

特步国际 (1368 HK, 买入, 目标价: HK\$7.00)

买入

持有

卖出

预计 2025 年营收与归母净利润分别同比增长 6%/ 13%

目标价: HK\$7.00 当前股价: HK\$5.55

股价上行/下行空间 +26%

52 周最高/最低价 (HK\$) 7.13/4.15

市值 (US\$mn) 1,982

当前发行数量(百万股) 2,775

三个月平均日交易额 (US\$mn) 9

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Group Success 47

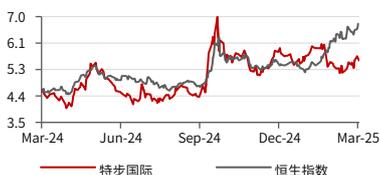
按 2025 年 3 月 19 日收市数据

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\$)	7.00	6.95	1%
2025E EPS (RMB)	0.50	0.53	-4%
2026E EPS (RMB)	0.55	0.59	-8%
2027E EPS (RMB)	0.59	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

- 特步品牌 24 年稳步增长, Saucony 处于黄金发展期;
- 预计 2025 年营收与归母净利润分别同比增长 6.4%/ 13.0%至 144.5/14.0 亿元;
- 维持买入评级, 小幅上调目标价 1%至 7.00 港元, 对应 12 倍 2026 年 P/E。

2024 年业绩符合预期: 1) 特步发布 2024 年业绩, 营收/归母净利润分别同比增长 6.5%/ 20.2%至 135.8/12.4 亿元, 毛利率同比提升 1.4pcts 至 43.2%, 带动归母净利润率同比提升 1.0pct 至 9.1%。2) **分品牌:** 受益于线上拉动, 特步品牌 24 年营收同比增长 3.2%, 线上占比提升也推动特步品牌经营利润率小幅改善 0.1pct 至 15.9%; Saucony 在中国大陆门店数量同比增加 35 家至 145 家, 同店也实现双位数增长, 驱动专业运动分部营收大幅增长 57.2%至 12.5 亿元; 收购合营公司全部权益推动分部毛利率大幅提升 17.2pcts 至 57.2%, 规模快速扩张下, 经营利润率也同比改善 5.2pcts 至 6.3%。

2025 年营收与归母净利润有望分别同比增长 6.4%/ 13.0%: 1) 特步今年继续丰富性价比跑鞋的供应, 并规划推出更多缓震产品以加宽旗舰品类布局, 服装也将更为强调功能性; 渠道端则将延续关小开大策略, 将剩余 30%+老店升级为九代店, 并收回部分区域门店以直营模式运营。2) 结合当前的终端环境, 我们预计 2025 年特步品牌流水中单位数增长; 考虑特步规划 2H25 收回 100 家门店转为直营模式运营, 货品回收冲减营收 2%-3%, **我们预计特步品牌营收同比增长 3.2%。** 3) Saucony 服装、通勤与生活品类的扩张进展顺利, 当前鞋类以外产品占比改善至~20%, 新开店月店效提升至 50 万元 (平均 35-40 万元), 今年随门店面积进一步扩大与服装占比继续提升, 店效有望实现至少高双位数的增长, 在继续开设 35 家店预期下, 我们预计专业运动分部营收同比增长~38%。**由此我们预计特步国际整体营收 25 年同比增长 6.4%。** 4) 在营收结构变化驱动 2025 年毛利率同比提升 0.5pct, 且部分门店转为直营模式, SG&A 费用率同比增加 0.6pct 的预期下; 考虑 2024 年一次性所得税冲击, **我们预计今年归母净利润率同比提升 0.6pct 至 9.7%。**

盈利预测与估值: 维持买入评级, 上调目标价 1%至 7.00 港元, 对应 12 倍 2026 年 P/E: 我们下调 2025/26 年营收 3.2%/5.5%, 并引入 2027 年预测, 预计营收分别同比增长 6.4%/ 6.2%/ 5.3%至 144.5/ 153.5/ 161.6 亿元; 调整 2025/26 年归母净利润+0.5%/ -3.2%, 并引入 2027 年预测, 预计归母净利润分别同比增长 13.0%/ 8.7%/ 7.1%至 14.0/ 15.2/ 16.3 亿元。我们将估值基准年份切换至 2026 年, 并给予特步国际 12 倍 P/E, 对应新目标价 7.00 港元, 较旧目标价上调 1%, 较目前股价仍有 26%的上升空间。**风险提示:** 特步品牌流水增速不及预期; 新品牌拓展受阻; 宏观经济下行; 行业竞争加剧。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	14,346	13,577	14,453	15,346	16,162
息税前利润 (RMBmn)	1,595	1,999	2,088	2,260	2,412
归母净利润 (RMBmn)	1,030	1,238	1,400	1,521	1,629
每股收益 (RMB)	0.39	0.46	0.50	0.55	0.59
市盈率 (x)	17.4	9.5	10.3	9.5	8.9

