

# 25H1 儿童和电商引领主品牌 增长，索康尼利润率改善

## 核心观点

**25H1 主品牌特步营收 60.53 亿元/+4.5%**，其中电商保持双位数以上增长，25Q2 末渠道库存周转天数为 4-4.5 个月左右，环比 25Q1 略有增加。**25H1 索康尼和迈乐营收 7.85 亿元/+32.5%**，其中索康尼流水 30%+增长，迈乐受益于户外浪潮保持高增。截至 6 月底，索康尼门店数 155 家/较年初+10 家。**25H1 专业运动营业利润 7900 万元/+236.8%、经营利润率为 10%/+6.1pct**。展望 25H2：1) 特步主品牌规划 2025H2 及 2026 年向约 400-500 家特步店铺收回分销权（25 年约 100 家），预计短期对于收入影响将在 25H2 显现；2) 索康尼品牌将适当加快线下布局，聚焦一、二线城市高质量商圈，新开 30-50 家线下门店，并适当减少线上低价、折扣深的产品。

## 事件

公司发布 2025 年半年度业绩：2025H1 公司持续经营业务营收 68.38 亿元/+7.1%（24 年剥离 KP 业务）；归母净利润 9.14 亿元/+21.5%。拟派发中期股息每股 0.18 港元，派息比率为 50.0%。

## 简评

### 分品牌来看：

1) **特步主品牌：25H1 儿童和电商引领增长，25H2 逐步推进 DTC 战略。**25H1 特步品牌营收 60.53 亿元/+4.5%，其中电商保持双位数以上增长，目前特步主品牌电商业务收入占比 30%+。截至 Q2 末，公司渠道库存周转天数为 4-4.5 个月左右，环比 25Q1 的 4 个月略有增加，仍保持在健康合理水平。截至 25 年 6 月底，特步成人门店数 6360 家/较年初-22 家、新形象门店超 70%，特步儿童门店 1564 家/较年初-20 家。25 年 8 月，特步儿童焕新品牌定位，更名为特步少年，在国内率先提出“成长科学”运动装备的先进理念并推出成长鞋系列，聚焦打造“运动追高生态”。25H1 特步品牌毛利率 43.6%/-0.3pct，特步品牌营业利润率 20.0%/-0.6pct，主要系毛利率更低的儿童产品占比提升以及电商折扣有所加深。特步品牌规划 2025 年下半年及 2026 年向约 400-500 家特步店铺收回分销权（25H2 约 100 家），预计对于营收或有轻微负面影响。产品端，特步主品牌继续在旗舰产品矩阵上发力，8 月发布 160X 7 跑鞋、全新缓震青云跑鞋，满足跑者的多样化需求。

## 特步国际(1368.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 08 月 20 日

当前股价：5.73 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.10/2.70	3.43/-3.46	21.91/-25.75
12 月最高/最低价 (港元)		6.98/4.34
总股本 (万股)		278,249.37
流通 H 股 (万股)		278,249.37
总市值 (亿港元)		153.77
流通市值 (亿港元)		153.77
近 3 月日均成交量 (万)		1170.49
主要股东		
群成投资有限公司		46.64%

股价表现



相关研究报告

25.07.18	【中信建投轻工纺织及教育】特步国际 (1368):Q2 主品牌稳健增长，索康尼增速 20%+、强化品牌升级
25.04.18	【中信建投轻工纺织及教育】特步国际 (1368):25Q1 主品牌经营稳健，索康尼持续高增

**2) 专业运动：25H1 索康尼和迈乐保持快速增长势头，强化品牌升级。**25H1 索康尼&迈乐营收 7.85 亿元/+32.5%，其中索康尼流水 30%+增长，迈乐受益于户外浪潮保持高增。截至 6 月底，索康尼门店数 155 家/较年初+10 家。25H1 专业运动毛利率为 55.2%/-1.6pct，毛利率有所下降主要系索康尼品牌生活通勤产品占比提升；25H1 专业运动板块营业利润 7900 万元/+236.8%，经营利润率为 10%/+6.1pct。25H2 索康尼将适当加快线下布局，聚焦一、二线城市高质量商圈，新开 30-50 家线下门店，并适当减少线上低价、折扣深的产品。

