

特步国际 (1368 HK, 买入, 目标价: HK\$6.95)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$6.95 当前股价: HK\$5.51

股价上行/下行空间 +26%

52 周最高/最低价 (HK\$) 7.13/3.68

市值 (US\$mn) 1,871

当前发行数量(百万股) 2,645

三个月平均日交易额 (US\$mn) 6

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

群成投资 47

按 2025 年 1 月 13 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	6.95	6.95	N/A
2024E EPS (RMB)	0.47	0.47	N/A
2025E EPS (RMB)	0.53	0.53	N/A
2026E EPS (RMB)	0.59	0.59	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

继续深耕跑步, 预计 25 年同口径营收高单位数增长

- 预计 2024 年营收与归母净利润分别同比增长 1.5%/ 21.3%, 营收同口径下同比增长 7.3%;
- 2025 年营收与归母净利润有望分别同比增长 2.5%/ 11.5%, 预计营收同口径下同比增长 9.2%;
- 维持盈利预测与买入评级, 维持 6.95 港元的目标价, 对应 12 倍 2025 年 P/E。

预计 2024 年营收与归母净利润分别同比增长 1.5%/ 21.3%: 特步发布 4Q24 经营数据, 1) **特步品牌:** 4Q24 流水高单位数增长, 其中大货/儿童流水分别高单/双位数增长; 线上/线下增速分别 20%+/低单位数, 线下连带率与客单价同比基本持平。4Q24 零售折扣小幅改善至 7-75 折; 虽双十一退货率提升, 且春节位于 1 月底需提前备货, 但库销比同比改善至~4 倍。考虑 2024 年全年流水高单位数增长, 我们预计特步品牌 24 年营收同比增长 4.1%。2) Saucony 延续前期的优异表现, 4Q24 流水增长~50%, 24 年全年流水增长超 60%, 有望带动专业运动分部营收同比增长 55%至 12.3 亿元。考虑 KP Global 出表影响, 我们预计 24 年特步整体营收同比增长 1.5%, 同口径下营收同比增长 7.3%, 预计归母净利润同比增长 21.3%。

2025 年营收与归母净利润有望分别同比增长 2.5%/ 11.5%: 1) 特步今年将延续关小开大的渠道策略, 逐步将剩余 30%+的老店升级为九代店, 并进一步丰富性价比跑鞋的供应, 通过提高店效驱动增长。当前 MTD 特步品牌流水双位数增长, 但不排除受农历新年提前的驱动。结合当前终端环境, 我们预计 25 年特步品牌流水中至高单位数增长, **预计特步品牌营收同比增长 6.6%。** 2) 当前 Saucony 服装、通勤与生活品类扩张顺利, 新开店店效已提升至 50 万元 (vs 平均 30+万元), 25 年将进一步推动品类多元化扩张, 并拓展门店面积, 有望带动店效高双位数增长。Saucony 模型已然跑通, 且品牌势能良好, 采用直营模式扩张享更具风险收益比, 因此特步规划逐步收回现有经销门店, 未来主要以直营模式运营。假设今年 Saucony 继续开设~30 家门店, 我们预计 2025 年专业运动分部营收同比增长~35%。结合 KP Global 出表影响, **预计特步国际整体营收 25 年同比增长 2.5%至 149.2 亿元 (同口径下同比增长 9.2%)。** 3) 考虑 2025 年 KP Global 亏损业务完全出表, 在整体毛利率基本持平与专业运动分部 OPM 边际改善预期下, 我们预计 SG&A 费用率同比降低 0.7pct, 由此归母净利率同比提升 0.8pct 至 9.3%, 对应归母净利润同比增长 11.5%至 13.9 亿元。

