

特步国际(01368)

报告日期: 2025 年 03 月 19 日

KP 剥离增厚利润, Saucony 亮丽高增

——特步国际点评报告

投资要点

□ 特步 24 年报: 如期稳健, KP 剥离带来显著减亏

2024 年集团收入 135.8 亿, 同比+6.5%, 营业利润 19.7 亿, 同比+9.3%, 持续经营业务(特步、Saucony、Merrell) 净利润 13.1 亿, 同比+4.1%, 归母净利润 12.4 亿, 同比+20.2%, 高增来自剥离 KP 业务后的大幅度减亏(KP 对报表负面影响从 23 年的 2.24 亿收窄到 24 年的 0.67 亿)。全年正常分红率保持 50%, 若考虑 KP 剥离带来的一次性特殊分红, 分红率 138%。

□ 特步主品牌: 保持稳健, 25 下半年开始推动 DTC 改革

24 年特步主品牌收入 123.3 亿, 同比+3.2%, 其中鞋类/服装/配饰收入分别同比+11.7%/-7.3%/+16.6%, 毛利率 41.8%, 同比-0.2pp, 下降主要与服装品类需求及毛利率波动有关, 营业利润率 15.9%, 同比+0.1pp, 保持稳定。本年度品牌作为中国跑步第一品牌继续推动专业引领大众战略, 在中国六大马拉松(上海、北京、厦门、广州、成都、无锡) 全局及破三穿着率第一, 在中国男子/女子马拉松百强穿着率亦蝉联第一, 分别达到 33%/25%, 品牌影响力进一步提升。

2025 年, 公司除了继续推动产品创新及品宣加码外, 在渠道层面将正式启动 DTC 战略, 优化零售结构、提振运营效率、提升客户体验、保证市场洞察, 计划 25 下半年至 26 年向 400-500 家特步店铺收回分销权

□ 专业运动板块: Saucony 高增同时盈利能力提升

24 年收入 12.5 亿, 同比+57.2%, 营业利润 7820w, 营业利润率 6.3%, 同比+5.2pp, 其中 Saucony 品牌收入超过 10 亿、同比增长超过 60%, 作为中高端专业跑鞋, Saucony 在波士顿、芝加哥马拉松全局及破三穿着率第二, 在伦敦马拉松全局及破三穿着率第三, 在中国六大马拉松赛事全局穿着率第三, 专业影响力持续扩大。作为集团增长的第二曲线, 2025 年, Saucony 将加强产品开发, 增加服装及生活休闲类产品, 并在现有 145 家门店基础上加快开设新的旗舰店和概念店; Merrell 则将聚焦户外场景, 继续深耕线上。

□ 盈利预测及投资建议:

我们预计 25/26/27 年收入同+6%/+6%/+6%至 144/153/162 亿元, 归母净利润同比+11%/+9%/+9%至 13.8/15.0/16.3 亿元, 对应当前市值的 PE 为 10/9/8X。公司旗下品牌矩阵定位鲜明, 特步品牌作为大众跑步领域龙头其专业性及高性价比持续受到消费者青睐, 160X 系列为代表的明星跑鞋以及丰富的跑步相关赛事、运动员资源持续带动品牌出圈, Saucony 及 Merrell 作为高端及越野跑步品牌代表持续拓展集团目标客群, 继续看好中长期稳健增长趋势, 估值具备吸引力, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 特殊舆论事件, K&P 剥离事项进度不及预期

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,577.22	14,397.01	15,287.05	16,200.65
(+/-) (%)	6.50%	6.04%	6.18%	5.98%
归母净利润	1,238.40	1,375.16	1,498.78	1,627.30
(+/-) (%)	20.23%	11.04%	8.99%	8.58%
每股收益(元)	0.46	0.50	0.54	0.59
P/E	10.92	9.84	9.03	8.31

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

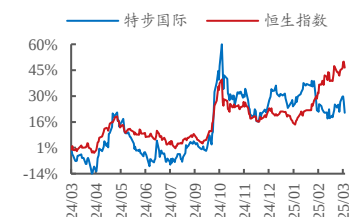
执业证书号: S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$5.28
总市值(百万港元)	14,649.67
总股本(百万股)	2,774.56

