

纺织服装 | 公司研究

2024年5月13日

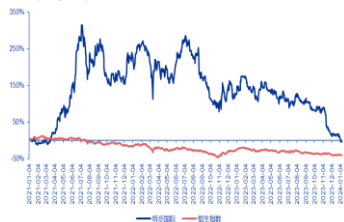
买入

维持

市场数据: 2024年5月10日

收盘价 (港币)	5.43
恒生指数	18963.68
52周最高/最低价 (港币)	3.55/9.12
总市值 (亿港元)	143
流通股 (百万股)	2641
汇率 (港币/人民币)	0.91

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

王立平
A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩
A0230523070002
liupeipei@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818
liupeipei@swsresearch.com

出售时尚运动改善业绩，派发特别股息强化股东回报

特步国际 (01368.HK)

5月9日公司发布公告，拟以1.51亿美元向大股东丁氏家族战略性出售拥有“盖世威”及“帕拉丁”品牌的KP Global，并将所收款1.51亿美元全部用于派发特别股息。特步曾于2019年以2.6亿美元收购“盖世威”及“帕拉丁”品牌，收购后受到疫情反复以及疫后经济增速放缓等影响，两个品牌的业务自2019年起持续亏损，累计经营亏损总额已超过1亿美元。为消除对公司业绩的不利影响，公司与其控股股东丁水波及其家族签署最终协议，出售并私有化KP Global资产。交易对价为1.51亿美元，该估值依据为截至2024年3月31日KP Global的账面价值。

融资工具重组优化财务结构。由于KP Global曾于21年向高瓴资本发行6500万美元可转债（可转化为KP Global 20%的股权），为取得高瓴资本同意，并精简财务安排，公司建议将KP Global的可转换债券换成特步国际的可转换债。涉及到的协议安排如下：

1) KP Global 将会以原价回购21年向高瓴发行的6500万美元可换股债券。2) 特步向高瓴发行一笔价值5亿港元、为期六年的可换股债券。年利率为3.5%，换股价为每股5.5港元（若高瓴转股，可换股约0.9亿股，约占公司现已发行股本的3.4%），同时给予高瓴在未来五年内仍可以6500万美元购买KP Global 20%股权的权利。**3) 由于KP Global 过往发展中获得特步国际的资金协助，本次出售过程中，KP Global 向特步国际发行1.54亿美元可转债，以结清过往对特步欠款。**1.54亿美元相当于2019年被收购以来的累计亏损和截至2024年3月底的资本投资和营运资金。该债券年利率为3.5%，为期8年，特步公司有权在未来8年内转化为KP Global 30%的股权。

我们认为，此次交易包含多重利好，特别股息带来直接高回报的同时，亏损业务剥离也将增厚上市公司业绩。未来公司将聚焦跑步赛道，集中更多资源发展跑步业务，夯实优势地位。

1) 特别股息对应高股息率。公司将本次交易所收到的1.51亿美元全部分红，对应每股约0.447港元，以最新收盘价计算，股息率约为8.2%（即便考虑高瓴转股仍有7.9%），将为股东带来丰厚回报。**2) 剥离亏损业务，直接增厚报表业绩。**22-23年KP Global 税后亏损分别为2303/3176万美元，此次出售后，将直接改善上市公司业绩。预计交易将于下半年达成，因此，24年将部分受益，25年业绩改善更为明显。**3) 长期看，公司聚焦跑步业务主线，品牌协同效应持续提升。**后续公司将聚焦在跑步赛道，以特步主品牌面向大众市场，以索康尼服务于高端人群，而迈乐则专注于越野跑和户外活动。整体上公司业务结构将更为精简，有利于公司资源投放更加聚焦，加快新品牌发展，品牌之间的协同效应将进一步增强，夯实跑步领域的优势地位。

就基本面而言，当前终端销售稳健增长，全年维持双位数流水增长目标。24Q1主品牌全渠道流水同比增长高单位数，根据公司公开业绩交流会，1-2月全渠道流水中单位数增长，3月在新推大众碳板跑鞋360X等新品的拉动下销售提速。后续预计在高基数压力缓解、7月巴黎奥运会等因素拉动下，终端销售有望呈现改善趋势。公司目前对全年的流水仍保持双位数增长目标。

