

特步国际 (01368.HK)

2024 年业绩点评: 业绩符合预期, 25H2 主品牌推进 DTC

买入 (维持)

2025 年 03 月 20 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	14346	13577	14313	15471	16708
同比(%)	10.94	(5.36)	5.42	8.09	7.99
归母净利润 (百万元)	1030	1238	1369	1566	1769
同比(%)	11.75	20.23	10.58	14.36	12.93
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.37	0.45	0.49	0.56	0.64
P/E (现价&最新摊薄)	13.75	11.44	10.35	9.05	8.01

投资要点

- **公司公布 2024 年业绩:** 营收 135.77 亿元/yoy-5.4% (收入下滑主因 2024 年剥离盖世威, 剔除该因素的持续经营业务收入同比+6.5%), 归母净利润 12.38 亿元/yoy+20.2% (增长好于营收, 主因剥离亏损业务盖世威), 剔除剥离事项的持续经营业务归母净利润同比增长 4.1%, 若考虑一次性税费收益 7500 万元 (从大陆汇款至香港偿还银行贷款产生), 则归母净利润同比增长 10%。2024 年末派息 9.5 港仙/股, 全年派息比例 50%, 加上特别股息派息比例 138.2%。
- **主品牌特步: 电商引领增长, 线下优化升级渠道, 预计 2025 年推动 DTC。** 2024 年主品牌收入 123.27 亿元/yoy+3.2%, 收入增速略慢于流水 (2024 年主品牌流水同比增长高单位数), 我们判断主因渠道库存进一步消化。主品牌持续聚焦跑步领域, 在中国六大马拉松赛事 (上海、北京、厦门、广州、成都、无锡) 中全局及破三穿着率均为第一品牌, 2024 年升级冠军版跑鞋家族, 推出 160X6.5、160X6.5PRO、260X2.0、360X2.0、360X2.0 LITE。分渠道看, 电商同比增长约 20%, 其中抖音、视频号、小红书等新兴平台增速 80%+; 线下大装/儿童门店分别 6382/1584 家, 分别同比 -189/-119 家, 成人装中九代店数量比重达 65%+。公司预计 2025H2 及 2026 年收回 400-500 家经销门店转为 DTC, 进一步加强终端零售管理。
- **索康尼收入破 10 亿元, 预计 2025 年加大开店。** 2024 年索康尼+迈乐收入 12.5 亿元/yoy+57.2%, 其中电商/零售/批发渠道收入分别同比 +46.1%/+79.3%/+53.2%, 分别占索康尼+迈乐合计收入的 52.4%/34.8%/12.8%。其中索康尼收入破 10 亿, 同比增长近 60%。2024 年签约彭于晏为品牌代言人, 强化精英专业属性, 截至 24 年末门店 145 家, 同比净增 31 家。公司预计 2025 年将加大高线城市开设旗舰店和新形象店。产品方面, 在聚焦专业跑步的同时拓展通勤、复古系列, 公司目标 2025 年索康尼收入同比增长 30-40%。
- **毛利率及费用率均有提升, 现金状况健康。** 1) **毛利率:** 2024 年同比 +2.8pct 至 43.2%, 其中主品牌毛利率同比-0.2pct 至 41.8%, 索康尼及迈乐毛利率同比+17.2pct 至 57.2% (来自全部收回索康尼&迈乐贡献)。2) **费用率:** 2024 年广宣/研发/员工成本/其他费用占收入比率分别同比 +0.1/-0.2/+0.1/+0.5pct 至 13.4%/2.9%/5.1%/10.2%, 费用率小幅提升主因收购索康尼全部权益后相关费用、电商平台和物流仓储费用增多。3) **现金方面:** 2024 年存货周转天数同比-22 天至 68 天, 主因剥离盖世威相关库存减少; 2024 年经营性活动现金流净额 12.3 亿元/yoy-2%, 净现金 9.85 亿元/yoy+5.6%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑主品牌 DTC 短期内冲回销售对收入有一定影响, 我们将 25-26 年归母净利润分别从 14.2/16.5 亿元小幅下调至 13.7/15.7 亿元, 增加 27 年预测值 17.7 亿元, 对应 25-27 年 PE 为 10/9/8X, 长期看 DTC 有助加强主品牌运营及盈利质量, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** DTC 进展不及预期, 国内消费疲软, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	5.55
一年最低/最高价	4.15/7.13
市净率(倍)	1.71
港股流通市值(百万港元)	15,398.80

基础数据

每股净资产(元)	3.24
资产负债率(%)	45.50
总股本(百万股)	2,774.56
流通股本(百万股)	2,774.56

相关研究

《特步国际(01368.HK.): 2024Q4 流水点评: 主品牌增长环比提速, 索康尼持续高增》

2025-01-10

《特步国际(01368.HK.): 24Q3 流水点评: 主品牌流水环比放缓、折扣及库存控制较好, 索康尼延续高增》

2024-10-24

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>