

Q4 主品牌稳健增长，索康尼保持高增

核心观点

- 特步品牌：**24Q4 特步品牌零售销售同比增长高单位数，环比 24Q3 提速。24Q4 零售折扣水平约 70~75 折，24Q3 为 75 折。截至 Q4 末渠道存货周转天数在 4 个月左右，环比持平。品牌方面，特步于 2024 年的上海马拉松中首次超越国际品牌，登顶全局跑鞋穿着率第一；另外，特步在中国精英跑者中取得最高的穿著率，巩固了其在跑步市场的领导地位，2024 年分别连续第三年和第二年蝉联中国前 100 名男子和女子马拉松选手穿着率榜首。
- 索康尼品牌：**24Q4 索康尼品牌零售及继续保持高增长，销售同比增长约 50%，全年增长超过 60%，展现其较强的增长动能。11 月 30 日和 12 月 31 日，索康尼进一步扩大新形象店布局，在北京合生汇和上海港汇恒隆广场分别揭幕了首个城市体验店和第二个月球概念店。
- 我们看好公司主品牌持续深耕跑步领域带来的长期价值和竞争力，对索康尼的未来更是充满期待。展望未来，主品牌预计实现稳健增长，索康尼有望继续实现高增，逐步形成公司第二成长曲线，另外考虑到公司已顺利剥离 KP 业务，集团整体盈利水平有望得到提升。

盈利预测与投资建议

- 根据 24Q4 流水数据，我们微调了盈利预测，预计 2024-2026 年每股收益分别为 0.47、0.55 和 0.63 元（原 0.47、0.55 和 0.62 元），参考可比公司，给予公司 2025 年 12 倍 PE 估值，对应目标价 7 港币（1 人民币=1.06 港币），维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，经济恢复不及预期，品牌剥离进度低于预期等

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,930	14,346	14,035	15,408	16,949
同比增长(%)	29.1%	10.9%	-2.2%	9.8%	10.0%
营业利润(百万元)	1,464	1,580	1,879	2,207	2,595
同比增长(%)	4.9%	7.9%	18.9%	17.5%	17.6%
归属母公司净利润(百万元)	922	1,030	1,255	1,463	1,703
同比增长(%)	1.5%	11.8%	21.8%	16.6%	16.4%
每股收益(元)	0.34	0.38	0.47	0.55	0.63
毛利率(%)	40.9%	42.2%	44.1%	45.0%	45.6%
净利率(%)	7.1%	7.2%	8.9%	9.5%	10.0%
净资产收益率(%)	11.2%	11.6%	13.3%	14.4%	15.5%
市盈率(倍)	13.3	11.9	9.8	8.4	7.2
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年01月14日）	5.67 港元
目标价格	7 港元
52 周最高价/最低价	7.13/3.19 港元
总股本/流通 H 股（万股）	268,365/268,365
H 股市值（百万港币）	15,216
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 01 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.72	-2.58	-7.35	50.16
相对表现%	3.89	1.18	1.53	31.84
恒生指数%	-1.17	-3.76	-8.88	18.32



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

相关报告

专业运动板块表现亮眼，下半年专注高质 量增长	2024-08-21
业绩符合预期，索康尼首年盈利形成第二 增长曲线	2024-03-20
收购索康尼相关资产，主品牌双十一表现 不及预期	2023-12-24

根据 24Q4 流水数据，我们微调了盈利预测，预计 2024-2026 年每股收益分别为 0.47、0.55 和 0.63 元（原 0.47、0.55 和 0.62 元），参考可比公司，给予公司 2025 年 12 倍 PE 估值，对应目标价 7 港币（1 人民币=1.06 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 1 月 14 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
安踏	2020.HK	72.5	3.60	4.77	4.87	5.46	20	15	15	13
申洲国际	2313.HK	53.7	3.03	3.89	4.40	4.93	18	14	12	11
牧高笛	603908.SH	22.4	1.60	1.05	1.21	1.38	14	21	18	16
361 度	1361.HK	3.7	0.47	0.54	0.62	0.72	8	7	6	5
NIKE	NKE US EQUITY	72.1	3.95	2.22	2.60	3.12	18	32	28	23
宝胜国际	3813.HK	0.5	0.09	0.10	0.12	0.14	5	5	4	3
李宁	2331.HK	13.9	1.23	1.22	1.35	1.49	11	11	10	9
调整后平均								13	12	11

