

公司研究

主品牌稳健增长、专业运动板块表现亮眼，坚持聚焦跑步赛道

——特步国际（1368.HK）2024 年中期业绩点评

买入（维持）

当前价：5.08 元港币

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

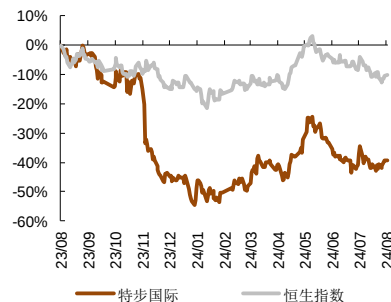
021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.45
总市值(亿港元):	134.34
一年最低/最高(港元):	3.61/8.30
近 3 月换手率:	24.8%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.2	-3.3	-32.8
绝对	4.7	-12.1	-33.4

资料来源：Wind

相关研报

23 年业绩符合预期、索康尼如期盈利，期待多品牌继续发力（2024-03-19）

23Q4 流水增长理想、库存环比改善，24 年期待多品牌健康增长（2024-01-09）

收购索康尼合资公司 50% 股权及索康尼在华 40%IP，多品牌矩阵日益成熟（2023-12-18）

要点

事件：

24 年上半年收入、归母净利润同比+10.4%、+13.0%

特步国际发布 2024 年中期业绩。公司 2024 年上半年实现营业收入 72.0 亿元，同比增长 10.4%，归母净利润 7.5 亿元，同比增长 13.0%，EPS 为 0.30 元，拟每股派发现金红利 0.156 港元、派息比率为 50.0%，加上 8 月初曾公告拟每股派特别股息 0.447 港元，合计分红回报可观。

上半年毛利率提升幅度超费用率，同时其他收入减少（政府补助、金融资产及定期存款收益等），综合来看经营利润率/归母净利率分别为 15.2%/10.4%，分别同比+0.1/+0.2PCT。

零售流水方面，24 年上半年特步主品牌流水同比增长高单位数。分季度来看，24Q1/Q2 特步主品牌流水分别同比增长高单位数/约 10%。

点评：

上半年特步主品牌/时尚运动/专业运动收入同比+6.6%/+9.7%/+72.2%

分品类来看，24 年上半年收入中鞋类/服装/配饰各占 61.7%/36.2%/2.1%，收入分别同比+14.3%/+4.3%/+11.8%。

分品牌来看，24 年上半年大众运动（特步主品牌）/时尚运动（盖世威、帕拉丁）/专业运动（索康尼、迈乐）收入各占 80.4%/11.4%/8.2%，收入分别同比+6.6%/+9.7%/+72.2%。其中，特步主品牌中特步儿童 24 年上半年收入同比增长约 18%左右；电商收入同比增长超 20%，收入占比超 30%；时尚运动板块中中国市场增长强劲、收入同比增长超过 80%、占比接近 40%；专业运动增长领先，得益于双位数同店增长和稳健的线上表现。

线下渠道方面，截至 2024 年 6 月末，特步成人门店数共计 6578 家（较 24 年初净增加 7 家），特步儿童门店数共计 1706 家（+3 家）；时尚运动品牌盖世威、帕拉丁在亚太区门店数分别为 105 家（+4 家），114 家（+20 家）；专业运动品牌索康尼在国内的门店数分别为 128 家（+18 家）。

毛利率提升幅度超费用率，存货较年初增加，经营净现金流增加

毛利率：24 年上半年毛利率同比提升 3.1PCT 至 46.0%。分品牌来看，大众运动/时尚运动/专业运动毛利率为 43.9%/53.4%/56.8%，同比+0.8/+11.4/-0.4PCT，其中大众运动毛利率提升系电商贡献增加，其毛利率高于批发，且电商毛利率亦有提升；时尚运动毛利率提升主要系以 DTC 为主的中国市场贡献增加，DTC 渠道毛利率较高，且与去年相比清理存货较少；专业运动毛利率下降主要系毛利率较低的加盟渠道占比提升所致。分品类来看，鞋类、服装、配饰毛利率分别为 46.1%/46.5%/34.4%，分别同比+4.4/+1.5/-3.4PCT。

费用率：24 年上半年期间费用率同比提升 1.5PCT 至 35.5%，其中销售、管理、财务费用率分别为 23.5%/11.1%/0.9%，分别同比+0.3/+1.4/-0.3PCT，其中管理费用率提升主要系公司收购索康尼及迈乐合资企业的股权，相应合并专业运动板块的员工开支所致。从费用类型来看，广告及推广费用/员工成本支出/研发费用占总收入的比重分别为 13.3%/10.8%/2.2%，分别同比+0.1/+0.8/-0.5PCT，广告及推广费用率提升主要系公司收购索康尼及迈乐合资企业的股权、相应合并专业运动板块市场推广开支，以及电商平台费用、DTC 相关费用增加所致。