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

图表 1: 盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,924	16,237	N/A	14,453	15,346	16,162	-3.2%	-5.5%	N/A
毛利率 (%)	44.1%	44.6%	N/A	43.7%	44.2%	44.8%	-0.5ppt	-0.3ppt	N/A
销售费用	3,385	3,667	N/A	3,107	3,345	3,588	-8.2%	-8.8%	N/A
销售费用率 (%)	22.7%	22.6%	N/A	21.5%	21.8%	22.2%	-1.2ppts	-0.8ppt	N/A
管理费用	1,542	1,669	N/A	1,546	1,642	1,729	0.3%	-1.6%	N/A
管理费用率 (%)	10.3%	10.3%	N/A	10.7%	10.7%	10.7%	0.4ppt	0.4ppt	N/A
归母净利润	1,393	1,571	N/A	1,400	1,521	1,629	0.5%	-3.2%	N/A
归母净利率 (%)	9.3%	9.7%	N/A	9.7%	9.9%	10.1%	0.3ppt	0.2ppt	N/A
EPS (元)	0.53	0.59	N/A	0.50	0.55	0.59	-4.2%	-7.7%	N/A

资料来源: 公司公告, 华兴证券

图表 2: 可比公司相对估值表

股票代码	公司名称	货币单位	现价	市值 (百万)	归母净利润YoY				P/E			
					2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024A/E	2025E	2026E
NKE.US	耐克公司	美元	72.99	107,962	-16%	12%	-48%	-1%	22.6	19.6	36.9	36.4
ADS.GR	阿迪达斯	欧元	226.20	40,716	N/A	N/A	65%	48%	N/A	53.3	29.8	20.0
LULU.US	露露柠檬	美元	329.57	38,323	27%	26%	10%	5%	32.7	25.8	22.9	21.3
2020.HK	安踏体育	港元	97.90	274,826	35%	38%	-1%	10%	25.5	18.3	18.5	16.8
2331.HK	李宁	港元	18.92	48,904	-22%	-3%	6%	6%	14.4	14.9	14.0	13.3
平均					6%	18%	6%	14%	23.8	26.4	24.4	21.6
1368.HK	特步国际	港元	5.55	15,399	12%	20%	13%	9%	13.4	11.3	10.3	9.5

注: 安踏体育、李宁与特步国际来自华兴预测; 截至 2025 年 3 月 19 日。

资料来源: Wind, Factset, 公司公告, 华兴证券

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
Xtep brand	12,327	12,727	13,103	13,359
Saucony & Merrell brands	1,250	1,725	2,243	2,804
营业收入	13,577	14,453	15,346	16,162
营业成本	(7,712)	(8,140)	(8,558)	(8,920)
毛利润	5,865	6,313	6,789	7,243
管理及销售费用	(4,295)	(4,654)	(4,987)	(5,317)
息税前利润	1,999	2,088	2,260	2,412
息税折旧及摊销前利润	2,374	2,464	2,675	2,865
利息收入	16	16	19	22
利息支出	(98)	(88)	(87)	(86)
税前利润	1,901	2,000	2,173	2,327
所得税	(596)	(600)	(652)	(698)
净利润	1,238	1,400	1,521	1,629
基本每股收益 (RMB)	0.46	0.50	0.55	0.59

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,230	10,952	11,702	12,474
货币资金	2,979	3,003	3,526	4,002
应收账款	6,058	5,667	5,808	6,028
存货	1,596	1,684	1,771	1,846
其他流动资产	597	597	597	597
非流动资产	4,738	4,984	5,225	5,462
固定资产	1,669	1,813	1,959	2,110
无形资产	17	18	19	20
商誉	4	4	4	4
其他	2,290	2,290	2,290	2,290
资产	15,968	15,936	16,926	17,936
流动负债	5,283	5,497	5,706	5,887
短期借款	1,161	1,161	1,161	1,161
预收账款	0	0	0	0
应付账款	3,857	4,071	4,280	4,462
长期借款	867	817	777	737
非流动负债	941	941	941	941
负债	7,266	7,430	7,599	7,740
股份	24	24	24	24
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	8,679	8,483	9,304	10,172
归属于母公司所有者权益	8,703	8,507	9,328	10,196
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	15,968	15,936	16,926	17,936

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

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,238	1,400	1,521	1,629
折旧摊销	375	377	415	453
利息（收入）/支出	(81)	(72)	(68)	(64)
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	(856)	(528)	(584)	(634)
营运资本变动	(111)	516	(18)	(114)
经营活动产生的现金流量	1,228	2,255	1,876	1,917
资本支出	(445)	(586)	(613)	(641)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	1,096	0	0	0
投资活动产生的现金流量	651	(586)	(613)	(641)
股利支出	(1,444)	(1,596)	(700)	(760)
债务筹集（偿还）	(753)	(50)	(40)	(40)
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(0)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(2,197)	(1,646)	(740)	(800)
现金及现金等价物净增加额	(317)	24	523	476
自由现金流	1,346	638	1,298	1,505

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(5.4)	6.4	6.2	5.3
毛利润	(3.0)	7.6	7.5	6.7
息税折旧及摊销前利润	24.8	3.8	8.5	7.1
净利润	20.2	13.0	8.7	7.1
稀释每股调整收益	18.3	9.3	8.7	7.1
盈利率 (%)				
毛利率	43.2	43.7	44.2	44.8
息税折旧摊销前利润率	17.5	17.1	17.4	17.7
息税前利润率	14.7	14.4	14.7	14.9
净利率	9.1	9.7	9.9	10.1
净资产收益率	14.2	16.5	16.3	16.0
总资产收益率	7.8	8.8	9.0	9.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.1	2.0	2.1	2.1
速动比率	1.8	1.7	1.7	1.8
估值比率 (x)				
市盈率	9.5	10.3	9.5	8.9
市净率	1.4	1.7	1.6	1.4
市销率	1.1	1.0	0.9	0.9

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%。