**剔除剥离 KP 影响，25H1 公司净利润同比+6.4%。**2025H1 公司净利润增长高于收入主要系 24H1 出售 KP 带来的亏损 1.06 亿元，剔除该影响，公司归母净利润同比+6.4%。25H1 公司毛利率为 45.0%/-0.1pct，其中大众运动、专业运动毛利率分别为 43.6%/-0.3pct、55.2%/-1.6pct。25H1 经营利润率为 19.1%/+0.4pct。

**展望 2025H2，特步主品牌 DTC 短期冲回销售或在 25H2 有所体现，索康尼增长持续、利润率有望改善。**公司规划：1) 主品牌特步将于 25 下半年至 26 年向 400-500 家特步店铺收回分销权，预计影响将在 25H2 开始体现，中长期可以助力公司提升品牌影响力和运营质量；2) 索康尼凭借品牌推广及扩充产品组合延续高增态势，聚焦品牌势能以及大店打造，利润率有望持续改善提升；3) 公司维持 25 年利润增速 10%+ 指引。

**盈利预测：**预计公司 2025-2027 年营收 143.2、152.6、163.7 亿元，同比+5.5%、+6.6%、+7.2%；归母净利润为 13.7、15.2、16.7 亿元，同增 10.5%、+11.1%、+10.0%，利润率分别为 9.6%、10.0%、10.2%，对应 PE 为 11.4x、10.3x、9.3x，维持“买入”评级。

### 风险提示：

**零售折扣率加深，影响品牌利润率：**特步主品牌当前库存仍高于理想水平，后续如果通过增加零售折扣率处理库存等情况，若部分品牌通过加深折扣率进行库存去化，将加剧行业价格竞争，进而影响公司折扣率水平，将对品牌的利润率水平造成一定影响，影响公司业绩和后续增长。

**流水复苏进展及幅度不及预期：**预计随着消费的逐步复苏，公司各品牌的流水表现也将直接受益，如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现。

**图 1：特步&索康尼品牌季度零售流水增速及零售折扣**

零售流水	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
<b>特步主品牌</b>	30%-35%	中双位数	20%-25%	高单位数	约20%	高双位数	高双位数	超20%	高单位数	10%	中单位数	高单位数	中单位数	低单位数
	增长	增长	增长	下降	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长
<b>折扣率</b>	约75折	7折-75折	7折-75折	约7折	7折-75折	约75折	7折-75折	约7折	7折-75折	75折	75折	7折-75折	7折-75折	7折-75折
<b>零售库存周转</b>	约4个月	约4个半月	4.5-5个月	约5.5个月	5个月以下	5个月以下	4.5-5个月	4-4.5个月	4-4.5个月	4个月	4个月	4个月	4个月	4-4.5个月
<b>零售流水</b>	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
<b>索康尼品牌</b>											50%+	50%	40%+	20%+
											增长	增长	增长	增长

数据来源：公司公告、中信建投

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>12,044</b>	<b>11,230</b>	<b>17,049</b>	<b>23,863</b>	<b>30,733</b>	<b>营业收入</b>	<b>14,346</b>	<b>13,577</b>	<b>14,317</b>	<b>15,261</b>	<b>16,365</b>
现金	4,156	3,569	9,345	15,668	21,958	营业成本	8,296	7,712	8,040	8,488	9,042
应收票据及应收账款合计	4,975	5,011	4,971	5,299	5,682	营业税金及附加	3,369	2,868	3,150	3,449	3,731
其他应收款	0	0	0	0	0	其他净收入	0	0	0	0	0
预付账款	804	903	911	971	1,041	销售费用	1,540	1,428	1,503	1,602	1,718
存货	1,794	1,596	1,664	1,756	1,871	管理费用	1,157	1,138	1,171	1,249	1,353
其他流动资产	315	150	158	169	181	研发费用	252	297	445	477	516
<b>非流动资产</b>	<b>5,281</b>	<b>4,738</b>	<b>4,348</b>	<b>3,957</b>	<b>3,567</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,580</b>	<b>1,966</b>	<b>2,007</b>	<b>2,128</b>	<b>2,268</b>
长期投资	495	453	453	453	453	财务费用	145	98	13	-88	-170
固定资产	1,592	1,669	1,408	1,146	885	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	1,541	766	639	511	383	<b>利润总额</b>	<b>1,449</b>	<b>1,901</b>	<b>1,994</b>	<b>2,216</b>	<b>2,438</b>
其他非流动资产	1,653	1,850	1,848	1,847	1,846	所得税	416	663	625	695	764
<b>资产总计</b>	<b>17,325</b>	<b>15,968</b>	<b>21,397</b>	<b>27,821</b>	<b>34,300</b>	<b>净利润</b>	<b>1,033</b>	<b>1,238</b>	<b>1,369</b>	<b>1,522</b>	<b>1,674</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,851</b>	<b>5,283</b>	<b>4,562</b>	<b>4,835</b>	<b>5,164</b>	少数股东损益	3	0	0	0	0
短期借款	1,372	1,161	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,030</b>	<b>1,238</b>	<b>1,369</b>	<b>1,522</b>	<b>1,674</b>
应付票据及应付账款合计	2,531	2,195	2,553	2,695	2,871	EBITDA	1,923	2,379	2,398	2,518	2,658
其他流动负债	1,948	1,926	2,008	2,140	2,293						
<b>非流动负债</b>	<b>2,552</b>	<b>1,983</b>	<b>1,983</b>	<b>1,983</b>	<b>1,983</b>	<b>主要财务比率</b>					
长期借款	2,152	1,724	1,724	1,724	1,724	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	400	259	259	259	259	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>8,402</b>	<b>7,266</b>	<b>6,544</b>	<b>6,818</b>	<b>7,147</b>	营业收入(%)	10.9	-5.4	5.5	6.6	7.2
少数股东权益	61	0	0	0	0	归母净利润(%)	11.8	20.2	10.5	11.1	10.0
股本	23	24	1,024	2,024	3,024	<b>获利能力</b>					
资本公积	8,839	8,679	13,829	18,979	24,129	毛利率(%)	42.2	43.2	43.8	44.4	44.7
留存收益	0	0	0	0	0	净利率(%)	7.2	9.1	9.6	10.0	10.2
归属母公司股东权益	8,863	8,703	14,853	21,003	27,153	经营利润率(%)	11.0	14.5	14.0	13.9	13.9
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,325</b>	<b>15,968</b>	<b>21,397</b>	<b>27,821</b>	<b>34,300</b>	ROE(%)	11.6	14.2	9.2	7.2	6.2
						ROIC(%)	9.3	10.6	11.9	13.6	15.0
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表 (百万元)</b>						资产负债率(%)	48.5	45.5	30.6	24.5	20.8
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	2.1	2.1	3.7	4.9	6.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,255</b>	<b>1,228</b>	<b>1,906</b>	<b>1,328</b>	<b>1,372</b>	速动比率	1.7	1.8	3.3	4.5	5.6
净利润	1,033	1,238	1,369	1,522	1,674	<b>营运能力</b>					
折旧摊销	328	380	390	390	390	总资产周转率	0.8	0.9	0.7	0.5	0.5
财务费用	145	98	13	-88	-170	应收账款周转率	2.9	2.7	2.9	2.9	2.9
其他经营现金流	-252	-488	133	-496	-522	<b>每股指标 (元)</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-915</b>	<b>651</b>	<b>263</b>	<b>279</b>	<b>271</b>	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.45	0.49	0.55	0.60
资本支出	633	541	-	-	-	每股经营现金流	0.45	0.44	0.68	0.48	0.49
其他投资现金流	-1,548	111	263	279	271	每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.13	5.34	7.55	9.76
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-461</b>	<b>-2,197</b>	<b>825</b>	<b>4,717</b>	<b>4,646</b>	<b>估值比率</b>					
短期借款	-859	-211	-1,161	-	-	P/E	15.2	12.6	11.4	10.3	9.3
长期借款	1,147	-428	620	-	-	P/B	1.7	1.8	1.1	0.7	0.6
其他筹资现金流	-750	-1,557	1,366	4,717	4,646						
<b>现金净增加额</b>	<b>-122</b>	<b>-317</b>	<b>5,776</b>	<b>6,323</b>	<b>6,289</b>						

数据来源: wind, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk