

公司研究

剥离 KP 业务、索康尼实现高增，聚焦跑步、推进零售改革

——特步国际（1368.HK）2024 年业绩点评

买入（维持）

当前价：5.55 元港币

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

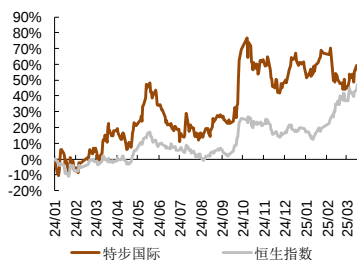
021-52523842

zhujieyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.75
总市值(亿港元):	153.99
一年最低/最高(港元):	4.15/7.13
近 3 月换手率:	49.0%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.7	-29.6	-20.7
绝对	1.8	-4.1	29.2

资料来源：Wind

相关研报

主品牌稳健增长、专业运动板块表现亮眼，坚持聚焦跑步赛道（2024-08-21）
 23 年业绩符合预期、索康尼如期盈利，期待多品牌继续发力（2024-03-19）
 23Q4 流水增长理想、库存环比改善，24 年期待多品牌健康增长（2024-01-09）

要点

事件：

24 年收入、归母净利润同比+6.5%、+20.2%

特步国际发布 2024 年业绩。公司 2024 年实现营业收入 135.8 亿元（人民币，下同），同比增长 6.5%（此为可比口径下，公司 24 年 11 月剥离 KP 业务，对 23 年数据进行重列），归母净利润 12.4 亿元，同比增长 20.2%，EPS 为 0.49 元，拟每股派发末期现金红利 0.095 港元，叠加中期股息每股 0.156 港元以及特别股息每股 0.447 港元，全年派息比率为 138.2%。

24 年公司剥离 KP 业务后，利润端拖累得到减轻，全年归母净利率同比提升 1.0PCT 至 9.1%。若剔除 KP 业务剥离影响，公司持续经营业务的净利润同比增加 4.1%至 13.1 亿元，增速慢于收入主要系 24 年因派发股息向香港汇款产生一次性税费所致，若不考虑该影响，持续经营业务的净利润同比增长约 10%。

零售流水方面，24Q1~Q4 特步主品牌流水分别同比增长高单位数/约 10%/中单位数/高单位数，全年特步主品牌流水累计同比增长高单位数。

点评：

24 年特步主品牌/专业运动收入同比+3.2%/+57.2%

分品类来看，24 年收入中鞋类/服装/配饰各占 59.3%/38.5%/2.2%，收入分别同比+15.9%/-5.7%/+18.4%。

分品牌来看，24 年大众运动（特步主品牌）/专业运动（索康尼、迈乐）收入各占 90.8%/9.2%，收入分别同比+3.2%/+57.2%。其中，特步主品牌电商收入同比增长约 20%，收入占特步主品牌的比重超 30%。

线下渠道方面，截至 2024 年末，特步成人门店数共计 6382 家（同比净减少 189 家、-2.9%），特步儿童门店数共计 1584 家（-119 家/-7.0%）；专业运动品牌索康尼在国内的门店数分别为 145 家（+35 家/+31.8%）。

毛利率提升幅度超费用率，存货同比减少，经营净现金流稳定

毛利率：24 年毛利率同比提升 1.4PCT 至 43.2%。**分品牌来看**，大众运动/专业运动毛利率为 41.8%/57.2%，同比-0.2/+17.2PCT，其中**专业运动**毛利率提升主要系 24 年公司收购索康尼及迈乐合资公司的全部权益贡献。若不考虑该影响，在可比口径下专业运动板块毛利率由 23 年的 55.6%提升 1.6PCT 至 57.2%。**分品类来看**，鞋类/服装/配饰毛利率分别为 44.9%/41.1%/33.3%，同比+2.7/-0.6/-1.8PCT。

费用率：24 年期间费用率同比提升 0.2PCT 至 32.4%，其中销售/管理/财务费用率分别为 21.1%/10.5%/0.7%，分别同比+0.3/+0.3/-0.4PCT，其中销售和管理费用率提升主要系公司收购索康尼及迈乐合资企业的股权，相应合并专业运动板块的市场推广开支和员工开支所致，另外销售费用率亦受电商平台费用、DTC 相关费用增加影响。**从费用类型来看**，广告及推广费用/员工成本支出/研发费用占总收入的比重分别为 13.4%/10.0%/2.9%，分别同比+0.1/+0.3/-0.2PCT。

