

评级：买入（维持）

市场价格：5.00 港元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：吴思涵

执业证书编号：S0740523090002

Email: wush@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,930	14,346	14,977	15,225	16,634
增长率 yoy%	29.1%	10.9%	4.4%	1.7%	9.3%
净利润(百万元)	922	1,030	1,254	1,352	1,542
增长率 yoy%	1.5%	11.8%	21.8%	7.8%	14.1%
每股收益(元)	0.35	0.39	0.47	0.51	0.58
每股现金流量	0.22	0.47	0.42	0.62	0.48
净资产收益率	11.4%	12.0%	13.0%	12.2%	12.3%
P/E	13.1	11.8	9.7	9.0	7.8
P/B	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9

备注：股价信息为2024年8月21日收盘价

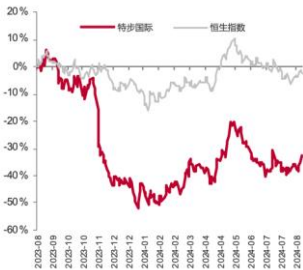
基本状况

总股本(亿股)	26.45
流通股本(亿股)	26.45
市价(港元)	5.00
市值(亿港元)	132
流通市值(亿港元)	132

投资要点

- 特步国际公布2024年中期业绩：报告期实现收入72.03亿元，同增10.44%，归母净利润7.52亿元，同增13.03%，整体表现符合预期。公司中期拟派息每股15.6港仙，派息率50%，同时公司建议宣派特别股息44.7港仙/股。
- 主品牌收入保持稳健增长，电商业务表现亮眼。主品牌特步2024年上半年实现收入57.89亿元，同增长6.6%。其中成人门店上半年净开7家店至6578家，儿童门店上半年净开3家至1706家，预计儿童业务收入保持快速增长趋势。其中H1特步主品牌电商业务收入同比增长20%+，收入占比达30%+，线上表现优异。展望未来，主品牌在渠道端将持续优化门店结构，提升品牌形象与运营效率；产品端特步整体仍立足于跑步赛道、巩固“跑步专家”地位，同时在线上产品策略上更注重高性价比，下调1-2个价格带、聚焦原先优势大众市场。
- 时尚运动国内表现优异，专业运动持续高增长。1)时尚运动板块2024年上半年实现收入8.21亿元，同增9.7%，主因盖世威及帕拉丁在中国内地以品牌重塑提升店效、扩大顾客群，在中国内地收入快速增长85.7%至3.22亿元。随着品牌在认知度提升，截至2024年6月30日盖世威、帕拉丁品牌在亚太区拥有直营门店105家、114家。2)专业运动板块2024年上半年实现收入5.93亿元，同增72.2%，主要由于同店双位数增长和线上销售表现稳健。截至2024年6月30日，索康尼在中国内地共有128家门店。索康尼回归品牌打法、提升经营效率。长期来看索康尼产品力优异且不断丰富产品矩阵（包括通勤、复古系列等），并充分发挥跟主品牌的协同作用，预计后续将加大索康尼加盟渠道拓展力度，助力品牌快速抢占市场。
- 毛利率有所提升，库存结构保持健康水平。1)2024年上半年公司毛利率较上一期增加3.1PCT至46.0%，其中大众运动、时尚运动、专业运动毛利率+0.8PCT、+11.4PCT、+14.8PCT至43.9%/53.4%/56.8%。毛利率提升主要由于大众运动毛利率更高的电商业务占比提升且电商业务毛利率同步提升；时尚运动受益于国内市场贡献增加，DTC模式毛利率更高；专业运动由于收购索康尼以及迈乐合资公司的全部权益成本有所降低。2)2024年H1公司销售费用率为23.5%，同比增加0.3PCT，主要由于广告活动及推广费用提升；公司管理费用率为11.1%，较2023年增加1.3PCT，主要由于更高的员工成本及相关开支。3)公司净利率同增0.2PCT至10.4%。4)2024年6月30日公司存货21.99亿元，同比+22.57%，预计主要由于年初并购索康尼与迈乐增加库存；24Q2渠道库存维持约4个月，目前库龄结

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 特步国际深度：跑鞋专家再升级，新品牌成长可期

构较为健康，以新品为主。

- **盈利预测与投资建议：**公司主品牌通过差异化定位持续聚焦跑步领域，近年来产品力、品牌力、渠道力显著提升，长期看好国货崛起下主品牌的稳步增长，多品牌战略稳步推进，索康尼破圈顺利，有望打开第二增长曲线、拓展中高端市场。考虑到集团正逐步剥离 KP 业务，预计公司将聚焦更多资源在主品牌及索康尼、迈乐业务中，若未来 KP 业务顺利出表，有望提升集团整体盈利水平。综合以上，我们调整 2024-2026 年净利润为 12.54/13.5/15.4 亿元（前值为 12.0/13.4/15.0 亿元），现价对应 PE 分别为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**KP 剥离进度不及预期；运动鞋服市场需求不及预期、行业竞争加剧使得终端销售不及预期；新品牌发展不及预期；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元人民币					单位:百万元人民币				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,295	5,127	6,223	7,669	营业总收入	14,438	15,038	15,293	16,705
应收款项合计	6,015	6,774	6,587	7,232	主营业务收入	14,346	14,977	15,225	16,634
存货	1,794	2,166	2,201	2,389	其他营业收入	92	61	67	72
其他流动资产	940	789	1,010	1,009	营业总支出	13,204	13,477	13,573	14,721
流动资产合计	12,044	14,856	16,021	18,299	营业成本	8,296	8,415	8,548	9,281
固定资产净额	1,592	1,469	1,660	1,432	营业开支	4,909	5,062	5,024	5,439
权益性投资	495	276	320	364	营业利润	1,233	1,561	1,720	1,985
其他长期投资	573	532	460	522	净利息支出	140	137	128	135
商誉及无形资产	1,818	1,724	1,871	1,777	权益性投资损益	15	10	10	10
土地使用权	565	500	535	521	其他非经营性损益	69	80	76	72
其他非流动资产	238	134	159	174	非经常项目前利润	1,177	1,514	1,678	1,932
非流动资产合计	5,281	4,635	5,005	4,790	非经常项目损益	272	250	224	237
资产总计	17,325	19,491	21,026	23,089	除税前利润	1,449	1,764	1,902	2,169
应付账款及票据	2,531	3,004	3,052	3,314	所得税	416	507	546	623
短期借贷及长期借贷当期到	1,372	1,372	1,372	1,372	少数股东损益	3	3	3	4
其他流动负债	1,947	1,939	1,965	2,144	持续经营净利润	1,030	1,254	1,353	1,543
流动负债合计	5,850	6,315	6,389	6,830	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	2,152	2,252	2,352	2,452	净利润	1,030	1,254	1,352	1,542
其他非流动负债	400	461	466	442	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	2,552	2,713	2,818	2,894	归属普通股股东净利润	1,030	1,254	1,352	1,542
负债总计	8,402	9,028	9,207	9,724	EPS (按最新股本摊薄)	0.39	0.47	0.51	0.58
归属母公司所有者权益	8,863	10,400	11,752	13,295					
少数股东权益	61	64	67	71					
股东权益总计	8,923	10,464	11,819	13,365					
负债及股东权益总计	17,325	19,491	21,026	23,089					

现金流量表				
单位:百万元人民币				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,257	1,110	1,650	1,278
净利润	1,030	1,254	1,352	1,542
折旧和摊销	307	188	182	176
营运资本变动	-141	-381	71	-496
其他非现金调整	61	49	45	56
投资活动现金流	-915	265	-98	-220
资本支出	-493	-100	-100	-100
长期投资减少	-603	259	28	-105
少数股东权益增加	-5	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	186	106	-26	-15
融资活动现金流	-461	457	-456	388
借款增加	288	100	100	100
股利分配	-1,605	-1,605	-627	-676
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流	856	1,962	71	964

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	10.9%	4.4%	1.7%	9.3%
归属普通股股东净利润增长率	11.8%	21.8%	7.8%	14.1%
获利能力				
毛利率	42.2%	43.8%	43.9%	44.2%
净利率	7.2%	8.4%	8.9%	9.3%
ROE	12.0%	13.0%	12.2%	12.3%
ROA	6.1%	6.8%	6.7%	7.0%
偿债能力				
资产负债率	48.5%	46.3%	43.8%	42.1%
流动比率	2.1	2.4	2.5	2.7
速动比率	1.8	2.0	2.2	2.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.47	0.51	0.58
每股经营现金流	0.47	0.42	0.62	0.48
每股净资产	3.35	3.93	4.44	5.03
估值比率				
P/E	11.8	9.7	9.0	7.8
P/B	1.4	1.2	1.0	0.9

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。