

Q1 主品牌中单位数增长，索康尼超 40%

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)	130.68
最新收盘价:	4.71	自由流通市值(亿港元)	130.68
		自由流通股数(百万)	2,774.56

事件概述

公司公告 2025Q1 运营数据: Q1 主品牌零售流水同比中单位数增长, 折扣为七到七五折, 渠道库存为约四个月, 25Q1 索康尼零售销售实现约 40% 同比增长。

分析判断:

25Q1 主品牌零售流水同比中单位数增长 (1) 分渠道来看, 25Q1 零售流水中单位数增长, 增速环比较 24Q4 高单位数增长有所下降; (2) 从经营数据来看, 25Q1 库存折扣均保持健康水平。25Q1 公司零售折扣为 7-75 折, (24Q4/Q3/Q2/Q1 公司零售折扣分别为 7-7.5 折/7.5 折/7.5 折/7-7.5 折), 环比及同比折扣率均保持稳定。25Q1 渠道库存周转为 4 个月, 同比 24Q1 的 4-4.5 个月略有改善; (3) 分品牌来看, 索康尼和迈乐分别受益于其在专业跑步具备优越性能及在户外赛道具备专业性能, 有望保持较高增长; 25Q1 索康尼增速约 40%, 根据公司公告, 索康尼针对中国高线城市跑步和社会精英的品牌战略定位, 其穿着率占据国内外马拉松赛事前三, 市场份额亦有所提升, 有望通过彭于晏代言人签约、产品创新、渠道升级等, 多方面加强品牌推广力度以推动增长。

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, 我们预计全年索康尼开店 30 家左右; 3) 出售 KP 品牌后, 减少报表拖累、聚焦三大品牌。维持 25/26/27 年营业收入预测 142.86/155.58/172.51 亿元; 维持 25/26/27 年归母净利 13.74/15.11/16.64 亿元, 对应 25/26/27 年 EPS 0.50/0.54/0.60 元, 2025 年 4 月 16 日收盘价 4.71 港元对应 25/26/27 年 PE 为 9/8/7 倍 (1 港元=0.94 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	8.94	8.13	7.38

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所 (1 港元=0.94 元人民币)

分析师: 唐爽爽

分析师: 李佳妮

邮箱: tangss@hx168.com.cn

邮箱: lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

SAC NO: S1120524120003

联系电话:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		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	净利润率	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	8.94	8.13	7.38
非流动负债合计	1982.96	1982.96	1982.96	1982.96	PB	1.62	1.22	1.06	0.93
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跨部门、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。