营业利润率：24 年公司营业利润率为 14.5%，同比提升 0.4PCT。分品类来看，大众运动营业利润率为 15.9%，同比提升 0.1PCT；专业运动营业利润为 0.8 亿元，营业利润率为 6.3%，同比提升 5.2PCT，主要系收购索康尼及迈乐合资公司的全部权益促毛利率提升贡献。

其他财务指标：1) **存货** 24 年末同比减少 11.0%至 16.0 亿元；存货周转天数为 68 天，同比减少 22 天，主要系出售 KP 所致。2) **应收账款** 24 年末同比增加 1.7%至 46.0 亿元；应收账款周转天数为 120 天，同比增加 14 天。3) **经营净现金流** 24 年为 12.3 亿元，同比减少 2.1%。

继续聚焦跑步，主品牌和索康尼推进零售改革、协同发力

公司于 2024 年 11 月完成战略性剥离盖世威及帕拉丁业务，持续聚焦跑步领域，未来特步主品牌、索康尼及迈乐将协同发力。具体来看，**大众运动板块方面**，特步主品牌不断巩固在跑步领域的优势地位，主品牌跑鞋穿着率在主要马拉松赛事中位居第一名，2024 年品牌进一步升级跑鞋性能，推出 160X 6.0 PRO/160X 6.5 PRO/260X 2.0 等，并推出高性价比的 360X 及 2000 公里。特步持续打造跑步社群，目前拥有 72 家跑步俱乐部，特跑族会员人数超 220 万人，跑团数目超 5900 个。同时特步持续深化零售渠道管理，提升消费者体验，成人店铺超 65%为九代店。另外，特步主品牌将逐步推进 DTC 转型、计划于 25 年下半年至 26 年向 400~500 家店铺收回分销权。

专业运动板块方面，索康尼 2024 年收入突破 10 亿元，跑鞋穿着率在国内外知名的马拉松赛事中持续位居国际品牌前 3 名。其继续推出高性能跑鞋产品，如胜利 22/啡鹏 4/啡速 4/飓风 24，并开始拓展服装及生活休闲产品矩阵，渠道端推出新旗舰店和概念店，如 9 月在深圳开设全球首家概念店，11 月在北京开设首家城市体验店。**迈乐**聚焦户外领域，24 年其举办一系列户外活动。

展望来看，公司将继续聚焦跑步，多品牌协同发展，在渠道端将加大 DTC 投入。**公司预计 2025 年主品牌收入同比将实现稳健增长，索康尼收入同比增长 30~40%**。考虑终端零售环境存不确定性及主品牌 DTC 投入影响，我们小幅下调公司 25~26 年盈利预测（归母净利润较前次盈利预测分别下调 3%/4%），新增 27 年盈利预测，按最新股本计算，对应 25/26/27 年 EPS 分别为 0.50/0.55/0.61 元，PE 分别为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内需求持续疲软、线下客流不及预期；库存积压；主品牌 DTC 转型进展慢于预期或者投入超预期；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；索康尼拓展慢于预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,346	13,577	14,328	15,372	16,448
营业收入增长率	10.9%	-5.4%	5.5%	7.3%	7.0%
归母净利润（百万元）	1,030	1,238	1,376	1,523	1,679
归母净利润增长率	11.8%	20.2%	11.1%	10.7%	10.2%
EPS（元）	0.37	0.45	0.50	0.55	0.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.6%	14.2%	14.7%	15.0%	15.3%
P/E	14	11	10	9	8
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-19，港币汇率采用 1HKD=0.9235RMB 计算

附表：公司主品牌零售表现

指标	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
特步主品牌								
零售同比增速	增长约 20%	增长高双位数	增长高双位数	增长超 30%	高单位数	增长 10%	增长中单位数	增长高单位数
折扣水平	7~75 折	75 折	7~75 折	7 折	7~75 折	75 折	75 折	7~75 折
库存周转	少于 5 个月	少于 5 个月	约 4.5~5 个月	约 4~4.5 个月	约 4~4.5 个月	约 4 个月	4 个月	4 个月
索康尼品牌								
零售同比增速							增长超 50%	增长约 50%

