

25Q1 主品牌经营稳健，索康尼持续高增

核心观点

25Q1 特步主品牌流水增长中单位数，其中线上增速继续快于线下，预估线上 20%+ 增长，儿童增速快于成人。25Q1 终端折扣在 7-7.5 折之间，同比、环比均持平；截至 Q1 末，公司渠道库存周转天数为 4 个月左右，同比 24Q1 的 4-4.5 个月略有改善，环比持平。25Q1 索康尼品牌流水增长 40%+、迈乐增速 40%+。展望 25 年：1) 特步主品牌规划 2025 年下半年及 2026 年向约 400-500 家特步店铺收回分销权（25 年约 100 家），预计短期对于收入影响将在 25H2 开始显现；2) 索康尼品牌 2025 年公司明确发力直营渠道、继续拓店并带动店效提升，索康尼仍有望保持高增势头，规模效应下经营利润率有望继续提升低单位数。

事件

公司发布 2025 年第一季度营运表现报告：25Q1 特步主品牌零售额同比中单位数增长，零售折扣水平约 7-7.5 折、库存周转约 4 个月。25Q1 索康尼品牌零售额约 40% 增长。

简评

特步主品牌：25Q1 流水中单位增长，折扣率同比持平、库销比有所改善。25Q1 主品牌流水增长中单位数，其中线上增速继续快于线下，预估线上维持 20%+ 增长、线下低单位数增长；儿童品类增速快于成人。25Q1 终端折扣整体在 7-7.5 折之间，同比、环比均基本持平。库存方面截至 Q1 末，公司渠道库存周转天数为 4 个月左右，同比 24Q1 的 4-4.5 个月略有改善，环比持平。主品牌以“160X”系列为核心，覆盖从大众到精英跑者的全产品线。25Q1 公司竞速系列跑鞋销售超过 300 万双，功能性跑鞋 Q1 预估双位数以上增长。

新品：25Q1 索康尼增长强劲，服装及通勤、复古鞋占比提升。25Q1 索康尼品牌流水增长 40%+，延续 24 年以来的强劲增长态势。索康尼产品端针对亚洲脚型优化的中底设计，将专业跑鞋拓展至休闲场景，触达都市高净值人群。2025 年索康尼继续加强产品开发，增加服装及生活休闲类产品；渠道端，索康尼将在现有 145 家门店基础上于高线城市加快开设直营旗舰店和月球概念店，后续将聚焦开大店以提升品牌势能及店效；迈乐预估 25Q1 增长 40%+，该品牌以“户外+跑步”场景切入，主打轻量化徒步鞋与防水科技，整体增长良好。

特步国际(1368.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 04 月 18 日

当前股价：4.71 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-15.14/-3.02	-15.14/-24.32	4.90/-21.95
12 月最高/最低价 (港元)		6.98/4.34
总股本 (万股)		277,455.91
流通 H 股 (万股)		277,455.91
总市值 (亿港元)		126.40
流通市值 (亿港元)		126.40
近 3 月日均成交量 (万)		1541.66
主要股东		
群成投资有限公司		46.64%

股价表现



相关研究报告

25.03.20	【中信建投轻工纺服及教育】特步国际(1368):24 年索康尼营收超 10 亿，25 年主品牌加速 DTC 战略布局
25.01.14	【中信建投轻工纺服及教育】特步国际(1368):Q4 主品牌平稳运营，索康尼全年增长亮眼

展望 2025 年，特步主品牌预计保持稳健增长、DTC 短期冲回销售或在 25H2 有所体现，索康尼势头强劲。公司规划：1) 主品牌特步将于 25 下半年至 26 年向 400-500 家特步店铺收回分销权，预计短期或对于收入端有一定影响，将在 25H2 开始体现，中长期可以助力公司提升品牌影响力和运营质量；2) 索康尼凭借品牌推广及扩充产品组合延续高增态势，聚焦品牌势能以及老店打造，利润率有望持续改善提升；3) 公司维持 25 年利润增速 10%+指引。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年营收 143.2、152.6、163.7 亿元，同比+5.5%、+6.6%、+7.2%；归母净利润为 13.63、15.02、16.42 亿元，同增 10.0%、+10.3%、+9.3%，利润率分别为 9.5%、9.8%、10.0%，对应 PE 为 8.9x、8.1x、7.4x，维持“买入”评级。

风险提示：

零售折扣率加深，影响品牌利润率：特步主品牌当前库存仍高于理想水平，后续如果通过增加零售折扣率处理库存等情况，若部分品牌通过加深折扣率进行库存去化，将加剧行业价格竞争，进而影响公司折扣率水平，将对品牌的利润率水平造成一定影响，影响公司业绩和后续增长。

流水复苏进展及幅度不及预期：预计随着消费的逐步复苏，公司各品牌的流水表现也将直接受益，如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现。

