

**买入**

2024年08月22日

**2024年上半年业绩符合预期, 预计全年利润能达20%的增长**

- **2024年上半年业绩概况:** 公司收入同比增长10.94%至72.0亿元(人民币, 同下), 受益于所有业务的增长, 尤其是新品牌于内地业务的发展。鞋类增长14.3%, 服装类增长4.3%。毛利率增加3.1pct到46.0%; 主要受益于DTC业务贡献的增加(其毛利率较高)。SG&A费用率增加了1.7pct至34.6%, 因为广告及推广费用和其他费用分别增加11.8%及22.6%(其比率分别提升0.1pct和1.3pct到13.3%和12.3%)。经营利润和归母净利润同比增长10.9%及13.0%至10.9及7.5亿元, 归母净利润率达10.4%; 业绩符合预期。集团宣布派发中期股息每股15.6港仙, 派息率为50%。经营现金流同比增长211.6%到8.3亿元。资产负债状况维持稳健, 持有净现金14.1亿元。
- **特步主品牌维持稳定增长:** 特步主品牌收入增长6.6%至58亿元, 受益于线上渠道的良好表现(同比增长20%+, 占比达30%+)。特步儿童增长约18%。毛利率轻增加0.8pct至43.9%。经营利润增长7.6%到11.9亿元。特步品牌和特步儿童门店数分别净增加7家和3家到6578家(9代店的占比提升到65%)和1706家。今年会继续关小店, 开大店; 预计全年门店数持平/略有增加。特步跑步俱乐部数达67家, 会员数超过2.1百万名。据了解, 7-8月份流水的表现与6月份相若; 估计线下有微增长, 而线上有20%的增长。
- **时尚运动业务会在内地录得86%的增长:** K-Swiss&Palladium的收入增长9.7%到8.2亿元; 主要受益于中国内地的强劲增长(+86%)。毛利率增加11.4pct至53.4%(受益于内地DTC较高毛利率业务的推动)。期内亏损为-99百万元。K-Swiss&Palladium分别在亚太地区拥有105家(+4家)和114家自营门店(+20家)。集团于5月份已宣布策略性剥离K-Swiss&Palladium, 并专注于跑步领域。特别股东大会将于8月23日举行。如果获得股东通过, 集团将派发特别股息每股0.447港元。
- **专业运动业务增长72%:** Saucony&Merrell的收入维持快速增长(+72.2%)到5.9亿元, 其中电商、零售和批发分别增长62%、70%及136%; 同店增长达双位数(估计>30%)。毛利率提升14.8pct到56.8%, 受收购索康尼以及迈乐合资公司的全部权益, 使得集团取得全额毛利率。期内利润增长65.8%到32百万元。Saucony在内地的自营门店数为128家(+18家)。由于Saucony&Merrell还有一个不错的增长, 预计全年增长能达50%。新品牌潜在的经营利润率预计可达20-25%。复古和通勤的产品预计会在2025年推出。
- **目标价6.35港元, 维持买入评级:** 2024年上半年业绩符合预期。集团将会持续聚焦跑步领域, 坚持中国跑步第一品牌的发展方向。预计集团全年的收入增长为单位数, 利润增长相信会快于收入增长。由于集团拥有良好的特步主品牌和产品, 同时推进新品牌的培育以完善品牌矩阵去推动长远增长动力; 我们继续看好集团的长期发展。维持买入评级, 目标价为6.35港元, 相当于预测2024年每股盈利的12倍。
- **风险因素:** 行业的竞争、宏观经济的风险

王柏俊

852-25321915

[patrick.wong@firstshanghai.com.hk](mailto:patrick.wong@firstshanghai.com.hk)
**主要数据**

行业	服装纺织
股价	5.00 港元
目标价	6.35 港元 (+26.9%)
股票代码	1368
已发行股本	26.45 亿股
市值	132 亿港元
52周高/低	8.11/3.53 港元
每股净现值	3.35 人民币
主要股东	丁水波及其家族信托 (49.29%)

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	12,930	14,346	14,964	15,412	16,928
变动 (%)	29.1%	10.9%	4.3%	3.0%	9.8%
经营利润 (百万人民币)	1,464	1,580	1,841	2,035	2,357
变动 (%)	4.9%	7.9%	16.5%	10.6%	15.8%
净利润 (百万人民币)	922	1,030	1,238	1,378	1,608
变动 (%)	1.5%	11.8%	20.2%	11.3%	16.7%
每股收益 (人民币)	36.61	40.76	48.65	53.79	62.32
市盈率@5港元 (倍)	12.6	11.3	9.5	8.6	7.4
每股派息 (人民币)	18.31	20.38	24.32	26.89	31.16
息率 (%)	4.0%	4.4%	5.3%	5.8%	6.8%

