

特步国际 (01368.HK)

上半年主品牌流水增长中单位数，索康尼增长超 30%

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004
执证编码：S0980523070003

事项：

公司公告：2025 年 7 月 16 日，公司发布 2025 年第二季度及上半年营运状况，第二季度度特步主品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长低单位数，零售折扣 7.0-7.5 折；索康尼品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长超过 20%。上半年主品牌全渠道零售销售流水同比增长中单位数，渠道库销比 4.0-4.5 个月；索康尼品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长超过 30%。

国信纺服观点：

- 1、**第二季度特步主品牌、索康尼流水增长环比降速，上半年整体表现符合全年指引趋势，折扣和库存保持稳定，管理层维持全年指引；**
- 2、**风险提示：**消费需求复苏不及预期；品牌形象受损；品牌恶性竞争加剧；市场的系统性风险；
- 3、**投资建议：**看好主品牌发挥跑步品类优势销售稳健增长，专业运动品牌快速增长盈利提升。公司聚焦跑步领域、发挥跑步品类专业优势，2025 年上半年主品牌流水保持中单位数的稳健增长，专业运动品牌索康尼保持 30%以上、迈乐保持 50%以上快速增长。看好未来主品牌聚焦大众市场获得稳健增速，索康尼和迈乐分别聚焦“双精英人群”和户外，保持较快增速，并在未来 3-5 年盈利持续提升。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 14.0/14.9/16.0 亿元，同比增长 13.2%/5.9%/7.7%。维持 6.1-6.6 港元的合理估值区间，对应 2025 年 11-12x PE，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 第二季度特步主品牌、索康尼流水增长环比降速，上半年整体表现符合全年指引趋势，折扣和库存保持稳定，管理层维持全年指引

1、特步主品牌第二季度流水同比增长低单位数

分月度看，4-5 月增速好于 6 月；分渠道看，线上增长好于线下；分品类看，儿童好于成人，鞋子好于服饰，功能性产品尤其跑步、户外品类引领增长。

2、特步主品牌第二季度零售折扣 7.0-7.5 折，环比稳定；库销比 4.0-4.5 个月，同环比略有增长

- 1) 第二季度特步主品牌零售折扣 7.0-7.5 折，环比保持稳定，同比略有加深；
- 2) 第二季度末特步主品牌库销比 4.0-4.5 个月，同环比略有增长，库存处于健康水平。

3、第二季度索康尼增长超过 20%，迈乐增长超过 50%。

索康尼主动对线上业务板块进行战略性调整，减少低价产品在电商的推出，收紧电商折扣，以实现线上线下产品同步；线下流水保持高速增长，下半年将略微加快在高线城市核心商圈新型商店的布局，提升店铺形象。

4、管理层展望：根据公开交流会，管理层对 2025 年维持此前指引，利润端争取超过 10%的增长；索康尼

收入增长预计达 30%以上。

表1：特步主品牌季度运营表现

时间	零售流水增长	库销比	零售折扣
2022Q1	30%~35%	4	7.5 折
2022Q2	中双	4.5	7-7.5 折
2022Q3	20%~25%	4.5-5	7-7.5 折
2022Q4	负高单位数	5.5	7 折
2023Q1	约 20%	<5	7-7.5 折
2023Q2	高双	<5	7.5 折
2023Q3	高双	4.5-5	7-7.5 折
2023Q4	超过 30%	4-4.5	7 折
2024Q1	高单	4-4.5	7-7.5 折
2024Q2	10%	4	7.5 折
2024Q3	中单	4	7.5 折
2024Q4	高单	4	7-7.5 折
2025Q1	中单	4	7-7.5 折
2025Q2	低单	4-4.5	7-7.5 折

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好主品牌发挥跑步品类优势销售稳健增长，专业运动品牌快速增长盈利提升

公司聚焦跑步领域、发挥跑步品类专业优势，2025 年上半年主品牌流水保持中单位数的稳健增长，专业运动品牌索康尼保持 30%以上、迈乐保持 50%以上快速增长。看好未来主品牌聚焦大众市场获得稳健增速，索康尼和迈乐分别聚焦“双精英人群”和户外，保持较快增速，并在未来 3-5 年盈利持续提升。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 14.0/14.9/16.0 亿元，同比增长 13.2%/5.9%/7.7%。维持 6.1-6.6 港元的合理估值区间，对应 2025 年 11-12x PE，维持“优于大市”评级。

表 2：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,743	13,577	14,311	15,145	16,068
(+/-%)	-1.4%	6.5%	5.4%	5.8%	6.1%
净利润(百万元)	1,030	1,238	1,402	1,485	1,600
(+/-%)	11.8%	20.2%	13.2%	5.9%	7.7%
每股收益(元)	0.37	0.45	0.50	0.53	0.57
净利率	8.1%	9.1%	9.8%	9.8%	10.0%
净资产收益率(ROE)	11.6%	14.2%	14.9%	14.6%	14.6%
市盈率(PE)	13.4	11.1	9.8	9.3	8.6
EV/EBITDA	16.2	17.7	11.8	11.1	10.3
市净率(PB)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2024A	EPS	2025E	2026E	PE	2024A	2025E	2026E	g	2023-2026	PEG	2025
1368.HK	特步国际	优于大市	4.96	0.45	0.50	0.53	11.1	9.8	9.3	13.0%	0.76				
可比公司															
2020.HK	安踏体育	优于大市	83.69	5.56	4.80	5.51	15.1	17.4	15.2	14.7%	1.18				
2331.HK	李宁	优于大市	14.80	1.17	0.97	1.09	12.7	15.3	13.5	-3.9%	-3.92				
1361.HK	361度	优于大市	4.67	0.56	0.63	0.71	8.3	7.4	6.6	15.6%	0.48				

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；注：无评级公司的 EPS 预测来自彭博一致预期。

◆ 风险提示

消费需求复苏不及预期；品牌形象受损；品牌恶性竞争加剧；市场的系统性风险。

相关研究报告：

《特步国际（01368.HK）-第一季度主品牌流水增长中单位数，索康尼增长超 40%》——2025-04-17
《特步国际（01368.HK）-2024 年净利润增长 20%，专业运动品牌盈利显著改善》——2025-03-20
《特步国际（01368.HK）-2024 年主品牌流水增长高单位数，索康尼增长超 60%》——2025-01-09
《特步国际（01368.HK）-第三季度主品牌流水增长中单位数，索康尼增长超 50%》——2024-10-23
《特步国际（01368.HK）-上半年净利润增长 13%，经营现金流大幅增长》——2024-08-21

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3295	2979	4275	5352	6554	营业收入	12743	13577	14311	15145	16068
应收款项	6015	5868	5881	5394	4842	营业成本	8296	7712	7878	8033	8160
存货净额	1794	1596	1517	1543	1564	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	934	780	822	870	923	销售费用	2655	2868	3009	3214	3442
流动资产合计	12044	11230	12503	13159	13883	管理费用	1302	1428	1767	2138	2564
固定资产	1637	1826	1944	2037	2109	财务费用	139	98	121	132	142
无形资产及其他	1818	154	148	142	136	投资收益	15	33	14	15	16
投资性房地产	1332	2305	2305	2305	2305	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	495	453	604	742	825	其他收入	1310	397	423	447	474
资产总计	17325	15968	17504	18385	19257	营业利润	1676	1902	1975	2091	2251
短期借款及交易性金融负债	1372	1161	2200	2200	2200	营业外净收支	(2)	(1)	0	1	2
应付款项	2610	2311	2197	2190	2175	利润总额	1674	1901	1975	2092	2253
其他流动负债	1868	1811	1720	1864	1950	所得税费用	596	596	573	607	653
流动负债合计	5851	5283	6117	6254	6325	少数股东损益	3	0	0	0	0
长期借款及应付债券	2152	1724	1724	1724	1724	归属于母公司净利润	1030	1238	1402	1485	1600
其他长期负债	400	259	259	260	262						
长期负债合计	2552	1983	1983	1985	1987	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8402	7266	8100	8239	8311	净利润	1030	1238	1402	1485	1600
少数股东权益	61	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8863	8703	9404	10146	10946	折旧摊销	0	(380)	188	214	234
负债和股东权益总计	17325	15968	17504	18385	19257	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	139	98	121	132	142
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1037)	(971)	(181)	551	550
每股收益	0.37	0.45	0.50	0.53	0.57	其它	1	0	0	0	0
每股红利	0.22	0.27	0.25	0.27	0.29	经营活动现金流	(6)	(113)	1409	2250	2383
每股净资产	3.19	3.13	3.38	3.65	3.93	资本开支	0	191	(300)	(300)	(300)
ROIC	3%	9%	10%	11%	13%	其它投资现金流	499	(0)	0	7	0
ROE	12%	14%	15%	15%	15%	投资活动现金流	194	232	(451)	(431)	(383)
毛利率	42%	43%	45%	47%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	12%	12%	12%	负债净变化	1147	(428)	0	1	0
EBITDA Margin	11%	9%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(618)	(743)	(701)	(743)	(800)
收入增长	-1%	7%	5%	6%	6%	其它融资现金流	(1366)	1908	1039	0	0
净利润增长率	12%	20%	13%	6%	8%	融资活动现金流	(308)	(435)	338	(742)	(800)
资产负债率	49%	46%	46%	45%	43%	现金净变动	(120)	(315)	1296	1077	1201
息率	4.5%	5.4%	5.1%	5.4%	5.8%	货币资金的期初余额	3414	3295	2979	4275	5352
P/E	13.4	11.1	9.8	9.3	8.6	货币资金的期末余额	3295	2979	4275	5352	6554
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	(83)	889	1719	1839
EV/EBITDA	16.2	17.7	11.8	11.1	10.3	权益自由现金流	0	1330	1842	1626	1738

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032