

2024年8月23日

特步国际 (1368.HK)

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

## 上半年业绩超预期，KP剥离后预计利润持续改善

事件：特步国际 2024 上半年收入同比增长 10.4%，归母净利润同比增长 13%，整体业绩表现好于市场预期。我们预测 2024/2025/2026 年 EPS 为 0.48/0.55/0.61 元，给予目标价 6.8 港元，维持“买入”评级。

### 报告摘要

**主品牌表现稳健，索康尼持续贡献高增长** 2024 年上半年公司录得收入 72.03 亿元，同比增长 10.4%。拆分来看，大众运动（特步主品牌）收入同比增长 6.6% 至 57.89 亿元，主要系跑步产品及童装表现稳健，线上收入也实现了 20%+ 的增长；专业运动（索康尼和迈乐）收入同比快速提升 72.2% 至 5.93 亿元，主要得益于索康尼通过签约代言人、产品创新、渠道升级等实现了快速增长；时尚运动（盖世威和帕拉丁）收入同比增加 9.7% 至 8.22 亿元，海外业务持续承压，国内业务相对稳健。毛利率方面，公司毛利率同比提升 3.1pp 至 46%，其中大众运动毛利率同比提升 0.8pp 至 43.9%，专业运动毛利率同比提升 11.4pp 至 53.4%，时尚运动毛利率同比提升 14.8pp 至 56.8%，主要是 DTC 带动毛利率提升以及收购索康尼和迈乐合资公司权益所致。在收入和毛利率提升的影响下，归母净利润同比增长 13% 至 7.52 亿元。门店方面，截至 24H1，特步大装门店同比净增 135 家至 6578 家，特步儿童门店同比净增 118 家至 1706 家，九代店占比持续提升至 65%，带动客单价和平均店效的持续增长；索康尼国内门店 128 家，同比净增 48 家，后续将持续聚焦跑步战略，并推出通勤和 OG 系列扩大产品覆盖范围；盖世威亚太区 105 家门店，同比净增 25 家，帕拉丁亚太区 114 家门店，同比净增 54 家。

**KP 剥离后，集团资源将更多倾斜至主品牌和索康尼** 公司在 2023 年 12 月收购索康尼在中国 40% 的知识产权，并于 2024 年 1 月收购 Wolverine 在 2019 年合资公司的剩余股权，使合资公司成为特步的全资附属公司。通过战略性地整合合资公司的股权，公司能够最大限度地发挥子品牌与主品牌的协同效应，激发多品牌增长潜力，扩大全球市场份额。此外，公司将举行特别股东大会，投票审议出售 KP Global 全部已发行股份的决议案，如决议案通过将会向股东派发特别股息每股 44.7 港仙，加上中期派息 15.6 港仙，预计合计为每股派息 60.3 港仙。KP 剥离成功后，集团可以将更多的资源集中到现有的跑步及户外品类，相信主品牌和索康尼将得到更好的发展，利润层面也将会持续改善。

**投资建议：**公司在多品牌战略及门店拓展等方面有积极表现，相信未来也有望持续保持稳步增长。综合考虑，我们预测 2024/2025/2026 年 EPS 为 0.48/0.55/0.61 元，给予目标价 6.8 港元，对应 2024 年 13 倍 PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行；新品牌培育不及预期；行业竞争加剧。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,930	14,346	15,327	16,979	18,671
增长率 (%)	29.1%	10.9%	6.8%	10.8%	10.0%
归母净利润	922	1,030	1,218	1,391	1,548
增长率 (%)	1.5%	11.8%	18.3%	14.2%	11.3%
毛利率 (%)	40.9%	42.2%	42.0%	42.1%	42.2%
归母净利率 (%)	7.1%	7.2%	7.9%	8.2%	8.3%
每股收益 (元)	0.37	0.41	0.48	0.55	0.61
每股净资产 (元)	3.13	3.36	3.61	3.88	4.17
市盈率	12.69	11.40	9.64	8.44	7.58
市净率	1.49	1.38	1.29	1.20	1.11
股息收益率 (%)	3.96	4.33	4.97	5.67	6.31

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入  
目标价格： 6.8 港元  
现价 (2024-8-22)： 5.05 港元

总市值 (百万港元)	13,354.82
流通市值 (百万港元)	13,354.82
总股本 (百万股)	2,644.52
流通股本 (百万股)	2,644.52
12 个月低/高 (港元)	3.6/6.1
平均成交 (百万港元)	33.76

### 股东结构

群成投资有限公司	48.55%
丁水波	2.84%
汇添富基金	2.13%
先锋领航	1.78%
招商基金	1.48%
其他股东	43.21%
总共	100%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.09	-3.31	-31.84
绝对收益	4.12	-9.82	-32.69

数据来源：WIND、港交所、公司

杨怡然 消费行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (人民币百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	12,930	14,346	15,327	16,979	18,671
销售成本	-7,639	-8,296	-8,891	-9,832	-10,792
<b>毛利</b>	<b>5,292</b>	<b>6,050</b>	<b>6,437</b>	<b>7,148</b>	<b>7,879</b>
销售费用	-2,690	-3,369	-3,525	-3,905	-4,294
管理费用	-1,454	-1,540	-1,686	-1,868	-2,054
<b>经营溢利</b>	<b>1,464</b>	<b>1,580</b>	<b>1,752</b>	<b>1,954</b>	<b>2,168</b>
财务开支	-91	-145	-23	-22	-18
应占联营公司亏损	-12	15	-48	0	0
<b>税前盈利</b>	<b>1,361</b>	<b>1,449</b>	<b>1,681</b>	<b>1,932</b>	<b>2,150</b>
所得税	-449	-416	-471	-541	-602
<b>税后净利润</b>	<b>912</b>	<b>1,033</b>	<b>1,210</b>	<b>1,391</b>	<b>1,548</b>
归母净利润	922	1,030	1,218	1,391	1,548
<b>EPS(元)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.41</b>	<b>0.48</b>	<b>0.55</b>	<b>0.61</b>
<b>同比增长率</b>					
收入(%)	29.13%	10.94%	6.84%	10.78%	9.96%
归母净利润(%)	1.47%	11.75%	18.27%	14.21%	11.27%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,414	3,295	4,456	3,787	4,854
应收账款	4,213	4,975	4,431	5,803	5,451
存货	2,287	1,794	2,201	2,109	2,622
其他流动资产	2,424	1,981	1,908	1,857	1,825
<b>流动资产总额</b>	<b>12,338</b>	<b>12,044</b>	<b>12,406</b>	<b>12,443</b>	<b>12,934</b>
固定资产	1,368	1,592	1,886	2,132	2,336
无形资产	723	723	745	767	790
于联营公司投资	190	495	447	447	447
其他非流动资产	2,065	2,966	2,810	2,707	2,610
<b>非流动资产总额</b>	<b>4,155</b>	<b>5,281</b>	<b>5,441</b>	<b>5,607</b>	<b>5,737</b>
<b>总资产</b>	<b>16,494</b>	<b>17,325</b>	<b>17,846</b>	<b>18,050</b>	<b>18,671</b>
应付账款	2,772	2,531	3,072	3,123	3,677
应付即期税项	108	63	68	73	79
其他流动负债	3,765	3,257	3,229	3,216	3,218
<b>流动负债总额</b>	<b>6,645</b>	<b>5,851</b>	<b>6,369</b>	<b>6,413</b>	<b>6,975</b>
衍生金融工具	81	0	0	0	0
递延税项负债	310	243	219	197	177
其他长期负债	1,151	2,309	2,316	2,325	2,334
<b>非流动负债总额</b>	<b>1,542</b>	<b>2,552</b>	<b>2,535</b>	<b>2,522</b>	<b>2,511</b>
<b>总负债</b>	<b>8,187</b>	<b>8,402</b>	<b>8,904</b>	<b>8,935</b>	<b>9,486</b>
<b>股东权益</b>	<b>8,307</b>	<b>8,923</b>	<b>9,532</b>	<b>10,228</b>	<b>11,002</b>
少数股东权益	63	61	61	61	61

(转下页)

现金流量表 (人民币百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	572	1,255	2,017	112	1,787
投资活动现金流	-873	-915	-588	-533	-482
融资活动现金流	-236	-461	-268	-248	-238
现金变化	-537	-122	1,161	-669	1,066
期初持有现金	3,930	3,414	3,295	4,456	3,787
汇率变动	21	2	0	0	0
期末持有现金	3,414	3,295	4,456	3,787	4,854

财务数据					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	40.9%	42.2%	42.0%	42.1%	42.2%
归母净利率	7.1%	7.2%	7.9%	8.2%	8.3%
ROE	11.3%	12.0%	13.2%	14.1%	14.6%
<b>营运表现</b>					
行销费用/收入(%)	32.0%	34.2%	34.0%	34.0%	34.0%
实际税率(%)	33.0%	28.7%	28.0%	28.0%	28.0%
股息支付率(%)	50.0%	49.5%	50.0%	50.0%	50.0%
库存周转天数	90	90	82	80	80
应付账款天数	109	117	112	110	110
应收账款天数	122	117	115	115	115
<b>杠杆比率</b>					
资本负债率	49.6%	48.5%	48.3%	46.6%	46.3%
总资产/股本	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
利息覆盖倍数	12.5	8.5	23.4	24.9	25.1

资料来源：公司资料，安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010