

纺织服饰

2025 年 07 月 18 日

特步国际 (01368)

——主品牌稳健增长，户外品牌势头强劲

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2025 年 07 月 17 日

收盘价 (港币)	5.31
恒生中国企业指数	8853.1
52 周最高/最低 (港币)	7.13/4.15
H 股市值 (亿港元)	147.75
流通 H 股 (百万股)	2,782.49
汇率 (人民币/港币)	1.0985

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)23297818×
liupeis@swsresearch.com

- **特步国际发布 2025 年二季度及上半年运营数据，表现符合预期。** 25 年二季度主品牌全渠道流水实现低单位数同比增长，上半年实现中单位数增长。其中，儿童业务板块相较成人板块增速更快，鞋类表现优于服装，且以功能性的跑步和户外产品引领增长。索康尼 25Q2 全渠道增长超 20%，上半年流水超过 30% 增长。索康尼品牌定位清晰，聚焦双精英人群，高度聚焦跑步场景，产品性能优异，百年跑步世家的品牌形象正获得更多用户认可。
- **新品牌索康尼和迈乐保持高速增长。** 索康尼 25Q2 全渠道增长超 20%，上半年增长超 30%，全年维持 30-40% 的增长指引。渠道方面，索康尼线上进行战略性调整，主动减少低价产品并收紧折扣；线下将加快在核心城市的布局，开设如月球概念店、城市体验店等新形象店，25 年开店目标约为 30 家。未来营销将着重于围绕精英人群进行高端心智打造、线下核心渠道的大店开设展开，同时也会推进服装 OG 等生活休闲产品的供应，以放大整体业务规模。迈乐销售趋势良好，二季度及上半年均实现超过 50% 的增长，主要由电商业务带动，目前仍在加强产品研发，以满足消费者对产品的功能性要求，线下开店视后续发展而定。
- **库存水平健康，折扣稳定，全年指引维持。** 二季度末主品牌库销比约为 4 至 4.5 个月，保持健康水平，二季度折扣率为 7-7.5 折，环比与一季度持平，与今年公司预期的折扣幅度相当。公司预计，上半年毛利率符合预期，营销费用及研发费用皆在预算内，费用整体可控，经营利润率较为稳定，有信心实现集团全年收入增长、净利润增长 10% 以上的目标。
- **分渠道看，线上增长好于线下，线下渠道 DTC 进展顺利。** 根据公司二季度公开交流会，上半年主品牌电商增长较快，线下基本持平，店效表现稳定。目前 DTC 各项准备工作进展顺利，涉及到的加盟转自营的门店约 500 家，预计 25Q4 收回 100 到 200 家，2026 年将收回剩余的 300 到 400 家，相关资本开支总计约 4 亿元。DTC 转型有利于公司更直接地把握市场变化与用户需求，提升反应速度和响应效率，打造中长期竞争力。短期内因涉及到的门店数量仅 500 家左右，相较于主品牌在 24 年底 6382 家门店，占比不到 8%，因此短期对财务报表影响有限。在门店规划上，公司将专注于开设更大的门店，且很快会推出“领跑店”这一新型店型，“开大店、关小店、提升电商销售”仍是公司今年的重要方向。
- **分品类看，核心跑步类产品表现较好，休闲产品略有波动。** 特步作为本土跑步心智第一品牌，秉承着以专业影响大众的打法和策略，树立跑鞋专家形象，打开大众市场。上半年跑鞋类产品实现了双位数增长，优于其他非核心品类，新推出的 360X 2.0 与青云系列均销量破百万双，表现突出，同时也推出部分高性价比的缓震系列产品，获得了不错的市场反馈。受消费环境影响，非刚需属性的休闲产品表现有所波动，但功能性产品为核心类别，在主品牌中占比 6 成以上，稳定了基本盘，休闲产品占比不到 4 成。
- **公司持续优化多品牌矩阵，24 年剥离时尚运动品牌，聚焦核心跑步业务，优化资源配置，25 年开启 DTC 转型，探索更加高效优质的渠道布局，有利于夯实专业运动优势地位，维持“买入”评级。** 维持盈利预测，预计 25-27 年净利润分别为 13.7/15.0/16.3 亿元，对应 PE 10/9/8 倍。公司在时尚品牌剥离后业务更加聚焦跑步赛道，有助于强化跑步业务优势，发挥品牌的协同效应，继续看好未来发展，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。

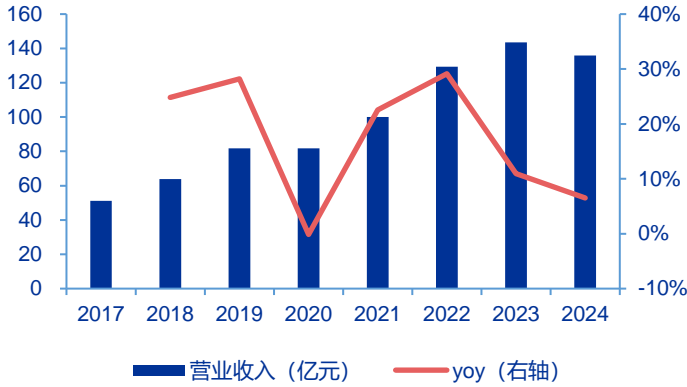
财务数据及盈利预测

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 (%)	%	%	%	%	%
市盈率	13	11	10	9	8

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



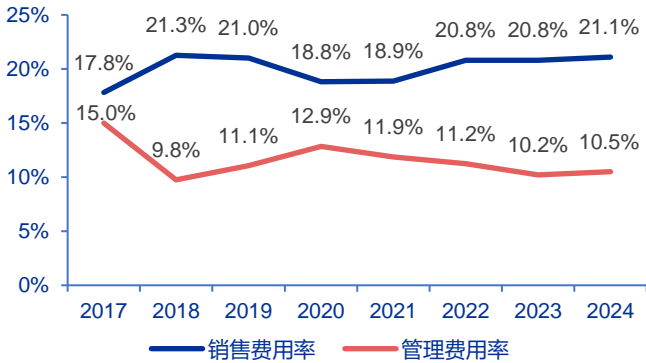
申万宏源研究微信服务号

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)


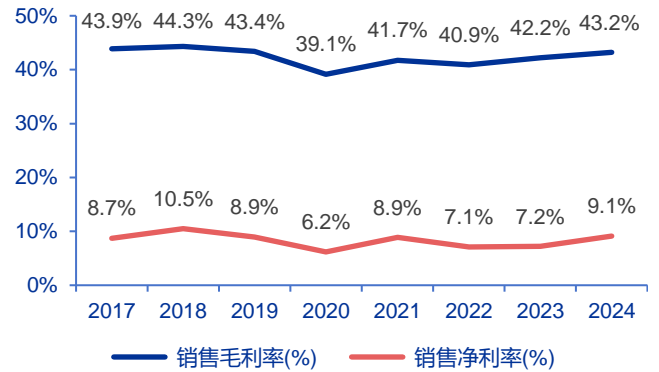
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 24 年归母净利润 12.4 亿元, 同比增长 20%


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 1pct 至 43.2%, 净利率提升 1.9pct 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	
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
2025	零售流水 yoy (包括线上线下)	中单位数	低单位数			
	零售折扣水平	7-7.5 折	7-7.5 折			
	库销比	4 个月	4-4.5 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，如果您对行业的分类有兴趣，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。