

# 特步国际 (01368)

## ——四季度零售回暖，索康尼延续亮眼表现

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

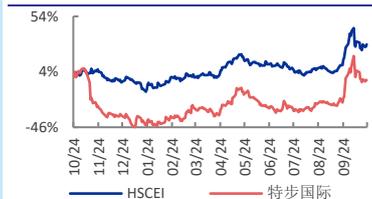
投资要点：

- **特步国际发布 2024 年四季度运营数据，表现符合预期。** 24Q4 及全年主品牌全渠道销售额为高单位数增长，其中，功能性跑鞋成为推动主品牌增长的核心动力，2024 年增长约 30%。索康尼 24Q4 全渠道增长约 50%，全年增长超 60%，延续亮眼表现。
- **分渠道看，线上增长好于线下，零售渠道结构不断优化。** 根据公司 24Q4 公开业绩交流，四季度主品牌电商销售增长超 20%，儿童业务板块在电商渠道持续发力，展现出强劲的增长势头。线下虽然受到客流下滑的影响，销售仍有低单位数增长，通过开新店、关小店等渠道的优化升级、推出更契合市场需求的产品带动更高效的线下零售。主品牌 2024 年上半年平均月店效约 19 万，年底随着旗舰店布局及运营优化店效持续提升。目前主品牌九代店占比已超过六成，2025 年公司计划继续推出新的跑步店型，进一步优化渠道结构。
- **库存水位健康，折扣水平同比 23 年同期有所改善。** 特步主品牌库销比约为 4 个月，保持在健康水平。四季度主品牌折扣率为 7-7.5 折，由于四季度黄金周和双十一等促销活动，环比略有加深，但同比 2023 年同期仍有改善，整体运营质量较为稳健。
- **索康尼表现出色，25 年将加大产品及渠道布局。** 索康尼自收购以来其发展势头强劲，每年都保持高速增长，2024 年零售额成功突破 10 亿大关。2025 年公司计划加大对该品牌的投入，渠道上弱化加盟模式，更多在一线城市开设旗舰店，以提升品牌形象和市场影响力，目前索康尼品牌在北京、上海的核心门店月店效达到 60 万以上。在品类拓展方面，随着品牌的研发投入及服装的产品力提升，后续将会增加产品 SKU，包括通勤、OG 系列、复古系列等产品，预计未来 5 年索康尼将成为公司增长的重要引擎。
- **全年业绩向好，库存绝对额预计有所下降，现金流向好。** 公司四季度零售回暖，24 年终端流水表现符合内部预期，对全年收入及利润规划达成具有信心。随着黄金周、双十一大促等对库存的消化，预计年 24 年底库存金额较中报有所下降，并驱动现金流改善。但由于 25 年春节较 24 年更早，旺季备货或导致存货的同比降幅不明显，为短期节日错位影响。
- **公司持续优化多品牌矩阵，24 年剥离时尚运动品牌，聚焦核心跑步业务，优化资源配置，有利于夯实专业运动优势地位，维持“买入”评级。** 维持盈利预测，预计 24-26 年净利润分别为 12.4/13.9/15.1 亿元，对应 PE11/10/9 倍。收入层面，24 年收入表现增速下滑是口径差异导致，由于品牌剥离后不再并表，故 24-26 年收入仅统计主品牌与 2 个专业运动品牌，23 年收入为包含时尚运动在内的 5 个品牌加总。可比口径下，24 年收入为增长 5%（均剔除时尚运动）。公司在时尚品牌剥离后业务更加聚焦跑步赛道，有助于强化跑步业务优势，发挥品牌的协同效应，继续看好未来发展，维持买入评级。
- **风险提示：** 消费恢复低于预期；存货风险增加；市场竞争加剧风险。

市场数据： 2025年01月09日

收盘价 (港币)	5.60
恒生中国企业指数	6978.97
52 周最高/最低 (港币)	7.13/3.68
H 股市值 (亿港元)	150.28
流通 H 股 (百万股)	2,683.65
汇率 (人民币/港币)	1.0822

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
刘佩 A0230523070002  
liupeis@swsresearch.com

