特步国际（1368）

更新报告

买入

2025 年 01 月 16 日

2024 年第四季度表现良好，索康尼更增长 50%

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	服装纺织
股价	5.5 港元
目标价	7.03 港元（+26.7%）
股票代码	1368
已发行股本	26.84 亿股
市值	149 亿港元
52 周高/低	7.13/2.99 港元
每股净现值	3.56 人民币
主要股东	丁水波及其家族信托（49.32%）

- **2024 年第四季度营运表现概况：**于 24 年第四季度，特步主品牌的零售销售环比有所提升，同比也增长高单位数 （部分受益于黄金周双 11 节日的带动）。线上渠道估计有 20%的增长， 儿童也估计有双位数的增长；线下估计有低单位数的增长（受人流的影响，但连带率跟客单价应比较稳定）。折扣率大概是维持在 7-75 折， 环比是略增加（黄金周和双 11 的折扣一般会多一点）；但同比是有所改善。库存周转维持在约 4 个月的健康水平。索康尼的零售销售同比 50%，增长强劲。全年来看：特步主品牌的零售销售同比增长高单位数；索康尼录得超过 60%的增长，优于预期； 迈乐估计有 40%以上的增长。综合来看，相信全年的利润能达到 20%增长的目标。
- **特步主品牌的发展：**门店方面，会继续开大店关小店以提升店效和给消费者更好的体验。目前 9 代店的占比是超过 60%。海外方面： 集团在内部组织上也成立了一个国际事业部， 目前主要是在东南亚市场拓展。2025 年，集团也会增加对中东市场，俄罗斯市场，还有跨境电商的投入。
- **索康尼的发展：** 索康尼自从 2019 年收购以回来， 每年都录得高速的增长，估计 2024 年的规模已超过 10 亿元，店效估计在 30-50 万+水平。2025 年和往后，集团会继续往这个品牌会投入更多。比如：在不同的一线城市开设旗舰店， 但可能会暂停加盟的模式； 增加通勤和复古的产品； 往二线和三线城市发展； 签约代言人。此品牌的毛利率估计有 60%+， 长远的经营利润率有望达 20%或以上的水平。
- **2025 年展望：**据了解，2025 年 1 月到目前的表现还是挺好，估计有双位数的增长；折扣也相对稳定。对于 2025 年全年持有相对乐观的看法。
- **目标价 7.03 港元，维持买入评级：** 2024 年第四季度的营运表现良好，环比和同比都有增长。折扣率同比有改善，库存周转也维持在健康水平。我们相信集团全年的利润能达到 20%增长的目标。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 7.03 港元，相当于预测 2025 年每股盈利的 12 倍。
- **风险因素：**行业的竞争、宏观经济的风险

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	14,712	15,245	16,676
变动（%）	29.1%	10.9%	2.6%	3.6%	9.4%
经营利润（百万人民币）	1,464	1,580	1,828	2,041	2,295
变动（%）	4.9%	7.9%	15.7%	11.6%	12.5%
净利润（百万人民币）	922	1,030	1,242	1,381	1,576
变动（%）	1.5%	11.8%	20.6%	11.2%	14.1%
每股收益（人民币）	36.61	40.76	48.79	53.89	61.09
市盈率@5.55港元（倍）	13.9	12.5	10.5	9.5	8.4
每股派息（人民币）	18.31	20.38	24.40	26.95	30.54
息率（%）	3.6%	4.0%	4.8%	5.3%	6.0%

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	14,712.2	15,245.1	16,676.4		盈利能力					
毛利	5,291.7	6,049.7	6,396.4	6,652.6	7,306.4		毛利率 (%)	40.9%	42.2%	43.5%	43.6%	43.8%
其他业务收入	316.7	438.8	500.2	518.3	567.0		EBIT率 (%)	11.3%	11.0%	12.4%	13.4%	13.8%
销售及管理费用	(4,144.1)	(4,908.5)	(5,068.3)	(5,130.0)	(5,578.3)		净利率(%)	7.1%	7.2%	8.4%	9.1%	9.5%
营运收入	1,464.3	1,579.9	1,828.2	2,040.9	2,295.1							
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	1,732.4	1,945.2	2,199.3		SG&A/收入(%)	32.0%	34.2%	34.5%	33.7%	33.5%
所得税	(448.7)	(416.1)	(487.1)	(560.1)	(618.3)		实际税率 (%)	33.0%	28.7%	28.1%	28.8%	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 (%)	3.7%	4.1%	4.9%	5.4%	6.1%
净利润	921.7	1,030.0	1,241.7	1,381.0	1,576.3		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	1,990.1	2,225.5	2,502.4		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%	2.6%	3.6%	9.4%		收入/总资产	0.78	0.83	0.81	0.81	0.84
EBITDA (%)	11.5%	3.3%	15.2%	11.8%	12.4%		ROA	5.9%	6.1%	7.0%	7.5%	8.1%
净利润 (%)	1.5%	11.8%	20.6%	11.2%	14.1%		ROE	11.4%	12.0%	13.5%	14.1%	14.9%
资产负债表							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年预测	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
现金	3,414.2	3,294.6	4,442.2	4,807.0	5,103.7		税前盈利	1,361.0	1,449.2	1,732.4	1,945.2	2,199.3
应收账款	3,809.4	4,518.4	3,950.1	4,093.2	4,477.5		折旧	119.3	146.9	161.9	184.6	207.2
存货	2,287.2	1,793.8	1,754.3	1,812.7	1,976.7		营运资金变动	(1,078.2)	(513.8)	797.3	(114.3)	(303.3)
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	(487.1)	(560.1)	(618.3)
总流动资产	**12,338.1**	**12,044.4**	**12,584.2**	**13,150.6**	**13,995.6**		营运现金流	571.8	1,254.9	2,204.6	1,455.3	1,484.9
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	18,139.5	18,921.3	19,959.1		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	2,620.1	2,707.2	2,952.2		股息	(550.4)	(468.8)	(620.9)	(690.5)	(788.2)
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	6,040.2	6,127.4	6,372.3		融资活动现金流	(236.1)	(461.4)	(657.0)	(690.5)	(788.2)
长期银行贷款	192.9	1,691.4	1,691.4	1,691.4	1,691.4							
其他负债	1,349.1	860.2	860.2	860.2	860.2		现金变化	(536.9)	(121.6)	1,147.6	364.8	296.7
总负债	8,186.8	8,402.2	8,591.7	8,678.9	8,923.9							
少数股东权益	62.5	60.7	64.4	68.5	73.1		期初持有现金	3,929.8	3,414.2	3,294.6	4,442.2	4,807.0
股东权益	8,306.7	8,923.3	9,547.8	10,242.4	11,035.2		期末持有现金	3,414.2	3,294.6	4,442.2	4,807.0	5,103.7

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

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的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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。