公司此次资产剥离将优化多品牌矩阵，聚焦核心跑步业务，夯实优势地位，维持“买入”评级。由于交易尚未达成，我们暂时维持盈利预测，预计24-26年净利润分别为11.5/13.0/14.6亿元，对应PE 11/10/9倍，看好公司业务聚焦后的发展潜力及业绩弹性，继续维持“买入”评级。

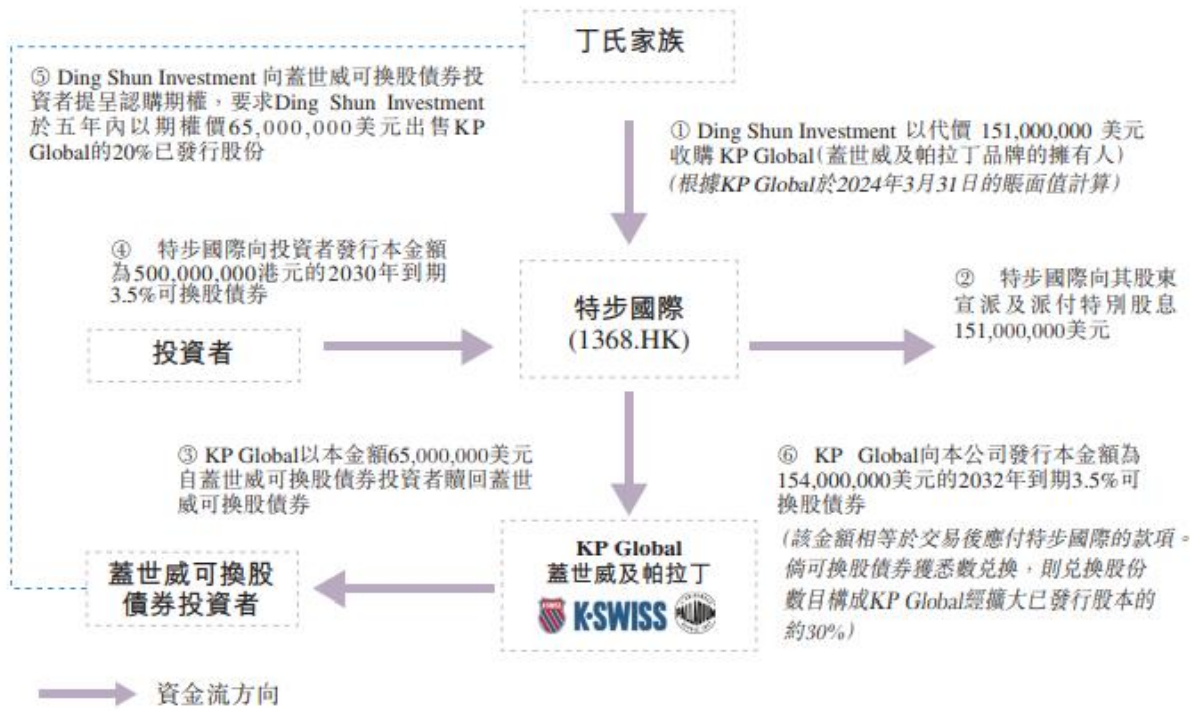
风险提示：交易进度不确定性；消费恢复低于预期；存货风险增加；市场竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

货币单位: 人民币	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入 (亿元)	129	143	159.9	179	199
同比增长率 (%)	29%	11%	11%	12%	11%
归母净利润 (亿元)	9.2	10.3	11.5	13.0	14.6
同比增长率 (%)	1%	12%	12%	13%	12%
每股收益 (元/股)	0.37	0.41	0.44	0.49	0.55
毛利率 (%)	41%	42%	43%	43%	43%
市盈率	14	13	11	10	9

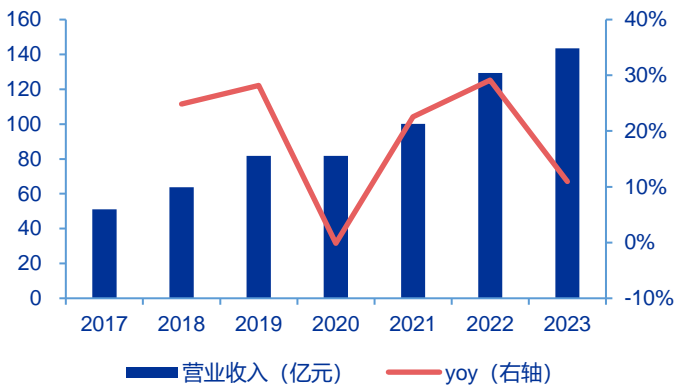
注：“每股收益”为归母净利润除以总股本

图 1：特步国际此次交易资金流向图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：23 年营收 143.5 亿元，同比增长 10.9%



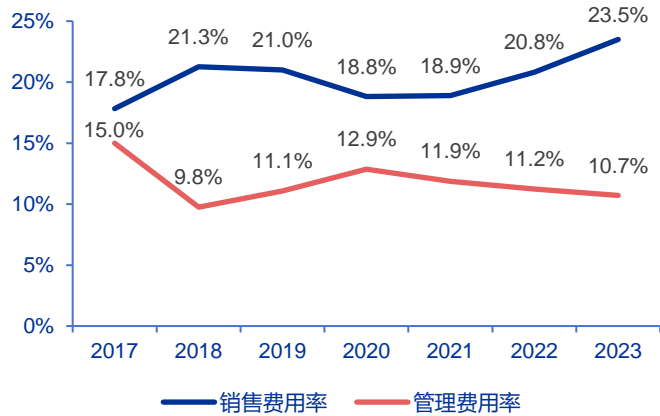
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：23 年归母净利润 10.3 亿元，同比增长 11.8%



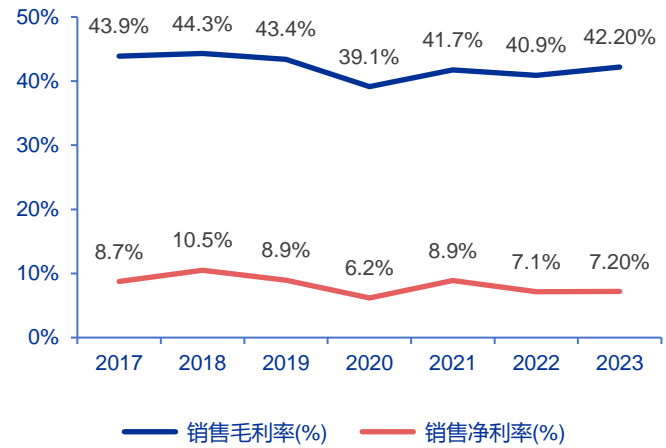
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：23 年销售费用率增长 2.7pct 至 23.5%，管理费用率减少 0.5pct 至 10.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：23 年毛利率上升 1.3pct 至 42.2%，净利率上升 0.1pct 至 7.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司分季度零售额表现

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	
2022	零售流水 yoy (包括线上线下)	30-35%	中双位数	20-25%	高单位数下降	中双位数增长
	零售折扣水平	约七五折	七折至七五折	七折至七五折	7 折	
	库销比	约四个月	约四个半月	约四个半到五个月	约五个半月	约五个半月
2023	零售流水 yoy (包括线上线下)	20%左右	高双位数	高双位数	30%以上	20%以上
	零售折扣水平	7-7.5 折	7.5 折	7-7.5 折	7 折	
	库销比	约五个月	小于五个月	4.5-5 个月	4-4.5 个月	4-4.5 个月
2024	零售流水 yoy (包括线上线下)	高单位数				
	零售折扣水平	7-7.5 折				
	库销比	4-4.5 个月				

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

合并利润表

单位: 百万元人民币	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
收入	12,930	14,346	15,990	17,935	19,945
成本	-7,639	-8,296	-9,123	-10,177	-11,317
毛利	5,292	6,050	6,866	7,758	8,628
销售费用	-2,690	-3,369	-3,710	-4,179	-4,607
管理费用	-1,454	-1,540	-1,716	-1,925	-2,114
其他收入及收益净额	317	439	350	350	350
经营溢利	1,464	1,580	1,790	2,004	2,257
财务收入/(费用)净额	-91	-145	-160	-179	-199
应占联营公司损益	-12	15	20	40	35
除税前溢利	1,361	1,450	1,650	1,864	2,092
所得税	-449	-416	-495	-559	-628
净利润	912	1,034	1,155	1,305	1,464
归母净利润	922	1,031	1,152	1,302	1,461
少数股东损益	-9	3	3	3	3

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。

