以内。展店方面，考虑到下半年消费环境不确定性，公司对新品牌的展店节奏相对谨慎，目前索康尼已有10家加盟店。

➤ **維持買入評級，給予目標價 10.80 港元：**

我們的觀點：下半年零售環境存在不確定性，我們認為除了零售表現外，在不確定性環境下企業的盈利能力和質量增長能力是未來需關注的重點。公司以特步主品牌根植大眾市場，以新品牌覆蓋專業運動及時尚運動市場，看好中期公司的消費群體拓展潛力。預計 23E 至 25E 營收分別為 150.8 / 182.0 / 218.0 億元，同比+16.6% / +20.7% / +19.8%；歸母淨利潤分別為 11.2 / 14.0 / 17.4 億元，同比+21.9% / +24.7% / +23.8%。目標價 10.80 港元，維持買入評級，目標價對應 24E PE 19 倍。

風險提示：消費復蘇具備不確定性；行業競爭加劇；主品牌終端零售不及預期；新品牌發展不及預期等。

财务报表摘要

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,432	12,338	12,830	13,885	15,175
现金	3,930	3,414	3,751	3,768	3,827
应收账款	3,528	4,213	4,535	5,140	5,778
其他应收款	1,443	1,371	1,508	1,658	1,824
存货	1,497	2,287	1,984	2,265	2,692
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	17,031	18,145	19,506
流动负债	4,053	6,645	6,545	6,859	7,234
短期借款	405	2,231	1,785	1,428	1,142
应付账款	2,352	2,772	2,975	3,485	3,970
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	152	182
非流动负债	2,580	1,542	1,641	1,769	1,923
长期借款	1,375	193	251	326	424
递延税项负债-非流动	253	310	341	383	429
其他	952	1,039	1,049	1,059	1,071
负债合计	6,633	8,187	8,186	8,627	9,157
股本	23	23	23	23	23
储备	7,906	8,221	8,783	9,484	10,351
少数股东权益	53	63	39	11	-25
归属于母公司所有者权益	7,929	8,244	8,806	9,507	10,374
负债及权益合计	14,615	16,494	17,031	18,145	19,506

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	1,287	1,361	1,595	1,989	2,462
折旧摊销	169	241	283	288	296
营运资金变动	-447	-678	232	-314	-514
所得税	-329	-431	-494	-617	-763
经营活动现金流	701	572	1,615	1,347	1,481
投资活动现金流	-329	-873	-328	-347	-367
筹资活动现金流	96	-236	-950	-982	-1,055
现金净增加额	469	-537	336	18	58
现金期初金额	3,472	3,930	3,414	3,751	3,768
现金期末金额	3,930	3,414	3,751	3,768	3,827

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,013	12,930	15,081	18,198	21,799
营业成本	-5,835	-7,639	-8,830	-10,600	-12,599
毛利	4,178	5,292	6,251	7,598	9,200
销售费用	-1,891	-2,690	-3,174	-3,821	-4,556
管理费用	-1,189	-1,454	-1,674	-2,002	-2,398
其他收益	299	317	300	310	312
营业利润	1,396	1,464	1,703	2,084	2,558
财务收入/(费用)净额	-63	-91	-110	-109	-131
应占联营公司损益	-46	-12	2	14	35
其他支出	0	0	0	0	0
除税前溢利	1,287	1,361	1,595	1,989	2,462
所得税	-397	-449	-494	-617	-763
净利润	889	912	1,101	1,373	1,699
少数股东损益	-19	-9	-23	-29	-36
归属于母公司净利润	908	922	1,124	1,401	1,735
EPS (元)	0.36	0.37	0.43	0.53	0.66

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年增长率 (%)					
营业收入	22.5%	29.1%	16.6%	20.7%	19.8%
营业利润	52.1%	4.9%	16.3%	22.4%	22.7%
归母净利润	77.1%	1.5%	21.9%	24.7%	23.8%
获利能力					
毛利率	41.7%	40.9%	41.5%	41.8%	42.2%
营业利润率	13.9%	11.3%	11.3%	11.5%	11.7%
净利率	8.9%	7.1%	7.3%	7.5%	7.8%
归母净利率	9.1%	7.1%	7.5%	7.7%	8.0%
ROE	12.0%	11.4%	13.2%	15.3%	17.5%
ROA	6.7%	5.9%	6.7%	8.0%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	45.4%	49.6%	48.1%	47.5%	46.9%
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	0.43	0.53	0.66
每股经营现金	0.27	0.22	0.61	0.51	0.56
每股净资产	3.03	3.15	3.35	3.61	3.92
估值比率					
PE@7.91HKD	20.0	19.9	17.1	13.7	11.1
PB	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9

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源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>