来源: 公司资料, 第一上海预测

**股价表现**


来源: 彭博

# 附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测		2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
收入	12,930.4	14,345.5	14,964.0	15,412.1	16,927.8	盈利能力					
毛利	5,291.7	6,049.7	6,524.4	6,766.4	7,520.3	毛利率 (%)	40.9%	42.2%	43.6%	43.9%	44.4%
其他业务收入	316.7	438.8	478.8	493.2	541.7	EBIT率 (%)	11.3%	11.0%	12.3%	13.2%	13.9%
销售及管理费用	(4,144.1)	(4,908.5)	(5,162.6)	(5,224.7)	(5,704.7)	净利率 (%)	7.1%	7.2%	8.3%	8.9%	9.5%
营运收入	1,464.3	1,579.9	1,840.6	2,034.9	2,357.3						
净财务收入 (开支)	(91.2)	(145.5)	(128.1)	(128.1)	(128.1)	营运表现					
税前盈利	1,361.0	1,449.2	1,727.2	1,921.5	2,243.9	SG&A/收入 (%)	32.0%	34.2%	34.5%	33.9%	33.7%
所得税	(448.7)	(416.1)	(485.6)	(539.1)	(630.9)	实际税率 (%)	33.0%	28.7%	28.1%	28.1%	28.1%
少数股东应占利润	(9.4)	3.0	3.7	4.1	4.7	股息支付率 (%)	4.1%	4.5%	5.4%	6.0%	6.9%
净利润	921.7	1,030.0	1,238.0	1,378.3	1,608.3	库存周转	90	77	77	77	77
折旧及摊销	(116.5)	(139.2)	(161.9)	(184.6)	(207.2)	应收账款天数	98	98	98	98	98
EBITDA	1,671.5	1,726.8	2,002.5	2,219.5	2,564.5	应付账款天数	121	115	115	115	115
						财务状况					
增长						负债/股本	0.28	0.11	0.10	0.10	0.09
总收入 (%)	29.1%	10.9%	4.3%	3.0%	9.8%	收入/总资产	0.78	0.83	0.82	0.81	0.85
EBITDA (%)	11.5%	3.3%	16.0%	10.8%	15.5%	ROA	5.9%	6.1%	7.0%	7.4%	8.3%
净利润 (%)	1.5%	11.8%	20.2%	11.3%	16.7%	ROE	11.4%	12.0%	13.5%	14.0%	15.2%
						现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测		2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
现金	3,414.2	3,294.6	4,385.6	4,764.5	5,053.0	税前盈利	1,361.0	1,449.2	1,727.2	1,921.5	2,243.9
应收账款	3,809.4	4,518.4	4,017.7	4,138.0	4,545.0	折旧	119.3	146.9	161.9	184.6	207.2
存货	2,287.2	1,793.8	1,780.4	1,823.9	1,984.6	营运资金变动	(1,078.2)	(513.8)	742.6	(98.9)	(327.6)
其他流动资产	2,827.3	2,437.6	2,437.6	2,437.6	2,437.6	其他	169.7	172.6	(485.6)	(539.1)	(630.9)
<b>总流动资产</b>	<b>12,338.1</b>	<b>12,044.4</b>	<b>12,621.4</b>	<b>13,164.1</b>	<b>14,020.3</b>	营运现金流	571.8	1,254.9	2,146.1	1,468.1	1,492.6
固定资产	1,367.5	1,592.2	1,866.4	2,081.9	2,274.6	资本开支	(365.0)	(388.5)	(400.0)	(400.0)	(400.0)
无形资产	722.7	842.2	842.2	842.2	842.2	其他	(507.6)	(526.5)	-	-	-
其他	2,065.2	2,846.7	2,846.7	2,846.7	2,846.7	投资活动现金流	(872.6)	(915.0)	(400.0)	(400.0)	(400.0)
总资产	16,493.5	17,325.5	18,176.7	18,934.8	19,983.8	负债变化	466.4	188.9	-	-	-
短期负债	2,230.9	953.6	953.6	953.6	953.6	权益变化	-	-	-	-	-
应付帐款、应付票据	2,721.8	2,430.5	2,659.1	2,724.0	2,964.0	股息	(550.4)	(468.8)	(619.0)	(689.2)	(804.1)
其他	1,692.1	2,466.6	2,466.6	2,466.6	2,466.6	其他	314.3	7.3	(36.1)	-	-
总短期负债	6,644.8	5,850.6	6,079.2	6,144.1	6,384.2	融资活动现金流	(236.1)	(461.4)	(655.1)	(689.2)	(804.1)
长期银行贷款	192.9	1,691.4	1,691.4	1,691.4	1,691.4	现金变化	(536.9)	(121.6)	1,091.0	378.9	288.5
<b>其他负债</b>	<b>1,349.1</b>	<b>860.2</b>	<b>860.2</b>	<b>860.2</b>	<b>860.2</b>	期初持有现金	3,929.8	3,414.2	3,294.6	4,385.6	4,764.5
总负债	8,186.8	8,402.2	8,630.8	8,695.7	8,935.7	期末持有现金	3,414.2	3,294.6	4,385.6	4,764.5	5,053.0
少数股东权益	62.5	60.7	64.4	68.4	73.2						
<b>股东权益</b>	<b>8,306.7</b>	<b>8,923.3</b>	<b>9,545.9</b>	<b>10,239.2</b>	<b>11,048.1</b>						

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。