

特步国际 (01368.HK)

第三季度主品牌流水增长中单位数，索康尼增长超 50%

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

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

执证编码: S0980520040004
执证编码: S0980523070003

事项:

公司公告: 2024年10月23日, 公司发布2024年第三季度营运状况, 第三季度特步主品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长中单位数, 零售折扣7.5折, 渠道库销比4个月。索康尼品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长超过50%。

国信纺织观点:

1、**第三季度特步主品牌流水增长中单位数; 零售折扣7.5折, 库销比4个月, 折扣与库销比环比稳定、同比改善; 索康尼增长超过50%。**

2、**风险提示:** 消费需求复苏不及预期; 品牌形象受损; 品牌恶性竞争加剧; 市场的系统性风险;

3、**投资建议: 看好公司发挥跑步品类专业优势, 主品牌销售稳健增长, 专业品牌快速增长, 以及KP剥离后盈利进一步提升。**第三季度消费环境相比上半年更加疲弱, 公司聚焦跑步领域、发挥跑步品类专业优势, 主品牌流水稳健增长, 专业运动品牌流水快速增长, 同时经营情况稳健, 折扣率与库销比环比稳定、同比改善。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。我们维持盈利预测, 预计2024-2026年净利润分别为12.4/14.4/16.1亿元, 同比增长20.3%/16.0%/12.3%。由于政策提振消费信心, 带动行业估值水平上升, 我们上调公司合理估值区间至6.1-6.6港元(此前为5.6-6.1港元), 对应2024年12-13x PE, 维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 第三季度特步主品牌流水增长中单位数, 零售折扣7.5折, 库销比4个月

1、特步主品牌第三季度流水同比增长中单位数

分渠道看, 线上增长高双位数, 线下小幅增长, 主要受客流影响; 分品类看, 儿童好于成人。

2、特步主品牌第三季度零售折扣7.5折, 库销比4个月, 环比稳定、同比改善

- 1) 第三季度特步主品牌零售折扣7.5折, 环比第二季度稳定, 较去年同期7-7.5折有所改善;
- 2) 第三季度末特步主品牌库销比4个月, 环比第二季度稳定, 较去年同期4.5-5个月下降, 库存健康度较高。

3、第三季度索康尼增长超过50%。

4、**近期情况:** 10月以来趋势向好, 10月至今主品牌流水双位数增长, 索康尼保持高速增长。

5、**管理层展望:** 索康尼全年超过50%的增长目标预计可以达成; 集团整体收入增长有压力, 但随着KP剥离以及降本增效举措成效显现, 净利润目标预计可以达成。

表1：特步主品牌季度运营表现

时间	零售流水增长	库销比	零售折扣
2022Q1	30%~35%	4	7.5折
2022Q2	中双	4.5	7-7.5折
2022Q3	20%~25%	4.5-5	7-7.5折
2022Q4	负高单位数	5.5	7折
2023Q1	约20%	<5	7-7.5折
2023Q2	高双	<5	7.5折
2023Q3	高双	4.5-5	7-7.5折
2023Q4	超过30%	4-4.5	7折
2024Q1	高单	4-4.5	7-7.5折
2024Q2	10%	4	7.5折
2024Q3	中单	4	7.5折

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好公司发挥跑步品类专业优势，主品牌销售稳健增长，专业品牌快速增长，以及 KP 剥离后盈利进一步提升

第三季度消费环境相比上半年更加疲弱，公司聚焦跑步领域、发挥跑步品类专业优势，主品牌流水稳健增长，专业运动品牌流水快速增长，同时经营情况稳健，折扣率与库销比环比稳定、同比改善。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。

我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 12.4/14.4/16.1 亿元，同比增长 20.3%/16.0%/12.3%。由于政策提振消费信心，带动行业估值水平上升，我们上调公司合理估值区间至 6.1-6.6 港元（此前为 5.6-6.1 港元），对应 2024 年 12-13x PE，维持“优于大市”评级。

表2：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	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
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)	15.0	13.4	11.2	9.6	8.6
EV/EBITDA	24.5	26.7	12.9	11.0	10.1
市净率(PB)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS	PE	g	PEG
				2023A	2024E	2025E	2023-2025
1368.HK	特步国际	优于大市	5.23	0.39	0.47	0.54	13.4
可比公司							
2020.HK	安踏体育	优于大市	79.82	3.61	4.82	4.76	22.1
2331.HK	李宁	优于大市	14.72	1.23	1.22	1.37	11.9
1361.HK	361度	优于大市	3.70	0.46	0.55	0.64	8.0

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；注：无评级公司的 EPS 预测来自彭博一致预期。

◆ 风险提示

消费需求复苏不及预期；品牌形象受损；品牌恶性竞争加剧；市场的系统性风险。

相关研究报告：

《特步国际（01368.HK）-上半年净利润增长 13%，经营现金流大幅增长》——2024-08-21

《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

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						
长期负债合计	1542	2552	2552	2553	2555	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	8187	8402	9073	9051	9520	净利润	922	1030	1239	1437	1613
少数股东权益	63	61	62	63	65	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8244	8863	9482	10200	11007	折旧摊销	(250)	(307)	247	272	292
负债和股东权益总计	16494	17325	18617	19315	20592	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						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	4.0%	4.5%	4.5%	5.2%	5.8%	货币资金的期初余额	3930	3414	3295	4172	5290
P/E	15.0	13.4	11.2	9.6	8.6	货币资金的期末余额	3414	3295	4172	5290	6298
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	(399)	667	1828	1829
EV/EBITDA	24.5	26.7	12.9	11.0	10.1	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