

特步国际 (01368.HK)

上半年净利润增长 13%，经营现金流大幅增长

优于大市

核心观点

上半年收入增长 10%，经营现金流净额增长 212%。2024 上半年公司收入同比增长 10.4%至 72.0 亿元，归母净利润同比增长 13.0%至 7.5 亿元。分品牌看，主品牌与时尚运动品牌收入增长稳健，专业运动品牌快速成长；分品类看，鞋履增速更快。毛利率同比提升 3.1 个百分点，各品牌毛利率均有提升；由于快速增长的新品牌直营占比高，销售及管理费用率整体有所提升。存货周转天数同比-21 天至 94 天；经营现金流净额同比+212%，反映了公司营运效率提升及营运资金管理优化；公司中期拟每股派息 15.6 港仙，派息率为 50%。

分品牌：特步主品牌稳健增长，专业运动品牌快速增长。1) **特步主品牌：**上半年特步主品牌收入同比增长 6.6%至 57.9 亿元，其中其中儿童业务增长约 18%；第一季度、第二季度流水分别同比增长高单和 10%；盈利稳定，门店数较去年年底小幅增加。2) **专业运动(索康尼和迈乐)：**收入同比增长 72.1%至 5.9 亿元，毛利率同比+14.8 个百分点至 56.8%，毛利率大幅提升主要因年初收购索康尼及迈乐合资公司的全部权益，使得集团取得全额毛利率，实际专业运动板块毛利率同比下降 0.4 个百分点，主要因去年开拓加盟模式，加盟毛利率低于直营。经营利润 2300 万元，两品牌均实现正向盈利。3) **时尚运动(帕拉丁和盖世威)：**收入同比增长 9.7%至 8.2 亿元，毛利率同比+11.4 个百分点至 53.4%，毛利率大幅提升主要因国内销售以 DCT 为主，高于国外批发为主的毛利率。营业亏损接近 1 亿，公司此前宣布战略性出售旗下持有盖世威及帕拉丁两品牌的全资附属公司“KP”，若今年如期完成剥离，2024 全年亏损有望大幅减少，预计板块亏损约为 900 万美元。

管理层下调收入增长指引，维持净利润增长 20%以上指引。7-8 月线下流水微增，线上流水增长约 20%。若今年完成 KP 剥离，预计收入增速将低于年初 10%的增长目标，但仍有正向增长；净利润预计增长 20%以上。

风险提示：消费需求复苏不及预期；渠道拓展不及预期；品牌形象受损。

投资建议：看好公司发挥跑步品类专业优势销售稳健增长，以及 KP 剥离后盈利进一步提升。看好未来主品牌聚焦大众市场获得稳健增长，索康尼和迈乐分别聚焦“双精英人群”和户外，保持快速增长。KP 过去两年每年经营亏损 1.8 亿元左右，剥离后特步集团利润有望增厚。基于上半年盈利水平超预期，我们小幅上调 2024 年净利润预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 12.4/14.4/16.1 亿元（2024 前值为 12.3 亿元）。基于盈利预测上调，上调目标价至 5.6-6.1 港元（此前为 5.3-5.8 港元），对应 2024 年 11-12x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,930	14,346	15,029	15,536	17,422
(+/-%)	29.1%	10.9%	4.8%	3.4%	12.1%
净利润(百万元)	922	1,030	1,239	1,437	1,613
(+/-%)	1.5%	11.8%	20.3%	16.0%	12.3%
每股收益(元)	0.35	0.39	0.47	0.54	0.61
净利率	7.1%	7.2%	8.2%	9.2%	9.3%
净资产收益率(ROE)	11.2%	11.6%	13.1%	14.1%	14.7%
市盈率(PE)	13.4	12.0	9.9	8.6	7.6
EV/EBITDA	22.8	24.8	12.0	10.3	9.4
市净率(PB)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	5.60 - 6.10 港元
收盘价	5.08 港元
总市值/流通市值	13434/13434 百万港元
52 周最高价/最低价	8.06/3.55 港元
近 3 个月日均成交额	34.27 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《特步国际 (01368.HK) - 第二季度流水增长提速，库存与折扣改善》——2024-07-12
- 《特步国际 (01368.HK) - 第一季度流水增长 6%-9%，经营指标较良性》——2024-04-18
- 《特步国际 (01368.HK) - 2023 年收入增长 11%，存货同比下降 22%》——2024-03-19
- 《特步国际 (01368.HK) - 四季度零售流水增长 30%以上，库存如期改善》——2024-01-10
- 《特步国际 (01368.HK) - 收购索康尼相关资产，彰显品牌发展信心》——2023-12-19

