

特步国际 (01368.HK)

24Q2 流水点评: 运营质量改善, 稳健增长符合预期

买入 (维持)

2024年07月14日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12930	14346	15399	16083	18020
同比(%)	29.13	10.94	7.34	4.44	12.04
归母净利润 (百万元)	921.69	1,030.01	1,271.68	1,383.99	1,612.60
同比(%)	1.47	11.75	23.46	8.83	16.52
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.35	0.39	0.48	0.52	0.61
P/E (现价&最新摊薄)	13.60	12.17	9.86	9.06	7.77

投资要点

- 公司公布 2024Q2 及上半年营运数据: 24Q2 特步主品牌流水同比+10%、较 Q1 的高单位数环比改善, 折扣约 7.5 折、较 Q1 的 7-7.5 折环比改善, 库存周转约 4 个月、较 Q1 的 4-4.5 个月环比改善、回到疫情前水平, 24H1 流水同比增长高单位数, 整体表现符合预期。
- 24Q2 主品牌线上表现亮眼, 线下受不利天气影响增速偏低。1) 线上: 24Q2 线上流水同比+25%, 其中 618 期间集团电商 GMV 同比+50%+、特步主品牌电商 GMV 同比+40%+。线上渠道增速较快, 主因: ①23 年上半年疫情放开后线下表现好于线上, 线上基数相对较低; ②24Q2 不利天气部分线下消费转移至线上; ③公司调整电商策略, 将相对低价格带产品重新换回电商渠道。2) 线下: 24Q2 线下流水同比增长低单位数, 主品牌 3 月中开始推出高性价比比大众碳板跑鞋 360X 系列, 有效带动流水增长, 4 月下旬、5 月、6 月期间全国暴雨气候影响线下门店运营, 致 Q2 线下同店下滑低单位数, 但在新开门店及关小店开大店举措弥补下线下渠道流水实现正增长。
- 索康尼和迈乐持续高增超预期, K-SWISS&Palladium 如期推进剥离流程。1) 索康尼&迈乐持续高增。我们预计 24H1 索康尼&迈乐流水同比增长 50%+、超出指引 (此前指引增速为 40%), 主要来自跑鞋类别和同店销售增长带动, 24H1 同店销售同比+30%+。索康尼新签代言人彭于晏, 预计进一步带动品牌知名度及产品销售提升。2) K&P 如期推进剥离进度, 预计对全年利润增速形成贡献。我们预计 24H1K&P 流水同比增长双位数、略低于预期, 亏损收窄、符合预期, 公司正在继续推进 K&P 剥离流程, 预计近期将完成剥离。24Q1K&P 亏损 900 万美元 (2023 年亏损 3176 万美元), 因此 K&P 剥离成功将有效改善公司盈利。
- 盈利预测与投资评级: 24Q2 主品牌在不利消费环境下流水、折扣、库存均较 Q1 环比改善, 在保证运营质量的同时保持稳健增长、整体符合预期。7 月以来延续 6 月表现, 线上表现好于线上, 整体维持正增长。全年来看, 主品牌由于下半年基数相对较低、管理层预计流水下半年表现好于上半年、全年流水增速有望达到 10%+, 收入增速努力达成此前指引的中单到高单位数 (收入增长略低于流水主因库存和折扣改善), 利润增速预计快于收入。考虑剥离 KP 对收入和利润的影响, 我们将 24-25 年收入预测值从 159.0/175.9 亿元下调至 154.0/160.8 亿元、增加 26 年预测值 180.2 亿元, 将 24-25 年归母净利润预测值从 11.71/13.31 亿元上调至 12.72/13.84 亿元、增加 26 年预测值 16.13 亿元, 对应 24-26 年 PE 分别为 10/9/8 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 国内消费持续疲软, 竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	5.21
一年最低/最高价	3.61/9.38
市净率(倍)	1.55
港股流通市值(百万港元)	13,777.94

基础数据

每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	48.50
总股本(百万股)	2,644.52
流通股本(百万股)	2,644.52

相关研究

《特步国际(01368.HK): 2023 年业绩符合预期, 索康尼高增转盈》

2024-03-27

《特步国际(01368.HK): 24Q4 流水点评: 去库顺利流水快速增长, 24 年有望轻装上阵》

2024-01-11

表 1: 22Q1-24Q2 主品牌运营数据

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
流水	30-35%	中双位数	20-25%	高单位数下滑
折扣水平	约 7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折	约 7 折
渠道存货周转	约 4 个月	约 4.5 个月	4.5-5 个月	约 5.5 个月
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
流水	约 20%	高双位数	高双位数	超 30%
折扣水平	7-7.5 折	7.5 折	7-7.5 折	约 7 折
渠道存货周转	少于 5 个月	少于 5 个月	4.5-5 个月	4-4.5 个月
	2024Q1	2024Q2		
流水	高单位数	10%		
折扣水平	7-7.5 折	7.5 折		
渠道存货周转	4-4.5 个月	约 4 个月		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,044.45	13,018.93	13,568.42	14,660.72	营业总收入	14,345.51	15,399.04	16,083.35	18,020.10
现金及现金等价物	3,294.63	3,737.38	4,236.47	4,471.17	营业成本	8,295.83	8,665.68	8,990.02	10,000.49
应收账款及票据	4,975.40	5,346.89	5,361.12	5,756.42	销售费用	3,369.00	3,618.78	3,763.50	4,180.66
存货	1,793.77	1,925.71	1,872.92	2,083.44	管理费用	1,539.55	1,693.89	1,769.17	1,982.21
其他流动资产	1,980.65	2,008.95	2,097.91	2,349.69	经营利润	1,233.25	1,470.69	1,610.66	1,906.73
非流动资产	5,281.02	5,925.01	6,669.60	7,504.72	利息收入	41.35	65.89	74.75	84.73
固定资产	1,592.16	1,622.94	1,698.15	1,813.33	利息支出	181.31	176.21	176.21	176.21
商誉及无形资产	1,817.99	1,731.19	1,700.57	1,720.51	其他收益	355.90	436.11	445.95	462.85
长期投资	494.81	694.81	894.81	1,094.81	利润总额	1,449.19	1,796.49	1,955.15	2,278.10
其他长期投资	573.21	873.21	1,173.21	1,473.21	所得税	416.15	520.98	566.99	660.65
其他非流动资产	802.86	1,002.86	1,202.86	1,402.86	净利润	1,033.05	1,275.50	1,388.16	1,617.45
资产总计	17,325.47	18,943.94	20,238.02	22,165.44	少数股东损益	3.04	3.83	4.16	4.85
流动负债	5,850.64	6,491.61	6,695.52	7,303.49	归属母公司净利润	1,030.01	1,271.68	1,383.99	1,612.60
短期借款	1,372.38	1,372.38	1,372.38	1,372.38	EBIT	1,589.15	1,906.80	2,056.61	2,369.58
应付账款及票据	2,530.50	2,888.56	2,996.67	3,333.50	EBITDA	1,896.56	2,262.82	2,412.02	2,734.45
其他	1,947.77	2,230.67	2,326.47	2,597.62					
非流动负债	2,551.54	2,551.54	2,551.54	2,551.54					
长期借款	2,151.79	2,151.79	2,151.79	2,151.79					
其他	399.75	399.75	399.75	399.75					
负债合计	8,402.18	9,043.15	9,247.06	9,855.03					
股本	23.19	23.19	23.19	23.19	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	60.72	64.55	68.71	73.56	每股收益(元)	0.39	0.48	0.52	0.61
归属母公司股东权益	8,862.57	9,836.25	10,922.24	12,236.84	每股净资产(元)	3.35	3.72	4.13	4.63
负债和股东权益	17,325.47	18,943.94	20,238.02	22,165.44	发行在外股份(百万股)	2,644.52	2,644.52	2,644.52	2,644.52
					ROIC(%)	9.44	10.47	10.45	11.09
					ROE(%)	11.62	12.93	12.67	13.18
					毛利率(%)	42.17	43.73	44.10	44.50
					销售净利率(%)	7.18	8.26	8.61	8.95
					资产负债率(%)	48.50	47.74	45.69	44.46
					收入增长率(%)	10.94	7.34	4.44	12.04
					净利润增长率(%)	11.75	23.46	8.83	16.52
					P/E	12.17	9.86	9.06	7.77
					P/B	1.41	1.27	1.15	1.02
					EV/EBITDA	5.71	5.45	4.90	4.24

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2024年7月14日的0.91,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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>