联系人

刘佩  
(8621)23297818x  
liupeis@swsresearch.com

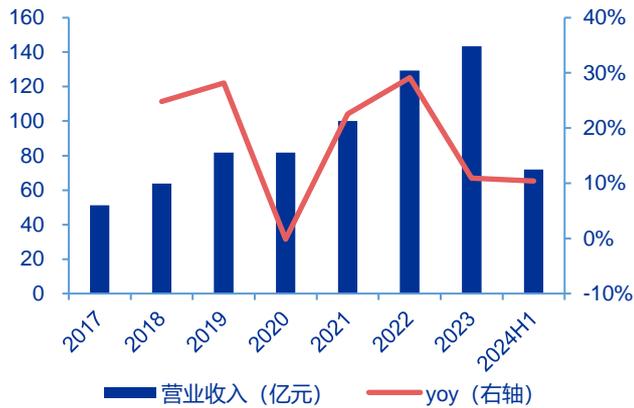
财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入 (亿元)	129	143	133	145	158
同比增长率 (%)	29%	11%	-7%	9%	9%
归母净利润 (亿元)	9.2	10.3	12.4	13.9	15.1
同比增长率 (%)	1%	12%	20%	13%	9%
每股收益 (元/股)	0.37	0.41	0.47	0.53	0.57
毛利率 (%)	41%	42%	45%	45%	45%
市盈率	15	13	11	10	9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



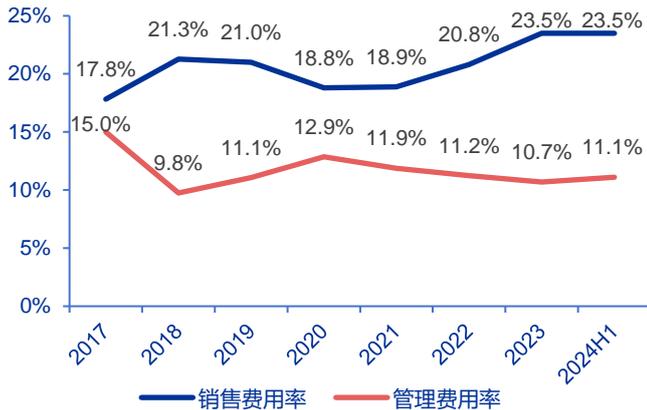
申万宏源研究微信服务号

**图 1: 24H1 公司收入同比增长 10.4%至 72.0 亿元**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 2: 24H1 归母净利润同比增长 13%至 7.5 亿元**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 3: 24H1 销售费用率增长 0.3pct 至 23.5%，管理费用率增长 1.3pct 至 11.1%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 4: 24H1 毛利率提升 3.1pct 至 46.0%，净利率上升 0.2pct 至 10.4%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 1: 公司分季度零售额表现**

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	
2022	零售流水 yoy (包括线上线下)	30-35%	中双位数	20-25%	高单位数下降	中双位数增长
	零售折扣水平	约七五折	七折至七五折	七折至七五折	7 折	
	库销比	约四个月	约四个半月	约四个半到五个月	约五个半月	约五个半月
2023	零售流水 yoy (包括线上线下)	20%左右	高双位数	高双位数	30%以上	20%以上
	零售折扣水平	7-7.5 折	7.5 折	7-7.5 折	7 折	
	库销比	约五个月	小于五个月	4.5-5 个月	4-4.5 个月	4-4.5 个月
2024	零售流水 yoy (包括线上线下)	高单位数	10%	中单位数	高单位数	高单位数
	零售折扣水平	7-7.5 折	约 7.5 折	约 7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折
	库销比	- 个月	约 个月	约 个月	约 个月	约 个月

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**合并损益表**

单位: 百万元, 人民币	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
收入	12,930	14,346	13,346	14,499	15,800
成本	-7,639	-8,296	-7,388	-7,988	-8,656
毛利	5,292	6,050	5,958	6,511	7,144
销售费用	-2,690	-3,369	-3,136	-3,335	-3,602
管理费用	-1,454	-1,540	-1,468	-1,595	-1,659
其他收入及收益,净额	317	439	480	560	439
经营溢利	1,464	1,580	1,834	2,142	2,322
财务收入/(费用)净额	-91	-145	-133	-145	-158
应占联营公司损益	-12	15	20	-60	-60
除税前溢利	1,361	1,450	1,720	1,937	2,104
所得税	-449	-416	-482	-542	-589
净利润	912	1,034	1,239	1,394	1,515
归母净利润	922	1,031	1,236	1,391	1,512
少数股东损益	-9	3	3	3	3

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。