

索康尼收入高增+盈利改善，主品牌加大 DTC 投入

核心观点

- 公司发布财报，2024 年实现营业收入 135.8 亿，同比增长 6.5%（持续经营业务口径），实现归母净利润 12.4 亿，同比增长 20.2%，全年派息比例（包括特别股息）为 138.2%。
- **特步主品牌：24H2 增长放缓，未来加大对 DTC 投入。** 1) 2024 年实现收入为 123.3 亿，同比增长 3.2%，其中 24H2 仅同比增长 0.3%，略低于预期（24Q3 和 Q4 的流水增速分别为中单位数和高单位数增长）。2) 2024 年毛利率同比下降 0.2pct，推测主要系服装毛利率下滑所致。3) 2024 年经营利润率同比增长 0.1pct 至 15.9%。未来集团将加大对特步主品牌 DTC 战略的投入，与顾客进行更深入及个性化的互动，增强品牌忠诚度，提高保留率。
- **专业运动：索康尼品牌势能上升期，收入高增，盈利能力改善。** 1) 2024 年实现收入为 12.5 亿，同比增长 57.2%，其中 24H2 同比增长 45.8%。2) 2024 年毛利率同比增长 17.2pct 至 57.2%。3) 2024 年经营利润率同比增长 5.2pct 至 6.3%，盈利能力实现大幅改善，印证 DTC 战略卓有成效。索康尼方面，公司努力打造品牌的精英运动生活心智，加强渠道拓展、营销及产品矩阵。24 年 9 月索康尼全球首家概念店在深圳万象城开幕，11 月在北京合生汇开设首家城市体验店。截至 24 年底，索康尼在中国内地共有 145 家门店。
- 年报发布同时公司发布公告，杨鹭彬已获委任为公司执行董事、并已辞任首席财务官，丁利智获委任为现任首席财务官，丁利智为特步执行董事兼主席丁水波的长女，亦为执行董事丁美清、丁明忠的侄女。

盈利预测与投资建议

- 根据年报，我们调整了 25-26 年的盈利预测（下调了收入和毛利率）并引入了 27 年的盈利预测，预计 2025-2027 年每股收益分别为 0.49、0.56 和 0.63 元（原 25-26 年为 0.55 和 0.63 元），参考可比公司，我们维持公司 2025 年 12 倍 PE 估值，对应目标价 6.34 港币（1 人民币=1.07 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、主品牌 DTC 的可能影响等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,346	13,577	14,452	15,795	17,244
同比增长(%)	10.9%	-5.4%	6.4%	9.3%	9.2%
营业利润(百万元)	1,580	1,966	1,980	2,309	2,593
同比增长(%)	7.9%	24.4%	0.7%	16.6%	12.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,030	1,238	1,369	1,558	1,745
同比增长(%)	11.8%	20.2%	10.6%	13.8%	12.0%
每股收益(元)	0.37	0.45	0.49	0.56	0.63
毛利率(%)	42.2%	43.2%	44.0%	44.5%	45.0%
净利率(%)	7.2%	9.1%	9.5%	9.9%	10.1%
净资产收益率(%)	11.6%	14.2%	13.6%	14.3%	14.8%
市盈率(倍)	12.3	10.3	9.3	8.2	7.3
市净率(倍)	1.4	1.5	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。

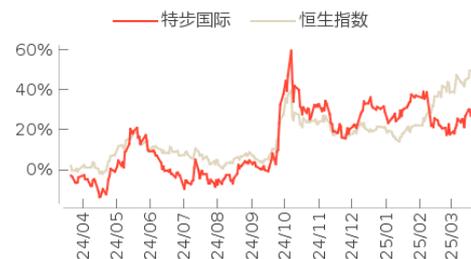
投资评级

买入（维持）

股价（2025年03月19日）	5.55 港元
目标价格	6.34 港元
52 周最高价/最低价	7.13/3.7 港元
总股本/流通 H 股（万股）	277,456/277,456
H 股市值（百万港币）	15,399
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 03 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.28	3.93	-4.15	29.17
相对表现%	-3.68	-4.03	-29.56	-20.69
恒生指数%	4.96	7.96	25.41	49.86



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

Q4 主品牌稳健增长，索康尼保持高增	2025-01-14
专业运动板块表现亮眼，下半年专注高质增长	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

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,163	3,577	7,942	8,614	9,339	营业收入	14,346	13,577	14,452	15,795	17,244
存货	1,794	1,596	401	1,999	599	营业成本	-8,296	-7,712	-8,098	-8,758	-9,481
应收账款	4,518	4,597	5,106	5,499	6,079	毛利	6,050	5,865	6,354	7,037	7,764
预付款项	1,112	1,046	1,984	1,749	2,326	销售费用	-3,369	-2,868	-3,208	-3,475	-3,794
其他	457	414	513	501	606	管理费用	-1,540	-1,428	-1,561	-1,674	-1,828
流动资产合计	12,044	11,230	15,946	18,360	18,949	其他收入	439	396	395	422	451
固定资产	1,592	1,669	1,915	2,173	2,446	营业利润	1,580	1,966	1,980	2,309	2,593
有使用权资产	818	750	750	750	750	财务成本净额	-145	-98	-81	-145	-164
无形资产	723	17	6	-4	-14	应占联营公司损益	15	33	30	30	30
商誉	842	4	842	842	842	除税前溢利	1,449	1,901	1,929	2,194	2,458
其他	1,306	2,299	1,315	1,296	1,318	所得税	-416	-596	-559	-636	-713
非流动资产合计	5,281	4,738	4,828	5,057	5,341	净利润	1,033	1,238	1,369	1,558	1,745
资产总计	17,325	15,968	20,774	23,417	24,290	净利润(不含少数股东权益)	1,030	1,238	1,369	1,558	1,745
短期借款	954	1,161	3,648	5,573	4,653	少数股东损益	3	0	0	0	0
应付账款	2,531	2,195	2,835	2,663	3,339	其他综合收益	8	0	0	0	0
租赁负债	144	77	67	67	67	综合收益总额	1,041	1,213	1,369	1,558	1,745
应付税项	557	186	186	186	186	综合收益总额(母公司)	1,038	1,213	1,369	1,558	1,745
其他	1,666	1,662	1,880	1,992	2,235	综合收益总额(少数股东)	3	0	0	0	0
流动负债合计	5,851	5,283	8,616	10,480	10,481	每股收益	0.37	0.45	0.49	0.56	0.63
递延所得税负债	243	176	176	176	176						
长期借款	1,691	867	867	867	867	主要财务比率					
其他	617	941	951	951	951		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	2,552	1,983	1,994	1,994	1,994	成长能力					
负债合计	8,402	7,266	10,610	12,474	12,474	营业收入	10.9%	-5.4%	6.4%	9.3%	9.2%
股本	23	24	23	23	23	营业利润	7.9%	24.4%	0.7%	16.6%	12.3%
储备	8,839	8,679	10,080	10,859	11,732	归属于母公司净利润	11.8%	20.2%	10.6%	13.8%	12.0%
少数股东权益	61	0	61	61	61	获利能力					
股东权益合计	8,923	8,703	10,164	10,943	11,816	毛利率	42.2%	43.2%	44.0%	44.5%	45.0%
负债和股东权益总计	17,325	15,968	20,774	23,417	24,290	归母净利率	7.2%	9.1%	9.5%	9.9%	10.1%
						ROE	11.6%	14.2%	13.6%	14.3%	14.8%
						偿债能力					
						资产负债率	48.5%	45.5%	51.1%	53.3%	51.4%
						流动比率	2.06	2.13	1.85	1.75	1.81
						速动比率	1.75	1.82	1.80	1.56	1.75
						营运能力					
						应收账款周转率	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0
						存货周转率	4.1	4.6	8.1	7.3	7.3
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	0.37	0.45	0.49	0.56	0.63
						每股经营现金流	0.45	0.44	0.81	0.04	1.14
						每股净资产	3.22	3.14	3.66	3.94	4.26
						估值比率					
						市盈率	12.3	10.3	9.3	8.2	7.3
						市净率	1.4	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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。