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：耐克单位为美元，其他为人民币

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,467	4,163	6,954	7,641	8,412	营业收入	12,930	14,346	14,035	15,408	16,949
存货	2,287	1,794	784	1,306	1,222	营业成本	(7,639)	(8,296)	(7,842)	(8,480)	(9,229)
应收账款	3,809	4,518	3,629	5,315	4,524	毛利	5,292	6,050	6,193	6,928	7,721
预付款项	1,371	1,112	1,539	2,101	1,904	销售费用	(2,690)	(3,369)	(3,158)	(3,496)	(3,797)
其他	404	457	385	539	477	管理费用	(1,454)	(1,540)	(1,544)	(1,664)	(1,797)
流动资产合计	12,338	12,044	13,292	16,903	16,538	其他收入	317	439	388	439	467
固定资产	1,368	1,592	1,835	2,093	2,368	营业利润	1,464	1,580	1,879	2,207	2,595
使用权资产	686	818	818	818	818	财务成本净额	(91)	(145)	(145)	(181)	(232)
无形资产	723	723	714	704	694	应占联营公司损益	(12)	15	30	30	30
商誉	830	842	842	842	842	除税前溢利	1,361	1,449	1,764	2,057	2,393
其他	549	1,306	1,340	1,361	1,341	所得税	(449)	(416)	(507)	(591)	(687)
非流动资产合计	4,155	5,281	5,549	5,817	6,063	净利润	912	1,033	1,258	1,466	1,706
资产总计	16,494	17,325	18,841	22,720	22,602	净利润(不含少数股东权益)	922	1,030	1,255	1,463	1,703
短期借款	2,231	954	2,372	4,207	3,681	少数股东损益	(9)	3	3	3	3
应付账款	2,772	2,531	2,608	3,033	3,173	其他综合收益	(111)	8	0	0	0
租赁负债	108	144	130	130	130	综合收益总额	802	1,041	1,258	1,466	1,706
应付税项	108	557	557	557	557	综合收益总额(母公司)	811	1,038	1,255	1,463	1,703
其他	1,426	1,666	1,046	1,931	1,343	综合收益总额(少数股东)	(9)	3	3	3	3
流动负债合计	6,645	5,851	6,713	9,858	8,884	每股收益	0.34	0.38	0.47	0.55	0.63
递延所得税负债	310	243	243	243	243	主要财务比率					
长期借款	193	1,691	1,691	1,691	1,691		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他	1,039	617	631	631	631	成长能力					
非流动负债合计	1,542	2,552	2,566	2,566	2,566	营业收入	29.1%	10.9%	-2.2%	9.8%	10.0%
负债合计	8,187	8,402	9,279	12,424	11,450	营业利润	4.9%	7.9%	18.9%	17.4%	17.6%
股本	23	23	23	23	23	归属于母公司净利润	1.5%	11.8%	21.8%	16.6%	16.4%
储备	8,221	8,839	9,475	10,207	11,059	获利能力					
少数股东权益	63	61	64	67	70	毛利率	40.9%	42.2%	44.1%	45.0%	45.6%
股东权益合计	8,307	8,923	9,562	10,297	11,152	归母净利率	7.1%	7.2%	8.9%	9.5%	10.1%
负债和股东权益总计	16,494	17,325	18,841	22,720	22,602	ROE	11.2%	11.6%	13.3%	14.4%	15.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	49.6%	48.5%	49.6%	55.0%	51.0%
归母净利润	921.7	1,030.0	1,254.6	1,463.4	1,704.1	流动比率	1.86	2.06	1.96	1.70	1.85
折旧摊销	241.2	311.6	177.8	201.9	228.5	速动比率	1.51	1.75	1.84	1.57	1.71
营运资金变动	-652.7	283.8	1,158.2	-1,644.2	698.1	营运能力					
财务费用	91.2	145.5	144.7	178.4	229.8	应收账款周转率	3.7	3.4	3.4	3.4	3.4
其它	-29.6	-516.0	-	-	-	存货周转率	4.0	4.1	6.1	8.1	7.3
经营活动现金流	572	1,255	2,735	200	2,861	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
资本支出	152	(776)	(602)	(441)	(485)	每股指标 (元)					
于联营公司之权益	(47)	(304)	0	0	0	每股收益	0.34	0.38	0.47	0.55	0.63
其他	(978)	165	0	0	0	每股经营现金流	3.09	3.32	3.54	3.81	4.13
投资活动现金流	(873)	(915)	(602)	(441)	(485)	每股净资产					
股本	0.1	0.0	-	-	-	估值比率					
借款	644	221	1,419	1,835	(526)	市盈率	13.3	11.9	9.8	8.4	7.2
其他	(880)	(683)	(697)	(907)	(1,079)	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
筹资活动现金流	(236)	(461)	721	928	(1,605)	市净率	11.2%	11.6%	13.3%	14.4%	15.5%
现金净增加额	(537)	(122)	2,854	686	771						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。