

纺织服饰

2025年03月20日

特步国际 (01368)

—— 专业运动增长强劲，集团净利润创历史新高

报告原因：有业绩公布需要点评

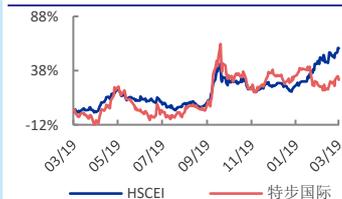
买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2025年03月19日

收盘价(港币)	5.55
恒生中国企业指数	9163.67
52周最高/最低(港币)	7.13/4.15
H股市值(亿港元)	153.99
流通H股(百万股)	2,774.56
汇率(人民币/港币)	1.0837

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupeis@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupeis@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **特步国际发布 2024 年业绩，表现符合预期。**2024 年公司持续经营业务收入 135.8 亿元，同比增长 6.5% (为剔除掉剥离品牌后同口径增速，若单独看绝对值为下滑 5%，见下方财务数据及盈利预测表)。归母净利润 12.4 亿元，同比增长 20.2%，创历史新高。全年派息比率 50%，叠加年内派发的特别股息，综合派息比率达 138.2%。
- **分品牌看，主品牌增长稳健，专业运动表现亮眼。**特步主品牌收入 123.3 亿元，同比增长 3.2%，收入占比 90.8%，毛利率略微下降 0.2pct 至 41.8%，经营利润率同比提升 0.1pct 至 15.9%。专业运动收入 12.5 亿元，同比增长 57.2%，收入占比 9.2%，索康尼收入突破 10 亿大关。专业运动毛利率提升 17.2pct 至 57.2%，主要因收购专业运动全部股权后公司可以并入该业务的全部毛利额，经营利润率同比提升 5.2pct 至 6.3%，经营利润 0.8 亿元 (2023 年：0.1 亿元)，同比增长 829.5%，盈利能力持续优化。
- **分渠道看，线上销售增长强劲，线下开启 DTC 模式探索。**2024 年全年公司线上收入增长约 20%，占特步主品牌总收入的比例超过 30%，抖音、视频号及小红书等新平台增长超 80%。线下成人装门店约为 6382 家，净减少 189 家，渠道结构持续优化，9 代店占比超 65%。儿童门店 1584 家，净减少 119 家，索康尼在内地门店 145 家，净增加 35 家。2025 年公司将加快推进渠道 DTC 转型，探索更加高效优质的渠道布局，构建中长期竞争力。
- **盈利能力稳步提升。**毛利率由上年度的 41.8%，改善至 43.2%，增加了 1.4pct。销售费用率为 21.1%，同比提升 0.3pct，主要因收购专业运动合资企业的全部权益后，推广营销开支并表。管理费用率为 10.5%，同比提升 0.3pct，净利率提升 1pct 至 9.1%。
- **存货周转提速，现金流保持稳定。**存货周转天数下降 22 天至 68 天，主要因剥离了 K&P 品牌，应收账款周转天数增加 14 天至 120 天，应付账款周转天数下降 12 天至 101 天。经营性现金流净额为 12.28 亿元，同比基本持平，账面现金及现金等价物 30 亿元，运营稳健。
- **马拉松专家定位持续夯实，品牌影响力持续破圈。**特步主品牌及索康尼在 2024 年六大马拉松赛事 (上海、北京、广州、无锡、成都、厦门) 联合穿着率位居第一。其中，特步跑鞋在中国男子、女子马拉松百强榜的穿着率分别为 33% 和 25%，问鼎跑者首选。截止到 2024 年底，公司旗下共有 72 家特步跑步俱乐部，5900 多家特跑族跑团，覆盖会员超 220 万，以专业影响大众，影响力持续破圈，不断夯实马拉松专家定位。
- **公司精准卡位马拉松赛道，聚焦跑步业务，主品牌稳健增长，新品牌势头强劲，维持买入评级。**但考虑到短期推进 DTC 转型或影响盈利水平，略微下调 25-26 年并新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年净利润分别为 13.7/15.0/16.3 亿元 (原 25-26 年利润为 13.9/15.1 亿元)，对应 PE 10/9/9 倍，中长期看，公司主品牌马拉松赛道先发优势显著，索康尼占据中高端跑步市场拓展增量，成长潜力巨大，依然看好未来发展，维持买入评级。
- **风险提示：**消费恢复低于预期；存货风险增加；市场竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(亿元)	143	136	146	158	169
同比增长率(%)	11%	-5%	8%	8%	7%
归母净利润(亿元)	10.3	12.4	13.7	15.0	16.3
同比增长率(%)	12%	20%	10%	9%	9%
每股收益(元/股)	0.41	0.49	0.49	0.54	0.59
毛利率(%)	42%	43%	44%	44%	45%
市盈率					

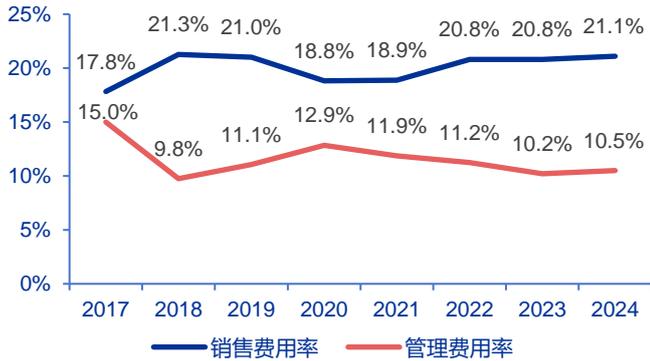
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1：24 年持续经营业务收入 135.8 亿元，同比增长 6.5%（剔除掉剥离品牌后同口径增速）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：24 年归母净利润 12.4 亿元，同比增长 20.2%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：24 年销售费用率为 21.1%，同比提升 0.3pct，管理费用率为 10.5%，同比提升 0.3pct


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：24 年毛利率改善 1.4pct 至 43.2%，净利率提升 1pct 至 9.1%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司分季度零售额表现

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	
2022	零售流水 yoy (包括线上线下)	30-35%	中双位数	20-25%	高单位数下降	中双位数增长
	零售折扣水平	约七五折	七折至七五折	七折至七五折	7 折	
	库销比	约四个月	约四个半月	约四个半到五个月	约五个半月	约五个半月
2023	零售流水 yoy (包括线上线下)	20%左右	高双位数	高双位数	30%以上	20%以上
	零售折扣水平	7-7.5 折	7.5 折	7-7.5 折	7 折	
	库销比	约五个月	小于五个月	4.5-5 个月	4-4.5 个月	4-4.5 个月
2024	零售流水 yoy (包括线上线下)	高单位数	10%	中单位数	高单位数	高单位数
	零售折扣水平	7-7.5 折	约 7.5 折	约 7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折
	库销比	4-4.5 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并损益表

单位: 百万元, 人民币	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
收入	14,346	13,577	14,636	15,759	16,911
成本	-8,296	-7,712	-8,225	-8,757	-9,290
毛利	6,050	5,865	6,412	7,003	7,622
销售费用	-3,369	-2,868	-3,220	-3,451	-3,704
管理费用	-1,540	-1,428	-1,566	-1,686	-1,810
其他收入及收益,净额	439	395	500	500	500
经营溢利	1,580	1,964	2,125	2,365	2,608
财务收入/(费用)净额	-145	-98	-73	-126	-169
应占联营公司损益	15	33	-60	-60	-60
除税前溢利	1,450	1,899	1,992	2,179	2,379
所得税	-416	-596	-625	-683	-746
净利润	1,034	1,303	1,368	1,496	1,633
归母净利润	1,031	1,303	1,368	1,496	1,633
少数股东损益	3	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。