

特步国际 (1368.HK) :

索康尼 OPM 改善超预期，集团全年指引维持

2025 年 8 月 19 日

民银国际研究团队

分析师： 何丽敏

电话： 37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

评级

买入

特步国际 (1368.HK)

目标价 (港元)	7.20
潜在升幅/降幅	+13.2%
目前股价 (港元)	6.38
52 周内股价区间 (港元)	7.13/4.15
总市值 (亿港元)	177.5
近 3 月日均成交额 (百万港元)	72.6

注：截至 2025 年 8 月 19 日收盘价

股价表现



资料来源：iFind

25H1 公司归母净利润超一致预期：(1) 25H1 收入同比+7.1%至 68.4 亿,持续经营净利润同比+6.4%,已终止经营业务在去年同期产生 1.06 亿亏损, 25H1 归母净利润同比+21.5%至 9.1 亿(一致预期 7.8 亿元), 中期派息率 50%。1H 归母净利超一致预期,来自专业运动利润率提升、其他收入增长。**(2)** 应收/存货周转天数分别为 118/91 天,较 24 年末分别-2/+23 天, 25/6/30 存货金额 22.5 亿元,因备货需求,较 24 年增 41%,据业绩会,管理层计划年末回到<20 亿的健康库存水平。

主品牌稳健,持续优化线下渠道,以专业影响大众:

(1) 特步主品牌 25H1 收入同比+4.5%至 60.5 亿元(1H 零售额同比+中单位数),电商双位数增长,占主品牌收入 30%+。主品牌毛利率率同比-0.3pp 至 43.6%,经营利润率同比-0.6pp 至 20.0%,因童装占比提升、电商折扣同比略加深。**(2)** 持续提升线下渠道质量,推进 DTC。主品牌开大店/关小店/提店效,强化购物中心和奥莱布局。截至 6/30 大货门店为 6360 家,较去年末-22 家。公司计划 2025 年底完成 100-200 家 DTC 门店转型,2026 年 300-400 家,资本开支约 4 亿元。

专业运动利润率改善超预期,索康尼作为第二增长曲线加速扩张:

专业运动 25H1 收入同比+32.5%至 7.8 亿元,营业利润率同比+6.1pp 至 10.0%,上半年分部营业利润约 0.79 亿元。截至 6/30 索康尼门店 155 家,较去年末增 45 家。索康尼仍处于加速扩张和品牌投资期,策略上致力于建立精英运动心智,做深跑步的基础上,拓展服装/OG/运动生活,加速高线核心点位布局(预期 30-50 家),3 年翻一番方向不变,维持全年 30~40%增长指引,板块年 OPM 指引为中高单位数。

维持买入评级,目标价 7.20 港元:

据业绩会,7 月以来公司零售额较 6 月加速增长,指引维持(集团全年收入目标正增,集团利润目标增 10%以上)。重点关注索康尼品牌成长。预计公司 2025E-2027E 营收分别为 144.1 / 156.1 / 169.7 亿元,同比分别+6.1% / +8.3% / +8.7%,归母净利润为 13.9 / 15.3 / 16.7 亿元,同比+12.1% / +10.3% / +9.0%。现价对应 25E PE 为 10.7 倍。

表 1: 盈利预测和财务指标

百万元人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,743	13,577	14,410	15,609	16,968
收入同比增速 (%)	10.5%	6.5%	6.1%	8.3%	8.7%
股东应占净利润	1,030	1,238	1,388	1,531	1,670
归母净利润同比增速 (%)	11.8%	20.2%	12.1%	10.3%	9.0%
每股净利润 (元)	0.41	0.49	0.55	0.61	0.66
PE@6.36HKD	14.4	11.9	10.7	9.7	8.9

资料来源：公司公告、Wind、民银国际预测

财务报表分析与预测 – 特步国际 (1368.HK)

资产负债表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,044	11,230	11,950	12,742	13,657
现金	3,295	2,979	3,270	3,835	4,118
应收账款	4,975	5,011	5,073	5,247	5,621
存货	1,794	1,596	1,859	1,797	1,927
其他应收款	1,112	1,046	1,151	1,266	1,393
其他	869	597	597	597	597
非流动资产	5,281	4,738	4,767	4,802	4,845
固定资产	1,592	1,669	1,690	1,708	1,726
有使用权资产	818	750	758	775	800
无形资产	723	17	17	17	17
定期存款	300	300	300	300	300
于联营公司之权益	495	453	453	453	453
其他	1,353	1,550	1,550	1,550	1,550
资产总计	17,325	15,968	16,717	17,545	18,502
流动负债	5,892	5,283	5,326	5,372	5,477
短期借款	954	1,161	929	743	595
应付账款	2,431	2,095	2,306	2,468	2,647
应计费用	1,665	1,662	1,712	1,763	1,816
应交税费	63	113	120	130	141
其他	780	251	259	268	279
非流动负债	2,510	1,983	1,995	2,010	2,027
长期借款	1,691	867	867	867	867
可换股债券	419	857	857	857	857
其他	819	1,116	1,128	1,144	1,161
负债合计	8,402	7,266	7,321	7,382	7,505
股本	23	24	24	24	24
库存股份	-283	-295	-295	-295	-295
可换股债券权益部分	26	86	86	86	86
储备	9,096	8,888	9,582	10,347	11,182
少数股东权益	61	-	-	-	-
归母所有者权益	8,923	8,703	9,397	10,162	10,997
负债及权益合计	17,325	15,968	16,717	17,545	18,502
现金流量表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	1,449	1,836	2,022	2,219	2,420
折旧摊销	305	375	299	303	307
营运资金变动	-21	-439	-142	20	-362
所得税	-531	-469	-634	-688	-750
经营活动现金流	1,255	1,228	1,545	1,854	1,616
投资活动现金流	-915	651	-328	-338	-350
筹资活动现金流	-461	-2,197	-926	-950	-983
现金净增加额	-122	-317	291	565	283
现金期初金额	3,414	3,295	2,979	3,270	3,835
现金期末金额	3,295	2,979	3,270	3,835	4,118

利润表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,743	13,577	14,410	15,609	16,968
营业成本	-7,412	-7,712	-8,174	-8,744	-9,379
毛利	5,331	5,865	6,237	6,864	7,589
销售费用	-2,655	-2,868	-3,257	-3,590	-3,988
管理费用	-1,302	-1,428	-1,427	-1,530	-1,663
其他收益净额	424	396	544	555	566
营业利润	1,798	1,966	2,098	2,300	2,505
财务收入/(费用)净额	-139	-98	-86	-94	-102
应占联营公司损益	15	33	10	13	17
其他支出	0	0	0	0	0
除税前溢利	1,674	1,901	2,022	2,219	2,420
所得税	-416	-596	-634	-688	-750
已终止业务年内亏损	-224	-67	0	0	0
净利润	1,033	1,238	1,388	1,531	1,670
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1,030	1,238	1,388	1,531	1,670
EPS (人民币元)	0.41	0.49	0.55	0.61	0.66
主要财务比率					
单位: 百万元人民币					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年增长率 (%)					
营业收入	10.5%	6.5%	6.1%	8.3%	8.7%
营业利润	22.8%	24.4%	6.7%	9.6%	8.9%
归母净利润	11.8%	20.2%	12.1%	10.3%	9.0%
获利能力					
毛利率	41.8%	43.2%	43.3%	44.0%	44.7%
营业利润率	14.1%	14.5%	14.6%	14.7%	14.8%
归母净利率	8.1%	9.1%	9.6%	9.8%	9.8%
ROE	12.0%	14.1%	15.3%	15.7%	15.8%
ROA	6.1%	7.4%	8.5%	8.9%	9.3%
偿债能力					
负债权益比	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
流动比率	2.1	2.1	2.2	2.4	2.5
速动比率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
营运能力					
存货周转天数	90	68	83	75	75
应收账款周转天数	106	120	118	113	112
应付账款周转天数	113	101	103	103	103
每股资料 (元)					
每股收益	0.41	0.49	0.55	0.61	0.66
每股经营现金	0.48	0.46	0.58	0.69	0.60
每股净资产	3.38	3.24	3.50	3.79	4.10
估值比率					
PE@6.38HKD	14.4	12.0	10.7	9.7	8.9
PB	1.7	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源: Wind、E=民银国际预测

附录表 1：运动品牌及国际品牌渠道商的季度零售额变动

流水同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025H1
李宁成人	+低单	-低单	-中单	+高单	+低单	+低单	/
线下	-低单	-中单	-高单	+中单	+低单	-低单	/
零售	+中单	持平	-中单	-低单	-低单	-中单	/
批发	-中单	-高单	-高单	+中单	+低单	+低单	/
电商	+20~30% 低段	+高单	+中单	+中双	+低双	+中单	/
安踏牌	+中单	+高单	+中单	+高单	+高单	+低单	+中单
大货	/	+高单	+中单	+高单	+高单	+低单	+中单
KIDS	/	+中单	+中单	+低双	+高单	+低单	+中单
电商	+20~25%	+20~25%	+20%以上	+高双	+低双		+中单
FILA	+高单	+中单	-低单	+高单	+高单	+中单	+高单
大货	/	+高单	持平	+高单	+中单	+高单	+高单
KIDS	/	低于大货	负增	+中单	+低双	+中单	+高单
FUSION	/	低于大货		+高双	+中双	+中单	+低双
电商	+25~30%	+20%		+双位数	+20%以上		
其他	+25~30%	+40~45%	+45~50%	+50~55%	+65~70%	+50~55%	+60~65%
迪桑特	+20~25%	+35~40%	+35~40%	+60~65%	+60%	+40%	+40%以上
Kolon	50%+	+60%	+近 70%	+近 50%	+近 100%	+70%	+80%以上
MAIA					+30%	+30%	+30%以上
特步	+高单	+10%	+中单	+高单	+中单	+低单	+中单
索康尼	+超 50%		+50%以上	+约 50%	+超 40%	+超 20%	+超 30%
361°							
大货	+高双	+10%	10%	10%	+10~15%	+10%	/
儿童	+20~25%	+中双	10%	+10~15%	+10~15%	+10%	/
电商	+20~25%	+30~35%	超 20%	+30~35%	+35~40%	+20%	/
滔搏*	+低单	-中单	-低双	-中单	-中单	-中单	/
宝胜	-7%	-11%	-11%	-3%	-5%	-12%	-8%

注*：滔搏的财季并非完全对应自然季度，以 2025Q2 自然季为例，对应滔搏财季为 FY26Q1（2025/3/1-5.31）；
 资料来源：公司公告、民银国际整理

风险提示：

终端消费环境波动，终端销售不及预期；

线下客流承压；

体育鞋服行业竞争加剧；

新店态推进不及预期等。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

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司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。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。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。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。

民银证券及其高级职员、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。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队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。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

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，应咨询独立的专业意见。民银集团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），民银证券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。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团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。

民银集团的雇员包括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。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。