

2025 年 03 月 18 日

索康尼快速开店，推进主品牌 DTC 战略

特步国际(1368.HK)

评级:	买入	股票代码:	1368
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	7.13/4.15
目标价格:		总市值(亿港元)	157.87
最新收盘价:	5.69	自由流通市值(亿港元)	157.87
		自由流通股数(百万)	2,774.56

事件概述

2024 年公司实现收入/归母净利润/经营性现金流净额分别为 135.77/12.38/12.28 亿元、同比增长 6.5%/20.2%/-2.1%；2024 年公司净利润增长高于收入主要由于出售 KP，KP 带来的亏损下降 70.1%至 0.67 亿元（2023 年为 2.24 亿元），剔除剥离 KP 带来的影响，公司归母净利润同比提升 4.1%，公司所得税率受到偿还银行借款影响提升 6.5PCT 至 31.3%，若剔除剥离 KP 影响及所得税影响，归母净利润为 13.78 亿元，同比提升 9.9%。派发末期股息每股 0.095 港元，叠加中期股息每股 0.156 港元，全年派息比例为 50.0%，股息率 4.41%，此外公司派发特别股息每股 0.447 港元，合计派息比率 138.2%。

分析判断：

索康尼快速开店，电商业务强劲增长。1）分品牌来看，2024 年大众运动（特步）/专业运动（索康尼、迈乐）收入分别为 123.27/12.5 亿元、同比增长 3.2%/57.2%；大众运动增长主要由线上贡献，主品牌线上/线下分别同比增长 20%/-2.7%；专业运动分部增长主要受益于双位数同店增长和稳健的线上销售表现，其中索康尼作为首个于 2023 年实现盈利的新品牌，2024 年保持强劲增长势头，收入破 10 亿元。（2）从店数看，2024 年特步儿童/特步/索康尼店数分别为 1584/6382/145 家，净增-119/-189/35 家、同比增长-7.0%/-2.9%/31.8%；其中，索康尼于中国消费者中的品牌认知度显著增长，穿着率位居国内外马拉松赛事前三，进一步巩固其在跑步领域的声誉，索康尼开展品牌重塑，涵盖零售渠道、产品矩阵及市场营销，包括在高端购物中心开设全新旗舰店及概念店，拓展服装及生活休闲产品系列，吸引更广泛受众，提升消费者体验，并于 9、11 月分别在深圳万象城、北京合生汇开设全球首家概念店和首家城市体验店；（3）从品类看：2024 年鞋类/服装/配饰收入分别为 80.54/52.26/2.97 亿元、同比增长 15.9%/-5.70%/18.4%，占比为 59.3%/38.5%/2.2%。（4）电商业务强劲增长，2024 收入增长超 20%，占特步主品牌收入比重超过 30%，其中抖音、得物以及微信视频号销售同比增长超 80%。

OPM 增幅低于毛利率主要由于销售和管理费用率提升及其他收入下降，净利增幅高于 OPM 主要由于财务成本净额下降、终止亏损业务。（1）2024 年公司毛利率为 43.2%、同比提升 1.4PCT，主要得益于大众运动电商占比提升，电商毛利率较高、收购索康尼以及迈乐全部权益、DTC 占比提升带来的专业运动毛利率提升，其中大众运动/专业运动毛利率分别为 41.8%/57.2%、同比提高-0.2/17.2PCT。（2）OPM 为 14.5%，同比提升 0.4PCT，大众运动/专业运动经营利润分别为 19.55/0.78 亿元，同比增加 3.4%/829.5%，经营利润率率分别为 15.9%/6.3%，同比增加 0.1/5.2PCT。（3）2024 年公司归母净利率为 9.1%、同比提升 1.0PCT；2024 年公司销售/管理/财务费用率分别为 21.1%/10.5%/0.7%、同比增加 0.3/0.3/-0.4PCT，销售费用增加主要由于广告及宣传开支同比增加 7%，用于专业运动分部市场推广开支、电商平台费用及 DTC 相关费用增加；员工成本/收入为 10.0%，同比增加 0.3PCT，其他净收入/收入同比下降 0.4PCT 至 2.9%，其他收入及收益下降主要由于政府补助金下降，2024 政府补助金为 2.61 亿元，同比下降 5.4%；终止业务亏损/收入下降 1.3PCT 至 0.5%；所得税/收入提升 1.1PCT 至 4.4%。

公司存货持续改善。24 年末公司存货为 15.96 亿元，同比下降 11.0%，存货周转天数为 68 天，同比减少 22 天；应收账款为 50.11 亿元，同比增长 0.7%，应收账款周转天数为 120 天，同比增加 14 天，应付账款为 20.95 亿元，同比下降 13.8%，应付账款周转天数为 101 天，同比减少 12 天。