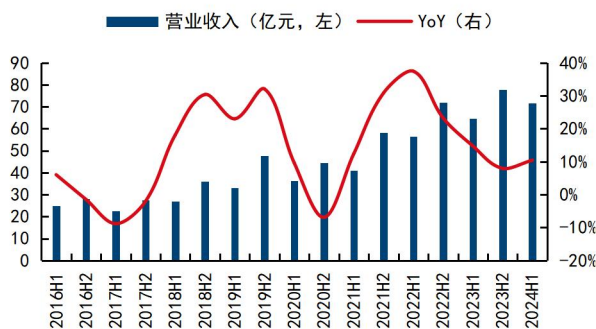
上半年收入增长 10%，经营现金流净额增长 212%

上半年收入增长 10%，净利润增长 13%。2024 上半年公司收入同比增长 10.4%至 72.0 亿元，归母净利润同比增长 13.0%至 7.5 亿元。

1) 分品牌看，主品牌与时尚运动品牌收入增长稳健，专业运动品牌快速成长。特步主品牌收入 57.9 亿元，同比提升 6.6%，占比 80.4%；运动时尚品牌盖世威和帕拉丁收入 8.2 亿元，同比提升 9.7%，占比 11.4%；专业运动品牌索康尼和迈乐收入 5.9 亿元，同比提升 72.1%，占比 8.2%。

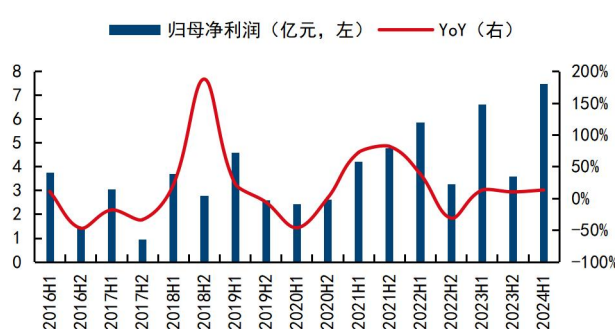
2) 分品类看，鞋履增速更快。鞋履/服装收入分别为 44.5/26.1 亿元，分别增长 14.3%/4.3%，鞋履品类带动增长，主要受益于跑鞋产品快速增长。

图1: 公司营收与变化情况



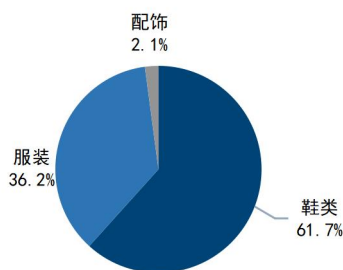
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润与变化情况



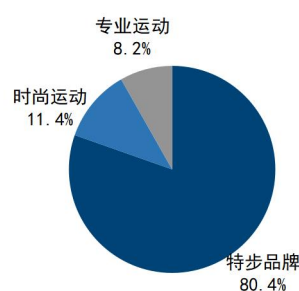
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司分品类收入占比情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分品牌收入占比情况



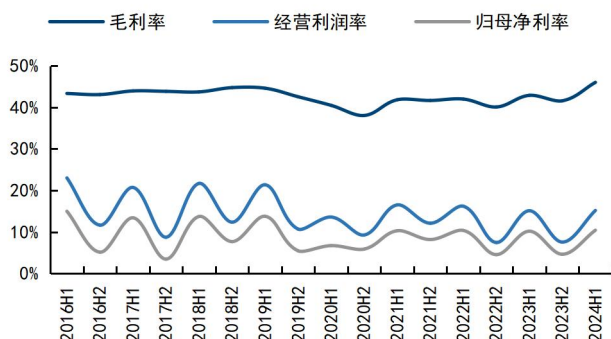
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

毛利率提升 3.1 百分点。上半年公司毛利率同比提升 3.1 百分点，各品牌毛利率均有提升，尤其时尚运动和专业运动品牌毛利率提升幅度较大。

新品牌直营占比高，销售及管理费用率整体有所提升。上半年公司销售和管理费

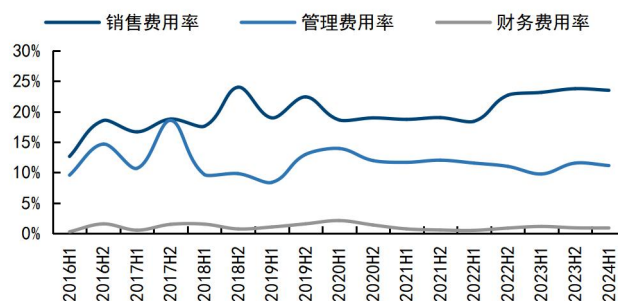
用合计同比增长 1.7 百分点，主要系员工成本占比提升 0.8 百分点所致，员工成本上升主要因新品牌大部分为直营，店铺员工成本随店铺数目增加而增加。

图5: 公司利润率与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率与变化情况



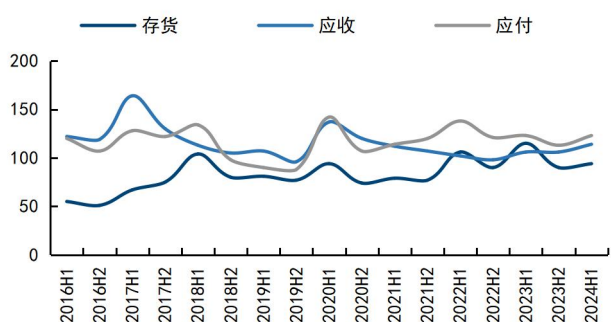
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

存货周转天数同比大幅降低，较年底有所提升。存货周转天数同比-21 天至 94 天，相较 2023 年底增长 4 天，主要因：1) 今年年初收购索康尼迈乐合资公司后，库存增加 2 亿左右；2) 新品牌以 DTC 运营为主，因此备货增加。主品牌库存与渠道库存处于健康水平。应收周转天数同比增长 8 天至 114 天，应收账款同比+15.4% 至 48.4 亿元。

经营现金流净额大幅增长，同比+212%。经营活动现金流同比增长 211.6%至 8.3 亿元，净现比为 1.1。反映了公司在提升营运效率及优化营运资金管理方面的持续努力。

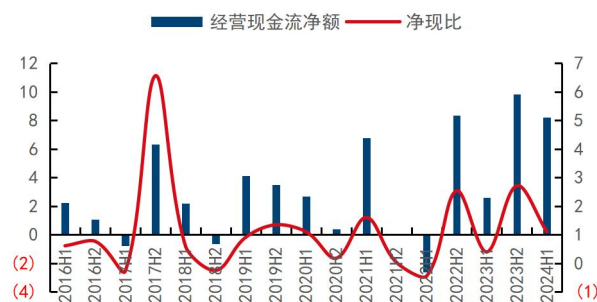
中期分红率 50%。公司中期拟每股派息 15.6 港仙，派息率为 50%。

图7: 公司三大周转天数及变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 经营活动现金流净额（亿元）及净现比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分品牌：特步主品牌稳健增长，专业运动品牌快速增长

1、特步主品牌：收入增长 6.6%，儿童业务引领增长，盈利稳健。2024 上半年特步主品牌收入同比增长 6.6%至 57.9 亿元，其中其中儿童业务增长约 18%；第一季度、第二季度流水分别同比增长高单和 10%。盈利稳定，毛利率同比+0.8 个百分点至 43.9%，经营利润率同比+0.2 个百分点至 20.6%。截至 6 月底，特步成人门店数相较去年同期以及去年年底分别净增加 135/7 家至 6578 家，特步儿童门店数分别净增加 118/3 家至 1706 家。

2、专业运动（索康尼和迈乐）：收入增长 72.1%，毛利率受收购影响大幅提升，两品牌均实现盈利。2024 上半年专业运动品牌收入同比增长 72.1%至 5.9 亿元，毛利率同比+14.8 个百分点至 56.8%，毛利率大幅提升主要因年初收购索康尼及迈乐合资公司的全部权益，使得集团取得全额毛利率，实际专业运动板块毛利率同比下降 0.4 个百分点，主要因去年开拓加盟模式，加盟毛利率低于直营。经营利润 2300 万元，两品牌均实现正向盈利。从经营角度看，索康尼同店、店效上半年增长超过 30%，重点发展 DTC 渠道，重视店效提升；迈乐品牌上半年超过了 85%的收入增长，更加专注于线上渠道。

3、时尚运动（帕拉丁和盖世威）：收入增长 9.7%，其中国内增长 85%，毛利率大幅提升，经营亏损接近 1 亿。2024 上半年运动时尚品牌收入同比增长 9.7%至 8.2 亿元，毛利率同比+11.4 个百分点至 53.4%，毛利率大幅提升主要因国内销售以 DTC 为主，高于国外批发为主的毛利率。营业亏损接近 1 亿，公司此前宣布战略性出售旗下持有盖世威及帕拉丁两品牌的全资附属公司 KP Global Investment Limited（后简称为“KP”），若今年如期完成剥离，2024 全年亏损有望大幅减少，预计亏损约为 900 万美元。