图 1: 特步&索康尼品牌季度零售流水增速及零售折扣

零售流水	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
特步主品牌	约55%	30%-35%	中双位数	20%-25%	30%-35%	中双位数	20%-25%	高单位数	约20%	高双位数	高双位数	超20%	高单位数	10%	中单位数	高单位数	中单位数
	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	下降	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长
折扣率	7折-75折	75折-8折	75折-8折	75折-8折	约75折	7折-75折	7折-75折	约7折	7折-75折	约75折	7折-75折	约7折	7折-75折	75折	75折	7折-75折	7折-75折
零售库存周转	约4.5个月	约4个月	约4个月	约4个月	约4个月	约4个半月	4.5-5个月	约5.5个月	5个月以下	5个月以下	4.5-5个月	4-4.5个月	4-4.5个月	4个月	4个月	4个月	4个月
零售流水	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
索康尼品牌															50%+	50%	40%+
															增长	增长	增长

数据来源：公司公告、中信建投

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,044	11,230	15,609	20,983	26,413
现金	4,156	3,569	7,905	12,788	17,638
应收票据及应收账款合计	4,975	5,011	4,971	5,299	5,682
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	804	903	911	971	1,041
存货	1,794	1,596	1,664	1,756	1,871
其他流动资产	315	150	158	169	181
非流动资产	5,281	4,738	4,348	3,957	3,567
长期投资	495	453	453	453	453
固定资产	1,592	1,669	1,408	1,146	885
无形资产	1,541	766	639	511	383
其他非流动资产	1,653	1,850	1,848	1,847	1,846
资产总计	17,325	15,968	19,957	24,941	29,980
流动负债	5,851	5,283	4,562	4,835	5,164
短期借款	1,372	1,161	0	0	0
应付票据及应付账款合计	2,531	2,195	2,553	2,695	2,871
其他流动负债	1,948	1,926	2,008	2,140	2,293
非流动负债	2,552	1,983	1,983	1,983	1,983
长期借款	2,152	1,724	1,724	1,724	1,724
其他非流动负债	400	259	259	259	259
负债合计	8,402	7,266	6,544	6,818	7,147
少数股东权益	61	0	0	0	0
股本	23	24	1,024	2,024	3,024
资本公积	8,839	8,679	12,389	16,099	19,809
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	8,863	8,703	13,413	18,123	22,833
负债和股东权益	17,325	15,968	19,957	24,941	29,980

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,255	1,228	1,909	1,336	1,387
净利润	1,033	1,238	1,363	1,502	1,642
折旧摊销	328	380	390	390	390
财务费用	145	98	23	-60	-124
其他经营现金流	-252	-488	133	-496	-522
投资活动现金流	-915	651	263	279	271
资本支出	633	541	-	-	-
其他投资现金流	-1,548	111	263	279	271
筹资活动现金流	-461	-2,197	825	3,268	3,192
短期借款	-859	-211	-1,161	-	-
长期借款	1,147	-428	620	-	-
其他筹资现金流	-750	-1,557	1,366	3,268	3,192
现金净增加额	-122	-317	4,336	4,883	4,849

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,346	13,577	14,317	15,261	16,365
营业成本	8,296	7,712	8,040	8,488	9,042
营业税金及附加	3,369	2,868	3,150	3,449	3,731
其他净收入	0	0	0	0	0
销售费用	1,540	1,428	1,503	1,602	1,718
管理费用	1,157	1,138	1,171	1,249	1,353
研发费用	252	297	445	477	516
营业利润	1,580	1,966	2,007	2,128	2,268
财务费用	145	98	23	-60	-124
投资净收益	0	0	0	0	0
利润总额	1,449	1,901	1,985	2,188	2,392
所得税	416	663	622	686	750
净利润	1,033	1,238	1,363	1,502	1,642
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,030	1,238	1,363	1,502	1,642
EBITDA	1,923	2,379	2,398	2,518	2,658

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.9	-5.4	5.5	6.6	7.2
归母净利润(%)	11.8	20.2	10.0	10.3	9.3
获利能力					
毛利率(%)	42.2	43.2	43.8	44.4	44.7
净利率(%)	7.2	9.1	9.5	9.8	10.0
经营利润率(%)	11.0	14.5	14.0	13.9	13.9
ROE(%)	11.6	14.2	10.2	8.3	7.2
ROIC(%)	9.3	10.6	11.9	13.6	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	48.5	45.5	32.8	27.3	23.8
流动比率	2.1	2.1	3.4	4.3	5.1
速动比率	1.7	1.8	3.0	3.9	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5
应收账款周转率	2.9	2.7	2.9	2.9	2.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.45	0.49	0.54	0.59
每股经营现金流	0.45	0.44	0.69	0.48	0.50
每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.14	4.83	6.53	8.23
估值比率					
P/E	11.8	9.8	8.9	8.1	7.4
P/B	1.4	1.4	0.9	0.7	0.5

数据来源：wind，中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk