

## 公司研究

## 收购索康尼合资公司 50%股权及索康尼在华 40%IP，多品牌矩阵日益成熟

## ——特步国际（1368.HK）收购股权公告点评

## 要点

## 收购索康尼合资公司 50%股权及索康尼品牌在华 40%的知识产权

特步国际发布收购索康尼合资公司 50%股权及索康尼品牌在华 40%知识产权的公告。2019 年特步国际与 Wolverine 成立合资公司，于中国内地、中国香港及中国澳门经营索康尼及迈乐品牌。为进一步发展索康尼及迈乐品牌在中国的业务，特步国际与 Wolverine 签订协议，双方同意：1) 收购 Wolverine Group 于 2019 年合资公司 50%的权益，收购完成后，该合资公司将成为特步国际的全资子公司；2) 收购 Saucony Asia IP Holdco 40%的权益；3) 收购 Saucony Asia IP Holdco 余下权益的认购权，即倘若索康尼品牌的知识产权在全球范围内销售，或 Wolverine 的控制权发生变化，特步国际将获得进一步收购 Saucony Asia IP Holdco 35%或 60%的权益的认购权。

此次收购特步国际的总支付金额为 6100 万美元（约合 4.33 亿元人民币）、对应 2023 年 PS 约 1 倍，收购将在 2024 年 1 月 1 日或之前完成。

## 索康尼定位高端专业跑鞋，与特步主品牌实现协同、未来增长潜力足

索康尼定位高端专业跑鞋品牌、明星鞋类产品的主力价格带在 800~1200 元左右。自 2019 年公司在中国经营索康尼品牌以来，其实现快速增长、与特步主品牌实现协同效应，在主要马拉松赛事中穿着率居前、品牌知名度快速提升。

2022 年公司专业运动（索康尼和迈乐）收入合计为 4.00 亿元、较 2019 年 1000 万元左右的规模实现了翻几倍的增长，2023 年上半年实现收入 3.44 亿元、同比增长 119.9%，且索康尼在公司四个小品牌中率先实现盈利。截至 23 年 12 月，索康尼在国内共有约 110 家门店、其中加盟门店数为约 20 家。

此次收购后，索康尼品牌将在三个领域发力、拓宽产品线，一是继续增强在跑步领域的影响力、二是发展索康尼经典 Original 系列、三是发力通勤系列产品，同时其将提升服装类产品占比，目前基数还较小、未来增长潜力充足。

## 看好公司多品牌矩阵日益成熟，维持盈利预测和“买入”评级

通过此次收购，公司可以最大限度地发挥特步主品牌与索康尼及迈乐品牌在产品创新、营销及分销渠道方面的协同效应，并可以加强公司对品牌战略方向及营运效率的控制。全资控股合资公司后，公司预计毛利率、利润率将有所提升，主要系此前索康尼所在的专业运动板块毛利率在 40%左右、收购后将可提升至 50~60%；索康尼对公司合并报表的利润贡献占比也会加大。我们继续看好公司主品牌夯实大众市场、小品牌规模扩大拓展高端市场，多品牌矩阵日益成熟，暂维持公司 23~25 年盈利预测，对应 23~25 年 EPS 分别为 0.39、0.49、0.60 元，23、24 年 PE 分别为 10 倍、8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内外需求持续疲软；库存积压；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用投入不当、小品牌培育不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,013	12,930	14,332	16,539	18,897
营业收入增长率	22.5%	29.1%	10.8%	15.4%	14.3%
净利润（百万元）	908	922	1,031	1,294	1,586
净利润增长率	77.1%	1.5%	11.8%	25.5%	22.6%
EPS（元）	0.34	0.35	0.39	0.49	0.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.5%	11.2%	11.8%	13.8%	15.5%
P/E	12	12	10	8	7
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-12-15，港币汇率采用 1HKD=0.9090RMB 计算

## 买入（维持）

当前价：4.43 元港币

## 作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

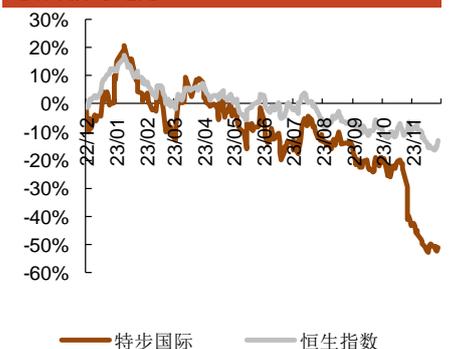
021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	26.41
总市值(亿港元):	117.02
一年最低/最高(港元):	4.16/11.64
近 3 月换手率:	37.3%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.0	-36.0	-39.7
绝对	-19.2	-43.6	-53.0

