

特步国际 (01368.HK)

上半年净利润增长 22%，专业运动盈利能力显著提升

优于大市

核心观点

上半年收入增长 7%，持续经营业务盈利提升叠加 KP 剥离减亏，净利润增长 22%。 2025 上半年公司收入同比增长 7.1% 至 68.4 亿元，归母净利润同比增长 21.5% 至 9.1 亿元。分品牌看，主品牌收入增长稳健，专业运动品牌快速成长；分品类看，服装增速更快。毛利率同比-0.1 个百分点，基本稳定；由于跑步赞助活动增加、索康尼品牌升级，营销投入增加，广告及推广费用同比上升 7.3%，但占收入比例持平；经营利润率/归母净利率分别+0.3/1.6 百分点，其中因剥离 KP 较去年同期减亏 1.06 亿元。存货周转天数同比+23 天至 91 天，主因主品牌为应对下半年马拉松旺季，增加三个月以内库存备货；公司中期拟每股派息 18 港仙，派息率为 50%，且公司连续 17 年派息比例≥50%。

分品牌：特步主品牌稳健增长，专业运动品牌快速增长且经营利润率显著提升。 1) **特步主品牌：**上半年特步主品牌收入同比增长 4.5% 至 60.5 亿元，其中电商渠道收入双位数增长，占比超 30%。儿童业务收入增速优于成人业务；但因儿童业务毛利较低以及线上折扣问题，毛利率微降 0.3%；盈利稳定，公司推进“开大店关小店”策略，上半年底门店 6360 家，数量较去年年底小幅减少，但新形象店占比较高，约为 70%。2) **专业运动（索康尼和迈乐）：**收入同比增长 32.5% 至 7.9 亿元，收入主要来源于索康尼。毛利率同比-1.6 百分点至 55.2%，毛利率小幅下降主要因鞋类中的生活和 OG 品类，以及服装占比提升，新品类规模小导致毛利率略低。上半年经营利润同比增长近 2.4 倍至 7900 万，经营利润率提升 6.1 百分点至 10%。

深化渠道管理，DTC 战略应对市场变化。 特步主品牌持续深化渠道管理，推进 DTC 战略，2025 年计划推进 100-200 家 DTC 门店，至 2026 年共完成 300-400 家 DTC 转型，资本开支约四亿；短期 DTC 转型对收入及利润率或造成轻微影响，但有利于公司长期发展、业绩增厚。

风险提示：消费需求复苏不及预期；渠道拓展不及预期；品牌形象受损。

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。 上半年消费环境疲软，公司主品牌收入稳健增长，专业运动品牌收入保持快速增长，同时盈利能力显著提升。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。

盈利预测和财务指标

	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)	15.5	12.9	11.4	10.7	10.0
EV/EBITDA	17.7	19.5	13.0	12.2	11.3
市净率 (PB)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	6.10 - 6.60 港元
收盘价	6.15 港元
总市值/流通市值	17112/17112 百万港元
52 周最高价/最低价	7.01/4.08 港元
近 3 个月日均成交额	70.98 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《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%》——2025-07-16
- 《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

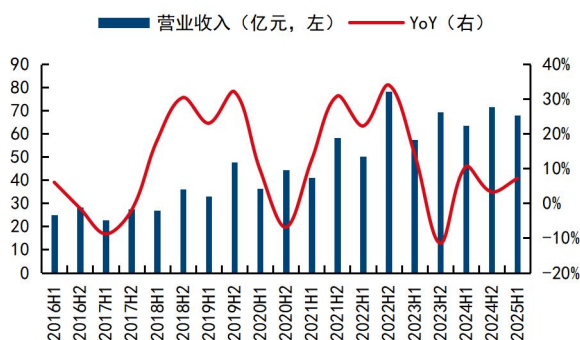
上半年收入增长 7%，持续经营业务盈利提升叠加 KP 剥离减亏，净利润增长 22%

上半年收入增长 7%，净利润增长 21.5%。2025 上半年公司收入同比增长 7.1%至 68.4 亿元，归母净利润同比增长 21.5%至 9.1 亿元；其中持续经营业务净利润同比+6.4%，增速低于净利润因 KP 剥离较去年同期减亏 1.06 亿元。

1) 分品牌看，主品牌收入增长稳健，专业运动品牌快速成长。特步主品牌收入 60.5 亿元，同比提升 4.5%，占比 88.5%；专业运动品牌索康尼和迈乐收入 7.9 亿元，同比提升 32.5%，占比 11.5%。

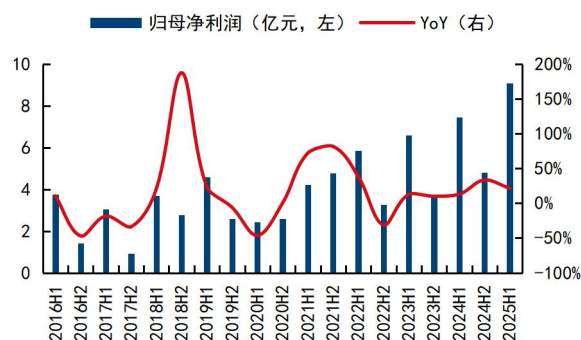
2) 分品类看，服装增速更快。鞋履/服装收入分别为 41.5/25.5 亿元，分别增长 6.3%/9.3%，服装品类带动增长，主要受益于索康尼扩大服装（如羊毛系列）类产品矩阵。

图1：公司营收与变化情况



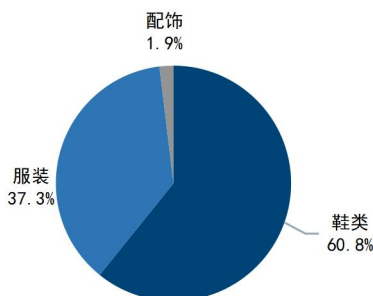
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润与变化情况



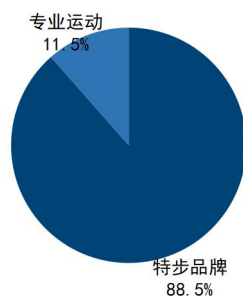
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司分品类收入占比情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司分品牌收入占比情况



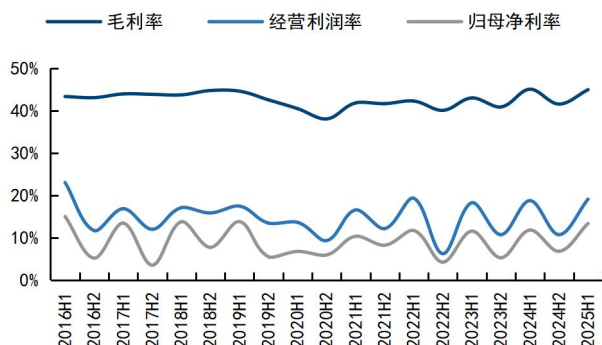
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率基本持平。上半年公司毛利率同比下降 0.1 个百分点，受产品结构变化影响，各品牌毛利率均有下降，主品牌因儿童业务毛利较低以及线上折扣问题，毛利率微

降 0.3%；专业运动品牌因鞋类中的生活和 OG 品类，以及服装占比提升，新品类规模小导致毛利率小幅下降 1.6%。

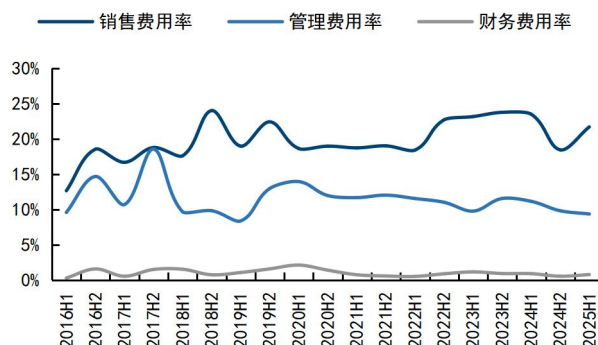
国内马拉松市场火热，赞助活动增加使销售及管理费用有所提升。上半年集团整体费用上升 9.5%至 21.23 亿，占收入比例 31%，同比上升 0.6 个百分点；因国内马拉松赛事及参赛人数增加，跑步赞助活动相应增加，以及索康尼品牌升级营销投入增加等因素，广告及推广费用同比上升 7.3%，占收入比例持平在 12.6%。

图5：公司利润率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率与变化情况



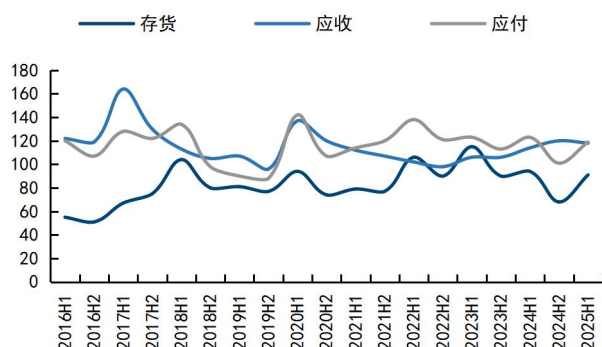
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

为应对马拉松旺季，存货周转天数同比大幅增加。库存周转天数增加 23 天至 91 天，主要因：1）主品牌为应对下半年马拉松旺季，增加三个月以内库存备货；2）索康尼下半年开店备货需求增加。预计年底库存可恢复至 20 亿以下健康水平。应付周转天数增加 18 天至 119 天，应收周转天数减少 2 天至 118 天；总运营资金天数比 2024 年底增加 3 天至 90 天。

经营现金流净额小幅下降。经营活动现金流同比减少 6.4%至 7.7 亿元，净现比为 0.9。现金流下降的主要因偿还银行 10.4 亿元的贷款。

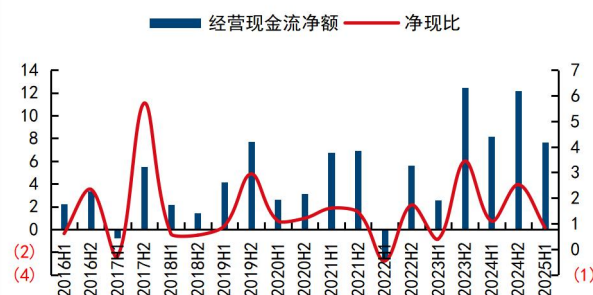
中期分红率 50%。公司中期拟每股派息 18 港仙，派息率为 50%，且连续 17 年派息比例 $\geq 50\%$ 。

图7：公司三大周转天数及变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：经营活动现金流净额（亿元）及净现比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分品牌：特步主品牌稳健增长，专业运动品牌快速增长且经营利润率显著提升

特步主品牌：收入增长 4.5%，电商渠道收入双位数增长，盈利稳健。2025 上半年特步主品牌收入同比增长 4.5%至 60.5 亿元，其中电商渠道收入双位数增长，占比超 30%。儿童业务收入增速优于成人业务；但因儿童业务毛利较低以及线上折扣问题，毛利率微降 0.3%；公司推进“开大店关小店”策略，截至 6 月底，特步成人门店数相较去年同期以及去年年底分别净减少 218/22 家至 6360 家，特步儿童门店数分别净减少 142/20 家至 1564 家，但整体新形象店占比较高，约为 70%。

专业运动（索康尼和迈乐）：收入增长 32.5%，经营利润率显著提升。2024 上半年专业运动品牌收入同比增长 32.5%至 7.9 亿元，毛利率同比-1.6 个百分点至 55.2%，毛利率的小幅下降主要因鞋类中的生活和 OG 品类，以及服装占比提升，新品类规模小，无法形成规模效应，毛利率较低。上半年经营利润同比增长近 2.4 倍至 7900 万，经营利润率提升 6.1 个百分点至 10%。从品牌战略看，索康尼围绕精英人群，打造高端运动形象，建立精英运动生活心智，继续加强渠道拓展、营销及产品矩阵；迈乐品牌继续专注线上渠道，聚焦核心产品系列。

图9：分品牌收入金额（百万元）



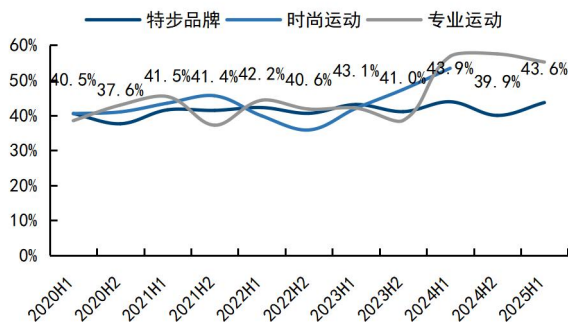
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：分品牌经营利润金额（百万元）



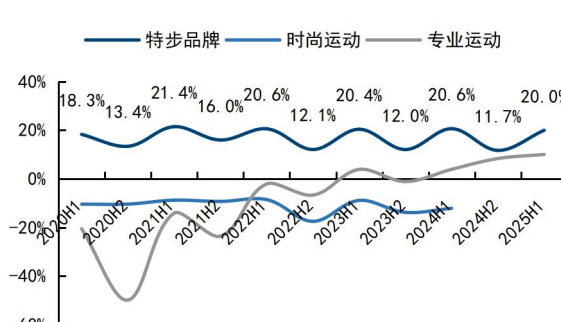
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：分品牌毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：分品牌经营利润率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 公司分部业务表现

分部表现¹ (人民币百万元)

	大众市场			专业运动		
	X 特步			saucony MERRELL		
	2025年 上半年	2024年 上半年	同比变化	2025年 上半年	2024年 上半年	同比变化
收入	6,053	5,789	▲ 4.5%	785	593	▲ 32.5%
毛利	2,641	2,539	▲ 4.0%	433	337	▲ 28.7%
毛利率	43.6%	43.9%	▼ 0.3 百分点	55.2%	56.8%	▼ 1.6 百分点
经营利润	1,208	1,190	▲ 1.5%	79	23	▲ 236.8%
经营利润率	20.0%	20.6%	▼ 0.6 百分点	10.0%	3.9%	▲ 6.1 百分点

¹ 不包括2025年上半年和2024年上半年分别为人民币86百万元和人民币108百万元的企业及其他未分配开支

7

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

深化渠道管理，DTC 战略应对市场变化

- 1、DTC 转型计划:** 特步主品牌持续深化渠道管理，推进 DTC 战略以应对市场需求快速变化；2025 年计划推进 100-200 家 DTC 门店，至 2026 年共完成 300-400 家 DTC 转型，资本开支约四亿。
- 2、DTC 转型影响:** 短期 DTC 转型对收入及利润率或造成轻微影响，但有利于公司长期发展、业绩增厚。

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

上半年消费环境疲软，公司聚焦跑步领域、发挥跑步品类专业优势，主品牌收入稳健增长，专业运动品牌收入保持快速增长，同时盈利能力显著提升。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1: 盈利预测与市场重要数据

	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
EBIT Margin	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)	15.5	12.9	11.4	10.7	10.0
EV/EBITDA	17.7	19.5	13.0	12.2	11.3
市净率(PB)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2023-2026	2025	人民币 亿元
1368. HK	特步国际	优于大市	5.73	0.45	0.50	0.53	12.9	11.4	10.7	13.0%	0.88	156
可比公司												
2020. HK	安踏体育	优于大市	86.86	5.56	4.80	5.51	15.6	18.1	15.8	14.7%	1.23	2384
2331. HK	李宁	优于大市	16.79	1.17	0.97	1.09	14.4	17.3	15.3	-3.9%	-4.44	424
1361. HK	361度	优于大市	5.68	0.56	0.60	0.65	10.2	9.4	8.7	12.1%	0.78	115

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测, 备注: 未评级公司的 EPS 预测值来自彭博一致预测

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	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	2552	1983	1983	1985	1987	净利润	1030	1238	1402	1485	1600
负债合计	8402	7266	8100	8239	8311	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	61	0	0	0	0	折旧摊销	0	(380)	188	214	234
股东权益	8863	8703	9404	10146	10946	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	17325	15968	17504	18385	19257	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	3.9%	4.7%	4.4%	4.7%	5.0%	货币资金的期初余额	3414	3295	2979	4275	5352
P/E	15.5	12.9	11.4	10.7	10.0	货币资金的期末余额	3295	2979	4275	5352	6554
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	(83)	889	1719	1839
EV/EBITDA	17.7	19.5	13.0	12.2	11.3	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

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