投资建议

我们分析：1) 短期来看，推进主品牌 DTC 战略的投入短期内因为冲回销售对业绩有一定负面影响，但利于与消费者进行更深入和个性化互动、增加品牌忠诚度、提升保留率，利于长期发展；2) 未来索康尼将持续拓宽产品矩阵，进一步开发复古和通勤系类以满足不同消费需求、继续开拓一二线城市高端门店开设，并在收购索康尼和迈乐全部权益后，索康尼毛利率有望持续提升；3) 出售 KP 品牌后，减少报表拖累、聚焦三大品牌。基于公司出售 KP 品牌、推进 DTC 业务，下调 25/26 年营业收入预测 161.40/182.93 亿元至 142.86/155.58 亿元，新增 27 年收入预测 172.51 亿元；下调 25/26 年归母净利 15.56/17.75 亿元至 13.74/15.11 亿元，新增 2027 年归母净利预测 16.64 亿元，对应下调 25/26 EPS 0.59/0.67 元至 0.50/0.54 元，新增 27 年 EPS 预测 0.60 元，2025 年 3 月 18 日收盘价 5.69 港元对应 25/26/27 年 PE 为 11/10/9 倍（1 港元=0.93 元人民币），维持“买入”评级。

风险提示

开店不及预期；品牌营销不及预期；渠道库存处理不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12742.88	13577.22	14286.17	15558.37	17250.97
YoY (%)	-1.45%	6.55%	5.22%	8.91%	10.88%
归母净利润(百万元)	1033.05	1238.40	1373.67	1510.60	1663.94
YoY (%)	11.75%	26.75%	10.92%	9.97%	10.15%
毛利率 (%)	47.47%	43.20%	43.70%	44.20%	44.50%
每股收益 (元)	0.39	0.49	0.50	0.54	0.60
ROE	0.12	0.15	0.14	0.13	0.13
市盈率	10.52	10.78	10.69	9.72	8.82

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1 港元=0.93 元人民币）

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13577.22	14286.17	15558.37	17250.97	净利润	1238.40	1373.67	1510.60	1663.94
YoY (%)	5.78%	5.22%	8.91%	10.88%	折旧和摊销	380.28	359.23	308.92	268.53
营业成本	7711.82	8043.07	8681.52	9574.23	营运资金变动	-438.53	2609.59	-2034.54	2349.89
营业税金及附加					经营活动现金流	1228.08	4059.97	-496.16	4002.77
销售费用	2867.91	2657.23	2924.20	3277.68	资本开支	-400.25	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	1427.58	1571.48	1711.42	1897.61	投资	26.68	0.00	0.00	0.00
财务费用	97.53	132.63	132.63	132.63	投资活动现金流	651.40	329.03	329.03	329.03
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	33.40	33.40	33.40	33.40	债务募资	-639.37	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-2196.52	-132.63	-132.63	-132.63
营业外收支					现金净流量	-315.43	4256.37	-299.76	4199.17
利润总额	1901.41	1982.21	2179.79	2401.07	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	595.91	594.66	653.94	720.32	成长能力 (%)				
净利润	1305.50	1387.55	1525.85	1680.75	营业收入增长率	6.55%	5.22%	8.91%	10.88%
归属于母公司净利润	1305.50	1373.67	1510.60	1663.94	净利润增长率	26.75%	5.22%	9.97%	10.15%
YoY (%)	26.75%	5.22%	9.97%	10.15%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.49	0.50	0.54	0.60	毛利率	43.20%	43.70%	44.20%	44.50%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	9.62%	9.62%	9.71%	9.65%
货币资金	2979.19	7235.56	6935.80	11134.98	总资产收益率 ROA	8.18%	7.55%	8.06%	7.64%
预付款项					净资产收益率 ROE	15.00%	13.63%	13.04%	12.56%
存货	1595.65	1755.63	1401.29	1790.12	偿债能力 (%)				
其他流动资产	779.77	142.86	155.58	172.51	流动比率	2.13	2.24	2.82	2.72
流动资产合计	11230.01	13722.10	14461.88	17664.53	速动比率	1.68	1.93	2.51	2.42
长期股权投资	453.31	453.31	453.31	453.31	现金比率	0.56	1.18	1.35	1.72
固定资产	1669.06	1425.25	1230.20	1074.16	资产负债率	45.50%	44.56%	37.99%	38.91%
无形资产	154.17	138.75	124.88	112.39	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4738.13	4478.90	4269.98	4101.45	总资产周转率	0.82	0.84	0.84	0.85
资产合计	15968.14	18201.00	18731.85	21765.98	每股指标 (元)				
短期借款	1161.25	1161.25	1161.25	1161.25	每股收益	0.49	0.50	0.54	0.60
应付账款及票据	2195.44	2993.64	1829.43	2957.69	每股净资产	3.24	3.63	4.18	4.78
其他流动负债	1739.76	1714.34	1867.00	2070.12	每股经营现金流	0.46	1.46	-0.18	1.44
流动负债合计	5282.62	6127.93	5132.93	6486.30	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1723.54	1723.54	1723.54	1723.54	估值分析				
其他长期负债	259.41	259.41	259.41	259.41	PE	10.78	10.69	9.72	8.82
非流动负债合计	1982.96	1982.96	1982.96	1982.96	PB	1.62	1.46	1.27	1.11
负债合计	7265.57	8110.89	7115.88	8469.25					
股本	23.58	23.58	23.58	23.58					
少数股东权益	0.00	13.88	29.13	45.94					
股东权益合计	8702.57	10090.12	11615.97	13296.72					
负债和股东权益合计	15968.14	18201.00	18731.85	21765.98					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。