资料来源：公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14346	13577	14328	15372	16448
营业成本	(8296)	(7712)	(8074)	(8603)	(9150)
营业毛利	6050	5865	6254	6770	7298
销售费用	(3369)	(2868)	(3129)	(3351)	(3574)
管理费用	(1540)	(1428)	(1526)	(1622)	(1719)
财务收入/费用净额	(145)	(98)	(97)	(89)	(79)
EBT	1449	1901	1930	2137	2355
所得税	(416)	(596)	(554)	(614)	(676)
净利润 (不含少数股东损益)	1030	1238	1376	1523	1679
EPS(元)	0.37	0.45	0.50	0.55	0.61

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1255	1228	1624	1780	1865
净利润	1030	1238	1376	1523	1679
折旧摊销	305	375	317	305	295
营运资本变化	(58)	(60)	(69)	(49)	(109)
其他经营活动产生的现金	(26)	(392)	0	0	0
投资活动产生现金流	(915)	651	(250)	(250)	(210)
资本性支出	(493)	(400)	(250)	(250)	(210)
投资变化	(422)	1149	0	0	0
其他投资活动产生的现金	0	(97)	0	0	0
融资活动现金流	(461)	(2197)	(688)	(762)	(839)
债务净增加	263	(754)	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付的股利合计	(515)	(1711)	(688)	(762)	(839)
其他筹资活动产生的现金	(210)	269	0	0	0
净现金流	(122)	(317)	686	768	815

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	42.2%	43.2%	43.6%	44.0%	44.4%
EBITDA 率	13.2%	17.5%	16.4%	16.5%	16.6%
EBIT 率	11.1%	14.7%	14.2%	14.5%	14.8%
税前净利润率	10.1%	14.0%	13.5%	13.9%	14.3%
归母净利润率	7.2%	9.1%	9.6%	9.9%	10.2%
ROA	5.9%	7.8%	8.2%	8.6%	8.9%
ROE (摊薄)	11.6%	14.2%	14.7%	15.0%	15.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	48.5%	45.5%	44.2%	42.8%	41.4%
流动比率	2.1	2.1	2.2	2.3	2.5
速动比率	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1
归母权益/有息债务	3.0	3.9	4.2	4.5	4.9
有形资产/有息债务	5.3	7.1	7.5	7.9	8.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄, 港币汇率采用 1HKD=0.9235RMB 计算

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,044	11,230	12,148	13,134	14,231
货币资金	3,295	2,979	3,665	4,433	5,249
应收账款及应收票据合计	4,975	5,011	5,117	5,244	5,391
存货 (净值)	1,794	1,596	1,722	1,813	1,947
其他流动资产	1,981	1,644	1,644	1,644	1,644
非流动资产	5281	4738	4671	4616	4531
固定资产/PP&E	1592	1669	1642	1618	1556
无形资产	723	17	26	35	44
商誉	842	4	4	4	4
其他非流动资产	2123	3049	2999	2959	2927
总资产	17325	15968	16819	17750	18762
流动负债	5851	5283	5445	5614	5787
短期借款	954	1161	1161	1161	1161
应付账款及票据	2531	2195	2358	2527	2700
应交税费	63	113	113	113	113
其他流动负债	2304	1813	1813	1813	1813
非流动负债	2552	1983	1983	1983	1983
长期借款	1691	867	867	867	867
其他非流动负债	860	1116	1116	1116	1116
负债合计	8402	7266	7428	7597	7770
股本	23	24	24	24	24
储备	8839	8679	9367	10129	10968
少数股东权益	61	0	0	0	0
股东权益合计 (不含少数股东权益)	8863	8,703	9,391	10,152	10,992
股东权益合计 (含少数股东权益)	8923	8703	9391	10152	10992
负债及股东权益合计	17325	15968	16819	17750	18762

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	23.5%	21.1%	21.8%	21.8%	21.7%
管理费用率	10.7%	10.5%	10.7%	10.6%	10.5%
财务费用率	1.0%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
所得税率	28.7%	31.3%	28.7%	28.7%	28.7%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利(HKD)	0.21	0.70	0.28	0.31	0.35
每股经营现金流	0.45	0.44	0.59	0.64	0.67
每股净资产	3.22	3.14	3.38	3.66	3.96
每股销售收入	5.17	4.89	5.16	5.54	5.93

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	11	10	9	8
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.9	8.9	6.8	6.9	6.4
股息率	3.8%	12.7%	5.1%	5.6%	6.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP