

特步国际 (01368.HK)

进一步收购索康尼相关资产，加码多品牌布局

买入（维持）

2023年12月19日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	12,995.97	14,353.77	16,563.08	19,103.61
同比	29%	10%	15%	15%
归属母公司净利润（百万元）	921.69	1,024.51	1,284.19	1,553.64
同比	1%	11%	25%	21%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.35	0.39	0.49	0.59
P/E（现价最新股本摊薄）	11.47	10.32	8.23	6.80

关键词：#兼并重组

投资要点

■ 公司于2023年12月17日公告与 Wolverine 订立协议：1）特步全资子公司 XMS Sports 收购 Saucony Asia IP Holdco（主要负责持有、授权及管理索康尼品牌在中国内地、香港和澳门的相关知识产权）40%拥有权权益。2）若索康尼品牌知识产权在全球范围内销售、或 Wolverine 的控制权发生变化，全资子公司 XMS Sports 将获得进一步收购 Saucony Asia IP Holdco 35% 或 60% 拥有权的认购权。3）特步全资子公司特步控股收购于 2019 年与 Wolverine Group 成立的合资公司 JV 剩余权益，以使 JV 成为特步集团的全资子公司。上述交易总对价约 6100 万美元（对应 2023 年 PS 约 1 倍），资金来源源于公司内部现金，预计交易于 2024 年 1 月 1 日或之前完成。

■ 收购后将全资持有索康尼和迈乐品牌在中国内地、香港和澳门的营运权。2019 年特步集团全资子公司 Xtep Holdco 与 Wolverine 全资子公司成立合资公司，负责中国内地、香港、澳门地区的迈乐和索康尼品牌旗下鞋服配饰的开发、营销和分销。协议双方分别向合资公司注资 1.55 亿元人民币，合资公司分为两家、分别负责品牌和营运，其中 Xtep Holdco 分别持有品牌和营运公司 49% 和 51% 股权。本次收购后特步将全资持有索康尼和迈乐品牌在中国内地、香港和澳门的营运权，有利于进一步增强跑步领域、丰富产品线，并与特步主品牌跑鞋业务形成协同。

■ 收购对报表收入端无影响，预计索康尼收入保持快速增长。由于销售流水确认在营运公司，因此 2019 年收购完成后即已实现收入并表，故本次收购剩余股权对于收入端无影响。23H1 索康尼+迈乐收入 3.44 亿元/yoy+119.9%，索康尼凭借优越性能+品牌曝光率提升+出色产品设计，在国内专业跑者市场深受关注。23Q3 索康尼部分店铺店效达到 100 万元/月、多数店铺店效达到 50 万元/月。截至 23H1 末中国内地门店 85 家（S80+M5 家）、较 22H1 末净开 32 家（S+34&M-2 家），公司预计索康尼到年底店铺数量达到 100 家，预计索康尼收入将保持快速增长。

■ 收购有望改善报表利润率，中长期看 JV 净利润率有望升至 20%+。23H1 索康尼+迈乐毛利率 52.7%、经营利润率 3.9%，预计索康尼年内延续盈利、成为首个实现盈利的新品牌。1）收购 JV 公司剩余股权后，一方面 JV 公司剩余利润将合并报表，另一方面营运公司的营运链条也将缩短（原是从工厂销售给品牌公司、品牌公司销售给营运公司、营运公司销售给特步），收购后将处理品牌公司，直接从工厂销售给 JV、后销售给特步，因此毛利率有望提升。未来两年随着规模扩张，毛利率有望提升至 60%+，5-6 年时间净利润率有望提升至 20%+。2）收购 40%IP 拥有权后，公司将节省 40% 的 IP 使用费（原先索康尼支付拿货价的 19% 给 Wolverine），也将带动利润率提升。

■ 盈利预测与投资评级：本次收购有助于公司进一步完善多品牌矩阵、增强公司在跑步领域的品牌效应、丰富跑鞋产品线，并与特步主品牌形成更好协同。从报表角度本次收购对公司盈利水平有直接带动，中长期看随着规模效应提升，JV 净利润率有望显著提升。考虑到公司双十一表现不及预期（主品牌流水目标增长 20-30%，实际增长单位数，折扣同比加深 3-4 个百分点），我们将 23-25 年归母净利润从 11.2/14.1/17.2 亿元下调至 10.2/12.8/15.5 亿元、对应 PE 为 10/8/7X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：终端消费恢复不及预期、库存消化不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.35
一年最低/最高价	4.16/11.64
市净率(倍)	1.31
港股流通市值(亿港元)	11,490.34

基础数据

每股净资产(港元)	3.31
资产负债率(%)	47.08
总股本(百万股)	2,641.46
流通股本(百万股)	2,641.46

相关研究

《特步国际(01368.HK): 23Q3 流水点评: Q3 流水逐月提速, 库存好转趋势有望维持》

2023-10-17

《特步国际(01368.HK): 23H1 业绩点评: 主品牌稳健增长, 索康尼首次盈利》

2023-08-24

特步国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,338.09	14,919.83	16,820.67	18,540.61	营业总收入	12,995.97	14,353.77	16,563.08	19,103.61
现金及现金等价物	3,414.16	3,405.82	4,411.98	4,100.46	营业成本	7,638.68	8,525.37	9,760.39	11,166.28
应收账款及票据	4,212.61	5,323.23	5,685.48	7,016.93	销售费用	2,690.19	3,089.61	3,566.82	4,115.58
存货	2,287.20	3,396.38	3,575.33	3,868.86	管理费用	1,453.91	1,573.41	1,816.44	2,095.90
其他流动资产	2,424.12	2,794.39	3,147.88	3,554.37	研发费用	298.97	143.04	165.13	190.54
非流动资产	4,155.42	3,701.57	3,821.36	4,029.17	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,367.52	1,420.77	1,516.19	1,649.57	经营利润	914.23	1,022.33	1,254.29	1,535.32
商誉及无形资产	1,762.60	1,681.34	1,655.70	1,680.13	利息收入	25.49	85.35	85.15	110.30
长期投资	190.39	240.39	290.39	340.39	利息支出	131.11	159.29	154.29	149.29
其他长期投资	274.21	274.21	274.21	274.21	其他收益	253.40	565.58	712.58	799.58
其他非流动资产	560.71	84.87	84.87	84.87	利润总额	1,360.99	1,513.97	1,897.73	2,295.91
资产总计	16,493.52	18,621.40	20,642.04	22,569.79	所得税	448.71	499.61	626.25	757.65
流动负债	6,644.78	8,158.30	9,307.46	10,096.96	净利润	912.28	1,014.36	1,271.48	1,538.26
短期借款	2,230.92	2,230.92	2,230.92	2,230.92	少数股东损益	(9.42)	(10.14)	(12.71)	(15.38)
应付账款及票据	2,771.81	2,911.77	3,595.15	3,849.03	归属母公司净利润	921.69	1,024.51	1,284.19	1,553.64
其他	1,642.05	3,015.61	3,481.39	4,017.00	EBIT	914.23	1,022.33	1,254.29	1,535.32
非流动负债	1,542.03	1,442.03	1,342.03	1,242.03	EBITDA	1,164.00	1,350.34	1,584.50	1,877.51
长期借款	1,004.83	904.83	804.83	704.83					
其他	537.20	537.20	537.20	537.20					
负债合计	8,186.82	9,600.33	10,649.49	11,338.99					
股本	23.15	23.15	23.15	23.15	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	62.55	52.40	39.69	24.30	每股收益(元)	0.35	0.39	0.49	0.59
归属母公司股东权益	8,244.16	8,968.66	9,952.85	11,206.49	每股净资产(元)	3.15	3.42	3.78	4.25
负债和股东权益	16,493.52	18,621.40	20,642.04	22,569.79	发行在外股份(百万股)	2,641.46	2,641.46	2,641.46	2,641.46
					ROIC(%)	5.56	5.78	6.67	7.57
					ROE(%)	11.18	11.42	12.90	13.86
					毛利率(%)	40.92	40.40	40.89	41.40
					销售净利率(%)	7.13	7.16	7.78	8.15
					资产负债率(%)	49.64	51.56	51.59	50.24
					收入增长率(%)	29.15	10.45	15.39	15.34
					净利润增长率(%)	1.47	11.15	25.35	20.98
					P/E	11.47	10.32	8.23	6.80
					P/B	1.27	1.17	1.06	0.94
					EV/EBITDA	17.96	7.63	5.80	5.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2023年12月18日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>