

特步国际 (1368 HK, 买入, 目标价: HK\$6.90)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$6.90 当前股价: HK\$5.31

股价上行/下行空间 +30%

52 周最高/最低价 (HK\$) 6.83/4.46

市值 (US\$mn) 1,910

当前发行数量(百万股) 2,806

三个月平均日交易额 (US\$mn) 5

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

群成投资 46

按 2026 年 1 月 29 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

| | 现值 | 原值 | 变动 |
|-----------------|------|------|------|
| 评级 | 买入 | 买入 | N/A |
| 目标价 (HK\$) | 6.90 | 8.15 | -15% |
| 2025E EPS (RMB) | 0.49 | 0.50 | -2% |
| 2026E EPS (RMB) | 0.53 | 0.55 | -3% |
| 2027E EPS (RMB) | 0.57 | 0.59 | -4% |

股价表现



资料来源: FactSet

4Q25 仍承压, 预计 26 年营收/利润同比增长 5.8%/7.7%

- 4Q25 依旧存在压力;
- 预计 2026 年营收与归母净利润分别同比增长 5.8%/7.7%;
- 维持买入评级, 下调目标价 15%至 6.90 港元, 对应 13 倍 2026 年 P/E。

4Q25 依旧存在压力: 特步发布四季度运营数据, 1) 特步品牌流水同比持平, 其中 10/11 月表现优于 12 月, 主要因为暖冬影响冬装销售, 且今年春节偏晚, 存在消费错期。2025 全年特步品牌流水低单位数增长, 其中线上双位数增长、线下购物中心/奥莱店表现优于街边店。截止 25 年底, 特步 9 代店占比超 70%。按品类, 全年增长主要由跑步/户外驱动, 均实现 10+%增速。截止 25 年底, 特步品牌折扣 7-75 折, 库销比~4.5 个月, 均处于健康水平。2) 索康尼四季度流水增速环比加速至 30%+, 线上产品变革后有所成效。服装品类去年加大投入后实现高速增长, 全年流水也同样实现超 30%增长。

预计 2026 年营收与归母净利润分别同比增长 5.8%/7.7%: 1) 当前消费仍承压, 提升门店店效将是整个板块的大方向。除此之外, 特步也将继续推行金标领跑店。特步在业绩会中提及, 2H25 西安试点的领跑店快闪店和 12 月底上海金标店流水均表现良好, 全年有望在全国高线城市的优质商圈继续开设 25-30 家, 以进一步提升品牌形象。特步也加速布局奥莱渠道, 去年开设~30 家精选奥莱店、平均月店效超百万元, 公司规划年底精选奥莱店数量进一步提升至 70-100 家。我们预计特步品牌 2026 年店效同比增长~3%/线上营收同比增长~6%, 整体营收同比增长 2.5%。2) 索康尼去年调整顺利, 线上缩减低价产品、改善折扣, 与品牌线下的调性保持统一。今年索康尼有望延续高增长态势, 产品端在巩固内啡肽/胜利系列产品力, 提升马拉松穿着率的同时, 也推出更多服装和运动休闲品类 (当前占比~20%)。迈乐产品线顺应当前户外潮流, 已规划为越野跑、溯溪、徒步三大矩阵, 有望延续去年的快速扩张, 我们预计 2026 年整体专业运动分部营收同比增长~30%。

盈利预测与估值: 维持买入评级, 下调目标价 15%至 6.90 港元, 对应 13 倍 2026 年 P/E: 我们下调 2025/26/27 年营收预测 1.0%/1.4%/1.7%至 143.1/151.4/158.9 亿元, 下调归母净利润 0.9%/1.7%/2.5%至 13.9/14.9/15.9 亿元。我们给予特步国际 13 倍 2026 年 P/E, 下调目标价 15%至 6.90 港元, 较目前股价仍有 30%上升空间。**风险提示:** 特步品牌流水增速不及预期; 新品牌拓展遇阻; 宏观经济下行; 行业竞争加剧。

财务数据摘要

| 摘要 (年结: 12 月) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (RMBmn) | 14,346 | 13,577 | 14,311 | 15,137 | 15,886 |
| 息税前利润 (RMBmn) | 1,595 | 1,999 | 2,070 | 2,221 | 2,354 |
| 归母净利润 (RMBmn) | 1,030 | 1,238 | 1,388 | 1,494 | 1,588 |
| 每股收益 (RMB) | 0.39 | 0.46 | 0.49 | 0.53 | 0.57 |
| 市盈率 (x) | 17.4 | 9.5 | 10.7 | 9.4 | 8.8 |

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

图表 1: 盈利预测调整表

| 百万元 | 调整前 | | | 调整后 | | | 变动百分比 | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 14,453 | 15,346 | 16,162 | 14,311 | 15,137 | 15,886 | -1.0% | -1.4% | -1.7% |
| 毛利率 (%) | 43.7% | 44.2% | 44.8% | 43.7% | 44.2% | 44.7% | 0.0ppt | -0.1ppt | -0.1ppt |
| 销售费用 | 3,107 | 3,345 | 3,588 | 3,077 | 3,300 | 3,527 | -1.0% | -1.4% | -1.7% |
| 销售费用率 (%) | 21.5% | 21.8% | 22.2% | 21.5% | 21.8% | 22.2% | 0.0ppt | 0.0ppt | 0.0ppt |
| 管理费用 | 1,546 | 1,642 | 1,729 | 1,531 | 1,620 | 1,700 | -1.0% | -1.4% | -1.7% |
| 管理费用率 (%) | 10.7% | 10.7% | 10.7% | 10.7% | 10.7% | 10.7% | 0.0ppt | 0.0ppt | 0.0ppt |
| 归母净利润 | 1,400 | 1,521 | 1,629 | 1,388 | 1,494 | 1,588 | -0.9% | -1.7% | -2.5% |
| 归母净利率 (%) | 9.7% | 9.9% | 10.1% | 9.7% | 9.9% | 10.0% | 0.0ppt | 0.0ppt | -0.1ppt |
| EPS (元) | 0.50 | 0.55 | 0.59 | 0.49 | 0.53 | 0.57 | -2.0% | -2.9% | -3.6% |

资料来源: 公司公告, 华兴证券

附：财务报表

年结: 12月

利润表

| (RMBmn) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 特步品牌 | 12,327 | 12,585 | 12,894 | 13,082 |
| Saucony & Merrell | 1,250 | 1,725 | 2,243 | 2,804 |
| 营业收入 | 13,577 | 14,311 | 15,137 | 15,886 |
| 营业成本 | (7,712) | (8,057) | (8,449) | (8,786) |
| 毛利润 | 5,865 | 6,254 | 6,688 | 7,100 |
| 管理及销售费用 | (4,295) | (4,608) | (4,920) | (5,227) |
| 息税前利润 | 1,999 | 2,070 | 2,221 | 2,354 |
| 息税折旧及摊销前利润 | 2,374 | 2,447 | 2,637 | 2,806 |
| 利息收入 | 16 | 16 | 19 | 22 |
| 利息支出 | (98) | (88) | (87) | (85) |
| 税前利润 | 1,901 | 1,982 | 2,135 | 2,268 |
| 所得税 | (596) | (595) | (640) | (680) |
| 净利润 | 1,238 | 1,388 | 1,494 | 1,588 |
| 基本每股收益 (RMB) | 0.46 | 0.49 | 0.53 | 0.57 |

资产负债表

| (RMBmn) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 11,230 | 10,898 | 11,615 | 12,346 |
| 货币资金 | 2,979 | 3,022 | 3,541 | 4,006 |
| 应收账款 | 6,058 | 5,612 | 5,729 | 5,925 |
| 存货 | 1,596 | 1,667 | 1,748 | 1,818 |
| 其他流动资产 | 597 | 597 | 597 | 597 |
| 非流动资产 | 4,738 | 4,984 | 5,225 | 5,462 |
| 固定资产 | 1,669 | 1,813 | 1,959 | 2,110 |
| 无形资产 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| 商誉 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 其他 | 2,290 | 2,290 | 2,290 | 2,290 |
| 资产 | 15,968 | 15,883 | 16,840 | 17,808 |
| 流动负债 | 5,283 | 5,455 | 5,651 | 5,820 |
| 短期借款 | 1,161 | 1,161 | 1,161 | 1,161 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 3,857 | 4,030 | 4,226 | 4,394 |
| 长期借款 | 867 | 817 | 777 | 737 |
| 非流动负债 | 941 | 941 | 941 | 941 |
| 负债 | 7,266 | 7,388 | 7,544 | 7,673 |
| 股份 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 资本公积 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 未分配利润 | 8,679 | 8,471 | 9,272 | 10,112 |
| 归属于母公司所有者权益 | 8,703 | 8,495 | 9,295 | 10,136 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债及所有者权益 | 15,968 | 15,883 | 16,840 | 17,808 |

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

| (RMBmn) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 1,238 | 1,388 | 1,494 | 1,588 |
| 折旧摊销 | 375 | 377 | 415 | 453 |
| 利息（收入）/支出 | (81) | (72) | (67) | (64) |
| 其他非现金科目 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (856) | (523) | (573) | (617) |
| 营运资本变动 | (111) | 547 | (2) | (98) |
| 经营活动产生的现金流量 | 1,228 | 2,275 | 1,865 | 1,893 |
| 资本支出 | (445) | (586) | (613) | (641) |
| 收购及投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 处置固定资产及投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1,096 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流量 | 651 | (586) | (613) | (641) |
| 股利支出 | (1,444) | (1,596) | (694) | (747) |
| 债务筹集（偿还） | (753) | (50) | (40) | (40) |
| 发行（回购）股份 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动产生的现金流量 | (2,197) | (1,646) | (734) | (787) |
| 现金及现金等价物净增加额 | (317) | 43 | 518 | 465 |
| 自由现金流 | 1,346 | 594 | 1,256 | 1,448 |

财务比率

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| YoY (%) | | | | |
| 营业收入 | (5.4) | 5.4 | 5.8 | 4.9 |
| 毛利润 | (3.0) | 6.6 | 6.9 | 6.2 |
| 息税折旧及摊销前利润 | 24.8 | 3.1 | 7.8 | 6.4 |
| 净利润 | 20.2 | 12.1 | 7.7 | 6.2 |
| 稀释每股调整收益 | 18.3 | 7.2 | 7.7 | 6.2 |
| 盈利率 (%) | | | | |
| 毛利率 | 43.2 | 43.7 | 44.2 | 44.7 |
| 息税折旧摊销前利润率 | 17.5 | 17.1 | 17.4 | 17.7 |
| 息税前利润率 | 14.7 | 14.5 | 14.7 | 14.8 |
| 净利率 | 9.1 | 9.7 | 9.9 | 10.0 |
| 净资产收益率 | 14.2 | 16.3 | 16.1 | 15.7 |
| 总资产收益率 | 7.8 | 8.7 | 8.9 | 8.9 |
| 流动资产比率 (x) | | | | |
| 流动比率 | 2.1 | 2.0 | 2.1 | 2.1 |
| 速动比率 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| 估值比率 (x) | | | | |
| 市盈率 | 9.5 | 10.7 | 9.4 | 8.8 |
| 市净率 | 1.4 | 1.8 | 1.5 | 1.4 |
| 市销率 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。