

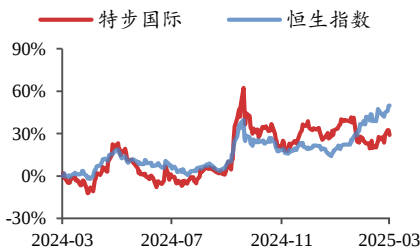
特步国际 (01368.HK)

2025 年 03 月 19 日

投资评级：买入（维持）

日期	2025/3/19
当前股价(港元)	5.550
一年最高最低(港元)	7.130/4.150
总市值(亿港元)	153.99
流通市值(亿港元)	153.99
总股本(亿股)	27.75
流通港股(亿股)	27.75
近 3 个月换手率(%)	28.34

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q4 索康尼延续高增态势，主品牌流水环比提速—港股公司信息更新报告》-2025.1.14

《2024Q3 索康尼表现亮眼，主品牌经营指标稳健—港股公司信息更新报告》-2024.10.23

《2024H1 电商及童装亮眼，上调专业运动分部指引—港股公司信息更新报告》-2024.8.22

索康尼规模及盈利大幅提升，主品牌加大 DTC 战略

——港股公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

张霜凝（分析师）

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790524070006

● 索康尼规模及盈利大幅提升，主品牌加大 DTC 战略，维持“买入”评级

2024 年收入 135.77 亿元（同比+6.5%，下同），归母净利润 12.38 亿元（+20.2%），剔除 K&P 亏损影响后的净利润增长 4.1%，进一步还原一次性税项后利润增长约 10%，普通以及特别派息共计全年派息率 138.2%。考虑主品牌加大 DTC 投入期间回收库存对收入略有影响，我们略下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计归母净利润为 13.7/15.3/16.9 亿元（原值为 13.98/15.7 亿元），当前股价对应 PE 为 10.4/9.3/8.4 倍，主品牌加大 DTC 投入提升店效且电商、童装增速预计延续，索康尼品牌势能不断攀升预计收入维持高增长势头，维持“买入”评级。

● 主品牌：童装电商亮眼、生活类服装影响毛利率，加大 DTC 战略开启新篇章

（1）2024 年收入略慢于流水增长：2024 年主品牌流水高单增长，收入 123.3 亿元（+3.2%），其中儿童及电商收入增长约 20%，预计 2025 年童装及电商仍保持较好增长。2024 年毛利率-0.2pct 至 41.8%，主要系非功能性服装毛利率下降，预计 2025 年服装中功能性产品占比提升，受益于费用管控 OPM+0.1pct 至 15.9%。

（2）加大 DTC 战略投入：截至 2024 年，成人 6382 家店（-189）、儿童 1584 家店（-119），关店中以亏损店为主，预计 2025 年继续优化渠道结构，成人 9 代店占比持续提升。2025 年加大 DTC 战略投入，预计 2025H2 至 2026 年回收 400-500 家，DTC 模式转变有利于与消费互动并增强品牌黏性。

● 专业运动：索康尼突破 10 亿营收成为第二曲线，盈利能力大幅提升

2024 年收入 12.50 亿元（+57.2%），收入占比 9.2%（+3.0pct），毛利率提升 17.2pct 至 57.2%主要系收回合资公司权益获得全额毛利率，经营利润为 7821 万，较 2023 年大幅增长，OPM 为 6.3%（+5.2pct），其中索康尼品牌流水增长超 60%，规模突破 10 亿，门店净拓 35 个至 145 间，2024 年为索康尼品牌元年，渠道端在高端购物中心开设全新旗舰店及概念店，营销端合作代言人提升曝光，产品端为精英跑者提供高性能跑鞋装备并拓宽服装及生活休闲产品系列以渗透更广泛人群。

● 运动分部并表推高费用率，集团盈利能力保持稳健，K&P 剥离致存货额下降

盈利能力：2024 年集团毛利率 43.2%（+1.4pct），销售费用率+0.3pct 主要系专业运动并入集团后导致 A&P 及租金费用提升；电商物流仓储及平台费提升。管理费用率+0.3pct，OPM 为 14.5%（+0.4pct），归母净利率为 9.1%（+1pct），剔除 K&P 亏损净利率 9.6%。营运能力：截至 2024 年公司存货为 15.96 亿元（-11%），K&P 剥离导致存货周转天数为 68 天（同比-22 天），净现金 9.85 亿元（+5.6%）。

● 风险提示：行业竞争加剧、新品接受度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,743	13,577	14,446	15,896	17,375
YOY(%)	10.5	6.5	6.4	10.0	9.3
净利润(百万元)	1,030	1,238	1,373	1,530	1,693
YOY(%)	11.8	20.2	10.8	11.5	10.6
毛利率(%)	41.8	43.2	44.1	44.9	45.5
净利率(%)	8.1	9.1	9.5	9.6	9.7
ROE(%)	12.0	14.1	15.4	16.3	17.2
EPS(摊薄/元)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
P/E(倍)	13.8	11.5	10.4	9.3	8.4
P/B(倍)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所（2025 年 3 月 19 日：1 港元=0.92 人民币）

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn