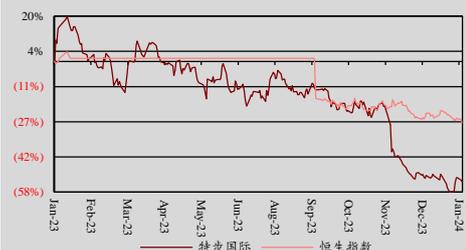


01368.HK
买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 4.20

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.2	(5.2)	(40.7)	(54.1)
相对恒生指数	7.7	0.3	(30.6)	(27.1)

发行股数 (百万)	2,641.46
流通股 (百万)	2,641.46
总市值 (港币 百万)	11,094.12
3个月日均交易额 (港币 百万)	66.96
主要股东	
群成投资有限公司	49.72

资料来源: 公司公告, 同花顺, 中银证券
以2024年1月16日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服饰
证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

联系人: 赵泰

tai.zhao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123070003

特步国际

Q4 流水增速亮眼, 库销比延续改善

公司于1月9日公布2023年全年营运报告, 2023年特步主品牌零售销售同比增长超20%, 维持高增趋势, 折扣与库存情况保持健康水平。我们预计随着产品力持续提升、渠道高质量发展, 特步有望保持稳中向好的发展趋势, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2023Q4 主品牌零售额保持快速增长。**2023年特步主品牌零售销售同比增长超20%, Q4单季度来看, 零售销售同比增长30%以上, 在消费环境弱复苏、整体零售承压背景下维持较高增速, 体现了公司跑鞋领域专业优势下较好的营收成长性。线上方面, 公司布局多平台, 加大电商推广, 拉动流水快速增长。同时特步儿童在产品零售渠道方面全面重组, 我们预计儿童品类营收维持较高增长。Q4平均零售折扣水平约七折, 基本处于健康水平。库存方面, 截至2023年底, 库销比为4-4.5个月, 较三季度延续改善趋势, 我们判断公司双十一期间库存清理效果良好。综合来看, 公司流水增长势头良好, 我们预计随着库存清理完成及消费信心逐渐恢复, 2024年特步主品牌零售有望保持健康增长。
- 新品牌仍处快速发展期, 增长势头良好, 收购索康尼相关资产彰显发展信心。**公司多品牌矩阵持续发力, 2023H1时尚运动(盖世威+帕拉丁)/专业运动(索康尼+迈乐)分别实现营收7.5亿元/3.4亿元, 同比分别增长18.9%/119.9%, 其中, 专业运动品牌凭借出色产品设计、专业性定位及与主品牌的协同效应, 保持亮眼增速, 且索康尼于2023H1成为集团内首个实现盈利的新品牌。公司于2023年12月进一步收购索康尼相关资产, 未来有望进一步增强多品牌协同, 品牌矩阵有望助力长期收入增长。
- 看好优质产品叠加高质量渠道推动下, 多品牌矩阵持续发力。**公司以多品牌矩阵覆盖不同消费人群, 主品牌持续提升产品力, 丰富产品线, 2023H2新推出的160X PRO、260X分别对应高性能、性价比, 公司在跑步领域的专业品牌形象进一步增强。新品牌仍处于快速成长期, 收购索康尼相关资产后有望更好发挥协同效应, 多维成长曲线将驱动收入稳健增长。在多品牌矩阵战略持续发力下, 我们看好公司市场地位进一步巩固。

估值

- 当前股本下, 考虑到体育鞋服终端消费复苏不及预期, 且2023年“双十一”期间公司线上销售不及预期, 我们下调2023-2025年EPS分别为0.39/0.47/0.58元, PE分别为10/8/7倍, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 消费复苏不及预期, 新品牌营收增长不及预期, 新品销售不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	10,013	12,930	14,322	16,608	19,182
增长率(%)	22.5	29.1	10.8	16.0	15.5
营业利润	1,396	1,464	1,606	1,943	2,341
归母净利润(人民币 百万)	908.3	921.7	1,026.0	1,254.3	1,523.3
增长率(%)	77.1	1.5	11.3	22.3	21.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.34	0.35	0.39	0.47	0.58
原先预测摊薄每股收益(人民币)	0.34	0.35	0.42	0.52	0.63
调整幅度(%)			(7.14)	(9.62)	(7.94)
EBITDA(人民币 百万)	1,565.6	1,705.5	1,852.2	2,194.3	2,596.6
市盈率(倍)	11.2	11.0	9.9	8.1	6.6
价格/现金流(倍)	9.4	9.5	9.1	8.7	7.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,013	12,930	14,322	16,608	19,182
营业成本	5,835	7,639	8,418	9,704	11,156
毛利	4,178	5,292	5,904	6,904	8,026
毛利率(%)	41.7	40.9	41.2	41.6	41.8
其他收入/(支出)净额	299	317	256	254	261
销售费用	1,891	2,690	2,979	3,405	3,875
管理费用	1,189	1,454	1,575	1,810	2,072
营业利润	1,396	1,464	1,606	1,943	2,341
财务收入/(费用)净额	(63)	(91)	(91)	(91)	(91)
应占联营公司损益	(46)	(12)	(12)	(12)	(12)
利润总额	1,287	1,361	1,515	1,852	2,249
所得税	397	449	499	611	742
净利润(含少数股东权益)	889	912	1,015	1,242	1,508
归母净利润	908	922	1,026	1,254	1,523
其他综合收益	72	(111)	(111)	(111)	(111)
综合收益总额	961	802	905	1,131	1,397
综合收益总额(少数股东)	(19)	(9)	(10)	(13)	(15)
综合收益总额(母公司)	980	811	915	1,144	1,413
研发费用	252	299	331	384	444
摊销	13	14	15	15	15
折旧	156	227	231	236	241
职工薪酬	1,108	1,460	1,617	1,875	2,166
EBITDA	1,566	1,706	1,852	2,194	2,597
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.34	0.35	0.39	0.47	0.58

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,432	12,338	12,823	15,548	18,358
货币资金	3,930	3,414	4,208	5,323	6,413
应收账款及应收票据	3,528	4,213	3,618	5,204	6,539
存货	1,497	2,287	2,633	2,702	3,039
定期存款	0	500	380	350	300
其他流动资产	1,477	1,924	1,984	1,969	2,068
非流动资产	4,183	4,155	4,660	4,168	3,679
固定资产-物业, 厂房及设备	1,119	1,368	1,409	1,451	1,494
无形资产	671	723	687	652	620
资产合计	14,616	16,494	17,483	19,717	22,037
流动负债	4,053	6,645	4,964	6,328	7,573
短期借款	405	2,231	1,600	2,500	3,300
应付账款	2,352	2,772	1,635	2,056	2,458
应交税费	123	108	119	130	143
其他流动负债	1,173	1,642	1,729	1,773	1,815
非流动负债	2,580	1,542	1,542	2,349	3,349
长期借款	1,375	193	193	1,000	2,000
递延税项负债-非流动	253	310	310	310	310
租赁-非流动负债	102	122	122	122	122
其他长期负债	849	917	917	917	917
负债合计	6,633	8,187	6,507	8,678	10,922
股本	2,309	2,315	2,641	2,641	2,641
储备	7,906	8,221	8,272	8,335	8,411
少数股东权益	53	63	63	63	63
归属母公司股东权益	7,929	8,244	10,914	10,976	11,053
负债和股东权益合计	14,616	16,494	17,483	19,717	22,037

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	889	912	1,015	1,242	1,508
折旧摊销	169	241	246	251	256
营运资金变动	(382)	(499)	(429)	(441)	(458)
其他	406	415	211	26	26
经营活动现金流	1,083	1,070	1,044	1,077	1,331
资本支出	(822)	(423)	(515)	(551)	(513)
投资变动	404	(514)	300	250	200
其他	89	64	84	84	82
投资活动现金流	(329)	(873)	(131)	(217)	(232)
银行借款	(312)	(360)	(344)	(343)	(342)
其他	408	124	225	598	331
筹资活动现金流	96	(236)	(119)	255	(11)
净现金流	851	(38)	794	1,116	1,089

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

成长能力

营业收入增长率(%)	23	29	11	16	15
营业利润增长率(%)	52.1	4.9	9.7	21.0	20.4
毛利增长率(%)	30.6	26.7	11.6	16.9	16.2
归属于母公司净利润增长率(%)	77.1	1.5	11.3	22.3	21.4
息税折旧前利润增长率(%)	44.5	8.9	8.6	18.5	18.3
EPS 增长率(%)	(29.5)	77.1	1.2	(2.4)	22.3

获利能力

息税前利润率(%)	13	11	11	11	12
营业利润率(%)	13.9	11.3	11.2	11.7	12.2
毛利率(%)	41.7	40.9	41.2	41.6	41.8
归母净利润率(%)	9.1	7.1	7.2	7.6	7.9
ROA(%)	6.2	5.6	5.9	6.4	6.9
ROE(%)	11.6	11.2	10.5	11.3	13.6

偿债能力

资产负债率	2	2	3	2	2
净负债权益比	0.8	1.0	0.6	0.8	1.0
流动比率	2.6	1.9	2.6	2.5	2.4
速动比率	2.2	1.5	2.1	2.0	2.0
营业利润/流动负债	0	0	0	0	0

营运能力

总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	4.7	4.0	3.4	3.6	3.9
应收账款周转率	2	2	2	2	2
应付账款周转率	5.2	5.0	6.5	9.0	8.5

费用率

销售费用率(%)	18.9	20.8	20.8	20.5	20.2
管理费用率(%)	11.9	11.2	11.0	10.9	10.8
财务费用率(%)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
每股净资产(最新摊薄)	3.0	3.1	4.1	4.2	4.2
每股营业收入	4	5	5	6	7

估值比率

P/E(最新摊薄)	11.2	11.0	9.9	8.1	6.6
P/B(最新摊薄)	1.3	1.2	0.9	0.9	0.9
价格/现金流(倍)	9.4	9.5	9.1	8.7	7.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371