股票走势图



相关报告

- 1 《主品牌稳健增长, Saucony 继续亮丽高增》 2024.10.23
- 2 《Saucony 高增领跑, KP 确认剥离增厚集团利润》 2024.09.08
- 3 《增长稳健, 盈利能力提升同时现金流表现亮丽》 2024.08.22

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,230	11,532	12,272	12,811
现金	2,979	2,821	3,120	3,391
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5,011	5,301	5,490	5,562
其它应收款	857	900	945	992
存货	1,596	1,652	1,774	1,828
其他	787	858	944	1,038
非流动资产	4,738	4,430	4,482	4,530
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	453	450	450	450
固定资产	1,669	1,477	1,505	1,528
无形资产	154	154	154	154
其他	2,462	2,349	2,372	2,397
资产总计	15,968	15,961	16,753	17,341
流动负债	5,283	5,320	5,506	5,422
短期借款	1,161	1,103	1,048	996
应付款项	2,195	2,315	2,579	2,567
其他	1,926	1,902	1,879	1,859
非流动负债	1,983	1,937	1,855	1,778
长期借款	1,724	1,637	1,555	1,478
其他	259	300	300	300
负债合计	7,266	7,257	7,362	7,199
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	8,703	8,704	9,392	10,141
负债和股东权益	15,968	15,961	16,753	17,341

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,228	1,431	1,596	1,631
净利润	1,238	1,375	1,499	1,627
折旧摊销	380	240	107	113
财务费用	(98)	(86)	(82)	(76)
投资损失	(33)	(35)	(37)	(39)
营运资金变动	(439)	(269)	(92)	(185)
其它	179	207	200	190
投资活动现金流	651	(846)	(472)	(460)
资本支出	(400)	89	(136)	(136)
长期投资	(42)	(3)	0	0
其他	1,093	(932)	(336)	(324)
筹资活动现金流	(2,197)	(743)	(825)	(899)
短期借款	(639)	(144)	(137)	(130)
长期借款	(1,444)	(743)	(825)	(899)
其他	(114)	144	137	130
现金净增加额	(315)	(158)	299	271

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,577	14,397	15,287	16,201
营业成本	(7,712)	(8,119)	(8,564)	(9,005)
毛利润	5,865	6,278	6,723	7,195
销售费用	(2,868)	(3,167)	(3,378)	(3,613)
管理费用	(1,428)	(1,483)	(1,575)	(1,669)
其他收入及收益	396	387	416	448
营业利润	1,966	2,015	2,186	2,362
财务费用	(98)	(86)	(82)	(76)
以权益法核算的投资收益	33	35	37	39
非持续经营业务亏损	(67)	0	0	0
除税前溢利	1,901	1,965	2,141	2,325
所得税	(596)	(589)	(642)	(697)
净利润	1,238	1,375	1,499	1,627
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,238	1,375	1,499	1,627
EBITDA	2,346	2,255	2,293	2,474
EPS (最新摊薄)	0.46	0.50	0.54	0.59

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	6.50%	6.04%	6.18%	5.98%
营业利润	9.32%	2.53%	8.47%	8.04%
归属母公司净利润	20.23%	11.04%	8.99%	8.58%
获利能力				
毛利率	43.20%	43.61%	43.98%	44.41%
净利率	9.12%	9.55%	9.80%	10.04%
ROE	14.05%	15.80%	16.56%	16.66%
ROIC	22.28%	22.89%	23.69%	24.34%
偿债能力				
资产负债率	45.50%	45.47%	43.94%	41.52%
净负债比率	-1.08%	-0.92%	-5.50%	-9.04%
流动比率	2.13	2.17	2.23	2.36
速动比率	1.82	1.86	1.91	2.03
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.90	0.93	0.95
应收账款周转率	2.98	3.00	3.00	3.10
应付账款周转率	3.26	3.60	3.50	3.50
每股指标(元)				
每股收益	0.46	0.50	0.54	0.59
每股经营现金	0.46	0.52	0.58	0.59
每股净资产	3.24	3.14	3.38	3.66
估值比率				
P/E	10.92	9.84	9.03	8.31
P/B	1.55	1.55	1.44	1.33
EV/EBITDA	7.59	7.97	7.75	7.01

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20 % 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10 % ~ + 20 %；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 % 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与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收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>