营业利润率：24 年上半年公司营业利润率为 15.2%，同比提升 0.1PCT。**分品牌来看**，大众运动营业利润率为 20.6%，同比提升 0.2PCT；时尚运动营业利润仍为亏损，亏损 0.99 亿元、亏损幅度同比扩大 49.6%；专业运动营业利润盈利 0.23 亿元，营业利润率为 3.9%、同比持平。

其他财务指标：1) **存货** 24 年 6 月末较 24 年初增加 22.6%至 22.0 亿元，同比减少 8.7%，存货较年初增加主要系公司收购索康尼及迈乐合资企业的股权、新品牌主要以 DTC 模式运营所致，而主品牌库存仍保持健康；存货周转天数为 94 天，同比减少 21 天。2) **应收账款** 24 年 6 月末较 24 年初减少 2.2%至 44.2 亿元，同比增加 17.4%；应收账款周转天数为 114 天，同比增加 8 天。3) **经营净现金流**上半年为 8.3 亿元，同比增加 211.6%。4) **所得税率**上半年为 28.1%、同比提升 1.3PCT，主要系营运表现改善致应纳税收入增加及时尚运动板块亏损增加所致。

上半年主品牌稳健增长、专业运动板块表现亮眼，多品牌深耕跑步赛道、剥离 KP 后集团资源进一步聚焦

上半年特步主品牌保持稳健增长、专业运动板块增长亮眼，公司于 5 月宣布战略剥离盖世威和帕拉丁品牌，未来将持续聚焦跑步领域。具体来看，特步主品牌不断巩固在跑步领域的优势地位，并加强跑步生态圈建设。主品牌不断拓宽价格带，提供高性价比、功能性突出的跑鞋产品，上半年推出的 260X/360X 售价分别为 799/599 元、销售表现亮眼。渠道端主品牌线下优化门店形象，持续开大店、关小店；线上收入增长突出，新兴渠道（抖音/视频号/得物）收入增长超 80%， “618” 大促线上 GMV 增长超 40%。

专业运动板块方面，索康尼持续聚焦双精英人群，在国际马拉松赛道中穿着率位列国际品牌前三名，逐渐占领跑者心智，其通过代言人签约/产品创新/渠道升级/活动赞助等方式，加强品牌推广力度；**迈乐**持续增强越野跑和户外产品，其主要专注线上渠道。

展望下半年，终端需求仍较为疲弱，主品牌线下客流仍有一定压力，专业运动板块中索康尼和迈乐处于成长期、预计仍有不错增长，全年专业运动板块收入增长目标由 30~40%上调至 50%以上。公司总体下半年将更加注重费用控制和库存管理，收入增长预计将低于年初制定的目标，而利润端在盖世威和帕拉丁剥离、对集团亏损拖累减轻的背景下预计同比增速将达 20%以上。

我们继续看好公司持续深耕跑步领域，特步主品牌、索康尼及迈乐协同发力，巩固强化市场份额。考虑盖世威和帕拉丁剥离将减少对公司利润端拖累，我们上调公司 24~26 年盈利预测（归母净利润较前次盈利预测分别上调 7%/7%/7%），对应 24/25/26 年 EPS 分别为 0.47/0.53/0.60 元，PE 分别为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内需求持续疲软、线下客流恢复不及预期；库存积压；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用投入不当、小品牌培育不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,930	14,346	14,737	15,130	16,553
营业收入增长率	29.1%	10.9%	2.7%	2.7%	9.4%
归母净利润（百万元）	922	1,030	1,249	1,414	1,585
归母净利润增长率	1.5%	11.8%	21.2%	13.2%	12.1%
EPS（元）	0.35	0.39	0.47	0.53	0.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.2%	11.6%	13.2%	13.9%	14.4%
P/E	13	12	10	9	8
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-08-20，港币汇率采用 1HKD=0.9160RMB 计算

附表：公司主品牌零售表现

指标	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
零售同比增速	增长 30~35%	增长中双位数	增长 20~25%	下滑高单位数	增长约 20%	增长高双位数	增长高双位数	增长超 30%	高单位数	10%
折扣水平	75 折	7~75 折	7~75 折	7 折	7~75 折	75 折	7~75 折	7 折	7~75 折	75 折
库存周转	约 4 个月	约 4.5 个月	4.5~5 个月	约 5.5 个月	少于 5 个月	少于 5 个月	约 4.5~5 个月	约 4~4.5 个月	约 4~4.5 个月	约 4 个月

资料来源：公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12930	14346	14737	15130	16553
营业成本	(7639)	(8296)	(8380)	(8670)	(9442)
营业毛利	5292	6050	6357	6461	7111
销售费用	(2690)	(3369)	(3318)	(3109)	(3387)
管理费用	(1454)	(1540)	(1651)	(1604)	(1745)
财务收入/费用净额	(91)	(145)	(136)	(126)	(118)
EBT	1361	1449	1756	1988	2228
所得税	(449)	(416)	(504)	(571)	(640)
净利润 (不含少数股东损益)	922	1030	1249	1414	1585
EPS(元)	0.35	0.39	0.47	0.53	0.60

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	572	1255	1535	1691	1769
净利润	922	1030	1249	1414	1585
折旧摊销	241	305	347	328	312
营运资本变化	(643)	(58)	(63)	(54)	(131)
其他经营活动产生的现金	61	(26)	0	0	0
投资活动产生现金流	(873)	(915)	(210)	(210)	(210)
资本性支出	(379)	(493)	(210)	(210)	(210)
投资变化	(494)	(422)	0	0	0
其他投资活动产生的现金	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(236)	(461)	(624)	(707)	(793)
债务净增加	695	263	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付的股利合计	(550)	(515)	(624)	(707)	(793)
其他筹资活动产生的现金	(381)	(210)	0	0	0
净现金流	(537)	(122)	701	774	766

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	40.9%	42.2%	43.1%	42.7%	43.0%
EBITDA 率	13.1%	13.2%	15.2%	16.1%	16.1%
EBIT 率	11.2%	11.1%	12.8%	14.0%	14.2%
税前净利润率	10.5%	10.1%	11.9%	13.1%	13.5%
归母净利润率	7.1%	7.2%	8.5%	9.3%	9.6%
ROA	5.6%	5.9%	6.9%	7.4%	7.9%
ROE (摊薄)	11.2%	11.6%	13.2%	13.9%	14.4%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	49.6%	48.5%	47.6%	46.1%	44.7%
流动比率	1.9	2.1	2.1	2.2	2.4
速动比率	1.5	1.8	1.8	1.9	2.0
归母权益/有息债务	3.0	3.0	3.2	3.4	3.7
有形资产/有息债务	5.5	5.3	5.6	5.8	6.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄, 港币汇率采用 1HKD=0.9160RMB 计算

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,338	12,044	13,077	14,027	15,068
货币资金	3,414	3,295	3,996	4,770	5,536
应收账款及应收票据合计	4,213	4,975	5,038	5,160	5,271
存货 (净值)	2,287	1,794	2,063	2,117	2,280
其他流动资产	2,424	1,981	1,981	1,981	1,981
非流动资产	4155	5281	5144	5026	4925
固定资产/PP&E	1368	1592	1533	1480	1432
无形资产	723	723	709	696	682
商誉	830	842	842	842	842
其他非流动资产	1235	2123	2060	2009	1968
总资产	16494	17325	18221	19054	19993
流动负债	6645	5851	6119	6242	6385
短期借款	2231	954	954	954	954
应付账款及票据	2772	2531	2799	2922	3065
应交税费	108	63	63	63	63
其他流动负债	1534	2304	2304	2304	2304
非流动负债	1542	2552	2552	2552	2552
长期借款	193	1691	1691	1691	1691
其他非流动负债	1349	860	860	860	860
负债合计	8187	8402	8671	8793	8936
股本	23	23	23	23	23
储备	8221	8839	9464	10171	10963
少数股东权益	63	61	64	67	70
股东权益合计 (不含少数股东权益)	8244	8863	9487	10194	10986
股东权益合计 (含少数股东权益)	8307	8923	9551	10261	11056
负债及股东权益合计	16494	17325	18221	19054	19993

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	20.8%	23.5%	22.5%	20.6%	20.5%
管理费用率	11.2%	10.7%	11.2%	10.6%	10.5%
财务费用率	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
所得税率	33.0%	28.7%	28.7%	28.7%	28.7%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利(HKD)	0.19	0.21	0.26	0.29	0.33
每股经营现金流	0.22	0.47	0.58	0.64	0.67
每股净资产	3.14	3.37	3.61	3.88	4.18
每股销售收入	4.89	5.42	5.57	5.72	6.26

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	13	12	10	9	8
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.3	8.7	7.9	6.7	6.2
股息率	3.8%	4.2%	5.1%	5.8%	6.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP