國證國際 SDICSI

2025 年 8 月 20 日

特步国际 (1368.HK)

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

# 电商持续驱动，索康尼继续高增长

**事件：近日，特步国际公布 2025H1 业绩，收入同比增长 7.1%，归母净利润同比增长 21.5%，略超我们预期。此外，公司宣派股息 18 港仙/股，派息率为 50%。综合考虑，我们上调 2025-2027 年 EPS 至 0.55/0.62/0.68 元（人民币，下同，列明除外），目标价 7.16 港元，维持“买入”评级。**

## 报告摘要

**收入利润均实现持续增长，专业运动分部表现亮眼。**上半年，集团录得收入 68.38 亿元，同比增长 7.1%。分品牌来看，大众运动分部（特步主品牌）收入同比增长 4.5%至 60.53 亿元，占收入比为 88.5%，主要是由电商渠道的增长所驱动，电商同比实现双位数增长，占收入比超 3 成；专业运动（索康尼+迈乐）收入同比增长 32.5%至 7.85 亿元，占收入比 11.5%，主要是线下零售表现强劲所带动，线下同店实现双位数增长。毛利率方面，集团毛利率下滑 0.3pp 至 43.6%，其中主品牌毛利率下滑 0.3pp 至 43.6%，专业运动毛利率下滑 1.6pp 至 55.2%，主要是由于线上占比提升以及毛利率相对较低的服装占比提升。费用方面，销售费用率受到线上推广支出增加的影响同比提升 1.5pp 至 21.7%，管理费用率受到股份支付开支拨回和员工成本开支减少的影响同比下降 0.8pp 至 9.4%。综合影响下，归母净利润同比增长 21.5%至 9.14 亿元，归母净利率同比增长 1.6pp 至 13.4%，主要是此前 KP 未剥离之前对利润有一定的拖累。

**渠道持续优化，提升运营效率。**门店数量方面，截至 25H1，主品牌门店数量为 7924 家，较年初净减少 42 家，其中大装 6360 家，儿童 1564 家；索康尼在中国内地已有 155 家门店，较年初净增加 10 家，公司将持续围绕精英运动生活来打造品牌高端形象，并加强渠道拓展，此外公司还推出了 OG、通勤系列，拓宽产品矩阵。

**KP 剥离后资源将持续聚焦。**公司在 24 年宣布剥离 KSWISS 和 Palladium 所在的时尚运动分部，剥离后利润端压力将减轻。KP 剥离后，公司的资源和精力将聚集在主品牌和索康尼的发展上，有望在后续迸发更快的增长。

**投资建议：**公司持续专注跑步领域，索康尼的快速增长使得公司在高端跑鞋和大众跑鞋板块都得到充分布局。由于上半年业绩略超我们此前预期，我们上调 2025-2027 年 EPS 至 0.55/0.62/0.68 元（前值为 0.54/0.61/0.67 元），参考历史估值水平给予 2025 年 12 倍 PE，上调目标价至 7.16 港元（前值为 7 港元），维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行；行业竞争加剧；新品牌发展不及预期。

**财务及估值摘要**

| (年结 31/3；RMB 百万) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 12,743 | 13,577 | 14,520 | 15,830 | 16,991 |
| 增长率（%） | 10.5% | 6.5% | 6.9% | 9.0% | 7.3% |
| 归母净利润 | 1,030 | 1,238 | 1,402 | 1,563 | 1,718 |
| 增长率（%） | 11.8% | 20.2% | 13.2% | 11.5% | 9.9% |
| 毛利率（%） | 41.8% | 43.2% | 43.2% | 43.6% | 43.9% |
| 归母净利率（%） | 8.1% | 9.1% | 9.7% | 9.9% | 10.1% |
| 每股盈利（元） | 0.41 | 0.49 | 0.55 | 0.62 | 0.68 |
| 每股净资产（元） | 3.36 | 3.36 | 3.56 | 3.86 | 4.19 |
| 市盈率 | 14.56 | 12.11 | 10.70 | 9.60 | 8.73 |
| 市净率 | 1.77 | 1.77 | 1.66 | 1.54 | 1.42 |
| 股息收益率（%） | 3.39 | 3.39 | 4.48 | 4.99 | 5.49 |

数据来源：公司资料，国证国际预测

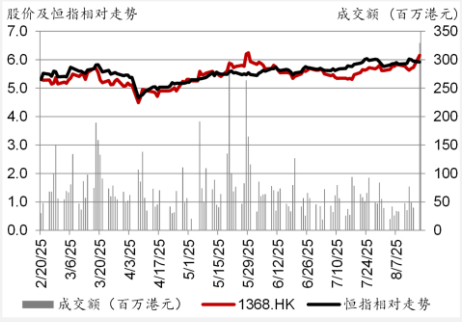
| | |
|---|---|
| 投资评级： | 买入 |
| | 维持 评级 |
| 6 个月目标价 | 7.16 港元 |
| 股价 2025-8-19 | 6.38 港元 |

| | |
|---|---|
| 总市值(百万港元) | 17,752.31 |
| 流通市值(百万港元) | 17,752.31 |
| 总股本(百万股) | 2,782.49 |
| 流通股本(百万股) | 2,782.49 |
| 12 个月低/高(港元) | 4.5/6.4 |
| 平均成交(百万港元) | 69.07 |

**股东结构**

| | |
|---|---|
| 群成投资有限公司 | 46.77% |
| 富达国际 | 5.20% |
| 丁水波 | 2.69% |
| 华夏基金 | 2.18% |
| 先锋领航 | 2.17% |
| 其他 | 40.99% |
| 总共 | 100.0% |

**股价表现**




| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | 15.44 | 3.62 | 8.46 |
| 绝对收益 | 16.64 | 9.06 | 51.45 |


**杨怡然 CFA**

**消费行业分析师**

laurayang@sdicsi.com.hk


本报告版权属于国证国际证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

## 附表：财务报表预测

| 利润表（RMB 百万） | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 12,743 | 13,577 | 14,520 | 15,830 | 16,991 |
| 营业成本 | -7,412 | -7,712 | -8,249 | -8,933 | -9,525 |
| **毛利** | 5,331 | 5,865 | 6,272 | 6,897 | 7,466 |
| 销售费用 | -2,655 | -2,868 | -3,122 | -3,403 | -3,653 |
| 管理费用 | -1,302 | -1,428 | -1,539 | -1,678 | -1,801 |
| **经营溢利** | 1,798 | 1,966 | 2,014 | 2,227 | 2,432 |
| 财务开支 | -139 | -98 | -89 | -79 | -68 |
| 应占联营公司亏损 | 15 | 33 | 35 | 37 | 39 |
| **除税前溢利** | 1,674 | 1,901 | 1,960 | 2,185 | 2,402 |
| 所得税 | -416 | -596 | -559 | -623 | -685 |
| **期内净利润** | 1,033 | 1,238 | 1,402 | 1,563 | 1,718 |
| 股东应占利润 | 1,030 | 1,238 | 1,402 | 1,563 | 1,718 |
| **EPS(元)** | 0.41 | 0.49 | 0.55 | 0.62 | 0.68 |
| | | | | | |
| **同比增长率** | | | | | |
| 收入(%) | 10.54% | 6.55% | 6.95% | 9.02% | 7.34% |
| 净利润(%) | 11.75% | 20.23% | 13.18% | 11.48% | 9.92% |

| 资产负债表（RMB 百万） | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 3,295 | 2,979 | 3,402 | 3,424 | 4,145 |
| 应收账款 | 4,975 | 5,011 | 5,332 | 5,944 | 6,159 |
| 存货 | 1,794 | 1,596 | 2,020 | 1,896 | 2,280 |
| 其他流动资产 | 1,981 | 1,644 | 1,608 | 1,614 | 1,627 |
| **流动资产总额** | 12,044 | 11,230 | 12,363 | 12,878 | 14,211 |
| 固定资产 | 1,592 | 1,669 | 1,879 | 2,051 | 2,187 |
| 无形资产 | 723 | 17 | 17 | 18 | 18 |
| 其他非流动资产 | 2,966 | 3,053 | 2,973 | 2,901 | 2,836 |
| **非流动资产总额** | 5,281 | 4,738 | 4,870 | 4,970 | 5,041 |
| **总资产** | 17,325 | 15,968 | 17,232 | 17,847 | 19,252 |
| | | | | | |
| 应付账款 | 2,531 | 2,195 | 2,776 | 2,608 | 3,133 |
| 应付即期税项 | 63 | 113 | 122 | 132 | 143 |
| 其他流动负债 | 3,299 | 2,974 | 2,942 | 2,926 | 2,926 |
| **流动负债总额** | 5,892 | 5,283 | 5,841 | 5,666 | 6,202 |
| 衍生金融工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延税项负债 | 243 | 176 | 158 | 142 | 128 |
| 其他非流动负债 | 2,267 | 1,807 | 1,830 | 1,854 | 1,879 |
| **非流动负债总额** | 2,510 | 1,983 | 1,988 | 1,997 | 2,007 |
| **总负债** | 8,402 | 7,266 | 7,829 | 7,662 | 8,209 |
| 归属股东权益 | 8,923 | 8,703 | 9,403 | 10,185 | 11,043 |

（转下页）

| 现金流量表（RMB 百万） | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 1,255 | 1,228 | 1,103 | 573 | 1,223 |
| 投资活动现金流 | -915 | 651 | -245 | -246 | -217 |
| 融资活动现金流 | -461 | -2,197 | -434 | -305 | -285 |
| 净现金流 | -122 | -317 | 423 | 22 | 721 |
| 期初持有现金 | 3,414 | 3,295 | 2,979 | 3,402 | 3,424 |
| 期末持有现金 | 3,295 | 2,979 | 3,402 | 3,424 | 4,145 |

| 重点财务数据 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 41.8% | 43.2% | 43.2% | 43.6% | 43.9% |
| 净利率 | 8.1% | 9.1% | 9.7% | 9.9% | 10.1% |
| ROE | 12.0% | 14.1% | 15.5% | 16.0% | 16.2% |
| 营运表现 | | | | | |
| 行销费用/收入(%) | 31.1% | 31.6% | 32.1% | 32.1% | 32.1% |
| 实际税率(%) | 24.9% | 31.3% | 28.5% | 28.5% | 28.5% |
| 股息支付率(%) | 49.5% | 41.1% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 库存周转天数 | 100 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 应收账款天数 | 132 | 134 | 130 | 130 | 130 |
| 应付账款天数 | 131 | 112 | 110 | 110 | 110 |
| 杠杆比率 | | | | | |
| 资本负债率 | 48.5% | 45.5% | 45.4% | 42.9% | 42.6% |
| 总资产/股本 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |

资料来源：公司公告，国证国际预测

本报告版权属于国证国际证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

**客户服务热线**

香港：2213 1888　　国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。 此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

### 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

### 公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

**国证国际证券（香港）有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼　　电话：+852-2213 1000　　传真：+852-2213 1010