图9：分品牌收入金额（百万元）



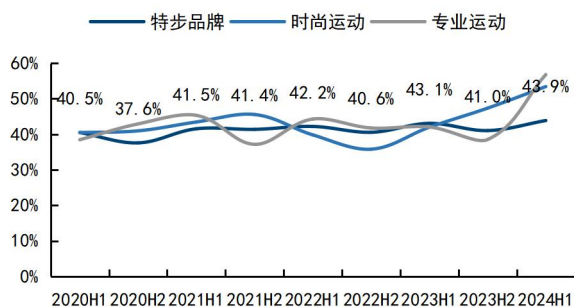
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：分品牌经营利润金额（百万元）



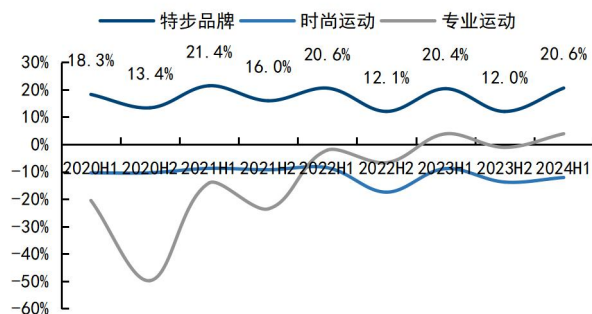
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11: 分品牌毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 分品牌经营利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司分部业务表现

分部表现¹ (人民币百万元)

	大众市场 ²			专业运动 ²			时尚运动		
	2024年上半年	2023年上半年	同比变化	2024年上半年	2023年上半年	同比变化	2024年上半年	2023年上半年	同比变化
收入	5,789	5,430	▲ 6.6%	593	344	▲ 72.2%	821	748	▲ 9.7%
毛利	2,539	2,338	▲ 8.6%	337	197	▲ 70.8%	439	314	▲ 39.6%
毛利率	43.9%	43.1%	▲ 0.8 百分点	56.8%	57.2%	▼ 0.4 百分点	53.4%	42.0%	▲ 11.4 百分点
经营利润 / (亏损)	1,190	1,106	▲ 7.6%	23	19	▲ 22.4%	(99)	(66)	不适用
经营利润率	20.6%	20.4%	▲ 0.2 百分点	3.9%	5.5%	▼ 1.6 百分点	不适用	不适用	不适用
净利润 / (亏损)	934	871	▲ 7.3%	32	19	▲ 65.8%	(104)	(73)	不适用
净利润率	16.1%	16.0%	▲ 0.1 百分点	5.4%	5.6%	▼ 0.2 百分点	不适用	不适用	不适用

¹ 不包括2024年上半年和2023年上半年分别为人民币110百万元和人民币142百万元的(i)企业开支、(ii)财务费用净额及(iii)所得税开支
² 有关专业运动分部的公认会计准则财务摘要, 请参考第32页的附录

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

管理层下调收入增长指引, 维持净利润增长20%以上指引

- 近况更新:** 7-8月线下流水微增, 线上流水增长约20%。
- 全年指引:** 若今年完成KP剥离后, 预计收入增速将低于年初10%的增长目标, 但仍然预计有正向增长; 其中索康尼和迈乐预计增速较快, 调升全年增长目标, 从三到四成调升至五成以上。

净利润预计增长20%以上。

广告及推广费用率预计全年维持在 13%以下。

投资建议：看好公司发挥跑步品类专业优势销售稳健增长，以及 KP 剥离后盈利进一步提升

上半年消费环境疲软，公司聚焦跑步领域、发挥跑步品类专业优势，公司整体业绩稳健增长，专业运动品牌保持快速增长，同时盈利能力提升、经营现金流大幅增长。看好未来主品牌聚焦大众市场获得稳健增速，索康尼和迈乐分别聚焦“双精英人群”和户外，保持较快增速。KP 过去两年每年经营亏损 1.8 亿元左右，剥离后特步集团利润有望增厚。

基于上半年盈利水平超预期，我们小幅上调 2024 年净利润预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 12.4/14.4/16.1 亿元（前值为 12.3/14.4/16.1 亿元），同比增长 20.3%/16.0%/12.3%。基于盈利预测上调，上调目标价至 5.6-6.1 港元（此前为 5.3-5.8 港元），对应 2024 年 11-12x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,930	14,346	15,029	15,536	17,422
(+/-%)	29.1%	10.9%	4.8%	3.4%	12.1%
净利润(百万元)	922	1,030	1,239	1,437	1,613
(+/-%)	1.5%	11.8%	20.3%	16.0%	12.3%
每股收益(元)	0.35	0.39	0.47	0.54	0.61
EBIT Margin	7.1%	7.2%	8.2%	9.2%	9.3%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	11.6%	13.1%	14.1%	14.7%
市盈率 (PE)	13.4	12.0	9.9	8.6	7.6
EV/EBITDA	22.8	24.8	12.0	10.3	9.4
市净率 (PB)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023-2025	2024	人民币
1368.HK	特步国际	优于大市	4.66	0.39	0.47	0.54	11.9	9.9	8.6	17.7%	0.56	123
可比公司												
2331.HK	李宁	优于大市	12.88	1.23	1.22	1.37	10.4	10.6	9.4	5.6%	1.89	333
2020.HK	安踏体育	优于大市	61.63	3.61	4.75	4.76	17.1	13.0	13.0	14.8%	0.88	1745
1361.HK	361度	优于大市	3.34	0.46	0.55	0.64	7.2	6.1	5.2	17.3%	0.35	69
平均值							11.6	9.9	9.2		1.04	

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测, 备注:未评级公司的EPS预测值来自彭博一致预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3414	3295	4172	5290	6298	营业收入	12930	14346	15029	15536	17422
应收款项	5512	6015	6176	5533	5250	营业成本	7639	8296	8733	8748	9766
存货净额	2287	1794	1785	1782	1990	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	619	934	978	1011	1134	销售费用	2690	3369	3424	3524	3987
流动资产合计	12338	12044	13118	13617	14672	管理费用	1454	1540	1411	1529	1720
固定资产	1412	1749	1875	1975	2055	财务费用	93	146	134	139	150
无形资产及其他	1763	1818	1745	1673	1600	投资收益	(46)	(12)	15	16	17
投资性房地产	790	1219	1219	1219	1219	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	190	495	660	832	1046	其他收入	355	468	433	446	491
资产总计	16494	17325	18617	19315	20592	营业利润	1363	1450	1775	2056	2308
短期借款及交易性金融负债	2231	1372	2200	2200	2200	营业外净收支	(2)	(1)	0	1	2
应付款项	2882	2610	2597	2542	2782	利润总额	1361	1449	1775	2057	2310
其他流动负债	1532	1868	1724	1756	1983	所得税费用	449	416	532	617	693
流动负债合计	6645	5851	6521	6498	6965	少数股东损益	(9)	3	3	3	4
长期借款及应付债券	1005	2152	2152	2152	2152	归属于母公司净利润	922	1030	1239	1437	1613
其他长期负债	537	400	400	401	403	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	1542	2552	2552	2553	2555	净利润	922	1030	1239	1437	1613
负债合计	8187	8402	9073	9051	9520	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	63	61	62	63	65	折旧摊销	(250)	(307)	247	272	292
股东权益	8244	8863	9482	10200	11007	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	16494	17325	18617	19315	20592	财务费用	93	146	134	139	150
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(673)	(826)	(354)	590	421
每股收益	0.35	0.39	0.47	0.54	0.61	其它	(4)	1	1	1	1
每股红利	0.21	0.23	0.23	0.27	0.30	经营活动现金流	(5)	(102)	1134	2301	2328
每股净资产	3.12	3.35	3.59	3.86	4.16	资本开支	0	(30)	(300)	(300)	(300)
ROIC	7%	7%	9%	11%	13%	其它投资现金流	(506)	499	0	7	0
ROE	11%	12%	13%	14%	15%	投资活动现金流	(553)	165	(465)	(465)	(514)
毛利率	41%	42%	42%	44%	44%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	10%	12%	12%	负债净变化	(1128)	1147	0	1	0
EBITDA Margin	7%	6%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(553)	(618)	(620)	(718)	(807)
收入增长	29%	11%	5%	3%	12%	其它融资现金流	3403	(1240)	828	0	0
净利润增长率	1%	12%	20%	16%	12%	融资活动现金流	42	(182)	208	(718)	(807)
资产负债率	50%	49%	49%	47%	47%	现金净变动	(516)	(120)	877	1118	1008
息率	4.5%	5.0%	5.0%	5.8%	6.6%	货币资金的期初余额	3930	3414	3295	4172	5290
P/E	13.4	12.0	9.9	8.6	7.6	货币资金的期末余额	3414	3295	4172	5290	6298
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	0	(399)	667	1828	1829
EV/EBITDA	22.8	24.8	12.0	10.3	9.4	权益自由现金流	0	(589)	1400	1731	1724

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032