盈利预测与估值: 维持盈利预测与买入评级, 维持 6.95 港元的目标价, 对应 12 倍 2025 年 P/E: 我们预计特步国际 2024-26 年营收分别同比增长 1.5%/2.5%/8.8%至 145.6/149.2/ 162.4 亿元; 预计归母净利润分别同比增长 21.3%/ 11.5%/ 12.7%至 12.5/ 13.9/ 15.7 亿元。我们继续给予特步国际 12 倍 2025 年 P/E, 维持目标价 6.95 港元不变, 较目前仍有 26%的上升空间。 **风险提示:** 特步品牌流水增速不及预期; 新品牌拓展遇阻; 宏观经济下行; 行业竞争加剧。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	12,930	14,346	14,557	14,924	16,237
息税前利润 (RMBmn)	1,452	1,595	1,924	2,099	2,349
归母净利润 (RMBmn)	922	1,030	1,250	1,393	1,571
每股收益 (RMB)	0.35	0.39	0.47	0.53	0.59
市盈率 (x)	26.4	16.9	9.0	9.5	8.4

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
特步品牌	11,947	12,435	13,259	14,073
K-Swiss & Palladium	1,603	889	0	0
Saucony & Merrell	796	1,233	1,665	2,164
营业收入	14,346	14,557	14,924	16,237
营业成本	(8,296)	(8,119)	(8,335)	(8,998)
毛利润	6,050	6,438	6,589	7,239
管理及销售费用	(4,909)	(4,908)	(4,927)	(5,337)
息税前利润	1,595	1,924	2,099	2,349
息税折旧及摊销前利润	1,902	2,275	2,495	2,788
利息收入	18	20	23	26
利息支出	(145)	(133)	(131)	(130)
税前利润	1,449	1,791	1,968	2,219
所得税	(416)	(537)	(571)	(643)
净利润	1,030	1,250	1,393	1,571
基本每股收益 (RMB)	0.39	0.47	0.53	0.59

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,044	12,329	12,876	13,779
货币资金	3,295	3,722	4,277	4,737
应收账款	6,087	5,982	5,929	6,228
存货	1,794	1,756	1,802	1,946
其他流动资产	869	869	869	869
非流动资产	5,281	5,618	5,941	6,255
固定资产	1,592	1,808	2,019	2,228
无形资产	723	714	704	695
商誉	842	842	842	842
其他	1,289	1,289	1,289	1,289
资产	17,325	17,947	18,817	20,034
流动负债	5,851	5,761	5,870	6,206
短期借款	954	954	954	954
预收账款	0	0	0	0
应付账款	4,196	4,106	4,215	4,550
长期借款	1,691	1,631	1,581	1,541
非流动负债	617	617	617	617
负债	8,402	8,253	8,312	8,607
股份	23	23	23	23
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	8,839	9,606	10,414	11,331
归属于母公司所有者权益	8,863	9,629	10,437	11,354
少数股东权益	61	64	69	73
负债及所有者权益	17,325	17,947	18,817	20,034

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,030	1,250	1,393	1,571
折旧摊销	307	352	396	439
利息（收入）/支出	(128)	(113)	(107)	(104)
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	(361)	(424)	(463)	(539)
营运资本变动	(13)	54	116	(108)
经营活动产生的现金流量	1,255	1,659	1,910	1,907
资本支出	(594)	(613)	(635)	(659)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(900)	(75)	(84)	(94)
投资活动产生的现金流量	(915)	(688)	(720)	(753)
股利支出	469	(483)	(586)	(653)
债务筹集（偿还）	269	(60)	(50)	(40)
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(1,199)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(461)	(543)	(636)	(693)
现金及现金等价物净增加额	(122)	427	555	461
自由现金流	759	938	1,042	1,463

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	10.9	1.5	2.5	8.8
毛利润	14.3	6.4	2.3	9.9
息税折旧及摊销前利润	11.8	19.6	9.7	11.7
净利润	11.8	21.3	11.5	12.7
稀释每股调整收益	11.6	21.2	11.5	12.7
盈利率 (%)				
毛利率	42.2	44.2	44.1	44.6
息税折旧摊销前利润率	13.3	15.6	16.7	17.2
息税前利润率	11.1	13.2	14.1	14.5
净利率	7.2	8.6	9.3	9.7
净资产收益率	11.6	13.0	13.3	13.8
总资产收益率	5.9	7.0	7.4	7.8
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.1	2.1	2.2	2.2
速动比率	1.8	1.8	1.9	1.9
估值比率 (x)				
市盈率	16.9	9.0	9.5	8.4
市净率	2.0	1.2	1.3	1.2
市销率	0.9	0.9	0.9	0.8

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由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特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。