资料来源：Wind

## 相关研报

“双十一”主品牌增长略逊预期，期待年底库存回归健康——特步国际（1368.HK）2023 年“双十一”点评（2023-11-15）

Q2 流水增长符合预期，期待多品牌表现继续向好——特步国际（1368.HK）2023 年二季度营运情况点评

Q1 流水增长靓丽、折扣和库存环比改善，复苏好于预期——特步国际（1368.HK）2023 年一季度营运情况点评（2023-04-11）

附表：公司主品牌零售表现

指标	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
零售同比增速	增长约 55%	增长 30~35%	增长中双位数	增长 20~25%	增长 30~35%	增长中双位数	增长 20~25%	下滑高单位数	增长约 20%	增长高双位数	增长高双位数
折扣水平	7 折至 75 折	75 折至 8 折	75 折至 8 折	75 折至 8 折	75 折	7~75 折	7~75 折	7 折	7~75 折	75 折	7~75 折
库存周转	约 4.5 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4.5 个月	4.5~5 个月	约 5.5 个月	少于 5 个月	少于 5 个月	约 4.5~5 个月

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10013	12930	14332	16539	18897
营业成本	(5835)	(7639)	(8450)	(9683)	(10965)
营业毛利	4178	5292	5883	6856	7932
销售费用	(1891)	(2690)	(2881)	(3225)	(3609)
管理费用	(1189)	(1454)	(1620)	(1859)	(2116)
财务收入/费用净额	(63)	(91)	(149)	(147)	(145)
EBT	1287	1361	1538	1930	2366
所得税	(397)	(449)	(507)	(636)	(780)
净利润 (不含少数股东损益)	908	922	1031	1294	1586
EPS(元)	0.34	0.35	0.39	0.49	0.60

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	701	572	1753	1868	1927
净利润	908	922	1031	1294	1586
折旧摊销	169	241	298	301	294
营运资本变化	(429)	(643)	425	273	47
其他经营活动产生的现金	71	61	0	0	0
投资活动产生现金流	(329)	(873)	(310)	(260)	(210)
资本性支出	(667)	(379)	(310)	(260)	(210)
投资变化	339	(494)	0	0	0
其他投资活动产生的现金	0	0	0	0	0
融资活动现金流	96	(236)	(515)	(647)	(793)
债务净增加	(346)	695	0	0	0
股本增加	1	0	0	0	0
支付的股利合计	(356)	(550)	(515)	(647)	(793)
其他筹资活动产生的现金	798	(381)	0	0	0
净现金流	469	(537)	928	961	924

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	41.7%	40.9%	41.0%	41.5%	42.0%
EBITDA 率	15.2%	13.1%	13.8%	14.4%	14.8%
EBIT 率	13.5%	11.2%	11.8%	12.6%	13.3%
税前净利润率	12.9%	10.5%	10.7%	11.7%	12.5%
归母净利润率	9.1%	7.1%	7.2%	7.8%	8.4%
ROA	6.2%	5.6%	6.0%	7.0%	8.2%
ROE (摊薄)	11.5%	11.2%	11.8%	13.8%	15.5%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	45.4%	49.6%	48.9%	48.5%	47.2%
流动比率	2.6	1.9	1.9	1.9	2.0
速动比率	2.2	1.5	1.6	1.6	1.7
归母权益/有息债务	3.9	3.0	3.2	3.4	3.7
有形资产/有息债务	6.5	5.5	5.8	6.2	6.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄, 港币汇率采用 12 月 15 日 1HKD=0.9090RMB 计算

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,432	12,338	13,109	14,243	15,398
货币资金	3,930	3,414	4,342	5,303	6,227
应收账款及应收票据合计	3,528	4,213	4,347	4,443	4,513
存货 (净值)	1,497	2,287	1,995	2,143	2,303
其他流动资产	1,477	2,424	2,424	2,354	2,354
非流动资产	4183	4155	4167	4126	4042
固定资产/PP&E	1119	1368	1381	1393	1353
无形资产	671	723	709	695	682
商誉	756	830	830	830	830
其他非流动资产	1637	1235	1248	1208	1176
总资产	14615	16494	17277	18369	19439
流动负债	4053	6645	6913	7358	7636
短期借款	405	2231	2231	2231	2231
应付账款及票据	2352	2772	3040	3485	3763
应交税费	123	108	108	108	108
其他流动负债	1173	1534	1534	1534	1534
非流动负债	2580	1542	1542	1542	1542
长期借款	1375	193	193	193	193
其他非流动负债	1205	1349	1349	1349	1349
负债合计	6633	8187	8455	8900	9178
股本	23	23	23	23	23
储备	7906	8221	8736	9383	10176
少数股东权益	53	63	63	63	63
股东权益合计 (不含少数股东权益)	7929	8244	8759	9406	10199
股东权益合计 (含少数股东权益)	7982	8307	8822	9469	10262
负债及股东权益合计	14615	16494	17277	18369	19439

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	18.9%	20.8%	20.1%	19.5%	19.1%
管理费用率	11.9%	11.2%	11.3%	11.2%	11.2%
财务费用率	0.6%	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%
所得税率	30.9%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利(HKD)	0.23	0.19	0.22	0.27	0.33
每股经营现金流	0.27	0.22	0.66	0.71	0.73
每股净资产	3.02	3.14	3.34	3.58	3.88
每股销售收入	3.79	4.90	5.43	6.26	7.15

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	12	12	10	8	7
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	12.0	8.2	7.7	6.6	5.5
股息率	5.1%	4.4%	4.9%	6.1%	7.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP