

公司報告

特步國際 (1368 HK)

25年上半年業績穩健，增長勢頭持續

- 上半年業績穩健，25財年展望不變，股價短線漲7%
- 主品牌、索康尼及邁樂推動增長，直營零售戰略穩步推進
- 盈利預測不變；目標價基於26年中期12.5倍市盈率

上半年業績穩健，股價短線漲7%，維持增持評級

特步25年上半年業績基本符合預期，與此前披露的二季度更新一致。管理層維持25財年淨利潤同比增長超10%的指引，受到積極銷售趨勢的支撐——包括特步主品牌持續增長以及索康尼同比增長30-40%。兩個品牌7月至至今的零售銷售數據較6月實現環比改善，但增長勢頭仍低於一季度水平，表明復甦平穩但溫和。運營方面，特步重申其直營零售戰略，計劃在25年下半年轉換100-200家門店，至26年底轉換約300家門店。索康尼仍是增長主力（上半年增長30%），通過開設30至50家新形象店不斷擴展生活方式及服裝品類，強化其高端品牌定位。同時，邁樂上半年同比增長超50%。儘管仍處於早期階段，管理層對邁樂的利潤率前景充滿信心。基於特步主品牌的穩健表現、直營零售戰略執行以及索康尼和邁樂的強勁貢獻，我們對公司的基本面保持樂觀看法。維持增持評級。

電話會議其他要點

- **電商：**特步電商業務在25年上半年實現雙位數百分比的強勁增長，目前占主品牌收入的30%以上。增長由明星產品（如2000公里系列）驅動，提升了用戶參與度和銷售轉化率。
- **趨勢與優勢：**特步在重點賽事的全職跑者穿著率排名第一，索康尼緊隨其後排名第二或第三，鞏固了集團在中國專業跑步細分市場的領導地位，依托深厚品牌資產和與國家健康健身潮流的日益契合。
- **庫存與利潤率：**上半年為支持下半年馬拉松旺季和新店備貨，庫存水平有所提升，但預計年底將正常化並回落至20億元人民幣。主品牌利潤率因兒童業務占比提升及電商折扣略深而略有下降。索康尼利潤率因服裝及休閒產品拓展而短暫下降，但隨著業務成熟，盈利能力有望改善。

盈利預測調整、估值與風險

- 預測保持基本不變。
- 目標價基於2026年中期12.5倍前瞻市盈率（此前為13.0倍），仍處於自2015年以來的長期平均估值水平。
- **主要風險：**非理性去庫存、索康尼執行風險。

盈利預測及估值

截至12月31日止年度 (人民幣百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	14,346	13,577	14,385	15,272	16,344
同比增長	10.9%	-5.4%	5.9%	6.2%	7.0%
可歸屬淨利潤	1,047	1,238	1,439	1,588	1,755
經調整每股盈利(人民幣)	0.41	0.47	0.55	0.60	0.67
同比增長	10.8%	14.8%	16.2%	10.3%	10.5%
市盈率	14.0x	12.2x	10.5x	9.5x	8.6x
ROE	12.0%	14.8%	15.9%	16.2%	16.5%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；股價截至2025年8月18日

黃銘謙
+852 3189 6357

joosephwong@cmschina.com.hk

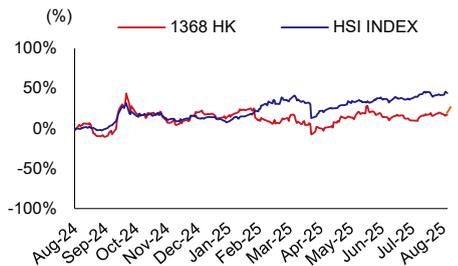
最新變動

特步2025年上半年業績穩健

增持

前次評級	增持
股價(2025年8月18日)	6.2港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	7.7港元 (+25.1%)
前次目標價	7.7港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至2025年8月18日

%	1m	6m	12m
1368 HK	14.4	11.0	31.1
恒生指數	2.6	11.8	45.5

恒生指數(2025年8月18日)	25,176.9
國企指數(2025年8月18日)	9,033.7

重要數據	
52周股價區間(港元)	4.2 - 7.1
市值(百萬港元)	15,787
日均成交量(百萬股)	13.56
每股淨資產(人民幣)	3.57

主要股東	
Group Success Investments Ltd	45.1%
丁水波	2.6%
自由流通量	52.3%

資料來源：彭博

相關報告

1. Xtep International (1368 HK) - Saucony as a continuous driver to 2025E growth (增持) (2025/3/19)
2. 特步國際(1368 HK) - 二季度符合預期；出售K&P重塑高質量增長(增持)(2024/8/20)

2025年上半年业绩亮点

关键财务指标

- 2025年上半年收入同比增长7.1%至68.4亿元人民币；经营利润增长9.1%至13.1亿元人民币，利润率为19.1%（同比提高0.4个百分点）。
- 毛利润同比增长6.9%至30.7亿元人民币；毛利率基本持平，为45.0%。
- 销售及行政费用同比增长9.5%至21.2亿元人民币（占收入31%，同比提升0.6个百分点），主要用于马拉松赞助和索康尼品牌营销。广告及推广费用占收入12.6%，同比增长7.3%；研发费用同比增长20.4%至1.9亿元人民币（占收入2.8%），主要投向旗舰产品开发和索康尼服装投资。
- 净利润为9.14亿元人民币；若剔除去年KP和帕拉丁品牌亏损的影响，净利润同比增长21.5%，净利率为13.4%（同比提升1.6个百分点）。
- 经营现金流入为7.7亿元人民币；银行现金增加8%至32.2亿元人民币。
- 债务偿还及发行5亿元人民币可换股债券后，净现金增长近1倍至19.1亿元人民币。
- 中期股息为每股0.18港元（同比增长15.4%）；连续第17年维持50%的股息支付比率。

营运资金与库存

- 整体营运资金周转天数增加3天至90天。
- 库存周转天数增加23天至91天，主要为应对下半年马拉松旺季及索康尼新店备货。
- 3个月以内存货水平健康，预计年底前库存将正常化并回落至20亿元人民币以下。
- 应付账款周转天数增加18天至119天；应收账款周转天数改善2天至118天。

业务分部表现

大众运动分部（特步主品牌）

- 收入同比增长4.5%至60.5亿元人民币；电子商务和童装表现突出。
- 毛利润增长4%至26.4亿元人民币；毛利率因儿童业务占比提升及电商折扣略深而微降0.3个百分点。
- 经营利润增长1.5%至12.1亿元人民币；利润率下降0.6个百分点至20%。
- 截至6月，特步成人门店数为6,360家，其中70%为新形象店；持续加大购物中心和奥莱布局，推行“开大店、关小店”策略。

专业运动（索康尼与迈乐）

- 收入同比增长32%至7.85亿元人民币（主要由索康尼贡献）。
- 毛利润增长28.7%至4.33亿元人民币；毛利率因休闲/服装产品占比增加而下降1.6个百分点至55.2%。
- 经营利润激增2.4倍至7,900万元人民币；利润率提升至10%。
- 截至6月，索康尼国内店铺总数为155家；2025年计划新开30-50家新形象店。

品牌战略与产品线

特步主品牌

- 战略：坚持“专业引领+大众普及”战略，聚焦跑步领域。
- 产品发布：160X 7.0/Pro、360X 2.0 碳板跑鞋及青云缓震系列。
- 童装（特步少年）重新定位为“促进成长的运动服装”，提供健康/人工智能驱动的适配解决方案；截至6月，拥有1,564家门店。

索康尼

- 定位为高端精英跑步品牌。
- 主要产品：7月推出Victory 23；扩充服装和OTC产品（如羊毛系列）矩阵。
- 连续五年赞助“越山向海接力赛”。

迈乐

- 以越野、徒步和速攀三大产品为核心，深化电商发展。
- 计划2025年后加大投入。

图1：2025年二季度我们跟踪品牌的零售销售普遍呈环比下降趋势

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Retail sales										
Anta brand	MSD%	HSD%	HSD%	High teen%	MSD%	HSD%	MSD%	HSD%	HSD%	LSD%
Fila	HSD%	High teen%	Low teen%	25%-30%	HSD%	MSD%	-LSD%	HSD%	HSD%	MSD%
Anta Others	75%-80%	70%-75%	45%-50%	55%-60%	25%-30%	40%-45%	45%-50%	50%-55%	65%-70%	50%-55%
Li Ning	MSD%	Mid teen%	MSD%	Low 20%	LSD%	-LSD%	-MSD%	HSD%	LSD%	LSD%
Xtep	20%	High teen%	High teen%	30%+	HSD%	10%	MSD%	HSD%	MSD%	LSD%

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

分析师电话会议问答重点

指引与增长展望: 管理层预计, 2025年索康尼和迈乐将保持30-40%的强劲收入增长, 索康尼重申其三年内销售额翻倍的目标。增长将由产品扩展、品牌建设及严格执行的直营零售战略支撑。特步计划在2025年将100-200家门店转换为直营零售模式, 并目标到2026年累计转换300家门店。在推进直营零售战略的同时, 集团专注于优化库存水平、提升渠道效率, 并加强在跑步和户外领域的差异化定位。这些举措旨在支持多品牌组合的长期可扩展性和盈利增长。

电子商务表现: 特步电商业务在2025年上半年实现双位数强劲增长, 目前占主品牌收入的30%以上。集团持续构建旗舰产品生态系统, 依托“2000公里”系列等明星产品驱动高用户参与度及转化率。为支持可持续增长, 特步正在投资建设更灵活、响应更迅速的供应链, 提升补货速度并实现实时需求匹配。这一策略不仅优化客户体验, 也提升库存周转和运营效率。随着数字渠道日益成为收入主要驱动力, 电商业务将继续是增长和品牌扩张的重要支柱。

行业趋势与竞争优势: 中国跑步热潮持续升温, 2025年上半年记录了超过300场马拉松赛事和超过300万名参与者。特步巩固了其在这一领域的领导地位, 在重点赛事的全职跑者穿着率排名第一, 索康尼紧随其后排名第二或第三。这些排名反映了品牌在专业跑者中的强烈共鸣, 巩固集团在中国专业跑步细分市场的领导地位。凭借在运动领域的深厚根基和不断提升的产品信誉, 特步将充分受益于健康意识的提升以及全国范围内政府对大众健身和体育赛事的支持。

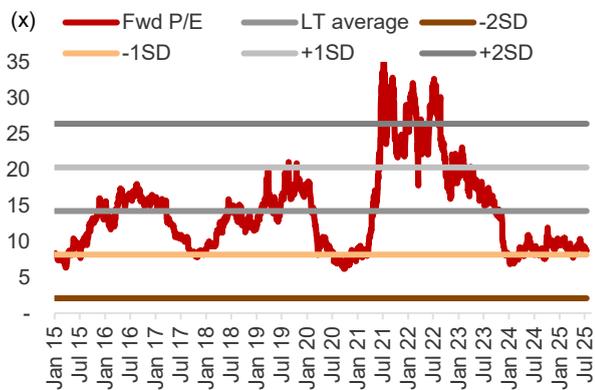
库存与利润率: 2025年上半年, 为支持下半年重要活动(如马拉松和新店开业), 库存水平有所上升, 但预计年底将正常化并回落至20亿元人民币。特步主品牌利润率因儿童业务占比提升及电商折扣略深而略有下降。索康尼的利润率因服装及休闲产品占比增加(仍处于扩展阶段)而小幅下降。然而, 管理层对随着品类成熟与规模扩张, 利润率将趋于稳定甚至改善充满信心。总体来看, 产品组合优化及运营杠杆将是维持利润率韧性的关键因素。

图2: 招证对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	14,385	15,272	16,344	14,409	15,404	16,446	-0.2%	-0.9%	-0.6%
Gross Profit	6,337	6,829	7,399	6,244	6,754	7,288	1.5%	1.1%	1.5%
Operating Profit	2,151	2,384	2,642	2,019	2,226	2,409	6.5%	7.1%	9.7%
Net profit	1,439	1,588	1,755	1,380	1,502	1,604	4.3%	5.7%	9.4%
Gross Margin	44.1%	44.7%	45.3%	43.3%	43.8%	44.3%	0.7ppt	0.9ppt	1ppt
OPM	15.0%	15.6%	16.2%	14.0%	14.5%	14.6%	0.9ppt	1.2ppt	1.5ppt
NPM	10.0%	10.4%	10.7%	9.6%	9.8%	9.8%	0.4ppt	0.6ppt	1ppt

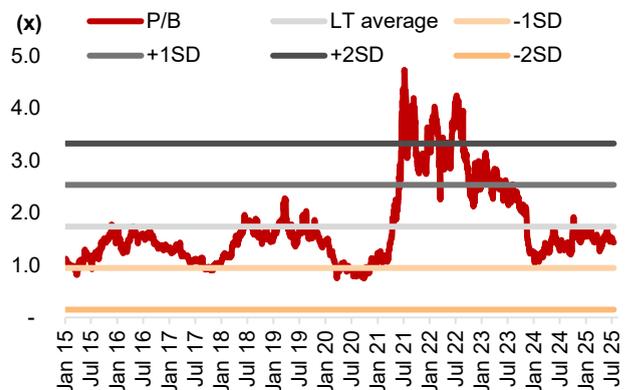
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图3: 前瞻市盈率



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图4: 历史P/B水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	1,592	1,669	1,643	1,619	1,598
使用权资产	818	750	744	740	736
商誉	842	4	4	4	4
于联营公司的投资	495	453	453	453	453
其他非流动性资产	1,534	1,862	1,867	1,871	1,876
非流动性资产总值	5,281	4,738	4,711	4,687	4,667
库存	1,794	1,596	1,769	1,855	1,966
应收账款及预付款	6,087	6,058	6,337	6,663	7,057
按公允价值计入损益的金融资产	0	0	0	0	0
存款	0	0	0	0	0
银行结余及现金	3,295	2,979	3,545	4,070	4,617
其他流动性资产	869	597	597	597	597
流动性资产总值	12,044	11,230	12,247	13,186	14,237
资产总值	17,325	15,968	16,958	17,873	18,904
应付款项	2,531	2,195	2,466	2,587	2,741
应付关联方款项	0	0	0	0	0
银行借款	954	1,161	1,161	1,161	1,161
其他流动负债	2,827	1,926	1,926	1,926	1,926
流动负债	6,311	5,283	5,553	5,674	5,828
递延税项负债	243	176	176	176	176
租赁负债	134	65	65	65	65
银行借款	1,691	867	867	867	867
其他借款	-	-	-	-	-
拨备及其他负债	23	875	875	875	875
非流动负债	2,091	1,983	1,983	1,983	1,983
总负债	8,402	7,266	7,536	7,657	7,811
股本	23	24	24	24	24
储备	8,839	8,679	9,399	10,193	11,070
非控股权益	61	-	-	-	-
权益总额	8,923	8,703	9,422	10,216	11,093
权益与负债总额	17,325	15,968	16,958	17,873	18,904

现金流量表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,449	1,901	2,096	2,313	2,555
财务成本	-145	-98	-88	-105	-120
折旧与摊销	305	510	332	328	325
营运资金变动	-21	-173	-181	-292	-351
已付所得税及其它	-333	-913	-569	-620	-680
经营活动现金流	1,255	1,228	1,590	1,624	1,729
资本支出	-389	-317	-150	-150	-150
投资	-398	53	-5	-5	-5
其他	-128	915	-150	-150	-150
投资活动现金流	-915	651	-305	-305	-305
已付股息	-469	-1,444	-720	-794	-877
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资(偿还)	189	-651	0	0	0
其他	-182	-102	0	0	0
融资活动现金流	-461	-2,197	-720	-794	-877
净现金流	-122	-317	565	525	547

利润表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	14,346	13,577	14,385	15,272	16,344
销售成本	-8,296	-7,712	-8,048	-8,443	-8,945
毛利	6,050	5,865	6,337	6,829	7,399
经销开支	-3,369	-2,868	-3,093	-3,283	-3,514
行政开支	-1,540	-1,428	-1,512	-1,606	-1,718
其他	439	396	419	445	476
经营溢利	1,580	1,966	2,151	2,384	2,642
折旧与摊销	-305	-510	-332	-328	-325
息税折旧前利润	1,885	2,476	2,483	2,713	2,968
财务成本	-145	-98	-88	-105	-120
其他收益(成本)	15	33	33	33	33
税前利润	1,449	1,901	2,096	2,313	2,555
所得税开支	-416	-596	-657	-725	-801
净利润	1,033	1,306	1,439	1,588	1,755
非控股权益	-3	0	0	0	0
本公司拥有人应占利润	1,047	1,238	1,439	1,588	1,755
摊薄每股盈利(人民币)	0.41	0.47	0.55	0.60	0.67
每股股息(人民币)	0.21	0.70	0.27	0.30	0.33

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	10.9%	-5.4%	5.9%	6.2%	7.0%
毛利	14.3%	-3.0%	8.0%	7.8%	8.3%
经营利润	7.9%	24.4%	9.4%	10.8%	10.8%
净利润	32.4%	8.8%	8.4%	10.3%	10.5%
每股盈利	9.4%	27.0%	10.2%	10.3%	10.5%
利润率					
毛利率	42.2%	43.2%	44.1%	44.7%	45.3%
经营利润率	11.0%	14.5%	15.0%	15.6%	16.2%
净利润率	8.5%	9.8%	10.0%	10.4%	10.7%
流动性					
应收账款天数	116.9	134.2	134.2	134.2	134.2
库存天数	89.8	80.2	80.2	80.2	80.2
应付账款天数	116.6	111.8	111.8	111.8	111.8
现金周转天数	90.0	102.6	102.6	102.6	102.6
现金流与杠杆率					
自由现金流(百万元人民币)	866	911	1,440	1,474	1,579
净负债率	-7.3%	-10.9%	-16.1%	-20.0%	-23.3%
股息分配比率	49.5%	132.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股息率	3.5%	11.4%	4.5%	4.9%	5.5%
回报分析					
ROE	12.0%	14.8%	15.9%	16.2%	16.5%
资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
净利润率	7.2%	9.6%	10.0%	10.4%	10.7%
财务杠杆	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
ROA	6.1%	7.8%	8.7%	9.1%	9.5%
估值倍数					
市盈率	14.0x	12.2x	10.5x	9.5x	8.6x
市净率	3.1x	3.3x	3.6x	3.9x	4.2x

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
增持	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828