

特步国际 (01368.HK)

第一季度主品牌流水低单位数增长，索康尼增长超 20%

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004
执证编码: S0980523070003

事项:

公司公告: 4月21日, 公司发布2026年第一季度营运状况, 特步主品牌线上线下全渠道零售销售流水同比低单位数增长, 零售折扣7.0-7.5折; 索康尼品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长超过20%。

国信纺服观点:

- 第一季度特步主品牌流水同比低单位数增长、跑步、户外品类表现亮眼, 折扣保持稳定, 库存同比小幅上升; 索康尼、迈乐流水增长均超20%;**
- 风险提示:** 消费需求复苏不及预期; 品牌形象受损; 品牌恶性竞争加剧; 市场的系统性风险;
- 投资建议:** 看好主品牌发挥跑步品类优势销售稳健增长, 专业运动品牌快速增长盈利提升。一季度特步主品牌主要在线上渠道、跑鞋业务带动下稳健增长, 索康尼迈乐品牌保持20%以上的较快增长。我们看好未来主品牌聚焦大众市场获得稳健增速, 索康尼和迈乐分别聚焦“双精英人群”和户外, 保持较快增速, 并在未来3-5年盈利持续提升。我们维持盈利预测, 预计2026-2028年净利润分别为12.9/15.3/16.0亿元, 同比-5.7%/+18.2%/+4.9%。维持5.4-5.9港元目标价, 对应2026年11-12x PE, 维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 第一季度特步主品牌流水同比低单位数增长、折扣保持稳定, 库存同比小幅上升; 索康尼、迈乐流水增长均超20%

1、特步主品牌第一季度流水同比低单位数增长, 跑步、户外品类表现亮眼

- 分月度看:** 1-2月增速好于3月, 主因春节消费拉动流水增长;
- 分渠道看:** 线上维持双位数增长, 增速好于线下;
- 分品类看:** 特步少年流水双位数增长, 增速快于成人业务; 跑步、户外品类双位数增长, 生活品类下跌; 青云系列一季度销量翻倍, 两千公里五代和五代Pro跑鞋销售表现亮眼。
- 渠道优化:** 计划主动关闭低效门店, 同时加大整个购物中心和奥莱渠道的开设, 提升整体店效, 数量上仅轻微浮动。目前精选奥莱已开店30家, 整体平均店效在百万以上, 2026年底计划开到70-100家。DTC转型方面, 2026年计划回收共计500家, 预计上半年完成小部分, 大部分集中在下半年完成。
- 出海进展:** 2026年海外业务增长强劲, 重点拓展东南亚市场, 一季度在印尼新开3家形象店, 预计全年在东南亚地区开设超20家门店; 跨境电商实现超100%增长。

2、特步主品牌第一季度零售折扣7.0-7.5折, 同环比保持稳定; 库销比约4.5个月, 环比稳定, 同比小幅上升

- 1) 第一季度特步主品牌零售折扣7.0-7.5折, 同环比保持稳定;

2) 第一季度末特步主品牌库销比约 4.5 个月，环比稳定，同比小幅上升，库存处于健康水平。

3、第一季度索康尼、迈乐流水增长均超 20%

- **索康尼：**一季度流水超 20% 增长；线下维持强劲流水和同店增长的势头，电商重点调整渠道布局及产品价格体系。鞋类产品保持稳定增长，服装一季度双位数增长，目前占比已超过 20%。胜利、啡翼、菁华系列一季度表现亮眼，3 月发布的啡鹏五代碳板跑鞋市场反馈较好，二季度预计推出胜利 24 跑鞋。4 月 20 日官宣蔡徐坤为品牌代言人。
- **迈乐：**一季度流水增长超 20%，产品聚焦越野跑、溯溪、徒步三大户外场景，目前以电商销售为主，未来考虑投入资源到线下门店。

4、管理层展望：根据公开交流会，管理层对 2026 年维持 3 月指引，集团收入中单位数增长，净利率高单位数。其中主品牌收入正向增长；新品牌收入增长维持 20-30%，同时新品牌净利率预计提升。由于 2026 年为体育大年，管理层预期调整营销资源投放策略，提高投放精准度，预计整体营销费用率维持在 11-13%，研发费用率维持在 3% 的水平。此外，管理层表示 2026 年成本已锁定，石油价格上涨对公司 2026 年影响不大。

表1：特步主品牌季度运营表现

时间	零售流水增长	库销比	零售折扣
2022Q1	30%~35%	4	7.5 折
2022Q2	中双	4.5	7-7.5 折
2022Q3	20%~25%	4.5-5	7-7.5 折
2022Q4	负高单位数	5.5	7 折
2023Q1	约 20%	<5	7-7.5 折
2023Q2	高双	<5	7.5 折
2023Q3	高双	4.5-5	7-7.5 折
2023Q4	超过 30%	4-4.5	7 折
2024Q1	高单	4-4.5	7-7.5 折
2024Q2	10%	4	7.5 折
2024Q3	中单	4	7.5 折
2024Q4	高单	4	7-7.5 折
2025Q1	中单	4	7-7.5 折
2025Q2	低单	4-4.5	7-7.5 折
2025Q3	低单	4-4.5	7-7.5 折
2025Q4	持平	4.5	7-7.5 折
2026Q1	低单	4.5	7-7.5 折

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好主品牌发挥跑步品类优势销售稳健增长，专业运动品牌快速增长盈利提升

一季度特步主品牌主要在线上渠道、跑鞋业务带动下稳健增长，索康尼迈乐品牌保持 20% 以上的较快增长。我们看好未来主品牌聚焦大众市场获得稳健增速，索康尼和迈乐分别聚焦“双精英人群”和户外，保持较快增速，并在未来 3-5 年盈利持续提升。我们维持盈利预测，预计 2026-2028 年净利润分别为 12.9/15.3/16.0 亿元，同比-5.7%/+18.2%/+4.9%。维持 5.4-5.9 港元目标价，对应 2026 年 11-12x PE，维持“优于大市”评级。

表 2：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,577	14,151	14,732	16,131	17,373
(+/-%)	6.5%	4.2%	4.1%	9.5%	7.7%
净利润(百万元)	1,238	1,372	1,294	1,529	1,604
(+/-%)	20.2%	10.8%	-5.7%	18.1%	4.9%
每股收益(元)	0.44	0.49	0.46	0.54	0.57
净利率	9.1%	9.7%	8.8%	9.5%	9.2%
净资产收益率(ROE)	14.2%	13.4%	11.9%	15.2%	20.9%
市盈率(PE)	9.8	8.9	9.4	8.0	7.6
EV/EBITDA	12.4	12.9	12.5	10.5	10.2
市净率(PB)	1.4	1.2	1.1	1.2	1.6

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
1368.HK	特步国际	优于大市	4.33	0.49	0.46	0.54	8.9	9.4	8.0	5.6%	1.68
可比公司											
2020.HK	安踏体育	优于大市	79.83	4.86	5.00	5.62	16.4	16.0	14.2	7.6%	2.11
2331.HK	李宁	优于大市	19.89	1.14	1.11	1.31	17.5	18.0	15.2	7.3%	2.47
1361.HK	361度	优于大市	6.47	0.63	0.71	0.78	10.2	9.0	8.2	11.3%	0.80

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；注：无评级公司的EPS预测来自彭博一致预期。

◆ 风险提示

消费需求复苏不及预期；品牌形象受损；品牌恶性竞争加剧；市场的系统性风险。

相关研究报告：

- 《特步国际(01368.HK)-2025年净利润双位数增长，专业运动品牌收入快速增长》——2026-03-27
- 《特步国际(01368.HK)-第四季度主品牌流水持平，索康尼增长超30%》——2026-01-27
- 《特步国际(01368.HK)-第三季度主品牌流水增长低单位数，索康尼增长超20%》——2025-10-20
- 《特步国际(01368.HK)-上半年净利润增长22%，专业运动盈利能力显著提升》——2025-08-19
- 《特步国际(01368.HK)-上半年主品牌流水增长中单位数，索康尼增长超30%》——2025-07-16

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2979	3457	4802	4717	3000	营业收入	13577	14151	14732	16131	17373
应收款项	5868	6183	6054	5745	5236	营业成本	7712	8088	8355	8993	9492
存货净额	1596	1829	1780	1913	2018	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	780	292	304	333	358	销售费用	2868	2868	3488	3852	4183
流动资产合计	11230	12222	13401	12709	10612	管理费用	1428	1428	1520	1627	1950
固定资产	1714	1917	2026	2109	2173	财务费用	98	98	112	122	152
无形资产及其他	154	250	240	230	220	投资收益	15	33	57	62	67
投资性房地产	2417	1875	1875	1875	1875	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	453	635	847	964	1135	其他收入	416	271	549	600	645
资产总计	15968	16899	18389	17887	16014	营业利润	1903	1974	1862	2200	2308
短期借款及交易性金融负债	1161	1293	2200	2200	2487	营业外净收支	(2)	(1)	0	0	0
应付款项	2311	1912	1861	1960	2026	利润总额	1901	1973	1862	2200	2308
其他流动负债	1811	1947	1933	2095	2273	所得税费用	596	602	568	671	704
流动负债合计	5283	5151	5994	6255	6786	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1724	1139	1139	1139	1139	归属于母公司净利润	1238	1372	1294	1529	1604
其他长期负债	259	407	407	408	410						
长期负债合计	1983	1545	1545	1547	1549	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	7266	6696	7539	7802	8335	净利润	1238	1372	1294	1529	1604
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8703	10203	10850	10085	7679	折旧摊销	0	(301)	201	226	246
负债和股东权益总计	15968	16899	18389	17887	16014	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	98	98	112	122	152
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(1182)	366	101	409	626
每股收益	0.44	0.49	0.46	0.54	0.57	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.26	0.29	0.23	0.82	1.43	经营活动现金流	56	1437	1596	2164	2477
每股净资产	3.10	3.64	3.87	3.59	2.74	资本开支	0	98	(300)	(300)	(300)
ROIC	9%	11%	8%	11%	12%	其它投资现金流	(0)	(454)	0	461	0
ROE	14%	13%	12%	15%	21%	投资活动现金流	41	(538)	(512)	44	(470)
毛利率	43%	43%	43%	44%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	12%	9%	10%	10%	负债净变化	(428)	(585)	0	1	0
EBITDA Margin	12%	10%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(743)	(823)	(647)	(2293)	(4011)
收入增长	7%	4%	4%	9%	8%	其它融资现金流	1929	2395	907	0	287
净利润增长率	20%	11%	-6%	18%	5%	融资活动现金流	(413)	(421)	260	(2293)	(3724)
资产负债率	46%	40%	41%	44%	52%	现金净变动	(315)	478	1345	(85)	(1717)
息率	6.1%	6.8%	5.3%	18.9%	33.0%	货币资金的期初余额	3295	2979	3457	4802	4717
P/E	9.8	8.9	9.4	8.0	7.6	货币资金的期末余额	2979	3457	4802	4717	3000
P/B	1.4	1.2	1.1	1.2	1.6	企业自由现金流	0	1377	961	1496	1794
EV/EBITDA	12.4	12.9	12.5	10.5	10.2	权益自由现金流	0	3120	1790	1411	1976

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032